

2025 年 11 月 14 日

首佳科技(103.HK)

SDICS

中国精品钢帘线龙头，切入机器人灵巧手腱绳新赛道

首佳科技是中国钢帘线龙头企业，股东背景实力雄厚，是行业内少有能够将钢帘线产品升级转型为机器人腱绳的企业。首次覆盖给与目标价 5.0 港元，首次评级买入。公司于 11 月 5 日进行股份合并，5 股合成 1 股，临时代码 2963.HK。

报告摘要

钢帘线龙头企业：首佳科技成立于 1991 年，总部位于香港，1992 年在香港联交所上市，是中国第一批钢帘线生产商。产品广泛应用于汽车轮胎领域，与国际、国内领先的轮胎企业建立了长期稳定的合作关系。未来公司计划扩充钢帘线产能，对内利用现有土地进行产能升级，将钢帘线总产能提升至 30 万吨以上。对外进行扩张，关注海外的优质钢帘线产能收购机会以及在欧洲自建工厂。

新业务重点发展机器人腱绳：2025 年首佳科技依托原有长期深耕的钢帘线生产技术，配置机器人专项绳生产设备，布局机器人钢丝和钨丝腱绳。首佳科技已实现对星尘智能送样，双方在腱绳上的联合研发达成合作。我们认为首佳科技在机器人腱绳上有着独特优势，业务发展将获得首钢集团的大力支持，首钢集团旗下的首程控股在机器人行业投资布局广泛，并且管理机器人租赁公司。首程已投资银河通用、星海图、自变量、宇树科技、松延动力等十多家机器人企业。对于首佳科技而言，一方面有足够的下游供应链合作场景，另一方面也有助于技术与工艺效率的持续迭代。

财务预测：我们预计首佳科技在 2025-2027 年的营业收入达到 24.2/25.8/27.9 亿港元，同比增长 0.9%/6.8%/8.0%，归母净利润达到 5686/7086/8741 万港元，同比增长 79.7%/24.6%/23.4%（不包含并购）。近年来公司积极寻求海外钢帘线的并购机会，假如成功或将大幅改变未来业绩。

投资建议：我们认为首佳科技是中国钢帘线龙头企业，股东背景实力雄厚，是行业内少有能够将钢帘线产品升级转型为机器人腱绳的企业。首佳科技 103.HK 与 A 股大业股份 603278.SH 做对比，两者都是钢帘线行业龙头，发展腱绳新业务。大业股份 25 年预测 PE 为 45.3 倍，远高于首佳科技的 32.1 倍。另外，通过 DCF 进行估算首佳科技的市值为 26.1 亿港元，对应股价为 4.9 港元。综合 DCF 和 PE 估值，我们认为公司的合理每股价值为 5.0 港元，距离现价有 43% 的上升空间，首次评级为买入。

风险提示：行业价格战；贸易制裁；

(年结 31/12; 百万港元)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售收入	2,495	2,397	2,418	2,582	2,788
增长率 (%)	1%	-4%	1%	7%	8%
净利润	63	32	57	71	87
增长率 (%)	31%	-49%	80%	25%	23%
毛利率 (%)	15%	14%	14%	15%	15%
净利率 (%)	3%	1%	2%	3%	3%
ROE, 平均 (%)	4%	2%	3%	4%	4%
每股盈利 (元)	0.03	0.01	0.11	0.14	0.17
每股净资产 (元)	0.8	0.8	3.7	3.8	3.9
市盈率 (x)	23.5	52.7	32.1	25.7	20.9
市净率 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
股息收益率 (%)	1.4%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%

数据来源：公司资料，国证国际预测

本报告版权属于国证国际证券（香港）有限公司，各项声明请参见报告尾页

首次覆盖

证券研究报告

汽车零配件

投资评级：

买入

首次评级

6 个月目标价

5.0 港元

股价(2025-11-13)

3.5 港元

总市值(亿港元)	18.03
H 股市值(亿港元)	18.03
总股本(亿股)	5.21
H 股股本(亿股)	5.21
12 个月低/高(港元)	0.4/3.8
平均成交(百万港元)	2.82

股东结构

首钢集团	45.4%
其他	54.6%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.79	26.82	94.62
绝对收益	-6.17	31.03	121.18

数据来源：公司资料，彭博，Wind，国证国际

王强

分析师

jimmywang@sdicsi.com.hk

目录

一、公司概况	3
中国钢帘线龙头企业	3
发展历程	3
业务概览	4
财务概览	6
股权结构	8
在资本市场的融资：供股	9
管理层介绍	9
二、行业概况	10
钢帘线行业概览	10
轮胎行业概览	11
机器人灵巧手行业概览	15
三、财务预测及估值	18
业绩预测	18
估值	19
四、风险提示	20

一、公司概况

中国钢帘线龙头企业

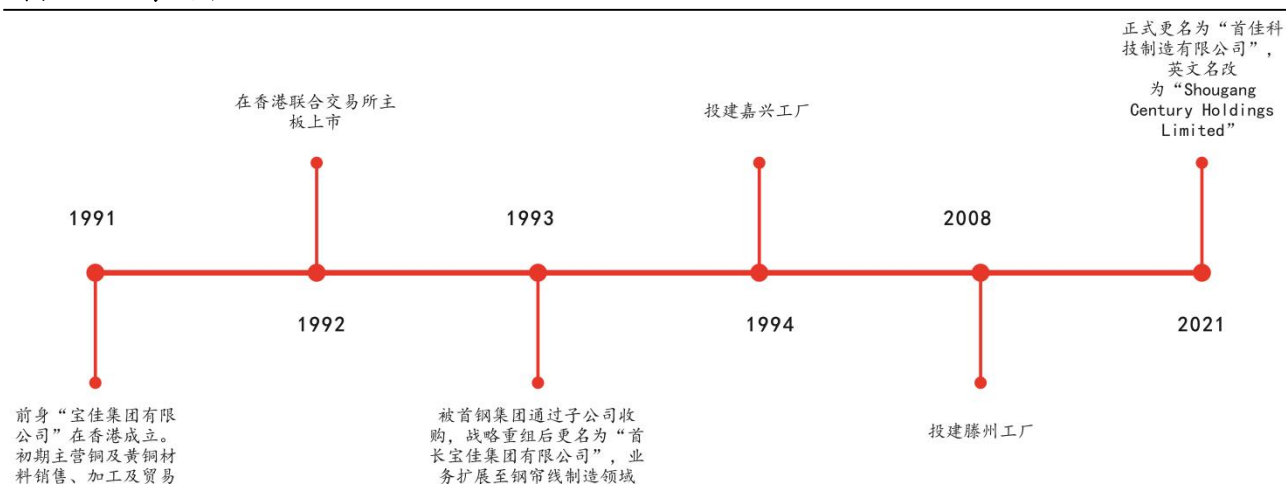
首佳科技制造有限公司成立于 1991 年，总部位于香港，1992 年在香港联交所上市（股票代码：103.HK），是中国第一批钢帘线生产商。首佳科技秉承“质量立身，品牌铸魂”的理念，生产制造精品钢帘线，产品广泛应用于汽车轮胎领域。30 多年来，其“东方”品牌成为行业最有影响力的品牌之一，与国际、国内领先的轮胎企业建立了长期稳定的合作关系。在中国浙江嘉兴、山东滕州建设工厂，总产能达到 26 万吨，其中嘉兴工厂现有产能 8 万吨，滕州工厂现有产能 18 万吨。

发展历程

复盘公司发展历程，我们认为关键节点包括：

- 1) **被首钢集团收购，是中国第一批钢帘线生产商。**1991 年公司的前身“宝佳集团有限公司”在香港成立，初期主营铜及黄铜材料销售、加工及贸易。1992 年在香港上市。1993 年被首钢集团通过子公司收购，战略重组后更名为“首长宝佳集团有限公司”，业务扩展至钢帘线制造领域，1994 年投建首个工厂嘉兴工厂。
- 2) **扩产并加速发展。**公司依托首钢资源，生产制造精品钢帘线，产品广泛应用于汽车轮胎领域，与国际、国内领先的轮胎企业建立了长期稳定的合作关系。2008 年山东滕州工厂投建，2019 年滕州工厂扩建。2006 年 9 月，首长宝佳与贝卡尔特签订认购协议，贝卡尔特以每股 0.65 港元的价格认购 2.5 亿股新股，总金额达 1.6 亿港元，占认购后总股本的 19.5%。这是贝卡尔特首次通过股权形式直接投资首长宝佳，标志着双方从单纯的业务合作升级为资本纽带关系。
- 3) **战略转型，再次更名。**2021 年 12 月：“首长宝佳集团有限公司”正式更名为“首佳科技制造有限公司”，英文名改为“Shougang Century Holdings Limited”，中文股份简称变更为“首佳科技”，以突出科技制造转型方向。对内进行产能升级，计划将钢帘线总产能提升至 30 万吨以上。对外进行扩张，关注海外的优质钢帘线产能收购机会以及在欧洲自建工厂。

图表 1：发展历程



资料来源：公司财报，国证国际

业务概览

几乎所有收入都来自钢帘线及其他钢丝产品。从 2024 年收入结构看，钢帘线及其他钢丝产品收入达到 24.0 亿，占比 99% 以上，租金收入 120 万元，占比 1% 以内。

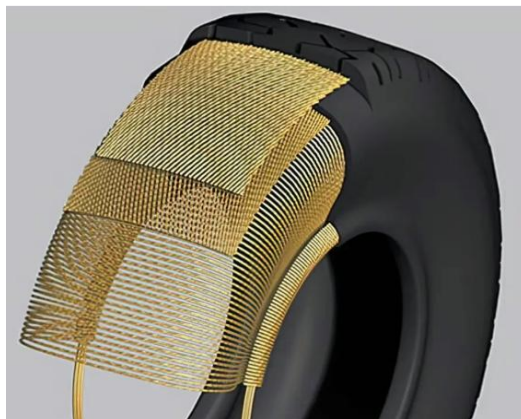
钢帘线主要应用在轮胎上。钢帘线是一种由高碳钢制成的表面镀有黄铜的细规格钢丝股或绳，主要用于子午线轮胎的胎体与带束层结构中。钢帘线的生产过程，是将钢帘线拉拔成极细的钢帘线细丝，导致线材长度增加 1000-1400 倍，截面积缩小到原来的万分之八。钢帘线的主要功能在于增强轮胎的结构强度、提升耐磨性与承载能力，并有效改善轮胎的动态性能。钢帘线通过在轮胎内部形成高强度的支撑网络，能够显著提高轮胎的抗冲击性、耐热性和抗疲劳性，从而延长轮胎使用寿命并提升行驶安全性。此外，钢帘线的高拉伸模量和低蠕变特性使其在轮胎结构中具有不可替代的作用，尤其在承载重载和高速行驶条件下，其性能优势尤为突出。钢帘线主要应用在轿车轮胎、轻型卡车轮胎、载重型卡车轮胎、工程机械车轮胎和航空轮胎等。

图表 2：钢帘线



资料来源：公司资料，国证国际

图表 3：轮胎中的钢帘线

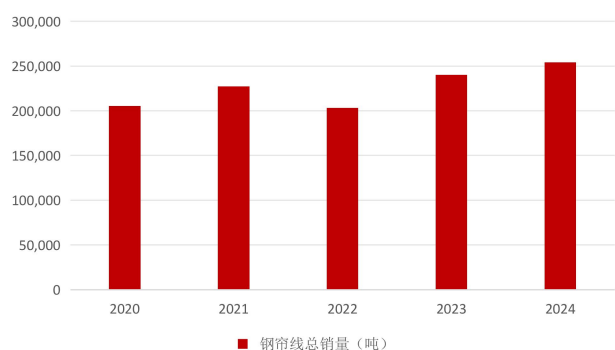


资料来源：公司资料，国证国际

钢帘线销量持续提升。2020-2024 年首佳科技钢帘线的销量从 20.5 万吨增长至 25.4 万吨，年复合增长率为 5.5%。

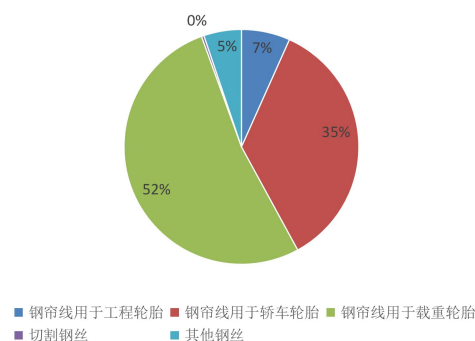
首佳科技始终坚持技术驱动发展战略。已拥有百余项发明专利及实用新型专利，成功研发及生产众多规格型号的钢帘线产品，主要产品有钢帘线用于工程轮胎/轿车轮胎/载重轮胎/切割钢丝/其他钢丝，分别占 2024 年销量的 6.7%/35.4%/52.4%/0.3%/5.2%。在汽车轮胎应用领域，钢帘线的规格与强度等级需根据车型类型进行差异化设计。例如，乘用车轮胎通常采用中等强度 3000MPa 的钢帘线，以满足其对轻量化和操控性能的需求；而 SUV 及轻型卡车轮胎则需要更高强度 3500MPa 的钢帘线，以应对更复杂的路况和更高的承载要求；对于重型卡车和工程机械轮胎，其对钢帘线的强度要求进一步提升至 4000MPa 以上，以确保轮胎在极端工况下的结构稳定性和耐久性。

图表 4：销量



资料来源：公司财报，国证国际

图表 5：销量结构

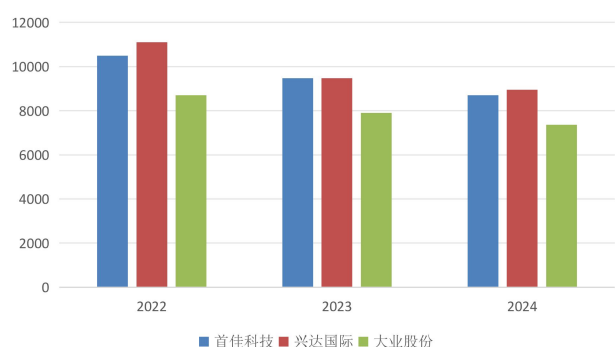


资料来源：公司财报，国证国际

行业价格战，导致 ASP（收入/销量）下降。2020-2022 年首佳科技钢帘线及其他钢丝产品 ASP 逐年增长，在 22 年达到最高点 10496 元/吨，在 2023 年与 2024 年价格有所下降，截至 2024 年底，ASP 下降至 9429 元/吨。公司积极调整发展策略，不断优化销量结构，减少低价竞争的载重轮胎销量比例，提升价格与毛利率更高的工程轮胎及轿车轮胎销量比例。

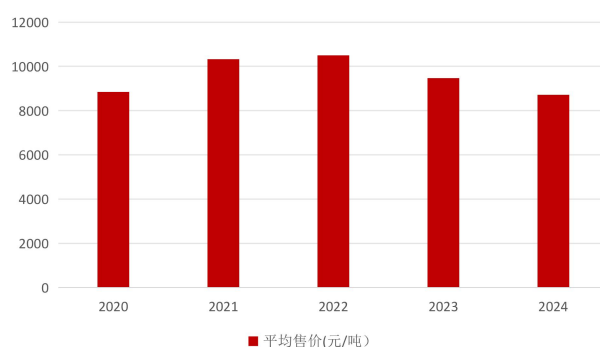
与同行 APS 对比来看，首佳科技与兴达国际相近，处在行业较高水平。这主要因为首佳科技依托良好客户结构，以及高端产品销量增加，平均销售单价在行业内具备优势。

图表 6：ASP（元/吨）与同行对比



资料来源：公司财报，国证国际

图表 7：钢帘线及其他钢丝产品 ASP



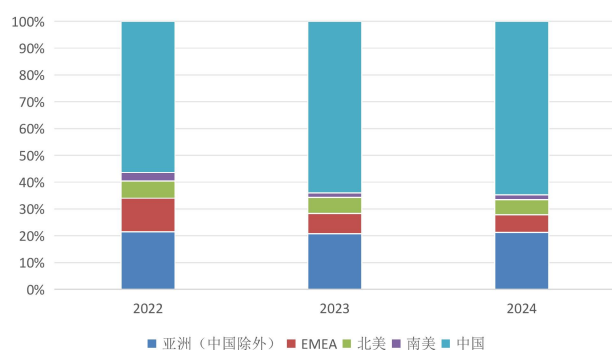
资料来源：公司财报，国证国际

首佳科技坚定推进国际化战略。从 2022-2024 年公司海外销售额占比处在较高水平，分别达到 44%/36%/35%。截止 2024 年，首佳科技海外销售额达到 8.4 亿港元，占比 35%，海外市场包括亚洲（中国除外）/EMEA（欧洲、中东和非洲）/北美/南美，占收入比重分别为 21%/7%/6%/2%。中国销售额达到 15.5 亿港元，占比 65%。

近年来首佳科技的钢帘线境外业务扩展成果显著。主要因为中国车企的出海浪潮带动了出口汽车产销量的大幅度提升，同时对配套轮胎的需求显著增长，推动轮胎钢帘线市场持续扩张。例如玲珑轮胎已经在巴西、塞尔维亚、泰国建厂，赛轮轮胎已经在柬埔寨、越南、塞尔维亚、墨西哥建厂。未来首佳科技计划将海外营收占比提升至 50% 以上。

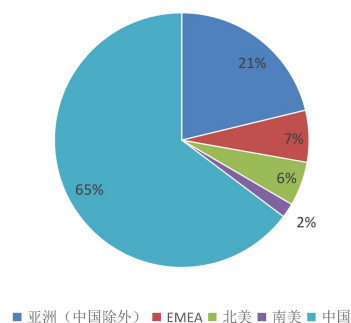
与同行对比，首佳科技的钢帘线海外销售量从 2018 年的 3.5 万吨增长到 2024 年的 7.2 万吨，年复合增长率为 12.5%，兴达国际的钢帘线海外销量从 2018 年的 16.9 万吨增长到 2024 年的 32.7 万吨，年复合增长率为 11.7%。

图表 8：22-24 年国内与海外销售额比例



资料来源：公司财报，国证国际

图表 9：24 年国内与海外销售额比例

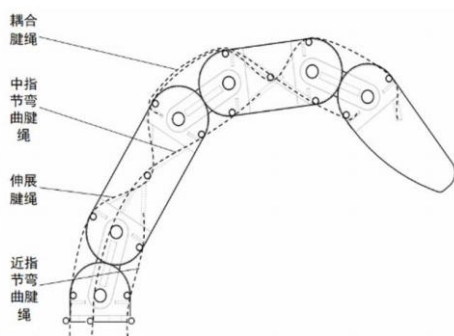


资料来源：公司财报，国证国际

首佳科技重点关注机器人相关机会，产品处在送样阶段。2025 年 8 月首佳科技给星尘智能首次送样，双方达成在腱绳上的联合研发的合作意向。星尘智能成立于 2022 年 12 月，是一家专注于具身智能机器人研发与产业化的高科技企业。核心成员来自腾讯、谷歌、华为、大疆等科技巨头，创始人兼 CEO 来杰是腾讯机器人实验室 1 号员工，曾主导百度“小度机器人”、腾讯 Robotics X 等项目。Astribot S1 是星尘智能 2024 年 8 月发布的新一代 AI 机器人助理，定位为泛场景通用操作机器人。

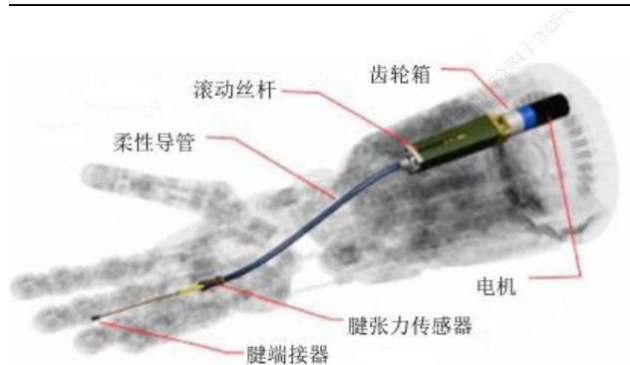
腱绳是绳驱机器人关键部件，类似“肌腱”，决定灵巧手等末端执行的精度、稳定性与寿命。腱绳传动系统使用类似人类手指的腱和绳索结构，通过拉动或放松绳索来驱动手指的关节运动。对钢帘线材料的关键要求是高强度、低蠕变、耐磨折、弯折无损。首佳科技在高强钢丝表面镀层、束丝成绳有着强大的产品与技术积累。

图表 10：腱绳



资料来源：头豹研究院，国证国际

图表 11：腱绳传动



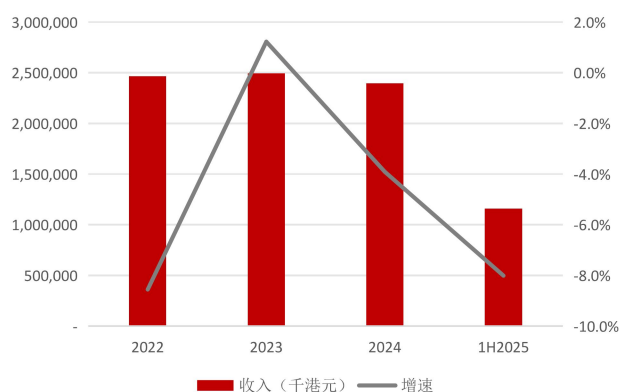
资料来源：腱驱动空间多指灵巧手感知与控制关键技术研究，国证国际

机器人业务获得首钢集团大力支持。首钢集团旗下的首程控股在机器人行业的投资布局多，并且管理机器人租赁公司。首程已投资银河通用、星海图、自变量、宇树科技、松延动力、万勋科技、炎凌嘉业、云鲸智能、粤十机器人、沃兰特、未磁科技、罗森博特、图湃医疗、微分智飞、墨现科技、云深处科技、泉智博等十多家机器人企业。对于首佳科技而言，一方面有足够的下游供应链合作场景，另一方面也有助于技术与工艺效率的持续迭代。

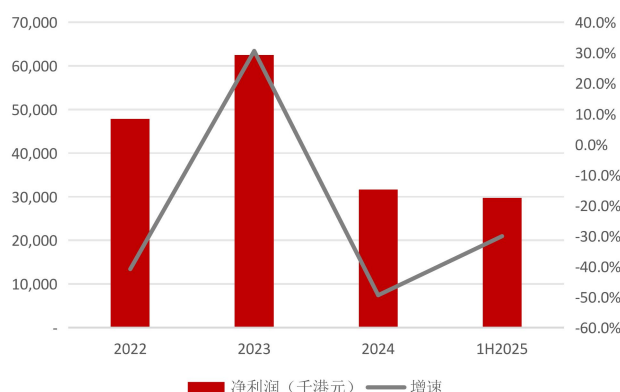
财务概览

收入与净利润规模下降。2022-2024 年公司收入分别达到 24.6/24.9/24.0 亿港元，同比增长-8.6%/+1.2%/-3.9%。归母净利润分别达到 4786/6251/3165 万港元，同比增长-41%/+31%/-49%。钢帘线售价持续下降，导致公司收入与利润减少。

在 2025 上半年公司收入达到 11.6 亿港元，同比下降 8%，环比提升 2%，归母净利润为 2975 万港元，同比下降 30%，环比扭亏为盈。从 2024 年下半年开始，国内钢帘线产能供给充足，行业进入白热化竞争，行业竞相降价，导致钢帘线销售价格急剧下滑，此情况在 2025 上半年略有改善。

图表 12：收入


资料来源：公司财报，国证国际

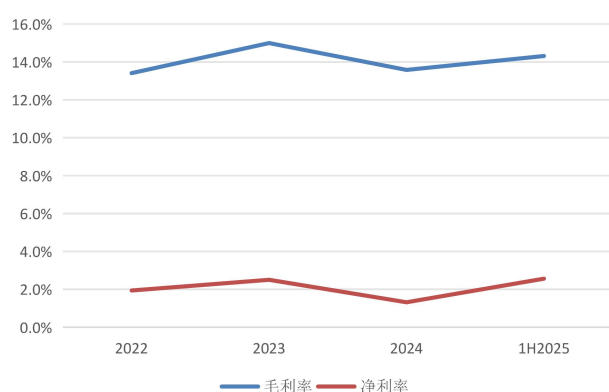
图表 13：净利润


资料来源：公司财报，国证国际

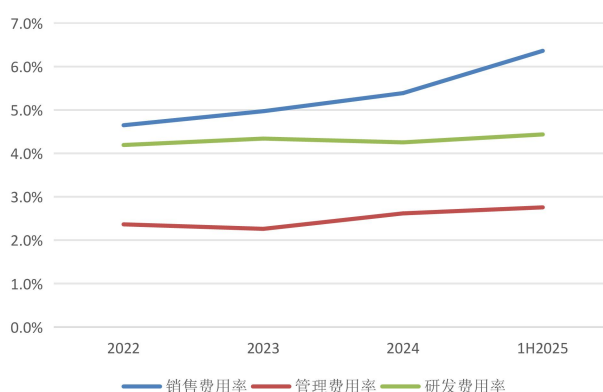
盈利水平与费用率略有波动。2022-2024 年公司毛利率分别达到 15.4%/13.4%/15.0%，净利率分别达到 1.9%/2.5%/1.3%，受价格战影响，盈利水平有所下降。公司减少低价竞争的载重轮胎销量比例，提升价格与毛利率更高的工程轮胎及轿车轮胎销量比例，以及技改降本，来抵抗行业下行压力。

2022-2024 年公司销售费用率分别达到 4.6%/5.0%/5.4%，管理费用率 2.4%/2.3%/2.6%，研发费用率 4.2%/4.3%/4.3%。公司的费用率略有提升，主要因为钢帘线销量规模逐年增加，导致相关费用增加。

在 2025 年上半年公司毛利率达到 14.3%，同比减少 1.4 个百分点，环比提升 3.1 个百分点，净利率达到 2.6%，同比下降 0.8 个百分点，环比提升 3.6 个百分点。我们认为 25 年上半年钢帘线行业价格战收缩，供需改善，导致首佳科技的利润率环比大幅提升。

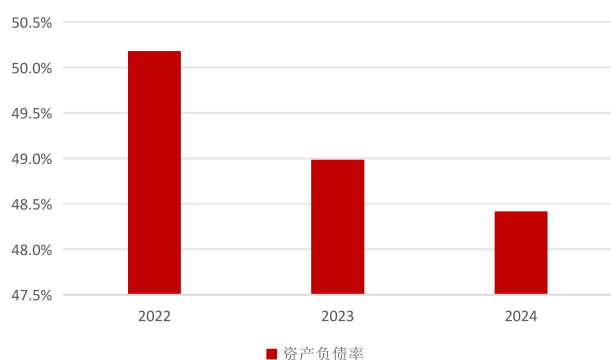
图表 14：盈利能力


资料来源：公司财报，国证国际

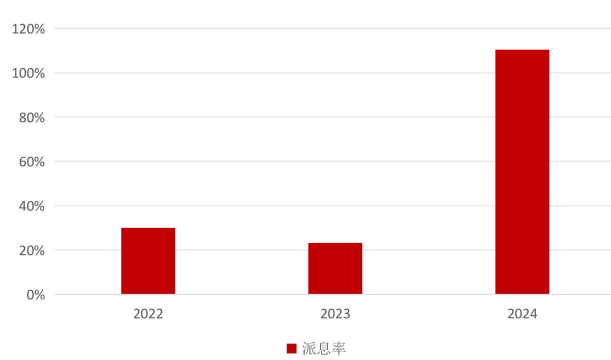
图表 15：费用率


资料来源：公司财报，国证国际

负债率持续下降，提高派息率。2022-2024 年公司资产负债率分别达到 50.2%/49.0%/48.4%，派息率为 29.9%/23.2%/110.3%。在行业下行时期，为了抵御风险，首佳科技通过两次供股融资降低负债率。为保障股东利益，公司在 2024 年 8 月发布公告，计划从 2024-2028 年每年派发不少于 4000 万元港币作为股息。虽 2024 年公司业绩下滑，但仍实现派息承诺，因此对应 2024 年派息率高达 110%。

图表 16：资产负债率


资料来源：公司财报，国证国际

图表 17：派息率


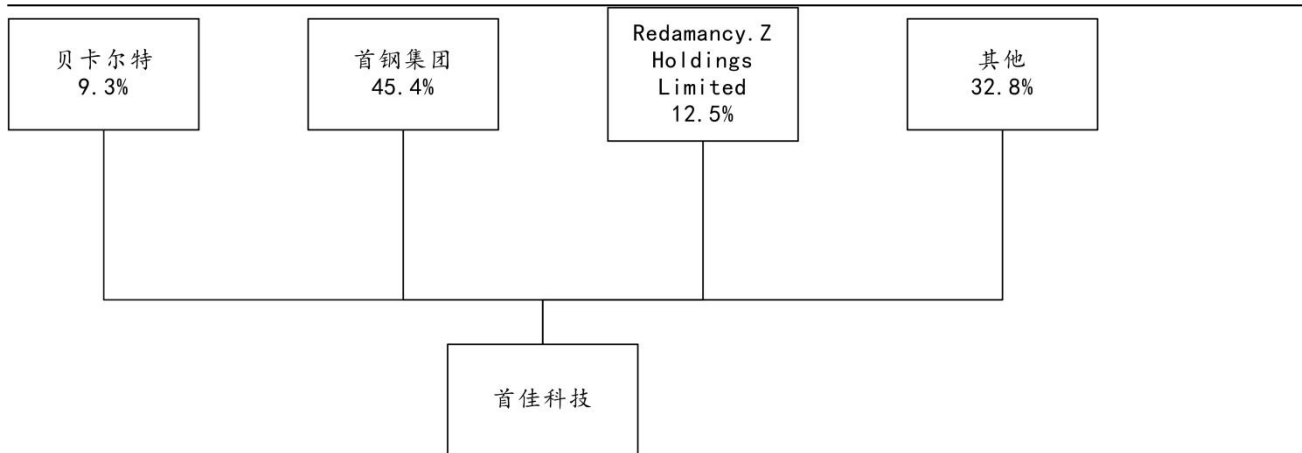
资料来源：公司财报，国证国际

股权结构

首佳科技的大股东是首钢集团。首钢集团通过 Fair Union Holdings Limited 和京西控股有限公司两个主体合计持有首佳科技 45.4% 的股份，Bekaert 贝卡尔特持有 9.3% 股份，全球钢帘线龙头的参与进一步丰富了首佳科技的国际资本资源，增强了其在国际市场的竞争力。Redamancy.Z Holdings Limited 是在 24 年认购首佳科技的股份，成为其战略股东。

首钢集团始建于 1919 年，总部位于北京，是中国钢铁工业的重要代表之一。作为北京市属国企，首钢集团连续 13 次入选《财富》世界 500 强，拥有全资、控股及参股企业近 500 家。

贝卡尔特成立于 1880 年，总部位于比利时，公司专注于钢丝制品、钢帘线、先进材料及镀膜技术，是全球钢帘线龙头，客户包括米其林、普利司通等国际巨头，业务覆盖 45 个国家。贝卡尔特于 1992 年进入中国，贝卡尔特在中国建立了完整产业链，包括研发、生产和销售。2010 年在江阴设立亚洲研发中心，目前在华拥有 17 家生产基地、亚洲研发中心及亚洲区总部，是首批在华投资的比利时企业。

图表 18：股权结构


资料来源：公司财报，国证国际

在资本市场的融资：供股

首佳科技通过两轮供股累计融资达 2.8 亿港元，有效充实资金实力。供股为现有股东提供机会以保留其所有权股份并参与公司的未来增长计划，其融资所得主要用于技术研发、产能扩张和全球化布局。

2024 年供股：2024 年 9 月 13 日建议以“5 供 1”基准的供股方式，按每持有 5 股现有股份获发 1 股供股股份的基准，以每股供股股份港币 0.33 元的认购价，发行约 3.9 亿股供股股份，供股净融资金额达 1.28 亿港元。10 月 24 日完成供股。

2025 年供股：2025 年 5 月 13 日，首佳科技宣布建议以“20 供 3”基准，即每持有 20 股可认购 3 股供股股份，按每股 0.455 港元的价格发行最多约 3.5 亿股供股股份。6 月 24 日发布公告，供股净融资金额达 1.46 亿港元。认购获得主要股东的充分支持：首钢方股东按其 44.91% 的持股比例承诺并全额完成份额认购；战略投资股东 Redamancy.Z Holdings Limited 认购总额合计 4500 万港元，涵盖其基础份额及超额认购部分。

管理层介绍

首佳科技拥有一支实力强大、积极进取的管理团队，对行业拥有丰富经验和深入了解。高级管理层拥有丰富的管理与运营经验。管理团队对行业的趋势、上游供应链的动向，以及下游客户的需求有着深刻的理解和敏锐的洞察力。管理团队密切合作，共同制定业务与发展战略。

董事长苏凡荣（57 岁）拥有美国密苏里州立大学 MBA 及北京科技大学压力加工学士学位，1990 年加入首钢集团后历经多子公司高管历练，2015 年任首佳科技副总经理，2018 年起升任董事长并兼任提名委员会主席、薪酬委员会副主席，深耕钢铁行业逾三十年，主导钢帘线业务拓展及新能源车轻量化材料研发，是产业升级的核心推动者。

执行董事兼副董事长赵越（34 岁）具备国际化视野，持有乔治华盛顿大学电子与计算机工程硕士学位及南京信息工程大学通信工程学士学位，曾任职兴达国际（港股代码 1899）欧洲分公司董事总经理、北美分公司总裁等职，2024 年加入首佳科技前已深耕钢帘线国际销售十余年，主导欧美市场开拓及海外运营，在跨境业务管理领域经验丰富。

执行董事、董事总经理李金平（48 岁）负责财务风控，拥有山东财经大学会计学硕士学位及高级会计师、资产评估师资质，1991-2019 年任职财政部北京监管局期间历任副处长、处长，主导监督、检查及风控管理工作；2019 年加入首控香港后任财务总监，统筹首佳科技财务合规及资本运作。

执行董事、董事副总经理杨俊林（44 岁）专注金融领域，毕业于南开大学管理专业，2003 年加入首钢集团后历任首控香港财务部总经理，2022 年起任现职，主导首钢基金与京西控股的战略投资协同，推动产融结合，在金融领域具备丰富实战经验。

执行董事张丹（41 岁）深耕香港资本市场，持有加州大学洛杉矶分校 MBA 及北京工业大学经济学学士学位，2023 年加入首钢基金后任董事总经理、并购部总经理，此前曾主导华泰国际、广发融资等多家机构的港股 IPO、并购及融资项目，在资本市场战略规划与并购重组领域表现突出。

二、行业概况

钢帘线行业

钢帘线的下游主要是轮胎行业。钢帘线上游是钢铁企业，中国头部钢企如中信泰富、沙钢集团、江苏永钢集团、南京钢铁等。钢帘线生产设备依赖高精度数控机床和拉拔设备。钢帘线的制造技术门槛高，国内参与者有首佳科技、兴达国际、大业股份等。下游主要是轮胎行业，主要的企业有中策橡胶、赛轮轮胎、普利司通、固特异等。钢帘线几乎全部应用在轮胎行业，子午线轮胎渗透率提升推动钢帘线需求增长。新能源汽车轻量化趋势催生新需求，行业采用超高强度钢帘线比例增加。

钢帘线作为轮胎工业的核心骨架材料，其发展历程与汽车工业的演进高度相关。自 1948 年钢帘线首次应用于轮胎以来，行业经历了从棉帘线、尼龙帘线到钢帘线的材料替代过程，逐步实现了从低强度、低耐久性向高强度、高稳定性的技术跨越。早期轮胎主要依赖棉帘线，但其强度低、耐热性差，难以满足汽车高速化、重载化的发展需求。随着汽车工业的发展，尼龙帘线因其较好的弹性和耐久性逐步替代棉帘线，但其在高温环境下的稳定性仍存在不足。1948 年，钢帘线的引入标志着轮胎骨架材料进入高强度、高耐久性时代。钢帘线凭借其优异的抗拉强度、耐热性和抗疲劳性能，迅速成为轮胎工业的主流材料。进入 21 世纪后，随着汽车轻量化、节能化趋势的兴起，高强度（HT）、超高强度（ST）钢帘线逐步替代普通强度（NT）钢帘线，成为轮胎制造的关键材料。

图表 19：钢帘线上下游

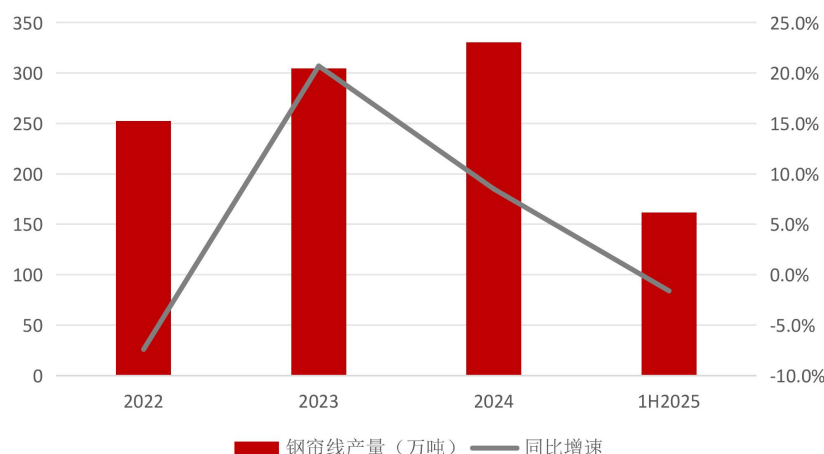
钢铁行业	钢帘线行业	轮胎行业	汽车、飞机行业
• 中信泰富 • 沙钢集团 • 江苏永钢集团 • 南京钢铁	• 首佳科技 • 兴达国际 • 贝卡尔特	• 中策橡胶 • 固特异 • 赛轮轮胎 • 普利司通	• 上汽集团 • 比亚迪 • 吉利汽车

资料来源：公司资料，国证国际

中国钢帘线产量在提升。2022 年钢帘线产量达到 252.3 万吨，下降 7.4%；2023 年钢帘线产量 304.5 万吨，增长 20.7%；2024 年钢帘线产量 330.5 万吨，增加 8.5%。2025 上半年钢帘线产量 161.7 万吨，下降 1.6%。

中国钢帘线行业集中度较高。主要因为钢帘线市场高度整合，准入门槛高，也为老牌参与者在钢帘线市场中提供了强大的在位优势。在 2025 上半年前六大企业产量占行业产量的 86.2%。当中首佳科技市占率为 7.9%，排在第六。

图表 20：中国钢帘线产量



资料来源：大业股份年报，国证国际

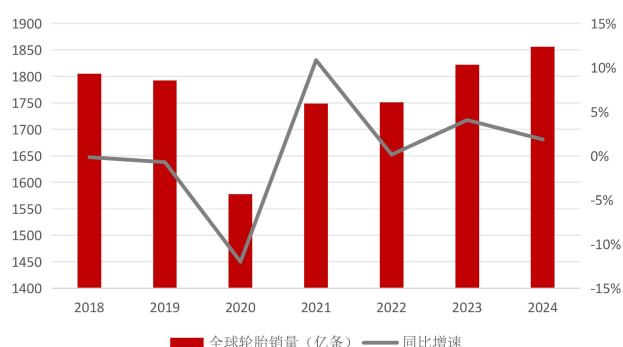
轮胎行业

轮胎兼具制造属性与消费属性。一方面，轮胎作为汽车的零部件，行业发展与汽车行业的发展保持一定相关性，受到宏观经济周期、汽车制造需求等因素的影响，具备一定的周期性。另一方面，存量汽车又需要在零售替换市场上更换轮胎，是存量汽车的必选消费品，具备一定消费刚性。

全球轮胎市场空间可达到万亿级规模。根据米其林年报数据，2020 年受全球疫情影响，全球轮胎销量出现一定程度下滑，2021 年开始全球轮胎销量出现恢复性增长。2024 年全球汽车轮胎销量为 18.6 亿条，同比增长 1.9%

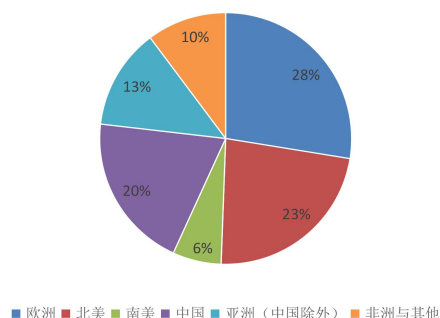
从全球轮胎需求量的角度来看，2024 年欧洲/北美/中国/南美/亚洲（不包括中国）/非洲及其他的占比分别为 28%/23%/20%/6%/13%/10%。欧洲与北美两个区域合计需求量占比超过 50%，是全球最重要的轮胎消费市场。中国是世界上的轮胎消费大国。

图表 21：全球轮胎销量



资料来源：米其林财报，国证国际

图表 22：24 年轮胎需求占比

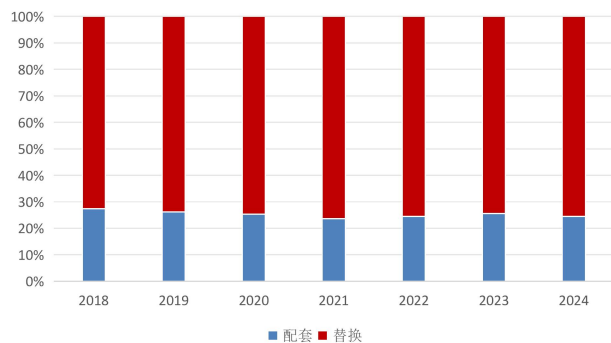


资料来源：米其林财报，国证国际

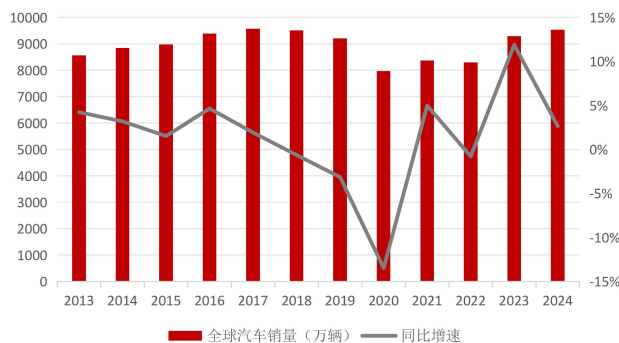
全球轮胎市场需求以替换需求为主。轮胎下游需求可分为替换需求与配套需求。配套需求指在新车出厂时原装配备的轮胎，替换需求指汽车在后续使用时轮胎达到一定寿命后进行更换替换的轮胎。轮胎配套需求通常与当年汽车产量相关，替换需求则与汽车保有量相关。根据米其林数据，2024 年全球轮胎替换市场需求约 14.0 亿条，配套市场需求约 4.5 亿条，替换市场是轮胎下游的主要需求。随着全球汽车保有量不断增多，轮胎行业需求也会随之提升。

预计未来全球汽车销量持续提升。根据国际汽车制造商组织 OICA 数据，全球汽车销量

长期处于 5% 以内的微增长时期，受疫情影响，2020 年汽车产量有较大减少，销量 7966 万辆，同比大幅下滑 13%，2021 年，销量逐步恢复，疫情影响几乎结束，2024 年全球汽车销量 9531 万辆，同比 3%。

图表 23：全球轮胎销量


资料来源：米其林财报，国证国际

图表 24：全球汽车销量


资料来源：国际汽车制造商组织，国证国际

中国轮胎行业快速发展，已经是全球最大的轮胎市场。从“八五”计划（1991-1995 年）至“十四五”计划（2021-2025 年）期间，轮胎行业伴随着我国汽车工业高速发展，由注重产能扩张和产业配套，转向技术创新、品牌建设、节能环保、新能源汽车发展。近年来行业朝着国际化布局和循环经济，持续推动产业升级和绿色转型。

1991 年“八五”计划启动时，中国轮胎产业尚处于起步阶段。国内产能不足 1 亿条，产品以低端斜交胎为主。1995 年子午线轮胎实现小批量生产，2000 年子午化率突破 50%，山东、浙江产业集群初现雏形。加入 WTO 后，中国轮胎行业迎来黄金二十年。2005 年产量跃居全球第一，2015 年达 7.8 亿条，占全球 42.2%。外资巨头如米其林、普利司通通过合资建厂输出技术，而本土企业则以成本优势迅速发展。赛轮集团 2009 年建成越南工厂，规避欧美双反关税；玲珑轮胎 2014 年登陆欧洲市场，成为首家在欧洲建厂的中国轮胎企业。至 2023 年，中国 38 家企业跻身全球轮胎 75 强，中策橡胶、正新橡胶挺进十强。

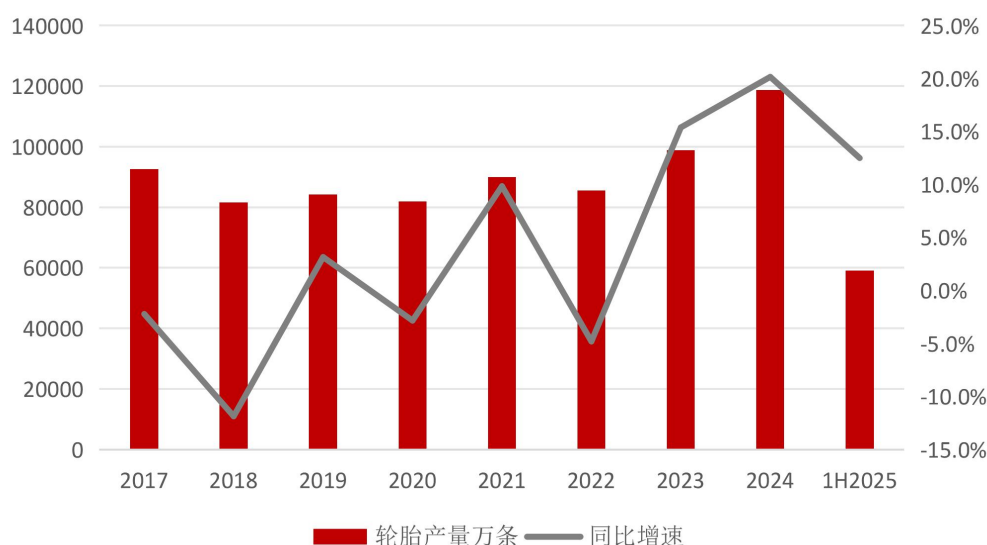
海外建厂是中国轮胎企业提升盈利水平的重要手段。大量中国企业向海外发展。尤其是在东南亚地区建立海外轮胎工厂。由于海外轮胎工厂贴近东南亚橡胶产区，在成本端更具优势，并且可以规避美国针对中国本土轮胎的高额双反税率及关税。因此中国轮胎企业的海外工厂通常具备较强的盈利能力，高于公司总体盈利水平。

图表 25：汽车与轮胎行业政策

五年计划阶段	核心内容
“八五”计划	加快发展轿车工业和汽车零部件工业，扩大机电产品出口
“九五”计划	强调规模生产，优化产业结构，打造具有竞争力的大型企业集团，加大零部件投资力度和提高生产集中度
“十五”计划	提高汽车及关键零部件的制造水平，产品性能、质量水平达到或接近国外同类产品水平
“十一五”计划	鼓励发展高性能子午线轮胎，巨型工程子午线轮胎等，推动自主创新技术的产业化
“十二五”计划	中国汽车产业加大研发投入，开展技术创新，实施品牌战略，提高产品技术水平
“十三五”计划	引导和鼓励轮胎生产企业推进信息化与工业化融合，开展以增加品种、提升质量、节能降耗、减排治污和安全生产为重点的技术改造
“十四五”计划	强调新能源汽车的发展，推动《节能与新能源汽车产业发展规划》

资料来源：国家发改委，国证国际

中国轮胎行业产量持续提升。只有在 2020 与 2021 年，受疫情影响导致产量波动较大，在 2023-2025 年，多家企业宣布新的扩产计划，随着市场需求的修复及企业集中度的提升，行业产量大幅增长。2025 年上半年中国轮胎产量 5.9 亿条，同比增长 12.5%，创历史新高。需求端，新能源汽车渗透率突破 50%，EV 专用轮胎需求激增，高承载、静音技术成标配，轮胎的替换周期缩短至 4 年。尽管欧盟发起反倾销调查，但上半年出口量仍达 3.5 亿条，占国内产量 59%，中国出口势头强劲。

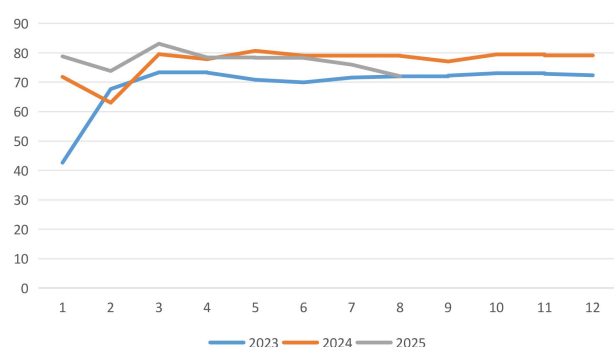
图表 26：中国轮胎产量


资料来源：中国橡胶信息贸易网，国证国际

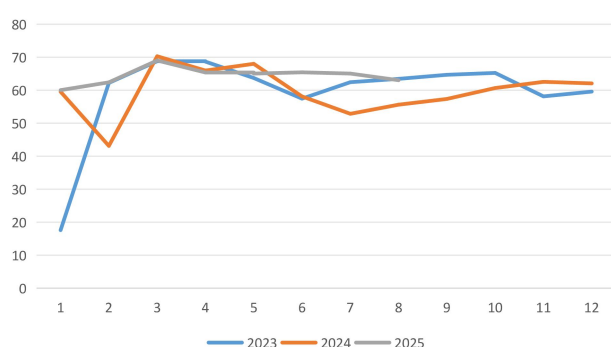
2023 年-2025 上半年中国半钢胎开工率高于全钢胎，半钢胎开工率常年维持在 70%-80%，全钢胎开工率不足 70%。主要因为半钢胎与全钢胎的需求端分别是乘用车和商用车市场，而两大市场的需求波动特性截然不同，直接导致开工率分化。半钢胎的需求刚性更强，开工率更稳定。全钢胎的需求强周期性，开工率波动大。

2023 年中国半钢胎开工率在 70%左右，2024 年半钢胎开工率有所提升，增长 7 个百分点到 77%。在 25 年 Q1 中国半钢胎开工率再度提升，远高于以往同期水平，最高超过 80%。从 Q2 开始开工率迅速下滑至 70%，主要是受到美国贸易战影响。

2023 年和 2024 年中国全钢胎开工率在 60%左右。在 25 年 Q1 中国全钢胎开工率开始提升，且进入 Q2 开工率仍稳定在 65%左右。

图表 27：半钢胎开工率


资料来源：中国橡胶信息贸易网，国证国际

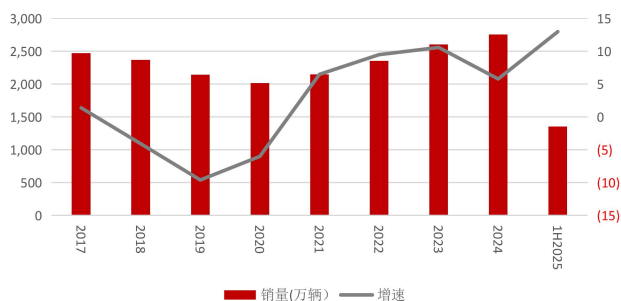
图表 28：全钢胎开工率


资料来源：中国橡胶信息贸易网，国证国际

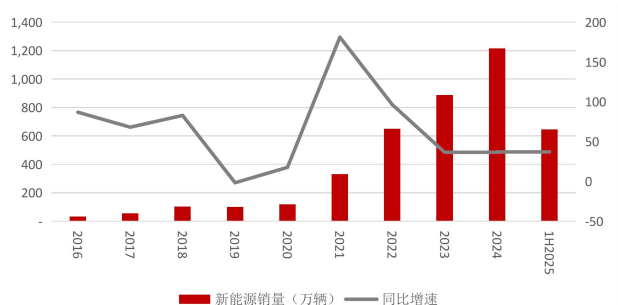
中国作为全球最大的汽车生产国和最大的新车消费市场，汽车保有量的提升将带动国内替换胎市场蓬勃发展。相比欧美日等发达国家，中国汽车市场仍有较大的发展空间。整体看，中国轮胎替换市场潜力较大。

25 年上半年中国乘用车销量 1353.1 万辆，同比大幅增长 13.0%。从 2021 年到 2025 上半年中国乘用车行业销量持续快速提升，一方面是经济复苏，在政策刺激下带动需求增长，如购置税优惠，以旧换新，汽车下乡等。另一方面是新能源产品供应增多，技术迭代加速产品迭代，通过油电同价的方式带动销量不断增长。

2025 年上半年中国新能源乘用车销量为 644.7 万辆，同比增长 37.0%。自 2015 年后，中国新能源汽车产销量为全球第一。中国车企正以新能源化、全球化、智能化、品牌高端化的战略路径，重塑全球汽车竞争格局。

图表 29：中国乘用车销量


资料来源：中国汽车协会，国证国际

图表 30：新能源车销量


资料来源：中国汽车协会，国证国际

新能源渗透率在持续提升，在 25 年上半年中国新能源渗透率超过 50%。标志着中国汽车市场正式迈入新能源主导时代。燃油车与新能源车的市场地位反转，也折射出技术迭代、政策引导与消费需求的多重变革。

随着新能源汽车销量增加，也对轮胎产业带来新的发展机遇。电动汽车需要更高强度的钢帘线来提高轮胎性能。新能源轮胎与燃油车轮胎在设计和性能上存在显著差异，主要源于两者动力系统、车身重量及使用场景的不同。如载重能力差异，新能源汽车因电池组导致更重，轮胎需承受更高负载。新能源轮胎的载重指数普遍比同尺寸燃油胎高，轮胎企业会采用高强度帘线材料和加厚胎侧设计，提升抗形变能力，防止长期超负荷导致的帘线断裂或爆胎风险。静音性能要求不同，燃油车发动机噪声掩盖胎噪，而电动车电机噪声低，胎噪影响更明显，新能源轮胎需采用吸音棉技术降低胎噪。

图表 31：新能源渗透率


资料来源：中国汽车协会，国证国际

图表 32：电动车与燃油车轮胎区别

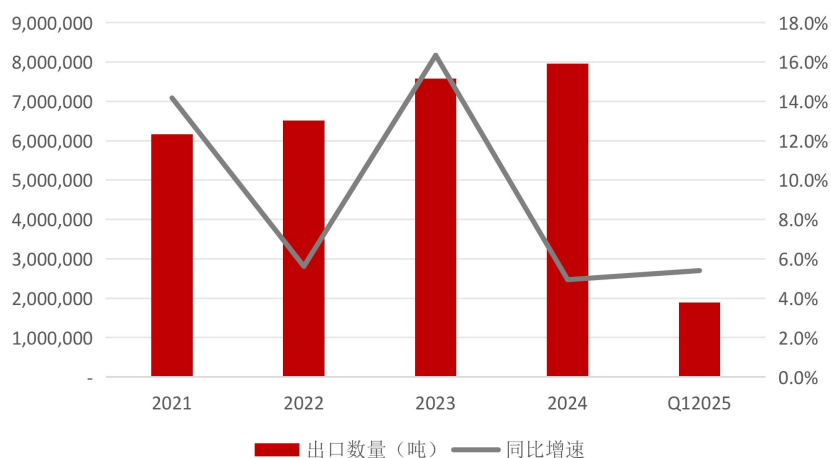
特征	电动汽车与内燃机汽车	电动汽车的特定轮胎需求
重量	增重 20% (电池重量)	更坚固的轮胎以承载重载
扭矩	强度增加 2 倍 (瞬间加速)	更耐用的轮胎可承受强大的扭矩
滚动阻力	影响 20% (行程范围)	更轻的轮胎可减少滚动阻力
制动	频率增加 50% (再生制动)	更有弹性的轮胎来分散突然的压力
噪音	车内道路噪音减少 30% (发动机噪音降低)	更安静的轮胎可减少道路噪音

资料来源：Autovista24，国证国际

中国轮胎出口量逐年增加，稳居世界第一。轮胎出口数量从 2021 年的 616.7 万吨增长至 2024 年的 795.4 万吨。在 2025 年一季度中国轮胎出口量达到 189.3 万吨，同比增长 5.4%。

中国轮胎出口较为分散，对外出口的贸易伙伴数量超过 200 个。从地区来看，2024 年中国轮胎出口去向欧洲占比 28%，亚洲占比 27%，北美洲、中南美洲、非洲分别占比 15%、15%、12%，大洋洲占比 3%，占比最小。

图表 33：中国轮胎出口数量



资料来源：wind，国证国际

贸易战影响全球轮胎行业发展。中国轮胎行业以高质低价和强大产能为核心竞争力，在国际市场上占据主要的地位。近年来，国际贸易保护主义趋势加重，中国轮胎企业所面临的贸易摩擦愈演愈烈。为了应对这一挑战，国内轮胎企业多在海外建立工厂。出海，既有通过海外工厂规避贸易壁垒的考虑，也有分散化产能布局全球市场的考虑。目前海外产能布局主要集中在泰国、越南、柬埔寨、塞尔维亚、摩洛哥、墨西哥等国家。

2025 年 4 月美国宣布实施全球“对等关税”政策，标志着其贸易政策的全面升级。关税政策涉及的范围极广，有 60 个国家和地区被加征关税远超 10% 的水平，其中中国轮胎地区出海的目的地越南、泰国、柬埔寨等都在额外加征关税地区。从本土产能来看，因为自 2015 年以来，美国对中国轮胎已经实施了双反调查并落地较高的双反税率，2015 年开始，美国进口自中国的乘用车胎数量急速下滑，并在之后持续下滑，目前美国进口轮胎市场中已经很难看到来自中国的轮胎。因此此轮“对等关税”政策对中国本土产能的直接影响有限，但会影响全球轮胎供应，行业竞争加剧。

5 月 21 日，欧盟委员会发布 C/2025/2778 号公告，宣布对中国产新乘用车及轻卡充气橡胶轮胎发起反倾销调查。调查期从 2024 年 1 月 1 日到 12 月 31 日，损害调查期从 2021 年 1 月 1 日开始至调查期结束。调查对象为产自中国的用于小型汽车（含旅行车、赛车）及载重指数不超过 121 的公共汽车或卡车的新充气橡胶轮胎。若最终裁定存在倾销并对欧盟产业造成损害，欧盟有可能会采取反倾销措施，对中国出口到欧盟的乘用车和轻型卡车轮胎征收反倾销税。自 2017 年欧盟对中国卡客车轮胎开展“双反”调查后，中国卡客车轮胎出口至欧盟的比例显著下降。海关数据显示，2017 年中国出口欧盟的卡客车轮胎达 34.7 万吨，占比 11.6%；而到 2024 年，出口量降至 21.7 万吨，占比仅为 4.7%。2025 年 1 月，欧盟宣布延长对中国卡客车轮胎的“双反”政策。此次针对乘用车及轻卡轮胎展开新调查，将给中国轮胎出口带来更大压力，推动产能向海外转移。

机器人灵巧手行业

灵巧手是一种末端执行器，可实现精细化的功能。比如捏取易碎物品、可适应不同物品的特性和形状等，故而要求其仿人手打造。实现对物体的灵活抓取，满足多种工作需求。

灵巧手一般安装于机器人腕部的末端，是直接执行任务的装置，对提高机器人的柔性和易用性有着极为重要的作用，其性能的优劣在很大程度上决定了整个机器人的工作性能。随着机器人向工业深度应用和服务、健康、军事、航空航天等领域的不断拓展，机器人与目标对象和环境的交互需求和能力越来越高，如特斯拉 Optimus 已经应用在工业场景，

如工厂分拣、装配，未来可能扩展至家庭服务，如搬运重物、协助家务。

灵巧手由驱动系统、传动系统、感知系统和控制系统构成：1) 驱动系统：负责提供动力，使灵巧手完成这种动作。2) 传动系统：作用是将驱动系统产生的动力转换为各手指关节的运动。3) 感知系统：包括内部感知和外部感知，内部感知主要是判断灵巧手运动参数如位置、速度、加速度等，外部感知用于判断与外部物体的交互状态，包括触觉、力觉等。4) 控制系统：根据感知系统反馈信息，通过软件和算法对驱动和传动系统进行精确控制，实现手部运动。

具体的传动形式可分为腱绳传动、连杆传动、齿轮传动。当中腱绳传动的工作原理是采用腱绳（如钢丝绳或高分子材料绳）作为传动介质，利用滑轮或卷绕机构实现动力传输。腱绳传动能够减少系统重量，提高灵活性，同时降低摩擦损耗，使得灵巧手的动作更加平滑自然。腱绳在一定程度上模拟了人手的肌腱结构，通过将电机、减速箱、丝杠置于手臂中，减轻末端的负载和惯量，提升抓取速度，适合空间狭小且需要驱动自由度数目较多的灵巧手场景，但腱绳传动的负载能力弱。

图表 34：灵巧手传动方式区别

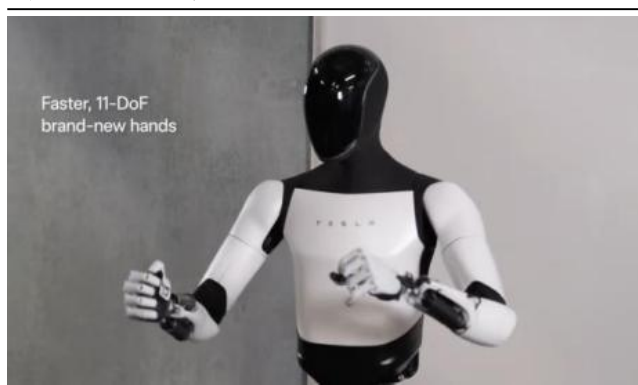
传动方式	优点	缺点	应用场景
腱绳传动	较好的传动柔性，指尖抓取适应性；高灵活度，在狭小空间中实现多自由度驱动	手掌端力量负载弱；预紧力不稳	轻量化，紧凑型需求；高精度需求
连杆传动	刚性强，可抓取大型物体；易加工制造，快速实现	抗冲击弱；空间需求高；笨重柔性不足，抓握不规则形状物体时包络性和自适应性差	有控制成本需求
齿轮传动	稳定性强，手指独立；驱动灵活，传递效率高	笨重柔性不足；抗冲击弱，空间需求高；结构复杂，所需的齿轮数目较多	低精度，高负载需求

资料来源：头豹研究院，国证国际整理

腱绳传动是应用最广泛的传动方案。腱绳传动是指通过腱绳和缠绕腱绳的辅助装置把驱动源的力矩传送到手指各个关节上的传动方式，基本的工作原理是置于灵巧手前臂中的电机先驱动滚珠丝杠，借助螺母将滚珠丝杠转动变为平动，螺母上缠绕着腱绳，通过拉动实现手指绕关节轴的转动运动。腱绳传动因布置形式多变而结构不同，常见的结构形式有腱-腱鞘式、等径滑轮式和带轮传动式。

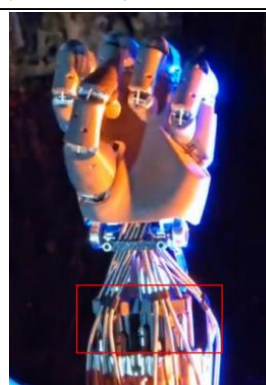
我们认为特斯拉作为全球人形机器人领军企业，其产品与技术极具影响力，Optimus Gen3 灵巧手采用腱绳传动方案，通过 17 根腱绳实现单手指 3 个自由度的独立控制。

图表 35：特斯拉机器人



资料来源：特斯拉，国证国际

图表 36：特斯拉灵巧手



资料来源：特斯拉，国证国际

连杆传动采用多个连杆串并联混合形式，刚性强、机械结构复杂。相比腱绳结构，连杆结构刚性强，可以实现强力抓取大型物体，连杆传动还具有抓取速度快、传动精确性高的优点。但连杆驱动较为复杂，要求零部件有较高的加工精度；相比腱绳传动，连杆传动柔性不足，使得灵巧手在抓握不规则形状物体时的包络性和自适应性较差。另外，连杆传动受机械结构的限制，不利于手指小型化和拟人化。

齿轮传动结构复杂，限制其应用范围。从工作原理看，齿轮传动将驱动器的旋转运动转变为直线运动，通过拉动驱动器和手指间的弹簧来驱动手指。从运行特点看，齿轮传动具有稳定性强、精确性高、传递效率高的优点。但齿轮结构复杂，且若灵巧手手指较长、自由度要求较高，则传动所需的齿轮数目较多，使得灵巧手重量大、惯性大，限制了齿轮传动的应用。

图表 37：腱绳材料

材料分类	材料类型	性能参数 / 性能描述	应用场景
金属材料	钨 / 不锈钢 / 高碳钢等	耐磨损，无内摩擦，摩擦系数小，抗蠕变性强；强度好，承载力大，能耗低；端子固定便捷	工业场景多，重载，轻工、航空、冶金、基建等
高分子纤维材料	超高分子量聚乙烯	高强度、抗蠕变性尚可；耐磨性尚可，不如金属绳；不耐高温，端子固定不变	家庭场景多
高分子纤维材料	尼龙、涤纶、丙纶	拉伸强度，磨损，延伸率一般	家庭场景多

资料来源：头豹研究院，国证国际

人形机器人腱绳材料是模拟生物肌腱功能、传递运动与力的高性能细绳或纤维绳。中国人形机器人腱绳材料行业尚处于早期发展阶段。腱绳材料在不断研发迭代，行业没有“全能型”材料，也没有统一的标准。主流腱绳材料包括钢丝绳和高分子纤维两大类。超高分子量聚乙烯纤维原材料主要包括乙烯、聚合催化剂、UHMWPE、溶剂、抗氧化剂等；钢丝绳主要原材料为高碳钢热轧盘条，其他辅助材料为硫酸铜、硼砂、硫酸亚锡、润滑剂、拉丝粉等。

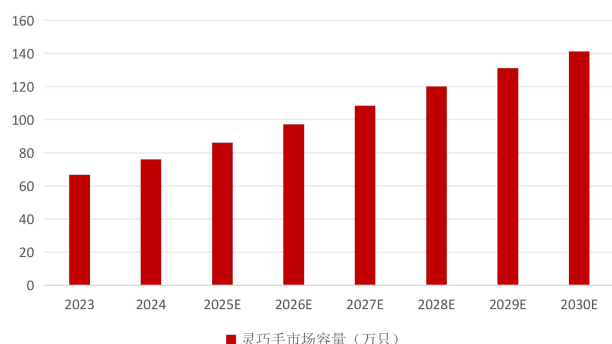
钢丝绳无内摩擦、与滑动表面摩擦系数小、强度高、承载力大、抗蠕变性强，常见材质有碳素钢丝绳、不锈钢钢丝绳、镀锌钢丝绳、合金钢丝绳，通常多股绞合形成线缆。一般应用在工业机器人，如冶金、航空、轻工等行业使用较多。高分子纤维中，超高分子量聚乙烯纤维较为常见，具备高强度、低蠕变性、耐磨损等优点，缺点是不耐高温。其他还有尼龙、丙纶、涤纶等材料，但拉伸强度、延伸率较差。满足家庭服务机器人高频动作需求。

行业发展空间大。针对中国工业机器人产业发展，国家相继出台的工业 4.0、《中国制造 2025》等政策，从宏观、战略角度构建产业顶层设计，国家大力支持机器人产品“智能化”发展，并凸显出机器人技术对产业转型升级的驱动作用。

根据前瞻产业研究院数据，预计灵巧手价值量占整机成本 10-20% 左右，是成本占比最高的零部件之一。中商产业研究院数据显示，2024 年灵巧手市场容量为 76.0 万只，随着灵巧手功能持续完善，叠加下游人形机器人的放量，预计 2025 年灵巧手市场容量将达 86.2 万只，对应市场规模为 19.2 亿美元；2030 年预计灵巧手市场容量达到 141.2 万只、对应市场规模为 30.4 亿美元，5 年复合增长率分别为 10.4% 与 9.6%。

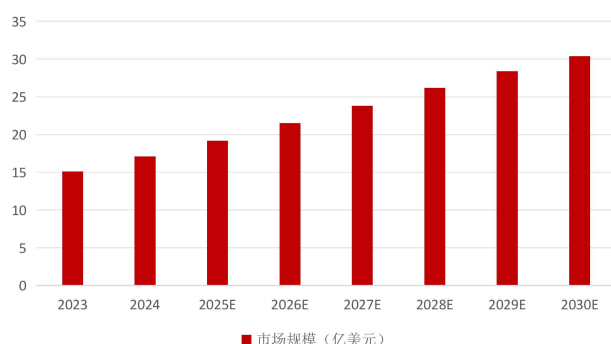
根据首佳科技预测，腱绳在两支灵巧手中价值占比在 5%，与丝杠、结构件相近。预计在机器人销量达到 1 万、100 万和 500 万台时，对应的腱绳市场规模为 0.25 亿、15 亿和 50 亿元。

图表 38：市场容量



资料来源：中商产业研究院，国证国际

图表 39：市场规模



资料来源：中商产业研究院，国证国际

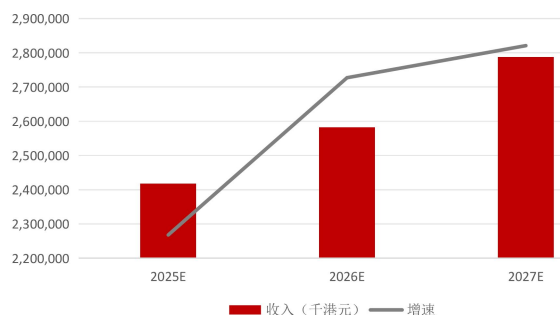
三、财务预测及估值

业绩预测

预计未来业绩持续高增长。我们预计首佳科技在 2025-2027 年的营业收入达到 24.2/25.8/27.9 亿港元，同比增长 0.9%/6.8%/8.0%，归母净利润达到 5686/7086/8741 万港元，同比增长 79.7%/24.6%/23.4%（不包含并购）。近年来公司积极寻求海外钢帘线的并购机会，假如成功或将大幅改变未来业绩。

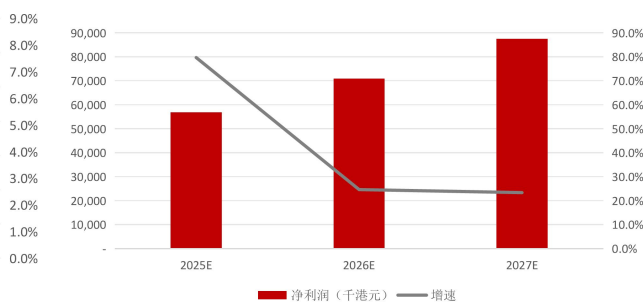
随着销量增长与价格企稳回升，毛利率将略有增长。毛利率将从 22-24 年的 13.4%/15.0%/13.6%，增长至 25-27 年的 14.2%/14.5%/14.8%。

图表 40：收入预测



资料来源：国证国际预测

图表 41：净利润预测



资料来源：国证国际预测

我们预计 2025-2027 年，首佳科技的销量达到 26.2/28.2/29.3 万吨，同比增长 2.9%/7.9%/3.8%。未来对内进行产能升级，计划将钢帘线总产能提升至 30 万吨以上。对外进行扩张，关注海外的优质钢帘线产能收购机会以及在欧洲自建工厂。

我们预计 2025-2027 年，首佳科技的 ASP 达到 9241/9148/9514 港元/吨，同比 -2.0%/-1.0%/+4.0%。主要因为行业新增产能多，持续价格战，各大企业唯有依靠出口和调整销量结构寻求增长。

图 42：业务预测

收入 (千港元)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
钢帘线	2,693,480	2,462,767	2,493,165	2,395,754	2,416,665	2,580,680	2,786,733
租金收入	1,330	1,475	1,369	1,196	1,232	1,109	1,142
合计	2,694,810	2,464,242	2,494,534	2,396,950	2,417,897	2,581,789	2,787,875
增速	32%	92%	1%	-4%	1%	7%	8%
销售量 (吨)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
钢帘线	217,105	193,701	228,637	240,049	247,250	267,031	277,712
切割钢丝	598	752	757	847	830	813	797
其他钢丝销售量	9,410	8,886	10,782	13,175	13,439	14,245	14,387
钢帘线总销量	227,113	203,339	240,176	254,071	261,519	282,089	292,896
增速	10.6%	-10.5%	18.1%	5.8%	2.9%	7.9%	3.8%
售价 (港元/吨)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ASP	11,860	12,112	10,381	9,429	9,241	9,148	9,514
增速	19.4%	2.1%	-14.3%	-9.2%	-2.0%	-1.0%	4.0%

资料来源：国证国际预测

估值

我们采取 PE 方法进行估值，港股的兴达国际，A 股的大业股份作为可比公司。由于兴达国际没有券商覆盖，缺少未来盈利预测。最后选择将首佳科技与大业股份做对比，两者都是钢帘线行业龙头，发展腱绳新业务。大业股份 25 年预测 PE 为 45.3 倍，远高于首佳科技的 32.1 倍。

我们认为首佳科技是中国钢帘线龙头企业，股东背景实力雄厚，是行业内少有能够将钢帘线产品升级转型为机器人腱绳的企业，未来有望展现出极强的业绩弹性。给予目标价 5.0 港元，相当于 26 年 36.8 倍 PE 及 1.3 倍 PB。

图 43：行业估值

代码	公司	股价	市值 (亿)	收入 (亿)		归母净利润 (亿)		PE		PB	
				24	25E	24	25E	24	25E	24	25E
1899.HK	兴达国际	1.3	25.7	119.4	601	4.1	-20	8.3	N/A	0.3	N/A
603278.SH	大业股份	9.8	33.5	62.2	58	-1.7	0.7	N/A	45.3	1.6	1.5
103.HK	首佳科技	3.5	18.0	24.0	24.2	0.3	0.6	60.0	32.1	0.9	0.9

资料来源：彭博，国证国际整理

另外，我们采用 DCF 估值法进行估值。我们给予 WACC 为 13%，假设永续增长率为 3%。由此计算的市值为 26.1 亿港元，对应股价为 4.9 港元。

综合 DCF 和 PE 估值，我们认为公司的合理每股价值为 5.0 港元，距离现价有 43% 的上升空间。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 44: DCF 估值

自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)																	
(年结31/12; 港币 000)	FY 2022 实际	FY 2023 实际	FY 2024 实际	FY 2025 预测	FY 2026 预测	FY 2027 预测	FY 2028 预测	FY 2029 预测	FY 2030 预测	FY 2031 预测	FY 2032 预测	FY 2033 预测	FY 2034 预测	FY 2035 预测	FY 2036 预测	FY 2037 预测	FY 2038 预测
营业额	2,464,242	2,494,534	2,396,950	2,417,897	2,581,789	2,787,875	3,010,905	3,251,778	3,511,920	3,792,874	4,172,161	4,589,377	5,048,315	5,452,180	5,888,356	6,359,423	6,868,177
增长率%		1.2%	-3.9%	0.9%	6.8%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
EBIT	54,335	85,404	31,657	53,194	67,127	83,636	99,356	111,102	128,770	140,968	157,151	184,340	222,126	238,896	282,641	311,612	343,409
增长率%		2.2%	3.4%	1.3%	2.2%	2.6%	3.0%	4.3%	7.3%	8.1%	8.9%	11.2%	12.3%	13.4%	14.2%	14.6%	14.7%
EBIT x (1-有效税率)	48,748	84,894	31,340	52,862	66,455	82,800	97,373	109,981	127,483	139,559	155,580	182,497	219,905	237,497	279,815	308,496	339,975
+ 折旧	105,929	101,811	93,344	93,353	89,885	87,494	96,243	105,867	116,454	128,100	140,910	155,001	170,501	187,551	206,306	216,621	227,452
+ 营运资金变动	-20,533	-35,036	14,066	-4,386	56,534	53,867	54,945	55,044	57,164	60,584	64,230	68,084	72,169	78,664	85,744	93,461	101,872
- 资本支出	-132,503	-152,424	-52,805	-65,844	-77,429	-107,172	-101,813	-81,451	-73,305	-80,636	-88,700	-97,570	-107,327	-119,059	-112,156	-106,548	-101,221
自由现金流, FCF	1,641	-815	91,945	75,774	135,545	116,989	146,747	190,452	227,796	247,617	272,020	308,011	355,247	385,652	459,708	512,029	568,078
增长率%				78.9%	-13.7%	25.4%	29.8%	19.6%	8.7%	9.9%	13.2%	15.3%	8.6%	19.2%	11.4%	10.9%	
折现年份				-	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
折现因子				1.0000	0.8850	0.7831	0.6931	0.6133	0.5428	0.4803	0.4251	0.3762	0.3329	0.2946	0.2607	0.2307	0.2042
FCF 现值				75,774	119,952	91,620	101,703	116,808	123,638	118,935	115,625	115,861	118,256	113,609	119,845	118,128	115,981
FY2025-38 FCF 现值总额					1,565,736												
永续期价值现值					1,194,608												
企业价值					2,760,343												
加: 净现金					-149,169												
减: 少数股东权益					-												
DCF 估值 (HKD 000)					2,611,174												
假设:																	
WACC					13.0%												
永续增长率					3.0%												
数据来源: iFind 资讯, 国证国际预测																	
预测股价					4.90												
当前股价					3.5												
上涨空间					40.0%												

资料来源: 国证国际预测

图 45: 敏感性分析

股价		永续增长率				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	11.0%	6.1	6.3	6.6	6.8	7.1
	12.0%	5.3	5.5	5.6	5.8	6.0
	13.0%	4.7	4.8	4.9	5.0	5.2
	14.0%	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5
	15.0%	3.7	3.7	3.8	3.9	4.0

资料来源: 国证国际预测

四、风险提示

1. 行业价格战;
2. 贸易制裁;

附表：财务报表预测

资产负债表						利润表					
单位:百万港币						单位:百万港币					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,852	2,108	2,329	2,466	2,607	营业收入	2,495	2,397	2,418	2,582	2,788
现金及等价物	97	398	606	729	835	营业成本	(2,169)	(2,054)	(2,044)	(2,169)	(2,336)
应收账款	1,359	1,304	1,316	1,306	1,312	毛利	326	343	374	413	452
其他应收款项	395	405	407	431	461	销售管理费用	(180)	(192)	(189)	(199)	(212)
非流动资产	1,460	1,354	1,336	1,334	1,364	研发费用	(108)	(102)	(102)	(108)	(117)
物业、厂房及设备	1,251	1,167	1,124	1,094	1,094	其他收入	33	(18)	(27)	(34)	(34)
投资物业	44	40	52	66	80	营业利润	70	32	57	72	88
其他非流动资产	165	147	160	175	191	营业外收入	0	(0)	0	0	0
资产总计	3,312	3,461	3,665	3,800	3,972	利润总额	70	32	57	72	88
						所得税	(7)	(0)	(1)	(1)	(1)
流动负债	1,595	1,643	1,683	1,785	1,908	净利润	63	32	57	71	87
应付款项	795	810	817	873	942	少数股东损益	0	0	0	0	0
计息银行及其他借款	488	583	612	643	675	归母公司净利润	63	32	57	71	87
其他流动负债	312	250	253	270	291	调整后EPS(港元)	0.03	0.01	0.11	0.13	0.16
非流动负债	28	33	34	36	38	主要财务比率					
其他非流动负债	0	3	3	3	4	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
递延税项	28	30	31	33	34	成长性(%)					
负债合计	1,622	1,676	1,717	1,821	1,946	营业收入	1%	-4%	1%	7%	8%
非控股权益	0	0	0	0	0	净利润	31%	-49%	80%	25%	23%
股东权益合计	1,690	1,786	1,948	1,979	2,026	盈利能力(%)					
						毛利率	15%	14%	14%	15%	15%
现金流量表						净利率	3%	1%	2%	3%	3%
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE	4%	2%	3%	4%	4%
经营活动产生现金流量	147	162	164	210	221	偿债能力(%)					
投资活动产生现金流量	(86)	(52)	(66)	(77)	(107)	流动比率	116%	128%	138%	138%	137%
融资活动产生现金流量	(127)	193	109	(10)	(8)	资产负债率	49%	48%	47%	48%	49%
现金净变动	(65)	303	208	123	106						

数据来源：公司财报，国证国际预测

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券, (2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖, (3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系, (4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解读),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010