

# 三花智控投資前景值得關注



## 股市領航

黃偉豪

胤源世創家族辦公室  
(香港)第一副總裁

另一方面亦深度綁定特斯拉等行業龍頭搶佔未來增長，其投資前景值得投資者關注。

公司以熱管理技術為核心，構建了「三大板塊協同+新興賽道突圍」的多元化業務結構。首先，營收佔比達64%的製冷空調零部件業務，具全球絕對龍頭地位穩固，電子膨脹閥、四通換向閥等核心產品市佔率超50%，其中電子膨脹閥市佔率更是高達55%，顯著領先同業。受益於國內「製冷空調以舊換新」政策與海外節能改造需求，2025年前三季度該板塊營收同比增長12.3%，毛利率穩定在26%-28%區間，持續貢獻充沛現金流，成為公司抵禦行業周期波動的「壓艙石」。其次，營收佔比達36%的汽車零部件業務，其作為新能源汽車熱管理核心供應商，車用電子膨脹閥全球市佔率超58%，在特斯拉、比亞迪等頭部車企供應鏈中市佔率超65%。隨着全球新能源汽車滲透率突破30%，疊加墨西哥、泰國等海外基地產能釋放，2025年前三季度

度板塊營收同比大增28.5%，近三年年均複合增長率達23%，已成為公司核心增長引擎。更值得留意的是，其機器人及AI液冷等新興業務，相信會成為未來增長的核心看點。

### 受惠行業增長潛力

公司財務表現亦不俗，2025年前三季度業績亮眼，營收240.29億元（人民幣，下同），同比增長16.86%，歸母淨利潤32.42億元，同比激增40.85%，淨利率13.69%高於行業平均5個百分點；經營現金流淨額30.58億元，同比增長53.4%，貨幣資金達155億元，資金充沛支撐研發與產能擴張。應收款項增速低於收入增速，彰顯公司對下游客戶的較強議價能力。再加上公司與客戶資源深度綁定，製冷領域方面合作有格力、美的等頭部家電企業，汽車領域則深度嵌入特斯拉、比亞迪、大眾等全球主流車企

供應鏈，機器人領域更綁定特斯拉Optimus標杆項目，客戶結構優質且穩定，為業績兌現提供強支撐。

展望未來，三花智控處於的賽道景氣度持續走高。新能源汽車熱管理全球市場規模2025年超3,000億元，公司份額有望從10%提升至15%；人形機器人機電執行器全球市場規模預計2029年達628億元，2024-2029年複合增長率114.7%；AI數據中心液冷2026年市場規模將達86億美元，三大高景氣賽道形成共振，為公司中長期增長提供廣闊空間。

以股份目前預期市盈率約30倍，以及H股比A股存在約28%的折讓來看，現時估值仍然合理。建議投資者吼低於34港元左右吸納，作中長期部署，不跌穿30.5港元以下可續持有。

（筆者為證監會持牌人士，並無持有上述股份）



■三花智控機器人及AI液冷等新興業務，將會成為未來增長核心。

# 網易未來遊戲產品儲備豐富

網易(9999)2025年第三季度公司實現營收283.6億元（人民幣，下同），同比增加8.2%。老牌遊戲產品受新賽季及周年慶活動影響流水增長較快，毛利率同比增長1.2pct至64.1%；經營利潤率為28.3%，同比增長1%。GAAP歸母淨利潤為87.9億元，同比增長31.8%；Non-GAAP歸母淨利潤為95.0億元，同比增長26.7%，攤薄EPS為14.7元。第三季度總營業開支同比增長4.6%至101.6億元，因新老遊戲宣發，行銷費用同比增長17.2%。

《夢幻》暢玩版增強玩家活躍度，《燕雲》出海歐美市場好評如潮；第三季度遊戲及相關服務收入同比增長11.8%至233.3億元。手遊業務得益於《夢幻西遊》和《燕雲十六聲》等新老遊戲產品流水新高，收入

同比增長6.6%。展望2026年，公司將上線冒險RPG遊戲《遺忘之海》。未來儲備產品包括《無主星淵》、《代號無限大》、《歸唐》等。本季度遞延收入同比增長25.3%達194.7億元，公司遊戲流水的確認周期在3-6個月，後續兩個季度將逐步釋放利潤。預計2025年公司遊戲及增至服務收入有望同比增長12.4%達940億元。

### 有道連續五季實現盈利

網易旗下同於美國紐交所上市的智能學習公司有道連續五個季度實現盈利，遊戲廣告收入同比增長超50%；第三季度有道收入16.3億元，同比增長3.6%，學習服務/智慧設備/線上行銷業務分別同比-16.3%/-22.1%/+51.1%達6.4/2.5/7.4億元。經營利潤

2,827萬元，連續五個季度實現盈利。至於雲音樂季內收入為19.6億元，同比下滑1.8%；毛利率35.4%。公司進一步擴大授權音樂庫並增強和流行歌手的版權合作，目前DAU/MAU比率穩居30%以上，平台獨立音樂人81.9萬。

本行給予該公司目標價為165.00美元/256.74港元，買入評級，預計2025-2027年公司收入CAGR為12.9%，Non-GAAP淨利潤CAGR為15.5%。採用分部估值法，給予遊戲業務1.5倍PEG，對應19倍PE；有道及雲音樂按網易持股份額的市值計算，集團市值給予5%的折扣。目標價165.00美元/256.74港元，對應2026年PE為18.7倍，對比美股和港股股價分別有18.04%/18.42%的上升空間，維持買入評級。

## 萬國數據盈利明顯改善



## 證券分析

張齊娥  
南華金融副主席

萬國數據(9698)核心業務為經營「carrier-neutral（電訊中立）」及「cloud-neutral（雲中立）」平台。而公司主要收入來自機櫃及機房託管租賃、管理服務及雲相關增值服務，客戶集中於超大規模雲服務商、大型互聯網公司、金融機構及電訊營運商。

公司2025年第三季總收入按年增長約10%至28.9億元人民幣，主要受數據中心持續上架帶動；同期錄得約7.2億元人民幣淨利潤，由虧轉盈，經調整EBITDA按年錄得雙位數增長，盈利明顯改善。公司的核心增長動力可概括為三點：第一，雲計算及AI算力需求持續推動高性能數據中心擴容；第二，布局新加坡及東南亞，承接中國雲服務與互聯網企業「出海」需求；第三，啟動C-REIT資產證券化，把現金流穩定的成熟資產注入REIT，套現再投向新項目。

### 槓桿水平仍偏高

風險方面，一是槓桿水平仍偏高，如宏觀收緊或資本市場波動，可能推高再融資成本並侵蝕項目回報；二是監管及數據主權要求趨嚴，或拖慢海外業務；三是行業競爭加劇，內地電訊商及專業數據中心營運商積極擴產，價格壓力及客戶議價能力需持續關注。同時，雖然AI帶動需求強勁，但GPU供應、客戶投產節奏及建設周期等變數，仍可能令短期收入出現波動。

（筆者及其關連人士沒有持有報告內所推介的證券的任何及相關權益。）

## 利率不變 澳元澳債升

## 外匯薈萃

姜靜  
王灝庭  
華僑銀行經濟師

澳儲行如期維持政策利率在3.6%不變，主席布洛克更指不需要更多減息，未來延續觀望或加息；澳儲行鷹派基調導致市場加大對該行明年加息的預期升溫，澳元和澳債收益率走高。而美國最新就業市場指標有所回暖，10月JOLTS職位空缺創5個月新高，ADP報告亦顯示職位增加。美聯儲決議公布前夕，美股三大指數個別發展；歐洲股市走勢不一，亞洲股市今早靠軟。

美國就業指標回暖，加上美債標售需求強勁，美債收益率盤中V形反彈；市場對澳儲行明年首次會議加息的押注升至三成以上，2年期澳債收益率收漲接近10個基點。美元指數溫和回升，兌主要貨幣漲跌互現；澳元領漲，日圓繼續承壓。澳儲行強調，內需強過預期，或加劇通脹壓力，通脹風險偏向上行，需要更長時間評估通脹壓力的持續性。日央行行長植田和男稱，將繼續緩慢調整貨幣寬鬆的程度，直到持續實現2%的通脹且政策利率回到中性水平。他亦表示，近期長期利率上升速度相當快，央行或增加債券購買規模。

### 美自願離職創五年新低

另外，JOLTS報告顯示，美國10月職位空缺按月增加1.2萬至767萬個，遠高於預期和前值；然而，裁員人數升至185萬，為2023年初以來最高，自願離職率創五年新低，反映就業市場仍處於「低招聘、低裁員」的狀態。美國9月領先指標續跌0.3%，消費信心轉弱；由於預期銷售額將會增長，11月小型企業信心指數升0.8至99。