

研究觀點

【公司研究】

佳鑫國際資源 (3858, 買入)：稀缺鎢礦資源開啟商業化，估值重構在即

【公司評論】

兆易創新 (603986.SH/3986.HK, 未評級)：國產存儲+MCU 雙龍頭，端側 AI 打開成長空間

【行業評論】

運動品行業：擁有多樣化品牌和能夠捕捉不同細分市場的經營者值得關注

澳門博彩行業：體驗式旅遊將繼續帶動行業增長

首次評級

公司	代碼	評級	現價	目標價	上漲空間	25EPS	26EPS
			(港元)	(港元)	(%)	(元)	(元)
佳鑫國際資源	3858	買入	46.7	82.4	76.4%	0.96	4.12

【公司研究】

李玲璋

+ 852-25321539

david.li@firstshanghai.com.hk

行業 有色金屬
 股價 46.70 港元
 目標價 82.40 港元
 (+76%)

H 股市值 212.8 億港元

已發行 H 股本 4.56 億股

52 周高/低 51.65 港元/22.80 港元

每股淨資產 -0.07 港元

股價表現



佳鑫國際資源 (3858, 買入): 稀缺鎢礦資源開啟商業化, 估值重構在即

總部位於哈薩克的鎢礦開發企業

佳鑫國際資源 (03858.HK) 是一家總部位於哈薩克的鎢礦開發企業, 核心資產為巴庫塔鎢礦項目。公司業務模式覆蓋鎢礦的勘探、開採、加工及銷售全鏈條, 主要產品為鎢精礦。2025 年 8 月 28 日, 公司於港交所主機板上市, 募集資金主要用於產能擴張、深加工佈局及債務償還。2025 年 4 月巴庫塔鎢礦已啟動一期商業化生產, 公司未來也計畫在中亞地區探索更多投資有色金屬資源的機會。

稀缺資源為公司提供長期發展潛力

公司核心資產為哈薩克阿拉木圖區巴庫塔露天鎢礦的獨家採礦權, 權利範圍覆蓋鎢礦石勘探與開採, 對應的底土使用合約期限為 2015 年 6 月 2 日至 2040 年 6 月 2 日, 合計 25 年, 為項目長期穩定運營提供基礎保障。該礦為全球第四大三氧化鎢礦產資源量礦床, 巴庫塔鎢礦礦產資源量合計約 1.08 億噸, 平均品位 0.211% 三氧化鎢, 對應金屬量 22.7 萬噸; 其中控制資源量 9560 萬噸 (品位 0.209%)、推斷資源量 1190 萬噸 (品位 0.228%)。

項目進入投產期, 產能快速爬坡

巴庫塔鎢礦項目已於 2025 年 4 月正式進入一期商業生產階段, 2025 年 2 月完成加工廠鍋爐供暖系統的建造與調試, 為後續產能釋放提供硬體支撐。未來公司核心戰略目標力爭於 2027 年第一季度推動項目二期商業生產落地。為實現該目標, 公司計畫於 2026 年二期投產前完成礦石分選設施的建設與投用準備。二期專案將新增礦石分選環節, 碎礦石預選處理能力預計從當前 10,000 噸/天提升至 15,000 噸/天。

目標價 82.4 港元, 首次覆蓋並給予買入評級

我們認為, 公司正處在一個關鍵的價值釋放拐點, 且坐擁世界級核心資產, 資源稟賦奠定長期增長基石。公司是市場上稀缺的純鎢礦標的, 當前股價具備極高的安全邊際和吸引力。我們預測公司 2025-2027 年的歸屬於母公司的淨利潤分別為 4.4 億港元、18.8 億港元和 33.8 億港元。我們給予公司未來 12 個月的目標價為 82.4 港元, 對應 2026 年的 20 倍 PE, 較現價有 76% 的上漲空間, 給予買入評級。

重要風險

我們認為以下是一些比較重要的風險: 1) 鎢價格波動, 2) 礦山建設不及預期。

圖表 1: 盈利摘要

截止12月31日財政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入(千港元)	0	0	1,478,084	3,666,913	6,585,684
变动(%)	N/A	N/A	N/A	148%	80%
归母净利润(千港元)	-78,920	-172,970	438,083	1,877,512	3,375,810
变动(%)	-16%	-119.2%	-353.3%	328.6%	79.8%
每股盈利(港元)	-0.24	-0.53	0.96	4.12	7.41
变动(%)	-16%	119.2%	-282.5%	328.6%	79.8%
市盈率@46.7港元(倍)	-194.3	-88.7	48.6	11.3	6.3
每股股息(港元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

資料來源: 第一上海, 公司資料

【公司評論】

黃晨
+852 2532 1954
chen.huang@firstshanghai.com.hk

兆易創新 (603986.SH/3986.HK, 未評級): 國產存儲+MCU 雙龍頭, 端側 AI 打開成長空間

chen.huang@firstshanghai.com.hk

行業 半導體
股價 214.25 元人民幣
A 股市值 1,430.9 億元人民幣
已發行股本 6.68 億股
52 周高/低 254.44 元/98.35 元人民幣
每股淨現值 27.27 元人民幣

股價表現



事件:

2025 年 12 月 31 日, 兆易創新擬在香港聯交所發行 2,891.5 萬股普通股 (不包括 10%調整權及 15%超額配售權), 發行價區間為每股 132 港元至 162 港元, 較 2025 年 12 月 31 日 A 股收市價 214.25 元人民幣折價 32%~45%。該公司預計將募資至多 46.8 億港元, 招股日期為 2025 年 12 月 31 日至 2026 年 1 月 8 日, 股票將於 1 月 13 日掛牌交易。

公司國際配售引入 17 家基石投資者, 包括雲峰基金、CPE 源峰、景林資產、Dymon Asia、奇點資產、3W Fund、華勤技術、TCL、OPPO 創始人陳明永、小米集團、新華資管、泰康人壽、Summit Ridge、工銀理財、大灣區共同家園、觀博資本等合計認購等值約 3 億美元。

IPO 募資用途包括, 1) 約 40%用於提升研發能力, 凸顯其技術驅動的發展邏輯; 2) 35%將投向戰略性行業並購與投資, 強化產業鏈協同; 3) 9%用於全球行銷網路建設與海外佈局, 進一步提升國際影響力。

評論:

兆易創新是中國 Fabless 模式晶片設計領軍企業之一, 主營產品包括存儲、微控制器 MCU、感測器晶片、類比晶片。公司致力於打造“感存算控連”一體化晶片生態。經過 20 多年的發展, 公司已發展成為一家在細分市場全球領先的 Fabless 晶片設計企業。Flash 存儲領域, 公司的 NOR Flash 市場份額排名全球第二, 內地第一, 在產業內的向上勢頭持續, 行業地位穩固。微控制器領域, 公司是排名第一的中國品牌 ARM 架構通用 MCU 供應商。2025 年前三季度, 公司實現收入 68.32 億元, 同比增長 20.9%, 歸母淨利潤 10.83 億元, 同比增長 30.2%, 繼續延續 2024 年以來的穩健復蘇態勢。

我們認為, 隨著 AI 時代的到來, 公司的存儲和 MCU 業務均將迎來新機遇。

- 1) 存儲: 消費類終端電子產品 AI 化轉型, 帶動 NOR Flash、定制化 DRAM 存儲的需求高成長。另外, AI 眼鏡、AI 耳機、機器人等新品類也將帶來新應用場景的爆發。**定制化 DRAM 以其高速率、低功耗優勢, 有望成為未來端側 AI 設備的必備存儲選項。**公司提前佈局, 設立子公司青耘科技開展定制化存儲業務, 與高通、Intel、位元組等國際大廠積極合作, 有望在 2026 年實現手機、AIPC、端側 AI 設備、智慧汽車機器人等領域落地。
- 2) MCU: 公司完善“MCU+AI”佈局, 將輕量化模型適配 MCU, 提供高性能 MCU 及智慧電機控制等解決方案, 在智慧工廠、安防、電機控制、智慧汽車、端側 AI 設備等場景落地。

我們認為, 公司業務將從 2024 年的修復, 2025 年的恢復成長, 逐漸切換到 2026 年的 AI 驅動成長。存儲業務在 AI 時代不僅受益於存儲漲價週期、大廠撤出利基存儲市場等利好, 而且將顯著受益於層出不窮的 AI 新應用的爆發。MCU 業務也將在 AI 時代迎來價值量的提升。公司業務上行週期將持續。

長鑫科技在 2025 年 12 月底交表，將在上海科創板 IPO 上市。公司與長鑫科技的合作包括 1) 公司持有長鑫科技 1.88% 股權，長鑫科技上市後，這一部分股權價值將重估；2) 公司自有品牌 DRAM 由長鑫科技負責生產，公司的未來產能將更有保障。

估值：

彭博一致預期 25-27 年收入 94.9 億/121.1 億/147.2 億元，歸母淨利潤 16.2 億/23.5 億/29.8 億元。按照發行 2,891.5 萬股，每股 132 港元~162 港元計算，上市後公司港股市值將在 920~1129 億港元之間，對應 2026 年 PE 35 倍~43 倍，2027 年 PE 28~34 倍。

公司競爭對手 2026/2027 年 PE，普冉股份(688766)為 56/42 倍，北京君正(300223)為 78/60 倍，中穎電子(300327) 75/50 倍。港股競爭對手 Fortior (1304.HK) 為 38/27 倍。

我們認為，公司的業績在存儲價格上行週期有望進一步上修，端側 AI 帶動的業務增量也還未被充分預期。不同於雲端算力時代，受益的主要是海外巨頭。端側 AI 時代，中國不僅擁有全球領先的產業鏈，更擁有巨大的市場空間。我們認為中國公司將在端側 AI 時代擁有更強的產業話語權。建議投資者積極關注公司。

公司簡介

兆易創新是中國 Fabless 模式晶片設計領軍企業之一，主營產品包括存儲、微控制器 MCU、感測器晶片、類比晶片。存儲產品方面，公司主要供應 NOR Flash、NAND Flash、利基型 DRAM；微控制器 MCU 方面，公司主要提供基於 ARM Cortex-M、以及基於 RISC-V 內核的通用 MCU 產品；感測器方面，公司產品包括觸控晶片和指紋識別晶片。公司產品廣泛應用於消費電子、工控、伺服器及網通、汽車電子、安防等下游行業。

公司致力於打造“感存算控連”一體化晶片生態。經過 20 多年的發展，公司已發展成為一家在細分市場全球領先的 Fabless 晶片設計企業。Flash 存儲領域，公司的 NOR Flash 市場份額排名全球第二，內地第一，在產業內的向上勢頭持續，行業地位穩固。微控制器領域，公司是排名第一的中國品牌 ARM 架構通用 MCU 供應商。此外，公司還在不斷開拓新的市場，在 NAND Flash、利基 DRAM、RISC-V 架構 MCU、定制化存儲領域均取得不俗發展。

隨著 AI 時代的到來，伺服器及網通設備行業高速發展，以消費電子為代表的端側 AI 應用也有望迎來新一輪的繁榮。公司的晶片業務有望充分受益這一輪 AI 爆發浪潮。

圖表 1：公司發展歷程

2005	公司前身——北京芯技佳易成立，主攻記憶體產品
2008	量產國內首款 180nm SPI NOR Flash 產品
2009	正式更名為北京兆易創新科技有限公司
2013	量產首款基於 ARM Cortex-M3 架構的 32 位通用 MCU，正式進軍 MCU 市場；量產 65nm SPI NOR Flash
2016	公司成功在上交所 IPO 上市，股票代碼 603986
2017	聯合合肥產投推動 DRAM 產業；量產 38nm SPI NAND Flash
2019	收購思立威，進軍觸控和指紋識別晶片市場；SPI NOR Flash 產品通過 AEC-Q100 車規級認證；發佈全球首顆 RISC-V 通用型 MCU
2021	發佈 SLC NAND Flash；發佈首款自有品牌 DDR4 DRAM 產品
2024	發起設立北京青耘科技有限公司，專注於定制化存儲業務；收購蘇州賽芯 70% 股權，補強類比晶片業務，其為鋰電池保護晶片龍頭廠商

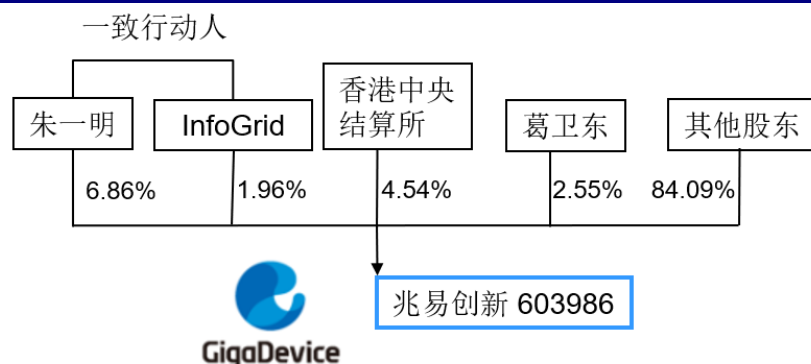
資料來源：公司資料、第一上海

股權結構及管理層

公司第一大股東為創始人、董事長朱一明，直接持有公司 6.86% 股權，其與持股 1.96% 的香港 InfoGrid Limited 構成一致行動關係，進一步鞏固了其對公司的控制權。香港中央結算有限公司持有公司 4.54% 的股份。著名投資人葛衛東先生直接持有公司 2.55% 的股份。公司其餘前十股東主要為公募基金，持股較為分散。

公司實際控制人為董事長朱一明，具有深厚的學術和產業鏈背景，分別在清華大學物理系和美國紐約州立大學石溪分校電子工程系取得學位，先後在美國 iPolicy Networks 任工程師和 Monolithic System 任專案主管。2024 年回國後積極推動國產存儲和 MCU 事業發展。其自 2021 年起同時擔任國內 DRAM 領軍企業長鑫科技董事長，有望對公司存儲業務發展形成助益。副董事長何衛曾在中芯國際任職，產業從業經驗豐富。存儲產業負責人胡洪、MCU 產業負責人李寶魁均科班出身，有豐富的研發經驗。整體上公司管理層具備過硬的技術和產業背景。

圖表 2：公司股權結構



資料來源：公司資料、第一上海

主營業務

公司主營產品包括存儲、微控制器 MCU、感測器晶片、類比晶片。公司致力於打造“感存算控連”一體化晶片生態，為客戶提供“高性能、低功耗”的產品及解

決方案。

1、存儲：

Flash——NOR Flash 及 NAND Flash：

1) NOR Flash

公司在全球 SPI NOR Flash 市場中位元列第二，產品覆蓋 512Kb 到 2Gb 的容量範圍，支援多種供電電壓類型，包括 3V、1.8V、1.65V~3.6V、1.8V VCC & 1.2V VIO、以及 1.2V，提供高性能、低功耗、高可靠性與小封裝等高度可定制特性，適配各類嵌入式系統需求，滿足客戶在不同應用領域、多種產品應用中對容量、電壓以及封裝形式的需求。公司 55nm 工藝節點全系列 NOR Flash 產品均已量產，並將持續開展工藝制程反覆運算。車規級產品也完成了 2Mb~2Gb 容量鋪齊，滿足客戶多樣化需求。

針對低功耗應用，公司 GD25UF 系列低功耗 SPI NOR Flash，以 1.2V 低電壓和超低功耗模式，顯著提升小容量電池設備續航能力，充分滿足穿戴設備、健康檢測、物聯網及電池供電等市場需求。針對汽車應用，公司的 GD25/55 系列車規級 Flash 已通過 AEC-Q100 認證，並符合 ISO 26262:2018 ASIL-D 功能安全標準，為新一代汽車系統提供業界領先的安全性與穩定性。公司車規級產品已被 Tier 1 及整車廠採用，支援關鍵汽車應用如車載資訊娛樂系統、智慧座艙、駕駛輔助系統、自動駕駛、電池管理系統、網域控制站、中央計算單元、中央閘道及分區控制系統等。

根據 Frost & Sullivan，2024 年全球 NOR Flash 市場規模約為 28 億美元，並將溫和增長至 2029 年的接近 42 億美元，需求驅動因素主要來自於消費類終端設備的 AI 化轉型，新應用場景如 AI 眼鏡的落地，提升對資料處理和存儲能力的需求。此外，汽車智慧化也驅動了車規級存儲需求。市場份額呈現高度集中格局，由中國臺灣的華邦和旺宏以及中國大陸的兆易創新三大巨頭主導，2024 年華邦市場份額 27%，兆易創新占 18%，旺宏占 17%，前三大廠商合計占比 63%。公司產品充分受益於端側 AI 和汽車智慧化發展，有望實現份額進一步提升。

2) NAND Flash

公司 38nm 和 24nm 兩種制程產品全面量產，主要為 SLC NAND Flash，容量覆蓋 1Gb 至 8Gb，採用 3V/1.8V 兩種電壓供電，具有高速、高可靠性、低功耗的特點，其中 SPI NAND Flash 在消費電子、工業、汽車電子等領域實現了全品類覆蓋。

基於 24nm 制程的 GD5F1GM9 系列高速 QSPI NAND Flash，憑藉突破性的讀取速度和創新的壞塊管理功能，有效解決傳統 SPI NAND Flash 回應速度慢、易受壞塊干擾的行業痛點，融合了 NOR Flash 的高速讀取與 NAND Flash 的大容量、低成本優勢，成為安防監控、工業控制、AIoT 設備等快啟應用的理想選擇。

根據 Frost & Sullivan，2024 年全球 SLC NAND Flash 市場規模約為 26 億美元，並將溫和增長至 2029 年的接近 35 億美元。市場份額高度集中於海外及中國臺灣廠商，2024 年鎧俠市場份額 35%，美光占 23%，華邦占 10.9%，前三大廠商合計占比接近 70%。兆易創新在 2024 年全球市場份額達到 2.2%，全球排名第六、內地排名最高。伴隨近年來海外大廠產能向 3D NAND 傾斜，對 SLC NAND 業務進行戰略性收縮，中國大陸廠商把握國產替代機遇，在多個下游應用領域如工控、汽車電子等實現份額擴張。

DRAM：利基型 DRAM 及定制化存儲

1) 利基型 DRAM

DRAM 產業分為大宗 DRAM 和利基型 DRAM。大宗 DRAM，聚焦在大容量、高傳輸速率的主流需求，採用先進制程工藝，廣泛應用於伺服器、個人電腦、智慧手機等應用場景，需求與全球宏觀經濟及雲基建投資週期高度相關，價格波動性較為顯著，主要玩家為海力士、三星、美光等行業巨頭。利基型 DRAM 聚焦於成熟制程，提供長期穩定供應、高可靠性、更優性價比及定制化能力，滿足下游客戶對長生命週期、高可靠性的需求，因此其市場更為分散，技術反覆運算較慢，價格波動相對溫和，主要玩家包括海力士、三星、美光、華邦、南亞等公司，其中三星、海力士、美光合計佔據約 69% 的市場份額，中國臺灣廠商華邦和南亞承接三大廠產能轉向高端產品後留下的市場空間，中國大陸廠商如北京君正、兆易創新等整體份額加速成長，兆易創新市場份額約 2%。

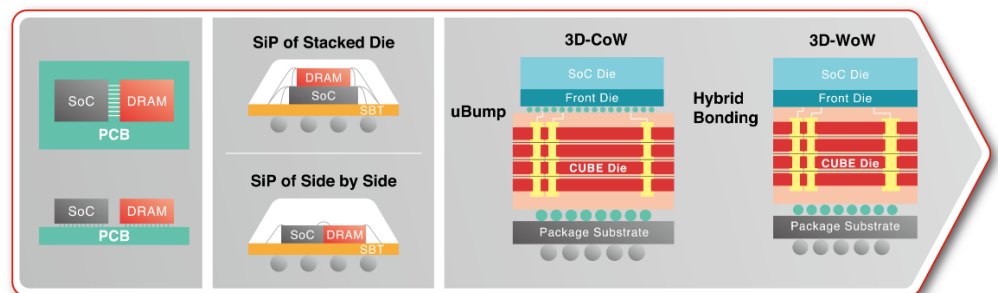
公司利基型 DRAM 產品品類持續擴張，已能量產 DDR3L/DDR4/DDR4X 等產品類型，並在研發端繼續推進 LPDDR4 產品，繼續補齊產品品類。公司產品主要應用於機上盒、智慧電視、網路通訊、智慧家居、智慧穿戴、資訊娛樂系統等領域。

根據 Frost & Sullivan，全球利基型 DRAM 市場規模預計將從 2024 年的 85 億美元增長至 2029 年的 132 億美元，年複合增長率約 9.2%，AI 浪潮下端側設備及網通設備需求的爆發，自動駕駛汽車、智慧座艙等智慧汽車類需求提升，將顯著拉動利基型 DRAM 的需求。

2) 定制化存儲

隨著 AI 邊緣計算需求興起，設備對記憶體晶片和模組的頻寬、能耗、尺寸、散熱等各方面提出更高的訴求。中國臺灣的華邦電子推出 Customized Ultra-Bandwidth Elements (CUBE) 方案，憑藉 3D 堆疊技術，實現近存計算，使記憶體模組能夠在運行 AI 大模型時保持無縫、高效的性能，滿足傳統記憶體模組無法提供的頻寬需求。CUBE 通過增加 I/O 數量、提高資料傳輸速度、支援 TSV (可選)、採用 3D 架構提升散熱能力，解決了傳統存儲解決方案的痛點，不僅提升了頻寬，還有效降低功耗。

圖表 3：華邦 KGD2.0 封裝用於 CUBE



資料來源：公司資料、第一上海

公司緊貼客戶需求，積極探索定制化的存儲解決方案。公司的端側定制化存儲業務主要在控股子公司青耘科技展開，已經推出類 CUBE 方案架構，通過堆疊 DRAM

在頻寬、功耗、能效等方面優勢顯著，通過架構創新帶來算力和能效方面的顯著提升。公司在手機、AIPC、端側 AI 設備、智慧汽車等領域的產品研發進展積極，預計將在 2026 年迎來突破，實現產品送樣和量產的雙突破。

圖表 4：青稞科技股權結構

股東名稱	出资方式	認繳出資額 (萬元)	股權占比
兆易創新 (603986)	貨幣	2100	77.78%
北京青稞智凌企業管理	貨幣	225	8.33%
北京青稞智帆企業管理	貨幣	225	8.33%
北京青稞智闊企業管理	貨幣	150	5.56%

資料來源：公司資料、第一上海

2、MCU

公司是中國排名第一的基於 ARM 架構的通用型 MCU 供應商，在產品系列和工藝制程等方面都處於行業領先地位。公司已構建起龐大且完善的產品矩陣。截至 2024 年末，公司 GD32 系列 MCU 產品已突破 63 個產品系列、超 700 款產品的成功量產，全面覆蓋高性能、主流型、入門級、低功耗、無線、車規、專用等細分市場。公司目前已實現 110nm、55nm、40nm、22nm 多制程工藝覆蓋，在行業內處於領先水準。

根據 Yole 資料，2022 年至 2028 年間，MCU 市場將以 5.2% 的年複合增長率增長，到 2028 年市場規模將達到 320 億美元。2022 年全球前六大 MCU 廠商——英飛凌、瑞薩、恩智浦、意法半導體、微芯科技和德州儀器合計佔據了 88% 的市場份額。中國企業市占率普遍在低個位數，保持追趕狀態，玩家除了兆易創新，還包括中穎電子、樂鑫科技、國名技術、復旦微電、峰昭科技等企業。下游應用領域來看，MCU 主要應用於汽車電子、工業控制、消費電子等市場，其中汽車電子約占 40%，工業控制約占 25%。

MCU 產品線作為公司重要的戰略方向，正朝著全領域、多產品佈局邁進，未來將在車規級 MCU、高性能工控產品、MCU+AI 等領域實現更多突破。

3、感測器

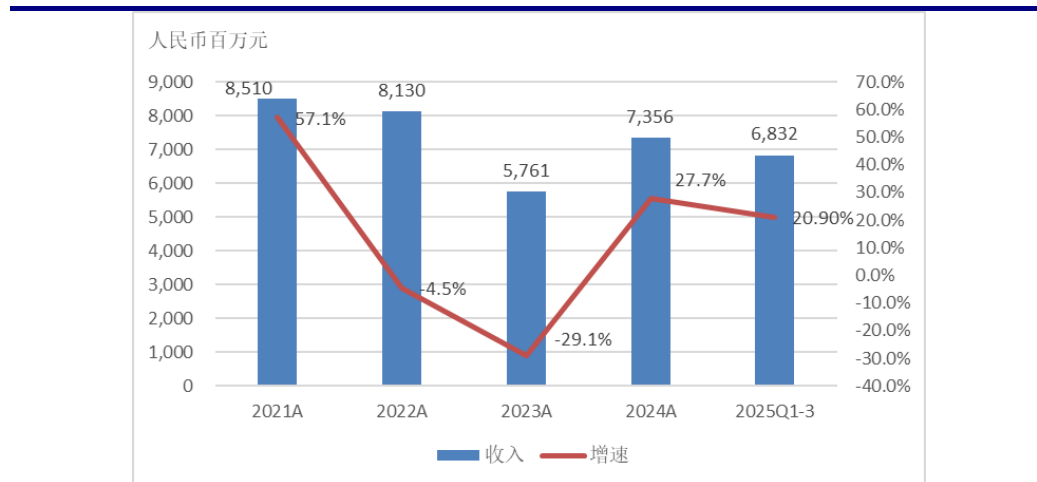
公司通過收購思立微完成感測器業務拓展，主要提供指紋識別和觸控用晶片。指紋識別晶片業務，公司是國內排名第二的指紋感測器晶片廠商，業務穩健發展。公司未來將繼續推動產品的優化升級，進一步拓寬在 PC、手機、可穿戴、移動健康、IoT 等領域的多元佈局。觸控晶片業務，公司產品也廣泛應用於手機、平板及智慧家居等人機交互領域。

財務表現

公司 2021-2023 年受下游市場景氣度逐年走弱，以及 2020 年疫情缺貨導致短期量價波動影響，實現收入 81.50/81.30/57.61 億元，同比增速為 +89.3%/-4.5%/-29.1%。24 年行業回暖，公司銷售快速提升，全年收入 73.56 億元，同比增長 27.7%，歸母淨利潤 11.0 億元，同比增長 584.2%。2025 年前三季度，行業恢復趨勢延續，存儲產品受益於競爭對手的退出而迎來量價齊升，收入和利潤進一步增長，2025 年前三季度實現收入 68.3 億元，同比增長 20.9%，歸母

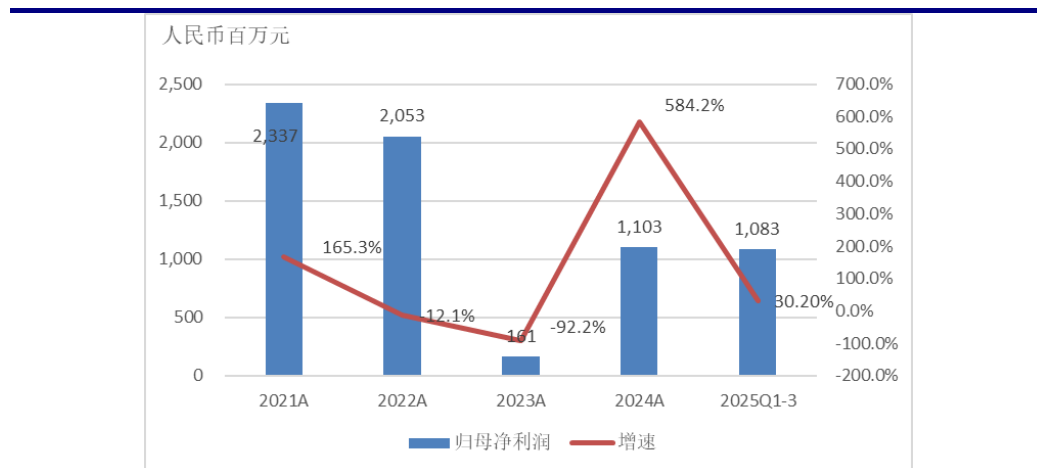
淨利潤 10.8 億元，同比增長 30.2%。

圖表 5：公司收入及增速（2022-2025 前三季度）



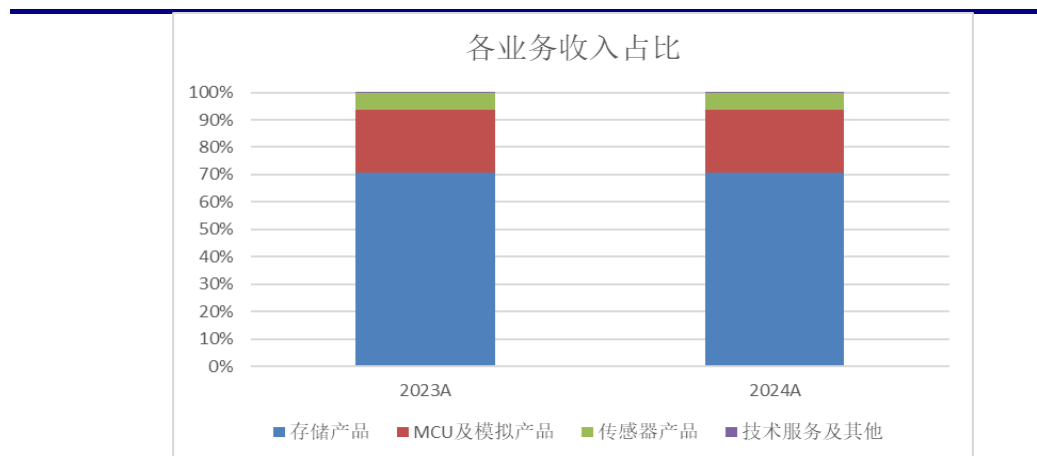
資料來源：公司資料、第一上海

圖表 6：公司歸母淨利潤及增速（2022-2025 前三季度）



資料來源：公司資料、第一上海

圖表 7：公司收入拆分



資料來源：彭博，公司資料

【行業評論】

王柏俊

852-2532 1915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

hk

唐伊蓮

852-2532 1539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

運動品行業：擁有多樣化品牌和能夠捕捉不同細分市場的經營者值得關注**2025 年內地運動品行業回顧**

- 根據國家統計局的資料，1—10 月份社會消費品零售總額為 412, 169 億元，同比增長 4.3%；。 1-10 月累計累計服裝類零售額為 12053 億元，同比增長 3.5%；體育、娛樂用品類零售額為 1397 億元，同比增長 18.4%。
- 於 2025 年第一季度：李甯、安踏、Fila 及特步品牌的流水分別增長低單位元數、高單位數、高單位數及中單位數。
- 於 2025 年第二季度：李甯、安踏、Fila 及特步品牌的流水分別錄得低單位元數、低單位數、中單位數及低單位數的增長。
- 2025 年上半年來看：李甯、安踏及特步集團的收入分別增長 3.3%、14.3% 及 7.1% 到 148 億元、385 億元及 68 億元人民幣。
- 毛利率方面，普遍都有壓力：李寧集團的毛利率下跌 0.4 個百分點到 50.0%；受自營管道收入比例下降和折扣力度加大的影響。安踏的毛利率減少 0.7pct 至 63.4%（主要受安踏主品牌加大專業產品的成本投入及毛利率較低的電子商務業務占比持續上升；和 Fila 策略性地增強和提升產品功能和品質以致成本上升，及主動地提升鞋類產品占比的影響）。特步集團的毛利率減少 0.1pct 到 45.0%；主要受線上管道競爭加劇和產品組合變化的影響。
- 淨利潤方面：李甯、安踏及特步集團的淨利潤分別減少 11.0%、增長 14.5% 及增長 21.5%到 17.4 億元、70.3 億元及 9.1 億元人民幣。
- 於 2025 年第三季度：李甯、安踏、Fila 及特步品牌的流水分別錄得中單位數下降、低單位數增長、低單位數增長及低單位數的增長。
- 總體行業第三季度的流水表現是偏軟，受較低的消費者信心的影響。進入第四季度，行業還是充滿挑戰，推廣促銷也有所加劇；但主要經營者會平衡庫存的管理和折扣率的力度。李甯和特步維持全年的目標，但安踏則下調了安踏主品牌的增長目標到低單位數。

2026 年內地運動品行業展望

- 隨著消費者持續重視健康生活和運動，我們相信體育用品行業能繼續受益。
- 展望 2026 年，內地品牌應能維持穩定的收入增長；而利潤增長取決於行業的競爭，毛利率和折扣率的變化，但相信品牌商應能維持相對穩定的利潤率。
- 考慮國際品牌商耐克的經營狀況開始進入拐點，而其他主要國際品牌（阿迪和 Uniqlo）也能維持較好的增長，產品結構的優化和效率的提升有利毛利率的增加，現金流和派息政策穩定和估值吸引；上有生產商如申州也值得關注。

海外運動品行業**可選消費迎來變革與洗牌**

作為可選消費賽道的核心板塊，在宏觀敘事轉變、通脹壓力持續以及中美之間博弈的影響下，運動品行業正在經歷一場結構性變革。運動服飾是時尚領域中增長最快的品類之一，並且新銳品牌的增速遠快於行業龍頭。因此，運動品的市場格局呈現出激烈的洗牌態勢。

行業龍頭耐克 (NIKE) 一直在試圖糾正過去的戰略失誤，正在經歷艱難的轉型陣痛；另一傳統巨頭，愛迪達 (ADIDAS) 通過成功推出一系列與消費者產生共鳴的鞋款，業績恢復穩健增長，並重新確立了其作為耐克強大競爭對手的地位；過去幾年，以昂跑 (ONON) 和 Hoka (DECK) 為代表的新興品牌憑藉精準的市場定位和產品創新，持續搶佔市場份額。

綜合來看，2026 年該行業的關鍵問題不在於市場是否會增長，而在於誰將成功獲取這份增長。其中，昂跑和 Hoka 等挑戰者的成功將直接以耐克和露露樂蒙 (LULU) 等行業巨頭的損失為代價。後者的轉型不僅要重新贏得消費者的興趣，還必須積極奪回失去的貨架空間和市場心智。

耐克、露露樂蒙等巨頭的轉型陣痛

長期以來主導全球運動品市場的巨頭們，耐克、愛迪達，甚至露露樂蒙正在面臨來自內部戰略失誤與外部激烈競爭的雙重壓力。同時，這些挑戰因通脹和消費者信心下降而進一步加劇，不同收入群體的消費能力和消費意願出現顯著分化。

公司當前的困境源於戰略誤判，包括過度轉向直營管道 (DTC)、產品創新乏力、庫存積壓以及在中國市場持續面對本土玩家的激烈競爭。這些因素共同導致耐克需要進行深刻的內部重組和戰略轉型，以試圖重新贏得消費者和市場份額。在新任 CEO 的領導下，耐克正努力改善其財務表現，但考慮到其龐大的業務體量以及庫存週期，這一轉變可能需要數年時間進行驗證。

曾經的“增長神話”露露樂蒙在其核心北美市場顯現疲態，與中國及亞太市場的強勁表現形成反差。露露樂蒙面臨的挑戰主要由於北美中產消費者的購買力承壓以及近幾年公司新品的產品力不足，共同導致老客複購率下降，同店增速疲軟。同時，伴隨美國運動時尚賽道的飽和，新興品牌的崛起不斷衝擊露露樂蒙的市場份額，這些品牌已經開始拓展海外市場，與露露樂蒙所覆蓋的市場重疊度將進一步上升。來自 Alo Yoga 和 Vuori 等品牌的競爭日益加劇，這些競爭對手在產品上形成直接對標，進一步分流其目標客戶。

昂跑、Hoka 等挑戰者品牌重塑競爭格局

與此同時，新興品牌憑藉差異化產品和精準行銷策略，在過去幾年持續搶佔市場洗牌。昂跑與 Hoka 等新興品牌已證明其顛覆市場的能力，在下一階段，這些品牌將並抵禦來自重新聚焦的行業巨頭的反擊。

從財務和估值的角度，運動服飾行業的商業模式導致其業績的彈性相對較小。當往享有較高的估值溢價。相反的是，一旦高速擴張進入尾聲，並開始增速放緩甚至歸到更傳統的消費品估值體系。

2025 年我們新增覆蓋亞瑪芬體育 (AS)，多元化的品牌組合使其能夠捕捉不同細分應對市場波動時更具韌性，同時公司旗下的品牌均屬於高端運動市場。我們認為

所具備的抗週期性優於傳統的單一品牌，其 DTC 戰略重塑已在中國市場獲得了驗證。同一策略複製到全球其他市場。雖然歐美戶外市場更為成熟，專業品牌之間的競爭更為激烈，但該品牌的產品在性能方面保持領先，同時在高端細分賽道具備獨特的用戶心智，戰略重塑有望為北美市場帶來新的增長動能。

2026 年運動品行業首選公司

- 申洲（2313）：繼續看好公司作為行業龍頭的發展，其優秀的管理執行和產品創新能力，垂直一體化、海內外均衡的佈局具有不可替代的優勢
- 亞瑪芬體育（AS）：品牌勢能與全球化戰略共振驅動成長

我們覆蓋的上市公司及評價

- 買入：申洲國際（2313）、安踏（2020）、李寧（2331）、特步（1368）、申洲國際（2313）、Lululemon（LULU）、Amer Sports（AS）

我們未覆蓋的上市公司及評價

- 樂觀：愛迪達（ADDS）、361 度（1361）、昂跑（ONON）
- 中性：滔搏國際（6110）、寶勝國際（3813）、中國動向（3818）、耐克（NKE）

圖表 1：行業估值表

公司名稱 (中文)	代碼	股價	总市值 (百萬)	EPS (交易币种)					EPS (报表币种)					PE					CAGR
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
李寧有限公司	2331 HK Equity	19.07	49,292	1.362	1.268	1.080	1.223	1.366	1.232	1.170	0.977	1.107	1.237	14.0	15.0	17.7	15.6	14.0	12.5%
安踏體育用品有限公司	2020 HK Equity	83.00	232,122	4.079	6.015	5.204	5.870	6.542	3.690	5.550	4.717	5.320	5.929	20.3	13.8	15.9	14.1	12.7	12.1%
特步國際控股有限公司	1368 HK Equity	5.58	15,658	0.451	0.527	0.556	0.614	0.672	0.408	0.487	0.504	0.557	0.611	12.4	10.6	10.0	9.1	8.3	10.1%
波司登國際控股有限公司	3998 HK Equity	4.64	54,144	0.226	0.309	0.347	0.378	0.422	0.198	0.283	0.317	0.343	0.382	20.5	15.0	13.4	12.3	11.0	9.8%
申洲國際集團控股有限公司	2313 HK Equity	62.80	94,402	3.350	4.498	4.769	5.273	5.886	3.030	4.150	4.319	4.775	5.330	18.7	14.0	13.2	11.9	10.7	11.1%
361度國際有限公司	1361 HK Equity	5.98	12,365	0.514	0.603	0.683	0.769	0.849	0.465	0.556	0.621	0.699	0.772	11.6	9.9	8.8	7.8	7.0	11.5%
滔搏國際控股有限公司	6110 HK Equity	3.16	19,596	0.342	0.391	0.255	0.232	0.262	0.296	0.357	0.235	0.210	0.238	9.3	8.1	12.4	13.6	12.1	0.6%
寶勝國際 (控股) 有限公司	3813 HK Equity	0.47	2,477	0.105	0.103	0.072	0.092	0.105	0.095	0.095	0.065	0.084	0.096	4.4	4.5	6.5	5.1	4.4	21.5%
中國動向 (集團) 有限公司	3818 HK Equity	0.47	2,771	0.022	(0.119)				0.020	-0.109				21.0	-4.0				
露露樂蒙	LULU US Equity	206.74	24,252	6.700	12.230	14.405	12.996	12.634	6.700	12.230	14.405	12.996	12.634	30.9	16.9	14.4	15.9	16.4	-6.3%
Amer Sports Inc	AS US Equity	38.90	21,545	(0.540)	0.150	0.915	1.177	1.491	-0.540	0.150	0.915	1.177	1.491	-72.0	259.3	42.5	33.1	26.1	27.7%
On 控股股份公司	ONON US Equity	48.29	30,500	0.312	0.954	0.954	1.632	2.186	0.280	0.840	0.765	1.309	1.763	154.9	50.6	50.6	29.6	22.1	51.8%
耐克公司	NKE US Equity	67.12	99,217	3.270	3.760	2.162	1.684	2.508	3.270	3.760	2.162	1.684	2.508	20.5	17.9	31.0	39.9	26.8	7.7%
簡單平均				1.553	2.361	2.617	2.662	2.910	1.473	2.271	2.500	2.522	2.749	20.5	33.2	19.7	17.3	14.3	14.2%

資料來源：彭博，第一上海整理

王柏俊

852-2532 1915

Patrick.wong@firstshanghai.com.hk

hk

澳門博彩行業：體驗式旅遊將繼續帶動行業增長

2025 年澳門博彩行業回顧

- 2025 第一季度的澳門博彩收益恢復到 2019 年的 75.7%，同比增長 0.6%；第二季度恢復到 2019 年的 83.3%，同比增長 8.3%；第三季度恢復到 2019 年的 88.4%，同比增長 12.5%。首 11 個月達 2265.2 億元，同比增長 8.6%；為 2019 年的 84.0%。首 11 個月的平均每天博彩收益為 6.78 億元。
- 前 5 個月行業的增長基本是平穩（約 1.7%），主要因為去年增長基數太高（+47.9%）。到 6 月開始，行業每月單月基本都能重拾雙位數的增長（6-7 月：19%，8 月：12%，10 月：15.9%，11 月：14.4%），表現強勁；受益於新項目的推出（包括銀河的家佩樂和金沙的倫敦人第二期，帶動了新的客戶和高品質的客戶的來臨），受歡迎的體驗式/非博彩產品（如張學友演唱

會，NBA 球賽），人民幣的升值，資本市場的好轉所帶來的財富效應，旅遊消費情緒好轉等因素。

- 2025 年第一到三季度，貴賓、中場和角子機業務分別同比增長 17.4%，3.7%和 7.2%；分別恢復到 2019 年同期的 46.8%、116.3%和 90.8%；其收入的占比分別為 26%、68%和 6%。
- 利潤方面：2025 年第一到三季度，行業的 EBITDA 同比增長 4%，恢復到 2019 年同期的 85.3%。於第三季度，同比增長 10.5%，為 2019 年同期的 92.2%。
- 訪澳旅客方面，25 年 10 月為 347 萬人次（每天平均人次為 10.9 萬），同比增長 10.8%，為 2019 年同期 108%的水準。25 年 1-10 月，訪澳旅客人次為 3314 萬，同比增長 14.1%（恢復到 2019 年同期 99.2%的水準）；其中中國內地，香港，臺灣及海外旅客的占比分別為 72.8%，18.3%，2.5%及 6.4%，分別同比增長 17.7%，1.2%，18.3%及 13.6%。24 年 10 月酒店入住率為 93.3%，24 年 1-10 月為 93.6%（同比增加 2.1 個百分點）；平均房價為 1352.5 澳門元（同比減少 3.2%）。

2026 年澳門博彩行業展望

- 過去幾年縱使宏觀經濟是有波動，但從資料來看行業的收入和利潤還是能持續地復蘇。
- 於 2025 年年底前，大部分的衛星娛樂場將會停止營運。我們相信對於行業的影響不會太大；反而賭枱轉成自營後，有提升利潤率的潛在能力。
- 總體我們對於 2026 年還是充滿信心，預計明年行業博彩收入能增長 5.0%到 2610 億元（相等於恢復到 2019 同期的 89%），受益於新項目、多樣化的體驗式/非博彩產品（比如演唱會，體育賽事，藝術展覽）、財富效應及旅客人數的增加。其中，預計貴賓、中場和角子機業務分別恢復到 2019 同期的約 50%，125%及 104%。根據報導，澳門政府預計明年行業博彩收入為 2360 億元。
- 經營者提供的非博彩產品都是很受歡迎，多樣化而且能提供很好的旅客體驗。有些在澳門舉辦的演唱會和體育賽事的票價甚至比其他地方高，但門票也很快售罄。我們相信這些多樣化和獨特的體驗式非博彩產品將能繼續吸引旅客和高品質的客戶，並能繼續說明行業健康發展。
- EBITDA 方面，我們相信行業推廣費用的競爭應能穩定下來，所以 EBITDA 應能穩步地增長；預計能恢復到 2019 同期的 90%+。
- 行業目前 2025 年/2026 年的 EV/EBITDA 平均估值為 8.57 倍/8.01 倍，相當吸引。

2026 年澳門博彩行業選擇：

- 能提供高品質服務和產品的經營者
- 擁有大型表演場地並能提供吸引非博彩產品的經營者
- 能提升市場佔有率的經營者
- 估值吸引的經營者

覆蓋的上市公司及評價：

- 買入：銀河（27）：嘉佩樂的推出和受歡迎的非博彩產品說明了集團吸引到高品質的客戶和市場份額的提升；未來路氹第三、四期項目、及潛在的橫琴和海外項目的推出將能推動集團良好的增長；長遠市場份額提升空

間較大；財務狀況穩健和強大

- 買入：金沙(1928)：倫敦人第二期的投入及新的推廣活動政策的執行將能繼續提升集團的收入和利潤；集團作為澳門最大規模綜合娛樂度假村的經營者，在中場和非博彩領域擁有領先地位
- 持有：澳博（880）：衛星娛樂場的停止營運可能會短期對集團的總體市場佔有率受壓；但相信賭枱轉成自營後，其單桌的利潤水準應能提升。長遠來看，葡京娛樂場博彩區的拓展，橫琴項目的推出和凱旋門的收購將能提升澳博的盈利能力和競爭優勢

我們未覆蓋的上市公司及評價

- 樂觀：美高梅（2282）：縱使同業有新項目的推出，但集團的市場份額還能維持良好的水準；證明其產品和服務是非常優秀；新的酒店套房和別墅能幫集團維持競爭優勢；長期，預計市場份額在中雙位數，EBITDA 率在20%高段
- 中性：新濠（200, MLC0）：高端中場的領導者；26 年第三季度將推出 Countdown Tower, 未來會以減少債務和恢復派息為目標
- 中性：永利（1128）：產品和服務定位高端；永利皇宮的主席會將於 26 年春節前推出，永利澳門的客房也在進行翻新去提升競爭優勢

圖表 1：博彩娛樂公司估值表

公司名称 (中文)	代码	股价	市值 (百万)	PE ratio			PB Ratio			EV/EBITDA			DPS			YTD 股价表现 (%)
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
零售消费 (香港上市)																
银河娱乐集团有限公司	27 HK Equity	38.36	167,988	16.0	14.7	13.6	2.1	1.9	1.8	10.77	9.98	9.10	3.70%	4.06%	4.22%	16.2
澳门博彩控股有限公司	880 HK Equity	2.46	17,470	189.2	23.2	14.1	1.2	1.2	1.1	10.51	8.62	7.78	0.00%	0.49%	1.75%	(8.6)
永利澳门有限公司	1128 HK Equity	6.16	32,389	14.0	10.4	9.0	-2.5	-2.8	-3.2	7.36	6.83	6.56	5.49%	6.25%	6.70%	14.3
金沙中国有限公司	1928 HK Equity	20.10	162,677	19.8	15.7	13.7	12.4	9.3	7.1	12.08	10.75	9.94	0.41%	0.57%	0.71%	(2.2)
美高梅中国控股有限公司	2282 HK Equity	15.88	60,358	11.7	10.5	9.9	17.4	9.3	6.2	8.42	8.12	7.87	4.32%	4.87%	5.33%	59.8
新濠国际发展有限公司	200 HK Equity	4.55	10,351	15.4	13.8	10.2	14.4	6.4	3.8	7.21	7.10	6.81	0.11%	0.22%	0.29%	36.4
简单平均				44.4	14.7	11.7	7.5	4.2	2.8	9.39	8.57	8.01	2.34%	2.74%	3.17%	19.32

資料來源：彭博（資料是按 2025 年 12 月 15 日的收市價來顯示）

公司估值與評級表

股票	代码	现价	目标价	评级	24PE	25PE	26PE	24息率	25息率	24-26EPS	每股净资产	市值
		(港元)	(港元)		(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	CAGR (%)	(港元)	(亿港元)
零售消费												
李宁	2331	18.56	24.72	买入	14.3	16.4	14.8	3.29	3.47	不适用	10.90	489
安踏	2020	81.9	113.28	买入	13.3	15.4	13.7	2.95	3.25	不适用	21.99	2223
特步	1368	5.35	7.36	买入	9.9	9.1	8.4	5.05	5.52	8.8	3.87	141
波司登	3998	4.52	5.47	买入	12.7	11.3	10.2	5.97	6.86	11.8	1.30	493
申洲国际	2313	62	79.8	买入	13.5	13.1	11.5	4.08	4.48	8.2	24.68	932
华润啤酒	291	26.6	35	买入	16.4	13.3	12.7	3.92	3.17	13.5	9.33	863
青岛啤酒	168	49.66	76.5	买入	14.0	12.6	11.7	4.47	4.92	9.6	21.00	325
百果园	2411	1.78	0.98	持有	不适用	不适用	26.1	0.41	0.26	不适用	2.23	28
名创优品	9896	37.4	54.86	买入	16.0	19.0	13.5	0.38	0.32	9.1	8.41	470
泡泡玛特	9992	193.1	400	买入	74.3	17.5	11.8	0.00	0.00	151.3	6.78	2593
蜜雪集团	2097	406.8	576.4	买入	29.7	24.2	20.2	0.00	0.00	21.3	55.26	1546
布鲁可	325	67.6	123.6	买入	不适用	21.5	15.7	0.00	0.00	不适用	11.46	168
好孩子国际	1086	1.15	1.85	买入	5.5	10.5	7.7	6.09	3.48	不适用	3.60	19
教育												
卓越教育	3978	3.97	6.73	买入	15.6	9.2	7.2	3.58	6.47	47.4	0.67	34
博彩												
银河娱乐集团	27	38.64	50.06	买入	19.3	16.8	14.9	2.59	3.62	14.0	17.36	1691
澳门博彩控股	880	2.42	3.03	持有	不适用	242.0	18.6	0.00	0.00	不适用	1.96	172
金沙中国	1928	19.98	25.11	买入	12.8	20.7	15.9	1.25	1.44	不适用	0.990	1617
软件及互联网、硬件及半导体												
联易融科技	9959	2.33	4	买入	不适用	不适用	不适用	不适用	4.29	不适用	3.80	50
腾讯	700	623	790	买入	23.7	19.8	17.2	0.80	0.89	17.5	140.50	56973
网龙	777	10.71	20.24	买入	16.4	10.7	9.1	6.82	3.27	34.0	11.65	57
博雅互动	434	3.58	7.43	买入	2.8	2.5	2.4	0.00	0.00	8.7	3.88	28
金山软件	3888	29.18	44	买入	23.7	17.5	15.6	0.65	0.82	23.0	18.27	390
中软国际	354	5.17	6.4	买入	24.5	13.8	12.6	0.39	0.39	39.7	4.51	141
快手	1024	66.25	82.4	买入	18.7	14.2	12.7	0.00	0.00	21.1	18.80	2862
美团-W	3690	104.6	153	买入	16.2	-49.6	36.2	0.00	0.00	不适用	33.00	6391
微盟集团	2013	1.91	3.02	买入	不适用	不适用	不适用	0.00	0.00	不适用	0.73	76
百度-SW	9888	143.8	107	买入	17.2	16.5	14.9	0.00	0.00	7.2	92.00	4018
比亚迪电子	285	35.28	50.1	买入	16.8	16.7	13.9	1.79	1.79	9.8	12.74	795
小米集团	1810	40.28	50.2	买入	39.0	21.3	20.6	0.00	0.00	37.6	11.20	10490
瑞声科技	2018	40.36	53.1	买入	24.6	18.6	15.2	0.25	0.74	27.1	21.74	474
丘钛科技	1478	8.65	18.4	买入	33.0	13.0	10.2	4.63	3.09	79.8	4.92	103
舜宇光学	2382	67.95	109	买入	24.7	18.4	15.4	0.31	1.04	26.4	23.17	744
中芯国际	981	75.1	90	买入	161.1	107.4	56.9	0.91	1.15	68.3	20.08	5990
长飞光纤	6869	52.4	9.14	买入	27.8	25.1	22.3	1.08	1.19	11.7	15.34	184
中国电信	728	5.47	7.5	买入	14.0	13.0	12.2	5.12	5.67	7.4	5.60	5005
中国联通	762	8.06	13	买入	10.9	10.3	9.7	5.46	6.33	5.9	13.00	2466
中国移动	941	83.45	116	买入	12.1	11.5	10.9	6.11	6.47	5.1	72.00	18036
华虹半导体	1347	81.3	105	买入	2710.0	1626.0	625.4	0.00	0.00	108.2	20.90	1080
上海复旦	1385	47.24	45	持有	67.5	73.8	38.1	0.23	0.19	33.1	7.74	388
云工场科技	2512	3.46	6.9	买入	不适用	31.2	31.2	0.00	0.00	不适用	0.90	18
浪潮数字企业	596	7	13.9	买入	18.5	14.7	11.3	1.14	1.43	28.3	2.49	81
汇通达网络	9878	10.21	23.38	买入	18.4	15.3	11.5	0.00	0.00	26.5	15.47	57
伟仕佳杰	856	8.09	14.8	买入	10.6	9.7	8.3	2.72	2.97	13.6	6.52	116
地产及物业												
华润置地	1109	27.72	39.2	买入	7.0	6.8	6.8	5.61	5.77	1.1	35.40	1977
中国海外发展	688	12.49	19.35	买入	7.9	7.5	7.0	4.80	4.80	5.8	34.85	1367
华润万象生活	1209	43.06	48.5	买入	24.4	21.6	18.6	3.97	2.78	14.7	6.37	983
贝壳	2423	41.96	60	买入	31.2	33.8	22.6	2.05	1.86	17.5	21.55	1498
绿城中国	3900	8.38	11.8	买入	12.0	9.7	6.4	3.97	4.90	36.9	14.35	212
金融												
港交所	388	415.8	550	买入	40.4	32.0	28.9	2.24	2.79	18.2	10.60	5272
中国财险	2328	16.53	23.3	买入	10.0	6.4	6.1	3.63	3.63	28.0	14.46	1141
中国银河	6881	10.43	12.66	买入	11.6	7.5	6.4	1.92	3.93	34.3	12.86	385
中国平安	2318	66.8	92.7	买入	8.6	8.4	7.6	4.32	4.32	不适用	59.45	12164
广发证券	1776	17.97	25.68	买入	12.5	8.5	7.4	3.09	3.83	30.1	20.29	306
公用事业												
华润电力	836	17.63	22.5	买入	5.3	5.7	5.2	6.75	6.30	1.5	17.10	848
中国电力	2380	3.28	4.73	买入	10.9	9.5	19.7	5.41	6.43	不适用	4.51	407
商品原材料												
中国心连心	1866	9.16	5.24	买入	6.8	6.1	5.1	3.51	4.36	16.1	6.28	112
东岳集团	189	10.86	18.9	买入	21.3	8.5	6.3	0.92	2.30	84.2	7.25	188
紫金矿业	2899	36.94	43.29	买入	27.5	16.6	12.7	1.14	1.92	47.4	3.54	2119
中国神华	1088	39.66	47.7	买入	11.4	12.1	12.1	5.57	5.60	不适用	19.98	1339
兖矿能源	1171	9.75	10	买入	6.3	7.6	6.7	8.41	6.97	不适用	6.20	975
天齐锂业	9696	52.35	54.72	买入	5.2	5.6	4.7	4.64	3.75	5.8	34.21	86
中国海洋石油	883	21.86	25.98	买入	6.8	7.1	7.0	6.19	6.40	不适用	14.43	10398
中国石油股份	857	8.52	9.78	买入	8.5	8.7	8.4	5.73	6.12	不适用	8.15	15593
招金矿业	1818	31.9	43.72	买入	66.8	32.3	23.0	0.14	0.24	70.5	6.60	1085
中国黄金国际	2099	161.8	185.63	买入	1011.3	157.1	120.7	0.05	0.32	189.4	33.85	641
中国宏桥	1378	34.02	29	买入	13.0	11.9	12.7	4.73	4.79	1.1	10.53	3224
佳鑫国际资源	3858	48.76	82.4	买入	不适用	50.8	11.8	0.00	0.00	不适用	(0.07)	222

股票	代码	现价 (港元)	目标价 (港元)	评级	24PE (倍)	25PE (倍)	26PE (倍)	24息率 (%)	25息率 (%)	24-26EPS CAGR (%)	每股净资产 (港元)	市值 (亿港元)
工业制造和基建												
比亚迪	1211	98.75	134.7	买入	6.4	21.7	17.4	4.52	1.34	不适用	26.21	9003
吉利汽车	175	18.2	29.5	买入	9.9	10.4	9.0	1.95	3.84	5.3	9.75	1838
理想汽车	2015	68.05	87.85	买入	15.2	111.5	44.1	0.00	0.00	不适用	25.37	1177
零跑汽车	9863	49.56	79	买入	不适用	89.3	12.3	0.00	0.00	不适用	7.53	663
时代电气	3898	38.2	55	买入	13.1	11.5	10.3	2.70	3.05	13.1	3.20	1189
雅迪控股	1585	11.54	20.8	买入	24.7	10.4	8.8	3.90	4.51	67.2	2.45	354
天工国际	826	3.18	4.38	买入	22.0	17.9	13.0	1.40	1.05	不适用	2.93	87
TCL电子	1070	10.47	13	买入	15.9	11.6	10.2	3.06	4.30	24.9	6.58	262
协鑫科技	3800	1.11	1.5	买入	不适用	不适用	100.0	0.00	0.00	不适用	1.83	301
思摩尔国际	6969	12.09	23.1	买入	51.9	51.9	36.3	0.83	0.66	19.5	3.98	748
速腾聚创	2498	37.3	41.25	买入	不适用	不适用	197.7	0.00	0.00	不适用	6.32	168
长和	1	54	62.8	买入	12.0	24.5	10.2	4.07	2.04	8.5	140.85	2068
宁德时代	3750	514.5	623	买入	40.2	30.7	24.5	0.00	0.00	28.1	64.70	23456
医药												
中国生物制药	1177	6.36	9.7	买入	30.0	18.7	23.3	1.10	1.76	13.4	1.98	1198
国药控股	1099	19.73	21.3	买入	6.1	8.6	8.9	4.89	3.83	不适用	28.19	616
石药集团	1093	8.48	10.03	买入	20.7	21.2	24.6	2.51	3.09	不适用	3.20	977
康哲药业	867	13.11	20.4	买入	17.9	17.2	13.8	4.70	2.32	14.0	6.19	321
药明生物	2269	32.54	29.5	买入	35.8	30.9	26.7	0.00	0.00	15.8	10.90	1389
康方生物	9926	113.3	144.9	买入	不适用	不适用	-309.3	0.00	0.00	不适用	4.74	953
荣昌生物	9995	73.65	38.52	买入	不适用	不适用	不适用	0.00	0.00	不适用	7.89	401
固生堂	2273	29	49.62	买入	20.7	15.1	12.2	1.79	1.90	30.6	10.50	70
康希诺生物-B	6185	34.96	34	买入	不适用	不适用	38.9	0.00	0.00	不适用	28.90	86
京东健康	6618	56.35	45	买入	33.8	36.3	31.7	0.00	0.00	3.3	18.65	1803
联邦制药	3933	11.73	17.8	买入	7.2	9.0	16.3	5.30	3.31	不适用	7.92	213
康臣药业	1681	15.55	25.2	买入	12.9	11.4	10.2	2.89	4.31	不适用	5.55	133
美丽田园	2373	26.36	43.7	买入	24.0	17.9	14.7	1.40	2.54	27.9	4.10	62
美股												
好市多 (美元)	COST	854.5	620	持有	420.2	402.5	370.4	0.45	0.49	6.5	53.17	3785
瑞幸咖啡 (美元)	LKNCY	35.41	44.7	买入	27.7	20.3	16.6	0.00	0.00	29.2	4.79	98
露露乐檬 (美元)	LULU	210.81	240.6	买入	14.4	16.2	16.7	0.00	0.00	(7.0)	27.88	247
亚玛芬体育 (美元)	AS	37.5	43.8	买入	267.9	38.7	29.5	0.00	0.00	201.2	9.94	208
菲利普莫里斯国际 (美元)	PM	160.3	185	持有	26.7	21.7	20.0	3.37	3.37	10.1	不适用	2493
新东方 (美元)	EDU	57.83	74.5	买入	304.4	251.4	192.8	0.00	0.00	25.7	24.00	98
好未来 (美元)	TAL	11.49	16.3	买入	不适用	不适用	33.8	0.00	0.00	不适用	6.20	75
高途 (美元)	GOTU	2.44	4.2	买入	不适用	不适用	不适用	0.00	0.00	不适用	2.54	6
苹果 (美元)	AAPL	271.01	330	买入	44.4	36.1	32.3	0.37	0.37	17.3	3.95	40044
京东 (美元)	JD	29.53	44.33	买入	2.2	1.9	1.7	0.00	0.00	12.7	66.11	922
网易 (美元)	NTES	147.56	165	买入	20.2	17.8	16.8	1.63	1.29	9.8	29.37	934
哔哩哔哩 (美元)	BILI	26.37	32	买入	不适用	不适用	4.9	0.00	0.00	不适用	5.32	107
亚马逊 (美元)	AMZN	226.5	303.5	买入	41.0	31.5	28.5	0.00	0.00	19.9	24.65	24213
奈飞 (美元)	NFLX	90.99	1319	买入	4.5	3.5	2.8	0.00	0.00	25.7	53.15	3860
英伟达 (美元)	NVDA	188.85	240	买入	158.3	64.2	40.7	0.01	0.02	97.2	2.69	45900
台积电 (美元)	TSM	319.61	360	买入	45.7	34.0	27.8	0.16	0.18	28.2	4.87	16578
超威半导体 (美元)	AMD	223.47	300	买入	67.7	48.6	31.9	0.00	0.00	45.6	35.12	3638
博通 (美元)	AVGO	347.62	420	买入	267.4	70.9	40.0	0.60	0.69	158.7	14.80	16415
Meta (美元)	META	650.41	800	买入	27.2	28.3	21.5	0.31	0.34	12.6	65.19	16397
阿里巴巴 (美元)	BABA	155.74	199	买入	39.9	23.2	53.7	0.13	0.19	(13.8)	52.83	3716
拼多多 (美元)	PDD	115.75	148.9	买入	1.4	1.5	1.2	0.00	0.86	10.6	12.61	1644
微软 (美元)	MSFT	472.94	600	买入	40.1	34.8	30.1	0.63	0.70	15.3	26.18	35149
冬海集团 (美元)	SE	131.49	64.46	买入	不适用	424.2	23.0	0.00	0.00	不适用	13.36	736
Alphabet (美元)	GOOGL	315.15	350	买入	26.7	23.2	20.1	0.00	0.00	15.3	21.15	38029
特斯拉 (美元)	TSLA	438.07	520	买入	181.0	210.6	157.0	0.00	0.00	7.4	15.2	13887
波音 (美元)	BA	227.77	240	买入	不适用	-25.4	65.6	0.00	0.00	不适用	不适用	1783
传奇生物 (美元)	LEGN	21.51	40.31	买入	不适用	不适用	215.1	0.00	0.00	不适用	6.40	39
直觉外科 (美元)	ISRG	561.98	581.17	买入	87.5	89.1	71.0	0.00	0.00	11.1	33.70	2006
礼来 (美元)	LLY	1080.36	807.2	买入	91.9	49.9	39.8	0.50	0.54	52.0	11.30	10274
Coin base (美元)	COIN	236.53	370	买入	25.0	28.6	36.4	0.00	0.00	不适用	59.62	639
Robinhood (美元)	HOOD	115.21	150	买入	73.9	58.2	50.1	0.00	0.00	21.4	9.53	1036
携程集团 (美元)	TCOM	74.49	65	持有	2.9	2.7	2.3	0.00	0.40	10.6	27.66	485
亚朵集团 (美元)	ATAT	39.87	48.4	买入	4.4	3.5	2.6	8.03	11.54	28.6	0.90	55
IMS & HERS HEALTH (美元)	HIMS	33.41	56.8	买入	57.6	66.8	77.7	0.00	0.00	不适用	2.15	74
应用光电 (美元)	AAOI	39.6	42.2	买入	不适用	不适用	14.1	0.00	0.00	不适用	6.87	25
富途控股 (美元)	FUTU	178.46	220	买入	4.6	2.2	2.0	0.00	0.00	50.0	25.89	248
Camco (美元)	CCJ	98.56	101	买入	147.1	58.0	35.5	0.16	0.20	103.7	11.44	429
Centrus Energy (美元)	LEU	272.5	231	持有	61.0	54.5	78.8	0.00	0.00	不适用	19.70	49
OKLO (美元)	OKLO	77.8	92.5	持有	17.4	15.6	22.5	0.00	0.00	不适用	4.72	115
Circle (美元)	CRCL	83.47	125	买入	252.9	不适用	89.8	0.00	0.00	67.9	10.37	193
滴滴出行 (美元)	DIDIY	5.56	6.89	买入	5.5	不适用	1.4	0.00	0.00	99.8	83.12	66
A股												
贵州茅台 (人民币)	600519	1377.18	1900	买入	20.1	18.2	16.7	3.74	4.12	9.6	189.23	17297
陕西煤业 (人民币)	601225	21.32	26.5	买入	8.9	8.0	7.6	6.75	7.46	8.2	11.40	2067
隆基股份 (人民币)	601012	18.2	18.92	买入	3.9	3.4	40.1	5.66	0.00	不适用	7.76	1379
伊利股份 (人民币)	600887	28.6	35	买入	21.5	16.3	14.7	4.20	4.20	20.8	8.83	1821
寒武纪 (人民币)	688256	1355.55	1683.00	买入	不适用	338.9	111.1	0.00	0.00	不适用	13.96	5653

披露事項與免責聲明

披露事項

--	--	--

免責聲明

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、僱員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2026 第一上海證券有限公司版權所有。保留一切權利



第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

網址：[Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)