

主要指數

	前收市價	單日%	單週%	單月%	年初至今%
道瓊斯工業平均指數(DJIA)	52218.6	(0.0)	(0.8)	1.0	8.6
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7499.0	(0.1)	(1.0)	0.4	9.5
富時 100 指數(FTSE 100)	10717.0	1.2	1.9	2.7	7.9
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9004.9	0.3	(0.3)	(0.3)	(0.2)
滬深 300 指數(CSI 300)	4717.2	(0.5)	(1.5)	(6.8)	1.9
富時海峽時報指數(FSSTI)	5595.4	1.2	0.6	7.5	20.4
恒生中國企業指數(HSCEI)	8251.1	(1.3)	0.8	4.2	(7.4)
恒生指數(HSI)	24892.7	(1.0)	0.9	4.7	(2.9)
雅加達綜合指數(JCI)	6334.5	(0.1)	4.8	3.6	(26.7)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1711.4	(0.5)	(0.1)	0.6	1.9
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6797.7	0.7	(6.7)	(25.4)	61.3
日經 225 指數(Nikkei 225)	66115.6	(0.2)	(3.8)	(8.6)	31.3
泰國證券交易所指數(SET)	1639.3	(0.8)	0.6	4.1	30.1
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	44825.8	1.3	(1.8)	(6.1)	54.8
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2715.0	1.7	(7.3)	1.2	44.6
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4497.0	0.0	(0.0)	(1.7)	14.3
布蘭特原油(美元/桶)	94.1	3.4	10.7	20.8	54.6

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	結束
混合式業績發佈會與 Plover Bay Technologies Ltd (1523 HK)之團體午餐	香港	7月31日	7月31日
與 i-Tail Corporation Public Company Limited (ITC TB)舉行虛擬會議	泰國	8月5日	8月5日

企業及宏觀行事曆

經濟指標/事件	國家/地區	日期
六月綜合消費物價指數	香港	7月21日
六月工業利潤	中國	7月27日
六月貿易差額、出口、進口	香港	7月27日
7月 PMI (綜合、製造業、非製造業)	中國	7月31日
第二季 A 本地生產總值 (經季節性調整按季, 按年)	香港	7月31日
六月貨幣供應(M1, M2, M3)	香港	7月31日

請點擊頁碼以移至相關頁面

重點要聞

首次覆蓋 | 紫金黃金國際有限公司 (2259 HK/買入/港幣 118.20 元/目標價: 港幣 144.33 元)

第 3 頁

紫金黃金是紫金礦業旗下專注於海外黃金業務的平台, 受惠於有利的中期黃金前景、母集團協同效應, 以及在複雜新興市場資產方面經證實的執行能力。現有資產及擬議的 Allied Gold 收購可支持其 2030 年 100 噸生產目標逾 80%, 而盈利預計在 2025-28 年期間將以 40% 的三年複合年增長率增長。首次給予「買入」評級, 目標價為港幣 144.33 元, 相當於 2027 年預測市盈率 11.5 倍, 較同業平均 8.8 倍溢價 30%。

公司更新 | 領展房地產投資信託基金 (823 HK/買入/港幣 39.66 元/目標價: 港幣 44.30 元)

第 6 頁

領展房地產投資信託基金正出售其於 Market Street 100 號的 50% 股權, 產生約澳幣 222 百萬元的淨收益, 對資產負債表指標的影響極微。管理層重申將動用 Thomson Plaza 所得款項進行單位回購, 以支持 2027 財政年度的穩定每單位分派; 此項交易的所得款項分配或會於一至兩個月內決定。維持「買入」評級; 目標價維持不變, 為港幣 44.30 元。該交易提升了領展用於回購及資產再投資的靈活性, 我們認為這是正面的。

公司更新 | 雙環傳動 (002472 CH/買入/人民幣 36.95 元/目標價: 人民幣 52 元)

第 9 頁

雙環將於 2026 年 8 月底前公佈其 2026 年上半年(2026 年第 2 季)業績。我們預期 2026 年第 2 季收入為人民幣 2,331 百萬元(按年增長 7.7%), 毛利率為 27.8% (按年增長 0.5 個百分點), 經營利潤為人民幣 399 百萬元(按年增長 6.7%)。其申報純利預計將達人民幣 312 百萬元(按年增長 3.8%), 略低於市場預計的約人民幣 320 百萬元, 原因為外匯虧損約人民幣 10 百萬元。撇除該項, 我們調整後的盈利預測應大致符合市場預期。維持「買入」評級, 目標價維持不變為人民幣 52 元。

中小型股焦點 | 五谷磨房 (1837 HK/未評級/港幣 1.71 元)

第 12 頁

五谷磨房是一個廣受認可的中國膳食營養品牌。其在後疫情時代一直進行全渠道重組, 線下專櫃的銷售轉換率有所提高, 線下貨架的銷售額快速增長, 線上渠道的經營利潤率亦不斷改善。在 2026 年上半年穩健業績的支持下, 該公司有望於 2026 年實現 15% 的收益增長及 20% 的純利增長, 並計劃在穩健的資產負債表及現金流產生能力的支持下, 提高股息派付 (2025 年為 51%)。

免責聲明: 在交易員專區中, 技術分析純粹根據圖表模式、價格變動及趨勢進行, 因此獨立於我們分析師的基本面研究觀點。因此, 我們可能會不時作出與我們的基本「買入/持有/賣出」評級相反的技術建議。

技術分析

香港交易所 | 388 HK

第 15 頁

支持位：港幣 388.20 元/港幣 380.80 元

阻力位：港幣 431 元/港幣 449.60 元

巨子生物 | 2367 HK

第 15 頁

支持位：港幣 27.84 元/港幣 26.38 元

阻力位：港幣 31.82 元/港幣 36.24 元

紫金黃金國際有限公司 (2259 HK)

成本優勢遇上盈利拐點

重點

- 由紫金礦業支持的專營全球黃金平台，業務遍及九個國家，其 2030 年 100 噸的年度生產目標中，超過 80% 由現有及已收購資產支持。
- 首次覆蓋給予「買入」評級，主要基於三大核心支柱：支持性中期黃金前景、與母公司集團的協同效應，以及在扭轉複雜新興市場礦場方面的卓越執行往績。目標價為港幣 144.33 元，與 11.5 倍 2027 年預測市盈率掛鉤。

分析

- 具支持性的黃金前景以及與母公司的協同效應。按我們對 2026 年黃金價格每盎司美金 4,500 元的假設，紫金黃金國際有限公司（「紫金黃金」）是紫金礦業集團（「紫金礦業」）專屬的上市海外黃金平台，為投資者提供更直接接觸其全球黃金資產的機會，同時保留母公司在技術、融資及銷售方面的支援。母公司支持模式亦可獲得成本較低的融資渠道。
- 已證實的新興市場執行力支撐著可見的增長。紫金黃金專有的「礦山生命週期五階段一體化」模式，支持一些西方同行所迴避的複雜新興市場礦山營運。擬議的 Allied Gold Corp 收購案可支持紫金黃金 2030 年 100 噸年度生產目標的 80% 以上。
- 首次覆蓋給予「買入」評級，目標價為港幣 144.33 元，相當於 2027 年預測市盈率 11.5 倍，此乃根據同業 2027 年預測平均市盈率 8.8 倍溢價 30% 計算，反映該公司在處理低品位及難選礦石方面具備差異化的成本優勢，以及其生產增長前景較同業更為強勁。

請按此處查閱日期為 2026 年 7 月 22 日的完整報告。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	2,990	5,383	9,168	11,187	11,656
息稅折舊攤銷前利潤	1,382	3,228	6,510	7,795	8,036
經營利潤	969	2,557	5,662	6,859	6,996
純利 (報告/實際)	481	1,602	3,587	4,323	4,414
純利 (經調整)	481	1,602	3,587	4,323	4,414
每股收益 (美元分)	-	59.8	134.0	161.5	164.9
市盈率 (倍)	不適用	25.2	11.2	9.3	9.1
市賬率 (倍)	不適用	4.8	3.7	2.9	2.4
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	25.9	11.1	5.5	4.6	4.4
股息收益率 (%)	不適用	0.8	2.7	3.2	3.3
純利率 (%)	16.1	29.7	39.1	38.6	37.9
債務/(現金)淨額與權益 (%)	16.2	(36.2)	(50.8)	(60.7)	(67.7)
利息保障倍數 (倍)	32.0	87.2	192.0	275.7	439.8
股本回報率 (%)	22.2	29.9	37.2	34.9	28.6
市場預期純利 (百萬美元)	-	-	3,099.7	3,700.3	4,079.5
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	1.16	1.17	1.08

來源：紫金黃金、彭博、大華繼顯

買入	
股價	港幣 118.20 元
目標價	港幣 144.33 元
上升空間	22.1%

分析師
王可來
claire.wang@uobkh.com
+852 2236 6761

股票數據

行業	物料
股份代號	2259 HK
已發行股份 (百萬)	2,676.3
市值 (港元百萬)	316,343.3
市值 (百萬美元)	40,351.5
三個月平均每日成交額 (百萬美元)	129.4

價格表現 (%)

52 週高位/低位		港幣 268 元/港幣 84.20 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
7.8	(32.5)	(30.5)	不適用	(19.0)

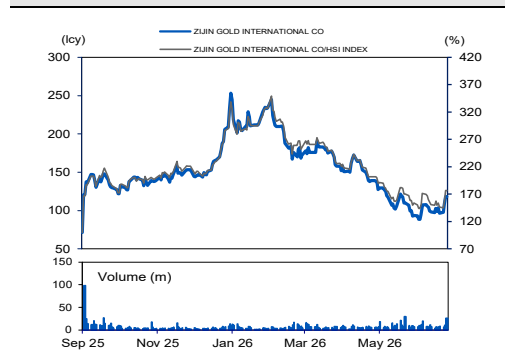
主要股東

	%
金山香港國際礦業有限公司	64.60
紫金西北	20.40
施羅德投資管理	1.38

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	4.07
2026 財年每股淨債項 (人民幣)	2.07

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

紫金黃金國際有限公司從事黃金勘探、開採、加工及其他業務。本公司生產金條、金合金、金精礦及其他產品。其產品於香港全境銷售。

估值

- 首次覆蓋，評級為「買入」，目標價為港幣 144.33 元。我們對紫金黃金國際有限公司（紫金黃金）的估值為 2027 年預測市盈率的 11.5 倍，較香港上市同業平均 8.8 倍溢價 30%。我們相信此溢價乃受惠於該公司在處理低品位及難選礦石方面的差異化能力、更強勁的產量增長前景，以及預計於 2025 年至 2028 年期間純利複合年增長率達 40%。按目前股價港幣 118.20 元計算，該股票的 2026 年預測/2027 年預測/2028 年預測市盈率分別為 11.2 倍/9.3 倍/9.1 倍，而我們的目標價提供 22.1% 的上升空間。

同業比較

公司	股票代號	價格@ 7月22日 (當地貨幣)	市值 (百萬美元)	-----市盈率-----		
				2026年預測 (倍)	2027年預測 (倍)	2028年預測 (倍)
山東黃金	1787 HK	19.86	134,398	8.7	7.5	6.2
招金礦業	1818 HK	21.02	74,461	12.2	8.9	6.6
紫金礦業	2899 HK	33.42	967,970	9.5	8.3	7.2
CMOC	3993 HK	17.36	464,601	9.6	9.1	8.3

來源：彭博、大華繼顯

風險因素

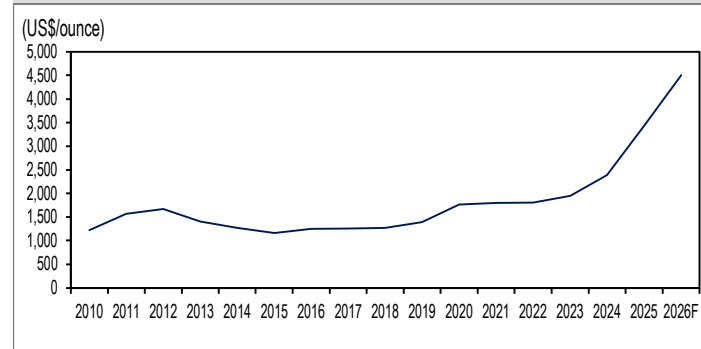
- 承受黃金價格波動及持續成本通脹的影響。紫金黃金大部分未對沖的生產狀況，在金價上漲時最大化上升空間參與度，但也使盈利面臨因實際收益率上升、美元走強或地緣政治緊張局勢緩解而導致的持續調整風險。AISC（總維持成本）從 2024 年的美金 1,458 元/盎司增至 2025 年的美金 1,501 元/盎司，並於 2026 年第 1 季增至美金 1,638 元/盎司。倘若黃金價格走弱，來自勞工、能源、消耗品及與黃金掛鈎的特許權使用費的持續壓力可能會收窄利潤率。
- 併購執行及新興市場司法管轄區風險。該公司實現其於 2030 年前達到每年 100 噸生產目標的進程，部分取決於所收購資產的及時整合及產能提升。延誤、成本超支或未識別的環境及社區負債可能會減少收購回報。由於投資組合曝露於新興市場，這些風險因而加劇，在新興市場，監管干預、資源民族主義、安全事件及政治不穩均可能擾亂營運。

毛利對宏觀經濟變化的敏感度

假設性黃金價格波動	-30%	-20%	-15%	-10%	-5%	5%	10%	15%	20%	30%
毛利變動(百萬美元)	(2,751)	(1,834)	(1,375)	(917)	(458)	458	917	1,375	1,834	2,751
毛利率百分比變動	-46%	-30%	-23%	-15%	-8%	8%	15%	23%	30%	46%
期內溢利變動(百萬美元)	(1,870)	(1,247)	(935)	(623)	(312)	312	623	935	1,247	1,870
純利百分比變動	-47%	-31%	-23%	-16%	-8%	8%	16%	23%	31%	47%

來源：大華繼顯

全球年度平均黃金現貨價格



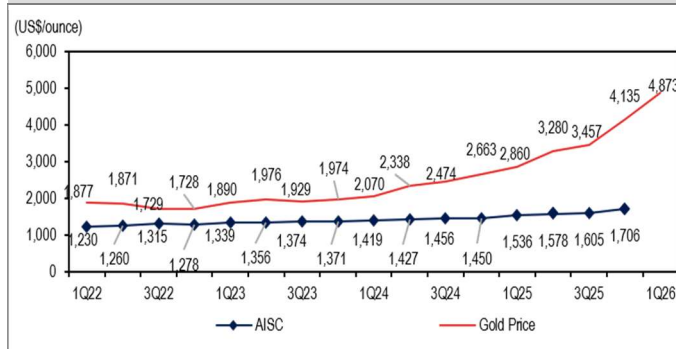
來源：紫金黃金、弗若斯特沙利文、大華繼顯

預期市盈率區間



來源：彭博、大華繼顯

全球平均值 AISC 及黃金現貨價格



來源：紫金黃金、世界黃金協會、弗若斯特沙利文、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	5,383.5	9,168.4	11,187.3	11,655.7
息稅折舊攤銷前利潤	3,227.9	6,509.9	7,795.0	8,035.8
折舊及攤銷	671.0	847.9	935.5	1,039.5
息稅前利潤	2,556.9	5,662.0	6,859.5	6,996.3
總其他非經營收入	164.0	164.0	164.0	164.0
聯營公司貢獻	70.3	70.3	70.3	70.3
淨利息收入／(支出)	(37.0)	(33.9)	(28.3)	(18.3)
除稅前溢利	2,754.1	5,862.4	7,065.4	7,212.2
稅項	(881.6)	(1,876.7)	(2,261.8)	(2,308.4)
少數股東權益	(270.9)	(398.6)	(480.4)	(490.3)
純利	1,601.6	3,587.2	4,323.3	4,413.5
純利(經調整)	1,601.6	3,587.2	4,323.3	4,413.5

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	2,402.5	4,478.8	5,402.4	5,826.0
年度溢利	2,754.1	5,862.4	7,065.4	7,212.2
稅項	(881.6)	(1,876.7)	(2,261.8)	(2,308.4)
折舊及攤銷	671.0	847.9	935.5	1,039.5
聯營公司	(70.3)	(70.3)	(70.3)	(70.3)
營運資金變動	(425.2)	(354.9)	(336.8)	(116.3)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	354.4	70.3	70.3	69.3
投資	(4,840.1)	(907.1)	(1,191.4)	(1,448.0)
資本支出(增長)	(595.2)	(600.0)	(600.0)	(600.0)
投資	178.1	178.1	178.1	178.1
其他	(4,425.4)	(485.2)	(769.5)	(1,026.0)
融資	5,819.3	(1,132.1)	(1,399.3)	(1,488.6)
支付股息	(316.2)	(1,076.1)	(1,297.0)	(1,323.8)
借款所得款項	185.7	(58.2)	(104.7)	(167.5)
償還貸款	(396.0)	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	6,345.8	2.2	2.4	2.6
現金流入(流出)淨額	3,381.6	2,439.5	2,811.8	2,889.4
年初現金及現金等價物	234.6	3,616.8	6,056.4	8,868.1
受外匯影響之變動	0.6	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	3,616.8	6,056.4	8,868.1	11,757.6

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	3,737.1	3,730.1	3,665.7	3,543.6
其他長期資產	3,714.1	3,780.2	4,100.6	4,631.1
現金/短期投資	3,616.8	6,056.4	8,868.1	11,757.6
其他流動資產	1,499.5	1,950.8	2,404.7	2,580.8
資產總額	12,567.5	15,517.6	19,039.0	22,513.1
短期債務	158.1	142.3	113.8	68.3
其他流動負債	1,093.3	1,192.0	1,311.5	1,374.0
長期債務	423.4	381.1	304.9	182.9
其他長期負債	1,997.5	1,997.5	1,997.5	1,997.5
股東權益	8,374.5	10,885.5	13,911.8	17,000.5
少數股東權益	520.7	919.2	1,399.6	1,889.9
負債及權益總額	12,567.5	15,517.6	19,039.0	22,513.1

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	60.0	71.0	69.7	68.9
稅前利潤率	51.2	63.9	63.2	61.9
純利率	29.7	39.1	38.6	37.9
資產回報率	17.8	25.5	25.0	21.2
股本回報率	29.9	37.2	34.9	28.6
增長				
營業額	80.1	70.3	22.0	4.2
息稅折舊攤銷前利潤	133.6	101.7	19.7	3.1
除稅前溢利	193.9	112.9	20.5	2.1
純利	232.7	124.0	20.5	2.1
純利(經調整)	232.7	124.0	20.5	2.1
每股收益	不適用	124.0	20.5	2.1
槓桿比率				
債務佔總資本比率	6.1	4.2	2.7	1.3
債務權益比率	6.9	4.8	3.0	1.5
債務／(現金)淨額與權益	(36.2)	(50.8)	(60.7)	(67.7)
利息保障倍數(倍)	87.2	192.0	275.7	439.8

領展房地產投資信託基金 (823HK)

出售 50%於 Market Street 100 號的權益提升回購及再投資的靈活性

重點

- 領展房地產投資信託基金宣佈出售其於 Market Street 100 號的 50%股權，預期將產生澳幣 222 百萬元淨收益，對資產負債表指標影響輕微。
- 領展房地產投資信託基金將繼續以出售 Thomson Plaza 所得款項進行基金單位回購，並預計在 1 至 2 個月內決定如何分配是次最新交易回收的資金。重申承諾於 2027 財政年度維持穩定的每單位分派。
- 維持「買入」評級，目標價不變為港幣 44.30 元。該交易提升了領展房地產投資信託基金在單位回購及資產再投資方面的靈活性，我們認為這是正面的。

分析

- 按估值出售 Market Street 100 號 50%股權，意味著 6.5%的退出收益率。該交易詳情概述如下。管理層於 7 月 22 日舉行了分析師簡報會。

交易概覽

資產	位於悉尼中央商業區 Market Street 100 號的 10 層甲級寫字樓分層物業的 50%權益；可租用總面積約 28,339 平方米；於 2019 年 12 月由領展房地產投資信託基金收購
買方	Aware Super，一家領先的澳洲行業退休金基金
交易後架構	- 五五合資企業； - 領展保留 50%經濟權益及領展 AU 經理繼續管理； - 資產重新分類為領展房地產投資信託基金的「少數股權物業」
估值(100%)	澳幣 451,750,000 元(港幣 2,478,887,775 元)截至 2026 年 5 月 31 日
代價(50%)	澳幣 225,875,000 元=估值的 50%
所得款項淨額	約澳幣 222.73 百萬元(扣除約澳幣 3.15 百萬元開支後)
收益/虧損	- 按估值出售，因此大致上對資產淨值沒有影響。 - 該價格較澳幣 683 百萬元折讓 33%。領展於 2019 年 12 月向 Blackstone 支付該大廈款項。
資金用途	單位回購及再投資於核心亞太區零售投資組合/一般資本管理

來源：領展房地產投資信託基金、香港交易所

- 對資產負債表指標的影響輕微。處置後，投資組合價值將會降低 0.92%。由於退出估值與物業的最新估值一致，預計出售後淨負債比率將維持不變。

主要財務資料

截至 3 月 31 日止年度(百萬港元)	2025	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	14,223	13,938	13,613	13,589	13,670
息稅折舊攤銷前利潤	9,790	9,491	9,366	9,350	9,406
經營利潤	9,704	9,401	9,284	9,268	9,323
純利(報告/實際)	(8,863)	(7,397)	7,017	6,705	6,785
純利(經調整)	7,025	6,577	6,502	6,505	6,585
每股收益(港元)	272.0	253.1	249.2	247.8	249.2
市盈率(倍)	14.6	15.7	15.9	16.0	15.9
市賬率(倍)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤(倍)	15.7	16.2	16.4	16.5	16.4
股息收益率(%)	6.9	6.4	6.3	6.2	6.3
純利率(%)	(62.3)	(53.1)	51.5	49.3	49.6
債務/(現金)淨額與權益(%)	30.3	35.1	34.3	34.4	34.4
利息保障倍數(倍)	5.2	5.0	5.1	5.1	5.1
股本回報率(%)	(5.2)	(4.7)	4.7	4.4	4.5
市場預期純利(百萬港元)	-	-	6,486.5	6,558.3	6,744.9
大華繼續/市場預期(倍)	-	-	1.00	0.99	0.98

來源：領展房地產投資信託基金。彭博、大華繼續

買入(維持)

股價	港幣 39.66 元
目標價	港幣 44.30 元
上升空間	11.7%

分析師

劉潔琦

jieqi.liu@uobkh.com

+852 28261392

沈宸昊

damonshen@uobkh.com

+86 21 54047225 分機 820

股票數據

行業	房地產
股份代號：	823 HK
已發行股數(百萬)：	2,582.4
市值(百萬港元)：	102,417.8
市值(百萬美元)：	13,063.2
3 個月平均成交額(百萬美元)：	56.2

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 45.05 元/港幣 34.12 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
11.6	1.6	11.9	(8.5)	14.2

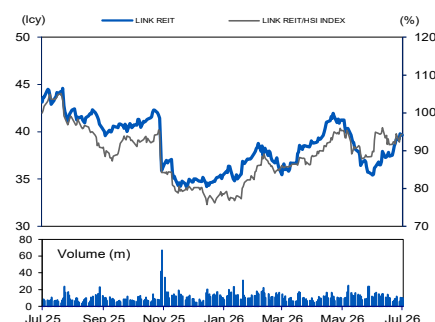
主要股東

	%
貝萊德公司	7.69

資產負債表指標

2027 財政年度每股資產淨值(港元)	57.86
2027 財政年度每股淨負債(港元)	19.86

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

領展房地產投資信託基金是香港首個房地產投資信託基金，目前按市值計算為亞洲最大。其投資組合遍及香港、北京、上海、深圳、廣州、悉尼及倫敦，主要由零售及辦公室物業組成。

- **單位回購將會減輕對損益的影響。** Market Street 100 號的年度化現行淨收入約相等於領展房地產投資信託基金 2026 財政年度物業淨收入的 1.7%。考慮到出售 50% 股權，我們預期對可分派收入的負面影響將少於 1%。預期此對每單位分派的影響將透過單位回購而部分或完全抵銷，具體取決於領展房地產投資信託基金的所得款項淨額分配計劃。
- **預期單位將持續回購，而最新出售所得款項的分配計劃或會於 1 至 2 個月內更新。** 就 Thomson Plaza 出售事項而言，所得款項淨額將悉數用於單位回購。迄今為止，約港幣 150 百萬元（或約 10% 的所得款項淨額）已用於回購 414 萬個單位，約佔單位總數的 0.16%。就最近一次出售 Market Street 100 號的物業而言，預計管理層在比較回購及再投資的回報後，將於一至兩個月內進一步釐清所得款項的分配情況。最後，管理層重申其承諾，將於 2027 財政年度穩定每單位分派。我們預期單位回購將會持續進行。

盈利預測調整/風險

- 我們維持盈利預測不變。

估值/建議

- **維持「買入」評級，目標價不變為港幣 44.30 元。** 我們的目標價乃源自 DDM 估值模型。此項交易進一步為領展房地產投資信託基金提供彈性及流動性，以回購基金單位，從而支持每基金單位分派的穩定性，並再投資於香港核心零售資產。總體而言，我們認為影響是正面的。

股價催化劑

- 香港非必要性消費復甦優於預期。
- 香港銀行同業拆息低於預期。

損益表

截至 3 月 31 日止年度 (百萬港元)	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	13,938.0	13,612.5	13,589.1	13,670.2
息稅折舊攤銷前利潤	9,491.0	9,366.0	9,350.0	9,405.7
折舊及攤銷	90.0	82.3	82.2	82.7
息稅前利潤	9,401.0	9,283.7	9,267.8	9,323.1
總其他非經營收入	(14,535.0)	315.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	187.0	100.0	100.0	150.0
淨利息收入／（支出）	(1,897.0)	(1,832.8)	(1,847.4)	(1,860.4)
除稅前溢利	(6,844.0)	7,866.0	7,520.4	7,612.7
稅項	(947.0)	(1,049.2)	(1,015.3)	(1,027.7)
少數股東權益	394.0	200.0	200.0	200.0
純利	(7,397.0)	7,016.7	6,705.1	6,785.0
純利(經調整)	6,577.0	6,501.7	6,505.1	6,585.0

現金流量

截至 3 月 31 日止年度 (百萬港元)	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
營運	8,461.0	8,333.6	8,428.7	8,548.8
年度溢利	(6,844.0)	7,866.0	7,520.4	7,612.7
稅項	(947.0)	(1,049.2)	(1,015.3)	(1,027.7)
折舊及攤銷	90.0	82.3	82.2	82.7
聯營公司	(187.0)	(100.0)	(100.0)	(150.0)
營運資金變動	(148.0)	(83.2)	(6.0)	20.7
非現金項目	14,535.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	1,962.0	1,617.8	1,947.4	2,010.4
投資	(1,740.0)	606.4	(943.2)	(956.5)
資本支出(增長)	(39.0)	(66.0)	(65.9)	(66.3)
投資	209,556.0	209,336.0	210,336.0	211,336.0
其他	(211,257.0)	(210,198.6)	(211,213.2)	(212,226.2)
融資	(6,460.0)	(8,121.5)	(7,845.0)	(7,886.6)
支付股息	(6,220.0)	(5,910.8)	(5,874.8)	(5,916.4)
借款所得款項	26,792.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	(25,049.0)	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(1,983.0)	(2,210.7)	(1,970.2)	(1,970.2)
現金流入（流出）淨額	261.0	818.5	(359.4)	(294.3)
年初現金及現金等價物	3,343.0	3,664.0	4,482.5	4,123.0
受外匯影響之變動	60.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	3,664.0	4,482.5	4,123.0	3,828.7

資產負債表

截至 3 月 31 日止年度 (百萬港元)	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
固定資產	1,261.0	1,151.3	1,135.1	1,118.8
其他長期資產	212,044.0	213,361.0	214,461.0	215,611.0
現金/短期投資	3,664.0	4,482.5	4,123.0	3,828.7
其他流動資產	2,812.0	1,442.5	1,440.6	1,447.0
資產總額	219,781.0	220,437.3	221,159.8	222,005.5
短期債務	11,756.0	11,756.0	11,756.0	11,756.0
其他流動負債	5,168.0	5,059.2	5,051.4	5,078.5
長期債務	44,535.0	44,535.0	44,535.0	44,535.0
其他長期負債	8,425.0	8,425.0	8,425.0	8,425.0
股東權益	150,096.0	150,961.4	151,791.7	152,660.3
少數股東權益	(386.0)	(386.0)	(386.0)	(386.0)
負債及權益總額	219,781.0	220,537.7	221,360.2	222,255.9

關鍵指標

截至 3 月 31 日止年度 (%)	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	68.1	68.8	68.8	68.8
稅前利潤率	(49.1)	57.8	55.3	55.7
純利率	(53.1)	51.5	49.3	49.6
資產回報率	(3.3)	3.2	3.0	3.1
股本回報率	(4.7)	4.7	4.4	4.5
增長				
營業額	(2.0)	(2.3)	(0.2)	0.6
息稅折舊攤銷前利潤	(3.1)	(1.3)	(0.2)	0.6
除稅前溢利	不適用	不適用	(4.4)	1.2
純利	不適用	不適用	(4.4)	1.2
純利(經調整)	(6.4)	(1.1)	0.1	1.2
每股收益	(7.0)	(1.5)	(0.6)	0.6
槓桿比率				
債務佔總資本比率	27.3	27.2	27.1	27.0
債務權益比率	37.5	37.3	37.1	36.9
債務／（現金）淨額與權益	35.1	34.3	34.4	34.4
利息保障倍數（倍）	5.0	5.1	5.1	5.1

雙環傳動 (002472 CH)

2026 年第 2 季業績預覽：核心業務整體穩健，惟呈報盈利受外匯虧損影響

重點

- 我們預計 2026 年第 2 季收入為人民幣 2,331 百萬元(按年增長 7.7%，按季增長 11.3%)，毛利率為 27.8% (按年增長 0.5 個百分點，按季增長 0.3 個百分點)，經營利潤為人民幣 399 百萬元(按年增長 6.7%，按季增長 10.6%)。其呈報純利為人民幣 312 百萬元(按年增長 3.8%，按季增長 10.0%)，預計將低於市場預期的人民幣 320 百萬元，原因為約人民幣 10 百萬元的匯兌損失。
- 維持「買入」評級，目標價維持不變為人民幣 52 元，因我們將預估滾動至 2027 年，並將我們的倍數調整至 25.2 倍市盈率，仍與 1.3 倍遠期市盈率增長率掛鉤。

2026 年第 2 季業績預覽

截至 12 月 31 日止年度(人民幣百萬元)	2025 年第 2 季	2026 年第 1 季	26 年第 2 季預測	按年(%)	按季(%)
收益	2,164	2,095	2,331	7.7	11.3
毛利	591	577	648	9.7	12.3
經營利潤	374	360	399	6.7	10.6
呈報純利	301	284	312	3.8	10.0
利潤率(%)					
毛利率(%)	27.3	27.5	27.8	0.5	0.3
營業利潤率(%)	17.3	17.2	17.1	(0.2)	(0.1)
純利率(%)	13.9	13.6	13.4	(0.5)	(0.2)

來源：雙環傳動、大華繼顯

分析

- 主要經營數據大致符合預期；預計外匯將影響最終盈利。我們預期雙環傳動(雙環)將報告 2026 年第 2 季度收入為人民幣 2,331 百萬元(按年增長 7.7%，按季增長 11.3%)，毛利率為 27.8% (按年增長 0.5 個百分點，按季增長 0.3 個百分點)，以及經營利潤為人民幣 399 百萬元(按年增長 6.7%，按季增長 10.6%)。其所呈報的純利為人民幣 312 百萬元(按年增長 3.8%，按季增長 10.0%)，預計將低於市場估計的人民幣 320 百萬元，原因為約人民幣 10 百萬元的匯兌損失。剔除該項後，經調整純利應會大致符合。
- 新能源汽車齒輪在第 1 季度放緩後恢復增長，原因是高平均售價/高利潤率的同軸變速箱齒輪開始顯著回升。產能正以 100% 的利用率運作，此乃受現有客戶的強勁訂單以及新設計訂單所推動。另一方面，差速器次級組件業務正作出更具意義的貢獻，同時海外新電動車項目之生產亦正逐步提升。總體而言，我們現預期 2026 年第 2 季電動車齒輪收入將達到人民幣 10 億元(按年增長 18.0%，按季增長 23.8%)，並在 2026 年下半年進一步加速增長。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度(人民幣百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	8,781	9,112	10,094	11,470	12,830
息稅折舊攤銷前利潤	2,121	2,519	2,803	3,088	3,482
經營利潤	1,351	1,606	1,818	2,176	2,523
純利(報告/實際)	1,024	1,262	1,472	1,756	2,072
純利(經調整)	1,001	1,204	1,502	1,756	2,072
每股收益(人民幣)	1.20	1.42	1.77	2.07	2.44
市盈率(倍)	30.9	26.1	20.9	17.9	15.2
市賬率(倍)	3.5	3.1	2.9	2.5	2.2
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤(倍)	15.6	13.1	10.9	9.9	7.8
股息收益率(%)	0.6	1.2	0.6	0.7	0.8
純利率(%)	11.7	13.8	14.6	15.3	16.1
債務/(現金)淨額與權益(%)	12.5	9.0	(13.6)	(12.4)	(34.4)
利息保障倍數(倍)	55.8	53.6	92.4	39.2	70.2
股本回報率(%)	11.9	12.8	14.3	14.9	15.4
市場共識經調整純利	-	-	不適用	不適用	不適用
大華繼顯/市場預期(倍)	-	-	不適用	不適用	不適用

來源：雙環傳動、大華繼顯

買入(維持)

股價 人民幣 36.95 元
目標價 人民幣 52 元
上升空間 +40.7%

分析師

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2236 6706

李墨菲

murphy.li@uobkh.com
+603 2147 1874

股票數據

行業	汽車零件及設備
股份代號:	002472 CH
已發行股數(百萬):	849.9
市值(人民幣百萬元):	31,405
市值(百萬美元):	4,374
三個月平均每日成交量(百萬美元):	242

價格表現(%)

52 週高位/低位		人民幣 53.50 元/人民幣 32.88 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(12.3)	(5.0)	(20.4)	8.9	(22.1)

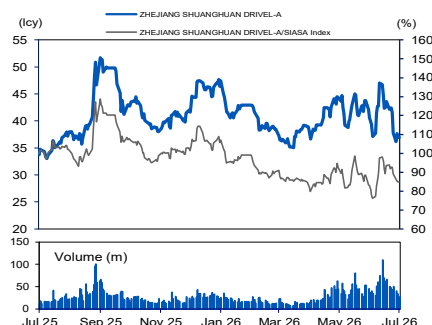
主要股東

	%
吳長虹	7.06
李紹光	4.23

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	28.03
2026 財年每股淨現金(人民幣)	5.84

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

雙環傳動(002472 CH)是中國領先的齒輪製造商，供應乘用車和商用車傳動齒輪、新能源汽車減速器齒輪、工程機械齒輪，並透過精微動態科技供應 RV 和諧波機器人減速器。

- **內燃機汽車齒輪業務仍疲弱但已趨於穩定。**我們預期內燃機汽車齒輪分部於 2026 年第 2 季度將維持疲弱，並估計收入將按年下跌 9.0% 至人民幣 414 百萬元，儘管我們注意到按年跌幅較 2026 年第 1 季度高雙位數的按年跌幅有所收窄。根據我們與管理層的溝通，按年跌幅在 26 年第三季至 26 年第四季可能相若，且我們不再預期自 2027 年起會出現復甦。相反，我們現在預期該業務未來每年可能錄得高單位數至低雙位數百分比的跌幅，因為該公司現在更可能逐步退出內燃機汽車齒輪業務，轉而專注於電動車齒輪/新舉措。
- **商用車齒輪業務今年將保持穩定。**商用車(CV)齒輪的終端需求在 2026 年上半年應保持穩固，但商用車齒輪市場的競爭日益激烈，從而對定價構成壓力。我們理解雙環對具備穩健盈利能力的訂單仍保持選擇性，因此我們相信該公司在整個 2026 年第 2 季度已失去市佔率。總體而言，我們預計該業務分部在 2026 年第 2 季度將維持平穩，儘管在 2026 年下半年，隨著其北美客戶開始將高齒輪含量的電動半掛卡車的產量提升至每月約 1,000 輛，我們可能會看到輕微增長。
- **建築機械保持強勁。**受人工智能數據中心相關電力基礎設施建設帶動的建築機械強勁需求所驅動，雙環主要建築機械齒輪客戶(如 Caterpillar、John Deere、CNH 及 Liebherr)的新訂單在整個季度保持強勁，我們現預期該分部於 2026 年第 2 季度將錄得按年增長 28.2%，達到人民幣 250 百萬元。
- **精微動態受惠於工業機械人產量強勁復甦。**精微動態科技(雙環的機械人齒輪業務部門)預計於 2026 年第 2 季度按年增長 30%，與 2026 年第 1 季度的趨勢相若。該公司目前目標是將其 RV 減速機的年產能從目前的逾 200,000 台擴大至年底前的逾 300,000 台，因產能依然緊張。人形齒輪產能目前尚無擴張計劃，惟管理層表示北美客戶的項目開發進度維持順暢。我們理解該公司並未更改精微動態全年收入目標逾人民幣 500 百萬元，我們認為該目標較為保守，鑒於中國工業機器人產量穩健復甦，該目標應可輕易超越。

盈利預測調整/風險

- **我們在收入不變的情況下下調盈利。**我們將 2026-28 年純利預測分別調整 -4.4%/+0.3%/+2.4%，至人民幣 1,472 百萬元/人民幣 1,756 百萬元/人民幣 2,072 百萬元。我們已計入：a)較低的乘用車齒輪及商用車齒輪銷售預估；b)乘用車齒輪業務的利潤率假設略為降低，惟部分被較佳的商用車齒輪利潤率預測所抵銷；及 c)於 2026 年第 2 季度錄得額外匯兌虧損。

估值/建議

- **維持「買入」評級，目標價維持不變為人民幣 52 元，**因我們將預測滾動至 2027 年，並將我們的倍數調整至 25.2 倍市盈率，仍與 1.3 倍遠期市盈率增長率掛鉤。

損益表

截至 12 月 31 日止年度(人民幣百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	9,112	10,094	11,470	12,830
息稅折舊攤銷前利潤	2,519	2,803	3,088	3,482
折舊及攤銷	(913)	(985)	(912)	(960)
息稅前利潤	1,606	1,818	2,176	2,523
總其他非經營收入	(55)	(31)	(1)	(1)
聯營公司貢獻	1	1	1	1
淨利息收入／（支出）	(47)	(30)	(79)	(50)
除稅前溢利	1,505	1,758	2,097	2,473
稅項	(180)	(211)	(252)	(297)
少數股東權益	(64)	(74)	(89)	(105)
純利	1,262	1,472	1,756	2,072
純利(經調整)	1,204	1,502	1,756	2,072

現金流量

截至 12 月 31 日止年度(人民幣百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	2,391	3,743	1,018	4,366
除稅前溢利	1,505	1,758	2,097	2,473
稅項	(277)	(211)	(252)	(297)
折舊及攤銷	913	985	912	960
聯營公司	1	1	1	1
營運資金變動	(41)	1,174	(1,818)	1,180
非現金項目	290	36	78	49
其他經營現金流量	-	-	-	-
投資	(2,293)	(800)	(700)	(700)
資本支出(增長)	(2,069)	(800)	(700)	(700)
投資	(2,130)	-	-	-
出售資產所得款項	21	-	-	-
其他	1,885	-	-	-
融資	1,092	(221)	(56)	(60)
支付股息	(421)	(421)	(256)	(260)
股份發行	202	-	-	-
借款所得款項	4,110	2,500	2,500	2,500
償還貸款	(2,620)	(2,300)	(2,300)	(2,300)
其他／已付利息	(178)	-	-	-
現金流入（流出）淨額	1,190	2,722	263	3,605
年初現金及現金等價物	1,189	2,367	5,089	5,351
受外匯影響之變動	(12)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,367	5,089	5,351	8,956

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度(人民幣百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	7,219	7,020	6,791	6,515
其他長期資產	3,103	3,132	3,148	3,165
現金/短期投資	2,367	5,089	5,351	8,956
其他流動資產	6,073	4,144	7,030	5,219
資產總額	18,763	19,384	22,320	23,854
短期債務	3,122	3,322	3,522	3,722
其他流動負債	4,231	3,624	4,693	4,061
長期債務	274	274	274	274
其他長期負債	626	626	626	626
股東權益	10,018	10,971	12,550	14,411
少數股東權益	492	567	655	760
負債及權益總額	18,763	19,384	22,320	23,854

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度(%)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	27.6	27.8	26.9	27.1
稅前利潤率	16.5	17.7	18.3	19.3
純利率	13.8	14.6	15.3	16.1
資產回報率	7.0	7.9	8.4	9.0
股本回報率	12.8	14.3	14.9	15.4
增長				
營業額	3.8	10.8	13.6	11.9
毛利	13.4	13.5	16.7	13.8
除稅前溢利	25.1	16.8	19.3	17.9
純利	23.2	16.7	19.3	17.9
純利(經調整)	20.3	24.7	16.9	17.9
每股收益（經調整）	18.5	24.7	16.9	17.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	2.8	2.8	2.4	2.2
債務權益比率	5.3	4.9	4.3	3.7
債務／（現金）淨額與權益	9.0	(13.6)	(12.4)	(34.4)
利息保障倍數（倍）	53.6	92.4	39.2	70.2

五谷磨房 (1837 HK)

一個廣受認可的中國膳食營養品牌

重點

- 我們參觀了五谷磨房位於深圳的總部。該公司為一家知名度高的中國膳食營養品牌。其於後疫情時代一直進行全渠道重組，並錄得線下專櫃的銷售轉換率有所改善、線下貨架的銷售額快速增長，以及線上渠道的經營利潤率有所提升。
- 其於 2026 年上半年錄得強勁增長勢頭，銷售額顯著增長 47。於人民幣 2,026 元期間按年增長 3-48.5%，並有望於 2026 年實現其收入增長 15%及純利增長 20%的目標。
- 其計劃未來提高派息(2024-25 年度為 43%/51%)，此舉乃受其穩健的資產負債表(約 70%淨現金對股本比率，且無債務)及強勁的現金流產生能力所支持。

分析

- 知名度高的中國膳食營養品牌。**在內部消費者洞察及研發團隊的支持下，五谷磨房開發出迎合特定客戶需求的功能性改良產品。其旨在成為中國內地中式膳食營養的領導者。其主要產品可分為：a)中式調理及功能改善（佔 2025 年收益約 32%），例如生髮及祛濕，其一年回購率為 30%；b)中式滋養早餐（佔 2025 年收益約 40%）；及 c)禮盒（佔 2025 年收益約 12%）。其增長勢頭於 2026 年上半年保持強勁，銷售額錄得 47%的顯著增長。於 2026 年農曆新年期間按年增長 3-48.5%，此乃受惠於其禮盒的顯著增長，該等禮盒迎合不同渠道的差異化客戶需求。該公司目標於 2026 年實現 15%的收益增長及 20%的純利增長。
- 從種子培育到加工，確保獲得高品質成分。**五谷磨房透過對其供應鏈的端到端控制，確保原材料的品質和標準化，包括：a)在江西對黑芝麻等戰略性成分進行合約種植；b)於 2022 年與政府機構合作，培育營養成分更高的專利種子；及 c)在其製造過程中進行創新，例如材料加工。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度(人民幣百萬元)	2021	2022	2023	2024	2025
淨營業額	1,610	1,719	1,845	2,060	2,526
息稅折舊攤銷前利潤	141	164	213	243	350
經營利潤	110	131	174	207	313
純利	87	116	152	188	266
純利(經調整)	87	116	152	188	266
每股收益(仙)	4.0	5.4	7.1	8.7	12.2
市盈率(倍)	40.0	29.6	22.5	18.4	13.1
市賬率(倍)	3.1	2.8	2.5	2.3	2.1
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤(倍)	13.5	11.7	9.0	7.9	5.5
股息收益率(%)	1.0	-	1.9	2.5	4.4
純利率(%)	5.4	6.8	8.3	9.1	10.5
淨債項對股本比率(%)	(56.1)	(62.2)	(67.2)	(73.1)	(70.3)
利息保障倍數(倍)	134.3	203.0	421.4	549.8	865.8
股本回報率(%)	7.7	9.9	11.6	12.4	15.7

來源：五谷磨房、彭博、大華繼顯

未評級

股價	港幣 1.71 元
目標價	不適用
上升空間	不適用

分析師

劉善淇

kate.luang@uobkh.com
+852 2826 4837

卓穎姿

gigi.cheuk@uobkh.com
+852 2236 6794

股票數據

行業	必需消費品
股份代號	1837 HK
已發行股份(百萬)	2,189
市值(港元百萬)	3,742
市值(百萬美元)	487
三個月平均每日成交額(百萬美元)	0.6

價格表現(%)

52 週高位/低位	港幣 1.83 元/港幣 0.76 元				
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今	
24.8	0.6	62.9	119.2	56.9	

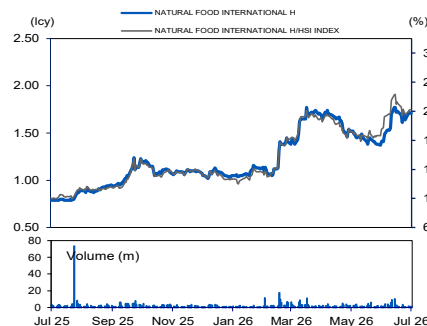
主要股東

	%
張澤君先生	42.8

資產負債表指標

2025 財年每股資產淨值(人民幣)	0.77
2025 財年每股淨債項(人民幣)	(0.55)

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

五谷磨房國際控股有限公司加工及銷售以穀物、豆類、堅果、乾果及其他天然成分製成的天然保健食品。

- 自 2019 冠狀病毒病疫情以來重組線下渠道。在 COVID-19 疫情爆發前，五谷磨房嚴重依賴超市專櫃(佔 2019 年收入的 76%)，並於 2019 年開始重組其專櫃，及於 2021 年擴展其線下貨架。過去幾年，該公司已將其專櫃從傳統超市轉向專注於體驗式消費的快速增長新型零售商(例如永輝改造店、胖東來等)，截至 2025 年底，在全國擁有約 1,900 個專櫃。新型零售商的專櫃錄得穩健的同店銷售增長，此乃受惠於體驗式零售日益普及及目標客群一致，而特許專櫃的銷售額於 2025 年按年增長 24%。另一方面，其一直與中國內地(主要為山姆會員商店)的領先零售商合作，以擴展其線下貨架。線下貨架收入於 2021 年至 2025 年期間以 114% 的複合年均增長率增長，並佔 2025 年收入的 21% (較 2019 年/2021 年的 0%/1.5% 上升)。
- 策略性線上渠道轉型自 2025 年下半年起，五谷磨房已減少價格驅動的流量，並轉向品牌價值內容創作，其中自播佔其內容直播的 80-90%。這使其能夠在其電子商務平台上推出平均售價較高的功能改進產品，而無需提供折扣或贈品。該公司於 2025 年線上銷售額按年增長 12%，佔其 2025 年銷售額的 41%，並且受惠於更佳的經濟效益及經改善的產品組合，該公司錄得持續的經營利潤率擴張。

銷售渠道組合(2019 年對比 2025 年)



來源：五谷磨房，大華繼顯

- 穩健的資產負債表及不斷增長的股東回報。截至 2025 年底，五谷磨房的淨現金約為人民幣 12.0 億元(淨現金對股本比率為 70%)，且無銀行借款，並於 2021-25 年間產生了穩健的自由現金流(現金流對淨收入比率為 0.9-1.4 倍)。儘管其計劃未來三年在南沙及湖北進行總計人民幣 300 百萬元的資本支出以擴大產能，並對可能支持其人口擴張的併購機會持開放態度，但憑藉其穩健的資產負債表及強勁的現金流產生能力，預期未來有潛力提高股息派發(2024-25 年為 43%/51%)。

估值/建議

- 根據彭博社的綜合預測，五谷磨房的 2026 年預測市盈率為 10.1 倍，2027 年預測市盈率為 8.4 倍。其往績股息收益率亦達 4.4%。

產品類別(2025)



來源：五谷磨房，大華繼顯

中式調理及功能改善(中式調理與功能改善)



來源：五谷磨房，大華繼顯

禮盒(健康食養禮)



來源：五谷磨房，大華繼顯

中式滋養早餐(中式食養早餐)



來源：五谷磨房，大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2022	2023	2024	2025
淨營業額	1,719	1,845	2,060	2,526
息稅折舊攤銷前利潤	164	213	243	350
折舊及攤銷	(32)	(39)	(36)	(36)
息稅前利潤	131	174	207	313
總其他非經營收入	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	6	11	12	12
除稅前溢利	137	186	220	326
稅項	(21)	(34)	(32)	(60)
少數股東權益	-	-	-	-
純利	116	152	188	266
純利(經調整)	116	152	188	266

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2022	2023	2024	2025
營運	168	185	271	236
除稅前溢利	137	186	220	326
稅項	(21)	(34)	(32)	(60)
折舊及攤銷	(32)	(39)	(36)	(36)
營運資金變動	129	194	149	141
其他經營現金流量	(45)	(122)	(30)	(135)
投資	(19)	(121)	(201)	49
資本支出(增長)	(23)	(30)	(25)	(34)
其他	4	(92)	(177)	83
融資	(14)	(5)	(75)	(108)
支付股息	-	-	(71)	(80)
股份發行	-	-	-	-
借款所得款項	-	-	-	-
償還貸款	(7)	(7)	(5)	(6)
其他／已付利息	(7)	1	1	(23)
現金流入（流出）淨額	135	59	(5)	176
年初現金及現金等價物	646	781	840	835
受外匯影響之變動	10	1	1	(6)
年末現金及現金等價物	781	840	835	1,011

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2022	2023	2024	2025
固定資產	351	335	334	329
其他長期資產	63	41	24	56
現金/短期投資	782	944	1,112	1,197
其他流動資產	323	362	368	496
資產總額	1,519	1,681	1,837	2,078
短期債務	-	-	-	-
其他流動負債	266	272	297	369
長期債務	5	2	7	2
其他長期負債	10	11	14	11
股東權益	1,238	1,396	1,520	1,695
少數股東權益	-	-	-	-
負債及權益總額	1,519	1,681	1,837	2,078

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2022	2023	2024	2025
盈利能力				
毛利率	63.9	64.0	65.8	65.0
稅前利潤率	8.0	10.1	10.7	12.9
純利率	6.8	8.3	9.1	10.5
資產回報率	8.0	9.5	10.2	12.8
股本回報率	9.9	11.6	12.4	15.7
增長				
營業額	6.8	7.3	11.7	22.6
息稅折舊攤銷前利潤	15.9	30.3	14.0	43.7
除稅前溢利	20.7	35.5	18.1	48.4
純利	34.6	30.8	23.3	41.4
純利(經調整)	34.6	30.8	23.3	41.4
每股收益	35.0	31.5	22.5	40.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.9	0.4	0.8	0.4
債務權益比率	0.9	0.4	0.8	0.4
債務／（現金）淨額與權益	(62.2)	(67.2)	(73.1)	(70.3)
利息覆蓋	203.0	421.4	549.8	865.8

香港交易所 (0388 HK)



上日收市價: 400.60 港元

支持位: 388.20 港元/ 380.80 港元

阻力位: 431.00 港元/ 449.60 港元

技術分析:

主导的上升趋势已迎来重大结构性里程碑，价格强势向上穿透并封盘于缺口阻力位之上，将先前的上方筹码供给成功转化为经确认的基线支撑。顺势动能得到了 MACD 指标的充分印证，该指标已翻红转正并保持向上斜率，映射出买盘意愿的持续释放。只要这一新确立的支撑边界不被下破，技术面运行轨迹将保持强烈的多头拓展取向。

預期平均時限: 約 2 週

巨子生物 (2367 HK)



上日收市價: 29.60 港元

支持位: 27.84 港元/ 26.38 港元

阻力位: 31.82 港元/ 36.24 港元

技術分析:

盘面架构通过成功守住极性转换的需求水平，完整保留了其结构性支撑地基，使价格运行轨迹完美对齐了对局部高水位的再次下击。震荡指标分析高度契合这一积极的图表几何形态，上升的 MACD 信号映射出动能正处于扩张阶段，且上方几乎不存在技术性阻碍。从统计概率视角来看，防守有力的技术地基与加速中的动能形成共振，显著增加了价格突破高点并开启延伸性拉升的胜率。

預期平均時限: 約 2 週

分析員

大中華研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

IMPORTANT NOTICE - DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

This report is provided subject to various disclosures and disclaimers (the "Disclosures / Disclaimers") which form an integral part of this report and are available at the following link:
<https://research-api.uobkayhian.com/assets/disclaimer/0e6d602f-adeb-45f8-9dea-5d5591daae87> or by scanning the QR code below:



The Disclosures / Disclaimers contain important information, including without limitation, (a) exclusions of liability, (b) confidentiality obligations, (c) restrictions on publication, circulation, reproduction, distribution and use of the report, (d) potential conflicts of interest, and (e) disclosures and requirements specific to recipients in the United States and other applicable jurisdictions.

Specifically, this report is intended for general circulation and informational purposes only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation, or particular needs of any individual person. It is not intended to constitute personal investment advice or a recommendation to buy or sell any investment product or security. You should independently evaluate the information and, where necessary, seek advice from a qualified financial adviser regarding the suitability of any investment, taking into account your specific objectives, financial situation and needs, before making any investment decision. Analyst certifications required under applicable regulations, including SEC Regulation AC (where relevant), are included in this report.

Recipients of this report must carefully read, review and understand the full Disclosures / Disclaimers before using or relying on any information in this report. By accessing, receiving or using this report, you acknowledge and confirm that you have read, understood, accepted and agreed to be bound by the Disclosures / Disclaimers (as may be amended or updated from time to time) in full."