

# 大浪淘沙：香港中小市值股票专题报告(三)

报告日期：2026-05-06

研究部

姓名：段静娴

SFC：BLO863

电话：0755-21519166

Email: [duanjx@gyzq.com.hk](mailto:duanjx@gyzq.com.hk)

## 写在前面

- 国元国际已于2025年10月16日发布我们首篇香港市场中小市值（市值小于300亿港币）股票的专题研究报告——《大浪淘沙：香港中小市值股票专题报告》。2026年1月，我们对报告有所更新，新增关注中国三江化工（2198.HK）、华领医药-B（2552.HK）、首钢资源（0639.HK）3只标的。
- 本篇报告我们先简单回顾之前报告中推荐标的的表现，其中，重点推荐的哈尔滨电气（1133.HK）、重庆机电（2722.HK）、庆铃汽车股份（1122.HK）、中国三江化工（2198.HK）等标的均取得显著跑赢大盘的超额收益。另外，结合我们的最新研究成果，将第三部分投资主题更新为：供给侧约束下的周期重估与盈利修复。同时，建议新增关注：布鲁可（0325.HK）、基石药业-B（2616.HK）、协合新能源（0182.HK）、中国东方教育（0667.HK）。
- 感谢您对国元国际长期以来的支持，我们深信将中小市值股票加入到您的投资组合中，定能帮助您在日益波动的市场中创造更多的阿尔法收益( $\alpha$ )！

一、推荐标的表现回顾

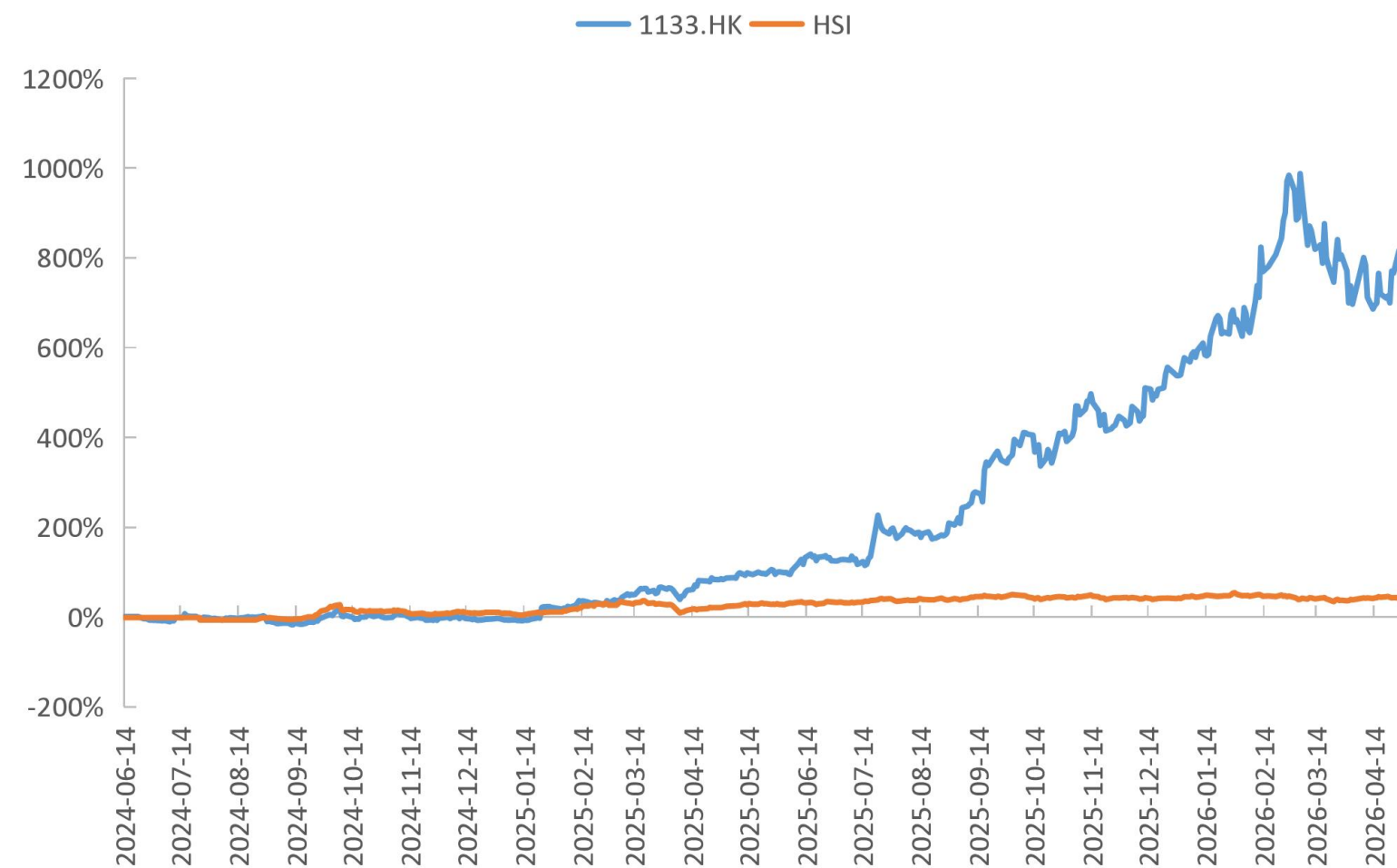
二、建议持续关注的标的

三、风险提示

# 多个推荐标的取得显著超额收益

- 以股价表现最为突出的哈尔滨电气（1133.HK）为例，我们对其关注多年，早在2024年6月发布公司深度报告，之后保持对公司的持续跟踪，定期组织调研和电话会议，持续看好公司的投资价值，从市场表现来看，哈尔滨电气作为国内能源装备龙头，订单和业绩预期持续兑现，近年来投资价值获市场深度认可，股价持续突破历史新高。
- 今年以来，港股大盘受权重股拖累、增量资金不足影响，缺乏系统性行情，多数个股跑输指数；而哈尔滨电气业绩确定性强，估值修复与业绩增长形成共振，推动股价走出持续行情，是市场中少有的具备强  $\alpha$  属性的标的。具体来看，公司股价自我们深度报告发布至今区间最高涨幅达988%，自2025年10月我们中小市值首篇专题报告发布以来，区间最高涨幅达125%。

哈尔滨电气（1133.HK）持续取得显著超额收益

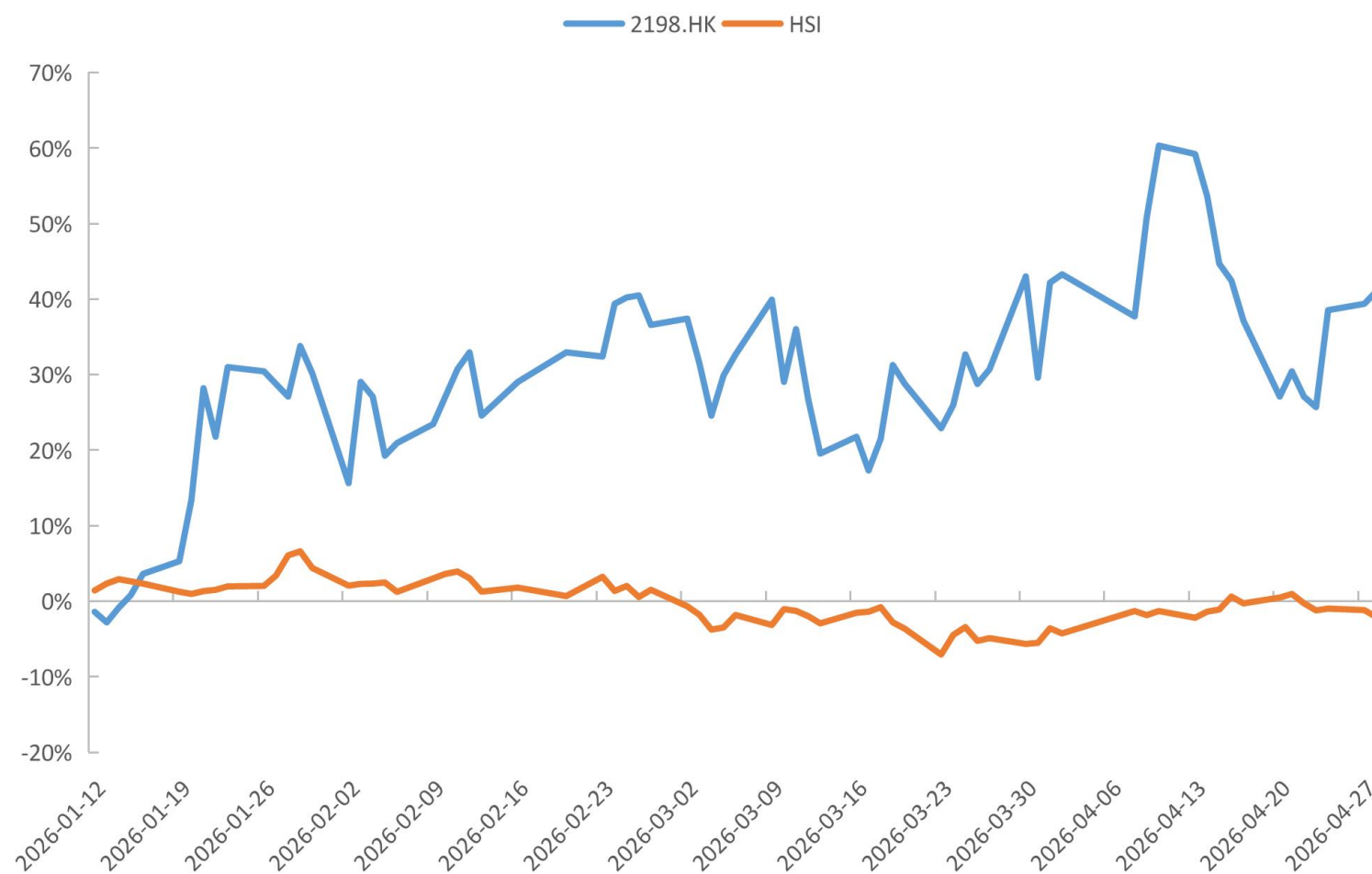


数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理 注：以2024年6月13日为基点

# 多个推荐标的取得显著超额收益

- 在上篇报告中，我们基于化工行业周期反转将至，供需格局持续改善，2026-2027年行业景气有望迎来温和回暖的判断，新增推荐细分龙头**中国三江化工（2198.HK）**，看好公司将充分受益行业红利，盈利修复与利润弹性空间领先同业。
- 从市场表现来看，三江化工作为环氧乙烷、乙二醇等化工品的龙头生产商，受益于化工品价格修复、下游需求回暖的行业红利，业绩预期持续兑现，支撑股价持续走强。自今年1月我们上篇报告发布以来，**公司股价区间最高涨幅达60%**。

中国三江化工（2198.HK）股价区间最高涨幅达60%

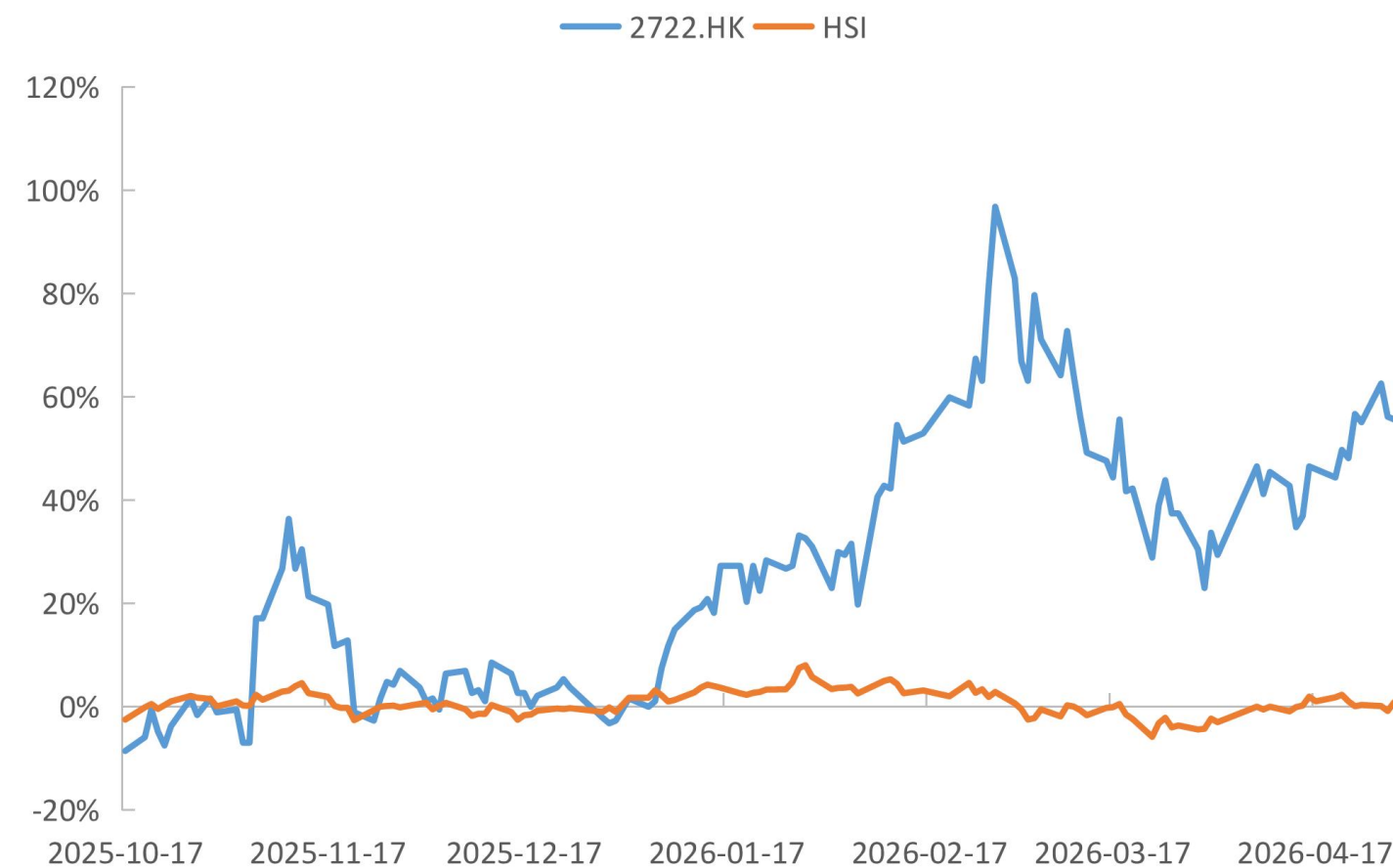


数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理 注：以2026年1月9日为基点

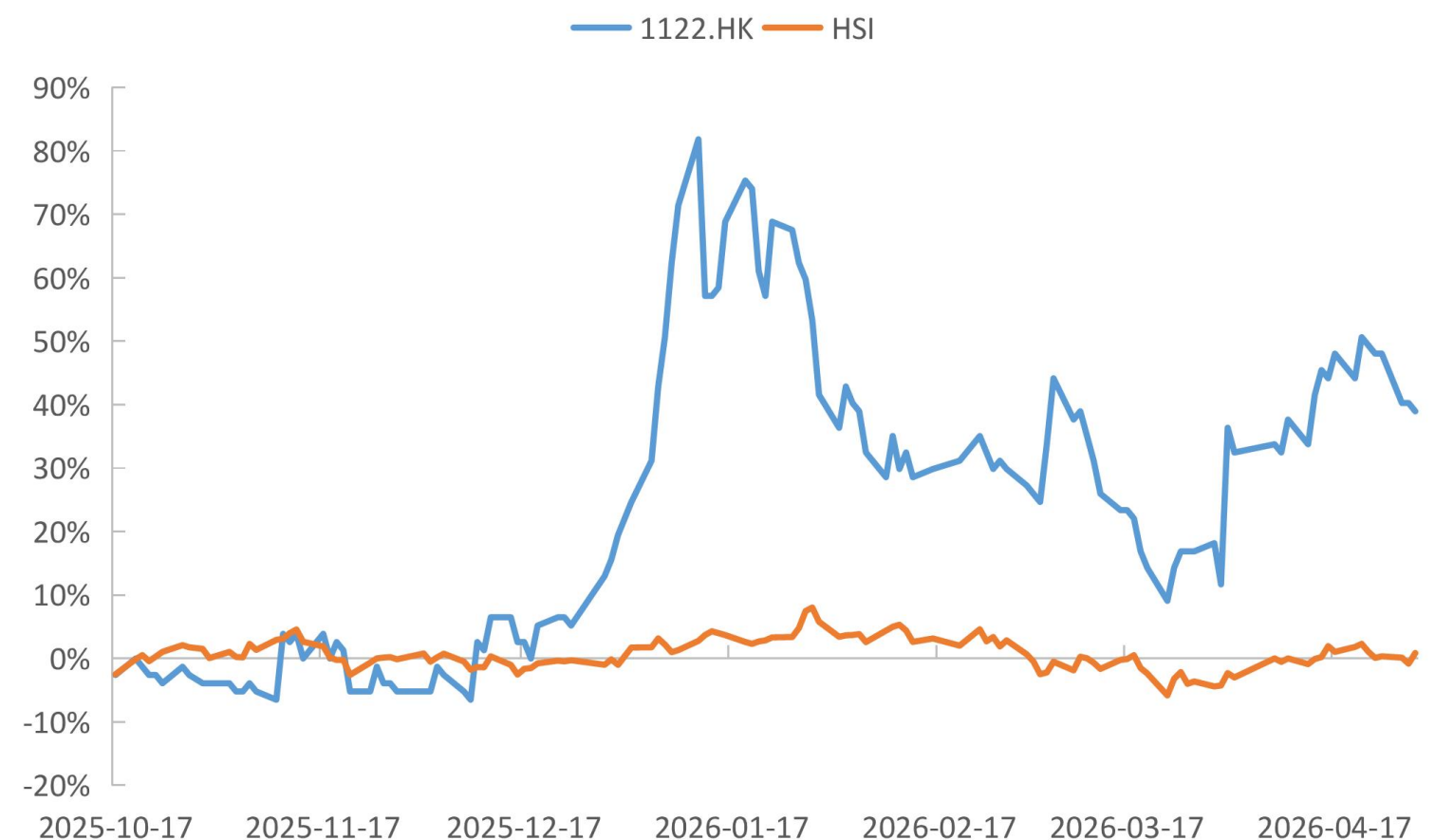
# 多个推荐标的取得显著超额收益

- **重庆机电 (2722.HK)** 受益于能源装备、电力设备行业景气上行，叠加国企改革深化推动经营改善，业绩稳步修复，推动市场关注度持续提升，自2025年10月我们中小市值首篇专题报告发布以来，公司股价区间最高涨幅达**97%**。
- **庆铃汽车股份 (1122.HK)** 受益于新能源转型持续突破，氢能重卡、超充重卡逐步落地，叠加重庆国资改革推进及政策支持，公司减亏扭亏预期明确，推动股价攀升，市场关注度与认可度显著提升，自2025年10月我们中小市值首篇专题报告发布以来，公司股价区间最高涨幅达**82%**。

重庆机电 (2722.HK) 股价区间最高涨幅达97%



庆铃汽车股份 (1122.HK) 股价区间最高涨幅达82%



一、推荐标的表现回顾

二、建议持续关注的标的

三、风险提示

## 中长期建议重点关注以下三大投资主题

➤ 当前，香港市场历经多年深度调整，在美联储降息周期开启、南向资金持续流入的宽松货币环境，叠加硬科技上市松绑、国资市值管理考核落地等政策催化下，正处于估值修复和结构性行情阶段。中小市值股票具备更高的市场弹性和增长潜力，未来我们建议重点关注以下三大投资主题：

◆**主题一：国企效率提升，为港股中小市值国企创造新的发展机遇。**随着国企改革的深入推进，各类国企通过并购重组、剥离低效资产、优化股权结构等方式，提升了整体运营效率和盈利能力，港股中此类国企相关的中小市值标的，资金关注度提升和估值开始修复。

◆**主题二：科技创新类企业具备较高的成长性、技术壁垒和市场需求潜力。**这类公司通常具备较强的创新能力和技术前瞻性，能够通过技术突破或商业模式创新实现业绩的快速增长。此外，科技行业受宏观经济周期的影响相对较小，具备长期配置价值。

◆**主题三：供给侧约束下的周期重估与盈利修复。**供给侧约束（如政策纠偏、产能出清）推动行业供需格局改善，价格企稳与成本优化，带动龙头企业毛利率回升与净利润修复，形成“周期筑底→盈利拐点”的传导路径。

# 主题1：国企效率提升推动估值修复

- **国企效率提升推动估值修复，港股中小市值国企受益：**港股市场中，许多国企长期处于低估值状态，尤其是中小市值国企。其原因在于市场对国企的盈利能力和治理效率存在一定的质疑。然而，随着国企改革的持续推进，部分企业通过优化管理、提升运营效率、剥离低效资产等方式，实现了盈利能力的改善。这种改善往往带来估值的修复预期，从而吸引资金流入。
- **中小市值国企的市值管理空间更大：**相较于大型国企，中小市值国企在市值管理方面更具灵活性。近年来，国企的市值管理逐渐成为政策重点，2024年11月，监管部门发布了《上市公司监管指引第10号——市值管理》正式稿，明确了市值管理的制度框架，包括破净公司的范围、信息披露要求、监管措施等。这一政策的出台，使得市值管理不再只是口号，而是纳入了央国企负责人的考核体系。
- **国企财务更具安全性：**国企受到政府相关部门、审计机关等机构的严格监管，其财务信息需定期披露，接受社会公众和媒体的监督，信息透明度相对较高。这种严格的监管环境减少了财务造假的可能性。同时，伴随国企效率提升，其内部治理结构也在不断完善，董事会、监事会等治理机构能够发挥一定的监督作用，对企业的财务活动进行严格审查，进一步保障财务的安全性。
- **政策支持带来长期发展潜力：**国企效率提升的背后，是国家对国企改革的持续推动。政策层面的支持，如资源优化、资产重组、推动优质资产上市等，为中小盘国企提供了长期发展的动力；部分港股国企具备较强的业务壁垒和核心竞争力，未来有望在效率提升的背景下，享受更高的估值溢价。
- **关注标的：**重庆机电（2722.HK）、庆铃汽车股份（1122.HK）、哈尔滨电气（1133.HK）、京能清洁能源（0579 HK）。

# 重庆机电（2722.HK）（已覆盖）

## AIDC驱动大马力发动机高景气，水电和特高压业务盈利快速增长



- **重庆国资委控股，受益于重庆“33618”规划的中西部综合装备制造业龙头：**重庆机电集团持有重庆机电（简称“公司”）54.74%股份，实控人为重庆国资委。重庆市规划打造智能网联新能源汽车、新一代电子信息制造业、先进材料三大万亿级产业集群，推动智能装备及智能制造、食品及农产品加工、软件信息服务三类产业集群各自发展至五千亿级产值。公司聚焦清洁能源装备、高端智能装备、工业服务三大主业，将长期受益。同时，依托国家“一带一路”、“成渝地区双城经济圈”建设、西部陆海新通道建设以及西部大开发等大战略相关配套政策，有望使公司将长期享有相关产业政策和税收红利。
- **AIDC等新增需求带动大马力柴油发动机持续高景气，重庆康明斯是龙头：**IDC预测中国智能算力规模在2028年达到2,781.9EFLOPS，2023-2028年期间年复合增长率预计达到46.2%。柴油发电机组是数据中心的后备电源解决方案，在数据中心领域发挥不可替代的作用，未来需求有望保持高景气度。从全球范围来看，柴油发动机的龙头企业仍以国际企业为主，包括康明斯、卡特和MTU等，拥有技术和品牌优势。重庆机电拥有重庆康明斯50%股权，后者是美国康明斯在华唯一的大马力发动机生产基地，制造QSK60、QSK50、K50等大马力发动机，目前市场需求饱满，预计在未来几年产量将从1.6万台/年提升至2.3万台/年，且大马力产品占比持续提升。重庆康明斯2026年Q60发动机出货量有望翻倍。投资收益有望在2025年约6.35亿的基础上进一步提升。
- **雅鲁藏布江电站和疆电入渝等项目推动公司水电和特高压业务盈利快速增长：**公司持有37.8%股份的重庆日立能源变压器有限公司在特高压变压器领域具有国际领先优势，2025年，受欧洲电网更换潮、新兴市场国家加大电力基础设施建设、AI算力带动的分布式电网建设加大等因素驱动，重庆日立能源实现较好的增长，营收同比增长16%，净利润为人民币2.8亿元，同比增长172%。雅下电站发电设备的承接主体为哈尔滨电气和东方电气。公司100%股权的子公司重庆水轮机有望依靠地理位置优势和工艺能力为哈电等企业做配套，进而获得收入和利润快速增长。我们认为公司下游需求将持续旺盛，而随着公司产能爬坡，公司收入和利润有望不断增长。

# 重庆机电 (2722.HK) 盈利预测及行业估值

(百万元人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,919.2	10,044.4	10,676.4	11,367.6	12,180.1
同比增长		12.6%	6.3%	6.5%	7.1%
归母净利润	431.3	763.9	907.5	1,018.6	1,124.5
同比增长		77.1%	18.8%	12.2%	10.4%
毛利率	17.5%	16.3%	16.1%	16.8%	17.2%
每股收益(元)	0.12	0.21	0.25	0.28	0.31
PE@3.19HKD	24.0	13.5	11.4	10.2	9.2

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1766.HK	中国中车	HKD	5.09	1,881	10.9	10.0	8.7	8.3	0.7	0.7	0.7	0.7
2050.HK	三花智控	HKD	34.40	2,163	43.3	32.2	26.2	22.5	3.9	3.9	3.8	3.3
2338.HK	潍柴动力	HKD	43.32	3,253	30.6	31.2	22.6	19.5	3.5	3.5	3.3	3.0
1157.HK	中联重科	HKD	8.01	768	18.2	13.1	9.6	7.7	1.0	1.0	0.0	0.0
3898.HK	时代电气	HKD	36.38	658	12.4	10.9	9.5	3.0	1.0	1.0	0.9	0.9
3808.HK	中国重汽	HKD	39.62	1,094	17.3	14.1	11.9	10.5	2.2	2.2	1.9	1.7
0564.HK	中创智领	HKD	17.54	371	7.4	6.6	0.0	0.0	1.1	1.1	0.0	0.0
2039.HK	中集集团	HKD	10.97	665	18.4	242.0	-	4.3	1.1	1.1	1.0	0.9
1882.HK	海天国际	HKD	21.42	342	10.3	9.4	8.2	7.4	1.3	1.3	1.2	1.0
0631.HK	三一国际	HKD	11.58	381	32.0	19.3	12.3	9.6	2.6	2.6	2.2	2.0
平均					20.1	38.9	12.1	9.3	1.9	1.9	1.5	1.4
2722.HK	重庆机电	HKD	3.25	120	25.7	14.2	11.4	10.2	1.2	1.2	1.0	1.0

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

# 庆铃汽车股份（1122.HK）（未覆盖）

## 联合华为打造新能源重卡生态圈，极低PB有待价值重估



- **重庆国资委控股，受益于重庆“33618”规划的商用车细分龙头：**庆铃汽车(集团)有限公司持有庆铃汽车股份（简称“公司”）50.1%股份，实控人为重庆国资委。重庆市规划打造智能网联新能源汽车、新一代电子信息制造业、先进材料三大万亿级产业集群。公司作为多年商用车制造商，有望在重庆市大战略中发挥重要作用。
- **联合华为打造“铃界”重卡，推动重卡电动化从“破局”迈向“普及”：**当前重卡电动化的最大阻力是充电效率。公司与华为配合，发挥双方各自优势，以兆瓦级超充技术实现“车、桩、网”三位一体的协同创新，于今年5月在西部国际投资贸易洽谈会上发布了兆瓦级超充重卡——铃界。铃界重卡的优势包括：1) 补能：铃界重卡应用华为兆瓦超充技术，15分钟充满80%，每日可多跑1-2趟；2) 效率：铃界重卡搭载博世电驱桥，匹配碳化硅逆变器，最高效率99.5%，系统效率96%，满载能耗每公里仅1.2度电；3) 自重：铃界重卡应用轻量化设计，自重9.3吨（352度电），较行业轻15%；4) 风阻：该车采用星际流体曲面设计，风阻降低20%；5) 智能化：铃界重卡采用全新庆铃智能座舱，提供车队管理等网联服务；6) 成本：铃界重卡TCO较油车低38%（五年、倒短场景），每年可节省燃料成本15万元。
- **联合宁德时代打造铃坤轻卡：**今年4月，公司联合宁德时代及旗下时代新安科技公司，首发集高效油冷扁线电机、7合1域控制器等关键核心技术于一体的坤势底盘，推出铃坤轻卡。铃坤轻卡具有高效动力，功率比密度7.1kW/kg，能耗降低20%；全域智控，采用7合1域控制器，全面提升能量管理、热管理效率和绝缘性能；场景突破，续航最高可达500公里，可满足成渝、京津冀、长三角、珠三角等城市集群间高速运输，进一步解决行业“里程焦虑”与“成本压力”等痛点。
- **公司2026年有望扭亏为盈：**公司2025年汽车销量3.4万辆，26年销量目标为6万辆，接近翻倍。公司24年亏损4800万元，25年亏1900万元，其中25年H2盈利1200万元，公司经营拐点已现，2026年有望实现全年盈利。公司当前市值约26亿港元，0.3倍PB，向上弹性空间大。

# 哈尔滨电气（1133.HK）（已覆盖）

## 国家能源装备核心供应商，订单充沛业绩逐步兑现



- **能源装备领域大国重器，订单增长+企业运营效率提升：**公司是国家火电、水电、核电等能源设备的核心供应商，公司受益于能源需求提升背景下各类能源设备订单量的增长，此外作为重要央企上市公司，积极响应央企“一利五率”考核指标体系的要求，稳步提升企业运营效率及盈利能力。
- **煤水核新签订单、收入毛利稳步增长：**
  - 公司2025年新签合同646.3亿元，同比+13.6%，新签订单额创历史新高。新型电力装备订单440.0亿元，+25.9%，其中煤/水/核电分别新签242.8/94.1/86.1亿元，分别+39.4%/-2.5%/+81.6%；绿色低碳能源系统7.9亿元，-21.3%；清洁高效工业系统33.5亿元，-36.7%；工程总承包与贸易105.8亿元，-3.7%；现代制造服务业59.1亿元，+27.3%。
  - 煤电业务，在手订单充沛，当期订单质量相较上一周期量价均有提升。2025年起进入高价值订单释放期，预计2026年将持续释放。2025年公司煤电业务收入185.3亿元，同比+16.2%，毛利率提升6.3个百分点至17.7%。
  - 水电业务，其中抽水蓄能项目前期收获的订单逐步进入执行周期，且新增产能开始释放，而大水电项目将受益于雅江水电工程带来的需求增长，我们预计可能在2030年前后逐步释放。
  - 核电业务，市场核电核准量由2019-2021年的5台/年左右，提升至2022-2025年的10台/年左右。我们认为相关订单未来也会逐步进入执行周期。
- **公司订单储备充足，中长期展望乐观：**根据公司业绩会内容，煤电市场，2025年煤电市场招标量约为6000万千瓦，预计“十五五”前三年招标量约为4000-5000万千瓦，随后市场需求重心预计转向“三改联动”的服务性老旧机组的更新改造；水电市场，预计“十五五”期间抽蓄将维持每年3000万千瓦的新增装机招标规模需求；核电市场，由于产品的复杂性和重要性，预计招标价格仍有上升空间。此外公司认为目前的在手订单规模充沛，可以支持公司在“十五五”期间实现良好发展。我们也观察到公司已落地抽蓄设备在东南亚的出口订单，标志着公司能源设备出口迈出了第一步，长期来看公司也有望落地更多的设备出口订单。

# 哈尔滨电气 (1133.HK) 盈利预测及行业估值

人民币亿元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	383.0	457.0	513.3	545.3	603.0
变动(%)	32.8%	19.3%	12.3%	6.2%	10.6%
归母净利润	16.9	26.7	31.0	34.2	42.3
变动(%)	191.4%	58.0%	16.1%	10.3%	23.7%
每股盈利 (人民币元)	0.80	1.37	1.59	1.75	2.17
PE@24.38港元 (倍)	27.4	16.0	13.8	12.5	10.1
每股股息(分)	22.5	41.1	47.7	52.5	65.1
股息现价比率(%)	1.03%	1.87%	2.17%	2.39%	2.97%

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元/元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>H股</b>												
2727.HK	上海电气	HKD	3.99	1,281	46.4	35.7	23.0	18.6	1.0	1.0	0.9	0.9
1072.HK	东方电气	HKD	39.64	1,520	32.3	25.9	21.8	19.0	2.6	2.5	2.4	2.2
<b>A股</b>												
600875.SH	东方电气	CNY	39.01	1,332	35.2	28.2	23.4	19.3	2.9	2.8	2.6	2.4
601727.SH	上海电气	CNY	8.08	1,122	104.1	83.0	53.8	43.1	2.3	2.2	2.2	2.1
<b>平均</b>					<b>54.5</b>	<b>43.2</b>	<b>30.5</b>	<b>25.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>
1133.HK	哈尔滨电气	HKD	24.38	545	18.5	13.3	12.0	11.0	2.8	2.4	2.1	1.8

# 京能清洁能源 (0579 HK) (未覆盖)

## 高股息率吸引，期待入通提升估值



- ▶ **首都燃气热电龙头企业，风光发电占据资源优势区域：**京能清洁能源是京能集团的控股子公司，公司于2011年12月22日在香港联交所主板上市。公司业务主要为燃气发电及清洁能源发电业务。在燃气发电业务方面，公司在北京和湖北宜昌运营有八座燃气热电联产电厂，装机容量为477.5万千瓦，在京七座燃气热电联产电厂年发电量占北京燃气总发电量的47%以上，供热量占北京集中供热量的43%以上，是首都燃气热电龙头企业；在清洁能源发电方面，主要为风电和光伏，截至2025年末总装机1,836.5万千瓦，其中风电704.7万千瓦、光伏583.7万千瓦、燃气483.5万千瓦、储能33.5万千瓦。公司的风力发电主要位于中国风资源较为丰富的内蒙、陕甘宁、京津冀地区；光伏装机则分布在中国光资源较为丰富的西北及华北、华南地区。
- ▶ **经营整体稳健，国补提速增厚现金流：**FY2025公司实现营业收入208.77亿元人民币（同比+1.5%），经营溢利48.29亿元（同比-8.2%），归属股东净利润29.48亿元（同比-9.2%），每股基本盈利35.75分。FY2025公司自由现金流由2024年的-21.44亿元大幅改善至+40.01亿元，核心驱动因素是可再生能源发电补贴回收金额达44.04亿元，是2024年15.29亿元的2.96倍，补贴回收明显提速；1Q26实现营业收入65.43亿元（同比-4.0%），营业成本53.01亿元（同比+1.2%），归属母公司净利润10.57亿元（同比-18.2%），经营性现金流入仍保持在20.53亿元的较高水平。一季度盈利下滑主要受绿电上网电价持续下行及一季度为风光发电传统淡季影响。预期随着2025年延迟并网的120万千瓦（风电70万、光伏50万千瓦）在建项目于2026年集中并网发电，下半年发电量及业绩有望改善。
- ▶ **三年逐步提升分红，高股息彰显中长期配置价值：**目前公司将纳入“恒生指数及港股通”列为战略级任务，为入通积极开展工作并通过提升分红回报股东。2025年4月公司公告，约定在达成当年现金分红条件的前提下，公司2025年、2026年和2027年的现金分红比例分别不低于当年实现的可供分配利润的42%、44%和46%，FY2025实际分红（含特别分红）合计每股0.18元对应派息率约50%，显著高于42%的规划下限；公司具备“稳定气电基本盘+成长型绿电资产+持续提升的股东回报”三重投资逻辑，2026年动态股息率约9%，彰显中长期配置价值。

# 京能清洁能源 (0579 HK) 盈利预测及行业估值



人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	20,562	20,877	21,132	21,524	21,985
变动(%)	0.6%	1.5%	1.2%	1.9%	2.1%
净利润	3,245	2,948	3,031	3,140	3,273
变动(%)	6.1%	-9.2%	2.8%	3.6%	4.2%
每股盈利(人民币元)	0.39	0.36	0.37	0.38	0.40
PE@2.24港元(倍)	5.0	5.4	5.3	5.2	4.9
每股股息(分)	14.3	18.0	16.3	16.7	16.8
股息现价比率(%)	7.29%	9.18%	8.30%	8.53%	8.57%

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
0916.HK	龙源电力	HKD	6.86	1,195	11.2	8.2	7.6	6.5	0.7	0.6	0.6	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	19.55	1,012	7.0	8.4	7.9	6.5	0.9	0.8	0.8	0.7
2380.HK	中国电力	HKD	3.30	408	10.8	13.0	11.8	6.5	0.6	0.6	0.6	0.6
2208.HK	金风科技	HKD	18.21	1,226	25.0	15.3	12.1	6.5	1.7	1.4	1.3	1.2
0182.HK	协合新能源	HKD	0.37	29	18.0	6.0	5.9	5.4	0.3	0.3	0.3	0.3
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.62	118	6.6	5.7	5.4	6.5	0.5	0.4	0.4	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.84	304	8.6	6.6	6.2	6.5	0.6	0.6	0.5	0.5
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.66	114	5.3	-	-	6.5	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>平均</b>					<b>11.6</b>	<b>9.0</b>	<b>8.1</b>	<b>6.4</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>
0579.HK	京能清洁能源	HKD	2.24	185	5.7	5.3	5.2	6.5	0.5	0.4	0.4	0.4

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

## 主题2：科技及创新，为未来赋能

- **科技创新类公司有望通过技术突破或商业模式创新实现业绩的快速增长：**港股中小市值公司中，科技创新类企业因其较高的成长性、技术壁垒和市场需求潜力，成为投资者重点关注的对象。这类公司通常具备较强的创新能力和技术前瞻性，能够通过技术突破或商业模式创新实现业绩的快速增长。此外，科技行业受宏观经济周期的影响相对较小，具备长期配置价值。
- **国家持续出台政策鼓励科技创新：**中国持续出台政策鼓励科技创新，如《产业结构调整指导目录》将半导体等关键领域列为鼓励类产业，地方政府也通过设立产业基金等方式支持科技企业发展。政策红利为科技创新类公司提供了良好的发展环境，有助于提升其市场竞争力和盈利能力。
- **具备稀缺性与估值优势：**港股汇聚了一批在A股稀缺的科技创新龙头企业，如互联网巨头、创新药企业等。这些公司在全球科技产业链中具有重要地位，具备较强的市场影响力和盈利能力，是投资者布局科技赛道的重要标的；估值方面，相较于其他市场，港股科技板块估值仍处于历史相对低位。例如，wind数据显示，恒生科技指数市盈率（TTM）约为23.3倍，低于纳斯达克指数（约42.8倍），具备较高的安全边际和估值修复空间。
- **关注标的：**布鲁可（0325.HK）、赤子城科技（9911.HK）、顺丰同城（9699.HK）、基石药业-B（2616.HK）、华领医药-B（2552.HK）、宜明昂科-B（1541.HK）、亿胜生物科技（1061.HK）、和誉-B（2256.HK）。

# 布鲁可 (0325 HK) (已覆盖)

## 产品布局加速上新，全年有望延续高增



- **规模与利润双突破，SKU与品类增长双轮驱动：**公司2025年实现收入高增长，在国内业务规模持续扩大的背景下，海外销售收入实现爆发式增长，收入地域来源进一步多元化。公司在2025年间共推出了913个新SKU，而新SKU产品的收入进一步丰富了公司收入来源矩阵。我们预计2026年公司将继续保持推出新SKU和新品类的节奏，继续巩固国内市场的领先地位以及拓展海外市场。
- **载具品类成新增长极，高研发投入注入动能：**2026年公司新品主要围绕积木人与积木车两大核心品类展开，并推出多个新系列和IP合作款。积木车作为全新核心品类，有望成为继积木人之后第二大支柱。我们预计公司将在积木车品类延续其成功的商业模式，通过与顶级IP与积木车品类深度结合，提升了新产品市场竞争力并开启新的增长周期。未来公司通过当下前瞻性高研发投入来持续推出爆款产品、丰富IP矩阵，同时生产效率与供应链管理的技术创新也进一步提升，为公司未来持续增长提供充足动能。
- **内容与社群运营双核共振，打造业绩增长放大器：**依托全域品牌传播体系与多元化营销，公司品牌影响力显著提升。此外通过精准把握内容电商行业发展机遇，公司持续生成高质量短视频内容以及与头部KOL达人的深度战略合作，在抖音、小红书等主流平台实现了跨越式增长。在用户生态构建方面，通过精细化用户运营体系构建起高忠诚度、高粘性的核心玩家社群，带来了产品更高的复购率，形成用户驱动型品牌建设的良性发展机制。
- **国内下沉与全球出海的双线并进，高成长细分龙头值得布局：**展望未来，公司会继续巩固国内市场的领先地位，同时全球化战略推进将成为拉动公司整体增长的强劲引擎。截至2025年底公司销售网络已覆盖超过15万个线下网点，并持续向低线城市下沉，持续通过精细化管理提升单个经销商的销售额。海外公司加速拓展亚洲、欧洲、北美等关键市场，并通过组建本地化团队进行精细化运营，不仅为公司带来了可观的收入增量，更验证了其产品和模式在全球范围内的普适性，而2026年变形金刚IP授权范围将扩大至全球190多个国家，海外业务将开始贡献显著收入。综上，高成长细分龙头值得布局。

# 布鲁可 (0325.HK) 盈利预测及行业估值



百万元人民币	FY2024	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
主营业务收入	2,241	2,913	3,793	4,770	6,201
同比增长 (%)	155.6%	32.3%	30.2%	25.7%	30.0%
毛利率	52.6%	46.8%	46.3%	46.4%	46.5%
净利润	(398)	634	820	1,021	1,313
经调整利润	585	675	820	1,021	1,313
同比增长 (%)	759.3%	15.5%	21.4%	24.5%	28.6%
净利润率	-17.8%	21.8%	21.6%	21.4%	21.2%
每股盈利 (元)	-1.60	2.54	3.29	4.09	5.27
PS	5.94	4.57	3.51	2.79	2.15
PB	-8.31	4.64	3.61	2.83	2.21
PE	-33.4	21.0	16.2	13.0	10.1

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
9992.HK	泡泡玛特	HKD	155.70	2,088	61.9	11.9	10.0	8.8	8.5	5.3	3.7	2.8
9896.HK	名创优品	HKD	28.92	358	12.7	11.6	9.7	8.3	3.0	2.6	2.2	1.9
MAT.O	美泰	HKD	14.85	338	8.0	11.0	9.5	8.8	2.0	0.0	0.0	0.0
HAS.O	孩之宝	HKD	93.97	1,043	34.5	0.0	0.0	0.0	24.7	0.7	0.7	0.0
DIS.N	迪士尼	HKD	101.31	14,064	36.1	16.6	15.0	13.5	1.7	1.6	1.6	1.5
7974.T	任天堂	HKD	7597.00	4,860	19.9	22.7	18.4	15.5	3.3	3.4	3.0	2.8
7832.T	万代南梦宫	HKD	3608.00	1,157	22.9	18.2	17.0	14.4	2.7	2.7	2.5	2.3
<b>平均</b>					<b>28.0</b>	<b>13.1</b>	<b>11.4</b>	<b>9.9</b>	<b>6.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>1.6</b>
0325.HK	布鲁可	HKD	65.70	164	-37.8	17.5	13.6	10.9	5.2	3.8	3.0	2.4

资料来源: WIND、国元证券经纪 (香港) 整理

# 赤子城科技（9911.HK）（已覆盖）

## 全球化拓展顺利，积极探索新业务形态



- **业务全球化扩展顺利，推动社交业务高增：**公司社交业务成功孵化了另一款爆款产品SUGO和TOPTOP，SUGO2025年收入同比增长超80%，利润增长超100%，位列 Sensor Tower 中东社交网络收入排行榜第六名。在拉美，SUGO 贴合本地行业生态和用户特点调试产品和运营策略，年末单月流水较年初增长超300%。而TopTop收入则同比增长超70%，利润增长超100%。TopTop除了在中东国家渗透率持续提升，其次在东亚凭借独特的产品定位和精准的本地化策略，成功进入日本 AppStore 榜单前列。除此之外公司在欧洲市场、日本、拉美取得突破，2026年将加大投入，强化本地化运营，在全球20多个国家设立运营中心，强化大中台能力，将本地化运营、支付系统、风控模型等经验复制到新的产品上，覆盖更广泛的社交娱乐需求，因此有望延续强劲增长。
- **创新业务布局AI短剧新赛道，构筑第二增长曲线：**2025年创新业务收入7.5亿元，同比增长59.3%。自2024年首次贡献收入以来，公司精品游戏业务已进入盈利回收期。目前，两款旗舰游戏已进入长线运营与利润回收阶段，为公司贡献稳定利润，未来计划持续打造长生命周期的精品游戏。除游戏以外，公司也将AI、短剧作为2026年重点持续投入方向。公司短剧基本以自制为主，而由于AI对短剧效能提升显著，因此将加大AI技术应用，持续加码测试短剧AI化方向，驱动业务全链路提效，并积极孵化其他创新型AI产品，把握AI社交娱乐新机遇。
- **公司依然是领先的娱乐社交出海平台，值得关注：**我们认为当前公司多元变现模式已经成形，首先社交业务不断成功孵化新的产品，而创新业务板块也形成多引擎变现模式，包括精品游戏内购与广告、短剧付费观看及广告、社交电商健康产品售卖与服务等都已经成熟布局。与此同时，AI也不再停留于概念层面，公司已经将其应用到社交匹配、内容供给、内容丰富度及运营效率等多个环节。因此公司如果能在稳定中东市场表现的前提下，同时持续实现海外市场突破，其估值逻辑将从社交产品公司提升为拥有全球运营能力的社交娱乐平台，估值向上提升的空间巨大。

# 赤子城科技 (9911.HK) 盈利预测及行业估值



人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,092	6,889	8,254	9,834	11,528
同比增长(%)	53.92%	35.30%	19.82%	19.15%	17.22%
毛利率(%)	51.22%	55.85%	51.59%	51.69%	51.76%
净利润	788	964	1,285	1,563	1,854
归母净利润	480	935	1,285	1,563	1,854
同比增长(%)	2.87%	21.25%	32.02%	20.99%	18.14%
净利率(%)	16.26%	14.57%	16.05%	16.30%	16.43%
归母净利润EPS	0.40	0.78	1.08	1.31	1.56
对应归母净利润PE	19.8	10.2	7.4	6.1	5.1

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
0700.HK	腾讯控股	HKD	473.00	43,164	17.3	15.4	13.7	12.4	3.4	2.8	2.4	2.1
9626.HK	哔哩哔哩-W	HKD	170.80	726	54.9	35.3	23.3	18.0	4.2	3.5	3.0	2.6
9898.HK	微博-SW	HKD	65.40	161	4.6	6.5	5.1	5.2	0.5	0.5	0.5	0.4
BMBL.O	BUMBLE	HKD	33.46	51	-0.9	4.7	4.9	0.0	1.1	0.7	0.7	0.0
META.O	脸书	HKD	4783.23	121,419	25.6	20.0	17.6	15.2	6.4	5.3	4.3	3.8
SNAP.N	SNAP	HKD	48.35	817	-22.6	-72.8	62.3	41.4	4.6	3.8	2.6	2.2
MTCH.O	MATCH	HKD	299.10	696	14.5	14.6	12.7	12.3	-35.0	-23.6	29.1	7.6
平均					<b>13.3</b>	<b>3.4</b>	<b>19.9</b>	<b>14.9</b>	<b>-2.1</b>	<b>-1.0</b>	<b>6.1</b>	<b>2.7</b>
9911.HK	赤子城科技	HKD	9.19	130	25.0	9.6	8.1	7.0	4.8	3.3	2.4	1.8

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

# 顺丰同城 (9699.HK) (已覆盖)

## 独立定位价值凸显，业务质量与规模并举



- **深挖B端餐饮与非餐场景价值，C端品牌认知持续构建：**B端同城配送服务是公司2026年核心增长驱动因素，在餐饮外卖领域，“外卖大战”给作为独立第三方平台的顺丰同城带来了巨大的潜在增量机会，成为行业竞争中运力补给方和受益方。在非餐场景，公司积极拓展与商超、药店、美妆、3C数码等各类线下实体商家的合作，满足多元化、高品质非餐配送需求方面进行拓展，增强了KA粘性。不仅带来了直接的订单量增长，也构建了公司未来持续增长的坚实客户基础。而面向C端的同城配送业务，公司则采取稳健发展策略。C端业务作为公司服务网络的重要组成部分，不仅能有效提升骑手网络的订单密度和收入弹性，也为公司在本地生活服务领域构建更完整的生态闭环提供了战略支撑，维持了公司高品质、高时效性个人即时配送服务的品牌。因此作为独立第三方服务商，公司不依附于任何一个流量平台，能够平等、高效地服务于所有需要即时配送能力的商家，使其在复杂的商业博弈中能精准定位，战略价值凸显。
- **集团协同效应凸显，最后一公里服务快速增长：**最后一公里配送服务目前主要承接来自顺丰集团的快递末端派送、电商件揽收及退货等业务，目前已经展现出强大的增长动能和与集团的协同价值。一方面，随着电商市场的持续繁荣，特别是直播电商和社交电商的兴起，退换货需求及揽收需求大幅增加。公司凭借其灵活、高效的运力网络，完美承接了行业红利，使得公司未来来自电商件配送及揽收业务的收入与订单量均实现快速增长。另一方面，公司积极拓展“半日达”等同城转运和接驳服务，为顺丰集团的快件在同城范围内的快速流转提供了有力支持。这种仓储、转运、同城即时配送一体化的供应链解决方案是公司区别于其他即时配送平台的独特优势，也是其能够保持高增长和高壁垒的关键。
- **进入新的发展阶段，看好公司维持核心优势：**展望未来，公司进入发展新阶段。在前期通过C端和最后一公里业务构建了坚实的运力网络和品牌认知后，战略性地抓住了餐饮外卖和即时零售爆发的机遇，将资源和优势集中倾斜于B端市场，并取得了卓越成效。随着“外卖大战”时代过去，即时配送行业的竞争正从单纯的规模扩张和价格战，转向服务质量、运营效率、技术能力和场景深度的全方位、高维度竞争。我们预计公司将持续深耕国内下沉市场，巩固本地生活服务网络，聚焦高质量增长，提升盈利能力与运营效率，通过优化网络效率与深化客户合作提升盈利能力。同时公司积极探索海外市场机遇，将成熟的即时配送解决方案拓展至更广泛的区域。因此看好公司业务之间相辅相成，共同构建公司坚固竞争壁垒，协同发展模式将助力公司实现可持续增长。

# 顺丰同城 (9699.HK) 盈利预测及行业估值



百万元人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营收	15,746	22,899	28,205	34,044	40,817
变动	27.1%	45.4%	23.2%	20.7%	19.9%
净利润	132.5	277.7	435.8	695.3	953.4
变动	161.80%	109.66%	56.92%	59.54%	37.12%
净利润率	0.84%	1.21%	1.55%	2.04%	2.34%
每股盈利 (元)	0.14	0.30	0.48	0.76	1.04
基于股价的市销率 (倍)	0.53	0.36	0.30	0.24	0.20
基于股价的市盈率 (倍)	62.9	30.0	19.1	12.0	8.7

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
6936.HK	顺丰控股	HKD	35.24	2,118	14.4	12.9	11.6	10.1	1.6	1.4	1.3	1.2
3690.HK	美团-W	HKD	84.45	5,214	-20.2	-44.4	19.5	12.1	3.1	3.0	2.5	2.0
2057.HK	中通快递-W	HKD	197.90	1,524	15.2	12.7	11.2	10.1	2.1	1.8	1.7	1.5
2618.HK	京东物流	HKD	15.13	1,010	13.7	10.4	9.2	8.2	1.7	0.7	0.7	1.0
1516.HK	融创服务	HKD	1.06	32	14.4	13.4	12.9	8.4	0.6	0.5	0.5	0.5
0598.HK	中国外运	HKD	5.09	456	8.2	11.0	10.8	10.5	0.8	0.8	0.7	0.7
GRAB.O	GRAB	HKD	28.37	1,162	55.3	35.2	21.3	16.8	2.2	2.1	1.9	1.8
DASH.O	DOORDASH	HKD	1352.28	5,910	80.7	64.0	35.3	25.8	7.5	6.3	4.9	3.6
<b>平均</b>					<b>22.7</b>	<b>14.4</b>	<b>16.5</b>	<b>12.7</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>
9699.HK	顺丰同城	HKD	10.40	95	66.7	18.6	11.5	9.0	2.6	2.2	1.9	1.6

资料来源: WIND、国元证券经纪 (香港) 整理

# 基石药业-B (2616.HK) (已覆盖)

## 三抗临床数据优异，全球研发加速推进



➤ **三抗临床数据惊人，ORR达到90%：**核心品种CS2009（PD-1/VEGF/CTLA-4三特异性抗体）是基石药业自主研发的，具备“同类首创/同类最佳”潜力。I期临床试验已入组113例晚期实体瘤患者，中位随访约6个月，安全性优异，≥3级TRAE发生率23%；广谱的抗肿瘤活性，其中肺癌单药数据优异，一线NSCLC（PD-L1 TPS≥50%，n=10）ORR达90%，DCR 100%，IO经治NSCLC（AGA阴性）ORR为25%；且在经多线治疗失败的“冷肿瘤”患者中优势明显，非透明肾细胞癌（nccRCC）ORR达40%，软组织肉瘤（STS）ORR达33.3%。该药物靶向PD-1、VEGF和CTLA-4，实现多维度抗肿瘤效应。当前正在进行全球多中心二期临床研究，地点包括澳大利亚和中国，美国II期临床已经获得FDA批准。

➤ **三抗全球临床研发加速推进，加快推进和MNC的合作：**公司将于2026年在美国临床肿瘤学会（ASCO）年会和欧洲肿瘤内科学会（ESMO）年会上公布更多CS2009的I期和II期临床研究数据。公司加速推进全球III期开发计划：公司计划于2026年底前启动CS2009首批III期全球多中心临床试验（MRCT），重点布局NSCLC、结直肠癌（CRC）、小细胞肺癌（SCLC）等适应症。通过优异的临床数据及扎实的临床研究，公司有望加速推进和MNC的合作。

### ➤ **研发驱动公司发展，管线丰富**

公司搭建了模块化的ADC技术平台，按需“定制”分子设计和筛选，目前在研多个双抗ADC。公司正积极推进下一代连接符技术，以提高ADC的系统稳定性与肿瘤选择性。公司特有的串联可裂解β-葡萄糖醛酸连接符具有以下特点：亲水性增强，提高分子整体的循环稳定性。透过串联裂解机制实现肿瘤选择性有效载荷释放。该自有专有ADC技术平台优化了ADC的安全性/有效性特征，拓宽了靶点的兼容性，并支持基石药业管线2.0的多个ADC候选药物。CS5001 (ROR1 ADC)的全球多中Ib期临床试验在澳大利亚和中国高效推进，研发进度全球前二。

# 基石药业-B (2616.HK) 盈利预测及行业估值

百万港元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
营业额	464	407	269	495	892
变动(%)	-3.6%	-12.2%	-33.8%	164.1%	80.1%
净利润	(367)	(90)	(437)	(152)	138
变动(%)	59.3%	75.4%	-379.2%	35.3%	190.4%
每股盈利(人民币元)	(0.25)	(0.06)	(0.31)	(0.10)	0.09
PE@9.35港元(倍)	-33.7	-140.3	-27.1	-84.2	93.5

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E
1801.HK	信达生物	HKD	90.00	1,604	178.1	178.1	61.2	39.4	7.5	7.3	6.8	5.8
2269.HK	药明生物	HKD	33.04	1,430	26.3	26.3	23.8	19.1	2.7	2.7	2.3	2.1
9926.HK	康方生物	HKD	135.80	1,177	-95.5	-95.5	-2,322.2	124.6	11.8	11.4	11.8	10.9
6990.HK	科伦博泰生物	HKD	469.40	1,075	-254.2	-254.2	-421.1	193.3	19.9	19.3	20.3	18.1
9995.HK	荣昌生物	HKD	100.60	730	70.5	70.5	23.1	135.7	12.5	12.4	9.0	8.4
1530.HK	三生制药	HKD	23.14	576	6.1	6.1	18.2	16.9	1.9	1.9	1.7	1.6
1877.HK	君实生物	HKD	26.32	419	-27.8	-27.8	-55.8	105.9	3.9	3.8	4.0	3.9
1548.HK	金斯瑞生物科技	HKD	13.72	291	-7.0	-7.0	44.1	18.8	0.9	0.9	0.9	0.8
2162.HK	康诺亚-B	HKD	75.55	221	-38.2	-38.2	57.2	-157.3	7.2	7.0	5.7	5.8
9688.HK	再鼎医药	HKD	16.47	188	-13.8	-13.8	-12.5	-16.1	3.4	3.4	4.8	7.0
平均					-15.5	-15.5	-258.4	48.0	7.2	7.0	6.7	6.4
2256.HK	基石药业-B	HKD	9.35	148	-140.3	-27.1	-84.2	93.5	21.6	21.6	39.0	11.0

# 华领医药-B (2552.HK) (已覆盖)

## 华堂宁快速放量，第二代GKA美国临床推进顺利



- **华堂宁快速放量，业绩快速增长：**2025年中期公司实现总营业收入2.17亿元，同比增长110.17%；上半年销售了约176.4万盒华堂宁，较2024年同期增长108%；实现净利润11.84亿元，同比增长932.35%。利润大增是因为一次性确认与拜耳协议相关的递延收益人民币12.4百万元。公司在2025年1月终止与拜耳的独家推广服务协议后，全面接管商业化运营，销售团队规模扩大，销售执行效率显著提升。毛利率由2024年同期的46.5%跃升至54.2%，主要得益于生产规模扩大及成本控制优化。根据公司的股权激励计划，公司2026-2028年收入的目标分别为9亿元、13.5亿元、18亿元人民币。
- **第二代GKA美国临床推进顺利：**第二代GKA (HMS1005) 专注美国市场，适合西方患者的用药习惯，一天口服一次。全球专利保护至2042年，且完全属于华领所有。HMS1005在美国开展多剂量递增Ib期试验，首名患者已于2025年12月初成功给药。该试验为随机、双盲、安慰剂对照研究，旨在评估HMS1005在2型糖尿病患者中的安全性、耐受性、药代动力学及药效学作用，预计6个月内完成，临床数据出来之后，将推动BD合作以进一步海外开发。
- **不断拓展应用范围，行业空间广阔：**华堂宁获批两个适应症：联合饮食运动管理：初发未用药的二型糖尿病患者以及二甲双胍足量失效的二型糖尿病患者。积极推进研究二型糖尿病前期及二型糖尿病早期的治疗和预防；推进dorzagliatin及GLP-1RA、SGLT-2抑制剂、胰岛素及DPP-IV抑制剂的复合剂型研究。糖尿病市场空间广阔，根据Frost & Sullivan数据，2020年中国糖尿病患者人数已超过1.3亿，预计将在2030年达到1.7亿；2020年中国糖尿病药物市场规模为人民币632亿元，预计在2030年将达到1675亿元。

# 华领医药-B (2552.HK) 盈利预测及行业估值

百万元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
营业额	81	256	493	900	1,350
变动(%)	85.0%	234.0%	92.6%	69.5%	45.7%
净利润	(211)	(250)	1,106	(30)	105
变动(%)	-3.8%	-18.4%		-103.7%	
每股盈利(人民币元)	(0.20)	(0.24)	1.10	(0.03)	0.11
PE@3.37港元(倍)	-15.2	-12.6	2.8	-101.1	27.6

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1801.HK	信达生物	HKD	90.00	1,604	178.1	178.1	61.2	39.4	7.5	7.3	6.8	5.8
2269.HK	药明生物	HKD	33.04	1,430	26.3	26.3	23.8	19.1	2.7	2.7	2.3	2.1
9926.HK	康方生物	HKD	135.80	1,177	-95.5	-95.5	-2,322.2	124.6	11.8	11.4	11.8	10.9
6990.HK	科伦博泰生物	HKD	469.40	1,075	-254.2	-254.2	-421.1	193.3	19.9	19.3	20.3	18.1
9995.HK	荣昌生物	HKD	100.60	730	70.5	70.5	23.1	135.7	12.5	12.4	9.0	8.4
1530.HK	三生制药	HKD	23.14	576	6.1	6.1	18.2	16.9	1.9	1.9	1.7	1.6
1877.HK	君实生物	HKD	26.32	419	-27.8	-27.8	-55.8	105.9	3.9	3.8	4.0	3.9
1548.HK	金斯瑞生物科技	HKD	13.72	291	-7.0	-7.0	44.1	18.8	0.9	0.9	0.9	0.8
2162.HK	康诺亚-B	HKD	75.55	221	-38.2	-38.2	57.2	-157.3	7.2	7.0	5.7	5.8
9688.HK	再鼎医药	HKD	16.47	188	-13.8	-13.8	-12.5	-16.1	3.4	3.4	4.8	7.0
平均					-15.5	-15.5	-258.4	48.0	7.2	7.0	6.7	6.4
2552.HK	华领医药-B	HKD	3.37	36	-12.6	2.8	-101.1	27.6	2.9	2.9	2.8	2.7

# 宜明昂科-B (1541.HK) (已覆盖)

## CD47xCD20双抗等4款重磅创新药数据优秀，管线不断丰富



- **IMM0306治疗SLE数据突出，安全性良好，具备BD潜力：** Ib期临床试验中，截至2025年7月1日，有15例可评估有效性SLE患者，7例属0.8 mg/kg剂量组，8例属1.2mg/kg剂量组。在SLEDAI-2000评分降低 $\geq 4$ 分的患者比例方面，0.8 mg/kg组别达85.7% (6/7)，而1.2 mg/kg组别达87.5% (7/8)。在医生整体评估(PGA)分数未恶化的患者比例达100% (15/15)。治疗具有良好耐受性，未出现细胞因子释放综合症(CRS)病例，亦无重大感染事件发生。同时，0306针对视神经脊髓炎谱系疾病(NMOSD) Ib期试验的首例患者进行给药。
- **CD47融合蛋白安全性及疗效优秀：** 具有IgG1 Fc的IMM01 (CD47融合蛋白) 能够通过双重作用机制充分激活巨噬细胞，IMM01的CD47结合结构域经过特别改造能够避免与红细胞结合。IMM01联合阿扎胞苷作为CMML一线治疗的II期临床试验在22例可评估有效性的患者中，ORR达72.7%，包括27.3% CR率，中位无进展生存期(PFS)为17.8个月。IMM01与替雷利珠单抗联用治疗PD-1抑制剂治疗后复发或难治性cHL患者的II期临床试验在33例可评估的患者中，8例达到CR，15例达到PR，因此，总体缓解率(ORR)为69.7%，完全缓解率(CR)为24.2%。中位缓解持续时间(mDoR)为21.2个月(95% CI, 7.5 - NA)。中位无进展生存期(mPFS)为14.7个月(95% CI, 7.0 - NA)，中位总生存期(OS)未达到，而18个月的OS率为91.6%。

## 宜明昂科-B (1541.HK) (已覆盖)

- 公司的PD-L1xVEGF双抗 (IMM2510) 数据优秀: IgG1 Fc可以激活ADCC, ADCC 增强型抗体旨在诱导免疫抑制的PD-L1+肿瘤细胞的直接杀伤。与其他PD-(L)1xVEGF双特异性抗体相比, 其VEGF阻断机制更为广泛, 可结合多种VEGF受体配体。虽然VEGF/ PD-(L)1双抗竞争较为激烈, 但公司的结构设计优势明显, 有望取得更优异的疗效。在3线的肺鳞状非小细胞肺癌(sq-NSCLC)取得ORR为35.3%, 疗效优于同类VEGF/ PD-(L)1双抗的33%、19%; PFS为9.4个月, 在同类VEGF/ PD-(L)1及PD-1/IL-2双抗品种中处于前列。
- 公司研发管线不断丰富, 抗风险能力提升: IMM72治疗肺动脉高压 (PAH) 的新药临床试验于25年6月获得批准, 并已于8月启动健康受试者招募, 研发效率高。CD47CD20双抗 (IMM0306) 临床疗效数据优秀, 有望成为自免领域重磅药物。公司是CD47融合蛋白全球创新引领者, 管线丰富, 在肿瘤及自免领域应用前景广阔。目前市值仅27亿港元, 价值严重低估

# 宜明昂科-B (1541.HK) 盈利预测及行业估值

人民币百万元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
营业额	0.4	74	154	122	312
变动(%)	-27.8%	18912.0%	108.1%	-39.3%	155.7%
净利润	(379)	(316)	(219)	(343)	(189)
变动(%)	-5.8%	-16.8%	30.8%	29.9%	44.8%
每股盈利(人民币元)	(0.93)	(0.78)	(0.53)	(0.84)	(0.47)
<b>PE@4.42港元(倍)</b>	-4.8	-5.7	-8.3	-5.3	-9.4

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E
1801.HK	信达生物	HKD	90.00	1,604	178.1	178.1	61.2	39.4	7.5	7.3	6.8	5.8
2269.HK	药明生物	HKD	33.04	1,430	26.3	26.3	23.8	19.1	2.7	2.7	2.3	2.1
9926.HK	康方生物	HKD	135.80	1,177	-95.5	-95.5	-2,322.2	124.6	11.8	11.4	11.8	10.9
6990.HK	科伦博泰生物	HKD	469.40	1,075	-254.2	-254.2	-421.1	193.3	19.9	19.3	20.3	18.1
9995.HK	荣昌生物	HKD	100.60	730	70.5	70.5	23.1	135.7	12.5	12.4	9.0	8.4
1530.HK	三生制药	HKD	23.14	576	6.1	6.1	18.2	16.9	1.9	1.9	1.7	1.6
1877.HK	君实生物	HKD	26.32	419	-27.8	-27.8	-55.8	105.9	3.9	3.8	4.0	3.9
1548.HK	金斯瑞生物科技	HKD	13.72	291	-7.0	-7.0	44.1	18.8	0.9	0.9	0.9	0.8
2162.HK	康诺亚-B	HKD	75.55	221	-38.2	-38.2	57.2	-157.3	7.2	7.0	5.7	5.8
9688.HK	再鼎医药	HKD	16.47	188	-13.8	-13.8	-12.5	-16.1	3.4	3.4	4.8	7.0
平均					-15.5	-15.5	-258.4	48.0	7.2	7.0	6.7	6.4
1541.HK	宜明昂科-B	HKD	4.42	19	-5.7	-8.3	-5.3	-9.4	3.2	4.3	4.2	4.1

# 亿胜生物科技（1061.HK）（已覆盖）

## 贝伐珠单抗BLA已获受理，全球市场广阔



- **业绩稳健增长：**25年公司营业收入为18.14亿港元（+8.6%），主因眼科与外科板块持续发力，贝复舒®、贝复济®系列合计贡献83.5%营收，眼科收入达8.35亿港元（+8.2%），外科收入8.96亿港元（+1.8%），医疗保健服务收入激增350%至0.829亿港元。年内溢利3.18亿港元（+3.5%），研发总投入占营收9.8%。毛利率微降0.6个百分点至89.2%，仍处行业高位。现金及等价物增至7.83亿港元（+40.5%）。
- **贝伐珠单抗三期临床试验达到主要临床终点，BLA已获受理：**抗VEGF眼内注射液EB12-20145P（HLX04-0）的上市注册申请已获中国国家药品监督管理局药品审评中心受理。HLX04-0（贝伐珠单抗）中国患者三期临床研究显示，HLX04-0在第48周最佳矫正视力（BCVA）较基线改善的平均字母数变化上非劣于雷珠单抗，达到主要研究终点。HLX04-0与雷珠单抗在湿性AMD患者中的整体、眼部及非眼部安全性特征相似，安全性良好。国际多中心三期临床研究正在多个欧洲国家、澳大利亚、美国有序开展，目前进行数据统计阶段。预计于2025年递交新药申请。目前全球上市贝伐珠单抗产品均无湿性AMD适应症。根据弗若斯特沙利文报告，湿性AMD、糖尿病性黄斑水肿等4种适应症中国患者达到1580万，用于视网膜疾病的抗VEGF单抗的全球市场规模2030年有望达到284亿美元，中国市场规模2030年达到人民币203亿元。

## 亿胜生物科技 (1061.HK) (已覆盖)

- **SkQ1已经取得全球独家权益，将进入第三阶段实验：**公司从Mitotech获得SkQ1滴眼液全球独家权益，目前正在进行SkQ1的美国三期临床试验，通过VISTA-1和VISTA-2与安慰剂相比，SkQ1具有优秀的药物安全性和耐受性。目前在进行资产和知识产权上的操作，完成之后，将立即重启美国及全球的三期临床。根据弗若斯特沙利文的资料，中国境内中度至重度干眼症患者人数于二零二四年估计为约1.12亿人，目前没有疗效确切的药物，SkQ1产品潜力巨大。
- **公司原有业务稳健增长，能提供较好的现金流，新产品贝伐珠单抗三期临床试验达到主要临床终点，该产品的国内以及海外市场空间广阔，随着创新药未来商业化顺利推进，将推动公司业绩上升。目前静态PE仅为5.6倍，价值低估，建议积极关注。**

# 亿胜生物科技 (1061.HK) 盈利预测及行业估值



百万港元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
营业额	1,707	1,670	1,814	1,871	2,130
变动(%)	29.5%	-2.1%	8.6%	3.2%	13.8%
净利润	275	307	318	321	351
变动(%)	21.8%	11.7%	3.5%	0.8%	9.5%
每股盈利(港元)	0.49	0.54	0.56	0.57	0.62
PE@3.23港元(倍)	6.6	6.0	5.8	5.7	5.2
每股股息(港元)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
股息现价比率(%)	2.79%	3.72%	4.33%	4.95%	5.57%

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E
1801.HK	信达生物	HKD	90.00	1,604	178.1	178.1	61.2	39.4	7.5	7.3	6.8	5.8
2269.HK	药明生物	HKD	33.04	1,430	26.3	26.3	23.8	19.1	2.7	2.7	2.3	2.1
9926.HK	康方生物	HKD	135.80	1,177	-95.5	-95.5	-2,322.2	124.6	11.8	11.4	11.8	10.9
6990.HK	科伦博泰生物	HKD	469.40	1,075	-254.2	-254.2	-421.1	193.3	19.9	19.3	20.3	18.1
9995.HK	荣昌生物	HKD	100.60	730	70.5	70.5	23.1	135.7	12.5	12.4	9.0	8.4
1530.HK	三生制药	HKD	23.14	576	6.1	6.1	18.2	16.9	1.9	1.9	1.7	1.6
1877.HK	君实生物	HKD	26.32	419	-27.8	-27.8	-55.8	105.9	3.9	3.8	4.0	3.9
1548.HK	金斯瑞生物科技	HKD	13.72	291	-7.0	-7.0	44.1	18.8	0.9	0.9	0.9	0.8
2162.HK	康诺亚-B	HKD	75.55	221	-38.2	-38.2	57.2	-157.3	7.2	7.0	5.7	5.8
9688.HK	再鼎医药	HKD	16.47	188	-13.8	-13.8	-12.5	-16.1	3.4	3.4	4.8	7.0
平均					-15.5	-15.5	-258.4	48.0	7.2	7.0	6.7	6.4
1061.HK	亿胜生物科技	HKD	3.23	18	6.0	5.8	5.7	5.2	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

# 和誉-B (2256.HK) (已覆盖)

## 小分子创新药研发能力突出，肝癌新药星辰大海



- 自2016年成立以来，公司开发出由16种主要专用于肿瘤学的候选药物组成的产品管线，包括10种处于临床阶段的候选药物。公司的候选药物主要为专注于小分子肿瘤精准治疗及小分子肿瘤免疫治疗领域的小分子药物。
- **全球BIC产品匹米替尼数据优秀：**匹米替尼已经完成国际多中心关键临床数据的读出：第25周匹米替尼的客观缓解率(ORR)为54.0%，而安慰剂组为3.2%( $p < 0.0001$ )。若以肿瘤体积评分(TVS)评估，ORR更是显著提升至61.9%(安慰剂组仅3.2%)。已递交国内NDA；FDA的NDA申报有序进行中。匹米替尼第二个适应症：治疗慢性移植物抗宿主病患者的II期研究顺利推进中。早在2023年12月，与Merck签署的许可协议授予其在中国、香港、澳门和台湾对匹米替尼(ABSK021)及相关产品的独家商业化权利，并提供全球商业化的选择权。协议总金额达605.5百万美元，包括首付款7000万美元、行权款及研发与商业化里程碑付款。还将收取年净销售额的两位数比例作为销售提成。
- **研发是公司未来发展的核心**，研发团队由约221名专业人员组成，专注于肿瘤领域，其中70%拥有研究生或以上学位，21%持有博士学位。药物发现由徐耀昌博士、喻红平博士领导，他们在多个成功商业化的药物项目中做出了重要贡献。公司已在多个国家和地区获得近30项IND或临床试验批准，涵盖了多个药物和适应症。公司在小分子药物方面具有强大的竞争力，有望在肿瘤领域取得突破，BD也会根据临床进展进行推进。

## 和譽-B (2256.HK) (已覆盖)

- **创新药管线丰富，肝癌新药依帕戈替尼前景广阔：**依帕戈替尼单药已经开展用于治疗FGF19过表达的晚期肝细胞癌注册性临床试验。于2025年6月完成注册性研究的首例患者给药。计划入组约 141 名患者。目前晚期肝癌病人缺乏有效的治疗方案。FGF19过表达的患者往往预后更差，因此迫切需要新的治疗选择。全球约30%的HCC患者存在FGF19过表达。开发针对该信号通路的靶向疗法代表了治疗HCC的一种新颖的创新方法；联合阿替利珠单抗于25年7月在 ESMO-GI 大会上发布的 II 期研究结果，220 mg BID 剂量组中 ORR  $\geq$  50%，PFS  $\geq$  7 个月。依帕戈替尼成药概率极大，国内外峰值超100亿元。
- **创新药储备丰富，**ABSK043在49名疗效可评估的未经肿瘤免疫治疗的患者中，在活性剂量中，ABSK043的ORR达20.4%。在PD-L1高表达(TPS $\geq$ 50%)的NSCLC患者，ORR达41.7%。正在开展 ABSK043 联合伏美替尼治疗 EGFR 突变 NSCLC 的 II 期临床研究。ABSK061等处于二期临床阶段，061在软骨发育不全症及多种癌症方面潜力大。ABSK211（泛KRAS抑制剂）：已经进入IND申请阶段。ABSK141（KRAS G12D）：于2025年12月获得IND批准。

# 和誉-B (2256.HK) 盈利预测及行业估值

百万港元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
营业额	19	504	612	680	730
变动(%)	100.0%	2544.3%	21.5%	4.6%	7.4%
净利润	(432)	28	55	111	142
变动(%)	-12.9%	100.0%	95.2%	14.5%	28.6%
每股盈利(人民币元)	(0.63)	0.04	0.09	0.16	0.21
<b>PE@12, 69港元(倍)</b>	<b>-18.1</b>	<b>285.5</b>	<b>126.9</b>	<b>71.4</b>	<b>54.4</b>

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025A	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E
1801.HK	信达生物	HKD	90.00	1,604	178.1	178.1	61.2	39.4	7.5	7.3	6.8	5.8
2269.HK	药明生物	HKD	33.04	1,430	26.3	26.3	23.8	19.1	2.7	2.7	2.3	2.1
9926.HK	康方生物	HKD	135.80	1,177	-95.5	-95.5	-2,322.2	124.6	11.8	11.4	11.8	10.9
6990.HK	科伦博泰生物	HKD	469.40	1,075	-254.2	-254.2	-421.1	193.3	19.9	19.3	20.3	18.1
9995.HK	荣昌生物	HKD	100.60	730	70.5	70.5	23.1	135.7	12.5	12.4	9.0	8.4
1530.HK	三生制药	HKD	23.14	576	6.1	6.1	18.2	16.9	1.9	1.9	1.7	1.6
1877.HK	君实生物	HKD	26.32	419	-27.8	-27.8	-55.8	105.9	3.9	3.8	4.0	3.9
1548.HK	金斯瑞生物科技	HKD	13.72	291	-7.0	-7.0	44.1	18.8	0.9	0.9	0.9	0.8
2162.HK	康诺亚-B	HKD	75.55	221	-38.2	-38.2	57.2	-157.3	7.2	7.0	5.7	5.8
9688.HK	再鼎医药	HKD	16.47	188	-13.8	-13.8	-12.5	-16.1	3.4	3.4	4.8	7.0
<b>平均</b>					<b>-15.5</b>	<b>-15.5</b>	<b>-258.4</b>	<b>48.0</b>	<b>7.2</b>	<b>7.0</b>	<b>6.7</b>	<b>6.4</b>
2256.HK	和誉-B	HKD	12.69	90	285.5	126.9	71.4	54.4	4.0	4.0	3.9	3.8

## 主题3：供给侧约束下的周期重估与盈利修复

- 当前港股市场的核心投资逻辑正从“需求侧博弈”转向“供给侧约束下的周期重估与盈利修复”。在宏观需求温和复苏的基调下，超额收益的来源不再是总量的爆发，而是结构性供需错配带来的价格弹性。这一趋势由三重力量共振驱动：**一是政策强力纠偏**，如光伏、煤炭行业的“反内卷”限产与产能审批收紧，强行扭转了恶性价格战；**二是地缘与长周期因素**，如中东冲突导致的化工原料短缺、畜牧行业的自然去产能，使得供给恢复滞后于需求修复；**三是企业主动出清**，通过关停低效产能、转型轻资产模式或出海锁定高收益，重塑了自身的盈利模型。这种供给端的刚性约束，使得行业龙头在需求微增的背景下，即可通过市占率提升和定价权回归，实现毛利率的跃升与净利润的爆发式修复。
- 在这一宏观叙事下，多个行业已显现出“周期筑底、盈利改善”的积极信号。例如，优然牧业作为周期修复的代表，得益于奶牛存栏去化与肉牛价格回升的双重驱动，有望在2026年实现从亏损向盈利修复的显著转折。首钢资源与中国三江化工则体现了“资源禀赋+成本优化”的稳健路径：前者凭借优质焦煤资源与低负债高股息特征，在行业回暖中确立了盈利改善趋势；后者通过灵活调整高毛利产品占比及未来自建船队带来的成本优势，有望在未来两年逐步释放利润弹性。这些企业的表现共同印证了供给端优化是本轮周期盈利修复的关键驱动力。
- 关注标的：**中国三江化工（2198.HK）、协合新能源（0182.HK）、首钢资源（0639.HK）、新特能源（1799.HK）、中国东方教育（0667.HK）、优然牧业（9858.HK）。**

# 中国三江化工 (2198.HK) (未覆盖)

## 化工产业有望触底回升，自建船队大幅降低运输成本



- **中国化工行业从供需和政策角度看或都已触底回升：**1) 国际供给层面，中东地缘冲突导致的原料端供应短缺加速了日韩部分炼化装置关停。即便后续重启改造，以及中东地区受损设备维修也需要3-5年的设备更新与扩建周期；2) 需求端来看，国内政治局会议提出的管网、水利等基建建设将持续带动化工品需求；中东战后重建不仅会使当地从化工品出口转为进口，城市基建、装置设施的修复维护也将大幅提升聚丙烯等化工品的需求，此前化工品需求下滑的趋势将迎来长期反转。3) 产能政策方面，发改委对煤化工类新增产能已出台明确限制，新建产能基本不再审批，行业大规模产能扩张的周期已经结束。
- **公司产品结构合理，产能优先向高盈利品种调配：**公司整体原料采购规模约500万吨/年，产品产出规模约400万吨/年。公司核心产品产能包括100万吨乙二醇、20万吨环氧乙烷、20万吨乙醇胺、60万吨表面活性剂、减水剂聚醚、90万吨MTBE，同时配套丁二烯及其他芳烃、裂解副产品。目前公司各品类产品市场竞争力和盈利能力持续提升：1) 环氧乙烷：华中地区市占率40%，全国市占率20%，当前价格9000元/吨，涨幅表现良好；2) MTBE：全国市占率10%-15%，正常合理单吨利润约300元，行业景气周期单吨利润可达500元以上，阶段性高点可突破1000元/吨，2026年新增产能全年贡献业绩，预计带来显著利润增量；3) 丁二烯：2025年毛利率达30.6%，保持强劲盈利水平；4) 乙二醇：受煤制乙二醇成本压制，本轮涨幅不及乙烯，公司联产装置可灵活调整乙二醇与环氧乙烷的产出比例，价格倒挂时可大幅降低乙二醇产量；5) 表面活性剂：日用洗护需求具备强韧性，减水剂产品受益于基建需求，公司在该领域具备成熟的技术与客户积累，核心客户覆盖赞宇科技、蓝月亮等日用洗护龙头。
- **自建船队2027年下水，乙烷运输成本单吨最高下降1500元：**两艘5万载重吨液化气运输船，将分别于2027年一季度、二季度下水交付，单船造价约10.66亿元人民币。船舶投用后，单吨乙烷运输成本可降低约1000-1500元，年运力50万吨，是不受产品价格波动影响的确定性利润来源；2027年预计可实现25-30万吨运输量，2028年全年可覆盖50万吨运力。公司宁波港码头可停靠10万吨级船舶，后续不排除新增船舶配置，进一步降低运输成本。
- **公司2026、2027年利润有望快速提升：**公司2025年收入185亿元人民币，净利润4.07亿元，净利润率仅2.1%。市场预计2026年净利润率有机会提升到5%以上。2027年自建船舶下水，会带来年化7.5亿左右的成本节约。

# 协合新能源 (0182.HK) (已覆盖)

## 困境反转, 战略转型



- **业务模式深度转型, 开启估值重塑:** 公司战略正发生根本性转变: 海外聚焦持有盈利确定性高的长期PPA资产, 国内走向轻资产化。2026年国内新投产约300MW, 以2025年开工项目收尾为主, 新项目基本不再重资产持有, 转为BT模式(建完出售)。2025年底确认401MW持有待售资产, 已装入与泰康保险合作设立的18亿元新能源产业私募基金, 2026年2月签订正式股转协议, 资产确认处置收益约7,754万元。资产出售后公司仅持有30%股权并担任资产管理人, 可持续收取管理费和运营费。
- **美国660MW光伏PPA锁定15年, 1GW数据中心获并网许可:** 公司海外布局迎来标志性突破。2025年, 公司与全球头部科技公司签署660MW(直流侧)固定电价光伏PPA, 锁定15年收入端, 消除市场交易波动风险; 另有394MW光伏和299MW储能项目签署并网协议, 在美国德克萨斯州(ERCOT市场)已累积超过1GW资源储备。4月16日, 公司公告1GW容量数据中心完成大型负荷并网研究并获得ERCOT授予的并网许可, 数据中心毗邻集团现有公共事业规模光伏及储能项目, 可形成"光储+数据中心"同址供电模式, ERCOT并网许可的稀缺性和价值不可忽视, 期待后续融资及数据中心PPA签约进展。
- **美国项目经济性显著优于国内, 盈利确定性有保障:** 美国项目单瓦投资成本约1美元, PPA电价锁定15年; 考虑ITC税务抵扣后, 资本金内部收益率约15%, 全投资收益率10%以上。融资结构方面, 项目融资可达到80%-85%债权比例(无需公司层面担保), 自有资金仅需15%-20%, 债务融资成本6%-7%。组件和储能电池供应商均为国内头部企业, 预期首个美国光储项目有望2027年投产并贡献利润及现金流。
- **困境反转叠加战略转型, 公司价值重塑可期:** 公司正处于从“国内新能源运营商”向“全球AI数据中心清洁电力供应商”的战略转型关键期。国内2025年业绩利空已充分释放, 2026年资产处置、降本增效、融资成本下行三重因素驱动盈利修复; 海外美国数据中心业务则打开中长期成长空间, PPA 15年电价锁定为估值重塑提供坚实基础。

# 协合新能源 (0182.HK) 盈利预测及行业估值



截止 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额(人民币百万元)	2,752	2,544	2,130	1,818	2,181
变动(%)	6.3%	-7.6%	-16.3%	-14.7%	20.0%
净利润(人民币百万元)	805	140	418	427	462
变动(%)	-16.5%	-82.6%	199.2%	2.2%	8.2%
每股盈利(人民币分)	10.05	1.78	5.31	5.43	5.87
市盈率@0.365港元(倍)	3.2	18.0	6.0	5.9	5.4
每股股息(港仙)	3.50	0.30	1.82	1.86	2.01
股息现价比率(%)	9.59%	0.82%	4.98%	5.09%	5.51%

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
0916.HK	龙源电力	HKD	6.86	1,195	11.2	8.2	7.6	6.5	0.7	0.6	0.6	0.5
2380.HK	中国电力	HKD	3.30	408	10.8	13.0	11.8	10.5	0.6	0.6	0.6	0.6
0836.HK	华润电力	HKD	19.55	1,012	7.0	8.4	7.9	7.5	0.9	0.8	0.8	0.7
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.62	118	6.6	5.7	5.4	4.8	0.5	0.4	0.4	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.84	304	8.6	6.6	6.2	5.6	0.6	0.6	0.5	0.5
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.66	114	5.3	-	-	-	0.8	0.8	0.8	0.8
0579.HK	京能清洁能源	HKD	2.24	185	5.7	5.3	5.2	4.9	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>平均</b>					<b>7.9</b>	<b>7.9</b>	<b>7.3</b>	<b>6.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>
0182.HK	协合新能源	HKD	0.365	29	18.0	6.0	5.9	5.4	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

# 首钢资源 (0639.HK) (已覆盖)

## 资源优质, 稳定高派息



- **焦煤资源得天独厚, 煤种品质优越:** 公司在中国山西省柳林县拥有兴无、金家庄、寨崖底三座在产焦煤矿, 公司煤炭三矿核定产能均为 175 万吨/年, 合计为 525 万吨/年。三矿均配备三个坑口选煤厂和独立的洗煤厂, 三个洗煤厂入洗能力总共为 630 万吨/年。公司井田位于河东煤田离柳矿区, 该区域为中国优质硬焦煤的主要储量区域之一, 出产的焦煤由于其稀缺性及高经济价值, 被誉为“熊猫煤”。公司煤矿逐步转下组煤以后, 目前以8号和9号煤层为主, 对标柳林9号煤车板价。
- **产量稳步增长叠加极致降本:** FY2025原煤产量525万吨 (同比+5.8%), 三矿全部迈入稳产阶段 (兴武煤矿2024年中完成上下属煤层转化后恢复生产并实现达产); 精焦煤产量315万吨, 洗出率维持约61%, 自产精焦煤销量313万吨。成本端表现亮眼: 可控现金生产成本 (不含资源税等从价税费及折旧摊销) 同比下降9%, 达到年终指引的下跌10%目标。2026年公司规划进一步减员增效, 成本下调目标5%-10%。行业方面, 焦煤价格2025年走出“V型”行情, 反内卷政策与地缘催化改善2026年供给格局背景下, 公司2026年盈利将同比改善。
- **郭家沟煤矿投产值得期待, 打开后续成长空间:** 2025年8月22日, 郭家沟煤矿项目环境影响评价信息进行第一次公示。根据环评信息: 郭家沟矿井可采储量2.03亿吨 (上组煤), 矿井服务年限36.3年, 设计开采2、3、4、5号煤层。公司通过持有金山能源67.17%股权, 进而享有联山煤焦化郭家沟煤矿权益约44%, 折合年度权益产能约176万吨。通过参考公司金家庄和兴无过往开采上组煤3、4、5号煤层煤质特征, 预计郭家沟煤矿取得采矿权所有手续正式投产后, 煤质品位将处于较高水平, 有望享有资源溢价, 打开公司后续成长空间。
- **公司财务稳健, 现金流充裕, 稳定高派息:** 公司无有息负债, 财务稳健, 现金流充裕。截至2025年底, 公司银行结余及现金 (包括超过3个月定期存款) 约80亿港元, 充裕现金流有效保障公司维持高分红率回报股东。公司承诺保底分红率40%, 但近几年实际派息率平均在 80%左右。FY2025全年宣派股息每股12港仙 (中期6港仙+末期6港仙), 派息率97% (FY2024为100%), 按现价计算股息率约4.4%。公司作为焦煤行业周期底部的优质标的, 具备成本曲线优势、高派息承诺及M&A期权价值。当前股价对应约0.85倍FY2025 PB (每股净资产3.23港元), 处于历史估值区间底部。

# 首钢资源 (0639.HK) 盈利预测及行业估值

(百万港元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	5,057	5,056	5,489	5,665	6,449
变动(%)	-14.2%	0.0%	8.6%	3.2%	13.8%
归母净利润	1,494	632	1,145	1,238	1,310
变动(%)	-20.9%	-57.7%	81.0%	8.1%	5.8%
基本每股盈利(港仙)	30.12	12.42	22.01	23.51	25.73
市盈率@2.73港元(倍)	9.1	22.0	12.4	11.6	10.6
每股股息(港仙)	30.00	12.00	16.51	17.63	19.30
股息现价比率(%)	11.0%	4.4%	6.0%	6.5%	7.1%

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
1088.HK	中国神华	HKD	48.06	11,659	17.4	15.6	15.5	-	1.9	1.8	1.7	1.7
1171.HK	兖矿能源	HKD	16.29	2,219	17.3	-	-	-	1.9	1.9	1.9	1.9
1898.HK	中煤能源	HKD	14.44	2,549	11.9	9.4	8.8	-	1.0	1.0	0.9	0.9
0866.HK	中国秦发	HKD	3.15	83	-	14.7	7.4	4.7	3.9	2.8	2.0	1.4
平均					15.5	13.2	10.6	4.7	2.2	1.9	1.6	1.5
0639.HK	首钢资源	HKD	2.73	139	22.0	12.4	11.6	10.6	0.8	0.8	0.8	0.8

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

# 新特能源 (1799.HK) (已覆盖)

## 穿越周期，重塑价值



- **深耕多晶硅、新能源电站建设及运营以及电气设备制造业务：**公司自2008年开始投身高纯电子级多晶硅研制并发展为公司核心主业，多年深耕多晶硅、新能源电站建设及运营业务，并于2015年在香港联交所上市，特变电工直接及间接合计持股比例达72.67%。截至目前，公司高纯多晶硅年产能达30万吨，包括原有新疆甘泉堡和内蒙古包头20万吨产能，以及2023年底新投产的准东一期10万吨产能，公司位于多晶硅第一梯队，行业综合排名第三，仅次于通威和协鑫科技。
- **4月市场情绪转暖，多晶硅现货止跌企稳：**4月17日工信部等四部门联合召开光伏行业“反内卷”座谈会，明确推进产能调控、价格执法、兼并重组等七大综合治理措施。政策预期促进市场情绪转暖，安泰科截至4月29日数据显示，n型复投料（棒状硅）价格维持在3.5-3.6万元/吨区间内；n型颗粒硅成交价格区间为3.4-3.6万元/吨，现货价格止跌企稳。百川盈孚统计当前行业平均完全成本约4.39万元/吨，现货价格全面低于行业成本线，绝大多数企业处于现金流亏损状态。总体判断，多晶硅行业底部信号明确，但实质性供需转好仍待时日，需积极关注供给侧产能出清情况。
- **1Q26实现正盈利，好于市场预期：**公司2026年一季度实现营业收入38.99亿元人民币，营业成本31.34亿元，毛利润7.65亿元，毛利率19.6%，较2025年全年的9.3%大幅改善10.3个百分点。归属于上市公司股东净利润2.28亿元人民币，同比扭亏为盈（2025年全年净亏损12.05亿元）。业绩好于市场预期，1Q26盈利改善主要受益于2025年四季度以来N型硅料价格的阶段性反弹。1月价格在年末需求集中释放和供给收缩支撑下攀升至约5.92万元/吨的年内高点，此后受下游硅片排产下调、库存高企及新增产能释放预期升温等因素拖累持续回落。
- **公司价值严重低估，关注业绩底部反转机会：**FY2025公司非硅业务有效对冲了多晶硅板块的亏损压力，新能源电站运营板块实现分部利润8.97亿元，较FY2024的1.07亿元同比大幅增长738%，跃升为公司最重要的利润贡献来源之一，表明公司已完成向“硅基材料+新能源电站+核心装备”综合能源服务商的战略转型定位，多元业务布局有助于平滑硅料价格周期波动。公司2026年PB约0.26倍，若考虑公司风光电站资产价值，公司价值严重低估；而公司作为多晶硅头部企业将受益于行业供给格局重塑，建议关注业绩底部反转机会。

# 新特能源 (1799.HK) 盈利预测及行业估值

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	21,213	15,255	17,188	19,537	20,935
变动(%)	-31.0%	-28.1%	12.7%	13.7%	7.2%
净利润	(3,905)	(1,205)	(323)	307	1,038
变动(%)	-	-	-	-	238.1%
每股盈利(元)	(2.73)	(0.84)	(0.23)	0.21	0.73
PE@6.49HKD	-	-	-	26.5	7.8
每股净资产(元)	22.93	22.00	23.33	23.74	23.98
PB@6.49HKD	0.25	0.27	0.26	0.26	0.25

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
3800.HK	协鑫科技	HKD	0.91	302	-	-	23.7	20.3	0.7	0.2	0.1	0.6
0916.HK	龙源电力	HKD	6.86	1,195	11.2	8.2	7.6	6.5	0.7	0.6	0.6	0.5
2380.HK	中国电力	HKD	3.30	408	10.8	13.0	11.8	10.5	0.6	0.6	0.6	0.6
0836.HK	华润电力	HKD	19.55	1,012	7.0	8.4	7.9	7.5	0.9	0.8	0.8	0.7
0182.HK	协合新能源	HKD	0.37	29	18.6	6.1	5.6	5.5	0.3	0.3	0.3	0.2
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.62	118	6.6	5.7	5.4	4.8	0.5	0.4	0.4	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.84	304	8.6	6.6	6.2	5.6	0.6	0.6	0.5	0.5
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.66	114	5.3	-	-	-	0.8	0.8	0.8	0.8
平均					9.7	8.0	9.7	8.7	0.6	0.5	0.5	0.5
1799.HK	新特能源	HKD	6.49	93	-	-	26.5	7.8	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

# 中国东方教育 (0667.HK) (已覆盖)



## 职业教育需求不减，盈利能力持续提升

- **三十年职教龙头，穿越周期重拾增长：**公司为全国最大的职业技能教育提供商，其业务主要围绕烹饪技术、西点西餐、信息及互联网技术、汽车服务和时尚美业五大领域。2015-2019年，公司营业收入呈增长趋势，CAGR达20.89%，增长主要由培训人次驱动；2020-2022年，公司营收增长有所放缓，主要受外部因素影响，包括线下开课受限及普职政策的分流。面对经营环境变化，公司及时调整业务策略，2024年以来业绩恢复增长。2024/2025，公司收入为41.16/46.16亿元，同比+3.5%/12.1%，净利润为5.13/7.56亿元，同比+88.0%/47.5%。
- **就业市场结构分化，职业教育需求不减：**近年来，我国政策开始支持增加普通高中学位，初中生源受到普高的分流影响，中职招生面临压力，更需考验学校的竞争力，具备雄厚的师资能力和卓越的教研实力等优势的学校更容易突出重围。与此同时，在普高录取率持续提升的背景下，普高毕业生人数持续创新高，而大学招生增速相对缓慢，导致就学压力增大，我国青年群体（16-24岁）失业率显著高于其他年龄段群体，亟须通过职教培训提升就业竞争力，进一步催生职教需求。
- **洞察市场需求，持续释放盈利空间：**公司深耕职教三十余年，各品牌知名度不断提升，深入产教融合，重视人才培养，平均就业率常年在90%以上。为应对普高政策影响和公办中职院校转向以升学为导向，分流了部分生源，公司积极提升办学层次，布局职教升学赛道，并针对现有专业和课程时长进行优化调整。当前公司的15个月学制和美业招生效果明显，后续增长可期，今年公司还会新增宠物和健康照护两个专业，未来有望贡献新的增长动能。同时，公司布局区域中心战略，有效整合不同品牌，形成规模效应，盈利能力将持续提升。我们预计26-28年实现归母净利润10.04/12.57/14.83亿元，同比+32.8%/25.2%/18.0%，对应26/27/28年PE为9.9/7.9/6.7倍，估值具吸引力。

# 中国东方教育 (0667.HK) 盈利预测及行业估值



人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	4,116	4,616	5,327	6,038	6,819
变动(%)	3.5%	12.1%	15.4%	13.3%	12.9%
净利润	513	756	1004	1257	1483
变动(%)	88.0%	47.5%	32.8%	25.2%	18.0%
每股盈利(人民币元)	0.24	0.34	0.46	0.57	0.67
PE@5.16HKD	19.2	13.2	9.9	7.9	6.7
每股股息(分)	21.0	26.4	27.4	34.3	40.4
股息现价比率(%)	4.6%	5.8%	6.1%	7.6%	8.9%

代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002607.SZ	中公教育	CNY	2.65	163	334.3	40.2	26.2	NA	20.3	13.9	9.1	NA
2469.HK	粉笔	HKD	0.88	20	9.0	5.1	3.8	3.6	1.4	0.9	0.7	NA
<b>平均</b>					<b>91.0</b>	<b>17.3</b>	<b>12.5</b>	<b>7.2</b>	<b>5.9</b>	<b>4.9</b>	<b>3.5</b>	<b>2.0</b>
0667.HK	中国东方教育	HKD	5.16	114	13.2	9.9	7.9	6.7	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

## 行业周期拐点将至，龙头业绩率先修复

- **奶牛养殖龙头，产业链一体化布局：**公司业务覆盖从育种、饲料到奶牛养殖全环节：1) 公司是国内最大的原奶供应商，产能规模位居全国第一。现拥有100座牧场、管理饲养约62万头奶牛，2025年原奶产量约423万吨，占全国总产量的10.3%。2) 公司在产业上游具备领先布局优势，目前是中国最大的反刍动物饲料提供商，子公司赛科星为国内最大奶牛育种企业。3) 公司手握优质客户，伊利集团既是其最大的股东又是其最大的客户，2025年，伊利为公司贡献96.6%的原奶收入，公司还与君乐宝、光明等企业有原料奶合作，未来将持续扩大客户群体。
- **奶牛存栏去化加速，行业周期拐点将近：**2024年以来，我国奶牛养殖行业进入存栏去化阶段，其中现金周转能力较弱、养殖成本较高的散养农户、小型牧场出清速度较快。当前主产区生鲜乳价格为3.01元/kg，2025年以来已持续在低位企稳，牛肉价格持续上涨，较24年低位已上涨39%，进一步促进存栏去化。加之政策端对国内乳制品和牛肉的支持，以及下游品牌加快布局乳品深加工业务，带动行业需求企稳。我们判断行业周期反转将至，行业供需持续改善，2026年奶价有望迎来温和上涨的拐点。
- **业绩修复弹性大，有望提振估值：**受益成母牛单产水平提升、大宗原料价格持续下行，以及牛肉价格上涨等因素带动，2025年公司实现营收206.54亿元，同比+2.8%，归母净利润-4.35亿元，同比减亏49.5%；剔除生物资产公允价值调整后，非国际财务报告准则下年内溢利38.77亿元，同比增幅26.7%。随着行业周期拐点来临，叠加肉牛价格大涨，预计公司利润修复弹性大。我们预计26-28年实现归母净利润14.27/28.01/32.59亿元，同比增长430.0%/96.3%/16.3%，对应26/27/28年PE为9.9/5.4/4.6倍，公司作为行业龙头，将受益周期红利，充分释放业绩弹性，估值有望进一步提升。

# 优然牧业 (9858.HK) 盈利预测及行业估值



人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业额	20,096	20,654	22,209	24,079	25,773
变动(%)	7.5%	2.8%	7.5%	8.4%	7.0%
净利润	-691	-432	1427	2801	3259
变动(%)	34.2%	37.4%	430.0%	96.3%	16.3%
每股盈利(人民币元)	-0.18	-0.11	0.34	0.62	0.73
PE@3.84HKD	-18.7	-30.3	9.9	5.4	4.6

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
1117.HK	现代牧业	HKD	1.29	102	-8.2	12.2	5.8	4.7	1.1	0.9	0.8	0.7
1717.HK	澳优	HKD	1.62	29	14.7	10.0	8.8	8.1	0.4	0.4	0.4	0.4
1112.HK	H&H国际控股	HKD	14.26	92	42.4	12.0	9.5	8.0	1.4	1.2	1.1	1.0
6186.HK	中国飞鹤	HKD	3.46	314	14.6	11.9	11.0	10.3	1.2	1.1	1.1	1.0
2319.HK	蒙牛乳业	HKD	17.29	671	39.2	11.9	10.6	9.7	1.5	1.3	1.2	1.1
<b>平均</b>					<b>20.5</b>	<b>11.6</b>	<b>9.1</b>	<b>8.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>
9858.HK	优然牧业	HKD	3.84	161	-34.7	9.9	5.4	4.6	1.3	0.9	0.8	0.7

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

# 附：推荐标的汇总（更新日期：2026-05-04）

代码	公司名称	总市值 (亿港元)	最新价 (港元)	EPS (港元)			PE			PB	分析师
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	
2198.HK	中国三江化工	68	5.68	0.39	-	-	14.6	-	-	1.15	
2722.HK	重庆机电	120	3.25	0.23	0.29	0.32	14.0	11.3	10.1	1.23	杨森
1122.HK	庆铃汽车股份	26	1.06	-0.01	-	-	-95.7	-	-	0.32	
2616.HK	基石药业-B	150	9.35	-0.34	-0.11	0.10	-27.2	-81.5	90.6	21.91	
2552.HK	华领医药-B	36	3.37	1.24	-0.03	0.13	2.7	-98.0	26.7	2.90	
1541.HK	宜明昂科-B	19	4.42	-0.59	-0.96	-0.54	-7.5	-4.6	-8.2	2.18	林兴秋
1061.HK	亿胜生物科技	18	3.23	0.56	0.57	0.62	5.8	5.7	5.2	0.76	
2256.HK	和誉-B	92	12.69	0.10	0.18	0.24	127.4	69.1	52.7	4.32	
0182.HK	协合新能源	29	0.37	0.02	0.06	0.06	18.5	6.0	5.9	0.30	
0639.HK	首钢资源	139	2.73	0.12	0.22	0.24	22.0	12.4	11.6	0.85	杨义琼
0579.HK	京能清洁能源	185	2.24	0.40	0.42	0.44	5.7	5.3	5.1	0.48	
1799.HK	新特能源	93	6.49	-0.93	-0.26	0.24	-7.0	-24.6	26.9	0.27	
0325.HK	布鲁可	164	65.70	2.86	3.77	4.69	23.0	17.4	14.0	5.16	
9911.HK	赤子城科技	130	9.19	0.82	1.24	1.50	11.2	7.4	6.1	4.82	李承儒
9699.HK	顺丰同城	95	10.40	0.34	0.55	0.87	30.3	18.9	11.9	2.63	
1133.HK	哈尔滨电气	545	24.38	1.32	1.82	2.01	18.5	13.4	12.1	2.77	冯浩
0667.HK	中国东方教育	114	5.16	0.38	0.53	0.65	13.6	9.8	7.9	1.68	李芳芳
9858.HK	优然牧业	161	3.84	-0.12	0.39	0.71	-31.5	9.8	5.4	1.32	

**【备注】**

本期调出：首程控股（0697.HK）、京信通信（2342.HK）、浪潮数字企业（0596.HK）、超盈国际控股（2111.HK）、卓越教育集团（3978.HK）  
 本期调入：布鲁可（0325.HK）、基石药业-B（2616.HK）、协合新能源（0182.HK）、中国东方教育（0667.HK）

- 一、推荐标的表现回顾
- 二、建议持续关注的标的
- 三、风险提示

# 风险提示

## ➤ 中小市值股票可能跌幅较大

当市场调整或者熊市当中，中小市值股票跌幅可能很大。

## ➤ 流动性风险

中小市值股票市值相对较小，流动性有限，变现时可能面临较大的变现冲击成本。

## ➤ 业绩低于预期

中小市值公司业务规模相对较小，受宏观经济环境影响较大，业绩预测难度较大，经营业绩有低于预期的风险。

## ➤ 转型失败

转型需重新配置资源，但中小公司资金、人才、管理能力有限，或面临“整合失败”风险。

# 免责声明



## 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司

香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼

电 话：(852) 3769 6888

传 真：(852) 3769 6999

服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>