

投資全方位

一點靈犀

SHEIN（希音）赴港上市招股書出爐。而公司估值的大幅波動，也折射出跨境電商行業近年來的發展起伏，從疫情期間的業務爆發，再到地緣政治博弈下的監管收緊。SHEIN一路走來，實屬不易。

李靈修

今年2月份，SHEIN董事長許仰天首次公開露面，於「廣東省高質量發展大會」上宣布，未來三年將在廣東投資百億元（人民幣，下同）。當時筆者即撰文預測，SHEIN很可能將上市首選地轉向香港。（詳見2月26日刊文《SHEIN傳調整架構 港IPO迎獨角獸》）

藉小單快返模式外闖

至7月10日晚間，中國證監會公布了希音國際控股有限公司的境外發行上市備案通知書。7月26日，公司更新了港交所聆訊後資料集。財務資料顯示，2026年一季度，公司收入90.5億美元，同比增長約1.1%；淨利潤由上年同期3.95億美元轉為淨虧損0.99億美元，淨利率由4.4%降至-1.1%。

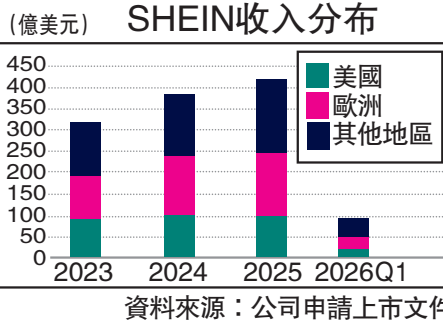
SHEIN 於 2008 年 在 南 京 創 立， 最 初 以

SHEIN 營收保持增長得來不易



「ZZKKO」為公司名、經營跨境出口業務，涉足婚紗、紫砂壺等品類。2012年企業聚焦快時尚女裝，正式推出SHEIN品牌。其開創的「小單快返」模式獲得業界廣泛認可：先從復購數據、社交媒體等層面分析消費者需求變化，再以100至200件小批量訂單測試市場反響，上市3到7天後銷售狀況良好的產品才會大量返單。

巔峰時期，SHEIN 估值曾達到 1000 億美元（2022年），在全球獨角獸排行榜中名列第三，僅



資料來源：公司申請上市文件

◀SHEIN於2008年在南京創立，2012年企業聚焦快時尚女裝，正式推出SHEIN品牌。

次於字節跳動與SpaceX。但與本專欄上周談論的小紅書一樣，SHEIN的上市之路命途多舛。

海外上市未能成行

創始人團隊先是在新加坡註冊企業「Roadget Business Pte. Ltd.」，逐步成為SHEIN的控股公司，負責營運全球網站。2022年，公司LinkedIn頁面更新總部地址為新加坡，並開始在當地大規模招聘，為海外IPO做好鋪墊。但受到地緣政治因素影

響，SHEIN上市計劃未能成行。

至去年底，Meta宣布收購中國AI企業Manus，引發監管部門強烈關注，質疑Manus管理層涉嫌繞過《外商投資安全審查辦法》，通過「紅籌架構拆分、遷冊至新加坡」等手段，違規將國內數據資產轉移至境外。在此背景下，SHEIN赴港IPO可以說是最為現實的選擇。

法國實體店遭當地企業抵制

與此同時，SHEIN境外市場業務拓展遇阻。去年11月，SHEIN在法國老牌百貨公司BHV開設首家實體店，但由於極致性價比策略衝擊到本土服裝市場，遭遇到當地百貨商、服裝協會等多方抵制。

今年6月，法國參議院通過「反快時尚法案」，將SHEIN、Temu、AliExpress等中國跨境電商列為重點監管對象，禁止此類企業開展廣告宣傳，同時要對平台方每件跨境商品加收2歐元進口稅，以及5至10歐元環境稅。同一時間，BHV宣布終止與SHEIN合作，實體店宣告暫停。

上述挑戰也在業績層面有所體現，SHEIN收入持續增長，但淨利潤出現劇烈震盪，這亦對公司估值形成拖累。今年2月份，SHEIN估值約在450億至530億美元之間，但據媒體報道目前公司估值在400億美元左右。

心水股

中信銀行
(00998)

香港電訊
(06823)

中國電力
(02380)



日韓股劇震 港股逆勢上漲

沈金

頭牌手記

港股昨日克服阻力，昂然逼近26000點大關。恒指在如潮買盤推動下，高歌勇進，輕鬆地躍過25300-25500區間，最高見25809，升499點，收市25807，升497點或1.96%，乃第三日連漲，三日共升844點。成交總額有顯著增加，達3122億元，較上日多616億元，顯示好友大戶繼續加注投入，動態積極。

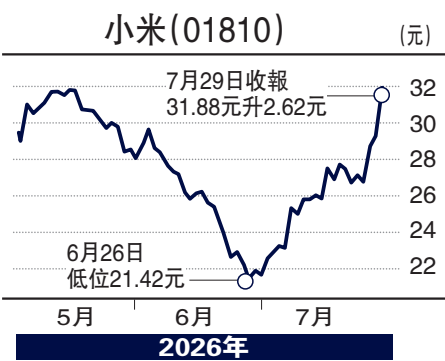
小米強勢 單日飆近一成

亞太區股市的日韓股續挫，其中以韓股跌近6%最驚人，港股的一枝獨秀亦顯示外圍資金有回流的跡象。人工智能股仍然未止瀉，「炒過龍」的教訓深刻。二十隻熱門股中，9隻跌，11隻升，而所跌者均為人工智能類目股份，上升股中，小米（01810）一騎絕塵，收31.88元，大升8.9%，跑在前列，而升4%的有騰

訊（00700）和比亞迪（01211）。小米雷軍宣布將造「增程車」，特點是讓「乘坐空間與續航里程同時釋放」，「既跑得遠又能用得久」，昨日該股大升，此信息應是助力之一。

騰訊繼續領先於科技平台股板塊，動力較阿里（09988）強。成交額方面，騰訊167億元，阿里只106億元。阿里之升幅為1.4%，低於騰訊的4.3%。

內銀股依然出色，創新高的建行（00939）再升0.8%，工行（01398）



升1.6%，農行（01288）續領跑，升1.9%。我作過統計發覺一眾內銀股周息率都在5厘以下，唯中信銀行（00998）仍有5.54厘高息，從收息的角度，中信銀行更抵買。

香港電訊（06823）是另一隻「收息王」，昨收市後公布中期業績，營業額按年增7.9%，純利21.53億元，按年升4%，中期息派34.8仙，較上年同期多一仙，周息率6.4厘，仍可企穩「收息王」地位。

今日是七月期指結算，淡友會否再施壓市招數，有待觀察，不過以昨日好友的氣勢，淡友恐已「回天乏力」。恒指直指26000點關，雖然未必即時可破，但淡友若頑抗下去，所付代價會更高，所以好友已奪得後市話語權的判斷不中不遠矣！現指數為6月2日收26038點之後最高，這一關的阻力估計不會大，真正阻力在26300至26400點，屆時就要提高警覺，小心觀察而定行止了。

股息率近7厘 中國電力上望3元

高飛

股壇魔術師

中國電力（02380）近期好壞消息參半，受到上半年預期盈利倒退的陰影影響下，加上港股整體下跌，股價於6月份大幅下跌。不過，股價在大約2.7元水平似乎獲得支持，加上近日有好消息公布，股價由低位有反彈之勢。現價息率約6.8厘，即使假設派息可能會像盈利一樣下跌約五成，預期息率仍有3.4厘。但如果實際派息沒有這個幅度的下跌，就會成為股價上升的催化劑。候2.8元或以下買，以跌破本周低位2.68元作止蝕，目標先上望3元，有值博率。

好消息方面，集團日前宣布，據最新統計數據顯示，旗下中電大別山

上半年新能源項目（包含風電及光伏等清潔能源）累計利用小時數、單位容量收入均位列湖北省區域第一，經營效益實現穩步提升。

降雨量豐沛 水電業務佳

另外，上月宣布，旗下常熟發電在火電廠運維技術上取得重大突破。其自主研发的《尿素製氨水解器工作液氯化物檢測方法創新與應用》技術，目前已成功在公司合共3320兆瓦的火電機組中全面應用，顯著提升了設備的穩定運行能力。集團獨創採用「電位滴定法」成功屏蔽高氨基體干擾，有效預警氯離子超標以避免設備應力腐蝕與堵塞，從源頭化解運行風險並大幅延長核心設施壽命。未來更

可推廣至化肥、化工及環保等高氨含氯的水質分析場景，具備良好的行業複製價值。

壞消息方面，集團7月24日發盈警，預計上半年公司普通股股東應佔合併利潤將介乎11億至14億元人民幣之間，按年減少約45%至57%。利潤下降主要三大因素：首先，集團旗下風力及光伏發電廠所在地區的風光資源欠佳，導致發電量減少；其次，國內電力市場競爭激烈及市場化電力交易的電價波動加大；第三，電力供應市場中各類電源間的競爭加劇，導致集團燃煤發電業務的售電量下降。然而，集團的水電業務受惠於降雨量豐沛，水力發電量大幅增加，部分抵銷了其他業務板塊利潤的下滑。

記憶體供應緊張 海力士值博

大行報告

里昂發表報告指，因市場憂慮AI資本開支的可持續性、記憶體價格見頂回落，以及中國供應商崛起，SK海力士股價自高位已回落50%。該行指出，由於先進製程節點的複雜性、新廠房漫長的爬坡時間，加上數據中心需求持續強勁，2027年記憶體供應仍將維持緊張。AI能力已成為超大規模雲端業者競爭力的核心，隨著AI模型日益複雜，對高階記憶體產品的需求應會持續增加。

以4倍市賬率計算，市場對SK海力士的主要憂慮已充分反映在股價中，該行維持「高度確信跑贏大市」

評級。報告指出，SK海力士次季營收達79.32萬億韓圓，按季增51%，營運利潤60.54萬億韓圓，按季增61%，分別低於市場共識6%及7%。

第三季營業利潤料增32%

DRAM與NAND平均售價分別上漲30%及56%。盈利不如預期主因產品組合較弱，包含較高比例的HBM3E平均售價季持平，以及高平均售價的HBM4出貨予英偉達出現遞延。盈利達93.8萬億韓圓，增長133%，主因一次性處分投資收益63.3萬億韓圓，部分來自出售鎢銜KIOXIA持股。淨現

金69.4萬億韓圓，較首季的35萬億韓圓大幅提升。

根據與主要客戶持續討論，SK海力士強調AI基礎設施投資即使在2027年後仍將維持強勁。隨著AI應用擴大至搜尋、程式編寫及代理式AI，預期對HBM、伺服器DRAM及高容量eSSD等高階產品的需求將持續增長。第三季指引DRAM出貨量增長10%，NAND增長2-3%。HBM4出貨已於次季啟動，預期下半年加速放量。

里昂預期第三季營業利潤增長32%至80.1萬億韓圓，主因DRAM與NAND平均售價上升15%。另外，公司正評估多種額外股東回饋方案。

歐元有加息本錢 1.13支持力強

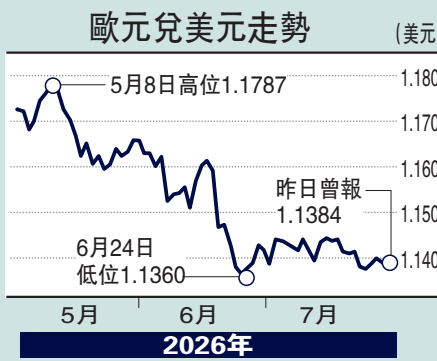
郭啓倫

實德攻略

歐元在下半年開局頭半個月的表現尚算理想，在7月中的時候曾被推高至1.1482水平，但其後掉頭節節下跌，到7月份第四個星期被推低至1.1359左右才能夠靠穩下來，趁低吸納歐元的動作雖然有出現，然而未能夠為歐元提供強勁的動力，以現時走勢來推斷，預料短期內將反覆下試支撐位。

投資者現階段未有大舉趁低吸納歐元，除了預期未能與美利率拉開差距之外，對歐元區經濟展望亦是重要因素。德國八月份消費者信心指數萎縮程度大過預期，也比上一次下滑。指數由2021年12月開始，一直錄得萎縮。德國作為歐元區最大和最重要的經濟體，消費者信心脆弱，直接影響投資者追捧歐元的意欲。

歐洲央行在7月份的貨幣政策會議上，一如市場預期維持利率不變。會議聲明內容顯示，能源價格前景雖然波動性極高，但目前仍接近6月歐元體系工



作人員預測的基準情景，且遠高於中東衝突前的水平。

具體而言，該央行的利率決策將基於對通脹前景及其相關風險的評估，並結合即將公布的經濟和金融數據、潛在通脹動態以及貨幣政策傳導機制的有效性。歐洲央行表明不會預先承諾具體的利率路徑。而當中關於歐元區經濟活動的描述還算正面，歐洲央行指出，儘管中東衝突仍構成不利因素，但最新資訊顯示，第二季經濟活動有所改善。

次季數碼服務表現強勁

服務業活動在能源衝擊後一度顯著疲軟，目前已部分復甦。數碼服務表現強勁，部分原因是人工智能相關活動的貢獻日益增加。製造業持續保持穩定，這得益於企業為防範供應鏈風險而增加庫存，以及國防開支的增加。5月失業率接近歷史低點6.2%。歐洲央行聲稱，前瞻性指標顯示，受能源衝擊及相關不確定性的影響，短期內經濟增長將保持溫和。然而，中期增長的基本驅動因素依然穩固。私人消費、對新興數碼技術的投資、政府在國防和基礎設施的支出，以及出口的復甦，都將有助於整體經濟增長。

雖然欠缺歐洲央行的具體利率路徑作參考，但以該行對歐元區經濟狀況的信心而論，未來仍有加息的本錢，歐元短期間在回落至1.1300附近應該能夠尋獲支持。

（作者為實德金融集團首席分析師）

外商開拓東盟 大馬為熱門據點

貿發焦點

馬來西亞地理位置優越，位於東盟地區的中心點，人口達6.8億，實體和數碼基礎設施完善，有利營商。憑藉這些優勢，馬來西亞成為具吸引力的投資目的地，兼且是區域拓展的戰略平台。馬來西亞的港口達世界級標準，其中巴生港（Port Klang）是世界第十繁忙貨櫃港。因此，香港和中國內地企業可利用馬來西亞這一絕佳平台，拓展東盟市場、推行生產多元化，以及涉足半導體、電子、數據中心、醫療器材和清真產品等高增長產業。

這些產業吸引大量投資，同時凸顯馬國在多個區域以至全球價值鏈的關鍵地位。對中國內地企業來說，馬來西亞機遇在於生產多元化、區域拓展和高附加值產業等。對於香港公司，除了直接投資與貿易，機遇還遍及融資、物流、供應鏈管理、專業服務和市場進入支援等。香港緊密聯繫中國內地企業、馬來西亞和整個東盟市場，進一步鞏固其區域超級聯繫人和超級增值人的地位。

以貢獻GDP計算，雪蘭莪、吉隆坡、柔佛、砂拉越、檳城和霹靂是馬來西亞六大州屬／直轄區，合計佔馬來西

亞2024年GDP接近四分之三（73.4%）。同年，馬來西亞經濟增長5.1%，三大州屬／直轄區的GDP增長高於6%，雪蘭莪（6.3%）、吉隆坡（6.2%）和柔佛（6.4%）成為國內經濟增長主要動力。

馬來西亞的製造業生態系統壯大，支撐該國以出口為導向的經濟。2024年貿易佔GDP比例高達137%。

檳城有東方硅谷美譽

馬來西亞多個主要的電氣及電子產業集群分布各地。例如，檳城佔全國電氣及電子產品出口額六成，有「東方硅谷」的美譽。這個先進的製造業中心專注於半導體、集成電路以及組裝、測試和封裝等高附加值活動。

雪蘭莪的電子產業基礎則更多元化。除了集成電路封裝、設計和半導體製造外，其他主要產出包括電子消費品、工業設備和汽車電子產品。柔佛與雪蘭莪類似，生產各種電子消費品和工業電子產品之餘，也有後端半導體製造服務。柔佛毗鄰新加坡，因而是數據中心的重要選址。

（香港貿易發展局）