



葉尚志  
第一上海首席策略師

2月28日，受到外部風險因素加大的衝擊影響，港股這一波由AI主導引發的結構性急升行情，終於遇上較明顯的回吐壓力。恒指昨跌近780點，跌破23,000點關口來收市，是1月16日以來首次跌回到10天線23,141點以下，要注意中短期升勢已有出現改變的可能，如果恒指進一步下跌22,700點初步支撐的話，估計後續回吐調整的走勢將會更明顯，宜多加注視。

市場在最近兩周逐步燃起對美國經濟前景的擔憂，在美國2月消費信心數據出現明顯轉弱的情況下，加上美國通脹反彈回升，都加劇了環球資金的避險情緒，是令到

股市 領航

## 業務模式持續優化 瘋狂體育前景可期



潘鐵珊  
香港股票分析師協會副主席

瘋狂體育(0082)在2024年上半年的財務表現呈現出一定的複雜性，但同時也有不少增長亮點。根據其2024年中期財報，集團收益約為2.08億元，同比下降23.7%。值得注意的是，上半年公司擁有人應佔虧損錄566.2萬元，較2023年同期虧損949.9萬元大幅收窄，這顯示出集團在成本控制和業務結構調整方面的成效。

在核心業務方面，瘋狂體育的體育知識付費平台表現亮眼，總銷售額達到1.25億港元，同比增長8.9%。這一增長得益於集團在產品創新和運營推廣上的持續投入，特別是在重大體育賽事期間，如2024年歐洲盃，瘋狂紅單的月活躍用戶數量大幅增長89.0%，彰顯了集團在吸引用戶數方面的強大能力。此外，平台總用戶數在上半年也實現了10.1%的

全球股市近日同步下挫原因之一。在過去一個月半月已累升逾5,000點的港股，難免受到上述因素影響而展開回調。

### 市場憧憬內地政策利好經濟

另一方面，特朗普最新表示將會如期在3月4日對加拿大和墨西哥加徵關稅，而同日亦會再向中國徵收額外一成的關稅，消息也進一步加劇市場對於全球經濟的憂慮。值得注意的是，全國兩會將於下周召開，市場普遍預期中國將會推出更有力有效的支持刺激經濟政策措施。

港股出現低開低走，恒指在盤中曾一度下跌920點低見22,798點，但是在低位未見有太大反彈動力，顯示資金入市態度有轉趨謹慎的跡象，23,500點可以看作為恒指目前的好淡分水線，恒指要回升至這點位以上，才可以發出回穩的走勢信號。

指數股出現普跌狀態，其中，近期升幅居前的AI相關股是資金獲利回吐的主要對象，權重科網股ATMXJ就合共給恒指帶來了近370點的跌幅。

增長，達到9,606萬元，為未來的業務拓展奠定了堅實基礎。

集團通過不斷優化業務模式，特別是在體育及休閒遊戲業務上，集中資源於高回報率的項目，同時減少低效投入，實現了7,670萬元的收入。在體育彩票零售服務方面，瘋狂體育與各地體育彩票管理中心展開深入合作，探索「體彩+」的多元化模式，並在多地新增商業綜合體門店，進一步拓展市場。

### 推AI助手提升用戶體驗

技術創新也是瘋狂體育增長的重要驅動力。2024年歐洲盃期間，集團推出了內地首個「體育+彩票」垂直領域的大模型AI助手「如意」，為用戶提供個性化服務，有效提升了用戶的付費意願和消費金額。這一創新不僅提升了用戶體驗，也為集團在數字體育娛樂領域的競爭力加分。

總體而言，儘管瘋狂體育在2024年上半年

元，相比2023年為131億元。公司於去年第四季的住宿預訂營業收入為52億元，按年升33%。

儘管集團去年第四季業績理想，惟管理層營收指引遜預期，則成為市場獲利回吐的藉口。不過，觀乎依然不乏大行建議趁攜程調整吸納。事實上，大和發布的研究報告便重申攜程買入評級，目標價由780元（港元，下同）降至705元，並指該股是其首選之一。大和指出，相信攜程今年的指引低過預期是受到Trip.com的收入增長快過預期，以及因去年高基數令出境旅遊同比收入增長放緩的影響。

投資者可考慮趁攜程超賣部署低吸，博反彈目標為500元關，惟失守400元支持則止蝕。

### 看好攜程留意購輪28453

若看好攜程

後市反彈行情，

可留意攜程國君購輪

(28453)。28453

昨收報0.063元，

其於2025年9月10日

最後買賣，行使價

621.22元，現時溢價

49.5%，引伸波幅

63.99%，實際槓桿

4.19倍。



### 強勢股小米表現惹關注

強勢股小米-W(1810)的表現，相信是目前市場關注主要焦點之一，因為強勢股往往是最後一個被市場打下來，但同時也是第一個出現回穩的。小米在周四出現了放天量的穿頭破腳走勢，發出了短期見頂的信號，目前股價連跌兩日至51.85元報收，能否守穩於50元關口，會是接下來的關注重點。

恒指收報22,941點，下跌776點或3.28%。國指收報8,417點，下跌317點或3.63%。恒生科指收報5,568點，下跌312點或5.32%。另外，港股主板成交4,062億多元，沽空金額573.7億元，沽空比率14.12%，而升跌股數比例是408：1,355。港股通連續第六日出現淨流入，在周五錄得有119億元的淨流入額度。

免責聲明：此報告所載的內容、資料及材料只提供給閣下作參考之用，閣下不應依賴報告中的任何內容作出任何投資決定。第一上海證券有限公司/第一上海期貨有限公司/其關聯公司或其僱員將不會對因使用此報告的任何內容或材料而引致的損失而負上任何責任。

### 瘋狂體育(0082)



面臨收益下降的挑戰，但通過核心業務的穩健增長、用戶基礎的擴大以及技術創新的應用，集團展現出了強勁的恢復勢頭和未來發展的潛力。筆者認為，可考慮於現價買入，上望0.20元，跌穿0.085元止蝕。

(本人沒有持有相關股份，本人客戶持有相關股份)

滬深股市 述評

興證國際

## A股呈回調 注意迴避高位股

2月28日，三大指數單邊下探，科創50領跌逾4%。2月最後交易日，A股縮量調整，科創50及北證領跌逾4%，兩市逾4,700股下跌。截至收市，上證指數收報3,320點，跌1.98%，深證成指收報10,611點，跌2.89%，創業板指收報2,170點，跌3.82%。科創指數跌幅逾4%領跌兩市，兩市共成交金額1.9萬億元（人民幣，下同），比上一交易日縮量約1,363億元。題材股悉數啞火，AI硬件、AI應用及機器人方向領跌；食品飲料逆勢護盤。

### 外圍干擾較多 避險情緒升溫

首先，美國總統特朗普關稅威脅衝擊，疊加美經濟降溫擔憂加劇，提升市場避險情緒。特朗普昨日表示對加拿大及墨西哥徵收25%關稅將於下周生效。

其次，隨著科技重估演繹，港股和A股相關板塊性價比有所降低，臨近上月末，多空分歧下部分資金選擇落袋為安。高位股在本周交易中已顯露退潮跡象，我們也多次提示注意規避相關風險。

短期高位股回調，注意迴避，指數關注重要均線支撐。全國兩會窗口期，政策面仍然保持友好。

### 逢低布局績優兼有前景板塊

兩會下周正式召開、疊加年報及1季報驗證期，投資者可適當控制倉位，切換低位如消費及大行等方向，聚焦有業績支撐和產業邏輯清晰的板塊，逢低布局。

工銀國際首席經濟學家、董事總經理 程實

的主要開支之一，預算的擠壓效應愈發明顯。

### 債務對經濟負面影響將顯現

最後，關於債務高企對美國經濟的邊際影響。現實經濟中，債務和經濟增長之間的關係並非靜態，而是受到貨幣政策、通脹預期以及市場風險偏好等因素的影響。綜合當前的學術研究來看，高債務負增長效應的非線性閾值水準測算普遍的在70%到90%的範圍之間，每增加閾值以上的債務比率一個百分點約拖累經濟增長0.01-0.02個百分點。考慮到與其他主權債務相比，美國債務仍具備一定的特殊性，美國債務的閾值相比普遍的債務閾值約有20%左右的彈性空間，預計債務最大可持續水準接近110%。當美國債務佔GDP比率達到110%左右時，債務對經濟增長的負面影響將顯著顯現。



心水股

股份	昨收報(元)	目標價(元)
瘋狂體育(0082)	0.098	0.200
中國飛鶴(6186)	5.620	-
攜程集團(9961)	436.6	500.00

板塊 透視

耀才證券研究部總監 植耀輝

## 資金積極流入 恒指有望續「尋頂」

港股本周走勢相當波動，恒指一度突破兩萬四大關，不過昨日在美國總統特朗普再次大打關稅牌下引發內地及香港股市下跌。雖然恒指大跌776點，收報22,941點，不過2月份計恒指仍大升13.4%，科指同期升幅更接近18%，表現遠遠拋離區內主要股市以至美股。

無可否認科技權重股現價估值不算便宜，個別市盈率更已飆升至50、60倍。惟現時仍難以評估港股可以行得多遠，皆因資金市無路可捉；不過，只要未來企穩250月線（21,750點），以及北水南下掃貨（尤其是）趨勢不變，恒指有望延續「尋頂之旅」。

談談業績股表現。Nvidia（英偉達/輝達）業績繼續沒有令筆者失望。第四季收入按年增加78%，當中來自數據中心之收入亦按年增加93%。「黃總」黃仁勳指Blackwell需求是「Amazing」，並透露第四季來自Blackwell之收入達到110億美元；至於全年每股盈利為2.94美元，按年升147%，以現價計市盈率約40倍。當然更值得關注為業績展望。Nvidia預期2026年度首年收入將介乎421.4億至438.6億美元，以中位數430億美元計按季上升9.4%，按年則增加65%；毛利率則維持於七成以上水平。

### Nvidia宜續長線持有

Nvidia管理層於分析員會議上釋出相當樂觀之言論，進一步印證筆者過去觀點：對算力的需求不會有人嫌多。當然依然會有人質疑其盈利增速放緩，不過正如上文所指，「黃總」對Blackwell展望之樂觀預期，以及其市盈率現時已回落至40倍，筆者對Nvidia仍充滿信心，除非特朗普再有驚人之舉，否則將會繼續採取長線持有策略。

筆者亦跟大家跟進其他推介股最新表現。玗灣科技(1523)本周已公布全年業績，收入增加24%，股東應佔溢利增加35.4%，至3,804.6萬美元。業績理想其中一個主要原因在於Peplink Starlink項目帶來之正面影響；集團於業績發布中亦有較大篇幅提及此合作對往業績會帶來之正面支持。另一值得留意事項為派息持續慷慨，集團第二次中期息為13.37港仙及特別息5.65港仙，計及特別息全年派息比率超過111%。股價昨日靠穩，筆者亦會在較後時間再對此股作詳細分析。

另外，由於個別推介股有異動，故亦須更新部署。中遠國際(0517)早前未能入選恒生綜合指數，加上美國擬推出遏制中國造船業措施，導致股價從高位4.6元回落。未能入選綜合指數雖有點失望，但對基本面不會帶來任何影響；後者對其塗料業務亦似乎不會帶來衝擊，所以結論是繼續持有，靜待業績後再作評估；至於上周提及之津上機床(1651)，年內升幅一度達到64%，主要受惠於機器人概念。鑑於短期升幅實在相當驚人，筆者亦已於18.5元附近先行止賺。

(筆者持有Nvidia、玗灣科技及中遠國際股份)

股市 縱橫

韋君

## 推蛋白營養粉 飛鶴新增長點

中國飛鶴(6186)為民企，在港上市5周年，現時市值509.58億元（以昨日收市價）。大股東兼主席冷友斌及關連人士持股49.38%，劉聖慧持股8.97%。

集團主要在中國內地從事生產及銷售乳製品，以及銷售營養補充劑。集團在嬰配粉市場實現連續五年中國第一，連續三年全球第一。

集團管理層2月下旬出席海南博鰲健康食品科學大會暨博覽會（FHE2025）發表了最新業務發展。飛鶴副總裁孫建國表示，圍繞中年人高發的肌肉、骨骼健康問題，飛鶴推出愛本躍動蛋白營養粉突破了傳統的單一營養補充模式，養護四維養護行動力，為廣大新中年群體提供了肌肉骨骼一起補的全新功能營養解決方案，助力腿腳有力、生活躍動。

據介紹，集團是以全球領先的乳蛋白鮮萃提取科技，可實現營養的精準提取和重組，顛覆傳統奶酪製作工藝，通過物理方式直接從飛鶴自有優質鮮奶中精準提取和激活各類活性蛋白成分，深度「打開」乳蛋白的豐富營養，在乳品品質上實現了「換道超車」，引領行業進入「鮮奶蛋白」的全新歷史時期。

### 建立「中國母乳數據庫」

另一方面，飛鶴牽頭「十四五」國家重點研發計劃項目，成為「中國母乳研究國家隊」，承載了建立中國母乳數據庫，提升國產嬰配粉質量的重要使命，在全國6個飲食文化區採集5,800餘份母乳，深入探索中國母乳中的活性蛋白成分和營養組合物應用。

集團周二（25日）宣布，附屬黑龍江飛鶴用開置資金認購建設銀行(0939)金融產品，金額為2億元（人民幣，下同），年收益率2.65%。集團在建行及浦發銀行持有理財及結構性存款金融產品的未到期本金金額合共52.25億元。

此外，飛鶴持有71.25%的原生生態牧業(1431)周初發盈喜，預計2024年純利達到2.7億至3.2億元，而2023年度為虧損3.39億元。

飛鶴昨收報5.62元（港元，下同），跌0.23元或3.9%。

飛鶴現價預測市盈率12.7倍，預測息率5.5厘，市淨率1.85倍，估值不算貴，可利用回調作中長線收集，分享其財息兼收增長紅利。

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。

紅籌國企 高輪

張怡

## 攜程超賣 可趁低分段吸納

前期強勢股的攜程集團(9961)於周二公布業績後沽壓明顯增大，股價昨一度走低至432.4元的去年10月初以來低位，收報436.6元，仍跌17.4元或3.83%，即日低位回升的力度不強，即使現時14天RSI已跌至31的超賣水平，但撈底仍不宜太過進取。就股價走勢而言，攜程自去年12月初創出598元的上市高位後，過去一段時間的調整，從高位已急回逾27%，料圍繞其利淡因素已漸消化，在市場資金仍充裕下，可考慮伺機部署分段收集。

業績方面，截至去年12月底止第四季業績，攜程營業額127.68億元（人民幣，下同），按年升23.5%。純利21.57億元，按年升66.3%；每股盈利3.28元。派每股末期息30美仙。經調整EBITDA增長4.4%至29.8億元。經調整EBITDA利潤率23%，相對於2023年同期為28%。公司擬回購高達4億美元普通股和/或ADS。

若不計股權報酬費用以及包含在其他收入/（支出）中的按公允價值計量且其變動計入損益的投資和可交換債券公允價值變動損益及其對所得稅費用的影響，季內歸屬攜程集團股東的非公認會計準則淨利潤為30億元，相比2023年同期為27億元；去年全年歸屬攜程股東的淨利潤為180億

行業 分析

## 美國債務的可持續性考驗

近年來美國財政赤字的可持續擴大與國債規模的不斷攀升引發了全球對其債務可持續性的廣泛擔憂。從理論與國際經驗的角度來看，主權債務可持續性的關鍵在於把握債務與經濟增長的平衡，保證財政政策的穩健以及合理評估市場的承受能力。

首先，關於債務可持續增長的理論邊界。從理論角度來看，不同學派對債務可持續性的判斷標準存在差異。凱恩斯主義強調逆周期調節的短期有效性，通過財政乘數效應實現「債務驅動型增長」。此外，關於債務水準對經濟增長的影響，許多研究表明，公共債務水準與經濟增長之間存在非線性關係：當一國公共債務

水準超過某一閾值時，經濟增長將受到顯著抑制，國際收支平衡的風險上升，長期治理能力受到挑戰。

其次，美國債務增長正處於失速的邊緣。自2008年全球金融危機以來，美國債務規模呈指數級增長，超過同期經濟增速。當前，美國債務問題已成為影響其財政可持續性和金融市場穩定的關鍵隱患，美國債務的邊際風險正在抬升：一方面是美聯儲作為政府債務的重大持有者之一帶來的市場波動；另一方面是高利率環境使得利息支出高企擠壓財政空間，強化「債務-利息」惡性循環。在高利率環境的持續影響下，美國政府的債務利息支出已經成為財政預算