



主要指數

|                       | 前收市價     | 1 日%  | 1 週%  | 1 個月% | 年初至今%  |
|-----------------------|----------|-------|-------|-------|--------|
| 道瓊斯工業平均指數(DJIA)       | 53,414.3 | (0.5) | (0.3) | (1.2) | 11.1   |
| 標準普爾 500 指數(S&P 500)  | 7,718.6  | (0.4) | 0.1   | (0.5) | 12.8   |
| 富時 100 指數(FTSE 100)   | 10,822.1 | (0.1) | (0.0) | (0.7) | 9.0    |
| 澳洲 ASX 30 指數(AS30)    | 9,200.6  | 0.1   | (0.8) | (2.6) | 2.0    |
| 滬深 300 指數(CSI 300)    | 4,575.0  | 0.6   | (1.1) | (2.5) | (1.2)  |
| 富時海峽時報指數(FSSTI)       | 5,792.3  | (0.2) | 0.6   | 1.6   | 24.7   |
| 恒生中國企業指數(HSCEI)       | 8,429.7  | (1.5) | (1.0) | (1.2) | (5.4)  |
| 恒生指數(HSI)             | 25,413.1 | (0.9) | (0.6) | (1.0) | (0.8)  |
| 雅加達綜合指數(JCI)          | 6,619.7  | (0.3) | 1.4   | 3.3   | (23.4) |
| 吉隆坡綜合指數(KLCI)         | 1,714.8  | 0.4   | (0.6) | (1.2) | 2.1    |
| 韓國綜合股價指數(KOSPI)       | 6,995.4  | 4.6   | 2.6   | 11.8  | 66.0   |
| 日經 225 指數(Nikkei 225) | 66,399.8 | 2.1   | 0.1   | 1.2   | 31.9   |
| 泰國證券交易所指數(SET)        | 1,618.8  | 1.5   | 1.5   | 0.4   | 28.5   |
| 臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)   | 47,326.3 | 1.7   | 2.6   | 7.0   | 63.4   |
| 波羅的海乾散貨指數(BDI)        | 3,628.0  | 4.0   | 13.9  | 17.4  | 93.3   |
| 原棕油(馬來西亞令吉/公噸)        | 4,580.0  | (1.8) | (0.6) | 1.4   | 16.5   |
| 布蘭特原油(美元/桶)           | 97.0     | 0.7   | 7.2   | 16.1  | 59.4   |

來源: 彭博

企業活動

|                             | 地點   | 開始       | 收市       |
|-----------------------------|------|----------|----------|
| 潘夢遙就大中華互聯網行業進行的分析師推介        | 新加坡  | 9 月 7 日  | 9 月 8 日  |
| 潘夢遙就大中華互聯網行業進行的分析師推介        | 馬來西亞 | 9 月 9 日  | 9 月 11 日 |
| 第 17 屆亞洲精選研討會 2026 (線上)     | 新加坡  | 9 月 22 日 | 9 月 23 日 |
| 舜宇光學科技 (2382 HK) 業績公布後非交易路演 | 臺北   | 9 月 22 日 | 9 月 23 日 |

企業及宏觀經濟行事曆

| 經濟指標 / 事件                 | 國家/地區 | 日期             |
|---------------------------|-------|----------------|
| 8 月貿易收支、出口、進口             | 中國    | 9 月 8 日        |
| 8 月通脹率 (生產者物價指數, 消費者物價指數) | 中國    | 9 月 9 日        |
| 8 月貨幣供應 (M2、M1、M0)        | 中國    | 9 月 9 日至 15 日  |
| 8 月外商直接投資年初至今按年人民幣        | 中國    | 9 月 11 日至 17 日 |
| 第二季度工業生產按年                | 香港    | 9 月 14 日       |
| 第二季度生產者物價指數按年             | 香港    | 9 月 14 日       |
| 8 月零售銷售                   | 中國    | 9 月 15 日       |
| 8 月工業生產                   | 中國    | 9 月 15 日       |
| 8 月固定資產 (不含農戶)            | 中國    | 9 月 15 日       |
| 8 月調查失業率                  | 中國    | 9 月 15 日       |

重點要聞

策略 | 台灣科技業：增長前景強勁；供應及產能提升執行力仍為關鍵

第 2 頁 →

- 我們上週組織了台灣考察行程，其中包括與台積電及聯發科技的會議。兩家公司均強調多年期的人工智能強勁需求，但尖端產能、載板及先進封裝方面的持續限制，制約了近期增長及利潤率。展望未來，台積電預期 N2 製程將帶來豐厚利潤，且最終產生的利潤率或會高於 3nm；同時，聯發科技的 AI ASIC 業務預計將成為關鍵增長引擎。

行業最新動向 | 中國醫療保健

第 5 頁 →

- 多數醫療保健企業的業績超越 2026 年上半年預期，其中在強勁銷售和授權收入帶動下，以創新藥企及 CRDMO 領跑。醫療器械企業在中國面臨持續的集中帶量採購 (VBP) 及反腐壓力，但全球化將推動其在 2026 年及以後的增長。維持「與大市一致」評級；我們的首選股為信达生物、百濟神州、翰森製藥、藥明康德、藥明生物及微創醫療機器人。

行業最新動向 | 中國房地產

第 9 頁 →

- 上海的「十五五」規劃提出減少新增住宅供應，並加快商業設施升級，我們預期其他高線城市亦會以此為範本。300 個城市的土地出讓收入在 2026 年首 8 個月按年下跌 18.4%，並應自 1937 年 9 月起進一步轉弱，因預售規則收緊。19 個城市的新屋銷售量在 8 月按年下跌 3%，但在 9 月 1 日至 6 日按年上升 3%。維持「跑輸大市」評級；中海發展仍是我們的首選股。

技術分析

理想汽車 | 2015 HK

第 12 頁 →

- 支持位：港幣 47.28 元/港幣 44.56 元
- 阻力位：港幣 56.1 元 / 港幣 62 元

吉利汽車 | 175 HK

第 12 頁 →

- 支持位：港幣 14.86 元/港幣 14.57 元
- 阻力位：港幣 17.66 元/港幣 18.08 元

免責聲明：「交易員專欄」中的技術分析純粹基於圖表形態、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於本行分析員的基本面研究觀點。因此，我們可能不時會提出與我們的基本面買入 / 持有 / 沽出評級相反的技術分析建議。

## 策略

台灣科技業：增長前景強勁；供應及產能提升執行力仍為關鍵

### 重點

- 我們上週與台積電及聯發科技的會議，進一步印證了由人工智能帶動的多年期增長觀點，而強勁的需求以及客戶更長期的承諾更為此觀點提供了支持。
- 台積電預期 N2 將帶來比 N3 更龐大的機遇，但近期的產能提升及較高的海外製造成本預計將攤薄利潤率。
- 聯發科技 2027 年 V8 收入指引為美金 120-160 億元。確保供應以及提升 V9 封裝良率仍是關鍵，而 ASIC 收入增長應會支持營運槓桿比率。

### 最新資料

#### a) 台積電：受惠廣泛人工智能機遇，兼具產能紀律

- 強勁的需求能見度支持審慎的產能規劃。** 台積電對未來的需求具有高度可見度，因為與客戶的設計協作提前達 3 至 5 年，且客戶在投產前 2 至 3 年便已投入工程資源。此外，由於晶圓代工廠專屬的設計會帶來高昂的轉換成本，客戶亦不太可能轉向另一家晶圓代工廠。台積電大約每兩週更新一次營運預測，並在投入資本前獨立評估可持續需求。
- 產能分配反映了客戶的長期承諾。** 產品發展藍圖、工程協作及產量預測主導配額分配，由於過往記錄有限，新客戶最初獲分配的產能有限。管理層視客戶關係為夥伴協作而非單純交易，並強調長期信任的重要性。
- 尖端需求持續供不應求。** 目前產能利用率高於 100%，管理層預期產能將維持緊張，2026 年收入按年增長略高於 30%。先進封裝的增長速度預計將高於整體收入，其收入佔比將由 2025 年略高於 10%，上升至 2026 年約 10% 至 15% 區間的低端水平。雖然其毛利率低於晶圓製造，但較低的資本密集度為其帶來具吸引力的回報。
- N2 利潤率稀釋應會在 2026 年下半年變得更為明顯。** 新節點在過往歷來需要七至八個季度方能達到公司的平均毛利率，當時約為 50%，相比之下目前則為 65% 左右。管理層認為初期稀釋是新節點產能提升的正常特點，並預期隨着良率和規模提升，N2 最終將超越公司平均水平，並帶來高於 N3 的利潤率。
- 技術領先優勢延伸至 N2 以外。** A14 系列約為 1.4 納米，目標於 2028 年量產，而 A13 及 A12 則列入 2029 年左右的發展藍圖中。儘管面臨物理縮放限制，管理層仍預期技術將取得進一步改進。產能轉換亦帶來靈活性：5 納米轉換為 3 納米的工作正在進行中，而 3 納米轉換為 2 納米雖然可行，但成本高昂。這種靈活性有助台積電在半導體週期中管理產能利用率及回報。
- 海外擴張有助業務多元化，但涉及較高成本。** 於亞利桑那、熊本及德累斯頓的擴展乃為響應客戶需求。目前略多於 10% 的產能位於台灣境外，而長遠而言，此比例可能會逐步升至總產能的 20% 至 30%，其中大部分海外擴張將由美國佔據。管理層計劃以台灣業務較強的經濟效益，來平衡海外晶圓廠較高的成本，從而支持整體公司的利潤率。
- 亞利桑那州仍屬長期投資。** 計劃投資總額約為美金 2,650 億元，此前曾提出美金 200 億元、美金 650 億元及美金 1,650 億元的計劃。晶圓一廠已投入量產，據報產量與台灣晶圓廠相當；晶圓二廠正進行設備裝設，而晶圓三廠則正在興建中。勞工、基礎設施及供應鏈方面的限制，意味著產能增長將會循序漸進。
- 先進封裝正成為一項主要的競爭護城河。** 台積電在擴充尖端晶圓產能的同時亦在擴展封裝產能，並將兩者結合管理，為客戶提供綜合解決方案。先進封裝的利潤率低於晶圓代工，但其資本密集度亦較低，從而支持具吸引力的已投資資

#### 分析員

譚文漢，特許財務分析師

[munhon.tham@uobkh.com](mailto:munhon.tham@uobkh.com)

+852 2236 6799

本回報率。若干後端製程亦可由外部行業資源支援，使台積電能夠將資金及工程資源集中於製程中價值最高的部分。

- **內部現金產生能力支持較高的資本支出。**管理層預計未來三年的開支將顯著增加，資金將來自營運現金流。融資無需客戶預付款項。
- **股息增長仍是資本回報的首要任務。**管理層視現時每股新臺幣 7 元的季度股息為下限，此前該股息在近年已增長五至六倍。股份回購並非優先事項。

## b) 聯發科技：人工智能專用集成電路（AI ASIC）重塑盈利結構

- **人工智能 ASIC 收入指引持續上升。**管理層預期 2026 年收入將超過美金 20 億元，相比最初約美金 10 億元的指引。V8 2027 年的指引已由數美金 10 億元的貢獻上調至美金 70-120 億元，其後再上調至美金 120-160 億元。由於 V9 的收入預期自 2028 年起產生，V8 預料將在 2027 年佔據實際上全部的人工智能 ASIC 收入。指引仍略低於客戶需求，若能獲得額外供應，則具備潛在上升空間。
- **執行力與供應能見度的提升，支持提高配置額度。**管理層將有關增長歸因於執行力較同業更強，Gemini 推出後 TPU 需求上升，以及自年中起對台積電 2027 年產能分配的能見度有所提升。市場上愈來愈多傳聞指競爭對手正在攻城略地，但設計複雜度不斷提高，亦強化了在項目不同部分引入設計合作夥伴的理據。
- **管理層認為其在 I/O 裸晶（die）及 SerDes 業務方面面臨的競爭有限。**據報其他供應商亦涵蓋其他組件：創意電子（GUC）及世芯電子（Alchip）負責運算裸晶（compute die），AMD 負責 V10 CPU，以及 Marvell 負責 LPU 與 CXL。這些報告並不必然意味著聯發科技現有業務份額的流失。管理層對其競爭優勢仍充滿信心。
- **V9 可望擴大聯發科技在訓練與推論領域的參與。**聯發科技負責處理 V8 上的訓練，而博通則負責處理推論。管理層認為有機會在 V9 上同時支援兩種工作負載，並表示博通（Broadcom）的平行解決方案未見明確進展。在 V9 中承擔更廣泛的角色可提供進一步的上升空間，且儘管判給尚未確認，其亦對在 V10 中保持核心角色充滿信心。
- **視乎封裝執行的情況，V9 可自 2028 年起提供進一步的增長。**目標於 2026 年底前完成流片，並於 2027 年底前實現量產，自 2028 年起貢獻收入。從 3nm 邁向 2nm 製程、晶粒數量至少增加一倍且體積更大的多晶粒封裝，以及 SerDes 從 224G 升級至 300G，均可能帶動平均售價提升至 V8 水平的兩至三倍。據報 EMIB-T 封裝良率低於 50%，而量產所需的良率為 70%至 80%，尚有一年多的時間可作改善。
- **供應情況仍是 ASIC 產能提升的主要制約因素。**載板是 2027 年的主要瓶頸，而晶圓及 CoWoS 產能能見度已有所改善。2028 年 2 納米晶圓及基板的能見度仍較不明朗。聯發科技正對更多供應商進行資格認證，並已就產能分配與台積電及 Google 展開洽商。HBM 主要由客戶直接採購。
- **晶圓代工多元化佈局聚焦於成熟製程節點。**台積電仍是前沿技術合作夥伴，而於 2022 年公佈的英特爾代工服務（Intel Foundry Services）合作夥伴關係則涵蓋指定的成熟製程產品，包括 16 納米。除非客戶要求地域多元化，否則尖端生產仍集中在台灣。
- **毛利率受壓，但營運槓桿比率有所改善。**管理層維持其 2026 年約 46%的毛利率目標，但預期隨着 ASIC 佔比上升，毛利率將下降至 30%尾段至 40%的區間。視乎產品而定，向客戶提價的幅度由個位數百分比至 20%以上不等。約 30%的營運開支比率應會隨著員工人數大致維持在約 22,000 人而下降，從而支持營業利潤率擴張。受與盈利掛鉤的花紅影響，實質營運開支可能仍會上升。
- **與 Nvidia 的合作擴大了客製化 ASIC 的商機。**英偉達在該筆美金 39 億元的可換股債券交易中投資了美金 35 億元，其餘大部分款項由 Google 提供。

NVLink Fusion 或可使聯發科技設計的客製化 XPU 能連接至 Nvidia 機架組件。目標客戶包括定制晶片能力不如 Google 及 Amazon 成熟的雲端服務供應商（CSP），設計週期為兩至三年。管理層對雲端人工智能需求維持高度正面看法，此乃受到人工智能應用激增、模型複雜度提升以及代幣（Token）消耗量增長的支撐。

- **儘管旗艦產品取得進展，智能手機在短期內仍是一項拖累。**2025 年智能手機收入約為美金 100 億元，約佔總收入的 55%，預計其佔比將在 2026 年降至 40% 左右。管理層預期 2026 年全球智能手機出貨量將下跌約 15%，而中國原始設備製造商（OEM）的出貨量則下跌超過 20%。客戶削減訂單反映記憶體成本上漲，而消費電子產品則在提前拉貨帶動下展現出一定韌性。出貨量跌幅應會在 2027 年收窄，而若記憶體價格增長放緩，平均售價（ASP）的壓力亦可能有所緩解。聯發科技的旗艦產品市佔率已超過 30%，這是建立在其於部分類別的低端市佔率達 80% 至 100% 的基礎之上。
- **汽車業務提供更長期的選擇權價值。**目前的汽車業務收入主要由車載資訊娛樂系統所帶動。聯發科技亦正與電裝（Denso）合作開發先進駕駛輔助系統（ADAS）解決方案，但由於汽車認證週期較長，預期實質的 ADAS 收入可能仍需大約三年時間方能實現。因此，汽車業務仍屬於較長期的增長期權，而非近期的主要盈利驅動因素。
- **合作夥伴關係使聯發科技的策略有別於高通（Qualcomm）。**在人工智能個人電腦（AI PC）領域，高通（Qualcomm）開發整合中央處理器（CPU）與圖形處理器（GPU）的系統晶片（SoC），而聯發科技則專注於 CPU，並與 Nvidia 在 GPU 方面進行合作。在數據中心領域，高通（Qualcomm）透過收購包括 Nuvia 和 Alphawave 在內的公司構建能力，而聯發科技則立足於其現有的客製化 ASIC 項目。
- **客戶多元化仍是一項較長期的機遇。**聯發科技目前擁有一家 ASIC 客戶，並正以另一家美國大型雲端服務供應商（CSP）為目標，惟在 2029 年之前不大可能產生收入。與中國客戶的接觸仍在繼續，但鑑於出口管制風險，這並非優先事項。

## 我們的觀點

- 有關會議進一步鞏固了對人工智能多年發展機遇的正面看法。台積電提供涵蓋尖端製程製造及先進封裝的廣泛投資機會，並受惠於技術領先地位、客戶長設計週期以及強勁的內部現金產生能力。N2 製程及海外擴張短期內將攤薄利潤率，但良率提升、規模效應以及嚴謹的產能規劃應可支持較長期的回報。半導體週期性與地緣政治風險仍然備受關注。
- 聯發科技的人工智能特殊應用集成電路（AI ASIC）藍圖，應可大幅降低其歷來對智能手機的依賴。V8 提供近期的主要增長貢獻，而 V9 則透過更高的設計複雜度及更廣泛的客戶參與度，自 2028 年起帶來潛在的上升空間。儘管毛利率受稀釋，收入規模及嚴謹的開支應有助支持經營利潤率擴張。供應可用性 & 封裝執行力仍為主要風險。
- 我們將關注台積電的 N2 利潤率進展、海外產能提升成本以及先進封裝擴產情況。對聯發科技而言，關鍵里程碑為 2027 年載板承諾、V9 封裝良率改善、確認參與 V10 項目以及營業利潤率達標。這些措施取得進展將增強市場對人工智能增長機遇的時機及盈利能力的信心。

中國醫療保健

創新與全球化：推動增長的雙引擎

重點

- 受強勁的銷售及授權收入帶動，並在創新藥企與 CRDMO 的引領下，多數醫療保健企業的 2026 年上半年業績超出預期。
- 醫療器械企業在中國面臨持續的集中帶量採購（VBP）及反腐壓力，但全球化推動其在 2026 年及以後實現增長。
- 維持「與大市一致」評級；我們的首選股為信達生物、百濟神州、翰森製藥、藥明康德、藥明生物及微創醫療機器人。

分析

- 藥物創新企業憑藉強勁的產品銷售增長及穩健的授權收入，繼續表現優於大市。領先的生物製藥公司信達生物、百濟神州及翰森製藥錄得優於預期的 2026 年上半年業績。在穩步推進的新產品發布計劃、成功的全球擴張以及授權收入增長的推動下，他們有望於 2026 年保持強勁的收入增長。進一步提高營運效率亦將帶動盈利增長。信達生物有信心於 2027 年實現人民幣 200 億元的國內收入，並已為 2030 年訂立新目標——總收入達到人民幣 350-400 億元。百濟神州進一步將 2026 年收入指引上調美金 3 億元，至美金 66-68 億元。翰森製藥及中國生物製藥繼續預期 2026 年收入將錄得雙位數增長。石藥集團受授權收入推動帶動收入增長，並預計未來五年將實現正收入增長。在生物製藥巨頭中，我們看好信達生物、百濟神州及翰森製藥，並預期新產品持續推出及全球化舉措將為 2026 年及以後強勁的營業收入提供支撐。
- CRO / CDMO 龍頭企業：增長前景改善。在強勁的服務需求以及追求卓越服務和業務擴張的不懈努力支援下，領先的合約研究、開發及生產組織（CRDMO）藥明康德和藥明生物於 2026 年上半年的收入增長加快，按年分別增長 38.9% 及 18.4%。此外，利潤率顯著改善，帶動純利大幅增長。兩家公司均已上調收入增長目標，並預期隨著進一步提升其全球新設施的利用率，2026 年下半年的利潤率將穩步改善。藥明康德和藥明生物仍是我們在 CRDMO 板塊中的「買入」首選股。

同業比較

| 公司      | 股票代碼      | 評級  | 目標價上升                 |           | 空    | 市         | — 市盈率 — |        |        |        | — 市賬率 — |        | — 企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 — |        | 股本回  | 淨負債   | — 每股收益 — |        |           | 複合年 | 市盈增 |
|---------|-----------|-----|-----------------------|-----------|------|-----------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|----------------------|--------|------|-------|----------|--------|-----------|-----|-----|
|         |           |     | 價格                    | 目標        |      |           | 2026 年  | 2026 年 | 2026 年 | 2026 年 | 2026 年  | 2027 年 | 2027 年               | 2028 年 |      |       | 2028 年   | 2029 年 |           |     |     |
|         |           |     | 2026 年 9 月 7 日 (當地貨幣) | 價格 (當地貨幣) |      |           | (%)     | 幣百萬元)  | (倍)    | (倍)    | (倍)     | (倍)    | (倍)                  | (倍)    |      |       | (%)      | (%)    | 預測 (當地貨幣) |     |     |
| 邁瑞醫療    | 300760 CH | 買入  | 169.20                | 195.00    | 15.2 | 205,036.5 | 27.3    | 23.7   | 5.0    | 4.7    | 20.2    | 17.3   | 20.5                 | -43.8  | 6.19 | 7.14  | 8.01     | 13.7   | 2.0       |     |     |
| 石藥創新    | 300765 CH | 買入  | 45.42                 | 57.00     | 25.5 | 63,796.6  | 38.5    | 不適用    | 14.7   | 14.8   | 40.9    | 不適用    | -0.5                 | -23.4  | 1.18 | -0.02 | 0.13     | -66.5  | 不適用       |     |     |
| 和黃醫藥    | 13 HK     | 買入  | 22.38                 | 26.00     | 16.2 | 19,522.9  | 62.7    | 36.7   | 1.9    | 1.8    | 236.6   | 54.4   | 3.2                  | -9.9   | 0.05 | 0.08  | 0.12     | 61.1   | 1.0       |     |     |
| 和黃醫藥    | HCM US    | 買入  | 14.09                 | 16.63     | 18.0 | 2,458.2   | 61.9    | 36.3   | 1.9    | 1.8    | 184.9   | 41.2   | 3.2                  | -9.9   | 0.05 | 0.08  | 0.12     | 61.1   | 1.0       |     |     |
| 和黃醫藥    | HCM LN    | 買入  | 212.00                | 250.00    | 17.9 | 1,814.5   | 56.8    | 33.3   | 1.7    | 1.7    | 190.9   | 42.6   | 3.2                  | -9.9   | 0.05 | 0.08  | 0.12     | 61.1   | 0.9       |     |     |
| 石藥集團    | 1093 HK   | 買入  | 9.68                  | 11.50     | 18.8 | 111,537.3 | 12.8    | 11.9   | 2.5    | 2.3    | 8.0     | 7.5    | 19.7                 | -35.9  | 0.65 | 0.69  | 0.74     | 7.2    | 1.8       |     |     |
| 國藥控股    | 1099 HK   | 持有  | 15.83                 | 17.00     | 7.4  | 49,400.0  | 5.8     | 5.5    | 0.5    | 0.4    | 4.6     | 4.5    | 8.3                  | -0.3   | 2.32 | 2.45  | 2.61     | 6.2    | 0.9       |     |     |
| 中國生物製藥  | 1177 HK   | 買入  | 5.47                  | 7.20      | 31.5 | 102,195.7 | 16.8    | 15.7   | 2.7    | 2.6    | 12.7    | 12.3   | 8.4                  | 26.4   | 0.28 | 0.30  | 0.33     | 8.5    | 2.0       |     |     |
| 信達生物    | 1801 HK   | 買入  | 101.30                | 132.00    | 30.3 | 176,653.5 | 50.1    | 34.1   | 6.6    | 5.5    | 47.2    | 30.9   | 15.1                 | -70.3  | 1.73 | 2.54  | 3.59     | 44.1   | 1.1       |     |     |
| 平安好醫生   | 1833 HK   | 持有  | 6.60                  | 6.70      | 1.6  | 14,254.7  | 48.5    | 35.4   | 1.2    | 1.1    | 99.6    | 44.7   | 3.2                  | -28.2  | 0.12 | 0.16  | 0.21     | 34.6   | 1.4       |     |     |
| 醫脈通     | 2192 HK   | 買入  | 6.99                  | 10.20     | 46.0 | 5,170.8   | 12.4    | 10.7   | 0.9    | 0.8    | 11.8    | 9.8    | 7.9                  | -39.0  | 0.48 | 0.56  | 0.66     | 16.6   | 0.7       |     |     |
| 微創醫療機器人 | 2252 HK   | 審核中 | 21.18                 | 審核中       | 不適用  | 21,970.4  | 195.1   | 78.0   | 42.2   | 31.1   | 不適用     | 142.8  | 30.3                 | -60.0  | 0.09 | 0.23  | 0.48     | 127.1  | 1.5       |     |     |
| 藥明生物    | 2269 HK   | 買入  | 48.48                 | 67.80     | 39.8 | 201,334.0 | 24.5    | 20.4   | 3.3    | 2.8    | 17.0    | 12.8   | 13.4                 | -16.3  | 1.70 | 2.04  | 2.47     | 20.5   | 1.2       |     |     |
| 藥明康德    | 2359 HK   | 買入  | 191.70                | 220.00    | 14.8 | 542,211.0 | 21.2    | 18.2   | 5.1    | 4.2    | 15.3    | 12.8   | 24.7                 | -38.3  | 7.72 | 9.00  | 10.48    | 16.5   | 1.3       |     |     |
| 藥明康德    | 603259 CH | 買入  | 153.25                | 189.20    | 23.5 | 464,028.2 | 20.8    | 17.4   | 4.8    | 4.0    | 7.7     | 6.0    | 24.7                 | -38.3  | 7.72 | 9.00  | 10.48    | 16.5   | 1.3       |     |     |
| 阿里健康    | 241 HK    | 買入  | 3.17                  | 5.20      | 64.4 | 51,194.8  | 19.1    | 16.6   | 2.6    | 2.4    | 15.1    | 13.0   | 13.9                 | -56.0  | 0.14 | 0.16  | 0.19     | 14.9   | 1.3       |     |     |
| 微創醫療機器人 | 2675 HK   | 買入  | 36.66                 | 56.00     | 52.8 | 14,283.4  | 127.8   | 42.7   | 4.8    | 4.5    | 1,430.6 | 49.7   | 8.0                  | -60.7  | 0.25 | 0.73  | 1.39     | 138.3  | 0.9       |     |     |
| 中國神威    | 2877 HK   | 持有  | 8.19                  | 8.50      | 3.8  | 6,773.1   | 7.0     | 6.5    | 0.7    | 0.6    | -1.3    | -1.2   | 10.0                 | -84.6  | 1.00 | 1.07  | 1.14     | 6.9    | 1.0       |     |     |
| 翰森製藥    | 3692 HK   | 買入  | 36.28                 | 45.00     | 24.0 | 220,007.4 | 28.7    | 24.7   | 4.7    | 4.2    | 21.6    | 18.7   | 18.0                 | -40.8  | 1.08 | 1.26  | 1.45     | 15.6   | 1.8       |     |     |
| 聯邦製藥    | 3933 HK   | 買入  | 8.42                  | 11.00     | 30.7 | 16,579.9  | 19.7    | 16.6   | 0.8    | 0.8    | 6.6     | 6.1    | 4.7                  | -9.9   | 0.37 | 0.43  | 0.50     | 16.8   | 1.2       |     |     |
| 百濟神州    | 6160 HK   | 買入  | 215.20                | 265.00    | 23.1 | 342,760.6 | 24.6    | 19.0   | 7.3    | 5.8    | 29.0    | 20.2   | 19.6                 | -90.2  | 1.12 | 1.44  | 1.83     | 28.1   | 0.9       |     |     |
| 百濟神州    | ONC US    | 買入  | 358.26                | 439.41    | 22.7 | 43,875.6  | 23.7    | 18.4   | 7.7    | 6.1    | 23.3    | 15.5   | 19.6                 | -90.2  | 1.12 | 1.44  | 1.83     | 28.1   | 0.8       |     |     |
| 百濟神州    | 688235 CH | 買入  | 265.03                | 354.10    | 33.6 | 293,418.1 | 34.7    | 26.9   | 10.8   | 8.5    | 23.1    | 15.4   | 19.6                 | -90.2  | 1.12 | 1.44  | 1.83     | 28.1   | 1.2       |     |     |
| 平均      |           |     |                       |           |      |           | 26.0    | 22.4   | 5.8    | 4.9    | 19.0    | 18.4   | 13.6                 |        |      |       |          | 25.0   | 1.3       |     |     |

註：U.R.= 審核中資料來源：彭博、大華銀行繼續

分析員

竇曉琴

carol.dou@uobkh.com  
+852 96605003

陳穎翀

sunny.chen@uobhk.com  
+852 52266685

與大市一致（維持）

行業首選

| 公司      | 股票代碼    | 評級 | 股價 (港元) | 目標價 (港元) |
|---------|---------|----|---------|----------|
| 信達生物    | 1801 HK | 買入 | 101.30  | 132.00   |
| 百濟神州    | 6160 HK | 買入 | 215.20  | 265.00   |
| 藥明康德    | 2359 HK | 買入 | 191.70  | 220.00   |
| 藥明生物    | 2269 HK | 買入 | 48.48   | 67.80    |
| 微創醫療機器人 | 2675 HK | 買入 | 36.66   | 56.00    |

資料來源：彭博、大華繼續

- **醫療器械分部：海外業務加速擴張，支持更強勁的收入增長。**面對國內龐大的價格壓力，領先的醫療器械企業紛紛積極拓展其在國際市場的業務。邁瑞醫療與微創醫療機器人 2026 年上半年業績均表現令人滿意，其中海外業務推動了增長。邁瑞醫療於 2026 年上半年的海外收入按年增長 13.7%，佔總銷售額的 53%。微創醫療機器人於 2026 年上半年的海外收入按年激增 267%，佔總收入的 70%。我們預期反腐行動以及集團採購組織（GPO）/ 帶量採購（VBP）價格將進一步壓低國內市場的價格與利潤率。然而，海外業務在 2026 年下半年及以後將繼續推動邁瑞醫療和精鋒醫療的收入與盈利增長。
- **互聯網醫療板塊：過渡之年，盈利質素保持穩健。**該板塊 2026 年上半年的收入因監管更趨明確（涉及 2026 年 4 月至 8 月期間針對保健品、處方藥網售、回扣及醫藥代表的監管措施），以及各公司加快投資和清理業務結構而出現調整。然而，盈利質素依然穩健，利潤率、產品組合及現金創造能力均見改善。京東健康表現領先，2026 年上半年收入及經調整純利分別按年增長 15.9% 及 8.5%。阿里健康預期 2027 財年收入按年增長 10% 至 15%，在對創新藥及人工智能投資人民幣 2-3 億元後，經調整純利按年下降 1% 至 18%。平安好醫生於 2026 年上半年錄得經調整純利按年增長 37.7%，但指引 2026 年收入將出現十位數低段跌幅，且純利率將會收窄。醫脈通公佈 2026 年上半年收入及經調整純利表現偏軟，按年分別增長 1.0% 及 2.4%，但仍指引 2026 年產品數量將錄得雙位數增長。隨著監管框架趨於穩定，我們預期該業務板塊將於 2027 年恢復雙位數的收入增長。
- **中藥（TCM）板塊：2026 年復甦無望，惟仍存在個別投資機會。**受持續進行的反腐行動、集中帶量採購（GPO）招標以及疲弱的經濟環境打擊，中藥業務板塊於 2026 年上半年的收入持續下滑。中國中藥於 2026 年上半年錄得收入按年下跌 27.1%，淨虧損達人民幣 7.76 億元。神威藥業的 2026 年上半年收入及純利按年分別下跌 28.5% 及 23.7%。受持續的政策逆風影響，其對 2026 至 2027 年的增長保持保守態度，同時預期在管線獲批的帶動下，將自 2028 年起迎來復甦。康臣藥業（1681 HK）則屬例外，受惠於腎病藥物銷售額按年增長 18.1%，2026 年上半年收入及純利分別按年增長 13.8% 及 19.5%，並預期 2026 年全年收入將實現雙位數增長。我們認為，成本控制政策收緊將在 2026 至 2027 年間繼續對中藥銷售構成壓力，但仍存在個別投資機會。

## 個股推薦

- **信達生物（1801 HK / 買入 / 目標價：港幣 132 元）**2026 年上半年業績表現強勁，總收入按年增長 44.8% 至人民幣 86.2 億元，產品收入增長 56.7% 至人民幣 82 億元，經調整純利達人民幣 17 億元（按年增長 40.5%），幾乎追平 2025 年全年水平。憑藉 20 款已商業化產品，其有信心於 2027 年前實現人民幣 200 億元的國內銷售目標。與武田（Takeda）、禮來（Lilly）、輝瑞（Pfizer）、羅氏（Roche）、Ollin 及 Spero 建立的戰略合作夥伴關係，涵蓋 20 多個資產，代表約美金 340 億元的潛在價值，確保未來十年獲得穩定的授權收入。在新型腫瘤學重磅藥物以及心血管、代謝和眼科領域管線拓展的支持下，信達生物以 2030 年實現人民幣 350-400 億元的總收入為目標。憑藉預計於 2030 年前將有至少五款針對美國及歐盟市場的資產進入全球 3 期臨床試驗，信達生物有望在 5 至 10 年內成為領先的全球生物製藥企業。
- **百濟神州（6160 HK / 買入 / 目標價：港幣 265 元）**2026 年上半年收入按年增長 32.3% 至美金 32.2 億元，經調整純利按年增長 110.7% 至美金 8.2 億元，優於市場預期。管理層進一步將 2026 年收入指引上調美金 3 億元至美金 66-68 億元，並將美國通用會計準則營業利潤指引上調至美金 10-11 億元，主要受惠於其強勁的全球商業執行力，以及在進一步提升營運效率方面的潛力。此外，該公司在研發管線方面進展強勁，例如：BEQALZI 近期獲美國食品藥品監督管理局（FDA）批准用於三線（3L）復發 / 難治性套細胞淋巴瘤（r/r MCL）、TEVIMBRA 於日本獲批用於一線（1L）胃癌，以及 BRUKINSA 有望於 2027 年在美國、歐盟、中國及日本獲准上市用於一線套細胞淋巴瘤。百濟神州已具備有利條件，以實現持續的長期增長。

- 藥明康德（2359 HK / 買入 / 目標價：港幣 220 元）總收入及經調整非《國際財務報告準則》純利分別按年增長 38.9%及 83.2%，優於市場預期及其增長指引。毛利率按年擴闊 9.4 個百分點至 53.2%，且於 2026 年 6 月底的積壓訂單按年增加 25.2%，預示業務將持續擴展。該公司將其 2026 年收入目標由人民幣 513-530 億元大幅上調至人民幣 585-605 億元。更強勁增長前景背後的主要驅動因素包括：a)具韌性的客戶需求，b)CRDMO 業務模式有能力推動愈來愈多項目從研發早期階段推進至後期階段及商業化生產，以及 c)在卓越執行方面獲證實的過往業績。
- 藥明生物（2269 HK / 買入 / 目標價：港幣 67.8 元）2026 年上半年收入按年增長 18.4%至人民幣 117.9 億元，高於其 13%至 17%的全年增長指引；經調整股東應佔純利按年大幅增長 38.4%至人民幣 33.1 億元，優於市場預期。受惠於未完成訂單增長及產能擴張，藥明生物已將其 2026 年收入按年增長預測上調至 15%至 18%，並預計未來三年的總收入複合年增長率將達 20%。增長前景改善亦受惠於 2026 年至 2029 年間商業化生產收入約 30%的強勁複合年均增長率，以及生產產能的進一步擴充。
- 微創醫療機器人（2765 HK / 買入 / 目標價：港幣 56 元）公佈 2026 年上半年收入按年增長 113.8%至人民幣 3.193 億元，表現優於預期。淨虧損為人民幣 1,930 萬元，按年收窄 78.4%。儘管國內外競爭加劇，該公司於 2026 年上半年仍取得強勁的營運進展。其 MP1000 將全球業務版圖拓展至 63 個國家（相較於 2025 年底的 54 個）。其於 2026 年上半年在全球裝機 58 台手術機器人（包括向海外交付 49 台及在中國交付 9 台）。截至 2026 年 6 月底，手術機器人累計裝機量達 158 台（包括海外 103 台及中國 58 台）。累計手術／處置總數突破 21,600 宗（相比 2025 年底為 14,000 宗），其中 2026 年上半年的耗材收入佔總收入的 16.5%。  
微創醫療機器人仍然確信，海外增長將在 2026 年下半年及往後推動收入持續增長勢頭。在維持人民幣 8.5 億元收入目標不變且持續推進營運效率措施的情況下，該公司有望於 2026 年實現收支平衡。
- 微創醫療機器人（2252 HK / 評級及目標價：審核中）推遲發布其 2026 年上半年業績，並自 2026 年 9 月 1 日起暫停買賣，原因為與上海慧慶城投資管理有限公司於 2021 年簽訂的一份為期五年的物業租賃協議存在審計爭議。該公司表示需要更多時間以釐清出租人根據《上市規則》是否符合「關連人士」的資格——這項分類將重大影響過往交易的會計處理及公允呈報。同一租賃問題亦導致微創醫療（853 HK/未予評級）、微創腦科學（2172 HK/未予評級）及微創心通醫療（2160 HK/未予評級）同時停牌。集團層面潛在的系統性合規失誤，可能會引致保留審計意見，並削弱對其管理層及企業管治的信任。
- 平安好醫生（1833 HK / 持有 / 港幣 6.7 元）受非核心業務縮減影響，2026 年上半年收入按年下跌 0.7%，而經調整純利則受惠於利潤率大幅擴張而按年增長 37.7%，超越 2026 年預測。然而，該公司對 2026 年的指引為收入錄得十位數低段降幅以及純利率收窄，預計非核心業務將在 2026 年全年及 2027 年初對收入增長構成重大拖累。我們將 2026 年收入及經調整純利增長預測分別由按年增長 0.2%及 20.1%下調至按年-12.1%及-40.1%。下調評級至「持有」，並將目標價調低至港幣 6.7 元，以反映公司 2026 年下半年收入增長前景遜於預期，此乃基於 2027 年 2.3 倍市銷率（相當於 35.9 倍 2027 年預測 市盈率）。

## 估值 / 投資評級

- 維持對中國醫療保健行業的「與大市一致」評級。我們看好領先的創新藥研發企業及 CRDMO 參與者。我們的首選股為信達生物、百濟神州、翰森製藥、藥明康德、藥明生物及微創醫療機器人。

## 板塊催化劑 / 風險

- 催化劑：a)研發進展順利，且推出創新產品的數量不斷增加；b)收入及盈利增長強勁；c)持續推進全球化佈局；以及 d)強大的產品管線吸引越來越多全球合作夥伴達成對外授權交易。
- 風險：a)地緣政治風險可能上升；b)境內 / 境外監管變動；c)經濟下行風險；d)研發及市場推廣風險；e)市場競爭加劇；以及 f)海外擴張及業務合作風險等。

中國房地產

上海將房屋供應重心由新建轉向市區更新；全國土地供應持續縮減

重點

- 上海市「十五五」規劃目標削減住宅單位的新增供應，並加大商業設施升級的力度。在未來五年內，這可能會成為較高線城市中反覆出現的趨勢。
- 在 300 個城市 2026 年首 8 個月土地出讓金按年下降 18.4%後，我們預期預售制度改革將進一步為土地市場降溫。銷情依然分化：19 個主要城市的新屋銷售於 2026 年 8 月按年下跌 3%，但於 9 月 1 日至 6 日按年上升 3%，並以一線城市領漲（分別為+12%及+39%）。
- 維持「跑輸大市」評級。我們首選股為中海發展。

分析

- 上海於 9 月 3 日發佈城市更新及住房發展「十五五」規劃，削減住宅單位新增供應，並加大商業設施升級力度。下表概述主要目標。在 2026 至 2030 年間，上海計劃將新建住宅房屋供應減少 33%至 40%，並將新增住宅用地供應減少 21%至 38%，而商業物業升級目標則增加 56% 改造活動目標增加 92%。具體而言，商業物業升級將主要由以下各項推動：a)擴展用途；b)表現欠佳樓宇的重新定位；c)租戶組合調整與升級；d)數據監測；以及 e)聚焦關鍵區域（陸家嘴、虹橋、漕河涇及五角場）。正如上海的規劃所示，我們預計住宅供應收緊及商業地產升級將成為未來五年高線城市的決定性趨勢。

上海「十五五」規劃：削減供應與更新目標

| 指標                 | 2021 至 2025 年<br>的成果 | 2026 至 2030 年<br>目標 | 變動        |
|--------------------|----------------------|---------------------|-----------|
| 住宅物業項目的新增供應（百萬平方米） | 42.0                 | 25.0-28.0           | -33%至-40% |
| 各類住宅用地新增供應（公頃）     | 2,921                | 1,800-2,300         | -21%至-38% |
| 老舊小區改造（百萬平方米）      | 68.8                 | 30.0-40.0           | -42%至-56% |
| 經政府批准的城中村綜合改造項目數量  | 70                   | 12                  | -83%      |
| 可負擔租住房屋供應（千個單位）    | 267                  | 250-270             | -6%至+1%   |
| 已升級商業物業面積（百萬平方米）   | 2.6                  | 5.0                 | +92%      |
| 已升級的商業及寫字樓物業數目     | 不適用                  | 150                 | 新目標       |
| 重點更新區數目            | 不適用                  | 20                  | 新目標       |
| 外地勞工床位（千個）         | 73                   | 120                 | +64%      |
| 建築物節能改造（百萬平方米）     | 32.0                 | 50.0                | +56%      |

資料來源：上海市人民政府、克而瑞、大華繼顯

同業比較

| 公司         | 股票<br>代碼 | 評級 | 價格<br>2026 年 9<br>月 7 日<br>(港元) | 目標<br>價格<br>(港元) | 目標價<br>上升空間<br>(%) | 最新<br>年份<br>結束 | 市盈率<br>2024<br>(倍) | 市盈率<br>2025 年預<br>測<br>(倍) | 市盈率<br>2026 年預<br>測<br>(倍) | 收益率<br>2025 年預<br>測<br>(%) | 股本回報率<br>2025 年預測<br>(%) | 市場<br>市值<br>(港幣 1<br>百萬元) | 價格 /<br>每股資產<br>淨值<br>(倍) |
|------------|----------|----|---------------------------------|------------------|--------------------|----------------|--------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 華潤置地有限公司   | 1109 HK  | 買入 | 29.88                           | 39.60            | 32.5%              | 12/25          | 8.2                | 9.1                        | 8.1                        | 4.3                        | 4.7%                     | 213,072.5                 | 0.61                      |
| 中國海外發展     | 688 HK   | 買入 | 12.91                           | 19.88            | 54.0%              | 12/25          | 9.3                | 10.5                       | 9.7                        | 3.8                        | 2.7%                     | 141,298.4                 | 0.31                      |
| 龍湖集團       | 960 HK   | 買入 | 6.02                            | 8.76             | 45.6%              | 12/25          | 4.9                | 不適用                        | 不適用                        | 0.2                        | -1.9%                    | 42,690.9                  | 0.23                      |
| 越秀地產       | 123 HK   | 買入 | 3.26                            | 4.50             | 38.0%              | 12/25          | 43.4               | 45.6                       | 36.0                       | 1.1                        | 0.5%                     | 13,122.8                  | 0.21                      |
| 華潤萬象生活     | 1209 HK  | 買入 | 39.90                           | 55.00            | 37.8%              | 12/25          | 19.7               | 17.8                       | 16.0                       | 6.2                        | 26.6%                    | 91,071.8                  | 4.81                      |
| 中海物業集團有限公司 | 2669 HK  | 買入 | 3.51                            | 4.20             | 19.8%              | 12/25          | 7.2                | 8.1                        | 8.2                        | 5.3                        | 18.5%                    | 11,510.3                  | 1.51                      |

資料來源：彭博、大華繼顯

分析員

劉潔琦

Jieqi.Liu@uobkh.com  
+852 28261392

沈宸昊

Damonshen@uobkh.com  
+86 21 54047225 分機 820

跑輸大市  
（維持）

分部評級

| 分部    | 評級       |
|-------|----------|
| 中國房地產 | 跑輸大市（維持） |
| 物業管理  | 跑輸大市（維持） |

資料來源：彭博、大華繼顯

行業首選

| 公司         | 股票代碼    | 評級 | 股價<br>(港<br>元) | 目標價<br>(港<br>元) |
|------------|---------|----|----------------|-----------------|
| 中海發展       | 688HK   | 買入 | 12.91          | 19.88           |
| 華潤萬象生<br>活 | 1209 HK | 買入 | 39.90          | 55.00           |

資料來源：彭博、大華繼顯

- **全國土地供應持續縮減。**2026 年首 8 個月，中指研究院監測的 300 個城市土地出讓總額按年下跌 18.4%至人民幣 12,886 億元；其中，在成交總樓面面積按年下跌 21.3%的情況下，住宅用地出讓額按年下跌 21.5%至人民幣 8,822 億元。全國土地出讓跌幅擴大，地方政府的土地出讓收入在 2026 年首 7 個月按年下跌 30.8%。隨着預售政策收緊，我們預期土地市場將自 2026 年 9 月起更為顯著地降溫。土地出讓收入進一步萎縮將加劇地方政府的財政壓力，並可能進而進一步增加收緊稅費政策的可能性。
- **核心城市的租金收益率在 2026 年 8 月微升。**按兩個數據源（中指數據及城市房產）合計，截至 2026 年 8 月底，四個一線城市的平均租金回報率為 2.16%，年初至今上升 0.16 個百分點；而二線城市的平均值則為 2.66%。北京 / 上海 / 廣州 / 深圳分別為 2.3% / 2.1% / 2.5% / 1.8%。收益率上升是因為二手價格下跌速度快於租金。然而，該等利率仍低於首置按揭的平均利率 3.06%。

主要城市租金回報率（%）

| (%)     | 北京  | 上海  | 廣州  | 深圳  | 杭州  | 廈門  | 南寧  | 南昌  | 成都  | 武漢  | 蘇州  | 重慶  | 長沙  | 青島  |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 2025-08 | 2.2 | 2.1 | 2.4 | 1.8 | 2.3 | 1.5 | 2.8 | 2.7 | 3.0 | 3.7 | 2.1 | 2.8 | 3.5 | 2.2 |
| 2025-12 | 2.1 | 2.0 | 2.2 | 1.7 | 2.1 | 1.5 | 2.9 | 2.9 | 2.7 | 2.9 | 2.1 | 2.9 | 3.5 | 2.0 |
| 2026-06 | 2.3 | 2.1 | 2.4 | 1.7 | 2.3 | 1.6 | 2.9 | 3.0 | 2.9 | 3.3 | 2.1 | 2.9 | 3.6 | 2.6 |
| 2026-08 | 2.3 | 2.1 | 2.5 | 1.8 | 2.3 | 1.6 | 2.9 | 3.0 | 3.0 | 不適用 | 2.2 | 2.9 | 3.6 | 2.5 |
| 年初至今變動  | 0.3 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 不適用 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.5 |

資料來源：中指數據、城市房產、大華繼顯

- **9 月 1 日至 6 日的高頻數據顯示一線城市與低線城市之間的差距再度擴大。**  
**19 個主要城市的新屋銷量按年增長 3%，為數月以來首見正增長。一線城市按年上升 39%，而二線城市則下跌 5%。二手交易亦呈現相同的分化。整體價格走勢維持向下軌跡。**
  - a) 19 個主要城市的新屋銷量在 2026 年 9 月 1 日至 6 日期間按年增長 3%。一線 / 二線城市的新建住宅日均銷量同比分別變動+39% / -5%。8 月份方面：19 個城市的銷售額按年下跌 3%，其中一線城市按年上升 12%，二線城市下跌 9%，三線城市下跌 13%，因此 9 月初標誌着差距進一步擴大。上海（按年+68%）及廣州（+32%）於 9 月 1 日至 6 日領先，北京上升 15%，深圳下跌 11%。在二線城市中，成都（-49%）和青島（-24%）表現持續疲弱。
  - b) 在上海的帶動下，一線城市的二手物業成交量保持增長。在 9 月 1 日至 6 日期間，三個一線城市的二手房日均成交量按年上升 11%，而九個二線城市則按年下跌 10%。就 8 月整體而言，兩個層級均錄得正增長——第一層級按年上升 12%，第二層級按年上升 5%。上海於 2026 年 8 月按年上升 19%，並於 9 月 1 日至 6 日按年上升 30%，且於 8 月份錄得 23,137 宗成交，創 2021 年以來同月份新高；北京與深圳於 8 月份則分別按年上升 4%及 5%。成都（-22%）及無錫（-14%）為 9 月上旬表現最疲弱的二線城市。
  - c) 整體價格走勢維持下行軌跡。根據 9 月 6 日更新的 ICE 指數，100 個主要城市的二手住宅平均掛牌價格按週下跌 0.2%、按月下跌 0.6%，其中四個一線城市按週下跌 0.1%。樓價下跌而租金大致持平，正推高租金回報率。

2026 年 9 月 1 日至 6 日重點城市每日新屋銷售（建築面積）

| 總樓面面積<br>(千平方米)    | 一線城市 |     |      |      |     | 二線城市 |      |     |      |      |
|--------------------|------|-----|------|------|-----|------|------|-----|------|------|
|                    | 北京   | 上海  | 廣州   | 深圳   | 武漢  | 青島   | 蘇州   | 福州  | 成都   | 南寧   |
| 2025 年 9 月 1 至 6 日 | 10   | 23  | 12   | 6    | 13  | 32   | 6    | 4   | 26   | 17   |
| 2026 年 8 月 1 至 6 日 | 9    | 30  | 18   | 5    | 15  | 29   | 5    | 4   | 14   | 9    |
| 2026 年 9 月 1 至 6 日 | 12   | 38  | 16   | 6    | 17  | 24   | 6    | 4   | 13   | 26   |
| 按年                 | 15%  | 68% | 32%  | -11% | 30% | -24% | -12% | 5%  | -49% | 59%  |
| 按月                 | 34%  | 26% | -12% | 3%   | 14% | -18% | 16%  | -9% | -7%  | 210% |

按年表現相對較佳的城市以黃色標示

資料來源：iFind、大華繼顯

2026 年 9 月 1 日至 6 日每日 12 個城市的二手住宅成交量（套）

| 單位                 | 上海  | 北京  | 深圳   | 杭州   | 南京  | 青島   | 蘇州  | 無錫   | 東莞   | 廈門   | 成都   | 佛山  |
|--------------------|-----|-----|------|------|-----|------|-----|------|------|------|------|-----|
| 2025 年 9 月 1 至 6 日 | 586 | 475 | 206  | 139  | 223 | 130  | 143 | 107  | 116  | 77   | 637  | 263 |
| 2026 年 8 月 1 至 6 日 | 712 | 432 | 160  | 152  | 234 | 156  | 169 | 98   | 137  | 83   | 576  | 234 |
| 2026 年 9 月 1 至 6 日 | 764 | 470 | 172  | 134  | 256 | 129  | 163 | 92   | 106  | 66   | 498  | 254 |
| 按年                 | 30% | -1% | -16% | -4%  | 15% | -1%  | 14% | -14% | -8%  | -14% | -22% | -3% |
| 按月                 | 7%  | 9%  | 8%   | -12% | 10% | -17% | -3% | -6%  | -22% | -20% | -14% | 9%  |

按年表現相對較佳的城市以黃色標示

資料來源：iFind、大華繼顯

估值 / 投資評級

- 維持對中國房地產行業的「跑輸大市」評級。上海的規劃證實，政策方向較少側重於住宅供應，而是將著眼於盤活商業存量。對預售所得款項的動用限制收緊以及現金循環週期延長，將於短期內加大資產負債表及盈利確認壓力。待對盈利影響更加明朗後，我們將重新評估評級。我們繼續看好對預售所得款項依賴程度較低，且在一線城市具有較大業務比重的發展商。
- 我們在物業板塊的首選股是中海發展。於 2026 年 8 月，其合約銷售額按年下跌 12.8%至人民幣 159.8 億元，但 2026 年首 8 個月銷售額按年仍增長 10.1%至人民幣 1,654.5 億元。2026 年 8 月，中海發展（不包括中海宏洋）於北京（兩幅地塊）、香港、寧波及上海收購了五幅地塊，按總樓面面積計佔其 2026 年首 8 個月應佔新增土地儲備的 41%，按應佔地價計則佔 55%，兩者分別合共 2,380,520 平方米及人民幣 483.6 億元。其交易價格處於 0.30 倍 2026 年預測市賬率（較平均值低 1 個標準差）以及 10.4 倍 2026 年預測 市盈率（較平均值高 0.9 個標準差）的水平。我們重申將中海發展列為首選股。

板塊催化劑 / 風險

- 強於預期的財政及貨幣寬鬆政策。

## 技術分析



分析師

大中華區研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

## 理想汽車 (2015 HK)

|       |                       |
|-------|-----------------------|
| 最後價格: | 港幣 50.40 元            |
| 支撐位:  | 港幣 47.28 元/港幣 44.56 元 |
| 阻力位:  | 港幣 56.10 元/港幣 62.00 元 |

## 技術分析:

价格行为在前期低点支撑边界成功企稳反弹后，展现出潜在的底部构筑特征，有效维持了结构性支撑底座的完整。这一底部蓄势过程得到了技术动能的强力印证，RSI 指标在稳稳运行于 50 中轴线上方的同时，与价格构筑了清晰的看涨背离形态。这种结构与动能的顺向共振，标志着下行卖压已趋于耗尽。价格一旦有效贯穿突破 HK\$51.80 的波段阻力枢纽，并在后续确认二次回踩的更高低点，将完成典型的结构性趋势反转，确认市场偏向的看涨转换，并打开通往更高主要目标位的上行拓展空间。

平均時限：約兩週。



## 吉利汽車 (0175 HK)

|       |                       |
|-------|-----------------------|
| 最後價格: | 港幣 16.79 元            |
| 支撐位:  | 港幣 14.86 元/港幣 14.57 元 |
| 阻力位:  | 港幣 17.66 元/港幣 18.08 元 |

## 技術分析:

价格行为在支撑转阻力区域遭受强力拒绝，形成流星线 K 线形态并伴随即刻的看跌续跌确认。这一结构极性转换确认了先前的需求底座已完全逆转为主动的上方供给顶棚，在核心结构位重新确立了卖方的主导地位。技术动能进一步印证了这一破位格局，RSI 指标干净利落地跌破 50 中轴线，展现出下行加速度的持续扩张。只要日内回升试探持续受压于这一转换后的阻力下方，最小阻力路径将继续指向价格震荡下行，驱动下跌波段向下一个主要支撑目标延伸。

平均時限：約兩週。

**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 [this link](#) 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."