

主要指數

	前收市價	單日%	一週%	一個月%	年初至今%
道瓊斯工業平均指數	52348.4	(1.1)	0.1	3.1	8.9
標普 500 指數	7482.7	(0.3)	(0.0)	1.0	9.3
富時 100 指數	10489.0	(1.7)	0.1	1.1	5.6
AS30	8979.3	(0.3)	0.5	1.4	(0.4)
滬深 300 指數	4755.5	(0.8)	(4.1)	0.9	2.7
富時海峽時報指數	5369.6	0.5	4.0	8.2	15.6
恒生中國企業指數	8084.2	4.0	7.0	(3.1)	(9.3)
恒生指數	24199.5	3.0	5.8	(1.9)	(5.6)
JCI	5873.4	(1.9)	3.1	9.9	(32.1)
吉隆坡綜合指數	1683.6	0.0	1.6	0.2	0.2
韓國綜合股價指數	7246.8	(5.3)	(12.7)	(3.2)	72.0
日經 225 指數	66819.1	(2.1)	(5.2)	4.4	32.7
泰國證券交易所	1576.3	(1.7)	(0.8)	0.9	25.1
台灣加權股價指數	45734.4	0.6	(2.7)	5.1	57.9
波羅的海乾散貨指數	2871.0	(0.1)	12.1	(1.5)	53.0
粗棕櫚油 (馬來西亞令吉/公噸)	4490.5	0.0	0.2	(0.2)	14.2
布蘭特原油 (美元/桶)	78.0	5.2	9.0	(17.2)	28.2

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
中小型股企業日	新加坡	7月9日	7月9日
分析師行銷: 下半年泰國策略及醫療保健行業簡報	馬來西亞	7月13日	7月15日

企業及宏觀經濟日曆

經濟指標/事件	國家/地區	日期
6月外匯儲備	香港	7月7日
6月通脹 (生產者物價指數、消費者物價指數)	中國	7月9日
6月貨幣供應量(M2, M1, M0)	中國	7月9-15日
6月貿易收支、出口、進口	中國	7月14日
第二季國內生產總值 (按年、年初至今按年、經季節性調整按季)	中國	7月15日
6月零售銷售	中國	7月15日
6月工業生產	中國	7月15日
6月固定資產投資 (不含農戶)	中國	7月15日
6月調查失業率	中國	7月15日

請點擊頁碼以跳轉至相關頁面

重點新聞

行業更新 | 消費者 — 家用耐用品

第 3 頁

就 2026 年第 2 季度而言，我們預計家用耐用品公司的銷售增長將保持正軌，海外銷售將抵銷國內市場的疲弱。我們預測美的將錄得低至中個位數增長，而海爾則錄得持平至低個位數增長。原材料成本上漲及匯兌損失預計將對淨利表現造成壓力。我們預測美的按列報基準（包括公允價值收益）計算的純利將錄得低個位數增長。維持「跑贏大市」評級。我們的首選股為美的。

公司更新 | 友邦保險 (1299 HK/買入/港幣 73.70 元/目標價：港幣 100 元)

第 5 頁

中國收緊對外投資監管，引發市場對友邦保險內地訪客業務受影響的擔憂，導致其股價遭到拋售。鑒於規管跨境保險的監管框架並無變動，我們預期不會出現全面停擺。在最壞情況下，我們對 2027 年內含價值及新業務價值的預測將分別下降 8% 及 21%，導致目標價下調 14%。我們認為此項監管風險被過度誇大，令友邦保險的估值日益具吸引力。維持「買入」評級；目標價：100.00 港元。

公司更新 | 阿里巴巴集團 (9988 HK/買入/107.50 港元/目標價：190.00 港元)

第 8 頁

阿里巴巴 2027 年第 1 季度的前景似乎強於預期，客戶管理收入具韌性，息稅攤銷前利潤壓力收窄，顯示補貼強度有所放緩，而雲業務增長預計將加速至按年 45%，利潤率亦有所改善。除短期盈利外，阿里巴巴正透過數據中心、人工智能驅動的支付寶、Qwen-Robot 及百煉與領先人工智能實驗室的合作夥伴關係，擴大其人工智能生態系統，為更廣泛的雲端需求及基於代幣的變現可見性提供支持。維持「買入」評級，目標價上調至 190.00 港元 (194.00 美元)。

公司更新 | 騰訊控股 (700 HK/買入/473.80 港元/目標價：680.00 港元)

第 11 頁

騰訊混元 3 的正式發布標誌著其在基礎模型能力方面取得顯著進展，這得益於更強的基準測試表現、編碼和智能體升級以及具競爭力的定價。在騰訊生態系統中更廣泛的部署，為實際應用反饋及更快速的模型迭代提供了支持。早期跡象顯示，包括代幣增長 20 倍及用戶自願選擇混元 3 的數量增長 6 倍，表明用戶接受度不斷提高，且在企業生產力及面向工作流程的人工智能用例中相關性更強。維持「買入」評級，目標價上調至 680.00 港元。

免責聲明：在「交易員角」中，技術分析純粹基於圖表形態、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於我們分析師的基本研究觀點。因此，我們可能會不時作出與我們「買入/持有/沽售」的基本評級相反的技术建議。

技術分析

聯想集團 | 992 HK

第 15 頁

支撐位：港幣 20.06 元/港幣 19.68 元

阻力位：港幣 26.32 元/港幣 27.42 元

貝殼控股 | 2423 HK

第 15 頁

支撐位：港幣 37.98 元/港幣 37.04 元

阻力位：港幣 45.18 元/港幣 48.72 元

消費

家用耐用品：2026 年第 2 季業績預覽

摘要

- 就 2026 年第 2 季而言，我們預期家用耐用品公司的銷售增長將維持正軌，海外銷售將抵銷國內市場的疲弱。我們預測美的將錄得低至中個位數增長，而海爾則錄得持平至低個位數增長。
- 原材料成本上漲及匯兌損失預計將對淨利表現造成壓力。我們預測美的按列報基準（包括公允價值收益）計算的純利將錄得低個位數增長。
- 維持「跑贏大市」評級。我們的首選股為美的。

分析

- 銷售：海外業務抵銷國內疲弱。**於 2026 年第 2 季，家用耐用品公司的海外銷售額預計將抵銷國內市場的疲弱。在美國，海爾的壓力可能會按季舒緩，部分受 2026 年第 1 季天氣影響的需求將推遲至 2026 年第 2 季。在歐洲，空調（AC）銷售在夏季熱浪期間經歷快速增長。我們估計海爾的空調銷量年初至今錄得雙位數增長，而美的的 PortaSplit 出貨量年初至今已翻倍至超過 20 萬台。這表明，歐洲的空調銷售可能為海爾和美的的集團總銷售額貢獻低個位數的份額。

我們認為，儘管即時的銷售增長有限，但這為中國家用耐用品企業提供了一個機會，以加強品牌聲譽及提高與當地渠道的議價能力，利用跨產品類別的交叉銷售機會來推動長期增長。

- 2026 年第 2 季原材料價格壓力較高；預計將於 2026 年第 3 季至第 4 季有所緩解。**家用耐用品公司預計在 2026 年第 2 季面臨比 2026 年第 1 季更大的原材料價格壓力，儘管它們已實施提價以減輕負面影響。然而，我們認為這些不利因素已在很大程度上反映在價格中。展望未來，隨著原材料價格近期回落，且低成本採購逐漸開始發揮作用，家用耐用品公司在 2026 年第 3 至第 4 季度所面臨的壓力應會有所減輕。
- 全年目標很可能維持不變。**我們預期家用耐用品公司在 2026 年第 2 季的銷售增長將維持正軌。就美的而言，我們預測其將錄得低至中個位數增長，主要由海外業務，特別是自有品牌製造（OBM）的擴張所帶動。就海爾而言，我們估計其將錄得持平至低個位數增長，國內市場按年持平，而海外市場表現優於國內銷售。

利潤方面，原材料成本上升及匯兌損失預計將對業績造成壓力。我們預測美的按列報基準（包括公允價值收益）計算的純利將錄得低個位數增長。就全年而言，我們認為家用耐用品公司很可能維持其目標，美的的目標是中至高個位數的收入增長及穩定的淨利潤率，而海爾的目標是中個位數的收入增長及穩定的淨利潤率。

估值／建議

- 維持對家用耐用品行業的「跑贏大市」評級；首選股為美的。**我們看好美的的策略，即透過穩步擴張其企業對企業（ToB）業務、在海外企業對消費者（ToC）擴張下由自有品牌製造（OBM）驅動的增長，以及穩健的執行力，到 2030 年發展成為一家技術驅動的全球性工業集團。此外，美的在中國消費品公司中以其優厚的股東回報脫穎而出，目標是在未來三年內通過股息及股份回購分配全部純利。該股目前的 2026 年股息率為 5.7%，若計及股份回購，總股東回報率可達 7.8%。此外，美的持有長鑫存儲技術（CXMT）0.75% 的股份。我們認為，這項投資的潛在收益應會為長期股東回報帶來進一步的上行空間。

跑贏大市 (維持)

分析師

郭一辰

stella.guo@uobkh.com

852-2236 6798

邱一展

hejann@uobkh.com

+603 2147 1995

分部評級

分部	評級
家庭耐用品	跑贏大市（維持）

資料來源：大華繼顯

行業首選

公司	股票代碼	評級	股價 (當地貨幣)	目標價 (當地貨幣)
美的	000333 CH	買入	79.41	112.60

來源：彭博、大華繼顯

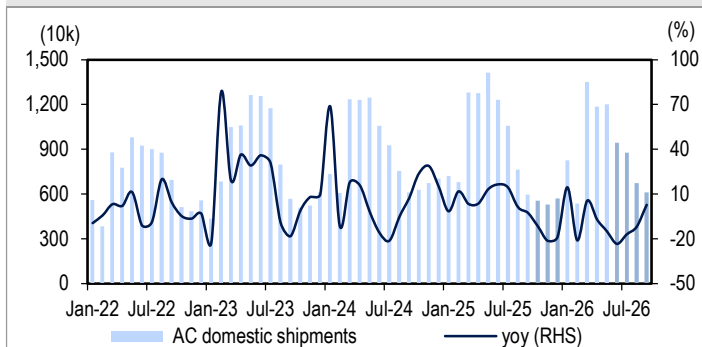
我們採用分類加總估值法（SOTP）得出目標價為人民幣 112.60 元，相當於 18.2 倍的 2026 年預測市盈率及 17.0 倍的 2027 年預測市盈率。該股目前的交易價格為 12.8 倍 2026 年預測市盈率及 12.0 倍 2027 年預測市盈率。

同業比較

公司	股票代碼	評級	價格	目標	目標價	市值	-----市盈率-----				企業價值／息稅折舊攤銷前利潤		股本回	收益率
			2026 年 7 月 8 日	價格	上升空間		2026 年	2027 年	2026 年	2027 年	2026 年預	2027 年	2026 年	2026 年
			(當地貨幣)	(當地貨幣)	(%)		(百萬美元)	預測	預測	預測	預測	測	預測	預測
							(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)
海爾智家	6690 HK	買入	20.32	29.40	44.7	26,626.82	8.0	7.3	1.3	1.2	5.7	5.1	15.6	7.2
美的	000333 CH	買入	79.41	112.60	41.8	88,626.91	12.8	12.0	2.6	2.5	10.6	9.6	20.6	5.7

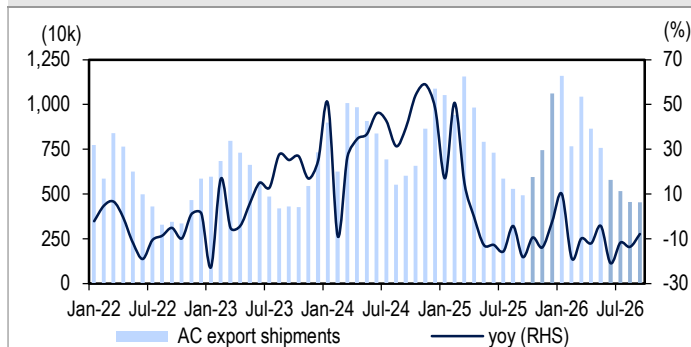
來源：彭博、大華繼顯

空調國內出貨量



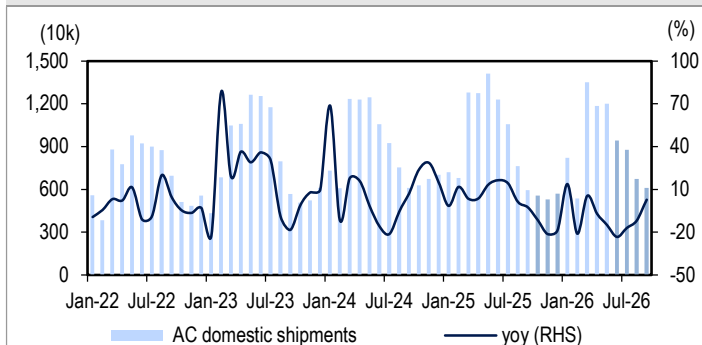
資料來源：產業在線、大華繼顯

空調出口出貨量



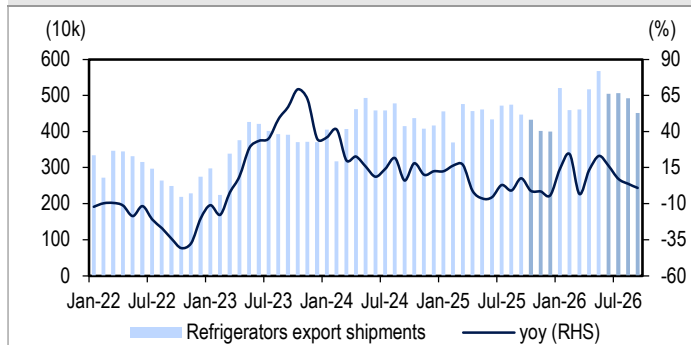
資料來源：產業在線、大華繼顯

冰箱國內出貨量



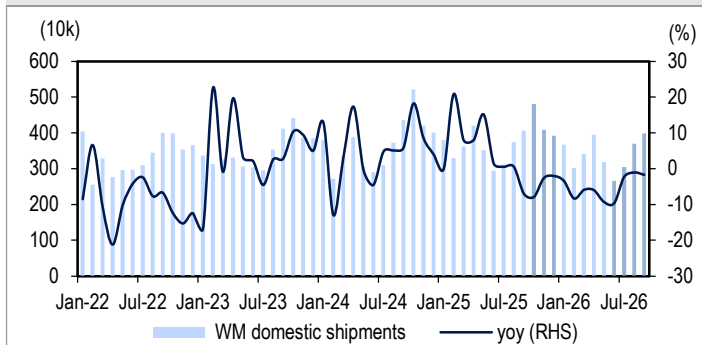
資料來源：產業在線、大華繼顯

冰箱出口出貨量



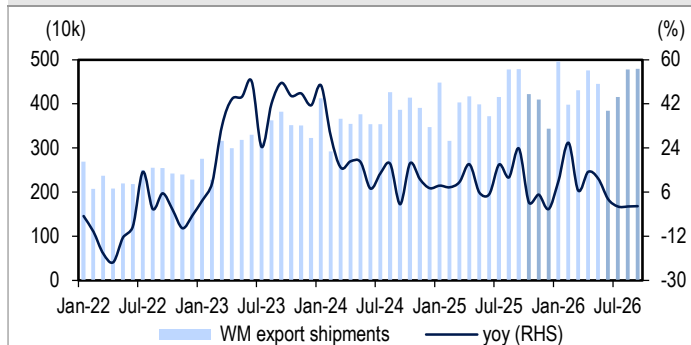
資料來源：產業在線、大華繼顯

洗衣機國內出貨量



資料來源：產業在線、大華繼顯

洗衣機出口出貨量



資料來源：產業在線、大華繼顯

友邦保險 (1299 HK)

價值監管風險可能被誇大，建議買入

摘要

- 我們認為，市場可能對中國近期收緊境外投資監管對友邦保險內地訪客業務的潛在影響反應過度，因為全面禁令並非我們的基本情境。
- 鑒於中國內地及香港的高基數效應，我們預期 2026 年第 2 季的新業務價值 (VONB) 增長將放緩至按年 13%。
- 維持「買入」評級，下調目標價至港幣 100 元，相當於 1.5 倍市價對內含價值比率。

分析

- 自 2026 年 6 月 以來股價疲弱。友邦保險的股價自 2026 年 6 月 以來已下跌 12%，我們將其歸因於中國政府收緊境外投資監管（第 837 號令），因市場擔憂其對友邦保險內地訪客業務的潛在影響。此外，香港市場表現疲軟（恒生指數：年初至今-10%）以及先前美金 17.0 億元的股份回購計劃結束，亦導致了股價走勢疲弱。
- 內地訪客業務面臨危險？內地訪客業務佔友邦保險香港 2025 年新業務價值 (VONB) 的 51%，或佔集團層面的 21%。我們預期不會對新的內地訪客相關業務實施全面禁令，因為第 837 號令並非直接針對跨境保險購買。過去十年來，規管香港內地訪客業務的規則一直很嚴格，要求所有受規管的建議、銷售及合約洽談均須由持牌中介人在香港親身進行。
- 業務如常。友邦保險指出，其內地訪客業務營運（包括保險銷售及保費支付）維持不受干擾。就跨境支付而言，友邦保險澄清，內地投資賬戶開立限制對其業務並無影響，因為 90% 的內地訪客保費是透過現有的香港銀行賬戶收取的。同時，內地訪客業務的平均保單規模約為 20,000 美元，遠低於個人每年 50,000 美元的外匯額度。
- 若干監管不確定性仍有待釐清。根據國家外匯管理局（SAFE），內地居民購買境外人壽保險及投資相連產品屬於金融及資本項目交易，鑒於保險資金的底層資產涉及全球多資產配置。因此，仍需中國監管機構提供進一步的監管明確性。管理層指出，若有任何監管變動，將會對底層資產配置進行產品審查及重新設計。

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
保險服務業績	19,314	21,618	23,717	26,265	27,950
淨投資業績	5,769	6,910	7,565	8,378	9,016
純利（報告／實際）	6,836	6,243	8,269	8,933	9,507
稅後營業利潤	6,605	7,103	7,951	8,706	9,254
新業務利潤	4,712	5,513	6,475	7,398	8,283
每股收益（美元）	61.8	59.2	79.3	86.9	92.8
稅後經營利潤（美分）	59.7	67.3	76.3	84.7	90.3
市盈率（倍）	17.2	18.0	13.4	12.2	11.5
市價對內含價值比率（倍）	1.7	1.50	1.3	1.2	1.0
股息收益率(%)	2.1	2.3	2.7	2.9	3.2
股本回報率(%)	16.8	14.9	18.0	17.4	16.6
市場預期純利	-	-	7,674	8,573	9,373
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.08	1.04	1.01

來源：友邦保險集團、彭博、大華繼顯

買入（維持）

股價	港幣 73.70 元
目標價	港幣 100 元
上升空間	35.7%
早前目標價	港幣 109 元

分析師

林錠輝

kennylim@uobkh.com

+603 2147 1924

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

股票數據

行業	財務資料
股份代號	1299 HK
已發行股份（百萬）	10,346.6
市值（百萬港元）	762,547.7
市值（百萬美元）	97,246.4
3 個月平均成交	363.9

價格表現(%)

52 週最高/最低		港幣 92.15 元/港幣 67.50 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(0.4)	(14.5)	(12.2)	7.7	(7.8)

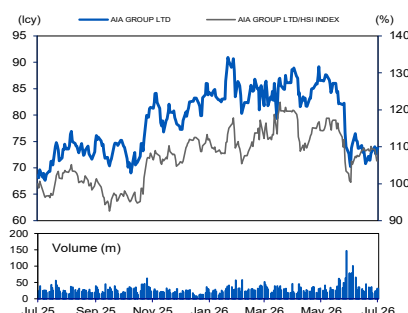
主要股東

	%
貝萊德公司	6.0

資產負債表指標

2026 財年每股企業價值(美元)	8.4
2026 財年償付能力比率(%)	211.8

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

友邦保險集團提供人壽保險產品及服務。該公司提供人壽、醫療及健康保障以及儲蓄保險產品。友邦保險集團為全球客戶提供服務。

- **最壞情況可能並非如此糟糕。**我們的最壞情況假設是對新的內地訪客業務實施全面禁令，並對現有業務採取追溯行動（我們認為這種結果極不可能發生）。我們的主要假設是：a)從 2026 年下半年起，內地訪客新業務為零；及 b)香港的有效業務價值（VIF）業務削減 20%，以反映若續期保費支付受限，退保率將會上升。在這種情況下，我們估計 2026-28 年預測新業務價值將下調 12%/21%/21%，而我們的內含價值（EV）估計將下調 5-8%。因此，我們的目標價將下調 14%至港幣 94 元，較當前股價高出 28%。
- **我們認為市場可能高估了風險，因此出現了買入機會。**友邦保險在新冠肺炎封鎖期間亦面臨類似情況，由於缺乏新內地訪客銷售，友邦保險香港 2020 年的新業務價值按年下降 52%。然而，友邦保險當時的估值範圍較高，處於 1.4 倍至 2.0 倍的預期市價對內含價值比率（相比之下，目前為 1.1 倍）。
- 我們認為全面關閉內地訪客業務的可能性不大，儘管某種程度的監管收緊仍在預料之中。因此，我們認為目前低迷的估值可能會吸引長期投資者，而即將公布的 2026 年上半年業績將成為重估評級的關鍵催化劑，前提是友邦保險能夠在中國內地及其他東盟市場維持其新業務價值增長勢頭，同時在最新的監管發展下為內地訪客銷售提供更多明確性。
- **預期新業務價值增長將於 2026 年第 2 季放緩。**我們預期友邦保險將實現 15% 的按年 2026 年上半年新業務價值增長，主要受年化新保費（ANP）增長 17%所帶動，部分被中國持續的產品組合轉向導致利潤率收窄 1.1 個百分點所抵銷。我們的預測意味著 2026 年第 2 季新業務價值增長 13%（2026 年第 1 季為 17%），因為中國及香港在該季度面臨高基數。然而，東盟市場的需求預計將保持韌性。友邦保險泰國的年化新保費在 2026 年首五個月按年增長 7.5%，較 2026 年第 1 季的 2%跌幅有顯著回升，我們預期新加坡及馬來西亞在 2026 年第 2 季的基數較低的情況下，新業務價值增長將會加速。

市價對內含價值比率區間



資料來源：大華繼顯、彭博

估值／建議

- 維持「買入」評級，下調目標價至港幣 100 元，以反映我們對新業務價值的修訂，且我們給予較低的市價對內含價值倍數，即 1.5 倍 2026 年預測市價對內含價值比率（原為：1.7 倍），反映友邦保險香港相對疲弱的增長前景及較高的貼現率。

盈利預測調整/風險

- 我們分別下調 2026/27/28 年新業務價值增長預測 3.5%/1.8%/3.6%，以反映香港增長放緩。
- 我們亦將 2026 年稅後營業利潤預測下調 2.4%，以反映較低的淨投資業績。

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
保險收入	21,618	23,717	26,265	27,950
保險費用	-14,243	-15,606	-17,282	-18,291
來自持有的再保險合約 的支出淨額	(465)	(545)	(604)	(643)
保險服務業績	6,910	7,565	8,378	0
投資收益	1,936	3,783	3,806	3,900
其他收入	1,054	1,079	1,106	1,134
非保險業務的一般及行 政開支	不適用	不適用	不適用	不適用
除稅前溢利	7,471	9,877	10,664	11,344
稅項	(1,204)	(1,580)	(1,706)	(1,815)
少數股東權益	(24)	(28)	(24)	(22)
純利	6,243	8,269	8,933	9,507
純利 (經調整)	6,243	8,269	8,933	9,507
稅後營業利潤	7,103	7,951	8,706	9,254
合約服務邊際基準	64,945	72,538	81,393	91,213
年化新保費	9,484	10,939	12,247	13,243
新業務價值	5,513	6,475	7,398	8,283

營運比率

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
資本相關				
股東資金/資產總額	12.5	12.8	13.0	13.4
資產總額/權益 (倍)	8.0	7.8	7.7	7.5
流動性				
流動資產/短期負債	80.3	83.9	88.8	89.6
流動資產/資產總額	4.8	4.8	4.6	4.6
估值(%)				
市價對內含價值比率 (倍)	1.5	1.3	1.2	1.0
經調整市盈率 (倍)	18.0	13.4	12.2	11.5
股息收益率	2.3	2.7	2.9	3.2
派息比率	41.7	35.9	36.0	36.6

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
現金	9,609	10,605	11,277	12,179
貸款及墊款	4,509	5,179	5,697	6,133
投資 (股本及固定收益)	302,750	332,427	366,836	396,203
再保險公司應佔保險負債 份額	7,893	9,077	9,985	10,484
保單持有人帳戶 (保險及 投資)	866	909	955	1,003
聯營公司及合營企業	2,062	2,083	2,103	2,124
固定資產 (包括物業)	9,208	10,050	9,850	10,302
其他資產	8,526	9,060	9,543	10,054
資產總額	345,423	379,390	416,245	448,482
已售出資產 (回購協議)	5,910	5,615	5,334	5,067
保險合約負債	264,382	295,427	330,178	369,077
其他負債	31,523	29,488	26,206	13,833
負債總額	301,815	330,529	361,718	387,977
股東資金	43,245	48,434	54,113	60,103
少數股東權益—累計	363	426	414	402
權益及負債總額	345,423	379,390	416,245	448,482
內含價值	76,811	84,265	93,972	104,250

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
增長				
總保費, 按年變動	11.9	9.7	10.7	6.4
年化保費等值, 按年變動	8.8	14.2	12.8	0.0
新業務價值, 按年變動	11.3	13.9	12.4	9.0
投資收益, 按年變動	-46.4	95.4	0.6	2.5
純利, 按年變動	-8.7	32.4	8.0	6.4
盈利能力				
淨投資收益率	3.6	3.2	3.2	3.2
總投資收益率	5.9	5.6	5.2	4.9
新業務價值率佔年化保費 等值百分比	58.1	59.2	60.4	62.5
列報股本回報率	14.9	18.0	17.4	16.6
經調整股本回報率	14.9	18.0	17.4	16.6

阿里巴巴集團 (9988 HK)

2027 財年第 1 季度業績預覽：雲業務重新加速；電商利潤率表現優於預期

摘要

- 在阿里巴巴 2027 財年第 1 季度業績預覽簡報會後，我們對其看法更為樂觀。核心信息是國內電子商務及雲業務表現均優於預期，而競爭激烈程度持續放緩，支持盈利能力改善。除短期盈利外，阿里巴巴正透過數據中心、人工智能驅動的支付寶、Qwen-Robot 及百煉與領先人工智能實驗室的合作夥伴關係，擴大其人工智能生態系統，為更廣泛的雲端需求及基於代幣的變現可見性提供支持。
- 維持「買入」評級，目標價上調至 190.00 港元（194.00 美元）。

分析

- 優於預期的客戶管理收入增長。**在新的會計處理方法下（商家補貼與收入相抵），客戶管理收入（CMR）預計按年下降 7-8%。按同口径計算，客戶管理收入（CMR）增長 1-2%，略高於我們的市場預期。國內電商息稅攤銷前利潤預計僅按年下降 3-4%，顯著優於先前約 8% 的預期，意味著隨著補貼強度及價格競爭的緩和，收入與利潤增長之間的差距收窄。管理層將今年的 618 形容為近年來最理性的一次，顯示行業自律有所提升。
- 雲業務增長加速，利潤率有所改善。**雲業務收入增長預計將加速至按年 45%，高於上一季度的按年 38%，顯著超出預期，並有助於緩解對模型公司減少雲端使用的擔憂。管理層亦表示，雲端業務增長於未來數季可能會繼續加速。雲業務利潤率預計將改善至 11-12%，高於上一季度的 9% 及早前 10-11% 的預期，這得益於較高的模型即服務（MaaS）收入組合以及自研平頭哥晶片的成本效益。
- 長期雲端利潤率展望**管理層亦重申了阿里雲約 20% 的長期利潤率目標。關於將平頭哥併入阿里雲，管理層表示，平頭哥的大部分產出要麼由阿里雲自用，要麼透過阿里雲對外銷售，這表明由於內部抵銷，對集團收入的影響有限。儘管平頭哥仍處於虧損狀態，但阿里雲的利潤率改善表明其潛在的盈利勢頭穩健。
- 本地生活。**即時電商虧損預計在 6 月季度收窄至約 100 億元人民幣，而 3 月季度為 180 億元人民幣，遠優於先前 140 億元人民幣的預期，表明外賣補貼顯著放緩，競爭環境更趨理性。

主要財務資料

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	996,347	1,023,670	1,140,394	1,278,934	1,423,787
息稅折舊攤銷前利潤	181,839	96,055	155,634	218,692	290,396
經營利潤	140,905	50,150	95,106	149,630	212,881
純利（報告／實際）	129,470	105,904	82,092	123,902	175,365
純利（經調整）	158,122	60,658	116,529	160,689	212,410
每股收益（分）	855.3	329.3	643.8	891.8	1,184.1
市盈率（倍）	10.9	28.3	14.5	10.5	7.9
市賬率（倍）	1.8	1.7	1.4	1.3	1.1
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤(倍)	9.7	18.4	11.3	8.1	6.1
股息收益率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
純利率(%)	13.0	10.3	7.2	9.7	12.3
債務／（現金）淨額與權益(%)	(7.1)	(5.2)	(6.8)	(7.3)	(11.1)
股本回報率(%)	12.8	10.1	7.2	9.5	11.7
市場預期純利	-	-	107,111.1	146,383.0	185,514.1
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.09	1.10	1.14

資料來源：阿里巴巴集團、彭博、大華繼顯

買入（維持）

股價	港幣 107.50 元
目標價	港幣 190 元
上升空間	76.7%
早前目標價	港幣 188 元

分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+86 21 5404 7225 分機 808

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	9988 HK
已發行股份（百萬）	19,206.3
市值（百萬港元）	2,064,678.5
市值（百萬美元）	263,355.2
3 個月日均成交額（百萬美元）	1,392.4

價格表現(%)

52 週高位／低位	港幣 186.2 元/港幣 88.65 元				
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今	
(12.2)	(9.3)	(29.6)	2.0	(24.7)	

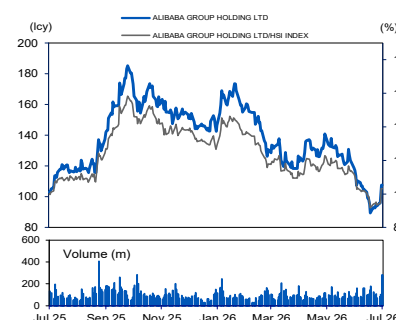
主要股東

	%
摩根大通公司	12.31

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	65.21
2026 財年每股淨現金（人民幣）	4.44

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

阿里巴巴集團是中國最大的電子商務市場營運商及雲端超大規模供應商。

- 對通義千問的大量投資持續進行。「所有其他」分部預計將錄得約 170 億元人民幣的息稅攤銷前利潤虧損，按季有所改善但仍低於預期。管理層表示，未來將就通義千問應用程式及模型訓練成本提供更詳細的披露。我們認為，人工智能訓練開支仍然高昂，儘管透明度的提高應有助於投資者更好地評估阿里巴巴人工智能投資的經濟效益。
- 阿里國際數字商業集團（AIDC）息稅攤銷前利潤將轉正，中國商業+ AIDC 合計 EBITA 按年大致持平，反映儘管持續投資，盈利能力仍有所改善。阿里巴巴亦正在重組其商業報告結構，以更好地協調國內及國際業務，並增強跨平台協同效應。展望未來，業務將劃分為四個分部：a) 中國 ToC 商業（淘寶 / 天貓客戶管理收入及直銷，不包括批發），b) 國際 ToC 商業（AIDC 零售），c) 全球 ToB 商業（1688 及 AIDC 批發），及 d) 即時零售（即時電商、盒馬及天貓超市）。管理層強調了生態系統的協同效應，包括即時電商與盒馬之間的共享供應鏈、淘寶商家在 Lazada 上的交叉上架，以及在擴展至 1688 之前，在 AIDC 部署 AccioWork 人工智能代理。我們認為，此次重組有助於提高營運效率及跨境商業變現。
- 人工智能智慧生態系統擴張。阿里巴巴繼續在雲端、消費者應用及具身智能領域擴展其人工智能生態系統。新的法國數據中心加強了其全球雲端佈局，人工智能驅動的支付寶及 Qwen-Robot 則擴大了人工智能在消費者及機器人應用場景中的採用。
- 百煉驅動 AI 雲變現。阿里雲正透過整合國內領先的人工智能模型，將百煉擴展為一個開放的人工智能平台。我們認為，更廣泛的模型生態系統、統一的 SDK 及靈活的定價將提高平台黏性，推動代幣消耗，並支持長期的人工智能雲端變現。

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博大華繼顯

估值／建議

- 維持「買入」評級，基於 2027 財年分類加總估值法（SOTP），上調目標價至港幣 190 元（美金 194 元）。我們的目標價相當於 25.5 倍 2027 財年預測市盈率。阿里巴巴目前的交易價格為 14.5 倍 2027 財年預測市盈率，而 2027-30 財年每股盈利三年複合年增長率為 43%。

盈利預測調整/風險

- 我們大致維持 2027 財年收入預測不變，並將盈利預測上調 3%，這得益於核心商業盈利能力的改善、優於預期的人工智能變現以及人工智能成本效益的改善，這意味著 2027 財年的收入及盈利增長分別為 11%/86%，淨利潤率為 10.5%。
- 風險：a) 在激烈競爭中為搶佔市場份額而進行的外賣投資所帶來的利潤壓力，及 b) 人工智能資本開支投資後的變現速度慢於預期。

股價催化劑

- a) 雲端超大規模業者增長重新加速；b) 自研晶片開發取得穩健進展，減少對美國晶片的依賴；及 c) 人工智能整合賦能業務部門。

基於分類加總估值法的估值

說明	業務單位	2027 財年收入 (十億港元)	息稅攤銷 前利潤 (10 億港元)	企業價值/ 收入 (倍)	企業價值/ 息稅攤銷前利潤 (倍)	價值 (十億港元)	阿里巴巴持股 (%)	對阿里巴巴的價值 (十億港元)	每股 (港元)
核心商業	阿里巴巴中國電子商務集團	523	212	2	4	848	100	848	46
即時商業+餓了麼	即時電商	117		1		117	100	117	6
國際商業	阿里國際數字商業集團	171	10	0	8	82	100	82	4
雲端運算、其他	雲智能集團	219	22	6	60	1,317	100	1,317	71
模型即服務		30		30		900		900	48
所有其他分部	盒馬、菜鳥、阿里健康、互鯨 科技、高德地圖、智能信息平 台	294	12		3	35	100	35	2
核心業務及新興業務總估值								3,300	177
現金淨額								94	5
總計								3,529	190
股份數目								18,618	

資料來源：大華繼顯

損益表

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
淨營業額	1,023,670.0	1,140,394.1	1,278,934.4	1,423,786.7
息稅折舊攤銷前利潤	96,055.0	155,634.3	218,691.6	290,395.6
折舊及攤銷	45,905.0	60,528.1	69,061.3	77,514.2
息稅前利潤	50,150.0	95,106.2	149,630.4	212,881.4
總其他非經營收入	3,830.0	2,312.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	2,785.0	3,625.6	3,453.6	3,553.6
淨利息收入／(支出)	77,719.0	6,207.0	6,109.1	6,010.2
除稅前溢利	134,484.0	107,250.8	159,193.0	222,445.1
稅項	(30,045.0)	(26,477.2)	(36,873.4)	(48,979.1)
少數股東權益	1,465.0	1,318.5	1,582.2	1,898.6
純利	105,904.0	82,092.1	123,901.9	175,364.7
純利(經調整)	60,658.0	116,529.3	160,688.6	212,409.5

現金流量

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
營運	76,213.0	152,735.0	200,299.4	262,653.1
年度溢利	134,484.0	107,250.8	159,193.0	222,445.1
稅項	(30,045.0)	(26,477.2)	(36,873.4)	(48,979.1)
折舊及攤銷	45,905.0	60,528.1	69,061.3	77,514.2
聯營公司	(2,785.0)	(3,625.6)	(3,453.6)	(3,553.6)
營運資金變動	90,385.3	13,745.3	8,918.5	11,672.9
非現金項目	0.0	1.0	1.0	1.0
其他經營活動現金流量	(161,731.3)	1,312.6	3,452.6	3,552.6
投資	(67,336.0)	(200,617.5)	(223,374.3)	(233,339.3)
資本支出(增長)	(122,021.0)	(125,443.4)	(140,682.8)	(142,378.7)
投資	206,803.0	227,483.3	250,231.6	275,254.8
其他	(152,118.0)	(302,658.4)	(332,924.1)	(366,216.5)
融資	(20,573.0)	79,394.6	47,580.0	52,336.9
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	24,259.0	4,745.0	5,219.5	5,741.5
償還貸款	0.0	1.0	1.0	1.0
其他／已付利息	(44,832.0)	74,648.6	42,359.5	46,594.4
現金流入(流出)淨額	(11,696.0)	31,512.1	24,505.1	81,650.6
年初現金及現金等價物	147,230.0	131,530.0	163,042.1	187,547.2
外匯影響產生的變動	(4,004.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	131,530.0	163,042.1	187,547.2	269,197.9

資產負債表

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
固定資產	282,699.0	354,627.4	430,366.0	497,647.4
其他長期資產	1,016,102.0	1,084,262.9	1,162,837.4	1,251,381.1
現金/短期投資	131,530.0	163,042.1	187,547.2	269,197.9
其他流動資產	479,239.0	521,249.1	569,760.1	620,527.3
資產總額	1,909,570.0	2,123,181.6	2,350,510.7	2,638,753.7
短期債務	28,224.0	28,224.0	28,224.0	28,224.0
其他流動負債	448,174.0	503,929.3	561,358.8	623,798.9
長期債務	47,450.0	52,195.0	57,414.5	63,156.0
其他長期負債	259,452.0	259,452.0	259,452.0	259,452.0
股東權益	1,068,731.0	1,221,842.2	1,386,522.3	1,606,583.8
少數股東權益	57,539.0	57,539.0	57,539.0	57,539.0
負債及權益總額	1,909,570.0	2,123,182.6	2,350,511.7	2,638,754.7

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	9.4	13.6	17.1	20.4
稅前利潤率	13.1	9.4	12.4	15.6
純利率	10.3	7.2	9.7	12.3
資產回報率	5.7	4.1	5.5	7.0
股本回報率	10.1	7.2	9.5	11.7
增長				
營業額	2.7	11.4	12.1	11.3
息稅折舊攤銷前利潤	(47.2)	62.0	40.5	32.8
除稅前溢利	(16.4)	(20.3)	48.4	39.7
純利	(18.2)	(22.5)	50.9	41.5
純利(經調整)	(61.6)	92.1	37.9	32.2
每股收益	(61.5)	95.5	38.5	32.8
槓桿比率				
債務佔總資本比率	6.3	5.9	5.6	5.2
債務權益比率	7.1	6.6	6.2	5.7
債務／(現金)淨額與權益	(5.2)	(6.8)	(7.3)	(11.1)
利息保障倍數(倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

騰訊控股(700 HK)

騰訊混元 3 升級提升人工智能能力及生態系統整合

摘要

- 騰訊混元 3 的正式發布標誌著其在基礎模型能力方面取得顯著進展，這得益於更強的基準測試表現、編碼和智能體升級以及具競爭力的定價。在騰訊生態系統中更廣泛的部署，為實際應用反饋及更快速的模型迭代提供了支持。早期跡象顯示，包括代幣增長 20 倍及用戶自願選擇混元 3 的數量增長 6 倍，表明用戶接受度不斷提高，且在企業生產力及面向工作流程的人工智能用例中相關性更強。維持「買入」評級，目標價上調至 680.00 港元。

分析

- 混元 3 顯著提升了人工智能代理的可靠性。**最重大的突破在於混元 3 具備超越簡單問答的能力，可完成複雜的多步驟任務。混元 3 的代理能力現可處理多步驟任務，直接從自然語言提示在元寶中生成完成的 PPT、Word、Excel、PDF 及 HTML 文件。其幻覺率已從 12.5% 降至 5.4%，使輸出內容對於企業使用而言更加值得信賴。同時，增強的編碼及代理能力提升了跨複雜工作流的性能，包括軟件開發、財務建模及前端設計。我們認為，這初步表明騰訊控股（騰訊）正在加強其基礎模型的競爭力，並縮小與領先前沿模型的差距。
- 性價比仍然是關鍵的差異化因素。**混元 3 定位為一個相對緊湊的模型，總參數為 2,950 億，活躍參數為 210 億，使其比許多國內外更大的前沿模型更小。除模型規模外，Hy3 的定價亦更具競爭力，GLM-5.2 的定價約比 Hy3 高出 7 倍。這有助於更高效的部署及更低的推理成本，使騰訊的人工智能產品在對價格敏感的企業及辦公生產力場景中更具競爭力。
- 橫跨騰訊生態系統的深度整合。**與獨立的人工智能模型不同，混元 3 受益於與騰訊生態系統的深度整合，創造了一個飛輪效應，即實際應用不斷提升模型性能。其已推動 WorkBuddy/CodeBuddy 的強勁採用（用戶選擇量增長 6 倍）、增強 ima 的推理能力、擴展 Marvis 的任務執行功能，並改進了人工智能驅動的客戶服務及遊戲助手。我們認為，這種生態系統整合將混元 3 定位為一個實用的人工智能代理平台，使其能夠在騰訊的消費者及企業應用中從聊天機械人式的互動轉向工作流程自動化。

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	660,257	751,766	831,552	913,418	995,464
息稅折舊攤銷前利潤	221,456	258,027	293,158	322,526	358,516
經營利潤	208,099	241,562	276,621	305,389	340,779
純利（報告／實際）	194,073	224,842	243,863	269,380	301,069
純利（經調整）	222,703	259,626	279,078	308,536	343,506
每股收益	2,350.7	2,790.9	3,072.3	3,389.8	3,766.4
市盈率	17.5	14.7	13.4	12.1	10.9
市賬率	3.9	3.2	3.2	2.6	2.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	16.5	14.1	12.4	11.3	10.2
股息收益率	1.1	1.3	1.4	1.6	1.7
純利率	29.4	29.9	29.3	29.5	30.2
債務／（現金）淨額與權益	(13.3)	(11.6)	(15.2)	(6.9)	(9.2)
股本回報率	21.8	21.1	21.4	21.1	19.4
市場預期純利	-	-	276,365.2	303,908.3	337,934.3
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.01	1.02	1.02

來源：騰訊、彭博、大華繼顯

買入（維持）	
股價	港幣 473.80 元
目標價	港幣 680 元
上升空間	43.5%
早前目標價	港幣 670 元

分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+86 21 5404 7225 分機 808

股票數據

行業	通訊服務
股份代號	700 HK
已發行股份（百萬）	9,092.4
市值（百萬美元）	4,307,965.1
市值（百萬美元）	549,366.2
3 個月日均成交額（百萬美元）	1,809.9

價格表現(%)

52 週高位／低位		港幣 683 元/港幣 411 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
4.5	(3.1)	(24.1)	(5.6)	(20.9)

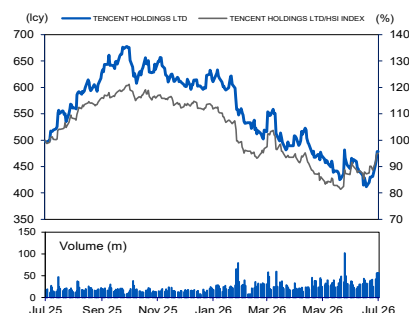
主要股東

	%
Naspers	23.2

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	126.73
2026 財年每股淨現金（人民幣）	19.32

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

該公司為最大的綜合互聯網服務供應商之一。

- 加速騰訊應用生態系統的人工智能採用。潛在突破的關鍵領域包括：
 - 人工智能生產力：混元 3 可顯著增強 WorkBuddy/CodeBuddy，改善編碼、文件生成及企業工作流程自動化，支持騰訊向企業人工智能領域擴張。
 - 消費者人工智能助手：更佳的推理及代理能力應能增強元寶的競爭力，推動用戶參與度，並增加人工智能輔助搜索及任務完成。
 - 微信生態系統：長遠來看，混元 3 可在微信內實現功能更強大的人工智能代理，包括個人助理、小程序自動化及人工智能驅動的商業，從而顯著擴展用戶場景。
 - 遊戲：Hy3 亦已應用於 WeGame 為《流放之路》（Path of Exile）推出的 AI 遊戲助手，提升了輸出準確度及用戶體驗。
 - 內容創作：與騰訊的遊戲、影片及內容平台整合，可改善人工智能生成內容、創作者工具及個人化推薦。
 - 雲端變現：更廣泛的 API 採用及企業部署應能加強騰訊雲的人工智能產品，儘管我們預期生態系統變現仍將是主要的戰略目標。

與主要透過雲端及企業軟件將人工智能變現的阿里巴巴，以及專注於消費者人工智能應用的字節跳動相比，騰訊擁有獨特優勢，可將前沿模型整合至其龐大的社交、內容及生產力生態系統中。我們認為，混元 3 的最大上行空間可能來自更高的參與度及生態系統變現，而非獨立的 API 收入。其變現潛力可從三個逐步擴大的價值創造階段來看：a) 人工智能原生小程序及代理可調用技能使微信成為一個更全面的交易平台；及 b) 長期上行情景，若微信成為線上消費的主要入口，並佔據更大的商家營銷預算份額。

- 針對高價值使用場景的編碼及代理升級。與混元 2 相比，混元 3 在代碼生成及代理能力方面的顯著提升，增強了其在更高價值生產力場景中的適用性，包括軟件開發、工作流程自動化、文件生成及任務執行。與一般的人工智能輔助相比，這些用例與企業生產力及開發者效率的關聯更為密切，使其在騰訊的雲端及企業生態系統中的實際採用更具相關性。我們認為，此次更新透過將混元的角色從通用模型擴展至更面向工作流程的人工智能應用，提升了其商業相關性。

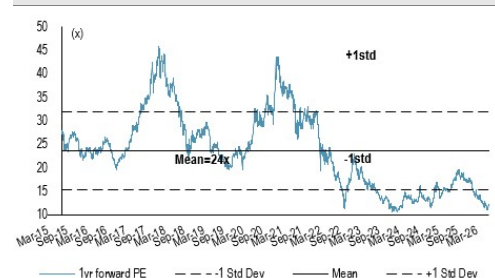
騰訊雲編碼計劃

Tencent Cloud Coding Plan			
Package	Lite	Pro	
Standard pricing	Rmb40 / month	Rmb200 / month	
Usage limit	1,200 requests per 5 hours, 9,000 requests per week, 18,000 requests	6,000 requests per 5 hours, 45,000 requests per week, 90,000 requests per month	
Code Assistant Joint Subscription for CodeBuddy and WorkBuddy			
Package	Standard	Premium	Flagship
Standard pricing	Rmb99 / month	Rmb199 / month	Rmb999 / month
Consecutive monthly subscription	Rmb70 / month	Rmb140 / month	Rmb700 / month
Model deployment	All available	All available	All available
Auto tasks	15	30	99
Personal assistants	5	8	10
Projects	10	15	20
Collaboration	5 users per project	8 users per project	10 users per project
Scenario	Daily light assistance	High-frequency, office	Complex
Enterprise Solution CodeBuddy and WorkBuddy Inclusive			
Package	Enterprise SaaS	Enterprise Private Cloud	
Standard pricing	Rmb198 / pp / month	Rmb316 / pp / month	
Dedicated network access	Not available	Available	
Dedicated enterprise plugin	Not available	Available	
Dedicated service instance	Not available	Available	
Tenant data isolation	Not available	Available	

資料來源：大華繼顯

- **2026 年第 2 季預覽。**我們預測騰訊 2026 年第 2 季收入將按年增長 11.8% 至 2,062 億元人民幣，非公認會計準則純利將按年增長 10.8% 至 699 億元人民幣，意味著利潤率為 33.9%。相比之下，彭博市場預期收入為 2,039 億元人民幣，按年增長 10.5%，非公認會計準則純利為 691 億元人民幣，意味著利潤率為 33.9%。按分部劃分，我們預期網絡遊戲收入將按年增長 13.7% 至 673 億元人民幣，受國內遊戲按年增長 11.7% 及國際遊戲按年增長 18.0% 所帶動。廣告收入預計將按年增長 18.8% 至 425 億元人民幣，而金融科技及企業服務收入預計將按年增長 9.3% 至 627 億元人民幣，受雲業務收入按年增長 22.0%

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博大華繼顯

及金融科技按年增長 7.0% 所支持。我們預計毛利及經營溢利將分別按年增長 11.3% 及 15.5% 至 1,169 億元人民幣及 694 億元人民幣。總體而言，我們預期 2026 年第 2 季業績將大致符合預期，網絡遊戲的潛在上升空間部分被金融科技及企業服務增長放緩所抵銷。

- **遊戲儲備依然穩健。**騰訊的遊戲儲備仍受到近期及即將推出的遊戲的良好支持。該公司於 7 月 2 日推出了《舞力全開：派對》，《腐蝕》定於 7 月 9 日推出，《絕區零》定於 9 月 24 日推出。其他即將推出的遊戲，包括《怪物獵人荒野》、《彩虹六號：圍攻》及《動物森友會》，應會進一步支持未來幾季的內容可見性及收入勢頭。

估值／建議

- 維持對騰訊的「買入」評級，基於我們 2027 年的分類加總估值法，上調目標價至 680.00 港元，且未將微信智能體收入納入我們的 2026 年預測，網絡遊戲的市盈率從 18 倍下調至 16 倍。我們的目標價相當於 17.4 倍 2027 年預測市盈率。該公司目前的交易價格為 13.4 倍 2026 年預測市盈率及 12.1 倍 2027 年預測市盈率，較其 24 倍的歷史平均值低 1 個標準差。
- 我們認為，騰訊的核心業務，包括廣告、遊戲、小程序、支付及經營槓桿，為人工智能投資提供了具韌性的盈利基礎。近期微信智能體測試版提高了騰訊人工智能路線圖的透明度，我們認為，隨著投資者對商業化進程增強信心，這可能推動估值重估，惟須視乎產品的持續推出、人工智能成本效益的改善，以及用戶和交易指標的進一步披露而定。

盈利預測調整/風險

- 我們大致維持 2027 年收入預測不變，並將 2027 年非國際財務報告準則純利預測下調 1%，意味著收入及盈利分別按年增長 10%/11%，淨利潤率為 34%。
- 主要風險：人工智能相關內容帶來的干擾日益增加；競爭加劇；監管風險；以及遊戲收入增長放緩。

股價催化劑

- a) 受人工智能採用率上升推動的收入及營運效率提高；b) 微信視頻號在線廣告業務改善；c) 遊戲版號獲批；及 d) 人工智能相關資本支出增加。

基於分類加總估值法的估值

(人民幣百萬元)	2027 年預測 收益	2027 年預測非公 認會計準則盈利	2027 年估值 (倍)	價值 (十億當地貨幣)	騰訊持股 (%)	對騰訊的估計公 允價值 (人民幣十億元)	對騰訊的公允 價值 (十億美元)	每股公允價值 (港元)
網絡遊戲 (電腦遊戲+手機遊戲)	290,568	112,902	16 倍市盈率	1,806	100	1,806	266	216
社交網絡 (QQ + 微信增值服務)	139,099	54,048	16 倍市盈率	865	100	865	127	103
網絡廣告	196,624	64,551	22 倍市盈率	1,420	100	1,420	209	170
支付	209,561	31,434	15 倍市盈率	472	100	472	69	56
雲端	77,566		6 倍市銷率	465	100	465	69	56
總企業價值	913,418	262,934	16 倍市盈率	4,091	100	4,091	406	600
被投資單位	持股百分比		人民幣／股			估值		
總計 (10%折讓)						476	72	58
2027 年預測每股淨現金 (港元)								21
目標價 (港元)								680

資料來源：大華繼顯

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	751,766.0	831,551.5	913,417.7	995,463.8
息稅折舊攤銷前利潤	258,027.0	293,158.3	322,526.0	358,516.4
折舊及攤銷	16,465.0	16,537.0	17,137.0	17,737.0
息稅前利潤	241,562.0	276,621.3	305,389.0	340,779.4
總其他非經營收入	27,077.0	17,186.0	18,904.6	20,795.1
聯營公司貢獻	23,740.0	16,220.0	6,917.0	6,917.0
淨利息收入／(支出)	(15,130.0)	(12,764.7)	(12,764.7)	(12,764.7)
除稅前溢利	277,249.0	297,262.6	318,445.9	355,726.8
稅項	(47,448.0)	(52,101.0)	(47,766.9)	(53,359.0)
少數股東權益	(4,959.0)	(1,299.0)	(1,299.0)	(1,299.0)
純利	224,842.0	243,862.6	269,380.0	301,068.8
純利 (經調整)	259,626.0	279,078.3	308,535.7	343,506.4

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	303,052.0	274,868.9	292,330.9	320,124.1
年度溢利	277,249.0	297,262.6	318,445.9	355,726.8
稅項	(47,448.0)	(52,101.0)	(47,766.9)	(53,359.0)
折舊及攤銷	16,465.0	16,537.0	17,137.0	17,737.0
聯營公司	(23,740.0)	(16,220.0)	(6,917.0)	(6,917.0)
營運資金變動	(17,182.0)	27,234.0	18,578.6	14,083.0
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他經營活動現金流量	97,708.0	2,156.3	(7,146.7)	(7,146.7)
投資	(83,762.0)	(49,726.2)	(220,250.6)	(221,244.9)
資本支出 (增長)	(79,198.0)	(87,603.3)	(109,610.1)	(99,546.4)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(4,564.0)	37,877.1	(110,640.5)	(121,698.5)
融資	(136,165.0)	(111,808.5)	(41,258.6)	(44,011.7)
支付股息	(43,580.2)	(50,748.2)	(54,612.2)	(60,376.7)
借款所得款項	15,130.0	12,764.7	12,764.7	12,764.7
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(107,714.8)	(73,825.0)	588.9	3,600.3
現金流入 (流出) 淨額	83,125.0	113,334.1	30,821.7	54,867.5
年初現金及現金等價物	132,519.0	214,001.0	327,335.1	358,156.9
外匯影響產生的變動	(1,643.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	214,001.0	327,335.1	358,156.9	413,024.4

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	176,942.0	188,738.0	289,514.1	379,726.5
其他長期資產	1,266,584.0	1,215,716.0	1,318,053.6	1,431,349.2
現金/短期投資	384,819.0	430,904.0	358,156.9	413,024.4
其他流動資產	210,641.0	216,032.0	237,104.9	260,145.7
資產總額	2,038,986.0	2,051,390.0	2,202,829.5	2,484,245.9
短期債務	42,618.0	51,114.0	51,114.0	51,114.0
其他流動負債	370,133.0	402,758.0	187,518.5	224,642.4
長期債務	208,369.0	207,881.0	207,881.0	207,881.0
其他長期負債	176,801.0	178,010.0	178,010.0	178,010.0
股東權益	1,154,152.0	1,127,652.0	1,426,983.7	1,671,276.2
少數股東權益	86,913.0	83,975.0	83,975.0	83,975.0
負債及權益總額	2,038,986.0	2,051,390.0	2,135,482.3	2,416,898.5

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	34.3	35.3	35.3	36.0
稅前利潤率	36.9	35.7	34.9	35.7
純利率	29.9	29.3	29.5	30.2
資產回報率	11.8	11.9	12.7	12.8
股本回報率	21.1	21.4	21.1	19.4
增長				
營業額	13.9	10.6	9.8	9.0
息稅折舊攤銷前利潤	16.5	13.6	10.0	11.2
除稅前溢利	14.8	7.2	7.1	11.7
純利	15.9	8.5	10.5	11.8
純利 (經調整)	16.6	7.5	10.6	11.3
每股收益	18.7	10.1	10.3	11.1
槓桿比率				
債務佔總資本比率	16.8	17.6	14.6	12.9
債務權益比率	21.7	23.0	18.1	15.5
債務／(現金) 淨額與權益	(11.6)	(15.2)	(6.9)	(9.2)



聯想集團 (0992 HK)

上日收市價: 22.32 港元

支持位: 20.06 港元/ 19.68 港元

阻力位: 26.32 港元/ 27.42 港元

技術分析:

股价在回踩前期跳空缺口后得到了完美支撑, 随后顺势拉出一个崭新的跳空高开窗口, 宣告整体多头主升浪形态得到了强力修复。技术指标也完全步入爆发期——RSI 持续在 50 多空分水岭上方的强势区间发散并勾头向上, 说明买盘动能正在疯狂宣泄。鉴于该关口下方的历史上方套牢盘已被完全消化与出清, 当前技术形态框架极其利好盘面立即发起攻势, 直接向历史历史新高发起冲击。

預期平均時限: 約 2 週



貝殼 (2423 HK)

上日收市價: 40.38 港元

支持位: 37.98 港元/ 37.04 港元

阻力位: 45.18 港元/ 48.72 港元

技術分析:

目前股价已经稳稳站住了 7 月 2 日留下的跳空缺口底线, 在结构形态上完成了非常健康的‘空中加油’。市场的上涨速度也正在同步加快——RSI 指标正马不停蹄地向 50 多空分水岭发起冲锋。这种‘缺口没补、动能先回’的完美配合, 无疑从技术上大大增加了后市行情继续向上爆发、走出持续大涨的概率。

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

+852 2236 6799

munhon.tham@uobkh.com

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."