



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)	53791.9	(0.3)	(0.5)	2.2	11.9
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7728.2	(0.3)	(0.1)	2.0	12.9
富時 100 指數(FTSE 100)	10844.2	(0.2)	(0.3)	3.3	9.2
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9443.7	0.2	1.4	4.9	4.7
滬深 300 指數(CSI 300)	4663.8	(0.8)	1.4	(2.4)	0.7
富時海峽時報指數(FSSTI)	5754.2	1.0	2.5	5.2	23.8
恒生中國企業指數(HSCEI)	8528.1	(1.1)	(0.5)	6.1	(4.3)
恒生指數(HSI)	25652.8	(1.1)	(0.8)	6.1	0.1
雅加達綜合指數(JCI)	6267.9	(1.5)	(0.8)	5.8	(27.5)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1731.5	(0.2)	(0.1)	2.4	3.1
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6345.5	0.7	(0.2)	(15.1)	50.6
日經 225 指數(Nikkei 225)	66970.2	2.1	5.0	(2.3)	33.0
泰國證券交易所指數(SET)	1612.6	(0.7)	(0.3)	(0.9)	28.0
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	45120.7	0.4	4.1	(0.5)	55.8
波羅的海乾散貨指數(BDI)	3046	(1.2)	3.7	3.5	62.3
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4530	0.4	0.6	1.1	15.2
布蘭特原油(美元/桶)	89	1.4	12.0	17.0	46.1
資料來源: 彭博					

企業活動

	地點	開始	收市
與 UltraGreen.ai Ltd (UGAI SP)舉行混合會議	新加坡	8 月 13 日	8 月 13 日
Enrico Tanuwidjaja 先生主講之印尼經濟展望虛擬會議	印尼	8 月 19 日	8 月 19 日
分析師潘夢遙就大中華互聯網板塊進行的分析師行銷	新加坡	9 月 7 日	9 月 8 日
分析師潘夢遙就大中華互聯網板塊進行的分析師行銷	馬來西亞	9 月 9 日	9 月 11 日

企業及宏觀行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
7 月貨幣供應量 (M2, M1, M0)	中國	8 月 9-15 日
7 月年初至今外國直接投資按年變動 (以人民幣計)	中國	8 月 11-17 日
第二季度初步國際收支平衡表經常帳餘額	中國	8 月 14 日
第二季最終國內生產總值 (經季節性調整按季變動, 按年變動)	香港	8 月 14 日
7 月零售銷售	中國	8 月 17 日
7 月工業生產	中國	8 月 17 日
7 月固定資產投資 (不含農戶)	中國	8 月 17 日
7 月城鎮調查失業率	中國	8 月 17 日

重點要聞

公司業績 | 鴻騰精密 (6088 HK/買入/目標價:港幣 9.19 元)

第 3 頁→

- 2026 年上半年收入/純利按年增長 8.3%/20.9%，分別達美金 2,496 百萬元/美金 38 百萬元，佔我們全年預測的 43%/13%。儘管 2026 年第 2 季度因材料成本上漲而面臨利潤壓力，但管理層指出人工智能基礎設施投資仍保持不變。就 2026 年而言，FIT 維持其高個位數增長的收入指引，以及 70%按年增長的經營利潤指引，此乃受惠於 2026 年下半年人工智能產品的產量提升、20%的毛利率及經營效率的改善。維持「買入」評級，基於 20.7 倍 27 年預測市盈率，目標價下調至港幣 9.19 元。

公司業績 | 富士康工業互聯網 (601138 CH/買入/目標價: 人民幣 89.50 元)

第 6 頁→

- 2026 年第 2 季度盈利按年增長 91.0%至人民幣 131.0 億元，大致符合我們的預期。雲端運算仍是增長引擎，2026 年上半年收入按年增長 75.7%，而雲端服務供應商的 AI 伺服器收入則增長 230%。我們微調平均售價及銷售組合假設，並分別上調我們 2026-28 年盈利預測 0.0%/3.7%/3.4%。維持 FII 的「買入」評級，目標價為人民幣 89.50 元。

公司業績 | 騰訊音樂娛樂集團 (1698 HK/買入/目標價:港幣 53 元)

第 9 頁→

- TME 公佈的 2026 年第 2 季度業績穩健，略高於我們的預期。收入按年增長 5.8%至人民幣 89.0 億元，而音樂相關服務收入則按年增長 11.0%至人民幣 76.0 億元。會員收入按年增長 8.1%，達人民幣 47.90 億元，受惠於 SVIP 持續擴張及喜馬拉雅的併表。非美國通用會計準則純利按年增長 4.4%至人民幣 27.0 億元，較我們及市場預期高出 7%，而純利率則維持在 31%的穩健水平。維持「買入」評級，目標價上調至港幣 53 元（美金 14 元）。

技術分析

瑞聲科技 | 2018 HK

第 12 頁→

- 支持位：港幣 40.46 元/港幣 39.88 元
- 阻力位：港幣 47.32 元/港幣 50.05 元

地平線機器人 | 9660 HK

第 12 頁→

- 支持位：港幣 4.83 元/港幣 4.62 元
- 阻力位：港幣 5.53 元/港幣 6.06 元

鴻騰精密 (6088 HK)

2026 年第 2 季度：經營利潤未達預期；2026 年指引不變

重點

- FIT 於 2026 年上半年之收益/純利分別增長 8.3%/20.9%，達美金 2,496 百萬元/美金 38 百萬元，分別佔我們全年預測的 43%/13%。
- 儘管管理層因原材料成本上漲而下調了其 2026 年消費互連業務分部的收入指引，但其仍維持 2026 年高個位數收入增長、20%毛利率及 70%按年經營利潤增長的指引，並由人工智能產品的增產所支持。
- 維持「買入」評級，但基於 20.7 倍 2027 年預測市盈率，目標價從港幣 11.04 元下調至港幣 9.19 元。

26 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026 年 上半年	按季	按年	2025 年上 半年	2025 年下 半年	2025
收益	2,496	8.3%	-7.5%	2,305	2,698	5,003
智能手機	376	2.9%	-18.2%	365	459	824
雲端	552	55.8%	20.1%	354	459	813
消費互連	343	-20.6%	-21.4%	432	437	869
汽車移動	431	-6.2%	-8.8%	460	473	932
系統產品	676	14.9%	-11.8%	589	766	1,355
其他	118	11.7%	13.3%	105	104	209
毛利	477	11.4%	-7.7%	429	517	946
經營利潤	77	52.6%	-55.4%	50	173	223
純利	38	20.9%	-69.4%	32	125	156
利潤率(%)						
毛利率	19.1	0.5 個百分點	0.0 個百分點	18.6	19.2	18.9
營業利潤率	3.1	0.9 個百分點	負 3.3 個百分點	2.2	6.4	4.5
純利率	1.5	0.2 個百分點	負 3.1 個百分點	1.4	4.6	3.1

來源：FIT Hon Teng，大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績。鴻騰精密（FIT）2026 年上半年收入按年增長 8.3%至美金 2,496 百萬元，佔我們全年預測的 43%。此乃主要受雲端分部按年增長 55.8%所帶動，但由於記憶體供應受限，部分被消費互聯分部 20.6%的跌幅所抵銷。毛利率因人工智能產品組合佔比提高而輕微改善，由 18.6%升至 19.1%。惟部分升幅被原材料價格上漲及人工智能產品產能提升所抵銷。經營利潤（不包括其他收入等非經營項目）按年增長 52.6%，達到美金 77 百萬元，此乃歸因於毛利率擴張及有效的成本控制措施。應佔純利按年增長 20.9%至美金 38 百萬元，佔我們全年預測的 13%，主要由於錄得外匯淨虧損。純利率按年擴大 0.2 個百分點至 1.5%。

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
淨營業額	4,451	5,003	5,652	6,728	7,681
毛利	879	946	1,152	1,477	1,762
息稅折舊攤銷前利潤	428	504	650	854	1,019
經營利潤	176	223	352	532	683
純利	154	156	266	404	520
純利（經調整）	154	156	266	404	520
每股收益（仙）	2.2	2.2	3.7	5.7	7.3
市盈率（倍）	30.3	29.9	17.6	11.6	9.0
市賬率（倍）	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	12.6	10.7	8.3	6.3	5.3
每股股息（仙）	-	-	-	-	-
股息收益率(%)	-	-	-	-	-
純利率(%)	3.5	3.1	4.7	6.0	6.8
淨債項對股本(%)	19.6	30.1	19.8	10.0	(0.5)
利息保障倍數（倍）	3.7	4.6	6.3	10.3	14.7
股本回報率(%)	6.3	6.1	9.5	12.8	14.4
市場預測	-	-	284	419	535
大華繼顯／市場預期	-	-	0.94	0.96	0.97

來源：鴻騰精密、彭博、大華繼顯

分析師

劉善淇

kate.luang@uobkh.com
+852 2826 4837

卓穎姿

gigi.cheuk@uobkh.com
+852 2236 6794

買入（維持）

股價	5.13 港元
目標價	9.19 港元
上升空間	79.1%
上次目標價 TP	港幣 11.04 元

股票數據

行業	電子元件
股份代號	6088 HK
已發行股份（百萬股）	7,304
市值(百萬港元)	37,468
市值(百萬美元)	4,804
3 個月平均每日交易額（百萬美元）	61.8

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 10.89 元/港幣 3.31 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(15.5)	(48.0)	(10.3)	42.1	3.6

主要股東(%)

鴻海	71.0
陸頌青	5.7

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（美元）	0.42
2026 財年每股淨債項（美元）	0.08

股價圖表



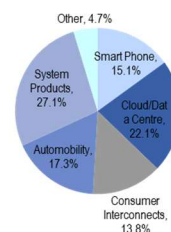
資料來源：彭博

公司介紹

FIT Hon Teng 為鴻海科技集團（富士康）的子公司，從事製造及分銷電子元件業務。該公司生產背板連接器、記憶卡、插座、端子台及其他產品。

- **雲端收入穩健增長。**受惠於對人工智能產品（例如高速連接解決方案、背板連接器及液冷解決方案）的強勁需求，雲端業務收入於 2026 年上半年按年增長 55.8% 至美金 552 百萬元，佔銷售額的 22.1%（25 年上半年為 15.4%）。管理層維持其指引，預計於 2026 年第 3 季度/2026 年，雲端業務分部收入將分別實現高雙位數/70% 的按年增長，此乃受惠於 800G/1.6T 光學產品在 26 年下半年的顯著貢獻。我們正在監測其於 2026 年末的電纜線軸出貨情況，並預期其光學產品將成為主要的長期增長動力。
- **非人工智能業務分部表現參差。** FIT 預期記憶體成本上升將持續對消費互連產品需求造成壓力，並已將該業務分部的收入指引從持平增長下調至 2026 年雙位數跌幅。就智能手機業務分部而言，FIT 維持其在 2026 年第 3 季度及 2026 年實現持平增長的目標，此乃受惠於出貨量趨於穩定。汽車移動業務分部繼續面臨終端市場需求疲軟帶來的短期壓力，而系統產品出貨量預計在 25 年上半年低基數的基礎上，於 2026 年上半年錄得 14.9% 的強勁按年增長後恢復正常。因此，FIT 維持其在 2026 年第 3 季度及 2026 年汽車移動業務分部的持平增長目標，以及在 2026 年第 3 季度/2026 年系統產品業務分部的持平/低雙位數增長目標。
- **2026 年指引維持不變。**管理層維持其對 2026 年高個位數收入增長的指引，此乃受惠於持續的 AI 需求、穩健的訂單積壓及 26 年下半年的產能提升。該公司亦維持其 2026 年經營利潤增長 70% 的指引，此乃基於 20% 的毛利率指引，以及由於該公司已克服新人工智能產品的關鍵生產瓶頸，故預期 26 年下半年產能提升將帶來效率改善。該公司將於 26 年 9 月 16 日舉辦 FIT 科技日，以展示其技術路線圖、人工智能生態系統策略及長期增長機會。

2026 年上半年收益細分（按業務分部）



來源: FIT Hon Teng, 大華繼顯

盈利預測調整

- 我們分別下調 2026-28 年收入預測 2.0%/1.9%/1.7%，以反映消費互連業務分部表現遜於預期。我們亦下調 2026-28 年純利預測，分別為 7.0%/4.9%/3.9%，以反映較低的收入預測、因原材料價格上漲而導致毛利率略為下降，以及外匯虧損導致其他收入減少。

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價為港幣 9.19 元，基於 20.7 倍 27 年預測市盈率，與同業平均水平相若。FIT 目前的交易價格為 13.4 倍 2027 年預測市盈率，與其 2021-25 年間 12.7 倍的歷史平均水平相若。

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
淨營業額	5,003	5,652	6,728	7,681
毛利	946	1,152	1,477	1,762
息稅折舊攤銷前利潤	504	650	854	1,019
折舊及攤銷	(281)	(297)	(322)	(335)
息稅前利潤	223	352	532	683
其他非經營收益總額	63	60	60	60
淨利息收入／（支出）	(48)	(56)	(52)	(47)
除稅前溢利	238	356	541	697
稅務	(82)	(89)	(135)	(174)
少數股東	(1)	(1)	(2)	(2)
純利	156	266	404	520
純利（經調整）	156	266	404	520

現金流量

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
營運	267	639	659	765
除稅前溢利	238	356	541	697
稅務	(82)	(89)	(135)	(174)
折舊及攤銷	(281)	(297)	(322)	(335)
營運資金變動	(236)	18	(119)	(140)
其他經營現金流量	627	651	695	718
投資	(483)	(339)	(335)	(331)
資本支出(增長)	(410)	(350)	(350)	(350)
其他	(73)	11	15	19
融資	109	(95)	(90)	(87)
支付股息	-	-	-	-
借款所得款項	9,684	8,000	8,000	8,000
償還貸款	(9,482)	(8,000)	(8,000)	(8,000)
其他／已付利息	(93)	(95)	(90)	(87)
現金流入（流出）淨額	(107)	205	234	347
期初現金及現金等價物	1,113	1,035	1,240	1,474
因外匯影響而產生之變動	29	-	-	-
期末現金及現金等價物	1,035	1,240	1,474	1,821

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
固定資產	1,382	1,489	1,567	1,628
其他長期資產	1,102	1,058	1,018	982
現金/短期投資	1,067	1,272	1,506	1,854
其他流動資產	2,379	2,447	2,755	3,119
資產總額	5,930	6,266	6,847	7,583
短期債務	1,200	1,200	1,200	1,200
其他流動負債	1,318	1,404	1,593	1,817
長期債務	675	657	643	632
其他長期負債	51	51	51	51
股東權益	2,686	2,954	3,359	3,882
少數股東權益	11	12	13	16
負債及權益總額	5,930	6,266	6,847	7,583

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				
毛利率	18.9	20.4	22.0	22.9
稅前利潤率	4.8	6.3	8.0	9.1
純利率	3.1	4.7	6.0	6.8
資產回報率	2.7	4.4	6.2	7.2
股本回報率	6.1	9.5	12.8	14.4
增長（按年%）				
營業額	12.4	13.0	19.0	14.2
息稅折舊攤銷前利潤	7.6	21.8	28.3	19.3
除稅前溢利	8.0	49.5	51.8	28.8
純利	1.5	70.5	51.8	28.8
純利（經調整）	1.5	70.5	51.8	28.8
每股收益	1.4	70.0	51.8	28.8
槓桿比率				
債務佔總資本比率	31.6	29.6	26.9	24.2
債務權益比率	69.8	62.9	54.9	47.2
債務／（現金）淨額與權益	30.1	19.8	10.0	(0.5)
利息保障倍數（倍）	4.6	6.3	10.3	14.7

富士康工業互聯網 (601138 CH)

2026 年第 2 季：業績大致符合預期；AI 業務保持強勁增長

重點

- 2026 年第 2 季度盈利按年增長 91.0%，按季增長 24.1%，達人民幣 131.0 億元，較市場普遍預期低 1.7%，但符合我們的預期及盈利指引。
- 雲端運算仍是主要的增長動力，2026 年上半年收入按年增長 75.7%。GPU AI 機架、ASIC AI 機架及 ASIC CPU 機架於期內均錄得按年數倍增長。
- 維持「買入」評級，目標價維持不變，為人民幣 89.50 元。

26 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025 年 第 2 季度	2026 年第 1 季度	2026 年第 2 季度	按年%	按季%
收益	200,345	251,078	306,783	53.1	22.2
毛利	13,022	18,456	21,435	64.6	16.1
營業利潤	8,404	13,978	17,016	102.5	21.7
純利	6,883	10,595	13,146	91.0	24.1
核心純利	6,765	10,250	12,735	88.2	24.2
利潤率(%)					
毛利率	6.5	7.4	7.0	0.5	(0.4)
營業利潤率	4.2	5.6	5.5	1.4	(0.0)
純利率	3.4	4.2	4.3	0.8	0.1

來源：FII,大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季收入符合市場預期，但毛利率略低於預期。富士康工業互聯網（FII）26 年第 2 季度收入按年增長 53.1%，按季增長 22.2%，達人民幣 3,070 億元，符合市場普遍預期。毛利率按年擴大 0.5 個百分點，但按季收窄 0.4 個百分點，略低於市場預期 7.3%，這可能是由於零件成本上升所致。純利按年增長 91.0%，按季增長 24.1%，達人民幣 131.0 億元（對比指引為人民幣 128.0-138.0 億元），較市場普遍預期低 1.7%，原因為外匯虧損差於預期；然而，請注意此數字應大致符合我們約人民幣 130 億元的估計。

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	609,135	902,887	1,534,532	2,038,466	2,272,045
息稅折舊攤銷前利潤	33,432	52,470	79,994	95,972	102,191
經營利潤	26,836	44,001	71,543	86,886	92,303
純利（報告 / 實際）	23,216	35,286	61,151	75,057	80,223
純利（經調整）	23,414	34,001	61,151	75,057	80,223
每股收益（分）	117.8	171.2	307.9	378.0	404.0
市盈率（倍）	56.0	38.6	20.8	16.9	15.8
市賬率（倍）	8.6	7.9	6.1	5.1	4.4
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	42.9	27.3	17.4	14.5	13.6
股息收益率(%)	1.0	1.5	2.7	3.3	3.5
純利率(%)	4.4	3.8	3.9	4.0	3.7
債務／（現金）淨額與權益(%)	(23.9)	(3.5)	9.0	(2.2)	(8.1)
利息保障倍數（倍）	51.0	(31.4)	(22.4)	(27.8)	(32.7)
股本回報率(%)	15.9	22.1	32.6	32.8	29.8
市場預期純利	-	-	60,748	81,629	104,502
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.01	0.92	0.77

資料來源：FII、彭博、大華繼顯

分析師

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李慕菲

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

買入（維持）

股價	人民幣 66.10 元
目標價	人民幣 89.50 元
上升空間	+35.59%

股票數據

行業	EMS / ODM
股份代號	601138 CH
已發行股份（百萬股）	19,859
市值(人民幣百萬元)	1,310,923
市值(百萬美元)	184,637
3 個月平均每日交易額（百萬美元）	1,548.6

價格表現(%)

52 週高位/低位	人民幣 84.95 元/人民幣 35.10 元
1 個月	0.3
3 個月	19.6
6 個月	81.6
1 年	6.4
年初至今	6.4

主要股東(%)

富泰華工業深圳	21.98
---------	-------

資產負債表指標

26 財年每股資產淨值（人民幣）	10.21
26 財年每股淨債項（人民幣）	0.95

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

富士康工業互聯網為一家通訊網絡設備開發公司。它開發及銷售網絡交換器、路由器、無線裝置、網絡伺服器、機頂盒、智能家居開道器及其他產品。該公司亦製造儲存設備。

- 雲端運算收入於 2026 年上半年按年增長 75.7%，並仍為核心增長動力。管理層將增長歸因於人工智能運算需求激增及客戶份額增加。在雲端運算領域，雲端服務供應商的 AI 伺服器收入按年增長 2.3 倍，GPU AI 機架出貨量按年飆升 3.2 倍，ASIC AI 機架出貨量擴大 3 倍，而 ASIC CPU 伺服器出貨量則增長 2.5 倍。在通訊及網絡方面，數據中心高速網絡收入按年增長一倍，800G 以上交換機及 SuperNIC 出貨量各增長 140%，而 CPO 全光交換機原型機已付運。精密零件受惠於旗艦智能手機出貨量及 AI 手機升級週期而保持韌性。

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價維持在人民幣 89.50 元。我們正轉用 2027 年預估，並將市盈率倍數調整至 23.7 倍，現已釘住於歷史平均值以上 2 個標準差。

盈利預測調整/風險

- 我們微調了 2026-28 年的假設，收入預測分別調整了 -0.5%/+8.7%/+9.8%，至人民幣 15,450 億元/人民幣 20,380 億元/人民幣 22,720 億元。我們對 2026-28 年純利預測分別調整為持平/+3.7%/+3.4%，至人民幣 610 億元/人民幣 750 億元/人民幣 800 億元。鑑於元件成本（尤其是記憶體 / 印刷電路板 / 中央處理器 / 基板）大幅上漲，我們已將 NVL72 機架的平均銷售價格（ASP）調高許多，這將導致綜合利潤率下降，因為原始設計製造商（ODM）的美元計價部分不受伺服器平均銷售價格（即組裝費保持不變）的影響。然而，此情況在某程度上被富士康工業互聯網（FII）在伺服器組件（例如液冷、伺服器機箱、電源供應等）持續的內容增長，以及未來更高的寄售組合所抵銷。

股價催化劑

- Vera Rubin 機架出貨量將於 2026 年第 3 季至第四季全面提升。英偉達的 Vera Rubin 平台已於 2026 年第 3 季度進入量產，該公司於 7 月確認系統已交付予其所有主要客戶並正由其部署；機架級別的產能提升應於 26 年第四季度進一步加快。作為該平台的主要機架級 ODM 合作夥伴之一，富士康工業互聯網（FII）的雲端服務設備收入應會按季加速增長至 2026 年第 4 季度，同時 ASIC AI 機架和 800G 以上網路的發展勢頭亦將持續。我們預期人工智能數據中心建設於 2027 年將保持強勁，而超大規模業者資本支出指引及雲端服務供應商進一步贏得設計訂單將是近期催化劑。

2026-28 年估計數的變動

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	-----舊有估計-----			-----新估計-----			-----差異(%) -----		
	2026	2027	2028	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
收益	1,541,515	1,875,953	2,069,450	1,534,532	2,038,466	2,272,045	(0.5)	8.7	9.8
通訊及網絡設備	290,057	297,253	300,937	290,057	297,253	300,937	-	-	-
雲端服務設備	1,249,687	1,576,829	1,766,643	1,242,704	1,739,342	1,969,237	(0.6)	10.3	11.5
機器人及科技服務	850	950	950	850	950	950	-	-	-
毛利率	6.1	5.8	5.6	6.0	5.4	5.1	(0.1)	(0.4)	(0.5)
通訊及網絡設備	9.8	10.2	9.6	9.8	10.2	9.6	-	-	-
雲端服務設備	5.2	4.9	4.9	5.1	4.5	4.4	(0.1)	(0.4)	(0.5)
機器人及科技服務	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	-	-	-
經營利潤	71,550	83,669	89,121	71,543	86,886	92,303	(0.0)	3.8	3.6
純利	61,147	72,347	77,568	61,151	75,057	80,223	0.0	3.7	3.4

來源：FII, 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	902,887			
		1,534,532	2,038,466	2,272,045
息稅折舊攤銷前利潤	52,470	79,994	95,972	102,191
折舊及攤銷	(8,469)	(8,451)	(9,087)	(9,888)
息稅前利潤	44,001	71,543	86,886	92,303
其他非經營收益總額	(1,285)	-	-	-
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	(1,673)	(3,564)	(3,448)	(3,122)
除稅前溢利	41,042	67,980	83,438	89,182
稅務	(5,713)	(6,798)	(8,344)	(8,918)
少數股東	(44)	(31)	(38)	(40)
純利	35,286	61,151	75,057	80,223
純利（經調整）	34,001	61,151	75,057	80,223

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
經營	5,238	21,160	68,930	69,694
除稅前溢利	41,042	67,980	83,438	89,182
稅務	(5,713)	(6,798)	(8,344)	(8,918)
折舊及攤銷	8,469	8,451	9,087	9,888
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	(43,942)	(72,617)	(18,699)	(23,579)
非現金項目	5,381	24,145	3,448	3,122
其他經營現金流量	2,584	20,581	-	-
投資	(29,746)	(7,522)	(7,432)	(7,432)
資本支出(增長)	(17,230)	(7,522)	(7,432)	(7,432)
投資	(13,456)	-	-	-
出售資產所得款項	785	-	-	-
其他	155	-	-	-
融資	47,397	(23,015)	(37,157)	(44,496)
支付股息	(16,740)	(23,015)	(37,157)	(44,496)
股份發行	-	-	-	-
借款所得款項	106,204	135,000	135,000	135,000
償還貸款	(39,780)	(135,000)	(135,000)	(135,000)
其他／已付利息	(2,287)	-	-	-
現金流入（流出）淨額	22,888	(9,376)	24,342	17,767
期初現金及現金等價物	72,311	94,759	85,383	109,725
因外匯影響而產生之變動	(440)	-	-	-
期末現金及現金等價物	94,759	85,383	109,725	127,491

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	24,037	24,558	24,538	23,977
其他長期資產	29,393	22,628	20,993	19,097
現金/短期投資	94,759	85,383	109,725	127,491
其他流動資產	308,034	525,270	545,208	642,552
資產總額	456,224	657,839	700,464	813,118
短期債務	104,229	104,229	104,229	104,229
其他流動負債	176,170	336,054	337,293	411,059
長期債務	4	4	4	4
其他長期負債	8,707	8,707	8,707	8,707
股東權益	166,778	208,478	249,826	288,676
少數股東權益	336	367	404	444
負債及權益總額	456,224	657,839	700,464	813,118

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	7.0	6.0	5.4	5.1
稅前利潤率	4.5	4.4	4.1	3.9
純利率	3.9	4.0	3.7	3.5
資產回報率	9.1	11.0	11.1	10.6
股本回報率	22.1	32.6	32.8	29.8
增長（按年%）				
營業額	48.2	70.0	32.8	11.5
息稅折舊攤銷前利潤	42.1	46.7	18.2	6.2
除稅前溢利	58.0	65.6	22.7	6.9
純利	52.0	73.3	22.7	6.9
純利（經調整）	45.2	79.9	22.7	6.9
每股收益	52.1	73.3	22.7	6.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	1.2	0.9	0.8	0.7
債務權益比率	3.4	2.7	2.2	1.9
債務／（現金）淨額與權益	(3.5)	9.0	(2.2)	(8.1)
利息保障倍數（倍）	(31.4)	(22.4)	(27.8)	(32.7)

騰訊音樂娛樂集團 (1698 HK)

2026 年第 2 季：盈利穩健，潛力可期喜馬拉雅協同

重點

- TME 公佈的 2026 年第 2 季度業績穩健，略高於我們的預期。收入按年增長 5.8%至人民幣 89.0 億元，而音樂相關服務收入則按年增長 11.0%至人民幣 76.0 億元。會員收入按年增長 8.1%，達人民幣 47.90 億元，受惠於 SVIP 持續擴張及喜馬拉雅的併表。非美國通用會計準則純利按年增長 4.4%至人民幣 27.0 億元，較我們及市場預期高出 7%，純利率維持在 31%的穩健水平。
- 維持「買入」評級，目標價上調至港幣 53 元（美金 14 元）。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025 年 第 2 季 度	2026 年 第 1 季 度	2026 年 第 2 季 度	按季	按年	大華繼 顯	變動	市場預 期	變動
收益	8,442	7,895	8,933	13.1%	5.8%	8,812	1.4%	8,754	2.0%
網上音樂服務	6,854	6,514	7,605	16.7%	11.0%	7,348	3.5%		
社交娛樂 / 其他	1,588	1,381	1,328	-3.8%	-16.4%	1,464	-9.3%		
銷售成本	4,693	4,349	4,984	14.6%	6.2%	4,999	-0.3%		
毛利	3,749	3,546	3,949	11.4%	5.3%	3,813	3.6%	3,872	2.0%
毛利率	44%	45%	44%	(1 個百 分點)	(0 個百 分點)	43%	1 個百 分點		
營運開支	1,156	1,211	1,295	7%	12%	1,240	4%		
銷售及市場推廣	216	271	236	-13%	9%	244	-3%		
一般及行政開支	332	332	434	31%	31%	379	14%		
研發	608	608	625	3%	3%	617	1%		
非美國通用會計準則營業利潤	3,212	2,897	3,340	15.3%	4.0%	3,197	4%		
非美國通用會計準則營業利潤率	38%	37%	37%	1 個百 分點	(1 個百 分點)	36%	1 個百 分點		
非美國通用會計準則淨利潤	2,574	2,273	2,686	18.2%	4.4%	2,512	6.9%		
非美國通用會計準則純利率	31%	30%	31%	2 個百 分點	(0 個百 分點)	29%	2 個百 分點		
非美國通用會計準則每股攤薄盈 利(人民幣)	1.66	1.46	1.70	16.7%	2.8%	1.61	5.9%	1.59	7.2%

來源: Minimax, 大華繼顯

分析

- 音樂相關服務穩健增長。騰訊音樂娛樂集團（TME）的音樂相關服務收入於 2026 年第 2 季度按年增長 11.0%至人民幣 76.0 億元（相較 2026 年第 1 季度為 12.2%），達到人民幣 71.0 億元，主要受廣告收入穩健增長所支持。訂閱收入按年增長 8.1%（對比 2026 年第 1 季度：6.7%），達到人民幣 47.90 億元。營銷及消費收入按年增長 16.2%（對比 2026 年第 1 季度：28.0%），達人民幣 28.10 億元。線下演出相關服務的收入實現強勁的同比增長。
- 社交娛樂服務及其他收益按年下跌 16%（對比 2026 年第 1 季度：下跌 11%）至人民幣 13.30 億元，乃由於對若干直播互動功能作出調整。

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	28,401	32,902	35,948	38,939	42,311
息稅折舊攤銷前利潤	6,489	8,411	9,352	10,242	11,415
經營利潤	7,349	9,678	10,710	11,740	13,062
純利（報告／實際）	7,109	11,353	9,955	10,788	12,090
純利（經調整）	6,082	12,782	8,977	9,683	10,916
每股收益	192.3	408.7	288.3	309.2	348.6
市盈率	17.2	8.1	11.5	10.7	9.5
市賬率	1.5	1.3	1.3	1.6	1.4
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	13.8	10.6	9.5	8.7	7.8
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	25.0	34.5	27.7	27.7	28.6
債務／（現金）淨額與權益	(19.4)	(10.5)	(30.3)	(37.8)	(45.1)
股本回報率	11.5	15.3	12.6	15.0	17.1
市場預期純利	-	-	10,046.7	11,056.0	12,177.7
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.89	0.88	0.90

來源: TME、彭博、大華繼顯

分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+86 21 5404 7225 分機 808

買入（維持）

股價	港幣 38.56 元
目標價	港幣 53 元
上升空間	37.4%
早前目標價	港幣 50 元

股票數據

行業	通訊服務
股份代號	1698 HK
已發行股份（百萬股）	1,658.1
市值(百萬美元)	128,138.7
市值(百萬美元)	16,331.3
3 個月平均每日交易額（百萬美元）	8.9

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 104 元/港幣 31.16 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
10.0	5.0	(38.7)	(55.0)	(44.1)

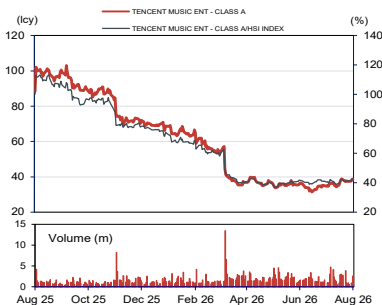
主要股東(%)

Spotify Technology S.A	16.0
------------------------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	25.25
2026 財年每股淨債項（人民幣）	7.65

股價圖表



資料來源: 彭博

公司介紹

按月活躍用戶計算，TME 是全球最大的線上音樂平台，其市佔率約為 70%，為市場之冠。其營運領先的音樂應用程式，包括 QQ 音樂、酷狗音樂、酷我音樂及全民 K 歌。

- **利潤率改善。**毛利按年增長 5.3%至人民幣 39.0 億元，毛利率於 2026 年第 2 季度按年收縮 0.2 個百分點至 44.2%，其中喜馬拉雅的併表對本季度的毛利率產生正面影響；然而，這被社交娛樂收入的減少所抵銷。非美國通用會計準則經營利潤按年增長 4%至人民幣 33.0 億元，經營利潤率維持在 37%，大致持平。
- **喜馬拉雅擴大 TME 的規模並拓展其音訊生態系統。**喜馬拉雅自 2026 年 5 月 18 日起合併後貢獻了人民幣 407 百萬元收入。管理層強調其龐大的音訊內容庫，並預期後端整合將隨著時間推移提升營運效率，同時亦會強化 TME 的 SVIP 服務。
- **人工智能正逐漸成為提升參與度及變現能力的驅動力。**TME 正日益在其音樂生態系統中整合人工智能代理，以提升個人化發現、播放列表生成及用戶互動。管理層指出，早期採用已提高客戶留存率，尤其是在高價值用戶群體中，同時亦支持了推薦參與度及營運效率。生成式人工智能音樂功能已帶來正面的商業回報，管理層預見人工智能將有進一步機會支援訂閱增長，並隨著時間推移成為增量收入貢獻者。
- **儘管喜馬拉雅投資增加，利潤前景依然保持韌性。**管理層預期 2026 年下半年毛利率將按年略為上升，此乃受惠於喜馬拉雅的有利貢獻所支持。自七月起，TME 恢復對喜馬拉雅的投資回報率導向的營銷投資，這應會導致 2026 年銷售及營銷開支和營運開支輕微增加。因此，預計 2026 年純利率將略有下降，而經調整息稅折舊攤銷前利潤在持續毛利增長及成本控制的支持下，應仍會略有上升。
- **穩健的現金狀況支持持續的股東回報。**TME 於 26 年第 2 季度結束時持有人民幣 442.0 億元現金、現金等價物、定期存款及短期投資，提供充足流動性以維持股東回報。根據其現有美金 10 億元股份回購計劃，該公司單在 26 年第 2 季度便完成了美金 400 百萬元的股份回購，並將繼續致力完成餘下的計劃。管理層亦表示，其正準備進行另一輪股份回購，突顯對公司前景及進一步資本回報潛力的持續信心。

估值/建議

- 維持對 TME 的「買入」評級，目標價上調至港幣 53 元(美金 14 元)，乃基於較低的 15 倍 2026 年預測市盈率及 13 倍 27 年預測市盈率（此前為 20 倍），反映對競爭加劇、潛在利潤壓力及人工智能相關行業顛覆帶來不確定性的擔憂。我們 15 倍的 2027 年預測市盈率目標倍數亦仍低於歷史平均水平。倘若音樂相關服務的增長保持韌性、喜馬拉雅的協同效應更為顯著，以及競爭方面的擔憂有所緩解，我們認為有重新評級的潛力。該公司目前以 8.9 倍 26 年預測市盈率進行交易，較其歷史平均 14 倍低逾 1 個標準差，顯示潛在的重估上升空間。

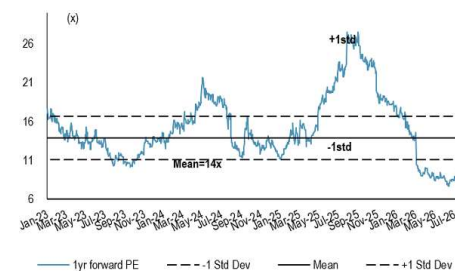
盈利預測調整/風險

- 我們的 2026 年收入預測大致不變，相當於按年收入增長 9.3%。我們將 2026 年純利預測上調 6%，意味著 2026 年按年增長 10%，純利率為 34%。
- 主要風險：a) 人工智能內容增加造成的干擾；b) 淨增長放緩，即每當每付費用戶平均收入(ARPPU)增加時，留存率便會下降；及 c) 來自 Soda Music 的競爭加劇。

股價催化劑

- a) 受每付費用戶平均收入(ARPPU)上漲帶動，音樂服務收入優於預期；b) 受包括音樂訂閱及廣告等高利潤業務分部的經營槓桿帶動，盈利預期上調；及 c) 喜馬拉雅的協同效應更大。

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博；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	32,902.0	35,948.2	38,938.9	42,311.2
息稅折舊攤銷前利潤	8,411.0	9,352.0	10,241.9	11,415.3
折舊及攤銷	(1,267.0)	(1,358.3)	(1,498.5)	(1,646.8)
息稅前利潤	9,678.0	10,710.3	11,740.4	13,062.1
總其他非經營收入	2,674.0	626.0	626.0	626.0
聯營公司貢獻	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／(支出)	925.0	954.1	952.4	1,056.3
除稅前溢利	13,277.0	12,290.4	13,318.8	14,744.4
稅務	(1,924.0)	(2,335.2)	(2,530.6)	(2,654.0)
少數股東	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	11,353.0	9,955.2	10,788.2	12,090.4
純利(經調整)	12,782.0	8,977.2	9,683.4	10,915.9

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
經營	10,231.0	14,233.4	13,751.1	15,143.4
年度溢利	13,277.0	12,290.4	13,318.8	14,744.4
稅務	(1,924.0)	(2,335.2)	(2,530.6)	(2,654.0)
折舊及攤銷	(1,267.0)	(1,358.3)	(1,498.5)	(1,646.8)
聯營公司	0.0	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	(125.0)	(2,207.0)	(659.7)	(531.8)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	270.0	7,843.5	5,121.1	5,231.6
投資	(10,227.0)	(2,545.3)	(2,743.0)	(2,872.3)
資本支出(增長)	(305.0)	(71.9)	(77.9)	(84.6)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(9,922.0)	(2,473.4)	(2,665.1)	(2,787.7)
融資	(4,649.0)	(3,393.7)	(2,962.3)	(2,962.3)
支付股息	0.0	(3,393.7)	(2,962.3)	(2,962.3)
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	(243.0)	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(4,406.0)	0.0	0.0	0.0
現金流入(流出)淨額	(4,645.0)	8,294.4	8,045.8	9,308.8
年初現金及現金等價物	13,164.0	8,470.0	16,764.4	24,810.2
因外匯影響而產生之變動	(49.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	8,470.0	16,764.4	24,810.2	34,119.0

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	1,201.0	1,540.0	481.8	524.3
其他長期資產	68,863.0	75,718.0	61,670.1	62,874.5
現金/短期投資	8,470.0	23,698.0	24,810.2	34,119.0
其他流動資產	23,988.0	15,991.0	16,339.4	17,150.8
資產總額	102,522.0	116,947.0	103,301.5	114,668.6
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	14,589.0	16,750.0	17,795.1	19,180.0
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	4,883.0	19,124.0	19,124.0	19,124.0
股東權益	80,287.0	78,272.0	65,642.9	75,639.3
少數股東權益	2,763.0	2,801.0	739.5	725.2
負債及權益總額	102,522.0	116,947.0	103,301.5	114,668.6

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	25.6	26.0	26.3	27.0
稅前利潤率	40.4	34.2	34.2	34.8
純利率	34.5	27.7	27.7	28.6
資產回報率	11.8	9.1	9.8	11.1
股本回報率	15.3	12.6	15.0	17.1
增長				
營業額	15.8	9.3	8.3	8.7
息稅折舊攤銷前利潤	29.6	11.2	9.5	11.5
除稅前溢利	52.4	(7.4)	8.4	10.7
純利	59.7	(12.3)	8.4	12.1
純利(經調整)	110.2	(29.8)	7.9	12.7
每股收益	112.5	(29.5)	7.2	12.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務權益比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務／(現金)淨額與權益	(10.5)	(30.3)	(37.8)	(45.1)

技術分析

分析師

大中華研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799



瑞聲科技 (2018 HK)

最後價格: 港幣 42.72 元
支撐位: 港幣 40.46 元/ 39.88 元
阻力位: 港幣 47.32 元/ 50.05 元

技術分析:

價格突破前期阻力區後順勢拓展其上行趨勢，強化了高點與低點依次抬升的健康多頭格局。技術動能參數與這一趨勢擴展保持一致，RSI 持續運行於中軸上方，確認了買方動能的強勁與穩定。只要當前的市場結構不被破壞，多時間框架圖表架構將繼續保持明確的上行偏向，預示着盤面有望進一步向上拓展獲利空間。

預期平均時限: 約 2 週



地平線機器人 (9660 HK)

最後價格: 港幣 5.10 元
支撐位: 港幣 4.83 元/港幣 4.62 元
阻力位: 港幣 5.53 元/港幣 6.06 元

技術分析:

多頭在完成突破後選擇在前期阻力轉換的支撐台上蓄勢休整，盤面上正在構築一個相當標準的牛旗形態。底層能量依然穩定，RSI 堅守在中軸線上方，表明這波橫盤整理僅僅是籌碼沉淀而非空頭反扑。一旦多頭凝聚足夠的成交量冲破旗形上軌，就將吹響主升浪延續的号角，推動價格迅速向更高的目標位發起冲击。

預期平均時限: 約 2 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."