



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)	53840.0	0.1	(0.1)	2.6	12.0
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7799.0	0.7	1.2	3.8	13.9
富時 100 指數(FTSE 100)	10772.7	(0.6)	(0.9)	2.3	8.5
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9381.4	(0.2)	(0.7)	4.2	4.0
滬深 300 指數(CSI 300)	4664.0	(0.6)	0.3	(2.8)	0.7
富時海峽時報指數(FSSTI)	5720.1	(0.0)	2.5	4.1	23.1
恒生中國企業指數(HSCEI)	8426.5	(0.2)	(0.9)	4.0	(5.5)
恒生指數(HSI)	25396.5	(0.2)	(0.5)	4.9	(0.9)
雅加達綜合指數(JCI)	6301.8	(1.1)	(0.7)	4.3	(27.1)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1734.7	(0.4)	(0.1)	0.9	3.2
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6813.3	3.6	8.2	(0.6)	61.7
日經 225 指數(Nikkei 225)	68308.6	1.2	3.0	0.8	35.7
泰國證券交易所指數(SET)	1614.4	0.1	0.3	(0.7)	28.2
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	46021.5	1.1	3.7	2.9	58.9
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2844	(3.2)	(7.0)	(3.9)	51.5
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4519	(0.6)	(0.3)	0.8	14.9
布蘭特原油(美元/桶)	87	(2.1)	5.6	4.5	43.1

來源: Bloomberg

企業活動

	地點	開始	收市
與大華繼顯控股有限公司(UOBK SP)舉行虛擬會議	新加坡	8 月 11 日	8 月 11 日
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
潘 Julia 就大中華互聯網板塊進行的分析師路演	新加坡	9 月 7 日	9 月 8 日
潘 Julia 就大中華互聯網板塊進行的分析師路演	馬來西亞	9 月 9 日	9 月 11 日

企業及宏觀經濟行事曆

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 月外商直接投資年初至今按年變動 (人民幣)	中國	8 月 11-17 日
第 2 季初步國際收支平衡表經常賬戶結餘	中國	8 月 14 日
第 2 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

頭條新聞

行業更新 | 中國汽車

第 3 頁→

- 7 月份乘用車零售量按年下跌 21.1%至 147.4 萬輛，為連續第七個月下跌，因汽油價格每噸上漲人民幣 1,575 元，導致內燃機汽車零售量按年下跌 39.0%。出口量按年增長 89.9%，達 92.3 萬輛，佔批發銷量 40.8%，使產量維持不變。新能源汽車零售量創下月度新高，佔比達 64.5%。比亞迪、吉利、長城汽車、小鵬汽車及理想汽車將於 8 月 26 日開幕的成都車展上推出新車型。維持「與大市一致」評級。

公司業績 | 希慎興業 (14 HK/買入/港幣 17.51 元/目標價: 港幣 20.74 元)

第 6 頁→

- 希慎公佈的 2026 年上半年業績符合預期，股東應佔基本溢利按年增長 7.4%，而淨負債比率按半年下跌 1.5 個百分點至 30.9%。零售業務表現優於預期，抵銷了充滿挑戰的寫字樓市場所帶來的影響。儘管竹林苑的會計利潤率較低，但資本循環仍支持去槓桿化。我們下調 2026 年股東應佔基本溢利及每股派息預測，但維持「買入」評級及目標價港幣 20.74 元，因更強勁的資產負債表支持更高的目標收益率。

公司業績 | 京東 (9618 HK/買入/港幣 123 元/目標價: 港幣 148 元)

第 9 頁→

- 京東 2026 年第 2 季的盈利超出預期。儘管電子產品及家電的比較基數較高，但收入仍按年下跌 2.9%至人民幣 3,464.0 億元，較我們的預期高出 1.7%。非公認會計原則經營利潤由 2025 年第 2 季的人民幣 9.0 億元增至 2026 年第 2 季的人民幣 55.0 億元，而非公認會計原則純利按年增長 20.8%至人民幣 89.0 億元，超出我們及市場預期 14-15%，這得益於京東零售穩健的盈利能力以及京東外賣虧損持續收窄。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 148 元（美金 38 元）。

公司業績 | 聯想集團 (992 HK/買入/港幣 34.90 元/目標價: 港幣 49 元)

第 12 頁→

- 聯想集團 2027 財年第 1 季業績全面遠超預期，集團收入按年增長 43%至美金 270 億元，經調整純利按年增長 176%至美金 11.0 億元。受惠於 AI 伺服器需求，基礎設施方案業務集團(ISG)的業績幾乎翻倍，並轉為正 9.1%的經營利潤率，將集團核心經營利潤率提升至 5.7%。我們上調 2027-2029 財年預估及目標價至港幣 49 元。維持「買入」評級。

免責聲明: 在「交易員專區」中，技術分析純粹根據圖表模式、價格變動及趨勢進行，因此獨立於我們分析師的基本面研究觀點。因此，我們可能會不時作出與我們基本面「買入/持有/沽售」評級相反的技術建議。

技術分析

長江基建 1038 HK	第 15 頁→
• 支持位：港幣 60.45 元/港幣 60.05 元 • 阻力位：港幣 65.95 元/港幣 68.55 元	
長江和記實業 1 HK	第 15 頁→
• 支持位：港幣 70.15 元/港幣 67.75 元 • 阻力位：港幣 74.40 元/港幣 80.05 元	

中國汽車

週報：產品浪潮席捲成都車展

重點

- 7月乘用車零售量按年下跌 21.1%及按月下跌 8.9%，至 147.4 萬輛，為連續第七個月下跌。
- 出口量按年增長 89.9%至 92.3 萬輛，佔批發銷量 40.8%，按年增長 19.4 個百分點。
- 新能源汽車零售銷量佔比創下 64.5%的月度新高，而行業去庫存 16.1 萬輛。
- 比亞迪、吉利、長城汽車、小鵬汽車及理想汽車均將在成都車展推出新車型。
- 維持「與大市一致」評級。首選買入股：比亞迪、吉利、寧德時代、禾賽及德賽西威。

分析

- 7月乘用車銷量：出口現已成為銷量支柱。生產及批發量按年大致持平，僅因出口量幾乎翻倍。國內市場再次下跌，跌幅幾乎全部來自汽油車。根據中國汽車工業協會(CAAM)數據，新能源汽車佔 7 月所有汽車銷量的 60.4%，首次超過 60%。
- 零售額連續第七個月下跌，但只有內燃機汽車銷量崩跌。零售銷售按年下跌 21.1%，按月下跌 8.9%，至 147.4 萬輛，使 2026 年首七個月的零售總額達到 1,027 萬輛，按年下跌 20.5%，佔我們對 2026 年預測 1,947.2 萬輛（按年下跌 19.0%）的 52.7%。內燃機汽車零售量按年下跌 39.0%至 52.3 萬輛，而新能源汽車零售量則按年僅下跌 3.6%至 95.1 萬輛。全國乘用車市場信息聯席會(CPCA)將汽油車銷量疲軟歸因於今年國內汽油價格累計上漲人民幣 1,575 元/噸。

分析師

利新民

ken.lee@uobkh.com
+852 2236 6760

與大市一致（維持）

分部評級

分部	評級
原始設備製造商	與大市一致(維持)
汽車零部件	與大市一致(維持)
電池及電池材料	跑贏大市(維持)

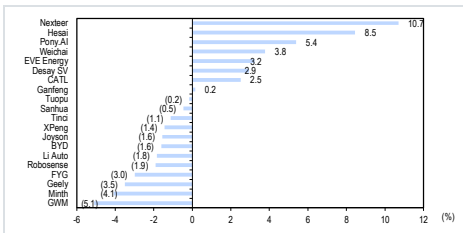
資料來源：彭博、大華繼顯

板塊精選

公司	股票代號	評級	股價 (當地貨幣)	目標價 (當地貨幣)
比亞迪	1211 HK	買入	88.40	135.00
吉利	175 HK	買入	17.91	27.00
寧德時代	300750 CH	買入	396.30	585.00
禾賽	2525 HK	買入	18.50	33.00

資料來源：彭博、大華繼顯

每週股價表現



資料來源：大華繼顯

同業比較

公司	股票代號	評級	價格 8月12日	目標 價格	目標價 上升空間	最後 年結	市盈率			收益率 2026年 預測	股本回報率 2026年 預測	市值 (百萬當地 貨幣)	價格/ 每股資產 淨值 (倍)
			(當地貨幣)	(當地貨幣)	(%)		2025	2026年 預測	2027年 預測	(%)	(%)		
比亞迪-H 股	1211 HK	買入	88.40	135.00	52.7	12/25	21.5	15.4	12.4	0.6	15.3	325,613	2.4
吉利	175 HK	買入	17.91	27.00	50.8	12/25	10.9	9.6	7.5	2.9	17.8	193,162	2.5
長城汽車-H 股	2333 HK	持有	8.38	9.90	18.2	12/25	6.3	6.7	5.5	2.7	10.2	19,324	0.7
理想汽車	2015 HK	沽售	48.22	40.00	(17.0)	12/25	190.6	60.1	74.3	0.0	2.0	100,539	1.2
小鵬汽車	9868 HK	買入	45.38	90.00	98.3	12/25	虧損	144.1	17.4	0.0	1.7	71,130	2.4
福耀玻璃-H 股	3606 HK	買入	55.40	100.00	80.5	12/25	13.5	12.6	10.5	5.2	27.2	33,614	2.9
惠州德賽西威	002920 CH	買入	96.05	150.00	56.2	12/25	23.4	23.3	19.8	1.5	24.8	57,324	3.3
敏實	425 HK	買入	27.66	56.00	102.5	12/25	10.0	9.5	8.1	3.0	11.7	32,403	1.1
耐世特	1316 HK	買入	4.92	8.30	68.9	12/25	15.5	11.8	10.6	3.8	6.2	12,336	0.7
寧波均勝電子	600699 CH	買入	20.95	43.00	105.3	12/25	22.1	16.5	14.5	1.2	9.9	29,239	1.6
寧波拓普	601689 CH	買入	49.69	100.00	101.2	12/25	32.1	28.4	24.8	0.0	11.7	86,353	3.5
小馬智行	PONY US	買入	8.20	16.00	95.1	12/25	虧損	虧損	虧損	0.0	不適用	2,897	0.3
濰柴動力-H 股	2338 HK	持有	35.64	35.00	(1.8)	12/25	44.9	23.4	22.0	2.6	10.7	69,250	2.8
浙江三花智控	002050 CH	買入	38.53	57.00	47.9	12/25	40.3	34.4	29.8	1.2	14.2	143,774	4.7
禾賽	2525 HK	買入	18.50	33.00	78.4	12/25	41.1	36.9	22.3	0.0	5.9	23,257	2.1
速騰聚創	2498 HK	買入	22.60	50.00	121.2	12/25	虧損	102.1	23.5	0.0	2.4	10,667	2.4
寧德時代	300750 CH	買入	396.30	585.00	47.6	12/25	25.0	19.1	14.5	2.6	20.8	1,738,568	4.6
億緯鋰能	300014 CH	買入	55.88	83.50	49.4	12/25	28.0	14.7	11.2	1.7	6.8	121,444	2.3
贛鋒鋰業-H 股	1772 HK	買入	39.40	120.00	204.6	12/25	44.5	21.5	13.2	0.9	(1.2)	19,034	1.4
天賜材料	002709 CH	買入	38.81	75.00	93.2	12/25	54.9	15.4	12.9	1.9	5.4	79,117	3.4

資料來源：彭博、大華繼顯

- 出口現佔批發量 40.8%。出口量按年增長 89.9%，按月增長 4.6%，達 92.3 萬輛，市佔率按年增加 19.4 個百分點；新能源汽車出口量按年增長 147.7%，達 54 萬輛，佔總數的 58.5%。2026 年首七個月出口量為 520.6 萬輛，按年增長 73.7%，佔我們對 2026 年預測 983.8 萬輛（按年增長 70.0%）的 52.9%。比亞迪(1211 HK/買入/目標價：港幣 135 元)出口 173,721 輛，領先奇瑞的 82,768 輛和特斯拉中國的 66,330 輛，而吉利(175 HK/買入/目標價：港幣 27 元)出口 60,584 輛。因此，相較於原始設備製造商(OEM)，我們更看好具全球佈局的供應商，例如福耀玻璃（3606 HK/買入/目標價：港幣 100 元）、敏實集團（425 HK/買入/目標價：港幣 56 元）及耐世特（1316 HK/買入/目標價：港幣 11.40 元）。
- 生產僅因出口而得以維持，且該行業再次去庫存。產量按年下跌 2.1%，按月下跌 5.3%，至 223.6 萬輛；批發量按年下跌 0.2%，按月下跌 4.8%，至 226.5 萬輛。然而，國內批發量（不含出口）按年下跌 24.8%，至 134.2 萬輛。該行業於 7 月去庫存 16.1 萬輛，其中 13.2 萬輛來自經銷商；這使得 2026 年首 7 個月的去庫存總量達到 65.8 萬輛。規模正在集中化——五家製造商各自銷售超過 10 萬輛，佔市場的 50.3%。而國內品牌則佔零售的 71.0%，按年增長 5.4 個百分點。這有利於比亞迪及吉利，但損害依賴國內銷售的較小型原始設備製造商——理想汽車(2015 HK/沽售/目標價：港幣 40 元)的出口量最少。
- 政策：國內成本正在上升，而海外貿易條件或會放寬。自 2026 年 9 月 1 日起實施的電池消費稅正轉嫁予汽車製造商，而非由其吸收。新電池安全標準正將低價車型淘汰出市場，而墨西哥則要求華盛頓降低北美汽車關稅。
- 億緯鋰能將於 2026 年 9 月 1 日將該稅項計入其國內價格。億緯鋰能(300014 CH/買入/目標價：人民幣 83.50 元)於 2026 年 8 月 10 日表示，自 9 月 1 日起，將對部分國內銷售的電池（從鋰原電池和鋰離子電池開始）的稅前供應價格加徵 2% 的稅款，此舉將影響消費、動力和儲能客戶。其訂單量已超出產能，因此預期不會流失市佔率。完全轉嫁可保障電芯製造商的利潤，並將成本轉移至汽車製造商，而寧德時代(300750 CH/買入/目標價：人民幣 585 元)亦可採取同樣做法。由於稅項於生產環節徵收，在我們所涵蓋的汽車製造商中，自行生產電芯的比亞迪所承受的風險最低。
- 新電池安全標準已開始將低價車型淘汰出市場。GB 38031-2025 已於 2026 年 7 月 1 日生效，全國乘用車市場信息聯席會(CPCA)將 7 月的部分疲軟歸因於清理不符合新標準的車型，並指出國內經濟型純電動汽車受補貼下降的打擊最為嚴重。
- 墨西哥正向華盛頓施壓，要求降低北美汽車關稅。其正於《美墨加協定》重新談判中尋求這些條款，以回應美國關於增加美國內容的提議（《華爾街日報》，2026 年 8 月 13 日）。任何放寬都有助於在那裡設廠的中國供應商——敏實集團於 2026 年 8 月 3 日在阿拉巴馬州加茲登動工興建一個美金 430 百萬元的園區，該園區是其歷史上佔地面積最大的園區，而耐世特已在北美設廠生產。
- 公司最新消息：原始設備製造商在成都車展期間推出新產品。該展覽將於 2026 年 8 月 21 日開幕，屆時將有近 120 個品牌和約 1,600 輛汽車參展，而比亞迪、吉利、長城汽車、小鵬汽車和理想汽車都將在該展覽上推出或展示新車型。新車型主要為大型 SUV 及家用轎車，這將提升平均售價(ASP)而非銷量。
- 比亞迪的大漢旗艦轎車將於該展會上全球首發。比亞迪(1211 HK/買入/目標價：港幣 135 元)將與騰勢、方程豹及仰望一同在成都展示大漢。該公司於 2026 年 8 月 11 日推出 2027 款海豹 06，續航里程達 630 公里，配備第二代刀片電池和基於光達的「天神之眼 B」輔助駕駛系統；其 Racco 輕型車在日本兩週內收到 1,002 份訂單，超出其 1,000 輛的目標。我們預計這三款車型每月將貢獻 17,500 輛銷量，佔比亞迪 7 月銷量 419,211 輛的 4%：a)大漢為 D 級旗艦車型，定位高於漢，銷量將少於大眾化的王朝系列轎車，預計銷量為 4,000 輛；b)海豹 06 預計銷量為 12,000 輛，較 2026 年第 2 季平均每

中國乘用車銷量(2026 年 7 月)

	2026 年 7 月	按年 百分 比	按月百 分比	2026 年首 七個 月	按年 百分 比
生產量					
電動汽車	1,449	25.8	0.7	8,213	7.9
BEV	959	33.0	2.5	5,195	9.8
PHEV	391	19.2	(3.7)	2,414	9.6
EREV	99	(3.9)	2.1	604	(11.3)
內燃機汽車	787	(30.4)	(14.5)	6,605	(18.3)
總計	2,236	(2.1)	(5.3)	14,818	(5.6)
電動車佔比(%)	64.8	14.3	3.8	55.4	6.9
批發					
電動汽車	1,445	21.5	(2.4)	8,249	7.6
BEV	958	29.1	(2.3)	5,259	11.2
PHEV	387	14.5	(4.7)	2,385	6.1
EREV	100	(8.3)	6.4	605	(12.2)
內燃機汽車	820	(24.1)	(8.7)	6,677	(17.6)
總計	2,265	(0.2)	(4.8)	14,926	(5.4)
電動車佔比(%)	63.8	11.4	1.5	55.3	6.7
零售銷售					
電動汽車	951	(3.6)	(5.7)	5,668	(12.5)
BEV	647	6.6	(5.5)	3,770	(4.8)
PHEV	219	(21.2)	(9.1)	1,374	(26.7)
EREV	85	(16.7)	3.7	524	(18.9)
內燃機汽車	523	(39.0)	(14.3)	4,602	(28.6)
總計	1,474	(21.1)	(8.9)	10,270	(20.5)
電動車佔比(%)	64.5	11.7	2.2	55.2	5.1
存貨變動					
電動汽車	(42)	不適用	不適用	(226)	不適用
內燃機汽車	(119)	不適用	不適用	(432)	不適用
總計	(161)	不適用	不適用	(658)	不適用

資料來源：全國乘用車市場信息聯席會(CPCA)、大華繼顯

月 9,583 輛增長 25%；及 c) Racco 預計銷量為 1,500 輛。這些將會提升比亞迪的平均售價(ASP)，而非其集團銷量。

- **吉利將攜銀河巡洋艦 700 及純電動銀河 TT 亮相成都。**吉利汽車(175 HK/買入/目標價：港幣 27 元)將在其「銀河」品牌下展示兩款車型，其展位上還將展出國產的極氪 X 和領克 Z20。「銀河」是吉利汽車在國內市佔率增長背後的品牌，因此一款 C 級純電動轎車將標誌著該品牌進入市場競爭最激烈的領域。我們估計這兩款車型每月將貢獻 13,000 輛銷量，佔吉利汽車 7 月份 250,161 輛銷量的 5%。
- **長城汽車在哈弗 H10 推出首 24 小時內接獲 31,826 份訂單，並將於 2026 年 8 月 14 日推出魏牌 V8X。**長城汽車(2333 HK/持有/目標價：港幣 9.90 元)表示，H10 的銷量受惠於限時價格人民幣 201,800 元；兩款車型均與坦克 300 一同在成都展位亮相。我們估計，隨著該等訂單轉換，H10 每月銷量為 8,000 輛，而 V8X 銷量為 2,500 輛。這兩款車型預計將共同貢獻長城汽車總銷量的 10%。在訂單轉為交付前，我們維持「持有」評級。
- **小鵬汽車已開啟 G9L 純電動及增程版本的預售。**小鵬汽車(9868 HK/買入/目標價：港幣 90 元)於 2026 年 8 月 11 日推出 G9L 大型五座 SUV 預售，共六個版本，售價為人民幣 259,800 元，並將在成都展出。純電動版本採用 91.9 千瓦時或 110 千瓦時電池組，在 800 伏架構下提供 672–805 公里的中國輕型汽車行駛工況(CLTCT)續航里程；增程版本則將 1.5 升引擎與 63.3 千瓦時電池組結合。小鵬汽車已將理想 L7 和華為支持的問界 M7 列為 G9L 的目標對手，因此它將瞄準理想汽車的核心細分市場。我們估計 G9L 每月銷量為 5,000 至 6,000 輛，佔小鵬汽車 7 月份 38,027 輛總銷量的 14%，其佔比增幅大於其他四家原始設備製造商中的任何一家。GX 在其首個完整月份售出 6,739 輛，而其定位較高的 G9 於 6 月僅售出 1,599 輛，其目標競爭對手理想 L7 則僅售出 754 輛。
- **理想汽車正在調降 i8 的入門價格，而非推出新車型。**理想汽車於 2026 年 8 月 6 日推出後驅長續航 i8，售價為人民幣 309,800 元，較全輪驅動版本低人民幣 30,000 元，配備相同的 97.8 千瓦時 5C 電池組及 780 公里中國輕型汽車行駛工況(CLTCT)續航里程，並提供高達人民幣 35,750 元的折扣優惠，直至 2026 年 8 月 31 日。i8 於 6 月僅交付了 779 輛，按月下跌 50.2%，為推出以來最低水平。較便宜的車型是為應對疲弱需求而非開啟一個新週期，且 G9L 的目標客戶亦為同一批買家。我們在 2026 年 8 月 26 日公佈 2026 年第 2 季業績前維持「沽售」評級。

估值/建議

- 我們維持中國汽車板塊「與大市一致」評級。我們對細分市場的偏好按降序排列為：電池及電池材料>汽車零部件>原始設備製造商(OEM)。
- 首選買入股：比亞迪、吉利、寧德時代、禾賽及德賽西威。首選沽售股：理想汽車。

板塊催化劑 / 風險

- 催化劑：成都車展及 8 月零售數據；2026 年 9 月 1 日的電池消費稅；所涵蓋原始設備製造商的 2026 年上半年業績；出口進一步增長。
- 風險：汽油價格逆轉，消除換車誘因；歐洲、巴西及墨西哥的出口壁壘；國內價格戰加劇；碳酸鋰價格波動。

希慎興業(14 HK)

2026 年上半年：業績符合預期；關注進一步去槓桿化

重點

- 2026 年上半年經調整股東應佔基本溢利按年增長 8.8%，而淨負債比率按半年下跌 1.5 個百分點。
- 投資物業表現符合預期，零售業務表現大幅優於市場。寫字樓市場整體而言仍然充滿挑戰。儘管竹林苑的會計利潤率收窄，但資本循環仍支持去槓桿化。
- 維持「買入」評級，目標價維持不變為港幣 20.74 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度（百萬港元）	2026 年上 半年	2025 年上 半年	按年變動	2025 年下 半年	按半年變動
營業額	1,728	1,730	-0.1%	1,734	-0.3%
-零售	874	862	1.4%	865	1.0%
-辦公室	754	750	0.5%	758	-0.5%
-住宅	100	118	-15.3%	111	-9.9%
毛利	1,426	1,426	0.0%	1,352	5.5%
呈報純利	73	75	-2.7%	240	-69.6%
呈報股東應佔基本溢利 (UNP)	1,107	1,031	7.4%	1,479	-25.2%
經調整股東應佔基本溢利（永續債分派後）	845	777	8.8%	1,208	-30.0%
經常性股東應佔基本溢利*	1,049	1,031	1.7%	887	18.3%
經調整經常性股東應佔基本溢利	787	777	1.3%	616	27.8%
基本每股盈利（港元 / 股）	1.08	1.00	7.4%	1.44	-25.2%
每股派息(港元/股)	0.27	0.27	0.0%	0.81	不適用
毛利率	82.5%	82.4%	0.1 百分點	78.0%	4.6 個百分點
-零售	83.1%	83.9%	-0.8 個百分點	78.4%	4.7 個百分點
-辦公室	83.7%	82.7%	1.0 個百分點	81.0%	2.7 個百分點
-住宅	69.0%	70.3%	-1.3 個百分點	54.1%	14.9 個百分點
	2026 年 6 月	2025 年 6 月	按年變動	2025 年 12 月	按半年變動
淨負債比率	30.9%	32.9%	-2.0 個百分點	32.4%	-1.5 個百分點
淨負債比率（將永久資本證券視為債務）	49.4%	52.9%	-3.5 個百分點	51.4%	-2.0 個百分點

備註：a) 所呈報之基本純利乃透過加回a) 投資物業之公平值變動；b) 並非來自核心物業投資業務之項目；及c) 永久資本證券之分派而得出。
*就經常性股東應佔基本溢利而言，不包括出售竹林苑所得溢利。

分析

- 2026 年上半年經調整股東應佔基本溢利按年上升 8.8%，淨負債比率按半年下降 1.5 個百分點。收入按年微跌 0.1%至港幣 1,728 百萬元，佔我們全年預估的 50.1%，原因是出售兩座竹林苑，導致住宅收入按年下跌 15.3%。毛利率按年擴大 0.1 個百分點至 82.5%。儘管股東應佔基本溢利(UNP)按年增長 7.4%至港幣 1,107 百萬元，但經調整股東應佔基本溢利（扣除向永久資本證券持有人分派後）按年上升 8.8%至港幣 845 百萬元，佔我們全年預測的 40.4%，此乃受惠於竹林苑銷售的港幣 58 百萬元收益所支持。淨負債比率按半年輕微下降 1.6 個百分點至 31.1%，而計入永久資本證券的負債比率則按半年下降 2.0 個百分點至 49.4%——這是業績的明顯亮點；中期每股派息按年持平於港幣 0.27 元，符合我們的預期。

主要財務資料

截至12月31日止年度（百萬港元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	3,409	3,464	3,477	3,713	3,910
息稅折舊攤銷前利潤	2,487	3,094	2,665	2,724	2,845
經營利潤	2,458	3,063	2,633	2,690	2,845
純利（報告 / 實際）	35	315	1,568	1,663	1,903
純利（經調整）*	1,538	1,985	1,568	1,663	1,903
每股收益(港元)	149.8	193.3	152.7	162.0	185.3
市盈率（倍）	11.7	9.1	11.5	10.8	9.5
市賬率（倍）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	17.4	14.0	16.2	15.8	15.2
股息收益率(%)	6.2	6.2	6.2	6.5	7.3
純利率(%)	1.0	9.1	45.1	44.8	48.7
債務／（現金）淨額與權益(%)	32.2	33.0	31.6	30.7	30.1
利息保障倍數（倍）	8.8	7.8	7.0	7.2	8.3
股本回報率(%)	0.0	0.4	2.1	2.2	2.5
市場預期純利(百萬港元)	-	-	2,044.0	1,706.0	1,758.8
大華繼順／市場預期（倍）	-	-	0.77	0.98	1.08

*就經調整純利而言，公允價值變動及向永久資本證券持有人分派的款項均不包括在內。

來源：希慎、彭博、大華繼順

分析師

劉潔琪

jieqi.liu@uobkh.com

+852 2826 1392

沈宸昊

damonshen@uobkh.com

+86 21 5404 7225 分機 820

買入(維持)

股價	HK\$17.51
目標價	HK\$20.74
上升空間	+18.5%

股票數據

行業	房地產
股份代號	14 HK
已發行股份（百萬股）	1,027.0
市值(百萬美元)	17,982.9
市值(百萬美元)	2,291.7
三個月平均每日成交額（百萬美元）	5.0

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 23.16 元/港幣 14.64 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
0.9	(11.3)	(22.7)	12.7	(7.4)

主要股東(%)

利希慎置業有限公司	42.17
-----------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（港元）	64.18
2026 財年淨債項 / 每股（港元）	23.14

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

希慎興業有限公司透過其附屬公司投資房地產。該公司的物業包括位於香港的商業租賃及豪華住宅樓宇。該公司亦投資於國庫券。

- **投資物業(IP)表現符合預期；零售業務繼續跑贏大市。**我們看到希慎興業（希慎）香港零售物業組合有幾個主要亮點：a)租戶銷售額按年增長 17%，表現優於香港所有類別的整體零售銷售；b)營業額租金按年上升 8.2%至港幣 66 百萬元；及 c)基本租金續租租金調整率預計將處於低至中個位數範圍，而佔用成本則維持在中至高雙位數的健康水平。寫字樓組合亦顯示出改善跡象，銅鑼灣即期租金趨於穩定，而負租金續租租金調整率收窄至中雙位數。儘管如此，管理層仍視寫字樓市場為充滿挑戰，即使銅鑼灣的即期租金已趨於穩定。
- **利園八期接近竣工，惟租賃進度尚未披露。**利園八期及利園連通項目仍按計劃於 2026 年下半年竣工。資本開支於 2026 年上半年按年上升 58.7%至港幣 1,697 百萬元，而 2025 年為港幣 2,633 百萬元，我們預期資本開支將自 2027 年起下降。管理層表示，利園八期在鎖定策略性寫字樓及零售主力租戶方面持續取得良好進展，但尚未披露其已承租的百分比。我們預期在 2026 年第 4 季度完成後，增速將會加快。
- **資本循環支持資產負債表，儘管竹林苑的會計利潤率已收窄。**截至 2026 年 6 月，希慎已從竹林苑及 VILLA LUCCA 的銷售中收取港幣 45.0 億元（分別為港幣 40.0 億元及港幣 5.0 億元），達到其五年目標港幣 80 億元的 56%，另有港幣 6.0 億元已簽約，預計於 2026 年底前完成。所持竹林苑單位的賬面價值自 2025 年以來已重估增值 44%，此舉支持了負債比率的下降。同時，雖然平均售價(ASP)從 2025 年的港幣 22,500 元/平方呎上升至 2026 年的港幣 25,000 元/平方呎，但由於賬面價值大幅提高，導致 2026 年上半年會計利潤率較 2025 年下半年下降 90%。整體而言，我們認為現金流入及較低槓桿更具意義，並預期資本循環將繼續支持 2027 年的去槓桿化。

估值/建議

- **維持「買入」評級，目標價維持不變為港幣 20.74 元。**我們對全年股息預測略為保守，鑒於此前曾假設單位數增長。然而，負債比率的穩固改善（自 2025 年 6 月達到 32.9%的峰值以來持續下降）提升了集團的整體韌性，因此我們將 2026 年目標股息收益率從 5.5%下調至 5.2%。我們的目標價維持不變於港幣 20.74 元，這意味著較我們對 2026 年每股資產淨值港幣 64.18 元的估計有 68%的折讓。

盈利預測調整/風險

- **我們下調 2026 年盈利預測，以反映竹林苑銷售的會計利潤率較低。**計入竹林苑更為保守的會計利潤率，我們將 2026/27/28 年度的盈利預測分別修訂為-25.0%/-1.9%/+2.3%。

股價催化劑

- **減息速度快於預期；香港零售銷售復甦強於預期。**

關鍵營運數據

	-----出租率-----					2026 年上 半年租金 續租租金 調整率
	2026 年 6 月	2025 年 12 月	2025 年 6 月	2024 年 12 月	2024 年 6 月	
零售-香港	96%	95%	94%	92%	95%	正面
辦公室-香港	93%	94%	92%	90%	89%	負面
零售-上海	67%*	72%	64%	41%	不適用	不適用
辦公室-上海	83%	72%	68%	66%	34%	不適用
住宅-香港	90%	87%	70%	73%	68%	正面

註：截至 2026 年 6 月，上海 70%的零售空間已獲承租。

來源：希慎、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度（百萬港元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	3,464.0	3,476.6	3,713.3	3,909.7
息稅折舊攤銷前利潤	3,093.6	2,664.9	2,724.2	2,845.0
折舊及攤銷	30.6	32.2	33.8	0.0
息稅前利潤	3,063.0	2,632.7	2,690.4	2,845.0
總其他非經營收入	(2,017.0)	(529.0)	(529.0)	(529.0)
聯營公司貢獻	(581.0)	281.0	431.0	581.0
淨利息收入／（支出）	(398.0)	(379.4)	(376.5)	(341.5)
除稅前溢利	67.0	2,005.3	2,215.9	2,555.5
稅項	(296.0)	(326.0)	(377.1)	(428.0)
少數股東權益	544.0	(110.9)	(175.4)	(224.5)
純利	315.0	1,568.4	1,663.4	1,903.0
經調整純利	1,985.0	1,568.4	1,663.4	1,903.0

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（百萬港元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	2,288.0	2,372.8	2,534.8	2,793.9
年度溢利	67.0	2,005.3	2,215.9	2,555.5
稅項	(296.0)	(326.0)	(377.1)	(428.0)
折舊及攤銷	30.6	32.2	33.8	0.0
聯營公司	581.0	(281.0)	(431.0)	(581.0)
營運資金變動	11.0	(48.7)	(50.0)	(51.4)
非現金項目	907.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	987.4	991.0	1,143.2	1,298.8
投資	771.0	718.8	118.5	(385.0)
資本支出(增長)	(16.0)	(32.3)	(32.5)	(36.0)
出售資產所得款項	2,030.0	2,600.0	500.0	0.0
其他	(1,343.0)	(1,849.0)	(349.0)	(349.0)
融資	(795.0)	(3,192.3)	(4,165.4)	(2,185.9)
支付股息	(1,109.0)	(1,108.9)	(1,108.9)	(1,164.4)
借款所得款項	6,462.0	(1,024.0)	(2,000.0)	0.0
償還貸款	(10,367.0)	0.0	0.0	0.0
其他/已付利息	4,219.0	(1,059.4)	(1,056.5)	(1,021.5)
現金流入（流出）淨額	2,264.0	(100.8)	(1,512.1)	223.0
年初現金及現金等價物	1,564.0	3,831.0	3,730.2	2,218.2
外匯影響導致的變動	3.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	3,831.0	3,730.2	2,218.2	2,441.2

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度(百萬港元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	97,062.0	99,113.6	99,668.1	100,225.7
其他長期資產	12,157.0	12,349.4	12,551.0	12,752.8
現金/短期投資	3,831.0	3,730.2	2,218.2	2,441.2
其他流動資產	2,372.0	358.1	376.0	394.8
資產總額	115,422.0	115,551.2	114,813.2	115,814.5
短期債務	1,903.0	2,500.0	2,500.0	2,500.0
其他流動負債	2,231.0	3,348.3	3,935.1	4,047.4
長期債務	26,621.0	25,000.0	23,000.0	23,000.0
其他長期負債	8,453.0	8,085.9	8,101.2	8,116.9
股東權益	74,860.0	75,196.5	75,751.0	76,489.6
少數股東權益	1,354.0	1,420.6	1,525.8	1,660.5
負債及權益總額	115,422.0	115,551.2	114,813.2	115,814.5

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	89.3	76.7	73.4	72.8
稅前利潤率	1.9	57.7	59.7	65.4
純利率	9.1	45.1	44.8	48.7
資產回報率	0.3	1.4	1.4	1.7
股本回報率	0.4	2.1	2.2	2.5

增長

營業額	1.6	0.4	6.8	5.3
息稅折舊攤銷前利潤	24.4	(13.9)	2.2	4.4
除稅前溢利	(55.0)	2,892.9	10.5	15.3
純利	800.0	397.9	6.1	14.4
經調整純利	29.1	(21.0)	6.1	14.4
每股收益	29.1	(21.0)	6.1	14.4

槓桿比率

債務佔總資本比率	27.2	26.4	24.8	24.6
債務權益比率	38.1	36.6	33.7	33.3
債務／（現金）淨額與權益	33.0	31.6	30.7	30.1
利息保障倍數（倍）	7.8	7.0	7.2	8.3

京東 (9618 HK)

2026 年第 2 季：受惠於利潤率改善及外賣業務虧損減少，盈利表現穩健；收入前景轉趨疲軟

重點

- 京東 2026 年第 2 季的盈利超出預期。儘管電子產品及家電的比較基數較高，但收入仍按年下跌 2.9%至人民幣 3,464.0 億元，較我們的預期高出 1.7%。非公認會計原則經營利潤由 2025 年第 2 季的人民幣 9.0 億元增至 2026 年第 2 季的人民幣 55.0 億元，而非公認會計原則純利按年增長 20.8%至人民幣 89.0 億元，超出我們及市場預期 14-15%，這得益於京東零售穩健的盈利能力以及京東外賣虧損持續收窄。
- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 148 元（美金 38 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
總淨收入	356,660	315,694	346,401	10%	-3%	340,766	1.7%	342,096	1.3%
網上直銷	282,414	244,819	267,115	9%	-5%	259,666	2.9%		
服務及其他	74,246	70,875	79,286	12%	7%	81,100	-2.2%		
毛利	56,640	53,027	59,307	12%	5%	54,996	7.8%	55,474	6.9%
毛利率	15.9%	16.8%	17.1%	32 個基 點	124 個基 點	16.1%	98 個基 點	16.2%	90.5 個基 點
非公認會計原則經營利潤	896	4,993	5,483	10%	512%	7,375	-25.7%		
非公認會計原則經營利潤率	0.25%	1.58%	1.58%	0 個基點	133 個基 點	2.16%	(58 個基 點)		
非公認會計原則淨收入	7,394	6,880	8,930	30%	21%	7,791	14.6%	7,869	13.5%
非美國通用會計準則每股收益 (人民幣)	4.97	4.80	6.29	31%	27%	5.46	15.2%	5.40	16.5%
非美國通用會計準則純利率	2.1%	2.2%	2.6%	40 個基 點	50 個基 點	2.3%	29 個基 點	2.3%	27.8 個基 點

來源：京東、大華繼顯

分析

- 收入受壓，但核心零售盈利能力仍具韌性。京東 2026 年第 2 季收入按年下降 2.9%至人民幣 3,464.0 億元，而 2026 年第 1 季則增長 4.9%，但仍較我們的預測高出 1.6%。電子及家電收入按年下跌 12%（2026 年第 1 季：-8%），主要由於以舊換新比較基數較高及上游價格壓力所致，而一般商品收入則按年增長 6%（2026 年第 1 季：+15%）。市場及營銷收入按年增長 8%（2026 年第 1 季度：+19%），而物流及其他服務收入增長則放緩至按年增長 6%（2026 年第 1 季度：+22%）。京東零售收入按年下跌 5%（2026 年第 1 季：+2%），息稅前利潤率按年惡化 1 個百分點至 4.6%，儘管在促銷高峰季度仍處於創紀錄水平。
- 毛利率擴大，新業務虧損收窄。受惠於供應鏈效率提升及更有利的收入組合，毛利率於 2026 年第 2 季按年擴大 1.2 個百分點，按季擴大 0.3 個百分點至 17.1%。非美國通用會計準則經營利潤率按年上升 1.3 個百分點至 1.6%，但按季微跌 0.2 個百分點。京東零售/京東物流/新業務的經營利潤率分別為 4.6%/3.5%/-135.7%，而 2026 年第 1 季則為 5.6%/1.7%/-164.9%，新業務的改善主要反映京東外賣持續減虧，其虧損按年收窄逾 50%。

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	1,158,819	1,309,085	1,353,374	1,447,616	1,525,274
息稅折舊攤銷前利潤	33,865	8,363	16,746	64,959	74,352
經營利潤	38,736	2,774	18,260	33,755	43,322
純利（報告／實際）	41,359	19,631	25,619	35,695	43,499
經調整純利	47,827	27,032	32,866	42,282	49,234
每股收益	1,572.7	919.8	1,175.5	1,512.2	1,743.4
市盈率	6.7	11.5	9.0	7.0	6.1
市賬率	1.3	1.3	1.3	1.1	1.0
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	10.5	42.4	21.2	5.5	4.8
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	3.6	1.5	1.9	2.5	2.9
債務／（現金）淨額與權益	(12.8)	(18.7)	1.3	(29.0)	(41.7)
股本回報率	17.5	8.4	11.5	15.1	15.7
市場預期純利	-	-	31,342.0	41,966.5	49,802.4
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.05	1.01	0.99

來源：京東、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 123 元
目標價	港幣 148 元
上升空間	20.3%
早前目標價	港幣 156 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	9618 HK
已發行股份（百萬股）	2,409.9
市值(百萬港元)	335,991.9
市值(百萬美元)	42,815.2
三個月平均每日成交額（百萬美元）	157.5

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 143.80 元/港幣 95.80 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
8.7	(4.1)	11.8	0.2	10.2

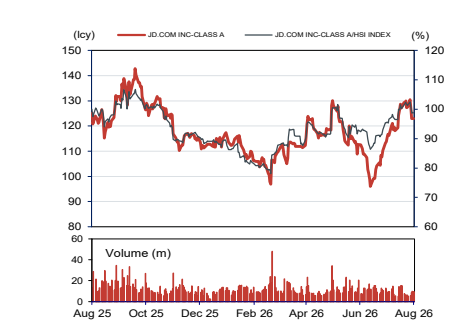
主要股東(%)

貝萊德公司	5.1
-------	-----

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣元）	81.70
2026 財年淨債項/每股（人民幣元）	1.03

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

京東是中國領先的線上直銷企業。

- **外賣業務減虧有助於盈利復甦。**於 2026 年第 2 季，京東外賣的虧損按年顯著收窄，此乃受惠於效率提升及變現能力改善。進一步減少虧損應會降低對集團盈利的拖累，同時支持用戶參與度及交叉銷售。
- **人工智能及海外擴張提供中期選擇性。**京東繼續深化人工智能於零售、物流及工業領域的部署，Joy Inside 連接近 200 個品牌，京東物流部署數千輛自動駕駛汽車，京東工業則於 2026 年上半年推出逾 70 個 AI 代理。同時，Joybuy 繼續在歐洲擴張，突顯京東海外零售及供應鏈能力的潛在上升空間。
- **國際展望：**國際業務仍處於早期投資階段，季度虧損約為人民幣 10-20 億元。管理層計劃審慎擴張，在進入更多城市及國家之前，會優先在現有歐洲市場執行，同時保持整體投資有紀律及可控。
- **外賣業務展望：**外賣業務虧損已從 2025 年第 3 季約人民幣 130 億元大幅收窄，2026 年第 1 季虧損約為人民幣 70 億元，2026 年第 2 季約為人民幣 60 億元。管理層預期 2026 年第 3 季虧損按年減少逾半，意味著虧損約為人民幣 60 億元或以下。單位經濟效益亦顯著改善，每張訂單虧損從業務初期約人民幣 10 元收窄至低於人民幣 5 元，支持進一步減少虧損。
- **現金產生能力保持穩健。**2026 年第 2 季營運現金流量增至人民幣 377.0 億元，而自由現金流量按年增長 44.6%至人民幣 318.0 億元。京東亦於 2026 年上半年回購了美金 10.0 億元股份，相當於已發行股份約 2.5%，此舉強化了其對股東回報的承諾。
- **2026 年第 3 季展望：零售增長轉為正數，盈利勢頭加速。**零售收入預計將恢復按年 3-3.3%的正增長，隨著電子產品的高補貼基數正常化，兩年複合年增長率將維持在中高個位數。一般商品應會繼續超越電子產品的增長，而廣告增長預計將會加速。儘管毛利率進一步改善，但由於人工智能/研發投資增加部分抵銷，零售利潤率應按年大致保持穩定。在集團層面，2026 年第 3 季的收入增長應轉為正數並略微超越零售業，而純利增長應從 2026 年第 2 季的按年增長 21%加速，並進一步改善純利率。

估值/建議

- 維持「買入」評級，並將目標價從先前的港幣 156 元下調至港幣 148 元（美金 38 元），這意味著 12 倍 2026 年預測市盈率。京東目前的交易價格為 9 倍 2026 年預測市盈率，而每股盈利複合年增長率為 20%。我們的目標價意味著 20% 的上升空間，並受以下因素支持：a)具吸引力的估值；b)京東零售業務穩健的基本面；及 c)來自持續執行股份回購的約 5%股東回報。

盈利預測調整/風險

- 我們維持 2026 年預測收入預測大致不變，並將盈利提高 4%，反映高基數效應緩解及外賣業務虧損持續收窄。
- 風險：外賣業務持續虧損；商品交易總額(GMV)增長放緩；宏觀經濟及消費狀況疲弱；以及產品價格上漲可能對需求構成壓力。

股價催化劑

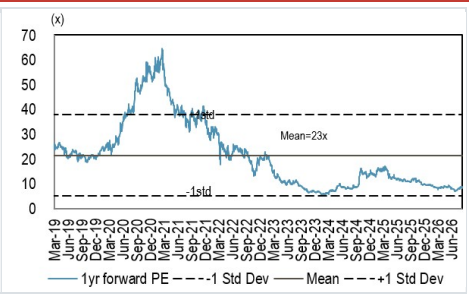
- a)高基數效應緩解；b)營運效率提升帶動利潤率持續擴張；及 c)外賣業務虧損進一步收窄。

基於分類加總估值法的估值

	收入 (人民幣百萬元)	息稅折舊攤銷前 利潤 (人民幣百萬元)	企業價值/息稅折 舊攤銷前利潤 (倍)	企業價值/ 銷售額 (倍)	致京東 (港元)	京東持股 (%)	對京東 (20%折讓)	每股港元	佔目標價價值 (%)
2027 年預測									
京東零售	1,199,186	56,362	4		225,447	多數	180,357	60	40%
京東物流(市值)					80,677	63%	56,474	19	13%
新業務及其他	38,054			1	38,054	37%	30,443	5	3%
京東健康(市值)					108,348	67%	75,844	25	17%
京東工業					28,826	71%	20,178	7	4%
淨現金					101,656		81,325	34	23%
分類加總估值					583,008		444,621	148	

來源：京東、大華繼顯

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	1,309,085.0	1,353,374.2	1,447,616.5	1,525,273.7
息稅折舊攤銷前利潤	8,363.0	16,745.8	64,959.4	74,351.9
折舊及攤銷	5,589.0	(1,514.0)	31,204.6	31,029.8
息稅前利潤	2,774.0	18,259.8	33,754.8	43,322.1
總其他非經營收入	8,025.0	4,187.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／(支出)	14,524.0	11,718.0	10,983.2	11,740.2
除稅前溢利	25,323.0	34,164.8	44,738.0	55,062.3
稅項	(2,181.0)	(6,259.6)	(9,043.3)	(11,563.1)
少數股東權益	(3,511.0)	(2,286.0)	0.0	0.0
純利	19,631.0	25,619.2	35,694.7	43,499.2
經調整純利	27,032.0	32,865.7	42,282.1	49,234.0

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	18,991.0	51,029.2	54,035.8	80,976.4
年度溢利	25,323.0	34,164.8	44,738.0	55,062.3
稅項	(2,181.0)	(6,259.6)	(9,043.3)	(11,563.1)
折舊及攤銷	5,589.0	(1,514.0)	31,204.6	31,029.8
聯營公司	0.0	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	2,836.0	24,638.0	(12,863.5)	6,447.4
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	(12,576.0)	0.0	0.0	0.0
投資	41,832.0	7,552.0	(28,952.3)	(30,505.5)
資本支出(增長)	(14,201.0)	(3,003.0)	(28,952.3)	(30,505.5)
投資	51,978.0	58,040.0	58,040.0	58,040.0
其他	4,052.0	(47,489.0)	(58,045.0)	(58,045.0)
融資	(26,728.0)	(67,548.0)	(3,200.0)	(3,200.0)
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	9,930.0	(3,517.0)	(3,200.0)	(3,200.0)
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他/已付利息	(36,658.0)	(64,031.0)	0.0	0.0
現金流入(流出)淨額	34,095.0	(8,966.8)	21,883.5	47,270.9
年初現金及現金等價物	115,716.0	149,625.0	140,658.2	162,541.7
外匯影響導致的變動	(174.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	149,637.0	140,658.2	162,541.7	209,812.7

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	91,349.0	95,866.0	93,613.7	93,089.4
其他長期資產	229,431.0	224,938.0	224,939.0	224,939.0
現金/短期投資	137,488.0	89,068.0	162,541.7	209,812.7
其他流動資產	236,933.0	315,534.0	296,154.8	306,400.2
資產總額	695,201.0	725,406.0	777,249.2	834,241.3
短期債務	0.0	3,534.0	3,534.0	3,534.0
其他流動負債	306,072.0	351,202.0	332,355.3	349,048.1
長期債務	95,346.0	88,295.0	85,095.0	81,895.0
其他長期負債	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益	225,040.0	219,118.0	254,813.7	298,313.0
少數股東權益	68,743.0	63,257.0	63,257.0	63,257.0
負債及權益總額	695,201.0	725,406.0	739,055.0	796,047.0

主要指標

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	0.6	1.2	4.5	4.9
稅前利潤率	1.9	2.5	3.1	3.6
純利率	1.5	1.9	2.5	2.9
資產回報率	2.8	3.6	4.8	5.4
股本回報率	8.4	11.5	15.1	15.7

增長

營業額	13.0	3.4	7.0	5.4
息稅折舊攤銷前利潤	(75.3)	100.2	287.9	14.5
除稅前溢利	(50.9)	34.9	30.9	23.1
純利	(52.5)	30.5	39.3	21.9
經調整純利	(43.5)	21.6	28.7	16.4
每股收益	(41.5)	27.8	28.7	15.3

槓桿比率

債務佔總資本比率	24.5	24.5	21.8	19.1
債務權益比率	42.4	41.9	34.8	28.6
債務／(現金)淨額與權益	(18.7)	1.3	(29.0)	(41.7)

聯想集團(992 HK)

2027 財年第 1 季度：ISG 帶動全面超越預期；長期收入目標上調至美金 1,300 億元

重點

- 2027 財年第 1 季收入按年增長 43%至美金 270 億元，經調整純利按年飆升 176%至美金 11.0 億元，超出我們預期 77%。
- 基礎設施方案業務集團(ISG)收入按年增長近一倍至美金 90 億元，經營利潤率轉為正數達 9.1%，而 AI 伺服器訂單按季增長 157%至美金 540 億元。
- 我們將 2027-29 財年經調整純利上調 55-69%，並將目標價上調至港幣 49 元（19.1 倍 2027 財年預測市盈率）。維持「買入」評級。

2027 財年第 1 季度業績

截至 3 月 31 日止年度(百萬美元)	2026 年第 1 季度	2026 年第 4 季度	2027 年第 1 季度	按年%	按季%
收益	18,830	21,588	26,943	43.1	24.8
IDG	13,459	14,614	17,106	27.1	17.1
ISG	4,290	5,635	8,510	98.4	51.0
SSG	2,258	2,563	2,884	27.7	12.5
毛利	785	886	19	(97.6)	(97.8)
呈報純利	505	521	(609)	(220.4)	(216.9)
經調整純利	389	559	1,075	176.0	92.3
利潤率(%)					
營業利潤率	4.2	4.1	0.1	(4.1)	(4.0)
IDG	7.1	6.9	7.1	0.0	0.1
ISG	(2.0)	3.6	9.1	11.1	5.5
SSG	22.2	22.4	24.2	2.0	1.8

來源：聯想、大華繼顯

分析

- 各方面表現均大幅優於預期，主要由基礎設施方案業務集團(ISG)分部帶動。收入按年增長 43.1%，按季增長 24.8%，達美金 269.0 億元，較我們/市場預期高出 20%，主要受惠於所有業務分部普遍表現優異。值得注意的是，基礎設施方案業務集團(ISG)的收入按年增長 98.4%，按季增長 51.0%，達到美金 85.0 億元，較我們/市場普遍預期高出 42.7%/36.1%；智能設備業務集團(IDG)及方案服務業務集團(SSG)亦錄得穩健增長（IDG 按年增長 27.1%、按季增長 17.1%；SSG 按年增長 27.7%、按季增長 12.5%），其收入較我們/市場預期高出低雙位數百分比。核心經營利潤率按年擴大 2.3 個百分點，按季擴大 1.8 個百分點，至 5.7%，主要受基礎設施方案業務集團(ISG)利潤率按年擴大 11.1 個百分點及按季擴大 5.5 個百分點所提振。這導致經調整（非香港財務報告準則）純利為美金 11.0 億元，按年增長 176%，超出我們對底線的估計 77%。

主要財務資料

截至 3 月 31 日止年度(百萬美元)	2025	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	69,077	83,075	101,395	113,151	125,490
息稅折舊攤銷前利潤	3,583	4,680	5,979	9,044	9,946
經營利潤	2,164	3,262	4,405	7,368	8,182
純利	1,384	1,912	2,272	4,834	5,460
經調整純利	1,441	2,049	4,032	4,914	5,540
每股收益（分）	11.8	16.7	32.8	40.0	45.1
市盈率（倍）	38.0	26.8	13.6	11.2	9.9
市淨率（倍）	9.0	7.2	5.0	3.6	0.4
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	16.6	12.7	10.0	6.6	6.0
股息收益率（%）	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
純利率（%）	2.0	2.3	2.2	4.3	4.4
淨債項對股本比率（%）	9.1	(3.2)	46.7	(37.4)	(9.4)
利息保障倍數（倍）	3.3	5.7	7.6	12.1	14.8
股本回報率（%）	24.7	29.9	43.2	37.2	31.1
市場預期純利	-	-	2,658	3,436	4,237
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.52	1.43	1.31

資料來源：聯想、彭博、大華繼顯

分析師

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李沐宸

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

買入（維持）

股價	HK\$34.90
目標價	HK\$49.00
上升空間	+40.4%
早前目標價	港幣 32.80 元

股票數據

行業	電腦硬體及儲存
股份代號	992 HK
已發行股份（百萬股）	12,282
市值(百萬港元)	428,626
市值(百萬美元)	63,033
三個月平均每日成交額（百萬美元）	471

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 35.46 元/港幣 8.52 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
21.5	124.0	19.6	151.6	213.0

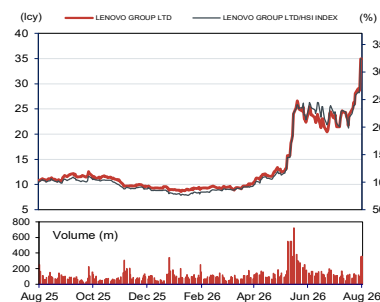
主要股東(%)

聯想控股股份有限公司	31.41
------------	-------

資產負債表指標

2027 財政年度每股資產淨值（港元）	2.73
2027 財年淨債項/每股(港元)	3.27

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

聯想集團開發、製造及分銷智能設備。該公司提供筆記型電腦、桌上型電腦、平板電腦、配件，以及伺服器及儲存裝置等資料中心設備，以及基礎設施解決方案及軟體服務。聯想集團服務全球客戶。

- 基礎設施方案業務集團(ISG)業務在雲端服務供應商(CSP)及企業和中小企業(ESMB)兩方面均錄得強勁增長，兩個子分部的收入按年增長 98%，主要受惠於人工智能相關伺服器及傳統伺服器需求激增，這反映在該季度人工智能伺服器訂單儲備按季強勁增長 157%，達到美金 540.0 億元。管理層預期，在人工智能推論及代理式人工智能需求不斷增長的背景下，強勁的增長勢頭將會持續下去。
- 基礎設施方案業務集團(ISG)的 9.1%經營利潤率在短期內看似可持續，這得益於企業和中小企業(ESMB)盈利能力的改善、規模的顯著提升，以及鑑於持續供應短缺而日益增強的議價能力。因此，儘管管理層預期 2027 財年的利潤率為高個位數百分比，我們認為風險可能傾向於較 2027 財年第 1 季的 9.1%有上升空間。
- 儘管面臨記憶體成本壓力，智能設備業務集團(IDG)動能依然穩健。管理層預期，受個人電腦及智能手機出貨量成本壓力影響，收入增長將於 2027 財年第 2 季放緩至低雙位數，並於 2027 財年放緩至單位數。儘管如此，聯想仍維持該業務分部 7%的經營利潤率目標，因高階化及規模經濟效益使其擁有強大的定價能力，足以抵銷不斷上漲的零部件成本並彌補銷量收縮。
- 方案服務業務集團(SSG)擴張因跨集團協同效應及快速 AI 整合而加速。受基礎設施即服務以及項目與解決方案業務的強勁增長帶動，聯想預期方案服務業務集團(SSG)業務於 2027 財年將維持 20%的按年高增長，利潤率擴大至 22.0%。
- 在穩健的基礎設施方案業務集團(ISG)業務推動下，2027 財年美金 1,000 億元的收入目標將可實現。因此，3 至 5 年目標收益現已上調至美金 1,300 億元，而 5.0%純利率目標則維持不變。

估值/建議

- 維持「買入」評級，並將目標價上調至港幣 49 元，現基於 19.1 倍 2027 財年預測市盈率，與同業平均水平一致。目標價顯著提高，主要由於底線假設大幅上調，這主要受惠於基礎設施方案業務集團(ISG)業務表現遠超預期。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2027 至 2029 財年經調整（非香港財務報告準則）的純利預測分別大幅上調 64.2%/69.3%/55.0%至美金 40.0 億元/美金 49.0 億元/美金 55.0 億元。我們已計入：a)對基礎設施方案業務集團(ISG)業務作出更高假設，其收入提高 34-39%，營運利潤率分別提高 4.3-5.0 個百分點；b)對方案服務業務集團(SSG)的收入及盈利能力作出更高假設；及 c)整體上更佳的成本控制措施。
- 請注意，儘管 6 月季度收入穩健超預期，但我們仍維持智能設備業務集團(IDG)銷售假設不變，因為我們對成本推動的價格上漲可能造成的潛在需求破壞效應保持謹慎。

股價催化劑

- AI 伺服器訂單進一步增加；銷售 / 盈利能力持續帶來意外的上升空間，尤其是在基礎設施方案業務集團(ISG)業務方面。

2027-29 財年估計變動

截至3月31日年度 (百萬美元)	舊有估計			新估計			差異(%)		
	2027	2028	2029	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
收益	92,900	101,328	111,328	101,395	113,151	125,490	9.1	11.7	12.7
智能設備業務集團(IDG)	60,199	61,962	63,715	60,199	61,962	63,715	-	-	-
基礎設施方案業務集團(ISG)	25,672	30,928	37,424	34,492	43,085	52,090	34.4	39.3	39.2
方案服務業務集團(SSG)	12,128	13,539	15,289	12,304	13,904	15,685	1.4	2.7	2.6
營業利潤率(%)	2.4	4.5	4.9	4.3	6.5	6.5	2.0	2.0	1.6
智能設備業務集團(IDG)	6.8	6.8	7.0	7.0	6.9	7.1	0.2	0.1	0.1
基礎設施方案業務集團(ISG)	4.0	4.5	5.0	9.0	9.5	9.3	5.0	5.0	4.3
方案服務業務集團(SSG)	20.0	20.0	20.0	22.5	22.5	22.5	2.5	2.5	2.5
息稅前利潤(百萬美元)	2,215	4,561	5,466	4,405	7,368	8,182	98.9	61.5	49.7
經調整純利（百萬美元）	2,455	2,902	3,573	4,032	4,914	5,540	64.2	69.3	55.0

來源：聯想、大華繼顯

損益表

截至 3 月 31 日止年度(百萬美元)	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	83,075	101,395	113,151	125,490
息稅折舊攤銷前利潤	4,680	5,979	9,044	9,946
折舊及攤銷	(1,418)	(1,574)	(1,676)	(1,764)
息稅前利潤	3,262	4,405	7,368	8,182
總其他非經營收入	0	-	-	-
聯營公司貢獻	(15)	(20)	(20)	(20)
淨利息收入／（支出）	(577)	(576)	(610)	(555)
除稅前溢利	2,670	3,809	6,738	7,608
稅項	(510)	(1,098)	(1,368)	(1,542)
少數股東權益	(248)	(439)	(537)	(607)
純利	1,912	2,272	4,834	5,460
經常性純利	2,049	4,032	4,914	5,540

現金流量

截至 3 月 31 日止年度(百萬美元)	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
營運	4,609	(2,968)	13,379	(1,425)
除稅前溢利	2,670	3,809	6,738	7,608
稅項	(695)	(1,098)	(1,368)	(1,542)
折舊／攤銷	1,418	1,574	1,676	1,764
聯營公司	15	20	20	20
營運資金變動	(1,795)	(9,751)	5,643	(9,890)
非現金項目	2,996	2,478	670	615
其他經營現金流量	-	-	-	-
投資	(1,909)	(1,138)	(1,208)	(1,144)
資本支出(增長)	(654)	(420)	(420)	(420)
投資	(7)	-	-	-
出售資產所得款項	168	-	-	-
其他	(1,416)	(718)	(788)	(724)
融資	(2,583)	(1,292)	(1,273)	(1,273)
支付股息	(613)	(619)	(619)	(619)
股份發行	-	-	-	-
借款所得款項	13,194	15,104	14,149	14,626
償還貸款	(12,985)	(15,104)	(14,149)	(14,626)
其他/已付利息	(2,179)	(673)	(654)	(654)
現金流入（流出）淨額	117	(5,398)	10,899	(3,842)
年初現金及現金等價物	4,728	4,887	(511)	10,388
外匯影響導致的變動	42	-	-	-
年末現金及現金等價物	4,887	(511)	10,388	6,546

資產負債表

截至 3 月 31 日止年度(百萬美元)	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
固定資產	2,324	2,596	2,757	2,860
其他長期資產	15,603	14,829	14,245	13,622
現金/短期投資	4,887	(511)	10,388	6,546
其他流動資產	34,315	43,071	42,668	52,034
資產總額	57,129	59,986	70,058	75,062
短期債務	878	878	878	878
其他流動負債	40,479	39,483	44,724	44,200
長期債務	3,863	3,863	3,863	3,863
其他長期負債	3,239	3,465	3,465	3,465
股東權益	5,583	6,069	7,635	11,048
少數股東權益	809	1,248	1,785	2,391
負債及權益總額	57,129	59,986	70,058	75,062

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	5.6	5.9	8.0	7.9
稅前利潤率	3.2	3.8	6.0	6.1
純利率	2.3	2.2	4.3	4.4
資產回報率	4.0	6.9	7.6	7.6
股本回報率	29.9	43.2	37.2	31.1
增長				
營業額	20.3	22.1	11.6	10.9
毛利	15.4	33.0	12.9	8.9
除稅前溢利	80.3	42.7	76.9	12.9
純利	38.1	18.8	112.7	13.0
純利（經調整）	42.1	96.8	21.9	12.7
每股收益(adj.)	41.8	96.8	21.9	12.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	8.3	7.9	6.8	6.3
債務權益比率	62.1	42.9	30.9	23.4
淨債項對股本	(3.2)	46.7	(37.4)	(9.4)
利息保障倍數（倍）	5.7	7.6	12.1	14.8

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



長江基建集團 (1038 HK)

最後價格:	港幣 63.15 元
支撐位:	港幣 60.45 元/港幣 60.05 元
阻力位:	港幣 65.95 元/港幣 68.55 元

技術分析:

在成功完成对阻力转换支撑区域的回踩确认后，价格行为打出了一根强劲的大阳线脉冲信号。技术动能参数与这一趋势拓展完全保持一致，RSI 稳居 50 中轴上方并呈现明确的上行态势。这表明底层买盘需求依然坚挺，并指向主升趋势的进一步延续，只要当前支撑基底保持完好，盘面将继续向上方更高阻力关口发起冲击。

平均時限：約兩週。



長和 (0001 HK)

最後價格:	港幣 72.30 元
支撐位:	港幣 70.15 元/港幣 67.75 元
阻力位:	港幣 74.40 元/港幣 80.05 元

技術分析:

价格在阻力转换而来的支撑区域迎来了强劲反弹，成功确认了这一新支撑基底的有效性。技术动能指标完全匹配并支持这一向上拓展，RSI 稳定运行于 50 中轴上方并保持上行趋势。这种价格与动能的共振反映出市场上极强的底层买盘需求，预示着主升趋势有望迎来无缝的连贯延续。

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."