

## 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      | 52508.3 | 0.0   | (0.8)  | 2.6    | 9.2    |
| 標準普爾 500 指數    | 7543.6  | 0.4   | 0.5    | 1.5    | 10.2   |
| 富時 100 指數      | 10529.4 | 0.3   | (1.3)  | 0.6    | 6.0    |
| AS30           | 9001.3  | (0.0) | (0.0)  | (0.1)  | (0.2)  |
| 滬深 300 指數      | 4796.5  | 2.2   | 0.1    | 0.4    | 3.6    |
| FSSTI          | 5495.6  | 0.5   | 2.9    | 9.3    | 18.3   |
| HSCEI          | 8103.1  | 0.5   | 4.3    | (3.2)  | (9.1)  |
| 恒生指數           | 24340.7 | 0.5   | 3.6    | (1.5)  | (5.0)  |
| JCI            | 6039.5  | 0.0   | 0.9    | 0.5    | (30.2) |
| 吉隆坡綜合指數        | 1719.9  | 1.3   | 2.2    | 2.2    | 2.4    |
| KOSPI          | 6856.8  | 0.7   | (10.4) | (15.6) | 62.7   |
| 日經 225         | 67743.5 | 0.7   | (0.8)  | 2.6    | 34.6   |
| 泰國證券交易所指數      | 1626.0  | (0.1) | 1.4    | 2.1    | 29.1   |
| 台灣加權股價指數       | 44738.0 | (1.4) | (1.6)  | 1.3    | 54.5   |
| BDI            | 2980.0  | 0.7   | 3.7    | 9.2    | 58.8   |
| 原棕油(馬來西亞令吉/公噸) | 4466.5  | 0.0   | (0.5)  | (0.0)  | 13.6   |
| 布蘭特原油(美元/桶)    | 84.7    | 1.7   | 14.3   | (3.0)  | 39.2   |

資料來源: 彭博社

## 企業活動

|                                             | 地點   | 開始    | 收市    |
|---------------------------------------------|------|-------|-------|
| 分析師就下半年泰國策略及醫療保健行業的推廣簡報                     | 馬來西亞 | 7月13日 | 7月15日 |
| 與 ASL Marine Holdings Ltd (ASL SP)舉行虛擬業績發布會 | 新加坡  | 7月21日 | 7月21日 |

## 企業及宏觀行事曆

| 經濟指標/事件                       | 國家/地區 | 日期      |
|-------------------------------|-------|---------|
| 六月貨幣供應(M2, M1, M0)            | 中國    | 7月9-15日 |
| 六月貿易差額、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   |
| 六月零售銷售                        | 中國    | 7月15日   |
| 六月工業生產                        | 中國    | 7月15日   |
| 六月固定資產(不含鄉郊)                  | 中國    | 7月15日   |
| 六月調查失業率                       | 中國    | 7月15日   |
| 六月三個月失業率                      | 香港    | 7月16日   |
| 六月消費者物價指數綜合                   | 香港    | 7月21日   |
| 六月工業利潤                        | 中國    | 7月27日   |
| 六月貿易差額、出口、進口                  | 香港    | 7月27日   |

請點擊頁碼以移至相關頁面。

## 重點新聞

### 經濟 | 中國貿易

第 3 頁

貿易數據再次超出預期。出口增長由 5 月份的按年 19.4%加速至 6 月份的按年 27.0%，高於彭博綜合預期的按年 19.0%，主要受東盟、歐盟及香港市場的強勁表現帶動。進口增長按年上升至 36.0%，高於市場預期 26.1%的按年增長，主要受積體電路需求創歷史新高所帶動。貿易順差擴大至美金 1,256.0 億元。展望未來，基數效應在 2026 年下半年應會轉趨不利，這可能會減緩整體增長，尤其是進口方面。

### 公司更新 | 信達生物製藥 (1801 HK/買入/港幣 90.05 元/目標價:港幣 112 元)

第 5 頁

繼 2026 年第 1 季營收按年強勁增長逾 50%至人民幣 38.0 億元後，我們的通路調查顯示，信達生物 2026 年第二季的產品銷售依然強勁，這得益於其慢性病產品的快速市場擴張。信達生物已達成三項重大對外授權協議，前期總收入達到美金 22.0 億元。預期這些合作將進展順利，我們相信對外授權收入將在未來數年成為公司穩定的收入來源。維持「買入」評級，目標價為港幣 112 元。

### 公司更新 | 京東 (9618 HK/買入/港幣 112.80 元/目標價:港幣 156 元)

第 8 頁

京東 2026 年第 2 季業績指引為略高於市場普遍預期，這得益於核心零售業務盈利能力保持韌性、京東零售收入跌幅小於預期以及即時零售虧損收窄。集團純利指引為恢復按年增長，而京東零售的利潤率應大致保持穩定。補貼相關的基數效應減弱，應會支持 2026 年下半年零售業逐步復甦，同時歐洲擴張亦持續推進。即時零售虧損減少仍然是投資者關注的重點。維持「買入」評級，目標價上調至港幣 156 元(美金 40 元)。

### 公司更新 | 聯想集團 (992 HK/買入/港幣 23.16 元/目標價:港幣 32.80 元)

第 11 頁

聯想將於 8 月 13 日公佈其 2027 財年第 1 季度(2026 年第 2 季度)業績。我們預計營收為美金 22,434 百萬元(按年增長 19.1%，按季增長 3.9%)，毛利率為 16.5%(按年增加 1.8 個百分點)，以及非國際財務報告準則純利為美金 609 百萬元(按年增長 56.3%，按季增長 8.9%)。ISG 是亮點。然而，我們亦預期因 2024 年發行的 ALAT 認股權證而產生美金 16.80 億元的非現金公允價值虧損。這將導致本季申報的純利轉為美金 10 億元虧損。維持「買入」評級。目標價：港幣 32.80 元。

免責聲明：在「交易員專區」中，技術分析純粹是根據圖表型態、價格走勢和趨勢進行，因此獨立於我們分析師的基本面研究觀點。因此，我們可能會不時提出與我們的基本面「買入/持有/沽售」評級相反的技术建議。

## 技術分析

### 紫金礦業 | 2259 HK

第 14 頁

支持位：港幣 93.20 元/港幣 84.20 元  
阻力位：港幣 124.30 元/港幣 140.20 元

### 康師傅控股 | 322 HK

第 14 頁

支持位：港幣 10.97 元/港幣 10.87 元  
阻力位：港幣 12.16 元/港幣 12.63 元

## 經濟

### 貿易

### 6月貿易數據再次優於預期

- 6月份出口增長加速至按年 27.0%（按月增加 7.6 個百分點），遠高於彭博社的市場普遍預期（按年增長 19.0%），主要受東盟、歐盟及香港市場持續強勁表現帶動。
- 進口增長按年上升至 36.0%（按月增加 8.6 個百分點），亦高於市場普遍預期的按年 26.1%，主要受創紀錄高的積體電路需求所帶動，並獲得較低比較基數的溫和支持。
- 貿易順差從美金 1,054.0 億元擴大至美金 1,256.0 億元，高於市場普遍預期的美金 1,201.0 億元。總體而言，基數效應在 2026 年下半年應會轉為不利，這可能會減緩整體增長，尤其是進口方面。

### 最新資料

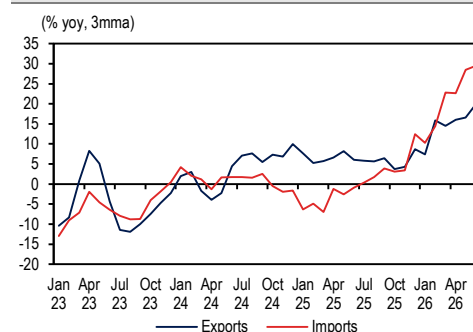
- 6月份出口增長從5月份的按年 19.4% 上升至按年 27.0%（按月增加 7.6 個百分點），超出彭博社按年 19.0% 的市場普遍預期。此加速主要反映實際需求及貿易持續多元化。中國對東盟的出口增長增強至按年 34.5%（按月增加 10.2 個百分點），而中國對歐盟的出口增長則回升至按年 18.5%（按月增加 10.9 個百分點）。中國對香港的出口保持強勁，按年增長 58.0%（按月下降 5.1 個百分點），與其作為轉口樞紐的角色一致。另一方面，中國對美國的出口增長放緩至按年 13.9%（按月下跌 21.5 個百分點），原因是比較基數變得較不利。此外，中國對日本的出口增長放緩至按年 6.9%（按月下跌 4.0 個百分點）。
- 中國 6 月份進口增長為按年 36.0%（按月增加 8.6 個百分點），高於彭博社市場普遍預期的按年 26.1%。低基數提供溫和支持，而大宗商品貿易額則普遍疲軟。中國煤炭及鐵礦石進口增長強勁反彈，分別按年增長 63.0%（按月增加 43.6 個百分點）及 21.8%（按月增加 19.5 個百分點）。相比之下，中國原油進口增長轉為負值，按年下跌 6.1%（按月下跌 16.3 個百分點），反映早前荷莫茲海峽中斷所帶來的價格支持減弱，而銅礦進口則放緩至按年增長 23.0%（按月下跌 11.0 個百分點）。
- 所有主要產品類別均錄得增長加速，積體電路在主要貿易產品類別中仍然表現突出，其進口增長按年達到 72.3%（按月增加 4.3 個百分點），創下新紀錄，這顯示真實且持續的 AI 相關晶片需求。中國高科技產品出口增長維持在按年 52.2%（按月增長 1.3 個百分點），而機電產品出口增長則增強至按年 34.2%（按月增長 6.8 個百分點），這與積體電路的強勁表現一致。此外，汽車出口增長加速至按年 61.2%（按月增加 28.0 個百分點），而農產品進口增長則回升至按年 19.6%（按月增加 15.7 個百分點）。
- 貿易順差從 5 月份的美金 1,054.0 億元擴大至美金 1,256.0 億元，高於市場普遍預期的美金 1,201.0 億元。基數效應在 2026 年下半年應會轉趨不利，這可能會減緩整體增長，尤其是進口方面。

分析師

譚文漢，特許財務分析師  
munhon.tham@uobkh.com  
+852 2236 6799

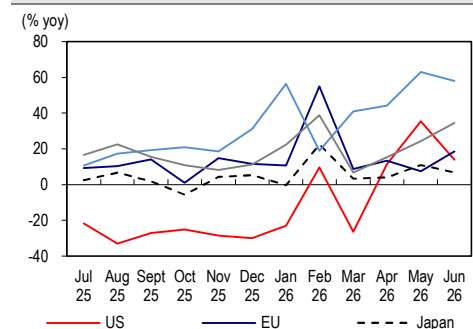
王可來  
claire.wang@uobkh.com  
+852 2236 6761

### 出口及進口增長(三個月移動平均)



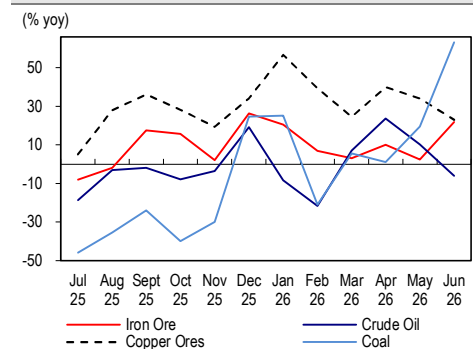
資料來源：海關、CEIC、大華繼顯

### 出口至主要市場



資料來源：海關、CEIC、大華繼顯

### 主要大宗商品進口



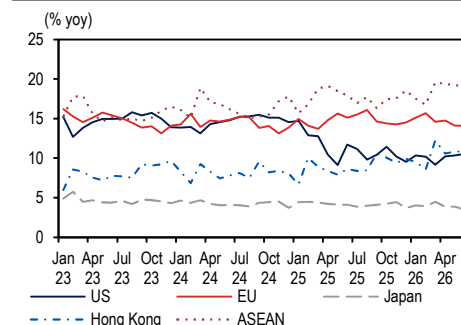
資料來源：海關、CEIC、大華繼顯

## 出口及進口數據

|                 | (億美元)   |         | 同比百分比變動 |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
|                 | 2026年6月 | 2026年5月 | 2026年6月 | 2026年5月 |
| 出口              | 412.4   | 376.8   | 27.0    | 19.4    |
| 進口              | 286.8   | 271.3   | 36.0    | 27.4    |
| 貿易順差            | 125.6   | 105.4   |         |         |
| <b>對主要市場的出口</b> |         |         |         |         |
| 美國              | 43.5    | 39.0    | 13.9    | 35.4    |
| 歐盟              | 58.3    | 53.2    | 18.5    | 7.6     |
| 日本              | 14.4    | 14.5    | 6.9     | 10.9    |
| 香港              | 44.4    | 40.9    | 58.0    | 63.1    |
| 東盟              | 78.3    | 72.6    | 34.5    | 24.3    |
| <b>主要大宗商品進口</b> |         |         |         |         |
| 鐵礦石             | 11.6    | 10.1    | 21.8    | 2.3     |
| 原油              | 22.4    | 26.7    | -6.1    | 10.2    |
| 銅礦              | 8.5     | 8.6     | 23.0    | 34.0    |
| 煤炭              | 3.9     | 2.9     | 63.0    | 19.4    |
| <b>主要產品貿易</b>   |         |         |         |         |
| 農產品進口           | 22.2    | 20.7    | 19.6    | 3.9     |
| 積體電路進口          | 59.6    | 56.6    | 72.3    | 68.0    |
| 汽車出口            | 124.6   | 114.9   | 61.2    | 33.2    |
| 高科技產品出口         | 118.8   | 112.1   | 52.2    | 50.9    |
| 機電產品出口          | 260.3   | 241.0   | 34.2    | 27.4    |

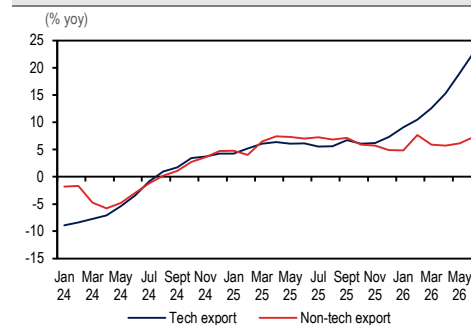
資料來源: Wind、CEIC、大華繼顯

## 主要大宗商品進口主要國家對中國出口佔中國出口總額的比重



資料來源: 海關、CEIC、大華繼顯

## 中國的科技與非科技出口



資料來源: 海關、CEIC、大華繼顯

# 信達生物製藥(1801 HK)

對外授權收入將提振 2026 年及以後的盈利

## 重點

- 繼 2026 年第 1 季營收按年強勁增長逾 50%至人民幣 38.0 億元後，我們的通路調查顯示，信達生物 2026 年第 2 季的產品銷售依然強勁，這得益於其慢性病產品的快速市場擴張。
- 信達生物已達成三項重大對外授權協議，前期總收入達到美金 22.0 億元。預期這些合作將進展順利，我們相信對外授權收入將在未來數年成為公司穩定的收入來源。
- 維持「買入」評級，目標價為港幣 112 元。

## 分析

- 通路調查：2026 年第 2 季產品銷售增長依然強勁。** 信達生物製藥（信達生物）於 2026 年第 1 季錄得超過 50%的強勁國內銷售增長，達到人民幣 38.0 億元。我們的通路調查顯示，受其慢性病產品（即瑪仕度肽、SINTBILO（Tafolecinmab 注射液）及 SYCUME（Teprotumumab N01 注射液））市場迅速擴張所帶動，產品銷售增長於 2026 年第 2 季保持強勁。此外，腫瘤產品亦錄得穩定增長，此乃受惠於五種新納入國家醫保藥品目錄（NRDL）的酪氨酸激酶抑制劑（TKI）療法獲迅速商業應用所支持。
- 授權收入成為主要收入貢獻者。** 信達生物已完成三項對外授權協議，預付款總額為美金 22.0 億元。武田及禮來的預付款已分別於 2025 年末及 26 年上半年收取，而輝瑞的付款預計將於 2026 年第 3 季收取。由於與禮來及輝瑞的合作仍處於早期階段，信達生物將在 7 至 8 年內攤銷這些收益，在中長期內產生每年美金 200-300 百萬元的授權收入。鑑於 2025 年上半年盈利基數相對較高，我們預測 2026 年上半年總營收將按年增長 45.9%，淨利將按年增長 31.5%。

### 自 2025 年 10 月以來的主要對外授權協議

| 日期               | 合作夥伴 | 資產                                                                                | 前期                                         | 里程碑             | 總交易價值           | 權利金                        |
|------------------|------|-----------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|-----------------|-----------------|----------------------------|
| 2025 年 10 月 22 日 | 武田   | IBI363 (PD-1/L-2a-偏向性)<br>IBI343 (CLDN18.2 ADC)<br>IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC)<br>選擇權 | 美金 11.0 億元美金<br>100 百萬元股，每<br>股港幣 112.56 元 | 美金 102.0<br>億元  | 美金 114.0<br>億元  | 關於 IBI363 在<br>美國的銷售情<br>況 |
| 2026 年 2 月 9 日   | 禮來   | 新腫瘤與免疫藥物                                                                          | 美金 350 百萬元                                 | 美金 85.0 億<br>元  | 美金 88.50<br>億元  | 中國境外銷售<br>的分級權利金           |
| 2026 年 5 月 29 日  | 輝瑞   | 12 項早期新生腫瘤資產                                                                      | 美金 650 百萬元                                 | 美金 98.50<br>億元  | 美金 105.0<br>億元  | 雙位數權利金                     |
| 總計               |      |                                                                                   | 美金 22.0 億元                                 | 美金 285.50<br>億元 | 美金 307.50<br>億元 |                            |

資料來源：信達生物、大華繼顯

### 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                    | 9,422     | 13,042 | 18,618   | 22,930   | 27,457   |
| 息稅折舊攤銷前利潤               | -100      | 981    | 2,581    | 3,879    | 6,103    |
| 經營利潤                    | -393      | 577    | 2,165    | 3,383    | 5,527    |
| 純利（報告／實際）               | -95       | 814    | 2,115    | 3,150    | 4,973    |
| 純利（經調整）                 | 332       | 1,723  | 2,815    | 3,900    | 5,753    |
| 每股收益（分）                 | 20        | 99     | 162      | 224      | 330      |
| 市盈率（倍）                  | 391.1     | 80.5   | 49.3     | 35.6     | 24.1     |
| 市賬率（倍）                  | 9.9       | 6.9    | 6.2      | 5.4      | 4.5      |
| 企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）       | (1,424.1) | 145.2  | 55.2     | 37.2     | 23.7     |
| 股息收益率(%)                | 0.0       | 0.0    | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 純利率(%)                  | 3.5       | 13.2   | 15.1     | 17.0     | 21.0     |
| 債務／（現金）淨額與權益(%)         | 10.2      | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 不適用      |
| 利息保障倍數（倍）               | 不適用       | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 不適用      |
| 股本回報率(%)                | (0.9)     | 5.8    | 14.0     | 18.9     | 25.9     |
| 市場預期純利                  | -         | -      | 2,251    | 3,604    | 5,102    |
| 大華繼顯／市場預期（倍）            | -         | -      | 0.94     | 0.87     | 0.97     |

資料來源：信達生物、彭博、大華繼顯

|        |            |
|--------|------------|
| 買入(維持) |            |
| 股價     | 港幣 90.05 元 |
| 目標價    | 港幣 112 元   |
| 上升空間   | +24.4%     |

分析師

陳曉琴

carol.dou@uobkh.com

+852 2236 6749

陳穎翀

sunny.chen@uobkh.com

+852 2826 4857

### 股票數據

| 行業               | 醫療保健      |
|------------------|-----------|
| 股份代號             | 1801 HK   |
| 已發行股份(百萬)        | 1,740.9   |
| 市值(百萬港元)         | 156,769.9 |
| 市值(百萬美元)         | 20,002.3  |
| 三個月平均每日成交額（百萬美元） | 147.5     |

### 價格表現(%)

| 52 週高/低 | 港幣 109.10 元/港幣 69.55 元 |      |     |      |  |
|---------|------------------------|------|-----|------|--|
| 1 個月    | 3 個月                   | 6 個月 | 1 年 | 年初至今 |  |
| 17.8    | 4.3                    | 0.7  | 9.8 | 18.1 |  |

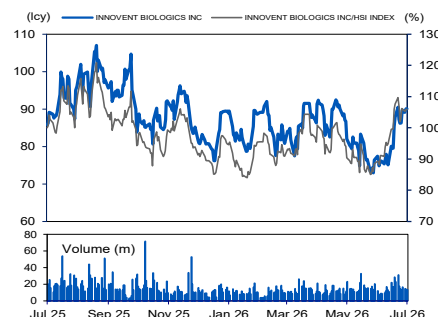
### 主要股東

|       | %    |
|-------|------|
| 俞德超博士 | 5.23 |

### 資產負債表指標

|                    |       |
|--------------------|-------|
| 2026 財年每股資產淨值（人民幣） | 13.15 |
| 2026 財年每股淨現金（人民幣）  | 5.40  |

### 股價圖表



資料來源：彭博社

### 公司介紹

信達生物製藥是中國領先的生物製劑創新者之一。

- **利潤率有望進一步改善。**我們預期授權收入、產品銷量及營收結構的顯著增長將使毛利率於 2026 年提升至約 87.3%，高於 2025 年的 86.5%。此外，公司持續致力於提升營運效率，或會進一步鞏固營運利潤率，並推動 2026 年盈利強勁增長。
- **2027 年國內產品銷售目標人民幣 200 億元維持不變。**信達生物憑藉 18 款上市產品，已邁入雙引擎（腫瘤產品與一般藥物）增長的新篇章。其慢性病與一般藥物（例如瑪仕度肽、SINTBILO 及 SYCUME）已成為新的增長動力。連同新推出的 PECONDLE，一般藥物將在 2026 年及以後繼續推動增長。信達生物認為瑪仕度肽的銷售表現令人滿意，並相信其將在未來幾年繼續產生可觀的收入增長。此外，新納入國家醫保藥品目錄的產品在未來數年亦將錄得可觀的銷售增長。我們相信其 2027 年的目標國內產品營收人民幣 200 億元（意味著 2025-27 年複合年均增長率約為 30%）是高度可實現的。
- **關鍵產品線的全球試驗進展迅速。**信達生物目標於 2030 年前將五項管線資產推進至全球第三期臨床試驗，目前已有三項關鍵管線資產在全球開發中進展順利。IBI343（Arcotatug Tavatecan，創新 TOPO1i CLDN18.2 ADC）在中國及日本進行的國際多中心第三期臨床試驗（G-HOPE-001）已完成預定方案的首次期中分析，結果顯示在治療晚期胃癌方面具有卓越療效及可耐受的安全性。信達生物已向中國國家藥品監督管理局（NMPA）提交 IBI343 的新藥上市申請（NDA）。IBI363 的全球臨床開發正迅速推進至非小細胞肺癌（NSCLC）的後期關鍵研究階段。公司亦計劃於 2026 年下半年啟動 IBI363 用於晚期 MSS/pMMR 結直腸癌的全球三期臨床試驗，以及 IBI324（VEGF/Ang2 雙特異性抗體）用於視網膜病變的全球三期臨床試驗。該三項資產可於 2030 年貢獻海外收入來源，並在全球釋放美金 600 億元的潛在市場。
- **培育新一波全球候選藥物。**信達生物蓄勢待發，力求成為全球頂尖生物製藥公司，並一直培育新一批全球候選藥物。公司透過加速 IBI3003（BCMA/GPRC5D/CD3）及 IBI354（HER2 ADC）的臨床試驗，進一步推進其腫瘤產品管線，並見慢性病及一般藥物產品管線（例如 IBI3032（口服 GLP-1 小分子）、IBI3016（用於治療高血壓的新型 AGT siRNA）及 IBI3002（用於治療哮喘及異位性皮膚炎的 TSLP/IL-4Rα））的臨床進展順利。我們相信其在全球化方面持續不懈的努力最終將會開花結果。

## 估值/建議

- 維持「買入」評級及目標價港幣 112 元，此乃基於貼現現金流模型，當中加權平均資本成本為 10.8%，終端增長率為 4%。

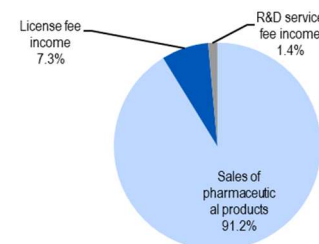
## 盈利預測調整/風險

- 我們將 2026/27/28 年度營收增長預測分別從按年增長 57.1%/11.6%/11.9%微調至按年增長 42.8%/23.2%/19.7%，以反映公司在更長遠期間內平滑化授權收入，這亦有助於提高其長期盈利前景的能見度。
- **風險：a)市場競爭加劇，b)政策不確定性，c)研發及新產品推出風險，以及 d)業務發展及全球合作夥伴關係風險。**

## 股價催化劑

- a)強勁的財務業績；b)順利的研發表現及持續的業務發展努力；以及 c)推出新產品以產生營收流。

## 分部營收（2025 年）



資料來源：信達生物、大華繼顯

## 潛在近期催化劑新藥申請及（補充）新藥申請核准

| 產品（適應症）                                                       | 區域   | 新藥申請/生物製品許可申請的預計提交時間 | 預計獲市場批准時間        |
|---------------------------------------------------------------|------|----------------------|------------------|
| DOVBLERON/Taletrectinib（一線 ROS1 陽性非小細胞肺癌）                     | 中國內地 | 於 2024 年 3 月獲受理      | 於 2025 年 1 月獲批准  |
| Limertinib (EGFR T790M 突變型非小細胞肺癌)                             | 中國內地 | 於 2021 年 11 月獲受理     | 於 2025 年 1 月獲批准  |
| Limertinib（用於具有 EGFR 第 19 號外顯子缺失或第 21 號外顯子 L858R 突變的一線 NSCLC） | 中國內地 | 於 2024 年 8 月獲受理      | 於 2025 年 4 月獲批准  |
| IBI-311/teprotumumab N01 (TED)                                | 中國內地 | 於 2024 年 5 月獲受理      | 於 2025 年 3 月獲批准  |
| SINTBILO/Tafolecimab                                          | 澳門   |                      | 於 2025 年 5 月獲批准  |
| IBI-362/瑪仕度肽（肥胖症（6 毫克））                                       | 中國內地 | 於 2024 年 2 月獲受理      | 於 2025 年 6 月獲批准  |
| DUPERT/Fulzerasib                                             | 澳門   |                      | 於 2025 年 6 月獲批准  |
| BYVASDA/bevacizumab                                           | 澳門   |                      | 於 2025 年 7 月獲批准  |
| SYCUME/teprotumumab N01 注射液                                   | 澳門   |                      | 於 2025 年 8 月獲批准  |
| IBI-362/瑪仕度肽（第二型糖尿病（6 毫克））                                    | 中國內地 | 於 2024 年 8 月獲受理      | 於 2025 年 9 月獲批准  |
| SULINNO/adalimumab                                            | 澳門   |                      | 於 2025 年 9 月獲批准  |
| IBI-362/瑪仕度肽（肥胖症（6 毫克））                                       | 澳門   |                      | 於 2025 年 10 月獲批准 |
| PECONDLE/picankibart（牛皮癬）                                     | 中國內地 | 於 2024 年 9 月獲受理      | 於 2025 年 11 月獲批准 |
| TYVYT + TABOSUN/Ipilimumab（新輔助治療 MSI-H/dMMR 結腸癌）              | 中國內地 | 於 2025 年 2 月獲受理      | 於 2025 年 12 月獲批准 |
| IBI-362/瑪仕度肽（第二型糖尿病（6 毫克））                                    | 澳門   |                      | 於 2026 年 1 月獲批准  |
| Jaypirca/pirtobrutinib (CLL/SLL)                              | 中國內地 |                      | 於 2026 年 3 月獲批准  |

|                                |      |                  |                 |
|--------------------------------|------|------------------|-----------------|
| TYVYT（cHL 獲全面批准）               | 中國內地 | 於 2025 年 4 月獲受理  |                 |
| TYVYT + 弗奎替尼（RCC）              | 中國內地 | 於 2025 年 6 月獲受理  | 於 2026 年 5 月獲批准 |
| IBI-362/瑪仕度肽（肥胖症（9 毫克））        | 中國內地 | 於 2025 年 11 月獲受理 |                 |
| TYVYT（非小細胞肺癌圍術期治療）             | 中國內地 | 2026             |                 |
| IBI302/Efdamrofusp alfa (nAMD) | 中國內地 | 2026             |                 |

註：1L：一線治療；2L：二線治療；mCCA：轉移性膽管癌；NSCLC：非小細胞肺癌；CML：慢性骨髓性白血病；CML-CP：慢性期慢性骨髓性白血病；OC：卵巢癌；ESCC：食道鱗狀細胞癌；EGFRm：EGFR 突變；TKI：酪氨酸激酶抑制劑；non-FH：非家族性高膽固醇血症；HeFH：異合子家族性高膽固醇血症；MM：多發性骨髓瘤；r/r：復發或難治性；FL：濾泡性淋巴瘤；T2D：第二型糖尿病；TED：甲狀腺眼病；EMC：子宮內膜癌；Neoadj.：新輔助治療；MSI-H/dMMR：微衛星不穩定性高或錯配修復缺陷；MCL：套細胞淋巴瘤；cHL：典型何杰金氏淋巴瘤；CLL：慢性淋巴細胞白血病；SLL：小淋巴細胞淋巴瘤

資料來源：信達生物、大華繼顯

## 損益表

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(人民幣百萬元) | 2025     | 2026 年預<br>測 | 2027 年預<br>測 | 2028 年預<br>測 |
|-----------------------------|----------|--------------|--------------|--------------|
| 淨營業額                        | 13,042   | 18,618       | 22,930       | 27,457       |
| 息稅折舊攤銷前利潤                   | 981      | 2,581        | 3,879        | 6,103        |
| 折舊及攤銷                       | 405      | 416          | 496          | 576          |
| 息稅前利潤                       | (10,709) | (14,089)     | (16,749)     | (18,773)     |
| 淨利息收入／(支出)                  | 359      | 420          | 420          | 420          |
| 除稅前溢利                       | 839      | 2,488        | 3,706        | 5,851        |
| 稅項                          | (25)     | (373)        | (556)        | (878)        |
| 少數股東權益                      | -        | -            | -            | -            |
| 純利                          | 814      | 2,115        | 3,150        | 4,973        |
| 純利(經調整)                     | 1,723    | 2,815        | 3,900        | 5,753        |

## 資產負債表

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(人民幣百萬元) | 2025   | 2026 年預<br>測 | 2027 年預<br>測 | 2028 年預<br>測 |
|-----------------------------|--------|--------------|--------------|--------------|
| 固定資產                        | 5,061  | 5,145        | 5,198        | 5,221        |
| 其他長期資產                      | 10,273 | 10,273       | 10,273       | 10,273       |
| 現金/短期投資                     | 10,376 | 17,056       | 19,854       | 24,267       |
| 其他流動資產                      | 11,638 | 12,160       | 12,580       | 13,220       |
| 資產總額                        | 37,348 | 44,634       | 47,907       | 52,981       |
| 短期債務                        | 789    | 789          | 789          | 789          |
| 其他流動負債                      | 7,597  | 12,769       | 12,891       | 12,992       |
| 長期債務                        | 1,990  | 1,990        | 1,990        | 1,990        |
| 其他長期負債                      | 7,615  | 7,615        | 7,615        | 7,615        |
| 股東權益                        | 19,356 | 21,471       | 24,622       | 29,595       |
| 少數股東權益                      | 0      | 0            | 0            | 0            |
| 負債及權益總額                     | 37,348 | 44,634       | 47,907       | 52,981       |

## 現金流量

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(人民幣百萬元) | 2025    | 2026 年預<br>測 | 2027 年預<br>測 | 2028 年預<br>測 |
|-----------------------------|---------|--------------|--------------|--------------|
| 營運                          | 10,001  | 6,759        | 2,878        | 4,493        |
| 除稅前溢利                       | 839     | 2,488        | 3,706        | 5,851        |
| 稅項                          | (1)     | (373)        | (556)        | (878)        |
| 折舊及攤銷                       | 601     | 416          | 447          | 477          |
| 營運資金變動                      | 7,945   | 4,649        | (298)        | (538)        |
| 其他經營現金流量                    | 88      | (500)        | (500)        | (500)        |
| 投資                          | (6,512) | -            | -            | -            |
| 資本支出(增長)                    | (683)   | (500)        | (500)        | (500)        |
| 投資                          | (6,290) | -            | -            | -            |
| 出售資產所得款項                    | -       | -            | -            | -            |
| 其他                          | 462     | 500          | 500          | 500          |
| 融資                          | 4,728   | (80)         | (80)         | (80)         |
| 股份發行                        | 4,719   | -            | -            | -            |
| 借款所得款項                      | 2,504   | -            | -            | -            |
| 償還貸款                        | (2,543) | -            | -            | -            |
| 其他/已付利息                     | 48      | (80)         | (80)         | (80)         |
| 現金流入(流出)淨額                  | 8,218   | 6,680        | 2,799        | 4,413        |
| 年初現金及現金等價物                  | 2,273   | 10,376       | 17,056       | 19,854       |
| 匯兌影響變動                      | (116)   | -            | -            | -            |
| 年末現金及現金等價物                  | 10,376  | 17,056       | 19,854       | 24,267       |

## 關鍵指標

| 截至 12 月 31 日止年度 (%) | 2025      | 2026 年預<br>測 | 2027 年預<br>測 | 2028 年預<br>測 |
|---------------------|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 盈利能力                |           |              |              |              |
| 毛利率                 | 86.5      | 87.3         | 87.8         | 88.5         |
| 稅前利潤率               | 6.4       | 13.4         | 16.2         | 21.3         |
| 純利率                 | 6.2       | 11.4         | 13.7         | 18.1         |
| 資產回報率               | 3.3       | 7.5          | 10.5         | 15.3         |
| 股本回報率               | 5.8       | 14.0         | 18.9         | 25.9         |
| 增長                  |           |              |              |              |
| 營業額                 | 38.4      | 42.8         | 23.2         | 19.7         |
| 毛利                  | 42.6      | 44.0         | 23.9         | 20.7         |
| 除稅前溢利               | (1,167.0) | 196.6        | 49.0         | 57.9         |
| 純利                  | (959.7)   | 160.0        | 49.0         | 57.9         |
| 純利(經調整)             | 419.6     | 63.4         | 38.6         | 47.5         |
| 每股收益                | 385.7     | 63.4         | 38.6         | 47.5         |
| 槓桿比率                |           |              |              |              |
| 債務佔總資本比率            | 12.6      | 11.5         | 10.1         | 8.6          |
| 債務權益比率              | 14.4      | 12.9         | 11.3         | 9.4          |
| 債務／(現金)淨額與權益        | 不適用       | 不適用          | 不適用          | 不適用          |
| 利息保障倍數(倍)           | 不適用       | 不適用          | 不適用          | 不適用          |

# 京東 (9618 HK)

2026 年第 2 季預覽：核心零售業務具韌性；盈利復甦、虧損收窄及歐洲擴張為焦點

## 重點

- 京東將於 2026 年 8 月中旬公佈其 2026 年第 2 季業績；我們預期營收及盈利將略高於市場普遍預期，此乃受具韌性之核心零售盈利能力、京東零售營收跌幅較預期為小以及即時零售虧損收窄所支持。集團純利指引為恢復按年正增長，而京東零售的利潤率應大致保持穩定。補貼相關的基數效應減弱，應會支持 2026 年下半年零售業逐步復甦，同時歐洲擴張亦持續推進。即時零售虧損減少仍然是投資者關注的重點。維持「買入」評級，目標價上調至港幣 156 元（美金 40 元）。

## 分析

- 儘管收入疲軟，核心零售盈利仍將保持韌性。我們預測 2026 年第 2 季集團營收按年下降 4.5%至人民幣 3,408.0 億元（優於市場預期的 8%），營收增長指引約比京東零售高出 2 個百分點。跌幅於 6 月有所改善，並應於 2026 年第 3 季進一步放緩。電子產品及家電營收預計按年下跌 13%至人民幣 1,552.0 億元，反映高補貼相關基數以及智慧型手機和電腦價格上漲，而一般商品營收預計按年增長 1%至人民幣 1,045.0 億元，儘管宏觀逆風減弱，但相對具韌性的超市及雜貨需求為其提供支持。在營收受壓的背景下，由於毛利率改善抵銷了營運開支增加（尤其是與人工智能相關的研發開支）的影響，集團純利預計將恢復按年增長。繼 2025 年零售經營利潤按年增長 25%至人民幣 514.0 億元，以及利潤率從 4.0%擴張至 4.6%後，京東零售繼續展現出韌性強的盈利能力。
- 關鍵爭論依然是即時零售。儘管虧損正在收窄，但改善的速度似乎較同業緩慢。管理層表示，即時零售虧損由 2026 年第 1 季的人民幣 70 億元收窄至 2026 年第 2 季的人民幣 60 億元，而新業務總虧損（包括京喜及國際業務）則維持在略低於人民幣 100 億元。在我們看來，京東（JD）持續面臨著減少補貼與維持訂單量之間的權衡，這使得單位經濟效益的顯著改善更具挑戰性。儘管公司繼續以將年度即時零售虧損從 2025 年的人民幣 370 億元減少至 2026 年的人民幣 230 億元為目標，但執行仍是主要風險，特別是考慮到第 3 季盈利能力季節性疲弱。

### 主要財務資料

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(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 | 1,362,480 | 1,461,666 | 1,538,351 |
| 息稅折舊攤銷前利潤                   | 33,865    | 8,363     | 26,715    | 66,839    | 78,688    |
| 經營利潤                        | 38,736    | 2,774     | 23,650    | 36,050    | 47,905    |
| 純利（報告／實際）                   | 41,359    | 19,631    | 24,793    | 33,242    | 42,171    |
| 純利（經調整）                     | 47,827    | 27,032    | 31,819    | 40,505    | 48,561    |
| 每股收益                        | 1,572.7   | 919.8     | 1,122.4   | 1,428.7   | 1,696.0   |
| 市盈率                         | 6.2       | 10.6      | 8.7       | 6.8       | 5.8       |
| P/B                         | 1.2       | 1.2       | 1.2       | 1.1       | 0.9       |
| 企業價值／息稅折舊攤銷前利潤              | 9.6       | 38.9      | 12.2      | 4.9       | 4.1       |
| 股息收益率                       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.1       |
| 純利率                         | 3.6       | 1.5       | 1.8       | 2.3       | 2.7       |
| 債務／（現金）淨額與權益                | (12.8)    | (18.7)    | (2.7)     | (39.2)    | (50.1)    |
| 股本回報率                       | 17.5      | 8.4       | 11.2      | 14.3      | 15.6      |
| 市場預期純利                      | -         | -         | 31,098.3  | 41,345.5  | 49,023.1  |
| 大華繼續／市場預期（倍）                | -         | -         | 1.02      | 0.98      | 0.99      |

資料來源：京東、彭博、大華繼續

### 買入(維持)

|       |             |
|-------|-------------|
| 股價    | 港幣 112.80 元 |
| 目標價   | 港幣 156 元    |
| 上升空間  | 38.3%       |
| 早前目標價 | 港幣 155 元    |

### 分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+8621 5404 7225 分機 808

### 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)        | 2,409.9   |
| 市值(百萬美元)         | 308,129.2 |
| 市值(百萬美元)         | 39,310.2  |
| 三個月平均每日成交額（百萬美元） | 165.4     |

### 價格表現(%)

| 52 週高/低 |      | 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 |
| 0.2     | 0.4  | (1.6)                  | (8.5) | 1.1  |

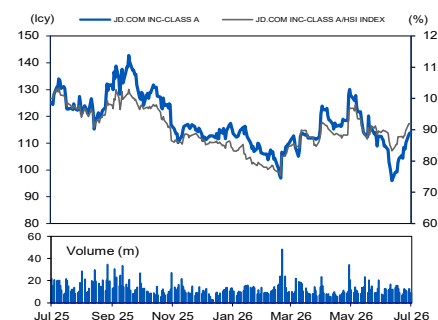
### 主要股東

| 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） | 79.30 |
| 2026 財年每股淨現金（人民幣）  | 2.15  |

### 股價圖表



資料來源：彭博社

### 公司介紹

京東是中國領先的線上直銷企業。

- **2026 年下半年展望。**基數效應緩和或會支持逐步復甦。我們預測電子產品及家電營收將按年增長 2%，於 2026 年第 3 季達到人民幣 1,316.0 億元，並按年增長 9%，於 2026 年第 4 季達到人民幣 1,170.0 億元，原因是去年以舊換新計劃所帶來的高比較基數將會緩解，尤其是在 2026 年第 4 季。然而，智慧型手機和電腦價格上漲（因記憶體成本上升轉嫁予消費者）可能會持續影響需求，而 2026 年第 3 季的銷售額亦將取決於主要產品發佈（包括蘋果下一代 iPhone 系列）的市場反應。由於去年來自餐飲外送和即時零售的高流量基數恢復正常，一般商品營收在 2026 年第 3 季可能按年增長 5% 至人民幣 1,024.0 億元，在 2026 年第 4 季可能按年增長 10% 至人民幣 1,317.0 億元。復甦步伐仍將取決於整體消費環境，儘管超市及雜貨產品等必需品類應能保持相對韌性。
- **透過 Ceconomy 及 Joybuy，歐洲擴張取得發展勢頭。**德國監管機構批准京東擬議以歐元 22.0 億元收購 Ceconomy，消除了關鍵的執行障礙，並將透過 MediaMarkt 和 Saturn 的門店網絡、客戶群及履約基礎設施，立即提供本地規模。同時，Joybuy 的夏季黑色星期五活動為逾 1,800 個品牌帶來超過兩倍的交易額增長，而其「211」當日送達服務在逾 30 個歐洲城市保持 99% 的履約率。這些發展共同支持京東的策略，即將本地零售資產與其供應鏈、物流及數位能力相結合，以建立一個整合的歐洲全通路平台。

## 估值/建議

- 維持「買入」評級，並將目標價從先前的港幣 155 元上調至港幣 156 元(美金 40 元)，這意味著 10 倍 2027 年預測市盈率。京東的 2027 年預測市盈率為 6.8 倍。我們預期，隨著補貼相關的基數效應減弱，2026 年下半年將出現更強勁的復甦，儘管前景仍取決於京東收窄餐飲外送虧損的能力。

## 盈利預測調整/風險

- 我們維持 2026 年營收預測大致不變，但將盈利預測上調 2%，以反映營收韌性增強及 2026 年下半年高基數效應減弱。
- **風險：**消費者情緒疲弱；商品交易總額（GMV）增長放緩；以及餐飲外送虧損收窄速度慢於預期。

## 股價催化劑

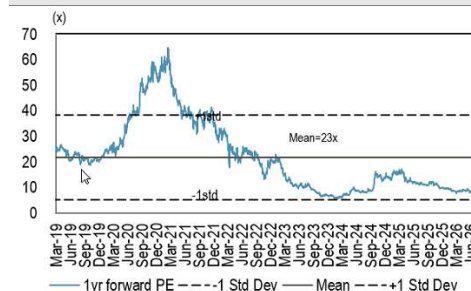
- a) 新用戶強勁增長；b) 營運效率提高，利潤率持續擴大；以及 c) 餐飲外送業務虧損收窄。

### 分部加總估值法

| 2027 年預測 | 營收<br>(人民幣百萬元) | 息稅折舊攤銷前<br>利潤<br>(人民幣百萬元) | 企業價值/息稅折<br>舊攤銷前利潤<br>(倍) | 對京東<br>(港元) | 京東股權<br>(%) | 對京東（八折） | 港元/股 | 佔目標價值<br>(%) |
|----------|----------------|---------------------------|---------------------------|-------------|-------------|---------|------|--------------|
| 京東零售     | 1,191,822      | 54,824                    | 5                         | 274,119     | 多數          | 219,295 | 77   | 50%          |
| 京東物流（市值） |                |                           |                           | 73,482      | 63%         | 36,911  | 13   | 8%           |
| 新業務及其他   |                |                           |                           | 47,477      | 37%         | 14,053  | 6    | 4%           |
| 京東健康（市值） |                |                           |                           | 99,883      | 67%         | 53,537  | 19   | 12%          |
| 京東工業（市值） |                |                           |                           | 28,826      | 71%         | 16,373  | 6    | 4%           |
| 淨現金      |                |                           |                           | 98,524      |             | 98,524  | 35   | 22%          |
| 分部加總價值   |                |                           |                           | 622,310     |             | 438,694 | 156  |              |

資料來源：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 | 1,362,480.2 | 1,461,665.7 | 1,538,351.1 |
| 息稅折舊攤銷前利潤                | 8,363.0     | 26,714.6    | 66,838.8    | 78,688.3    |
| 折舊及攤銷                    | 5,589.0     | 3,065.0     | 30,788.3    | 30,783.0    |
| 息稅前利潤                    | 2,774.0     | 23,649.6    | 36,050.4    | 47,905.3    |
| 總其他非經營收入                 | 8,025.0     | 1,636.0     | 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    | 5,782.1     | 5,008.9     | 5,475.5     |
| 除稅前溢利                    | 25,323.0    | 31,067.7    | 41,059.4    | 53,380.8    |
| 稅項                       | (2,181.0)   | (5,547.0)   | (7,817.4)   | (11,210.0)  |
| 少數股東權益                   | (3,511.0)   | (728.0)     | 0.0         | 0.0         |
| 純利                       | 19,631.0    | 24,792.7    | 33,242.0    | 42,170.8    |
| 純利 (經調整)                 | 27,032.0    | 31,818.9    | 40,505.0    | 48,561.0    |

## 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   | 31,603.7   | 78,204.3   | 79,014.3   |
| 年度利潤                     | 25,323.0   | 31,067.7   | 41,059.4   | 53,380.8   |
| 稅項                       | (2,181.0)  | (5,547.0)  | (7,817.4)  | (11,210.0) |
| 折舊及攤銷                    | 5,589.0    | 3,065.0    | 30,788.3   | 30,783.0   |
| 聯營公司                     | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 營運資金變動                   | 2,836.0    | 3,018.0    | 14,173.9   | 6,060.5    |
| 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   | (2,359.0)  | (29,233.3) | (30,767.0) |
| 資本支出(增長)                 | (14,201.0) | (5,636.0)  | (29,233.3) | (30,767.0) |
| 投資                       | 51,978.0   | 52,964.0   | 52,964.0   | 52,964.0   |
| 其他                       | 4,052.0    | (49,691.0) | (52,969.0) | (52,969.0) |
| 融資                       | (26,728.0) | (33,898.0) | (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    | 619.0      | (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) | (34,517.0) | 0.0        | 0.0        |
| 現金流入(流出)淨額               | 34,095.0   | (4,653.3)  | 45,771.0   | 45,047.3   |
| 年初現金及現金等價物               | 115,716.0  | 149,625.0  | 144,971.7  | 190,742.6  |
| 匯兌影響變動                   | (174.0)    | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 年末現金及現金等價物               | 149,637.0  | 144,971.7  | 190,742.6  | 235,789.9  |

## 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  | 93,920.0  | 92,365.0  | 92,349.0  |
| 其他長期資產                   | 229,431.0 | 227,140.0 | 227,141.0 | 227,141.0 |
| 現金/短期投資                  | 137,488.0 | 101,829.0 | 190,742.6 | 235,789.9 |
| 其他流動資產                   | 236,933.0 | 262,833.0 | 265,634.7 | 275,627.5 |
| 資產總額                     | 695,201.0 | 685,722.0 | 775,883.3 | 830,907.4 |
| 短期債務                     | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 其他流動負債                   | 306,072.0 | 309,027.0 | 339,542.7 | 355,595.9 |
| 長期債務                     | 95,346.0  | 95,965.0  | 92,765.0  | 89,565.0  |
| 其他長期負債                   | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 股東權益                     | 225,040.0 | 216,486.0 | 249,729.0 | 291,899.8 |
| 少數股東權益                   | 68,743.0  | 64,244.0  | 64,244.0  | 64,244.0  |
| 負債及權益總額                  | 695,201.0 | 685,722.0 | 746,280.7 | 801,304.8 |

## 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         | 0.6    | 2.0      | 4.6      | 5.1      |
| 稅前利潤率              | 1.9    | 2.3      | 2.8      | 3.5      |
| 純利率                | 1.5    | 1.8      | 2.3      | 2.7      |
| 資產回報率              | 2.8    | 3.6      | 4.5      | 5.2      |
| 股本回報率              | 8.4    | 11.2     | 14.3     | 15.6     |
| 增長                 |        |          |          |          |
| 營業額                | 13.0   | 4.1      | 7.3      | 5.2      |
| 息稅折舊攤銷前利潤          | (75.3) | 219.4    | 150.2    | 17.7     |
| 除稅前溢利              | (50.9) | 22.7     | 32.2     | 30.0     |
| 純利                 | (52.5) | 26.3     | 34.1     | 26.9     |
| 純利 (經調整)           | (43.5) | 17.7     | 27.3     | 19.9     |
| 每股收益               | (41.5) | 22.0     | 27.3     | 18.7     |
| 槓桿比率               |        |          |          |          |
| 債務佔總資本比率           | 24.5   | 25.5     | 22.8     | 20.1     |
| 債務權益比率             | 42.4   | 44.3     | 37.1     | 30.7     |
| 債務／(現金)淨額與權益       | (18.7) | (2.7)    | (39.2)   | (50.1)   |

# 聯想集團 (992 HK)

2027 財年第 1 季度預覽：核心業績保持穩健，惟 GAAP 利潤受非現金項目影響

## 重點

- 我們預期 2027 財年第 1 季非國際財務報告準則純利為美金 609 百萬元，按年增長 56.3%，按季增長 8.9%；營收為美金 22,434 百萬元，按年增長 19.1%，按季增長 3.9%。ISG 表現突出。
- 然而，我們亦預期因 2024 年發行的 ALAT 認股權證而產生美金 16.80 億元的非現金公允價值虧損。這將導致本季申報的純利轉為美金 10 億元虧損。
- 維持「買入」評級及目標價港幣 32.80 元。市場已預期認股權證相關的公允價值虧損，因此我們應轉而關注非國際財務報告準則調整後的盈利。

### 2027 財年第 1 季度業績預覽

| 截至 3 月 31 日止年度<br>(百萬元) | 2026 年第 1 季度 | 2026 年第 4 季度 | 2027 年第 1 季度<br>預測 | 按年(%) | 按季(%) |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------------|-------|-------|
| 收益                      | 18,830       | 21,588       | 22,434             | 19.1  | 3.9   |
| IDG                     | 13,459       | 14,614       | 15,075             | 12.0  | 3.2   |
| ISG                     | 4,290        | 5,635        | 5,963              | 39.0  | 5.8   |
| SSG                     | 2,258        | 2,563        | 2,596              | 15.0  | 1.3   |
| 經營利潤                    | 785          | 886          | (665)              | 無意義   | 無意義   |
| 經調整純利                   | 389          | 559          | 609                | 56.3  | 8.9   |
| 利潤率(%)                  |              |              |                    |       |       |
| 營業利潤率                   | 4.2          | 4.1          | (3.0)              | 無意義   | 無意義   |
| IDG                     | 7.1          | 6.9          | 7.0                | (0.1) | 0.1   |
| ISG                     | (2.0)        | 3.6          | 4.5                | 6.5   | 0.9   |
| SSG                     | 22.2         | 22.4         | 22.5               | 0.3   | 0.1   |

資料來源：聯想、大華繼顯

## 分析

- 營運季度表現強勁，但總體數字不佳。我們預期 2027 財年第 1 季的營收為美金 22,434 百萬元，按年增長 19.1%，按季增長 3.9%；毛利率為 16.5%（按年增加 1.8 個百分點，按季增加 0.1 個百分點）；以及經調整經營利潤為美金 965 百萬元（利潤率為 4.3%）。然而，鑑於聯想集團（聯想）的股價於本季從港幣 9.15 元飆升至港幣 23.02 元，我們估計由於其 ALAT 認股權證（其經調整行使價為港幣 11.92 元）而產生美金 16.80 億元的非現金公允價值虧損。這將導致所呈報的純利錄得美金 1,071 百萬元虧損（26 年第 1 季：美金 505 百萬元溢利）。剔除該項後，非國際財務報告準則純利為美金 609 百萬元，按年增長 56.3%，按季增長 8.9%。

### 主要財務資料

| 截至 3 月 31 日止年度 (百萬元) | 2025   | 2026   | 2027 年預測 | 2028 年預測 | 2029 年預測 |
|----------------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 淨營業額                 | 69,077 | 83,075 | 92,900   | 101,328  | 111,328  |
| 息稅折舊攤銷前利潤            | 3,583  | 4,680  | 3,788    | 6,237    | 7,230    |
| 經營利潤                 | 2,164  | 3,262  | 2,215    | 4,561    | 5,466    |
| 純利（報告／實際）            | 1,384  | 1,912  | 695      | 2,822    | 3,493    |
| 純利（經調整）              | 1,441  | 2,049  | 2,455    | 2,902    | 3,573    |
| 每股收益(仙)              | 11.8   | 16.7   | 20.0     | 23.6     | 29.1     |
| 市盈率（倍）               | 25.2   | 17.8   | 14.9     | 12.6     | 10.2     |
| 市賬率（倍）               | 不適用    | 6.5    | 6.0      | 4.8      | 3.9      |
| 企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）    | 不適用    | 7.8    | 10.8     | 5.4      | 5.2      |
| 股息收益率(%)             | 1.7    | 1.7    | 1.7      | 1.7      | 1.7      |
| 純利率(%)               | 2.0    | 2.3    | 0.7      | 2.8      | 3.1      |
| 債務／（現金）淨額與權益(%)      | 9.1    | (3.2)  | 40.4     | (25.0)   | 3.0      |
| 利息保障倍數（倍）            | 3.3    | 5.7    | 3.8      | 7.6      | 9.6      |
| 股本回報率(%)             | 24.7   | 29.9   | 28.7     | 27.3     | 27.0     |
| 市場共識經調整純利            | -      | -      | 2,350    | 2,852    | 3,555    |
| 大華繼顯／市場預期（倍）         | -      | -      | 1.04     | 1.02     | 1.01     |

資料來源：聯想、彭博、大華繼顯

|        |            |
|--------|------------|
| 買入(維持) |            |
| 股價     | 港幣 23.16 元 |
| 目標價    | 港幣 32.80 元 |
| 上升空間   | +41.6%     |

分析師  
任仲民  
johnny.yum@uobkh.com  
+852 2236 6706  
Murphy Li  
murphy.li@uobkh.com  
+852 2826 4867

### 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）:        | 12,405  |
| 市值(百萬港元):          | 287,290 |
| 市值（百萬美元）:          | 36,832  |
| 3 個月平均每日成交額(百萬美元): | 300.0   |

### 價格表現(%)

| 52 週高/低 |       | 港幣 27.42 元/港幣 8.52 元 |       |       |
|---------|-------|----------------------|-------|-------|
| 1 個月    | 3 個月  | 6 個月                 | 1 年   | 年初至今  |
| 3.7     | 122.1 | 158.8                | 135.6 | 150.1 |

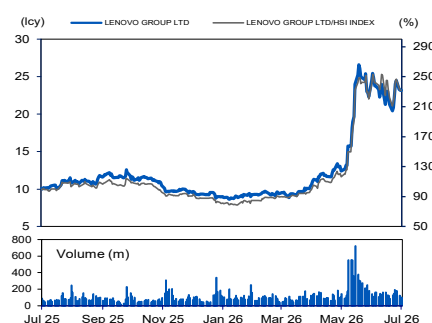
### 主要股東

|            | %     |
|------------|-------|
| 聯想控股股份有限公司 | 31.41 |

### 資產負債表指標

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 2027 財年每股資產淨值（美元） | 1.62   |
| 2027 財年每股淨負債（美元）  | (0.31) |

### 股價圖表



資料來源：彭博社

### 公司介紹

聯想集團開發、製造及分銷智能設備。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。

- **ISG 仍然是亮點。**我們預期基礎設施方案業務集團（ISG）的營收為美金 5,963 百萬元，按年增長 39.0%，按季增長 5.8%；經營利潤率將達到 4.5%，按年增長 6.5 個百分點，按季增長 0.9 個百分點，這也高於管理層「不低於上季 3.6%水平」的基線指引。營收及利潤率的強勁增長，主要受超大規模雲端服務供應商及新興雲端客戶兩者對 Blackwell 伺服器的強勁訂單所支持。
- **IDG 於 2026 年第 2 季度保持韌性，但我們可能會在 2026 年下半年看到庫存消化。**智能設備業務集團（IDG）的營收預計按年增長 12.0%，按季增長 3.2%，達到美金 15,075 百萬元，儘管出貨量增長較弱，按年下跌 2.4%，按季增長 0.6%，這主要受以下因素推動：a) 平均售價（ASP）上漲；及 b) 產品組合改善（即更多人工智能個人電腦（AI PC）銷售）。由於成本管理改善及產品組合升級，營業利潤率應如管理層先前所指引般，穩定維持在 7.0%。請注意，我們對 IDG 未來兩個季度的營收增長保持謹慎，因為三月至六月季度的出貨量因記憶體價格上漲而受到庫存提前拉貨的提振，我們可能會在未來一至兩個季度看到一些庫存消化。因此，我們將九月/十二月季度的出貨量假設分別下調至 1,610 萬部/1,600 萬部。
- **SSG 穩定。**方案服務業務集團（SSG）營收預計按年增長 15.0%，按季增長 1.3%，達美金 2,596 百萬元，經營利潤率為 22.5%，使經營利潤按年增長 16.7%，按季增長 1.9%，達美金 584 百萬元。

## 盈利預測調整/風險

- 我們微調了假設，而我們的非國際財務報告準則調整後純利輕微上調 0.7% 至人民幣 2,455 百萬元。請注意，在計入美金 16.80 億元公允價值虧損後，我們呈報的純利估計被削減 70.5% 至美金 695 百萬元。我們對 2028-29 年度的估計大致維持不變。

## 估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價維持在港幣 32.80 元，乃基於 27 財年預測市盈率 21.0 倍，仍較同業平均估值溢價約 20%。於港幣 23.16 元，該股票以 27 財年預測非國際財務報告準則市盈率 14.9 倍交易。

### 預估之主要變動

| (百萬美元)            | 舊有估計      |           |           | 新估計       |           |           | 變動(%)     |           |           |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                   | 2027 財年預測 | 2028 財年預測 | 2029 財年預測 | 2027 財年預測 | 2028 財年預測 | 2029 財年預測 | 2027 財年預測 | 2028 財年預測 | 2029 財年預測 |
| 收益                | 92,900    | 101,328   | 111,328   | 92,900    | 101,328   | 111,328   | -         | -         | -         |
| IDG               | 60,199    | 61,962    | 63,715    | 60,199    | 61,962    | 63,715    | -         | -         | -         |
| ISG               | 25,672    | 30,928    | 37,424    | 25,672    | 30,928    | 37,424    | -         | -         | -         |
| SSG               | 12,128    | 13,539    | 15,289    | 12,128    | 13,539    | 15,289    | -         | -         | -         |
| 核心經營溢利率(%)        | 4.2       | 4.5       | 4.9       | 2.4       | 4.5       | 4.9       | -         | -         | -         |
| IDG               | 6.8       | 6.8       | 7.0       | 6.8       | 6.8       | 7.0       | -         | -         | -         |
| ISG               | 3.5       | 4.0       | 4.5       | 3.5       | 4.0       | 4.5       | -         | -         | -         |
| SSG               | 20.0      | 20.0      | 20.0      | 20.0      | 20.0      | 20.0      | -         | -         | -         |
| 息稅前利潤(百萬美元)       | 3,895     | 4,561     | 5,466     | 2,215     | 4,561     | 5,466     | (43.1)    | -         | -         |
| 呈報純利(百萬美元)        | 2,357     | 2,822     | 3,493     | 695       | 2,822     | 3,493     | (70.5)    | -         | -         |
| 非國際財務報告準則純利(百萬美元) | 2,437     | 2,902     | 3,573     | 2,455     | 2,902     | 3,573     | 0.7       | -         | -         |

資料來源：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  | 92,900   | 101,328  | 111,328  |
| 息稅折舊攤銷前利潤             | 4,680   | 3,788    | 6,237    | 7,230    |
| 折舊及攤銷                 | (1,418) | (1,574)  | (1,676)  | (1,764)  |
| 息稅前利潤                 | 3,262   | 2,215    | 4,561    | 5,466    |
| 總其他非經營收入              | -       | -        | -        | -        |
| 聯營公司貢獻                | (15)    | (20)     | (20)     | (20)     |
| 淨利息收入／(支出)            | (577)   | (576)    | (596)    | (569)    |
| 除稅前溢利                 | 2,670   | 1,619    | 3,945    | 4,877    |
| 稅項                    | (510)   | (660)    | (809)    | (995)    |
| 少數股東權益                | (248)   | (264)    | (314)    | (388)    |
| 純利                    | 1,912   | 695      | 2,822    | 3,493    |
| 純利 (經調整)              | 2,049   | 2,455    | 2,902    | 3,573    |

## 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    | (1,637)  | 9,229    | (955)    |
| 除稅前溢利                 | 2,670    | 1,619    | 3,945    | 4,877    |
| 稅項                    | (695)    | (660)    | (809)    | (995)    |
| 折舊及攤銷                 | 1,418    | 1,574    | 1,676    | 1,764    |
| 聯營公司                  | 15       | 20       | 20       | 20       |
| 營運資金變動                | (1,795)  | (6,667)  | 3,741    | (7,250)  |
| 非現金項目                 | 2,996    | 2,478    | 656      | 629      |
| 其他經營現金流量              | -        | -        | -        | -        |
| 投資                    | (1,909)  | (1,138)  | (1,194)  | (1,159)  |
| 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)    | (774)    | (739)    |
| 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      | (4,066)  | 6,761    | (3,387)  |
| 年初現金及現金等價物            | 4,728    | 4,887    | 821      | 7,583    |
| 匯兌影響變動                | 42       | -        | -        | -        |
| 年末現金及現金等價物            | 4,887    | 821      | 7,583    | 4,196    |

## 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  | 821      | 7,583    | 4,196    |
| 其他流動資產                | 34,315 | 37,383   | 40,361   | 44,443   |
| 資產總額                  | 57,129 | 55,630   | 64,945   | 65,121   |
| 短期債務                  | 878    | 878      | 878      | 878      |
| 其他流動負債                | 40,479 | 36,880   | 43,598   | 40,431   |
| 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    | 9,471    |
| 少數股東權益                | 809    | 1,072    | 1,386    | 1,774    |
| 負債及權益總額               | 57,129 | 55,630   | 64,945   | 65,121   |

## 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   | 4.1      | 6.2      | 6.5      |
| 稅前利潤率             | 3.2   | 1.7      | 3.9      | 4.4      |
| 純利率               | 2.3   | 0.7      | 2.8      | 3.1      |
| 資產回報率             | 4.0   | 4.4      | 4.8      | 5.5      |
| 股本回報率             | 29.9  | 28.7     | 27.3     | 27.0     |
| 增長                |       |          |          |          |
| 營業額               | 20.3  | 11.8     | 9.1      | 9.9      |
| 毛利                | 15.4  | 12.4     | 9.8      | 12.7     |
| 除稅前溢利             | 80.3  | (39.4)   | 143.7    | 23.6     |
| 純利                | 38.1  | (63.7)   | 306.1    | 23.8     |
| 純利 (經調整)          | 42.1  | 19.8     | 18.2     | 23.1     |
| 每股盈餘 (經調整)        | 41.8  | 19.8     | 18.2     | 23.1     |
| 槓桿比率              |       |          |          |          |
| 債務佔總資本比率          | 8.3   | 8.5      | 7.3      | 7.3      |
| 債務權益比率            | 62.1  | 50.1     | 40.3     | 32.2     |
| 債務／(現金)淨額與權益      | (3.2) | 40.4     | (25.0)   | 3.0      |
| 利息保障倍數 (倍)        | 5.7   | 3.8      | 7.6      | 9.6      |

### 紫金黃金國際 (2259 HK)



上日收市價: 103.00 港元

支持位: 93.20 港元/ 84.20 港元

阻力位: 124.30 港元/ 140.20 港元

#### 技術分析:

股价于 HK\$84.20 建立结构性支撑后显现潜在筑底迹象，日前更成功守稳前期的跳空高开支撑区间，并以强劲的“看涨吞没”K 线形态收盘，释放出局部低点获支撑拒市的信号。与此同时，相对强弱指标（RSI）建设性反弹，正逐步逼近 50 强弱分界线，反映多头动能呈系统性修复。后市来看，结构性趋势反转的确立，仍取决于价格能否放量突破并站稳即期波段高点阻力位 HK\$113.00。

預期平均時限: 約 2 週

### 康師傅控股 (0322 HK)



上日收市價: 11.26 港元

支持位: 10.97 港元/ 10.87 港元

阻力位: 12.16 港元/ 12.63 港元

#### 技術分析:

在成功守稳其关键突破位（现已转化为结构性支撑）之后，价格正逐步积聚上行动能。这一看涨持续形态得到了相对强弱指标（RSI）的验证——该指标在 50 强弱分界线上方稳步攀升，反映出买盘力量正持续放大。从技术面来看，此格局已为价格向即期上方阻力区间反弹扫清了障碍。

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."