

## 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      | 52658.6 | 0.3   | 0.6   | 1.9    | 9.6    |
| 標準普爾 500 指數    | 7572.4  | 0.4   | 1.2   | 0.2    | 10.6   |
| 富時 100 指數      | 10515.9 | (0.1) | 0.3   | 0.8    | 5.9    |
| AS30           | 9034.6  | 0.4   | 0.6   | (1.0)  | 0.2    |
| 滬深 300         | 4786.8  | (0.2) | 0.7   | (2.1)  | 3.4    |
| 海峽時報指數         | 5559.7  | 1.2   | 3.5   | 9.5    | 19.7   |
| 恒生中國企業指數       | 8184.4  | 1.0   | 1.2   | (2.3)  | (8.2)  |
| 恒生指數           | 24681.1 | 1.4   | 2.0   | (0.7)  | (3.7)  |
| 雅加達綜合指數        | 6042.0  | 0.0   | 2.9   | (3.4)  | (30.1) |
| 吉隆坡綜合指數        | 1713.8  | (0.4) | 1.8   | 1.3    | 2.0    |
| 韓國綜合股價指數       | 7284.4  | 6.2   | 0.5   | (14.8) | 72.9   |
| 日經 225         | 68751.5 | 1.5   | 2.9   | (0.8)  | 36.6   |
| 泰國證券交易所指數      | 1630.2  | 0.3   | 3.4   | 2.4    | 29.4   |
| 臺灣加權股價指數       | 45631.6 | 2.0   | (0.2) | 0.5    | 57.5   |
| 波羅的海乾散貨指數      | 2929.0  | (1.7) | 2.0   | 7.7    | 56.0   |
| 原棕油(馬來西亞令吉/公噸) | 4491.0  | 0.0   | (0.1) | 2.0    | 14.2   |
| 布蘭特原油(美元/桶)    | 85.0    | 0.3   | 8.9   | 2.1    | 39.6   |

來源：彭博

## 企業活動

|                                             | 地點  | 開始    | 收市    |
|---------------------------------------------|-----|-------|-------|
| 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    |
|----------------------------|-------|-------|
| 六月三個月失業率                   | 香港    | 7月16日 |
| 六月綜合消費物價指數                 | 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 |
| 7月 PMI (綜合、製造業、非製造業)       | 中國    | 7月31日 |
| 第二季預估國內生產總值 (經季節性調整按季, 按年) | 香港    | 7月31日 |
| 6月貨幣供應量(M1, M2, M3)        | 香港    | 7月31日 |

請點擊頁碼以移至相關頁面

## 重點新聞

### 行業更新 | 汽車

第 3 頁

我們首次覆蓋中國激光雷達子板塊，給予禾賽科技(Hesai)和速騰聚創(RoboSense)「買入」評級。中國供應商已將激光雷達成本從超過美金 9,000 元大幅削減至低於美金 300 元，推動五年出貨量複合年增長率在 2030 年前達到 49%。在先進駕駛輔助系統(ADAS)及機械人技術需求驅動下，禾賽科技(Hesai)及速騰聚創(RoboSense)形成 60%的雙頭壟斷。兩者均處於盈利拐點：禾賽科技將於 2025 年實現淨盈利，而速騰聚創應於 2026 年跟進。我們分別設定了港幣 33 元及港幣 50 元的現金流折現(DCF)目標價。維持汽車板塊「與大市一致」評級。

### 首次覆蓋 | 禾賽集團 (2983 HK/買入/港幣 15.77 元/目標價：港幣 33 元)

第 5 頁

禾賽是全球領先的激光雷達公司，佔據超過 30%的先進駕駛輔助系統(ADAS)市場份額及超過 60%的無人計程車市場份額。其晶片化設計、平台化及高自動化率驅動成本領先地位，而新高價值產品及向空間人工智能的策略轉變則為未來增長提供支持。其已與主要原始設備製造商及無人計程車營運商簽訂主要合約。我們預期截至 2028 年止的三年，純利複合年增長率將達 46%。首次覆蓋並給予「買入」評級，現金流折現法(DCF)推導之目標價為港幣 33 元。

### 首次覆蓋 | 速騰聚創科技有限公司 (2498 HK/買入/港幣 22.56 元/目標價：港幣 50 元)

第 8 頁

速騰聚創已從一家純粹的激光雷達硬件供應商，發展成為一家具備全棧能力的 AI 驅動機械人技術平台。其自主研發的 SPAD-SoC 及 2D VCSEL 晶片奠定其在數碼激光雷達領域的成本領先地位。由於積壓訂單超過 900 萬個單位，並透過 AC 系列感測器轉向實體 AI，我們預計公司將在 2026 年實現人民幣 91 百萬元純利，並在截至 2028 年的兩年內實現 173%的複合年增長率。我們首次覆蓋並給予「買入」評級，現金流折現法(DCF)推導之目標價為港幣 50 元。

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，因此獨立於本公司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的基本「買入/持有/賣出」評級相反的技术建議。

## 其他要聞

## 經濟 | 中國經濟活動指標

第 11 頁

中國 2026 年第 2 季國內生產總值增長放緩至按年 4.3%（按季跌 0.7 個百分點），使 2026 年上半年增長達到按年 4.7%。六月份數據好壞參半：工業生產（按年增長 5.3%，按月增長 0.8 個百分點）及零售銷售（按年增長 1.0%）均超出市場普遍預期，而固定資產投資年初至今的增長則跌至按年負 5.7%，受房地產固定資產投資年初至今（按年負 18.0%）所拖累。失業率改善至 5.0%。進一步的支持可能仍將具有針對性；焦點轉向七月政治局會議。我們維持 2026 年實際國內生產總值按年增長 4.2% 的預測。

## 經濟 | 中國貨幣供應

第 13 頁

2026 年 6 月的 M1 增長按年跌至 4.0%（按月跌 1.5 個百分點），M2 增長按年放緩至 8.0%（按月跌 0.6 個百分點），兩者均低於市場預期。新增銀行貸款回升至人民幣 1.61 兆元，新增社會融資規模回升至人民幣 3.36 兆元，但兩者均遜於預期及 2025 年 6 月的水平。未償還銀行貸款增長按年滑落至 5.2%（按月跌 0.3 個百分點），創歷史新低，而未償還社會融資總量增長則按年跌至 7.4%。儘管中國人民銀行放鬆政策為潛在的貸款市場報價利率(LPR)下調創造了空間，但財政支持仍是遏制信貸下滑的關鍵。

## 公司更新 | 中國海外發展 (688 HK/買入/港幣 13.08 元/目標價：港幣 19.88 元)

第 15 頁

我們對中海外 2026 年上半年業績進行了渠道調查預覽，預計：a)房地產銷售持續復甦；b)綜合利潤率約為 16%，意味著利潤率收窄速度放緩；c)投資物業重估虧損；d)核心純利按年錄得低雙位數跌幅；及 e)淨負債率下降。土地投資看來將集中於 2026 年下半年。重申「買入」；目標價：港幣 19.88 元。中海外在過去 10 次業績公佈中，有 8 次在公佈後一個月跑贏恒生指數，故仍為我們的首選。

## 公司更新 | 李寧 (2331 HK/買入/港幣 15.12 元/目標價：港幣 23.30 元)

第 18 頁

於 2026 年第 2 季度，李寧錄得零售流水按年低單位數跌幅。展望未來，其擬將庫存健康列為首要任務。然而，鑑於消費需求疲軟及行業競爭激烈，這可能會導致進一步的折扣壓力，且我們認為，這可能會對毛利率構成壓力。管理層繼續維持其全年目標，儘管預計 2026 年下半年壓力將會加劇。維持「買入」評級，但將目標價下調 6%至港幣 23.30 元。

## 技術分析

## 美團 | 3690 HK

第 21 頁

支持水平：港幣 76.65 元/港幣 70.20 元  
阻力位：港幣 91.35 元/港幣 107 元

## 長江和記實業 | 0001 HK

第 21 頁

支持水平：港幣 67.75 元/港幣 65.95 元  
阻力位：港幣 80.15 元/港幣 86 元

## 汽車

### 中國激光雷達革命：成本突破、利潤拐點、產業整合

#### 重點

- 我們首次覆蓋禾賽科技(Hesai)及速騰聚創(RoboSense)，給予「買入」評級，目標價分別為港幣 33 元及港幣 50 元。
- 受成本降低以及先進駕駛輔助系統(ADAS)和機械人產業需求激增的推動，全球激光雷達出貨量預計將以 51% 的五年複合年增長率增長，從 2025 年的 500 萬台增至 2030 年的 4,000 萬台。
- 中國激光雷達公司透過相互關聯的技術和製造突破，將激光雷達成本從超過美金 9,000 元大幅降低至低於美金 300 元。
- 中國以 90% 的市佔率主導全球激光雷達(LiDAR)產業；在產業整合後，禾賽(Hesai)和速騰聚創(RoboSense)佔據了 60% 的市佔率。
- 禾賽與速騰聚創正進入盈利拐點，此乃受惠於銷售規模擴大至關鍵量及持續的成本削減所帶動。
- 維持汽車板塊「與大市一致」評級。

#### 分析

- 光學雷達 (LiDAR) 利用激光脈衝生成密集、實時的 3D 點雲地圖，其精確度及可靠性可達厘米級，且不受光照影響，使其成為先進駕駛輔助系統 (ADAS)、自動駕駛 (AD) 及機械人技術不可或缺的一部分。
- 中國激光雷達公司透過技術和製造突破，拆解了激光雷達傳統的高成本結構，將一個價格超過美金 9,000 元的組件轉變為價格低於美金 300 元的大眾市場感測器。
- 由禾賽和速騰聚創主導的雙頭壟斷局面。中國佔全球激光雷達產業出貨量的 80% 至 90%。在激烈的行業整合後，禾賽集團 (Hesai) 及速騰聚創 (RoboSense) 憑藉其技術領先地位，現已佔據 60% 的市佔率。
- 2026-30 年五年出貨量複合年增長率為 49%。全球激光雷達出貨量從 2020 年不到 20 萬台激增至 2025 年約 500 萬台，並預計到 2030 年將達到 3,730 萬台 (五年複合年增長率為 49%)，原因是晶片級整合的成本降低將釋放大眾市場的採用。
- 雙引擎：ADAS 及機械人技術。先進駕駛輔助系統(ADAS)佔需求超過 80%，是激光雷達產業的主要增長引擎，而平均售價(ASP)較高的機械人技術正成為快速增長、高利潤的第二條增長曲線。兩者在 2025-30 年間的五年價值複合年增長率均可望超過 30%。
- 憑藉新型融合感測器產品進軍實體 AI 市場。禾賽的 Picasso SoC 及 Kosmo，以及速騰聚創的 Eocene 系列 SoC 及 AC 系列主動式相機，將潛在市場擴大 10 倍。

[按此](#)查閱日期為 2026 年 7 月 15 日的完整報告

#### 同業比較

| 公司   | 股票代號    | 評級 | 價格            | 目標         | 目標價         | 最新價     | 市盈率         |                |                | 收益率            | 股本回報率          | 市場           | 價格/           |
|------|---------|----|---------------|------------|-------------|---------|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|---------------|
|      |         |    | 7月15日<br>(港元) | 價格<br>(港元) | 上升空間<br>(%) | 年<br>年結 | 2025<br>(倍) | 2026年預測<br>(倍) | 2027年預測<br>(倍) | 2026年預測<br>(%) | 2026年預測<br>(%) | 市值<br>(百萬港元) | 每股資產淨值<br>(倍) |
| 禾賽   | 2983 HK | 買入 | 15.77         | 33.00      | 109.3       | 12/2025 | 35.0        | 31.5           | 19.0           | -              | 5.9            | 19,825       | 1.8           |
| 速騰聚創 | 2498 HK | 買入 | 22.56         | 50.00      | 121.6       | 12/2025 | 虧損          | 101.9          | 23.5           | -              | 2.4            | 10,653       | 2.4           |

資料來源：彭博、大華繼顯

與大市一致  
(維持)

分析師

利新民

ken.lee@uobkh.com

+852 2236 6760

#### 分部評級

| 分部      | 評級        |
|---------|-----------|
| 原始設備製造商 | 與大市一致(維持) |
| 汽車零件    | 與大市一致(維持) |
| 電池及電池材料 | 跑贏大市(維持)  |

來源：大華繼顯

#### 板塊精選

| 公司   | 股票代號    | 評級 | 股價<br>(港元) | 目標價<br>(港元) |
|------|---------|----|------------|-------------|
| 禾賽   | 2983 HK | 買入 | 15.77      | 33.00       |
| 速騰聚創 | 2498 HK | 買入 | 22.56      | 50.00       |

資料來源：彭博、大華繼顯

- **盈利接近拐點。**禾賽於 2025 年扭虧為盈，錄得純利人民幣 436 百萬元，預計其盈利將於 2026-28 年期間按 46% 的三年複合年增長率增長。對於速騰聚創，我們預期其純利將於 2026 年轉為正數，達到人民幣 91 百萬元，並於 2027-28 年以 173% 的兩年複合年增長率增長。
- **強勁的預計盈利增長支持溢價估值。**禾賽和速騰聚創的 2027 年預測市盈增長率僅為 0.5 倍，較中國先進駕駛輔助系統(ADAS)概念股折讓，其各自的現金流折現法(DCF)推導目標價為港幣 33 元及港幣 50 元。

## 估值/建議

- 禾賽和速騰聚創的 2027 年預測市盈率分別為 37.2 倍和 31.9 倍，較中國汽車零部件公司的平均 19.9 倍市盈率為溢價。該兩家公司的市盈率溢價乃由於其預期盈利增長較強勁所致。禾賽及速騰聚創的每股收益預計將於 2028 年分別增長 50%/66%，超越中國汽車零部件公司的 15.5%。考慮到盈利增長，禾賽和速騰聚創的 2027 年預測市盈率相對盈利增長比率 (PEG) 僅為 0.5 倍和 0.5 倍，低於中國汽車零部件公司 1.4 倍的平均水平。
- 作為科技公司，禾賽和速騰聚創與 Pony 等科技同業更具可比性。ai、圖達通 (Seyond)、地平線 (Horizon Robotics) 及黑芝麻智能 (Black Sesame)。對於科技公司而言，市銷率 (P/S) 是一個更有意義的衡量指標。禾賽和速騰聚創的 2027 年預測市銷率分別為 3.6 倍和 2.9 倍，較同業平均的 7.8 倍有所折讓。
- 根據 10 年期現金流量折現法 (加權平均資本成本：15-16%/終端增長率：4%)，我們得出禾賽的目標價為港幣 33 元 (意味著 2027 年預測市盈率为 40 倍，2027 年預測市盈增長率為 0.8 倍，2027 年預測市銷率為 5.7 倍)，速騰聚創的目標價為港幣 50 元 (意味著 2027 年預測市盈率为 51.2 倍，2027 年預測市盈增長率為 0.8 倍，2027 年預測市銷率為 4.4 倍)。根據加權平均資本成本及終端增長假設 (3-5%)，現金流折現法 (DCF) 推導的禾賽目標價約為港幣 28-40 元，速騰聚創的目標價約為港幣 42-60 元。

## 行業催化劑／風險

- **催化劑：**季度激光雷達出貨量、2026 年第 2 季度業績、與汽車原始設備製造商及機械人公司簽署合約。
- **風險：**來自 4D 毫米波雷達、先進駕駛輔助系統 (ADAS) 純視覺方案、替代激光雷達架構及低成本雷達融合系統的替代風險；來自華為擴展其專屬生態系統以外業務的競爭風險；來自西方供應商的替換風險；地緣政治風險。



## 禾賽集團 (2983 HK)

全球激光雷達領導者蓄勢待發，迎接先進駕駛輔助系統(ADAS)及機械人技術的爆發性增長

## 重點

- 禾賽是全球激光雷達領導者，在先進駕駛輔助系統(ADAS)（市佔率逾 30%）及機械人（市佔率逾 60%）領域均表現出色。其晶片化設計（SoC/ASIC）、平台化及逾 90%的自動化率確保了業界領先的成本和性能。
- 新產品推出是禾賽的核心增長動力，尤其是透過其高價值長距離型號。
- 禾賽正透過 6D 全彩 SPAD-SoC Picasso 及空間 AI 硬件 Kosmo，從空間感知升級至空間智能。
- 禾賽已與比亞迪、零跑汽車、長城汽車、小鵬汽車及自動駕駛計程車龍頭（百度 Apollo、Pony.ai）達成獨家協議。
- 我們預期純利將於 2025 年至 2028 年期間以 46%的三年複合年增長率增長。
- 首次覆蓋禾賽並給予「買入」評級，目標價為港幣 33 元。

## 分析

- 全球頂尖激光雷達供應商。全球光學雷達(LiDAR)領導者禾賽集團(Hesai)在先進駕駛輔助系統(ADAS)光學雷達領域擁有逾 30%的市佔率，並佔無人計程車逾 60%的市佔率。其晶片化設計及平台化確保了業界領先的成本及性能。
- 透過自主開發的系統單晶片(SoC)及特殊應用積體電路(ASIC)、平台化及逾 90%的自動化（每 45 秒生產一個單位），實現成本領先。平均售價及單位成本將於 2026-28 年因規模擴大而每年下降 10-15%，從而帶動銷售增長並支撐毛利率。
- 推出新產品是核心增長動力，尤其是透過禾賽(Hesai)的高價值長距離型號（AT1440、ETX）。銷售組合轉向高價值長距離型號亦為利潤增長提供支持。
- 禾賽正從空間感知升級至空間智能，由其 6D 全彩 SPAD-SoC Picasso 及空間人工智能硬件 Kosmo 提供動力。這從根本上重新定義了禾賽的投資論點。
- 客戶動能是近期最明確的催化劑。主要客戶包括比亞迪、吉利、長安、零跑、百度阿波羅及小馬智行(Pony.ai)。ai)。

按此查閱日期為 2026 年 7 月 15 日的完整報告

## 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                    | 2,077  | 3,028  | 4,215    | 6,367    | 8,868    |
| 息稅折舊攤銷前利潤               | (73)   | 293    | 609      | 1,104    | 1,637    |
| 經營利潤                    | (205)  | 169    | 465      | 913      | 1,424    |
| 純利（報告／實際）               | (102)  | 436    | 548      | 908      | 1,358    |
| 純利（經調整）                 | 14     | 551    | 548      | 908      | 1,358    |
| 每股收益（分）                 | (9.9)  | 39.2   | 43.6     | 72.2     | 108.0    |
| 市盈率（倍）                  | 不適用    | 35.0   | 31.5     | 19.0     | 12.7     |
| 市淨率（倍）                  | 3.7    | 1.9    | 1.8      | 1.7      | 1.5      |
| 企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）       | 不適用    | 55.7   | 26.8     | 14.8     | 10.0     |
| 股息收益率(%)                | -      | -      | -        | -        | -        |
| 純利率(%)                  | (4.9)  | 14.4   | 13.0     | 14.3     | 15.3     |
| 債務／（現金）淨額與權益(%)         | (65.8) | (45.0) | (45.6)   | (45.2)   | (46.6)   |
| 利息保障倍數（倍）               | 不適用    | (1.5)  | (3.2)    | (5.9)    | (8.2)    |
| 股本回報率(%)                | (2.6)  | 6.8    | 5.9      | 9.1      | 12.2     |
| 市場預期純利                  | -      | -      | 578      | 921      | 1,281    |
| 大華繼顯／市場預期（倍）            | -      | -      | 0.95     | 0.99     | 1.06     |

來源：禾賽、彭博、大華繼顯

## 買入

|      |            |
|------|------------|
| 股價   | 港幣 15.77 元 |
| 目標價  | 港幣 33 元    |
| 上升空間 | 109.3%     |

## 分析師

利新民

ken.lee@uobkh.com  
+852 2236 6760

## 股票數據

| 行業              | 非必需消費品   |
|-----------------|----------|
| 股份代號:           | 2983 HK  |
| 已發行股份（百萬股）:     | 1,257.1  |
| 市值(百萬港元):       | 19,825.1 |
| 市值(百萬美元):       | 2,558.1  |
| 三個月日均成交額(百萬美元): | 24.7     |

## 價格表現(%)

| 52 週高/低位 |        | 港幣 30.50 元/港幣 14.26 元 |     |        |
|----------|--------|-----------------------|-----|--------|
| 1 個月     | 3 個月   | 6 個月                  | 1 年 | 年初至今   |
| (13.2)   | (31.4) | (40.7)                | 不適用 | (29.1) |

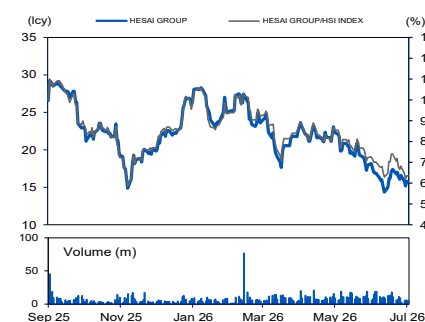
## 主要股東

|     | %    |
|-----|------|
| 孫凱  | 5.87 |
| 向少卿 | 5.66 |
| 李一凡 | 5.65 |

## 資產負債表指標

|                     |      |
|---------------------|------|
| 2026 財政年度每股資產淨值（港元） | 8.70 |
| 2026 財政年度每股淨債項(港元)  | 3.97 |

## 股價圖表



來源：彭博

## 公司介紹

禾賽集團開發、製造及銷售用於汽車、無人計程車及機械人的激光雷達。

- **盈利急劇轉向。**公司於 2025 年扭虧為盈，錄得純利人民幣 436 百萬元，原因是收入已增長至足以彌補固定成本的關鍵規模。我們預期純利將於 2026-28 年以 46% 的三年複合年增長率增長。

## 盈利預測調整/風險

- **盈利急劇轉向。**禾賽於 2025 年扭虧為盈，錄得美國通用會計準則純利人民幣 436 百萬元，原因是收入已增長至足以覆蓋固定成本（尤其是研發開支）的關鍵規模。展望未來，我們預期純利將以三年複合年增長率 46% 增長，於 2026/27/28 年分別達到人民幣 548 百萬元/人民幣 908 百萬元/人民幣 1,358 百萬元。此增長乃基於同期預計銷量達 315 萬/515 萬/780 萬台，即自我們 2025 年基準起計的三年複合年均增長率為 69%，惟部分增長被預期平均售價分別下跌 28%、7% 及 8% 所抵銷。關鍵在於，隨著固定成本分攤至更龐大的收益基礎，利潤率將會擴大。例如，我們預計研發開支佔收入的比例將從 2025 年的 26.3% 降至 2028 年的 19.0%，而銷售、一般及行政開支佔收入的比例將在同期從 15.9% 降至 7.5%。

## 估值/建議

- **首次覆蓋並給予「買入」評級，現金流折現法 (DCF) 推導之目標價為港幣 33 元。**我們的十年期現金流折現模型乃基於 15% 加權平均資本成本及 4% 終端增長率。我們的目標價港幣 33 元意味著 40 倍 2027 年預測市盈率、0.8 倍 2027 年預測市盈增長率及 5.7 倍 2027 年預測市銷率。根據加權平均資本成本(14-16%)及終端增長(3-5%)的各項假設，現金流折現法得出的目標價介乎港幣 28 元至港幣 40 元。

## 股價催化劑

- 季度出貨量；2026 年第 2 季度業績；與汽車原始設備製造商及機械人公司簽訂合約。

### 現金流折現法(DCF)目標價敏感度

|      | -----加權平均資本----- |     |     |
|------|------------------|-----|-----|
| 終端增長 | 14%              | 15% | 16% |
| 5%   | 40               | 35  | 31  |
| 4%   | 37               | 33  | 30  |
| 3%   | 35               | 31  | 28  |

來源：大華繼顯

## 損益表

| 截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元) | 2025  | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|--------------------------|-------|----------|----------|----------|
| 淨營業額                     | 3,028 | 4,215    | 6,367    | 8,868    |
| 息稅折舊攤銷前利潤                | 293   | 609      | 1,104    | 1,637    |
| 折舊及攤銷                    | (124) | (144)    | (191)    | (213)    |
| 息稅前利潤                    | 169   | 465      | 913      | 1,424    |
| 其他非經營收入總額                | 187   | -        | -        | -        |
| 聯營公司貢獻                   | (0)   | -        | -        | -        |
| 淨利息收入／(支出)               | 111   | 144      | 155      | 174      |
| 除稅前溢利                    | 467   | 609      | 1,068    | 1,598    |
| 稅項                       | (31)  | (61)     | (160)    | (240)    |
| 少數股東權益                   | -     | -        | -        | -        |
| 純利                       | 436   | 548      | 908      | 1,358    |
| 純利 (經調整)                 | 551   | 548      | 908      | 1,358    |

## 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                       | 117     | 811      | 726      | 1,183    |
| 除稅前溢利                    | 467     | 609      | 1,068    | 1,598    |
| 稅項                       | (31)    | (61)     | (160)    | (240)    |
| 折舊及攤銷                    | 124     | 144      | 191      | 213      |
| 聯營公司                     | 0       | -        | -        | -        |
| 營運資金變動                   | -       | -        | -        | -        |
| 非現金項目                    | -       | -        | -        | -        |
| 其他經營現金流量                 | (443)   | 119      | (373)    | (389)    |
| 投資                       | (5,554) | (500)    | (360)    | (400)    |
| 資本支出(增長)                 | (309)   | (500)    | (360)    | (400)    |
| 投資                       | (2,705) | -        | -        | -        |
| 其他                       | (2,540) | -        | -        | -        |
| 融資                       | 4,346   | -        | -        | -        |
| 支付股息                     | -       | -        | -        | -        |
| 借款所得款項                   | 460     | 120      | 120      | 120      |
| 償還貸款                     | (347)   | (120)    | (120)    | (120)    |
| 其他已付利息                   | 4,234   | -        | -        | -        |
| 現金流入(流出)淨額               | (1,091) | 311      | 366      | 783      |
| 年初現金及現金等價物               | 2,843   | 1,668    | 1,979    | 2,344    |
| 匯率影響導致的變動                | (84)    | -        | -        | -        |
| 年末現金及現金等價物               | 1,668   | 1,979    | 2,344    | 3,127    |

## 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                     | 1,099  | 1,455    | 1,624    | 1,811    |
| 其他長期資產                   | 2,849  | 2,849    | 2,849    | 2,849    |
| 現金/短期投資                  | 1,663  | 1,975    | 2,340    | 3,123    |
| 其他流動資產                   | 5,307  | 5,325    | 6,188    | 7,019    |
| 資產總額                     | 11,261 | 11,932   | 13,371   | 15,220   |
| 短期債務                     | 448    | 448      | 448      | 448      |
| 其他流動負債                   | 729    | 825      | 1,144    | 1,450    |
| 長期債務                     | 279    | 279      | 279      | 279      |
| 其他長期負債                   | 43     | 43       | 43       | 43       |
| 股東權益                     | 8,959  | 9,507    | 10,415   | 11,773   |
| 少數股東權益                   | -      | -        | -        | -        |
| 負債及權益總額                  | 11,261 | 11,932   | 13,371   | 15,220   |

## 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         | 9.7    | 14.5     | 17.3     | 18.5     |
| 稅前利潤率              | 15.4   | 14.4     | 16.8     | 18.0     |
| 純利率                | 14.4   | 13.0     | 14.3     | 15.3     |
| 資產回報率              | 5.1    | 4.7      | 7.2      | 9.5      |
| 股本回報率              | 6.8    | 5.9      | 9.1      | 12.2     |
| 增長                 |        |          |          |          |
| 營業額                | 45.8   | 39.2     | 51.1     | 39.3     |
| 息稅折舊攤銷前利潤          | 不適用    | 108.2    | 81.3     | 48.2     |
| 除稅前溢利              | 不適用    | 30.5     | 75.5     | 49.6     |
| 純利                 | 不適用    | 25.7     | 65.7     | 49.6     |
| 純利 (經調整)           | 不適用    | (0.4)    | 65.7     | 49.6     |
| 每股收益               | 不適用    | 11.3     | 65.7     | 49.6     |
| 槓桿比率               |        |          |          |          |
| 債務佔總資本比率           | 6.5    | 6.1      | 5.4      | 4.8      |
| 債務權益比率             | 8.1    | 7.6      | 7.0      | 6.2      |
| 債務／(現金)淨額與權益       | (45.0) | (45.6)   | (45.2)   | (46.6)   |
| 利息保障倍數 (倍)         | (1.5)  | (3.2)    | (5.9)    | (8.2)    |

## 速騰聚創(2498 HK)

AI 機械人平台處於盈利拐點

### 重點

- 速騰聚創已從純粹的激光雷達硬件供應商發展成為具備全棧能力的 AI 驅動型機械人技術平台。
- 該公司透過全棧自主研發的 SPAD-SoC 及 2D VCSEL 晶片，鞏固了其在數碼激光雷達領域的技術及成本領先地位。
- 預期於 2026 年出現轉機，受先進駕駛輔助系統(ADAS)及機械人業務分部強勁的積壓訂單及成本削減所帶動，2026-28 年兩年期純利複合年增長率預計達 180%。
- 首次覆蓋，給予「買入」評級，目標價為港幣 50 元。

### 分析

- 速騰聚創科技有限公司 (RoboSense) 已從一家純粹的激光雷達硬件供應商，發展成為一個具備全棧能力的 AI 驅動機械人技術平台，擁有約 18% 的市佔率，並且是僅有的兩家能夠大規模量產數碼光學雷達 (LiDAR) 的中國企業之一。
- 該公司透過全棧自主研發的單光子雪崩二極體 (SPAD) 系統單晶片 (SoC) 及二維垂直腔面發射激光 (VCSEL) 晶片，鞏固了其在數碼激光雷達領域的技術和成本領先地位，兩者均於 2025 年獲得 AEC-Q 認證，從而實現業界唯一可量產的數碼矩陣 (EM4、EMX、E1、E1R)。
- 速騰聚創的 AC 系列主動式相機及新型 RGBD 融合感測器推動其物理 AI 轉型，將潛在市場擴大 10 倍至超過美金 1,000 億元。
- 訂單積壓強勁。速騰聚創的訂單積壓量超過 900 萬個單位，其中包括 13 家中國原始設備製造商的 56 款車型、23 款海外/合資車型、無人計程車龍頭企業以及機械人割草機公司。
- 預計純利將於 2026 年轉為正數，達到人民幣 91 百萬元，並在 2027/28 年分別以 173% 的兩年複合年均增長率增長至人民幣 395 百萬元/人民幣 678 百萬元，此乃基於 83% 的三年銷售量複合年均增長率、平均每年 16% 的平均售價跌幅，以及受惠於經營槓桿而帶來的利潤率改善。

按此查閱日期為 2026 年 7 月 15 日的完整報告

### 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                     | 1,649   | 1,941  | 3,515    | 5,034    | 6,903    |
| 息稅折舊攤銷前利潤                | (451)   | (85)   | 113      | 430      | 845      |
| 經營利潤                     | (584)   | (184)  | 14       | 322      | 725      |
| 純利 (報告/實際)               | (482)   | (146)  | 91       | 395      | 678      |
| 純利 (經調整)                 | (396)   | (54)   | 91       | 395      | 678      |
| 每股收益 (分)                 | (111.0) | (31.6) | 19.3     | 83.6     | 143.7    |
| 市盈率 (倍)                  | 不適用     | 不適用    | 101.9    | 23.5     | 13.7     |
| 市淨率 (倍)                  | 3.0     | 2.4    | 2.4      | 2.2      | 1.9      |
| 企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)       | 不適用     | 不適用    | 67.3     | 17.7     | 9.0      |
| 股息收益率 (%)                | -       | -      | -        | -        | -        |
| 純利率 (%)                  | (29.2)  | (7.5)  | 2.6      | 7.8      | 9.8      |
| 債務/(現金)淨額與權益 (%)         | (86.6)  | (56.5) | (50.8)   | (44.5)   | (40.5)   |
| 股本回報率 (%)                | 不適用     | 不適用    | (0.2)    | (4.4)    | (9.9)    |
| 市場預期純利                   | 不適用     | (4.3)  | 2.4      | 9.7      | 14.7     |
| 大華繼顯/市場預期 (倍)            | -       | -      | 60       | 317      | 595      |

來源：速騰聚創、彭博、大華繼顯

### 買入

|      |            |
|------|------------|
| 股價   | 港幣 22.56 元 |
| 目標價  | 港幣 50 元    |
| 上升空間 | 121.6%     |

### 分析師

利新民主

ken.lee@uobkh.com

+852 2236 6760

### 股票數據

| 行業                | 非必需消費品   |
|-------------------|----------|
| 股份代號              | 2498 HK  |
| 已發行股份(百萬股)        | 472.2    |
| 市值(百萬港元)          | 10,652.8 |
| 市值(百萬美元)          | 1,374.6  |
| 3個月平均每日成交額 (百萬美元) | 24.4     |

### 價格表現 (%)

| 52 週高/低位 |        | 港幣 46.50 元/港幣 20.32 元 |        |        |
|----------|--------|-----------------------|--------|--------|
| 1 個月     | 3 個月   | 6 個月                  | 1 年    | 年初至今   |
| (19.7)   | (38.4) | (41.4)                | (30.6) | (38.4) |

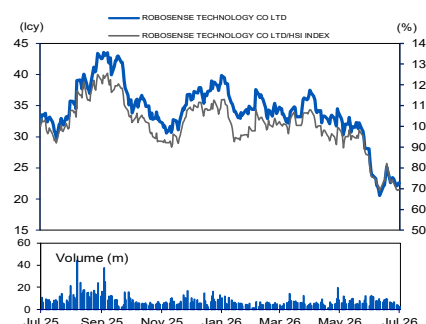
### 主要股東

|     | %     |
|-----|-------|
| 邱春新 | 10.19 |
| 朱曉蕊 | 6.11  |

### 資產負債表指標

|                    |      |
|--------------------|------|
| 2026 財年每股資產淨值(港元)  | 9.45 |
| 2026 財政年度每股淨債項(港元) | 4.80 |

### 股價圖表



來源：彭博

### 公司介紹

速騰聚創科技有限公司開發及製造先進駕駛輔助系統(ADAS)激光雷達、機械人激光雷達，以及機械人零件及部件。



- 盈利將於 2026 年轉虧為盈，並於 2027-28 年以 173% 的兩年複合年均增長率增長。我們預計收入將以 53% 的三年複合年增長率增長，從 2025 年的人民幣 1,941 百萬元分別增至 2026/27/28 年的人民幣 3,515 百萬元/人民幣 5,034 百萬元/人民幣 6,603 百萬元，主要受以下因素驅動：a) 銷量複合年增長率達 85%（激光雷達總單位數從 2025 年的 91 萬個增至 2028 年的 580 萬個），此乃受惠於先進駕駛輔助系統(ADAS)的普及及機械人技術的滲透；b) 平均售價每年下跌約 16%（仍支持汽車市場份額增加 15-20%）；及 c) 純利率從 2025 年的 -7.5% 轉虧為盈，於 2026/27/28 年分別達 +2.6%/+7.8%/+9.8%，此乃由於固定成本攤薄及毛利率擴張開始生效。我們預期純利將於 2026 年轉為正數至人民幣 91 百萬元，並於 2027/28 年分別以 173% 的兩年複合年均增長率增長至人民幣 395 百萬元/人民幣 678 百萬元。

## 現金流折現法(DCF)目標價敏感度

| 終端增長 | 加權平均資本 |     |     |
|------|--------|-----|-----|
|      | 15%    | 16% | 17% |
| 5%   | 60     | 53  | 46  |
| 4%   | 56     | 50  | 44  |
| 3%   | 53     | 47  | 42  |

來源：大華繼顯

## 估值/建議

- 首次覆蓋並給予「買入」評級，現金流折現法(DCF)推導之目標價為港幣 50 元。我們的十年期現金流折現模型乃基於 16% 加權平均資本成本及 4% 終端增長率。我們的目標價港幣 50 元意味著 52 倍 2027 年預測市盈率、0.7 倍 2027 年預測市銷率及 4.0 倍 2027 年預測市銷率。根據各項假設（加權平均資本成本：15-17%，終端增長率：3-5%），公允價值範圍為港幣 42-60 元。

## 股價催化劑

- 季度出貨量；2026 年第 2 季度業績；與汽車原始設備製造商及機械人公司簽署合約。

## 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                     | 1,941 | 3,515    | 5,034    | 6,903    |
| 息稅折舊攤銷前利潤                | (85)  | 113      | 430      | 845      |
| 折舊及攤銷                    | (67)  | (74)     | (85)     | (100)    |
| 息稅前利潤                    | (184) | 14       | 322      | 725      |
| 其他非經營收入總額                | -     | -        | -        | -        |
| 聯營公司貢獻                   | (13)  | -        | -        | -        |
| 淨利息收入／(支出)               | 89    | 77       | 73       | 73       |
| 除稅前溢利                    | (126) | 91       | 395      | 798      |
| 稅項                       | (19)  | -        | -        | (120)    |
| 少數股東權益                   | (1)   | -        | -        | -        |
| 純利                       | (146) | 91       | 395      | 678      |
| 純利 (經調整)                 | (54)  | 91       | 395      | 678      |

## 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                       | (582)   | (36)     | 73       | 294      |
| 除稅前溢利                    | (126)   | 91       | 395      | 798      |
| 稅項                       | (19)    | -        | -        | (120)    |
| 折舊及攤銷                    | 67      | 74       | 85       | 100      |
| 聯營公司                     | 13      | -        | -        | -        |
| 營運資金變動                   | -       | -        | -        | -        |
| 非現金項目                    | (517)   | (202)    | (407)    | (484)    |
| 其他經營現金流量                 | -       | -        | -        | -        |
| 投資                       | (1,256) | (130)    | (140)    | (190)    |
| 資本支出(增長)                 | (86)    | (120)    | (130)    | (180)    |
| 投資                       | 6       | -        | -        | -        |
| 其他                       | (1,176) | (10)     | (10)     | (10)     |
| 融資                       | 1,155   | -        | -        | -        |
| 支付股息                     | -       | -        | -        | -        |
| 借款所得款項                   | 748     | 136      | 136      | 136      |
| 償還貸款                     | (450)   | (136)    | (136)    | (136)    |
| 其他/已付利息                  | 857     | -        | -        | -        |
| 現金流入(流出)淨額               | (682)   | (166)    | (67)     | 104      |
| 年初現金及現金等價物               | 2,836   | 2,098    | 1,932    | 1,865    |
| 匯率影響導致的變動                | (56)    | -        | -        | -        |
| 年末現金及現金等價物               | 2,098   | 1,932    | 1,865    | 1,969    |

## 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                     | 293   | 338      | 383      | 463      |
| 其他長期資產                   | 72    | 62       | 52       | 43       |
| 現金/短期投資                  | 2,098 | 1,932    | 1,865    | 1,969    |
| 其他流動資產                   | 2,540 | 3,110    | 3,809    | 4,590    |
| 資產總額                     | 5,266 | 5,700    | 6,364    | 7,319    |
| 短期債務                     | 290   | 290      | 290      | 290      |
| 其他流動負債                   | 884   | 1,227    | 1,497    | 1,774    |
| 長期債務                     | 157   | 157      | 157      | 157      |
| 其他長期負債                   | 36    | 36       | 36       | 36       |
| 股東權益                     | 36    | 36       | 36       | 36       |
| 少數股東權益                   | 17    | 17       | 17       | 17       |
| 負債及權益總額                  | 5,266 | 5,700    | 6,364    | 7,319    |

## 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         | (4.4)  | 3.2      | 8.5      | 12.2     |
| 稅前利潤率              | (6.5)  | 2.6      | 7.8      | 11.6     |
| 純利率                | (7.5)  | 2.6      | 7.8      | 9.8      |
| 資產回報率              | (3.1)  | 1.7      | 6.5      | 9.9      |
| 股本回報率              | (4.3)  | 2.4      | 9.7      | 14.7     |
| 增長                 |        |          |          |          |
| 營業額                | 17.7   | 81.1     | 43.2     | 37.1     |
| 息稅折舊攤銷前利潤          | 不適用    | 不適用      | 280.2    | 96.5     |
| 除稅前溢利              | 不適用    | 不適用      | 334.2    | 102.2    |
| 純利                 | 不適用    | 不適用      | 334.2    | 71.8     |
| 純利 (經調整)           | 不適用    | 不適用      | 334.2    | 71.8     |
| 每股收益               | 不適用    | 不適用      | 334.2    | 71.8     |
| 槓桿比率               |        |          |          |          |
| 債務佔總資本比率           | 9.1    | 8.5      | 7.6      | 6.6      |
| 債務權益比率             | 12.6   | 12.5     | 11.3     | 9.8      |
| 債務／(現金)淨額與權益       | (56.5) | (50.8)   | (44.5)   | (40.5)   |
| 利息保障倍數 (倍)         | 不適用    | (0.2)    | (4.4)    | (9.9)    |

## 經濟

### 中國經濟活動指標

## 2026 年第 2 季度增長放緩至 4.3% 按年；六月數據好壞參半

- 中國 2026 年第 2 季實質國內生產總值增長放緩至按年 4.3%（按季跌 0.7 個百分點），使 2026 年上半年增長達按年 4.7%。季度固定資產投資按年收縮 9.7%，而季度零售銷售增長按年放緩至 0.2%，兩者均較 2026 年第 1 季度出現急劇逆轉。
- 6 月數據好壞參半：工業生產增長按年上升至 5.3%（按月增加 0.8 個百分點），零售銷售按年反彈至 1.0%，兩者均超出市場預期。然而，固定資產投資年初至今增長進一步跌至按年負 5.7%（按月跌 1.6 個百分點），受房地產固定資產投資年初至今（按年負 18.0%）拖累，跌幅加深。失業率改善至 5.0%（按月跌 0.1 個百分點）。
- 由於政府專注於加速項目實施而非增加財政刺激，進一步的支持可能仍將具有針對性；各方關注轉向 7 月政治局會議。我們維持 2026 年實質國內生產總值按年增長 4.2% 的預測不變，並將固定資產投資增長預測下調至按年增長 2.0%，由出口/進口分別按年增長 10.0%/11.0% 的更強勁增長所彌補。

## 最新資料

### 經濟活動數據(每月)

| (同比百分比變動)    | 2026 年 6 月 | 市場預測  | 2026 年 5 月 |
|--------------|------------|-------|------------|
| 固定資產投資年初至今   | -5.7       | -5.0  | -4.1       |
| 固定資產投資*      | -13.7      | -     | -14.1      |
| 物業固定資產投資年初至今 | -18.0      | -16.8 | -16.2      |
| 工業生產         | 5.3        | 4.6   | 4.5        |
| 調查失業率(%)     | 5.0        | 5.1   | 5.1        |
| 零售銷售         | 1.0        | -0.1  | -0.6       |

\*大華繼顯估計資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

### 經濟活動數據(按季)

| (同比百分比變動) | 2026 年第 2 季 | 2026 年第 1 季 | 2025 年第 4 季 | 2025 年第 3 季 | 2025 年第 2 季 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 國內生產總值    | 4.3         | 5.0         | 4.5         | 4.8         | 5.4         |
| 固定資產投資*   | -9.7        | 1.7         | -13.7       | -10.4       | 1.4         |
| 工業生產*     | 4.7         | 6.1         | 5.0         | 5.6         | 6.1         |
| 零售銷售*     | 0.2         | 2.4         | 1.3         | 3.0         | 6.2         |

\*大華繼顯估計資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

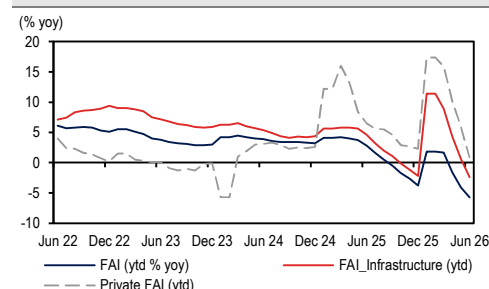
- 中國 2026 年第 2 季實質國內生產總值按年增長放緩至 4.3%，低於 2026 年第 1 季的按年 5.0% 及 2025 年第 2 季的按年 5.4%，使 2026 年上半年增長達按年 4.7%。按行業劃分，第三產業按年增長 5.2%（按季持平），而第二產業按年增長 3.9%（按季跌 1.0 個百分點），第一產業按年增長 3.7%（按季跌 0.1 個百分點），其中第二產業佔放緩的大部分。該減速逆轉了 2026 年第 1 季度所見的穩定態勢，其中季度固定資產投資(FAI)按年收縮 9.7%，季度零售銷售增長按年放緩至 0.2%，兩者均較 2026 年第 1 季度分別按年增長 1.7% 及 2.4% 出現急劇逆轉。

分析師

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

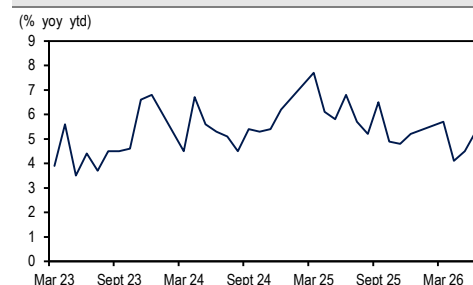
王可萊  
claire.wang@uobkh.com  
+852 2236 6761

### 固定資產投資增長



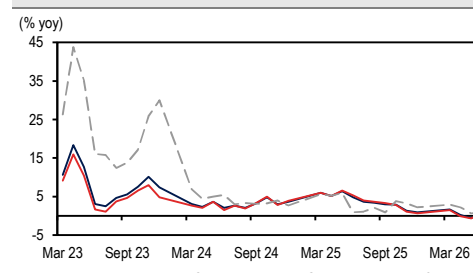
來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

### 工業生產增長



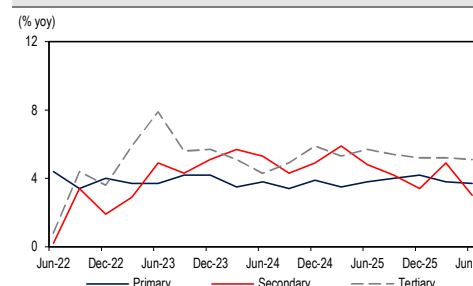
來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

### 按商品分類的零售銷售



來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

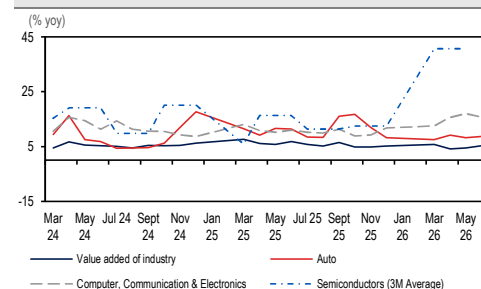
### 國內生產總值按行業劃分



來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

- 工業生產增長於 6 月份升至按年 5.3%（按月增加 0.8 個百分點），超出彭博社按年 4.6% 的市場普遍預期，並創下 2026 年第 2 季度的最強勁讀數。於 6 月，41 個主要行業中有 29 個維持按年產值增長（5 月為 28 個）。該改善的來源仍局限於新質生產力：高科技製造業按年增長 14.1%，其中工業機械人產量（按年增長 28.1%）及新能源汽車產量（按年增長 29.4%）領漲，儘管汽車總產量按年下滑 0.2%。相比之下，與商品相關的產出仍然疲弱，其中原油加工量按年負增長 17.7%，原煤按年負增長 10.0%，硫酸按年負增長 9.7%。整體而言，2026 年第 2 季工業生產(IP)按年增長 4.7%，較 2026 年第 1 季的按年增長 6.1% 有所放緩。
- 6 月份零售銷售增長按年反彈至 1.0%，高於 5 月份的按年負 0.6%，亦優於彭博社按年負 0.1% 的市場普遍預期。按消費者類型劃分，餐飲收入按年增長 1.2%（按月增長 1.6 個百分點），而商品零售額則回升至按年增長 0.9%（按月增長 0.6 個百分點）。在商品中，通訊器材（按年增長 16.5%）、文化辦公用品（按年增長 12.7%）及化妝品（按年增長 12.6%）領漲，而汽車（按年下跌 16.1%）及建築裝潢材料（按年下跌 10.5%）仍是主要拖累因素。儘管如此，2026 年第 2 季度零售銷售按年增長 0.2%，遠低於 2026 年第 1 季度的 2.4% 按年增長，這表明 6 月份的反彈尚未預示消費出現持久復甦。
- 固定資產投資年初至今增長於 6 月進一步跌至按年負 5.7%（按月跌 1.6 個百分點），低於彭博社市場普遍預期的按年負 5.0%，並延續了下跌趨勢。惡化再次由房地產固定資產投資（年初至今）所驅動，該投資惡化至按年下跌 18.0%（按月下跌 1.8 個百分點），遜於市場預期的按年下跌 16.8%，並創下多年新低，其中第三產業是受影響最嚴重的板塊（按年下跌 8.4%）。2026 年第 2 季度固定資產投資按年收縮 9.7%，與 2026 年第 1 季度按年增長 1.7% 相比出現急劇逆轉，這表明年初的財政前置效應已消退。
- 值得注意的是，經調查的失業率於 6 月份改善至 5.0%（按月跌 0.1 個百分點），低於彭博社預期的 5.1%。總體而言，六月份的數據好壞參半，惟 2026 年第 2 季國內生產總值數據證實增長勢頭正在放緩。政府仍專注於加速項目實施，而非增加財政刺激；各方關注七月政治局會議。
- 我們維持 2026 年實際國內生產總值按年增長 4.2% 的預測不變，並將固定資產投資預測下調至按年增長 2.0%，由出口及進口分別按年增長 10.0% 及 11.0% 所彌補。

按行業劃分的工業生產



來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

## 經濟預測

|                   | 2025<br>實際 | 2026年預測 |       | 2027年預測 |       |
|-------------------|------------|---------|-------|---------|-------|
|                   |            | 大華繼顯    | 大華繼顯  | 大華繼顯    | 大華繼顯  |
| 實質國內生產總值(按年%)     | 5.0        | 4.2     | 4.6   | 4.2     | 4.4   |
| 固定資產投資(按年%)       | (1.4)      | 2.0     | 2.0   | 3.5     | 3.1   |
| 工業生產(按年%)         | 5.9        | 5.5     | 5.3   | 4.5     | 4.7   |
| 零售銷售(按年%)         | 3.8        | 3.5     | 2.5   | 5.0     | 4.1   |
| 財政結餘(佔國內生產總值百分比)* | (5.1)      | (5.0)   | (5.5) | (5.5)   | (5.5) |
| M2 (按年百分比)*       | 8.0        | 7.0     | 8.0   | 7.0     | 7.6   |
| 銀行貸款餘額(按年%)       | 6.4        | 6.0     | 不適用   | 6.0     | 不適用   |
| 社會融資規模存量(按年%)     | 8.3        | 7.0     | 不適用   | 6.5     | 不適用   |
| 10年期國庫債券孳息率(%)    | 1.85       | 1.65    | 1.77  | 1.80    | 1.76  |
| 消費者物價指數(按年%)      | 0.1        | 1.5     | 1.2   | 1.0     | 1.2   |
| 生產者物價指數(按年%)      | (2.6)      | 4.0     | 2.0   | 3.0     | 0.9   |
| 出口(美元，按年%)        | 5.2        | 10.0    | 7.6   | 3.0     | 4.0   |
| 進口(美元，按年%)        | (0.1)      | 11.0    | 10.3  | 2.0     | 2.8   |
| 匯率(人民幣/美元)        | 6.99       | 6.70    | 6.72  | 6.53    | 6.60  |

\*大華繼顯估計

註：採用彭博綜合預測

資料來源：彭博、CEIC、大華繼顯



## 經濟

### 中國貨幣供應

### 新增信貸遜於預期，貸款增長創歷史新低

- 6 月份 M1 增長按年跌至 4.0%（按月跌 1.5 個百分點），低於彭博社預期的按年 4.9%；而 M2 增長按年放緩至 8.0%（按月跌 0.6 個百分點），亦低於預期的按年 8.5%。
- 新增銀行貸款從 5 月份的人民幣 0.52 兆元反彈至人民幣 1.61 兆元，受季末季節性因素影響，但未達到市場普遍預期的人民幣 1.95 兆元。新增社會融資規模增至人民幣 3.36 兆元，亦不及人民幣 3.71 兆元的市場預期。
- 未償還銀行貸款增長按年滑落至 5.2%（按月跌 0.3 個百分點），再創歷史新低，而未償還社會融資總量增長則按年跌至 7.4%（按月跌 0.3 個百分點），顯示信貸下行並無穩定跡象。儘管中國人民銀行於 6 月下旬擴大的流動性工具為潛在的貸款市場報價利率(LPR)下調鋪平了道路，但財政支持仍是重振信貸需求的關鍵。

### 我們的觀點

- 2026 年 6 月 M2 增長按年減緩 0.6 個百分點至 8.0%，低於彭博社預測為按年增長 8.5%，並標誌著本年度最慢的增長速度。M1 貨幣供應增長從 2026 年 5 月的按年增長 5.5%急劇下降至按年增長 4.0%，遠低於市場預期的按年增長 4.9%。M1 相對於 M2 的回落表明貨幣的交易性需求依然低迷，並強化了我們認為 2026 年 5 月的改善主要受基數效應驅動，而非活動的真正回升。
- 銀行於 2026 年 6 月新增貸款人民幣 1.61 兆元，從 2026 年 5 月因季末季節性因素錄得的人民幣 0.52 兆元反彈，但未達到彭博社預期的人民幣 1.95 兆元，且遠低於 2025 年 6 月錄得的人民幣 2.24 兆元，這表明潛在信貸需求持續疲軟。新增住戶貸款恢復正增長，達人民幣 0.26 兆元（按月增加人民幣 0.41 兆元），而新增企業及政府貸款增至人民幣 1.36 兆元（按月增加人民幣 0.80 兆元），主要受短期貸款（按月增加人民幣 0.72 兆元）及中長期貸款（按月增加人民幣 0.58 兆元）帶動，部分增幅被票據融資按月減少人民幣 0.44 兆元所抵銷。兩個分部仍低於其 2025 年 6 月的水平。

#### 主要貨幣指標

| (同比百分比變動)       | 2025 年 12 月 | 市場預測 | 2025 年 11 月 | 2025 年 10 月 |
|-----------------|-------------|------|-------------|-------------|
| M0 貨幣供應         | 11.8        | -    | 11.9        | 12.2        |
| M1 貨幣供應         | 4.0         | 4.9  | 5.5         | 5.0         |
| M2 貨幣供應         | 8.0         | 8.5  | 8.6         | 8.6         |
| 未償還銀行貸款         | 5.2         | -    | 5.5         | 5.6         |
| 社會融資規模存量        | 7.4         | -    | 7.7         | 7.8         |
| 新增銀行貸款(人民幣萬億)   | 1.61        | 1.95 | 0.52        | -0.01       |
| 新增社會融資總額(人民幣萬億) | 3.36        | 3.71 | 2.03        | 0.62        |

來源: Wind、中國人民銀行、大華繼顯

- 2026 年 6 月的社會融資總量（TSF）從 2026 年 5 月的人民幣 2.03 兆元上升至人民幣 3.36 兆元，低於彭博社預期的人民幣 3.71 兆元，亦低於 2025 年 6 月的人民幣 4.20 兆元。國債發行增長進一步放緩至按年增長 14.2%（按月下降 0.9 個百分點），儘管其仍是社會融資規模擴張的最大驅動力。同時，企業債券增長按年加速至 8.9%（按月增加 0.5 個百分點），而股權發行按年上升至 5.0%（按月增加 0.3 個百分點），這與銀行信貸疲弱下持續轉向非銀行渠道的趨勢一致。

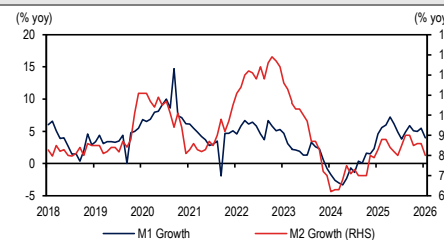
分析師

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

王可萊

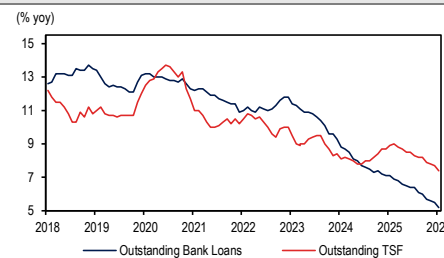
claire.wang@uobkh.com  
+852 2236 6761

#### M1 及 M2 增長



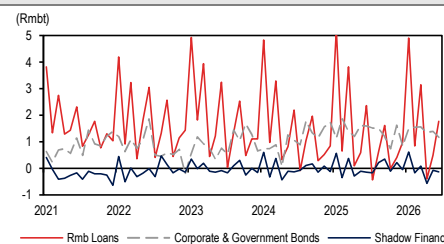
來源: 中國人民銀行、大華繼顯

#### 未償還信貸增長



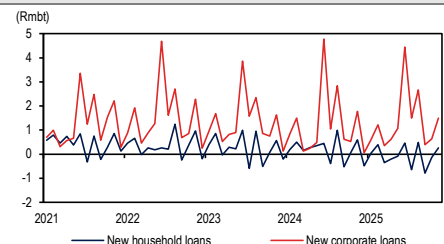
來源: 中國人民銀行、大華繼顯

#### 社會融資總額



來源: 中國人民銀行、大華繼顯

#### 新增銀行貸款



來源: 中國人民銀行、大華繼顯

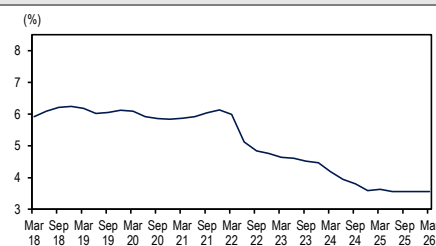
- 於 2026 年 6 月，未償還銀行貸款增長按年滑落至 5.2%（按月跌 0.3 個百分點），再創歷史新低，而未償還社會融資規模增長則按年跌至 7.4%（按月跌 0.3 個百分點）。整體而言，信貸緊縮尚未顯示出穩定跡象。展望未來，中國人民銀行擴大的流動性工具箱，包括其於 2026 年 6 月下旬首次進行的隔夜逆回購操作，應有助於降低融資成本，並為最早於 2026 年 7 月可能下調貸款市場報價利率鋪平道路。儘管如此，單靠降低利率不太可能重振私人信貸需求；財政支持仍是遏止信貸下滑的關鍵。

## 未償還社會融資規模

| (同比百分比變動) | 2026 年 6 月 | 2026 年 5 月 | 2026 年 4 月 | 2025  |
|-----------|------------|------------|------------|-------|
| 人民幣貸款     | 5.3        | 5.5        | 5.6        | 6.3   |
| 外匯貸款      | -2.9       | -4.3       | -3.8       | -18.0 |
| 委託貸款      | 0.5        | 0.0        | -0.1       | 1.3   |
| 信託貸款      | 4.0        | 7.1        | 7.4        | 8.6   |
| 銀行承兌匯票    | -2.8       | -6.2       | -7.9       | -0.3  |
| 企業債券      | 8.9        | 8.4        | 8.3        | 6.0   |
| 政府債券      | 14.2       | 15.1       | 15.6       | 17.1  |
| 股權發行      | 5.0        | 4.7        | 4.6        | 4.1   |

資料來源：Wind、中國人民銀行、大華繼顯

## 按揭貸款



來源：中國人民銀行、大華繼顯

## 中國海外發展(688 HK)

## 渠道調查結果及 2026 年上半年業績預覽

## 重點

- 物業銷售正處於復甦勢頭。我們預期 2026 年上半年綜合毛利率約為 16%，這意味著按年跌幅將會放緩。土地投資可能偏向 2026 年下半年。
- 我們預計 2026 年上半年將錄得投資物業重估虧損，撇除該虧損後，核心純利估計按年下跌低雙位數。於 2026 年上半年，銷售額增加及土地投資減少應會導致截至 2026 年 6 月的淨負債比率下降。
- 重申「買入」評級，目標價為港幣 19.88 元。中海外在過去 10 次業績公佈中，有 8 次在公佈後一個月跑贏恒生指數，故仍為我們的首選。

## 分析

- 我們於 7 月 13 日對中海外進行了渠道調查。主要重點為：
  - 物業銷售正在復甦。就中海外而言，受平均售價按年增長 27% 所帶動，2026 年上半年合約銷售額按年增長 11.8% 至人民幣 1,343.50 億元。新推出項目及現有項目均錄得銷售業績改善。自六月下旬起，銷售處訪客人數及訪客轉化為銷售的比例均錄得按月下跌；然而，這主要歸因於季節性因素，而非趨勢轉弱。由於去年基數較低，加上一線城市氣氛好轉，我們預計 2026 年 7 月及 8 月的合約銷售按年增長將會改善。我們相信中海外能夠在 2026 年實現其銷售穩定目標，該目標以 2025 年的人民幣 2,512.30 億元為基礎。
  - 盈利壓力或會緩解，預期 2026 年上半年按年跌幅將會放緩。我們預期物業發展(PD)的毛利率將接近 13-15% 指引範圍的上限（對比 2025 年上半年為 15.8%），而綜合毛利率約為 16%（對比 2025 年上半年為 17.4%）。與 2025 年上半年按年下跌 4.7 個百分點及 2025 年下跌 2.2 個百分點相比，預期利潤率收窄幅度較小，主要受市場低谷期間收購的項目帶來較高利潤率所推動。過往，由於年終庫存銷售增加，中海外的利潤率往往上半年較高，下半年較低。中海外重申其 PD 毛利率指引為 13.0-15.0%（對比 2025 年的 13.9%），我們認為這預示著 2026 年利潤率將逐步穩定。

## 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                    | 185,154 | 168,089 | 161,382  | 158,158  | 159,527  |
| 息稅折舊攤銷前利潤               | 26,411  | 19,676  | 17,658   | 18,964   | 20,731   |
| 經營利潤                    | 25,951  | 19,257  | 17,221   | 18,510   | 20,260   |
| 純利（報告／實際）               | 15,636  | 12,691  | 11,765   | 12,565   | 13,651   |
| 純利（經調整）                 | 15,720  | 13,010  | 11,765   | 12,565   | 13,651   |
| 每股收益(港元)                | 143.6   | 118.9   | 107.5    | 114.8    | 124.7    |
| 市盈率（倍）                  | 7.9     | 9.5     | 10.5     | 9.8      | 9.1      |
| 市淨率（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）       | 11.8    | 15.8    | 17.6     | 16.4     | 15.0     |
| 股息收益率(%)                | 4.7     | 3.9     | 3.6      | 3.8      | 4.2      |
| 純利率(%)                  | 8.4     | 7.6     | 7.3      | 7.9      | 8.6      |
| 債務／（現金）淨額與權益(%)         | 30.9    | 37.1    | 39.5     | 37.5     | 35.1     |
| 利息保障倍數（倍）               | 28.2    | 27.0    | 25.6     | 28.7     | 30.3     |
| 股本回報率(%)                | 4.1     | 3.3     | 3.0      | 3.2      | 3.4      |
| 市場預期純利(百萬港元)            | -       | -       | 12,509.3 | 13,143.7 | 14,148.4 |
| 大華繼顯／市場預期（倍）            | -       | -       | 0.94     | 0.96     | 0.96     |

來源：中海外、彭博、大華繼顯

## 買入(維持)

|        |            |
|--------|------------|
| 股價     | 港幣 13.08 元 |
| 目標價    | 港幣 19.88 元 |
| 上升空間   | 52.0%      |
| 早前目標價： | 港幣 19.58 元 |

## 分析師

劉潔琦

jieqi.liu@uobkh.com  
+852 28261392

沈宸昊

damonshen@uobkh.com  
+86 21 54047225 分機 820

## 股票數據

| 行業              | 房地產       |
|-----------------|-----------|
| 股份代號：           | 688 HK    |
| 已發行股份（百萬股）：     | 10,944.9  |
| 市值（人民幣百萬元）：     | 143,159.1 |
| 市值(百萬美元)：       | 18,262.4  |
| 三個月日均成交額(百萬美元)： | 64.7      |

## 價格表現(%)

| 52 週高位/低位 | 港幣 16.7 元/港幣 11.36 元 |      |       |      |  |
|-----------|----------------------|------|-------|------|--|
| 1 個月      | 3 個月                 | 6 個月 | 1 年   | 年初至今 |  |
| (16.6)    | 6.3                  | 0.2  | (4.2) | 6.8  |  |

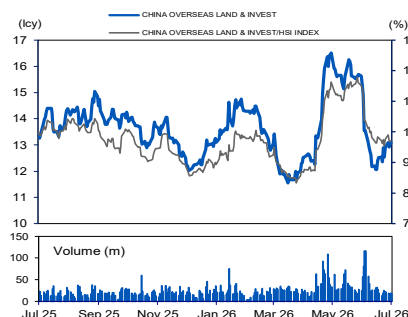
## 主要股東

|           | %     |
|-----------|-------|
| 中國建築工程總公司 | 56.10 |

## 主要股東

|                      |       |
|----------------------|-------|
| 2026 財政年度每股資產淨值（人民幣） | 38.9  |
| 2026 財政年度淨債項／每股（人民幣） | 14.26 |

## 股價圖表



來源：彭博

## 公司介紹

中國海外發展提供房地產服務。本公司開發、管理及投資商業物業。中國海外發展服務全球客戶。

- **相對疲弱的知識產權表現。**由於投資物業(IP)建設的資本支出較低，以及中國內地寫字樓租金持續面臨下行壓力，我們預計投資物業分部將面臨壓力，並在 2026 年上半年錄得重估淨虧損。然而，由於 2025 年已落成物業的重估虧損總額相當於核心純利的 13%，且僅佔股本的 0.4%，我們預期重估虧損對淨負債比率的影响有限。房地產投資信託基金監管框架的新發展（例如開放新的商業房地產投資信託基金渠道）可能會暫時延遲中海外房地產投資信託基金的擴張。
- **2026 年上半年土地投資疲弱。**應佔土地溢價（不包括上路站第二期）於 2026 年上半年按年下跌 80.9%至人民幣 76.60 億元，四個一線城市並無土地收購。較預期緩慢的進度主要歸因於：a)高線城市土地供應減少；及 b)激烈競爭。中海外一直堅守其逆週期紀律。我們預期其收購活動將於 2026 年下半年隨著供應增加而回升。
- **2026 年上半年業績預覽。**我們預期營收略微下降，加上綜合毛利率按年下跌少於 2 個百分點，將導致低雙位數核心純利按年下跌銷售強勁及土地收購放緩預期將進一步降低淨負債比率，該比率截至 2025 年 12 月為 34.3%，已屬行業低水平。

## 業績後股價表現—自 2021 年起一個月回報

| 業績        | 日期         | 總回報 (%) | 相對於恒生指數 (%) |
|-----------|------------|---------|-------------|
| 2021 年上半年 | 2021 年 8 月 | (12.0)  | (9.0)       |
| 2021 財政年度 | 2022 年 3 月 | 2.3     | 7.4         |
| 2022 年上半年 | 2022 年 8 月 | 10.8    | 17.7        |
| 2022 財政年度 | 2023 年 3 月 | 2.6     | 4.5         |
| 2023 年上半年 | 2023 年 8 月 | 1.3     | 4.1         |
| 2023 財政年度 | 2024 年 3 月 | 31.5    | 23.8        |
| 2024 年上半年 | 2024 年 8 月 | 17.4    | 5.9         |
| 2024 財政年度 | 2025 年 3 月 | (0.9)   | 5.4         |
| 2025 年上半年 | 2025 年 8 月 | (3.0)   | (6.7)       |
| 2025 財政年度 | 2026 年 3 月 | 14.3    | 8.8         |
| 平均        | -          | 6.4     | 6.2         |

來源：彭博、港交所、大華繼顯

## 盈利預測調整/風險

- 我們分別下調 2026/27/28 年度核心純利預測 8.2%/6.1%/2.4%，以反映更保守的發展毛利率假設。中海外維持其發展毛利率指引於 13-15%不變。我們此前曾假設盈利能力會更快復甦；就此而言，我們將這些樂觀假設下調至較為保守的水平。

### 估計數的主要變動

| 人民幣百萬元   | 舊            |              |              | 新            |              |              | 變更           |              |              |
|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|          | 2026 年<br>預測 | 2027 年<br>預測 | 2028 年<br>預測 | 2026 年<br>預測 | 2027 年<br>預測 | 2028 年<br>預測 | 2026 年<br>預測 | 2027 年<br>預測 | 2028 年<br>預測 |
| 收益       | 161,382      | 158,158      | 159,527      | 161,382      | 158,158      | 159,527      | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率-物業發展 | 15%          | 16%          | 16%          | 13.5%        | 14.5%        | 15.5%        | -1.5%        | -1.5%        | -0.5%        |
| 毛利率      | 15.7%        | 16.4%        | 17.0%        | 14.5%        | 15.5%        | 16.5%        | -1.2%        | -0.9%        | -0.5%        |
| 核心純利     | 12,814       | 13,378       | 13,983       | 11,765       | 12,565       | 13,651       | -8.2%        | -6.1%        | -2.4%        |

來源：中海外、彭博、大華繼顯

## 估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價為港幣 19.88 元。在資產淨值折讓維持在 55%不變的情況下，我們更新了 2026 年資產淨值，並將目標價輕微上調至港幣 19.88 元。
- 中海外仍然是我們的首選。除了基本面改善之外，中海外亦展現出不俗的業績後季節性。自 2021 年以來，在 10 次業績公佈中，中海外(COLI)在業績公佈後的一個月內，有 8 次表現優於恒生指數(HSI)（其中 7 次錄得正絕對回報），平均一個月總回報為+6.4%，相對於恒生指數的平均相對回報為+6.2%（見右表）。

## 股價催化劑

- 一線城市房地產市場復甦強勁，優於預期。



## 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                     | 168,088.8 | 161,381.6 | 158,158.2 | 159,527.3 |
| 息稅折舊攤銷前利潤                | 19,676.3  | 17,657.6  | 18,963.9  | 20,731.4  |
| 折舊及攤銷                    | 418.9     | 436.5     | 454.1     | 471.7     |
| 息稅前利潤                    | 19,257.5  | 17,221.1  | 18,509.9  | 20,259.7  |
| 總其他非經營收入                 | 1,557.3   | 962.5     | 847.0     | 762.3     |
| 聯營公司貢獻                   | 521.8     | 495.7     | 520.5     | 546.6     |
| 淨利息收入／(支出)               | (727.6)   | (691.0)   | (661.2)   | (683.3)   |
| 除稅前溢利                    | 20,609.0  | 17,988.4  | 19,216.2  | 20,885.2  |
| 稅項                       | (7,177.5) | (5,537.1) | (5,917.9) | (6,438.0) |
| 少數股東權益                   | (740.3)   | (686.3)   | (732.9)   | (796.3)   |
| 純利                       | 12,691.2  | 11,765.0  | 12,565.3  | 13,650.9  |
| 純利 (經調整)                 | 13,010.0  | 11,765.0  | 12,565.3  | 13,650.9  |

## 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   |
|--------------------------|------------|------------|------------|------------|
| 營運                       | (20,464.0) | 482.7      | 17,728.8   | 19,708.0   |
| 年度溢利                     | 20,609.0   | 17,988.4   | 19,216.2   | 20,885.2   |
| 稅項                       | (7,177.5)  | (5,537.1)  | (5,917.9)  | (6,438.0)  |
| 折舊及攤銷                    | 418.9      | 436.5      | 454.1      | 471.7      |
| 聯營公司                     | (521.8)    | (495.7)    | (520.5)    | (546.6)    |
| 營運資金變動                   | (33,387.8) | (11,637.8) | 4,682.8    | 5,414.7    |
| 非現金項目                    | (404.7)    | (271.5)    | (185.8)    | (78.9)     |
| 其他經營現金流量                 | 0.0        | (0.0)      | 0.0        | 0.0        |
| 投資                       | (2,503.0)  | (300.0)    | (300.0)    | (300.0)    |
| 資本支出(增長)                 | (300.0)    | (300.0)    | (300.0)    | (300.0)    |
| 投資                       | 49,389.2   | 50,870.8   | 52,397.0   | 53,968.9   |
| 其他                       | (51,592.2) | (50,870.8) | (52,397.0) | (53,968.9) |
| 融資                       | (7,275.3)  | (3,993.9)  | (3,714.9)  | (4,044.0)  |
| 支付股息                     | (5,936.1)  | (5,470.7)  | (5,774.8)  | (6,187.3)  |
| 借款所得款項                   | 5,811.5    | 8,267.6    | 8,557.9    | 8,859.1    |
| 償還貸款                     | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 其他/已付利息                  | (7,150.6)  | (6,790.7)  | (6,498.0)  | (6,715.8)  |
| 現金流入(流出)淨額               | (30,242.4) | (3,811.1)  | 13,713.9   | 15,364.0   |
| 年初現金及現金等價物               | 123,892.2  | 103,351.5  | 99,540.3   | 113,254.3  |
| 匯率影響導致的變動                | 0.0        | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 年末現金及現金等價物               | 93,649.9   | 99,540.3   | 113,254.3  | 128,618.3  |

## 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                     | 212,974.5 | 213,274.5 | 213,574.5 | 213,874.5 |
| 其他長期資產                   | 57,098.9  | 58,580.5  | 60,106.7  | 61,678.6  |
| 現金/短期投資                  | 103,351.5 | 99,540.3  | 113,254.3 | 128,618.3 |
| 其他流動資產                   | 542,272.5 | 556,895.9 | 569,034.0 | 581,784.8 |
| 資產總額                     | 915,697.3 | 928,291.3 | 955,969.4 | 985,956.1 |
| 短期債務                     | 42,316.1  | 44,431.9  | 46,653.5  | 48,986.2  |
| 其他流動負債                   | 220,273.1 | 216,688.8 | 223,585.4 | 230,985.0 |
| 長期債務                     | 205,059.3 | 211,211.1 | 217,547.4 | 224,073.8 |
| 其他長期負債                   | 28,149.6  | 29,545.2  | 33,941.3  | 38,996.8  |
| 股東權益                     | 387,947.8 | 394,776.6 | 402,871.2 | 411,747.3 |
| 少數股東權益                   | 31,951.4  | 31,637.6  | 31,370.6  | 31,166.8  |
| 負債及權益總額                  | 915,697.3 | 928,291.3 | 955,969.4 | 985,956.1 |

## 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         | 11.7   | 10.9     | 12.0     | 13.0     |
| 稅前利潤率              | 12.3   | 11.1     | 12.1     | 13.1     |
| 純利率                | 7.6    | 7.3      | 7.9      | 8.6      |
| 資產回報率              | 1.4    | 1.3      | 1.3      | 1.4      |
| 股本回報率              | 3.3    | 3.0      | 3.2      | 3.4      |
| 增長                 |        |          |          |          |
| 營業額                | (9.2)  | (4.0)    | (2.0)    | 0.9      |
| 息稅折舊攤銷前利潤          | (25.5) | (10.3)   | 7.4      | 9.3      |
| 除稅前溢利              | (22.0) | (12.7)   | 6.8      | 8.7      |
| 純利                 | (18.8) | (7.3)    | 6.8      | 8.6      |
| 純利 (經調整)           | (17.2) | (9.6)    | 6.8      | 8.6      |
| 每股收益               | (17.2) | (9.6)    | 6.8      | 8.6      |
| 槓桿比率               |        |          |          |          |
| 債務佔總資本比率           | 37.1   | 37.5     | 37.8     | 38.1     |
| 債務權益比率             | 63.8   | 64.8     | 65.6     | 66.3     |
| 債務／(現金)淨額與權益       | 37.1   | 39.5     | 37.5     | 35.1     |
| 利息保障倍數 (倍)         | 27.0   | 25.6     | 28.7     | 30.3     |

# 李寧 (2331 HK)

2026 年第 2 季度表現疲弱業績表現；維持全年指引，惟 2026 年下半年壓力較大

## 重點

- 於 2026 年第 2 季度，李寧錄得零售流水按年低單位數跌幅（倘計及李寧 YOUNG，總流水將按年持平），折扣力度加大。展望未來，本公司擬將庫存健康列為首要任務。然而，鑑於消費需求疲軟及行業競爭激烈，這可能導致進一步的折扣壓力，且我們認為，這可能會對毛利率構成壓力。
- 管理層繼續維持其全年高單位數收入增長及高單位數純利率範圍的目標，儘管預計 2026 年下半年壓力將會加劇。
- 維持「買入」評級，但將目標價下調 6%至港幣 23.30 元。

## 分析

- 2026 年第 2 季度的零售銷售額較 2026 年第 1 季度疲軟。於 2026 年第 2 季度，李寧錄得零售流水（不包括李寧 YOUNG）低單位數按年跌幅，低於管理層預期，原因為消費環境疲軟及天氣不利。倘若計入錄得低單位數流水增長的李寧 YOUNG，總流水將按年持平。按渠道劃分，線下渠道錄得低單位數跌幅，其中零售業務錄得低單位數跌幅，批發業務錄得中單位數跌幅（零售業務表現優於批發業務，主要受奧特萊斯門店的推動）。電子商務錄得中個位數增長，惟按季增長放緩。

按類別劃分，跑步及運動休閒的流水於 2026 年第 2 季度轉為按年下跌（而 2026 年第 1 季度則錄得增長），而籃球產品的跌幅較 2026 年第 1 季度擴大。羽毛球產業在經歷兩年由行業驅動的激增後，在高基數上顯著走弱。訓練系列在功能性服裝及旺季的幫助下，於 2026 年第 2 季度實現了不錯的增長。戶外及 Glory Gold Label 增長迅速，但其貢獻仍然有限，分別僅佔 2026 年第 2 季度流水的中單位數及低單位數。

## 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                        | 28,676 | 29,598 | 31,063   | 32,463   | 33,813   |
| 息稅折舊攤銷前利潤                   | 6,379  | 6,161  | 5,461    | 5,929    | 6,264    |
| 經營利潤                        | 3,678  | 3,898  | 3,893    | 4,206    | 4,413    |
| 純利（報告／實際）                   | 3,013  | 2,936  | 2,924    | 3,153    | 3,311    |
| 純利（經調整）                     | 3,013  | 2,936  | 2,924    | 3,153    | 3,311    |
| 每股收益（分）                     | 116.5  | 113.5  | 113.1    | 121.9    | 128.0    |
| 市盈率（倍）                      | 11.2   | 11.5   | 11.6     | 10.7     | 10.2     |
| 市淨率（倍）                      | 1.3    | 1.2    | 1.2      | 1.1      | 1.0      |
| 企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）           | 4.1    | 2.8    | 3.0      | 2.6      | 2.3      |
| 股息收益率(%)                    | 4.5    | 4.4    | 4.3      | 4.7      | 4.9      |
| 純利率(%)                      | 10.5   | 9.9    | 9.4      | 9.7      | 9.8      |
| 債務／（現金）淨額與權益(%)             | (71.9) | (74.3) | (72.7)   | (72.2)   | (72.0)   |
| 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(%)                    | 11.9   | 10.9   | 10.3     | 10.5     | 10.5     |
| 市場預期純利                      | -      | -      | 3,030.1  | 3,372.8  | 3,814.0  |
| 大華繼顯／市場預期（倍）                | -      | -      | 0.97     | 0.93     | 0.87     |

資料來源：李寧、彭博、大華繼顯

## 買入(維持)

|       |            |
|-------|------------|
| 股價    | 港幣 15.12 元 |
| 目標價   | 港幣 23.30 元 |
| 上升空間  | +54.1%     |
| 早前目標價 | 港幣 24.70 元 |

## 分析師

郭一辰

stella.guo@uobkh.com

852-2236 6798

邱一展

hejann@uobkh.com

+603 2147 1995

## 股票數據

| 行業              | 非必需消費品   |
|-----------------|----------|
| 股份代號:           | 2331 HK  |
| 已發行股份 (百萬股):    | 2,584.8  |
| 市值(百萬港元):       | 39,082.4 |
| 市值(百萬美元):       | 4,985.5  |
| 三個月日均成交額(百萬美元): | 45.8     |

## 價格表現(%)

| 52 週高/低位 |        | 港幣 23.42 元/港幣 14.21 元 |       |        |
|----------|--------|-----------------------|-------|--------|
| 1 個月     | 3 個月   | 6 個月                  | 1 年   | 年初至今   |
| (15.7)   | (31.4) | (22.9)                | (5.9) | (19.0) |

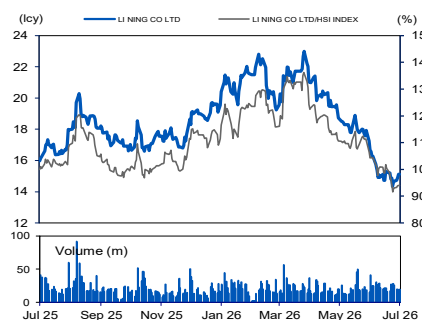
## 主要股東

|         | %     |
|---------|-------|
| 非凡中國    | 10.40 |
| 布朗兄弟哈里曼 | 6.00  |

## 資產負債表指標

|                      |       |
|----------------------|-------|
| 2026 財政年度每股資產淨值（人民幣） | 11.29 |
| 2026 財年每股淨現金（人民幣）    | 8.00  |

## 股價圖表



來源：彭博

## 公司介紹

李寧是中國領先的運動服裝品牌之一。李寧品牌是其主要品牌。

- 庫存狀況仍為首要任務，惟加大的折扣可能會影響毛利率。截至 2026 年第 2 季度末，庫存水平接近四個月（而 2026 年第 1 季度末約為五個月），管理層認為這屬於健康且可控的水平。由於消費環境疲軟，2026 年第 2 季度折扣力度加大，其中線下折扣按年加深中單位數，線上折扣按年加深低單位數。展望未來，公司擬將庫存健康列為首要任務。然而，鑑於消費需求疲軟及行業競爭激烈，這可能導致進一步的折扣壓力，且我們認為，儘管該公司已採取成本優化措施，這仍可能對毛利率造成壓力。
- 全年指引維持不變，惟預期 2026 年下半年壓力較大。儘管 2026 年第 2 季度零售流水動能減弱，且 7 月份季度至今的流水表現仍不溫不火，加上毛利率面臨挑戰，以及品牌和體育（包括亞洲運動會、史蒂芬·柯瑞簽約、西安馬拉松）方面的投資增加，管理層仍維持其全年高單位數收入增長和高單位數純利率範圍的目標，儘管預計 2026 年下半年壓力將會加劇。

## 盈利預測調整/風險

- 分別下調我們 2026/27 年度盈利預測 3%/4%。我們分別下調 2026/27 年度收入預測 1%/2%。我們將 2026/27 年度的毛利率預估各輕微下調 0.1 個百分點。由於預期廣告及促銷開支增加，我們將 2026/27 年度的營運開支比率分別上調 0.1 個百分點/0.3 個百分點。因此，我們 2026/27 年度的盈利預測分別下調 3%/4%。

## 估值/建議

- 維持「買入」評級，惟目標價下調 6%至港幣 23.30 元。我們將基於 DCF 的目標價下調 6%至港幣 23.30 元。我們的目標價意味著 18.3 倍 2026 年預測市盈率及 17.0 倍 2027 年預測市盈率。該股票目前以 11.6 倍 2026 年預測市盈率及 10.7 倍 2027 年預測市盈率交易。

### 流水增長率(按年)

|              | 整體平台        | 線下          | 零售          | 批發          | 電子商務        |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 2021 年第 1 季度 | (+) 80%區間高段 | (+) 80%區間低段 | (+) 90%區間低段 | (+) 80%區間低段 | (+) 100%    |
| 2021 年第 2 季度 | (+) 90%區間低段 | (+) 90%區間低段 | (+) 80%區間高段 | (+) 90%區間低段 | (+) 90%區間高段 |
| 2021 年第 3 季度 | (+) 40%區間低段 | (+) 30%區間高段 | (+) 30%區間中段 | (+) 30%區間高段 | (+) 50%區間中段 |
| 2021 年第 4 季度 | (+) 30%區間低段 | (+) 20%區間高段 | (+) 20%區間高段 | (+) 20%區間高段 | (+) 40%區間低段 |
| 2022 年第 1 季度 | (+) 20%區間高段 | (+) 20%區間中段 | (+) 30%區間中段 | (+) 20%區間低段 | (+) 30%區間中段 |
| 2022 年第 2 季度 | (-) 高單位數    | (-) 高單位數    | (-) 高單位數    | (-) 高單位數    | (+) 中單位數    |
| 2022 年第 3 季度 | (+) 十位數中段   | (+) 十位數中段   | (+) 20%區間低段 | (+) 十位數低段   | (+) 20%區間中段 |
| 2022 年第 4 季度 | (-) 十位數低段   | (-) 十位數高段   | (-) 十位數中段   | (-) 20%區間低段 | (+) 中單位數    |
| 2023 年第 1 季度 | (+) 中單位數    | (+) 高單位數    | (+) 十位數中段   | (+) 中單位數    | (-) 十位數低段   |
| 2023 年第 2 季度 | (+) 十位數中段   | (+) 十位數高段   | (+) 20%區間高段 | (+) 十位數中段   | (+) 十位數低段   |
| 2023 年第 3 季度 | (+) 中單位數    | (+) 高單位數    | (+) 20%區間低段 | (+) 低單位數    | (-) 低單位數    |
| 2023 年第 4 季度 | (+) 20%區間低段 | (+) 20%區間高段 | (+) 50%區間低段 | (+) 十位數高段   | (+) 中單位數    |
| 2024 年第 1 季度 | (+) 低單位數    | (-) 低單位數    | (+) 中單位數    | (-) 中單位數    | (+) 20%區間低段 |
| 2024 年第 2 季度 | (-) 低單位數    | (-) 中單位數    | 持平          | (-) 高單位數    | (+) 高單位數    |
| 2024 年第 3 季度 | (-) 中單位數    | (-) 高單位數    | (-) 中單位數    | (-) 高單位數    | (+) 中單位數    |
| 2024 年第 4 季度 | (+) 高單位數    | (+) 中單位數    | (-) 低單位數    | (+) 中單位數    | (+) 十位數中段   |
| 2025 年第 1 季度 | (+) 低單位數    | (+) 低單位數    | (-) 低單位數    | (+) 低單位數    | (+) 十位數低段   |
| 2025 年第 2 季度 | (+) 低單位數    | (-) 低單位數    | (-) 中單位數    | (+) 低單位數    | (+) 中單位數    |
| 2025 年第 3 季度 | (-) 中單位數    | (-) 高單位數    | (-) 中單位數    | (-) 高單位數    | (+) 高單位數    |
| 2025 年第 4 季度 | (-) 低單位數    | (-) 中單位數    | (-) 低單位數    | (-) 中單位數    | 持平          |
| 2026 年第 1 季度 | (+) 中單位數    | (+) 中單位數    | (+) 十位數低段   | (+) 低單位數    | (+) 高單位數    |
| 2026 年第 2 季度 | (-) 低單位數    | (-) 低單位數    | (-) 低單位數    | (-) 中單位數    | (+) 中單位數    |

來源：李寧、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                     | 29,598.4  | 31,063.4  | 32,462.6  | 33,812.8  |
| 息稅折舊攤銷前利潤                | 6,160.9   | 5,461.1   | 5,929.3   | 6,263.9   |
| 折舊及攤銷                    | 2,004.8   | 1,439.0   | 1,591.6   | 1,716.3   |
| 息稅前利潤                    | 3,898.2   | 3,893.3   | 4,206.3   | 4,413.5   |
| 總其他非經營收入                 | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 聯營公司貢獻                   | 257.9     | 128.8     | 131.4     | 134.0     |
| 淨利息收入／(支出)               | 33.1      | 150.5     | 161.1     | 176.8     |
| 除稅前溢利                    | 4,189.2   | 4,172.6   | 4,498.8   | 4,724.3   |
| 稅項                       | (1,253.5) | (1,248.5) | (1,346.1) | (1,413.6) |
| 少數股東權益                   | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 純利                       | 2,935.7   | 2,924.1   | 3,152.7   | 3,310.7   |
| 純利 (經調整)                 | 2,935.7   | 2,924.1   | 3,152.7   | 3,310.7   |

## 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                       | 4,851.5   | 3,417.7   | 3,785.3   | 4,066.6   |
| 除稅前溢利                    | 4,189.2   | 4,172.6   | 4,498.8   | 4,724.3   |
| 稅項                       | (1,253.5) | (1,248.5) | (1,346.1) | (1,413.6) |
| 折舊及攤銷                    | 2,004.8   | 1,439.0   | 1,591.6   | 1,716.3   |
| 營運資金變動                   | 162.3     | 54.6      | 41.0      | 39.5      |
| 非現金項目                    | 657.0     | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 其他經營現金流量                 | (942.2)   | (1,000.0) | (1,000.0) | (1,000.0) |
| 投資                       | 6,634.0   | (1,300.0) | (1,300.0) | (1,300.0) |
| 資本支出(增長)                 | (1,293.0) | (1,300.0) | (1,300.0) | (1,300.0) |
| 投資                       | (69.4)    | (50.0)    | (50.0)    | (50.0)    |
| 出售資產所得款項                 | 14.9      | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 其他                       | 7,981.4   | 50.0      | 50.0      | 50.0      |
| 融資                       | (2,155.0) | (1,464.4) | (1,529.3) | (1,622.8) |
| 支付股息                     | (1,399.9) | (1,464.4) | (1,529.3) | (1,622.8) |
| 股份發行                     | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 借款所得款項                   | 5,920.0   | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 償還貸款                     | (5,920.0) | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 其他已付利息                   | (755.1)   | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 現金流入 (流出) 淨額             | 9,330.5   | 653.2     | 956.0     | 1,143.7   |
| 年初現金及現金等價物               | 7,498.6   | 16,716.6  | 17,369.8  | 18,325.7  |
| 匯率影響導致的變動                | (112.5)   | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 年末現金及現金等價物               | 16,716.6  | 17,369.8  | 18,325.7  | 19,469.5  |

## 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                     | 4,753.7  | 5,191.7  | 5,573.7  | 5,906.7  |
| 其他長期資產                   | 10,010.7 | 10,433.8 | 10,760.2 | 11,010.8 |
| 現金/短期投資                  | 16,716.6 | 17,369.8 | 18,325.7 | 19,469.5 |
| 其他流動資產                   | 6,233.1  | 6,487.5  | 6,730.5  | 6,965.0  |
| 資產總額                     | 37,714.1 | 39,482.8 | 41,390.1 | 43,352.0 |
| 短期債務                     | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 其他流動負債                   | 8,061.1  | 8,370.1  | 8,654.1  | 8,928.1  |
| 長期債務                     | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 其他長期負債                   | 2,025.5  | 2,025.5  | 2,025.5  | 2,025.5  |
| 股東權益                     | 27,627.5 | 29,087.1 | 30,710.5 | 32,398.4 |
| 少數股東權益                   | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 負債及權益總額                  | 37,714.1 | 39,482.8 | 41,390.1 | 43,352.0 |

## 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          | 20.8   | 17.6     | 18.3     | 18.5     |
| 稅前利潤率               | 14.2   | 13.4     | 13.9     | 14.0     |
| 純利率                 | 9.9    | 9.4      | 9.7      | 9.8      |
| 資產回報率               | 8.0    | 7.6      | 7.8      | 7.8      |
| 股本回報率               | 10.9   | 10.3     | 10.5     | 10.5     |
| 增長                  |        |          |          |          |
| 營業額                 | 3.2    | 4.9      | 4.5      | 4.2      |
| 息稅折舊攤銷前利潤           | (3.4)  | (11.4)   | 8.6      | 5.6      |
| 除稅前溢利               | 1.9    | (0.4)    | 7.8      | 5.0      |
| 純利                  | (2.6)  | (0.4)    | 7.8      | 5.0      |
| 純利 (經調整)            | (2.6)  | (0.4)    | 7.8      | 5.0      |
| 每股收益                | (2.6)  | (0.4)    | 7.8      | 5.0      |
| 槓桿比率                |        |          |          |          |
| 債務佔總資本比率            | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 不適用      |
| 債務權益比率              | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 不適用      |
| 債務／(現金) 淨額與權益       | (74.3) | (72.7)   | (72.2)   | (72.0)   |
| 利息保障倍數 (倍)          | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 不適用      |





## 美團 (3690 HK)

上日收市價: 83.40 港元

支持位: 76.65 港元/ 70.20 港元

阻力位: 91.35 港元/ 107.00 港元

### 技術分析:

价格以一根强劲的看涨K线干净利落地穿透了前期的波动高点，释放出积极的突破信号，确认了上行买盘动能的加速扩张。此轮主动买盘的涌入与速度指标形成了良好的共振，相对强弱指标稳步攀升至五十多空分水岭之上。在当前活跃需求的支撑下，整体技术架构表明盘面正处于强势的趋势延伸阶段，后市价格有望维持震荡上行的态势，向下一个主要的上方阻力带发起冲击。

預期平均時限: 約 2 週



## 長和 (0001 HK)

上日收市價: 71.65 港元

支持位: 67.75 港元/ 65.95 港元

阻力位: 80.15 港元/ 86.00 港元

### 技術分析:

价格在突破后完成了干净利落的回踩确认与支撑防守，有效维护了整体多头格局的完整性。随着相对强弱指标稳步运行于五十多空分水岭之上，盘面订单流显现出清晰的买方绝对控制权。后市若能放量穿透近期波动高点，将正式激活右侧交易的确定性入场信号，从而推动价格向下一个上方筹码密集分布区展开持续的趋势延伸。

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."