



中港股市双周展望

星期一，2026 年 9 月 7 日

中国复苏分化，进一步强化我们的杠铃策略

中国主要市场指数

指数	价格	过去两周回报	年初至今回报
恒生指数	25,651	-1.4%	0.1%
恒生中国企业指数	8,555	-0.9%	-4.0%
恒生科技指数	4,570	-4.1%	-17.2%
上证综合指数	3,930	0.6%	-1.0%
沪深 300 指数	4,548	-1.5%	-1.8%

资料来源：大华继显及 iFinD，截至 2026 年 9 月 4 日

分析师

陈逸诗

elena.chen@uobkh.com

分析师

王崎

qi.wang@uobkh.com

与大华继显机构研究联合撰写

- 制造业景气改善，复苏基础仍未拓宽。** 中国官方制造业 PMI 自 7 月的 49.2 小幅上行至 8 月的 49.8，新订单指数和生产指数则分别重返 50.6 和 50.4 的扩张区间，反映工业需求与产出边际企稳。不过制造业整体 PMI 仍处于 50 荣枯线以下。非制造业商务活动指数持平于 49.0。宏观复苏仍不均衡：工业活动略有起色，但服务业持续疲软，继续制约整体经济反弹。
- 南向资金虽结构性加仓，科技股仍走弱。** 过去两周，南向资金虽录得 171 亿港元净买入，恒生指数却下跌 1.4%，恒生科技指数则回落 4.1%。从成交明细来看，资金在阿里巴巴和腾讯回调过程中逢低增持，并减持中芯国际和华虹宏力。资金行为反映内地投资者逢低吸纳互联网龙头股，同时收缩晶圆代工类敞口，科技板块内部发生风格轮动。
- 银行补充资本，筑牢持续派息根基。** 9 月 6 日，工商银行和农业银行分别公布不超过人民币 1,000 亿元和人民币 1,600 亿元的融资方案。募资完成后，2024 年 9 月出台的六大行资本补充计划将收官，其余四家银行已于 2025 年完成增资。叠加近期盈利增长及拟将中期派息比率由 30%上调至 31%，银行的股息配置逻辑获得进一步支持，银行股息吸引力提升。我们认为资本增厚将提高银行风险抵补能力，保障派息可持续；但信贷扩张提速仍需要信贷需求进一步回暖。盈利改善与派息比率提升有望缓解股权稀释压力，每股股息最终兑现情况则取决于最终发行条款以及经营表现。
- 我们维持对中港股市的谨慎观点，杠铃策略继续成立。** 我们看好股东回报确定性更强的公司：一端精选具备结构性增长逻辑、可将资本开支转化为盈利及现金流的成长赛道龙头，另一端配置可持续派息的防御型公司。政策利好虽可提振整体市场情绪，但我们自下而上的选股仍严格以基本面兑现和审慎的资本配置为依据。

- **表现最佳板块:** 金融+3.7% (如 0005.HK、0939.HK、3988.HK)、能源+1.3% (如 0386.HK、1088.HK、1171.HK)、综合企业+0.6% (如 0267.HK、0019.HK、0659.HK)。
- **潜在异动股:** 详情请见内文。

正面	北方华创 (002371.CH)、工业富联 (601138.CH)、大族激光 (002008.CH)、ASMPT (522.HK)、美团-W (3690 HK)、安踏体育 (2020 HK)、美的集团 (000333 CH)、伊利股份 (600887 CH)
中性	银河娱乐 (27 HK)、金沙中国 (1928 HK)、海尔智家 (6690 HK)
负面	宁德时代 (300750 CH)、申洲国际 (2313 HK)、五粮液 (000858 CH)、中国海外发展 (688 HK)、华润置地 (1109 HK)、龙湖集团 (960 HK)

- **重点关注事件:** 中国 8 月贸易数据 (9 月 8 日)、CPI/PPI (9 月 9 日) 以及经济活动数据 (9 月 15 日); 美国 8 月 PPI/CPI (9 月 10-11 日); 欧洲央行 (9 月 10 日)、美联储 FOMC (9 月 16 日)、英国央行 (9 月 17 日) 与日本央行 (9 月 18 日) 利率决议。苹果新品发布会 (9 月 9 日); 台积电 8 月营收以及 ORCL/ADBE 财报 (9 月 10 日)。详见下表:

日期	宏观数据	行业/公司活动
9 月 7 日	中国 8 月外汇储备数据; 美国劳动节假期	
9 月 8 日	中国 8 月出口、进口及贸易差额数据	花旗全球 TMT 大会; 高盛通信与技术大会
9 月 9 日	中国 8 月 CPI 及 PPI 数据	苹果新品发布会 (太平洋时间上午 10 点)
9 月 10 日	美国 8 月 PPI; 初请失业金人数; 欧洲央行利率决议及经济预测报告	台积电 8 月月度营收 财报: ORCL 与 ADBE
9 月 11 日	美国 8 月 CPI	
9 月 15 日	中国 8 月工业增加值、社零、1-8 月固定资产投资与地产数据	
9 月 16 日	FOMC 利率决议与经济预测摘要 (9 月 15-16 日会议)	
9 月 17 日	英国央行利率决议; 美国初请失业金人数、8 月新屋开工与营建许可数据	

9 月 18 日

日本央行利率决议 (9 月 17-18 日会议); 美国 8 月工业产出数据

港股表现最佳的三个板块 (过去两周)

恒生行业指数	过去两周回报	年初至今回报	过去两周主要驱动因素
金融	3.7%	16.7%	汇丰控股 (0005.HK)+2.3%、建设银行 (0939.HK)+5.6%、中国银行 (3988.HK)+10.2%
能源	1.3%	15.5%	中国石油化工股份 (0386.HK)+8.7%、中国神华 (1088.HK)+1.6%、兖矿能源 (1171.HK)+4.2%
综合企业	0.6%	28.3%	中信股份 (0267.HK)+5.5%、太古股份公司 A (0019.HK)+1.0%、周大福创建 (0659.HK)+2.0%

资料来源: 大华继显及 iFinD, 截至 2026 年 9 月 4 日

- **金融板块领跑市场，过去两周涨幅 3.7%，年初至今回报率推升至 16.7%。** 中国银行、建设银行和汇丰控股分别上涨 10.2%、5.6%和 2.3%。中资银行上半年盈利实现正增长，叠加拟议上调的中期派息比率，为股息预期提供支持。中国银行和建设银行涨幅居前，反映资金再度追逐高股息资产。股息能否持续增长取决于盈利韧性与资产质量，若息差继续收窄，中长期派息空间将受限。
- **能源板块过去两周上涨 1.3%，年初至今回报率攀升至 15.5%。** 中国石油化工股份、中国神华和兖矿能源分别上涨 8.7%、1.6%和 4.2%。中国石油化工股份上半年归母净利润同比提升 19.3%，核心驱动力来自炼化业务利润修复。公司宣派每股人民币 0.105 元的中期股息。稳健的炼化收益夯实持续派息基础。
- **综合企业板块过去两周上涨 0.6%，年初至今涨幅达到 28.3%。** 中信股份、太古股份公司 A 和周大福创建分别上涨 5.5%、1.0%和 2.0%。中信股份上半年归母净利润同比增长 8.1%至人民币 338 亿元，中期股息上调 5%至每股人民币 0.21 元。中信股份的盈利增长兑现为中期股息提升，支撑该股的股息配置逻辑。

港股表现最差的三个板块（过去两周）

恒生行业指数	过去两周回报	年初至今回报	过去两周主要驱动因素
房地产	-4.5%	2.7%	华润置地 (1109.HK)-13.8%、新鸿基地产 (0016.HK)-6.8%、恒基地产 (0012.HK)-9.8%
必需消费	-4.7%	-13.3%	万洲国际 (0288.HK)-11.5%、华润啤酒 (0291.HK)-8.2%、中国飞鹤 (6186.HK)-12.0%
可选消费	-6.9%	-20.4%	阿里巴巴-W (9988.HK)-10.5%、比亚迪股份 (1211.HK)-7.5%、美团-W (3690.HK)-3.8%

资料来源：大华继显及 iFinD，截至 2026 年 9 月 4 日

- **房地产板块过去两周下跌 4.5%，年初至今回报率回落至 2.7%。**华润置地、新鸿基地产和恒基地产分别下跌 13.8%、6.8%和 9.8%，内地与香港本地房企同步走弱。华润置地经常性收入增长 9.9%、核心利润上升 1.6%，但开发收入走弱导致总收入下降 28.5%。经常性收入能够形成业绩缓冲，但无法化解开发端经营压力。业绩持续复苏有赖于商品房销售与回款明显改善。
- **必需消费板块过去两周回撤 4.7%，年初至今跌幅扩大至 13.3%。**万洲国际、华润啤酒和中国飞鹤分别下跌 11.5%、8.2%和 12.0%，肉类、啤酒、婴幼儿奶粉同步承压。华润啤酒上半年营收仅增长 1.2%，账面利润下降 10.7%，部分由于总部搬迁收益减少；剔除该非经常性损益后，息税前利润同比小幅回落约 0.9%。剔除扰动因素，公司经营并未出现断崖式恶化，但内生盈利增长动能不足。
- **可选消费为表现最差板块，过去两周回撤 6.9%，年初至今跌幅扩大至 20.4%。**阿里巴巴-W、比亚迪股份和美团-W 分别下跌 10.5%、7.5%和 3.8%，互联网平台与汽车板块同步承压。美团案例表明较强的报表盈利表现不足以支撑股价走强：美团二季度经调整净利润同比大增 69%。管理层预期三季度外卖单均利润维持正值且同比改善，但季节性营销投放和骑手成本抬升将拖累环比盈利表现。业绩持续复苏有赖于利润率稳步修复与费用投放保持克制。

港股通南向交易动向（过去两周）

（百万港元）	股票代码	总买入	总卖出	净买入 （卖出）	占总成交 额百分比	过去两周 回报	数据
南向资金总额	HSHKI.HK	488,335	471,204	17,131	35%	-1.4%	完整
阿里巴巴-W	9988.HK	24,051	22,370	1,680	17%	-10.5%	完整
腾讯控股	0700.HK	20,981	19,410	1,571	23%	-3.1%	部分
智谱	2513.HK	19,885	20,396	(511)	36%	-4.8%	部分
MINIMAX-W	0100.HK	20,165	16,747	3,419	36%	4.1%	部分
长飞光纤光缆	6869.HK	19,597	16,898	2,698	47%	13.9%	部分
中芯国际	0981.HK	14,036	16,718	(2,682)	41%	-7.3%	部分
建滔积层板	1888.HK	14,008	14,180	(172)	41%	18.6%	部分
华虹宏力	1347.HK	5,366	8,118	(2,752)	32%	-4.4%	部分
美团-W	3690.HK	4,436	4,900	(465)	23%	-3.8%	部分
小米集团-W	1810.HK	4,554	4,094	459	27%	-2.0%	部分

资料来源：大华继显及 iFinD，截至 2026 年 9 月 4 日
注：基于 2026 年 8 月 24 日至 9 月 4 日两周期间。对于港股通南向交易，仅披露交易最活跃的前 10 名证券。“完整数据”是指该股票最近几个交易日均出现在前 10 名名单中。“部分数据”则表示未连续进入前 10 名。

- **南向资金在市场回调期间维持净买入状态。**南向总成交额达 9,595 亿港元，其中买入 4,883 亿港元、卖出 4,712 亿港元。净买入 171 亿港元，约占总成交额的 1.8%；同期恒生指数下跌 1.4%。尽管成交活跃，买入与卖出金额仍较为接近。个股资金流向数据显示，南向资金选择性增持部分互联网标的，同时减持晶圆代工企业。
- **MiniMax 与长飞光纤光缆获资金增持、股价上涨，阿里巴巴与腾讯控股股价走弱但迎来资金买入。**MiniMax 录得净买入 34.2 亿港元，长飞光纤光缆录得净买入 27.0 亿港元，股价分别上涨 4.1%和 13.9%。阿里巴巴和腾讯控股尽管股价分别下跌 10.5%和 3.1%，仍录得 16.8 亿港元和 15.7 亿港元的净买入。阿里巴巴与腾讯控股获得净买入，表明内地投资者逢低布局，但抄底资金尚未扭转短期股价弱势。阿里巴巴和腾讯控股仍为我们的核心推荐。

- **资金流出晶圆代工板块，表明投资者降低相关敞口；建滔积层板出现净卖出，反映资金逢高获利了结。**
中芯国际和华虹宏力分别录得 26.8 亿港元和 27.5 亿港元的净卖出，股价同步下跌 7.3%和 4.4%，反映投资者减持晶圆代工标的。建滔积层板股价上涨 18.6%，仍出现 1.7 亿港元净卖出，属于冲高获利了结。该现象与 MiniMax 和长飞光纤光缆获资金增持形成鲜明对比，显示科技板块内部出现轮动。

潜在异动股

股票	板块	事件类型	我们的观点
宁德时代 (300750 CH)	可选消费	法规 / 监管	负面

- 宁德时代股价近期承压，以下两大事件进一步加剧市场负面情绪：
- **匈牙利工厂：**2026 年 8 月 31 日，宁德时代德布勒森工厂因 9 名员工镍暴露超标，被责令暂停电芯生产。整改工作已完成一部分，但监管仅允许设备调试，尚不允许投产。规划产能 40 吉瓦时的一期项目原定 2026 年 3-4 月投产，现至少推迟至 2027 年第一季度。梅赛德斯-奔驰已将 VLE 电池供应转回中国生产，宁德时代每年将承担人民币 2-5 亿元额外物流成本。该项目原本计划 2026 年进入产能爬坡期(产能利用率 20-30%)，本次延期主要侵蚀海外高毛利溢价：海外毛利率 30%，国内仅 21%。公司原本预期匈牙利工厂 2026 年实现约人民币 70 亿元营收，该部分收入基本落空；约人民币 25 亿元奔驰订单转移至中国生产（营收得以保留，但毛利率下行）。预计 2026 年 EBITDA 因此净减少人民币 15-20 亿元。
- **视下窝锂矿：**8 月 26 日，因宁德时代在商业网站而非法定平台发布公示，该矿山环评批复被撤销，自 8 月 25 日起停产。该矿山满产碳酸锂产能约 10 万吨，市场原本预期 2026 年 9 月复产，现复产时间至少推迟至 2027 年第一季度。按照原先规划，该矿山 2026 年仅在第四季度贡献产能（2-3 个月爬坡期），预计节约成本约人民币 1.5-2.5 亿元。该部分成本节约预期现已落空，2026 年新增利润损失人民币 1.5-2.5 亿元。
- **结论：**两起事件合计拖累 2026 年盈利约人民币 17-23 亿元，占我们预测的 2026 年净利润人民币 936 亿元的 1.8-2.5%。假设两个项目均在 2027 年第一季度重启，则对 2027 年的影响仅限于一季度（约人民币 4-6 亿元），占我们 2027 年净利润预测值人民币 1,164 亿元的 0.34-0.52%。2028 年剩余影响微乎其微(人民币 1,391 亿元预测净利润的<0.1%)。我们认为该股 15%的回调属于过度反应，量化测算的盈利拖累仅约占 2026 年净利润的 2%，建议逢低布局。 (Zeng Sheng Di)

股票	板块	事件类型	我们的观点
北方华创 (002371.CH)	信息技术	渠道调查	正面
工业富联 (601138.CH)			
大族激光 (002008.CH)			
ASMPT (522.HK)			

- **企业执行力与盈利可见度成为核心考量。** 投资者青睐执行力强劲、能够缓解供应链短缺问题的标的。对比 2026 上半年围绕产能瓶颈展开的交易主线，最近几个月资金重心逐步切换至经营执行力扎实、盈利确定性高的标的，以及可改善供应链紧缺痛点的细分赛道。
- **英伟达合作厂商有望受益于更加顺畅的产能爬坡。** 英伟达执行力强劲、拥有较强的议价能力，面临的供给约束相对更少，使英伟达供应链成为主要受益者。因此工业富联等核心供应链伙伴有望在接下来数个季度实现平稳产能爬坡。
- 我们同样看好 ASMPT 和北方华创，二者分别解决先进封装和高端晶圆代工产能领域的供应链短板。
- 大族激光预计 2026-2027 年将大幅扩充 PCB 钻孔设备产能，从策略偏保守的日本和台湾地区竞争对手手中抢占市场份额。PCB 钻孔设备属于供给最紧张的环节之一，大族激光也是缓解该供应瓶颈的关键设备供应商。 (Johnny Yum)

股票	板块	事件类型	我们的观点
美团-W (3690 HK)	可选消费	财报披露	正面

- **二季度业绩支撑我们在财报前给出的交易性买入。** 8 月 28 日，美团披露二季度经调整净利润为人民币 25.2 亿元，同比大增 69%。管理层预计，尽管季节性成本压力将对盈利形成环比拖累，但三季度外卖单均利润将维持正值并同比改善。
- **经济走弱环境下，本地日常需求蕴藏投资机会。** 经济低迷促使消费者追求性价比、降低单笔支出，但并不会消除便捷餐饮与日常服务需求。美团聚焦高频本地交易业务，具备一定韧性，不过客单价与利润率仍承压。其广泛商户覆盖以及配送密度优势，能够支撑高性价比服务并提升履约效率。一旦补贴战降温，单均利润改善即可带动业绩回暖，无需等待整体消费全面复苏。
- **维持交易性买入，单笔交易盈利能力改善将支撑盈利修复。** 我们在业绩发布前将美团新增为交易性买入，以把握本地生活业务盈利回暖的机会。竞争仍是主要风险：如果平台再度加码补贴，但无法转化为留存提升与单均利润增长，本轮战术配置逻辑将被削弱。 (Elena Chen)

股票	板块	事件类型	我们的观点
银河娱乐 (27 HK)	可选消费	宏观 / 行业数据	中性
金沙中国 (1928 HK)			

- **2026 年 8 月博彩总收入 (GGR) 低于一致预期 2%。**澳门 2026 年 8 月博彩总收入达 219 亿澳门元，同比下滑 1%，但环比增长 8%（7 月数据受世界杯赛事扰动）。8 月 GGR 较一致预期低 2%，恢复至 2019 年同期水平的 90%（7 月仅恢复至 2019 年的 83%）。2026 年前 8 个月 GGR 同比增长 4%至 1,691 亿澳门元。
- **澳门 7 月入境游客量同比上升 2%，与 2019 年持平。**2026 年 7 月澳门入境总人次 350 万，同比增 2%、环比增 26%，大致恢复至 2019 年水平。350 万游客中内地游客 270 万，同比增 5%、环比增 39%；当日往返游客 210 万，同比增 6%、环比增 29%。游客平均停留天数环比持平在 1.7 天。2026 年前 7 个月累计入境 2,450 万人次，同比增 8%，较 2019 年高出 3%；增长主要由当日往返游客拉动（同比大增 14%），过夜游客数量则同比持平。
- **维持“增持”评级，银河娱乐仍为我们的首选标的。**基于 2026 年 12.0 倍 EV/EBITDA 目标估值，我们维持银河娱乐目标价为 47.00 港元。 *(Stella Guo/Ejann Hiew)*

股票	板块	事件类型	我们的观点
安踏体育 (2020 HK)	可选消费	财报披露	正面

- **2026 上半年业绩稳健，营业利润率超预期。**安踏体育发布 2026 半年报，营收人民币 435.07 亿元（同比+13%、半年环比+4%）。分板块来看，安踏主品牌/FILA/其他品牌营收同比分别增长 5%/6%/44%。毛利润人民币 277.92 亿元（同比+14%、半年环比+10%），毛利率 63.9%（同比+0.5 个百分点、半年环比+3.1 个百分点）。营业利润人民币 117.60 亿元（同比+16%、半年环比+31%），营业利润率 27.0%（同比+0.7 个百分点、半年环比+5.5 个百分点）。核心净利润人民币 79.38 亿元（同比+13%、半年环比+21%），净利率 18.2%（同比持平，半年环比+2.5 个百分点）。
- **管理层对完成全年目标具备信心。**尽管自 2026 年第二季度起消费走弱，但公司管理层仍有信心达成全年零售增长目标（安踏主品牌低单位数增长、FILA 中单位数增长、其他品牌增速超 20%），同时实现营业利润率目标（安踏主品牌约 20%、FILA 约 25%、其他品牌高于 25%）。
- **狼爪 (Jack Wolfskin) 重新定位，聚焦重装徒步赛道，9-10 月在中国启动新店扩张。**管理层对 Jack Wolfskin 重新战略定位，主打重装徒步品类，突出功能性、专业技术与面料性能；计划精简 SKU，聚焦高品质服饰产品。渠道端，公司依托 DTC 直营模式在中国拓展，9-10 月计划开出约 5 家核心门店，

- 主要布局华北市场。欧洲扩张节奏放缓，将于明年春季测试全新门店模型后再加大扩张力度。该品牌 2026 上半年仍处于亏损状态，管理层预计 2026 下半年亏损小幅收窄。
- **安踏主品牌长期战略保持不变，海外营收预计 5 年内达到人民币 100 亿元。**针对近期安踏主品牌管理层更迭，公司强调长期战略维持不变，坚持大众市场定位并推进品牌升级。展望未来，管理层表示海外扩张仍为中长期重点方向：2026 上半年海外收入增速超 30%，第一阶段目标为约 5 年内海外营收突破人民币 100 亿元；扩张路径以东南亚为起点，后续进军中东、欧洲及美国市场。
 - **维持“买入”评级，目标价上调 4%至 112.20 港元。**我们将 2026/27 年盈利预测上调 2%，并将基于 DCF 的目标价上调 4%至 112.20 港元。我们的目标价对应 19.2 倍 2026 年预测市盈率以及 17.7 倍 2027 年预测市盈率。(Stella Guo/Ejann Hiew)

股票	板块	事件类型	我们的观点
海尔智家 (6690 HK)	可选消费	财报披露	中性
• 2026 年第二季度营收好于预期，净利润符合预期。2026 年第二季度海尔营收人民币 784.28 亿元，同比增长 1%，优于公司此前给出的同比持平指引。毛利率 29.0%，同比提升 0.6 个百分点。息税前利润人民币 72.19 亿元，同比下降 4%，息税前利润率 9.2%，同比下滑 0.5 个百分点。毛利率改善、研发费用率下降（同比-0.7 个百分点），但被销售及管理费用率上行（同比+1.9 个百分点）抵消；费用抬升主要源于国内市场 ToC 渠道转型与海外市场扩张投入。净利润人民币 56.65 亿元，同比减少 13%；净利率 7.2%，同比回落 1.2 个百分点。 • 暖通空调（HVAC）业务整合成效显著，管理层目标 2026 下半年营收与营业利润实现双位数增长。按新业务分类口径，2026 上半年智能家电（冰箱冷柜、厨电、洗护家电）及其他业务营收同比分别下滑 6%及 5%，智能暖通解决方案（空调、水机产品）营收同比增长 6%。本次暖通业务整合完成组织精简与优化，管理层预计 2026 下半年暖通板块营收和营业利润均将实现双位数增长。其中海外市场 2026 年有望达成双位数增长，2027-28 年增速约 15%。 • 2026 年第二季度海外营收同比增长 2%，北美市场 5 年复合增速目标定为低单位数。分区域来看，2026 上半年国内市场营收同比下滑 5%，海外营收基本持平（2026 年第二季度国内营收大体持平、海外营收同比增 2%）。北美营收同比下降 3%（以美元计价），欧洲营收同比增长 5%、南亚同比增长 17%、东南亚同比增长 13%。展望未来，管理层给出各区域 5 年复合增长目标：北美低单位数、欧洲高单位数、东南亚 15%-20%、南亚及拉美接近 30%。			

- **关税退税推动海外毛利率提升。**分区域来看，2026 年第二季度，依托 SKU 精简与供应商平台开放，国内市场毛利率同比提升 0.7 个百分点至 34%；受益于关税退税，海外市场毛利率同比改善 0.6 个百分点至 25%。营业利润率方面，国内营业利润率接近双位数，同比回落约 1 个百分点；海外营业利润率同比基本持平。
- **维持“买入”评级，目标价下调 4%至 28.30 港元。**我们分别下调 2026/27 年盈利预测 9%/7%，并将基于 DCF 的目标价下调 4%至 28.30 港元。我们的目标价对应 12.6 倍 2026 年预测市盈率以及 11.3 倍 2027 年预测市盈率。*(Stella Guo/Ejann Hiew)*

股票	板块	事件类型	我们的观点
美的集团 (000333 CH)	可选消费	财报披露	正面
• 2026 年第二季度业绩符合预期。美的 2026 年第二季度营收人民币 1,294.72 亿元（同比+5%、环比-2%）。毛利润人民币 326.80 亿元（同比+1%、环比-4%），毛利率 25.2%（同比-0.9 个百分点、环比-0.6 个百分点）。息税前利润人民币 136.44 亿元（同比+9%、环比-4%），息税前利润率 10.5%（同比+0.4 个百分点、环比-0.3 个百分点）。净利润人民币 137.71 亿元（同比+1%、环比+9%），净利率 10.6%（同比-0.3 个百分点、环比+1.0 个百分点）。 • ToC 板块：2026 年第二季度国内收入低单位数增长，海外收入增幅超 10%。2026 年第二季度 ToC 板块营收同比增速提升至 5%以上，增长由海外市场拉动（增速超 10%）；国内营收实现低单位数增长。分产品来看：空调收入低单位数增长（国内：持平，海外：超 5%）；冰箱及洗衣机收入增速超 10%（国内：近 10%，海外：超 15%）；厨电收入增长约 5%（国内：高单位数下滑，海外：近 15%）。 • ToC 板块 – 国内：2026 下半年预计表现改善。国内市场方面，空调安装卡销量 7 月录得高单位数下滑，8 月转为高单位数增长。展望 2026 下半年，尽管需求偏弱、行业竞争激烈，但基数效应改善有望支撑业绩，预计 2026 下半年经营表现好于 2026 上半年。 • ToC 板块 – 海外：自有品牌（OBM）占海外 ToC 收入 50%，预计 2026 下半年 OBM 增速高于 2026 上半年。2026 上半年 OBM 收入同比增长近 15%，2026 年第一季度增速 10%，2026 年第二季度增长动能进一步提速。目前 OBM 在海外 ToC 营收中占比突破 50%，是重要里程碑。7-8 月海外订单同比增长近 15%，OBM 订单增速快于海外整体订单。管理层预期 2026 下半年 OBM 增速将较 2026 上半年进一步加快，并于 2027-28 年维持稳健增长。盈利层面，代工业务（OEM）盈利能力优于国内销售业务，OBM 业务利润率最低。			

- **ToB 板块：楼宇科技拉动增长，预计 2026 下半年 ToB 营收增速超过 ToC。** 2026 上半年 ToB 营收同比增长 3%，国内市场基本持平，海外市场实现高单位数增长。2026 第二季度 ToB 营收同比增长 3%，海内外增速相近。楼宇科技收入增幅超 10%（国内及海外市场均增长 10%以上）；机器人与自动化业务（库卡 KUKA）收入同比增长近 10%（国内：超 30%，海外：低单位数）；工业技术收入同比下滑超 10%（国内及海外市场均下跌逾 10%），该板块与承压的空调主业高度绑定。管理层预期 2026 下半年 ToB 板块营收增速将高于 ToC 板块。
- **维持全年业绩指引，关税退税预计在 2026 下半年确认入账。** 管理层维持全年营收实现中高单位数增长、净利率保持稳定的指引不变。关税退税预计将体现在 2026 下半年（2026 上半年尚未确认）。
- **维持“买入”评级，维持目标价在人民币 112.60 元不变。** 我们将 2026/27 年盈利预测分别下调 1%/2%。我们维持基于 SOTP 的目标价在人民币 112.60 元不变。我们的目标价对应 18.4 倍 2026 年预测市盈率以及 17.3 倍 2027 年预测市盈率。(Stella Guo/Ejann Hiew)

股票	板块	事件类型	我们的观点
申洲国际 (2313 HK)	可选消费	财报披露	负面
• 2026 上半年净利润落在盈利预告区间中值，但毛利率不及预期。 申洲国际公布 2026 上半年营业收入人民币 141.79 亿元(同比-5%、半年环比-12%)。毛利润人民币 31.97 亿元(同比-21%、半年环比-22%)，毛利率 22.6%(同比-4.5 个百分点、半年环比-3.1 个百分点)。净利润人民币 19.05 亿元(同比-40%、半年环比-28%)，大致落在盈利预告区间中点（预警净利润同比下滑 38-43%至人民币 18.11-19.70 亿元），净利率 13.4%（同比-7.8 个百分点、半年环比-3.1 个百分点）。净利润大幅下滑主要源于：a) 毛利率收缩；b) 汇兑损失人民币 5.06 亿元（2025 上半年为汇兑收益人民币 1.26 亿元）；c) 销管费用率上行（同比+0.4 个百分点）；d) 政府补助降至人民币 1.12 亿元（2025 上半年为人民币 2.74 亿元）。公司宣派中期股息每股 0.88 港元，中期派息率 61.5%（2025 上半年为 60.0%）。 • 预计 2026 下半年销量大体保持稳定，平均售价逐步修复。 2026 上半年营收下滑主要源于产品复杂度抬升带来出货量下降；以人民币计价的平均售价同比持平，但美元口径平均售价同比上涨 4%。展望未来，管理层预计 2026 下半年订单规模相对稳定，耐克和彪马订单降幅收窄，优衣库和阿迪达斯持续贡献增长。平均售价有望逐步回暖。 • 毛利率下滑源于薪资上涨、原材料涨价、汇率及关税因素，预计 2026 下半年环比修复。 管理层将毛利率同比下滑 4.5 个百分点归因于：a) 薪酬及退休福利支出增加，拖累毛利率 1.5 个百分点；b) 原			

材料价格上涨, 拖累 1.3 个百分点; c) 汇率因素拖累 1.3 个百分点; d) 关税分摊带来的压力。展望未来, 管理层预计 2026 下半年毛利率将实现环比改善。

- **印尼产能预计自 2028 年起逐步投产。**关于印尼生产基地, 管理层表示土地移交工作已完成, 次月将启动建设; 产能将从 2028 年开始逐步爬坡。项目总资本开支预计为 1.60-2.00 亿美元 (约人民币 11 亿元)。
- **维持“买入”评级, 但将目标价下调 9%至 55.80 港元。**我们将 2026/27 年盈利预测下调 11%, 并将基于 DCF 的目标价下调 9%至 55.80 港元。我们的目标价对应 17.4 倍 2026 年预测市盈率以及 14.0 倍 2027 年预测市盈率。 (Stella Guo/Ejann Hiew)

股票	板块	事件类型	我们的观点
五粮液 (000858 CH)	必需消费	财报披露	负面

- **2026年第二季度营收超预期, 但净利润落在预告区间下沿。**五粮液 2026 年第二季度营收人民币 55.79 亿元 (同比-13%)。毛利润人民币 42.19 亿元 (同比-12%), 毛利率 75.6% (同比+1.0 个百分点)。净利润人民币 6.90 亿元, 位于业绩预告区间下沿, 同比大幅增长 233%; 净利率 12.4% (同比+9.1 个百分点)。净利润暴增主要来自税金及附加下行 (同比-29.5 个百分点)、其他收益增加 (同比+4.1 个百分点)、管理及其他运营费用回落 (同比-1.3 个百分点); 销售及营销费用大增 (同比+16.3 个百分点)、所得税上行 (同比+11.8 个百分点), 部分抵消了利润增量。
- **五粮液主品牌成为营收增长驱动力。**分产品来看, 2026 上半年五粮液系列酒营收同比增长 73%至人民币 236 亿元, 占总营收比重达到 83% (2025 上半年占比 58%); 非五粮液系列产品营收同比下滑 60%至人民币 32 亿元。
- **销售回款同比大幅下滑 61%。**截至 2026 上半年末, 公司合同负债为人民币 104 亿元, 同比增长 4%。2026 年第二季度销售商品及提供劳务收到的现金为人民币 122 亿元, 同比下降 61%, 环比下降 9%。
- **下调目标价 15%至人民币 78.50 元; 维持“持有”评级。**我们分别下调 2026/27 年盈利预测 12%/11%。我们维持“持有”评级, 并将基于 DCF 的目标价下调 15%至人民币 78.50 元。我们的目标价对应 20.4 倍 2026 年预测市盈率以及 19.7 倍 2027 年预测市盈率。 (Stella Guo/Ejann Hiew)

股票	板块	事件类型	我们的观点
伊利股份 (600887 CH)	必需消费	财报披露	正面

- **2026 年第二季度营收不及预期；营业利润率改善超预期；净利润下滑源于一次性因素。** 伊利 2026 年第二季度营收人民币 296.65 亿元，同比增长 3%。经营毛利率 34.2%，同比基本持平。息税前利润人民币 29.08 亿元，同比增长 8%；息税前利润率 9.8%，同比提升 0.5 个百分点，驱动因素为销管费用率同比节约 0.4 个百分点。净利润人民币 3.64 亿元，同比下降 84%；净利率 1.2%，同比回落 6.8 个百分点。剔除与澳优相关的资产减值损失后，我们估算 2026 年第二季度核心净利润同比下滑 15%，主要受补缴税款调整拖累。
- **重申全年营收中单位数增长目标；计划未来推动液态奶增长提速。** 分产品看，2026 年第二季度液态奶/奶粉及乳制品/冷饮营收同比分别持平/-4%/+13%（2026 年第一季度则为+2%/+6%/+7%）。管理层重申全年营收目标为中单位数增长。展望中长期，公司预计后续增速加快（据我们理解，最早 2027 年实现提速）。
- **预计澳优 2026 下半年实现扭亏。** 管理层将奶粉业务营收下滑归因于澳优受到国际供应链扰动与库存调整拖累；其中金领冠实现中高单位数增长，市场份额提升 1.2 个百分点。展望未来，经过 2026 上半年积极优化渠道结构、精细化库存管理后，管理层预计澳优将于 2026 下半年扭亏。其他产品方面，ToB 业务实现双位数增长，全年有望维持双位数增速。
- **人民币 10-20 亿元股份回购；重申派息率高于 75%。** 在股东回报方面，公司宣布人民币 10-20 亿元回购计划，并重申 2025-27 年派息承诺：派息率维持 75%以上，派息总额不低于 2024 年水平。
- **维持“买入”评级，维持目标价在人民币 32.40 元不变。** 我们下调 2026 年盈利预测 1%，同时上调 2027 年盈利预测 3%。我们维持基于 DCF 的目标价在人民币 32.40 元不变。我们的目标价对应 19.6 倍 2026 年预测市盈率以及 15.3 倍 2027 年预测市盈率。 (Stella Guo/Ejann Hiew)

股票	板块	事件类型	我们的观点
中国海外发展 (688 HK), 华润置地 (1109 HK), 龙湖集团 (960 HK)	房地产	法规 / 监管	负面

- **过去两周，中国启动商品房预售制度改革，着手重建地产行业资金链条。** 2026 年 8 月 28 日，住建部、自然资源部及金融监管总局印发《关于完善商品住房销售制度的通知》，核心条款包括：a) 新增

- 出让土地项目优先采用现房销售；b) 预售门槛由总投资 25%提升至单体楼栋主体结构封顶；c) 全部购房资金纳入监管，直至项目竣工验收。央行、金融监管总局及证监会同步出台六项配套文件：开发贷期限延长至 5/7 年，个人按揭贷款最长年限拉长至 40 年，预售商品房按揭贷款推迟至竣工备案后发放。
- **短期对房企财务形成利空，中期利好供给格局与利润率。** 预售回款是房地产行业最大资金来源，2026 年前 7 月定金及预收款占房企到位资金比重达 31.4%，国内贷款占比仅 13.8%。更严格的预售条件、购房资金全额监管直至项目竣工，将直接拉长销售回款周期。我们预计新房供给将延后 12-18 个月，合同负债规模收缩，净杠杆率上行，土地投资趋于谨慎。从中期维度看，该机制将支撑房价与利润率：新增供给减少，同时土地溢价下行，改善房企盈利空间。
 - **维持对中国房地产板块的“减持”评级。** 预售资金监管趋严、现金周转周期拉长，短期将加大房企资产负债表压力与盈利确认压力。待盈利影响更加明朗后，我们将重新评估板块评级。我们采用合同负债/现金指标衡量房企对预售资金的依赖程度：基于 2025 财年数据，中国海外发展的该比值为 1.11 倍，在主流房企中最低；其核心一线城市土储布局，有望使其在销售回暖、利润率企稳阶段率先受益。中国海外发展仍为我们首选标的。 *(Damon Shen, Liu Jieqi)*

事件类型	说明
渠道调查	对特定板块或公司有影响的行业或供应链消息
公司行动	派息、特别派息、股票拆细、股份回购、股权/债券融资、并购、分拆及重组等
财报披露	美国上市公司季度业绩；香港上市公司半年度业绩
内幕交易	公司内部人士买入/卖出公司股票及其衍生品
投资者行动	主要投资者买入/卖出，包括激进投资者相关行动
投资者路演	交易路演与非交易路演、反向路演（分析师日）、以及公司在投资会议上的会面/交流
法规 / 监管	诉讼、立法/监管变化及其他监管事件
宏观 / 行业数据	与板块或股票相关的常规经济或行业数据
销售 / 产品	销售或产品相关消息，例如月度销售数据或新品发布
公开活动	公司在媒体或行业会议上的公开演讲与露面

附录 – 中港股票模型组合

China Stock Model Portfolio - Core Recommendations and Trading Buys

4 Sept 2026

Name	Ticker	Sector	Type of Recommendation	Current Price	Position Weight (%)	Forward PE	1D Return (%)	1W Return (%)	MTD Return (%)	QTD Return (%)	YTD Return (%)	1Y Return (%)	Inception Return (%)
China Mobile Ltd-H	941 HK	Communication Services	Core Recomm	79.65	7.4	11.0	0.5	0.3	0.5	8.4	4.1	-0.4	-
Trip.Com Group Ltd	9961 HK	Consumer Discretionary	Core Recomm	325.60	6.1	10.8	0.1	-6.7	-9.4	4.5	-41.2	-42.1	-
Petrochina Co Ltd-H	857 HK	Energy	Core Recomm	10.16	5.7	8.8	1.4	-0.3	-0.1	19.8	25.1	41.8	-
Chinaamc Etf Series - Ch-Hkd	3198 HK	Financials	Trading Buy	55.30	5.6	NA	1.4	-0.5	-0.9	-6.5	4.9	14.0	-
Bosera Csoe Hidv Etf	3437 HK	NA	Trading Buy	10.19	5.6	NA	0.9	-0.7	-0.4	11.9	6.2	10.8	-
Tencent Holdings Ltd	700 HK	Communication Services	Core Recomm	442.80	5.3	12.4	2.3	-2.7	-2.3	3.0	-25.2	-24.4	-
Alibaba Group Holding Ltd	9988 HK	Consumer Discretionary	Core Recomm	110.10	5.0	14.9	2.4	-3.3	-3.6	18.6	-22.2	-14.4	-
Contemporary Amperex Techn-A	300750 C2	Industrials	Core Recomm	351.00	5.0	14.5	0.6	-4.5	-3.3	-9.3	2.3	26.0	-
Taiwan Semiconductor-Sp Adr	TSM US	Information Technology	Core Recomm	428.91	4.6	20.9	2.9	2.7	3.3	-10.2	42.9	85.3	-
Zijin Mining Group Co Ltd-H	2899 HK	Materials	Trading Buy	36.60	4.2	9.5	0.7	-4.4	-0.1	35.5	5.6	42.3	-
Galaxy Entertainment Group L	27 HK	Consumer Discretionary	Core Recomm	33.90	3.7	13.3	1.4	0.1	-0.8	18.2	-7.0	-9.8	-
Geely Automobile Holdings Lt	175 HK	Consumer Discretionary	Core Recomm	17.28	3.6	6.5	0.3	-4.4	-1.8	2.5	-0.9	-3.2	-
Cnooc Ltd-H	883 HK	Energy	Trading Buy	25.06	2.8	6.6	1.3	-1.5	-0.9	23.3	20.3	34.3	-
Gigadevice Semiconductor I-H	3986 HK	Information Technology	Trading Buy	464.80	2.7	NA	-0.4	-4.4	-4.4	-60.9	0.0	0.0	-
Montage Technology Co Ltd-A	688008 C1	Information Technology	Trading Buy	187.70	2.3	46.9	-1.1	-11.6	-8.3	-38.6	67.5	95.9	-
Midea Group Co Ltd-H	300 HK	Consumer Discretionary	Core Recomm	100.80	2.3	13.2	0.3	2.1	-0.6	22.0	24.9	28.1	-
Agricultural Bank Of China-H	1288 HK	Financials	Trading Buy	6.54	2.3	6.5	2.3	5.1	3.1	22.5	16.0	26.3	-
Meituan-Class B	3690 HK	Consumer Discretionary	Trading Buy	81.75	2.1	27.0	5.3	5.5	3.6	19.3	-20.9	-19.4	-
Weichai Power Co Ltd-A	000338 C2	Industrials	Trading Buy	26.85	2.1	13.3	2.7	-2.6	-1.0	0.9	65.8	102.9	-
Haier Smart Home Co Ltd-H	6690 HK	Consumer Discretionary	Trading Buy	21.62	1.8	8.4	2.1	1.6	0.3	13.5	-6.6	-8.9	-
Hsbc Holdings Plc	5 HK	Financials	Core Recomm	166.70	1.1	11.9	2.0	3.3	3.5	13.3	41.4	75.0	-
ISHARES MSCI CHINA ETF	MCHI US	NA	Trading Buy	54.91	0.5	NA	1.0	-0.6	0.4	7.6	-7.3	-6.7	42.5
Cash (USD equivalent)	CASH				18.5								
TOTAL					100.0	14.9	1.0	-1.5	-1.3	1.3	-5.0	-4.9	26.9

Note: "Core Recommendations" refer to our high conviction, best-of-the-best stock picks, with a minimum one-year investment horizon. "Trading Buys" are medium-conviction, short-term trading ideas. "Return" refers to HKD total return including dividends but excluding transaction costs. Inception date is 31 December 2023. For more information, please contact garick.li@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/b2112181-0bf2-4c07-af37-3d7129735e61>

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."