

主要指數

	前收市價	1日%	1週%	1個月%	年初至今%
道瓊斯工業平均指數(DJIA)	51839.3	(0.6)	(1.3)	0.5	7.9
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7443.3	(0.2)	(1.0)	(0.8)	8.7
富時 100 指數(FTSE 100)	10524.8	(0.7)	0.3	1.6	6.0
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8974.7	(0.0)	(0.3)	(0.8)	(0.5)
滬深 300 指數(CSI 300)	4598.3	1.5	(2.1)	(6.9)	(0.7)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5499.0	(0.2)	0.5	5.9	18.4
恒生中國企業指數(HSCEI)	8381.9	3.0	3.9	5.1	(6.0)
恒生指數(HSI)	25143.1	2.4	3.8	5.1	(1.9)
雅加達綜合指數(JCI)	6231.8	0.9	3.2	0.9	(27.9)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1722.3	(0.5)	1.4	0.6	2.5
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6516.3	(4.5)	(4.3)	(28.0)	54.6
日經 225 指數(Nikkei 225)	64141.1	0.0	(4.6)	(10.0)	27.4
泰國證券交易所指數(SET)	1646.0	0.4	1.1	4.7	30.7
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	42449.7	(0.5)	(6.5)	(8.6)	46.6
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2671.0	(2.9)	(9.8)	(1.9)	42.3
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4440.0	0.0	(0.6)	(2.2)	12.9
布蘭特原油(美元/桶)	89.2	1.3	7.1	10.7	46.6

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	結束
與 ASL Marine Holdings Ltd (ASL SP)舉行虛擬業績發佈會	新加坡	7月21日	7月21日
混合式業績發佈會與 Plover Bay Technologies Ltd (1523 HK)之團體午餐	香港	7月31日	7月31日

企業及宏觀行事曆

經濟指標/事件	國家/地區	日期
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 A 本地生產總值 (經季節性調整按季, 按年)	香港	7月31日
六月貨幣供應(M1, M2, M3)	香港	7月31日

請點擊頁碼以跳轉至相關頁面

重點要聞

行業更新 | 互聯網

第 2 頁

2026 年世界人工智能大會 (WAIC 2026) 在上海舉行, 主題為「智聯世界生成未來」。本次活動有超過 1,100 家參展商、約 3,000 件展品、超過 300 項全球產品發佈及逾 300 個機器人, 涵蓋從晶片、運算基礎設施和基礎模型到智能體、具身人工智能和智能裝置的完整人工智能產業鏈。今年的重點已轉向全棧人工智能部署及實際商業化。維持「與大市一致」評級。

首次覆蓋 | 亞朵生活控股 (ATAT US/買入/美金 32.60 元/目標價: 美金 45.10 元)

第 6 頁

亞朵憑藉其中高檔酒店, 成為中國不斷擴大的體驗式消費的主要受益者。亞朵利用其定位來實現差異化, 支持其在同行中的定價能力和業績韌性。其卓越的單位經濟效益進一步支撐可持續的網絡擴張。同時, 零售業務利用酒店網絡作為天然零售渠道, 將一次性住宿轉化為生活方式消費, 並建立起亞朵第二個快速增長的引擎, 貢獻了 37% 的收入。首次覆蓋, 給予「買入」評級, 目標價為美金 45.10 元。

公司更新 | 越秀地產 (123 HK/買入/港幣 3.72 元/目標價: 港幣 4.50 元)

第 9 頁

越秀於 2026 年 7 月 17 日發出盈利預警, 預計 2026 年上半年應佔及核心純利為人民幣 50-100 百萬元, 按年下跌 90-95%, 原因為合營企業貢獻減少, 以及因去化低利潤率的已竣工存貨而導致開發利潤率收窄。我們預期由於延遲交付, 2026 年上半年收入將按年下跌 20-30%, 毛利率為 7.0% (2025 年上半年: 10.6%)。我們下調 2026-28 年度盈利預測, 預計中期股息將維持 40% 的派息率。維持「買入」評級, 目標價為港幣 4.50 元。

技術分析

安踏體育用品 | 2020 HK

第 12 頁

支持水平: 港幣 73.75 元/港幣 71.30 元
阻力位: 港幣 85.35 元/港幣 87.55 元

華潤置地 | 1109 HK

第 12 頁

支持水平: 港幣 32.54 元/港幣 31.50 元
阻力位: 港幣 38.70 元/港幣 41 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, 因此獨立於我們分析師的基本面研究觀點。因此, 我們可能會不時作出與我們的基本「買入/持有/沽售」評級相反的技術性建議。

互聯網

2026 年世界人工智能大會-全棧 AI 部署加速推進智能體、具身智能及智能終端發展

重點

- 2026 年世界人工智能大會（WAIC 2026）於上海舉行，主題為「智聯世界生成未來」。本次活動有超過 1,100 家參展商、約 3,000 件展品、超過 300 項全球產品發佈及逾 300 個機器人，涵蓋從晶片、運算基礎設施和基礎模型到智能體、具身人工智能和智能裝置的完整人工智能產業鏈。今年的重點已轉向全棧人工智能部署及實際商業化。維持「與大市一致」評級。

最新資料

- 我們相信，2026 年世界人工智能大會（WAIC 2026）預示著中國人工智能產業正邁入新階段，競爭焦點已從模型規模轉向效率、人工智能智能體、具身人工智能和人工智能基礎設施。
 - a)大型語言模型(LLM)。競爭正從參數擴展轉向記憶體效率、代幣利用率及推論最佳化，而人工智能智能體則成為基礎模型的主要商業化載體。
 - b)具身人工智能。該行業正從視覺-語言-動作(VLA)模型演進至世界模型，使機器人能夠更好地理解、預測實體環境並與之互動。
 - c)人工智能基礎設施。競爭正從單一晶片轉向訓練推論整合式 AI 加速器及超級節點叢集。縱向擴展網絡(Scale-up networking)仍然是發展最快的 AIDC 技術，而共封裝光學元件(CPO)儘管面臨良率和工程挑戰，但仍是一個長期機遇。
 - d)下一個人工智能前沿轉向人工智能驅動的研究及實體人工智能商業化。討論日益側重於人工智能從生產力工具演變為研究夥伴，能夠加速科學發現並可能設計下一代模型架構。同時，具身人工智能正將其重心從示範原型轉向實際商業部署，並著重於可擴展的工業和服務應用。
 - e)長期瓶頸。中國的人工智能競爭力將日益依賴先進晶片、運算基礎設施、專有數據及生態系統協作，其長期價值將超越模型效能。

與大市一致
(維持不變)

分析師
潘夢遙
juliapan@uobkh.com
+8621 5404 7225 分機 808

板塊精選

公司	股票代號	評級	股價 (港元)	目標價 (港元)
阿里巴巴	9988 HK	買入	116.80	190.00

來源：彭博、大華繼顯

同業比較

公司	股票代號	評級	價格	目標	目標價上	最後	市盈率			收益率	股本回報率	市值	價格/ 每股資產 淨值
			7月20日	價	升空間		2026年	2027年	2028年	2026年	2026年		
			(港元)	(港元)	(%)	年度終結	預測	預測	預測	預測	預測	(當地貨幣)	(倍)
阿里巴巴	9988 HK	買入	116.80	190.00	63	26年3月	19.1	13.3	10.2	0.96	8.80	2,235,982	2.0
百度	9888 HK	買入	109.10	178.00	63	25年12月	14.8	13.0	10.5	0.00	5.25	296,700	0.9
騰訊	700 HK	買入	478.20	680.00	42	25年12月	13.7	12.5	11.4	1.30	19.27	4,344,404	2.8
京東	9618 HK	買入	120.40	156.00	30	25年12月	9.6	7.3	6.2	3.13	12.36	328,070	1.2
金山軟件	3888 HK	買入	24.52	32.00	31	25年12月	17.7	19.9	15.1	0.83	5.75	33,882	0.9

來源：彭博、大華繼顯

- 中國的 LLM 競爭已從成本效益 (DeepSeek) 演變為前沿智能 (智譜 GLM)，現則由月之暗面的 Kimi K3 引領定價權。2.8 萬億參數的 Kimi K3 於 7 月 17 日推出，為編碼及智能體 AI 樹立了新基準，其定價為每 100 萬混合代幣美金 2.3 元，高於通義千問 3.7 Max (美金 1.4 元)、智譜清言 5.2 (美金 0.9 元)、MiniMax M3 (美金 0.22 元) 及 DeepSeek V4 Pro (美金 0.18 元)。展望 2026 年下半年，我們預計競爭將集中於編碼、AI 智能體和專有數據飛輪，屆時智譜、阿里巴巴和 MiniMax 將推出 2 至 5 萬億參數模型。儘管低端 API 定價 (每 100 萬個代幣美金 0.1-0.2 元) 可能仍將面臨壓力，我們相信定價能力、成本效益和財務實力將日益區分出長期的贏家。除了基礎模型之外，智能體平台及影片生成仍是最具吸引力的變現機會。

要點

- 百度擴展其人工智能生態系統，涵蓋智能體、自動駕駛及人工智能基礎設施。在 2026 年世界人工智能大會 (WAIC) 上，百度「搭子」被評為「鎮館之寶」，而 GenFlow 4.0 的月活躍用戶 (MAU) 達到 1 億，其無程式碼平台「妙搭」用戶數突破 3,500 萬，並擁有 350 萬個可商業部署的應用，這突顯了企業對人工智能採用的日益增長。百度亦升級了辦公智能體、網盤及企業生產力工具。在自動駕駛領域，「蘿蔔快跑」(Apollo Go) 透過與哈薩克的一項合作夥伴關係拓展國際業務，截至 2026 年 5 月，其已在 27 個城市部署並累計提供超過 2,200 萬次乘車服務。在基礎設施方面，崑崙芯的天池 256 將吞吐量提升了 25%，推理效率提升了 50%，而新的天池 512 則支援萬億參數模型訓練。我們認為百度的策略是利用其在人工智能智能體、自動駕駛及運算基礎設施方面的全棧能力，以強化人工智能的長期商業化。
- 阿里巴巴加強其全棧式人工智能基礎設施及企業智能體平台。於 2026 年世界人工智能大會 (WAIC) 上，阿里巴巴的「真武 M890」人工智能晶片及「盤久 AL128」超級節點伺服器獲評為「鎮館之寶」，突顯阿里巴巴在人工智能基礎設施領域的領導地位。M890 的效能是其前身的 3 倍，而 AL128 則整合了 128 個 M890 晶片，為阿里巴巴雲上的通義千問、DeepSeek 和 Kimi 提供大規模模型訓練及推論能力。在軟件方面，阿里巴巴推出了智能體原生雲 (Agent Native Cloud)，提供涵蓋基礎設施、編排、治理及部署的端到端企業智能體平台。新產品包括「喵鳴和他的朋友們」(Meoo Team) 及無影智能體電腦 (Wuying Agentic Computer)，透過實現安全的多智能體協作、AI 原生工作流程及全天候雲端生產力，進一步擴大企業對 AI 的採用。我們認為這些發布強化了阿里巴巴將專有 AI 基礎設施與企業軟體整合的策略，以加速 AI 雲端變現。
- 騰訊將其 AI 生態系統從智能體擴展至具身 AI。騰訊發布了三款具身基礎模型——Hy-Embodied-VLM-1.0、Hy-Embodied-RxBrain-1.0 及 Hy-Embodied-VLA-0.5，涵蓋感知、推理及機器人控制，同時發布的還有 Apexio 具身智能體及 TairosAgent 框架。該公司亦升級了其 Tairos 具身人工智能平台，並展示了其下一代「小遛」機械人，重點介紹了其在康復、醫療保健及人機互動方面的應用。在應用方面，騰訊透過全球發佈 ADP 4.0 擴展其 AI 智能體生態系統，新增對 LINE、Telegram、Google Workspace 及多個國際大型語言模型 (LLM) 的支援，同時推出獨立的 WorkBuddy 應用程式及 AI Navigator+ 以提升企業生產力。我們認為騰訊的策略是將人工智能從數碼智能體延伸至現實世界應用，利用其在模型、平台及企業軟件方面的全棧能力。
- MiniMax 強調由 M3 主導的模型到應用生態系統，並預覽下一代多模態模型 H3。MiniMax 在 2026 年世界人工智能大會 (WAIC 2026) 上展示了其旗艦 MiniMax M3 模型、多模態功能及人工智能原生產品，重點突出了 M3 在長文本處理、編碼及智能體任務方面的優勢。其亦預覽了 H3，該產品標示為「即將推出」，且尚未正式發布。H3 與圍繞獨立圖像、影片或音訊生成及編輯任務而建構的模型不同，其設計旨在共同處理包含文字、圖像、影片及音訊的

百度崑崙芯 AI 超級節點



資料來源：WAIC、大華繼顯

阿里巴巴真武 M890 x 盤久 AL128 超級節點



資料來源：WAIC、大華繼顯

MiniMax 於 WAIC 2026 的展位



資料來源：WAIC、大華繼顯

多模態內容，從而更統一地理解創作意圖，並產生更自然、連貫的輸出。MiniMax 亦展示了 M3 及其更廣泛的模型和智能體能力如何透過與機械狗、AI 眼鏡、智能耳機、NAS 設備、金融服務以及影視內容等領域的合作夥伴關係，應用於現實世界。該展示反映了 MiniMax 在將其底層模型能力轉化為 AI 原生產品、行業解決方案以及更廣泛的開源和全球生態系統方面所取得的進展。

- **階躍星辰展示 STEPX Neo AI 智能手機並贏得 WAIC 2026「鎮館之寶」獎項。** STEPX Neo 是一款整合模型、軟體和硬體的人工智能智慧型手機，內建 Amoo 個人智能體，提供記憶、決策、執行和安全功能。現場演示顯示，Amoo 透過 Trip.com 規劃航班和酒店，同時避免行程衝突，並透過互動式資訊卡將用戶連接至支付寶服務。階躍星辰亦已與 Trip.com、支付寶、滴滴及美團建立生態系統合作夥伴關係，以支援旅遊、本地服務及其他日常使用場景。世界人工智能大會（WAIC）展示會進一步展出了 Step 基礎模型組合、人工智能應用及汽車超級智能體解決方案，突顯了階躍星辰更廣泛的模型到設備生態系統及其推動實用、端到端個人人工智能服務的努力。
- **金山辦公獲指定為 2026 年世界人工智能大會「AI 辦公生產力合作夥伴」。** 金山辦公作為大會的人工智能辦公生產力合作夥伴參與了 2026 年世界人工智能大會，展示了兩款新推出的人工智能辦公智能體——面向個人用戶的「靈犀專業版」及面向組織的「WPS Comate」。靈犀專業版旨在完成辦公任務並交付可用輸出，而 WPS Comate 則為企業提供統一的人工智能入口點，將模型整合至組織數據、知識及業務工作流程中。該合作夥伴關係突顯了金山辦公在推動人工智能原生生產力及企業人工智能採用方面的作用。
- **京東展示了全棧式 JoyAI 模型生態系統，將人工智能延伸至物理世界。** 於 2026 年世界人工智能大會（WAIC）上，京東首次系統性地展示其 JoyAI 模型組合，涵蓋語音、圖像、影片、實時互動、世界模型及具身智能。其亦開源了業界最大的「人類視角數據集」，推出了首個 JoyInside「AI 之家」，並讓訪客透過 JoyEgoCam 體驗第一人稱數據採集。京東推出 JoyAI-Talker（一個支援低延遲對話、情感理解、記憶及工具使用的實時語音互動模型），以及 JoyAI-Video-Edit（一個可實現實時影片預覽及編輯的模型）。連同今年發佈的其他五個基礎模型，本次展示突顯了京東在工業應用中，將模型和數據與現實世界的感知、決策和行動相結合的努力。
- **百川智能展示 Baichuan-M4 在腫瘤科及兒科的臨床部署。** 在 2026 年世界人工智能大會（WAIC）上，百川智能展示了 Baichuan-M4 在專科醫療環境中的首次真實世界臨床驗證。該公司正與國家癌症中心及中國醫學科學院腫瘤醫院共同開發腫瘤人工智能解決方案，並與國家兒童健康中心及北京兒童醫院共同開發人工智能兒科醫生。M4 與清華大學研究團隊共同開發，為醫生及個人用戶提供低幻覺、循證推理、更深入的患者提問及長期記憶。在 HealthBench 上，M4 錄得總體評分 68.6 分，領先 GPT-4.0 逾 10 分，並在「困難」子集方面領先 15.9 分。其報告的事實性幻覺率為 3.3%，支持其在高風險臨床應用方面的潛力。
- **國內人工智能基礎設施變得日益具有戰略意義。** 競爭正從個別晶片轉向超級節點運算系統及整合式人工智能基礎設施。中國供應商在持續的出口限制下，繼續推進國內運算生態系統，強化大規模人工智能部署的基礎。2026 年世界人工智能大會（WAIC 2026）再次強調，人工智能正從參數擴展和技術展示階段，邁向商業部署、企業變現及國內基礎設施建設。這證實了中國的人工智能產業正邁入一個新階段，其中具身智能驅動物理世界的應用，人工智能智能體加速企業工作流程，而國內人工智能基礎設施則支撐著長期的商業化發展。

京東 JoyAI 人形機器人展示



資料來源：WAIC、大華繼顯

騰訊人工智能生態系統於 2026 年世界人工智能大會展示



資料來源：WAIC、大華繼顯

階躍星辰 STEPX Neo AI 智能手機亮相 WAIC 2026



資料來源：WAIC、大華繼顯

百度 AI 雲智能計算基礎設施



資料來源：WAIC、大華繼顯

估值/建議

- **阿里巴巴(9988 HK)**維持「買入」評級，目標價維持不變，為港幣 190 元(美金 194 元)。阿里巴巴的交易價格為 2027 財年預測市盈率的 16 倍，而其 2027 至 2030 財年每股盈利三年複合年增長率為 43%。我們看好阿里巴巴，此乃受其強勁的雲收入增長勢頭、日益具競爭力的 AI 模型生態系統以及其雲智能業務於 2027 財年第一季度不斷改善的利潤率所支持。其涵蓋雲端基礎設施、專有 AI 模型及內部硬體的整合能力，進一步鞏固其捕捉不斷增長的企業 AI 需求的定位。
- **騰訊(700 HK)**。維持「買入」評級，目標價為港幣 680 元。我們的目標價意味著 17.4 倍 2027 財年預測市盈率。該公司目前以 13 倍 2027 財年預測市盈率進行交易。我們相信騰訊仍然是智能體 AI 的最佳受益者之一，這得益於其人工智能團隊在今年早些時候重組後，大型語言模型(LLM)性能的提升、人工智能功能在微信及微信支付中整合的穩步進展，以及其更廣泛的人工智能應用生態系統的持續擴張。
- **百度(9888 HK)**維持「買入」評級，目標價為港幣 178 元(美金 206 元)。我們的目標價意味著 22.8 倍 2026 財年預測市盈率。該公司目前的交易價格為 2027 財年預測市盈率的 14 倍。我們預期 GPU 雲將在 2026 財年第二季度維持三位數的按年增長，支持雲利潤率的環比改善，而擬議的崑崙芯分拆仍按計劃進行。
- **京東(9618 HK)**維持「買入」評級，目標價為港幣 156 元(美金 40 元)。我們的目標價相當於 10 倍 2027 財年預測市盈率。該公司現時的交易價格為 7.7 倍 2027 財年預測市盈率。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外賣虧損的能力。
- **金山軟件(3888 HK)**維持「買入」評級，目標價為港幣 32 元我們的目標價意味著 18.2 倍 2027 財年預測市盈率。該公司目前的交易價格為 2027 財年預測市盈率的 14 倍。我們對金山辦公的 AI 定位保持樂觀，該定位得益於 WPS 的深度整合和不斷擴大的應用場景，而變現將是下一個關鍵催化劑。

板塊催化劑/風險

- **催化劑：**a)企業更快採用人工智能智能體及智能體原生雲服務；b)人工智能更廣泛地整合到辦公室、零售、支付及消費者應用程式中；c)具身人工智能及智能終端的商業化；d)專有晶片、超級節點及雲端基礎設施的持續進步；及 e)更強大的生態系統合作夥伴關係加速現實世界的人工智能部署。
- **風險：**a)監管風險（安全及私隱問題）；b)龐大資本支出及研發成本；及 c)因地緣政治風險而難以取得高效能 GPU 晶片。

亞朵生活控股 (ATAT US)

從酒店到生活方式

重點

- 作為中國不斷擴大的體驗式消費的主要受益者，中高檔酒店業者亞朵利用其定位來實現差異化，從而支持其在同行中的定價能力和業績韌性。其卓越的單位經濟效益進一步支撐可持續的網絡擴張。同時，零售業務利用酒店網絡作為天然的零售渠道，將一次性住宿轉化為生活方式消費，並為公司建立第二個快速增長的引擎。
- 首次覆蓋，給予「買入」評級，目標價為美金 45.10 元。

分析

- 中國中高檔酒店業中具韌性的參與者，為不斷擴大的體驗式消費之主要受惠者。我們認為，體驗式消費的擴張正支持中國酒店業的持續增長，其中中高檔市場為主要受惠者（2024-29 年五年複合年增長率為 10%，而行業為 7%）。隨著消費者日益理性並以價值為導向，中高檔市場受惠於反向槓鈴效應，需求從奢華級別下移（節省 40-50%），並從經濟級別上移（多支付 50-70%）或從同級別替代品上移（多支付 20-30%），以追求更新穎的設計和更優質的設施。在該細分市場內，亞朵生活控股（亞朵）透過其管理加盟及零售業務之間的協同效應，實現差異化，並帶動穩健的經營業績。展望未來，亞朵將在 2026-28 年「中國體驗，品牌領先」策略下，透過產品及品牌升級，進一步鞏固定價權。
- 卓越的單位經濟效益支持可持續的網絡擴張。我們相信亞朵酒店相較於同業更強的盈利能力及更短的投資回收期，是其吸引管理加盟合作夥伴的競爭優勢，從而支持其酒店網絡的擴張。截至 25 年底，亞朵擁有 2,015 間酒店，其長期目標是建立一個由 5,000 間酒店組成的網絡。
- 零售業務將酒店客流量變現為生活方式消費。亞朵利用其酒店網絡作為天然零售渠道，將一次性住宿轉化為客戶生活方式消費的經常性變現機會，並以此鞏固其既有的酒店客戶群。零售收入於 2019 年至 2025 年期間錄得 97% 的六年複合年增長率，其貢獻由 4% 增至 37%。展望未來，本公司計劃於短期內繼續投資零售業務，並以業務擴張為首要任務。

請按此處查閱日期為2026年7月20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	7,248	9,790	12,389	14,710	16,758
經調整息稅折舊攤銷前利潤	1,772	2,481	3,015	3,630	4,236
經營利潤	1,622	2,307	2,826	3,413	3,991
純利 (報告 / 實際)	1,275	1,621	1,958	2,375	2,782
經調整純利	1,306	1,753	2,126	2,570	3,003
每股收益 (每份美國存託股份)	938.9	1,254.1	1,521.0	1,839.1	2,148.4
市盈率 (倍)	23.5	17.6	14.5	12.0	10.3
P/B (倍)	10.3	8.5	6.2	4.7	3.7
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍) (經調整)	14.9	10.9	8.5	6.7	5.3
股息收益率 (%)	1.4	2.5	3.2	3.9	4.7
純利率 (%)	17.6	16.6	15.8	16.1	16.6
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	(192.7)	(172.1)	(162.6)	(146.8)	(136.9)
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 (%)	51.0	49.7	46.0	41.5	37.5
市場預期純利	-	-	2,132.1	2,569.9	3,024.7
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	1.00	1.00	0.99

註：每份美國存託股份代表 3 股普通股

來源：亞朵、彭博、大華繼顯

買入

股價	美金 32.60 元
目標價	美金 45.10 元
上升空間	+38.3%

分析師

邱一展

hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

郭一辰

stella.guo@uobkh.com
+852 2236 6798

股票數據

行業	酒店、度假村及郵輪公司
股份代號:	ATAT US
已發行股份 (百萬):	111.5
市值 (人民幣百萬元):	34,770.5
市值 (百萬美元):	4,435.0
3 個月平均每日成交額 (百萬美元):	38.3

價格表現 (%)

52 週高位／低位		港幣 43.17 元/港幣 30.83 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(0.6)	(15.0)	(13.3)	(8.2)	(17.3)

主要股東

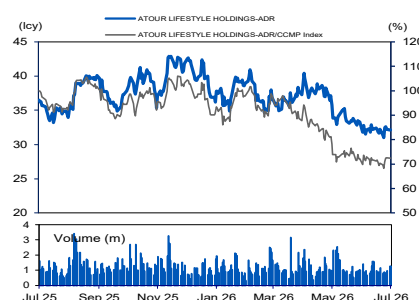
	%
王海軍	19.40

*王海軍實際投票權為 69.10%

資產負債表指標

2026 財年每份美國存託股份資產淨值 (人民幣)	35.71
2026 財年每份美國存託股份淨現金 (人民幣)	31.45

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

亞朵生活控股是中國領先的生活方式集團，經營酒店和零售業務。該公司管理著七個酒店品牌組合，涵蓋中檔至豪華級別，主要透過管理加盟 (manachised) 模式營運，其中亞朵酒店為其核心品牌。在零售方面，亞朵透過「A-Card」及「SAVHE」等自有品牌，專注於睡眠相關及生活方式產品。

估值

- 首次覆蓋，給予「買入」評級，目標價為美金 **45.10** 元（按現金流折現法計算）。我們採用現金流折現估值法，假設加權平均資本成本為 **13.9%**，終端增長率為 **2%**。我們的目標價美金 **45.10** 元意味著 **11.9** 倍 2026 年預測企業價值/息稅折舊攤銷前利潤及 **9.9** 倍 2027 年預測企業價值/息稅折舊攤銷前利潤。

隱含企業價值/息稅折舊攤銷前利潤大致與亞朵可比較同業（包括華住集團、錦江酒店及首旅酒店）五年平均一年遠期估值相符。

亞朵目前以 **8.5** 倍 2026 年預測企業價值/息稅折舊攤銷前利潤及 **6.7** 倍 2027 年預測企業價值/息稅折舊攤銷前利潤進行交易。

風險因素

- 經濟增長慢於預期。** 中國宏觀經濟復甦潛在放緩，對非必要旅遊及企業招待預算構成直接風險。這可能會促使消費者轉向入住經濟型酒店，對亞朵的入住率(OCC)產生負面影響，並降低其平均每日房價(ADR)，進而減少每間可銷售客房收入(RevPAR)，並拖累整體營運表現。
- 零售業務的競爭可能加劇。** 創新線上渠道的興起及自有品牌的出現，可能會加劇本公司零售業務的競爭。此外，該公司的場景式睡眠生態系統可能會吸引越來越多的競爭者，尋求複製此模式。此等加劇情況可能會引發旗艦產品的價格戰，導致亞朵零售業務的增長放緩及盈利能力下降。

預期企業價值/息稅折舊攤銷前利潤倍數估值

5年平均遠期企業價值/息稅折舊攤銷前利潤	
華住集團(1179 HK)	14.6
錦江酒店(600754 CH)	14.4
首旅酒店(600258 CH)	11.6
歷史平均遠期企業價值/息稅折舊攤銷前利潤	
亞朵生活控股(ATAT US)	11.1
行業平均遠期企業價值/息稅折舊攤銷前利潤	12.9

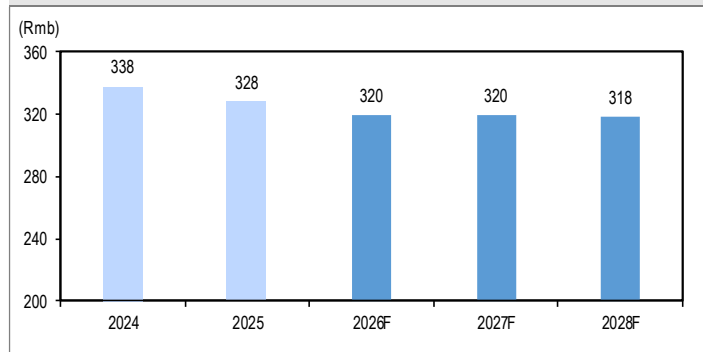
來源：亞朵、彭博、大華繼顯

收益細分

(百萬美元)	2025	2026年	2027年	2028年
		2025年	2026年	2027年
管理加盟酒店	5,309	6,809	7,760	8,560
租賃酒店	590	529	536	537
零售	3,671	4,809	6,155	7,387
其他	220	242	259	274
淨收益	9,790	12,389	14,710	16,758

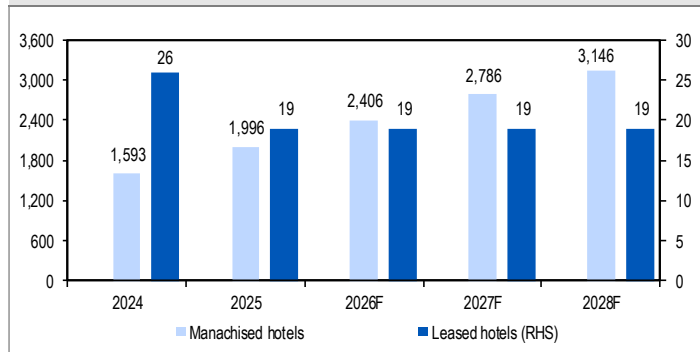
來源：亞朵、大華繼顯

每間可供出租客房收入預測



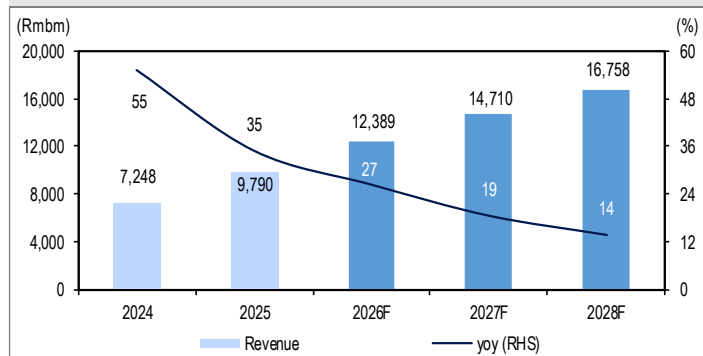
來源：亞朵、大華繼顯

酒店數量



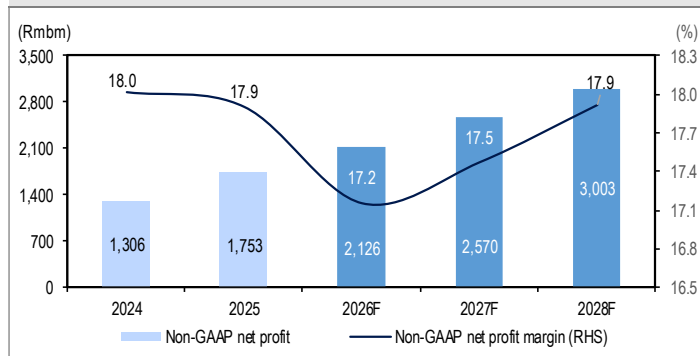
來源：亞朵、大華繼顯

收益預測



來源：亞朵、大華繼顯

經調整純利及經調整淨利潤率預測



來源：亞朵、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	9,790.2	12,388.9	14,710.4	16,758.3
經調整息稅折舊攤銷前利潤	2,480.6	3,015.1	3,629.5	4,236.4
折舊及攤銷	54.1	48.9	53.0	61.5
息稅前利潤	2,306.7	2,825.6	3,412.9	3,991.3
淨利息收入 / (支出)	67.9	59.1	85.1	114.7
除稅前溢利	2,362.9	2,858.2	3,466.4	4,069.5
稅務	(741.6)	(899.5)	(1,091.2)	(1,286.9)
少數股東權益	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
純利	1,621.0	1,958.3	2,374.9	2,782.1
經調整純利	1,752.7	2,125.8	2,570.4	3,002.7

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	1,992.8	2,193.6	2,588.8	3,090.4
除稅前溢利	2,362.9	2,858.2	3,466.4	4,069.5
稅務	(741.6)	(899.5)	(1,091.2)	(1,286.9)
折舊及攤銷	54.1	48.9	53.0	61.5
營運資金變動	(106.7)	18.9	(34.6)	26.1
非現金項目	110.5	0.0	0.0	0.0
其他	5.0	0.0	0.0	0.0
投資	(1,332.1)	(114.7)	(121.5)	(138.4)
資本支出 (增長)	(86.0)	(114.7)	(121.5)	(138.4)
投資	(1,251.0)	0.0	0.0	0.0
其他	5.0	0.0	0.0	0.0
融資	(924.9)	(774.2)	(984.0)	(1,188.8)
支付股息	(772.0)	(774.2)	(984.0)	(1,188.8)
股份發行	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	255.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	(65.0)	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	(342.9)	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	(264.1)	1,304.7	1,483.3	1,763.1
年初現金及現金等價物	3,619.6	3,320.2	4,624.8	6,108.1
匯兌影響導致的變動	(35.3)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	3,320.2	4,624.8	6,108.1	7,871.2

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	225.6	287.6	352.2	425.3
其他長期資產	1,586.7	1,590.5	1,594.5	1,598.4
現金/短期投資	3,303.9	4,608.6	6,091.9	7,855.0
其他流動資產	4,051.3	4,514.3	4,946.9	5,302.3
資產總額	9,167.5	11,001.0	12,985.4	15,180.9
短期債務	250.0	250.0	250.0	250.0
其他流動負債	3,475.5	3,957.4	4,355.4	4,737.0
長期債務	2.0	2.0	2.0	2.0
其他長期負債	1,859.2	1,859.2	1,859.2	1,859.2
股東權益	3,593.5	4,944.7	6,530.7	8,344.2
少數股東權益	(12.7)	(12.4)	(12.0)	(11.5)
負債及權益總額	9,167.5	11,001.0	12,985.4	15,180.9

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 (經調整)	25.3	24.3	24.7	25.3
稅前利潤率	24.1	23.1	23.6	24.3
純利率	16.6	15.8	16.1	16.6
資產回報率	19.0	19.4	19.8	19.8
股本回報率	49.7	46.0	41.5	37.5
增長				
營業額	35.1	26.5	18.7	13.9
經調整息稅折舊攤銷前利潤	40.0	21.6	20.4	16.7
除稅前溢利	37.5	21.0	21.3	17.4
純利	27.1	20.8	21.3	17.1
經調整純利	34.2	21.3	20.9	16.8
每股收益	33.6	21.3	20.9	16.8
槓桿比率				
債務佔總資本比率	7.3	5.6	4.2	3.3
債務權益比率	7.7	5.9	4.4	3.4
債務 / (現金) 淨額與權益	(172.1)	(162.6)	(146.8)	(136.9)

越秀地產(123 HK)

盈利預警及 2026 年上半年業績預覽的要點

重點

- 7月17日的盈利預警預計，2026年上半年應佔及核心純利將為人民幣50-100百萬元，按年下跌90-95%，原因為合營企業貢獻減少，以及結算組合偏向低利潤率的已落成物業。
- 我們預期2026年上半年毛利率將達7.0%，按年下跌3.6個百分點，因為2026年人民幣2,200億元的可銷售資源中，有人民幣1,600億元為結轉庫存，其結算利潤率為低單位數或負數。
- 我們將2026/27/28年度應佔純利下調至人民幣67百萬元/人民幣133百萬元/人民幣231百萬元，但預期2026年上半年/下半年分佈將更為均衡。我們預期2026年應佔純利將按年增長22%，中期股息維持40%派息率。維持「買入」評級，目標價輕微下調至港幣4.50元。

分析

- 越秀地產（越秀）發出盈利預警，我們於7月17日進行了渠道查證。主要重點如下。
- 於2026年上半年發出盈利預警。越秀的7月17日盈利預警指引，預計2026年上半年應佔及核心純利將錄得人民幣50-100百萬元，按年下跌90%至95%。此次減少主要歸因於：a)合營企業的投資收益減少，及b)物業發展銷售的毛利率下降，尤其是因為大部分銷售來自利潤率較低的存貨。2025年上半年之高基數亦為按年急劇下跌之主要原因。
- 儘管2026年下半年延遲交付，收入仍告下降。於2026年上半年，合約銷售額按年下跌17.9%至人民幣505.0億元，但該公司仍有望達成其2026年全年超過人民幣1,000億元的合約銷售目標。我們預期2026年上半年收入將較人民幣476.0億元按年下跌20-30%，因為數個項目的交付已推遲至2026年下半年。因此，我們預期全年收入跌幅將收窄至按年下跌6.3%，此乃由於遞延交付將於2026年下半年確認，儘管合約銷售額下降將導致全年收入下跌。
- 2021年之前的存貨持續拖累毛利率。我們預期毛利率將按年下跌3.6個百分點，由2025年上半年之10.6%降至2026年上半年之7.0%。毛利率收縮主要歸因於該公司的銷售組合。在2026年約人民幣2,200億元的可銷售資源中，約人民幣1,600億元為結轉存貨，其中約人民幣600億元來自2021年前啟動的項目（約佔27%）。2021年之前的存貨預計將會以低單位數甚至負毛利率結算。因此，持續的去庫存化措施可能會在2026年下半年及2027年對毛利率構成進一步壓力。我們預測2026年毛利率為5.5%。

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	86,400.6	86,457.3	80,977.6	78,076.8	79,546.8
息稅折舊攤銷前利潤	3,990.0	3,135.9	1,279.1	2,004.7	2,879.4
經營利潤	3,451.2	2,648.2	747.8	1,425.4	2,247.3
純利（報告／實際）	1,040.1	55.1	67.3	133.3	230.9
純利（經調整）	1,590.0	260.0	247.3	313.3	410.9
每股收益(港元)	39.50	6.46	6.14	7.78	10.21
市盈率（倍）	8.13	49.71	52.26	41.26	31.46
市銷率（倍）	0.23	0.24	0.24	0.24	0.24
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	29.20	37.16	91.10	58.13	40.47
股息收益率(%)	5.39	4.70	0.77	0.97	1.27
純利率(%)	1.20	0.06	0.08	0.17	0.29
債務／（現金）淨額與權益(%)	134.20	108.50	96.88	86.88	82.84
利息保障倍數（倍）	17.09	24.28	13.74	21.07	36.61
股本回報率(%)	1.88	0.10	0.12	0.24	0.42
市場預期純利(百萬港元)	-	-	445.4	731.3	1,103.7
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.56	0.43	0.37

來源：越秀地產、彭博、大華繼顯

買入（維持）

股價	港幣 3.72 元
目標價	港幣 4.50 元
上升空間	21.0%
早前目標價：	港幣 4.80 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：	123 HK
已發行股份（百萬）：	4,025.4
市值（人民幣百萬元）：	14,974.5
市值（百萬美元）：	1,909.8
3個月平均成交額（百萬美元）：	5.6

價格表現(%)

52週高位／低位		港幣 5.43 元/港幣 3.27 元		
1個月	3個月	6個月	1年	年初至今
(1.8)	(0.8)	(9.3)	(19.3)	(6.1)

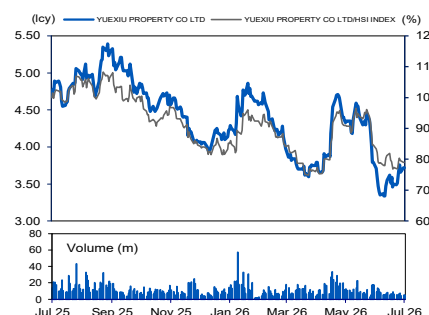
主要股東

	%
廣州越秀控股有限公司	45.34
廣州地鐵集團有限公司	19.9

主要股東

2026財年每股資產淨值（人民幣）	13.61
2026財年每股淨負債（人民幣）	13.19

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

越秀地產股份有限公司在中國開發、銷售、租賃及管理住宅及商業物業。其為總部設於廣州的國有越秀集團旗下物業發展業務，其核心土地儲備集中於廣州及其他一線和核心二線城市。

- **土地收購仍然刻意受到限制。**越秀於 2026 年上半年收購了六幅地塊，應佔土地出讓金總額接近人民幣 60 億元，而其全年土地收購預算為人民幣 300 億元。部分未動用預算或會轉而撥作於 2027 年 3 月向其母公司收購廣州馬場項目之用。因此，我們預期 2026 年的土地收購將低於該公司的人民幣 300 億元預算。
- **2026 年上半年業績預覽。**我們預期 2026 年上半年及下半年的盈利入賬速度將更為平衡，與 2025 年上半年盈利前置及 2025 年下半年錄得虧損的情況形成對比。儘管面臨這些逆風，我們仍預測 2026 年應佔利潤將按年略微增長。我們亦預期中期股息將維持不變，派息比率維持在 40%。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026/27/28 年度應佔純利預測分別從人民幣 271 百萬元/人民幣 265 百萬元/人民幣 404 百萬元下調至人民幣 67 百萬元/人民幣 133 百萬元/人民幣 231 百萬元，原因是我們將房地產開發（PD）毛利率預測從先前的 7%/8%/9% 下調至 5.5%/6.5%/7.5%。

估計數之主要變更

(人民幣百萬元)	舊			新			變更		
	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
收益	82,561	81,175	85,767	80,978	78,077	79,547	-1.9%	-3.8%	-7.3%
房地產開發收入	75,229	73,724	78,148	73,645	70,699	72,113	-2.1%	-4.1%	-7.7%
毛利率	7.0%	8.0%	9.0%	5.5%	6.5%	7.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
應佔純利	271	265	404	67	133	231	-75.2%	-49.7%	-42.9%

來源：越秀地產、彭博、大華繼顯

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價為港幣 4.50 元，乃基於較我們 2026 年資產淨值港幣 15.90 元折讓 72%。我們將淨資產值折讓率從 70% 上調至 72%，以計入越秀對核心一線城市的較弱敞口，而這些城市正引領本輪市場穩定。越秀現時的市賬率為 2026 年預測的 0.24 倍（較平均值低 1.5 個標準差）。

股價催化劑

- 2021 年前庫存去化速度快於預期。
- 一線城市復甦優於預期城市房地產市場。

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	86,457.3	80,977.6	78,076.8	79,546.8
息稅折舊攤銷前利潤	3,135.9	1,279.1	2,004.7	2,879.4
折舊及攤銷	487.7	531.3	579.3	632.1
息稅前利潤	2,648.2	747.8	1,425.4	2,247.3
總其他非經營收入	0.0	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	801.9	392.9	447.7	526.3
淨利息收入／(支出)	-129.1	-93.1	-95.2	-78.7
除稅前溢利	3,321.0	1,047.6	1,777.9	2,694.9
稅務	-1,542.7	-486.6	-825.9	-1,251.8
少數股東權益	-1,723.3	-493.7	-818.7	-1,212.2
純利	55.1	67.3	133.3	230.9
經調整純利	260.0	247.3	313.3	410.9

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	24,528.1	4,428.1	-2,173.5	-15,788.3
年度利潤	3,321.0	1,047.6	1,777.9	2,694.9
稅務	-1,542.7	-486.6	-825.9	-1,251.8
折舊及攤銷	487.7	531.3	579.3	632.1
聯營公司	-801.9	-392.9	-447.7	-526.3
營運資金變動	21,279.0	2,232.4	-4,696.5	-18,616.6
非現金項目	1,566.8	1,410.1	1,269.1	1,142.2
其他經營現金流量	218.2	86.2	170.3	137.3
投資	17,247.5	4,460.0	0.0	0.0
資本支出 (增長)	-312.9	0.0	0.0	0.0
投資	19,019.7	15,010.2	15,272.6	15,540.2
資本支出 (增長)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-1,459.3	-10,550.2	-15,272.6	-15,540.2
融資	-26,151.9	-2,684.0	7,556.1	17,957.0
支付股息	-696.4	-607.8	-98.9	-125.3
借款所得款項	938.2	-192.4	-93.4	8.5
償還貸款	828.3	792.3	794.3	777.8
其他／已付利息	-27,222.0	-2,676.0	6,954.0	17,296.0
現金流入 (流出) 淨額	15,623.7	6,204.2	5,382.5	2,168.7
年初現金及現金等價物	29,728.3	45,351.7	51,555.6	56,937.9
匯兌影響導致的變動	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	45,352.0	51,555.8	56,938.2	59,106.6

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	10,953.1	10,583.5	10,659.6	10,724.7
其他長期資產	61,105.9	57,596.1	58,428.7	59,362.6
現金/短期投資	45,351.7	51,555.6	56,937.9	59,106.2
其他流動資產	252,334.1	250,560.3	255,731.1	274,838.3
資產總額	369,744.9	370,295.6	381,757.3	404,031.8
短期債務	27,201.9	28,562.0	29,990.1	31,489.6
其他流動負債	154,843.1	156,198.2	168,564.1	191,975.8
長期債務	77,625.1	76,072.6	74,551.1	73,060.1
其他長期負債	4,242.4	4,155.7	4,155.7	4,155.7
股東權益	54,817.3	54,785.6	54,793.6	54,860.2
少數股東權益	51,015.1	50,521.5	49,702.7	48,490.5
負債及權益總額	369,744.9	370,295.6	381,757.3	404,031.8

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	3.6	1.6	2.6	3.6
稅前利潤率	3.8	1.3	2.3	3.4
純利率	0.1	0.1	0.2	0.3
資產回報率	0.0	0.0	0.0	0.1
股本回報率	0.1	0.1	0.2	0.4
增長				
營業額	0.1	(6.3)	(3.6)	1.9
息稅折舊攤銷前利潤	(21.4)	(59.2)	56.7	43.6
除稅前溢利	(20.8)	(68.5)	69.7	51.6
純利	(94.7)	22.3	98.0	73.2
經調整純利	(83.6)	(4.9)	26.7	31.2
每股收益	(83.6)	(4.9)	26.7	31.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	49.8	49.8	50.0	50.3
債務權益比率	191.2	191.0	190.8	190.6
債務／(現金) 淨額與權益	108.5	96.9	86.9	82.8
利息保障倍數 (倍)	24.3	13.7	21.1	36.6

安踏體育 (2020 HK)



上日收市價: 76.85 港元

支持位: 73.75 港元/ 71.30 港元

阻力位: 85.35 港元/ 87.55 港元

技術分析:

随着多头顺势突破并以大阳线固化了对前期关键高点位置的有效上穿, 原有的破位拓展阶段已正式进入强烈的趋势延伸状态。技术面指标进一步强化了这一极具建设性的图表架构, MACD 指标维持确定的多头排列并展现出向上攀升的攻击形态, 表明场外顺势买盘正在源源不断地流入。因此, 当下的趋势跟踪系统重度偏向多头延续, 在图形逻辑上预示着价格将大概率维持向上运行的态势, 同时在当前支撑水平处构筑起坚实的风险管理防御带。

預期平均時限: 約 2 週

華潤置地 (1109 HK)



上日收市價: 34.48 港元

支持位: 32.54 港元/ 31.50 港元

阻力位: 38.70 港元/ 41.00 港元

技術分析:

随着资产在成功完成极性转换的水平防御带上获得有效承接并展开结构性反弹, 原有的主升浪形态在关键位置的防守下保持完好。技术面指标进一步强化了这一极具建设性的图表架构, MACD 指标维持确定的多头排列并在零轴上方持续向上攀升, 表明场外顺势买盘正随着反弹的确认而源源不断地涌入。因此, 当下的趋势跟踪系统重度偏向多头延续, 图表构型预示着盘面将维持顺势上行的运行方向, 向下一个主要的水平平衡向阻力带迈进。

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

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

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."