



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)	52759.2	(1.3)	(2.0)	1.8	9.8
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7641.2	(0.9)	(2.0)	2.7	11.6
富時 100 指數(FTSE 100)	10748.2	0.0	(0.2)	2.1	8.2
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9298.5	0.5	(0.9)	3.6	3.1
滬深 300 指數(CSI 300)	4592.8	0.1	(1.5)	(3.1)	(0.8)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5671.9	(0.4)	(0.8)	2.6	22.1
恒生中國企業指數(HSCEI)	8547.8	0.9	1.4	2.2	(4.1)
恒生指數(HSI)	25698.5	0.8	1.2	2.2	0.3
雅加達綜合指數(JCI)	6501.6	1.7	2.0	2.5	(24.8)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1736.7	0.3	0.1	0.9	3.4
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6852.6	5.9	4.2	1.6	62.6
日經 225 指數(Nikkei 225)	66216.8	1.4	(3.1)	(0.0)	31.5
泰國證券交易所指數(SET)	1610.0	0.0	(0.3)	(2.6)	27.8
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	44933.7	0.5	(2.4)	1.6	55.1
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2791	0.5	(1.9)	4.5	48.7
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4596	0.9	1.7	2.2	16.8
布蘭特原油(美元/桶)	94	2.4	7.7	5.1	54.1

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
分析師潘夢遙就大中華互聯網板塊進行的分析推廣	新加坡	9 月 7 日	9 月 8 日
分析師潘夢遙就大中華互聯網板塊進行的分析推廣	馬來西亞	9 月 9 日	9 月 11 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
7 月貿易差額、出口、進口	香港	8 月 25 日
7 月工業利潤	中國	8 月 27 日
8 月採購經理指數 (綜合、製造業、非製造業)	中國	8 月 31 日
7 月零售銷售 (價值、數量)	香港	8 月 31 日
7 月貨幣供應(M1、M2、M3)	香港	8 月 31 日

頭條新聞

公司業績 | 瑞聲科技 (2018 HK/買入/港幣 39.12 元/目標價: 港幣 47.80 元)

第 3 頁→

- 瑞聲科技 2026 年上半年業績的收入及盈利分別較市場普遍預期低 5.6%及 8.9%，主要受智能手機出貨量疲弱及營運開支高於預期所拖累。儘管管理層預期與智能手機相關的不利因素將持續存在，但他們預見高端化努力將可緩解銷量下滑。來自人工智能相關多元化業務的收入已開始實現，管理層預計其將於 2027 年加速增長，並於 2028 年進一步擴張。評級上調至「買入」，目標價為港幣 47.80 元。

公司業績 | 友邦保險 (1299 HK/買入/港幣 73 元/目標價: 港幣 100 元)

第 6 頁→

- 友邦保險於 2026 年上半年新業務價值增長 13%，略低於我們的預期，原因是在高基數效應下，香港的銷售表現平淡。然而，中國內地、東盟市場及印度較佳的利潤表現及強勁的增長勢頭，有助於部分緩衝香港的疲弱表現。每股稅後經營利潤(OPAT)按年強勁增長 18%，管理層現預期將超越其盈利增長目標。維持「買入」評級。目標價: 港幣 100 元。

公司業績 | 阿里巴巴集團 (9988 HK/買入/港幣 126.20 元/目標價: 港幣 188 元)

第 9 頁→

- 阿里巴巴 2027 財年第 1 季度收入大致符合預期。收入同比增長 9%，達人民幣 2,690.0 億元，符合預期。非公認會計原則(Non-GAAP)純利為人民幣 207.0 億元，按年下跌 38%，遜於我們的預期，乃由於其對科技業務及用戶體驗的投資所致。管理層預期於 2027 財政年度第 2 季度: a)雲端收入增長加速及除息稅、攤銷前盈利(EBITA)利潤率持續改善; b)即時商務虧損進一步收窄; 及 c)電子商務 EBITA 利潤率回升。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 188 元 (美金 192 元)。

公司業績 | 中海物業集團(2669 HK/買入/港幣 3.365 元/目標價: 港幣 4.20 元)

第 12 頁→

- 中海物業(COPH)於 2026 年上半年應佔純利按年下跌 9.0%至人民幣 701 百萬元，符合我們對利潤率主導盈利下降的預期。受惠於建築面積(GFA)持續擴張，收入按年增長 4.5%，惟由於整筆物業管理利潤率跌至 11.1%，集團毛利率按年收縮 2.0 個百分點至 14.9%。應收帳款週轉天數按年延長九天至 82.5 天。中期每股股息(DPS)上調至港幣 0.10 元，派息比率升至 40.3%。維持「買入」評級及目標價港幣 4.20 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/賣出」評級相反的技術建議。

公司業績 | 石藥集團 (1093 HK/買入/港幣 9.52 元/目標價:港幣 11.50 元)

第 15 頁→

- 石藥集團(CSPC) 2026 年上半年收入按年增長 40.1%至人民幣 186.0 億元，基礎純利按年躍升 165.8%至人民幣 62.0 億元，遠超我們全年增長預期。牌照費收入按年飆升 448.5%，達到人民幣 59.0 億元，成為主要的增長動力。石藥集團預期其增長勢頭將在未來五年內持續，受惠於不斷增長的對外授權收入及新產品推出——目標是在未來三年內獲批逾 30 項新產品 / 適應症。評級上調至「買入」，目標價上調至港幣 11.50 元。

公司業績 | 億緯鋰能 (300014 CH/買入/人民幣 55.06 元/目標價:人民幣 85 元)

第 18 頁→

- 2026 年第 2 季度業績符合預期，經調整純利為人民幣 1,337 百萬元（按年增長 294%/按季增長 20%）。盈利增長乃由出貨量增長及成本節約所帶動。我們將 2026-28 年純利預測分別上調 5%/6%/10%至人民幣 7,583 百萬元/人民幣 9,968 百萬元/人民幣 11,679 百萬元。維持「買入」評級，並將目標價由人民幣 83.50 元上調至人民幣 85 元。

公司業績 | 大族激光 (002008 CH/買入/人民幣 91.56 元/目標價:人民幣 153.20 元)

第 21 頁→

- 2026 年第 2 季度業績全面超出預期，收入按年增長 77.3%，按季增長 61.2%；純利按年增長 187.6%，按季增長 163.8%。管理層預期 2026 年收入將不低於人民幣 270.0 億元，並預計毛利率將持續復甦，受惠於 Apple 及人工智能相關需求，增長勢頭將延續至 2027 年。我們上調 2026-28 年核心盈利預測，並將估值基準轉移至 2027 年。大族激光現為我們的首選「買入」建議。維持「買入」評級。目標價：人民幣 153.20 元。

公司業績 | 網易 (9999 HK/買入/港幣 193.40 元/目標價:港幣 252 元)

第 24 頁→

- 網易 2026 年第 2 季度業績符合預期。收入按年增長 7.9%，達人民幣 301.0 億元。毛利按年增長 17.5%至人民幣 212.0 億元，毛利率按年上升 5.8 個百分點至 70.5%。非公認會計原則(Non-GAAP)經營利潤按年增長 28.7%至人民幣 129.0 億元，較我們的估計高出 23%。非公認會計原則(Non-GAAP)純利按年下跌 18.7%至人民幣 77.0 億元，低於我們及市場普遍預期。純利率於 2026 年第 2 季度按年收縮 8.4 個百分點至 26%。維持「買入」評級，目標價上調至港幣 252 元（美金 160 元）。

技術分析

中國海外發展 | 688 HK

第 27 頁→

- 支持水平：港幣 12.97 元/港幣 11.97 元
- 阻力位：港幣 14.77 元/港幣 15.61 元

領展房地產投資信託基金 | 823 HK

第 27 頁→

- 支持水平：港幣 38.22 元/港幣 37.18 元
- 阻力位：港幣 41.96 元/港幣 42.54 元

瑞聲科技 (2018 HK)

2026 年上半年：盈利遜預期，因智能手機出貨量疲弱，惟擴大指引及新興業務板塊支持前景

要點

- 2026 年上半年收入及純利由於智能手機出貨量疲弱及營運開支高企，業績未達預期。
- 隨著非智能手機多元化發展漸見成效，新興增長動力有望在短期內實現。
- 評級上調至「買入」，目標價上調至港幣 47.80 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年上半年	2025 年下半年	2026 年上半年	按年(%)	按半年(%)
收入	13,318	18,499	14,506	8.9	(21.6)
聲學及電磁驅動器	7,967	6,012	7,931	(0.4)	31.9
汽車聲學	1,815	2,382	2,235	23.1	(6.2)
精密零件及散熱	2,891	4,002	3,251	12.5	(18.8)
感測器及半導體	608	963	858	41.0	(10.9)
光學	2,648	3,078	2,047	(22.7)	(33.5)
毛利	2,754	4,262	3,244	17.8	(23.9)
應佔純利(NP)	876	1,636	901	2.9	(44.9)
毛利率(%)	20.7	23.0	22.4	1.7	(0.7)
聲學及電磁驅動器	27.9	-	28.6	0.7	28.6
汽車聲學	23.3	-	20.1	(3.2)	20.1
精密零件及散熱	19.0	-	23.1	4.1	23.1
感測器及半導體	12.1	-	14.6	2.5	14.6
光學	10.2	-	10.2	(0.1)	10.2

備註：由於管理層的分部報告結構有所調整，目前無法提供分部層面的毛利率(GPM) (%)明細。來源：瑞聲科技、大華銀行繼顯

分析

- 收入及盈利增長均遜於市場普遍預期。收入按年增長 8.9%，但按半年下跌 21.6%至人民幣 145.0 億元，較市場普遍預期低 5.6%，原因為智能手機出貨量較為疲弱。受惠於高端化及毛利率較高的非智能手機相關收入份額擴大，毛利率按年擴張 1.7 個百分點，但按半年收縮 0.7 個百分點至 22.4%，略高於市場普遍預期。純利按年增長 2.9%，但按半年下跌 44.9%至人民幣 901.3 百萬元，較市場普遍預期低 8.9%，原因是研發及銷售成本推高營運開支，超出預期。

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	27,328	31,817	33,922	37,545	42,654
息稅折舊攤銷前利潤	5,016	6,114	6,590	7,384	8,514
經營利潤	2,408	3,281	3,494	3,975	4,792
純利（報告 / 實際）	1,797	2,512	2,652	3,030	3,682
純利（經調整）	1,797	2,512	2,652	3,030	3,682
每股收益（分）	152.8	217.5	229.7	262.3	318.8
市盈率（倍）	22.3	15.7	14.9	13.0	10.7
市賬率（倍）	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤（倍）	7.6	6.2	5.8	5.2	4.5
股息收益率(%)	0.7	0.9	0.9	1.1	1.3
純利率(%)	6.6	7.9	7.8	8.1	8.6
債務 /（現金）淨額與權益(%)	7.9	(2.5)	(8.4)	(15.1)	(22.7)
利息保障倍數（倍）	5.8	8.3	7.9	8.1	8.6
股本回報率(%)	7.9	10.3	10.0	10.4	11.4
市場預期純利	-	-	2,795	3,345	3,748
大華繼顯 / 市場預期（倍）	-	-	0.95	0.91	0.98

來源：瑞聲科技、彭博、大華繼顯

分析師

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李樹謙

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

買入（上調）

股價	港幣 39.12 元
目標價	港幣 47.80 元
上升空間	22.2%
早前目標價	港幣 45 元

股票數據

行業	資訊科技
股份代號	2018 HK
已發行股份(百萬)	1,199
市值(百萬港元)	46,889
市值(百萬美元)	6,050
三個月平均每日成交額（百萬美元）	37.9

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 51 元/港幣 31.2 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(1.0)	(6.0)	6.4	(22.3)	(0.1)

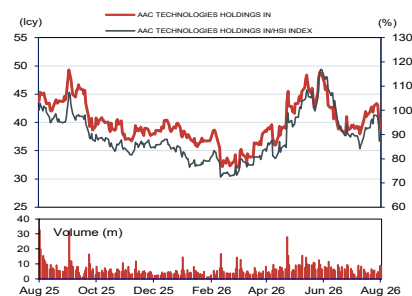
主要股東(%)

吳春媛	22.79
-----	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	22.71
2026 財年每股淨現金（港元）	1.87

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

瑞聲科技設計及製造微型聲學元件。該公司的產品用於流動電訊、資訊科技產品、消費電子產品、家用電器、汽車及醫療設備。

● 2026 年指引：

- a) 總收入按年錄得雙位數增長，毛利率將擴大至超過 2026 年上半年之 22.4%。
- b) 聲學及電磁業務將帶動收入按年錄得單位數增長，毛利率將擴大至超過 28.6%。
- c) 精密機械及散熱業務收入按年增長 30%，毛利率擴大至 23.1% 以上。
- d) 光學：相機鏡頭收入按年下跌 15-20%，毛利率維持約 30% 不變，而相機模組收入按年下跌逾 20%，毛利率收縮至 3%。整體分部毛利率將維持在約 10-15% 的水平不變。
- e) 汽車聲學業務收入按年將增長 15-20%，惟毛利率將按年收窄 2 個百分點。
- f) 感測器及半導體收入按年增長 15-20%，毛利率超過 2025 年的 13.8%。

● 管理層預期新興產品的收入將大幅增長，於 2027 年達到人民幣 80-90 億元。該等新興業務板塊在可預見的未來將繼續成為端聲科技的主要增長動力，其增長將足以抵銷傳統智能手機相關產品的持續疲軟。有關主要分部的指引如下：

- a) 均熱板及主動式散熱：合計人民幣 50 億元。
- b) 人工智能邊緣裝置（例如，與 OpenAI 合作開發新形態消費性裝置）及雲台馬達解決方案（例如，榮耀的機械人手機）：人民幣 15.0 億元合計。
- c) 液體冷卻（冷卻液分配單元(CDU)及冷板）：分別為人民幣 600-800 百萬元及人民幣 200-300 百萬元，總計約人民幣 10 億元。
- d) 人形/小型機械人及桌面人工智能：分別為人民幣 300-500 百萬元及人民幣 100-200 百萬元，合共人民幣 400-700 百萬元。
- e) AR 眼鏡顯示模組（光波導和光引擎）：人民幣 500 百萬元。
- f) 用於人工智能光學通訊的晶圓級玻璃：貢獻可觀，達人民幣 100 百萬元。

估值/建議

- 評級上調至「買入」，目標價上調至港幣 47.80 元，因我們將預測期間滾動至 2027 年預估，現基於 15.7 倍 2027 年預測市盈率。我們認為盈利不及預期已反映在股價中，從公佈業績前股價疲軟可見一斑。鑑於電話會議中提供的近期可見度，我們亦對新業務線的顯著增長加速越來越樂觀。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026 財年 / 2027 財年 / 2028 財年的純利預測分別微調 +0.8% / +4.2% / -0.2% 至人民幣 2,652 百萬元 / 人民幣 3,030 百萬元 / 人民幣 3,682 百萬元。
- 我們下調了聲學業務收入預測，原因為平均售價(ASP)壓力及 Android 需求疲軟；並因出貨量跌幅超出預期，大幅削減了光學業務收入估計。我們亦上調了營運開支比率假設，以反映較高的研發開支。然而，這些調整被精密零件、散熱、感測器及半導體分部的收入及利潤率假設上調所綽綽有餘地抵銷。

2026-28 年變更估計

截至12月31日止年度 (人民幣百萬元)	舊估計			新估計			差異(%)		
	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
收入	33,976	37,048	40,702	33,922	37,545	42,654	(0.2)	1.3	4.8
聲學及電磁驅動器	15,153	15,487	16,171	13,944	14,641	15,812	(8.0)	(5.5)	(2.2)
汽車聲學	4,826	5,303	5,833	4,826	5,303	6,257	0.0	0.0	7.3
精密零件及散熱	7,137	8,921	10,706	8,616	10,339	12,407	20.7	15.9	15.9
感測器及半導體	1,885	2,168	2,428	2,042	2,655	3,186	8.3	22.5	31.2
光學	4,866	4,769	4,865	4,294	4,208	4,292	(11.8)	(11.8)	(11.8)
毛利率(%)	22.3	22.4	23.0	23.6	23.7	24.0	1.3	1.3	1.0
息稅前利潤(人民幣百萬元)	3,430	3,770	4,678	3,494	3,975	4,792	1.8	5.4	2.4
純利(人民幣百萬元)	2,630	2,909	3,688	2,652	3,030	3,682	0.8	4.2	(0.2)

來源：端聲科技、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	31,817	33,922	37,545	42,654
息稅折舊攤銷前利潤	6,114	6,590	7,384	8,514
折舊及攤銷	(2,833)	(3,096)	(3,409)	(3,722)
息稅前利潤	3,281	3,494	3,975	4,792
總其他非經營收入	693	441	488	554
聯營公司貢獻	0	-	-	-
淨利息收入／(支出)	(395)	(444)	(491)	(558)
除稅前溢利	2,887	3,050	3,484	4,234
稅項	(347)	(367)	(419)	(510)
少數股東	27	30	35	42
純利	2,512	2,652	3,030	3,682
純利（經調整）	2,512	2,652	3,030	3,682

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	7,183	5,998	6,646	7,573
除稅前溢利	2,887	3,050	3,484	4,234
稅項	(347)	(367)	(419)	(510)
折舊及攤銷	(2,833)	(3,096)	(3,409)	(3,722)
聯營公司	(0)	-	-	-
營運資金變動	1,871	(225)	(318)	(431)
非現金項目	5,606	6,636	7,309	8,002
其他經營現金流量	-	-	-	-
投資	(3,952)	(3,548)	(3,550)	(3,553)
資本支出(增長)	(3,544)	(3,544)	(3,544)	(3,544)
投資	262	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(671)	(4)	(6)	(9)
融資	(2,107)	(819)	(920)	(1,079)
支付股息	(356)	(376)	(429)	(521)
股份發行	(224)	-	-	-
借款所得款項	(1,332)	-	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他/已付利息	(195)	(444)	(491)	(558)
現金流入（流出）淨額	1,124	1,631	2,176	2,941
年初現金及現金等價物	7,538	8,612	10,243	12,419
外匯影響導致的變動	(50)	-	-	-
年末現金及現金等價物	8,612	10,243	12,419	15,360

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	18,329	19,124	19,698	20,052
其他長期資產	6,526	6,866	5,149	5,543
現金/短期投資	8,612	10,243	12,419	15,360
其他流動資產	15,512	14,498	18,337	20,664
資產總額	48,978	50,731	55,604	61,620
短期債務	383	383	383	383
其他流動負債	14,471	13,921	16,148	18,940
長期債務	7,617	7,617	7,617	7,617
其他長期負債	1,565	1,591	1,635	1,698
股東權益	24,357	26,634	29,234	32,395
少數股東權益	587	587	587	587
負債及權益總額	48,978	50,731	55,604	61,620

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				
毛利	22.1	23.6	23.7	24.0
稅前利潤率	9.1	9.0	9.3	9.9
純利率	7.9	7.8	8.1	8.6
資產回報率	5.1	5.2	5.4	6.0
股本回報率	10.3	10.0	10.4	11.4
增長				
營業額	16.4	6.6	10.7	13.6
息稅折舊攤銷前利潤	16.1	14.1	11.1	15.3
除稅前溢利	45.0	5.7	14.2	21.5
純利	39.8	5.6	14.2	21.5
純利（經調整）	39.8	5.6	14.2	21.5
每股收益	42.3	5.6	14.2	21.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	24.3	22.7	21.2	19.5
債務權益比率	(2.5)	(8.4)	(15.1)	(22.7)
債務／（現金）淨額與權益	(2.5)	(8.4)	(15.1)	(22.7)
利息保障倍數（倍）	8.3	7.9	8.1	8.6

友邦保險 (1299 HK)

2026 年上半年：新業務價值略低於預期；上調營運溢利指引

要點

- 友邦保險於 2026 年上半年新業務價值增長 13%，略低於我們的預期，原因是高基數效應下，香港的銷售表現平淡。
- 每股稅後經營利潤(OPAT)按年增長 18%，較市場預期高 3%。管理層現預期將會超越其 2023-26 年每股稅後經營利潤(OPAT)複合年均增長率(CAGR) 9% 至 11%的目標。
- 維持「買入」評級，目標價維持不變，為港幣 100 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度(百萬美元)	2026 年上 半年	2025 年上 半年	-----按年%-----	
			固定匯率 (CER)	實際匯率 (AER)
稅後經營利潤(OPAT)	4,163	3,609	11	15
內含價值	80,555	70,853	5	5
年化新保費(ANP)	5,655	4,942	12	14
新業務價值利潤率(%)	57.1	57.7	-0.9	-0.6
新業務價值(VONB)	3,212	2,838	10	13
中國內地	937	743	20	26
香港	1,168	1,063	10	10
泰國	514	522	-6	-2
新加坡	294	259	10	14
馬來西亞	232	192	10	21
其他市場	260	249	7	4

來源：友邦保險集團、大華繼顯

分析

- 略遜預期。**友邦保險集團 2026 年上半年新業務價值(VONB)按實際匯率(AER)計算按年增長 13%，略低於我們預計的 15%。表現未達預期，乃由於在較高基數效應下，2026 年第 2 季度的放緩幅度大於預期，新業務價值（VONB）的隱含增長率僅為按年 9%，而 2026 年第 1 季度則為按年 17%。銷售額按年增長 14%，亦低於我們預測的 17%，原因是香港銷量在高基數下保持平淡。從正面來看，新業務價值利潤率表現優於預期，儘管中國內地及泰國的利潤率受到侵蝕，但按年僅下跌 0.6 個百分點至 57.1%。友邦保險亦宣派中期每股股息(DPS)港幣 0.539 元，按年增長 10%，而每股淨自由盈餘增長則按年增長 12%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（百萬美元）	2024	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
保險服務業績	19,314	21,618	24,321	26,952	28,733
淨投資業績	5,769	6,910	7,969	8,831	9,454
純利（報告 / 實際）	6,836	6,243	8,382	9,257	9,795
稅後經營利潤(OPAT)	6,605	7,103	8,113	9,027	9,632
新業務利潤	4,712	5,513	6,251	7,232	7,995
每股盈利(EPs) (美元)	61.8	59.2	80.4	90.1	95.7
稅後經營利潤(OPAT) (美仙)	59.7	67.3	77.8	87.9	94.1
市盈率（倍）	15.2	15.9	11.7	10.4	9.8
市價與內含價值比率(P/EV) (倍)	1.5	1.50	1.2	1.0	0.9
股息收益率(%)	2.4	2.6	3.1	3.5	3.8
股本回報率(%)	16.8	14.9	18.3	18.0	17.1
市場預期純利	-	-	7,658	8,454	9,458
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.09	1.10	1.04

來源：友邦保險集團、彭博、大華繼顯

分析師

林錠輝

kennylim@uobkh.com
+603 2147 1924

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com
+852 2236 6799

買入（維持）

股價	港幣 73 元
目標價	港幣 100 元
上升空間	36.9%

股票數據

行業	金融
股份代號	1299 HK
已發行股份(百萬)	10,346.6
市值(百萬港元)	752,718.4
市值(百萬美元)	95,967.2
三個月平均每日成交額（百萬美元）	353.2

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 92.15 元/港幣 68.95 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(4.0)	(13.6)	(11.7)	(2.0)	(8.9)

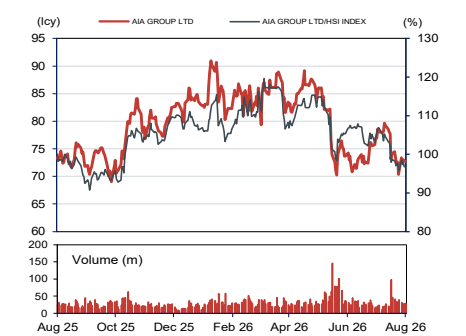
主要股東(%)

貝萊德(Blackrock Inc)	6.0
--------------------	-----

資產負債表指標

2026財年每股內含價值(EV) (美元)	8.4
2026財年償付能力比率(%)	211.8

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

友邦保險在亞洲市場提供人壽保險產品及服務。產品提供包括人壽、醫療及健康保障以及儲蓄保險產品。

- **稅後經營利潤(OPAT)增長加快。**友邦保險的稅後經營利潤(OPAT)及每股稅後經營利潤(OPAT)分別按年增長 15% 及 18%，超出市場預期 3%。增長乃由以下因素支持：a) 保險服務業績增長 15%；b) 淨投資業績上升 7%；及 c) 股份回購帶來 2% 的增益。繼 2026 年上半年表現強勁後，管理層現預期將超越其 2023-26 年每股稅後經營利潤(OPAT)複合年增長率 9-11% 的目標，此乃受惠於不斷增長的合約服務邊際(CSM)餘額（按半年增長 4%）。
- **香港業務放緩。**友邦香港報告新業務價值(VONB)按年增長 10%（相較於 2026 年第 1 季的按年增長 21%），增長放緩，原因為 2025 年第 2 季基數較高導致銷售量持平，但部分被利潤率按年顯著擴張 6.2 個百分點所抵銷。按業務分部劃分，增長主要由本地業務分部（按年增長 23%）帶動，其中新移民及高淨值人士帶來強勁增長。同時，來自中國內地訪客(MCV)的新業務價值(VONB)按年持平，儘管 2026 年第 2 季的新業務價值較 2026 年第 1 季有所改善，其中 6 月被視為 2026 年上半年表現最佳的月份。友邦保險注意到，儘管近期有關於中國當局收緊跨境資本流動及加強稅務稽查的新聞，中國內地訪客(MCV)消費者的需求依然強勁，保單持續率接近 100%。
- **友邦中國保持其增長勢頭。**友邦中國的新業務價值(VONB)於 2026 年上半年按年增長 26%，受惠於銷售額按年增長 37%，惟部分增長被參與式儲蓄產品佔比提高導致的 4.5 個百分點利潤率收窄所抵銷。銀行保險渠道的新業務價值(VONB)按年下跌 6%，乃由於該渠道實施進一步費用控制，導致銷售受阻所致。該九個新地區的增長超過 40%，並佔友邦中國 2026 年上半年新業務價值(VONB)總額的 11%，有望達到管理層的中期目標。
- **東盟市場具韌性，於 2026 年第 2 季度增長加速。**儘管由於利潤率正常化，泰國的新業務價值(VONB)於 2026 年上半年錄得 2% 跌幅，但在單位連結產品的高需求支持下，其於 2026 年第 2 季度恢復強勁增長，按年增長 13%。新加坡於 2026 年上半年之新業務價值(VONB)按年增長 14%（2026 年第 2 季度增長 19%），相較 2025 年的強勁基數，此增長得益於財富方案的強化及單位連結長期儲蓄產品的強勁增長。友邦保險馬來西亞亦錄得 21% 的新業務價值(VONB)增長，主要受以下因素帶動：a) 代理渠道持續復甦，新招募勢頭令人鼓舞，生產力亦有所提升；及 b) 與大眾銀行合作夥伴關係持續表現強勁。管理層認為所有三個市場均已度過中斷低谷，現正重新加速，其中東盟貢獻集團新業務價值(VONB)逾 30%。
- 其他市場的新業務價值(VONB)按年增長 4%，主要受惠於印度（+31%）、台灣、越南及菲律賓的強勁貢獻，這足以抵銷澳洲、印尼及南韓新業務價值(VONB)的下降。

估值/建議

- **維持「買入」評級，目標價不變為港幣 100 元，意味著 1.5 倍 2026 年預測市價與內含價值比率(P/EV)。**友邦保險現時的交易價格為 1.1 倍 2026 年市價與內含價值比率(P/EV)，較歷史平均值低 1.0 個標準差，此前因市場擔憂中國稅務打擊而出現近期回調。儘管友邦保險的業績大致保持韌性，我們仍然認為投資者可能會繼續保持觀望，直到他們已全面評估監管對 2026 年下半年中國內地訪客(MCV)業務的潛在影響。

盈利預測調整/風險

- 我們進一步將 2026 / 27 / 28 年度的新業務價值(VONB)預測分別下調 3.5% / 2.2% / 3.5%，以反映香港可能進一步放緩及泰國利潤率正常化。
- 我們亦將 2026 / 27 / 28 年度的稅後經營利潤(OPAT)預測上調 2.0% / 3.7% / 4.4%，以反映更高的保險服務業績及淨投資業績。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2065 年預 測	2076 年預 測	2028 年 預測
保險收入	21,618	24,321	26,952	28,733
保險費用	-14,243	-15,793	-17,501	-18,617
持有再保險合約的淨開支	(465)	(559)	(620)	(661)
保險服務業績	6,910	7,969	8,831	9,454
投資收益	1,936	3,555	3,806	3,900
其他收入	1,054	1,105	1,160	1,222
非保險營運的一般及行政(G&A)開支	不適用	不適用	不適用	不適用
除稅前溢利	7,471	10,012	11,049	11,687
稅項	(1,204)	(1,602)	(1,768)	(1,870)
少數股東	(24)	(28)	(24)	(22)
純利	6,243	8,382	9,257	9,795
純利（經調整）	6,243	8,382	9,257	9,795
稅後經營利潤(OPAT)	7,103	8,113	9,027	9,632
合約服務邊際(CSM)基礎	64,945	71,750	79,936	88,908
年化新保費(ANP)	9,484	10,755	12,135	13,171
新業務價值(VONB)	5,513	6,251	7,232	7,995

營運比率

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2065 年預 測	2076 年預 測	2028 年 預測
資本相關				
股東資金/資產總額	12.5	12.8	13.1	13.5
資產總額/權益（倍）	8.0	7.8	7.7	7.4
流動性				
流動資產 / 短期負債	80.3	83.9	88.8	89.6
流動資產 / 資產總額	4.8	4.8	4.6	4.6
估值				
市價與內含價值比率(P/EV) (倍)	1.3	1.2	1.0	0.9
經調整市盈率（倍）	15.9	11.7	10.4	9.8
股息收益率	2.6	3.1	3.5	3.8
派息比率	41.7	36.1	36.1	37.0

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2065 年預 測	2076 年預 測	2028 年 預測
現金	9,609	10,605	11,277	12,179
貸款及墊款	4,509	5,179	5,697	6,133
投資（股權及固定收益(包括)）	302,750	332,427	366,836	396,203
再保險人應佔保險負債份額	7,893	9,077	9,985	10,484
保單持有人賬戶（保險(ins)及投資(inv)）	866	909	955	1,003
聯營公司及合營企業	2,062	2,083	2,103	2,124
固定資產（包括物業(prop)）	9,208	10,050	9,850	10,302
其他資產	8,526	9,060	9,543	10,054
資產總額	345,423	379,390	416,245	448,482
已售資產（回購協議）	5,910	5,615	5,334	5,067
保險合約負債	264,382	295,427	330,178	369,077
其他負債	31,523	29,434	25,956	13,447
總負債	301,815	330,476	361,468	387,591
股東資金	43,245	48,488	54,363	60,489
少數股東權益-累計	363	426	414	402
權益及負債總額	345,423	379,390	416,245	448,482
內含價值	76,811	83,944	93,269	103,003

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2065 年預 測	2076 年預 測	2028 年 預測
增長				
總保費，按年變動	11.9	12.5	10.8	6.6
年度化保費等值(APE)，按年變動	8.8	9.5	13.5	0.0
新業務保費(NBP)，按年變動	11.3	12.3	13.0	9.4
投資收益，按年變動	-46.4	83.6	7.1	2.5
純利，按年變動	-8.7	34.3	10.4	5.8
盈利能力				
淨投資收益率	3.6	3.2	3.2	3.2
總投資收益率	5.9	5.3	5.2	4.9
新業務利潤率(NBM)佔年度化保費等值(APE)的百分比	58.1	58.1	59.6	60.7
呈報股本回報率(ROE)	14.9	18.3	18.0	17.1
經調整股本回報率(ROE)	14.9	18.3	18.0	17.1

阿里巴巴集團 (9988 HK)

2027 財年第 1 季度：業績符合預期；雲端收入及除息稅、攤銷前盈利(EBITA)利潤率超出預期；高資本支出/自由現金流流出

要點

- 阿里巴巴 2027 財年第 1 季度收入大致符合預期。收入同比增長 9%，達人民幣 2,690.0 億元，符合預期。非公認會計原則(Non-GAAP)純利為人民幣 207.0 億元，按年下跌 38%，遜於我們的預期，乃由於其對科技業務及用戶體驗的投資所致。管理層預期於 2027 財年第 2 季度：a)雲端收入增長加速及除息稅、攤銷前盈利(EBITA)利潤率持續改善；b)即時商務虧損進一步收窄；及 c)電子商務 EBITA 利潤率回升。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 188 元（美金 192 元）。

2027 財年第 1 季度業績

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025 財 年第 4 季度	2026 財年 第 3 季度	2026 財年 第 4 季度	按季	按年	大華銀行	差異	市場普 遍預期	差異
收入	247,652	243,380	268,953	11%	8.6%	269,874	-0.3%	268,517	0.2%
阿里巴巴總計電子商務集團	198,812	198,754	205,862	4%	3.5%	206,000	0%		
人工智能雲端及運算服務	33,418	41,626	48,437	16%	44.9%	48,437	0%		
人工智能實驗室及應用	2,882	3,000	3,338	11%	15.8%	3,338	0%		
-其他	28,629	35,429	28,803	-19%	0.6%	28,803	0%		
-未分配	519	641	783	22%	50.9%	783	0%		
毛利	111,223	83,988	102,857	22%	-7.5%	107,949	-5%	109,864	-6.4%
毛利率(GPM)	44.9%	34.5%	38.2%	4 個百分 點	-666.8%	40.0%	(2 個百 分點)	40.9%	(3 個百 分點)
非美國通用會計準則經營利潤	38,182	1,860	18,123	874%	-52.5%	22,686	-20%		
非公認會計原則(Non-GAAP)營業利潤率(OPM)	15.4%	0.8%	6.7%	6 個百分 點	-867.9%	8.4%	(167 個 基點)		
非美國通用會計準則純利	33,510	86	20,715	23987%	-38.2%	25,437	-19%	25,348	-18.3%
非美國通用會計準則每股攤薄盈利	16.99	10.58	4.39	-58%	-74.1%	6.06	-27%		

來源：阿里巴巴、大華繼續

分析

- 電子商務大致符合預期。於 2027 財年第 1 季度，阿里巴巴集團（阿里巴巴）的客戶管理收入(CMR)按年下跌 7%，或在撇除新商家激勵計劃的對銷收入影響後按可比基準增長 1%，而電商集團經調整除息稅、攤銷前盈利(EBITA)僅下跌 1%。快速商務收入按年增長 45%，主要受盒馬及淘寶即時零售業務帶動。
- 雲端業務顯然是亮點。人工智能雲端及運算收入按年增長 45%（相較於 2026 財政年度第 4 季的 38%），符合我們的預期，而人工智能相關收入達到人民幣 124.0 億元，並連續第 12 個季度保持三位數增長。經調整雲業務除息稅、攤銷前盈利(EBITA)利潤率達到 11.6%（相較於 2026 財年第 4 季度的 9%），儘管在平頭哥(T-Head)整合後兩者不具直接可比性，此乃受營運效率提升所支持。人工智能相關收入達到人民幣 124.0 億元（對比 2026 財年第 4 季度的人民幣 90 億元），相當於美金 73.0 億元的年化營運率。人工智能實驗室及應用按年增長 16%至人民幣 33.0 億元，而經調整除息稅、攤銷前盈利(EBITA)虧損則由人民幣 32.0 億元擴大至人民幣 139.0 億元，反映人工智能投資增加及通義應用推理成本上升。

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
截至 3 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	996,347	1,023,670	1,133,719	1,275,436	1,436,169
淨營業額	181,839	96,055	148,698	213,234	262,318
息稅折舊攤銷前利潤	140,905	50,150	82,320	138,304	182,368
經營利潤	129,470	105,904	67,802	112,631	149,477
純利（報告／實際）	158,122	60,658	99,211	146,384	183,217
純利（經調整）	855.3	326.5	536.0	794.2	998.4
每股收益（分）	12.7	33.1	20.2	13.6	10.8
市盈率（倍）	2.1	2.0	1.7	1.5	1.3
市賬率（倍）	11.5	21.9	14.1	9.8	8.0
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息收益率(%)	13.0	10.3	6.0	8.8	10.4
純利率(%)	(7.1)	(5.2)	(2.7)	(2.6)	(6.8)
債務／（現金）淨額與權益(%)	996,347	1,023,670	1,133,719	1,275,436	1,436,169
股本回報率(%)	12.8	10.1	6.0	8.8	10.3
市場預期純利	-	-	90,874.2	127,983.4	165,118.4
大華繼續／市場預期（倍）	-	-	1.09	1.14	1.11

資料來源：阿里巴巴集團、彭博、大華繼續

分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+86 21 5404 7225 分機 808

買入（維持）

股價	港幣 126.20 元
目標價	港幣 188 元
上升空間	49.0%
早前目標價	港幣 190 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	9988 HK
已發行股份(百萬)	19,176.1
市值(百萬美元)	2,420,076.1
市值(百萬美元)	308,577.1
三個月平均每日成交額（百萬美元）	1,447.1

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 186.2 元/港元 88.65		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
8.0	(4.3)	(18.4)	6.7	(11.6)

主要股東(%)

摩根大通	5.44
------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(NAV) (人民幣)	62.64
2026 財年每股淨債務(人民幣)	1.69

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

阿里巴巴集團是中國最大的電子商務市場營運商及雲端超大規模服務供應商。

- **資本支出/自由現金流仍是主要關注點。**資本支出按年飆升 75%至人民幣 677.0 億元，遠高於我們估計的人民幣 400 億元，較上季的人民幣 269.0 億元為高，主要受硬件交付時間、為應付代理需求而增加的中央處理器(CPU)容量以及晶片價格上漲所帶動。這導致自由現金流為-人民幣 447.0 億元，而一年前為-人民幣 188.0 億元。阿里巴巴已部署其三年期人工智能資本支出計劃中的人民幣 1,900 億元（總計劃為人民幣 3,800 億元）。管理層強調，季度資本支出不應按年率計算。人工智能運算目前有三年回本期，透過較高的人工智能毛利率、專有平頭哥(T-Head)晶片及共同建設 / 預付產能，該回本期可縮短至 2.5 年甚至兩年。以三年回本期計算，低於 33%的增長理論上可產生正現金流；隨著經濟狀況改善，管理層相信最終可維持超過 40%的增長，同時保持正現金流。
- **雲端業務增長將加速至 50%以上。**外部雲端收入於 6 月季度按年增長 45%，標誌著連續第九個季度加速增長。管理層預期增長於 9 月季度將超過 50%，並於 12 月季度及 3 月季度進一步加速。這項美金 1,000 億元外部雲端收入目標，原先規劃為期五年，或可提早達成。
- **所有其他收入於 2027 財年第 1 季度按年增長 1%至人民幣 288.0 億元，**經調整除息稅、攤銷前盈利(EBITA)虧損為人民幣 33 億元（而 2026 財年第 4 季度為人民幣 7.0 億元），主要受對科技相關業務投資增加所推動。
- **快速商務虧損持續收窄。**單位經濟效益按季改善，乃受惠於平均訂單價值提高及履約效率提升。管理層預期 9 月季度虧損將低於或至少不高於 6 月季度，維持其 2027 財政年度虧損按年下降約 50%的目標，並重申 2029 財政年度的盈利能力。
- **人工智能收入 / 模型即服務(MaaS)正迅速擴大規模。** AI 相關產品已連續 12 個季度實現三位數增長。彼等佔外部雲端收入的 35%，並可能於 2027 財政年度末達到 50%。人工智能產品年化收入達到人民幣 495.0 億元，預計在 9 月季度將接近美金 100 億元。模型即服務(MaaS)年化經常性收入於 2026 年 8 月超過人民幣 160 億元，管理層有信心於 2027 財政年度年底前達到約人民幣 300 億元。

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 188 元（美金 192 元）。我們的目標價意味著 31 倍 2027 財年預測市盈率及 21 倍 2028 財年預測市盈率。阿里巴巴以 21 倍 2027 財年預測市盈率進行交易，而其 2027 至 2030 財年每股收益 (EPS)三年複合年增長率為 41%。

盈利預測調整/風險

- 由於人工智能方面的開支高於預期，我們將 2027 財政年度的盈利預測下調 6.6%。這分別代表 2027 財年收入及盈利增長 11% / 58%，意味著純利率為 9%。
- 風險: a)源於人工智能投資的利潤壓力，及 b)人工智能資本支出投資後變現速度慢於預期。

股價催化劑

- a)雲端超大規模業者加速增長；b)晶片自給自足發展取得實質進展，減少對美國晶片的依賴；及 c)整合人工智能以賦能各業務分部。

分部加總估值法

說明	業務單位	2027 財年收入 (10 億港元)	除息稅、攤銷 前盈利(EBITA) (10 億港元)	企業價值 / 收入 (EV / Revenue) (倍)	企業價值 / 除息 稅、攤銷前盈利 (EV / EBITA) (倍)	價值 (10 億港 元)	阿里巴巴持 股百分比 (%)	對阿里巴巴的 價值 (10 億港元)	每股 (港元)
核心商業	阿里巴巴中國電子商務集團	696	265	2	5	1,323	100	1,323	69
即時商務+餓了麼	快速商務	242		1		242	100	242	13
國際商務	阿里巴巴國際數字商業集團	234	23	1	50	1,169	100	1,169	61
雲端運算, 其他	雲端智能集團	30		20		600		600	31
所有其他	盒馬、菜鳥、阿里健康、滬京 骨科、高德、智能信息平台	128	5		20	102	100	102	5
核心業務加新措施總估值	阿里巴巴中國電子商務集團								
淨現金	快速商務							3,436	179
總計	阿里巴巴國際數字商業集團							136	7
股數								3,608	188

來源：大華繼顯

12 個月遠期市盈率區間



來源：彭博 大華繼顯

2027 財年第 1 季度分部收入及經調整除
息稅、攤銷前盈利(EBITA)利潤率

Segment	1QFY26 Revenue (Rmb m)	1QFY26 Adj. EBITA	1QFY26 Margin	1QFY27 Revenue (Rmb m)	1QFY27 Adj. EBITA	1QFY27 Margin	yoy
Alibaba E-commerce Group	198,812	39,988	20.1%	205,862	39,749	19.3%	-0.8ppt
AI Cloud & Compute Services	33,418	2,419	7.2%	48,437	5,628	11.6%	+4.4ppt
AI Labs & Applications	2,882	-3,224	-111.9%	3,338	-13,861	-415.2%	-303.3ppt
All Others	28,629	687	2.4%	28,803	-3,343	-11.6%	-14.0ppt
Consolidated	247,652	38,844	15.7%	268,953	27,329	10.2%	-5.5ppt

來源：大華繼顯

損益表

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
淨營業額	1,023,670.0	1,133,719.2	1,275,436.4	1,436,168.7
息稅折舊攤銷前利潤	96,055.0	148,697.9	213,234.1	262,318.5
折舊及攤銷	45,905.0	66,377.9	74,929.8	79,950.9
息稅前利潤	50,150.0	82,320.1	138,304.3	182,367.5
總其他非經營收入	3,830.0	263.0	(0.0)	(0.0)
聯營公司貢獻	2,785.0	2,367.4	1,658.4	1,758.4
淨利息收入／(支出)	77,719.0	12,337.0	12,240.3	12,142.7
除稅前溢利	134,484.0	97,287.5	152,203.1	196,268.6
稅項	(30,045.0)	(32,533.8)	(43,229.7)	(51,180.7)
少數股東	1,465.0	3,048.2	3,657.8	4,389.4
純利	105,904.0	67,801.9	112,631.3	149,477.3
純利 (經調整)	60,658.0	99,210.7	146,383.8	183,217.2

現金流量

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
營運	76,213.0	147,207.1	189,362.8	237,751.0
本年度溢利	134,484.0	97,287.5	152,203.1	196,268.6
稅項	(30,045.0)	(32,533.8)	(43,229.7)	(51,180.7)
折舊及攤銷	45,905.0	66,377.9	74,929.8	79,950.9
聯營公司	(2,785.0)	(2,367.4)	(1,658.4)	(1,758.4)
營運資金變動	90,385.3	15,843.6	5,459.6	12,712.1
非現金項目	0.0	1.0	1.0	1.0
其他經營現金流量	(161,731.3)	2,598.4	1,657.4	1,757.4
投資	(67,336.0)	(245,232.0)	(229,366.7)	(213,035.0)
資本支出(增長)	(122,021.0)	(170,057.9)	(146,675.2)	(122,074.3)
投資	206,803.0	227,483.3	250,231.6	275,254.8
其他	(152,118.0)	(302,658.4)	(332,924.1)	(366,216.5)
融資	(20,573.0)	79,394.6	47,580.0	52,336.9
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	24,259.0	4,745.0	5,219.5	5,741.5
償還貸款	0.0	1.0	1.0	1.0
其他/已付利息	(44,832.0)	74,648.6	42,359.5	46,594.4
現金流入(流出)淨額	(11,696.0)	(18,630.3)	7,576.1	77,052.8
年初現金及現金等價物	147,230.0	131,530.0	112,899.7	120,475.8
外匯影響導致的變動	(4,004.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	131,530.0	112,899.7	120,475.8	197,528.6

資產負債表

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
固定資產	282,699.0	393,392.2	469,254.7	513,795.0
其他長期資產	1,016,102.0	1,084,262.9	1,162,837.4	1,251,381.1
現金/短期投資	131,530.0	112,899.7	120,475.8	197,528.6
其他流動資產	479,239.0	519,411.0	568,796.8	623,937.0
資產總額	1,909,570.0	2,109,965.8	2,321,364.7	2,586,641.7
短期債務	28,224.0	28,224.0	28,224.0	28,224.0
其他流動負債	448,174.0	504,189.5	559,035.0	626,887.3
長期債務	47,450.0	52,195.0	57,414.5	63,156.0
其他長期負債	259,452.0	259,452.0	259,452.0	259,452.0
股東權益	1,068,731.0	1,208,366.3	1,359,700.2	1,551,383.5
少數股東權益	57,539.0	57,539.0	57,539.0	57,539.0
負債及權益總額	1,909,570.0	2,109,966.8	2,321,365.7	2,586,642.7

關鍵指標

截至 3 月 31 日止年度 (%)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	9.4	13.1	16.7	18.3
稅前利潤率	13.1	8.6	11.9	13.7
純利率	10.3	6.0	8.8	10.4
資產回報率	5.7	3.4	5.1	6.1
股本回報率	10.1	6.0	8.8	10.3

增長

營業額	2.7	10.8	12.5	12.6
息稅折舊攤銷前利潤	(47.2)	54.8	43.4	23.0
除稅前溢利	(16.4)	(27.7)	56.4	29.0
純利	(18.2)	(36.0)	66.1	32.7
純利 (經調整)	(61.6)	63.6	47.5	25.2
每股收益	(61.8)	64.2	48.2	25.7

槓桿比率

債務佔總資本比率	6.3	6.0	5.7	5.4
債務權益比率	7.1	6.7	6.3	5.9
債務／(現金)淨額與 權益	(5.2)	(2.7)	(2.6)	(6.8)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

中海物業集團 (2669 HK)

2026 年上半年：受利潤率壓縮影響，盈利下跌 9%；中期派息上調至 40%

要點

- 2026 年上半年應佔純利按年下跌 9.0%至人民幣 701 百萬元，收入按年上升 4.5%，惟集團毛利率按年下跌 2.0 個百分點至 14.9%。
- 管理總建築面積(GFA)按半年增長 3.7%至 4.954 億平方米，第三方佔比達到 43.3%，但物業管理服務利潤率下降至 13.0%（2025 年上半年：15.4%）。
- 應收帳款週轉天數按年延長九天至 82.5 天；中期每股股息(DPS)增至港幣 0.10 元，派息比率為 40.3%。維持「買入」評級，目標價維持不變，為港幣 4.20 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026 年上半年	2025 年上半年	按年
收入	7,485	7,161	4.5%
-物業管理服務	6,202	5,668	9.4%
-社區增值服務(VAS)	525	608	(13.7%)
-向非業主提供增值服務(VAS)	733	858	(14.6%)
-停車位交易	25	27	(7.0%)
毛利	1,113	1,210	(8.0%)
應佔純利	701	770	(9.0%)
每股收益(人民幣)	0.21	0.23	(9.0%)
每股股息(DPS) (港元) (含 2025 年上半年特別股息)	0.10	0.10	持平
每股股息(DPS) (港元) (不包括 2025 年上半年之特別股息)	0.10	0.09	11.1%
派息比率(%) (包括 2025 年上半年特別股息)	40.3	39.0	1.3 個百分點
派息比率(%) (不包括 2025 年上半年特別股息)	40.3	35.1	5.2 百分點
利潤率	2026 年上半年	2025 年上半年	按年變動
毛利率(%)	14.9	16.9	(2.0 個百分點)
-物業管理服務	13.0	15.4	(2.4 個百分點)
-社區增值服務(VAS)	39.2	35.2	4.0 個百分點
-向非業主提供增值服務(VAS)	13.3	13.4	(0.1 個百分點)
銷售、一般及行政(SG&A)開支 / 收入(%)	2.4	2.1	0.3 個百分點
純利率(%)	9.4	10.8	(1.4 個百分點)

註：2025 年上半年乃按經重列基準呈列，此乃由於於 2025 年 12 月 29 日與中國建築物業管理進行共同控制合併。由於 2025 財政年度並無重列，故無法得出可資比較之 2025 年下半年數據。來源：中海物業、大華銀行繼續

分析

- 2026 年上半年業績符合我們的預期。中海物業集團（中海物業）應佔純利按年下跌 9.0%至人民幣 701 百萬元 其中：a)收入按年增長 4.5%至人民幣 7,485 百萬元；b)集團毛利率為 14.9%，按年下跌 2.0 個百分點；c)銷售、一般及行政(SG&A)開支佔收入比率為 2.4%（2025 年上半年：2.1%）；及 d)現金頭寸為人民幣 57.30 億元，按半年下跌 8.6%。該公司宣佈中期每股股息(DPS)為港幣 0.10 元（2025 年上半年：中期每股股息為港幣 0.09 元，另加慶祝上市十週年特別每股股息港幣 0.01 元），使中期派息比率達到 40.3%（2025 年上半年：包括特別股息在內為 39.0%）。

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	14,113	14,960	15,356	15,741	16,208
息稅折舊攤銷前利潤	2,005	1,906	1,651	1,629	1,663
經營利潤	1,902	1,826	1,571	1,549	1,583
純利（報告 / 實際）	1,514	1,367	1,226	1,213	1,243
純利（經調整）	1,514	1,367	1,226	1,213	1,243
每股收益（分）	46.1	41.6	37.3	36.9	37.8
市盈率（倍）	6.3	6.9	7.7	7.8	7.6
市賬率（倍）	1.9	1.6	1.4	1.3	1.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	1.5	1.6	1.9	1.9	1.9
股息收益率(%)	5.7	6.2	5.3	5.5	5.9
純利率(%)	10.7	9.1	8.0	7.7	7.7
債務／（現金）淨額與權益(%)	(114.3)	(107.1)	(98.4)	(88.3)	(89.9)
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(%)		24.9	19.7	17.5	16.3
市場預期純利(人民幣百萬元)	-	-	1,366.8	1,320.6	1,336.6
大華繼續／市場預期（倍）	-	-	0.90	0.92	0.93

來源：中海物業、彭博、大華繼續

分析師

沈宸昊

damonshen@uobkh.com
+86 21 54047225 分機 820

劉潔琦

jieqi.liu@uobkh.com
+852 28261392

買入（維持）

股價	港幣 3.365 元
目標價	港幣 4.20 元
上升空間	+24.8%

股票數據

行業	房地產
股份代號	2669 HK
已發行股份(百萬)	3,284.0
市值(百萬港元)	11,050.6
市值(百萬美元)	1,408.8
三個月平均每日成交額(t'ov)（百萬美元）	3.5

價格表現(%)

52 週高位/低位			港幣 5.95 元/港幣 3.15 元	
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(6.5)	(11.9)	(21.6)	(42.7)	(25.6)

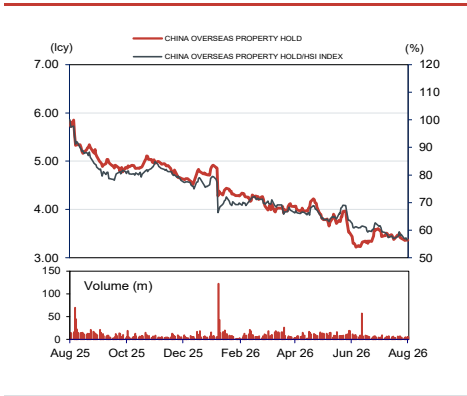
主要股東(%)

中國海外發展	56.1.
--------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股淨現金（人民幣）	1.97
2026 財年每股賬面價值(BVPS)（人民幣）	2.00

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

中海物業集團在中國內地及香港提供物業管理及增值服務，是中國海外發展的物業管理附屬公司。

- **總建築面積(GFA)加速擴張，同時持續優化投資組合。**截至 2026 年 6 月底，管理總建築面積(GFA)達 4.954 億平方米，較 2025 年底淨增加 1,780 萬平方米（按半年增長 3.7%，按年增長 13.6%），原因是新增總建築面積 3,700 萬平方米（其中 85.9%來自獨立第三方）足以抵銷 1,920 萬平方米到期或表現不佳合約的退出。新簽約價值為人民幣 2,497 百萬元，其中 61.1%為城市營運項目。按項目來源劃分，獨立第三方所佔管理總建築面積(GFA)升至 43.3%（2025 年底：42.7%）；按類型劃分，非住宅項目升至 33.4%（2025 年底：31.4%），其中城市營運項目佔 22.3%（2025 年底：20.7%）。
- **收入增長主要由基礎物業管理帶動，而兩項增值服務(VAS)分部均錄得收縮。**物業管理(PM)服務收入按年增長 9.4%至人民幣 6,202 百萬元，乃由於總建築面積(GFA)擴大所致，其中包幹制合約按年增長 9.6%，而佣金制合約則按年增長 2.8%。向非業主提供的增值服務(VAS)按年下跌 14.6%至人民幣 733 百萬元，因為面向開發商的業務仍然受壓。社區增值服務(VAS)按年下跌 13.7%至人民幣 525 百萬元，原因是社區資產營運表現相對良好（按年下跌 3.8%），但居家生活及商業營運服務因消費審慎而按年下跌 25.5%。停車場交易按年下跌 7.0%至人民幣 25 百萬元。
- **利潤壓縮是主要的負面因素。**物業管理(PM)服務毛利率按年下跌 2.4 個百分點至 13.0%，其中包幹制模式因減價、合約終止及勞工成本持續高企而跌至 11.1%（2025 年上半年：13.5%），而佣金制合約則維持在 100%。社區增值服務(VAS)毛利率按年上升 4.0 個百分點至 39.2%，受惠於社區資產營運佔比提高，而向非業主提供的增值服務(VAS)則大致穩定於 13.3%（2025 年上半年：13.4%）。銷售、一般及行政(SG&A)開支按年上升 19.3%，使銷售、一般及行政開支佔收益比率升至 2.4%（2025 年上半年：2.1%）。鑒於勞動成本持續高企以及退出低利潤合約，我們預期該公司的營運效率及基本物業管理毛利率將持續受壓。
- **應收帳款壓力增加。**貿易及保留應收款項按年上升 23.7%至人民幣 3,980 百萬元，而現金則下跌 8.6%至人民幣 57.30 億元（2025 年底：人民幣 62.70 億元），部分反映收款效率持續惡化。於 2026 年上半年，應收帳款週轉天數按年增加九天至 82.5 天。
- **管理層預期將穩步提高股息派付比率。**中期派息比率由 2025 年上半年（不包括特別股息）的 35.1%提高至 40.3%，管理層預期派息比率將穩步上升。

盈利預測調整/風險

- 我們維持 2026-28 年盈利預測不變。2026 年上半年應佔純利佔我們 2026 年全年預測人民幣 1,226 百萬元的 57.2%，而上半年的利潤趨勢顯示該預測存在下行風險。

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價維持不變為港幣 4.20 元，此乃根據貼現現金流(DCF)模型得出，該模型採用 12.9%的加權平均資本成本(WACC)及 1.0%的終端增長率。中海物業目前以 7.8 倍 2026 年預測市盈率的價格交易，並提供 5.3%的 2026 年預測股息收益率。

股價催化劑

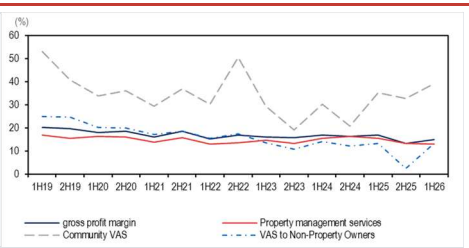
- a)第三方擴張快於預期；b)整筆款項毛利率穩定；c)派息比率進一步提高。

中海物業之主要營運數據

營運數據 (百萬平方米)	2025 年 6 月	2025 年 12 月	2026 年 6 月	按年%	按半 年(%)
管理總建築面積(GFA)	436.1	477.6	495.4	13.6	3.7
-來自中建 / 中海集團	265.5	273.5	281.0	5.8	2.7
-來自第三方	170.6	204.1	214.4	25.7	5.0
-住宅	316.8	327.8	329.7	4.1	0.6
-非住宅	119.3	149.8	165.7	38.9	10.6
-商業/辦公室	46.0	51.0	55.0	19.6	7.8
-城市營運	73.3	98.8	110.7	51.0	12.0
第三方份額(%)	39.1	42.7	43.3	4.2 個 百分點	0.6 個 百分點
期間流量	2025 年上 半年	2025 年下 半年	2026 年上 半年		
淨新增建築面積	5.0	41.5	17.8	256.0	(57.1)
-住宅項目	9.3	11.0	1.9	(79.6)	(82.7)
-商業及辦公室	(4.3)	30.5	15.9	轉為正 數	(47.9)

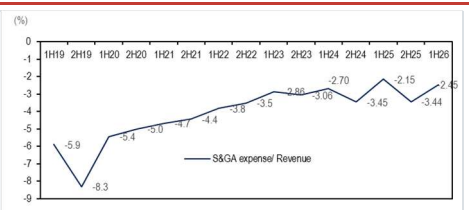
來源：中海物業、大華繼顯

分部毛利率



來源：中海物業、大華繼顯

銷售、一般及行政(SG&A)費用 / 收益



來源：中海物業、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	14,959.9	15,355.5	15,741.1	16,207.9
息稅折舊攤銷前利潤	1,906.4	1,651.5	1,628.6	1,663.0
折舊及攤銷	80.0	80.0	80.0	80.0
息稅前利潤	1,826.4	1,571.5	1,548.6	1,583.0
總其他非經營收入	1.8	76.8	82.6	88.8
聯營公司貢獻	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／(支出)	0.0	0.0	0.0	0.0
除稅前溢利	1,828.1	1,648.3	1,631.3	1,671.8
稅項	-450.4	-412.0	-407.7	-417.8
少數股東	-10.7	-10.7	-10.7	-10.7
純利	1,367.0	1,225.5	1,212.8	1,243.2
純利（經調整）	1,367.0	1,225.5	1,212.8	1,243.2

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	1,449.1	633.9	395.3	1,208.6
本年度溢利	1,828.1	1,648.3	1,631.3	1,671.8
稅項	-450.4	-412.0	-407.7	-417.8
折舊及攤銷	80.0	80.0	80.0	80.0
聯營公司	0.0	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	-28.0	-698.3	-921.1	-135.8
非現金項目	30.3	27.0	24.0	21.7
其他經營現金流量	-11.0	-11.0	-11.1	-11.3
投資	-413.7	80.4	86.3	92.5
資本支出(增長)	-50.0	-50.0	-50.0	-50.0
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
資本支出(增長)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-363.7	130.4	136.3	142.5
融資	-597.4	-511.5	-533.9	-575.6
支付股息	-589.9	-501.8	-521.3	-559.2
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他/已付利息	-7.5	-9.7	-12.6	-16.4
現金流入（流出）淨額	438.1	202.8	-52.3	725.5
年初現金及現金等價物	5,832.7	6,270.7	6,473.5	6,421.2
外匯影響導致的變動	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	6,270.7	6,473.5	6,421.2	7,146.7

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
固定資產	277.2	247.2	217.2	187.2
其他長期資產	502.7	502.7	502.7	502.7
現金/短期投資	6,270.7	6,473.5	6,421.2	7,146.7
其他流動資產	5,908.0	6,380.6	6,824.4	7,558.4
資產總額	12,958.6	13,604.1	13,965.6	15,395.1
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	6,976.1	6,878.7	6,529.7	7,256.3
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	52.2	60.9	69.5	78.2
股東權益	5,854.5	6,577.9	7,268.9	7,952.4
少數股東權益	75.9	86.6	97.3	108.1
負債及權益總額	12,958.6	13,604.1	13,965.6	15,395.1

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	12.7	10.8	10.3	10.3
稅前利潤率	12.2	10.7	10.4	10.3
純利率	9.1	8.0	7.7	7.7
資產回報率	10.9	9.2	8.8	8.5
股本回報率	24.9	19.7	17.5	16.3
增長				
營業額	6.0	2.6	2.5	3.0
息稅折舊攤銷前利潤	(4.9)	(13.4)	(1.4)	2.1
除稅前溢利	(9.4)	(9.8)	(1.0)	2.5
純利	(9.7)	(10.3)	(1.0)	2.5
純利（經調整）	(9.7)	(10.3)	(1.0)	2.5
每股收益	(9.7)	(10.3)	(1.0)	2.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務權益比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務／（現金）淨額與權益	(107.1)	(98.4)	(88.3)	(89.9)
利息保障倍數（倍）	12.7	10.8	10.3	10.3
息稅折舊攤銷前利潤率	12.2	10.7	10.4	10.3
稅前利潤率	9.1	8.0	7.7	7.7
純利率	10.9	9.2	8.8	8.5

石藥集團(1093 HK)

2026 年上半年：業績勝預期；對外授權收入提振盈利增長

要點

- 石藥集團(CSPC) 2026 年上半年收入按年增長 40.1%至人民幣 186.0 億元，基礎純利按年躍升 165.8%至人民幣 62.0 億元，遠超我們全年增長預期。牌照費收入按年飆升 448.5%，達人民幣 59.0 億元，成為主要的增長動力。
- 石藥集團預期其增長勢頭將在未來五年內持續，受惠於不斷增長的外授權收入及新產品推出，並以未來三年內獲批逾 30 項新產品 / 適應症為目標。
- 評級上調至「買入」，目標價上調至港幣 11.50 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬 元）	2025 年第 2 季度	2026 年第 2 季度	按年%	2025 年 上半年	2026 年 上半年	按年%
收入	6,259	12,129	93.8	13,273	18,594	40.1
製劑	4,747	10,836	128.3	10,248	16,061	56.7
抗生素	415	349	-15.9	879	650	-26.0
維他命 C	588	516	-12.3	1,196	1,010	-15.5
機能性食品及其他	508	428	-15.7	951	873	-8.2
毛利	4,005	9,892	147.0	8,710	14,161	62.6
銷售費用	-1,389	-1,632	17.5	-3,049	-3,291	7.9
行政費用	-173	-255	47.0	-402	-488	21.4
研發費用	-1,380	-1,627	17.8	-2,683	-3,029	12.9
經營利潤	1,493	6,437	331.0	3,152	7,546	139.4
財務費用	-15	-2	-84.6	-22	-13	-38.5
純利歸屬於股東	1,070	5,234	389.3	2,548	6,094	139.2
經調整純利	909	5,322	485.7	2,320	6,164	165.8
經調整每股收益(EPS)（攤薄，分） 比率(%)	7.95	46.61	486.4	20.29	54.07	166.5
	2025 年第 2 季度	2026 年第 2 季度	按年百分點變 動	2025 年 上半年	2026 年 上半年	按年百分點變 動
毛利率(GP margin) %	64.0	81.6	17.6 個百分點	65.6	76.2	10.5 個百分點
銷售費用%	22.2	13.5	-8.7 個百分點	23.0	17.7	-5.3 個百分點
行政開支%	2.8	2.1	-0.7 個百分點	3.0	2.6	-0.4 個百分點
研發費用／製劑收入	29.1	15.0	-14.1 個百分點	26.2	18.9	-7.3 個百分點
營業利潤率(OP margin) %	23.9	53.1	29.2 個百分點	23.7	40.6	16.8 個百分點
經調整純利率%	14.5	43.9	29.4 個百分點	17.5	33.2	15.7 個百分點

資料來源：石藥集團、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績優於預期。石藥集團（CSPC）2026 年上半年收入按年增長 40.1%至人民幣 186.0 億元，而基礎純利按年躍升 165.8%至人民幣 62.0 億元，當中包括人民幣 59.0 億元的許可費收入。中期股息為 18 港仙，按年增長 28.5%。

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	29,009	26,006	31,098	31,990	33,011
息稅折舊攤銷前利潤	6,735	6,102	10,667	11,480	12,277
經營利潤	5,712	4,899	9,388	10,072	10,741
純利（報告 / 實際）	4,328	3,882	7,153	7,702	8,233
純利（經調整）	4,683	3,534	7,380	7,936	8,474
每股收益（分）	39.9	30.9	64.6	69.5	74.2
市盈率（倍）	20.5	26.4	12.6	11.7	11.0
市賬率（倍）	3.0	2.8	2.5	2.3	2.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	14.6	16.1	9.2	8.5	8.0
股息收益率(%)	3.0	3.2	5.9	6.3	6.8
純利率(%)	16.1	13.6	23.7	24.8	25.7
債務／（現金）淨額與權益(%)	(17.1)	(17.4)	(31.2)	(35.9)	(38.5)
利息保障倍數（倍）	154.2	158.1	276.4	297.4	318.1
股本回報率(%)	13.2	11.9	20.3	19.7	19.7
市場預期純利	-	-	7,654	5,621	6,007
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.96	1.41	1.41

來源：石藥集團、彭博、大華繼顯

分析師

竇曉琴

carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

陳穎翀

sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

買入(上調)

股價	港幣9.52元
目標價	港幣11.50元
上升空間	20.8%
早前目標價	港幣6元

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	1093 HK
已發行股份(百萬)	11,522
市值(百萬港元)	109,694
市值(百萬美元)	13,985
三個月平均每日成交額（百萬美元）	97.4

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 11.63 元/港幣 6.53 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
12.0	28.8	(9.5)	(8.0)	12.9

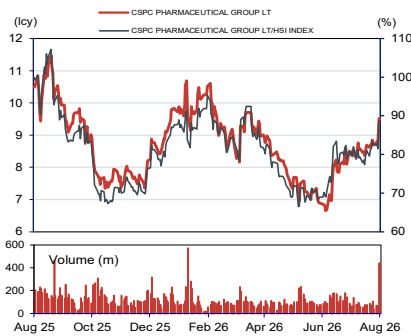
主要股東(%)

蔡東晨先生	25.31
-------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	3.29
2026 財年每股淨現金（人民幣）	1.01

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

石藥集團於 2012 年將其核心業務重心從大宗藥品製造轉向創新藥物製造。其已成為中國一家領先的製藥企業。

- **2026年上半年收入按年增長 40.1%**。製劑收入按年增長 56.7%至人民幣 161.0 億元，其中許可費收入按年飆升 448.5%至人民幣 59.0 億元，產品銷售額按年增長 10.8%至人民幣 102.0 億元。其中，神經系統及心血管藥物銷售額按年分別增長 27.6%及 19.0%，而腫瘤科、呼吸系統及其他產品則按年分別下跌 4.3%、9.5%及 18.9%。散裝產品銷售額按年下跌 20.0%，其中維他命 C 及抗生素因價格下跌而分別按年下跌 15.5%及 26.0%。
- **利潤率**。毛利率於 2026 年上半年按年擴張 10.6 個百分點至 76.2%，主要受惠於較高的許可費收入。銷售、一般及行政(SG&A)開支佔收益比率按年下跌 5.7 個百分點至 20.3%，而銷售開支按年上升 7.9%，行政開支則因股份基礎薪酬增加而按年上升 21.4%。研發開支按年增長 12.9%至人民幣 30.0 億元，佔製劑收入的 18.9%（倘不計許可費收入則為 29.8%）。經調整純利率於 2026 年上半年按年上升 15.7 個百分點至 33.2%。
- **對外授權收入成為經常性收入**。石藥集團於 2026 年上半年確認了人民幣 59.0 億元的對外授權收入，其中包括來自 2026 年 1 月阿斯利康交易的人民幣 57.0 億元（於 2026 年 5 月 29 日收到一筆美金 12.0 億元的預付款）。餘下美金 360 百萬元(人民幣 25.0 億元)的預付款項將於未來期間確認。鑒於對外授權項目進展順利，石藥集團亦相信其已進入里程碑收入的收穫期。
- **研發中的 mRNA 癌症疫苗**。根據管理層，石藥集團擁有各種正在研發中的 mRNA 癌症疫苗。石藥集團並無專注於個性化解決方案，而是專注於通用 mRNA 癌症疫苗的研發。其 HPV mRNA 疫苗已進入第二期研究。其用於子宮頸癌及結直腸癌的 mRNA 疫苗研發進度亦進展順利。
- **目標在未來五年維持正增長，並繼續尋求全球化抱負**。受惠於強勁的對外授權收入及成藥銷售穩健增長，石藥集團於 2026 年第 2 季度恢復收入正增長。本公司預期，持續推出新產品及不斷增加的對外授權收入將在未來五年維持此增長勢頭。同時，石藥集團透過與跨國企業合作，並為其現有產品組合取得海外監管批准，積極把握全球化機遇。
- **現金狀況良好**。強勁的對外授權收入為本公司帶來了充裕的營運現金流。其現金結餘於 2026 年 6 月 30 日達人民幣 142.0 億元。除了增加研發投資外，管理層計劃增加股息派發以回報股東。與此同時，本公司宣佈派發 2026 年度中期股息每股港幣 0.18 元（按年增長 28.5%），並於 2026 年上半年動用港幣 321 百萬元根據其股份獎勵計劃回購股份。

估值/建議

- 評級上調至「買入」，目標價上調至港幣 11.50 元，以反映優於預期的 2026 年上半年業績及未來五年更為樂觀的增長前景。目標價乃根據以下因素得出：a)每股港幣 6.03 元或現有藥物的 7 倍 2027 年預測市盈率，及 b)每股港幣 5.47 元的資產淨值(NAV)衍生管線價值（加權平均資本成本(WACC): 11.0%，終端增長率：4%）。

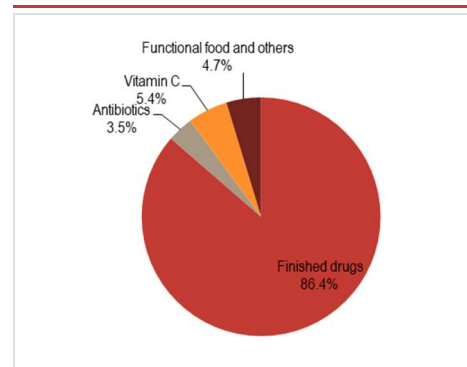
盈利預測調整/風險

- **盈利預測調整**。根據優於預期的 2026 年上半年業績，我們已將 2026 年收入及經調整純利增長預測，從按年增長 5.0%及 4.9%上調至按年增長 19.6%及 108.8%。
- **風險**：a)政策風險：例如帶量採購(VBP)計劃、反腐運動及其他政策；b)市場競爭加劇；c)新產品研發及市場審批風險；以及 d)業務合作風險等。

股價催化劑

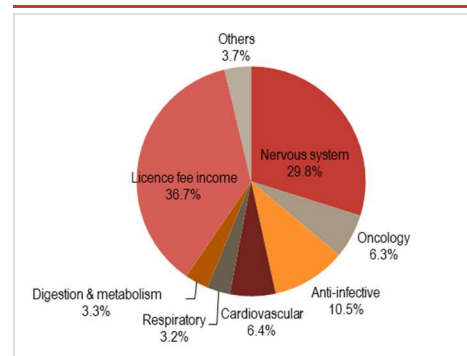
- a)強勁的研發表現及持續的業務發展努力。
- b)推出新產品以產生收入來源。

分部收益(2026 年上半年)



資料來源：石藥集團、大華繼顯

成藥收入—按治療領域劃分(2026 年上半年)



資料來源：石藥集團、大華繼顯

損益表

截至12月31日止年度	2025	2026年預	2027年預	2028年預
(人民幣百萬元)		百	百	百
淨營業額	26,006	31,098	31,990	33,011
息稅折舊攤銷前利潤	6,102	10,667	11,480	12,277
折舊及攤銷	1,202	1,279	1,408	1,536
息稅前利潤	4,899	9,388	10,072	10,741
聯營公司貢獻	(52)	(10)	(10)	(10)
淨利息收入／(支出)	(39)	(39)	(39)	(39)
除稅前溢利	4,808	9,339	10,024	10,693
稅項	(932)	(1,810)	(1,942)	(2,072)
少數股東	6	(376)	(380)	(388)
純利	3,882	7,153	7,702	8,233
純利(經調整)	3,534	7,380	7,936	8,474

營運比率

截至12月31日止年度	2025	2026年預	2027年預	2028年預
(人民幣百萬元)		百	百	百
營運	6,471	10,811	9,410	10,065
除稅前溢利	4,808	9,339	10,024	10,693
稅項	(932)	(1,810)	(1,942)	(2,072)
折舊及攤銷	1,202	1,279	1,408	1,536
營運資金變動	1,301	1,953	(128)	(139)
非現金項目	-	-	-	-
其他經營現金流量	91	49	49	49
投資	(4,813)	(1,991)	(1,991)	(1,991)
資本支出(增長)	(1,981)	(1,981)	(1,981)	(1,981)
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(2,832)	(10)	(10)	(10)
融資	(1,485)	(2,907)	(4,496)	(6,194)
支付股息	(2,722)	(2,868)	(4,458)	(6,155)
股份發行	-	-	-	-
借款所得款項	-	-	-	-
償還貸款	(63)	-	-	-
其他/已付利息	1,300	(39)	(39)	(39)
現金流入(流出)淨額	172	5,913	2,922	1,880
年初現金及現金等價物	5,917	6,090	12,003	14,925
外匯影響導致的變動	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	6,090	12,003	14,925	16,805

資產負債表

截至12月31日止年度	2025	2026年預	2027年預	2028年預
(人民幣百萬元)		百	百	百
固定資產	12,153	12,855	13,428	13,874
其他長期資產	12,294	12,294	12,294	12,294
現金/短期投資	6,090	12,003	14,925	16,805
其他流動資產	16,161	13,838	14,046	14,289
資產總額	46,698	50,989	54,694	57,262
短期債務	329	329	329	329
其他流動負債	9,849	9,479	9,560	9,663
長期債務	-	-	-	-
其他長期負債	1,970	1,970	1,970	1,970
股東權益	33,178	37,463	40,707	42,784
少數股東權益	1,372	1,748	2,128	2,516
負債及權益總額	46,698	50,989	54,694	57,262

關鍵指標

截至12月31日止年度 (%)	2025	2026年預	2027年預	2028年預
		百	百	百
盈利能力				
毛利	65.6	71.5	72.0	72.5
稅前利潤率	18.5	30.0	31.3	32.4
純利率	14.9	23.0	24.1	24.9
資產回報率	8.5	14.6	14.6	14.7
股本回報率	11.9	20.3	19.7	19.7
增長				
營業額	(10.4)	19.6	2.9	3.2
毛利	(16.0)	30.3	3.6	3.9
除稅前溢利	(13.8)	94.2	7.3	6.7
純利	(10.3)	84.3	7.7	6.9
純利(經調整)	(24.5)	108.8	7.5	6.8
每股收益	(22.5)	108.9	7.5	6.8
槓桿比率				
債務佔總資本比率	1.0	0.9	0.8	0.8
債務權益比率	1.0	0.9	0.8	0.8
債務／(現金)淨額與權益	(17.4)	(31.2)	(35.9)	(38.5)
利息覆蓋率	158.1	276.4	297.4	318.1

億緯鋰能 (300014 CH)

2026 年第 2 季：核心盈利按年上升 294%按年受出貨量增長帶動；上調目標價至人民幣 85 元

要點

- 2026 年第 2 季度業績符合預期，純利為人民幣 1,855 百萬元（按年增長 268%/按季增長 28%），經調整純利為人民幣 1,337 百萬元（按年增長 294%/按季增長 20%）。盈利增長乃由出貨量增長及成本節約所帶動。
- 收入按年增長 63%，受惠於鋰離子電池出貨量增長 66%，超出消費電池分部的預期。毛利率因成本上漲而未達預期。除息稅前利潤(EBIT)率因營運開支節省而超出預期。
- 我們將 2026-28 年純利預測分別上調 5% / 6% / 10%至人民幣 7,583 百萬元 / 人民幣 9,968 百萬元 / 人民幣 11,679 百萬元，此乃由於消費者電池銷售額增加及營運開支減少，抵銷了平均售價(ASP)及毛利率下降的影響。
- 維持「買入」評級，並根據 10 年期貼現現金流(DCF)法，將目標價由人民幣 83.50 元上調至人民幣 85 元。我們的新目標價意味著 18.5 倍 2027 年預測市盈率。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026 年 第 2 季	按年百 分比	按季百 分比	2026 年 上半年	按年百 分比	先前 2026 年 預測	按年百 分比	2026 年 上半年/ 2026 年	評論
電動車電池出貨量	21.4	89.4	49.4	35.8	66.5	70.0	39.6	0.51	超出預期
儲能系統(ESS)電池出貨	24.1	50.1	18.2	44.5	54.9	115.0	61.9	0.39	未達預期
總出貨量(GWh)	45.5	66.4	31.0	80.2	59.8	185.0	52.6	0.43	符合預期
收入	25,012	62.7	20.9	45,691	62.2	94,740	54.1	0.48	消費電池板塊表現優異
毛利	3,636	35.4	25.2	6,539	34.0	14,211	43.0	0.46	
毛利率(%)	14.5	(2.9)	0.5	14.3	(3.0)	15.0	(1.2)	0.95	碳酸鋰成本上漲
息稅前利潤	2,176	155.5	61.9	3,520	58.8	7,674	79.6	0.46	
除息稅前利潤(EBIT)率 (%)	8.7	3.2	2.2	7.7	(0.2)	8.1	(0.2)	0.95	銷售、一般及行政 (SG&A)開支和研發開支 優於預期
純利	1,855	268.0	28.3	3,301	105.7	7,229	74.9	0.46	
純利-經調整	1,337	294.0	19.9	2,451	112	5,413	74.9	0.45	
純利率(%)	7.4	4.1	0.4	7.2	1.5	7.6	(1.7)	0.95	
核心純利率(%)	5.3	3.1	(0.0)	5.4	1.3	5.7	(1.5)	0.94	

來源：億緯鋰能，大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度業績符合預期，純利為人民幣 1,855 百萬元（按年增長 268%/按季增長 28%），經調整純利為人民幣 1,337 百萬元（按年增長 294%/按季增長 20%）。這使 2026 年上半年純利及經調整純利分別達到人民幣 3,301 百萬元（按年增長 106%）及人民幣 2,451 百萬元（按年增長 112%），分別佔我們全年預測的 46%及 45%。盈利增長主要受惠於出貨量增長及成本節省。
- 受惠於消費電池業務，收益於 2026 年第 2 季度按年增長 63%及按季增長 21%至人民幣 250 億元，超出預期。這使 2026 年上半年收入達到人民幣 456.90 億元（按年增長 62%），佔我們全年預測的 48%。

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	48,615	61,470	101,388	130,776	158,985
息稅折舊攤銷前利潤	7,621	7,660	11,330	15,288	18,276
經營利潤	4,863	4,272	7,807	11,116	13,514
純利（報告 / 實際）	4,076	4,134	7,583	9,968	11,679
純利（經調整）	3,162	3,096	5,232	6,877	8,057
每股盈利(EPs)(美仙)	199.2	199.3	348.9	458.7	537.4
市盈率（倍）	27.6	27.6	15.8	12.0	10.2
市賬率（倍）	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	16.2	16.2	10.9	8.1	6.8
股息收益率(%)	0.9	0.9	1.6	2.1	2.4
純利率(%)	6.5	5.0	5.2	5.3	5.1
債務／（現金）淨額與權益	43.8	58.0	43.4	31.7	19.7
利息保障倍數（倍）	11.3	6.2	9.0	13.4	17.4
股本回報率(%)	8.7	7.7	11.5	13.0	13.1
市場預期純利	-	-	7,012	9,414	11,981
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.08	1.06	0.97

來源：億緯鋰能，彭博，大華繼顯

分析師

利新民

ken.lee@uobkayhian.com.hk
+852 2236 6760

買入(維持)

股價	人民幣 55.06 元
目標價	人民幣 85 元
上升空間	54.4%
早前目標價	人民幣 83.50 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	300014 CH
已發行股份(百萬)	2,173
市值(百萬港元)	119,662
市值(百萬美元)	15,440
三個月平均每日成交額（百萬美元）	473

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 94.44 元/港幣 47.03 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
8.1	(17.3)	(13.7)	13.5	(16.3)

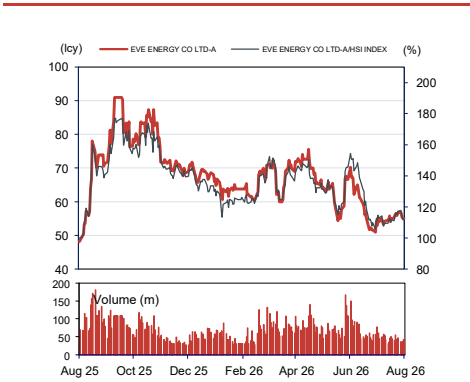
主要股東(%)

西藏億緯控股有限公司	32.02
------------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	20.59
2026 財年每股淨債務（港元）	9.76

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

億緯鋰能股份有限公司開發、製造及銷售用於消費電子產品、無線電動工具、兩輪電動車及電動車的鋰離子電池。

- 電動車電池銷售收入於 2026 年上半年按年增長 53% 至人民幣 172.80 億元，符合我們的預期，其中出貨量超出預期（35.8GWh，按年增長 66.5%）抵銷了平均售價(ASP)未達預期（人民幣 0.48 元/Wh，按年下跌 7.9%）。鑑於 2026 年上半年出貨量樂觀，我們將 2026 年電動車電池出貨量預估從 70GWh 上調至 75GWh，並維持 2027-28 年預測為 90GWh/110GWh。同時，我們將 2026-28 年電動車電池的每瓦時(Wh)平均售價(ASP)假設分別從人民幣 0.56 元 / 人民幣 0.60 元 / 人民幣 0.52 元下調至人民幣 0.48 元 / 人民幣 0.51 元 / 人民幣 0.49 元。該公司的電動車電池銷售將由大型圓柱形電池、商用車業務擴張以及寶馬等新海外客戶推動。
- 2026 年上半年儲能系統(ESS)電池銷售收入為人民幣 150.90 億元（按年增長 69%），低於我們的預期，原因是出貨量為 44.5GWh（按年增長 55%），平均售價(ASP)為人民幣 0.34 元/瓦時(Wh)（按年增長 9.2%）。鑑於 2026 年上半年出貨量，我們將 2026 年儲能系統電池出貨量預估從 115GWh 下調至 110GWh，並維持 2027 年至 2028 年的預測為 140GWh/190GWh。同時，我們將 2026-28 年儲能系統(ESS)電池的每瓦時(Wh)假設分別從人民幣 0.37 元 / 人民幣 0.40 元 / 人民幣 0.35 元下調至人民幣 0.34 元 / 人民幣 0.36 元 / 人民幣 0.34 元。該公司的儲能系統銷售額將由 628Ah 大容量電池的量產、全球訂單激增及海外產能擴張所帶動。
- 營收超出預期來自消費電池業務板塊，該板塊於 2026 年上半年實現營收按年增長 26%，達人民幣 64.10 億元。我們將 2026-27 年的收入增長預期從 10%/10% 上調至 20%/15%，並維持 2028 年的預測為 10%。該公司的消費電池銷售額將由物聯網(IoT)設備、電子煙及擴大穿戴式裝置的市佔率所推動。
- 毛利率收縮乃由於碳酸鋰價格上漲所致。毛利率於 2026 年第 2 季度跌至 14.5%（按年下跌 2.9 個百分點 / 按季上升 0.5 個百分點），並於 2026 年上半年跌至 14.3%（按年下跌 3.0 個百分點），而我們全年假設為 15.0%。毛利率下跌乃由於碳酸鋰成本上漲所致。鑑於 2026 年上半年毛利率，我們將 2026 年毛利率假設從 15% 下調至 14.5%，並維持 2027-28 年預測為 15%/15%。我們預期毛利率將受產能利用率上升及產品價格調整所帶動。
- 成本節省推動除息稅前利潤(EBIT)率上升。2026 年第 2 季度，銷售、一般及行政(SG&A)開支佔收入比率按年下降 4.1 個百分點至 3.8%，而研發開支佔收入比率按年下降 0.8 個百分點至 3.4%。因此，儘管毛利率有所下降，2026 年第 2 季度除息稅前利潤(EBIT)率仍升至 8.7%（按年上升 3.2 個百分點 / 按季上升 2.2 個百分點）。我們將 2026 年行政開支 / 收入比率及研發開支 / 收入比率的假設分別從每年 1.1% / 4.1% 下調至每年 0.9% / 4.0%。
- 投資收益於 2026 年上半年按年飆升 264% 至人民幣 1,183 百萬元，超出預期。聯營公司及合營企業應佔溢利於 2026 年上半年按年飆升 231% 至人民幣 605 百萬元。此外，其他投資收益按年躍升 305%，主要由於處置長期股權投資收益達人民幣 447 百萬元所致。考慮到這一點，我們將 2026 年投資收益預估從人民幣 12.0 億元上調至人民幣 18.0 億元，並維持 2027-28 年的預測分別為人民幣 12.0 億元 / 人民幣 12.0 億元。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026-28 年純利預測分別上調 5%/6%/10% 至人民幣 7,583 百萬元/人民幣 9,968 百萬元/人民幣 11,679 百萬元。
- 風險：a) 全球電動車銷售復甦慢於預期；b) 商品成本上漲；c) 電池價格未能隨成本上漲而及時調升。

估值/建議

- 維持「買入」評級，並將目標價從人民幣 83.50 元上調至人民幣 85 元，此乃基於我們的 10 年期貼現現金流(DCF)法（加權平均資本成本(WACC)：11%，終端增長率：4%）。我們的最新目標價意味著 18.5 倍 2027 年預測市盈率。

股價催化劑

- 催化劑：46 系列圓柱形電池量產、628Ah 儲能系統(ESS)電池推出、2026 年第 3 季度業績發佈。

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	61,470	101,388	130,776	158,985
息稅折舊攤銷前利潤	7,660	11,330	15,288	18,276
折舊及攤銷	(3,388)	(3,523)	(4,172)	(4,763)
息稅前利潤	4,272	7,807	11,116	13,514
總其他非經營收入/(開支)	(373)	-	-	-
聯營公司貢獻	1,227	1,800	1,200	1,200
淨利息收入／(支出)	(685)	(867)	(828)	(779)
除稅前溢利	4,440	8,740	11,488	13,935
稅項	(138)	(1,049)	(1,379)	(2,090)
少數股東	(168)	(108)	(142)	(166)
純利	4,134	7,583	9,968	11,679
純利（經調整）	3,096	5,232	6,877	8,057

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	7,492	17,525	18,303	20,681
除稅前溢利	4,440	8,740	11,488	13,935
稅項	(138)	(1,049)	(1,379)	(2,090)
折舊及攤銷	3,388	3,523	4,172	4,763
聯營公司	(1,227)	(1,800)	(1,200)	(1,200)
營運資金變動	245	7,244	4,393	4,495
非現金項目	784	867	828	779
其他經營現金流量	-	-	-	-
投資	(12,616)	(12,178)	(12,089)	(12,039)
資本支出(增長)	(10,446)	(12,300)	(12,250)	(12,250)
投資	(264)	-	-	-
其他	(1,905)	122	161	211
融資	4,383	(1,997)	(3,042)	(3,594)
支付股息	(3,029)	(1,997)	(3,042)	(3,594)
借款所得款項	15,313	9,000	9,000	9,000
償還貸款	(7,791)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
其他/已付利息	(110)	-	-	-
現金流入（流出）淨額	(741)	3,350	3,172	5,048
年初現金及現金等價物	8,512	7,837	11,187	14,359
外匯影響導致的變動	66	-	-	-
年末現金及現金等價物	7,837	11,187	14,359	19,407

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	49,675	58,711	66,993	74,648
其他長期資產	22,194	23,736	24,731	25,763
現金/短期投資	7,837	11,187	14,359	19,407
其他流動資產	45,837	66,919	82,267	97,091
資產總額	125,542	160,552	188,350	216,909
短期債務	7,246	7,246	7,246	7,246
其他流動負債	45,005	73,331	93,073	112,392
長期債務	25,815	25,815	25,815	25,815
其他長期負債	2,505	2,505	2,505	2,505
股東權益	42,320	48,895	56,810	65,884
少數股東權益	2,652	2,759	2,901	3,067
負債及權益總額	125,542	160,552	188,350	216,909

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	12.5	11.2	11.7	11.5
稅前利潤率	7.2	8.6	8.8	8.8
純利率	5.0	5.2	5.3	5.1
資產回報率	2.7	3.7	3.9	4.0
股本回報率	7.7	11.5	13.0	13.1

增長

營業額	26.4	64.9	29.0	21.6
息稅折舊攤銷前利潤	0.5	47.9	34.9	19.5
除稅前溢利	(4.3)	96.8	31.4	21.3
純利	1.4	83.4	31.4	17.2
純利（經調整）	(2.1)	69.0	31.4	17.2
每股收益	0.1	75.1	31.4	17.2

槓桿比率

債務佔總資本比率	26.3	20.6	17.6	15.2
債務權益比率	78.1	67.6	58.2	50.2
債務／（現金）淨額與權益	58.0	43.4	31.7	19.7
利息保障倍數（倍）	6.2	9.0	13.4	17.4

大族激光 (002008 CH)

2026 年第 2 季：強勁增長，全面超出預期

要點

- 大族激光 2026 年第 2 季度的業績幾乎與初步數字完全一致。
- 管理層預期 2026 年收入至少為人民幣 270 億元，按年增長 44%，並預計利潤率將持續改善。受惠於蘋果公司及人工智能相關需求，增長勢頭預計自 2027 年起亦將保持強勁。
- 大族激光現為我們首選的「買入」建議之一。維持「買入」評級；目標價：人民幣 153.20 元。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 2 季度	2026 年第 1 季度	2026 年第 2 季度	按年(%)	按季(%)
收入	4,669	5,135	8,278	77.3	61.2
毛利	1,415	1,747	2,940	107.7	68.3
營業收入	261	497	1,399	435.5	181.5
純利	325	354	934	187.6	163.8
核心純利	189	408	1,000	428.9	145.1
利潤率(%)					
毛利率(GPM)	30.3	34.0	35.5	5.2	1.5
營業利潤率(OPM)	5.6	9.7	16.9	11.3	7.2
純利率	4.1	8.0	12.1	8.0	4.1

來源：大族激光，大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度業績符合初步結果，2026 年第 2 季度收入按年增長 77.3%，按季增長 61.2%，達人民幣 83.0 億元；毛利率按年擴大 5.2 個百分點，按季擴大 1.5 個百分點；營業收入按年飆升 435.6%，按季飆升 181.5%，達人民幣 1,399 百萬元；以及呈報純利按年增長 187.6%，按季增長 163.8%，達人民幣 934 百萬元。該等業績幾乎完全符合初步數字。
- 所有業務分部於 2026 年上半年均錄得強勁且加速的增長。值得注意的是，大族激光（Han's）的消費電子產品收入按年增長 196.8%，按半年增長 46.0%，達到人民幣 24.0 億元；而印刷電路板(PCB)設備亦錄得按年增長 109.3%，按季增長 47.0%的強勁增長。與我們的收入假設相比，消費電子 / 低功率雷射 / 高功率雷射 / 泛半導體 / 印刷電路板(PCB) / 鋰離子電池板塊的銷售額分別較我們的估計高出 6.0% / 17.6% / 2.0% / 2.7% / 4.6% / 2.4%。
- 指引：2026 年收入不低於人民幣 270.0 億元，毛利率回升。管理層指引，該公司於 2027 年首七個月錄得人民幣 190.0 億元新訂單，而人民幣 90.0 億元的結轉積壓訂單使總積壓訂單達到人民幣 280.0 億元。

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	14,771	18,759	25,068	29,688	32,633
息稅折舊攤銷前利潤	945	1,795	3,389	4,312	4,884
經營利潤	435	1,212	2,665	3,551	4,077
純利（報告 / 實際）	1,694	1,190	2,417	3,095	3,521
純利（經調整）	445	810	2,157	2,835	3,261
每股收益（分）	161.0	115.5	234.8	300.6	341.9
市盈率（倍）	55.4	77.2	38.0	29.7	26.1
市賬率（倍）	5.8	5.3	4.7	4.2	3.7
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	99.6	51.3	27.9	21.0	18.6
股息收益率(%)	0.4	0.2	0.5	0.7	0.8
純利率(%)	3.0	4.3	8.6	9.5	10.0
債務／（現金）淨額與權益(%)	(4.5)	1.5	14.9	(2.6)	(1.5)
利息保障倍數（倍）	(2.6)	122.4	65.0	55.0	82.7
股本回報率(%)	2.9	4.8	11.7	13.6	13.8
市場預期純利			2,139	2,889	3,407
大華繼顯／市場預期（倍）			1.13	1.07	1.03

來源：大族激光，彭博，大華繼顯

分析師

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李澍謙

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

買入(維持)

股價	人民幣 91.56 元
目標價	人民幣 153.20 元
上漲空間	+67.3%
前次目標價	不適用

股票數據

行業	工業設備
股份代號	002008 CH
已發行股份(百萬)	1,030
市值(人民幣百萬元)	94,271
市值(百萬美元)	13,806
三個月平均每日成交額（百萬美元）	365.0

價格表現(%)

52 週高位/低位	人民幣 91.68 元/人民幣 22.82 元
1 個月	38.1
3 個月	91.4
6 個月	152.4
1 年	273.1
年初至今	116.5

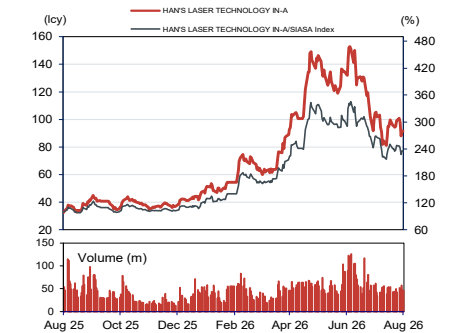
主要股東(%)

深圳市大族實業有限公司	15.71
-------------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	16.22
2026 財年每股淨現金（港元）	2.50

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

大族激光科技產業集團開發、製造及銷售用於切割、焊接、標記及鑽孔多種工業材料的激光產品。

- 按業務分部劃分，管理層目標是消費電子產品達到人民幣 35.0-40.0 億元上限，新能源產品超過人民幣 40.0 億元，泛半導體收入按年增長 20-30%至人民幣 24.0-26.0 億元。毛利率應會從 2025 年 32-33%的低谷攀升，回歸先前 35-36%的區間，此乃由於大族數控(Han's CNC)的人工智能印刷電路板(AI PCB)組合更為豐富，而其傳統鑽孔機的毛利率僅約 20%。我們的人民幣 283.0 億元預測高於該公司底線 4.7%。
- 來自蘋果公司的 3D 列印設備訂單將會是近期的一個關鍵催化劑。關於 3D 列印(3DP)，管理層表示與北美客戶的資格認證進展順利，並對 3DP 獲客戶採納應用於其製造流程仍抱持信心。設計定案及份額分配的結果預計將於 2026 年 9 月底或 2026 年 10 月初揭曉，鑑於目前人民幣 40.0 億元的消費電子產品收入指引並未包含任何潛在的 3D 列印訂單，我們預期此事件將成為大族激光的關鍵正面催化劑。
- 空心光纖將會是中期增長動力，並自 2027 年起貢獻收入。在收購空心光纖子公司 Linfibre Technology 後，大族激光正將拉絲塔從三座擴展至五座，這將使其產能達到 100,000 至 120,000 光纖公里。該廠房的建設將於 2027 年 4 月完成，並將於 2027 年 7 月開始提升產能。大族激光亦正尋求透過其在東南亞、德克薩斯州及加拿大的現有土地資源拓展海外業務。
- 玻璃通孔(TGV)已正式確立為先進封裝擴展方案。玻璃通孔(TGV)鑽孔現由大族數控負責，毗鄰其現有的印刷電路板(PCB)鑽孔業務，而玻璃通孔(TGV)基板商機已分配予集團的玻璃加工中心，該中心仍處於規劃階段且尚未獲批。張家港預製棒廠附屬的合成石英項目亦包含半導體材料業務，目標為光罩基板。整體而言，該業務似乎處於非常初步的階段，且並無關於產品驗證或收益規模的指引。

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價不變，為人民幣 153.20 元。我們將估值基準轉移至 2027 年預測並進行估值。大族激光的 2027 年預測市盈率為 39.9 倍，較其歷史平均值高出 1 個標準差。該股票以 2026 年預測市盈率 29.6 倍及 2027 年預測市盈率 23.3 倍進行交易。

盈利預測調整/風險

- 我們分別上調 2026-28 年核心盈利預測 35.7%/33.6%/45.3%，原因如下： a) 由於銷售額全面超出預期，以及來自蘋果供應鏈、印刷電路板(PCB)設備等主要增長動力更具可持續性的增長，加上人工智能對低功率雷射產品產生超出預期的正面影響，因此收入假設較高；b)整體組合更佳，從而推高綜合利潤率；c)營運規模更佳，從而降低營運開支。

股價催化劑

- a)於 9 月底或 10 月初公佈蘋果 3D 列印(3DP)分配，b)隨著客戶廠房於 2026 年下半年起竣工，國內人工智能印刷電路板(AI PCB)設備訂單將會增加。

2026-28 年預測的變動

截至12月31日止年度 (人民幣百萬元)	舊估計			新估計			差異(%)		
	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
收入	24,559	27,094	29,238	25,068	29,720	32,657	2.1	9.7	11.7
毛利	8,888	9,772	10,768	9,155	11,062	12,235	3.0	13.2	13.6
經營利潤	2,529	2,917	3,370	2,665	3,543	4,071	5.4	21.5	20.8
呈報純利(NP)	2,311	2,596	2,964	2,417	3,089	3,516	4.6	19.0	18.6
核心純利(NP)	2,051	2,336	2,704	2,157	2,829	3,256	5.2	21.1	20.4
毛利率(%)	36.2	36.1	36.8	36.5	37.2	37.5	0.3	1.1	0.7
營業利潤率(%)	10.3	10.8	11.5	10.6	11.9	12.5	0.3	1.1	1.0
核心純利率(NPM) (%)	8.4	8.6	9.2	8.6	9.5	10.0	0.2	0.9	0.8

來源：大族激光、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	18,759	25,068	29,688	32,633
息稅折舊攤銷前利潤	1,795	3,389	4,312	4,884
折舊及攤銷	584	723	761	807
息稅前利潤	1,212	2,665	3,551	4,077
總其他非經營收入	2	-	-	-
聯營公司貢獻	(56)	-	-	-
淨利息收入／(支出)	(10)	(41)	(65)	(49)
除稅前溢利	1,553	3,074	3,937	4,478
稅項	(236)	(461)	(590)	(672)
少數股東	(128)	(196)	(251)	(285)
純利	1,190	2,417	3,095	3,521
純利(經常性)	810	2,157	2,835	3,261

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	1,469	(1,150)	5,100	746
除稅前溢利	1,212	2,665	3,543	4,071
稅項	(889)	(861)	(989)	(1,071)
折舊 / 攤銷	584	723	761	807
聯營公司	56	-	-	-
營運資金變動	(526)	(4,127)	1,336	(3,511)
非現金項目	1,032	450	450	450
其他經營現金流量	-	-	-	-
投資	511	(961)	(900)	(900)
資本支出(增長)	(639)	(961)	(900)	(900)
投資	(477)	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	1,628	-	-	-
融資	(985)	(41)	(65)	(50)
支付股息	(506)	-	-	-
股份發行	-	-	-	-
借款所得款項	4,611	3,000	3,000	3,000
償還貸款	(5,111)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
其他/已付利息	-	-	-	-
現金流入（流出）淨額	996	(2,152)	4,136	(203)
年初現金及現金等價物	5,858	6,838	4,686	8,821
年末現金及現金等價物	6,838	4,686	8,821	8,618

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	6,311	6,250	6,153	6,034
其他長期資產	6,365	6,779	7,115	7,427
現金/短期投資	6,838	4,686	8,821	8,618
其他流動資產	18,735	25,465	25,333	29,652
資產總額	38,248	43,179	47,422	51,731
短期債務	911	911	911	911
其他流動負債	15,279	17,803	19,190	20,316
長期債務	2,635	2,635	2,635	2,635
其他長期負債	498	498	498	498
股東權益	17,283	19,494	22,100	24,997
少數股東權益	1,643	1,839	2,089	2,374
負債及權益總額	38,248	43,179	47,422	51,731

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	9.6	13.5	14.5	14.9
稅前利潤率	7.7	10.5	11.7	12.3
純利率	4.3	8.6	9.5	10.0
資產回報率	2.2	5.3	6.2	6.6
股本回報率	4.8	11.7	13.6	13.8
增長				
營業額	27.0	33.6	18.6	9.9
息稅折舊攤銷前利潤	89.9	88.7	27.0	13.3
除稅前溢利	(15.4)	97.9	27.8	13.8
純利	(29.8)	103.2	27.8	13.8
純利(經調整)	82.3	166.1	31.1	15.1
每股收益	(28.2)	103.2	27.8	13.8
槓桿比率				
債務佔總資本比率	21.6	20.3	20.0	18.4
債務權益比率	47.9	44.9	42.9	38.1
淨債項對股本	1.5	14.9	(2.4)	(1.0)
利息保障倍數（倍）	122.4	65.0	54.7	82.0

網易 (9999 HK)

2026 年第 2 季度：遊戲業務增長具韌性，利潤率強勁擴張；項目儲備前景維持審慎

要點

- 網易 2026 年第 2 季度業績符合預期。收入按年增長 7.9%，達人民幣 301.0 億元。毛利按年增長 17.5%至人民幣 212.0 億元，毛利率按年上升 5.8 個百分點至 70.5%。非公認會計原則(Non-GAAP)經營利潤按年增長 28.7%至人民幣 129.0 億元，較我們的估計高出 23%。非公認會計原則(Non-GAAP)純利按年下跌 18.7%至人民幣 77.0 億元，低於我們及市場普遍預期。純利率於 2026 年第 2 季度按年收縮 8.4 個百分點至 26%。
- 維持「買入」評級，目標價不變，為港幣 252 元(美金 160 元)。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025 年第 2 季度	2026 年第 1 季度	2026 年第 2 季度	按季	按年	大華繼續	差異	市場普 遍預期	差異
淨收益	27,892	30,591	30,107	(1.6%)	7.9%	29,724	1.3%	29,447	2.2%
網上遊戲	22,806	25,713	25,023	(2.7%)	9.7%	24,460	2.3%		
雲端音樂	1,969	1,981	1,977	(0.2%)	0.4%	2,140	(7.6%)		
有道	1,418	1,348	1,467	8.8%	3.5%	1,559	(5.9%)		
創新業務及其他	1,699	1,549	1,639	5.8%	(3.5%)	1,565	4.7%		
銷售成本	-9,839	-9,374	-8,889	(5.2%)	(9.7%)	-9,387	(5.3%)		
毛利	18,052	21,217	21,217	0.0%	17.5%	20,337	4.3%	19,739	7.5%
毛利率(GPM)	64.7%	69.4%	70.5%	1.1 個百分點	5.8 個百分點	68.4%	2.1 個百分點	67.0%	3.4 個百分點
非公認會計原則(Non-GAAP)營業利潤(OP)	9,992	13,258	12,855	(3.0%)	28.7%	10,430	23.3%		
非公認會計原則(Non-GAAP)營業利潤率(OPM)	35.8%	43.3%	42.7%	-0.6 個百分點	6.9 個百分點	35.1%	7.6 個百分點		
非公認會計原則(Non-GAAP)純利(NP)	9,532	11,275	7,747	(31.3%)	(18.7%)	10,248	(24.4%)	10,189	(24.0%)
非美國通用會計準則純利率	34%	37%	26%	-11.1 個百分點	-8.4 個百分點	34%	-8.7 個百分點		
非美國通用會計準則每股攤薄盈利	14.81	17.47	12.02	(31.2%)	(18.8%)	15.88	(24.3%)		

來源：網易、大華繼續

分析

- 線上遊戲穩健增長；遞延收益加速有助於提高可見度。網易的線上遊戲收入按年增長 10%（2025 年第 2 季度：+14%，2026 年第 1 季度：+7%），達到人民幣 257.0 億元，主要受《夢幻西遊》及《燕雲十六聲》帶動。受惠於個人電腦 / 高利潤遊戲產品組合佔比提高，線上遊戲的毛利率按年擴大 5.9 個百分點至 76.1%。遞延收益於 2026 年第 2 季度按年增長 14%（2026 年第 1 季度：23%），支持未來數個季度有更好的收益可見度及穩健的增長勢頭。
- 新遊戲開發管線前景仍保持審慎；現有遊戲仍保持穩固。Ananta (無限大)仍在積極開發中，管理層將在 Gamescom 披露其最新進展，儘管尚未公佈官方發佈日期。《破碎之地》的首次發行表現遜於預期，管理層承認早期玩家體驗存在弱點。該團隊正透過改進用戶引導、採納玩家意見、增加內容及為長期營運作準備來應對；由於管理層優先考慮改進國內版本，因此短期內不太可能在海外推出。同時，現有遊戲產品保持韌性，《蛋仔派對》在夏季表現強勁，《逆水寒》在周年更新後同時在線用戶數達到兩年來新高。

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	105,295	112,648	121,655	130,851	140,242
息稅折舊攤銷前利潤	37,663	43,094	53,423	53,463	59,801
經營利潤	34,853	40,847	50,916	51,169	57,346
純利（報告／實際）	34,966	38,772	41,735	42,225	47,394
純利（經調整）	33,511	37,344	39,705	45,362	50,757
每股收益	1,037.2	1,159.6	1,228.8	1,403.9	1,570.9
市盈率	16.0	14.3	13.5	11.8	10.6
市賬率(P/B)	3.8	3.3	5,594.5	15.5	7.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	13.8	12.1	9.7	9.7	8.7
股息收益率	2.2	1.8	2.1	2.4	2.7
純利率	33.2	34.4	34.3	32.3	33.8
債務／（現金）淨額與權益	(30.7)	(28.1)	(15,439.4)	(15.1)	(60.4)
股本回報率	26.6	25.9	52.0	245.3	87.8
市場預期純利	-	-	38,841.8	43,180.4	47,259.7
大華繼續／市場預期（倍）	-	-	1.02	1.05	1.07

來源：網易、彭博、大華繼續

分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+86 21 5404 7225 分機 808

買入(維持)

股價	港幣 193.40 元
目標價	港幣 252 元
上升空間	30.3%

股票數據

行業	通訊服務
股份代號	9999 HK
已發行股份(百萬)	3,201.3
市值(百萬美元)	619,121.9
市值(百萬美元)	78,935.4
三個月平均每日成交額（百萬美元）	229.8

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 248 元/港幣 168.80 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(8.3)	7.2	3.3	(4.1)	(9.9)

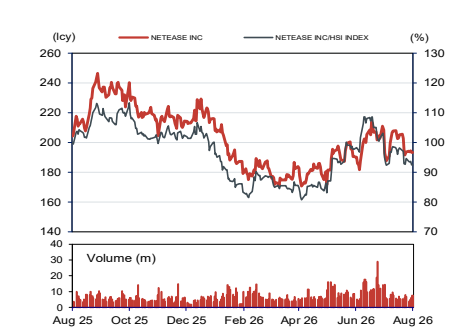
主要股東(%)

丁磊	44.1
摩根大通	3.4
貝萊德(BlackRock Inc)	2.9

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(NAV) (人民幣)	0.03
2026 財年每股淨債務(人民幣)	4.58

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

網易公司是一家中國互聯網科技公司，提供以內容、社群、通訊及商務為核心的線上服務。

- **網易雲音樂保持穩定; 有道穩健增長, 利潤率擴張。** 網易雲音樂收入大致持平, 按年增長 0.4% (2025 年第 2 季度: -4%; 2026 年第 1 季度: 7%), 達人民幣 20 億元, 主要受惠於會員訂閱持續增長及以音樂為導向的變現能力改善。雲音樂分部於 2026 年第 2 季的毛利率為 37.4% (同比增加 1.3 個百分點)。網易有道於 2026 年第 2 季度收入按年穩定增長 3% (2025 年第 2 季度: +7%; 2026 年第 1 季度: +4%), 達到人民幣 15.0 億元, 主要受學習服務收入增加所支持。有道毛利率按年上升 5.9 個百分點至 48.9%, 毛利於 2026 年第 2 季度錄得人民幣 717 百萬元。此外, 創新業務及其他業務的收益按年下跌 4%, 至人民幣 16.0 億元。
- **利潤率概覽。** 於 2026 年第 2 季度, 毛利率按年擴大 5.8 個百分點至 70.5%, 其中遊戲及增值服務(VAS)毛利率達 76.1% (按年增加 5.9 個百分點), 主要受平台收益分成成本下降所帶動。銷售及市場推廣(S&M)開支佔收益的 12.2%, 而 2025 年第 2 季則為 12.8%; 研發開支大致維持穩定, 佔 15.4%, 而 2025 年第 2 季則為 15.6%, 反映持續投資於創新及內容開發。經調整經營利潤按年增長 28.7%至人民幣 129.0 億元, 利潤率擴大至 42.7%。然而, 非公認會計原則(Non-GAAP)純利按年下跌 18.7%至人民幣 77.0 億元, 主要由於投資虧損, 而實際稅率則增至 25.5%。
- **2026 年下半年展望仍以投資組合為導向, 而非取決於主要新產品發佈。** 管理層沒有提供關於預訂、收益或銷售及市場推廣(S&M)的自上而下指引, 並重申其專注於長期用戶體驗, 而非季度貨幣化目標。現有特許經營權, 包括《夢幻西遊》、《蛋仔派對》、《漫威爭鋒》及《永劫無間》, 應提供支持, 而《燕雲十六聲》的海外參與度在其最初發布高峰後已趨於穩定。
- **穩定的股東回報。** 網易宣佈派發 2026 年第 2 季度股息, 每股美金 0.096 元 (每股美國存託股份(ADS)美金 0.480 元), 派息比率約為 30%。於報告期內, 本公司回購了 280 萬股美國存託股份(ADS), 代價為美金 324 百萬元, 使截至 2026 年 6 月止, 根據其現有計劃累計回購的美國存託股份達 2,490 萬股, 總成本為美金 23.0 億元。網易的美金 50.0 億元股份回購計劃已延長至 2029 年 1 月, 為股東回報提供持續的靈活性。

估值/建議

- 維持「買入」評級, 目標價維持不變, 為港幣 252 元(美金 160 元)。我們的目標價意味著 18 倍 2026 年預測市盈率, 此乃鑑於其前景秀麗的遊戲產品線及人工智能應用進度。該公司目前以 14 倍 2026 年預測市盈率交易, 低於其 15 倍的歷史平均值。

盈利預測調整/風險

- 我們大致維持 2026 年第 3 季度收入及非公認會計原則(Non-GAAP)純利預測不變, 這意味著收入按年增長 8%, 乃鑒於線上遊戲遞延收入穩健。我們維持 2026 年收入預測不變, 但將非公認會計原則(Non-GAAP)純利下調 6.4%至人民幣 397.0 億元, 純利率為 33%。
- 風險包括新遊戲表現遜於預期及長青遊戲表現不確定性。

股價催化劑

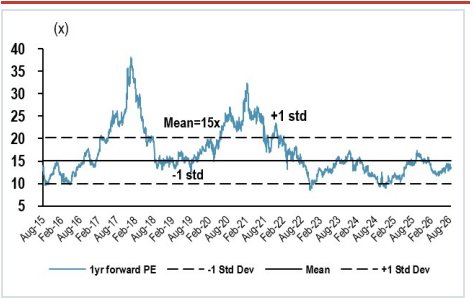
- a)遊戲產品線表現強勁, 及 b)網易雲音樂的盈利能力持續改善。

分部加總估值法

	2027 年預測收入 (10 億人民幣)	純利率 (%)	2027 年預測非公 認會計原則(Non- GAAP)盈利 (%)	估值(2027)市盈率 / 市銷率(PE/PS) (倍)	估計公平值 (10 億人民幣)	公平值 (港元)	每股公平值 (港元)
網上遊戲	116	31%	35%	15	531	578	179
雲端音樂	9			3	26	28	9
有道	7			3	12	13	4
創新及其他	7			1	7	8	2
總企業價值					577	627	194
淨現金					171	187	58
目標價(港元)							252.00

來源: 網易、大華繼顯

12 個月遠期市盈率區間



來源: 彭博

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	112,647.9	121,654.7	130,851.5	140,242.0
息稅折舊攤銷前利潤	43,094.3	53,422.9	53,463.4	59,800.9
折舊及攤銷	2,247.4	2,506.6	2,294.2	2,455.1
息稅前利潤	40,846.8	50,916.3	51,169.2	57,345.8
總其他非經營收入	310.6	(393.9)	(393.9)	(393.9)
聯營公司貢獻	731.5	(1,948.2)	(1,948.2)	(1,948.2)
淨利息收入／(支出)	3,953.5	3,692.6	3,712.6	3,732.6
除稅前溢利	45,842.4	52,266.8	52,539.7	58,736.3
稅項	(6,032.7)	(9,848.7)	(9,457.1)	(10,572.5)
少數股東	(1,038.0)	(683.5)	(857.5)	(769.4)
純利	38,771.8	41,734.5	42,225.0	47,394.3
純利（經調整）	37,343.7	39,705.4	45,361.9	50,756.9

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	50,739.8	38,540.2	41,581.7	50,965.0
本年度溢利	45,842.4	52,266.8	52,539.7	58,736.3
稅項	(6,032.7)	(9,848.7)	(9,457.1)	(10,572.5)
折舊及攤銷	2,247.4	2,506.6	2,294.2	2,455.1
聯營公司	(731.5)	1,948.2	1,948.2	1,948.2
營運資金變動	7,094.0	(1,508.6)	(3,795.0)	346.1
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	2,320.1	(6,824.1)	(1,948.2)	(1,948.2)
投資	(33,181.3)	(29,819.2)	(3,228.1)	(2,804.8)
資本支出(增長)	(2,253.0)	(2,433.1)	(2,617.0)	(2,804.8)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(30,928.4)	(27,386.1)	(611.1)	0.0
融資	(20,159.8)	(71,927.6)	(8,840.6)	(8,840.6)
支付股息	(8,840.6)	(8,840.6)	(8,840.6)	(8,840.6)
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	3,096.3	(726.1)	0.0	0.0
其他/已付利息	(14,415.5)	(62,360.9)	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	(2,601.3)	(63,206.6)	29,512.9	39,319.5
年初現金及現金等價物	54,469.7	51,487.2	(11,719.3)	17,793.6
外匯影響導致的變動	(381.1)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	51,487.2	(11,719.3)	17,793.6	57,113.1

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	8,425.3	8,180.3	8,503.1	8,852.8
其他長期資產	32,374.3	31,964.2	31,964.2	31,964.2
現金/短期投資	51,487.2	27,262.0	17,793.6	57,113.1
其他流動資產	129,128.2	164,801.6	167,201.4	168,162.4
資產總額	221,415.1	232,208.1	225,462.3	266,092.5
短期債務	6,384.4	12,604.2	12,604.2	12,604.2
其他流動負債	45,984.5	43,014.0	41,618.7	42,925.8
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	3,942.1	5,028.3	5,028.3	5,028.3
股東權益	160,387.4	94.9	34,336.8	73,660.0
少數股東權益	4,716.6	4,376.2	4,376.2	4,376.2
負債及權益總額	221,415.1	65,117.6	97,964.2	138,594.5

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	38.3	43.9	40.9	42.6
稅前利潤率	40.7	43.0	40.2	41.9
純利率	34.4	34.3	32.3	33.8
資產回報率	18.6	18.4	18.5	19.3
股本回報率	25.9	52.0	245.3	87.8

增長

營業額	7.0	8.0	7.6	7.2
息稅折舊攤銷前利潤	14.4	24.0	0.1	11.9
除稅前溢利	11.8	14.0	0.5	11.8
純利	10.9	7.6	1.2	12.2
純利（經調整）	11.4	6.3	14.2	11.9
每股收益	11.8	6.0	14.2	11.9

槓桿比率

債務佔總資本比率	3.7	73.8	24.6	13.9
債務權益比率	4.0	13,276.2	36.7	17.1
債務／（現金）淨額與權益	(28.1)	(15,439.4)	(15.1)	(60.4)

技術分析



分析師

大中華區研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

中國海外發展 (0688 HK)

最後價格:	港幣 14.15 元
支撐位:	港幣 12.97 元/港幣 11.97 元
阻力位:	港幣 14.77 元/港幣 15.61 元

技術分析:

价格行为在阻力区域遭到明确拒绝后，收出了一根典型的射击之星 K 线形态。尽管 RSI 指标仍位于 50 中轴上方，但长长的上影线凸显出买方在关键位置日内控制力的骤然丧失。如果今日能够确认收出看跌的跟进 K 线，将验证这一反转结构的有效性，并为向下方支撑底座的调整走势铺平道路。

平均時限：約兩週。



領展房產基金 (0823 HK)

最後價格:	港幣 39.30 元
支撐位:	港幣 38.22 元/港幣 37.18 元
阻力位:	港幣 41.96 元/港幣 42.54 元

技術分析:

价格行为昨日强势突破看涨旗形整理区域，并形成了一个向上跳空的窗口缺口，确认了激进的买盘需求。技术指标与价格扩张保持高度共振，RSI 自 50 中轴下方拐头向上进入积极的多头区域。形态突破、上行动能与新缺口支撑的共振展现出强劲的结构实力，预示着盘面将展开向更高目标的延续性上行。

平均時限：約兩週。

IMPORTANT NOTICE - DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

This report is provided subject to various disclosures and disclaimers (the "Disclosures / Disclaimers") which form an integral part of this report and are available at [this link](#) or by scanning the QR code below:



The Disclosures / Disclaimers contain important information, including without limitation, (a) exclusions of liability, (b) confidentiality obligations, (c) restrictions on publication, circulation, reproduction, distribution and use of the report, (d) potential conflicts of interest, and (e) disclosures and requirements specific to recipients in the United States and other applicable jurisdictions.

Specifically, this report is intended for general circulation and informational purposes only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation, or particular needs of any individual person. It is not intended to constitute personal investment advice or a recommendation to buy or sell any investment product or security. You should independently evaluate the information and, where necessary, seek advice from a qualified financial adviser regarding the suitability of any investment, taking into account your specific objectives, financial situation and needs, before making any investment decision. Analyst certifications required under applicable regulations, including SEC Regulation AC (where relevant), are included in this report.

Recipients of this report must carefully read, review and understand the full Disclosures / Disclaimers before using or relying on any information in this report. By accessing, receiving or using this report, you acknowledge and confirm that you have read, understood, accepted and agreed to be bound by the Disclosures / Disclaimers (as may be amended or updated from time to time) in full."