

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)	51711.7	(1.0)	(1.6)	0.1	7.6
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7408.3	(1.2)	(1.7)	0.6	8.2
富時 100 指數(FTSE 100)	10639.2	(0.7)	0.6	2.0	7.1
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9018.1	0.1	(0.2)	0.3	(0.0)
滬深 300 指數(CSI 300)	4728.0	0.2	0.6	(3.9)	2.1
富時海峽時報指數(FSSTI)	5581.8	(0.2)	0.8	7.2	20.1
恒生中國企業指數(HSCEI)	8352.7	1.2	0.4	7.6	(6.3)
恒生指數(HSI)	25210.8	1.3	0.8	8.0	(1.6)
雅加達綜合指數(JCI)	6315.3	(0.3)	3.4	3.5	(27.0)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1714.6	0.2	(0.4)	2.1	2.1
韓國綜合股價指數(KOSPI)	7096.9	4.4	4.1	(13.5)	68.4
日經 225 指數(Nikkei 225)	66422.6	0.5	(0.6)	(4.8)	31.9
泰國證券交易所指數(SET)	1641.0	0.1	0.4	6.5	30.3
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	44850.8	0.1	(1.7)	(4.8)	54.9
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2725.0	0.4	(4.0)	2.2	45.2
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4498.0	0.0	0.1	(1.4)	14.4
布蘭特原油(美元/桶)	100.7	7.0	19.5	30.6	65.5

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	結束
混合式業績發佈會與 Plover Bay Technologies Ltd (1523 HK)之團體午宴	香港	7月31日	7月31日
與 i-Tail Corporation Public Company Limited (ITC TB)的虛擬會議	泰國	8月5日	8月5日

企業及宏觀經濟日誌

經濟指標/事件	國家/地區	日期
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月採購經理指數(綜合、製造業、非製造業)	中國	7月31日
第二季 GDP 初值(經季節性調整按季比較, 按年比較)	香港	7月31日
6月貨幣供應(M1, M2, M3)	香港	7月31日

請點擊頁碼以移至相關頁面

重點新聞

行業更新 | 中國汽車

第 3 頁

政策已定調——中國已終止對鋰離子電池為期 11 年的稅務豁免(自 2026 年 9 月起徵收 2%，自 2027 年起徵收 4%；鈉離子電池及固態電池則獲豁免)，而工業和信息化部已下令進行生產一致性審核並要求結束價格戰。海南將於 2030 年前禁止銷售新的內燃機汽車。新車型首發轉為防守態勢，長城汽車調降坦克 300 價格，理想汽車維持 L6 定價，而小鵬汽車的全球車型 MONA L03 則獲得 20,000 份訂單。維持「與大市一致」評級。

公司更新 | 百度集團 (9888 HK/買入/港幣 106.20 元/目標價:港幣 186 元)

第 6 頁

百度預計將於 8 月中下旬公布 2026 年第 2 季業績。我們預計百度核心業務收入將按年下降 1%，其中人工智能雲端業務增長 44%被廣告業務下降 21%所抵銷，而核心經營利潤應按年下降 18%。值得關注的關鍵事件包括 2026 年下半年人工智能投資增加、與蘋果公司的合作、昆侖芯分拆，以及雙重主要上市。維持「買入」評級，目標價上調至港幣 186 元(美金 190 元)。

公司更新 | 中國生物製藥 (1177 HK/買入/港幣 5.19 元/目標價:港幣 7.20 元)

第 9 頁

儘管學名藥表現疲弱，中國生物製藥的創新藥收入及對外授權收入將推動其於 2026 年上半年實現雙位數收入增長。由於聯營公司科興生物(Sinovac LS)於 2025 年上半年並無派發人民幣 13.50 億元特別股息，2026 年上半年經調整純利可能大幅波動，惟我們仍預期 2026 年錄得雙位數盈利增長。在引進授權新產品和強大研發能力的支持下，中國生物製藥應可在 2027 年實現穩定的收入和盈利增長。維持「買入」評級。因學名藥政策逆風，將目標價下調至港幣 7.20 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面「買入/持有/沽售」評級相反的技术建議。

技術分析

小米 | 1810 HK

第 12 頁

支持水平：港幣 25.28 元/港幣 24.48 元

阻力位：港幣 29.74 元／港幣 32.88 元

中國生物製藥 | 1177 HK

第 12 頁

支持位：港幣 4.71 元／港幣 4.19 元

阻力位：港幣 5.47 元／港幣 5.76 元

汽車

週報：政策提高門檻，新車型首發轉趨防守

亮點

- 中國結束了為期 11 年的電池稅豁免——將於 9 月 26 日起對鋰離子電池徵收 2% 的稅，並將於 2027 年提高至 4%。
- 工業和信息化部已下令進行生產一致性審核、更嚴格的先進駕駛輔助系統（ADAS）安全檢查，並終止不理性的競爭，而海南省將於 2030 年前禁止銷售新的內燃機汽車。
- 新車首發已轉為防守策略：長城汽車下調了坦克 300 混合動力車型的價格，而理想汽車則維持了 L6 的定價。同時，小鵬汽車的 MONA L03 車型獲得 20,000 份訂單。
- 維持「與大市同步」。首選「買入」：寧德時代、比亞迪、吉利、敏實；「沽售」理想汽車。

分析

- 政策：三項舉措提高了成本及合規門檻。**北京已收緊電池稅，並對汽車製造商發起全系統的安全及反價格戰審查。同時，海南已設定首個省級截止日期，以終止內燃機汽車銷售。
 - 電池消費稅——為期 11 年的豁免期結束。**自 26 年 9 月 1 日起，電動車及儲能用鋰離子電池將徵收 2% 的消費稅，並將於 2027 年升至 4%，而鈉離子電池及固態電池則豁免至 2028 年。這為電動汽車（EV）及儲能系統（ESS）的電池供應鏈增加了成本項目。寧德時代應具備更強議價能力，可將稅項轉嫁予汽車原始設備製造商，而比亞迪則因自行生產電池，故可免受該稅項影響。然而，億緯鋰能等規模較小的電池製造商及其他汽車原始設備製造商將承受額外的成本壓力。吉利生產其電動車所需電池的三分之一，並可能在未來提高電池產量。此外，該稅項將加速鈉離子電池及固態電池的發展。

與大市一致
(維持)

分析師
利新民

ken.lee@uobkh.com
+852 2236 6760

分部評級

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

來源：大華繼顯

板塊精選

公司	股票代號	評級	股價(當地貨幣)	目標價(當地貨幣)
寧德時代	300750 CH	買入	385.99	640.00
比亞迪	1211 HK	買入	88.65	135.00
吉利	175 HK	買入	18.52	27.00
敏實	425 HK	買入	27.80	56.00
理想汽車	2015 HK	沽售	48.96	40.00

來源：彭博、大華繼顯

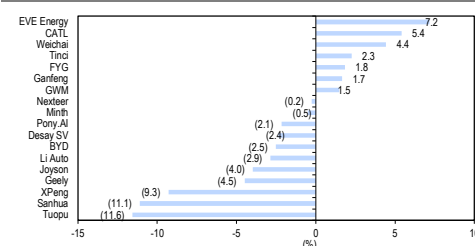
同業比較

公司	股票代號	評級	價格 7月23日 (當地貨幣)	目標價 (當地貨幣)	目標價 上升空間 (%)	最新 年 底	市盈率 2025	2026年 預測 (倍)	2027年 預測 (倍)	收益率 2026年 預測 (%)	股本回報率 2026年 預測 (%)	市值 (百萬當地貨幣)	價格/ 每股資產淨值 (倍)
比亞迪-H 股	1211 HK	買入	88.65	135.00	52.3	12/25	21.5	15.5	12.5	0.6	15.3	326,533	2.4
吉利	175 HK	買入	18.52	27.00	45.8	12/25	11.3	9.9	7.8	2.8	17.8	199,741	2.6
長城汽車-H 股	2333 HK	持有	8.94	9.90	10.7	12/25	6.7	7.2	5.9	2.6	10.2	20,628	0.7
理想汽車	2015 HK	沽售	48.96	40.00	(18.3)	12/25	193.5	61.0	75.4	0.0	2.0	102,082	1.2
小鵬汽車	9868 HK	買入	51.30	90.00	75.4	12/25	虧損	162.9	19.7	0.0	1.7	80,409	2.7
福耀玻璃-H 股	3606 HK	買入	55.40	100.00	80.5	12/25	13.5	12.6	10.5	5.2	27.2	33,614	2.9
惠州德賽西威	002920 CH	買入	83.90	150.00	78.8	12/25	20.4	20.4	17.3	1.7	24.8	50,072	2.9
敏實	425 HK	買入	27.80	56.00	101.4	12/25	10.1	9.6	8.1	3.0	11.7	32,566	1.1
耐世特	1316 HK	買入	4.02	8.30	106.5	12/25	12.7	9.6	8.7	4.7	6.2	10,089	0.6
寧波均勝	600699 CH	買入	20.12	43.00	113.7	12/25	21.2	15.9	14.0	1.3	9.9	28,081	1.5
寧波拓普	601689 CH	買入	48.17	100.00	107.6	12/25	31.1	27.6	24.0	0.0	11.7	83,712	3.4
小馬智行	PONY US	買入	6.83	16.00	134.3	12/25	虧損	虧損	虧損	0.0	不適用	2,413	0.3
濰柴動力-H 股	2338 HK	持有	33.46	35.00	4.6	12/25	42.2	22.0	20.7	2.7	10.7	65,014	2.6
浙江三花	002050 CH	買入	37.19	57.00	53.3	12/25	38.9	33.2	28.7	1.2	14.2	138,774	4.5
禾賽	2983 HK	買入	15.21	33.00	117.0	12/25	33.8	30.3	18.3	0.0	5.9	15,836	1.7
速騰聚創	2498 HK	買入	22.66	50.00	120.7	12/25	虧損	102.3	23.6	0.0	2.4	10,695	2.4
寧德時代	300750 CH	買入	385.99	640.00	65.8	12/25	24.4	18.6	14.1	2.7	20.8	1,693,338	4.5
億緯鋰能	300014 CH	買入	55.31	83.50	51.0	12/25	27.7	14.6	11.1	1.7	6.8	120,205	2.3
贛鋒鋰業-H 股	1772 HK	買入	40.50	120.00	196.3	12/25	45.8	22.1	13.6	0.9	(1.2)	19,566	1.5
天錫材料	002709 CH	買入	37.44	75.00	100.3	12/25	53.0	14.9	12.5	2.0	5.4	76,324	3.3

來源：大華繼顯

- **工業和信息化部下令進行安全及反價格戰審查。** 工信部已指示主要汽車製造商審核其本身及關鍵供應商的生產一致性及可靠性，加強輔助駕駛及自動駕駛功能的安全性評估，並抵制非理性競爭。這將把標準從產品合格提升至系統可靠性，並有利於比亞迪及吉利等具規模的原始設備製造商。儘管如此，一些規模較小的參與者仍為其新車型設定較低的價格，例如長城汽車的新款坦克 300 及理想汽車的新款 L6。
- **海南——首個省級內燃機汽車銷售截止日期。** 海南省將自 2030 年起禁止銷售新的內燃機汽車（現有內燃機汽車可繼續行駛），目標是到 2030 年，新能源汽車在用車輛中的佔比達到 45%，高於 2025 年的 24%，而到 2025 年新能源汽車已佔該省新車銷量的 63%。直接銷量影響雖小，但作為首個省級截止日期，其強化了純新能源汽車的結構性發展軌跡，並逐步支持新能源汽車原始設備製造商及電池需求。
- **價格戰影響下，新車型首發轉趨防守。** 本週的發布主要由受壓的原始設備製造商的價格防禦以及小鵬汽車的全球化所主導，長遠而言，這將有利於規模和整合。
 - **比亞迪(1211 HK/買入/目標價：港幣 135 元)——海外業務重整加上產品攻勢。** 比亞迪圍繞渠道整合及閃充，徹底改革了其海外品牌架構。該公司聘請了匈牙利前外交部長，以推動其在歐洲的業務發展，並同時發布了續航里程超過 800 公里的唐 8 系列、閃充秦 Max 以及騰勢 Z9S。垂直整合使其免受電池稅及碳酸鹽成本壓力，因其正邁向高端市場，這將強化其相對地位。
 - **吉利(175 HK/買入/目標價：港幣 27 元)——節奏持續增強。** 吉利以約美金 30,900 元的價格開啟了 Galaxy TT Ultra 的預售，並將於 7 月 24 日首次推出三電機、1,113 匹馬力的 Galaxy Cruiser 700，而其星願電動車在不到兩年內累計銷量已突破 800,000 輛。穩定的推出節奏以及不斷增長的歐洲產能合作，支持其恢復銷量增長。
 - **長城汽車(2333 HK/持有/目標價：港幣 9.90 元)——防禦性定價預示需求疲軟。** 長城汽車推出全新坦克 300，其混合動力車型的定價較預售水平低約人民幣 10,000 元，因該越野品牌面臨銷量下滑；並在其 Global One 平台開始 H10 預售。降價證實了 2026 年上半年盈利未達預期背後的需求疲軟，我們維持「持有」評級。
 - **理想汽車(2015 HK/沽售/目標價：港幣 40 元)——維持價格以捍衛不斷下滑的特許經營權。** 理想汽車以不變的人民幣 249,800 元重新推出經改良的 L6，現配備其內部研發的 Mach M100 輔助駕駛晶片，以重振銷量，並在上海設立一家 IC 設計子公司。維持價格而非降價可保護利潤率，但預示銷量壓力，而理想汽車仍是承受最大競爭壓力的覆蓋原始設備製造商。
 - **小鵬汽車(9868 HK/買入/目標價：港幣 90 元)——表現突出，走向全球。** 小鵬汽車在中國和慕尼黑同步推出 MONA L03 作為其首款全球車型，最終將進入 64 個市場，在七分鐘內獲得 20,000 份確定訂單，並在歐洲將特斯拉 Model Y 的價格壓低多達約美金 10,000 元，同時目標是在 2027 年全球推出前每月生產超過 1,000 台機器人。訂單實力及進入歐洲市場令我們保持樂觀態度。

每週股票表現



來源：彭博

估值/建議

- 我們維持中國汽車板塊「與大市一致」的評級。我們看好的細分板塊按降序排列為電池及電池材料，其次為汽車零部件，然後為原始設備製造商。本週的政策組合——電池稅、工信部對價格戰的打擊以及海南的內燃機汽車截止日期——獎勵規模、合規性及下一代技術，而非以銷量為導向的長尾。
- 首選「買入」股：寧德時代、比亞迪、吉利及敏實；「沽售」理想汽車；「持有」長城汽車。在 MONA L03 強勁推出後，我們維持對小鵬汽車(9868 HK/目標價：港幣 90 元)的「買入」評級；在坦克 300 降價後，我們維持對長城汽車(2333 HK/目標價：港幣 9.90 元)的「持有」評級；而理想汽車(2015 HK/沽售/目標價：港幣 40 元)則面臨最嚴峻的競爭格局。

行業催化劑/風險

- 催化劑：2026 年第 2 季業績及 2026 年第 3 季指引；新車型訂單動能（MONA L03、坦克 300、騰勢 Z9S）；新能源汽車出口份額持續增長；以及寧德時代在鈉離子儲能方面取得更多成功。
- 風險：a)儘管工信部有規定，但更激烈的國內價格戰壓縮了原始設備製造商的利潤；b)電池稅轉嫁壓力對材料利潤的影響；c)新安全審查帶來的重新認證和合規性拖累；及 d)海外（馬來西亞、韓國、巴西、歐盟）的進口壁壘。

個別股票的潛在催化劑

公司	催化劑	時間表	方向
比亞迪 (1211 HK)	7 月銷量有望在 6 月 410,000 輛的基礎上進一步增長，按年增長率加速至 25-30%。 2026 年第 2 季業績：我們預計純利為人民幣 70 億元（按年增長 11%/按季增長 72%）	8 月	上升空間
吉利 (175 HK)	7 月銷量可能從 6 月的 241,000 輛增長至近 300,000 輛，按年增長加速至 20%以上。	8 月	上升空間
寧德時代 (300750 CH)	2026 年第 2 季業績：我們估計經調整純利為人民幣 205.0 億元（按年增長 33%），銷量為 220 吉瓦時（按年增長 38%），其中利潤率為主要焦點。 市場關注近期碳酸鋰價格回落可能導致的存貨撇減，觸發拋售；惟該公司否認會進一步撇減，因其已於 2025 年作出足夠的存貨撥備。	7 月下旬	倘利潤率維持不變，則有上升空間

來源：大華繼顯

百度集團 (9888 HK)

2026 年第 2 季業績預覽：人工智能雲端業務增長被廣告疲弱抵銷；策略性催化劑備受關注

亮點

- 百度預計將於 8 月中下旬公布 2026 年第 2 季業績。我們預計百度核心收入按年下降 1%，其中人工智能雲端業務增長 44% 被廣告業務下降 16% 所抵銷，而核心經營利潤應按年下降 21%。值得關注的關鍵事件包括 2026 年下半年人工智能投資增加、與蘋果公司的合作、昆侖芯分拆以及雙重主要上市。
- 維持「買入」評級，目標價上調至港幣 186 元(美金 190 元)。

分析

- **人工智能雲端業務將維持穩健增長及利潤率改善。**我們預期人工智能雲端收入將於 2026 年第 2 季按年增長 44%，此乃受惠於人工智能雲端基礎設施收入增長 60% 所支持。在此細分市場內，GPU 雲預計將保持三位數的按年增長，這得益於各行業的強勁需求以及百度涵蓋晶片、雲端基礎設施和基礎模型的全棧能力。盈利能力應會持續按季改善，此乃受惠於毛利率較高的 GPU 雲端服務帶來更高的收入貢獻，以及傳統項目式業務的盈利能力有所提升。
- **核心盈利能力將趨於穩定，但較高的人工智能投資可能會限制 2026 年下半年的復甦。**預計百度核心業務於 2026 年第 2 季之經營利潤將按年下跌 21%，主要由於利潤率較低的雲端業務貢獻增加。此外，計劃中在模型訓練、GPU 採購及運算資源方面的增加，可能會在 2026 年下半年對盈利造成更大壓力。我們預計百度核心經營利潤將於 2026 年按年下降 3%，此乃受惠於雲端業務利潤率改善及持續的成本控制措施。
- **廣告業務疲弱將持續，因傳統搜尋面臨結構性壓力。**廣告收入預計於 2026 年第 2 季按年下跌 16%，反映人工智能工具獲廣泛採用後用戶行為的改變、百度人工智能搜尋轉型變現進度有限，以及充滿挑戰的宏觀環境。然而，預計廣告收入在 2026 年將佔百度核心業務收入的不足 50%，隨著人工智能雲的貢獻增加，其對整體收入增長的影響將逐漸緩和。

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	133,125	129,079	130,563	139,482	151,779
息稅折舊攤銷前利潤	28,114	2,085	17,638	18,564	25,621
經營利潤	21,270	-5,823	9,050	9,546	16,153
純利 (報告/實際)	24,175	5,457	14,042	15,984	24,510
純利 (經調整)	27,002	18,941	17,234	19,919	27,911
每股收益	965.0	663.5	597.7	684.0	948.9
市盈率	9.5	13.8	15.3	13.4	9.7
市賬率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤	8.4	113.4	13.4	12.7	9.2
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	18.2	4.2	10.8	11.5	16.1
債務/(現金)淨額與權益	(9.8)	(6.5)	(9.9)	(22.4)	(30.7)
股本回報率	9.5	2.1	5.2	5.7	8.0
市場預期純利	-	-	16,714.8	19,657.2	23,241.1
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	1.03	1.01	1.20

來源：百度、彭博、大華繼顯

買入(維持)

股價	港幣 106.20 元
目標價	港幣 186 元
上升空間	75.1%
早前目標價：	港幣 178 元

分析師
潘夢遙

julipapan@uobkh.com
+8621 5404 7225 分機 808

股票數據

行業	消費者服務
股份代號	9888 HK
已發行股份 (百萬股)	2,198.0
市值 (百萬美元)	289,078.7
市值 (百萬美元)	36,867.6
3 個月平均每日成交額 (百萬美元)	201.9

價格表現(%)

52 週高位/低位	港幣 161.2 元/港幣 84.20 元				
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今	
(2.3)	(12.3)	(28.6)	20.8	(19.2)	

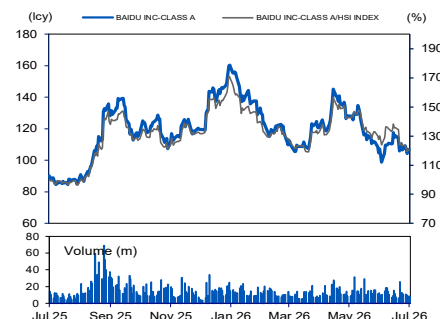
主要股東

	%
布朗兄弟哈里曼公司	5.02
領航集團公司	4.58
貝萊德	4.36

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	95.13
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	9.39

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

百度是一家領先的互聯網公司，提供演算法搜尋、企業搜尋、新聞、語音助理、線上儲存及導航服務。

- 昆侖芯建議的首次公開招股可為百度釋放重大價值。據報，昆侖芯正考慮在香港進行首次公開招股，潛在估值高達美金 500 億元，此前已於 2026 年 1 月提交保密上市申請。成功的拆分可為百度的人工智能晶片資產建立獨立估值，擴大昆侖芯的融資渠道，並支持進一步拓展外部客戶。根據市場估計，昆侖芯於 2025 年錄得人民幣 15.0-20.0 億元的收入，預計隨著昆侖 Core P800 的出貨量增加及國內人工智能基礎設施投資加速，其收入將於 2026 年增長逾一倍。除了百度之外，昆侖芯正在向超大規模雲端服務供應商、電信公司、金融機構及基礎模型公司拓展業務。
- 百度與蘋果的合作夥伴關係有望提升其人工智能的信譽、分銷及變現能力。百度作為蘋果在中國的人工智能搜尋合作夥伴，其技術、安全及合規能力獲得第三方驗證，從而增強了其對企業客戶及原始設備製造商(OEM)客戶的吸引力。蘋果現有用戶群的整合亦可透過 Siri 及視覺搜尋提供系統級別的搜尋入口點，有助於減輕流量轉移至字節跳動、微信及小紅書，同時鞏固百度在中文搜尋領域的地位。
- 雙重主要上市轉換可擴大百度於中國內地的投資者基礎，並改善滬深港通南向交易的便利性。百度已獲董事會批准，將其香港上市地位由第二上市轉換為主要上市，預計於 2026 年內完成。完成後，百度將維持在香港及納斯達克的雙重主要上市地位，而其香港股份經相關審閱後，或可符合資格納入滬深港通南向交易。這項納入將允許內地投資者透過滬深港通計劃直接投資百度，潛在有助於提高交易流動性、擴大股東基礎並強化市場對百度人工智能業務價值的認可。

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價略為上調至港幣 186 元(美金 190 元)。我們的目標價意味著 23 倍 2027 年預測市盈率。該公司目前以 13.4 倍 2026 年預測市盈率進行交易，略低於其歷史平均值 14.6 倍。

盈利預測調整/風險

- 由於廣告業務持續疲弱，我們分別下調 2026 年第 2 季/2026 年收入預測 2.1%/1.8%。我們亦由於人工智能相關開支增加，分別下調 2026 年第 2 季/2026 年非公認會計原則純利預測 4.2%/6.2%。
- 風險：a)宏觀環境疲軟及中國廣告業競爭激烈導致廣告業務疲弱，及 b)自動駕駛業務存在不確定性。

股價催化劑

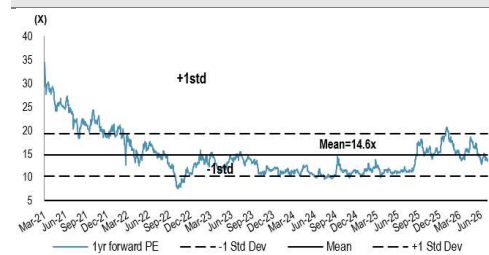
- a)擴大人工智能雲及自動駕駛領域的市佔率，b)提高所有業務單位的變現率，c)增加百度核心業務與新舉措之間的協同效應，及 d)可能在香港作雙重主要上市。

分部加總估值法

分部(百萬美元)	2027 年預測收入	2027 年預測稅後非經營利潤	市盈率 (倍)	企業價值 / 銷售額	估值 (人民幣百萬元)	估值 (百萬美元)	百度所持股權 (%)	致百度	每股美元
核心、廣告	4,907	1,570	3	1	32,506	4,711	100.0	4,711	13
AI驅動廣告	1,994			3	41,282	5,983	100.0	5,983	16
人工智能雲端 (不包括ADE)	7,685			5	265,135	38,425	100.0	38,425	106
、									
崑崙晶片	1,304			30	270,000	39,130	59.0	23,087	63
愛奇藝、長影片	3,309			1	24,226	3,511	56.2	1,973	5
Apollo (自動駕駛計程車)	1,014			5	5,072	735	100.0	735	2
小度	1,034			2	5,520	800	60.0	480	1
小計								75,394	207
投資									
攜程集團					185,010	26,813	11.5	3,083	8
快手					1,656,778	240,113	3.1	7,443	20
淨現金								14,630	40
資產淨值	22,213	3,622		3.7				98,244	270
減去控股公司折讓							20%	(19,649)	(54)
總計，單位：百萬美元	22,213			3.0				78,595	216
總計，單位：港幣百萬元								542,309	186

來源：百度、大華繼顯

12 個月遠期市盈率區間



來源：彭博大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
淨營業額	129,079.0	130,562.5	139,481.5	151,779.4
息稅折舊攤銷前利潤	2,085.0	17,637.7	18,563.8	25,620.9
折舊及攤銷	7,908.0	8,588.0	9,017.4	9,468.3
息稅前利潤	(5,823.0)	9,049.7	9,546.4	16,152.6
總其他非經營收入	2,857.1	(2,230.2)	(2,738.5)	(3,330.5)
聯營公司貢獻	3,995.9	672.2	447.4	483.8
淨利息收入／(支出)	5,818.0	9,167.4	9,791.7	12,976.5
除稅前溢利	6,848.0	16,659.2	17,047.0	26,282.5
稅項	(1,259.0)	(3,316.0)	(3,347.6)	(4,626.8)
少數股東	(132.0)	698.5	2,285.1	2,854.3
純利	5,457.0	14,041.7	15,984.5	24,510.0
純利(經調整)	18,941.0	17,233.8	19,919.1	27,910.7

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	(3,013.0)	32,210.5	36,509.2	45,249.9
年度利潤	6,848.0	16,659.2	17,047.0	26,282.5
稅項	(1,259.0)	(3,316.0)	(3,347.6)	(4,626.8)
折舊及攤銷	7,908.0	8,588.0	9,017.4	9,468.3
聯營公司	(3,995.9)	(672.2)	(447.4)	(483.8)
營運資金變動	(42,048.0)	(11,680.0)	(10,366.5)	(13,389.3)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	29,533.9	22,631.6	24,606.4	27,999.2
投資	(25,136.0)	(12,482.7)	(11,353.1)	(11,261.4)
資本開支(增長)	(12,073.0)	(7,811.9)	(7,655.7)	(7,502.5)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(13,063.0)	(4,670.8)	(3,697.4)	(3,758.9)
融資	17,142.0	(555.0)	(870.0)	93.0
支付股息	(5,443.0)	93.0	93.0	93.0
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	23,350.0	0.0	0.0	0.0
其他/已付利息	(765.0)	(648.0)	(963.0)	0.0
現金流入(流出)淨額	(11,007.0)	19,172.8	24,286.2	34,081.5
年初現金及現金等價物	36,589.0	24,831.0	44,003.8	68,290.0
外匯影響導致的變動	(751.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	24,831.0	44,003.8	68,290.0	102,371.5

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
固定資產	26,281.0	26,848.0	10,997.6	1,758.3
其他長期資產	270,906.0	267,429.0	270,917.6	275,935.4
現金/短期投資	24,831.0	30,532.0	68,290.0	102,371.5
其他流動資產	127,139.0	124,757.0	124,760.1	128,329.2
資產總額	449,157.0	449,566.0	474,965.4	508,394.4
短期債務	7,626.0	3,979.0	3,016.0	3,016.0
其他流動負債	78,702.0	79,870.0	74,133.6	75,841.1
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	73,103.0	73,369.0	73,369.0	73,369.0
股東權益	266,330.0	268,886.0	291,976.7	323,698.1
少數股東權益	13,166.0	13,422.0	13,422.0	13,422.0
負債及權益總額	449,157.0	449,566.0	465,957.3	499,386.3

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	1.6	13.5	13.3	16.9
稅前利潤率	5.3	12.8	12.2	17.3
純利率	4.2	10.8	11.5	16.1
資產回報率	1.2	3.1	3.5	5.0
股本回報率	2.1	5.2	5.7	8.0
增長				
營業額	(3.0)	1.1	6.8	8.8
息稅折舊攤銷前利潤	(92.6)	745.9	5.3	38.0
除稅前溢利	(75.7)	143.3	2.3	54.2
純利	(77.4)	157.3	13.8	53.3
純利(經調整)	(29.9)	(9.0)	15.6	40.1
每股收益	(31.2)	(9.9)	14.4	38.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	2.7	1.4	1.0	0.9
債務權益比率	2.9	1.5	1.0	0.9
債務／(現金)淨額與權益	(6.5)	(9.9)	(22.4)	(30.7)

中國生物製藥(1177 HK)

創新持續推動增長

亮點

- 儘管學名藥表現疲弱，中國生物製藥的創新藥收入及對外授權收入將推動其於2026年上半年實現雙位數收入增長。由於聯營公司科興生物（Sinovac LS）於2025年上半年並無派發人民幣13.50億元特別股息，2026年上半年經調整純利可能大幅波動，惟我們仍預期2026年盈利將錄得雙位數增長。
- 在引進授權新產品和強大研發能力的支持下，中國生物製藥應可在2027年實現穩定的收入和盈利增長。
- 維持「買入」評級，目標價因仿製藥政策逆風而下調至港幣7.20元。

分析

- 授權費收入成為新增長動力。中國生物製藥（Sino Biopharm）已簽訂兩項主要對外授權協議。與賽諾菲及阿斯利康分別就Rovadicitnib（一種潛在全球首創的JAK/ROCK抑制劑）及TQC3721（PDE3/4抑制劑）進行合作，將帶來總計美金335百萬元的預付收入。據管理層表示，該筆美金135百萬元已從賽諾菲收取，並很可能於2026年上半年確認為收入，而來自阿斯利康的約90%美金200百萬元則可能根據合作進度於26年下半年確認為收入。授權收入有望於2026年貢獻超過總收入的5%。

主要合作(2026年迄今)

日期	合作夥伴	資產	預付	里程碑	交易總值	特許權使用費
對外授權						
2026年3月	賽諾菲	Rovadicitnib (JAK/ROCK抑制劑)	美金135百萬	美金13.950億	美金15.30億元	最高可達雙位數分級
2026年7月	阿斯利康	TQC3721 (PDE3/4)	美金200百萬	美金19.0億元	美金21.0億元	根據年度淨銷售額，分級特許權使用費最高可達雙位數百分比
總計			美金335百萬	美金32.950億	美金36.30億元	

引入授權

2026年5月	GSK	Bepirovirsen（乙型肝炎）：取得中國內地商業權利
		已獲授權引進中國大陸兩種創新呼吸產品商業權利：Trelegy
2026年7月	GSK	Ellipta（全再樂，用於治療哮喘及慢性阻塞性肺病）及Anoro

來源：中國生物製藥、大華繼顯

主要財務資料

截至12月31日止年度（人民幣百萬元）	2024	2025	2026年預測	2027年預測	2028年預測
淨營業額	28,866	31,834	36,236	38,796	42,163
息稅折舊攤銷前利潤	6,490	7,431	8,481	8,772	9,609
經營利潤	5,169	6,219	7,087	7,361	8,184
純利（報告／實際）	1,920	2,343	2,579	2,688	2,983
純利（經調整）	3,457	4,541	5,017	5,355	5,902
每股收益（分）	19	25	28	30	33
市盈率（倍）	24.3	18.2	16.5	15.4	14.0
市賬率（倍）	2.6	2.7	2.6	2.6	2.5
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	15.8	13.8	12.1	11.7	10.7
股息收益率(%)	1.4	2.0	2.2	2.3	2.6
純利率(%)	12.0	14.3	13.8	13.8	14.0
債務／（現金）淨額與權益(%)	18.8	不適用	不適用	不適用	不適用
利息保障倍數（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
股本回報率(%)	8.5	10.7	11.6	11.9	12.9
市場預期純利	-	-	4,164	4,451	4,959
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.20	1.20	1.19

來源：中國生物製藥、彭博、大華繼顯

買入(維持)	
股價	港幣 5.19 元
目標價	港幣 7.20 元
上升空間	+38.7%
早前目標價	港幣 7.70 元

分析師

寶曉琴

carol.dou@uobkh.com
+ 852 2236 6749

陳穎琳

sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

股票數據

行業	醫療保健
股份代號：	1177 HK
已發行股份（百萬股）：	18,760.7
市值（百萬港元）：	96,267.0
市值（百萬美元）：	13,558.7
3個月平均每日成交額（百萬美元）：	62.7

價格表現(%)

52週高位/低位	港幣 9.12 元/港幣 4.19 元
1個月	17.4
3個月	(7.2)
6個月	(21.7)
1年	(22.4)
年初至今	(16.0)

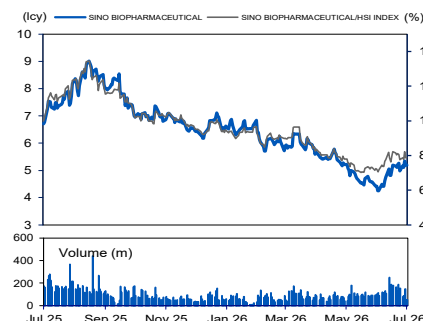
主要股東

謝家族	%
謝家族	46.64

資產負債表指標

2026財年每股資產淨值（人民幣）	1.75
2026財年每股淨負債（人民幣）	0.36

股價圖表



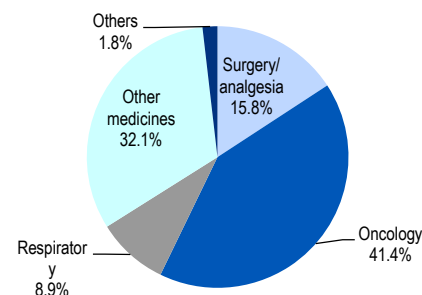
來源：彭博

公司介紹

中國生物製藥是中國領先的製藥供應商。它提供涵蓋腦血管疾病、肝炎、腫瘤科、鎮痛、呼吸道及糖尿病藥物等治療領域的廣泛藥物。

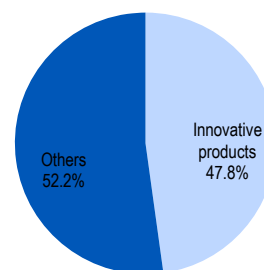
- **創新藥物將繼續支持雙位數收入增長，並於 2026 年進一步改善利潤率。**管理層繼續以 2026 年雙位數收入增長為目標，並預期創新藥銷售額按年增長 20% 作為支持。我們認為，由於反腐運動收緊，學名藥的銷售增長將持續面臨下行壓力。我們預期創新產品將貢獻超過總收入的 50%，並預測毛利率將進一步改善，營運效率將有所提升。
- **2027 年催化劑。**公司最近從葛蘭素史克（GSK）獲得三種創新產品在中國大陸的商業權利，該等產品為 Bepirovirsen（乙型肝炎）、Trelegy Ellipta（全再樂，用於治療哮喘及慢性阻塞性肺病）及 Anoro Ellipta（歐樂欣，用於治療慢性阻塞性肺病）。Bepirovirsen 預計於 2026 年第 4 季在中國推出，預期於 2027 年產生銷售收入人民幣 10 億元，並可能達到人民幣 40 億元的銷售高峰。憑藉在中國呼吸道市場的強大地位，中國生物製藥預計該兩款呼吸道產品將於 2027 年帶來逾人民幣 10 億元的總銷售額。此外，憑藉其積極的業務合作及併購策略，以及持續的研發投入，中國生物製藥已顯著強化其創新產品管線。公司預計於 2026-28 年期間每年推出 4-5 款創新產品，其中包括多款具有全球首創／同類最佳潛力的重磅產品。
- **積極尋求業務合作機會。**中國生物製藥一直積極尋求其創新產品管線的對外授權機會。除了近期與賽諾菲及阿斯利康達成的交易外，其新收購的翰思生物醫藥不僅為中國生物製藥帶來了先進的抗體發現和抗體藥物偶聯技術平台，還帶來了 LM-299/MK-2010（PD-1/VEGF 雙特異性抗體）與默沙東的對外授權項目所產生的未來里程碑付款。憑藉已強化的創新能力及經提升的研發組合，管理層預期對外授權將成為經常性收入來源，從而在未來數年推動公司盈利增長。

按分部劃分的收入（2025 年）



來源：中國生物製藥、大華繼顯

創新藥物貢獻(2025 年)



來源：中國生物製藥、大華繼顯

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 7.20 元，乃基於分部加總估值法，包括：a) 現有藥物按 2027 年預測市盈率 8 倍計算，每股價值為港幣 2.75 元；及 b) 按資產淨值計算的研發中產品線價值為每股港幣 4.36 元（加權平均資本成本 10.5%，永續增長率 3.3%）。

盈利預測調整/風險

- 我們已將 2026 年／2027 年的收入增長預測分別從按年增長 12.7%／11.2% 微調至 13.8%／7.1%，以計入 2026 年預付收入的顯著增長。
- 風險包括：a) 政策風險差於預期，包括反腐運動及帶量採購計劃帶來的價格壓力等；b) 研發及新產品推出可能延遲或失敗；及 c) 市場競爭加劇。

股價催化劑

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

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	31,834	36,236	38,796	42,163
息稅折舊攤銷前利潤	7,431	8,481	8,772	9,609
折舊及攤銷	1,212	1,393	1,411	1,425
息稅前利潤	(19,907)	(22,670)	(24,518)	(26,483)
總其他非經營收入	520	400	440	484
淨利息收入/(支出)	355	306	314	322
除稅前溢利	6,943	7,642	7,964	8,839
稅項	(1,629)	(1,793)	(1,868)	(2,073)
少數股東	(2,971)	(3,270)	(3,408)	(3,782)
純利	2,343	2,579	2,688	2,983
純利 (經調整)	4,541	5,017	5,355	5,902

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	8,218	8,071	7,294	7,268
年度利潤	6,943	7,642	7,964	8,839
稅項	(1,192)	(1,745)	(1,846)	(2,014)
折舊及攤銷	1,212	1,393	1,411	1,425
營運資金變動	2,555	2,031	1,025	285
其他經營現金流量	(1,109)	(1,059)	(1,068)	(1,076)
投資	(5,129)	(54)	(135)	(240)
資本開支 (增長)	(1,303)	(1,441)	(1,522)	(1,627)
投資	(5,196)	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	1,370	1,387	1,387	1,387
融資	965	(6,157)	(6,431)	(7,056)
支付股息	(5,100)	(5,620)	(5,902)	(6,536)
借款所得款項	6,344	(400)	(400)	(400)
償還貸款	-	-	-	-
其他/已付利息	(278)	(137)	(128)	(120)
現金流入 (流出) 淨額	4,054	1,860	729	(28)
年初現金及現金等價物	3,573	7,627	9,487	10,216
外匯影響導致的變動	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	7,627	9,487	10,216	10,188

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	8,931	8,972	9,077	9,274
其他長期資產	32,613	32,671	32,701	32,771
現金/短期投資	7,627	9,487	10,216	10,188
其他流動資產	26,838	27,381	27,590	29,333
資產總額	76,010	78,511	79,584	81,565
短期債務	8,395	8,195	7,995	7,795
其他流動負債	16,804	19,340	20,514	22,558
長期債務	7,584	7,384	7,184	6,984
其他長期負債	1,140	1,277	1,383	1,491
股東權益	30,671	31,439	32,195	33,048
少數股東權益	11,415	10,875	10,313	9,689

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				
毛利率	82.1	82.1	82.2	82.2
稅前利潤率	21.8	21.1	20.5	21.0
純利率	7.4	7.1	6.9	7.1
資產回報率	4.5	4.8	4.9	5.4
股本回報率	10.7	11.6	11.9	12.9
增長				
營業額	10.3	13.8	7.1	8.7
息稅折舊攤銷前利潤	11.0	13.9	7.1	8.7
除稅前溢利	31.6	10.1	4.2	11.0
純利	22.0	10.1	4.2	11.0
純利 (經調整)	31.4	10.5	6.7	10.2
每股收益	33.5	10.5	6.7	10.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	34.3	33.1	32.0	30.9
債務權益比率	52.1	49.6	47.1	44.7
債務/(現金)淨額與權益	不適用	不適用	不適用	不適用
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

小米集團 (1810 HK)



上日收市價：27.14 港元

支持位：25.28 港元/ 24.48 港元

阻力位：29.74 港元/ 32.88 港元

技術分析：

盘面在成功回踩并守住突破口后，完整保留了向上运行的结构几何形态，并在盘面上巩固出更高的高低点需求地基。震荡指标分析同步印证了这一积极形态，RSI 在极性转换水平上方稳住阵脚，映射出健康且未见衰竭的动能参数。从统计概率视角来看，只要价格与这一转换后的支撑边界保持明确距离，盘面启动多阶段延续性拉升的胜率将大幅提升。

預期平均時限：約 2 週

中國生物製藥 (1177 HK)



上日收市價：5.19 港元

支持位：4.71 港元/ 4.19 港元

阻力位：5.47 港元/ 5.76 港元

技術分析：

随着上方支撑转阻力区域持续压制所有反弹尝试，主导的下跌结构依然被牢牢锁住，验证了上轨区域极性转换的有效性。技术指标反映出这一潜藏的弱势，RSI 虽处于 50 中轴上方但已弯头向下，预示着买盘动能的迅速消退。因此，多时间框架图表布局高度倾向于空头延续，只要价格被压制在该关键技术天花板下方，盘面预计将维持下行走势。

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."