



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)	51511.6	(0.7)	0.1	(3.3)	7.2
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7706.0	(0.8)	2.0	0.4	12.6
富時 100 指數(FTSE 100)	10705.3	(0.0)	0.2	(1.0)	7.8
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8956.2	0.1	0.9	(3.9)	(0.7)
滬深 300 指數(CSI 300)	4517.3	(0.6)	0.8	(1.0)	(2.4)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5709.9	(0.2)	1.3	0.5	22.9
恒生中國企業指數(HSCEI)	8273.8	(1.1)	0.8	(2.3)	(7.2)
恒生指數(HSI)	24834.1	(1.0)	0.5	(4.5)	(3.1)
雅加達綜合指數(JCI)	6374.9	1.6	(1.0)	(1.9)	(26.3)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1676.4	(0.4)	(0.2)	(3.4)	(0.2)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	7080.9	0.9	5.4	4.3	68.0
日經 225 指數(Nikkei 225)	65019.0	1.4	1.6	(0.8)	29.2
泰國證券交易所指數(SET)	1610.7	0.4	3.1	0.6	27.9
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	48157.3	0.7	5.0	7.6	66.3
波羅的海乾散貨指數(BDI)	3430	(0.1)	3.1	20.7	82.7
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4614	0.1	(0.6)	(1.6)	17.3
布蘭特原油(美元/桶)	103	3.9	(2.6)	9.2	69.4

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
於麗思卡爾頓酒店舉行的「新經濟」會議	馬來西亞	10 月 7 日	10 月 7 日
與 Food Empire Holdings Ltd (FEH SP) 的非交易路演	馬來西亞	10 月 8 日	10 月 8 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
8 月貿易帳、出口、進口	香港	9 月 24 日
8 月工業企業利潤	中國	9 月 28 日
第 2 季度最終國際收支平衡表經常賬戶結餘	中國	9 月 29 日
9 月 PMI (綜合、製造業、非製造業)	中國	9 月 30 日
9 月 RatingDog 中國採購經理指數 (製造業、綜合、服務業)	中國	9 月 30 日
8 月貨幣供應 (M1、M2、M3)	香港	9 月 30 日

重點要聞

行業更新 | 中國房地產

第 2 頁→

- 市場再度盛傳將推出 40 至 100 個基點的全國性按揭利息補貼。約有 20 個城市已在推行各自的計劃。隨着按揭貸款收縮加劇 (2026 年上半年淨還款額達人民幣 7,160 億元, 高於 2025 年全年的 6,770 億元降幅), 我們認為潛在的按揭利息補貼值得關注。然而, 若補貼發放時間遲於預期或規模小於預期, 股價可能會出現回調。維持對中國房地產行業的「跑輸大市」評級。

亞洲明珠企業焦點 | 杭州海康威視數字技術 (002415 CH/未予評級/人民幣 32.58 元)

第 4 頁→

- 海康威視的國內核心業務在 2026 年上半年重回增長, 儘管出貨量下滑, 但有效的 DRAM 成本轉嫁推高了平均售價 (ASP) 並帶動營收增長, 同時將毛利率推升至創紀錄的 50%。管理層表示, 在增長動力由價格轉向銷量之前, 記憶體供應緊張預計將在整個 2027 年為盈利提供支持。

亞洲明珠企業焦點 | 北方華創科技集團 (002371 CH / 買入 / 人民幣 668.15 元 / 目標價: 人民幣 930 元)

第 7 頁→

- 受記憶體需求、國內設備採用率上升以及其在領先記憶體製造商中已確立的地位所支持, 北方華創已處於有利位置, 預期將於 2027 年錄得更強勁的財務表現。先進邏輯國產化, 加上前端製程 (FEOL) 及先進封裝產品組合的持續拓展, 提供了多年的增長機遇, 而零組件瓶頸問題應會在 2027 年前有所緩解。維持「買入」評級, 目標價為人民幣 930 元。

技術分析

農夫山泉 | 9633 HK

第 10 頁→

- 支持位: 港幣 37.1 元 / 港幣 35.06 元
- 阻力位: 港幣 39.5 元 / 港幣 40.16 元

徽商銀行 | 3698 HK

第 10 頁→

- 支持位: 港幣 4.53 元 / 港幣 4.16 元
- 阻力位: 港幣 4.91 元 / 港幣 5 元

免責聲明: 在「交易員專欄」中, 技術分析純粹基於圖表形態、價格走勢及趨勢進行, 因此獨立於我們分析員的基本面研究觀點。因此, 我們可能會不時提出與我們基本面「買入 / 持有 / 賣出」評級相反的技術分析建議。

中國房地產

按揭貸款收縮加快提高全國性利率補貼的可能性；維持「跑輸大市」評級

重點

- 市場再度盛傳將推出全國性按揭利息補貼。鑑於按揭貸款餘額縮減在 2026 年急劇加速，我們認為推出按揭利率補貼的可能性略有提高。一項涵蓋新增首套房貸款、為期一年且幅度為 100 個基點的補貼計劃，每年成本約為人民幣 230 億元，相當於年度財政收入的 0.1%。
- 我們對近期有關政府已向銀行提供窗口指導以向萬科發放貸款的傳聞仍持審慎態度。
- 一項潛在的按揭利息補貼值得留意。然而，若補貼發放時間遲於預期或規模小於預期，股價可能會出現回調。維持「跑輸大市」評級。我們首選中海外及華潤萬象生活。

分析

- 市場再度盛傳將推出全國性按揭利息補貼。過去一週市場一直揣測，政府可能會在 2026 年 9 月底前推出全國性按揭利息補貼。傳聞指出，中央與地方合計的補貼或可將新屋首置人士的實際按揭利率調降 40 至 100 個基點。連同最近這一輪在內，自 2025 年 11 月以來，類似傳聞已至少出現過三次。
- 越來越多城市採納按揭利率補貼以穩定其樓市，但地方財政緊絀限制了這些措施的規模。截至目前，已有約 20 個城市推出了各自的按揭利率補貼計劃。許多該等計劃主要針對出售現有住宅，並利用按揭融資購買新住宅的置業者。每名買家的利息補貼上限通常約為人民幣 25,000-50,000 元。然而，迄今為止，此類政策在各城市的落實範圍相對有限，每個城市的補貼預算總額僅介乎人民幣 1 億元至 2 億元。這可能主要是由於該等補貼是由地方政府出資並落實執行，因此受到地方政府財政緊絀所制約。

重點城市的按揭利率補貼計劃

城市	公佈日期	合資格買家	補貼	上限	預算
成都*	2026 年 8 月 25 日	所有使用住房公積金的新屋買家	一年公積金貸款利息的 20%	人民幣 25 千元	無明確上限
上海*	2026 年 8 月 21 日	外環外「賣舊買新」置業	貸款額的 1%	每單位 人民幣 5 萬元	人民幣 200 百萬元
廣州*	2026 年 5 月 25 日	「賣舊買新」置業	貸款額的 1%	每單位 人民幣 3 萬元	人民幣 200 百萬元
南京*	2026 年 3 月 20 日	「賣舊買新」置業	貸款額的 1%	無明確上限	人民幣 100 百萬元

*CD=成都；SH=上海；GZ=廣州；NJ=南京

資料來源：大華繼顯

同業比較

公司	股票代號	評級	價格 2026 年 9 月 23 日 (港元)	目標 價格 (港元)	目標價 上升空間 (%)	最新 年結	市盈率 2025	市盈率 2026 年 預測	市盈率 2027 年 預測	收益率 2027 年 預測	股本回報率 2026 年 預測	市場 市值 (百萬港元)	價格 / 每股資產 淨值 (倍)
華潤置地有限公司	1109 HK	買入	29.62	39.60	33.7	12/25	8.1	9.0	8.0	4.3	4.7	211,218.4	0.61
中國海外發展	688 HK	買入	12.64	19.88	57.3	12/25	9.1	10.2	9.5	3.9	2.7	138,343.3	0.30
龍湖集團	960 HK	買入	5.66	8.76	54.8	12/25	4.6	不適用	不適用	0.2	-1.9	40,171.3	0.21
越秀地產	123 HK	買入	3.27	4.50	37.8	12/25	43.5	45.7	36.1	1.1	0.5	13,142.9	0.21
華潤萬象生活	1209 HK	買入	38.08	55.00	44.4	12/25	18.8	17.0	15.3	6.5	26.6	86,917.6	4.60
中海物業集團有限公司	2669 HK	買入	3.28	4.20	28.2	12/25	6.8	7.6	7.6	5.6	18.5	10,755.0	1.41

資料來源：彭博、大華繼顯

分析員

劉潔琦

Jieqi.Liu@uobkh.com
+852 28261392

沈宸昊

Damonshen@uobkh.com
+86 21 54047225 轉 820

跑輸大市
(維持)

分部評級

分部	評級
中國房地產	跑輸大市 (維持)
物業管理	跑輸大市 (維持)

資料來源：彭博、大華繼顯

板塊首選

公司	股票代號	評級	股價 (港元)	目標價 (港元)
中國海外發展	688HK	買入	12.64	19.88
華潤萬象生活	1209 HK	買入	38.08	55.00

資料來源：彭博、大華繼顯

- **按揭貸款收縮在 2026 年加劇，這略微提高了實施全國性利息補貼的可能性。**根據中國人民銀行數據，2026 年上半年的按揭淨償還額達人民幣 7,160 億元，已超過 2025 年全年人民幣 6,770 億元的降幅。截至 2026 年 6 月，未償還餘額按年跌幅由 2025 年 12 月的-1.8%擴大至-3.8%，反映提前還款率有所上升，儘管新屋銷售按年下跌 13%。為緩解按揭貸款加速收縮對銀行盈利能力的影響，並限制房地產市場承受進一步壓力，我們認為推出按揭利率補貼政策的可能性已略有增加。
- **評估財政成本及可負擔性。**我們估計，一項為期一年、補貼 100 個基點並涵蓋新增首置按揭貸款的計劃，每年成本約為人民幣 210 億元，其計算基準為以下假設：a)一手住宅銷售額為人民幣 6.4 兆元，按年跌 13%；b)貸款對銷售比率為 40%；以及 c)新增按揭貸款中首置佔 80%。這人民幣 210 億元相當於 2026 年一般公共預算收入人民幣 22.1 兆元的 0.1%。若該計劃實施超過一年，成本將會累加，因為每年新增的貸款都會加入受補貼的資金池。一項涵蓋新增首置按揭貸款的三年期計劃，到第三年每年成本約為人民幣 620 億元，佔財政收入的 0.3%。若涵蓋存量達人民幣 36.3 兆元的現有按揭貸款，每年成本約為人民幣 3,630 億元，佔全國財政收入的 1.6%。因此，任何全國性計劃均可能限於合資格群體並設有期限。

按揭利率補貼的財政成本估算

利率補貼 情景	貸款基數	年度成本	佔中央財政收入	
	(人民幣十 百萬元)	(人民幣十 百萬元)	佔總收入百分比 (人民幣22.1兆元)	的百分比
100個基點 新增首次置業貸款，第1年	2048	20.5	0.1%	0.2%
100個基點 所有新增貸款，第1年	5120	51.2	0.2%	0.5%
100個基點 新增首次置業貸款，第3年	6144	61.4	0.3%	0.6%
100個基點 所有新增貸款，第3年	15360	153.6	0.7%	1.6%
100個基點 所有現有按揭	36300	363.0	1.6%	3.8%
40個基點 新增首次置業貸款，第1年	2048	8.2	0.0%	0.1%
40個基點 所有新增貸款，第1年	5120	20.5	0.1%	0.2%
40個基點 新增首次置業貸款，第3年	6144	24.6	0.1%	0.3%
40個基點 所有新增貸款，第3年	15360	61.4	0.3%	0.6%
40個基點 所有現有按揭	36300	145.2	0.7%	1.5%

資料來源：大華繼顯

- **另一個值得關注的傳聞——萬科。**據路透社報道，監管機構已對部分銀行（主要是大型銀行）進行非正式的「窗口指導」，要求其不要將萬科的逾期貸款歸類為不良貸款、延長還款期限，並在某些情況下延期收取利息。截至 2026 年 6 月，在萬科人民幣 3,510 億元的總借款中，銀行貸款佔人民幣 2,520 億元，即 72%。我們認為，這證實了政府意圖防止萬科這家大型國資背景開發商發生違約。鑑於銀行債務在萬科的借款中佔主導地位，在落實任何正式注資之前，寬容措施可能是現有最具實際意義的支援。然而，這提供的是流動性緩解而非改善償債能力，因此注資仍是值得關注的關鍵催化劑。

估值 / 建議

- **隨着按揭收縮步伐加快，我們認為潛在的按揭利息補貼值得關注。**然而，若補貼發放時間遲於預期或規模小於預期，股價可能會出現回調。維持對中國房地產行業的「跑輸大市」評級。我們維持防守性部署。我們首選中海外及華潤萬象生活。

行業催化劑 / 風險

- 強於預期的財政及貨幣寬鬆政策。

杭州海康威視數字技術 (002415 CH)

從記憶體驅動的復甦邁向由 AIoT 引領的出貨量增長

重點

- 記憶體通脹及有效的成本轉嫁抵銷了出貨量下滑的影響，為核心業務增長提供支持，並在短期內推高毛利率。
- 隨著記憶體通脹放緩，增長動力應從價格轉向銷量，並受惠於 AIoT 經濟效益改善、更廣泛的應用，以及 2028 年起可能出現的設備更換週期。
- 海康威視的競爭護城河建基於其營運生態圈，在此生態圈中，客戶關係、行業數據及產品部署共同推動持續創新。

分析

- 核心業務已重回增長，而有效的成本轉嫁正推動盈利復甦。** 在經歷連續四年的疲弱表現後，杭州海康威視數字技術（海康威視）的境內核心業務於 2026 年上半年按年增長 5%，管理層認為這證明該業務已走出谷底。與此同時，人工智能帶動的 DRAM 短缺使海康威視得以以快於記憶體成本上漲的速度提高平均售價（ASP），從而抵銷出貨量下滑的影響，並將 2026 年上半年的毛利率推升至 50% 的歷史新高。管理層預期記憶體供應緊張的情況將持續至 2027 年，並將 2026 年的營收目標定於人民幣 1,000 億元以上，利潤亦力求創下歷史新高。
- 增長應逐步由價格主導轉向成交量主導。** 隨著記憶體供應正常化，平均售價（ASP）應會回落並對毛利率構成壓力，惟管理層預期毛利率將維持在 45% 至 47% 的常態化區間內。較低的記憶體成本以及效能更強的邊緣晶片，或會使具備人工智能功能的感測產品對客戶更具吸引力，從而支持更廣泛的採用並帶動更高的出貨量。管理層亦認為，隨着老化的監控產品達到使用壽命終期，設備更換週期可能於 2028 年前後出現，在當前定價順風消退時提供額外的銷量推動力。
- 資本回報依然具吸引力。** 管理層擬將股息派付比率維持在 70% 以上，並相信該水平可在一段時間內得以持續。自 2009 年上市以來，海康威視已向股東回饋人民幣 845 億元，其中包括人民幣 804 億元的現金股息及人民幣 41 億元的股份購回。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2021	2022	2023	2024	2025
淨營業額	81,420	83,166	89,341	92,496	92,508
息稅折舊攤銷前利潤	17,851	14,388	16,307	15,256	17,716
經營利潤	16,559	12,358	13,993	12,838	14,578
純利（報告 / 實際）	16,800	12,838	14,108	11,977	14,195
純利（經調整）	16,445	12,331	13,666	11,815	13,703
每股收益（分）	180.3	137.0	152.0	129.7	154.6
市盈率（倍）	18.4	24.1	22.4	25.6	21.4
市賬率（倍）	4.7	4.3	3.9	3.5	3.3
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤（倍）	16.7	21.6	18.5	20.1	17.4
股息收益率（%）	2.7	2.1	2.7	2.4	3.6
純利率（%）	20.6	15.4	15.8	12.9	15.3
債務 /（現金）淨額與權益（%）	(40.9)	(38.8)	(39.9)	(33.5)	(42.4)
利息保障倍數（倍）	(77.6)	(46.2)	(35.6)	(38.9)	(88.3)
股本回報率（%）	25.7	17.6	17.2	13.7	15.6

資料來源：海康威視、彭博、大華繼顯

分析員

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李樹謙

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

未予評級

股價	人民幣 33.11 元
目標價	不適用
上升空間	不適用

股票數據

行業	電子設備及儀器
股份代號	002415 CH
已發行股份（百萬）	9,165
市值（人民幣百萬元）	303,449
市值（百萬美元）	44,977
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	442.6

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	人民幣 39.18 元 / 人民幣 28.61 元
1 個月	3.0
3 個月	(2.7)
6 個月	7.6
1 年	9.3
年初至今	11.0

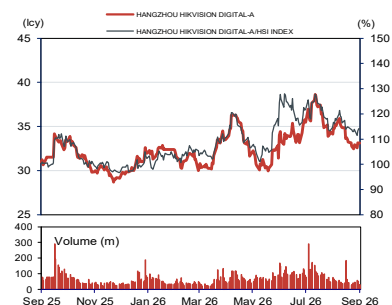
主要股東（%）

CETHIK 集團	37.3
龔虹嘉	10.5

資產負債表指標

2025 財年每股資產淨值（人民幣）	9.09
2025 財年每股淨現金（人民幣）	4.19

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

杭州海康威視數字技術是一家以視頻為核心的 AIoT 解決方案提供商。該公司設計、生產及銷售視像監控攝錄機與錄影機、門禁、警報及顯示產品，並經營機器視覺及機械人技術、智能家居、汽車電子、熱成像以及儲存等創新業務。

- **海康威視將其競爭護城河建基於軟硬件一體化的生態系統，而非獨立的人工智能模型。** 廣泛的分銷網絡與客戶關係讓機構得以獲取現實世界的營運數據，這些數據會連同行業專長，用於為特定工作流程微調電腦視覺演算法。供應鏈規模繼而實現具成本效益的客製化製造，使該等演算法能夠在涵蓋超過 30,000 款硬件 SKU 的產品組合中變現。這形成了自我強化的良性循環——已部署的硬件收集現場數據以升級模型，進而帶動更多專用產品的銷售。
- **地緣政治限制為海康威視的海外增長設定了結構性上限。** 與網絡安全相關的限制已實際將該公司排除在美國、加拿大和印度等主要市場之外，且未有任何緩解計劃或重返市場的時間表。這局限了海康威視的全球目標市場規模，並使其海外增長日益依賴於可進入的新興市場。

估值 / 建議

- 海康威視現時的 12 個月滾動市盈率 為 18.4 倍。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2022	2023	2024	2025
淨營業額	83,166	89,341	92,496	92,508
息稅折舊攤銷前利潤	13,694	15,796	14,822	16,632
折舊及攤銷	(1,336)	(1,803)	(1,984)	(2,054)
息稅前利潤	12,358	13,993	12,838	14,578
總其他非經營收入	1,780	1,526	988	1,870
聯營公司貢獻	106	(30)	31	216
淨利息收入／(支出)	611	610	487	350
除稅前溢利	14,855	16,099	14,343	17,013
稅項	(1,297)	(943)	(1,202)	(1,580)
少數股東權益	(720)	(1,048)	(1,164)	(1,238)
純利	12,838	14,108	11,977	14,195
純利（經常性）	12,331	13,666	11,815	13,703

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2022	2023	2024	2025
營運	10,164	16,622	13,264	25,339
除稅前溢利	14,855	16,099	14,343	17,013
稅項	(5,947)	(6,495)	(6,679)	(6,768)
折舊／攤銷	1,336	1,803	1,984	2,054
聯營公司	(106)	30	(31)	(216)
營運資金變動	(7,002)	(1,911)	(4,025)	6,921
非現金項目	7,030	7,096	7,672	6,335
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(3,725)	(3,987)	(4,548)	(3,417)
資本支出（增長）	(3,756)	(4,048)	(4,666)	(3,622)
投資	(82)	(115)	(44)	(127)
出售資產所得款項	13	31	19	131
其他	100	144	143	200
融資	(1,456)	(3,145)	(22,079)	(11,763)
支付股息	(8,734)	(7,083)	(8,994)	(10,565)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	8,360	11,032	7,214	4,558
償還貸款	(4,786)	(6,175)	(17,074)	(3,801)
其他／已付利息	3,704	(920)	(3,226)	(1,954)
現金流入（流出）淨額	5,211	9,603	(13,375)	10,151
年初現金及現金等價物	34,604	39,825	49,428	36,053
外匯影響產生的變動	229	113	(12)	(8)
年末現金及現金等價物	39,815	49,428	36,053	46,204

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2022	2023	2024	2025
固定資產	12,885	16,337	20,293	22,534
其他長期資產	8,443	9,360	9,242	9,108
現金／短期投資	40,012	49,638	36,271	46,508
其他流動資產	57,895	63,523	66,209	59,900
資產總額	119,235	138,858	132,016	138,050
短期債務	4,211	7,934	1,799	6,625
其他流動負債	30,144	36,479	35,846	37,371
長期債務	7,800	9,284	5,495	1,510
其他長期負債	4,108	2,998	1,376	1,327
股東權益	68,389	76,354	80,669	83,348
少數股東權益	4,582	5,809	6,832	7,869
負債及權益總額	119,235	138,858	132,016	138,050

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2022	2023	2024	2025
盈利能力				
毛利率	42.3	44.3	43.8	45.9
稅前利潤率	17.9	18.0	15.5	18.4
純利率	15.4	15.8	12.9	15.3
資產回報率	11.5	10.9	8.8	10.5
股本回報率	17.6	17.2	13.7	15.6
增長				
營業額	2.1	7.4	3.5	0.0
毛利	(2.6)	12.6	2.4	4.7
除稅前溢利	(19.6)	8.4	(10.9)	18.6
純利	(23.6)	9.9	(15.1)	18.5
純利（經調整）	(25.0)	10.8	(13.5)	16.0
每股收益	(24.3)	10.9	(14.7)	19.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	14.1	17.3	7.7	8.2
債務權益比率	17.6	22.5	9.0	9.8
債務／（現金）淨額與權益	(40.9)	(42.5)	(35.9)	(46.0)
利息保障倍數（倍）	(20.2)	(23.0)	(26.4)	(41.7)

北方華創科技集團 (002371 CH)

在記憶體推動增長之際擴大設備覆蓋範圍

重點

- 強勁的記憶體需求，加上北方華創（NAURA）在長鑫存儲（CXMT）與長江存儲（YMTC）已建立的既有業務佈局，隨著 2026 年龐大的訂單轉化為收入，應會為 2027 年更強勁的表現提供支持。
- 本土化仍是長達數年的結構性增長動力，鑑於先進邏輯晶片的國產設備滲透率相對偏低，僅為 20%至 30%，因而具備最長遠的增長空間。
- 更廣泛的前道工序（FEOL）及先進封裝產品組合，應可擴大北方華創（NAURA）的目標市場，超越目前對晶圓廠資本支出約 65%的覆蓋率。
- 維持「買入」評級，目標價為人民幣 930 元。

分析

- 2027 年的財務表現應較 2026 年更為豐碩。北方華創（NAURA Technology Group，簡稱 NAURA）2026 年上半年的訂單按年增長 40%至 50%，管理層對全年訂單維持樂觀，其中記憶體訂單在 2026 年或增長超過一倍，而先進邏輯晶片訂單則預計增長約 30%至 40%。鑑於訂單轉化為收入的週期為一年，大部分訂單應於 2027 年確認為收入。管理層預期 2027 年記憶體訂單的增長步伐將繼續領先先進邏輯晶片，這有助 NAURA 受惠於其在長鑫存儲（CXMT）和長江存儲（YMTC）等內地記憶體製造商建立的既有優勢；NAURA 在該兩家製造商的國產設備採購份額中，分別佔逾 50%及約三分之一。
- 本土化帶來了多年的結構性增長動力，其中先進邏輯晶片提供了最長的增長空間。管理層預期，到 2030 年，在中國使用的半導體設備中將有超過 50% 由本土供應，而目前整個行業的國產化率估計約為 30%。先進邏輯的本土化率依然最低，僅為 20%至 30%，相比之下，成熟節點為 30%至 40%，記憶體約為 50%，部分原因在於國內先進邏輯製程及良率仍未成熟。因此，晶圓廠在可行情況下仍會優先選用進口設備，一般只有在進口受限時才會採用國產替代品。然而，國產設備的改進或有助於擴大應用，管理層聲稱北方華創（NAURA）在深紫外光（DUV）可用節點上的同代設備能夠以更低成本提供相若的效能及正常運行時間。

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	30,075	39,353	52,430	67,945	86,669
息稅折舊攤銷前利潤	6,866	6,607	9,887	14,206	17,525
經營利潤	5,770	5,040	8,068	11,740	16,375
純利	5,622	5,522	8,379	11,416	15,655
純利（經調整）	5,571	5,336	8,079	11,116	15,355
每股收益（分）	1,057	762	1,156	1,575	2,160
市盈率（倍）	63.2	87.7	57.8	42.4	30.9
市賬率（倍）	11.4	12.8	10.6	8.6	6.9
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	70.8	73.6	49.2	34.2	27.7
股息收益率（%）	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
純利率（%）	18.7	14.0	16.0	16.8	18.1
淨債項對權益比率（%）	(19.8)	0.1	12.5	4.6	4.2
利息保障倍數（倍）	(109.5)	(28.9)	(24.3)	(40.2)	(51.1)
股本回報率（%）	20.3	16.1	20.1	22.5	24.7
市場預期純利	-	-	7,546	11,362	15,597
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.11	1.00	1.00

來源：北方華創、彭博、大華繼顯

分析員

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 668.15 元
目標價	人民幣 930 元
上升空間	39.2%

股票數據

行業	半導體製造設備
股份代號	002371 CH
已發行股份（百萬）	726
市值（人民幣百萬元）	484,869
市值（百萬美元）	71,867
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	1,175.7

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		人民幣 968 元 / 人民幣 386.62 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(5.6)	(10.6)	50.4	59.5	40.8

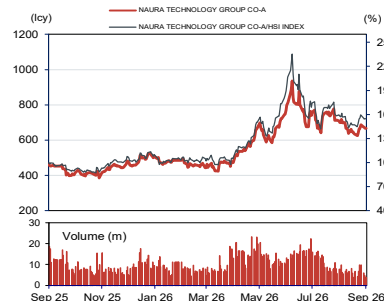
主要股東（%）

北京七星華創電子	33.2
北京電子控股	7.3

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	42.03
2026 財年每股淨債項（人民幣）	(7.84)

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

北方華創科技集團是一間綜合微電子公司。該公司設計、生產及銷售集成電路設備、太陽能電池系統設備、質量流量控制器、薄膜晶體管、鋰電池製造系統及其他產品。

- **記憶體本土化正接近其目前的上限。** 光刻與度量 / 檢測分別佔記憶體晶圓廠設備（WFE）開支約 20% 及 10%，且依然嚴重依賴海外供應商，而塗膠顯影系統（track systems）及離子注入設備的本地採用率依然有限。因此，若要在目前約 50% 的本地化率之上取得實質進展，將取決於國內在這些設備類別中擴大採用，並從長遠來看，取決於光刻以及度量 / 檢測領域的技術突破。
- **產品組合擴展應會擴大北方華創的目標市場。** 其目前的產品類別涵蓋約 65% 的晶圓廠資本支出，而管理層的目標是將產品組合拓展至前道工序（FEOL）及先進封裝領域，但光刻及化學機械研磨（CMP）除外。在前端製程（FEOL）領域，北方華創（NAURA）計劃增加更多化學氣相沉積及離子注入設備，包括高能離子注入機，同時升級現有生產線以支援更先進的製程。在先進封裝領域，該公司旨在提供涵蓋矽穿孔（TSV）蝕刻、原子層沉積（ALD）金屬阻擋層沉積、物理氣相沉積（PVD）銅晶種層沉積、電鍍、清洗及混合鍵合的整裝設備產線。混合鍵合技術仍處於早期階段，其中一台晶片對晶圓（die-to-wafer）設備正接受客戶驗證，而晶圓對晶圓（wafer-to-wafer）驗證預計將於 2027 年展開。
- 零部件瓶頸應會在 2027 年前得以緩解。當前的限制主要集中在歷來依賴進口的零部件，例如閥門、泵、質量流量控制器和真空計。北方華創（NAURA）正在對國產替代品進行認證，並預計有關瓶頸將於 2026 年內得到解決，零部件供應狀況在 2027 年將不再限制營運。
- **研發開支應會在 2026 年下半年加快增長。** 研發開支的核心組成部分依然是人員成本。請注意，新聘員工中有 60% 至 70% 為校園招聘人員，他們通常在下半年入職。因此，管理層計劃於 2026 年增聘 4,000 至 5,000 名員工，預計將推高 2026 年下半年的研發開支。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價為人民幣 930 元，這是基於 59.0 倍 2027 年預測市盈率，並錨定在五年歷史預測均值之上 1.5 個標準差。

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	39,353	52,430	67,945	86,669
息稅折舊攤銷前利潤	6,607	9,887	14,206	17,525
折舊及攤銷	(1,567)	(1,819)	(2,466)	(1,151)
息稅前利潤	5,040	8,068	11,740	16,375
總其他非經營收入	1,034	1,200	900	900
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／(支出)	(229)	(408)	(354)	(343)
除稅前溢利	5,845	8,860	12,286	16,931
稅項	(436)	(709)	(983)	(1,355)
少數股東權益	113	228	113	78
純利	5,522	8,379	11,416	15,655
純利（經常性）	5,522	8,379	11,416	15,655

現金流

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	2,133	(1,591)	3,082	4,112
除稅前溢利	5,845	8,860	12,286	16,931
稅項	(1,299)	(709)	(983)	(1,355)
折舊／攤銷	1,567	1,819	2,466	1,151
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	(6,766)	(9,161)	(7,053)	(8,139)
非現金項目	2,786	(2,400)	(3,635)	(4,477)
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(3,929)	(3,111)	(2,864)	(3,007)
資本支出（增長）	(2,262)	(3,111)	(2,864)	(3,007)
投資	(775)	-	-	-
出售資產所得款項	841	-	-	-
其他	(1,733)	-	-	-
融資	6,607	(560)	(792)	(1,085)
支付股息	(908)	(960)	(1,192)	(1,485)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	9,503	1,000	1,000	1,000
償還貸款	(2,347)	(600)	(600)	(600)
其他／已付利息	360	-	-	-
現金流入（流出）淨額	4,812	(5,262)	(574)	20
年初現金及現金等價物	12,385	17,183	11,921	11,347
外匯影響產生的變動	(14)	-	-	-
年末現金及現金等價物	17,183	11,921	11,347	11,367

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	7,568	8,123	8,625	9,173
其他長期資產	22,911	26,456	30,341	31,649
現金／短期投資	17,183	11,921	11,347	11,367
其他流動資產	42,138	56,339	67,002	87,157
資產總額	89,801	102,839	117,315	139,346
短期債務	319	719	1,119	1,519
其他流動負債	25,861	30,900	34,511	41,707
長期債務	12,973	12,973	12,973	12,973
其他長期負債	6,720	6,720	6,720	6,720
股東權益	37,726	45,553	56,131	70,644
少數股東權益	6,202	5,973	5,860	5,783
負債及權益總額	89,801	102,839	117,315	139,346

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	40.1	41.0	41.8	42.0
稅前利潤率	14.9	16.9	18.1	19.5
純利率	14.0	16.0	16.8	18.1
資產回報率	7.1	8.7	10.4	12.2
股本回報率	16.1	20.1	22.5	24.7
增長				
營業額	30.9	33.2	29.6	27.6
毛利	22.2	36.3	32.1	28.1
除稅前溢利	(10.5)	51.6	38.7	37.8
純利	(1.8)	51.7	36.2	37.1
純利（經調整）	(4.2)	51.4	37.6	38.1
每股收益	(27.9)	51.7	36.2	37.1
槓桿比率				
債務佔總資本比率	16.3	4.9	4.6	4.2
債務權益比率	38.9	11.0	9.6	8.2
債務／（現金）淨額與權益	0.1	12.5	4.6	4.2
利息保障倍數（倍）	(28.9)	(24.3)	(40.2)	(51.1)

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



農夫山泉 (9633 HK)

最後價格:	港幣 38.98 元
支撐位:	港幣 37.10 元/港幣 35.06 元
阻力位:	港幣 39.50 元/港幣 40.16 元

技術分析:

价格行为对支撑转阻力区域完成了精确的回踩试探与受阻回落，确立了这一新转换的锚点作为主导的上方供给天花板。RSI 指标坚定运行于看跌区域并呈持续下行斜率，信号显示下行趋势速度正在加快。只要逆势反弹被严格压制在这一阻力下方，最小阻力路径将高度倾斜于维持向下推进，驱动价格向更低的核心支撑目标展开持续的下行拓展行情。

平均時限：約兩週。



徽商銀行 (3698 HK)

最後價格:	港幣 4.76 元
支撐位:	港幣 4.53 元/港幣 4.16 元
阻力位:	港幣 4.91 元/港幣 5.00 元

技術分析:

价格行为呈现出明确的结构性恶化特征，表现为清晰的低点递降序列，反映出多头无力向上挑战上方供给锚点。这一在下降派发结构内的收敛，印证了买方在渐次降低的枢纽位置接连出现意愿耗竭。技术动能进一步加剧了结构的脆弱性：RSI 指标在 50 中轴附近盘整，信号显示动能已由看涨格局转入收敛状态，且恰好位于 HK\$4.68 这一关键支撑枢纽上方。一旦价格有效跌破 HK\$4.68 这一核心需求地基，将彻底完成空头突破形态，开启顺应最小阻力路径的加速下行行情，推动价格向更低的核心支撑目标拓展。

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."