



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)	53577.4	0.3	0.4	3.1	11.5
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7677.3	0.3	(0.2)	3.6	12.2
富時 100 指數(FTSE 100)	10886.2	0.3	1.5	1.4	9.6
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9374.9	0.6	1.1	4.8	3.9
滬深 300 指數(CSI 300)	4552.0	(0.2)	(3.7)	(2.1)	(1.7)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5735.7	1.0	0.6	2.6	23.4
恒生中國企業指數(HSCEI)	8445.4	(0.3)	(0.1)	2.1	(5.3)
恒生指數(HSI)	25511.1	(0.0)	0.2	2.2	(0.5)
雅加達綜合指數(JCI)	6501.7	(0.4)	1.6	4.9	(24.8)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1736.3	(0.0)	0.6	2.1	3.3
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6742.7	0.7	(1.8)	0.8	60.0
日經 225 指數(Nikkei 225)	65856.4	0.5	(2.4)	1.9	30.8
泰國證券交易所指數(SET)	1596.0	(0.3)	(1.6)	(2.9)	26.7
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	45169.5	0.9	(0.3)	3.5	56.0
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2926	1.5	3.9	6.7	55.9
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4688	1.0	3.6	4.2	19.2
布蘭特原油(美元/桶)	89	(3.9)	(2.7)	(8.5)	45.6

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
由潘夢遙就大中華區互聯網行業進行的分析師路演	新加坡	9 月 7 日	9 月 8 日
由潘夢遙就大中華區互聯網行業進行的分析師路演	馬來西亞	9 月 9 日	9 月 11 日
第 17 屆亞洲 Gems 會議 2026 (線上)	新加坡	9 月 22 日	9 月 23 日
舜宇光學科技 (2382 HK) 業績公布後非交易路演	臺北	9 月 22 日	9 月 23 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
7 月工業利潤	中國	8 月 27 日
8 月 PMI (綜合、製造業、非製造業)	中國	8 月 31 日
7 月零售業銷貨 (價值、銷貨量)	香港	8 月 31 日
7 月貨幣供應量(M1、M2、M3)	香港	8 月 31 日

焦點新聞

公司業績 | 長城汽車 (2333 HK/持有/港幣 8.36 元/目標價: 港幣 9.9 元

第 3 頁→

- 2026 年第 2 季純利為人民幣 15.19 億元 (按年-66.9% / 按季+60.7%)，符合預期。盈利受海外退稅遞延入賬及匯兌虧損所拖累。我們預期盈利將於 2027 年恢復增長，受新產品推出及海外銷售暢旺所帶動。維持我們對 2026 至 2028 年純利的預測於人民幣 57.33 億元 / 人民幣 81.71 億元 / 人民幣 101.6 億元 (按年-41.9%/+42.5%/+24.3%)。維持長城汽車「持有」評級，目標價為港幣 9.9 元。

公司業績 | 信達生物製藥 (1801 HK/買入/港幣 100.1 元/目標價: 132.00 港元)

第 6 頁→

- 信達生物 2026 年上半年的業績超出預期，總收入按年增長 44.8%至人民幣 86.2 億元，產品收入按年大幅增長 56.7%至人民幣 82 億元，而經調整純利按年大幅增長 40.5%至人民幣 17 億元，接近 2025 年全年的總額。信達生物有望達成其 2027 年人民幣 200 億元的收入目標，並已將 2030 年目標上調至人民幣 350-400 億元。其目標是在未來 5 至 10 年內成為全球領先的製藥公司。維持「買入」評級，並將目標價上調至港幣 132 元。

公司業績 | 北方華創 (002371 CH/買入/人民幣 700.4 元/目標價: 人民幣 930.00 元)

第 9 頁→

- 北方華創 2026 年第 2 季純利按年增長 6.6%及按季增長 6.2%至人民幣 17 億元，符合我們的預期，但較市場預期低 7.0%。收入按年增長 24.0%，但受季節性因素影響按季下降 4.7%；同時，受新產品初步量產影響，毛利率按年微跌 2.0 個百分點至 39.3%，但獲較低的營運開支比率所抵銷。合約負債按季激增 26.6%，預示 2026 年下半年訂單儲備充裕。維持「買入」評級。目標價: 人民幣 930 元。

公司業績 | 申洲國際集團控股 (2313 HK/買入/港幣 41.14 元/目標價: 55.80 港元)

第 12 頁→

- 申洲 2026 年上半年的盈利處於盈利預警範圍的中位數。然而，受工資上漲、原材料價格上升、外匯及關稅影響，毛利率按年惡化 4.5 個百分點。於 2026 年上半年，收入受銷量拖累而下降，而平均售價則保持平穩。展望 2026 年下半年，管理層預期訂單量將保持穩定，同時平均售價亦會有所回升。毛利率預計將於 2026 年下半年按季回升。維持「買入」評級，下調目標價 9%至港幣 55.8 元。

免責聲明:「交易者專欄」(Traders'Corner) 內之技術分析純粹根據圖表形態、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於本行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 / 沽出」評級相反的技術分析建議。

公司業績 | 藥明生物 (2269 HK/買入/港幣 52.2 元/目標價: 67.80 港元)

第 15 頁→

- 2026 年上半年收入按年增長 18.4%至人民幣 117.9 億元，高於其 13-17%的全年增長指引；經調整股東應佔純利按年大增 38.4%至人民幣 33.1 億元，優於市場預期。受惠於在手訂單強勁增長及產能持續擴大，藥明生物已將其 2026 年收入按年增長率上調至 15%至 18%，並預計未來三年的總收入複合年增長率將達 20%。維持「買入」評級，並將目標價上調至港幣 67.8 元，以反映其強於預期的增長動力。

公司業績 | 特步國際控股 (1368 HK/買入/港幣 3.79 元/目標價: 5.60 港元)

第 18 頁→

- 特步 2026 年上半年收入遜於預期，但純利勝於市場預期，主要受毛利率擴張帶動。展望未來，管理層已將集團全年度收入指引下調至低個位數跌幅。其中，Saucony 預期將實現 10%的增長。毛利率擴張態勢很可能在 2026 年下半年持續。然而，特步核心品牌的營業利潤率可能承壓。預計純利率將處於高個位數區間。維持「買入」評級，目標價維持港幣 5.6 元不變。

公司業績 | 雅迪集團控股 (1585 HK/買入/港幣 10.3 元/目標價: 16.00 港元)

第 21 頁→

- 2026 年上半年純利為人民幣 12 億元（按年跌 27%），遜於預期，主要由於銷量及利潤率低於預期。根據訂單流向，雅迪預期銷量將自 2026 年下半年起復甦。展望未來，在行業加速整合、高端化、走向高端市場及海外擴張的帶動下，銷售額將受市佔率增長所推動。我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別下調 14%、9%及 10%。維持「買入」評級，並將目標價由港幣 18 元下調至港幣 16 元。

公司更新 | 富士康工業互聯網 (601138 CH/買入/人民幣 60.15 元/目標價: 人民幣 89.50 元)

第 24 頁→

- FII 於 2026 年上半年的業績簡報中表示，人工智能伺服器訂單持續改善，訂單能見度現已延伸至 2027 年深處。儘管人工智能（AI）基礎設施投資於 2026 年已達美金 9,000 億元的高位，但預期其增長將於 2027 年進一步擴大，而新型雲端服務商（NeoCloud）及主權雲端勢將成為未來五年的主要增長動力。維持「買入」評級。目標價：人民幣 89.5 元。

技術分析

中信 | 267 HK

第 27 頁→

- 支持位：港幣 12.33 元/港幣 11.80 元
- 阻力位：港幣 13.24 元/港幣 13.36 元

建滔積層板 | 1888 HK

第 27 頁→

- 支持位：港幣 34.36 元/港幣 32.1 元
- 阻力位：港幣 49 元 / 港幣 62.3 元

長城汽車（2333 HK）

2026 年第 2 季：盈利受遞延拖累退稅及匯兌虧損之入賬

重點

- 2026 年第 2 季純利為人民幣 15.19 億元（按年-66.9% / 按季+60.7%），符合預期。盈利受海外退稅遞延入賬及匯兌虧損所拖累。受惠於平均售價上升，收入增速超越銷量增長。毛利率持平於 18.3%，符合預期。
- 我們預期盈利將於 2027 年恢復增長，主要受新產品亮相（例如 WEY V9X、大眾市場哈弗 H10、全新改款越野坦克 300，以及金剛炮 Hi4-T 插電式混合動力皮卡）及強勁的海外銷售所帶動。
- 我們維持對 2026 至 2028 年的純利預測為人民幣 57.33 億元 / 人民幣 81.71 億元 / 人民幣 101.6 億元（按年-41.9%/+42.5%/+24.3%）。維持「持有」評級，目標價為港幣 9.9 元。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年第 2 季度	按年%	按季%	2026 年 上半年	按年%	2026 年 預測	按年%	2026 年上半 年 / 2026 年	評論
總銷量	315	0.6	17.0	584	2.5	1,350	2.0	0.43	符合預期
平均售價 (人民幣千元)	不適用	不適用	不適用	152.1	8.7	152.0	2.7	1.00	符合預期
每單位純利 (人民幣千元)	4.8	(67.1)	37.3	4.2	(62.0)	4.2	(43.3)	1.00	符合預期
每單位純利 (經調整) (人民幣千元)	3.6	(46.9)	100.1	2.8	(56.1)	3.0	(35.2)	0.93	符合預期
收入	56,992	8.9	26.3	102,101	10.6	233,464	4.8	0.44	符合預期
毛利	10,436	6.1	25.4	18,759	10.5	42,024	4.5	0.45	符合預期
毛利率 (%)	18.3	(0.5)	(0.1)	18.4	(0.0)	18.0	(0.0)	1.02	產品組合表現勝預期
息稅前利潤	1,858	(57.5)	85.4	2,860	(44.0)	6,770	(11.6)	0.42	因其他收入減少而遜於預期
息稅前利潤率 (%)	3.3	(5.1)	1.0	2.8	(2.7)	2.9	(0.5)	0.97	因其他收入減少而遜於預期
純利 (美國通用會計準則)	1,519	(66.9)	60.7	2,465	(61.1)	5,703	(42.5)	0.43	符合預期
純利 - 經調整	1,128	(46.6)	134.0	1,610	(55.0)	4,003	(35.0)	0.40	符合預期
純利率 (%)	2.7	(6.1)	0.6	2.4	(4.4)	2.4	(2.0)	0.99	因遞延退稅及外匯而遜於預期
純利率 - 經調整 (%)	2.0	(2.1)	0.9	1.6	(2.3)	1.7	(1.0)	0.92	因遞延退稅而遜於預期

來源：長城汽車、彭博、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季業績符合預期，純利為人民幣 15.19 億元（按年-66.9% / 按季+60.7%），處於人民幣 14.04 億元至 16.54 億元的指引區間中位數；經調整純利為人民幣 11.28 億元（按年-46.6% / 按季+134.0%），處於人民幣 10.18 億元至 12.68 億元的指引區間中位數。
- 盈利受海外退稅遞延入賬及匯兌虧損所拖累。2025 年上半年已計入一筆人民幣 22.7 億元的稅收政策補貼，但 2026 年上半年的同等補貼已遞延，預計將於 2026 年下半年入賬。此外，由於人民幣升值，外匯收益（虧損）由 2025 年上半年的淨收益人民幣 14.93 億元，轉為 2026 年上半年的淨虧損人民幣 2.66 億元。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	202,194	222,824	233,464	264,524	294,731
息稅折舊攤銷前利潤	24,299	18,946	16,189	19,206	21,502
經營利潤	14,133	7,655	6,770	9,787	12,084
純利 (報告/實際)	12,660	9,865	5,733	8,171	10,160
純利 (經調整)	9,695	6,059	4,033	6,271	8,060
每股收益 (分)	148.0	115.3	67.0	95.5	119.7
市盈率 (倍)	4.9	6.3	10.9	7.6	6.1
市賬率 (倍)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	3.0	3.8	4.5	3.8	3.4
股息收益率 (%)	6.2	4.8	1.9	3.0	3.9
純利率 (%)	6.3	4.4	2.5	3.1	3.4
債務/(現金)淨額與權益 (%)	(15.8)	(17.8)	(2.4)	(7.7)	(16.0)
利息保障倍數 (倍)	142.3	不適用	44.4	95.0	不適用
股本回報率 (%)	17.2	11.8	6.4	8.7	10.0
市場預期純利	-	-	13,114	15,370	16,792
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.44	0.53	0.61

來源：長城汽車、彭博、大華繼顯

分析員

利新民

ken.lee@uobkh.com
852-2236 6760

持有（維持）

股價	港幣 8.36 元
目標價	港幣 9.90 元
上升空間	18.4%

股票數據

行業	汽車
股份代號	2333 HK
已發行股份 (百萬股)	2,318.8
市值 (港幣 1 百萬元)	19,385.0
市值 (美金 1 百萬元)	2,485.3
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元)	23.0

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 19.86 元/港幣 8.23 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(6.1)	(27.5)	(34.6)	(54.8)	(42.0)

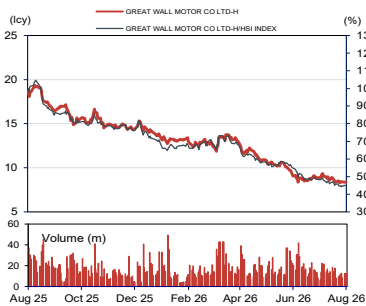
主要股東 (%)

保定創新長城資產管理	59.77
------------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (港元)	8.04
2026 財年每股淨負債項 (港元)	0.36

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

長城汽車透過其附屬公司製造及分銷汽車及相關零部件。該公司亦提供汽車相關服務。長城汽車將其產品銷售予中國、北美洲、歐洲及其他國家的汽車製造商。

- **受平均售價上升帶動，收入增長超越銷量。**受惠於平均售價(ASP)上調，2026 年第 2 季度的收入按年增長 8.9%至人民幣 569.9 億元，2026 年上半年的收入按年增長 10.6%至人民幣 1,021 億元，增幅超越該等期間銷量的低個位數增長。受銷量達 583,900 輛（按年增長 2.5%）及平均售價達人民幣 152,100 元（按年增長 8.7%）帶動，2026 年上半年汽車銷售收入按年增長 11.4%至人民幣 888.2 億元。平均售價上升是由於銷售組合優化，高端產品及海外銷售佔收入的比例上升。
- **維持我們對 2026 年至 2028 年的銷量預測為 135 萬 / 150 萬 / 165 萬輛（按年增長 2% / 11% / 10%），其中包括海外銷量 73 萬 / 87 萬 / 100 萬輛。**長城汽車（GWM）的銷量將主要由新車型亮相及海外銷售所帶動。
 - 2026 年下半年產品週期為銷量的關鍵催化劑：即將推出的新車節奏——涵蓋高端的魏牌（WEY）V9X、大眾市場的哈弗（Haval）H10、改款越野車型坦克（Tank）300，以及長城炮（Cannon）Hi4-T 插電式混合動力（PHEV）皮卡——使該公司有望在 2026 年第 3 季度 / 第 4 季度實現顯著的銷量攀升。這種涵蓋 SUV、越野車及皮卡車型的多元化車型推出計劃，直接支持 2026 年 135 萬輛的目標，而 Hi4-T 技術則進一步鞏固該品牌在較高利潤率類別中的新能源實力。
 - 海外擴張作為主要增長引擎：為實現海外銷量由 2026 年的 73 萬輛增長至 2028 年的 100 萬輛，該公司正借助三大具體舉措。該公司將於 2028 年前在歐洲推出至少 10 款新車型，其中包括 Ora 5 及 Haval Jolion MAX。產能正在擴大——泰國從 80,000 提高至 140,000，巴西從 50,000 提高至 100,000（另設有第二家產能達 200,000 的工廠），而俄羅斯則達至每年 200,000。經銷商網絡已遍及 170 個國家，擁有超過 1,600 個網點，而位於杜拜的全新旗艦陳列室亦於 6 月 26 日開幕。這些舉措共同為銷量目標提供支持。
- **基於高端產品及海外銷售在收入結構中的佔比增加，我們維持 2026 年至 2028 年的平均售價假設分別為人民幣 152,000 元 / 人民幣 155,000 元 / 人民幣 157,000 元（分別按年增長 3% / 2% / 1%）。**
- **毛利率保持平穩。**2026 年第 2 季毛利率按季持平於 18.3%，惟按年下降 0.5 個百分點；2026 年上半年毛利率按年持平於 18.4%，與我們全年的 18.0%假設大致相若。我們維持 2026 年至 2028 年的毛利率假設分別為 18.0%/18.2%/18.5%，平均售價（ASP）上調抵銷了成本上漲。

盈利預測調整/風險

- **維持我們對 2026 至 2028 年的純利預測，分別為人民幣 57.33 億元 / 人民幣 81.71 億元 / 人民幣 101.6 億元（按年-41.9%/+42.5%/+24.3%）。**我們預期在新品推出及海外銷售的推動下，該公司的盈利將自 2027 年起恢復增長。
- **風險：**a)中國汽車業復甦慢於預期，b)對外汽車貿易壁壘，c)原材料價格上漲，以及 d)人民幣升值帶來的匯兌損失。

估值 / 投資評級

- **維持「持有」評級，目標價維持在港幣 9.9 元不變，相當於 9 倍 2027 年預測市盈率（與歷史平均水平持平）。**

股價催化劑

- 月度銷量回升、重磅新車型上市（例如 Hi4-T 車型）。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	222,824	233,464	264,524	294,731
息稅折舊攤銷前利潤	18,946	16,189	19,206	21,502
折舊及攤銷	(11,291)	(9,418)	(9,418)	(9,418)
息稅前利潤	7,655	6,770	9,787	12,084
總其他非經營收入	1,469	48	29	61
聯營公司貢獻	664	500	500	500
淨利息收入／（支出）	1,970	(152)	(103)	55
除稅前溢利	11,758	7,166	10,213	12,700
稅項	(1,893)	(1,433)	(2,043)	(2,540)
少數股東權益	0	-	-	-
純利	9,865	5,733	8,171	10,160
純利（經調整）	6,059	4,033	6,271	8,060

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
營運	40,355	(494)	16,910	18,634
除稅前溢利	11,758	7,166	10,213	12,700
稅項	(1,893)	(1,433)	(2,043)	(2,540)
折舊及攤銷	11,291	9,418	9,418	9,418
聯營公司	(664)	(500)	(500)	(500)
營運資金變動	20,543	(14,997)	(282)	(389)
非現金項目	-	-	-	-
其他營運現金流量	(679)	(148)	103	(55)
投資	(29,154)	(9,198)	(8,979)	(2,276)
資本支出（增長）	11,509	10,200	10,200	10,200
投資	127,763	20,000	20,000	14,000
其他	(168,427)	(39,398)	(39,179)	(26,476)
融資	(13,445)	6,151	7,466	6,250
支付股息	(4,379)	(3,849)	(2,534)	(3,750)
借款所得款項	12,869	20,000	20,000	20,000
償還貸款	19,447	10,000	10,000	10,000
其他／已付利息	(41,382)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
現金流入（流出）淨額	(1,953)	(3,542)	15,397	22,608
年初現金及現金等價物	27,233	25,281	21,739	37,136
外匯影響所致的變動	292	-	-	-
年末現金及現金等價物	25,281	21,739	37,136	59,744

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	29,282	31,082	32,882	34,682
其他長期資產	58,359	57,841	57,323	56,804
現金／短期投資	25,281	21,739	37,136	59,744
其他流動資產	112,367	140,553	152,929	158,872
資產總額	225,288	251,214	280,270	310,102
短期債務	9,727	19,727	29,727	39,727
其他流動負債	116,488	129,677	141,771	153,325
長期債務	1,069	1,069	1,069	1,069
其他長期負債	174	174	174	174
股東權益	87,892	90,630	97,591	105,869
少數股東權益	-	-	-	-
負債及權益總額	225,288	251,214	280,270	310,102

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	8.5	6.9	7.3	7.3
稅前利潤率	5.3	3.1	3.9	4.3
純利率	2.7	1.7	2.4	2.7
資產回報率	4.5	2.4	3.1	3.4
股本回報率	11.8	6.4	8.7	10.0

增長

營業額	10.2	4.8	13.3	11.4
息稅折舊攤銷前利潤	(22.0)	(14.6)	18.6	12.0
除稅前溢利	(17.3)	(39.1)	42.5	24.3
純利	(22.1)	(41.9)	42.5	24.3
純利（經調整）	(37.5)	(33.4)	55.5	28.5
每股收益	(22.1)	(41.9)	42.5	25.3

槓桿比率

債務佔總資本比率	5.8	9.2	11.8	15.0
債務權益比率	15.0	25.6	34.0	43.8
債務／（現金）淨額與權益	(17.8)	(2.4)	(7.7)	(16.0)
利息保障倍數（倍）	不適用	44.4	95.0	不適用

信達生物製藥（1801 HK）

2026 年上半年：業績勝於預期；訂立 2030 年達人民幣 350-400 億元的新收入目標

重點

- 信達生物 2026 年上半年業績超出預期，總收入按年增長 44.8%至人民幣 86.2 億元，產品收入按年大增 56.7%至人民幣 82 億元，經調整純利按年大增 40.5%至人民幣 17 億元，幾乎與 2025 年全年總額持平。
- 隨着未來持續快速增長，信達生物有望實現 2027 年人民幣 200 億元的收入目標，並已將 2030 年的目標上調至人民幣 350-400 億元。其目標是在未來 5 至 10 年內成為全球頂級製藥公司。
- 維持「買入」評級，上調目標價至港幣 132 元。

2026 年上半年業績

截至12月31日止年度（人民幣1百萬元）	2025年上半年	2026年上半年	同比百分比變動
收入	5,953.1	8,617.8	44.8
醫藥產品銷售	5,233.8	8,201.5	56.7
授權費收入	665.6	309.9	(53.4)
研發服務費收入	53.7	106.4	98.1
毛利	5,119.6	7,321.8	43.0
銷售費用	(2,926.7)	(4,041.7)	38.1%
一般及行政費用	(442.1)	(493.9)	11.7
研發費用	(1,008.8)	(1,683.7)	66.9
經營利潤（息稅前利潤）	791.6	1,338.2	69.1
財務收入（成本）淨額	129.1	315.3	144.2
股東應佔溢利	834.3	1,253.1	50.2
經調整純利	1,213.2	1,703.9	40.5
比率（%）	2025年上半年	2026年上半年	按年百分點變動
毛利率	86.0	85.0	(1.0)
銷售費用	49.2%	46.9%	(2.3)
一般及行政費用	7.4	5.7	(1.7)
研發費用	16.9	19.5	2.6
息稅前利潤率	13.3	15.5	2.2
純利率	14.0	14.5	0.5
經調整純利率	20.4	19.8	(0.6)

來源：信達生物、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績強勁，收入按年增長 44.8%，經調整純利按年增長 40.5%。信達生物製藥(Innovent)2026 年上半年總收入按年增長 44.8%至人民幣 86.2 億元，產品收入按年增長 56.7%至人民幣 82 億元。純利按年增長 50.2%至人民幣 12.5 億元，經調整純利按年大增 40.5%至人民幣 17 億元，接近 2025 年全年的總額。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	9,422	13,042	18,737	23,133	27,706
息稅折舊攤銷前利潤	(100)	981	2,878	4,390	6,589
經營利潤	(393)	577	2,461	3,894	6,013
純利（報告 / 實際）	(95)	814	2,247	3,674	5,475
純利（經調整）	332	1,723	3,013	4,424	6,255
每股收益（分）	20.4	99.0	173.0	254.1	359.3
市盈率（倍）	421.2	86.7	49.6	33.8	23.9
市賬率（倍）	10.6	7.4	6.5	5.4	4.4
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	(1,589.5)	162.1	55.3	36.2	24.1
股息收益率（%）	-	-	-	-	-
純利率（%）	3.5	13.2	16.1	19.1	22.6
債務/（現金）淨額與權益（%）	4.1	不適用	不適用	不適用	不適用
利息保障倍數（倍）	不具意義	12.3	38.3	58.5	87.8
股本回報率（%）	(0.7)	5.0	10.8	15.1	18.6
市場預期純利	-	-	2,202	3,428	4,843
大華繼顯/市場預期（倍）	-	-	1.37	1.29	1.29

資料來源：信達生物、彭博、大華繼顯

分析員

竇曉琴

carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

陳穎翀

sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

買入（維持）

股價	港幣 100.10 元
目標價	港幣 132 元
上升空間	31.9%
早前目標價	港幣 112 元

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	1801 HK
已發行股份（百萬股）	1,744
市值（港幣 1 百萬元）	174,543
市值（美金 1 百萬元）	22,268
3 個月日均成交額（美金 1 百萬元）	162.2

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	港幣 109.10 元/港幣 69.55 元
1 個月	11.3
3 個月	23.7
6 個月	13.2
1 年	0.2
年初至今	31.3

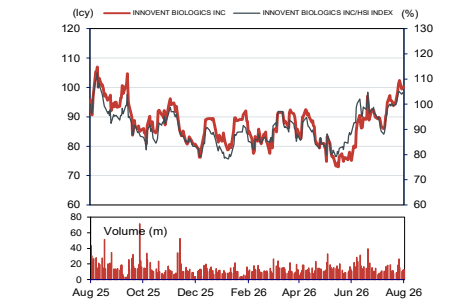
主要股東(%)

俞德超博士	5.22
-------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	13.23
2026 財年每股淨現金（人民幣）	10.38

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

信達生物是中國領先的生物製劑創新企業之一。

- **產品銷售額按年激增 56.7%至人民幣 82 億元。**在雙引擎策略——常規生物醫藥產品組合的推動下，2026 年上半年產品收入達人民幣 82 億元，佔總收入的 95.2%。已上市產品組合擴大至 20 款產品，其中 13 款獲納入國家醫保藥品目錄（NRDL），腫瘤學領域新增了 Verzenios 及 Vanflyta； HALPRYZA 獲批兩項新的 DLBCL 適應症，且一款 Mazdutide 預充式多劑量注射筆已獲批。由於武田（Takeda）的首期付款僅有部分確認為收入，授權收入同比下跌 53.4%至人民幣 3.099 億元。
- **純利超過了 2025 年全年的總額。**隨着產品組合多元化，毛利率按年微跌 1.0 個百分點至 85.0%。銷售費用率按年下降 2.3 個百分點至佔總收入的 46.9%，一般及行政費用率按年下降 1.7 個百分點至 5.7%；受系統性產品組合規劃及全球化推動，研發費用則按年增長 66.9%至人民幣 16.8 億元，佔收入的 19.5%。息稅前利潤率按年擴大 2.2 個百分點至 15.5%。受惠於更為充裕的現金狀況，財務收益淨額增加逾一倍至人民幣 3.153 億元。純利按年激增 50.2%至人民幣 12.5 億元，超越 2025 年全年的純利總額。
- **有信心實現 2027 年人民幣 200 億元的產品銷售目標，並設定 2030 年總收入達人民幣 350-400 億元的新目標。**預期腫瘤學及一般生物醫藥產品組合的銷售將實現可持續增長，該公司有信心在 2027 年達成其人民幣 200 億元的國內產品銷售目標。信達生物現時的目標是於 2030 年前實現總收入人民幣 350-400 億元，受腫瘤產品組合（例如 IBI363、IBI363 及 IBI345）以及一般生物藥（涵蓋心血管、代謝及眼科等領域）持續推出重磅新產品所支持。與此同時，該公司預期將進一步提高營運效率，並推動盈利增長。該公司亦以在美國及歐洲市場推出產品為目標，並計劃於 2030 年前擁有至少五項處於全球 3 期試驗階段的資產。
- **業務合作將產生穩定的收益流。**信達生物（Innovent）與武田（Takeda）、禮來（Lilly）、輝瑞（Pfizer）、羅氏（Roche）、Ollin 及 Spero 的合作關係，目前涵蓋 20 多項資產，潛在總價值約為美金 340 億元，其中 5 項採用共同開發及共同商業化模式。管理層預計武田（Takeda）餘下的首付款、來自禮來（Eli Lilly）的美金 3.5 億元，以及近期自輝瑞（Pfizer）收取的美金 6.5 億元首付款，將於未來期間入賬，並與各合作項目的進展保持一致。這些項目有望在未來 5 至 10 年內帶來穩定的授權收入。
- **三項全球資產處於或正進入全球第 3 期臨床試驗：全球化步入正軌。** IBI363（PD-1/IL-2α 偏向型）針對免疫療法耐藥型鱗狀非小細胞肺癌（NSCLC）的首個全球註冊性第 3 期臨床試驗（MarsLight-11）正在進行中，而中國針對初治（IO-naive）黑色素瘤與派姆單抗（pembrolizumab）進行的關鍵頭對頭試驗預期將於 2026 年底至 2027 年初公佈數據並可能提交新藥上市申請（NDA）。在 G-HOPE-001 第 3 期臨床試驗達到其主要終點後，Arcotatug Tavatecan（IBI343, CLDN18.2 ADC）於 2026 年 6 月獲國家藥監局受理其首項新藥上市申請（NDA）並予以優先審評。在獲得與法利昔單抗（faricimab）進行頭對頭比較的正面 1b 期數據後，IBI324（VEGF/ANG2）將於 2026 年下半年就糖尿病黃斑水腫（DME）及新生血管性年齡相關性黃斑變性（nAMD）展開全球 3 期研究。這三項資產合計鎖定的市場規模超過美金 600 億元。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，並將目標價上調至港幣 132 元，此乃基於貼現現金流模型，其中加權平均資本為 10.8%，終端增長率為 4%。

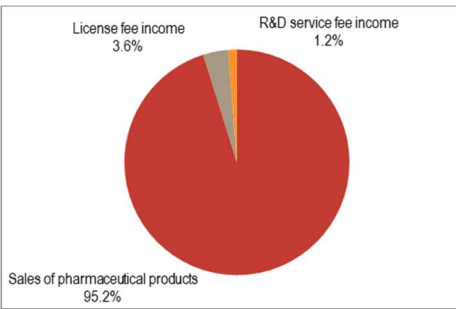
盈利預測調整/風險

- 為了反映該公司強於預期的增長動能以及 2030 年的新收入目標，我們將其 2026 年至 2028 年的按年收入增長預測從 42.8%/23.2%/19.7%略微上調至 43.7%/23.5%/19.8%。
- 風險：a)市場競爭加劇，b)政策不確定性，c)研發及新產品發布風險，以及 d)業務拓展與全球合作風險。

股價催化劑

- a)強勁的收入及盈利增長； b)研發進展順利，並持續推出新產品； c)進一步的全球合作夥伴關係，以及其所帶來的預付款項及里程碑收入。

分部收入(1H26)



來源：信達生物、大華繼顯

近期潛在催化劑新藥上市申請及補充新藥上市申請獲批

產品（適應症）	地區	預期呈交 NDA / BL	預期獲得上市批准
IBI-362/瑪仕度肽（2型糖原症（GSD-2））	澳門		於2026年1月獲批准
Jaypirca/Pirtobrutinib（CLL）	中國內地		於2026年2月獲批准
DOVBLERON/Taletrectini b（ROS1陽性非小細胞肺癌）	澳門		於2026年4月獲批准
TYVYT +呋喹替尼（RCC）	中國內地	於2025年6月獲受理	於2026年5月獲批准
HALPRYZA/Rituximab（1L DLBCL, r/r DLBCL）	中國內地		於2026年5月獲批准
IBI-362/Mazdutide（2型糖尿病，預充式多劑量注射筆）	中國內地		於2026年5月獲批准
TYVYT（cHL獲全面批准）	中國內地	於2025年4月獲受理	
IBI-362/瑪仕度肽（肥胖症）	中國內地	於2025年1月1月獲受理	
IBI-343/Arcotatug Tavatecan（3L CLDN18.2陽性G/GEJA）	中國內地	於2026年6月獲受理	
IBI354（PROC）	中國內地	2026年下半年	
IBI302/Erdamrofusp alfa（nAMD）	中國內地	2026年底	
SINTBILO/托萊西單抗（一線高膽固醇血症）	中國內地	2026年底	
IBI363（未曾接受免疫治療的黑色素瘤）	中國內地	2026年底至2027年	

附註：1L：一線治療；2L：二線治療；mCCA：轉移性膽管癌；NSCLC：非小細胞肺癌；CML：慢性骨髓性白血病；CML-CP：慢性期慢性骨髓性白血病；OC：卵巢癌；ESCC：食管鱗狀細胞癌；EGFRm：EGFR 突變；TKI：酪氨酸激酶抑制劑；non-FH：非家族性高膽固醇血症；HeFH：雜合子家族性高膽固醇血症；MM：多發性骨髓瘤；r/r：復發或難治性；FL：濾泡性淋巴瘤；T2D：2 型糖尿病；TED：甲狀腺眼病；EMC：子宮內膜癌；MSI-H/dMMR：微衛星高度不穩定或錯配修復缺陷；MCL：套細胞淋巴瘤；cHL：經典型霍奇金淋巴瘤；CLL：慢性淋巴細胞白血病；SLL：小淋巴細胞淋巴瘤；DLBCL：彌漫大 B 細胞淋巴瘤；PROC：鉑耐藥卵巢癌

來源：信達生物、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))				
淨營業額	13,042	18,737	23,133	27,706
息稅折舊攤銷前利潤	981	2,878	4,390	6,589
折舊及攤銷	405	416	496	576
息稅前利潤	577	2,461	3,894	6,013
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／(支出)	359	525	525	525
除稅前溢利	839	2,890	4,322	6,442
稅項	(25)	(643)	(648)	(966)
少數股東權益	-	-	-	-
純利	814	2,247	3,674	5,475
純利 (經調整)	1,723	3,013	4,424	6,255

現金流量

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))				
營運	10,001	3,597	3,321	4,942
除稅前溢利	839	2,890	4,322	6,442
稅項	(1)	(643)	(648)	(966)
折舊及攤銷	601	416	496	576
營運資金變動	7,945	1,459	(324)	(585)
非現金項目	-	-	-	-
其他營運現金流量	617	(525)	(525)	(525)
投資	(6,512)	3,181	(703)	(703)
資本支出 (增長)	(683)	(1,303)	(1,303)	(1,303)
出售資產所得款項	315	600	600	600
其他	(6,143)	3,884	-	-
融資	4,728	593	512	512
支付股息	-	-	-	-
發行股份	4,719	587	587	587
借款所得款項	2,504	(488)	-	-
償還貸款	(2,543)	-	-	-
其他 / 已付利息	48	494	(75)	(75)
現金流入 (流出) 淨額	8,218	7,372	3,130	4,751
年初現金及現金等價物	2,273	10,376	17,747	20,877
外匯影響所致的變動	(116)	-	-	-
年末現金及現金等價物	10,376	17,747	20,877	25,628

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))				
固定資產	5,061	5,948	6,755	7,482
其他長期資產	10,273	11,647	11,647	11,647
現金 / 短期投資	10,376	17,747	20,877	25,628
其他流動資產	11,638	7,032	7,490	8,202
資產總額	37,348	42,375	46,770	52,960
短期債務	789	528	528	528
其他流動負債	7,597	8,128	8,262	8,390
長期債務	1,990	1,763	1,763	1,763
其他長期負債	7,615	9,766	9,766	9,766
股東權益	19,356	22,190	26,450	32,513
少數股東權益	-	-	-	-

關鍵指標

截至12月31日止年度 (%)	2025	2026年預	2027年預	2028年預
盈利能力				
毛利率	86.5	86.5	87.0	87.5
稅前利潤率	6.4	15.4	18.7	23.3
純利率	6.2	12.0	15.9	19.8
資產回報率	2.8	5.6	8.2	11.0
股本回報率	5.0	10.8	15.1	18.6
增長				
營業額	38.4	43.7	23.5	19.8
毛利	42.6	43.7	24.2	20.5
除稅前溢利	(1,167.0)	244.4	49.6	49.0
純利	(959.7)	176.2	63.5	49.0
純利 (經調整)	419.6	74.8	46.8	41.4
每股收益	385.7	74.8	46.8	41.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	12.6	9.4	8.0	6.6
債務權益比率	14.4	10.3	8.7	7.0
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	12.3	38.3	58.5	87.8

北方華創科技集團 (002371 CH)

2026 年第 2 季度：業績平穩但訂單具增長勢頭持續加速

重點

- 北方華創 2026 年第 2 季純利按年增長 6.6%至人民幣 17 億元，符合我們的預期，但低於市場普遍預期。話雖如此，我們認為市場已察覺到該季度的淡季情況及利潤率壓力。
- 訂單儲備維持穩健，且受惠於營運規模擴大，我們預期 2026 年下半年銷售增長將會加快，利潤率亦會有所改善，惟研發開支很可能仍將處於高位。
- 維持「買入」評級；維持目標價於人民幣 930 元。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 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	7,936	10,323	9,839	24.0	(4.7)
毛利	3,277	4,209	3,869	18.1	(8.1)
經營利潤	1,428	1,553	1,594	11.6	2.6
純利	1,627	1,635	1,735	6.6	6.2
核心純利	1,611	1,627	1,714	6.4	5.4
利潤率 (%)					
毛利	41.3	40.8	39.3	(2.0)	(1.4)
經營利潤	18.0	15.0	16.2	(1.8)	1.2
純利	20.5	15.8	17.6	(2.9)	1.8
經調整純利率	20.3	15.8	17.4	(2.9)	1.7

資料來源：北方華創、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季純利符合我們的預期，但低於市場預期。北方華創科技集團（北方華創 / NAURA）的 2026 年第 2 季度收入同比增長 24.0%，但按季下跌 4.7%（按季下跌乃受季節性因素影響）至人民幣 98 億元，較我們 / 市場預測分別低 9.2% / 10.1%，主要由於第 2 季度仍處於新產品客戶驗證的過渡期。受新產品初期產能提升影響，毛利率按年下跌 2.0 個百分點、按季下跌 1.4 個百分點至 39.3%，分別低於我們 / 市場預期 0.7 個百分點 / 0.8 個百分點。然而，營運支出比率按年下降 0.3 個百分點，按季下降 2.7 個百分點至 22.5%，低於我們 / 市場預測，因此，列報純利按年增長 6.6%，按季增長 6.2%至人民幣 17 億元，符合我們較保守的估計，但較市場預期略微低出 7.0%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025 年預測	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 (報告 / 實際)	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)	66.3	91.9	60.6	44.5	32.4
市賬率 (倍)	12.0	13.5	11.1	9.0	7.2
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	74.2	77.1	51.5	35.9	29.1
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
債務/ (現金) 淨額與權益 (%)	(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	-	-	7,661	11,154	15,354
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	1.09	1.02	1.02

來源：NAURA、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 700.40 元
目標價	人民幣 930 元
上升空間	+32.8%

股票數據

行業	半導體製造設備
股份代號	002371 CH
已發行股份 (百萬股)	726
市值 (人民幣 1 百萬元)	508,273
市值 (美金 1 百萬元)	74,909
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元)	1,340.0

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	人民幣 968 元 / 人民幣 345 元
1 個月	7.5
3 個月	0.3
6 個月	41.2
1 年	84.3
年初至今	52.6

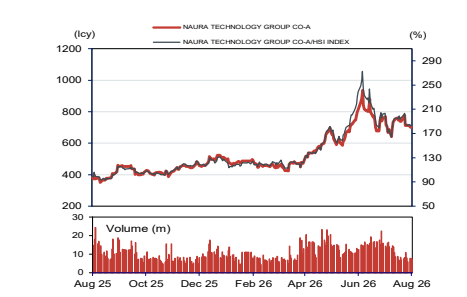
主要股東 (%)

北京七星華創電子科技	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)	42.43
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	(9.44)

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。

- **2026 年上半年分部表現** 2026 年上半年：電子設備（晶圓製造設備）收入按年增長 25.9%至人民幣 192 億元，而利潤率按年下降 2.0 個百分點至 39.7%；電子元器件（被動元器件）增長 5.5%至人民幣 20 億元，且利潤率按年惡化 4.2 個百分點至 46.2%。
- 從資產負債表可見，訂單維持強勁，存貨按季上升 6.7%至人民幣 305 億元，且製成品加在製品佔存貨賬面約 57%；而合約負債則按季激增 26.6%至人民幣 53 億元，這或反映在強勁需求帶動下預付款項不斷增加。
- **強勁增長軌跡維持不變。**展望未來，隨着交付高峰期臨近，加上北方華創進一步提高其新產品的產量，我們預期銷售增長將在 2026 年下半年顯著加快。因此，相較於 2025 年下半年及 2026 年上半年的谷底水平，其盈利能力亦應顯著改善。另一方面，鑑於對本土晶圓廠設備（WFE）供應商在先進 WFE 產品取得突破的殷切需求，我們預期研發費用將進一步增加，惟銷售及行政費用因營運規模效益改善，將可抵銷部分增幅。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級並維持目標價於人民幣 930 元，乃基於 59.0 倍 2027 年預測市盈率，仍錨定於較五年歷史遠期平均值高 1.5 個標準差的水平。

盈利預測調整/風險

- 我們微調 2026 年至 2028 年的預測，並將純利分別調整-3.0%/+0.1%/持平至人民幣 84 億元/人民幣 114 億元/人民幣 157 億元。

股價催化劑

- 中國半導體供應鏈取得進一步突破。

2026-28 年的變更估計

截至12月31日止年度 (人民幣1百萬元)	-----舊預測-----			-----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	54,098	68,538	87,173	52,430	67,945	86,669	(3.1)	(0.9)	(0.6)
毛利	22,416	28,659	36,599	21,510	28,420	36,395	(4.0)	(0.8)	(0.6)
經營利潤	8,708	11,737	16,375	8,068	11,740	16,375	(7.4)	0.0	(0.0)
純利	8,641	11,406	15,655	8,379	11,416	15,655	(3.0)	0.1	(0.0)
核心純利	8,341	11,106	15,355	8,079	11,116	15,355	(3.1)	0.1	(0.0)
毛利率(%)	41.4	41.8	42.0	41.0	41.8	42.0	(0.4)	0.0	0.0
營業利潤率(%)	16.1	17.1	18.8	15.4	17.3	18.9	(0.7)	0.2	0.1
純利率(%)	16.0	16.6	18.0	16.0	16.8	18.1	0.0	0.2	0.1
經調整純利率(%)	15.4	16.2	17.6	15.4	16.4	17.7	(0.0)	0.2	0.1

資料來源：北方華創、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 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

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 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
年末現金及現金等價物	(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 1 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)

申洲國際集團控股 (2313 HK)

2026 年上半年：盈利符合盈利預警但毛利率遜於預期；預期 2026 年下半年訂單量穩定及平均售價回升

重點

- 申洲 2026 年上半年的盈利處於盈利預警範圍的中位數。然而，由於工資上漲、原材料價格上升、外匯及關稅因素，毛利率按年惡化 4.5 個百分點。
- 於 2026 年上半年，收入下跌是由於銷量減少，而平均售價則保持平穩。展望 2026 年下半年，管理層預期訂單量將保持穩定，其中 Nike 及 PUMA 的跌幅收窄，而 Uniqlo 及 Adidas 則繼續帶動增長，平均售價（ASP）亦逐步回升。毛利率預期將於 2026 年下半年按季復甦。
- 維持「買入」評級，下調目標價 9%至港幣 55.8 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年上半年	2025 年下半年	2025 年上半年	按年變動 (%)	按半年變動 (%)
總收入	14,179	16,027	14,966	(5.3)	(11.5)
毛利	3,197	4,107	4,058	(21.2)	(22.2)
毛利率 (%)	22.6	25.6	27.1	(4.5)	(3.1)
應佔純利	1,905	2,648	3,177	(40.0)	(28.1)
應佔純利率 (%)	13.4	16.5	21.2	(7.8)	(3.1)
核心純利	2,287	2,953	3,085	(25.9)	(22.6)
核心純利率 (%)	16.1	18.4	20.6	(4.5)	(2.3)

來源：申洲國際、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年盈利處於盈利預警範圍的中位數，惟毛利率遜於預期。申洲國際集團控股（申洲）公佈 2026 年上半年收入為人民幣 141.79 億元（按年下跌 5%，按半年下跌 12%）。毛利為人民幣 31.97 億元（按年-21%，按半年-22%），毛利率為 22.6%（按年-4.5 個百分點，按半年-3.1 個百分點）。純利為人民幣 19.05 億元（按年-40%，按半年-28%），大致落在指引區間的中位數（盈利預警範圍為按年下降 38%至 43%，至人民幣 18.11 億元至 19.70 億元），而純利率為 13.4%（按年-7.8 個百分點，按半年-3.1 個百分點）。純利急劇下跌主要歸因於：a)毛利率收縮；b)外匯虧損人民幣 5.06 億元（相較於 2025 年上半年的外匯收益人民幣 1.26 億元）；c)銷售、一般及行政費用比率上升（同比增加 0.4 個百分點）；以及 d)政府獎勵減少至人民幣 1.12 億元（相較於 2025 年上半年的人民幣 2.74 億元）。該公司宣派中期股息每股港幣 0.88 元，意味中期派息比率為 61.5%（相對於 2025 年上半年的 60.0%）。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	28,663	30,994	30,553	33,221	37,079
息稅折舊攤銷前利潤	7,362	7,309	6,147	6,874	7,817
經營利潤	5,840	5,820	4,536	5,098	5,875
純利 (報告 / 實際)	6,241	5,825	4,312	5,357	6,043
純利 (經調整)	6,241	5,825	4,312	5,357	6,043
每股收益 (分)	415.1	387.5	286.8	356.4	402.0
市盈率 (倍)	8.5	9.1	12.3	9.9	8.8
市賬率 (倍)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	7.5	7.2	8.5	7.6	6.6
股息收益率 (%)	6.6	6.6	4.9	6.1	6.9
純利率 (%)	21.8	18.8	14.1	16.1	16.3
債務／(現金)淨額與權益 (%)	(35.2)	(32.0)	(31.3)	(30.4)	(29.0)
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 (%)	18.2	15.9	11.3	13.4	14.2
市場預期純利	-	-	5,660.5	6,380.2	6,922.0
大華繼顯／市場預期 (倍)	-	-	0.76	0.84	0.87

資料來源：申洲國際、彭博、大華繼顯

分析員

郭一辰

stella.guo@uobkh.com
+852 2236 6798

邱一展

hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

買入（維持）

股價	港幣 41.14 元
目標價	港幣 55.80 元
上升空間	+35.6%
早前目標價	港幣 61.40 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	2313 HK
已發行股份 (百萬股)	1,502.8
市值 (港幣 1 百萬元)	61,826.7
市值 (美金 1 百萬元)	7,887.3
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元)	37.7

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 73 元/港幣 38.66 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(3.4)	(11.1)	(34.7)	(32.8)	(32.8)

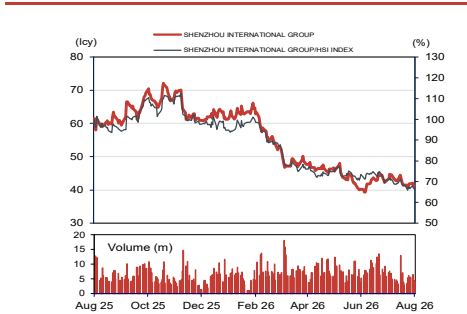
主要股東(%)

馬建榮	44.8
馬仁和	5.0

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	25.79
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	7.93

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

申洲是一家領先的全球服裝製造商。其為全球客戶生產運動服裝、運動休閒服裝及休閒服裝，客戶包括 UNIQLO、Nike、Adidas、Puma 等。

- 預期銷量將大致保持穩定，而平均售價（ASP）將於 2026 年下半年逐步回升。於 2026 年上半年，收入下降主要受銷量下滑所致，原因在於產品複雜度上升；而按人民幣計算的平均售價則按年持平，儘管按美元計算按年增長 4%。按地域劃分，於 2026 年上半年，歐洲及美國的收入分別按年減少 9% 及 12%，主要由於對運動服裝的需求疲弱；而國內市場的收入則按年減少 5%，乃由於國際運動品牌的訂單需求減少所致。相比之下，受服需求上升帶動，來自日本的收入按年增長 3%。
- 按客戶劃分，四大主要品牌客戶佔銷售額的 82%。Uniqlo 仍佔最大份額，佔收益的 34%（按年升 10%，按半年持平）；Adidas 升至第二位，佔 24%（按年升 13%，按半年跌 2%），超越跌至 19% 的 Nike（按年跌 23%，按半年跌 36%）；PUMA 則排名第四，佔 6%（按年跌 41%，按半年跌 11%）。中國品牌（主要是李寧及安踏）佔收入比例升至 10%。同時，新客戶 Alo 於 2026 年第 2 季度投產，申洲正從其他供應商手中奪取客戶支出份額。展望未來，管理層預期 2026 年下半年的訂單量相對穩定，其中 Nike 和 PUMA 的跌幅有所收窄，而 Uniqlo 和 Adidas 則繼續帶動增長。平均售價預計將逐步回升。
- 毛利率因工資上漲、原材料價格上升、外匯及關稅而下跌；預期 2026 年下半年將按季復甦。管理層將毛利率按年下降 4.5 個百分點歸因於：a) 薪酬及退休福利開支增加，導致毛利率收窄 1.5 個百分點；b) 原材料價格上漲，帶來 1.3 個百分點的影響；c) 外匯因素，帶來 1.3 個百分點的影響；以及 d) 關稅分擔。展望未來，管理層預期毛利率將於 2026 年下半年按季回升。
- 印尼產能預計自 2028 年起提升。關於印尼生產基地，管理層提到土地移交已經完成，並將於下月動工，而產能要到 2028 年起才會逐步提升。預計總資本支出為美金 1.6-2 億元（約人民幣 11 億元）。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026/27 年度的盈利預測下調 11%。我們將 2026 年的收入預測上調 2%，同時維持 2027 年的收入預測不變。我們將 2026/27 年度的毛利率預測分別下調 2.7 個百分點 / 2.4 個百分點。我們略微下調 2026/27 年的營運開支預測，各下調 0.1 個百分點。因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測各下調 11%。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，但下調目標價 9% 至港幣 55.8 元。我們基於現金流折現法（DCF）的目標價下調 9% 至港幣 55.8 元。我們的目標價對應 17.4 倍 2026 年預測市盈率 及 14.0 倍 2027 年預測市盈率。該股現時以 12.3 倍 2026 年預測 市盈率 及 9.9 倍 2027 年預測 市盈率 進行交易。

分部業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年上 半年	2025 年下 半年	2025 年上 半年	按年變 動 (%)	按半年 變動 (%)
收入—按產品劃分					
-運動服飾	9,042	10,838	10,129	(10.7)	(16.6)
-便服	3,963	4,619	3,792	4.5	(14.2)
-貼身內衣	998	463	940	6.1	115.6
-其他針織品	177	108	105	67.6	64.1
運動服飾佔總額百分比	63.8	67.6	67.7	(3.9)	(3.9)
收益—按市場劃分					
-日本	2,565	2,645	2,499	2.6	(3.0)
-歐洲	2,761	3,233	3,029	(8.9)	(14.6)
-美國	2,257	3,028	2,555	(11.7)	(25.5)
-其他	3,139	3,380	3,238	(3.1)	(7.1)
-國內銷售	3,457	3,742	3,646	(5.2)	(7.6)
國內佔總額百分比	24.4	23.3	24.4	0.0	1.0
收入—按前三大客戶劃分					
-Uniqlo	4,752	4,747	4,333	9.7	0.1
-Adidas	3,368	3,442	2,992	12.6	(2.1)
-Nike	2,642	4,096	3,436	(23.1)	(35.5)

來源：申洲國際、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	30,993.7	30,553.0	33,220.8	37,078.8
息稅折舊攤銷前利潤	7,309.2	6,146.6	6,874.5	7,816.9
折舊及攤銷	1,489.4	1,610.9	1,776.7	1,941.7
息稅前利潤	5,819.8	4,535.7	5,097.8	5,875.2
聯營公司貢獻	4.5	4.5	4.5	4.5
淨利息收入／(支出)	759.4	857.7	691.5	699.2
除稅前溢利	6,665.8	4,934.2	6,130.1	6,915.3
稅項	(840.5)	(622.2)	(773.0)	(872.0)
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	5,825.3	4,312.0	5,357.1	6,043.3
純利 (經調整)	5,825.3	4,312.0	5,357.1	6,043.3

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
營運	5,549.4	5,848.7	5,844.7	6,303.9
除稅前溢利	6,665.8	4,934.2	6,130.1	6,915.3
稅項	(840.5)	(622.2)	(773.0)	(872.0)
折舊及攤銷	1,489.4	1,610.9	1,776.7	1,941.7
營運資金變動	(506.4)	305.0	(926.8)	(1,334.9)
非現金項目	(4.4)	(379.1)	(362.3)	(346.2)
其他營運現金流量	(1,692.0)	(622.2)	(773.0)	(872.0)
投資	912.4	(2,640.9)	(2,657.7)	(2,673.8)
資本支出 (增長)	(3,003.7)	(3,020.0)	(3,020.0)	(3,020.0)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	17.1	0.0	0.0	0.0
其他	3,899.0	379.1	362.3	346.2
融資	(1,555.8)	(8,631.2)	(3,044.9)	(3,510.5)
支付股息	(3,673.6)	(3,029.7)	(2,945.9)	(3,461.0)
借款所得款項	19,895.4	9,000.0	9,000.0	9,000.0
償還貸款	(17,728.3)	(14,601.5)	(9,099.0)	(9,049.5)
其他 / 已付利息	(49.2)	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	4,906.0	(5,423.3)	142.2	119.6
年初現金及現金等價物	10,868.8	15,410.9	9,987.5	10,129.7
外匯影響所致的變動	(364.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	15,410.9	9,987.5	10,129.7	10,249.3

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	11,666.3	12,700.5	13,587.2	14,326.5
其他長期資產	3,113.0	3,487.9	3,844.4	4,183.5
現金 / 短期投資	15,410.9	9,987.5	10,129.7	10,249.3
其他流動資產	26,752.9	26,552.2	27,766.9	29,523.5
資產總額	56,943.0	52,728.1	55,328.2	58,282.7
短期債務	14,615.3	9,112.8	9,063.3	9,038.6
其他流動負債	4,228.2	4,332.5	4,620.4	5,042.1
長期債務	254.1	155.1	105.6	80.9
其他長期負債	353.4	353.4	353.4	353.4
股東權益	37,491.9	38,774.2	41,185.5	43,767.8
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
負債及權益總額	56,943.0	52,728.1	55,328.2	58,282.7

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	23.6	20.1	20.7	21.1
稅前利潤率	21.5	16.1	18.5	18.7
純利率	18.8	14.1	16.1	16.3
資產回報率	10.6	7.9	9.9	10.6
股本回報率	15.9	11.3	13.4	14.2
增長				
營業額	8.1	(1.4)	8.7	11.6
息稅折舊攤銷前利潤	(0.7)	(15.9)	11.8	13.7
除稅前溢利	(7.0)	(26.0)	24.2	12.8
純利	(6.7)	(26.0)	24.2	12.8
純利 (經調整)	(6.7)	(26.0)	24.2	12.8
每股收益	(6.7)	(26.0)	24.2	12.8
槓桿比率				
債務佔總資本比率	29.3	18.3	18.5	17.6
債務權益比率	40.4	24.1	22.8	21.3
債務／(現金) 淨額與權益	(32.0)	(31.3)	(30.4)	(29.0)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

藥明生物 (2269 HK)

2026 年上半年：表現勝預期；強勁需求推動增長加速

重點

- 藥明生物 2026 年上半年收入按年增長 18.4%至人民幣 117.9 億元，高於其 13-17%的全年增長指引，而經調整股東應佔純利按年大幅增長 38.4%至人民幣 33.1 億元，優於市場預期。
- 受惠於在手訂單強勁增長及產能持續擴大，該公司已將其 2026 年收入按年增長預期上調至 15-18%，並預計未來三年的總收入複合年增長率（CAGR）將加速至 20%。
- 維持「買入」評級，並將目標價上調至港幣 67.8 元，以反映其強於預期的增長動力。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣1百萬元）	2025 年上半年	2026 年上半年	按年變動%
收入	9,953.2	11,787.2	18.4
毛利	4,252.9	5,448.3	28.1
銷售費用	(270.1)	(323.0)	19.6
一般及行政開支	(781.1)	(860.2)	10.1
研發	(343.5)	(430.2)	25.2
經營利潤 (息稅前利潤)	3,236.3	3,258.1	0.7
財務收入（成本）淨額	91.8	161.2	75.5
股東應佔純利	2,339.3	2,439.8	4.3
經調整純利	2,388.8	3,305.7	38.4
比率（%）	2025 年上半年	2026 年上半年	百分點
毛利率	42.7	46.2	3.5
銷售費用	2.7	2.7	0.0
行政費用	7.8	7.3	(0.6)
研發費用	3.5	3.6	0.2
息稅前利潤率	32.5	27.6	(4.9)
純利利潤率	23.5	20.7	(2.8)
經調整純利率	24.0	28.0	4.0

資料來源：藥明生物、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績優於預期。藥明生物（WuXi Biologics (Cayman)）（藥明生物 / WuXi Bio）2026 年上半年收入按年增長 18.4%至人民幣 117.9 億元，毛利按年增長 28.1%至人民幣 54.5 億元。股東應佔經調整純利按年增長 38.4%至人民幣 33.1 億元，推動經調整純利率按年提升 4.0 個百分點至 28.0%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	18,675	21,790	25,702	31,058	37,217
息稅折舊攤銷前利潤	6,039	8,489	10,039	13,377	16,508
經營利潤	4,642	7,005	7,899	10,806	13,451
純利（報告 / 實際）	3,356	4,908	5,537	7,531	9,319
純利（經調整）	4,784	5,640	7,104	8,531	10,319
每股收益（分）	113.2	134.7	169.7	203.8	246.5
市盈率（倍）	39.6	33.2	26.4	22.0	18.2
市賬率（倍）	4.4	3.9	3.5	3.0	2.6
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	34.5	24.5	20.8	15.6	12.6
股息收益率（%）	-	-	-	-	-
純利率（%）	25.6	25.9	27.6	27.5	27.7
債務／（現金）淨額與權益（%）	(13.5)	(17.3)	(15.5)	(16.3)	(21.1)
利息保障倍數（倍）	38.3	59.3	70.2	93.5	115.4
股本回報率（%）	8.2	11.0	11.2	13.4	14.1
市場預期純利	-	-	6,265	7,463	8,963
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.13	1.14	1.15

來源：藥明生物、彭博、大華繼顯

分析員

竇曉琴

carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

陳穎翀

sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

買入（維持）

股價	港幣 52.20 元
目標價	港幣 67.80 元
上升空間	29.9%
早前目標價	港幣 45 元

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	2269 HK
已發行股份（百萬股）	4,145
市值（港幣 1 百萬元）	216,369
市值（美金 1 百萬元）	27,603
3 個月日均成交額（美金 1 百萬元）	175.9

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	港幣 52.45 元/港幣 28.48 元
1 個月	33.5
3 個月	51.8
6 個月	36.4
1 年	60.0
年初至今	66.0

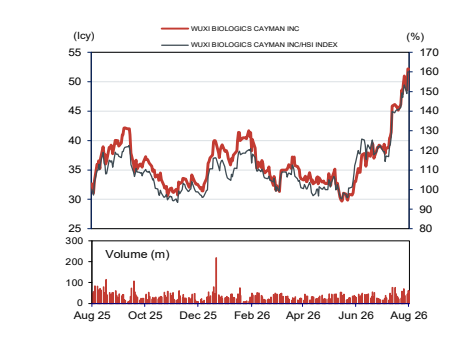
主要股東(%)

藥明生物控股	8.47
--------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	12.66
2026 財年每股淨現金（人民幣）	1.94

股價圖表



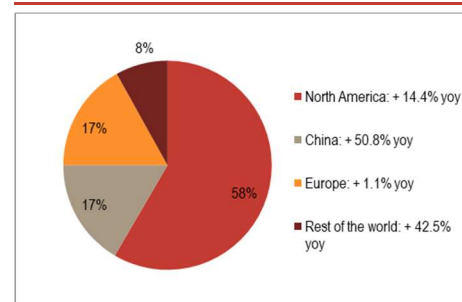
資料來源：彭博

公司介紹

藥明生物是領先的生物製劑外包服務提供商。

- 在北美和中國市場帶動下，2026 年上半年的收入按年增長加速至 18.4%。北美收入按年增長 14.4% 至人民幣 68.9 億元，仍是最大貢獻來源，佔總額的 58.4%。來自中國的收入按年增長 50.8% 至人民幣 19.6 億元，而世界其他地區的收入則按年增長 42.5% 至人民幣 9.5 億元。歐洲大致持平於人民幣 19.9 億元（按年+1.1%）。按階段劃分，臨床前（pre-IND）收入按年躍升 27.2% 至人民幣 52.8 億元，佔總額 44.8%；早期階段收入按年增長 9.7% 至人民幣 14.6 億元；後期階段及商業化生產收入按年增加 10.5% 至人民幣 47.4 億元，佔總額 40.2%。按業務分部劃分，XDC 收入按年增長 37.8% 至人民幣 36.8 億元，表現遠優於生物製劑分部（按年增長 11.3% 至人民幣 81.1 億元）。
- 毛利率按年擴大 3.5 個百分點至 46.2%。持續的營運槓桿比率、產能利用率改善以及生產力提升，推動 2026 年上半年毛利率按年上升 3.5 個百分點至 46.2%。銷售開支按年增加 19.6%，行政開支按年增加 10.1%，而研發開支則按年增加 25.2%。經調整純利按年上升 38.3% 至人民幣 33 億元。
- 穩健的在手訂單為可持續增長前景提供有力支撐。藥明生物於 2026 年上半年新增 169 個綜合項目（包括 123 個內部新增項目（按年增長 43%）及來自 BioDlink 收購的 46 個項目），使項目總數達到 1,064 個。其中，後期及商業化生產項目分別增加至 78 個及 28 個。其亦在「贏得分子」(Win-the-Molecule) 策略下鎖定了 16 個外部引進分子項目，包括四個後期項目及一個商業化生產項目。在手訂單總額增至美金 251 億元，包括美金 126 億元的服務在手訂單及美金 124 億元的潛在里程碑付款，而三年內到期的在手訂單則增至美金 55 億元。
- 將 2026 年收入增長目標上調至按年增長 15% 至 18%，預計未來三年的收入複合年均增長率為 20%。受惠於強勁的市場需求及研發管線組合持續向複雜分子轉型，該公司已將 2026 年收入按年增長目標由 13% 至 17% 上調至 15% 至 18%，並預計未來三年的收入年均複合增長率約為 20%。增長前景改善亦受到商業化生產收入的強勁增長所支持（2026 年至 2029 年間的複合年增長率約為 30%），同時伴隨產能的進一步擴張。
- 全球產能持續擴張。藥明生物目前在全球擁有 5 個研究中心、10 個開發中心及 18 個生產中心。為回應強勁的市場需求，其將繼續擴大全球製造業務版圖。於 2026 年上半年，資本支出約為人民幣 28 億元，主要用於擴建藥明生物及藥明合聯的新加坡設施、美國生物製劑設施，以及藥明合聯在中國的擴建項目。該公司預期 2026 年及 2027 年的總資本支出將分別達到約人民幣 71 億元及人民幣 80 億元。

地區收入（2026 年上半年）



資料來源：藥明生物、大華繼顯

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，並基於 10.0% 的加權平均資本成本及 5% 的永續增長率採用貼現現金流模型估值，將目標價上調至港幣 67.8 元。我們的目標價反映了該公司強於預期的增長勢頭。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026 年至 2028 年的按年收入增長假設分別由 17.0% / 15.3% / 14.3% 微調至 18.0% / 20.8% / 19.8%，以計入其在手訂單的強勁增長。我們亦將 2026 年毛利率預測略微調高至 46.5%。
- 風險：a) 地緣政治風險較預期嚴重；b) 減息可能推遲，或會導致生物科技板塊復甦慢於預期；以及 c) 海外業務拓展風險。

股價催化劑

- a) 2026 年上半年業績強勁且積壓訂單充裕，為 2026 年的增長指引提供支持；b) 新項目中標持續加速，以及更多分子進入後期階段和商業化生產；及 c) 隨着新設施提升產能利用率，利潤率將進一步擴大。

損益表

截至12月31日止年度	2025	2026年	2027年	2028年
(人民幣千元)				
淨營業額	21,790	25,702	31,058	37,217
息稅折舊攤銷前利潤	8,489	10,039	13,377	16,508
折舊及攤銷	1,483	2,139	2,571	3,058
息稅前利潤	7,005	7,899	10,806	13,451
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／(支出)	252	291	334	334
除稅前溢利	7,257	8,190	11,140	13,785
稅項	(1,524)	(1,638)	(2,228)	(2,757)
少數股東權益	(825)	(1,016)	(1,381)	(1,709)
純利	4,908	5,537	7,531	9,319
純利 (經調整)	5,640	7,104	8,531	10,319

現金流量

截至12月31日止年度	2025	2026年	2027年	2028年
(人民幣千元)				
營運	10,147	7,833	9,513	11,875
除稅前溢利	7,257	8,190	11,140	13,785
稅項	(1,524)	(1,638)	(2,228)	(2,757)
折舊及攤銷	1,429	2,085	2,517	3,004
營運資金變動	(1,322)	88	(1,581)	(1,823)
非現金項目	-	-	-	-
其他營運現金流量	4,306	(892)	(334)	(334)
投資	(7,035)	(7,790)	(7,523)	(6,523)
資本支出 (增長)	(4,160)	(7,486)	(8,000)	(7,000)
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(2,875)	(304)	477	477
融資	(2,177)	(555)	(143)	(143)
支付股息	-	-	-	-
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	(1,593)	(367)	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他 / 已付利息	(584)	(188)	(143)	(143)
現金流入 (流出) 淨額	935	(512)	1,848	5,209
年初現金及現金等價物	8,279	9,214	8,702	10,550
外匯影響所致的變動	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	9,214	8,702	10,550	15,759

資產負債表

截至12月31日止年度	2025	2026年	2027年	2028年
(人民幣千元)				
固定資產	27,739	32,754	38,236	42,233
其他長期資產	7,822	8,612	8,612	8,612
現金 / 短期投資	9,214	8,702	10,550	15,759
其他流動資產	18,922	19,196	21,468	24,076
資產總額	63,697	69,263	78,866	90,679
短期債務	874	225	225	225
其他流動負債	7,434	8,240	8,931	9,716
長期債務	169	450	450	450
其他長期負債	2,180	2,202	2,202	2,202
股東權益	47,249	51,695	60,607	71,635
少數股東權益	5,791	6,450	6,450	6,450

關鍵指標

截至12月31日止年度 (%)	2025	2026年	2027年	2028年
(%)				
盈利能力				
毛利率	46.0	46.5	47.0	47.5
稅前利潤率	33.3	31.9	35.9	37.0
純利率	22.5	21.5	24.2	25.0
資產回報率	8.1	8.3	10.2	11.0
股本回報率	11.0	11.2	13.4	14.1
增長				
營業額	16.7	18.0	20.8	19.8
毛利	30.9	19.2	22.1	21.1
除稅前溢利	50.1	12.9	36.0	23.7
純利	46.3	12.8	36.0	23.7
純利 (經調整)	17.9	25.9	20.1	21.0
每股收益	19.1	25.9	20.1	21.0
槓桿比率				
債務佔總資本比率	2.2	1.3	1.1	0.9
債務權益比率	2.2	1.3	1.1	0.9
債務／(現金) 淨額與權益	(17.3)	(15.5)	(16.3)	(21.1)
利息保障倍數	59.3	70.2	93.5	115.4

特步國際控股（1368 HK）

2026 年上半年：收入遜於預期但毛利率擴張推動純利優於預期；下調全年收入目標

重點

- 特步 2026 年上半年收入遜於預期，但純利勝於市場預期，主要受毛利率擴張帶動。
- 展望未來，管理層已將集團全年度收入指引下調至低單位數跌幅（相較於先前預期的中單位數增長）。其中，Saucony 預計將實現 10%的增長，全年計劃新開 20 至 30 間門店。
- 毛利率擴張態勢很可能在 2026 年下半年持續。然而，特步核心品牌的營業利潤率可能承壓。預計純利率將處於高個位數區間。
- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 5.6 元不變。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年上半年	2025 年下半年	2025 年上半年	按年變動 (%)
總收入	6,795	7,314	6,838	(0.6)
毛利	3,155	2,989	3,074	2.6
毛利率 (%)	46.4	40.9	45.0	1.4
經營利潤	1,161	714	1,305	(11.0)
營業利潤率 (%)	17.1	9.8	19.1	(2.0)
純利	818	458	914	(10.5)
純利率 (%)	12.0	6.3	13.4	(1.3)

資料來源：特步、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年收入遜於預期，但純利勝於市場共識，主要受毛利率擴張所帶動。特步國際控股（特步）公佈 2026 年上半年收入為人民幣 67.95 億元（按年下跌 1%），較 Visible Alpha Insights（VA）市場共識預測低 2%。按業務分部劃分，核心特步品牌收入減少 2%至人民幣 59.2 億元，與管理層在 2026 年第 2 季度最新情況電話會議上的軟化基調大致相符（收入走勢與零售流水趨勢相近），而專業運動分部（索康尼及邁樂）的收入則實現 11%的增長，達到人民幣 8.75 億元。毛利為人民幣 31.55 億元（按年+3%），毛利率為 46.4%（按年+1.4 個百分點），受以下因素推動：a)大眾市場分部擴闊 1.5 個百分點，得益於電子商貿業務及童裝業務，且功能性產品佔比有所提升；及 b)專業運動分部擴闊 0.3 個百分點，受高端化策略所支撐，以改善旗艦產品折扣情況，並在服裝及生活休閒產品方面實現規模經濟效益。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	13,577	14,151	13,763	14,043	14,332
息稅折舊攤銷前利潤	2,224	2,316	2,154	2,349	2,489
經營利潤	1,966	2,019	1,807	1,966	2,073
純利（報告／實際）	1,238	1,372	1,235	1,327	1,382
純利（經調整）	1,238	1,372	1,235	1,327	1,382
每股收益（分）	46.6	46.6	41.9	45.1	46.9
市盈率（倍）	7.0	7.0	7.8	7.2	6.9
市賬率（倍）	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	3.6	2.9	2.8	2.4	2.2
股息收益率 (%)	19.0	7.5	7.3	7.9	8.2
純利率 (%)	9.1	9.7	9.0	9.5	9.6
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(10.8)	(29.8)	(29.2)	(29.7)	(30.5)
利息保障倍數（倍）	22.8	23.2	25.4	21.3	17.8
股本回報率 (%)	13.7	14.2	11.6	11.8	11.7
市場預期純利	-	-	1,242.4	1,414.3	1,540.6
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.99	0.94	0.90

資料來源：特步、彭博、大華繼顯

- 經營利潤為人民幣 11.61 億元（按年-11%），營業利潤率為 17.1%（按年-2.0

分析員

郭一辰

stella.guo@uobkh.com
+852 2236 6798

邱一展

hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

買入（維持）

股價	港幣 3.79 元
目標價	港幣 5.60 元
上升空間	+47.8%

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	1368 HK
已發行股份（百萬股）	2,815.1
市值（港幣 1 百萬元）	10,669.2
市值（美金 1 百萬元）	1,361.1
3 個月日均成交額（美金 1 百萬元）	6.4

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	港幣 6.79 元/港幣 3.45 元
1 個月	4.1
3 個月	(8.5)
6 個月	(29.7)
1 年	(43.3)
年初至今	(28.6)

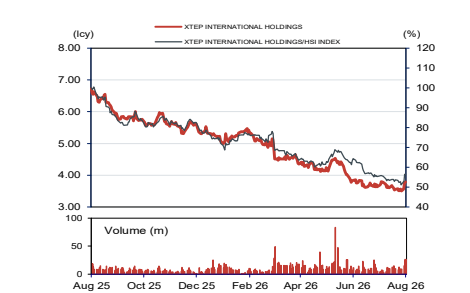
主要股東 (%)

丁水波	47.12
-----	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	3.88
2026 財年每股淨現金（人民幣）	1.09

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

特步國際控股是中國領先的多品牌體育用品公司。特步憑藉涵蓋核心品牌特步、Saucony 及 Merrell 的多元化品牌組合，策略性瞄準大眾市場及專業體育領域。

個百分點)，主要由於毛利率的改善被較高的銷售、一般及行政開支（佔總收入百分比按年+3.1 個百分點至 34.2%）完全抵銷有餘。純利為人民幣 8.18 億元（按年-10%），高於 VA 預測 1%，純利率為 12.0%（按年-1.3 個百分點）。該公司宣派中期股息每股 18 港仙，相當於派息比率為 54%（相較 2025 年上半年為 50%）。

- 全年收入指引下調至低單位數跌幅。自 2026 年第 3 季度以來，雖然 Saucony 的表現符合管理層預期（尤其是線下增長表現不俗），但核心特步品牌的零售流水依然受壓。在宏觀環境不明朗的背景下，管理層已將全年集團收入指引下調至低單位數跌幅（相較於先前預期的中單位數增長）。其中，Saucony 預計將實現 10% 的增長，全年計劃新開 20 至 30 間門店（2026 年上半年新增五間門店，使總數達到 180 間）。
- 預期 2026 年下半年毛利率將持續擴張，但特步核心品牌的營業利潤率或會承壓。受惠於大眾市場及專業體育板塊於 2026 年上半年的毛利率改善，管理層預期 2026 年下半年毛利率將進一步擴大。就特步核心品牌而言，其改善將由直接面對消費者（DTC）效益、電商佔比提升以及旗艦產品折扣減少所帶動，而 Saucony 則將受惠於持續的規模效應。
- 在營業利潤率方面，Saucony 的全年營業利潤率預計將不低於 2025 年的水平。然而，就特步核心品牌而言，隨着直面消費者（DTC）模式轉型持續進行（計劃於 2026 年下半年再增加 400 家門店），加上於渠道升級方面的投資及電子商貿相關開支，2026 年下半年的經營利潤率可能會面臨一定壓力。預測純利率將處於高單位數範圍。

盈利預測調整/風險

- 將我們對 2026/27 年度的盈利預測分別下調 0.3%/2.1%。我們分別下調 2026/27 年收入預測 5.3%/6.1%，以反映自 2026 年第 2 季度起弱於預期的銷售率。我們分別將 2026/27 年的毛利率預測上調 1.0 個百分點 / 0.9 個百分點，以反映 2026 年上半年的毛利率擴張。我們將 2026/27 年的銷售、一般及行政費用率（SG&A ratio）預測各上調 0.5 個百分點。因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 0.3%/2.1%。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級；目標價維持港幣 5.6 元不變。我們維持以現金流折現法（DCF）計算的目標價不變，仍為港幣 5.6 元。我們的目標價意味着 10.3 倍 2026 年預測市盈率 及 9.6 倍 2027 年預測市盈率 。該股票目前的交易估值為 7.8 倍 2026 年預測市盈率 及 7.2 倍 2027 年預測市盈率 。

分部業績

截至 12 月 31 日止 年度（人民幣 1 百 萬元）	2026 年上半 年	2025 年 下半年	2025 年上半 年	按年變 動 (%)
收入				
-特步	5,920	6,463	6,053	(2.2)
- Saucony 及 Merrell	875	851	785	11.4
毛利				
-特步	2,669	2,515	2,641	1.1
- Saucony 及 Merrell	485	474	433	12.0
毛利率 (%)				
-特步	45.1	38.9	43.6	1.5
- Saucony 及 Merrell	55.5	55.7	55.2	0.3
經營利潤				
-特步	1,120	712	1,208	(7.3)
- Saucony 及 Merrell	91	35	79	15.5
營業利潤率 (%)				
-特步	18.9	11.0	20.0	(1.0)
- Saucony 及 Merrell	10.4	4.2	10.0	0.4
門店數目				
-特步	7,763	7,845	7,924	(161)
- Saucony 及 Merrell	180	175	155	25

附註：收入按美國通用會計準則進行調節；門店數目的變動為門店淨變動。

資料來源：特步、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	14,151.1	13,763.1	14,042.8	14,331.7
息稅折舊攤銷前利潤	2,316.3	2,153.6	2,348.6	2,489.2
折舊及攤銷	297.5	346.4	383.0	415.7
息稅前利潤	2,018.8	1,807.2	1,965.6	2,073.5
聯營公司貢獻	54.4	54.4	54.4	54.4
淨利息收入／（支出）	(99.8)	(84.8)	(110.2)	(139.9)
除稅前溢利	1,973.4	1,776.9	1,909.9	1,988.0
稅項	(601.8)	(541.9)	(582.5)	(606.3)
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
非常項目	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	1,371.6	1,235.0	1,327.4	1,381.7
純利（經調整）	1,371.6	1,235.0	1,327.4	1,381.7

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
營運	952.4	1,612.3	1,626.9	1,710.8
除稅前溢利	1,973.4	1,776.9	1,909.9	1,988.0
稅項	(601.8)	(541.9)	(582.5)	(606.3)
折舊及攤銷	297.5	346.4	383.0	415.7
營運資金變動	(805.0)	31.0	(83.5)	(86.6)
非現金項目	(48.7)	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	38.5	0.0	(0.0)	(0.0)
投資	(19.4)	(235.5)	(696.6)	(696.6)
資本支出（增長）	(264.1)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
投資	345.4	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	43.8	0.0	0.0	0.0
其他	(144.4)	264.5	(196.6)	(196.6)
融資	(454.7)	(371.6)	(258.6)	(396.4)
支付股息	(636.7)	(672.2)	(699.6)	(736.0)
發行股份	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	767.4	1,141.1	1,141.1	1,141.1
償還貸款	(1,686.7)	(840.5)	(700.1)	(801.5)
其他／已付利息	1,101.3	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	478.3	1,005.2	671.7	617.8
年初現金及現金等價物	2,979.2	3,457.1	4,462.4	5,134.1
外匯影響所致的變動	(0.4)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	3,457.1	4,462.4	5,134.1	5,751.9

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	1,759.8	2,084.7	2,377.2	2,640.6
其他長期資產	2,916.7	2,942.1	2,963.1	2,980.6
現金／短期投資	3,457.1	4,462.4	5,134.1	5,751.9
其他流動資產	8,765.2	8,106.8	8,267.0	8,432.4
資產總額	16,898.9	17,595.9	18,741.4	19,805.5
短期債務	840.5	700.1	801.5	879.6
其他流動負債	4,310.7	4,144.4	4,221.0	4,299.9
長期債務	256.3	697.3	1,036.9	1,298.4
其他長期負債	1,288.8	1,288.8	1,288.8	1,288.8
股東權益	10,335.7	10,898.4	11,526.2	12,171.8
少數股東權益	(133.1)	(133.1)	(133.1)	(133.1)
負債及權益總額	16,898.9	17,595.9	18,741.4	19,805.5

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	16.4	15.6	16.7	17.4
稅前利潤率	13.9	12.9	13.6	13.9
純利率	9.7	9.0	9.5	9.6
資產回報率	8.3	7.2	7.3	7.2
股本回報率	14.2	11.6	11.8	11.7
增長				
營業額	4.2	(2.7)	2.0	2.1
息稅折舊攤銷前利潤	4.2	(7.0)	9.1	6.0
除稅前溢利	3.8	(10.0)	7.5	4.1
純利	10.8	(10.0)	7.5	4.1
純利（經調整）	10.8	(10.0)	7.5	4.1
每股收益	(0.1)	(10.0)	7.5	4.1
槓桿比率				
債務佔總資本比率	9.8	11.8	14.3	15.7
債務權益比率	11.3	13.2	16.4	18.4
債務／（現金）淨額與權益	(29.8)	(29.2)	(29.7)	(30.5)
利息保障倍數（倍）	23.2	25.4	21.3	17.8

雅迪集團控股 (1585 HK)

2026 年上半年：純利因銷量未達預期而遜於預期，有望自 2026 年下半年起復甦

重點

- 2026 年上半年純利為人民幣 12 億元（按年-27%），遜於預期，銷量及利潤率未達預期抵銷了平均售價勝於預期的表現。
- 在強勁訂單流、行業整合加速下的市佔率增長、新產品亮相以及海外擴張推動下，銷量預計將自 2026 年下半年起回升。
- 平均售價及利潤率將受銷售組合的高端化與全球化所支持。
- 基於銷量下降及平均售價上升，分別下調我們 2026 年至 2028 年的純利預測 14%/9%/10%，至人民幣 27.68 億元/人民幣 33.4 億元/人民幣 36.96 億元。維持「買入」評級，並將目標價由港幣 18 元下調至港幣 16 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年 上半年	按年% 按半年 %	2026 年 預測	按年% 按半年 %	2026 年上半 評論 年 / 2026 年	
銷量 (千輛)	7,632	(13.2)	2.1	17,500	7.6	0.44 銷量因政策變更而未達預期。
平均售價 (人民幣千元 / 輛)	1,663	11.6	2.3	1,600	3.1	1.04 由於產品組合優化，平均售價優 於預期。
每單位純利 (人民幣千元)	157	(16.1)	(6.8)	183	2.4	0.86 遜於預期
收入	18,236	(5.0)	2.3	41,629	12.5	0.44 銷量遜於預期遜於預期抵銷了平 均售價勝於預期的影響
毛利	3,236	(14.0)	(2.2)	7,910	11.9	0.41
毛利率 (%)	17.7	(1.9)	(0.8)	19.0	(0.1)	0.93 受成本上漲及模具成本上升所擠 壓。
息稅前利潤	1,457	(31.2)	(4.3)	4,063	11.6	0.36
息稅前利潤率 (%)	8.0	(3.0)	(0.5)	9.8	(0.1)	0.82 營運去槓桿
純利	1,201	(27.2)	(4.9)	3,205	10.1	0.37
純利 –經調整	1,179	(25.8)	(1.6)	3,205	15.0	0.37
純利率 (%)	6.6	(2.0)	(0.5)	7.7	(0.2)	0.86
純利率 –經調整(%)	6.5	(1.8)	(0.3)	7.7	0.2	0.84

來源：雅迪集團控股、彭博、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年純利為人民幣 12 億元（按年-27.2%），低於預期，乃由於銷量及利潤率遜於預期所致。
 - 受銷量錄得 763 萬輛（按年-13.2%）令人失望，以及平均售價達人民幣 1,663 元（按年+11.6%）表現向好影響，2026 年上半年收入按年下跌 5%至人民幣 182.4 億元。銷量下跌是由於 2025 年 12 月 1 日實施新國標，以及 2026 年 1 月 1 日取消國家對電動兩輪車（2WEV）的以舊換新補貼，對終端需求造成壓力；加上 2025 年上半年去庫存 80 萬輛，推高了比較基數。平均售價上漲乃由於產品組合優化所致。較高價的電動滑板車（平均售價：人民幣 1,845 元）佔總銷量的比重於 2026 年上半年按年上升 21.5 個百分點至 45.7%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	28,236	37,008	40,684	45,046	49,586
息稅折舊攤銷前利潤	2,126	4,122	4,120	4,900	5,401
經營利潤	1,665	3,639	3,521	4,244	4,699
純利 (報告/實際)	1,272	2,912	2,772	3,351	3,715
純利 (經調整)	1,223	2,787	2,772	3,351	3,715
每股收益 (分)	41.5	95.0	73.5	95.1	121.2
市盈率 (倍)	21.6	9.4	12.2	9.4	7.4
市賬率 (倍)	3.1	2.6	2.3	2.0	1.7
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	10.3	5.3	5.3	4.5	4.1
股息收益率 (%)	4.4	5.1	5.0	6.0	6.7
純利率 (%)	4.3	7.5	6.8	7.4	7.5
債務/ (現金) 淨額與權益 (%)	(112.8)	(76.4)	(93.5)	(108.5)	(120.9)
利息保障倍數 (倍)	46.3	78.8	63.2	76.2	84.4
股本回報率 (%)	14.3	29.0	24.9	26.3	25.2
市場預期純利	-	-	3,206	3,649	4,108
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.86	0.92	0.90

來源：雅迪集團控股、彭博、大華繼顯

分析員

利新民

ken.lee@uobkh.com
852-2236 6760

買入（維持）

股價	港幣 10.30 元
目標價	港幣 16 元
上升空間	55.3%
早前目標價	港幣 18 元

股票數據

行業	汽車
股份代號	1585 HK
已發行股份 (百萬股)	3,063.8
市值 (港幣 1 百萬元)	31,557.1
市值 (美金 1 百萬元)	4,045.8
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元)	10.0

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 15.01 元/港幣 8.79 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
1.2	(12.6)	(12.5)	(18.6)	(9.4)

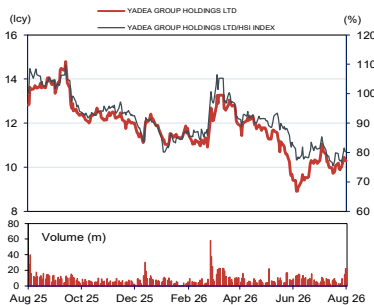
主要股東 (%)

董經貴先生	46.40
錢景紅女士	16.56

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (港元)	4.06
2026 財年每股淨現金 (港元)	4.14

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

雅迪集團控股製造及銷售電動兩輪車（包括電動踏板車及電動自行車），以及電池、充電器及其他電動兩輪車零件。

- **成本上漲及營運去槓桿導致利潤率受壓。**受原材料成本上漲以及新產品模具成本增加所影響，2026 年上半年毛利率跌至 17.7%（按年下跌 1.9 個百分點），低於我們全年的 19.0% 預測值。受營運去槓桿效應影響，營運開支佔收入比率於 2026 年上半年按年微升 0.7 個百分點至 11.0%。2026 年上半年，息稅前利潤率按年下跌 3.0 個百分點，按半年下跌 0.5 個百分點至 8.0%，低於我們全年的預設值 9.8%。
- **將我們 2026 至 2028 年的銷量預測下調至 1,600 萬 / 1,700 萬 / 1,800 萬輛，銷量預計將自 2026 年下半年起復甦。**鑒於 2026 年上半年銷量，我們將 2026 年至 2028 年的銷量預測分別下調 9%/12%/14% 至 1,600 萬/1,700 萬/1,800 萬輛（按年變動為-2%/6%/6%）。我們對 2026 年銷量 1,600 萬輛的預測（按年-2%）意味着 2026 年下半年銷量為 840 萬輛（按年+12%），符合公司指引。
- **隨着客戶開始適應政策變動，銷售額自 2026 年第 2 季度起已開始回升。**按季度計算，銷量已按季增長 32%，由 2026 年第 1 季度的 330 萬輛（按年下跌 23%）增至 2026 年第 2 季度的 430 萬輛（按年下跌 4%）。
- **在行業整合之際錄得市佔率增長。**兩輪電動車（2WEV）的新國家標準提高了合規成本，淘汰了小型參與者。雅迪集團控股（雅迪）將憑藉其供應鏈優勢及合規能力獲取市佔率。
- **進軍高端市場。**為應對電動兩輪車（2WEV）的新國標，雅迪正轉向二 / 三線城市的電動踏板車市場（佔中國電動兩輪車總銷量的 90%）。該公司透過推出「Modern」、「Feiyue」及「Crown」等中高端系列產品，顯著改善了其產品組合。
- **探索新業務分部。**雅迪正拓展至休閒三輪車及外賣單車等全新利基市場。此外，該公司已開始在中國銷售鈉電池電動兩輪車。基於安全考量，該公司計劃以鈉電池電動兩輪車取代鋰電池電動兩輪車，並預期其鈉電池電動兩輪車銷量將由 2026 年的不足 10 萬輛增長至 2027 年的 100 萬輛。
- **海外拓展。**雅迪預期，基於強勁的訂單流（每月 60,000 輛），2026 年海外銷量將增加近一倍至 500,000 至 600,000 輛。在油價不斷上漲的背景下，該增長將受電單車電動化所推動，尤其是在東南亞地區。該公司預計將於 2027 年在東南亞市場推出鈉電池兩輪電動車。
- **在該公司的高端化舉措及海外擴張支持下，將我們對 2026 年至 2028 年的平均售價假設分別上調 5.5% / 5.8% / 6.2% 至人民幣 1,688 元 / 人民幣 1,745 元 / 人民幣 1,805 元（分別按年增長 8.7% / 3.4% / 3.5%）。**我們預計電動踏板車佔雅迪總銷量的比重將由 2025 年的 30% 上升至 2026/27/28 年的 47%/49%/50%。
- **鑑於 2026 年上半年的毛利率，我們將 2026 年的毛利率假設從 19.0% 下調至 18.3% 並基於平均售價上調，將 2027 至 2028 年的毛利率假設維持在 19.0%。**

盈利預測調整/風險

- **基於較低的銷量，我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別下調 14%/9%/10% 至人民幣 27.68 億元/人民幣 33.4 億元/人民幣 36.96 億元（同比分別為-5%/21%/11%）。**
- **風險：**原材料成本上升、兩輪電動車政策變動。

估值 / 投資評級

- **維持「買入」評級，並將目標價由港幣 18 元下調至港幣 16 元，**主要由於我們將估值基準年由 2026 年延後至 2027 年、維持目標市盈率 倍數於 15 倍（與歷史平均值一致），並下調 2027 年每股收益。

股價催化劑

- **電動兩輪車（2WEV）銷量復甦，利潤率回升。**

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	37,008	40,684	45,046	49,586
息稅折舊攤銷前利潤	4,122	4,120	4,900	5,401
折舊及攤銷	(484)	(599)	(656)	(702)
息稅前利潤	3,639	3,521	4,244	4,699
總其他非經營收入	-	-	-	-
聯營公司貢獻	2	-	-	-
淨利息收入／(支出)	(46)	(56)	(56)	(56)
除稅前溢利	3,594	3,465	4,188	4,643
稅項	(683)	(693)	(838)	(929)
少數股東權益	-	-	-	-
純利	2,912	2,772	3,351	3,715
純利 (經調整)	2,787	2,772	3,351	3,715

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
營運	5,990	2,937	8,673	(310)
除稅前溢利	3,594	3,465	4,188	4,643
稅項	(333)	(693)	(838)	(929)
折舊及攤銷	484	599	656	702
聯營公司	(2)	-	-	-
營運資金變動	2,375	(284)	4,862	(4,479)
非現金項目	(129)	(151)	(196)	(248)
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(6,984)	(794)	(749)	(696)
資本支出 (增長)	(782)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
投資	(40,215)	-	-	-
其他	34,014	206	251	304
融資	(834)	(1,509)	(1,442)	(1,731)
支付股息	(1,251)	(1,453)	(1,386)	(1,675)
借款所得款項	4,446	2,500	2,500	2,500
償還貸款	(3,900)	(2,500)	(2,500)	(2,500)
其他 / 已付利息	(129)	(56)	(56)	(56)
現金流入 (流出) 淨額	(1,828)	634	6,482	(2,738)
年初現金及現金等價物	7,869	5,991	6,625	13,108
外匯影響所致的變動	(50)	-	-	-
年末現金及現金等價物	5,991	6,625	13,108	10,370

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	6,314	6,645	6,919	7,147
其他長期資產	6,688	6,758	6,828	6,898
現金 / 短期投資	5,991	6,625	13,108	10,370
其他流動資產	11,003	13,437	10,418	19,183
資產總額	29,997	33,465	37,272	43,598
短期債務	1,496	1,496	1,496	1,496
其他流動負債	17,376	19,526	21,368	25,654
長期債務	-	-	-	-
其他長期負債	662	662	662	662
股東權益	10,462	11,780	13,745	15,784
少數股東權益	0	0	0	0
負債及權益總額	29,997	33,465	37,272	43,598

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	11.1	10.1	10.9	10.9
稅前利潤率	9.7	8.5	9.3	9.4
純利率	7.5	6.8	7.4	7.5
資產回報率	10.2	8.7	9.5	9.2
股本回報率	29.0	24.9	26.3	25.2

增長

營業額	31.1	9.9	10.7	10.1
息稅折舊攤銷前利潤	93.9	(0.1)	18.9	10.2
除稅前溢利	127.0	(3.6)	20.9	10.9
純利	128.8	(4.8)	20.9	10.9
純利 (經調整)	127.8	(0.5)	20.9	10.9
每股收益	128.8	(4.8)	20.9	10.9

槓桿比率

債務佔總資本比率	5.3	4.8	4.3	3.6
債務權益比率	15.2	13.5	11.6	10.1
債務／(現金) 淨額與權益	(76.4)	(93.5)	(108.5)	(120.9)
利息保障倍數 (倍)	78.8	63.2	76.2	84.4

富士康工業互聯網 (601138 CH)

業績公佈後電話會議：Vera Rubin 進展順利；能見度現已延續至 2027 年

重點

- Vera Rubin 將於 2026 年第 3 季度進入前期量產準備階段，並於 2026 年第 4 季度開始首批出貨，至 2027 年成為主流平台；同時 GB300 將在過渡期發揮銜接作用，而人工智能伺服器的訂單能見度現已延伸至 2027 年。
- 供應限制已擴大至除 CoWoS 以外的載板及晶圓，但尚未影響出貨；與此同時，ASIC 佔比持續上升，而 NeoCloud 正逐漸成為第二個需求來源。維持「買入」評級。目標價：人民幣 89.5 元。

分析

- 重申 Vera Rubin 的量產爬坡進程，每機架的內含價值持續增長。Vera Rubin 已知的產能提升時間表維持不變，即「於 2026 年第 3 季度進行量產前準備、於 2026 年第 4 季度首次發貨，並於隨後數個季度提升產能，成為 2027 年的主要產品線」管理層亦表示，複雜的機架層級設計，以及對液冷、供電、系統整合和測試的更高要求，正推動富士康工業互聯網（FII）每機架的價值量（dollar content），且隨着未來幾年 AIDC 機架變得更加複雜，預計這將進一步推動未來的價值量增長。
- 供應限制有所擴大，但仍未構成實質約束。除晶片供應及 CoWoS 產能外，管理層指出載板和晶圓亦是下一代機架的供應受限環節。該公司尚未觀察到零件供應緊張對出貨構成重大影響，理由是人工智能需求強勁，以及客戶的數據中心建設計劃堅定，並預期隨着產能擴充，相關限制將逐步緩解。
- 人工智能伺服器的訂單可見度現已延伸至 2027 年。管理層預計業務能見度將大幅延伸至 2027 年，且訂單持續增加，其中訓練和推理工作負載均為主要推動因素。他們指出，全球頂級 CSP 的資本支出預計在 2026 年將超過美金 9,000 億元；儘管 2026 年的資本支出達到峰值水平，但所有頂級 CSP 在近期的業績簡報會上均示意 2027 年將進一步擴張。
- NeoCloud 正崛起成為新的增長動力。管理層指出 CoreWeave 及 Lambda 等 NeoClouds 的迅速擴張，並引述 CoreWeave 達美金 668 億元的積壓訂單，同時提及 Synergy Research 預測 NeoCloud 市場將於 2030 年接近美金 4,000 億元，複合年增長率為 58%。FII 正將 NeoCloud 及主權雲鎖定為新客群，並指出人工智能投資趨勢已由主要集中於美國擴展至全球規模。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
淨營業額	609,135	902,887	1,534,532	2,038,466	2,272,045
息稅折舊攤銷前利潤	33,432	52,470	79,994	95,972	102,191
經營利潤	26,836	44,001	71,543	86,886	92,303
純利（報告 / 實際）	23,216	35,286	61,151	75,057	80,223
純利（經調整）	23,414	34,001	61,151	75,057	80,223
每股收益（分）	117.8	171.2	307.9	378.0	404.0
市盈率（倍）	54.3	37.4	20.8	16.9	15.8
市賬率（倍）	8.3	7.6	6.1	5.1	4.4
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	41.7	26.6	17.4	14.5	13.6
股息收益率（%）	1.0	1.5	2.7	3.3	3.5
純利率（%）	4.4	3.8	3.9	4.0	3.7
債務／（現金）淨額與權益（%）	(23.9)	(3.5)	9.0	(2.2)	(8.1)
利息保障倍數（倍）	51.0	(31.4)	(22.4)	(27.8)	(32.7)
股本回報率（%）	15.9	22.1	32.6	32.8	29.8
市場預期純利	-	-	61,190	82,319	104,803
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.00	0.91	0.77

資料來源：FII、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

買入（維持）

股價	人民幣 60.15 元
目標價	人民幣 89.50 元
上升空間	+48.79%

股票數據

行業	EMS/ODM
股份代號	601138 CH
已發行股份（百萬股）	19,859
市值（人民幣 1 百萬元）	1,194,547
市值（美金 1 百萬元）	168,146
3 個月日均成交額（美金 1 百萬元）	1,649.8

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	人民幣 84.95 元 / 人民幣 44.22 元
1 個月	(0.2)
3 個月	(14.4)
6 個月	4.8
1 年	25.3
年初至今	(3.1)

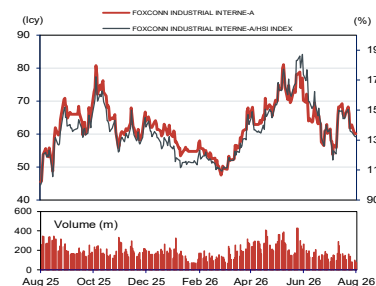
主要股東(%)

富泰華工業深圳	21.99
---------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	10.21
2026 財年每股淨債項（人民幣）	(0.95)

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

富士康工業互聯網作為一家通信網絡設備開發公司營運。其研發及銷售網絡交換機、路由器、無線裝置、網絡伺服器、機頂盒、智能家居網關及其他產品。該公司亦製造儲存設備。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，目標價為人民幣 89.5 元，乃基於 23.7 倍 2027 年預測市盈率，相當於歷史平均值以上 2 個標準差。

盈利預測調整/風險

- 盈利預測調整：無。

股價催化劑

- 無。
-

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	902,887	1,534,532	2,038,466	2,272,045
息稅折舊攤銷前利潤	52,470	79,994	95,972	102,191
折舊及攤銷	(8,469)	(8,451)	(9,087)	(9,888)
息稅前利潤	44,001	71,543	86,886	92,303
其他營業外收入總額	(1,285)	-	-	-
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／(支出)	(1,673)	(3,564)	(3,448)	(3,122)
除稅前溢利	41,042	67,980	83,438	89,182
稅項	(5,713)	(6,798)	(8,344)	(8,918)
少數股東權益	(44)	(31)	(38)	(40)
純利	35,286	61,151	75,057	80,223
純利 (經調整)	34,001	61,151	75,057	80,223

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	5,238	21,160	68,930	69,694
除稅前溢利	41,042	67,980	83,438	89,182
稅項	(5,713)	(6,798)	(8,344)	(8,918)
折舊及攤銷	8,469	8,451	9,087	9,888
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	(43,942)	(72,617)	(18,699)	(23,579)
非現金項目	5,381	24,145	3,448	3,122
其他營運現金流量	2,584	20,581	-	-
投資	(29,746)	(7,522)	(7,432)	(7,432)
資本支出 (增長)	(17,230)	(7,522)	(7,432)	(7,432)
投資	(13,456)	-	-	-
出售資產所得款項	785	-	-	-
其他	155	-	-	-
融資	47,397	(23,015)	(37,157)	(44,496)
支付股息	(16,740)	(23,015)	(37,157)	(44,496)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	106,204	135,000	135,000	135,000
償還貸款	(39,780)	(135,000)	(135,000)	(135,000)
其他 / 已付利息	(2,287)	-	-	-
現金流入 (流出) 淨額	22,888	(9,376)	24,342	17,767
期初現金及現金等價物	72,311	94,759	85,383	109,725
外匯影響所致的變動	(440)	-	-	-
期末現金及現金等價物	94,759	85,383	109,725	127,491

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	24,037	24,558	24,538	23,977
其他長期資產	29,393	22,628	20,993	19,097
現金 / 短期投資	94,759	85,383	109,725	127,491
其他流動資產	308,034	525,270	545,208	642,552
資產總額	456,224	657,839	700,464	813,118
短期債務	104,229	104,229	104,229	104,229
其他流動負債	176,170	336,054	337,293	411,059
長期債務	4	4	4	4
其他長期負債	8,707	8,707	8,707	8,707
股東權益	166,778	208,478	249,826	288,676
少數股東權益	336	367	404	444
負債及權益總額	456,224	657,839	700,464	813,118

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	7.0	6.0	5.4	5.1
稅前利潤率	4.5	4.4	4.1	3.9
純利率	3.9	4.0	3.7	3.5
資產回報率	9.1	11.0	11.1	10.6
股本回報率	22.1	32.6	32.8	29.8
增長 (按年百分比)				
營業額	48.2	70.0	32.8	11.5
息稅折舊攤銷前利潤	42.1	46.7	18.2	6.2
除稅前溢利	58.0	65.6	22.7	6.9
純利	52.0	73.3	22.7	6.9
純利 (經調整)	45.2	79.9	22.7	6.9
每股收益	52.1	73.3	22.7	6.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	1.2	0.9	0.8	0.7
債務權益比率	3.4	2.7	2.2	1.9
債務／(現金) 淨額與權益	(3.5)	9.0	(2.2)	(8.1)
利息保障倍數 (倍)	(31.4)	(22.4)	(27.8)	(32.7)

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



中信股份 (0267 HK)

最後價格: 港幣 12.92 元
支撐位: 港幣 12.33 元/港幣 11.80 元
阻力位: 港幣 13.24 元/港幣 13.36 元

技術分析:

价格行为在前期高点阻力区域第三次受到强烈压制，确认了这一关键结构性屏障处存在密集的机构筹码供给。随着 RSI 从超买区域拐头向下回落，技术动能强力支持盘面进入回调阶段。在买方未能攻破这一经受多次测试的价格天花板后，最小阻力路径将优先支持深度的均值回归走势，推动价格向 HK\$11.73 的支撑目标位展开回调。

平均時限: 約兩週。



建滔積層板 (1888 HK)

最後價格: 港幣 39.94 元
支撐位: 港幣 34.36 元/港幣 32.10 元
阻力位: 港幣 49.00 元/港幣 62.30 元

技術分析:

价格行为在前期低点支撑区域成功企稳回升，确认了宏观关键结构底座对筹码的有效吸收。技术动能同步出现向好拐点，RSI 指标向 50 中轴线方向弯头向上，反映出盘面抛压正在显著减轻。若后续能够带量有效突破近期高点阻力，将推动整体技术面正式转为积极偏多格局，进而扫清阻力，打开加速上行的空间。

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."