



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)	53569.4	0.2	1.5	2.6	11.5
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7731.0	0.7	1.2	4.3	12.9
富時 100 指數(FTSE 100)	10792.5	(0.8)	0.4	0.1	8.7
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9243.2	(1.0)	(0.6)	1.4	2.5
滬深 300 指數(CSI 300)	4630.3	0.9	0.8	1.3	0.0
富時海峽時報指數(FSSTI)	5684.1	(0.7)	0.2	1.2	22.3
恒生中國企業指數(HSCEI)	8490.3	(0.5)	(0.7)	0.6	(4.7)
恒生指數(HSI)	25565.7	(0.3)	(0.5)	1.4	(0.3)
雅加達綜合指數(JCI)	6521.8	1.8	2.0	6.4	(24.6)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1741.7	(0.4)	0.6	1.7	3.7
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6912.4	1.5	0.9	14.8	64.0
日經 225 指數(Nikkei 225)	66132.0	(0.2)	(0.1)	6.0	31.4
泰國證券交易所指數(SET)	1600.7	(0.1)	(0.6)	(1.5)	27.1
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	45975.2	0.3	2.3	10.5	58.7
波羅的海乾散貨指數(BDI)	3107	1.7	11.3	15.2	65.5
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4596	(1.1)	0.0	(0.2)	16.9
布蘭特原油(美元/桶)	90	2.1	(4.4)	1.5	47.4

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營銷活動	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營銷活動	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
由潘夢遙就大中華區互聯網行業進行的分析師營銷活動	新加坡	9 月 7 日	9 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 PMI (綜合、製造業、非製造業)	中國	8 月 31 日
7 月零售銷售 (價值、數量)	香港	8 月 31 日
7 月貨幣供應(M1, M2, M3)	香港	8 月 31 日

重點要聞

行業首次覆蓋 | 互聯網-人工智能模型

第 3 頁→

- 受國內企業加速採用以及海外消費者 / 中小企業需求增長的推動，中國的人工智能模型市場正步入超高速增長階段。我們看好中國領先的人工智能實驗室，這些實驗室受惠於推理能力提升、算力限制緩解以及前沿研發，而具成本效益的開放權重模型亦支持海外採用。首度給予智譜 (2513 HK) 及稀宇科技 (100 HK)「買入」評級。

公司業績 | 蒙牛乳業 (2319 HK/買入/港幣 18.79 元/目標價: 24.40 港元)

第 5 頁→

- 2026 年上半年業績優於預期。若撇除稅項調整的影響，純利本將增長約 30%。蒙牛已將其全年收入增長目標上調至高單位數，但儘管面臨毛利率壓力，仍以實現營業利潤率按年至少持平為目標。所得稅調整今年或會帶來人民幣 5 億元的額外稅款。展望未來，預計每年將增加人民幣 2 億元。維持「買入」評級；將目標價上調至港幣 24.4 元。

公司業績 | 神威藥業 (2877 HK/持有/港幣 8.41 元/目標價: 8.50 港元)

第 8 頁→

- 2026 年上半年收入及純利按年分別下降 28.5% 及 23.7%，遜於我們對 2026 年的預期。在政策及經濟逆風持續的情況下，神威對 2026 至 2027 年的增長保持保守態度，而在研產品獲批則支持其自 2028 年起的復甦。其將第二次中期股息上調至每股人民幣 0.8 元，致使 2026 年的派息比率達 123%，惟並無作出正式的政策承諾。我們將 2026 年收入及純利按年增長預測分別下調至-25.2%及-20.5%。維持「持有」評級，並將目標價下調至港幣 8.5 元。

公司業績 | 內蒙古伊利實業集團 (600887 CH/買入/人民幣 26.45 元/目標價: 人民幣 32.40 元)

第 11 頁→

- 伊利 2026 年第 2 季度收入遜於預測，但營業利潤率擴張好於預期。該純利下降是由與澳優相關的減值虧損所致。管理層重申其全年收入增長目標為中單位數。展望未來，就液體乳業務而言，其目標是在未來實現加速增長（據我們了解，最早將於 2027 年實現）。澳優預計將於 2026 年下半年扭虧為盈。維持「買入」評級；目標價維持在人民幣 32.4 元不變。

免責聲明: 在「交易員專欄」(Traders' Corner) 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師的基本面研究觀點。因此，我們可能不時會提出與我們基本面「買入 / 持有 / 沽出」評級相反的技术分析建議。

公司業績 | 舜宇光學科技 (2382 HK / 買入 / 港幣 64.1 元 / 目標價: 港幣 106 元)

第 14 頁→

- 舜宇 2026 年上半年純利按年增長 9.9% 至人民幣 18 億元，較市場普遍預期高出 17.6%，主要由於 AIoT 相關產品錄得強勁增長，帶動其他產品分部按年增長 88.5%，加上其高達 34% 的較高利潤率，足以抵銷手機業務的疲弱表現有餘。預期此趨勢未來將會持續，因為手機業務持續疲弱，但已完全被 AIoT 相關產品的強勁增長所抵銷。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 106 元。

公司業績 | 浙江三花智能控制股份有限公司(002050 CH/買入/人民幣 36.82 元/目標價: 人民幣 43.00 元)

第 17 頁→

- 三花 2026 年第 2 季核心純利按年增長 10.5%，按季增長 14.9% 至人民幣 13.05 億元，符合我們預期，而受外匯虧損影響，呈報純利按年下跌 7.5% 至人民幣 11.16 億元。受數據中心液冷技術及家電高端化帶動，收益按年增長加快至 6.2%，且管理層維持其全年度 15% 的利潤目標。由於外匯虧損，我們將 2026 年的純利預測下調 5%。維持「買入」評級，下調目標價至人民幣 43 元。

技術分析

上海壁仞科技 | 6082 HK

第 20 頁→

- 支持位: 港幣 33.82 元/港幣 32 元
- 阻力位: 港幣 45.84 元 / 港幣 58 元

上海天數智芯 | 9903 HK

第 20 頁→

- 支持位: 港幣 348.60 元/港幣 338.20 元
- 阻力位: 港幣 502 元 / 港幣 649.5 元

互聯網

人工智能模型：拓展智能規模，以成本取勝

重點摘要

- 受國內企業加速採用以及海外消費者 / 中小企業需求增長的推動，中國的人工智能模型市場正步入超高速增長階段。我們看好中國領先的人工智能實驗室，這些實驗室受惠於推理能力提升、算力限制緩解以及前沿研發，而具成本效益的開放權重模型亦支持海外採用。
- 首予智譜（2513 HK）及稀宇科技（100 HK）「買入」評級。

分析

- 中國的人工智能模型市場正步入超高速增長階段，國內企業與國際市場採用的加速推進，正為上升空間勢頭注入動力。我們預測人工智能模型應用程式介面 / 訂閱收入將由 2026 年的人民幣 350 億元增長至 2030 年的人民幣 9,000 億元，每日代幣消耗量則由 350 萬億個代幣增加至 4,500 萬億個（13 倍）。隨著智能水平提升及代幣（token）成本下降吸引了對成本敏感的中小型企業以及全年無休（24/7）的自主代理部署，中國模型在非美國市場應會日益受到青睞。
- 中國模型正在迅速縮小與美國同業的性能差距，同時維持結構性成本優勢。中國開發者在推理、編程及多模態人工智能方面正迅速追趕美國同行；在推出僅七週後，Kimi K3 在 Artificial Analysis 智能指數上的得分已微幅超越 Anthropic 的 Opus 4.8。中國的智能體及編程代幣使用量已迅速達到全球使用量的 63%（一年前為 32%）——這證明了全球正迅速普及。
- 推論效率與前沿研發日益成為關鍵的差異化優勢。中國基礎模型在編程及代理能力方面均有所提升，上下文窗口亦已擴展至 100 萬個代幣。中國的人工智能實驗室透過高效的專家混合架構、鍵值快取優化、上下文壓縮、檢索增強生成以及對成本控制的高度重視，顯著提升了推理效率。我們認為人才、算力及研發壁壘應會加速行業整合，而 GLM-5、M3 及 Kimi K3 等頂級模型則凸顯了模型領先地位的迅速更替。
- 首予智譜 Co（2513 HK / 買入 / 目標價：港幣 1,830 元）及稀宇科技 Group Inc（100 HK / 買入 / 目標價：港幣 470 元）「買入」評級。我們認為智譜憑藉其研發人才優勢依然處於有利地位，且因其強大的編程性能及較佳的定價能力，我們更為看好智譜；而稀宇科技則以其差異化的多模態能力及更卓越的成本效益脫穎而出。

按此查閱日期為 2026 年 8 月 27 日的完整報告

同業比較

公司	股票代號	價格@	市值	--按曆年調整的市盈率--			按曆年調整的企業價值／ ——息稅折舊攤銷前利潤——			按曆年調整的企業價值／ ——銷售額——			----- 股本回報率 -----			
		2026 年 8 月 26		2026 年 預測 (倍)	2027 年 預測 (倍)	2028 年 預測 (倍)	2026 年 預測 (倍)	2027 年 預測 (倍)	2028 年 預測 (倍)	2026 年 預測 (倍)	2027 年 預測 (倍)	2028 年 預測 (倍)	2026 年 預測 (%)	2027 年 預測 (%)	2028 年 預測 (%)	
		日														(當地貨幣)
中國																
智譜有限公司	2513 HK	1030.00	479,592	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	94.5	31.9	14.1	7.4	25.3	-8.9	
稀宇科技 集團公司	100 HK	303.00	105,818	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	34.6	12.6	5.8	-31.6	-5.1	888.2	
美圖公司	1357 HK	4.30	19,653	13.8	10.7	8.5	9.2	6.7	4.7	2.8	2.3	1.9	18.0	19.6	21.3	
深圳訊策科技	3317 HK	122.90	40,554	253.9	64.9	39.5	246.4	67.3	32.1	14.6	9.2	6.3	3.5	14.8	23.8	
阿里巴巴集團	9988 HK	116.60	2,235,800	18.1	12.8	10.1	11.9	9.1	7.3	1.3	1.2	1.0	8.2	11.1	13.2	
騰訊控股有限公司	700 HK	445.40	4,054,540	13.0	12.3	11.3	11.0	10.2	9.2	4.3	4.0	3.6	18.7	17.2	16.5	
百度集團	9888 HK	90.90	246,656	15.4	12.3	10.1	11.3	9.9	8.1	0.8	0.8	0.7	4.4	5.1	5.8	
快手科技	1024 HK	33.60	145,472	11.2	11.7	9.8	5.7	5.8	5.1	0.7	0.7	0.6	9.3	9.0	9.5	
平均				54.2	20.8	14.9	49.3	18.2	11.1	19.2	7.8	4.3	4.8	12.1	121.2	
美國																
Alphabet Inc	GOOG US	343.30	4,221,800	18.1	20.9	17.6	18.4	14.1	10.9	9.5	7.5	6.1	57.7	40.0	29.3	
Meta Platforms Inc	META US	570.10	1,452,210	16.2	14.9	12.3	12.0	9.7	7.8	5.8	4.8	4.1	30.1	24.1	21.1	
微軟公司	MSFT US	491.70	3,651,210	24.9	20.9	17.4	15.2	12.4	10.0	9.5	8.0	6.6	28.1	26.4	25.3	
蘋果公司	AAPL US	309.90	4,522,740	35.2	32.4	29.1	26.1	24.4	22.2	9.4	8.6	8.0	135.8	114.0	88.7	
平均				23.6	22.3	19.1	17.9	15.2	12.7	8.5	7.2	6.2	62.9	51.1	41.1	

來源：彭博，大華繼顯

分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com
+86 21 5404 7225 分機 808

與大市一致（維持）

分部評級

分部	評級
人工智能模型	跑贏大市（首次覆蓋）
電子商務	與大市一致（維持）
網上遊戲	跑贏大市（維持）
網上旅行社	跑贏大市（維持）
網上房地產垂直領域	與大市一致（維持）
本地生活服務	跑輸大市（維持）

來源：彭博，大華繼顯

首選

公司	股票代號	評級	股價 (港元)	目標價 (港元)
智譜	2513 HK	買入	1,030.00	1,830.00
稀宇科技	100 HK	買入	303.00	470.00

來源：彭博，大華繼顯

投資亮點

- **中國的人工智能模型市場正步入超高速增長階段，人工智能實驗室亦達到關鍵的智能水平**，這主要受國內企業加速採用，以及海外消費者 / 中小企業需求增長所推動。我們預測人工智能模型應用程式介面 / 訂閱收入將由 2026 年的人民幣 350 億元增長至 2030 年的人民幣 9,000 億元，每日代幣消耗量則由 350 萬億個代幣增至 4,500 萬億個（約 13 倍）。隨着智能水平不斷提升以及代幣成本降低，中國模型對成本敏感型中小企業及全天候自主代理部署更具吸引力，應會在非美國市場日益受到青睞。我們預測稀有科技在 2026 年至 2029 年間的三年收入複合年增長率為 123%，智譜為 141%，兩者均將於 2029 年達致收支平衡。
- **中國模型正收窄與美國同業的性能差距，同時保持定價優勢。**中國人工智能實驗室在推理、編程及多模態能力方面進展迅速，且該增長態勢很可能保持非線性；在競爭轉向成本效益、可靠性及分銷之前，能力的突破將推動採用率、分銷及收入急劇增長。美國最新模型在前沿領域仍保持優勢，而中國模型普遍較低的定價則支持了其在大規模及成本敏感型部署中的競爭力。
- **推理效率與前沿研發是關鍵的差異化優勢。**過去一年間，中國基礎模型的編程及代理能力顯著提升，上下文窗口更擴展至 100 萬個代幣。隨着 100 萬個代幣的上下文增加了編程和長週期代理使用場景，鍵值快取優化、上下文壓縮、檢索增強生成及先進注意力機制對成本控制至關重要。此外，高效的混合專家架構、訓練後優化以及真實世界數據飛輪，正進一步提升成本效益。近期多款模型的推出突顯了模型領域領導地位的持續更迭，而鑑於其研發底蘊、清華大學淵源以及大型互聯網平台客戶群，智譜仍處於有利地位。我們認為，智譜憑藉其研發人才處於有利地位，而 Kimi 的商業授權則可能有助於中國實驗室從全球部署中獲取更多價值。
- **前沿人工智能依然難以複製，為行業最終走向整合提供支持。**要維持領先地位，需要深厚的研究專業知識、專門人才、不斷提升的算力，以及迅速的研發執行力。我們預計前沿領域將向少數參與者集中，其中大型平台將善用規模與分銷優勢，而專注的實驗室則在研發速度上一較高下。短期內，我們預期前沿編碼工作負載仍將集中於領先模型，而較低階的代理式人工智能則維持較為分散的格局。
- **本土算力採用正擴展至前沿規模模型開發。**據報智譜亦已建成一座 1 吉瓦（1GW）的國產晶片數據中心。與此同時，DeepSeek 與智譜正探索自研推理晶片。這些發展顯示中國的本土軟硬件技術體系正減少對受限外國 GPU 的依賴，儘管運算力限制僅持續逐步緩解而非完全解決，蓋因其專有晶片研發仍處於早期階段，且主要側重於推理。
- **未來趨勢—市場走向分化。**我們預期前沿模型將保持定價能力，而低端模型雖面臨價格競爭，但將受惠於對高成本效益代理式人工智能迅速增長的需求。就 2026 年下半年而言，我們預計：**a)**多個參數量達 2 萬億至 5 萬億的中國人工智能模型將會推出；**b)**隨着同業透過更高質素的真實世界編程數據及更大的模型規模向智譜的通用語言模型（GLM）發起挑戰，編碼 / 編程領域的競爭將會加劇；**c)**領先模型將由開源轉向開放權重授權模式，並就商業用途引入收入分成 / 抽成率；以及 **d)**多模態與視覺推理將成為 GLM 及 DeepSeek 等模型的另一個關鍵升級領域，而稀有科技 M3 則已重點聚焦於多模態領域。在此背景下，研發能力、定價能力、成本效益、財務實力、代幣規模及市佔率收益將日益成為大型語言模型脫穎而出的關鍵分水嶺。

中國蒙牛乳業（2319 HK）

2026 年上半年：業績勝預期；上調全年收入目標至高單位數；維持營業利潤率持平目標

重點摘要

- 蒙牛 2026 年上半年業績在營業收入及淨利潤方面均超出預期。若撇除稅務調整的影響，純利本應增加約 30%。
- 第 3 季度至今，所有業務板塊均保持穩健的增長勢頭，促使管理層將其全年收入增長目標由中單位數上調至高單位數。關於盈利能力，雖然原材料價格上漲可能繼續對毛利率構成壓力，但公司加強費用控制或可在 2026 年下半年支持營業利潤率擴張。因此，就全年而言，該公司仍以經營利潤率至少按年持平為目標。
- 關於所得稅調整，管理層預期今年額外稅款為人民幣 5 億元。展望未來，在新稅務標準下，預期每年將增加人民幣 2 億元。
- 維持「買入」評級，並將目標價上調 5%至港幣 24.4 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（%）	半年變動（%）
總收入	44,795	40,678	41,567	7.8	10.1
毛利	18,258	15,456	17,352	5.2	18.1
毛利率（%）	40.8	38.0	41.7	(1.0)	2.8
經營利潤	3,676	3,026	3,538	3.9	21.5
營業利潤率（%）	8.2	7.4	8.5	(0.3)	0.8
核心純利	2,371	1,914	2,046	15.9	23.9
核心純利率（%）	5.3	4.7	4.9	0.4	0.6

來源：蒙牛，大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績勝預期；若剔除稅務調整影響，純利本應增長 30%。中國蒙牛乳業（蒙牛）公布收入為人民幣 447.95 億元（按年+8%），高出 VA 市場預期 4%。毛利為人民幣 182.58 億元（按年增長 5%），毛利率為 40.8%（按年下降 1.0 個百分點）。毛利率下降可歸因於： a)於 2025 年下半年為應對市場競爭而對若干基礎產品作出的價格調整，以及 b)原輔材料成本大幅增加。經營利潤為人民幣 36.76 億元（按年增長 4%），營業利潤率為 8.2%（按年下降 0.3 個百分點）。營業利潤率下降主要乃由於毛利率收縮所致，惟部分被銷售、一般及行政開支節省 0.7 個百分點所抵銷。純利為人民幣 23.71 億元（按年增長 16%），較 VA 市場預期高出 4%，而純利率為 5.3%（按年增加 0.4 個百分點）。期內，該公司支付了一筆金額為人民幣 3.2 億元的所得稅調整款項，致使實際稅率由 2025 年上半年的 24.1%升至 31.5%。若撇除稅務調整的影響，淨利潤將會增加約 30%。

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	88,675	82,245	87,848	92,372	97,333
息稅折舊攤銷前利潤	10,664	11,040	10,092	10,468	10,791
經營利潤	7,257	6,564	6,985	7,464	7,875
純利（報告 / 實際）	105	1,545	5,034	5,636	6,042
純利（經調整）	4,435	3,960	5,034	5,636	6,042
每股收益（分）	112.9	101.4	128.4	143.8	154.2
市盈率（倍）	14.3	15.9	12.5	11.2	10.5
市賬率（倍）	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	8.1	7.4	7.6	6.9	6.3
股息收益率（%）	3.1	3.2	4.1	4.5	4.9
純利率（%）	5.0	4.8	5.7	6.1	6.2
債務／（現金）淨額與權益（%）	(14.5)	(23.9)	(32.9)	(39.4)	(45.2)
利息保障倍數（倍）	191.1	85.7	不適用	不適用	不適用
股本回報率（%）	10.3	9.6	12.0	12.5	12.5
市場預期純利	-	-	4,932.9	5,495.4	6,021.8
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.02	1.03	1.00

來源：蒙牛，彭博，大華繼顯

分析師

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 18.79 元
目標價	港幣 24.40 元
上升空間	+29.9%
早前目標價	港幣 23.20 元

股票數據

行業	必需消費品
股份代號	2319 HK
已發行股份（百萬股）	3,871.2
市值（港幣 1 百萬元）	72,739.7
市值（美金 1 百萬元）	9,279.6
3 個月日均成交額（美金 1 百萬元）	55.7

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	港幣 19.67 元/港幣 13.88 元
1 個月	3.2
3 個月	14.2
6 個月	16.3
1 年	11.5
年初至今	26.0

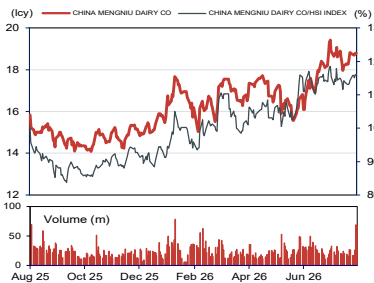
主要股東（%）

中糧集團	24.14
------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	11.11
2026 財年每股淨現金（人民幣）	4.10

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

中國蒙牛乳業（蒙牛）是中國領先的乳製品製造商，以「蒙牛」為其核心品牌。其提供多元化產品，包括液體奶產品、雪糕、配方奶粉及芝士，旗下擁有特侖蘇、純甄及貝拉米等知名品牌。蒙牛持續拓展並構建其全渠道業務營運，以與消費者建立長期關係。

主要營運數據

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 (%)	半年變動 (%)
按產品劃分的收益					
液體奶產品	33,865	32,748	32,192	5.2	3.4
雪糕產品	4,207	1,515	3,879	8.5	177.7
奶粉產品	2,058	1,968	1,676	22.8	4.6
芝士產品	3,148	2,892	2,374	32.6	8.9
其他	1,517	1,556	1,447	4.8	(2.5)

來源：蒙牛，大華繼顯

- **2026 年收入目標上調至高單位數。**按業務分部劃分，液態奶 / 雪糕 / 奶粉 / 芝士 / 其他的收入增長分別錄得 5% / 8% / 23% / 33% / 5%，增長主要受銷量帶動，而平均售價則大致持平。在液體奶分部中，Deluxe 錄得高單位數增長，而鮮奶則實現超過 30% 的增長。第 3 季度至今，所有業務板塊均保持穩健的增長勢頭，促使管理層將全年收入增長目標由中單位數上調至高單位數。
- **維持營業利潤率持平的目標。**關於盈利能力，雖然原材料價格上漲可能繼續對毛利率構成壓力，但公司加強費用控制或可在 2026 年下半年支持營業利潤率擴張。此外，管理層相信原奶價格走勢平穩將推動行業競爭趨向理性，從而使公司能夠減少促銷活動。因此，就全年而言，該公司仍以實現營業利潤率至少按年持平為目標。
- **預期非經營項目將於 2026 年下半年對純利作出正面貢獻；因新標準導致每年稅款增加人民幣 2 億元。**在經營利潤線以下項目中，於 2026 年上半年，應佔聯營公司（主要為現代牧業）貢獻利潤人民幣 4,000 萬元（相比之下 2025 年上半年為虧損人民幣 5.85 億元）。存貨撇減達人民幣 1.66 億元（相對於 2025 年上半年的 2.22 億元）。隨着生鮮乳價格已見企穩，並預計將於 2026 年下半年逐步回升，我們預期該等非經營項目將在 2026 年下半年對純利作出正面貢獻。關於所得稅調整，管理層預計今年將增加人民幣 5 億元的額外稅款（2026 年上半年為人民幣 3.2 億元）。展望未來，在新稅務標準下，預計每年將增加人民幣 2 億元。

盈利預測調整/風險

- **我們將 2026 年的盈利預測下調 1.4%。同時將 2027 年的盈利預測上調 0.4%。**我們將 2026/27 年度的收入預測分別上調 2.3%/3.3%。我們將 2026/27 年的毛利率預測分別下調 0.3 個百分點 / 0.2 個百分點。我們亦將 2026/27 年的銷售及營銷費用率預測均下調 0.3 個百分點。我們上調了 2026/27 年度非經營項目的預測。我們上調 2026/27 年度的有效稅率預測，以反映徵稅標準的變動。因此，我們將 2026 年的盈利預測下調 1.4%，而將 2027 年的盈利預測略微上調 0.4%。

估值 / 建議

- **維持「買入」評級，並將目標價上調 5% 至港幣 24.4 元。**我們按現金流折現法（DCF）計算的目標價上調 5% 至港幣 24.4 元，相當於 17.0 倍 2026 年預測市盈率及 15.1 倍 2027 年預測市盈率。該股票目前的交易價格為 12.5 倍 2026 年預測市盈率及 11.2 倍 2027 年預測市盈率。

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	82,244.9	87,847.5	92,371.7	97,332.6
息稅折舊攤銷前利潤	11,039.9	10,091.9	10,468.2	10,790.8
折舊及攤銷	4,475.5	3,106.9	3,004.7	2,916.0
息稅前利潤	6,564.4	6,985.0	7,463.5	7,874.8
總其他非經營收入	(2,723.0)	440.7	650.5	661.3
聯營公司貢獻	(804.0)	269.9	440.3	554.4
淨利息收入／(支出)	(128.8)	27.4	92.0	178.2
除稅前溢利	2,908.5	7,722.9	8,646.3	9,268.7
稅項	(1,284.6)	(2,432.7)	(2,723.6)	(2,919.6)
少數股東權益	(78.6)	(256.1)	(286.7)	(307.4)
純利	1,545.4	5,034.1	5,636.0	6,041.7
純利 (經調整)	3,960.0	5,034.1	5,636.0	6,041.7

現金流

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
經營	8,750.5	9,038.8	9,363.9	9,789.4
除稅前溢利	2,908.5	7,722.9	8,646.3	9,268.7
稅項	(1,284.6)	(2,432.7)	(2,723.6)	(2,919.6)
折舊及攤銷	4,475.5	3,106.9	3,004.7	2,916.0
營運資金變動	267.0	641.7	436.5	524.3
其他營運現金流量	2,350.3	(0.0)	0.0	0.0
投資	3,335.2	(2,343.6)	(2,343.6)	(2,343.6)
資本支出 (增長)	(2,453.0)	(2,343.6)	(2,343.6)	(2,343.6)
投資	(7,049.2)	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	102.3	0.0	0.0	0.0
其他	12,735.1	0.0	0.0	0.0
融資	(11,713.9)	(5,747.5)	(1,572.0)	(1,977.8)
支付股息	(1,991.2)	(2,017.0)	(2,564.1)	(2,870.7)
借款所得款項	26,391.0	10,143.6	10,143.6	10,143.6
償還貸款	(31,737.1)	(13,874.1)	(9,151.5)	(9,250.7)
其他 / 已付利息	(4,376.5)	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	371.8	947.7	5,448.3	5,468.0
年初現金及現金等價物	6,199.4	13,254.5	14,202.2	19,650.5
因外匯影響之變動	(535.1)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	6,036.0	14,202.2	19,650.5	25,118.6

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	18,118.9	17,418.0	16,811.2	16,285.8
其他長期資產	43,691.6	43,629.2	43,574.9	43,527.8
現金 / 短期投資	13,254.5	14,202.2	19,650.5	25,118.6
其他流動資產	21,513.3	22,324.2	22,961.4	23,661.1
資產總額	96,578.3	97,573.6	102,998.0	108,593.3
短期債務	13,874.1	9,151.5	9,250.7	9,340.0
其他流動負債	20,752.9	22,205.5	23,279.2	24,503.2
長期債務	11,514.6	12,506.8	13,399.7	14,203.3
其他長期負債	3,255.1	3,255.1	3,255.1	3,255.1
股東權益	40,518.9	43,535.9	46,607.8	49,778.8
少數股東權益	6,662.7	6,918.8	7,205.5	7,512.9
負債及權益總額	96,578.3	97,573.6	102,998.0	108,593.3

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	13.4	11.5	11.3	11.1
稅前利潤率	3.5	8.8	9.4	9.5
純利率	4.8	5.7	6.1	6.2
資產回報率	3.9	5.2	5.6	5.7
股本回報率	9.6	12.0	12.5	12.5
增長				
營業額	(7.3)	6.8	5.2	5.4
息稅折舊攤銷前利潤	3.5	(8.6)	3.7	3.1
除稅前溢利	191.1	165.5	12.0	7.2
純利	(10.7)	27.1	12.0	7.2
純利 (經調整)	(10.7)	27.1	12.0	7.2
每股收益	(10.2)	26.6	12.0	7.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	35.7	33.0	33.7	33.0
債務權益比率	61.9	51.5	50.3	48.9
債務／(現金) 淨額與權益	(23.9)	(32.9)	(39.4)	(45.2)
利息保障倍數 (倍)	85.7	不適用	不適用	不適用

中國神威藥業（2877 HK）

2026 年上半年：業績業績遜預期；較高股息為下調 2026 年預測帶來緩衝

重點摘要

- 神威藥業 2026 年上半年的收入及純利按年分別下跌 28.5%及 23.7%，遜於我們對 2026 年的預測。其對 2026-27 年度維持保守態度在政策與經濟持續面臨逆風的情況下實現增長，而項目儲備獲批則支持自 2028 年起復甦。
- 其將第二次中期股息上調至每股人民幣 0.8 元，導致 2026 年的派息比率達到 123%，惟並未作出正式的政策承諾。
- 我們將 2026 年收入及純利增長預測分別下調至按年-25.2%及-20.5%。維持「持有」評級，並將目標價下調至港幣 8.5 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	按年變動%
收益	1,653	1,181	(28.5)
注射劑	566	320	(43.4)
軟膠囊	217	203	(6.8)
顆粒	273	247	(9.6)
中藥配方顆粒	488	336	(31.1)
其他	109	76	(30.6)
毛利	1,194	826	(30.8)
銷售費用	(648)	(312)	(51.8)
一般及行政費用	(126)	(107)	(15.5)
研發費用	(50)	(67)	32.9
經營利潤	531	468	(11.8)
投資收益	218	113	(48.2)
淨收入	615	469	(23.7)
比率	2025年上半年	2026年上半年	百分點變動按年
毛利率	72.2	69.9	(2.3)
銷售費用%	39.2	26.4	(12.8)
行政開支%	7.7	9.0	1.4
研發%	3.0	5.7	2.6
營業利潤率	32.1	39.7	7.5
投資收入百分比	13.2	9.6	(3.6)
純利率	37.2	39.7	2.5

來源：神威藥業，大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績遜於預期。中國神威藥業（神威）的 2026 年上半年收入按年下跌 28.5%至人民幣 11.8 億元，而純利按年下跌 23.7%至人民幣 4.692 億元。2026 年上半年業績遜於我們對 2026 年收入及純利分別按年增長-3.2%及 0.6%的預測。該公司宣派 2026 年第二次中期股息每股人民幣 0.8 元。其 2026 年股息合共為每股人民幣 1.23 元，相當於 123%的派息比率。

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	3,778	3,135	2,344	2,347	2,427
息稅折舊攤銷前利潤	1,025	896	813	865	911
經營利潤	1,025	896	813	865	911
純利（報告 / 實際）	840	950	755	811	864
純利（經調整）	840	950	755	811	864
每股收益（分）	111.2	125.8	100.0	107.4	114.3
市盈率（倍）	6.5	5.7	7.2	6.7	6.3
市賬率（倍）	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	(0.9)	(1.0)	(1.1)	(1.0)	(1.0)
股息收益率（%）	7.5	6.5	17.1	5.6	5.9
純利率（%）	22.2	30.3	32.2	34.6	35.6
債務/（現金）淨額與權益（%）	(77.6)	(85.0)	(86.7)	(84.6)	(88.5)
利息保障倍數（倍）	167.2	157.6	143.0	152.2	160.2
股本回報率（%）	11.6	12.2	9.5	10.0	10.0
市場預期純利	-	-	956	1,072	1,184
大華繼顯/市場預期（倍）	-	-	0.79	0.76	0.73

來源：神威藥業，彭博，大華繼顯

分析師

竇曉琴

carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

陳穎翀

sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

持有（維持）

股價	港幣 8.41 元
目標價	港幣 8.50 元
上升空間	1.1%
早前目標價	港幣9元

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	2877 HK
已發行股份（百萬股）	827
市值（港幣 1 百萬元）	6,955
市值（美金 1 百萬元）	887
3 個月日均成交額（美金 1 百萬元）	0.8

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	港幣 10.47 元/港幣 7.21 元
1 個月	2.2
3 個月	2.6
6 個月	(10.5)
1 年	(4.2)
年初至今	(2.2)

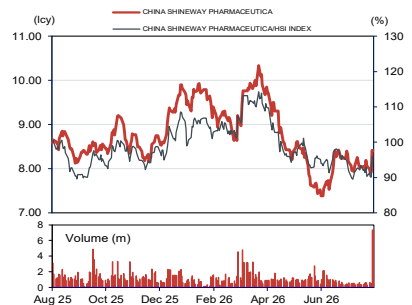
主要股東（%）

李振江	66.12
-----	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	10.44
2026 財年每股淨現金（人民幣）	9.06

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

中國神威藥業於中國內地研發、生產及銷售現代中藥。該公司亦生產及銷售一系列西藥。

- **2026 年上半年及 2026 年第 2 季度收入按年分別下跌 28.5% 及 37.5%，主要由於：** a) 反腐行動及集團採購組織（GPO）招標對多種中藥（TCM）產品的持續影響，以及 b) 疲弱的經濟狀況。中藥注射劑、中藥配方顆粒、顆粒劑及軟膠囊的 2026 年上半年收入分別按年下跌 43.4%、31.1%、9.6% 及 6.8%。按藥物類別劃分，處方藥及非處方藥的收入於 2026 年上半年按年分別下跌 29.1% 及 23.4%。
- **成本控制措施在 2026 年上半年為利潤率提供了支持。** 2026 年上半年毛利率按年收窄 2.3 個百分點至 69.9%，主要受到中藥注射劑及中藥配方顆粒的集中帶量採購（GPO）降價以及高昂生產成本的影響。受廣告及市場推廣開支減少所帶動，2026 年上半年銷售費用佔收入比率按年改善 12.8 個百分點至 26.4%，而一般及行政開支佔收入比率與研發費用佔收入比率則按年分別擴大 1.4 個百分點及 2.6 個百分點至 9.0% 及 5.7%。2026 年上半年營業利潤率按年上升 7.5 個百分點至 39.7%，而純利率改善 2.5 個百分點至 39.7%，即使投資收益按年下降 48.2%。
- **2026 年股息顯著提升。** 神威宣派 2026 年第二次中期股息每股人民幣 0.8 元，高於 2025 年的每股人民幣 0.11 元。其 2026 年股息合共為每股人民幣 1.23 元，相當於 123% 的派息比率。管理層將此次上調定性為對長期以來有關派息水平之關注的回應，但並未承諾制定正式政策。未來的分派金額可能會有所變動，因為亦需要現金儲備來應對醫院應收賬款週期的延長。
- **管理層預期 2026 年下半年不會出現復甦。** 神威預期集中採購（GPO）招標將會持續，並指出已調降的價格不會回升，而取消醫院藥品加成則將於 2026 年下半年落實。渠道庫存已處於低位，因此去庫存已不再是限制因素。醫院付款週期持續拉長，經銷商催收困難，而神威僅在收到付款後才發貨。管理層對 2026 至 2027 年度的收入前景仍保持審慎。
- **中藥配方顆粒受壓，而獨家口服產品則展現相對韌性。** 河北省實施 GPO 招標導致中標價平均下調逾 30% 後，中藥配方顆粒收入按年下跌 31.1% 至人民幣 3.36 億元。管理層指出，該跌幅是由價格而非銷量所帶動，而雲南地區大致未受影響，乃因其價格早前已作下調。河北省的醫院銷售額按年下跌 36.4%，而雲南省則按年增長 20.7%。作為一家民營企業，神威藥業預計隨着更多省級市場開放將可奪取市場份額。獨家口服處方藥物為最具韌性的業務板塊，2026 年上半年收入按年下跌 12.2% 至人民幣 2.34 億元。滑膜炎顆粒的銷售額按年下跌 14.3%，而丹燈通腦軟膠囊則按年增長 1.0%。
- **在研產品獲批支持 2028 年增長前景。** 塞絡通及 JC 膠囊已完成 III 期臨床試驗，目標於 2027 年上市。管理層表示 JC Capsule 可能於 2026 年底前獲批。2026 年 8 月下旬再獲一項批准，使經典名方數量增至八項，位列全國第一。管理層認為，即使 2027 年未見復甦，2028 年仍有合理增長前景。

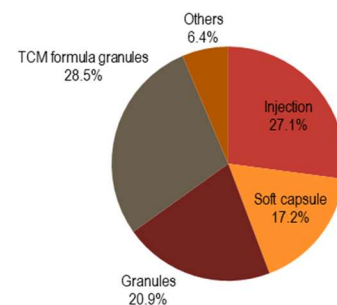
估值 / 建議

- 維持「持有」評級，目標價下調至港幣 8.5 元，此乃基於 6.8 倍 2027 年預測市盈率。該股份現報港幣 8.41 元，低於其 2026 年每股淨現金人民幣 9.06 元。

盈利預測調整/風險

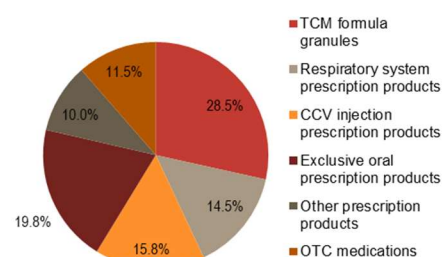
- 鑑於 2026 年增長前景轉弱，我們將 2026 年收入及純利增長預測分別由按年 -3.2% 和 0.6%，下調至按年 -25.2% 和 -20.5%。
- 風險包括：a) 反腐敗行動帶來的影響差於預期；b) 中藥配方顆粒的集中採購風險；c) 競爭加劇；以及 d) 經濟狀況可能弱於預期。

按分部劃分的收入（2026 年上半年）



來源：神威藥業、大華繼顯

按藥品類別劃分的收入（2026 年上半年）



來源：神威藥業、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
(人民幣十萬元)				
淨營業額	3,135	2,344	2,347	2,427
息稅折舊攤銷前利潤	896	813	865	911
折舊及攤銷	-	-	-	-
息稅前利潤	896	813	865	911
總其他非經營收入	379	200	222	246
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／(支出)	(6)	(6)	(6)	(6)
除稅前溢利	1,269	1,007	1,081	1,151
稅項	(319)	(252)	(270)	(288)
少數股東權益	-	-	-	-
純利	950	755	811	864
純利 (經調整)	950	755	811	864

資產負債表

截至12月31日止年度	2025	2026年預	2027年預	2028年預
(人民幣十萬元)				
固定資產	1,249	1,231	1,215	1,202
其他長期資產	224	219	216	213
現金／短期投資	7,189	7,179	7,443	8,250
其他流動資產	2,115	1,590	1,850	1,656
資產總額	10,777	10,219	10,724	11,321
短期債務	339	339	339	339
其他流動負債	2,171	1,787	1,784	1,840
長期債務	-	-	-	-
其他長期負債	205	205	205	205
股東權益	8,062	7,888	8,396	8,937
少數股東權益	-	-	-	-
負債及權益總額	10,777	10,219	10,724	11,321

現金流量

截至12月31日止年度	2025	2026年預	2027年預	2028年預
(人民幣十萬元)				
經營	1,172	951	599	1,161
除稅前溢利	1,269	1,007	1,081	1,151
稅項	(319)	(252)	(270)	(288)
折舊及攤銷	151	152	148	145
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	461	141	(263)	250
非現金項目	-	-	-	-
其他營運現金流量	(389)	(97)	(97)	(97)
投資	222	(26)	(26)	(26)
資本支出 (增長)	(144)	(144)	(144)	(144)
投資	95	95	95	95
出售資產所得款項	23	23	23	23
其他	248	-	-	-
融資	(375)	(935)	(309)	(328)
支付股息	(355)	(929)	(303)	(323)
借款所得款項	(5)	-	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他／已付利息	(15)	(6)	(6)	(6)
現金流入 (流出) 淨額	1,019	(10)	264	807
年初現金及現金等價物	6,140	7,189	7,179	7,443
因外匯影響之變動	30	-	-	-
年末現金及現金等價物	7,189	7,179	7,443	8,250

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	72.3	69.9	70.0	70.0
稅前利潤率	40.5	43.0	46.1	47.5
純利率	30.3	32.2	34.6	35.6
資產回報率	9.1	7.2	7.7	7.8
股本回報率	12.2	9.5	10.0	10.0
增長				
營業額	(17.0)	(25.2)	0.1	3.4
毛利	(20.0)	(27.7)	0.3	3.4
除稅前溢利	10.8	(20.6)	7.4	6.5
純利	13.1	(20.5)	7.4	6.5
純利 (經調整)	13.1	(20.5)	7.4	6.5
每股收益	13.1	(20.5)	7.4	6.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	4.0	4.1	3.9	3.7
債務權益比率	4.2	4.3	4.0	3.8
債務／(現金) 淨額與權益	(85.0)	(86.7)	(84.6)	(88.5)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

內蒙古伊利實業集團（600887 CH）

2026 年第 2 季度：收入遜預期但營業利潤率擴張好於預期；重申中單位數收入增長目標

重點摘要

- 伊利 2026 年第 2 季度收入遜於預測，但營業利潤率擴張好於預期。該純利下降主要是受與澳優相關的減值虧損所帶動。我們估計，若剔除澳優的影響，核心純利在 2026 年上半年增長 3%，但在 2026 年第 2 季度下降 15%，此乃由於繳付所得稅調整款項所致。
- 管理層重申其全年收入增長目標為中單位數。展望未來，就液態奶業務而言，其目標是在未來實現加速增長（據我們了解，最早將於 2027 年）。澳優預計將於 2026 年下半年扭虧為盈。
- 維持「買入」評級，並維持目標價人民幣 32.4 元不變。

2026 年第 2 季度及 2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年第 2 季度	2025 年第 2 季度	按年變動 (%)	2026 年上 半年	2025 年上 半年	按年變動 (%)
總收入	29,665	28,915	2.6	64,490	61,933	4.1
營運收入	29,590	28,838	2.6	64,331	61,777	4.1
營運毛利	10,105	9,860	2.5	23,437	22,268	5.3
營運毛利率 (%)	34.2	34.2	(0.0)	36.4	36.0	0.4
息稅前利潤	2,908	2,688	8.2	8,830	7,962	10.9
息稅前顯率 (%)	9.8	9.3	0.5	13.7	12.9	0.8
應佔純利	364	2,326	(84.4)	5,759	7,200	(20.0)
應佔純利率 (%)	1.2	8.0	(6.8)	8.9	11.6	(2.7)
核心純利	1,986	2,326	(14.6)	7,381	7,200	2.5
核心純利率 (%)	6.7	8.0	(1.3)	11.4	11.6	(0.2)

註：核心純利定義，不包括與澳優相關的減值虧損

來源：伊利、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度收入未達預期；營業利潤率擴張好於預期；純利因一次性項目而下滑。於 2026 年上半年，內蒙古伊利實業集團（伊利）的收入為人民幣 644.9 億元，按年增長 4%，但較 VA 市場預期低 3%。營運毛利率為 36.4%，按年上升 0.4 個百分點。息稅前利潤合共人民幣 88.3 億元，按年增長 11%，息稅前利潤為 13.7%，按年上升 0.8 個百分點。純利為人民幣 57.59 億元，按年下跌 20%。純利下跌主要歸因於：a) 澳優（Ausnutria）商譽減值人民幣 15.47 億元（2025 年上半年為零）；b) 存貨減值虧損人民幣 9.08 億元，其中大部分來自澳優乳業（Ausnutria Dairy）（相比之下 2025 年上半年為人民幣 3.16 億元）；以及 c) 所得稅增加，由於補繳所得稅款，實際所得稅率由 2025 年上半年的 12.6% 升至 2026 年上半年的 24.5%。純利率為 8.9%，按年下降 2.7 個百分點。若撇除與澳優相關的減值虧損，我們估計核心純利於 2026 年上半年增長 3%。

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	115,780	115,931	121,564	127,787	134,639
息稅折舊攤銷前利潤	17,059	18,252	18,315	19,158	20,116
經營利潤	12,447	13,657	14,530	15,364	16,310
純利（報告 / 實際）	8,453	11,565	10,437	13,369	14,631
純利（經調整）	8,825	11,665	12,059	13,369	14,631
每股收益（分）	138.9	184.6	190.6	211.4	231.3
市盈率（倍）	19.0	14.3	13.9	12.5	11.4
市賬率（倍）	3.2	3.1	3.0	2.8	2.6
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤（倍）	10.9	10.8	10.6	9.8	9.0
股息收益率 (%)	4.6	5.2	5.4	6.0	6.6
純利率 (%)	7.6	10.1	9.9	10.5	10.9
債務 /（現金）淨額與權益 (%)	27.4	46.1	37.3	25.3	13.8
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 (%)	16.5	21.6	21.7	22.9	23.3
市場預期純利	-	-	11,878.4	13,238.6	14,334.7
大華繼顯 / 市場預期（倍）	-	-	1.02	1.01	1.02

來源：伊利、彭博、大華繼顯

分析師

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	人民幣 26.45 元
目標價	人民幣 32.40 元
上升空間	+22.5%

股票數據

行業	必需消費品
股份代號	600887 CH
已發行股份（百萬股）	6,325.4
市值（人民幣 1 百萬元）	167,305.8
市值（美金 1 百萬元）	24,891.1
3 個月日均成交額（美金 1 百萬元）	239.3

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	人民幣 29.78 元 / 人民幣 23.76 元
1 個月	1.5
3 個月	(0.6)
6 個月	0.3
1 年	(6.6)
年初至今	(7.5)

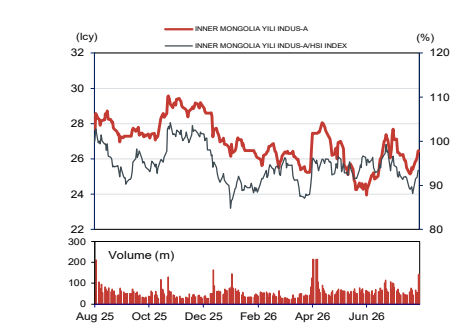
主要股東 (%)

呼和浩特投資有限公司	8.51
------------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	8.91
2026 財政年度每股淨債項（人民幣）	3.50

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

內蒙古伊利實業集團生產牛奶、奶粉、雪糕及其他乳製品。

- 這意味着 2026 年第 2 季度的收入為人民幣 296.65 億元，按年增長 3%。營運毛利率為 34.2%，按年大致持平。息稅前利潤總計人民幣 29.08 億元，按年增長 8%，息稅前利潤為 9.8%，按年上升 0.5 個百分點，主要受惠於銷售、一般及行政開支按年節省 0.4 個百分點所帶動。純利為人民幣 3.64 億元，按年下跌 84%，而純利率為 1.2%，按年下跌 6.8 個百分點。若不計及與澳優相關的減值虧損，我們估計核心純利在 2026 年第 2 季度下降 15%，此乃由於繳付了一筆所得稅調整款項所致。
- 重申中單位數的收入增長目標，未來旨在加快液態奶的增長。按產品劃分，於 2026 年第 2 季度，液體奶 / 奶粉及乳製品 / 冷凍乳製品錄得按年收入變動分別為持平 / -4% / +13%（對比 2026 年第 1 季度為+2% / +6% / +7%）。管理層重申其全年收入增長目標為中單位數。展望未來，就液體乳業務而言，隨着原奶價格觸底並預期於 2026 年下半年轉入正增長軌道，加之高端液體乳板塊的產品組合更趨多元化、渠道庫存更趨健康以及渠道結構得以優化，公司預期未來增長將會加速（據我們了解，最早於 2027 年實現）。
- 預期澳優將於 2026 年下半年扭虧為盈。管理層將奶粉業務的下滑歸因於澳優（Ausnutria）的拖累，主要受國際供應鏈中斷及庫存調整影響；而金領冠（Jinlingguan）則實現了中高個位數增長，市佔率上升 1.2 個百分點。展望未來，管理層預期在 2026 年上半年積極進行渠道結構優化及精細化庫存管理後，澳優將於 2026 年下半年扭虧為盈。其他產品方面，toB 業務錄得雙位數增長，預計全年將維持雙位數增長。
- 股份回購人民幣 10-20 億元；重申派息比率高於 75%。在股東回報方面，該公司公佈了一項人民幣 10-20 億元的回購計劃，並重申其 2025 至 2027 年的股息承諾，即維持 75% 以上的派息比率，且股息金額不低於 2024 年的水平。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026 年的盈利預測下調 1%，同時將 2027 年的盈利預測上調 3%。我們維持 2026/27 年度的收入預測不變。我們維持 2026 年毛利率估計不變，並將 2027 年毛利率預測略微下調 0.1 個百分點。我們將 2026/27 年度的銷售及市場推廣費用率預測均下調 0.4 個百分點。我們上調 2026 年的減值虧損預測，以反映澳優的減值虧損。我們亦調高實際稅率預測，以反映有關調整。因此，我們將 2026 年的盈利預測下調 1%，同時將 2027 年的盈利預測上調 3%。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持在人民幣 32.4 元不變。我們維持以現金流折現法（DCF）計算的目標價不變，為人民幣 32.4 元。我們的目標價相當於 19.6 倍 2026 年預測 市盈率 及 15.3 倍 2027 年預測 市盈率。該股票目前的交易價格為 13.9 倍 2026 年預測 市盈率 及 12.5 倍 2027 年預測 市盈率。

分部業績（季度）

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年 第 2 季 度	2025 年上 半年	按年變 動 (%)
按類別劃分的收入	29,302	28,576	2.5
-液態奶	16,494	16,485	0.1
-奶粉及乳製品 產品	7,493	7,765	(3.5)
-冷凍乳製品	4,676	4,124	13.4
-其他產品	639	202	216.5
按渠道劃分的收入	29,302	28,576	2.5
-分銷商	27,724	27,568	0.6
-直接	1,578	1,008	56.5

來源：伊利，大華繼顯

分部業績（半年度）

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年 第 2 季 度	2025 年 上半年	按年變 動 (%)
按類別劃分的收入	63,775	61,318	4.0
-液態奶	36,590	36,126	1.3
-奶粉及乳製品 產品	16,845	16,578	1.6
-冷凍乳製品	9,073	8,229	10.3
-其他產品	1,266	386	228.2
按渠道劃分的收入	63,775	61,318	4.0
-分銷商	60,783	59,357	2.4
-直接	2,992	1,961	52.5

來源：伊利，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	115,931.1	121,563.7	127,786.7	134,638.6
息稅折舊攤銷前利潤	18,252.1	18,314.5	19,157.6	20,115.7
折舊及攤銷	4,594.6	3,784.5	3,794.1	3,806.2
息稅前利潤	13,657.5	14,530.0	15,363.5	16,309.5
總其他非經營收入	(534.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)
聯營公司貢獻	147.2	350.0	367.5	385.9
淨利息收入／(支出)	690.9	598.1	473.8	1,005.1
除稅前溢利	12,993.8	12,671.6	15,844.8	17,340.5
稅項	(1,479.9)	(2,280.9)	(2,535.2)	(2,774.5)
少數股東權益	51.3	46.3	59.2	64.8
純利	11,565.2	10,436.9	13,368.9	14,630.8
純利 (經調整)	11,664.7	12,059.2	13,368.9	14,630.8

現金流

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
經營	14,343.9	12,591.6	14,843.8	16,017.7
除稅前溢利	12,993.8	12,671.6	15,844.8	17,340.5
稅項	(1,479.9)	(2,280.9)	(2,535.2)	(2,774.5)
折舊及攤銷	4,594.6	3,784.5	3,794.1	3,806.2
營運資金變動	(2,699.1)	1,409.7	894.2	964.5
其他營運現金流量	934.5	(2,993.4)	(3,154.1)	(3,319.0)
投資	(7,796.3)	623.0	623.0	623.0
資本支出 (增長)	(3,125.0)	(800.0)	(800.0)	(800.0)
投資	(36,128.5)	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	30,412.6	1,423.0	1,423.0	1,423.0
其他	1,044.5	0.0	0.0	0.0
融資	(13,472.9)	(15,559.6)	(8,349.1)	(9,412.9)
支付股息	(12,024.8)	(8,729.0)	(9,101.9)	(10,090.4)
借款所得款項	234,590.5	38,800.0	38,800.0	38,800.0
償還貸款	(235,559.9)	(45,630.6)	(38,047.2)	(38,122.5)
其他 / 已付利息	(478.6)	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	(6,925.3)	(2,345.0)	7,117.7	7,227.8
年初現金及現金等價物	24,546.5	19,494.9	17,149.9	24,267.6
因外匯影響之變動	56.4	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	17,677.6	17,149.9	24,267.6	31,495.4

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	35,743.6	32,776.5	29,838.3	26,929.1
其他長期資產	49,985.2	50,005.1	49,986.4	49,920.4
現金 / 短期投資	19,494.9	17,149.9	24,267.6	31,495.4
其他流動資產	46,874.8	47,526.2	49,573.5	51,825.4
資產總額	152,098.5	147,457.6	153,665.9	160,170.3
短期債務	45,630.6	38,047.2	38,122.5	38,190.3
其他流動負債	45,422.4	45,950.5	47,198.2	48,549.5
長期債務	472.5	1,225.2	1,902.7	2,512.4
其他長期負債	2,028.8	2,028.8	2,028.8	2,028.8
股東權益	54,655.7	56,363.6	60,630.6	65,171.1
少數股東權益	3,888.6	3,842.3	3,783.1	3,718.2
負債及權益總額	152,098.5	147,457.6	153,665.9	160,170.3

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	15.7	15.1	15.0	14.9
稅前利潤率	11.2	10.4	12.4	12.9
純利率	10.0	8.6	10.5	10.9
資產回報率	7.6	7.0	8.9	9.3
股本回報率	21.4	18.8	22.9	23.3
增長				
營業額	0.1	4.9	5.1	5.4
息稅折舊攤銷前利潤	7.0	0.3	4.6	5.0
除稅前溢利	28.3	(2.5)	25.0	9.4
純利	36.8	(9.8)	28.1	9.4
純利 (經調整)	32.2	3.4	10.9	9.4
每股收益	32.9	3.3	10.9	9.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	47.7	41.3	40.5	39.2
債務權益比率	85.5	70.7	68.4	64.7
債務／(現金) 淨額與權益	46.1	37.3	25.3	13.8
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

舜宇光學科技（2382 HK）

2026 年上半年：業績表現強勁超預期，AloT 產品躍升為主要增長動力

重點摘要

- 2026 年上半年收入按年增長 11.5%至人民幣 219 億元，純利按年增長 9.9%至人民幣 18.1 億元，分別超出市場預期 8.2%及 17.6%。
- AloT 產品正逐漸成為 2026 至 2028 年間的主要增長動力，以抵銷手機業務持續惡化的影響。
- 維持「買入」評級。按 21.1 倍 2027 年預測市盈率 計算，將目標價下調至港幣 106 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	2025 年下半 年	2026 年上半 年	按年 (%)	按半年變動 (%)
收入	19,652	23,577	21,906	11.5	(7.1)
毛利	3,894	4,621	4,269	9.6	(7.6)
經營利潤	2,022	3,664	2,388	18.1	(34.8)
純利	1,646	2,993	1,808	9.9	(39.6)
利潤率 (%)					
毛利率	19.8	19.6	19.5	(0.3)	(0.1)
營業利潤率	10.3	15.5	10.9	0.6	(4.6)
純利率	8.4	12.7	8.3	(0.1)	(4.4)

來源：舜宇光學科技、大華繼顯

分析

- 非手機業務帶動營收及利潤強勁超預期。收入按年增長 11.5%至人民幣 219 億元，較市場預期高 8.2%，惟受季節性因素影響按半年下降 7.1%。增長完全由非手機業務板塊帶動：a)其他產品（按年+88.5%）；b)XR（按年+11.0%）；以及 c)車載產品（按年+10.6%），而受全球智能手機出貨量疲弱影響，手機業務收入按年微跌 0.8%。毛利率按年收窄 0.3 個百分點、按半年收窄 0.1 個百分點至 19.5%，大致符合市場預期的 19.3%，主要由於手機 / 汽車相關產品的毛利率按年受壓 2.0 個百分點 / 3.1 個百分點，但部分被其他產品業務所抵銷，該業務的利潤率遠高於平均水平，達 34.4%（按年增加 1.3 個百分點）。加上穩健的成本控制，純利按年增長 9.9%至人民幣 18 億元，較市場普遍預期高出 17.6%。

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	38,294	43,229	46,244	50,445	55,492
息稅折舊攤銷前利潤	5,751	8,069	8,198	9,264	10,701
經營利潤	3,525	5,687	4,779	5,435	6,462
純利（報告 / 實際）	2,699	4,639	4,093	4,659	5,545
純利（經調整）	2,699	3,720	4,093	4,659	5,545
每股收益（分）	248.2	426.5	376.3	428.4	509.8
市盈率（倍）	22.1	12.8	14.6	12.8	10.7
市賬率（倍）	3.3	2.8	2.5	2.3	2.1
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	9.2	6.5	6.4	5.7	4.9
股息收益率 (%)	0.8	1.7	1.5	1.7	2.0
純利率 (%)	7.0	10.7	8.9	9.2	10.0
債務／（現金）淨額與權益 (%)	6.0	(14.8)	(22.8)	(30.6)	(42.2)
利息保障倍數（倍）	4.0	7.1	13.0	23.1	26.3
股本回報率 (%)	11.4	13.8	13.3	13.7	14.7
市場預期純利	-	-	4,025	4,800	5,563
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.02	0.97	1.00

來源：舜宇光學科技、彭博、大華繼顯

分析師

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李澍謙

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

買入（維持）

股價	港幣 64.10 元
目標價	港幣 106 元
上升空間	+65.4%
早前目標價	港幣 125.80 元

股票數據

行業	電子元件
股份代號	2382 HK
已發行股份（百萬股）	1,095
市值（港幣 1 百萬元）	70,177
市值（美金 1 百萬元）	9,055
3 個月日均成交額（美金 1 百萬元）	155.7

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 91.40 元 / 港幣 51.50 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
9.3	(14.7)	10.0	(23.3)	(2.2)

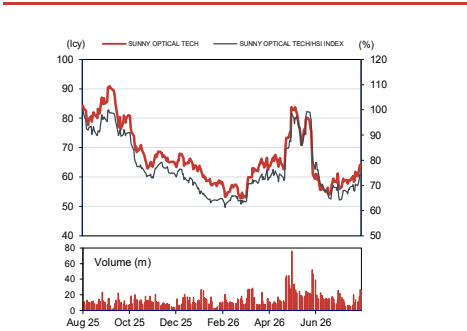
主要股東 (%)

孫旭	35.6
----	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	29.61
2026 財年每股淨現金（人民幣）	6.67

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

舜宇光學從事設計、開發、製造及銷售光學與光學相關產品——手機及車載鏡頭組、相機模組、AR/VR 模組以及光學儀器。

- 全年的主要數據指引維持不變，營業額及純利按年增長率均為 **7%**。增長將主要由物聯網產品（其他產品）以及最佳的營運開支控制所帶動。
- 泛物聯網的增長甚至強於我們的預期，且管理層現預測 2026 年「其他產品」的收入按年增長 50%，遠強於我們的預期。鑑於該業務板塊的盈利能力（毛利率約為 34%），它亦將對產品組合帶來顯著的提振作用。我們亦預期強勁的增長動能將持續至 2027 至 2028 年，並成為舜宇光學（舜宇）單一最大的增長動力，因為許多需求增長乃由人工智能相關應用的拓展所帶動。
- 在供應短缺及零部件成本不斷上漲的情況下，由於舜宇在 2026 年下半年至 2027 年期間面臨來自原設備製造商（OEM）客戶的持續削減訂單，手機業務的潛在市場總額（TAM）持續惡化。由於各品牌均朝向高端市場邁進，旗艦 / 高端智能手機在平均售價（ASP）及利潤率方面均將保持韌性；但在該期間內，中低端手機的壓力很可能會加劇。鑑於主流產品的降價幅度擴大，利潤率預計亦將持續承壓，但令人欣慰的是，關鍵海外客戶的進展依然穩健，我們對舜宇在該客戶 2027 年推出的產品中取得更多設計導入（design wins）仍保持信心。
- 舜宇將作為核心組件供應商參與人工智能光互連產品，且該公司已完成多種組件的研發（見側欄）。然而，該公司亦認為，CPO 的普及程度仍需相當長的一段時間，才能達到足以開始為舜宇等光學供應商帶來顯著貢獻的水平。

主要細分領域包括機械人視覺、倉儲物流自主移動機械人（AMR）、工業設備視覺、人工智能顯微鏡技術、半導體檢測工具，以至玻璃基板。

光互連組件包括玻璃 V 槽基板、微透鏡陣列、樹脂透鏡、Z-block 波分複用器、蝕刻矽透鏡、非球面柱面透鏡、非球面插芯透鏡

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，下調目標價至港幣 **106 元**。我們將估算基礎順延至 2027 年，而我們的目標價港幣 106 元乃基於 21.1 倍 2027 年預測市盈率，並錨定於低於平均值 0.5 個標準差。由於我們預期手機業務在更長時間內仍將維持疲弱，因此我們目前採用較低的市盈率 倍數。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別上調 3.1%/2.5%/5.7%，至人民幣 41 億元/人民幣 47 億元/人民幣 56 億元。我們已將以下各項納入考慮：a)對「其他產品」大幅調高的收入及利潤率假設；b)更好的營運開支控制；c)對 XR 相關產品收入的調整；以及 d)較低的手機收入及利潤率假設。

2026 年至 2028 年的變更預測

截至12月31日止年度 (人民幣1百萬元)	舊有估計			新估計			差異(%)		
	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
收入	47,031	51,517	56,611	46,244	50,445	55,492	(1.7)	(2.1)	(2.0)
手機相關產品	29,412	30,752	32,232	27,286	27,152	27,773	(7.2)	(11.7)	(13.8)
車輛相關產品	7,872	9,218	10,973	7,872	9,218	10,973	0.0	0.0	0.0
XR 相關產品	2,000	2,600	3,380	2,200	2,750	3,300	10.0	5.8	(2.4)
其他產品	7,747	8,947	10,027	8,886	11,325	13,447	14.7	26.6	34.1
毛利率 (%)	19.1	19.3	19.7	19.2	19.7	20.4	0.1	0.4	0.7
手機相關產品	13.7	13.5	13.4	12.1	11.6	11.7	(1.7)	(1.9)	(1.7)
車輛相關產品	30.9	31.1	31.4	30.3	29.8	30.1	(0.6)	(1.3)	(1.3)
XR 相關產品	20.0	20.0	20.0	12.0	16.0	16.0	(8.0)	(4.0)	(4.0)
其他產品	27.0	27.0	27.0	33.0	32.0	31.5	6.0	5.0	4.5
息稅前利潤	4,636	5,305	6,117	4,779	5,435	6,462	3.1	2.5	5.6
經調整純利	3,970	4,547	5,248	4,093	4,659	5,545	3.1	2.5	5.7

來源：舜宇光學科技、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	43,229	46,244	50,445	55,492
息稅折舊攤銷前利潤	8,069	8,198	9,264	10,701
折舊及攤銷	2,382	3,418	3,829	4,239
息稅前利潤	5,687	4,779	5,435	6,462
總其他非經營收入	(6)	0	0	0
聯營公司貢獻	172	172	172	172
淨利息收入／(支出)	(436)	(207)	(207)	(207)
除稅前溢利	5,416	4,744	5,400	6,427
稅項	(609)	(533)	(607)	(723)
少數股東權益	168	118	134	159
純利	4,639	4,093	4,659	5,545
純利（經常性）	3,720	4,093	4,659	5,545

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
經營	6,080	7,843	7,840	10,371
除稅前溢利	5,416	4,744	5,400	6,427
稅項	(609)	(533)	(607)	(723)
折舊／攤銷	(2,382)	(3,418)	(3,829)	(4,239)
聯營公司	(172)	(172)	(172)	(172)
營運資金變動	(558)	511	(489)	715
非現金項目	4,384	6,711	7,536	8,362
其他營運現金流量				
投資	(999)	(4,366)	(3,972)	(4,047)
資本支出（增長）	(2,931)	(3,500)	(3,000)	(3,000)
投資	(2,010)	(270)	(376)	(451)
出售資產所得款項	3,942	(596)	(596)	(596)
其他	-	-	-	-
融資	(2,094)	(422)	(282)	(427)
支付股息	(526)	(1,192)	(1,052)	(1,198)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	764	764	764	764
償還貸款	-	-	-	-
其他／已付利息	(2,332)	6	6	6
現金流入（流出）淨額	2,987	3,056	3,587	5,896
年初現金及現金等價物	4,509	7,482	10,525	14,098
因外匯影響之變動	(13)	(13)	(13)	(13)
年末現金及現金等價物	7,482	10,525	14,098	19,981

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	9,818	9,996	9,965	9,823
其他長期資產	7,034	7,364	7,824	8,377
現金／短期投資	7,482	10,525	14,098	19,981
其他流動資產	34,881	32,283	33,690	33,858
資產總額	59,215	60,168	65,577	72,039
短期債務	1,770	1,770	1,770	1,770
其他流動負債	48,604	47,907	51,600	56,044
長期債務	3	3	3	3
其他長期負債	1,412	1,412	1,412	1,412
股東權益	29,149	32,190	35,651	39,771
少數股東權益	616	616	616	616
負債及權益總額	59,215	60,168	65,577	72,039

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	19.7	19.2	19.7	20.4
稅前利潤率	12.5	10.3	10.7	11.6
純利率	10.7	8.9	9.2	10.0
資產回報率	6.6	6.9	7.4	8.1
股本回報率	13.8	13.3	13.7	14.7
增長				
營業額	12.9	7.0	9.1	10.0
毛利	21.6	4.2	12.2	13.7
除稅前溢利	72.3	(12.4)	13.8	19.0
純利	71.9	(11.8)	13.8	19.0
純利（經調整）	37.8	10.0	13.8	19.0
每股收益	71.9	(11.8)	13.8	19.0
槓桿比率				
債務佔總資本比率	5.4	5.3	4.8	4.4
債務權益比率	10.9	9.9	8.9	8.0
債務／（現金）淨額與權益	(14.8)	(22.8)	(30.6)	(42.2)
利息保障倍數（倍）	13.0	23.1	26.3	31.3

浙江三花智能控制股份有限公司
(002050 CH)

2026 年第 2 季度：核心盈利符合預期；受外匯虧損拖累，呈報利潤遜於預期

重點摘要

- 2026 年第 2 季度核心純利按年增長 9.2%，按季增長 15.59%至人民幣 12.86 億元，符合我們的預期；而呈報純利受外匯虧損影響按年下降 7.5%。
- 管理層維持全年利潤增長 15%的目標，並預期利潤增長將超越收入增長。
- 展望未來，增長將來自數據中心液體冷卻、家電高端化以及人形機器人。
- 我們因外匯虧損而將 2026 年純利預測下調 5%，但維持核心純利預測。維持「買入」評級，並將目標價下調至人民幣 43 元 / 港幣 50 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	按年變 動百分 比	按季% 半年	2026 年上 半年	按年變 動百分 比	2026 年 預測	按年變 動百分 比	2026 年上 半年 / 2026 年	備註
收入	9,126	6.2	17.4	16,900	3.9	34,113	10.0	0.50	符合預期，佔全年的 50%
毛利	2,582	2.7	19.5	4,742	3.7	9,893	10.9	0.48	符合預期
毛利率 (%)	28.3	(1.0)	0.5	28.1	(0.1)	29.0	0.2	0.97	符合預期；以銅代鋼
息稅前利潤	1,559	(2.2)	19.9	2,860	5.4	5,595	10.6	0.51	符合預期
息稅前虧率 (%)	17.1	(1.5)	0.3	16.9	0.2	16.4	0.1	1.03	符合預期，高於我們預期的 16.4%
純利 (美國通用會計準則)	1,116	(7.5)	20.4	2,044	(3.1)	4,716	17.1	0.43	因人民幣 1.43 億元外匯虧損而遜於預期外匯虧損
純利 - 經調整	1,286	9.2	15.5	2,399	19.2	4,716	19.1	0.51	符合預期，佔全年的 52%
純利率 (%)	12.2	(1.8)	0.3	12.1	(0.9)	13.8	0.8	0.87	因外匯虧損而遜於預期
純利率 - 經調整 (%)	14.3	0.6	(0.3)	14.4	2.1	13.8	1.1	1.04	符合預期
OCF	1,394	72.5	26.0	2,500	96.0	6,334	24.4	0.39	勝預期，按年接近翻倍
FCF	548	不適	(6.1)	1,132	(452.5)	3,434	77.1	0.33	自 2025 年上半年起轉為正數

來源：三花、彭博、大華繼顯

分析

- 受外匯虧損拖累，所呈報的純利不及預期。浙江三花智能控制股份有限公司(三花)2026 年第 2 季度呈報純利按年下跌 7.5%，按季增長 20.4%至人民幣 11.16 億元，遜於預期，主因外匯虧損按年激增 497.4%至人民幣 1.43 億元。
- 2026 年第 2 季度核心盈利同比增長 9.2%，環比增長 15.5%至人民幣 12.86 億元，符合預期。這使得 2026 年上半年經調整純利達人民幣 23.99 億元（同比增長 19.2%），佔我們全年預測人民幣 47.16 億元的 51%。
 - 收入按年增長由 2026 年第 1 季度的 1.4%加快至 2026 年第 2 季度的 6.2%符合預期。這使 2026 年上半年收入達到人民幣 169 億元（按年增長 3.9%），佔我們全年預測的 50%。

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	27,947	31,012	34,113	39,230	45,114
息稅折舊攤銷前利潤	4,918	6,313	7,126	8,152	9,306
經營利潤	3,890	5,056	5,595	6,434	7,399
純利 (報告 / 實際)	3,099	4,027	4,472	5,449	6,286
純利 (經調整)	3,048	4,136	4,716	5,449	6,286
每股收益 (分)	83.0	95.7	106.3	129.5	149.4
市盈率 (倍)	44.3	38.5	34.6	28.4	24.6
市賬率 (倍)	7.1	4.9	4.5	4.1	3.7
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	(2.3)	(1.8)	(1.6)	(1.4)	(1.2)
股息收益率 (%)	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6
純利率 (%)	11.1	13.0	13.1	13.9	13.9
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	(4.3)	(34.2)	(36.6)	(38.3)	(39.3)
利息保障倍數 (倍)	(88.8)	50.0	583.1	(19.4)	(19.3)
股本回報率 (%)	16.4	16.2	14.2	15.0	15.7
市場預期純利	-	-	4,608	5,377	6,246
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	0.97	1.01	1.01

來源：三花、彭博、大華繼顯

分析師

利新民

ken.lee@uobkh.com
852-2236 6760

買入（維持）

股價	人民幣 36.82 元
目標價	人民幣 43 元
上升空間	16.8%
早前目標價	人民幣 57 元

股票數據

行業	工業
股份代號	002050 CH
已發行股份 (百萬股)	4,208
市值 (人民幣 1 百萬元)	154,939
市值 (美金 1 百萬元)	21,225
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元)	665

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	人民幣 60.77 元 / 人民幣 29.18 元
1 個月	2.2
3 個月	(27.8)
6 個月	(28.1)
1 年	21.0
年初至今	(33.4)

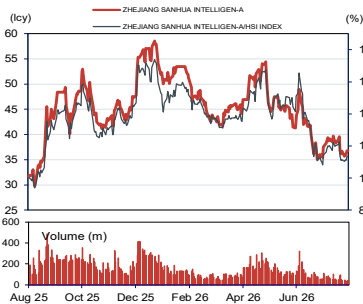
主要股東 (%)

三花控股集团有限公司	25.42
浙江三花綠能實業集團有限公司	17.80

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	7.80
2026 財政年度每股淨債項 (人民幣)	3.00

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

浙江三花智能控制股份有限公司是一家汽車零件製造商，生產噪音、振動與聲振粗糙度 (NVH) 減震器；內外飾件；底盤及車身零件；底盤電子；智能座艙零件；以及熱管理系統。

- **利潤率維持良好。**毛利率按季微升 0.5 個百分點至 28.3%，但按年仍下跌 1.0 個百分點，且低於我們全年的預測假設 29.0%。受銷售、一般及行政開支拖累，營運開支 / 收入比率按年微跌 0.1 個百分點，按季下跌 0.7 個百分點至 11.0%。息稅前顯率按季升 0.3 個百分點至 17.1%，按年則跌 1.5 個百分點，但高於我們全年預測的 16.4%。
- **我們維持 2026 至 2028 年的收入預測，分別為人民幣 341.1 億元 / 392.3 億元 / 451.1 億元（10% / 15% / 15%）。**收入增長將由四大引擎驅動。管理層預計其主要液冷項目將於 2026 年下半年進入量產階段，目前訂單已超出產能，且冷卻液分配裝置（CDU）功率的提升亦推高了單機價值。能源效益升級與高端化應會為製冷業務提供支持；管理層認為該領域增長不設上限，並以未來五年實現雙位數增長為目標，其中部分新業務更將翻倍。汽車業務預期將實現雙位數增長，而人形機器人則在管理層所稱的量產元年開始逐步放量。
- **我們維持對 2026 年至 2028 年的毛利率假設分別為 29%/29%/29%，以及息稅前顯率假設分別為 16.4%/16.4%/16.4%。**該公司的利潤率將受到以下因素支撐：以不銹鋼持續替代銅，此舉雖降低了單價，但隨着滲透率提升，利潤與市佔率均有所增加；以及隨着高價值液冷組件形成規模效應，產品組合進一步優化。成本控制持續涵蓋技術、流程、設備、質素及交付各方面，而管理層正致力實現全年度利潤增長高於收入增長。

盈利預測調整/風險

- **我們將 2026 年純利預測下調 5% 至人民幣 44.75 億元以計入外匯虧損，並分別維持 2027 至 2028 年預測於人民幣 54.49 億元 / 人民幣 62.86 億元（分別按年增長 11% / 22% / 15%）。**
- **我們維持 2026 年至 2028 年的經調整純利預測分別為人民幣 47.16 億元 / 人民幣 54.49 億元 / 人民幣 62.86 億元（分別增長 14% / 16% / 15%）。**
- **風險：**人民幣匯率波動、證券公允價值進一步虧損、汽車製造商年度降價、高銅價，以及人形機器人產能提升步伐放緩。

估值 / 建議

- **維持「買入」評級，並將 A 股 / H 股目標價分別由人民幣 57 元 / 港幣 64 元下調至人民幣 43 元 / 港幣 50 元，**因我們將估值基準年份由 2026 年延後至 2027 年，並將目標市盈率 倍數由 51 倍（較歷史平均值高出兩個標準差）調低至 33 倍（與歷史平均值持平）。市場對涉足人工智能硬件 / 基礎設施的汽車零部件公司態度轉趨理性，消除了估值溢價。

股價催化劑

- **催化劑：**液冷項目於 2026 年下半年進入量產、人形機器人生產線產能提升、儲能訂單，以及達成 15% 的利潤目標。

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	31,012	34,113	39,230	45,114
息稅折舊攤銷前利潤	6,313	7,126	8,152	9,306
折舊及攤銷	(1,257)	(1,531)	(1,719)	(1,907)
息稅前利潤	5,056	5,595	6,434	7,399
總其他非經營收入	(104)	(150)	(145)	(145)
聯營公司貢獻	(8)	(8)	(8)	(8)
淨利息收入／(支出)	(101)	(10)	332	383
除稅前溢利	4,844	5,427	6,613	7,629
稅項	(737)	(868)	(1,058)	(1,221)
少數股東權益	(80)	(87)	(106)	(122)
純利	4,027	4,472	5,449	6,286
純利 (經調整)	4,136	4,716	5,449	6,286

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
經營	5,091	6,088	6,517	7,367
除稅前溢利	4,844	5,427	6,613	7,629
稅項	(737)	(868)	(1,058)	(1,221)
折舊及攤銷	1,257	1,531	1,719	1,907
聯營公司	13	8	8	8
營運資金變動	(539)	(169)	(582)	(723)
非現金項目	254	160	(182)	(233)
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(3,793)	(2,489)	(2,541)	(2,990)
資本支出 (增長)	(3,152)	(2,900)	(3,000)	(3,500)
投資	-	-	-	-
其他	(641)	411	459	510
融資	7,802	(1,840)	(2,033)	(2,407)
支付股息	(1,088)	(1,840)	(2,033)	(2,407)
借款所得款項	1,820	500	500	500
償還貸款	(2,212)	(500)	(500)	(500)
其他 / 已付利息	9,283	-	-	-
現金流入 (流出) 淨額	9,100	1,758	1,943	1,969
年初現金及現金等價物	3,444	12,487	14,246	16,188
因外匯影響之變動	(57)	-	-	-
年末現金及現金等價物	12,487	14,246	16,188	18,158

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	13,416	14,460	15,489	16,904
其他長期資產	2,268	2,435	2,529	2,550
現金 / 短期投資	12,487	14,246	16,188	18,158
其他流動資產	21,235	21,839	24,437	27,425
資產總額	49,406	52,979	58,644	65,037
短期債務	2,983	2,983	2,983	2,983
其他流動負債	12,382	13,109	15,125	17,390
長期債務	1,069	1,069	1,069	1,069
其他長期負債	932	932	932	932
股東權益	31,749	34,508	38,051	42,057
少數股東權益	291	378	483	605
負債及權益總額	49,406	52,979	58,644	65,037

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	20.4	20.9	20.8	20.6
稅前利潤率	15.6	15.9	16.9	16.9
純利率	13.0	13.1	13.9	13.9
資產回報率	9.6	9.2	9.8	10.2
股本回報率	16.2	14.2	15.0	15.7
增長				
營業額	11.0	10.0	15.0	15.0
息稅折舊攤銷前利潤	28.4	12.9	14.4	14.1
除稅前溢利	31.2	12.0	21.8	15.4
純利	29.9	11.1	21.8	15.4
純利 (經調整)	35.7	14.0	15.5	15.4
每股收益	15.2	11.1	21.8	15.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	8.2	7.6	6.9	6.2
債務權益比率	12.8	11.7	10.6	9.6
債務／(現金) 淨額與權益	(34.2)	(36.6)	(38.3)	(39.3)
利息保障倍數 (倍)	50.0	583.1	(19.4)	(19.3)

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



壁仞科技 (6082 HK)

最後價格: 港幣 39.26 元
 支撐位: 港幣 33.82 元/港幣 32.00 元
 阻力位: 港幣 45.84 元/港幣 58.00 元

技術分析:

价格行为成功在缺口支撑区域站稳脚跟，并在狭窄区间内展开强势盘整。技术动能进一步印证了这一结构性消化，RSI 在 50 中轴线上方持续向上倾斜。只要多头继续坚守这一关键缺口底座，盘面在窄幅整理后的向上突破，将极大概率触发动能追阶买盘，进而开启新一轮加速上行的主升浪。

平均時限: 約兩週。



天數智芯 (9903 HK)

最後價格: 港幣 404.80 元
 支撐位: 港幣 348.60 元/港幣 338.20 元
 阻力位: 港幣 502.00 元/港幣 649.50 元

技術分析:

价格行为显现出在前期低点支撑区域企稳回升的迹象，确认了关键结构底座对筹码的有效吸收。技术动能呈现出早期修复特征，RSI 指标虽仍处于 50 中轴线下方，但已弯头向上，反映出空头抛压正在显著减轻。若后续能有效突破 HK\$425.00 阻力枢纽，将确认盘面格局的正式扭转，进而扫清障碍，打开加速上行的通道。

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."