



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)	52342.6	(0.3)	(1.0)	1.9	8.9
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7720.4	(0.3)	0.7	0.6	12.8
富時 100 指數(FTSE 100)	10722.1	0.3	(0.0)	0.8	8.0
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9012.6	0.5	1.1	0.5	(0.1)
滬深 300 指數(CSI 300)	4041.8	(1.0)	0.1	(7.2)	(12.7)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5396.0	0.0	(0.5)	(4.9)	16.1
恒生中國企業指數(HSCEI)	7755.7	(0.5)	0.9	(5.6)	(13.0)
恒生指數(HSI)	22958.7	(0.6)	0.1	(6.4)	(10.4)
雅加達綜合指數(JCI)	5098.1	(3.5)	(5.4)	(16.0)	(41.0)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1611.2	(0.2)	0.2	(2.4)	(4.1)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	5937.7	(1.2)	7.3	(13.2)	40.9
日經 225 指數(Nikkei 225)	64659.5	1.1	2.8	(3.1)	28.4
泰國證券交易所指數(SET)	1544.6	(1.4)	(0.7)	(0.9)	22.6
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	46368.3	(1.4)	0.2	(3.3)	60.1
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2712	2.3	0.7	(14.7)	44.5
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4436	0.7	(0.3)	(0.8)	12.8
布蘭特原油(美元/桶)	115	(0.4)	1.5	12.0	88.8

來源: 彭博

重點要聞

首次覆蓋 | Momenta Global (6880 HK / 買入 / 港幣 146 元 / 目標價: 270.00 港元) 第 3 頁→

- 首次覆蓋 Momenta，給予「買入」評級，目標價為港幣 270 元。Momenta 是全球最大的獨立自動駕駛軟件供應商，其數據飛輪涵蓋超過 100 萬輛汽車，每日回傳約 630,000 條片段。

公司業績 | 百威亞太 (1876 HK / 買入 / 港幣 5.81 元 / 目標價: 8.30 港元) 第 6 頁→

- 百威亞太 2026 年第 3 季度的收入符合預期，但息稅折舊攤銷前利潤遜於預期。管理層重申，中國市場的近期首要任務是穩定銷量與市佔率，同時繼續加大商業投資。此外，管理層預期不會再有與印度撥備相關的重大一次性影響。在股東回報方面，管理層表示，若業務表現持續受壓且未見改善，維持目前的派息水平可能會變得愈加困難。維持「買入」評級；下調目標價 11%至港幣 8.3 元。

公司業績 | 比亞迪電子 (285 HK / 沽售 / 港幣 22.24 元 / 目標價: 14.50 港元) 第 9 頁→

- 比亞迪電子再度公佈疲弱業績。收入為人民幣 450 億元，符合預期，但由於消費型裝置持續拖累盈利能力，利潤率遜於市場預測。純利錄得按季回升 35%至人民幣 5.37 億元，但仍較市場預期低 18%。管理層看好其人工智能基礎設施相關業務的強勁機遇，並預計至 2027 年將實現強勁增長，但消費電子業務未來似乎面臨更多下行風險。維持「沽售」評級；維持目標價港幣 14.5 元不變。

公司業績 | 富士康工業互聯網 (601138 CH / 買入 / 人民幣 45.22 元 / 目標價: 77.60 元人民幣) 第 12 頁→

- 受持續的人工智能運算需求及客戶份額提升所推動，富士康工業互聯網 2026 年第 3 季度的營業額及純利表現分別超越市場普遍預期 6.6%及 1.8%。受人工智能伺服器及高速交換機出貨量加速增長所支持，雲端運算及網絡業務收入維持強勁增長。我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別上調 1.0%、9.4%及 10.5%。維持「買入」評級，目標價為人民幣 77.6 元。

公司業績 | 吉利汽車 (175 HK / 買入 / 港幣 13.57 元 / 目標價: 21.00 港元) 第 15 頁→

- 2026 年第 3 季度經調整純利為人民幣 52 億元（按年增長 31.6% / 按季增長 1.7%），符合市場預測，但由於以股份為基礎的付款，略低於我們預期。未來盈利增長將由新技術、強勁的產品陣容、海外擴張以及高端化所推動。我們將 2026 至 2028 年的純利預測分別下調 11%、2%及 2%，以計入匯兌虧損及以股份為基礎的付款。維持吉利「買入」評級，並將目標價由港幣 29 元下調至港幣 21 元。

免責聲明:「交易員專欄」(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，本行可能不時提出與本行基本面向「買入 / 持有 / 沽出」(BUY/HOLD/SELL) 評級相反的技術分析建議。

公司業績 | 海爾智家 (6690 HK / 買入 / 港幣 18.94 元 / 目標價: 26.00 港元)

第 18 頁→

- 海爾 2026 年第 3 季度的純利按年下跌 12%。國內收入受空調業務拖累錄得雙位數跌幅，而海外收入則保持平穩。就 2026 年第 4 季度而言，管理層的目標是恢復國內收入增長。利潤率方面，預期原材料成本壓力將會持續。管理層亦表示，一筆額外的美國關稅退稅可能在 2026 年第 4 季度或明年確認入賬，這或可部分抵銷 2026 年第 4 季度因供應鏈重組而產生的持續成本。維持「買入」評級；將目標價下調 8%至港幣 26 元。

公司業績 | 美的集團 (000333 CH / 買入 / 人民幣 87.48 元 / 目標價: 116.80 元人民幣)

第 21 頁→

- 美的 2026 年第 3 季度息稅前利潤按年下跌 3%，列賬純利按年增長 26%。若剔除投資收益，我們估計經常性純利將下跌 11%。2026 年第 3 季度，ToC 業務收入按年錄得高個位數跌幅，其中內銷下跌逾 15%，部分被海外銷售的中個位數增長所抵銷。ToB 業務收入則錄得高個位數增長。展望 2026 年第 4 季度，管理層的目標為實現銷售正增長。維持「買入」評級；將目標價上調 4%至人民幣 116.8 元。

公司業績 | 北方華創 (002371 CH / 買入 / 人民幣 497.3 元 / 目標價: 783.20 元人民幣)

第 24 頁→

- 北方華創 (NAURA) 2026 年第 3 季業績遜於預期，收入按年僅增長 1.3%至人民幣 113 億元，毛利率按年下降 2.0 個百分點，而純利則按年上升 5%至人民幣 20 億元。業績未達預期是由於 2026 年第 3 季零組件短缺，導致訂單交付推遲至 2026 年第 4 季。因此，管理層維持全年人民幣 490 億元的收入目標不變，意味供應受限的情況在短期內將迎來實質改善。維持「買入」評級，但將目標價下調至人民幣 783.2 元，以計入與日俱增的宏觀相關風險。

公司業績 | 新東方教育 (EDU US / 買入 / 美金 50.72 元 / 目標價: 64.00 美元)

第 27 頁

- 新東方 2027 財年第 1 季度業績大致符合預期，利潤率則略低於市場。收入按年增長 23%至美金 18.745 億元，而非美國通用會計準則 純利按年增長 16.5%至美金 3.01 億元，兩者均大致符合我們及市場的預期。非美國通用會計準則 純利率按年收窄約 1 個百分點至 16%。新東方重申其 2027 財年收入指引為美金 64.539-66.803 億元，代表按年增長 14-18%維持不變，符合市場預測。維持「買入」評級，目標價下調至美金 64 元（港幣 50 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: 41.00 元人民幣)

第 30 頁→

- 2026 年第 3 季度核心純利為人民幣 10.94 億元（按年增長 2% / 按季下跌 14.9%），遜於預期。未達預期源於收入未達標以及營運開支增加。液冷技術穩固截至 2028 年的增長，機器人業務自 2027 年起作出貢獻，製冷業務受海外需求推動而擴張，汽車業務則受益於整合。將 2026 至 2028 年純利預測下調 9%/4%/6%；維持「買入」評級，並將 A 股/H 股目標價分別下調至人民幣 41 元/港幣 48 元。

技術分析

中信 | 267 HK

第 33 頁→

- 支持位: 港幣 11.52 元 / 港幣 10.24 元
- 阻力位: 港幣 12.54 元 / 港幣 12.84 元

吉利汽車 | 175 HK

第 33 頁→

- 支持位: 港幣 12.37 元 / 港幣 10.87 元
- 阻力位: 港幣 14.53 元 / 港幣 15.28 元

Momenta Global (6880 HK)

處於利潤拐點的數據飛輪領軍者

重點

- 首次覆蓋 Momenta，給予「買入」評級，目標價為港幣 270 元。
- Momenta 是全球最大的獨立自動駕駛軟件供應商；截至 2026 年 2 月 28 日，在搭載獨立城市導航輔助駕駛系統的已售車輛中佔 64.5%，其數據飛輪涵蓋超過 100 萬輛車，每日回傳約 63 萬條片段。
- 截至 2026 年中累計定點項目達 219 個（其中 105 個已進入量產階段），支持我們對 2026 年、2028 年及 2030 年收入分別為人民幣 40 億元、人民幣 113 億元及人民幣 216 億元的預測，相當於五年複合年增長率達 55%。
- 轉向授權業務使綜合毛利率從 2023 年的 17.5% 提升至 2025 年的 71.6%。我們預期經調整淨虧損將於 2026 年及 2027 年分別收窄至人民幣 1.7 億元及人民幣 2,500 萬元，其後於 2028 年轉虧為盈錄得人民幣 8.64 億元，並於 2030 年增長至人民幣 38 億元。

分析

- 排名第一的獨立供應商。** 截至 2026 年 2 月 28 日，在全球獨立城市導航輔助駕駛（NOA）供應商中，Momenta Global（Momenta）在累計 249 個量產（SOP）項目及定點中佔比達 65.4%，而華為則為 14.5%；Momenta 服務 26 家原始設備製造商（OEM）客戶，其中 13 家為國際客戶。其車隊已累積 16.28 億公里的領航輔助駕駛（NOA）行車數據，約為規模緊隨其後的獨立供應商的 1.8 倍，且每天回傳約 63 萬條片段。
- 客戶亦是股東。** 通用汽車公司（General Motors Company）持有經擴大股本的 8.58%，梅賽德斯-平治（Mercedes-Benz）則持有 6.13%，且雙方均已提名一名非執行董事。車型涵蓋純電動平治（Mercedes-Benz）CLA 與寶馬（BMW）iX3，以至豐田（Toyota）的 bZ5 及比亞迪（BYD）的騰勢（Denza）系列。
- 授權業務推動利潤率擴張。** 授權收入佔總收入的比例由 2023 年的 3.1% 上升至 2025 年的 40.1%，我們預期到 2028 年 / 2030 年將分別達到 44.1% / 50.4%。安裝量可能分別在 2028 年 / 2030 年由 510,000 宗增至 291 萬 / 685 萬宗（五年複合年均增長率為 68%），足以完全抵銷 5% 的銷量折扣。
- Robotaxi 及 robovan 服務提供了上升空間選擇權。** L4 車隊規模可能由截至 2025 年底的 31 輛增長至截至 2027/2030 年底的 11,000/78,000 輛，佔 2027/2030 年收入的 2.1%/16.6%。Momenta 正就城市 NOA 尋求零售訂閱模式，而我們的預測尚未將此因素計入在內。

按此參閱 2026 年 10 月 29 日的完整報告

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	1,325	2,413	4,009	7,017	11,344
息稅折舊攤銷前利潤	(3,094)	(3,366)	(16,890)	(659)	72
經營利潤	(3,258)	(3,485)	(16,961)	(737)	(17)
純利（報告 / 實際）	(3,206)	(3,458)	(16,900)	(587)	127
純利（經調整）	(959)	(303)	(170)	(25)	864
每股收益（分）	(444.9)	(140.4)	(72.1)	(10.7)	366.9
市盈率（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用	34.0
市賬率（倍）	不適用	不適用	1.8	1.8	1.7
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用	379.0
股息收益率（%）	-	-	-	-	-
純利率（%）	(242.0)	(143.3)	(421.6)	(8.4)	1.1
債務／（現金）淨額與權益（%）	不適用	不適用	(39.7)	(38.1)	(39.1)
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（%）	不適用	不適用	不適用	(3.5)	0.7
市場預期純利	-	-	(453)	(142)	935
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	不適用	不適用	0.92

資料來源：Momenta Global、彭博、大華繼顯

分析員

利新民

ken.lee@uobkh.com
+852 2236 6760

買入

股價	港幣 146 元
目標價	港幣 270 元
上升空間	+84.9%

股票數據

行業	資訊科技
股份代號	6880 HK
已發行股份（百萬）	235.5
市值（百萬港元）	34,388.5
市值（百萬美元）	4,437.2
3 個月日均成交額（百萬美元）	3.4

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	港幣 314.80 元 / 港幣 131.20 元				
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今	
(0.9)	(38.6)	不適用	不適用	不適用	

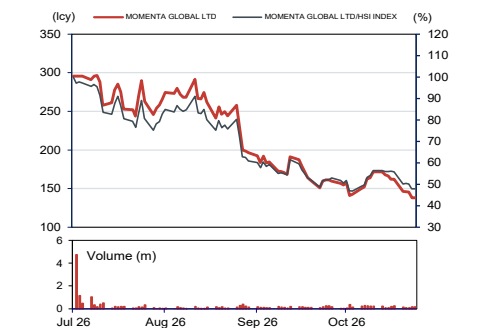
主要股東（%）

曹旭東先生	13.8
ZJSmart Holdings	8.7

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（港元）	82.58
2026 財年每股淨現金（港元）	32.76

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

Momenta Global 開發自動駕駛軟件並授權車廠使用，並向自動駕駛出租車（robotaxi）及無人配送車（robovan）車隊營運商授權其 L4 系統。

盈利預測調整 / 風險

- **呈報的純利。** 該公司於 2023 年、2024 年、2025 年及 2026 年上半年分別錄得淨虧損人民幣 25.7 億元 / 人民幣 32.06 億元 / 人民幣 34.58 億元 / 人民幣 165.4 億元。我們預測 2026 年列報淨虧損為人民幣 169 億元，其後於 2027 年收窄至人民幣 5.87 億元，隨後於 2028/29/30 年列報純利分別為人民幣 1.27 億元 / 人民幣 9.32 億元 / 人民幣 27.3 億元。2026 年上半年 / 2026 年錄得的巨額淨虧損，主要歸因於可轉換優先股公允價值變動帶來的人民幣 163.1 億元虧損。
- **經調整純利。** 經調整淨虧損由 2023 年的人人民幣 10.93 億元收窄 72% 至 2025 年的人人民幣 3.03 億元，並在毛利增長的帶動下，於 2026 年上半年按年收窄 97% 至人民幣 1,400 萬元。我們預測，經調整純利將由 2026/27 年的人人民幣 1.7 億元 / 人民幣 2,500 萬元淨虧損，分別轉為 2028/29/30 年的人人民幣 8.64 億元 / 人民幣 18.2 億元 / 人民幣 37.6 億元純利。

估值 / 投資評級

- **Momenta 無論在市銷率(PS)或市價毛利率(PG)方面，均較同行存在折讓。** Momenta 的交易估值為 4.2 倍 2027 年預測市銷率及 5.8 倍 2027 年預測市價毛利率，較同業平均水平的 4.7 倍/13.9 倍分別呈折讓。我們認為與市價毛利率比較更為合理，因為 Momenta 於 2027 年達 72.8% 的毛利率遠高於同業 20% 至 64% 的水平。
- **首次覆蓋並給予「買入」評級，目標價為港幣 270 元，乃基於 10 年期現金流折現模型（加權平均資本：15%，終端增長率：3%）。** 目標價相當於 7.7 倍 2027 年預測市銷率、10.6 倍 2027 年預測市價毛利率以及 3.3 倍 2027 年預測市賬率。我們的敏感度分析得出港幣 234-321 元的公允價值區間(加權平均資本：14 至 16%，終端增長率：2 至 4%)。

股價催化劑

- **2026 年業績 / 首個全年度業績發布——首次公開招股(IPO)後的首份年度披露：**關注經調整虧損是否收窄至低於 2026 年上半年的人民幣 1,410 萬元的運行率。
- **2026 年第 4 季度推出首款 L3 量產車型——**管理層指引首款配備 L3 的車型將於 2026 年第 4 季度推出，惟視乎法規而定。
- **自動駕駛的士車隊規模將於 2026 年底前擴展至「數百輛」——**目前在三個國家擁有超過 100 輛汽車；城市數量亦有所擴張(上海、蘇州、無錫、深圳、阿布扎比、慕尼黑已投入營運)。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	2,413	4,009	7,017	11,344
息稅折舊攤銷前利潤	(3,366)	(16,890)	(659)	72
折舊及攤銷	(119)	(71)	(78)	(89)
息稅前利潤	(3,485)	(16,961)	(737)	(17)
總其他非經營收入	-	101	150	144
聯營公司溢利貢獻	-	101	150	144
淨利息收入／(支出)	56	101	150	144
除稅前溢利	(3,429)	(16,860)	(587)	127
稅項	(29)	(40)	-	-
少數股東權益	-	-	-	-
純利	(3,458)	(16,900)	(587)	127
純利 (經調整)	(303)	(170)	(25)	864

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
經營	(281)	(221)	(147)	671
除稅前溢利	(3,429)	(16,860)	(587)	127
稅項	(1)	-	-	-
折舊及攤銷	119	71	78	89
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	(30)	(127)	(202)	(285)
非現金項目	3,060	16,695	564	740
其他營運現金流	-	-	-	-
投資	(9,687)	(100)	(125)	(150)
資本支出 (增長)	(91)	(100)	(125)	(150)
投資	(9,599)	-	-	-
其他	3	-	-	-
融資	8,324	4,916	(3)	(3)
支付股息	-	-	-	-
借款所得款項	108	-	-	-
償還貸款	(210)	-	-	-
其他 / 已付利息	8,426	4,916	(3)	(3)
現金流入 (流出) 淨額	(1,645)	4,595	(275)	518
年初現金及現金等價物	2,998	1,307	5,901	5,626
外匯影響所致變動	(46)	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,307	5,901	5,626	6,144

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	182	230	290	359
其他長期資產	934	915	902	895
現金 / 短期投資	1,307	5,901	5,626	6,144
其他流動資產	10,479	11,151	12,429	14,266
資產總額	12,901	18,197	19,247	21,664
短期債務	19	19	19	19
其他流動負債	30,727	1,502	2,578	4,130
長期債務	33	33	33	33
其他長期負債	13	13	13	13
股東權益	(17,891)	16,630	16,604	17,469
少數股東權益	-	-	-	-
負債及權益總額	12,901	18,197	19,247	21,664

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	(139.5)	(421.3)	(9.4)	0.6
稅前利潤率	(142.1)	(420.6)	(8.4)	1.1
純利率	(143.3)	(421.6)	(8.4)	1.1
資產回報率	(39.6)	(108.7)	(3.1)	0.6
股本回報率	不適用	不適用	(3.5)	0.7
增長				
營業額	82.1	66.2	75.0	61.7
息稅折舊攤銷前利潤	不適用	不適用	不適用	不適用
除稅前溢利	不適用	不適用	不適用	不適用
純利	不適用	不適用	不適用	不適用
純利 (經調整)	不適用	不適用	不適用	不適用
每股收益	不適用	不適用	不適用	不適用
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.4	0.3	0.3	0.2
債務權益比率	不適用	0.3	0.3	0.3
債務／(現金) 淨額與權益	不適用	(39.7)	(38.1)	(39.1)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

百威亞太 (1876 HK)

2026 年第 3 季度：收入符合預期，但息稅折舊攤銷前利潤未達預期

重點

- 百威亞太 2026 年第 3 季度的收入符合預期，但息稅折舊攤銷前利潤不及預期，主要受成本上漲、營運去槓桿以及其他營運收入減少所影響。
- 就中國市場而言，管理層重申其近期首要任務是穩定銷量與市佔率，同時繼續加大商業投資力度。就韓國市場而言，管理層預計啤酒行業在 2027 年將維持輕微負增長。此外，管理層預期不會再出現與印度撥備相關的重大一次性影響。
- 在股東回報方面，管理層表示，若業務表現持續受壓且未見改善，維持目前的派息水平可能會變得愈加困難。維持「買入」評級，並將目標價下調 11%至港幣 8.3 元。

2026 年第 3 季度 / 2026 年前九個月業績

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026 年第 3 季度	2025 年第 3 季度	內部 按年變動	2026 年 首 9 個月	2025 年 首 9 個月	內部 按年變動
總收入	1,449	1,555	(8.4)	4,620	4,691	(3.7)
毛利	706	799	(13.4)	2,351	2,412	(5.3)
毛利率 (%)	48.7	51.4	不適用	50.9	51.4	(0.8)
經正常化息稅折舊攤銷前利潤	323	438	(22.9)	1,249	1,421	(13.2)
經正常化息稅折舊攤銷前利潤率 (%)	22.3	28.2	(4.5)	27.0	30.3	(3.0)
經正常化應佔純利	147	204	不適用	628	678	不適用

來源：百威亞太，大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度經調整息稅折舊攤銷前利潤未達預期。百威亞太（百威亞太）公佈其 2026 年第 3 季度業績。2026 年第 3 季度，收入為美金 14.49 億元，按年下降 8% (內部增長，下同)，大致符合 VA 市場預測。這主要受銷量下跌 10%所拖累，主要是由於中國市場的表現構成拖累，但部分被印度的增長所抵銷；與此同時，受惠於有利的國家組合，平均售價 (ASP) 增長 2%。經調整息稅折舊攤銷前利潤為美金 3.23 億元，按年下跌 23%，較 VA 市場預期低 11%。經正常化調整的息稅折舊攤銷前利潤率達 22.3%，按年下跌 446 個基點，受成本上升、營運去槓桿以及其他營運收入減少所影響。列賬純利為美金 9,200 萬元，按年下跌 50%，並進一步受到中國內部重組產生的美金 5,200 萬元非基礎所得稅費用所影響。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	6,246	5,764	5,569	5,687	5,808
息稅折舊攤銷前利潤	1,807	1,592	1,424	1,528	1,599
經營利潤	1,160	986	863	927	958
純利 (報告 / 實際)	726	489	514	587	607
純利 (經調整)	726	489	514	587	607
每股收益 (美仙)	5.5	3.7	3.9	4.4	4.6
市盈率 (倍)	13.4	20.0	19.0	16.7	16.1
市賬率 (倍)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	4.0	4.6	5.4	5.0	4.7
股息收益率 (%)	7.6	7.6	5.2	5.9	6.2
純利率 (%)	11.6	8.5	9.2	10.3	10.5
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	(25.3)	(24.8)	(21.1)	(22.5)	(23.4)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	310.0	578.7
股本回報率 (%)	6.9	4.8	5.1	5.8	6.0
市場預測息稅折舊攤銷前利潤	-	-	1,494.9	1,554.2	1,629.6
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	0.95	0.98	0.98

資料來源：百威亞太，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 5.81 元
目標價	港幣 8.30 元
上升空間	+43.0%
早前目標價	港幣 9.30 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	1876 HK
已發行股份 (百萬)	13,243.4
市值 (百萬港元)	76,877.9
市值 (百萬美元)	9,798.9
3 個月日均成交額 (百萬美元)	14.0

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 8.48 元 / 港幣 5.55 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(3.8)	(14.5)	(23.0)	(30.5)	(23.5)

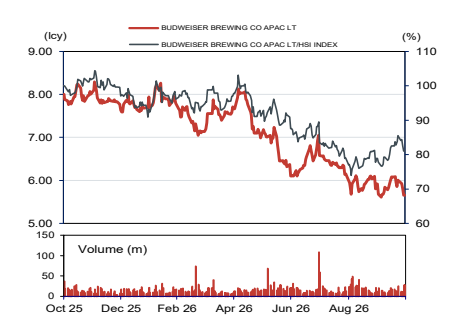
主要股東 (%)

百威英博釀酒有限公司	87.22
------------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (美元)	0.75
2026 財年每股淨現金 (美元)	0.16

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

百威亞太是亞太地區最大的啤酒公司，亦是總部位於比利時魯汶的啤酒公司百威英博 (Anheuser-Busch InBev) 的附屬公司。百威亞太釀造、進口、推廣、經銷及銷售包含 50 多個啤酒品牌的产品組合，其中包括百威 (Budweiser)、時代 (Stella Artois)、科羅娜 (Corona)、哈爾濱 (Harbin)、福佳 (Hoegaarden) 及凱獅 (Cass)。其主要市場包括中國、南韓、印度及越南。

關鍵營運數據

	2026 年第 3 季度	2025 年第 3 季度	內部按年 (%)	2026 年首 9 個月	2025 年首 9 個月	按年 (%)	內部按年 (%)
啤酒出貨量 (百萬公升)	20	23	(10.1)	63	66	(7.7)	(4.9)
平均售價 (美元 / 千升)	717	691	1.9	735	709	(0.6)	1.2
單位銷貨成本 (美元 / 千升)	368	336	7.9	361	345	(1.6)	2.9

來源: 百威亞太, 大華繼顯

- **中國——在市場份額持續流失的情況下，2026 年第 3 季度銷量跌幅擴大；仍以穩定銷量為優先考量，利潤率短期承壓。** 在中國市場方面，2026 年第 3 季度收入按年減少 17%，主要受銷量下跌 17% 所拖累（相比之下行業錄得高單位數跌幅），並受到惡劣天氣及即飲渠道持續疲弱的影響。平均售價（ASP）按年持平，主因有利的品牌組合被居家渠道的促銷投資所抵銷。經正常化息稅折舊攤銷前利潤按年下跌 30%，受營業額表現、營運去槓桿以及其他營運收入減少所影響。展望未來，管理層重申其近期首要任務是穩定銷量及市佔率。與此同時，公司將繼續加大商業投資力度，重點關注核心升級（core plus）與高端等增長細分市場，以及居家渠道。值得注意的是，線上至線下（O2O）渠道在 2026 年第 3 季度實現強勁的雙位數增長，帶動了高端及超高端市場領域的增長。
- **南韓——表現持續優於行業** 印度的高檔及以上級別銷量錄得雙位數增長。南韓市場方面，2026 年第 3 季銷量錄得低單位數跌幅，表現優於整體行業；受秋夕假期日曆效應等因素影響，整體行業表現依然疲弱。受銷量疲弱及大宗商品逆風影響，經調整息稅折舊攤銷前利潤錄得低雙位數跌幅。展望未來，管理層預期南韓啤酒行業在 2027 年仍將輕微錄得負增長。
- 就印度而言，高端及以上產品的銷量在 2026 年第 3 季度錄得雙位數增長。該公司就國營飲料公司的逾期應收賬款計提了美金 3,000 萬元的一次性撥備，且預計不會再因該問題產生重大的一次性項目。
- 成本逆風持續至 2027 年，目前暫無提價計劃。展望未來，在公司的 12 個月對沖政策下，管理層預計原材料成本通脹將由 2026 年第 4 季度持續至 2027 年。與此同時，管理層表示目前並無計劃在中國或南韓提高價格。
- **若經營狀況持續疲弱，股息水平可能無法維持。** 在股東回報方面，管理層重申內部增長及業務再投資仍是首要任務。若業務表現持續面臨壓力且未見改善，維持目前的股息水平可能會變得日益困難。

盈利預測調整 / 風險

- 我們分別將 2026/27 年度的息稅折舊攤銷前利潤預測下調 8%/6%。我們將 2026/27 年度的收入預測分別下調 5%/6%，以反映啤酒消費持續疲軟的情況。我們將 2026/27 年度的毛利率預測分別略微下調 0.2 個百分點/0.4 個百分點。為反映商業投資的增加，我們分別將 2026/27 年度的銷售及市場推廣費用預測上調 1.1 個百分點 / 0.6 個百分點。因此，我們將 2026/27 年度的息稅折舊攤銷前利潤預測分別下調 8%/6%。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級；下調目標價 11% 至港幣 8.3 元。我們將貼現現金流（DCF）目標價基準年順延至 2027 年，並將目標價下調 11% 至港幣 8.3 元，相當於 2026 年 8.5 倍企業價值/息稅折舊攤銷前利潤及 2027 年 7.9 倍企業價值/息稅折舊攤銷前利潤。該股目前估值為 2026 年 5.4 倍企業價值/息稅折舊攤銷前利潤及 2027 年 5.0 倍企業價值/息稅折舊攤銷前利潤。

分部資料

	2026 年第 3 季度內部增長 (%)	2026 年第 2 季度內部增長 (%)
收入變動百分比	(4.1)	8.5
亞太東區	-	-
南韓	(9.8)	(4.6)
亞太西區	(16.9)	(8.6)
中國	-	(+) 雙位數
印度	-	(+) 雙位數
經正常化息稅折舊攤銷前利潤變動百分比	(13.9)	26.3
亞太東區	(-) 低雙位數	(+) 強勁雙位數
南韓	(26.3)	(16.5)
亞太西區	(30.2)	(15.9)
中國	-	-
印度	-	-
出貨量變動百分比	(3.1)	10.1
亞太東區	(-) 低單位數	(+) 十幾個百分點
南韓	(11.4)	(6.0)
亞太西區	(16.8)	(9.7)
中國	-	-
印度	-	-
平均售價變動百分比	(1.0)	(1.5)
亞太東區	(-) 輕微	(-) 低單位數
南韓	1.8	1.5
亞太西區	(0.1)	1.2
中國	-	-
印度	-	-

來源: 百威亞太, 大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	5,764.0	5,569.0	5,687.4	5,808.4
息稅折舊攤銷前利潤	1,592.0	1,424.1	1,527.8	1,599.0
折舊及攤銷	606.0	561.5	601.3	641.0
息稅前利潤	986.0	862.6	926.5	957.9
聯營公司溢利貢獻	38.0	38.0	38.0	38.0
淨利息收入／(支出)	10.0	3.5	(4.9)	(2.8)
除稅前溢利	951.0	841.1	959.6	993.2
稅項	(431.0)	(294.4)	(335.8)	(347.6)
少數股東權益	(31.0)	(32.6)	(37.2)	(38.5)
純利	489.0	514.1	586.5	607.1
純利 (經調整)	489.0	514.1	586.5	607.1

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
經營	951.0	1,006.8	1,211.7	1,273.8
除稅前溢利	951.0	841.1	959.6	993.2
稅項	(431.0)	(294.4)	(335.8)	(347.6)
折舊及攤銷	606.0	561.5	601.3	641.0
聯營公司	(15.0)	(38.0)	(38.0)	(38.0)
營運資金變動	(242.0)	(63.5)	24.7	25.2
非現金項目	(12.0)	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流	96.0	(0.0)	0.0	(0.0)
投資	(324.0)	(645.5)	(573.4)	(572.8)
資本支出 (增長)	(307.0)	(600.0)	(600.0)	(600.0)
投資	(6.0)	0.0	0.0	0.0
其他	(23.0)	(45.5)	26.6	27.2
融資	(738.0)	(675.5)	(514.1)	(586.5)
支付股息	(773.0)	(750.0)	(514.1)	(586.5)
借款所得款項	120.0	291.5	291.5	291.5
償還貸款	(29.0)	(217.0)	(291.5)	(291.5)
其他 / 已付利息	(56.0)	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	(111.0)	(314.3)	124.2	114.4
年初現金及現金等價物	2,867.0	2,828.0	2,513.7	2,637.9
外匯影響所致變動	72.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	2,828.0	2,513.7	2,637.9	2,752.3

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	2,379.0	2,416.5	2,415.4	2,375.9
其他長期資產	8,579.0	8,618.0	8,655.8	8,692.3
現金 / 短期投資	2,828.0	2,513.7	2,637.9	2,752.3
其他流動資產	987.0	977.8	995.6	1,013.8
資產總額	14,773.0	14,525.9	14,704.6	14,834.2
短期債務	217.0	291.5	291.5	291.5
其他流動負債	3,602.0	3,483.7	3,552.9	3,623.4
長期債務	60.0	60.0	60.0	60.0
其他長期負債	481.0	481.0	481.0	481.0
股東權益	10,262.0	10,026.1	10,098.5	10,119.1
少數股東權益	66.0	98.6	135.8	174.3
負債及權益總額	14,773.0	14,525.9	14,704.6	14,834.2

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	27.6	25.6	26.9	27.5
稅前利潤率	16.5	15.1	16.9	17.1
純利率	8.5	9.2	10.3	10.5
資產回報率	3.3	3.5	4.0	4.1
股本回報率	4.8	5.1	5.8	6.0
增長				
營業額	(7.7)	(3.4)	2.1	2.1
息稅折舊攤銷前利潤	(11.9)	(10.5)	7.3	4.7
除稅前溢利	(18.0)	(11.6)	14.1	3.5
純利	(32.6)	5.1	14.1	3.5
純利 (經調整)	(32.6)	5.1	14.1	3.5
每股收益	(32.8)	5.1	14.1	3.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	2.6	3.4	3.4	3.4
債務權益比率	2.7	3.5	3.5	3.5
債務／(現金) 淨額與權益	(24.8)	(21.1)	(22.5)	(23.4)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	310.0	578.7

比亞迪電子 (285 HK)

2026 年第 3 季度：消費電子持續拖累盈利能力

重點

- 比亞迪電子再次公布疲弱業績。收入為人民幣 450 億元，符合預期，但由於消費級設備持續拖累盈利能力，利潤率不及市場普遍預期。純利按季回升 35% 至人民幣 5.37 億元，但仍較市場預測預期低 18%。
- 管理層看好其人工智能基礎設施相關業務的強勁機遇，並預期至 2027 年將錄得穩健增長，但消費電子業務未來似乎面臨更多下行風險。
- 維持「沽售」評級，目標價維持港幣 14.5 元不變。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 3 季度	2026 年第 2 季度	2026 年第 3 季度	按年（%）	按季（%）
營業額	42,680	44,051	45,223	6.0	2.7
毛利	2,946	2,046	2,035	(30.9)	(0.5)
純利（呈報）	1,407	399	537	(61.9)	34.7
利潤率（%）					
毛利率	6.9	4.6	4.5	(2.4)	(0.1)
純利率	3.3	0.9	1.2	(2.1)	0.3

資料來源：比亞迪電子、大華繼顯

分析

- 由於智能終端業務板塊未見復甦跡象，業績再度表現疲弱。比亞迪電子 (BYDE) 2026 年第 3 季度收入按年增長 6.0%、按季增長 2.7% 至人民幣 452.23 億元，大致符合預期，增長主要由汽車業務板塊及新興 AI 伺服器 ODM 業務帶動。然而，這已被智能終端分部的持續疲弱所完全抵銷——產能利用率偏低及定價壓力導致毛利率按年收窄 2.4 個百分點及按季收窄 0.1 個百分點至 4.5%，雖較市場預測低 0.4 個百分點，但大致符合我們的預期。好的一面是，比亞迪電子表示外匯影響已按季改善，因此，純利按年下降 61.9%，但按季回升 34.7% 至人民幣 5.37 億元，仍比市場普遍預期低 17.7%，並大致符合我們的預期。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2024	2025 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	177,306	179,477	182,422	189,726	190,100
息稅折舊攤銷前利潤	10,325	8,925	6,426	7,131	8,169
經營利潤	3,927	2,764	1,428	1,881	2,723
純利	4,266	3,515	1,766	2,876	3,752
純利（經調整）	4,266	3,515	1,766	2,876	3,752
每股收益（分）	189.3	156.0	78.4	127.7	166.5
市盈率（倍）	10.2	12.4	24.7	15.2	11.6
市賬率（倍）	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	4.5	5.2	7.2	6.5	5.6
股息收益率（%）	2.6	0.7	1.1	1.7	2.2
純利率（%）	2.4	2.0	1.0	1.5	2.0
淨債項對權益比率（%）	3.4	(13.5)	(11.2)	(28.7)	(29.5)
利息保障倍數（倍）	18.4	(410.5)	(7.1)	(6.4)	(6.2)
股本回報率（%）	13.8	10.5	5.0	7.8	9.5
市場預期純利	-	-	2,361	4,411	2,972
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.75	0.65	1.26

資料來源：比亞迪電子、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

沽出（維持）

股價	港幣 22.24 元
目標價	港幣 14.50 元
上升空間	-34.8%

股票數據

行業	電子元件
股份代號	285 HK
已發行股份（百萬）	2,253
市值（百萬港元）	50,111
市值（百萬美元）	6,425
3 個月日均成交額（百萬美元）	28.9

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 39.08 元/港幣 20.10 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(4.8)	(9.6)	(16.4)	(42.1)	(33.9)

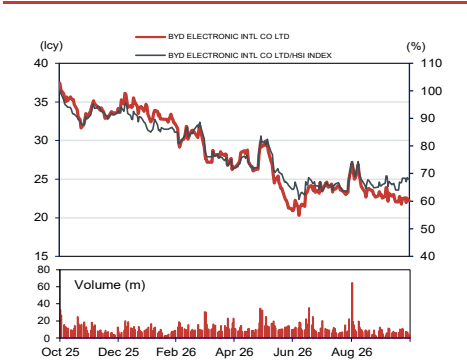
主要股東（%）

比亞迪股份	65.8
-------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	11.91
2026 財年每股淨債項（港元）	1.78

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

比亞迪電子（國際）有限公司為手機製造商研究、開發及製造手機外殼、手機鍵盤及模組等手機組件。該公司亦向全球手機製造商提供組裝服務，包括組裝服務及印刷電路板（PCB）組裝服務。

- 管理層預計 2026 年人工智能伺服器代工收入將按年增長 4 倍至人民幣 40 億元，並以 2027 年達到人民幣 100 億元為目標。液冷組件的量產時間表最終較預期延遲一個月，但比亞迪電子對 2026 年實現人民幣億元級低位收入仍充滿信心，隨後將於 2027 年迅速增長至人民幣 10 億元，目標利潤率為 20%至 30%。
- 比亞迪電子亦正與多家客戶就液冷及電源組件展開合作。管理層強調，比亞迪電子(BYDE)目前正與 NVIDIA (英偉達)合作開展多個項目，其中包括預計於 2027 年第 1 季度實現量產的 800V 高壓直流(HVDC)交流轉直流(AC-DC) sidecar 項目，以及專為高密度人工智能(AI)機架設計的 UQD/ZQD 快拆式液冷連接器，該連接器預計將成為未來所有 NVIDIA AI 機架的標準規格。該公司亦正與多家中國人工智能開發商合作研發液冷及供電架構 / 框架，並預期更多項目將於 2027 年上半年開始帶來實質貢獻。
- 消費裝置板塊仍未見轉捩點。管理層不再預期其智能終端業務板塊可在 2026 年第 4 季度實現扭虧為盈，並預計該季度的表現將與 2026 年首九個月相若。此外，Android 業務在 2027 年亦有可能進一步惡化，但一線曙光在於，鑑於重新引入鈦金屬中框以及比亞迪電子亦有參與的多個新產品類別，iOS 客戶的表現可能會較為穩健。
- 汽車業務於 2027 年將受單車價值量增長帶動，而這仍將受到智能駕駛域控制器及智能懸掛的持續滲透所推動。母公司穩健的出口增長亦正在支持其盈利能力，因為海外車輛的平均售價往往較高。

估值 / 投資評級

- 維持「沽售」評級，並維持以分類加總估值法 (SOTP) 計算的目標價港幣 14.5 元不變，相當於 11.4 倍 2027 年預測 市盈率。這是基於：a)汽車電子業務部門的 9.6 倍 2027 年預測 市盈率；b)消費電子業務部門的 13.6 倍 2027 年預測 市盈率；以及 c)人工智能伺服器業務部門的 20.0 倍 2027 年預測 市盈率。
- 我們維持「沽售」評級，因其主要的消費電子業務未見任何復甦跡象，而新興的人工智能基礎設施代工生產 (OEM) 及零部件業務規模仍然過小，未能提供任何實質支持。

盈利預測調整 / 風險

- 預測維持不變。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	179,477	182,422	189,726	190,100
息稅折舊攤銷前利潤	8,925	6,426	7,131	8,169
折舊及攤銷	(6,161)	(4,997)	(5,250)	(5,445)
息稅前利潤	2,764	1,428	1,881	2,723
總其他非經營收入	1,151	355	1,055	1,055
聯營公司溢利貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／(支出)	7	201	296	438
除稅前溢利	3,921	1,984	3,232	4,216
稅項	(407)	(218)	(356)	(464)
少數股東權益	-	-	-	-
純利	3,515	1,766	2,876	3,752
純利(經常性)	3,515	1,766	2,876	3,752

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
經營	17,183	3,747	11,508	6,011
除稅前溢利	3,921	1,984	3,232	4,216
稅項	(407)	(218)	(356)	(464)
折舊／攤銷	6,161	4,997	5,250	5,445
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	11,702	(3,263)	3,175	(3,394)
非現金項目	(4,195)	247	207	207
其他營運現金流	-	-	-	-
投資	(6,033)	(3,800)	(3,800)	(3,800)
資本支出(增長)	(6,033)	(3,800)	(3,800)	(3,800)
投資	-	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	-	-	-	-
融資	(4,650)	(2,599)	(737)	(1,070)
支付股息	(1,280)	(352)	(530)	(863)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	12,000	10,000	10,000	10,000
償還貸款	(15,000)	(12,000)	(10,000)	(10,000)
其他／已付利息	(370)	(247)	(207)	(207)
現金流入(流出)淨額	6,500	(2,652)	6,971	1,140
年初現金及現金等價物	7,052	13,552	10,900	17,872
外匯影響所致變動	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	13,552	10,900	17,872	19,012

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	17,798	17,460	16,843	15,945
其他長期資產	11,136	10,277	9,445	8,697
現金／短期投資	16,362	13,710	20,681	21,822
其他流動資產	38,316	49,100	41,549	49,088
資產總額	83,612	90,548	88,518	95,552
短期債務	8,891	6,891	6,891	6,891
其他流動負債	39,444	46,965	42,589	46,733
長期債務	0	0	0	0
其他長期負債	2,543	2,543	2,543	2,543
股東權益	34,442	35,856	38,203	41,092
少數股東權益	0	0	0	0
負債及權益總額	83,612	90,548	88,518	95,552

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	6.0	4.8	5.0	5.4
稅前利潤率	2.2	1.1	1.7	2.2
純利率	2.0	1.0	1.5	2.0
資產回報率	4.0	2.0	3.2	4.1
股本回報率	10.5	5.0	7.8	9.5
增長				
營業額	1.2	1.6	4.0	0.2
毛利	(12.6)	(18.9)	8.5	9.1
除稅前溢利	(17.3)	(49.4)	62.9	30.4
純利	(17.6)	(49.8)	62.9	30.4
純利(經調整)	(17.6)	(49.8)	62.9	30.4
每股收益	(17.6)	(49.8)	62.9	30.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	10.6	7.6	7.8	7.2
債務權益比率	25.8	19.2	18.0	16.8
淨債項對權益	(13.5)	(11.2)	(28.7)	(29.5)
利息保障倍數(倍)	(410.5)	(7.1)	(6.4)	(6.2)

富士康工業互聯網（601138 CH）

2026 年第 3 季度：持續的人工智能基礎設施需求推動盈利超出預期

重點

- 強勁的雲端運算需求以及日益多元化的網絡產品組合，帶動了優於預期的營收與盈利。
- 維持「買入」評級，目標價為人民幣 77.6 元。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025 年第 3 季度	2026 年第 2 季度	2026 年第 3 季度	按年百分比	按季百分比
收入	243,172	306,783	383,554	57.7	25.0
毛利	17,020	21,435	26,819	57.6	25.1
經營利潤	12,763	17,016	20,862	63.5	22.6
純利	10,373	13,146	16,634	60.4	26.5
核心純利	9,989	12,735	16,465	64.8	29.3
利潤率 (%)					
毛利率	7.0	7.0	7.0	0.0	0.0
經營利潤率	5.2	5.5	5.4	0.2	(0.1)
純利率	4.3	4.3	4.3	0.1	0.1

資料來源：FII，大華繼顯

分析

- 收入表現強勁帶動盈利優於預期。在人工智能算力需求持續增長以及主要客戶份額提升的推動下，富士康工業互聯網(FII)的營業收入按年增長 57.7%、按季增長 25.0%至人民幣 3,836 億元，較市場預期高出 6.6%，但主要由於產品組合差異而較我們的預測低 10%。毛利率按年及按季持平於 7.0%，符合市場預測，但由於前述的產品組合差異而高於我們的預期。由於營運槓桿比率較低，營運費用率最終略高於我們的預測，但強勁的毛利率足以完全抵銷其影響。因此，純利按年增長 60.4%，按季增長 26.5%至人民幣 166.34 億元，大致符合我們及市場普遍預期。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	609,135	902,887	1,440,241	1,906,409	2,122,869
息稅折舊攤銷前利潤	33,432	52,470	82,761	103,563	111,197
經營利潤	26,836	44,001	74,310	94,476	101,309
純利 (報告 / 實際)	23,216	35,286	61,777	82,123	88,663
純利 (經調整)	23,414	34,001	60,088	82,123	88,663
每股收益 (分)	117.8	171.2	302.6	413.5	446.5
市盈率 (倍)	38.4	26.4	14.9	10.9	10.1
市賬率 (倍)	5.9	5.4	4.3	3.5	3.0
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	30.6	19.5	12.3	9.9	9.2
股息收益率 (%)	1.4	2.2	3.8	5.0	5.4
純利率 (%)	4.4	3.8	3.9	4.3	4.3
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	(23.9)	(3.5)	(0.0)	(8.1)	(18.8)
利息保障倍數 (倍)	51.0	(31.4)	(21.0)	(32.5)	(40.5)
股本回報率 (%)	15.9	22.1	32.9	35.2	31.8
市場預期純利	-	-	61,477	83,478	107,470
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	1.00	0.98	0.82

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 45.22 元
目標價	人民幣 77.60 元
上升空間	+71.6%
早前目標價	人民幣 89.50 元

股票數據

行業	電子製造服務 / 原廠委託設計代工
股份代號	601138 CH
已發行股份 (百萬)	19,844
市值 (人民幣百萬元)	897,350
市值 (百萬美元)	133,640
3 個月日均成交額 (百萬美元)	943.7

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		人民幣 84.95 元/人民幣 45.13 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(22.6)	(21.7)	(31.8)	(44.0)	(27.1)

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)	10.24
2026 財年每股淨債項 (人民幣)	0.00

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

富士康工業互聯網 (Foxconn Industrial Internet) 作為一家通訊網絡設備開發公司運營。該公司開發及銷售網絡交換機、路由器、無線裝置、網絡伺服器、機頂盒、智能家居開關器及其他產品。該公司亦生產儲存設備。

- **雲端運算仍是主要推動力。** 雲端運算收入按年增長 75%，按季增長 25%。人工智能特殊應用集成電路伺服器出貨量按年增長 150%，按季增長 80%；而人工智能圖形處理器機架出貨量則按年增長 70%，按季增長 15%。新一代人工智能機架亦已開始出貨，管理層表示其市佔率高於上一代產品。
- **網絡業務的增長擴大了人工智能相關的業務敞口。** 網絡設備收入按年增長 120%，按季增長 25%，主要受惠於產品組合改善以及人工智能相關出貨量上升。800G 及更高速交換機的出貨量按年增長 80%，按季增長 25%，當中包括多晶片以太網交換機、共封裝光學交換機、NVLink 交換機及 SuperNIC。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，但將目標價下調至人民幣 77.6 元，此乃基於調低後的 18.8 倍 2027 年預測市盈率，即對應歷史平均值加 1 個標準差。鑑於中國市場環境顯著惡化，我們下調了市盈率 倍數。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 至 2028 年的盈利預測分別上調 1.0%、9.4% 及 10.5% 至人民幣 617.77 億元、人民幣 821.23 億元及人民幣 886.63 億元，此乃計及：a) 人工智能伺服器的代工出貨比重上升；b) 人工智能伺服器產品整體利潤率改善；以及 c) 電訊設備利潤率略為下降。

2026 至 2028 年預測變動

截至12月31日止年度 (人民幣百萬元)	舊估計數字			新估計數字			差異 (%)		
	2026	2027	2028	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	1,534,532	2,038,466	2,272,045	1,440,241	1,906,409	2,122,869	(6.1)	(6.5)	(6.6)
通訊及網絡設備	290,057	297,253	300,937	290,057	297,253	300,937	(0.0)	0.0	(0.0)
雲端服務設備	1,242,704	1,739,342	1,969,237	1,148,414	1,607,285	1,820,062	(7.6)	(7.6)	(7.6)
機械人及科技服務	850	950	950	850	950	950	-	-	-
毛利率	6.0	5.4	5.1	6.8	6.6	6.4	0.8	1.2	1.3
通訊及網絡設備	9.8	10.2	9.6	9.8	9.8	9.6	(0.0)	(0.4)	(0.0)
雲端服務設備	5.1	4.5	4.4	6.1	6.0	5.8	1.0	1.5	1.4
機械人及科技服務	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	45.0	-	-	-
經營利潤	71,543	86,886	92,303	74,310	94,476	101,309	3.9	8.7	9.8
純利	61,151	75,057	80,223	61,777	82,123	88,663	1.0	9.4	10.5

資料來源：FII，大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	902,887	1,440,241	1,906,409	2,122,869
息稅折舊攤銷前利潤	52,470	82,761	103,563	111,197
折舊及攤銷	(8,469)	(8,451)	(9,087)	(9,888)
息稅前利潤	44,001	74,310	94,476	101,309
總其他非經營收入	(1,285)	(1,689)	-	-
聯營公司溢利貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／(支出)	(1,673)	(3,945)	(3,182)	(2,746)
除稅前溢利	41,042	68,676	91,294	98,563
稅項	(5,713)	(6,868)	(9,129)	(9,856)
少數股東權益	(44)	(31)	(41)	(44)
純利	35,286	61,777	82,123	88,663
純利 (經調整)	34,001	60,088	82,123	88,663

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
經營活動	5,238	40,481	65,399	90,995
除稅前溢利	41,042	68,676	91,294	98,563
稅項	(5,713)	(6,868)	(9,129)	(9,856)
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)	(55,993)	(29,034)	(10,346)
非現金項目	5,381	26,216	3,182	2,746
其他營運現金流	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)
投資活動	(13,456)	-	-	-
出售資產所得款項	785	-	-	-
其他	155	-	-	-
融資	47,397	(23,396)	(37,236)	(48,015)
支付股息	(16,740)	(23,396)	(37,236)	(48,015)
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	9,564	20,731	35,548
年初現金及現金等價物	72,311	94,759	104,323	125,054
外匯影響所致變動	(440)	-	-	-
年末現金及現金等價物	94,759	104,323	125,054	160,601

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	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	104,323	125,054	160,601
其他流動資產	308,034	475,418	523,143	582,964
資產總額	456,224	626,927	693,728	786,640
短期債務	104,229	104,229	104,229	104,229
其他流動負債	176,170	302,827	321,517	370,992
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	209,104	257,174	300,567
少數股東權益	336	367	408	452
負債及權益總額	456,224	625,238	692,039	784,951

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	7.0	6.8	6.6	6.4
稅前利潤率	4.5	4.8	4.8	4.6
純利率	3.9	4.3	4.3	4.2
資產回報率	9.1	11.4	12.4	12.0
股本回報率	22.1	32.9	35.2	31.8
增長(按年百分比)				
營業額	48.2	59.5	32.4	11.4
毛利	42.1	56.5	27.1	8.3
除稅前溢利	58.0	67.3	32.9	8.0
純利	52.0	75.1	32.9	8.0
純利 (經調整)	45.2	76.7	36.7	8.0
每股收益	52.1	75.1	32.9	8.0
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)	(0.0)	(8.1)	(18.8)
利息保障倍數 (倍)	(31.4)	(21.0)	(32.5)	(40.5)

吉利汽車（175 HK）

2026 年第 3 季度：受以股份為基礎的付款影響，盈利略低於我們的預期

重點

- 2026 年第 3 季度經調整純利為人民幣 52 億元(按年+31.6%/按季+1.7%)，符合市場普遍預測，但受以股份為基礎的付款影響，略低於我們的預期。
- 未來盈利增長將由新技術、強勁的產品陣容、海外擴張以及高端化所推動。
- 為計入匯兌虧損及以股份為基礎的付款，我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別下調 11% / 2% / 2%，至人民幣 189.1 億元 / 人民幣 268.6 億元 / 人民幣 336.4 億元。
- 維持「買入」評級，並將目標價由港幣 29 元下調至港幣 21 元。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026 年 第 3 季度	按年%	按季 百分比	2026 年 首 9 個月	按年%	2026 年 預測	按年%
銷量(千輛)	813	6.8	13.9	2,235	3.0	3,200	5.8
每輛車純利(人民幣千元)	6,415	23.3	(10.6)	6,663	37.0	6,798	42.7
收入	98,964	11.0	10.2	272,564	13.1	390,607	13.1
毛利	17,776	20.2	7.8	48,930	23.6	71,091	24.0
毛利率 (%)	18.0	1.4	(0.4)	18.0	1.5	18.2	1.6
息稅前利潤	5,505	27.2	5.7	15,379	7.0	24,025	35.8
息稅前利潤率 (%)	5.6	0.7	(0.2)	5.6	(0.3)	6.2	1.0
聯營公司應佔業績	138	53.2	(44.0)	403.0	(33.8)	100	(86.8)
合營企業應佔業績	296	12.2	126.2	789.0	(8.5)	1,400	(14.7)
純利	4,837	26.6	(1.8)	13,928	6.7	21,358	26.7
純利 -經調整	5,212	31.6	1.7	14,896	41.1	21,753	51.0
純利率 (%)	4.9	0.6	(0.6)	5.1	(0.3)	5.5	0.6
純利率 -經調整 (%)	5.3	0.8	(0.4)	5.5	1.1	5.6	1.4

資料來源：吉利、大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度核心盈利略遜於我們預期，但符合市場預測；其中列報純利為人民幣 48.37 億元(按年+26.6% / 按季-1.8%) 相比我們預期的人民幣 51.25 億元及市場預期的人民幣 48.47 億元；經調整純利為人民幣 52.12 億元(按年+31.6% / 按季+1.7%)，相比我們預測的人民幣 55.25 億元及市場預測的人民幣 51.86 億元。 核心盈利略低於我們的預期，主要是由於以股份為基礎的付款所致。
- 收入符合預期。 受銷量按季增長 6.8% / 13.9%帶動，2026 年第 3 季度的收入按年增長 11% / 按季增長 10%。這使 2026 年首九個月的收入達到人民幣 2,725.6 億元（同比增長 13.1%），佔我們 2026 年預測的 70%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	275,910	345,232	390,607	487,432	600,324
息稅折舊攤銷前利潤	22,218	33,605	37,116	46,862	54,794
經營利潤	8,467	17,685	20,789	29,970	37,501
純利（報告 / 實際）	16,812	16,852	18,914	26,864	33,644
純利（經調整）	10,596	14,410	20,062	26,864	33,644
每股收益（分）	166.4	162.8	175.4	249.1	312.0
市盈率（倍）	7.0	7.1	6.6	4.7	3.7
市賬率（倍）	2.3	2.3	1.8	1.4	1.1
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	4.2	2.5	2.1	1.0	0.1
股息收益率 (%)	2.4	3.7	4.3	6.1	7.6
純利率 (%)	3.8	4.2	5.1	5.5	5.6
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(37.0)	(45.7)	(42.7)	(61.7)	(77.7)
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 (%)	12.5	16.1	20.1	22.7	23.7
市場預期純利	-	-	21,241	25,804	30,452
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.89	1.04	1.10

來源：吉利、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 13.57 元
目標價	港幣 21 元
上升空間	58.4%
早前目標價	港幣 29 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	175 HK
已發行股份（百萬）	10,785
市值（百萬港元）	160,591
市值（百萬美元）	20,589
3 個月日均成交額（百萬美元）	90

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 25.62 元/港幣 13.53 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(9.4)	(33.2)	(39.3)	(28.3)	(24.2)

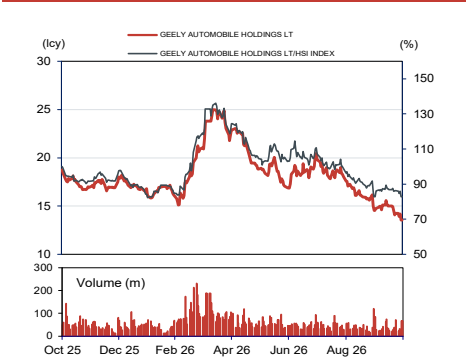
主要股東（%）

李書福	63.93
-----	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	7.38
2026 財年每股淨現金(港元)	4.99

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

吉利汽車（吉利）總部位於中國杭州，生產並銷售吉利、銀河、極氪及領克品牌的汽車。

- 毛利率表現穩健，但仍低於我們的預期。 毛利率於 2026 年第 3 季度按季下跌 0.4 個百分點至 18.0%，但按年仍上升 1.4 個百分點。這使 2026 年前九個月毛利率達 18.0%，低於我們 18.2% 的全年假設。
- 外匯虧損大於預期。 受人民幣升值影響，2026 年第 3 季度外匯虧損按季激增 157.5% 至人民幣 4.53 億元，高於預期。
- 營運開支符合預期。2026 年第 3 季度的營運開支佔營收比率按季微跌 0.5 個百分點至 12.5%（按年持平）。銷售、一般及行政開支佔營收比率降至 7.2%（按年跌 0.3 個百分點 / 按季跌 0.7 個百分點）；研發開支佔營收比率升至 5.3%（按年升 0.4 個百分點 / 按季升 0.1 個百分點）。
- 以股份為基礎的付款高於預期。 以股份為基礎的付款在 2026 年第 3 季度按年增長 4.5%，按季激增 424.7% 至人民幣 3.32 億元。
- 每輛車利潤略低於預期。每輛車核心純利按年增長 23.3%，但按季下降 10.6% 至人民幣 6,415 元。
- 未來盈利增長將由新技術、強勁的產品陣容、海外擴張以及高端化所推動。 管理層維持其 2026 年 345 萬輛的銷量目標，其中包括超過 100 萬輛出口。基於新車型量產規模擴大、2026 年第 3 季度的快速充電技術，以及強勁的產品線，其預期 2026 年第 4 季度將錄得按季增長。我們維持 2026 至 2028 年的銷量預測於 320 萬 / 375 萬 / 435 萬輛（按年增長 6% / 17% / 16%），當中包括 110 萬 / 150 萬 / 200 萬輛海外銷量。在其收入結構中，海外銷售及高端車型佔比上升將帶動整體盈利能力增長，從而抵銷晶片成本上漲的影響。
- 海外銷量佔總銷量的百分比預期將由 2025 年的 14% 上升至 2026/27/28 年的 35%/40%/46%，主要受多項因素推動，包括海外市場的新車型推出（例如銀河 EX2/EX5、極氪 7X/8X/9X）、西班牙福特合資項目的投產（2027 年第 4 季度），以及受惠於與富豪汽車（Volvo）的合作夥伴關係，海外門店數量將在 2026 年底前翻倍至約 2,200 家。海外市場的售價是中國市場的 1.5 至 3.0 倍；海外銷售每輛車享有人民幣 12,000-15,000 元的純利（相比之下，國內為人民幣 2,000-6,000 元）。
- 生產本地化。中國將於 2027 年 4 月 1 日將企業價值出口的增值稅退稅率從 13% 下調至 9%。外國（例如歐盟）亦在提高貿易壁壘。吉利汽車（吉利）透過生產本地化應對有關問題——富豪（Volvo）、在西班牙持有 34% 股權的福特合營企業、在巴西與雷諾的合作關係，以及在馬來西亞的寶騰（Proton）。增值稅退稅率下調及貿易壁壘，使生產本地化成為吉利等領先原始設備製造商（OEM）的護城河。
- 高端化。 吉利正在推出更多高端車型，例如極氪 8X 及 9X。這些高端產品系列接獲的訂單情況遠超預期。極氪佔總銷量的份額預計將從 2025 年的 7%，分別增至 2026/28/30 年的 13%/16%/18%。這將改善產品組合，從而提高平均售價（ASP）及利潤率。
- 吉利的新型快速充電技術將於 2027 年底前在 22,000 個充電站推出。該 6C 電池在 2.2 GW 功率下可在 10 分鐘內充電 10% 至 97%，而 12C 電池則需 8 分鐘 40 秒。該技術透過人工智能監控充電過程，實現更安全的充電。吉利持股 27% 的聯營公司將於 2027 年底前建成 2.2 萬座充電站及 10 萬支充電槍，並於 2030 年前在全國各縣建成 15 萬座充電站及 60 萬支充電槍。
- 強大的產品儲備。 吉利將於 2026 年第 4 季度推出 11 款新車型，包括銀河巡艦 700、星瑞 L PLUS、星越 L PLUS、銀河 M8、領克 900L、領克 03 改款、極氪 8X、極氪 7X 改款、全新帝豪、銀河星艦 6 EF、星願。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別下調 11%、2% 及 2%，至人民幣 189.1 億元、人民幣 268.6 億元及人民幣 336.4 億元，以計入匯兌虧損（2026 年）及以股份為基礎的付款（2026-28 年）。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，並將目標價由港幣 29 元下調至港幣 21 元，因我們將目標 2027 年預測 市盈率 估值倍數由 10 倍（10 年歷史平均值）調低至 7.5 倍（三年歷史平均值）。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	345,232	390,607	487,432	600,324
息稅折舊攤銷前利潤	33,605	37,116	46,862	54,794
折舊及攤銷	(15,920)	(16,327)	(16,892)	(17,293)
息稅前利潤	-	-	-	-
總其他非經營收入	17,694	20,789	29,970	37,501
聯營公司溢利貢獻	2,399	1,800	2,000	2,200
淨利息收入／(支出)	137	249	466	922
除稅前溢利	20,230	22,838	32,437	40,623
稅項	(3,601)	(4,111)	(5,839)	(7,312)
少數股東權益	(224)	(187)	(266)	(333)
純利	16,852	18,914	26,864	33,644
純利 (經調整)	14,410	20,062	26,864	33,644

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
經營	47,274	26,255	57,451	66,741
除稅前溢利	20,230	22,838	32,437	40,623
稅項	(4,040)	(4,560)	(6,477)	(8,112)
折舊及攤銷	5,629	5,471	5,249	5,061
聯營公司	(2,399)	(1,800)	(2,000)	(2,200)
營運資金變動	18,278	(7,301)	16,066	19,059
非現金項目	9,576	11,608	12,176	12,309
其他營運現金流	-	-	-	-
投資	(23,370)	(17,011)	(16,750)	(16,192)
資本支出 (增長)	(17,918)	(18,000)	(18,000)	(18,000)
投資	-	-	-	-
其他	(5,453)	989	1,250	1,808
融資	(1,839)	(8,073)	(7,025)	(9,751)
支付股息	(3,119)	(4,732)	(6,242)	(8,865)
借款所得款項	17,466	3,000	3,000	3,000
償還貸款	(7,433)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
其他 / 已付利息	(8,753)	(3,341)	(784)	(886)
現金流入 (流出) 淨額	22,065	1,170	33,675	40,798
年初現金及現金等價物	43,058	65,319	66,490	100,165
外匯影響所致變動	197	-	-	-
年末現金及現金等價物	65,319	66,490	100,165	140,963

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	34,370	32,899	31,650	30,589
其他長期資產	96,627	102,020	107,016	111,785
現金 / 短期投資	65,319	66,490	100,165	140,963
其他流動資產	94,094	108,053	133,836	163,982
資產總額	290,410	309,462	372,668	447,319
短期債務	13,097	10,496	10,496	10,496
其他流動負債	166,362	173,021	214,870	264,075
長期債務	14,476	14,476	14,476	14,476
其他長期負債	2,860	2,860	2,860	2,860
股東權益	92,398	107,580	129,203	154,982
少數股東權益	1,217	1,029	763	430
負債及權益總額	290,410	309,462	372,668	447,319

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	0.3	0.3	0.2	0.2
稅前利潤率	5.9	5.8	6.7	6.8
純利率	4.2	5.1	5.5	5.6
資產回報率	5.1	6.7	7.9	8.2
股本回報率	16.1	20.1	22.7	23.7

增長

營業額	25.1	13.1	24.8	23.2
息稅折舊攤銷前利潤	51.3	10.4	26.3	16.9
除稅前溢利	11.6	12.9	42.0	25.2
純利	0.2	12.2	42.0	25.2
純利 (經調整)	36.0	39.2	33.9	25.2
每股收益	(0.2)	5.2	42.0	25.2

槓桿比率

債務佔總資本比率	8.0	6.6	5.5	4.6
債務權益比率	25.0	19.1	15.9	13.2
債務／(現金) 淨額與權益	(45.7)	(42.7)	(61.7)	(77.7)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

海爾智家 (6690 HK)

2026 年第 3 季度：純利按年下跌 12%；目標在 2026 年第 4 季度恢復國內收入增長

重點

- 海爾 2026 年第 3 季度收入為人民幣 697.04 億元(按年-10%，按季-11%)。 息稅前利潤為人民幣 59.26 億元(按年持平，按季-18%)，息稅前利潤率為 8.5% (按年+0.8 個百分點，按季-0.7 個百分點)。 息稅前利潤率按年上升，主要由於銷售費用按年下降（按年減少 1.4 個百分點）以及研發費用按年下降（按年減少 0.4 個百分點），惟部分被毛利率下降所抵銷。 純利為人民幣 46.82 億元 (按年跌 12%，按季跌 17%)，而純利率為 6.7% (按年跌 0.2 個百分點，按季跌 0.5 個百分點)。 在息稅前利潤線以下，純利受到較高的淨財務費用（按年升 0.6 個百分點）所拖累，主要是由於錄得淨匯兌虧損人民幣 3.64 億元（相較於 2025 年第 3 季度的匯兌收益人民幣 1.34 億元），但部分被較低的實際稅率 13.8%（相較於 2025 年第 3 季度的 15.4%）所抵銷。
- 受空調業務拖累，國內收入錄得雙位數跌幅，而海外收入則大致持平。就 2026 年第 4 季度而言，管理層的目標是恢復國內收入增長。在利潤率方面，預期原材料成本壓力將持續。管理層亦表示，一筆額外的美國關稅退稅可能在 2026 年第 4 季度或明年確認入賬，這或可部分抵銷 2026 年第 4 季度因供應鏈重組而產生的持續成本。維持「買入」評級；將目標價下調 8%至港幣 26 元。

2026 年第 3 季度及首九個月業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026 年 第 3 季 度	2026 年 第 2 季 度	2025 年第 3 季度	按年變動 (%)	按季變動 (%)	2026 年首 9 個月	2025 年 首 9 個 月	按年變動 (%)
總收入	69,704	78,428	77,560	(10.1)	(11.1)	221,819	234,054	(5.2)
毛利	18,871	22,745	21,625	(12.7)	(17.0)	60,291	63,681	(5.3)
毛利率 (%)	27.1	29.0	27.9	(0.8)	(1.9)	27.2	27.2	(0.0)
息稅前利潤	5,926	7,219	5,936	(0.2)	(17.9)	19,131	19,814	(3.4)
息稅前利潤率 (%)	8.5	9.2	7.7	0.8	(0.7)	8.6	8.5	0.2
應佔純利	4,682	5,665	5,340	(12.3)	(17.3)	14,999	17,373	(13.7)
應佔純利率 (%)	6.7	7.2	6.9	(0.2)	(0.5)	6.8	7.4	(0.7)

註：海爾的財務數據基於 A 股。來源：海爾智家(A 股)，大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度銷售純利下跌 12%。海爾智家（海爾）公佈其 2026 年首九個月業績。2026 年首九個月，營業收入為人民幣 2,218.19 億元，按年下跌 5%。毛利率為 27.2%，按年持平。息稅前利潤為人民幣 191.31 億元，按年下跌 3%，息稅前利潤率為 8.6%，按年上升 0.2 個百分點。純利為人民幣 149.99 億元，按年下跌 14%，純利率為 6.8%，按年下跌 0.7 個百分點。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	286,005	302,329	291,856	303,820	316,356
息稅折舊攤銷前利潤	27,809	28,282	28,066	29,795	31,916
經營利潤	19,707	19,532	19,205	20,334	21,865
純利 (報告 / 實際)	18,731	19,553	18,478	19,256	20,517
純利 (經調整)	18,731	19,553	18,478	19,256	20,517
每股收益 (分)	203.1	212.2	198.6	207.0	220.5
市盈率 (倍)	7.9	7.6	8.1	7.8	7.3
市賬率 (倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	5.6	5.9	6.0	5.5	5.1
股息收益率 (%)	6.0	7.2	7.1	7.7	8.2
純利率 (%)	6.5	6.5	6.3	6.3	6.5
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	(18.7)	(8.1)	(8.4)	(10.1)	(12.3)
利息保障倍數 (倍)	10.3	10.9	9.9	9.8	10.4
股本回報率 (%)	16.6	16.0	14.2	13.9	13.8
市場預期純利	-	-	18,562.1	20,226.5	22,478.2
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	1.00	0.95	0.91

資料來源：海爾智家、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 18.94 元
目標價	港幣 26 元
上升空間	+37.3%
早前目標價	港幣 28.30 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	6690 HK
已發行股份 (百萬)	2,853.6
市值 (百萬港元)	219,214.8
市值 (百萬美元)	27,961.4
3 個月日均成交額 (百萬美元)	43.5

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 28.20 元/港幣 19.05 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(2.3)	10.4	(22.2)	(15.8)	(12.4)

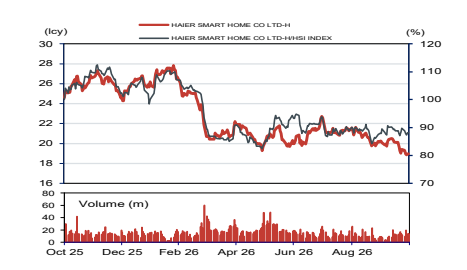
主要股東 (%)

香港結算	24.86
青島海爾軟體有限公司	13.53
海爾集團公司	11.53

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	13.59
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	1.17

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

海爾智家是全球大型家用電器行業的領導者，其大型家用電器的零售量連續 15 年位列全球第一。該公司擁有由海爾、卡薩帝、Leader、GE Appliances、Candy、Fisher & Paykel 及 AQUA 組成的全球家電品牌組合。目前，海爾的業務遍及全球 160 多個國家和地區。該公司亦是提供切合用戶各種生活場景的智能家居解決方案之全球先驅，滿足用戶對更美好生活的追求。

- 這意味着 2026 年第 3 季度收入為人民幣 697.04 億元(按年下降 10%，按季下降 11%)。毛利率為 27.1% (按年跌 0.8 個百分點，按季跌 1.9 個百分點)。息稅前利潤為人民幣 59.26 億元(按年持平，按季-18%)，息稅前利潤率為 8.5% (按年+0.8 個百分點，按季-0.7 個百分點)。息稅前利潤率按年上升，主要由於銷售費用(按年減少 1.4 個百分點)及研發費用(按年減少 0.4 個百分點)下降，但部分被毛利率下降所抵銷。純利為人民幣 46.82 億元(按年跌 12%，按季跌 17%)，而純利率為 6.7% (按年跌 0.2 個百分點，按季跌 0.5 個百分點)。在息稅前利潤線以下，純利受到較高的淨財務費用(按年升 0.6 個百分點)所拖累，主要是由於錄得淨匯兌虧損人民幣 3.64 億元(相較於 2025 年第 3 季度的匯兌收益人民幣 1.34 億元)，但部分被較低的實際稅率 13.8% (相較於 2025 年第 3 季度的 15.4%) 所抵銷。
- **國內市場——收入錄得雙位數跌幅，且利潤率收窄。** 在 2026 年第 3 季度，海爾的國內收入按年錄得雙位數跌幅，主要受空調業務拖累；由於比較基數偏高，加上公司為改善盈利能力而提高售價，該業務下跌約 20%。雪櫃和洗衣機分別錄得雙位數及個位數跌幅。國內營運利潤率亦有所下降，主要由於原材料成本上升，其中雪櫃和洗衣機受到的影響最大。
- **海外市場——收入大致持平，受惠於關稅退稅，利潤率有所改善。** 2026 年第 3 季度，海爾的海外收入按年基本持平。按地區劃分，以人民幣計算，北美地區收入錄得低個位數增長，表現優於行業水平；歐洲、南亞及新興市場則分別錄得低個位數、約 15% 以及高個位數的增長。受惠於美國關稅退稅，海外營業利潤率有所改善。
- **目標於 2026 年第 4 季度恢復國內收入增長；進一步的美國關稅退稅可抵銷持續的重組成本。** 就 2026 年第 4 季度而言，管理層的目標是恢復國內收入增長。在利潤率方面，預期原材料成本壓力將持續。該公司旨在透過暖通空調（HVAC）整合帶來的效益提升以及推出新產品來減輕相關影響；其中新產品佔銷售額的 30% 至 40%，且定價反映了成本上漲。管理層亦表示，一筆額外的美國關稅退稅可能在 2026 年第 4 季度或明年確認入賬，這或可部分抵銷 2026 年第 4 季度因供應鏈重組而產生的持續成本。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026/27 年的盈利預測分別下調 1%/7%。我們將 2026/27 年度的收入預測分別下調 3%/5%。我們分別將 2026/27 年度的毛利率預測上調 0.2 個百分點 / 0.1 個百分點，以反映美國關稅退稅的影響。我們將 2026/27 年度的銷售及分銷費用率預測分別上調 0.2 個百分點 / 0.1 個百分點。因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 1% 及 7%。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級：下調目標價 8% 至港幣 26 元。我們將以現金流折現法（DCF）計算的目標價基準期順延至 2027 年，並將目標價下調 8% 至港幣 26 元。我們的目標價相當於 11.2 倍 2026 年預測 市盈率 及 10.7 倍 2027 年預測 市盈率。該股目前的交易估值為 8.1 倍 2026 年預測 市盈率 及 7.8 倍 2027 年預測 市盈率。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	302,329.0	291,855.9	303,820.4	316,356.3
息稅折舊攤銷前利潤	28,282.0	28,066.0	29,794.7	31,915.9
折舊及攤銷	8,750.0	8,861.1	9,460.7	10,050.4
息稅前利潤	19,532.0	19,204.8	20,333.9	21,865.4
聯營公司溢利貢獻	1,328.0	1,328.0	1,328.0	1,328.0
淨利息收入／(支出)	(2,587.0)	(2,844.3)	(3,040.0)	(3,057.0)
除稅前溢利	23,479.0	22,188.5	23,122.0	24,636.4
稅項	(3,316.0)	(3,133.7)	(3,265.6)	(3,479.5)
少數股東權益	(610.0)	(576.5)	(600.7)	(640.1)
純利	19,553.0	18,478.3	19,255.7	20,516.9
純利 (經調整)	19,553.0	18,478.3	19,255.7	20,516.9

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
經營	26,003.0	28,060.1	30,092.7	31,975.6
除稅前溢利	23,479.0	22,188.5	23,122.0	24,636.4
稅項	(3,316.0)	(3,133.7)	(3,265.6)	(3,479.5)
折舊及攤銷	8,750.0	8,861.1	9,460.7	10,050.4
營運資金變動	(5,150.0)	(785.8)	(154.4)	(161.8)
非現金項目	138.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流	2,102.0	930.0	930.0	930.0
投資	(17,075.0)	(16,290.0)	(16,290.0)	(16,290.0)
資本支出 (增長)	(8,851.0)	(14,000.0)	(14,000.0)	(14,000.0)
投資	187.0	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(8,411.0)	(2,290.0)	(2,290.0)	(2,290.0)
融資	(17,671.0)	(7,671.0)	(8,491.0)	(13,233.4)
支付股息	(11,579.0)	(10,755.0)	(10,625.0)	(11,553.4)
發行股份	(1,234.0)	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	33,147.0	24,800.0	24,800.0	24,800.0
償還貸款	(31,629.0)	(21,716.0)	(22,666.0)	(26,480.0)
其他 / 已付利息	(6,376.0)	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	(8,743.0)	4,099.1	5,311.7	2,452.2
年初現金及現金等價物	54,995.0	46,268.0	50,367.1	55,678.8
外匯影響所致變動	16.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	46,268.0	50,367.1	55,678.8	58,131.1

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	45,708.0	51,409.6	56,598.7	61,275.1
其他長期資產	97,254.0	98,051.3	98,761.5	99,394.6
現金 / 短期投資	46,268.0	50,367.1	55,678.8	58,131.1
其他流動資產	106,565.0	104,669.1	107,887.1	111,258.8
資產總額	295,795.0	304,497.1	318,926.1	330,059.6
短期債務	21,716.0	22,666.0	26,480.0	23,120.0
其他流動負債	120,829.0	118,147.2	121,210.9	124,420.9
長期債務	14,666.0	16,800.0	15,120.0	16,800.0
其他長期負債	12,607.0	12,607.0	12,607.0	12,607.0
股東權益	118,698.0	126,421.4	135,052.0	144,015.5
少數股東權益	7,279.0	7,855.5	8,456.2	9,096.3
負債及權益總額	295,795.0	304,497.1	318,926.1	330,059.6

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	9.4	9.6	9.8	10.1
稅前利潤率	7.8	7.6	7.6	7.8
純利率	6.5	6.3	6.3	6.5
資產回報率	6.7	6.2	6.2	6.3
股本回報率	16.0	14.2	13.9	13.8
增長				
營業額	5.7	(3.5)	4.1	4.1
息稅折舊攤銷前利潤	1.7	(0.8)	6.2	7.1
除稅前溢利	3.3	(5.5)	4.2	6.5
純利	4.4	(5.5)	4.2	6.5
純利 (經調整)	4.4	(5.5)	4.2	6.5
每股收益	4.5	(6.4)	4.2	6.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	24.2	24.6	24.3	22.1
債務權益比率	31.6	32.2	31.8	28.6
債務／(現金) 淨額與權益	(8.1)	(8.4)	(10.1)	(12.3)
利息保障倍數 (倍)	10.9	9.9	9.8	10.4

美的集團 (000333 CH)

2026 年第 3 季度：息稅前利潤下跌 3%；目標在 2026 年第 4 季度實現銷售正增長

重點

- 美的 2026 年第 3 季度的息稅前利潤按年下跌 3%。受投資收益帶動，列賬純利按年增長 26%。若剔除該等收益，我們估計經常性純利本會下跌 11%。
- 2026 年第 3 季度，ToC 收入按年錄得高單位數跌幅，其中國內銷售額下跌逾 15%，惟海外銷售額錄得中單位數增長(其中 OBM 按年增長逾 20%)抵銷了部分跌幅。ToB 業務收入錄得高單位數增長，其中樓宇科技及機器人業務穩定增長，但工業技術業務面臨壓力。
- 展望 2026 年第 4 季度，管理層以銷售實現正增長為目標，預期海外市場將保持穩定，而國內前景仍不明朗。維持「買入」評級，並將目標價上調 4%至人民幣 116.8 元。

2026 年第 3 季度及首九個月業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026 年第 3 季度	2026 年第 2 季度	2025 年第 3 季度	按年變動 (%)	按季變動 (%)	2026 年首 9 個月	2025 年首 9 個月	按年變動 (%)
總收入	108,035	129,472	112,385	(3.9)	(16.6)	369,087	364,716	1.2
毛利	28,585	32,680	30,051	(4.9)	(12.5)	95,270	95,597	(0.3)
毛利率 (%)	26.5	25.2	26.7	(0.3)	1.2	25.8	26.2	(0.4)
息稅前利潤	11,485	13,643	11,793	(2.6)	(15.8)	39,360	37,116	6.0
息稅前利潤率 (%)	10.6	10.5	10.5	0.1	0.1	10.7	10.2	0.5
應佔純利	14,947	13,771	11,870	25.9	8.5	41,393	37,883	9.3
應佔純利率 (%)	13.8	10.6	10.6	3.3	3.2	11.2	10.4	0.8
核心純利	9,193	8,633	10,905	(15.7)	6.5	28,788	37,140	(22.5)
核心純利率 (%)	8.5	6.7	9.7	(1.2)	1.8	7.8	10.2	(2.4)

來源：美的 (A 股)，大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度息稅前利潤下跌 3%；受投資收益帶動，純利按年增長 26%；經估算的經常性純利則本應下跌 11%。美的集團(美的)公佈 2026 年前 9 個月收入為人民幣 3,690.87 億元(按年增長 1%)。毛利為人民幣 9,527 億元(按年持平)，毛利率為 25.8% (按年下跌 0.4 個百分點)。息稅前利潤為人民幣 3,936.1 億元(按年增長 6%)，息稅前利潤率為 10.7% (按年上升 0.5 個百分點)。純利為人民幣 4,139.3 億元(按年增長 9%)，純利率為 11.2% (按年上升 0.8 個百分點)。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2024	2025	2026 年 預測	2027 年 預測	2028 年 預測
淨營業額	409,084	458,502	464,453	485,230	507,777
息稅折舊攤銷前利潤	45,706	52,862	53,663	57,156	60,190
經營利潤	37,882	43,522	45,619	48,368	50,657
純利 (報告 / 實際)	38,537	43,945	53,160	56,076	58,015
純利 (經調整)	38,537	43,945	45,660	48,576	50,515
每股收益 (分)	542.0	576.0	601.0	639.4	664.9
市盈率 (倍)	16.1	15.2	14.6	13.7	13.2
市賬率 (倍)	3.1	3.0	2.8	2.6	2.5
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	12.5	12.2	11.9	11.2	10.6
股息收益率 (%)	4.0	4.9	5.9	6.2	6.4
純利率 (%)	9.4	9.6	11.4	11.6	11.4
債務/(現金)淨額與權益 (%)	(62.9)	(76.6)	(78.5)	(74.6)	(71.7)
股本回報率 (%)	20.3	20.0	22.9	22.7	22.3
市場預期純利	-	-	46,562.5	50,369.4	54,339.0
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.98	0.96	0.93

來源：美的、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	人民幣 87.48 元
目標價	人民幣 116.80 元
上升空間	+33.5%
早前目標價	人民幣 112.60 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	000333 CH
已發行股份 (百萬)	6,962.6
市值 (人民幣百萬元)	650,707.3
市值 (百萬美元)	99,168.1
3 個月日均成交額 (百萬美元)	335.7

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	人民幣 89.50 元 / 人民幣 71.77 元
1 個月	6.7
3 個月	0.5
6 個月	8.7
1 年	17.6
年初至今	11.9

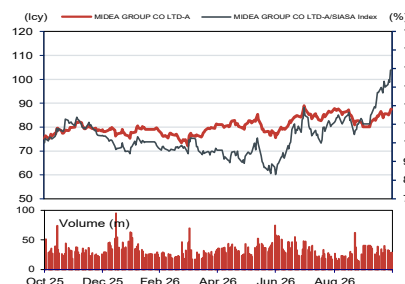
主要股東 (%)

美的控股	28.43
------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	31.62
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	25.35

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

美的集團股份有限公司是一家領先的以科技為驅動力的全球智慧家居解決方案及商業與工業解決方案提供商。在智能家居解決方案方面，美的為消費者提供多元化的家電產品；在商業及工業解決方案方面，其產品及服務涵蓋針對企業客戶的各類解決方案，例如家電壓縮機及電機、商用空調、工業機器人以及供應鏈服務。

- 這意味着 2026 年第 3 季度收入為人民幣 1,080.35 億元(按年下降 4%，按季下降 17%)，主要受國內家電市場持續萎縮影響。毛利為人民幣 285.85 億元(按年下降 5%，按季下降 13%)，毛利率為 26.5% (按年下降 0.3 個百分點，按季上升 1.2 個百分點)，毛利率按年收窄主要是由於外匯因素以及原材料價格上漲。息稅前利潤為人民幣 114.85 億元(按年下降 3%，按季下降 16%)，息稅前利潤率為 10.6% (按年上升 0.1 個百分點，按季上升 0.1 個百分點)。呈報純利為人民幣 149.47 億元(按年增長 26%，按季增長 9%)，純利率為 13.8% (按年上升 3.3 個百分點，按季上升 3.2 個百分點)。純利的增長主要受長鑫存儲(CXMT)於 2026 年 7 月上市後的投資收益所帶動。若剔除該等收益，我們估計經常性純利約為人民幣 106 億元，按年下降 11%，這主要是由於其他收入減少(按年下降 0.7 個百分點)以及實際稅率上升(約 19.9%，而 2025 年第 3 季度為 17.4%)，而匯兌損失(按年下降 1.5 個百分點)則大致被外匯對沖收益(按年上升 1.6 個百分點)所抵銷。
- 渠道改革短期內將對營運現金流構成壓力。美的自 2026 年第 3 季度起啟動國內渠道改革，不再向分銷商大舉壓貨，轉為採用基於實際零售銷售的訂單模式。此舉在短期內對營運現金流造成壓力，2026 年第 3 季度營運現金流同比下降逾 80%至約人民幣 26 億元。展望未來，管理層預計營運現金流將在 2027 年第 2 季度後恢復至正常水平。
- ToC 業務分部：境內業務下滑，惟境外業務在自有品牌製造(OBM)業務穩步擴張下持續增長。2026 年第 3 季度，消費者端(ToC)收入按年錄得高單位數跌幅，其中境內銷售額下跌超過 15%，但被境外銷售額的中單位數增長部分抵銷。按產品劃分，空調收入按年下跌不足 15%，主要受境內銷售拖累。雪櫃及洗衣機錄得中低單位數跌幅，廚房電器則錄得低單位數跌幅。境外業務方面，2026 年第 3 季度自有品牌製造(OBM)收入按年增長超過 20%，推動 OBM 在 2026 年首九個月佔 ToC 境外收入的比重提升至 50%以上。
- ToB 業務板塊：樓宇科技及機器人業務穩步增長，但工業技術業務面臨壓力。2026 年第 3 季度，ToB 板塊收入錄得高單位數增長，其中內銷輕微增長，海外銷售增長超過 15%。當中，樓宇科技及機器人業務分別增長高單位數及 10%，而工業技術業務收入則按年下跌超過 10%。
- 目標於 2026 年第 4 季度實現銷售額正增長。 展望 2026 年第 4 季度，管理層以實現銷售正增長為目標，預期海外市場保持平穩，而由於行業需求尚未復甦，國內前景依然充滿挑戰。管理層亦預期美國關稅退款將於 2026 年下半年逐步確認。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 2%/4%。 我們分別將 2026/27 年度的收入預測下調 4%/6%。我們將 2026/27 年的毛利率預測分別下調 0.4 個百分點 / 0.2 個百分點。我們亦分別將 2026/27 年的營運費用率預測下調 0.7 個百分點 / 0.6 個百分點。 因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 2%/4%。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，並將目標價上調 4%至人民幣 116.8 元。我們將基於分類加總估值法 (SOTP) 的目標價推進至 2027 年，並將目標價上調 4%至人民幣 116.8 元。我們的目標價對應 16.7 倍 2026 年預測市盈率 及 15.8 倍 2027 年預測市盈率 。該股目前交易於 14.6 倍 2026 年預測市盈率 及 13.7 倍 2027 年預測市盈率 。

分部業績 (季度)

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026 年 第 3 季 度	2025 年 第 3 季 度	按年變動 (%)
收入-按產品類別			
樓宇科技	9,275	8,580	8
工業技術	5,162	5,981	(14)
機械人與自動化	8,279	7,563	9

來源：美的 (A 股)，大華繼顯

分部業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026 年 首 9 個 月	2025 年 首 9 個 月	按年變動 (%)
收入-按產品類別			
樓宇科技	30,900	28,091	10
工業技術	18,300	21,034	(13)
機械人與自動化	24,900	22,636	10

來源：美的 (A 股)，大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	458,502.4	464,453.5	485,229.7	507,777.3
息稅折舊攤銷前利潤	52,861.9	53,663.0	57,155.9	60,189.6
折舊及攤銷	9,339.7	8,043.5	8,787.8	9,532.1
息稅前利潤	43,522.2	45,619.5	48,368.1	50,657.4
總其他非經營收入	106.6	106.6	106.6	106.6
聯營公司溢利貢獻	1,694.7	3,000.0	3,000.0	3,000.0
淨利息收入／（支出）	5,903.5	5,690.5	6,463.8	6,516.6
除稅前溢利	53,085.3	64,216.6	67,738.5	70,080.6
稅項	(8,565.1)	(10,361.1)	(10,929.4)	(11,307.3)
少數股東權益	(574.8)	(695.3)	(733.4)	(758.8)
純利	43,945.4	53,160.1	56,075.7	58,014.5
純利（經調整）	43,945.4	45,660.1	48,575.7	50,514.5

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
經營	53,345.9	62,090.3	56,174.1	58,653.1
除稅前溢利	53,085.3	64,216.6	67,738.5	70,080.6
稅項	(8,565.1)	(10,361.1)	(10,929.4)	(11,307.3)
折舊及攤銷	9,339.7	8,043.5	8,787.8	9,532.1
營運資金變動	5,279.5	5,118.0	1,737.0	2,252.2
其他營運現金流	(6,599.5)	(4,977.9)	(11,211.0)	(11,955.8)
投資	25,340.3	(11,183.1)	(11,183.1)	(11,183.1)
資本支出（增長）	(11,141.9)	(16,000.0)	(16,000.0)	(16,000.0)
投資	(171,060.0)	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	207,542.2	4,816.9	4,816.9	4,816.9
融資	(64,957.8)	(35,165.4)	(54,230.8)	(51,252.4)
支付股息	(33,080.1)	(36,134.4)	(42,919.9)	(45,066.9)
發行股份	4,725.9	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	88,859.5	49,300.0	36,250.0	29,000.0
償還貸款	(125,492.9)	(48,331.0)	(47,560.9)	(35,185.5)
其他／已付利息	29.9	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	13,728.4	15,741.8	(9,239.7)	(3,782.4)
年初現金及現金等價物	55,025.2	68,076.7	83,818.5	74,578.7
其他貨幣資金	17,170.5	17,170.5	17,170.5	17,170.5
年末現金及現金等價物	85,247.2	100,988.9	91,749.2	87,966.8

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	44,983.4	51,744.9	57,893.1	63,428.0
其他長期資產	147,146.0	145,948.7	144,620.3	143,161.0
現金／短期投資	85,247.2	100,988.9	91,749.2	87,966.8
其他流動資產	331,415.2	332,912.2	347,673.0	363,692.3
資產總額	608,791.8	631,594.7	641,935.7	658,248.1
短期債務	43,904.6	47,560.9	35,185.5	27,985.9
其他流動負債	299,479.2	299,165.6	306,928.3	315,719.7
長期債務	12,658.8	17,592.8	18,657.2	19,671.4
其他長期負債	16,325.0	13,130.2	13,130.2	13,130.2
股東權益	223,221.3	240,247.0	253,402.8	266,350.4
少數股東權益	13,202.9	13,898.2	14,631.7	15,390.5
負債及權益總額	608,791.8	631,594.7	641,935.7	658,248.1

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	11.5	11.6	11.8	11.9
稅前利潤率	11.6	13.8	14.0	13.8
純利率	9.6	11.4	11.6	11.4
資產回報率	7.2	8.6	8.8	8.9
股本回報率	20.0	22.9	22.7	22.3
增長				
營業額	12.1	1.3	4.5	4.6
息稅折舊攤銷前利潤	15.7	1.5	6.5	5.3
除稅前溢利	13.7	21.0	5.5	3.5
純利	14.0	21.0	5.5	3.5
純利（經調整）	14.0	3.9	6.4	4.0
每股收益	6.3	4.3	6.4	4.0
槓桿比率				
債務佔總資本比率	21.9	22.0	17.6	15.3
債務權益比率	29.2	28.1	21.8	18.3
債務／（現金）淨額與權益	(76.6)	(78.5)	(74.6)	(71.7)

北方華創科技集團股份有限公司 (002371 CH)

2026 年第 3 季度：受零部件短缺影響出現暫時疲軟；需求推遲至 2026 年第 4 季度

重點

- 北方華創於 2026 年第 3 季度受零部件短缺影響，收入 / 純利分別較市場普遍預期低 16% / 9%。
- 然而，這只是暫時的情況，因為該公司維持全年人民幣 490 億元的收入目標不變，顯示其對供應短缺情況顯著改善充滿信心。
- 維持「買入」評級，並將目標價下調至人民幣 783.2 元。我們對北方華創 (NAURA) 受惠於中國半導體晶圓廠設備 (WFE) 機遇的正面看法維持不變。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025 年 第 3 季度	2026 年 第 2 季度	2026 年 第 3 季度	按年 (%)	按季 (%)
收入	11,160	9,839	11,306	1.3	14.9
毛利	4,498	3,869	4,334	(3.7)	12.0
經營利潤	2,015	1,594	1,846	(8.4)	15.8
純利	1,922	1,735	2,022	5.2	16.5
核心純利	1,921	1,714	1,980	3.1	15.5
利潤率(%)					
毛利	40.3	39.3	38.3	(2.0)	(1.0)
經營利潤	18.1	16.2	16.3	(1.7)	0.1
純利	17.2	17.6	17.9	0.7	0.2
經調整純利率	17.2	17.4	17.5	0.3	0.1

資料來源：北方華創、大華繼顯

分析

- 零部件短缺導致該季度的業績表現較為疲弱。 2026 年第 3 季度，北方華創科技集團(NAURA)的收入按年增長 1.3%、按季增長 14.9%至人民幣 113.06 億元，較市場普遍預期低 16.2%，主要由於零部件短缺限制了近期出貨量。毛利率率持續走低，按年下跌 2.0 個百分點、按季下跌 1.0 個百分點至 38.3%，比市場預期低 1.6 個百分點，此乃由於仍處於產能提升初期階段的新產品零部件成本較高，且經營規模效益欠佳所致。因此，經營利潤按年下跌 8.4%至人民幣 18.46 億元，而純利則按年增長 5.2%、按季增長 16.5%至人民幣 20.22 億元，較市場預測低 9.2%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2024	2025	2026 年 預測	2027 年 預測	2028 年 預測
淨營業額	30,075	39,353	48,987	65,631	84,729
息稅折舊攤銷前利潤	6,866	6,607	8,697	13,572	17,003
經營利潤	5,770	5,040	6,878	11,113	15,856
純利 (報告 / 實際)	5,622	5,522	7,365	10,896	15,217
純利 (經調整)	5,571	5,336	7,065	10,596	14,917
每股收益 (分)	1,057	762	1,016	1,503	2,099
市盈率 (倍)	47.1	65.3	48.9	33.1	23.7
市賬率 (倍)	8.5	9.6	8.1	6.6	5.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	52.4	54.5	41.4	26.5	21.2
股息收益率 (%)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
純利率 (%)	18.7	14.0	15.0	16.6	18.0
債務／(現金)淨額與權益 (%)	(19.8)	0.1	7.7	7.8	2.4
利息保障倍數 (倍)	(109.5)	(28.9)	(29.9)	(47.3)	(57.0)
股本回報率 (%)	20.3	16.1	17.9	22.0	24.6
市場預期純利	-	-	7,546	11,362	15,597
大華繼顯／市場預期 (倍)	-	-	0.98	0.96	0.98

資料來源：北方華創、彭博、大華繼顯

分析員

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李澍謙

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

買入 (維持)

股價	人民幣 497.30 元
目標價	人民幣 783.20 元
上升空間	+57.5%
早前目標價	人民幣 930 元

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)	728
市值 (人民幣百萬元)	362,011
市值 (百萬美元)	53,913
3 個月日均成交額 (百萬美元)	756.5

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	人民幣 968 元 / 人民幣 386.62 元
1 個月	(20.9)
3 個月	(29.6)
6 個月	(2.6)
1 年	17.4
年初至今	8.3

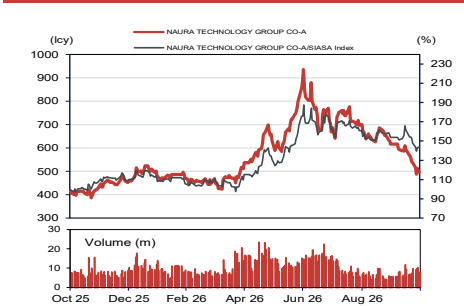
主要股東 (%)

北京七星華創電子科技有限公司	33.1
北京電子控股有限責任公司	7.3

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	42.03
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	(7.84)

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

北方華創科技集團是一家微電子綜合企業。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、薄膜電晶體、鋰電池製造系統及其他產品。

- **2026 年前九個月新訂單增長進一步加快。** 2026 年前九個月新訂單按年增長超過 60%，較 2026 年上半年的按年增長 50% 有所加速。
- 管理層維持全年收入目標人民幣 490 億元不變，這意味着 2026 年第 4 季度收入將按季增長超過 55% 至人民幣 170 億元以上。這亦意味着上游零件供應可能出現顯著改善，與我們此前與北方華創（NAURA）溝通的情況一致，即該公司目前正加快對國產零件的驗證。另一方面，隨着營運規模效應顯現，利潤率亦可能開始按季回升，儘管整體表現應仍會略低於預期。
- **由於我們預期供應瓶頸將得以解決，2027 年的強勁增長前景依然保持完好。** 邁向 2027 年，隨着長鑫存儲及長江存儲大幅提高資本支出，且在先進製程方面日益依賴本土晶圓製造設備（WFE）供應商，我們看到來自記憶體整合元件製造商（IDM）的強勁訂單。鑑於在本地化推動下，預計零部件供應瓶頸將於 2027 年內得以解決，我們預期北方華創（NAURA）等領先晶圓製造設備（WFE）供應商的增長將會再度加速。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，並將目標價下調至人民幣 783.2 元，現基於 52.1 倍 2027 年預測市盈率，錨定在五年歷史均值之上 1 個標準差。我們調低了目標估值倍數（從均值上方 1.5 個標準差下調），主要原因是整體宏觀環境顯著惡化。我們對北方華創（NAURA）在未來三年實現長期增長機遇的正面看法維持不變。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 至 2028 年的盈利預測分別下調 12.6%/4.7%/2.8% 至人民幣 70.65 億元/人民幣 105.96 億元/人民幣 149.17 億元，主要基於：a) 供應鏈受阻導致半導體設備銷售下降；以及 b) 推出新產品帶來的成本影響高於預期，導致毛利率假設下調。

2026 至 2028 年預測變動

截至12月31日止年度 (人民幣百萬元)	舊估計數字			新估計數字			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	52,430	67,945	86,669	48,987	65,631	84,729	(6.6)	(3.4)	(2.2)
毛利	21,510	28,420	36,395	19,438	27,225	35,429	(9.6)	(4.2)	(2.7)
經營利潤	8,068	11,740	16,375	6,878	11,113	15,856	(14.7)	(5.3)	(3.2)
純利	8,379	11,416	15,655	7,365	10,896	15,217	(12.1)	(4.6)	(2.8)
核心純利	8,079	11,116	15,355	7,065	10,596	14,917	(12.6)	(4.7)	(2.8)
毛利率(%)	41.0	41.8	42.0	39.7	41.5	41.8	(1.3)	(0.3)	(0.2)
營業利潤率(%)	15.4	17.3	18.9	14.0	16.9	18.7	(1.3)	(0.3)	(0.2)
純利率(%)	16.0	16.8	18.1	15.0	16.6	18.0	(0.9)	(0.2)	(0.1)
經調整純利率(%)	15.4	16.4	17.7	14.4	16.1	17.6	(1.0)	(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 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	39,353	48,987	65,631	84,729
息稅折舊攤銷前利潤	6,607	8,697	13,572	17,003
折舊及攤銷	(1,567)	(1,819)	(2,459)	(1,146)
息稅前利潤	5,040	6,878	11,113	15,856
總其他非經營收入	1,034	1,200	900	900
聯營公司溢利貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／(支出)	(229)	(291)	(287)	(298)
除稅前溢利	5,845	7,787	11,726	16,458
稅項	(436)	(623)	(938)	(1,317)
少數股東權益	113	201	108	76
純利	5,522	7,365	10,896	15,217
純利（經常性）	5,522	7,365	10,896	15,217

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
經營	2,133	369	(987)	6,985
除稅前溢利	5,845	7,787	11,726	16,458
稅項	(1,299)	(623)	(938)	(1,317)
折舊／攤銷	1,567	1,819	2,459	1,146
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	(6,766)	(6,216)	(10,725)	(4,915)
非現金項目	2,786	(2,399)	(3,509)	(4,388)
其他營運現金流	-	-	-	-
投資	(3,929)	(2,933)	(2,871)	(2,993)
資本支出（增長）	(2,262)	(2,933)	(2,871)	(2,993)
投資	(775)	-	-	-
出售資產所得款項	841	-	-	-
其他	(1,733)	-	-	-
融資	6,607	(443)	(623)	(988)
支付股息	(908)	(843)	(1,023)	(1,388)
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	(3,008)	(4,481)	3,004
年初現金及現金等價物	12,385	17,183	14,176	9,694
外匯影響所致變動	(14)	-	-	-
年末現金及現金等價物	17,183	14,176	9,694	12,699

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	7,568	8,123	8,625	9,173
其他長期資產	22,911	26,160	29,865	31,165
現金／短期投資	17,183	14,176	9,694	12,699
其他流動資產	42,138	52,015	67,982	83,294
資產總額	89,801	100,474	116,168	136,329
短期債務	319	719	1,119	1,519
其他流動負債	25,861	29,522	34,765	40,475
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	44,539	54,698	68,825
少數股東權益	6,202	6,001	5,893	5,817
負債及權益總額	89,801	100,474	116,168	136,329

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	39.7	41.5	41.8
稅前利潤率	14.9	15.9	17.9	19.4
純利率	14.0	15.0	16.6	18.0
資產回報率	7.1	7.7	10.1	12.1
股本回報率	16.1	17.9	22.0	24.6
增長				
營業額	30.9	24.5	34.0	29.1
毛利	22.2	23.2	40.1	30.1
除稅前溢利	(10.5)	33.2	50.6	40.4
純利	(1.8)	33.4	47.9	39.7
純利（經調整）	(4.2)	32.4	50.0	40.8
每股收益	(27.9)	33.4	47.9	39.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	16.3	5.0	4.7	4.3
債務權益比率	38.9	11.2	9.9	8.4
淨債項對權益	0.1	7.7	7.8	2.4
利息保障倍數（倍）	(28.9)	(29.9)	(47.3)	(57.0)

新東方教育（EDU US）

2027 財年第 1 季度：業績符合預期；受東方甄選帶動，2027 財年第 2 季度營業額增長勢將加速

重點

- 新東方 2027 財年第 1 季度業績大致符合預期，利潤率略低於市場預測。收入按年增長 23%至美金 18.745 億元，而非美國通用會計準則 純利按年增長 16.5%至美金 3.01 億元，兩者均大致符合我們及市場預測。非美國通用會計準則 純利率按年收窄約 1 個百分點至 16%。新東方重申其 2027 財年收入指引為美金 64.539-66.803 億元，即按年增長維持在 14%至 18%，符合市場預測。
- 維持「買入」評級，目標價下調至美金 64 元（港幣 50 元）。

2027 財年第 1 季度業績

截至 5 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026 年 第 1 季度	2026 年 第 4 季度	2027 年 第 1 季度	按季	按年	大華銀行	差異	市場預測	差異
收入	1,523	1,530	1,874	23%	23%	1,858	1%	1,857	0.9%
銷售成本	-4,760	-4,325	-5,374	24%	13%	-5,374	0%		
毛利	885	812	1,058	30%	19%	1,073	-1%	1,075	-1.6%
毛利率	58%	53%	56%	3 個百分點	(2 個百分點)	58%	(1 個百分點)	57.9%	(1 個百分點)
營運開支	-574	-726	-683	-6%	19%	-720	-5%		
銷售及營銷	-204	-266	-261	-2%	28%	-226	15%		
一般及行政開支	-375	-458	-417	-9%	11%	-491	-15%		
經營利潤	311	86	375	337%	21%	353	6%		
非美國通用會計準則營業利潤	336	110	407	270%	21%	381	7%		
非美國通用會計準則經營利潤率	22%	7%	22%	15 個百分點	(0 個百分點)	20%	1 個百分點		
淨利潤	241	62	273	339%	13%	276	-1%		
非美國通用會計準則 純利	258	88	301	243%	17%	303	-1%	304	-1.0%
非美國通用會計準則 每股攤薄盈利	1.62	0.55	1.92	246%	19%	1.93	-1%	1.87	2.5%
非美國通用會計準則 純利率	17%	6%	16%	10 個百分點	(1 個百分點)	16%	(0 個百分點)	16.4%	(0 個百分點)

來源：新東方教育，大華繼續

分析

- 2027 財年第 1 季度營業額增長強勁。新東方教育(EDU)收入按年增長 23.1%至美金 18.745 億元，較 2026 財年第 1 季度 6.1%的按年增長有所加速，主要受新教育業務及東方甄選帶動。在教育業務中，海外備考及諮詢業務收入按年增長 7.7%，而針對成人及大學生的國內備考業務增長 22.3%，新教育業務則增長 24.7%。非學科輔導錄得約 476,000 人次學生報讀，而智能學習系統及設備的活躍付費用戶則達到約 515,000 名。
- 利潤率概覽。2027 財年第 1 季度毛利按年增長 19.5%至美金 10.575 億元，而毛利率則按年收窄 1.7 個百分點至 56.4%。非美國通用會計準則經營利潤按年增長 21.2%至美金 4.068 億元，經營利潤率按年微跌 0.3 個百分點至 21.7%，反映利潤率較低的東方甄選收入貢獻增加(其經營利潤率逾 10%，而新東方核心教育業務則超過 20%)。經營成本及費用按年增長 23.7%至美金 14.998 億元，主要受東方甄選自營產品及直播電商業務大幅增長所帶來的相關成本推動。不計以股份為基礎的報酬的銷售及營銷費用增至美金 2.567 億元。非美國通用會計準則純利按年增長 16.5%至美金 3.009 億元，而純利率則按年收窄 0.9 個百分點至 16.1%。

主要財務資料

截至 5 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	4,900	5,661	6,726	7,479	8,302
息稅折舊攤銷前利潤	574	822	842	1,100	1,230
經營利潤	428	643	612	842	943
純利 (報告/實際)	372	475	511	642	725
純利 (經調整)	517	571	647	797	880
每股收益	31.7	35.8	40.4	49.5	55.4
市盈率	16.0	14.2	12.6	10.3	9.1
市賬率	22.4	20.1	20.2	15.4	13.4
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤	11.8	8.2	8.0	6.2	5.5
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	7.6	8.4	7.6	8.6	8.7
債務/(現金)淨額與權益	(37.0)	(38.5)	(36.6)	(61.5)	(71.7)
股本回報率	10.0	12.4	12.8	13.9	12.9
市場預期純利	-	-	685.7	793.6	875.3
大華繼續/市場預期 (倍)	-	-	0.94	1.00	1.01

來源：新東方教育，彭博，大華繼續

分析員

潘夢遙

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

買入（維持）

股價	美金 50.72 元
目標價	美金 64 元
上升空間	26.2%
早前目標價	美金 66 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	EDU US
已發行股份 (百萬)	155.0
市值 (百萬美元)	7,863.1
3 個月日均成交額 (百萬美元)	43.7

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		美金 64.97 元/美金 44.25 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(9.2)	(13.4)	(4.9)	(13.4)	(7.8)

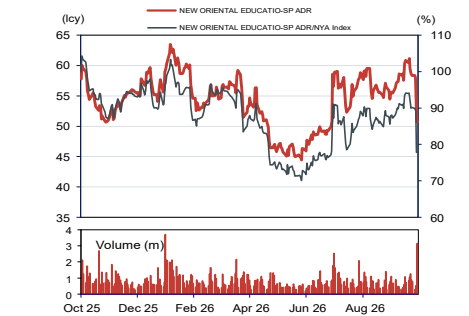
主要股東 (%)

挪威銀行	53.55
第一北京投資有限公司	5.63
新加坡政府投資公司	4.15

資產負債表指標

2027 財年每股資產淨值(港元)	2.51
2027 財年每股淨負債 (港元)	0.92

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

新東方教育科技集團（New Oriental Education & Technology Group, Inc.）是一家控股公司，從事提供民辦教育服務。

- 2027 財年第 2 季度收入增長將會加快，維持 2027 財年指引。EDU 預期 2027 財年第 2 季度集團收入同比增長將超過 25%，較 2027 財年第 1 季度的 23.1% 有所加速，主要受東方甄選更快的增長所帶動；而受季節性因素及收入確認時間影響，教育業務增長或會放緩。2027 財年收入指引維持在美金 64.539-66.803 億元，相當於按年增長 14%至 18%，主要受以下因素支持：a)海外備考增長超過 5%；b) K9 / 新教育倡議增長達十幾高段至約 20%；c)高中增長約 15%；以及 d)成人及大學生收入增長約 20%或略高。儘管開局表現強於預期，但管理層在後續季度的能見度提高之前，仍維持其全年度指引不變。
- 提高產能利用率及嚴格控制成本，以支持利潤率改善。EDU 計劃在 2027 財年將其教學中心網絡擴大 10%至 15%，預期學生留存率的提升及有紀律的擴張將支持更高的利用率。截至 2027 財年第 1 季度末，新東方文旅在 69 個城市服務了超過 167.8 萬個家庭，增強了客戶忠誠度及交叉銷售能力。該平台預期將降低獲客成本並提高客戶終身價值，同時配合在銷售及營銷以及行政開支方面持續進行的成本控制。
- 股東回報計劃。根據其先前獲批的三年股東回報計劃，EDU 宣派 2027 財年每股 ADS 美金 2 元的現金股息，意味著 3.4%的股息收益率，將分兩期支付。加上其美金 2 億元的股份回購授權（相當於市值約 2.2%），若假設回購額度全數動用，綜合股東收益率可達 5.7%。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，但下調目標價至美金 64 元（港幣 50 元），相當於 15 倍 2027 財年預測市盈率。該公司的交易估值為 2027 財政年度預測市盈率的 12 倍，低於其五年平均市盈率。

盈利預測調整 / 風險

- 鑑於東方甄選的復甦情況優於預期，我們分別將其 2027 財年第 2 季度 / 2027 財年的收入預測上調 5% / 1%。我們預期 2027 財年第 2 季度 / 2027 財年的收入將分別增長 26% / 19%。我們將 2027 財年第 2 季度 / 2027 財年的非美國通用會計準則 純利預測分別上調 3% / 1%，折合淨利潤率分別為 6% / 10%。
- 風險包括：a) 宏觀經濟疲弱及中美關係緊張拖累海外留學需求；以及 b) 社會保障成本上升與利潤率較低業務佔比增加帶來的利潤率壓力。

股價催化劑

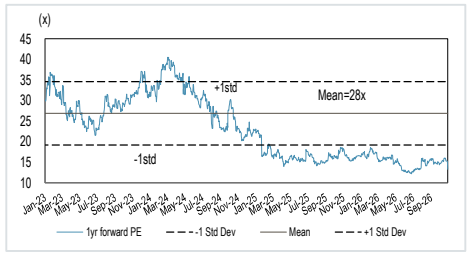
- 新教育業務及東方甄選持續增長，同時教學中心使用率提高、持續嚴格控制成本，以及透過新東方文旅降低獲客成本，帶動利潤率改善。

基於分類加總估值法的估值

分部	2027 財政年度預	2027 財政年度	2027 財年預測	2027 財政年度	2027 財年預測目	2027 財政年度預	價值	美國存託股份	每股價值
	測收入	預測營業利潤	經營利潤率	預測稅後淨營	標企業價值				
	(百萬美元)	(百萬美元)	(%)	業利潤	/NOPAT	測隱含市盈率	(百萬美元)	(百萬股)	(美元)
EDU 核心	5,768	660	11.4%	501	16 倍		8,022	167	48.1
高中補習	1,771	282	15.9%	214	16 倍		3,423	167	20.5
教育服務及新業務	3,997	379	9.5%	287	16 倍		4,599	167	27.6
其他傳統業務	1,744	17	1.0%	13			(342)	167	(2.1)
新業務	2,253	362	16.0%	275	18 倍		4,942	167	29.6
東方甄選	997	213	21.3%	162	5 倍		808	167	4.8
EDU 總計	6,766	873	12.9%	663	13 倍		8,830	167	52.9
淨現金 (2027 財年預測平均值， 不包括遞延收入)							2,975	167	17.8
控股公司折讓					10%		(1,180)	167	(7.1)
12 個月目標價 (美元)					15 倍	14 倍	10,624	167	64.0
12 個月目標價 (港元)							82,870	1,669	50.0

來源：大華繼顯

12 個月遠期市盈率區間



來源：彭博，大華繼顯

損益表

截至 5 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	5,661.3	6,726.1	7,479.3	8,302.4
息稅折舊攤銷前利潤	822.0	842.2	1,099.8	1,230.4
折舊及攤銷	178.7	230.5	258.1	287.1
息稅前利潤	643.3	611.6	841.8	943.3
總其他非經營收入	28.0	132.0	87.4	95.2
聯營公司溢利貢獻	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／(支出)	0.0	0.0	0.0	0.0
除稅前溢利	671.3	743.7	929.2	1,038.5
稅項	(196.1)	(232.8)	(287.3)	(313.6)
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	475.2	510.9	641.8	724.9
純利 (經調整)	571.1	647.3	797.2	880.1

現金流

截至 5 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
經營活動	1,027.1	1,350.8	1,328.6	1,548.9
年度溢利	671.3	743.7	929.2	1,038.5
稅項	(196.1)	(232.8)	(287.3)	(313.6)
折舊及攤銷	178.7	230.5	258.1	287.1
聯營公司	0.0	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	(236.8)	(355.8)	(189.4)	(298.7)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流	610.0	965.2	618.1	835.5
投資	(457.7)	(319.9)	(268.0)	(282.7)
資本支出 (增長)	(246.9)	(253.7)	(268.0)	(282.7)
投資活動	1,237.4	1,260.2	1,260.2	1,260.2
其他	(1,448.6)	(1,326.4)	(1,260.2)	(1,260.2)
融資	(380.2)	(230.9)	(230.9)	(230.9)
支付股息	(96.4)	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	(283.8)	(230.9)	(230.9)	(230.9)
現金流入 (流出) 淨額	189.2	800.0	829.6	1,035.3
年初現金及現金等價物	1,817.1	2,096.5	2,896.5	3,726.1
外匯影響所致變動	90.1	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	2,096.5	2,896.5	3,726.1	4,761.4

資產負債表

截至 5 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
固定資產	1,655.1	1,615.2	1,624.9	1,630.7
其他長期資產	1,305.2	1,323.5	1,323.5	1,323.5
現金 / 短期投資	1,821.2	1,754.6	3,527.3	4,562.6
其他流動資產	4,010.6	4,167.9	4,338.1	4,395.4
資產總額	8,792.0	8,861.2	10,813.8	11,912.2
短期債務	285.0	297.2	297.2	297.2
其他流動負債	3,604.7	3,378.1	4,274.4	4,630.4
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	577.9	580.9	580.9	580.9
股東權益	3,986.3	3,986.3	5,254.1	5,949.9
少數股東權益	338.1	360.5	407.1	453.8
負債及權益總額	8,792.0	8,603.0	10,813.8	11,912.2

關鍵指標

截至 5 月 31 日止年度 (%)	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	14.5	12.5	14.7	14.8
稅前利潤率	11.9	11.1	12.4	12.5
純利率	8.4	7.6	8.6	8.7
資產回報率	5.7	5.8	6.5	6.4
股本回報率	12.4	12.8	13.9	12.9

增長

營業額	15.5	18.8	11.2	11.0
息稅折舊攤銷前利潤	43.2	2.5	30.6	11.9
除稅前溢利	29.6	10.8	24.9	11.8
純利	27.8	7.5	25.6	12.9
純利 (經調整)	10.5	13.3	23.2	10.4
每股收益	12.9	12.8	22.5	12.1

槓桿比率

債務佔總資本比率	6.2	6.4	5.0	4.4
債務權益比率	7.1	7.5	5.7	5.0
債務／(現金) 淨額與權益	(38.5)	(36.6)	(61.5)	(71.7)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

浙江三花智能控制股份有限公司
(002050 CH)

2026 年第 3 季度：補貼削減及成本增加導致盈利遜預期

重點

- 2026 年第 3 季度核心純利低於預期，錄得人民幣 10.94 億元(按年+2% / 按季-14.9%)，較市場預期低 18.6%，並較我們預期低 14.8%。盈利未達預期是由於收入未達標及營運開支增加所致。
- 液冷技術穩固截至 2028 年的增長，機器人業務自 2027 年起作出貢獻，製冷業務受海外需求推動而擴張，汽車業務則受益於整合。
- 將 2026 至 2028 年的純利預測分別下調 9% / 4% / 6%，至人民幣 42.78 億元 / 人民幣 52.54 億元 / 人民幣 59.15 億元。
- 維持「買入」評級，並將 A 股 / H 股目標價分別下調至人民幣 41 元 / 港幣 48 元。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026 年第 3 季度	按年%	按季百 分比	2026 年首 9 個月	按年%	2026 年 預測	按年%	2026 年首 9 個月 / 2026 年	意見
收入	8,374	7.8	(8.2)	25,274	5.2	34,113	10.0	0.74	按年增長在 2026 年第 3 季度加快。
毛利	2,419	11.2	(6.3)	7,162	6.1	9,893	10.9	0.72	
毛利率 (%)	28.9	0.9	0.6	28.3	0.3	29.0	0.2	0.98	表現穩健，仍低於預期
息稅前利潤	1,317	4.7	(15.5)	4,178	5.2	5,595	10.6	0.75	
息稅前利潤率 (%)	15.7	(0.5)	(1.4)	16.5	0.0	16.4	0.1	1.01	營運開支激增
純利 (美國通用會計準則)	1,023	(9.6)	(8.3)	3,067	(5.4)	4,472	11.1	0.69	
純利 -經調整	1,094	2.0	(14.9)	3,493	13.3	4,716	19.1	0.74	核心盈利按年仍增長 2%。
純利率 (%)	12.2	(2.4)	(0.0)	12.1	(1.4)	13.1	0.1	0.93	
純利率 -經調整 (%)	13.1	(0.8)	(1.0)	13.8	1.0	13.8	1.1	1.00	
經營現金流	1,249	(29.9)	(10.4)	3,749	22.6	6,088	19.6	0.62	
自由現金流	714	(46.0)	30.1	1,846	84.5	3,188	64.5	0.58	

資料來源：三花智控、彭博、大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度純利遜於預期，錄得人民幣 10.23 億元(按年下降 9.6% / 按季下降 8.3%)，較市場普遍預期的人民幣 12.57 億元低 18.6%，亦較我們預期的人民幣 12 億元低 14.8%。撇除外匯虧損及一次性項目後，核心純利按年微升 2%，按季下跌 14.9%至人民幣 10.94 億元，仍低於預期，主要由於收入未達標及營運開支增加。
 - 收入增長連續三個季度加快，但仍低於預期。收入按年增長由 2025 年第 4 季度 / 2026 年第 1 季度 / 2026 年第 2 季度的-5.4%/+1.4%/+6.2%加快至 2026 年第 3 季度的 7.8%。按季比較，由於採暖、通風及空調（HVAC）業務的季節性因素，2026 年第 3 季度收入較 2026 年第 2 季度下跌 8.2%。2026 年首九個月收入按年增長 5.2%至人民幣 252.7 億元，佔我們 2026 年全年預測的 72%。液冷

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	27,947	31,012	32,905	36,879	41,353
息稅折舊攤銷前利潤	4,918	6,313	6,829	7,840	8,771
經營利潤	3,890	5,056	5,298	6,122	6,865
純利 (報告 / 實際)	3,099	4,027	4,278	5,254	5,915
純利 (經調整)	3,048	4,136	4,522	5,254	5,915
每股收益 (分)	83.0	95.7	101.7	124.9	140.6
市盈率 (倍)	41.9	36.3	34.2	27.8	24.7
市賬率 (倍)	6.7	4.6	4.3	3.9	3.5
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	(2.3)	(1.8)	(1.7)	(1.5)	(1.3)
股息收益率 (%)	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6
純利率 (%)	11.1	13.0	13.0	14.2	14.3
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	(4.3)	(34.2)	(36.8)	(38.5)	(39.6)
利息保障倍數 (倍)	(88.8)	50.0	567.7	(18.4)	(18.0)
股本回報率 (%)	16.4	16.2	13.7	14.6	14.9
市場預期純利	-	-	4,608	5,377	6,246
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	0.93	0.98	0.95

資料來源：三花智控、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	人民幣 36.82 元
目標價	人民幣 41 元
上升空間	16.8%
早前目標價	人民幣 43 元

股票數據

行業	工業
股份代號	002050 CH
已發行股份 (百萬)	4,208
市值 (人民幣百萬元)	154,939
市值 (百萬美元)	21,225
3 個月日均成交額 (百萬美元)	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	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
2.2	(27.8)	(28.1)	21.0	(33.4)

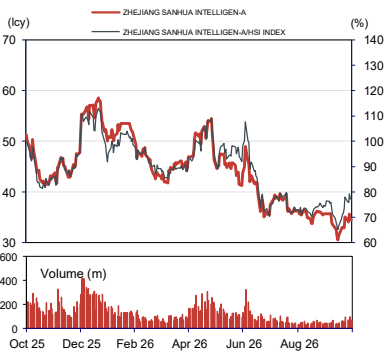
主要股東 (%)

三花控股集團有限公司	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 財年每股淨債項 (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部件製造商，產品包括噪音、振動及聲振粗糙度(NVH)減震器、車內 / 外裝飾件、底盤及車身部件、底盤電子系統、智能座艙部件以及熱管理系統。

散熱產品於 2026 年首 9 個月貢獻人民幣 18-21 億元收入，其中包括人工智能數據中心(AIDC)的人民幣 12-14 億元，以及儲能的人民幣 6-7 億元。2026 年第 3 季度液冷產品收入增長至人民幣 10-11 億元，相比之下 2026 年上半年為人民幣 8-10 億元。

- **毛利率表現堅挺，但仍不及預期。**2026 年第 3 季度毛利率升至 28.9% (按年升 0.9 個百分點 / 按季升 0.6 個百分點)，2026 年首九個月毛利率升至 28.3% (按年升 0.3 個百分點)，而我們對 2026 年全年的假設則為 29.0%。毛利率改善純粹由暖通空調(HVAC)業務推動。在原材料價格上漲的情況下毛利率仍具韌性，歸因於供應鏈管理、以較便宜材料替代較昂貴材料、產品小型化，以及銷售組合中利潤率較高的 AIDC 液冷產品佔比上升。汽車零件業務的毛利率則保持平穩。
- **息稅前利潤率遜於預期，乃因營運開支激增所致。**在 2026 年第 3 季度，銷售、一般及行政費用佔收入比率以及研發費用佔收入比率分別上升至 7.8% (同比+0.7 個百分點 / 環比+1.1 個百分點) 及 5.3% (同比+0.2 個百分點 / 環比+1.0 個百分點)。因此，息稅前利潤率在 2026 年第 3 季降至 15.7% (按年下跌 0.5 個百分點 / 按季下跌 1.4 個百分點)，而在 2026 年首九個月則按年持平於 16.5%，相比之下，我們對 2026 年全年的假設為 16.4%。
- **2026 年第 4 季度至 2028 年展望：增長受液冷技術帶動，上升空間來自機械人技術，列報溢利受一次性項目扭曲。**液冷技術穩固截至 2028 年的增長，機器人業務自 2027 年起作出貢獻，製冷業務受海外需求推動而擴張，汽車業務則受益於整合。
 - **液冷技術：**管理層以 2027 年實現 50%至 100%的增長為目標。二次側冷卻液分配裝置(CDU)組件自 2027 年起實現規模化，並推動產品組合轉向市場常見的 30/70 比例分配，這應有助提高利潤率，與此同時，墨西哥及泰國的產能亦在持續擴充。
 - **機械人業務：**2026 年的貢獻依然微不足道，但管理層指引 2027 年關節致動器、靈巧手電機及熱管理業務將錄得多倍增長。保密協議(NDA)限制了時間表與規模的能見度。
 - **製冷業務：**至 2030 年，銷售額應按 10%的複合年增長率增長，主要由海外需求及產品升級推動，而非國內銷量。控制器的增長目標為 3 至 4 倍，商用 / 微通道業務則為 15%至 20%。
 - **汽車板塊：**在整合零部件佔比逾 50%及海外工廠產能提升的推動下，銷售額複合年增長率應達 15-20%。出口政策變動仍為須關注事項。

盈利預測調整 / 風險

- 由於我們將 2026 至 2028 年的收入增長預測下調至 6% / 12% / 12%，因此將 2026 至 2028 年的純利預測分別下調 9% / 4% / 6%，至人民幣 42.78 億元 / 人民幣 52.54 億元 / 人民幣 59.15 億元。
- **風險：**人民幣升值帶來的外匯風險；投資按市值計價及關稅退稅將維持不均衡；與客戶簽訂的保密協議為機械人業務的能見度蒙上陰影。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，並將 A 股 / H 股目標價分別由人民幣 43 元 / 港幣 50 元下調至人民幣 41 元 / 港幣 48 元，此乃基於維持不變的 33 倍 2027 年預測目標市盈率（與歷史平均值持平）以及較低的 2027 年預測每股收益。

股價催化劑

- **催化劑：**液冷項目自 2026 年第 4 季度起放量、人形機器人產線量產攀升、儲能訂單。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	31,012	32,905	36,879	41,353
息稅折舊攤銷前利潤	6,313	6,829	7,840	8,771
折舊及攤銷	(1,257)	(1,531)	(1,719)	(1,907)
息稅前利潤	5,056	5,298	6,122	6,865
總其他非經營收入	(104)	(150)	(145)	(145)
聯營公司溢利貢獻	(8)	(8)	(8)	(8)
淨利息收入／(支出)	(101)	(9)	332	381
除稅前溢利	4,844	5,131	6,301	7,093
稅項	(737)	(770)	(945)	(1,064)
少數股東權益	(80)	(83)	(102)	(115)
純利	4,027	4,278	5,254	5,915
純利 (經調整)	4,136	4,522	5,254	5,915

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
經營	5,091	6,084	6,413	7,163
除稅前溢利	4,844	5,131	6,301	7,093
稅項	(737)	(770)	(945)	(1,064)
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)	25	(488)	(550)
非現金項目	254	159	(182)	(231)
其他營運現金流	-	-	-	-
投資	(3,793)	(2,489)	(2,541)	(2,992)
資本支出 (增長)	(3,152)	(2,900)	(3,000)	(3,500)
投資	-	-	-	-
其他	(641)	411	459	508
融資	7,802	(1,817)	(1,955)	(2,308)
支付股息	(1,088)	(1,817)	(1,955)	(2,308)
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	1,779	1,916	1,863
年初現金及現金等價物	3,444	12,487	14,266	16,182
外匯影響所致變動	(57)	-	-	-
年末現金及現金等價物	12,487	14,266	16,182	18,045

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	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	14,266	16,182	18,045
其他流動資產	21,235	21,267	23,243	25,515
資產總額	49,406	52,428	57,444	63,014
短期債務	2,983	2,983	2,983	2,983
其他流動負債	12,382	12,732	14,221	15,943
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	34,337	37,763	41,497
少數股東權益	291	374	476	590
負債及權益總額	49,406	52,428	57,444	63,014

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	20.8	21.3	21.2
稅前利潤率	15.6	15.6	17.1	17.2
純利率	13.0	13.0	14.2	14.3
資產回報率	9.6	8.9	9.6	9.8
股本回報率	16.2	13.7	14.6	14.9
增長				
營業額	11.0	6.1	12.1	12.1
息稅折舊攤銷前利潤	28.4	8.2	14.8	11.9
除稅前溢利	31.2	5.9	22.8	12.6
純利	29.9	6.2	22.8	12.6
純利 (經調整)	35.7	9.3	16.2	12.6
每股收益	15.2	6.2	22.8	12.6
槓桿比率				
債務佔總資本比率	8.2	7.7	7.1	6.4
債務權益比率	12.8	11.8	10.7	9.8
債務／(現金) 淨額與權益	(34.2)	(36.8)	(38.5)	(39.6)
利息保障倍數 (倍)	50.0	567.7	(18.4)	(18.0)

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 12.17 元
支撐位:	港幣 11.52 元/港幣 10.24 元
阻力位:	港幣 12.54 元/港幣 12.84 元

技術分析:

價格行為在重新測試其轉換後的支撐轉阻力區域時遭遇了堅決的向下拒絕，並打印出一根十字星 K 線形態，強化了經典的水平極性反轉。技術動能強力印證了這一看跌趨勢延續：RSI 指標穩固紮根於看跌區間，並持續以負向速度呈向下斜率向下傾斜。只要價格行為在盤中暫態回踩中持續被壓制在該被防守的阻力基線下方，最小阻力路徑將高度傾斜於向下方主導支撐目標展開持續的下行拓展。

平均時限：約兩週。



吉利汽車 (0175 HK)

最後價格:	港幣 13.57 元
支撐位:	港幣 12.37 元/港幣 10.87 元
阻力位:	港幣 14.53 元/港幣 15.28 元

技術分析:

價格行為在受阻於其轉換後的支撐轉阻力區域後展開了堅決的向下拒絕，進一步鞏固了經典的水平極性反轉。技術動能強力印證了這一看跌趨勢延續：RSI 指標呈劇烈下行軌跡，並以強勁的負向速度向超賣區間逼近。只要價格行為在盤中暫態回調中持續被壓制在該轉換後的阻力基線下方，最小阻力路徑將高度傾斜於向下方主導水平需求目標展開持續的下行拓展。

平均時限：約兩週。

IMPORTANT NOTICE - DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

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



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

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

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