UOBKayHian

國家/地區日報 | 大中華

Monday, 02 November 2026



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)	51770.3	(1.1)	(0.9)	1.2	7.7
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7580.1	(1.8)	(0.6)	(1.8)	10.7
富時 100 指數(FTSE 100)	10729.8	0.1	0.4	2.6	8.0
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9025.4	0.1	1.3	1.9	0.1
滬深 300 指數(CSI 300)	3985.5	(1.4)	(2.9)	(8.5)	(13.9)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5376.7	(0.4)	(0.8)	(4.6)	15.7
恒生中國企業指數(HSCEI)	7862.2	1.4	1.4	(2.1)	(11.8)
恒生指數(HSI)	23294.4	1.5	0.9	(2.8)	(9.1)
雅加達綜合指數(JCI)	5057.1	(0.8)	(7.0)	(16.2)	(41.5)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1615.6	0.3	0.3	(0.9)	(3.8)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	5730.7	(3.5)	3.3	(18.2)	36.0
日經 225 指數(Nikkei 225)	63290.1	(2.1)	1.0	(7.3)	25.7
泰國證券交易所指數(SET)	1518.6	(1.7)	(2.8)	(3.4)	20.6
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	45211.8	(2.5)	(3.6)	(6.7)	56.1
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2714	0.1	2.0	(13.8)	44.6
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4344	(2.1)	(2.2)	(2.2)	10.4
布蘭特原油(美元/桶)	113	2.4	(2.8)	9.6	86.4

來源：彭博

企業活動

	地點	開始	收市
TNFD 研討會：自然即商機——借助 TNFD 應對自然相關風險	馬來西亞	11 月 5 日	11 月 5 日
與 UUE Holdings Berhad（UUE MK）的線上會議	馬來西亞	11 月 10 日	11 月 10 日
與創值工業控股有限公司（Valuetronics Holdings Ltd，VALUE SP）舉行的 2027 財年上半年業績發佈後簡報會	新加坡	11 月 11 日	11 月 11 日
任仲民就大中華區人工智能行業進行的分析師路演	台北	11 月 17 日	11 月 18 日
2027 年上半年區域策略會議	馬來西亞	12 月 2 日	12 月 2 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
10 月 RatingDog 中國製造業採購經理人指數 (PMI)	中國	11 月 2 日
第 3 季度實際國內生產總值 (經季節調整按季、按年)	香港	11 月 3 日
9 月零售銷售 (值、數量)	香港	11 月 3 日
10 月 RatingDog 中國綜合採購經理人指數	中國	11 月 4 日
10 月 RatingDog 中國服務業 PMI	中國	11 月 4 日
10 月標普全球香港採購經理人指數	香港	11 月 4 日

重點要聞

經濟 | 採購經理人指數 第 3 頁→

- 10 月的採購經理人指數（採購經理人指數）表現疲弱，其中製造業採購經理人指數收縮至 49.3（按月跌 0.8 個百分點），非製造業採購經理人指數報 49.7（按月跌 0.5 個百分點），兩者均低於彭博一致預期。製造業採購經理人指數（PMI）的跌幅與 2025 年 10 月相若，國家統計局將部分原因歸咎於國慶假期前需求提前釋放，而建築業指數在 9 月反彈後重陷收縮。價差收窄緩解了利潤率壓力，但仍需進一步的針對性支持以維持 2026 年第 4 季度的活動。

行業更新 | 澳門博彩業 第 5 頁→

- 澳門 2026 年 10 月博彩毛收入達澳門幣 217 億元，按年跌 10%，但按月升 20%。10 月份的博彩毛收入數據符合市場共識，並恢復至 2019 年水平的 82%。2026 年首 10 個月，博彩毛收入按年增長 2%至澳門幣 2,088 億元，恢復至 2019 年水平的 85%。我們將全年的博彩毛收入（GGR）預測下調 2%，由澳門幣 2,580 億元降至澳門幣 2,520 億元，這意味著按年增長 2%，且相當於 2019 年水平 86%的復甦率。維持跑贏大市；銀河娛樂仍是我們的首選。

公司業績 | 中國旅遊集團中免 （601888 CH/**買入**/人民幣 50.3 元/目標價：人民幣 68.7 元） 第 7 頁→

- CTGDF 2026 年第 3 季度業績遜於預期。營業額按年下跌 5%，但受毛利率擴闊、少數股東權益減少及非經營項目所帶動，純利按年上升 25%。海南線下免稅銷售額按年增長放緩至 2%（2026 年第 2 季度為+4%），人均消費則按年持平（2026 年第 2 季度為按年+1%）。在收購 DFS 的大中華區零售業務後，中免集團（CTGDF）的國際業務持續擴張，2026 年首九個月收入按年增長 71%。維持「買入」評級；下調目標價 11%至人民幣 68.7 元。

公司業績 | 埃斯頓自動化 （002747 CH/**買入**/人民幣 29.24 元/目標價：人民幣 35.7 元） 第 10 頁→

- 受季節性因素以及業務重心轉向高價值訂單影響，埃斯頓（Estun）2026 年第 3 季度的收入未達預期，但盈利能力有所改善，利潤率按年擴大 3.8 個百分點。 全年的收入及利潤指引雖已被下調，但管理層對 2027 年的增長仍保持樂觀，理由是海外訂單增長強勁，且具身機械人發展穩健。 上調至「買入」評級，並將目標價調高至人民幣 35.7 元。

公司業績 | 內蒙古伊利實業集團 （600887 CH / **買入** / 人民幣 30.15 元 / 目標價：人民幣 33.7 元） 第 13 頁→

- 伊利的 2026 年第 3 季度營業收入遜於預期。 然而，核心經營利潤按年增長 7%，利潤率按年擴大 0.5 個百分點。由於減值虧損增加、公允價值收益減少以及實際稅率上升，純利下跌 6%。 隨着分銷商庫存情況改善以及基數偏低，管理層預期液態奶業務的增長將於 2026 年第 4 季度加快。 管理層重申其全年收入實現中個位數增長的目標，且核心經營利潤率按年有所改善。 維持「買入」評級。 將目標價上調 4%至人民幣 33.7 元。

免責聲明：「交易員專欄」(Traders'Corner）中的技術分析純粹基於圖表形態、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於本行分析員的基本研究觀點。因此，我們可能不時提出與本行基本「買入 / 持有 / 沽出」評級相反的技術分析建議。

公司業績 | 貴州茅台 （600519 CH / **持有** / 人民幣 1,392.05 元 / 目標價：人民幣 1,458 元） 第 16 頁→

- 茅台 2026 年第 3 季度收入按年增長 3%，純利按年增長 4%，兩者均符合市場普遍預期。按渠道劃分，直銷按年增長 40%，而批發渠道銷售額則按年下降 22%。「i 茅台」銷售額達人民幣 183 億元，佔直銷的 84%。截至 2026 年第 3 季度末，合同負債按年下降 73%、按季下降 34%至人民幣 21 億元，而銷售商品和提供勞務收到的現金按年增長 3%至人民幣 451 億元。維持「持有」評級；將目標價上調 13%至人民幣 1,458 元。

公司業績 | 深圳邁瑞生物醫療電子 （300760 CH / **買入** / 人民幣 181.75 元 / 目標價：人民幣 210 元） 第 19 頁→

- 2026 年首九個月收入按年增長 4.9%至人民幣 271 億元，經調整淨利潤按年下降 2.8%至人民幣 73 億元，符合我們對全年的增長預測。受外匯虧損影響，2026 年第 3 季收入增長放緩至 2.9%，利潤按年下降 1.6%。按固定匯率計算，2026 年第 3 季收入按年增長 6.0%。2026 年首九個月海外收入按年增長 11.0%，佔銷售額的 53%。邁瑞預期海外及新興業務將在 2027 年繼續帶動增長。維持「買入」評級。將目標價上調至人民幣 210 元。

公司業績 | 好未來教育集團 （TAL US/**買入**/美金 10.14 元/目標價：美金 15 元） 第 22 頁→

- 好未來（TAL）2027 財年第 2 季度收入按年增長 15%至美金 9.95 億元，較我們及市場預期分別低 7%及 8%。非美國通用會計準則經營利潤增長逾一倍至美金 2.48 億元，經營利潤率按年擴大 12.4 個百分點至 25%，主因銷售及市場推廣費用按年下降 15%。由於投資公允價值虧損及稅務費用，非美國通用會計準則純利遜於預期，錄得美金 3,600 萬元虧損，而市場預期則為美金 2 億元。維持「買入」評級，目標價下調至美金 15 元。

公司業績 | 天賜材料 （002709 CH/**沽售**/人民幣 26.12 元/目標價：人民幣 19 元） 第 25 頁→

- 天賜 2026 年第 3 季度經調整純利為人民幣 10.33 億元（按年增長 646% / 按季下跌 17%），因六氟磷酸鋰（LiPF6）價格下跌導致利潤率未達預期。 我們預期儘管出貨量增長，六氟磷酸鋰（LiPF6）疲軟仍將拖累盈利，並因平均售價及毛利率下降，將 2026 至 2028 年純利預測分別下調 22%/62%/62%至人民幣 57.1 億元/人民幣 36 億元/人民幣 43.1 億元。 評級下調至「沽售」；目標價由人民幣 54 元下調至人民幣 19 元。

公司業績 | 潍柴動力 （2338 HK/**買入**/港幣 23.52 元/目標價：港幣 31 元） 第 28 頁→

- 潍柴 2026 年第 3 季度經調整純利按年增長 13.9%至人民幣 32.2 億元，符合預期；而受 Ballard 公允價值虧損、信貸撥備及外匯影響，美國通用會計準則純利下跌 8.6%。電力與能源將是主要增長動力，貢獻約 20%利潤。數據中心柴油發電機組指引預計於 2026 年超過 4,000 台，並於 2027 年超過 6,000 台。評級上調至「買入」。目標價：港幣 31 元。

公司更新 | 小米集團 （1810 HK / **持有** / 港幣 26.48 元 / 目標價：港幣 25.9 元） 第 31 頁→

- 鑑於智能手機、汽車及物聯網的消費者需求疲軟，小米 2026 年第 3 季度的盈利預期將表現平平。話雖如此，主要受惠於更佳的產品組合，我們預期其智能手機業務將帶來意外驚喜。維持「持有」評級，目標價下調至港幣 25.9 元。

技術分析

恒生指數及恒生科技指數展望 第 34 頁→

- 週線圖與日線圖

經濟–中國

採購經理人指數

採購經理人指數重陷收縮；建築業構成拖累

- 10 月份製造業採購經理人指數（PMI）跌入收縮區間至 49.3（按月下跌 0.8 個百分點），低於彭博市場預期的 49.9，主要由於製造業產出分項指數下降至 49.8（按月下跌 1.9 個百分點），以及新訂單分項指數跌至 49.4（按月下跌 1.1 個百分點）。較為樂觀的是，採購價格指數（56.8，按月下跌 4.0 個百分點）的跌幅快於出廠價格指數（51.7，按月下跌 2.3 個百分點），從而紓緩了利潤率壓力。
- 非製造業採購經理人指數跌入收縮區間，報 49.7（按月下跌 0.5 個百分點），低於彭博一致預期的 50.0。主要受建築業指數下跌至 48.0（按月下跌 2.3 個百分點）所拖累，在經歷一個月擴張後重返收縮區間；與此同時，服務業指數微跌至 50.0（按月下跌 0.2 個百分點）。
- 各規模企業的採購經理人指數（採購經理人指數）均告下跌，走勢分化加劇。小型企業綜合指數（47.5，按月下跌 1.4 個百分點）及中型企業綜合指數（48.4，按月下跌 1.3 個百分點）錄得最大跌幅，而大型企業綜合指數則維持在 50.2 的擴張區間（按月下跌 0.4 個百分點）。

最新資料

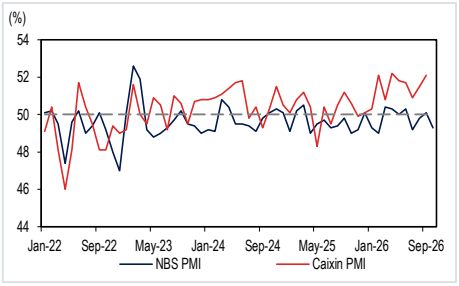
- **10 月份製造業採購經理人指數（PMI）回落至收縮區間，報 49.3（按月下跌 0.8 個百分點），較彭博市場共識的 49.9 低 0.6 個百分點。**指數下跌主要是受製造業產出分項指數跌至 49.8（按月下跌 1.9 個百分點），以及新訂單分項指數降至 49.4（按月下跌 1.1 個百分點）所拖累。部分需求放緩是由於在國慶假期前需求提前釋放，加上國際環境的不確定性所致。新出口訂單指數跌至 48.7（按月下跌 1.3 個百分點），與整體新訂單的跌幅一致。採購量指數（48.9，按月下跌 2.1 個百分點）及進口指數（47.0，按月下跌 2.2 個百分點）均重陷收縮。在手訂單指數降至 44.1（按月下跌 1.9 個百分點），為 2 月 26 日以來最低，反映短期內需求更趨疲軟。成本方面，主要原材料購進價格指數回落至 56.8（按月下跌 4.0 個百分點），跌幅快於出廠價格指數（51.7，按月下跌 2.3 個百分點）。兩者差距由 6.8 個百分點收窄至 5.1 個百分點，紓緩了利潤率壓力。生產經營活動預期指數放緩至 53.4（按月下跌 0.4 個百分點）。
- **非製造業採購經理人指數回落至收縮區間，報 49.7（按月下降 0.5 個百分點），較彭博市場預期的 50.0 低 0.3 個百分點。**建築業指數在 9 月按月上升 3.4 個百分點後，跌至 48.0（按月下降 2.3 個百分點）。相較於 2025 年 10 月按月下降 0.2 個百分點的表現，這顯示疲態並非季節性因素所致。服務業指數回落至 50.0（按月下降 0.2 個百分點），守在榮枯線上。需求指標轉弱，其中新訂單分項指數跌至 44.4（按月下降 2.1 個百分點），重回 2026 年 7 月的水平，而新出口訂單指數亦降至 46.5（按月下降 2.0 個百分點）。銷售價格分項指數再度陷入收縮，報 49.5（按月下降 0.8 個百分點），而投入品價格分項指數則放緩至 51.5（按月下降 1.0 個百分點）。兩者差距僅由 2.2 個百分點輕微收窄至 2.0 個百分點，利潤率壓力大致維持不變。業務活動預期分項指數回落至 54.7（按月下降 0.8 個百分點）。
- **企業採購經理人指數（PMI）分化再度擴大。**小型企業綜合指數錄得最大跌幅，降至 47.5（按月下跌 1.4 個百分點），逆轉了 9 月份的升幅，並觸及 2026 年 7 月以來的最低水平。中型企業綜合指數跌至 48.4（按月下跌 1.3 個百分點），為 2026 年 2 月以來的最低水平。大型企業綜合指數回落至 50.2（按月下跌 0.4 個百分點），但仍處於擴張區間。

分析員

譚文漢，特許財務分析師
munhon.tham@uobkh.com
+852 2236 6799

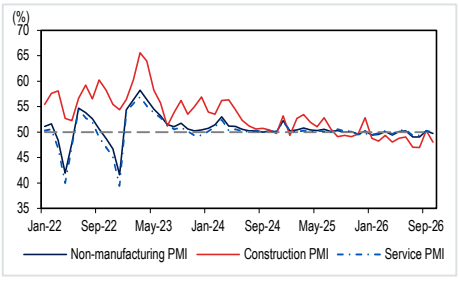
王可來
claire.wang@uobkh.com
+852 2236 6761

製造業採購經理人指數



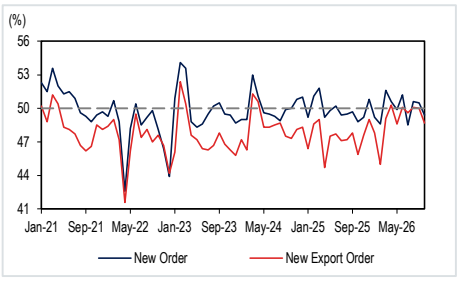
資料來源：國家統計局、Wind、大華繪顯

非製造業採購經理人指數



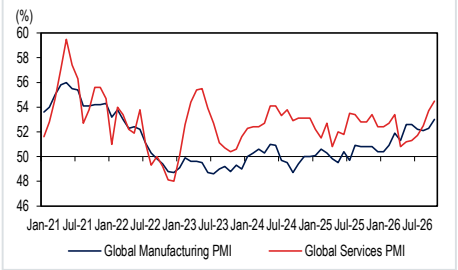
資料來源：國家統計局、Wind、大華繪顯

製造業採購經理人指數新訂單



資料來源：國家統計局、Wind、大華繪顯

全球採購經理人指數



資料來源：彭博、大華繪顯

- **10 月份的採購經理人指數數據對市場不利，兩項主要總體讀數均重返收縮區間，且低於市場普遍預期。**製造業下滑部分歸因於需求在國慶假期前提前釋放（與 2025 年 10 月的情況相同），而價格差距收窄則紓緩了利潤率壓力。然而，在手訂單及建築業指數下跌，顯示進入 2026 年第 4 季度的增長動能有所放緩。將需要進一步的針對性支援，尤其是針對建築活動及規模較小的企業。

製造業採購經理人指數

		2026 年 10 月	按月點數變動	2026 年 9 月	2026 年 8 月
製造業採購經理人指數		**49.3**	**-0.8**	**50.1**	**49.8**
綜合指數	製造業產出	49.8	**-1.9**	51.7	50.4
	新訂單	49.4	**-1.1**	50.5	50.6
	原材料存貨	48.4	**0.2**	48.2	48.1
	就業	48.4	**0.0**	48.4	48.7
	供應商交貨時間	50.2	**0.1**	50.1	50.1
相關指數	新出口訂單	48.7	**-1.3**	50.0	50.1
	進口	47.0	**-2.2**	49.2	48.6
	採購	48.9	**-2.1**	51.0	50.5
	採購價	56.8	**-4.0**	60.8	56.6
	出廠價	51.7	**-2.3**	54.0	50.4
	製成品存貨	47.5	**-0.1**	47.6	48.4
	積壓訂單	44.1	**-1.9**	46.0	46.7
	業務預期	53.4	**-0.4**	53.8	53.8

資料來源：國家統計局、Wind、大華繼顯

非製造業採購經理人指數

		2026 年 10 月	按月點數變動	2026 年 9 月	2026 年 8 月
非製造業採購經理人指數		**49.7**	**-0.5**	**50.2**	**49.0**
綜合指數	新訂單	44.4	**-2.1**	46.5	44.1
	投入價格	51.5	**-1.0**	52.5	51.1
	銷售價格	49.5	**-0.8**	50.3	49.3
	就業	46.0	**0.1**	45.9	45.4
	業務預期	54.7	**-0.8**	55.5	55.0
相關指數	新出口訂單	46.5	**-2.0**	48.5	47.0
	積壓訂單	43.0	**-0.8**	43.8	42.8
	存貨	44.7	**-1.6**	46.3	45.6
	供應商交貨時間	50.7	**-0.6**	51.3	51.2
行業指數	建造業	48.0	**-2.3**	50.3	46.9
	服務業	50.0	**-0.2**	50.2	49.3

資料來源：國家統計局、Wind、大華繼顯

按企業規模劃分的採購經理人指數

		2026 年 10 月	按月點數變動	2026 年 9 月	2026 年 8 月
綜合指數	大型企業	50.2	-0.4	50.6	50.6
	中型企業	48.4	-1.3	49.7	49.4
	小型企業	47.5	-1.4	48.9	47.9

資料來源：國家統計局、Wind、大華繼顯

澳門博彩業

2026 年 10 月博彩毛收入符合預期；下調全年博彩毛收入預測至按年增長 2%

重點

- 澳門 2026 年 10 月博彩毛收入達澳門幣 217 億元，按年跌 10%，但按月升 20%。10 月份的博彩毛收入數據符合市場共識，並恢復至 2019 年水平的 82%。2026 年首 10 個月，博彩毛收入按年增長 2%至澳門幣 2,088 億元，恢復至 2019 年水平的 85%。
- 我們將全年博彩毛收入（GGR）預測下調 2%，由澳門幣 2,580 億元降至澳門幣 2,520 億元，意味按年增長 2%，且相較 2019 年水平的復甦率為 86%。
- 澳門 9 月訪客人數達 320 萬人次，按年增長 16%，但按月下跌 28%，較 2019 年水平高出 16%。2026 年首 9 個月累計訪客人數按年增長 8%至 3,220 萬人次，較 2019 年水平高出 7%。
- 維持跑贏大市；銀河娛樂仍是我們的首選。

分析

- **2026 年 10 月博彩毛收入符合市場共識；下調全年博彩毛收入預測至按年增長 2%。** 根據澳門博彩監察協調局（DICJ）的數據，澳門 2026 年 10 月的博彩毛收入（GGR）達到澳門幣 217 億元，按年下跌 10%，但按月上升 20%，並恢復至 2019 年水平的 82%（相比 2026 年 9 月同樣恢復至 82%），儘管 10 月受惠於國慶黃金週假期，以及月初在澳門威尼斯人舉辦的 NBA 中國賽等活動。10 月的博彩毛收入數據符合市場共識。 2026 年首 10 個月，博彩毛收入按年增長 2%至澳門幣 2,088 億元，恢復至 2019 年水平的 85%。 我們將全年的博彩毛收入（GGR）預測下調 2%，由澳門幣 2,580 億元降至澳門幣 2,520 億元，這意味著按年增長 2%，且相當於 2019 年水平 86%的復甦率。
- **澳門 9 月入境旅客量按年增加 16%，較 2019 年同期亦增長 16%。根據統計暨普查局（DSEC）資料，澳門 9 月入境旅客總數達 320 萬人次，按年增加 16%，但按月下跌 28%，較 2019 年水平高出 16%。其中，中國內地旅客佔 230 萬人次，按年增加 17%，按月則下跌 34%；不過夜旅客合共 190 萬人次，按年增加 24%，按月則下跌 32%。旅客平均逗留時間按月維持不變，為 1.7 日。2026 年首 9 個月，累計入境旅客量按年增加 8%至 3,220 萬人次，較 2019 年水平高出 7%。**
- **受季節性因素影響，9 月份酒店入住率及平均房價均按月下跌。澳門旅遊局報告稱，9 月份酒店入住率由 8 月份的 94.4%降至 89.8%，而平均房價則由 8 月 26 日的澳門幣 1,377 元降至 9 月份的澳門幣 1,248 元。**

估值 / 投資評級

- **維持「跑贏大市」評級；銀河娛樂仍是我們的首選。** 在博彩毛收入（GGR）高端增長的趨勢下，我們維持銀河為首選，因其有能力吸納新增的高端需求。我們維持銀河娛樂的目標價為港幣 47 元，此估值乃基於 12.0 倍的 2026 年目標企業價值／息稅折舊攤銷前利潤比率。該股票目前以 2026 年 7.4 倍企業價值／息稅折舊攤銷前利潤及 2027 年 7.0 倍企業價值／息稅折舊攤銷前利潤交投。

分析員

郭一辰
stella.guo@uobkh.com
+852 2236 6798

邱一展
hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

跑贏大市（維持）

板塊首選

公司	股票代號	評級	股價（港元）	目標價（港元）
銀河	27 HK	買入	32.06	47.00

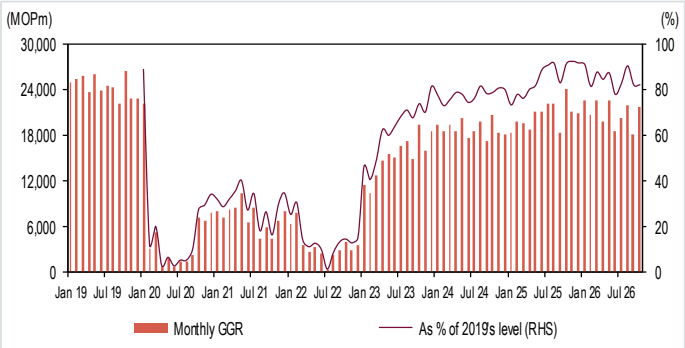
資料來源：彭博、大華繼顯

同業比較

公司	股票代號	評級	價格 2026年10月30日 (港元)	目標價格 (港元)	目標價上升空間 (%)	市場市值（百萬美元）	市盈率 2026年預測（倍）	市盈率 2027年預測（倍）	市賬率 2026年預測（倍）	市賬率 2027年預測（倍）	企業價值／息稅折舊攤銷前利潤 2026年預測（倍）	企業價值／息稅折舊攤銷前利潤 2027年預測（倍）	股本回報率 2026年預測 (%)	收益率 2026年預測 (%)
銀河	27 HK	買入	32.06	47.00	46.6	17,897.01	12.9	12.1	1.6	1.6	7.4	7.0	12.7	5.8
金沙中國	1928 HK	買入	10.68	16.90	58.2	11,018.42	10.8	9.5	8.0	7.4	7.8	7.1	73.5	9.5

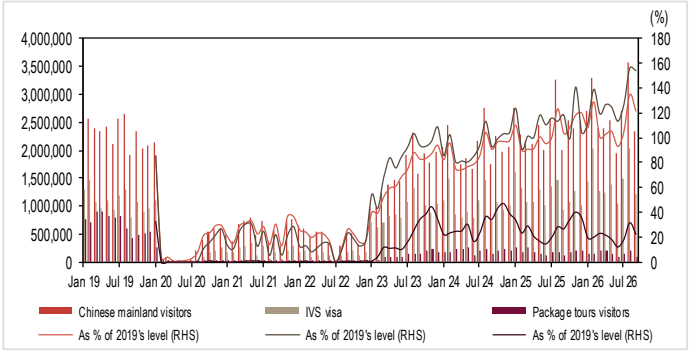
資料來源：彭博、大華繼顯

每月博彩毛收入走勢



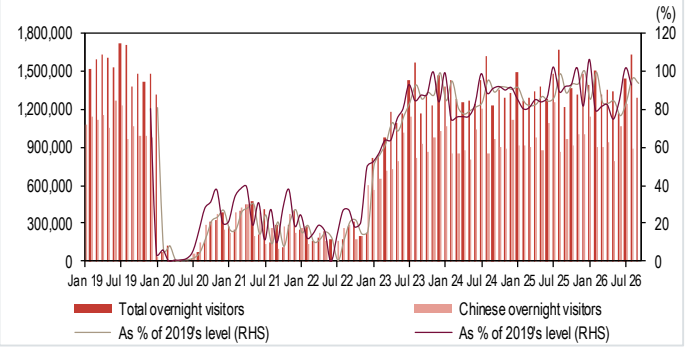
資料來源：DICJ、大華繼顯

「個人遊」及旅行團內地訪客



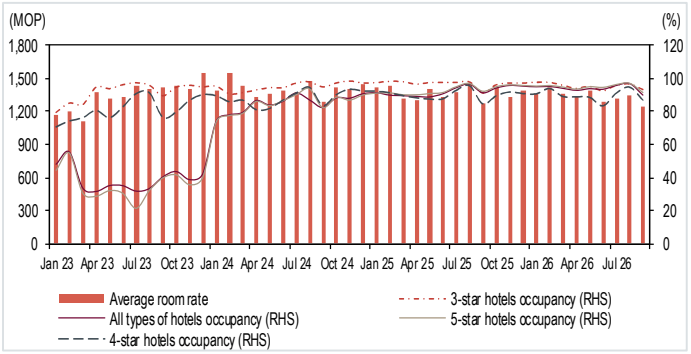
資料來源：澳門旅遊局、統計暨普查局、大華繼顯

每月過夜旅客人數



資料來源：澳門旅遊局、統計暨普查局、大華繼顯

酒店入住率及房價



資料來源：澳門旅遊局、大華繼顯

中國旅遊集團中免 （601888 CH）

2026 年第 3 季度：業績遜於預期

重點

- CTGDF 2026 年第 3 季度業績遜於預期。 營業額按年下跌 5%，但受毛利率擴闊、少數股東權益減少及非經營項目所帶動，純利按年上升 25%。
- 海南線下免稅銷售額按年增長在 2026 年第 3 季度放緩至 2%（相比 2026 年第 2 季度的+4%），人均消費則按年持平（2026 年第 2 季度為按年+1%）。與此同時，中免集團（CTGDF）的國際業務持續擴展，在收購 DFS 大中華區零售業務後，2026 年首九個月收入按年增長 71%。
- 維持「買入」評級；下調目標價 11%至人民幣 68.7 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	2025 年第 3 季度	按年變動（%）	2026 年前九個月	2025 年首九個月	按年變動（%）
總收入	11,166	11,711	(4.7)	38,821	39,862	(2.6)
毛利	3,796	3,749	1.2	13,171	12,973	1.5
毛利率（%）	34.0	32.0	2.0	33.9	32.5	1.4
息稅前利潤	805	809	(0.5)	4,369	4,202	4.0
息稅前利潤利潤率（%）	7.2	6.9	0.3	11.3	10.5	0.7
應佔純利	564	452	24.6	3,670	3,052	20.3
應佔純利率（%）	5.0	3.9	1.2	9.5	7.7	1.8
核心純利	565	441	28.2	3,644	3,036	20.0
核心純利率（%）	5.1	3.8	1.3	9.4	7.6	1.8

資料來源：中免集團、大華繼顯

分析

- **2026 年第 3 季度業績遜於預期。** 中國旅遊集團中免（CTGDF）公佈其 2026 年首九個月業績。 收入為人民幣 388.21 億元（按年下降 3%）。 毛利為人民幣 131.71 億元（按年增加 2%），毛利率為 33.9%（按年增加 1.4 個百分點）。息稅前利潤為人民幣 43.69 億元（按年增長 4%），息稅前利潤利潤率則為 11.3%（按年增加 0.7 個百分點）。純利為人民幣 36.7 億元（按年增加 20%），而純利率為 9.5%（按年增加 1.8 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	56,474	53,694	52,946	56,173	60,101
息稅折舊攤銷前利潤	7,449	6,742	7,514	8,184	8,801
經營利潤	5,906	5,428	5,692	6,142	6,753
純利 （報告 / 實際）	4,267	3,586	4,345	4,763	5,307
純利 （經調整）	4,267	3,586	4,345	4,763	5,307
每股收益 （分）	206.3	173.3	209.4	228.9	255.0
市盈率（倍）	24.4	29.0	24.0	22.0	19.7
市賬率（倍）	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	10.3	11.5	9.9	8.7	7.6
股息收益率 (%)	2.1	1.4	1.7	1.8	2.1
純利率 (%)	7.6	6.7	8.2	8.5	8.8
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(53.3)	(50.3)	(54.2)	(57.2)	(60.6)
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 (%)	7.8	6.5	7.6	7.8	8.3
市場共識息稅折舊攤銷前利潤	-	-	4,742.4	5,570.1	6,373.4
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.92	0.86	0.83

資料來源：中免集團、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 50.30 元
目標價	人民幣 68.70 元
上升空間	+36.6%
早前目標價	人民幣 77.10 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	601888 CH
已發行股份（百萬股）	1,952.5
市值（人民幣百萬元）	102,721.4
市值（百萬美元）	15,436.9
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	150.1

價格表現（%）

52 週高位 / 低位 人民幣 99.81 元/人民幣 48.09 元

1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(2.2)	(13.3)	(23.3)	(31.2)	(46.8)

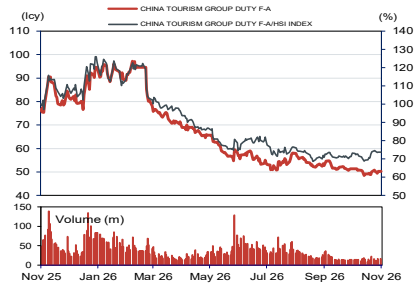
主要股東（%）

中國旅遊集團	50.08

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值（人民幣）	28.44
2026 財政年度每股淨現金（人民幣）	16.44

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

中國旅遊集團中免是全球最大的免稅運營商之一。其主要從事免稅旅遊零售業務，包括批發及零售煙酒、香水及化妝品、配飾、服裝以及電子產品等免稅品。此外，該公司亦從事以免稅業務為核心的商業綜合體投資與開發。

- 這意味着 2026 年第 3 季度收入為人民幣 111.66 億元（-5%），較市場普遍預期低 5%。毛利為人民幣 37.96 億元（按年增長 1%），而毛利率為 34.0%（按年增長 2.0 個百分點）。其中，主營業務毛利率按年提升 1.3 個百分點。息稅前利潤為人民幣 8.05 億元（按年持平），而息稅前利潤利潤率為 7.2%（按年升 0.3 個百分點），受銷售費用增加（按年升 1.9 個百分點）所拖累。純利為人民幣 5.64 億元（按年增長 25%），比市場共識預期低 12%，而純利率為 5.0%（按年增加 1.2 個百分點）。純利相較於息稅前利潤的較快增長主要歸因於：a）少數股東權益減少（佔收入百分比按年減少 0.9 個百分點）；b）資產減值損失減少（佔收入百分比按年減少 0.6 個百分點）；以及 c）投資收益增加（佔收入百分比按年增加 0.4 個百分點），惟部分被較高的實際稅率 32.2%（相較於 2025 年第 3 季度的 26.1%）所抵銷。
- 中期股息派付比率上調至 27%。該公司宣派中期股息每股人民幣 0.4 元，總計人民幣 8.31 億元，相當於 2026 年上半年純利的 27%派付比率（相較於 2025 年上半年的 20%）。
- **海南免稅銷售增長在 2026 年第 3 季度有所放緩。** 據海口海關數據，2026 年第 3 季度免稅銷售額達約人民幣 55 億元，按年增長 2%（相比 2026 年第 2 季度的+4%），人均消費則按年持平（2026 年第 2 季度為按年+1%）。 截至 2026 年第 3 季度末，中免在海南線下免稅市場的份額按年增加超過 2 個百分點。 與此同時，中免集團（CTGDF）在收購 DFS 大中華區零售業務（香港及澳門）後，國際業務持續擴展，2026 年前九個月的收入按年增長 71%。

盈利預測調整 / 風險

- 我們分別下調 2026/27 年盈利預測 10%/14%。我們分別下調 2026/27 年收入預測 6%/9%。我們上調 2026/27 年毛利率預測 0.4 個百分點/0.3 個百分點。我們亦將 2026/27 年銷售費用率預測均上調 0.7 個百分點。因此，我們的 2026/27 年盈利預測分別下調 10%/14%。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級；將目標價下調 11%至人民幣 68.7 元。我們將以現金流折現法（DCF）計算的目標價推展至 2027 年，並將目標價下調 11%至人民幣 68.7 元。我們的目標價對應 32.2 倍 2026 年預測 市盈率 及 28.6 倍 2027 年預測 市盈率 。該股目前估值為 24.0 倍 2026 年預測 市盈率 及 22.0 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	**53,693.6**	**52,945.6**	**56,173.3**	**60,100.9**
息稅折舊攤銷前利潤	6,742.3	7,513.7	8,184.1	8,800.7
折舊及攤銷	1,314.0	1,821.6	2,042.0	2,047.7
息稅前利潤	5,428.4	5,692.1	6,142.1	6,753.0
聯營公司貢獻	(69.0)	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	776.8	689.8	663.3	753.0
除稅前溢利	**5,307.5**	**5,896.4**	**6,458.3**	**7,185.3**
稅項	(1,617.9)	(1,233.0)	(1,350.5)	(1,502.5)
少數股東權益	(103.4)	(318.2)	(344.7)	(375.9)
純利	**3,586.2**	**4,345.1**	**4,763.1**	**5,306.9**
純利 （經調整）	3,586.2	4,345.1	4,763.1	5,306.9

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	6,279.6	8,823.4	9,125.0	9,389.4
其他長期資產	12,477.7	12,329.7	12,376.4	12,501.0
現金/短期投資	33,781.2	37,288.4	41,294.8	45,746.4
其他流動資產	22,444.3	20,279.6	19,830.7	19,414.2
資產總額	**74,982.9**	**78,721.0**	**82,626.9**	**87,051.1**
短期債務	226.7	226.7	226.7	226.7
其他流動負債	9,420.2	9,124.9	9,682.6	10,352.7
長期債務	2,848.7	2,848.7	2,848.7	2,848.7
其他長期負債	1,361.7	1,361.7	1,361.7	1,361.7
股東權益	55,469.3	59,184.5	62,188.1	65,566.1
少數股東權益	5,656.3	5,974.5	6,319.2	6,695.1
負債及權益總額	**74,982.9**	**78,721.0**	**82,626.9**	**87,051.1**

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	**6,058.6**	**7,977.3**	**7,308.8**	**7,911.0**
除稅前溢利	5,307.5	5,896.4	6,458.3	7,185.3
稅項	(1,617.9)	(1,233.0)	(1,350.5)	(1,502.5)
折舊及攤銷	1,314.0	1,821.6	2,042.0	2,047.7
營運資金變動	(493.4)	1,952.0	1,061.3	1,158.1
其他營運現金流	1,548.5	(459.6)	(902.3)	(977.5)
投資	**(3,475.3)**	**(3,808.3)**	**(1,603.3)**	**(1,603.3)**
資本支出（增長）	(1,273.1)	(3,805.0)	(1,600.0)	(1,600.0)
其他	(2,202.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)
融資	**(3,182.0)**	**(661.9)**	**(1,699.1)**	**(1,856.1)**
支付股息	(3,100.9)	(1,452.2)	(1,759.6)	(1,928.8)
借款所得款項	708.1	(32.0)	60.5	72.7
其他 / 已付利息	(789.1)	822.4	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	**(1,028.6)**	**3,507.1**	**4,006.5**	**4,451.6**
年初現金及現金等價物	**34,773.2**	**33,781.2**	**37,288.4**	**41,294.8**
其他貨幣資金	36.6	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	**33,781.2**	**37,288.4**	**41,294.8**	**45,746.4**

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	12.6	14.2	14.6	14.6
稅前利潤率	9.9	11.1	11.5	12.0
純利率	6.7	8.2	8.5	8.8
資產回報率	4.7	5.7	5.9	6.3
股本回報率	6.5	7.6	7.8	8.3
增長				
營業額	(4.9)	(1.4)	6.1	7.0
息稅折舊攤銷前利潤	(9.5)	11.4	8.9	7.5
除稅前溢利	(13.7)	11.1	9.5	11.3
純利	(16.0)	21.2	9.6	11.4
純利 （經調整）	(16.0)	21.2	9.6	11.4
每股收益	(16.0)	20.8	9.3	11.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	5.3	5.1	4.8	4.6
債務權益比率	5.6	5.4	5.1	4.8
債務／（現金）淨額與權益	(50.3)	(54.2)	(57.2)	(60.6)
利息保障倍數 （倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

埃斯頓自動化 (002747 CH)

2026 年第 3 季度：季度表現好壞參半，但盈利能力改善超預期

重點

- 埃斯頓於 2026 年第 3 季度繼續專注於高價值訂單，因此收入按年下跌 12%，但毛利率按年擴大 3.8 個百分點至 34.1%。然而，淨利潤受到非核心項目影響，純利按年僅增長 22%至人民幣 1,900 萬元。
- 更重要的是，管理層對盈利能力依然持樂觀態度，並就海外銷售增長提供了切實的最新消息。
- 上調至「買入」評級，目標價為人民幣 35.7 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 3 季度	按年（%）	2025 年首九個月	2026 年前九個月	按年（%）
收入	1,258	1,101	(12.4)	3,812	3,699	(3.0)
毛利	不適用	不適用	不適用	1,088	1,197	10.1
經營利潤	不適用	不適用	不適用	73	210	188.1
純利	15	19	21.5	8	171	1,984.2
核心純利	20	46	133.3	2	116	5,537.4
利潤率（%）						
毛利率	不適用	不適用	不適用	28.5	32.4	3.8
經營利潤率	不適用	不適用	不適用	1.9	5.7	3.8
純利率	1.2	1.7	0.5	0.2	4.6	4.4

附註：可比財務數據已重列，以反映業務合併後埃斯頓酷卓（Estun Codroid）的綜合入賬。來源：埃斯頓，大華繼顯

分析

- **利潤率擴張緩衝了收入短缺的影響。** 該季度收入按年下跌 12.4%至人民幣 11.01 億元，而儘管金融資產錄得人民幣 2,200 萬元的公允價值虧損，列賬純利仍按年上升 21.5%至人民幣 1,900 萬元。核心純利按年增長 133.3%至人民幣 4,600 萬元。2026 年前九個月，收入按年下跌 3.0%至人民幣 36.99 億元，而毛利率、經營利潤率及純利率則分別擴張 3.8 個百分點、3.8 個百分點及 4.4 個百分點，至 32.4%、5.7%及 4.6%。
- 業績指引：管理層預期 2026 年全年的收入增長將達到約 10%，毛利率約為 32%，核心純利達人民幣 2 億元。展望未來，埃斯頓（Estun）將繼續專注於盈利能力，並以毛利率每年增長 1.0 至 1.5 個百分點，以及純利率維持在 5%以上為目標。

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	4,009	4,888	5,141	6,408	7,107
息稅折舊攤銷前利潤	(60)	333	543	703	835
經營利潤	(254)	138	345	499	621
純利 （報告 / 實際）	(810)	45	257	393	500
純利 （經調整）	(836)	7	193	358	465
每股收益 （分）	(93.2)	5.2	26.6	40.6	51.7
每股收益 （分） （經調整）	(96.1)	0.8	20.0	36.9	48.0
市盈率（倍）	(31.4)	566.3	110.0	72.0	56.6
市賬率（倍）	14.2	13.0	11.5	9.7	8.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	(479.4)	84.4	51.0	40.2	32.8
股息收益率 (%)	-	-	-	-	-
純利率 (%)	(20.2)	0.9	5.0	6.1	7.0
債務／（現金）淨額與權益 (%)	174.5	139.3	102.2	108.1	64.6
利息保障倍數 （倍）	(1.9)	0.9	2.6	3.7	14.4
股本回報率 (%)	(37.2)	0.4	9.2	14.8	16.2
市場預期純利	-	-	273.7	366.3	449.0
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.94	1.07	1.11

資料來源：埃斯頓、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（上調）

股價	人民幣 29.24 元
目標價	人民幣 35.70 元
上升空間	22.1%
早前目標價	人民幣 28.20 元

股票數據

行業	工業設備
股份代號	002747 CH
已發行股份（百萬股）	969
市值（人民幣百萬元）	28,324
市值（百萬美元）	4,219
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	237.7

價格表現（%）

52 週高位 / 低位 人民幣 49 元 / 人民幣 19.41 元

1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
3.6	4.6	33.7	19.8	23.4

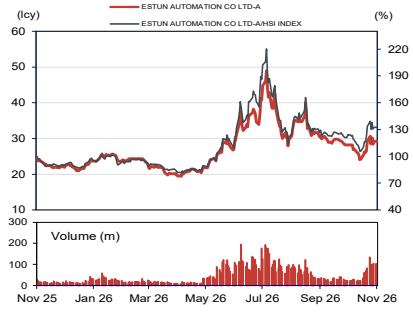
主要股東（%）

南京派雷斯特科技有限公司	26.31
吳波	11.46

資產負債表指標

2026 年每股有形資產淨值（人民幣）	0.46
2026 年每股淨債項（人民幣）	2.68

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

埃斯頓開發及製造機械設備。 該公司專注於金屬成型及電液機器人設備。

- 埃斯頓繼續放棄低利潤率訂單而傾向於盈利能力，這導致 2026 年前 9 個月國內收入按年下降 10%（約人民幣 4.2 億元）。儘管如此，管理層確實表示新訂單依然強勁，特別是來自 3C / 汽車原始設備製造商（OEM）以及海外客戶的訂單。值得注意的是，埃斯頓成功贏得了可觀的海外訂單，包括來自卡特彼勒（Caterpillar）一份價值歐元 3,000 萬元的訂單，該訂單有望於 2027 年開始貢獻收入。在海外新訂單強勁增長的支持下，管理層強調，海外 Cloos 業務預計在 2027 年將產生共計歐元 2 億元的收入，與我們對今年約歐元 1 億元的預估相比，這將是一次顯著擴張。這將為其營業收入增長以及利潤率擴張提供關鍵支撐，因為海外業務的毛利率要高得多。
- **具身機械人業務的最新進展。** 埃斯頓（Estun）旗下新併表具身機器人子公司酷卓（Codroid）擁有兩大核心業務——協作機器人（cobot）業務及具身機器人業務。 目前，主要銷售增長動力為協作機器人（Cobot）業務，年初至今錄得銷量約 1,700 台，轉化為 2026 年首九個月收入人民幣 5,400 萬元及淨虧損人民幣 1,400 萬元。 管理層有信心在 2026 年第 4 季度實現額外人民幣 3,000 萬元的收入，並預期協作機械人（Cobot）業務板塊在 2026 年全年錄得人民幣 500 萬元的核心純利，儘管此數據不包括具身人工智能方面的支出。 埃斯頓在具身人工智能方面的策略與其他工業機械人製造商相似，即利用現有的通用平台大語言模型並進行內部後期訓練，以實現與同業的差異化。 埃斯頓亦預期將在近期專注於開發單一任務產品（而非通用平台產品），並利用人工智能作為性能增強工具。

估值 / 投資評級

- **上調至「買入」評級，目標價調高至人民幣 35.7 元，現基於 10.2 倍 2027 年預測每股賬面值。** 雖然第 3 季度業績仍偏弱，但我們看好埃斯頓在利潤率擴張方面的持續進展，以及在具身機器人領域的佈局。 我們亦預期具身機械人行業將表現良好，而能夠締造跑贏大市表現的公司，可能成為投資者的首選目標。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 至 2028 年的盈利預測分別下調 16.6%、1.3%及 2.7%，以計及：a) 2026 年收入增長放緩，b)增加具身智能機器人支出導致營運開支上升（這將主要被以下因素抵銷：c)利潤率假設增強，以及 d)海外銷售表現改善）。

2026 至 2028 年預測變更

截至12月31日止年度	----------舊有預測----------			----------最新預測----------			----------差異（%）----------		
（人民幣百萬元）	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	5,558	6,421	6,927	5,141	6,408	7,107	(7.5)	(0.2)	2.6
毛利	1,788	2,066	2,232	1,680	2,107	2,354	(6.0)	1.9	5.5
經營利潤	405	520	599	345	499	621	(14.9)	(4.0)	3.8
列賬純利	308	398	514	257	393	500	(16.6)	(1.3)	(2.7)
毛利率（%）	32.2	32.2	32.2	32.7	32.9	33.1	0.5	0.7	0.9
營業利潤率（%）	7.3	8.1	8.6	6.7	7.8	8.7	(0.6)	(0.3)	0.1
純利率 (%)	5.5	6.2	7.4	5.0	6.1	7.0	(0.5)	(0.1)	(0.4)

資料來源：埃斯頓、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	4,888	5,141	6,408	7,107
息稅折舊攤銷前利潤	333	543	703	835
折舊及攤銷	196	198	203	214
息稅前利潤	138	345	499	621
總其他非經營收入	8	8	8	8
聯營公司貢獻	(3)	(2)	(2)	(2)
淨利息收入／（支出）	(153)	(132)	(134)	(43)
除稅前溢利	77	324	495	630
稅項	(32)	(65)	(99)	(126)
少數股東權益	(0)	(2)	(3)	(4)
純利	45	257	393	500
純利（經常性）	7	193	358	465

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	1,471	1,519	1,558	1,589
其他長期資產	2,618	2,720	2,866	3,038
現金/短期投資	876	1,565	1,008	1,821
其他流動資產	4,449	3,037	5,769	3,673
資產總額	9,415	8,841	11,201	10,121
短期債務	1,278	1,500	1,500	1,500
其他流動負債	3,930	2,885	4,849	3,265
長期債務	1,216	1,216	1,216	1,216
其他長期負債	973	973	973	973
股東權益	1,961	2,219	2,611	3,111
少數股東權益	58	60	63	67
負債及權益總額	9,415	8,852	11,212	10,132

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	507	945	(35)	1,273
除稅前溢利	138	345	499	621
稅項	(32)	(65)	(99)	(126)
折舊／攤銷	196	198	203	214
聯營公司	3	2	2	2
營運資金變動	114	367	(768)	512
非現金項目	88	98	128	51
其他營運現金流	-	-	-	1
投資	157	(334)	(372)	(391)
資本支出（增長）	(312)	(260)	(260)	(260)
投資	(1,872)	(87)	(128)	(156)
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	2,340	13	16	26
融資	(990)	77	(149)	(69)
支付股息	(134)	(145)	(149)	(69)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	2,857	2,615	2,615	2,615
償還貸款	(3,738)	(2,393)	(2,615)	(2,615)
其他／已付利息	25	0	-	-
現金流入（流出）淨額	(327)	688	(557)	813
年初現金及現金等價物	1,181	876	1,565	1,008
年末現金及現金等價物	876	1,565	1,008	1,821

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	6.8	10.6	11.0	11.7
稅前利潤率	0.3	5.8	7.0	8.2
純利率	0.9	5.0	6.1	7.0
資產回報率	0.1	2.1	3.6	4.4
股本回報率	0.4	9.2	14.8	16.2
增長				
營業額	21.9	5.2	24.6	10.9
息稅折舊攤銷前利潤	(659.4)	62.8	29.5	18.8
除稅前溢利	(110.0)	318.5	52.7	27.3
純利	(105.5)	472.0	52.7	27.3
純利 （經調整）	(100.9)	2,554.0	85.1	30.0
每股收益	(105.5)	414.8	52.7	27.3
槓桿比率				
債務佔總資本比率	38.3	43.3	34.2	37.9
債務權益比率	184.0	172.7	146.7	123.1
債務／（現金）淨額與權益	139.3	102.2	108.1	64.6
利息保障倍數 （倍）	0.9	2.6	3.7	14.4

內蒙古伊利實業集團 （600887 CH）

2026 年第 3 季度：收入遜於預期但經營利潤率持續擴張；重申 2026 年中單位數收入增長目標

重點

- 伊利 2026 年第 3 季度收入按年增長 2%，遜於預期。 然而，核心經營利潤按年增長 7%，核心經營利潤率按年擴大 0.5 個百分點。 **由於減值虧損增加、公允價值收益減少以及實際稅率上升，純利下跌 6%。**
- 隨着經銷商庫存情況改善以及基數較低，管理層預期液態奶業務的增長將在 2026 年第 4 季度加快。管理層重申其全年收入實現中個位數增長的目標，且核心經營利潤率按年有所改善。維持「買入」評級；將目標價上調 4%至人民幣 33.7 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	2025 年第 3 季度	按年變動（%）	2026 年前九個月	2025 年首九個月	按年變動（%）
總收入	29,324	28,631	2.4	93,813	90,564	3.6
營運收入	29,251	28,564	2.4	93,582	90,341	3.6
營運毛利	10,074	9,643	4.5	33,511	31,911	5.0
營運毛利率（%）	34.4	33.8	0.7	35.8	35.3	0.5
息稅前利潤	3,277	3,021	8.5	12,107	10,983	10.2
息稅前利潤利潤率（%）	11.2	10.6	0.6	12.9	12.1	0.8
核心經營利潤	3,015	2,817	7.0	11,400	10,460	9.0
核心營業利潤率（%）	10.4	10.0	0.5	12.3	11.7	0.6
應佔純利	3,045	3,226	(5.6)	8,804	10,426	(15.6)
應佔純利率（%）	10.4	11.3	(0.9)	9.4	11.5	(2.1)

資料來源：伊利、大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度收入遜預期，但經營利潤率持續擴張；受非經營項目及所得稅增加影響，純利下跌 6%。內蒙古伊利實業集團（伊利）公佈 2026 年前 9 個月業績。2026 年前 9 個月收入為人民幣 938.13 億元，按年增長 4%。經營毛利率為 35.8%，按年升 0.5 個百分點。息稅前利潤按年增長 10%至人民幣 121.07 億元，息稅前利潤利潤率按年提升 0.8 個百分點至 12.9%。核心經營利潤按年增長 9%至人民幣 114 億元，核心經營利潤率按年擴張 0.6 個百分點至 12.3%。純利為人民幣 88.04 億元，按年下跌 16%，純利率按年下降 2.1 個百分點至 9.4%。

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	115,780	115,931	121,564	127,770	134,415
息稅折舊攤銷前利潤	17,059	18,252	18,467	19,315	20,243
經營利潤	12,447	13,657	14,693	15,472	16,329
純利 （報告／實際）	8,453	11,565	10,347	13,258	14,389
純利 （經調整）	8,825	11,665	11,970	13,258	14,389
每股收益 （分）	138.9	184.6	189.2	209.6	227.5
市盈率（倍）	21.7	16.3	15.9	14.4	13.3
市賬率（倍）	3.6	3.5	3.4	3.2	2.9
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	12.3	12.1	11.8	11.0	10.2
股息收益率 (%)	4.0	4.6	4.7	5.2	5.7
純利率 (%)	7.6	10.1	9.8	10.4	10.7
債務/（現金）淨額與權益 (%)	27.4	46.1	39.4	29.3	19.3
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	21.6	22.7	23.0
市場預期純利	-	-	10,169.2	13,164.3	14,141.6
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	1.18	1.01	1.02

資料來源：伊利、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 30.15 元
目標價	人民幣 33.70 元
上升空間	+11.8%
目標價	人民幣 32.40 元

股票數據

行業	必需性消費品
股份代號	600887 CH
已發行股份（百萬股）	6,325.4
市值（人民幣百萬元）	190,709.6
市值（百萬美元）	28,662.2
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	224.4

價格表現（%）

52 週高位 / 低位 人民幣 30.16 元/人民幣 23.76 元

1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
10.7	8.9	13.5	10.9	5.4

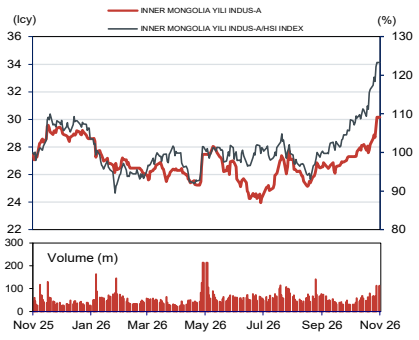
主要股東（%）

呼和浩特投資有限公司	8.51

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值（人民幣）	8.90
2026 財政年度每股淨債項（人民幣）	3.70

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。

- 這意味著 2026 年第 3 季度收入為人民幣 293.24 億元，按年增長 2%。營運毛利率為 34.4%，按年上升 0.7 個百分點。息稅前利潤按年增長 8%至人民幣 32.77 億元，息稅前利潤利潤率為 11.2%，按年上升 0.6 個百分點。核心經營利潤按年增長 7%至人民幣 30.15 億元，核心經營利潤率按年擴大 0.5 個百分點至 10.4%。純利按年下降 6%至人民幣 30.45 億元，純利率為 10.4%，按年下降 0.9 個百分點，主要由於減值虧損增加（按年-0.6 個百分點）、公允價值收益減少（按年-0.4 個百分點），以及實際稅率上升至 15.5%（對比 2025 年第 3 季度的 11.7%）。
- 中期派付比率上調至 46%。公司宣派中期股息每股人民幣 0.42 元，總額達人民幣 26.56 億元，相當於 2026 年上半年純利派付比率為 46%（2025 年上半年則為 42%）。
- **液態奶有望於 2026 年第 4 季度加速增長。** 按產品劃分，2026 年第 3 季度，液態奶以及奶粉和乳製品收入按年分別增長 2%及 4%，而冷凍乳製品則因備貨時間點差異及高基數而按年下降 13%。 經銷商的液態奶庫存在 2026 年第 3 季度按年持續下降。 結合 2025 年第 4 季度的低基數，這應有助支持 2026 年第 4 季度的增長加速。 展望 2027 年，管理層預期液態奶業務將於 2027 年跑贏行業。
- 目標是到 2030 年嬰兒配方奶粉的複合年增長率達中至高個位數。奶粉及乳製品增長緩慢，主要由於大包奶粉銷售額下降所致。若剔除大包粉銷售的影響，奶粉及乳製品收入在 2026 年第 3 季度本應錄得接近 10%的增長。在嬰兒配方奶粉中，金領冠於 2026 年首九個月錄得中至高個位數增長，其中市佔率按年上升 1.2 個百分點；澳優的營運狀況一直在改善，預計將於 2026 年下半年帶來正面貢獻。就 2026 年而言，管理層預期嬰兒配方奶粉收入將錄得中至高個位數增長。展望未來，在中至高個位數複合年增長率的支持下，管理層的目標是到 2030 年嬰兒配方奶粉的整體市佔率達到 25%（截至 2026 年首九個月為 18.6%）。
- **維持全年度目標。** 展望未來，管理層維持其 2026 年收入實現中單位數增長的目標，其中嬰兒配方奶粉預計將實現中單位數增長，成人奶粉及芝士將保持雙位數增長，而冷凍乳製品的增長預計將與 2026 年前九個月的水平相若。 與此同時，核心經營利潤率預期將按年改善。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 年盈利預測下調 2%，並將 2027 年盈利預測上調 2%。我們維持 2026/27 年收入預測不變。我們維持 2026 年毛利率不變，但將 2027 年毛利率下調 0.2 個百分點。我們將 2026/27 兩年的銷售及營銷費用率預測均下調 0.5 個百分點。因此，我們的 2026 年盈利預測下調 2%，而 2027 年盈利預測則上調 2%。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，並將目標價上調 4%至人民幣 33.7 元。我們將以現金流折現法（DCF）計算的目標價推展至 2027 年，並將目標價上調 4%至人民幣 33.7 元。我們的目標價相當於 17.8 倍 2026 年預測 市盈率 及 16.1 倍 2027 年預測 市盈率 。該股目前的交易估值為 15.9 倍 2026 年預測 市盈率 及 14.4 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（%）
按類別劃分的收入	**28,902**	**28,286**	**2.2**
-液態奶	19,131	18,814	1.7
-奶粉及乳製品產品	7,978	7,683	3.8
-冷凍乳製品	1,045	1,199	(12.8)
-其他產品	749	590	26.8
按渠道劃分的收入	**28,902**	**28,286**	**2.2**
-分銷商	27,173	27,094	0.3
-直接	1,730	1,192	45.1

資料來源：伊利、大華繼顯

分部業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026 年前九個月	2025 年首九個月	按年變動（%）
按類別劃分的收入	**92,677**	**89,605**	**3.4**
-液態奶	55,721	54,939	1.4
-奶粉及乳製品產品	24,823	24,261	2.3
-冷凍乳製品	10,118	9,428	7.3
-其他產品	2,015	976	106.4
按渠道劃分的收入	**92,677**	**89,605**	**3.4**
-分銷商	87,956	86,452	1.7
-直接	4,721	3,153	49.7

資料來源：伊利、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	**115,931.1**	**121,563.7**	**127,769.5**	**134,415.0**
息稅折舊攤銷前利潤	18,252.1	18,467.3	19,315.0	20,242.8
折舊及攤銷	4,594.6	3,774.5	3,843.0	3,914.1
息稅前利潤	**13,657.5**	**14,692.8**	**15,472.0**	**16,328.7**
總其他非經營收入	(534.0)	(285.0)	(285.0)	(285.0)
聯營公司貢獻	147.2	350.0	367.5	385.9
淨利息收入／（支出）	690.9	728.4	435.1	900.8
除稅前溢利	**12,993.8**	**12,563.0**	**15,712.9**	**17,053.7**
稅項	(1,479.9)	(2,261.3)	(2,514.1)	(2,728.6)
少數股東權益	51.3	45.9	58.8	63.8
純利	11,565.2	10,347.5	13,257.6	14,388.9
純利 （經調整）	**11,664.7**	**11,969.7**	**13,257.6**	**14,388.9**

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	35,743.6	33,965.7	32,157.8	30,319.9
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	15,671.6	21,422.4	27,283.4
其他流動資產	46,874.8	47,526.2	49,566.9	51,739.4
資產總額	**152,098.5**	**147,168.6**	**153,133.5**	**159,263.1**
短期債務	45,630.6	38,047.2	38,102.5	38,152.3
其他流動負債	45,422.4	45,950.5	47,198.2	48,511.5
長期債務	472.5	1,025.2	1,522.7	1,970.4
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	56,274.2	60,497.4	64,879.9
少數股東權益	3,888.6	3,842.7	3,784.0	3,720.2
負債及權益總額	**152,098.5**	**147,168.6**	**153,133.5**	**159,263.1**

現金流

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	**14,343.9**	**12,492.5**	**14,788.6**	**15,926.0**
除稅前溢利	12,993.8	12,563.0	15,712.9	17,053.7
稅項	(1,479.9)	(2,261.3)	(2,514.1)	(2,728.6)
折舊及攤銷	4,594.6	3,774.5	3,843.0	3,914.1
營運資金變動	(2,699.1)	1,409.7	896.2	949.6
其他營運現金流	934.5	(2,993.4)	(3,149.4)	(3,262.8)
投資	**(7,796.3)**	**(556.2)**	**(556.2)**	**(556.2)**
資本支出（增長）	(3,125.0)	(600.0)	(600.0)	(600.0)
投資	(36,128.5)	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	30,412.6	43.8	43.8	43.8
其他	1,044.5	0.0	0.0	0.0
融資	**(13,472.9)**	**(15,759.6)**	**(8,481.6)**	**(9,508.9)**
支付股息	(12,024.8)	(8,729.0)	(9,034.4)	(10,006.4)
借款所得款項	234,590.5	38,600.0	38,600.0	38,600.0
償還貸款	(235,559.9)	(45,630.6)	(38,047.2)	(38,102.5)
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)**	**(3,823.3)**	**5,750.8**	**5,861.0**
年初現金及現金等價物	**24,546.5**	**19,494.9**	**15,671.6**	**21,422.4**
外匯影響所致變動	56.4	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	**17,677.6**	**15,671.6**	**21,422.4**	**27,283.4**

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	15.2	15.1	15.1
稅前利潤率	11.2	10.3	12.3	12.7
純利率	10.1	9.8	10.4	10.7
資產回報率	7.6	8.0	8.8	9.2
股本回報率	21.6	21.6	22.7	23.0
增長				
營業額	0.1	4.9	5.1	5.2
息稅折舊攤銷前利潤	7.0	1.2	4.6	4.8
除稅前溢利	28.3	(3.3)	25.1	8.5
純利	32.2	2.6	10.8	8.5
純利 （經調整）	32.2	2.6	10.8	8.5
每股收益	32.9	2.5	10.8	8.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	47.8	41.2	40.3	38.9
債務權益比率	85.5	70.4	67.9	64.0
債務／（現金）淨額與權益	46.1	39.4	29.3	19.3
利息保障倍數 （倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

貴州茅台 (600519 CH)

2026 年第 3 季度：業績符合預期；受「i 茅台」增長帶動直銷增長 40%

重點

- 茅台 2026 年第 3 季度收入按年增長 3%，純利按年增長 4%，兩者均符合市場共識預期。 按渠道劃分，直銷按年增長 40%，佔 2026 年第 3 季度白酒收入的 54%，而批發渠道銷售額則按年下降 22%。 在持續推動直接面向消費者（DTC）轉型的帶動下，i 茅台於 2026 年第 3 季度的銷售額達人民幣 183 億元，佔直銷的 84%。
- 截至 2026 年第 3 季度末，合約負債按年下降 73%，按季下降 34%至人民幣 21 億元，而銷售商品和提供服務收到的現金流入則按年增長 3%至人民幣 451 億元。
- 維持「持有」評級；上調目標價 13%至人民幣 1,458 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	2025 年第 3 季度	按年變動（%）	2026 年前九個月	2025 年首九個月	按年變動（%）
總收入	41,006	39,810	3.0	133,284	130,904	1.8
營業收入	40,267	39,064	3.1	130,971	128,454	2.0
營運毛利	36,096	35,658	1.2	117,325	117,270	0.0
營運毛利率（%）	89.6	91.3	(1.6)	89.6	91.3	(1.7)
息稅前利潤	27,341	26,590	2.8	88,430	88,843	(0.5)
息稅前利潤利潤率（%）	66.7	66.8	(0.1)	66.3	67.9	(1.5)
應佔純利	19,951	19,224	3.8	64,467	64,627	(0.2)
應佔利潤率（%）	48.7	48.3	0.4	48.4	49.4	(1.0)
核心應佔純利	19,861	19,290	3.0	64,325	64,681	(0.6)
核心應佔利潤率（%）	48.4	48.5	(0.0)	48.3	49.4	(1.1)

資料來源：茅台、大華繼顯

分析

- **2026 年第 3 季度業績符合預期。** 貴州茅台（茅台）公佈 2026 年首九個月營業收入為人民幣 1,332.84 億元（按年增長 2%）。 毛利（營運）為人民幣 1,173.25 億元（按年持平），而營運毛利率為 89.6%（按年下跌 1.7 個百分點）。 息稅前利潤總計為人民幣 884.3 億元（按年持平），而息稅前利潤利潤率為 66.3%（按年下降 1.5 個百分點）。 純利為人民幣 644.67 億元（按年持平），而純利率為 48.4%（按年下降 1.0 個百分點）。 核心純利為人民幣 643.25 億元（按年下跌 1%），而核心純利率為 48.3%（按年下跌 1.1 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	174,144	172,054	176,499	183,003	191,242
息稅折舊攤銷前利潤	120,235	116,128	118,528	122,898	128,366
經營利潤	118,150	113,868	116,305	120,651	126,095
純利 （報告／實際）	86,228	82,320	84,452	87,700	91,713
純利 （經調整）	86,228	82,320	84,452	87,700	91,713
每股收益 （分）	6,864.2	6,573.7	6,743.9	7,003.3	7,323.7
市盈率（倍）	20.3	21.2	20.6	19.9	19.0
市賬率（倍）	7.5	7.1	6.6	6.2	5.7
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	13.3	14.1	13.6	12.9	12.2
股息收益率 (%)	3.7	3.7	3.8	4.0	4.2
純利率 (%)	49.5	47.8	47.8	47.9	48.0
債務/（現金）淨額與權益 (%)	(80.1)	(60.8)	(70.1)	(73.3)	(76.1)
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 (%)	38.4	34.5	33.3	32.1	31.2
市場預期純利	-	-	83,730.5	89,324.5	95,104.1
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	1.01	0.98	0.96

資料來源：茅台、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

持有（維持）

股價	人民幣 1,392.05 元
目標價	人民幣 1,458 元
上升空間	+4.7%
早前目標價	人民幣 1,295 元

股票數據

行業	必需性消費品
股份代號	600519 CH
已發行股份（百萬股）	1,250.1
市值（人民幣百萬元）	1,740,176.1
市值（百萬美元）	261,511.5
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	639.7

價格表現（%）

52 週高位 / 低位	人民幣 1,568 元/人民幣 1,151.01 元			
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
10.6	3.1	0.5	(2.4)	1.1

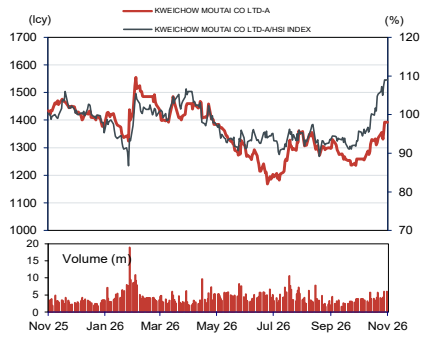
主要股東（%）

貴州茅台集團	54.50
貴州省國有資本營運有限責任公司	4.56

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值（人民幣）	210.24
2026 財政年度每股淨現金（人民幣）	148.22

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

貴州茅台主要從事茅台酒及系列酒的生產和銷售。主導產品「貴州茅台」是世界三大蒸餾名酒之一。

- 這意味著 2026 年第 3 季度收入為人民幣 410.06 億元（同比+3%），符合 Visible Alpha（VA）的市場共識預期。 毛利（營運）為人民幣 360.96 億元（按年增長 1%），而營運毛利率為 89.6%（按年下降 1.6 個百分點）。息稅前利潤總計為人民幣 273.41 億元（按年增加 3%），而息稅前利潤利潤率為 66.7%（按年減少 0.1 個百分點），主因毛利率下降以及銷售及市場推廣費用增加（按年增加 0.9 個百分點），被稅項及附加費減少（按年減少 2.0 個百分點）與行政費用減少（按年減少 0.4 個百分點）所抵銷。 純利為人民幣 199.51 億元（按年增長 4%），符合 VA 市場預期，其中純利率為 48.7%（按年上升 0.4 個百分點）。 核心純利為人民幣 198.61 億元（按年增長 3%），核心純利率為 48.4%（按年持平）。

關鍵營運數據

（人民幣百萬元）	2026 年第 3 季度	2025 年第 3 季度	按年變動（%）	2026 年前九個月	2025 年首九個月	按年變動（%）
按產品劃分的酒類收入						
-茅台	35,201	34,924	0.8	112,925	110,514	2.2
-非茅台	5,034	4,122	22.1	17,969	17,884	0.5
按渠道劃分的酒類收入						
-直接銷售渠道	21,812	15,546	40.3	73,774	55,555	32.8
-批發渠道	18,424	23,500	(21.6)	57,120	72,842	(21.6)
按地區劃分的酒類收入						
-國內	39,586	38,045	4.1	129,253	124,505	3.8
-海外	604	1,000	(39.6)	1,641	3,893	(57.8)

資料來源：茅台、大華繼顯

- **在持續推動直接面向消費者（DTC）轉型的帶動下，直銷業務按年增長 40%。** 按產品劃分，於 2026 年第 3 季度，茅台酒收入按年增長 1%，佔酒類收入的 87%（2025 年第 3 季度為 89%），而非茅台系列酒收入則按年增長 22%。按渠道劃分，直銷同比增長 40%，佔 2026 年第 3 季度白酒收入的 54%（2025 年第 3 季度為 40%），而批發渠道銷售則同比下降 22%。 在持續推動直接面向消費者（DTC）轉型的帶動下，「i 茅台」於 2026 年第 3 季度的銷售額達人民幣 183 億元（對比 2025 年第 3 季度的人民幣 19 億元），佔直銷額的 84%（對比 2025 年第 3 季度的 12%）。
- **合約負債按年減少 73%，按季減少 34%。** 截至 2026 年第 3 季度末，該公司的合約負債為人民幣 20.84 億元，按年下降 73%，按季下降 34%。 銷售商品及提供服務收到的現金流入在 2026 年第 3 季度為人民幣 451 億元，按年增加 3%。

盈利預測調整 / 風險

- 分別上調 2026/27 年盈利預測 5%/7%。我們分別上調 2026/27 年收入預測 4%/5%。我們分別下調 2026/27 年毛利率預測 0.2 個百分點/0.1 個百分點。我們將 2026/27 年的營業稅預測均下調 0.1 個百分點，並將 2026/27 年的銷售費用預測均下調 0.5 個百分點。因此，我們 2026/27 年的盈利預測分別獲上調 5%/7%。

估值 / 投資評級

- 維持「持有」評級，並將目標價上調 13%至人民幣 1,458 元。我們將以現金流折現法（DCF）為基礎的目標價延續至 2027 年，並將目標價上調 13%至人民幣 1,458 元。我們的目標價對應 21.6 倍 2026 年預測市盈率 及 20.8 倍 2027 年預測市盈率 。該股目前交易於 20.6 倍 2026 年預測市盈率 及 19.9 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	**172,054.2**	**176,498.9**	**183,002.7**	**191,242.3**
息稅折舊攤銷前利潤	116,127.5	118,528.4	122,897.8	128,365.7
折舊及攤銷	2,259.4	2,223.2	2,246.8	2,270.4
息稅前利潤	113,868.1	116,305.2	120,651.0	126,095.4
總其他非經營收入	(53.7)	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	28.5	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	815.2	653.9	811.3	924.5
除稅前溢利	**114,755.3**	**116,959.0**	**121,462.3**	**127,019.8**
稅項	(29,444.9)	(29,356.7)	(30,487.0)	(31,882.0)
少數股東權益	(2,990.3)	(3,149.9)	(3,275.1)	(3,425.0)
純利	**82,320.1**	**84,452.4**	**87,700.2**	**91,712.9**
純利 （經調整）	82,320.1	84,452.4	87,700.2	91,712.9

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	22,488.1	21,021.7	19,533.6	18,023.6
其他長期資產	28,828.1	28,705.5	28,660.1	28,679.6
現金/短期投資	110,664.7	145,489.4	170,525.5	196,589.1
其他流動資產	141,853.9	133,725.5	134,429.6	135,807.1
資產總額	**303,834.8**	**328,942.1**	**353,148.8**	**379,099.4**
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	49,610.5	52,925.8	54,058.6	55,617.2
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	265.1	265.1	265.1	265.1
股東權益	244,637.8	263,279.9	283,078.7	304,045.7
少數股東權益	9,321.4	12,471.3	15,746.4	19,171.4
負債及權益總額	**303,834.8**	**328,942.1**	**353,148.8**	**379,099.4**

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	**61,522.2**	**101,098.7**	**93,401.2**	**97,273.2**
除稅前溢利	114,755.3	116,959.0	121,462.3	127,019.8
稅項	(29,444.9)	(29,356.7)	(30,487.0)	(31,882.0)
折舊及攤銷	2,259.4	2,223.2	2,246.8	2,270.4
營運資金變動	(24,874.4)	10,358.0	1,095.2	950.6
其他營運現金流	(1,173.1)	915.2	(916.1)	(1,085.7)
投資	**(31,641.9)**	**(463.7)**	**(463.7)**	**(463.7)**
資本支出（增長）	(3,127.6)	(463.7)	(463.7)	(463.7)
投資	(9.0)	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	33,566.8	0.0	0.0	0.0
其他	(62,072.1)	0.0	0.0	0.0
融資	**(73,427.1)**	**(65,810.3)**	**(67,901.4)**	**(70,745.9)**
支付股息	(67,241.7)	(65,810.3)	(67,901.4)	(70,745.9)
發行股份	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	(6,185.3)	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	**(43,546.8)**	**34,824.7**	**25,036.1**	**26,063.6**
年初現金及現金等價物	**154,209.2**	**110,664.7**	**145,489.4**	**170,525.5**
其他貨幣資金	40,122.1	40,122.1	40,122.1	40,122.1
年末現金及現金等價物	**150,784.5**	**185,611.5**	**210,647.6**	**236,711.2**

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	67.5	67.2	67.2	67.1
稅前利潤率	66.7	66.3	66.4	66.4
純利率	47.8	47.8	47.9	48.0
資產回報率	27.3	26.7	25.7	25.0
股本回報率	34.5	33.3	32.1	31.2
增長				
營業額	(1.2)	2.6	3.7	4.5
息稅折舊攤銷前利潤	(3.4)	2.1	3.7	4.4
除稅前溢利	(4.1)	1.9	3.9	4.6
純利	(4.5)	2.6	3.8	4.6
純利 （經調整）	(4.5)	2.6	3.8	4.6
每股收益	(4.2)	2.6	3.8	4.6
槓桿比率				
債務佔總資本比率	不適用	不適用	不適用	不適用
債務權益比率	不適用	不適用	不適用	不適用
債務／（現金）淨額與權益	(60.8)	(70.1)	(73.3)	(76.1)
利息保障倍數 （倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

深圳邁瑞生物醫療電子 （300760 CH）

2026 年首九個月：業績符合預期；海外及新興業務將在 2027 年持續推動增長

重點

- 邁瑞 2026 年前九個月收入按年增長 4.9%至人民幣 271 億元，經調整淨利潤按年下降 2.8%至人民幣 73 億元，符合我們對全年的增長預期。
- 受外匯虧損影響，2026 年第 3 季度收入增長放緩至 2.9%，盈利按年下跌 1.6%。按固定匯率基準計算，2026 年第 3 季度收入按年增長 6.0%。2026 年前九個月海外收入按年增長 11.0%，佔銷售額的 53%。
- 邁瑞預計海外及新興業務將在 2027 年繼續推動增長。
- 維持「買入」評級，目標價上調至人民幣 210 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）	2025 年第 3 季度	2026 年第 3 季度	同比百分比變動	2025 年首九個月	2026 年前九個月	同比百分比變動
收入	9,091	9,350	2.9	25,834	27,097	4.9
毛利	5,680	5,741	1.1	16,005	16,537	3.3
銷售費用	(1,311)	(1,342)	2.3	(3,735)	(3,858)	3.3
行政費用	(365)	(363)	(0.5)	(1,047)	(1,059)	1.2
研發開支	(828)	(813)	(1.8)	(2,435)	(2,383)	(2.1)
息稅前利潤	3,025	3,005	(0.7)	8,947	8,571	(4.2)
純利	2,501	2,387	(4.6)	7,570	7,184	(5.1)
經調整純利	2,513	2,473	(1.6)	7,463	7,257	(2.8)
佔銷售額百分比	**2025 年第 3 季度**	**2026 年第 3 季度**	**按年百分點變動**	**2025 年首九個月**	**2026 年前九個月**	**按年百分點變動**
毛利	62.5	61.4	(1.1)	62.0	61.0	(0.9)
銷售費用	14.4	14.3	(0.1)	14.5	14.2	(0.2)
行政費用	4.0	3.9	(0.1)	4.1	3.9	(0.1)
研發開支	9.1	8.7	(0.4)	9.4	8.8	(0.6)
稅前利潤	33.3	32.1	(1.1)	34.6	31.6	(3.0)
純利	27.5	25.5	(2.0)	29.3	26.5	(2.8)
經調整純利	27.6	26.4	(1.2)	28.9	26.8	(2.1)

資料來源：邁瑞、大華繼顯

分析

- 2026 年前九個月業績符合預期。深圳邁瑞生物醫療電子（邁瑞）公佈 2026 年第 3 季度收入按年增長 2.9%至人民幣 93.5 億元，經調整純利按年下跌 1.6%至人民幣 24.7 億元。2026 年前九個月，收入按年增長 4.9%至人民幣 271 億元，經調整純利按年下跌 2.8%至人民幣 72.6 億元。邁瑞宣派第三次中期股息每股人民幣 1.3 元。2026 年前九個月業績符合我們對全年的增長預測。

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	36,726	33,282	34,609	37,683	41,641
息稅折舊攤銷前利潤	12,615	9,796	9,527	10,498	11,793
經營利潤	11,991	9,074	8,703	9,520	10,600
純利 （報告 / 實際）	11,668	8,136	7,508	8,176	9,060
純利 （經調整）	11,442	8,069	7,508	8,176	9,060
每股收益 （分）	943.7	665.5	619.6	674.7	747.6
市盈率（倍）	19.3	27.3	29.3	26.9	24.3
市賬率（倍）	6.1	5.8	5.4	5.1	4.7
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	16.0	20.5	21.1	19.2	17.1
股息收益率 (%)	3.4	2.4	2.2	2.4	2.7
純利率 (%)	31.2	24.2	21.7	21.7	21.8
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(41.6)	(46.3)	(46.8)	(45.1)	(42.2)
利息保障倍數 （倍）	649.8	407.8	不具意義	不具意義	不具意義
股本回報率 (%)	33.9	22.0	19.1	19.4	20.1
市場預期純利	-	-	8,405	9,605	10,853
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.89	0.85	0.83

資料來源：邁瑞、彭博、大華繼顯

分析員

竇曉琴
carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

陳穎翀
sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

買入（維持）

股價	人民幣 181.75 元
目標價	人民幣 210 元
上升空間	15.5%
早前目標價	人民幣 195 元

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	300760 CH
已發行股份（百萬股）	1,212
市值（人民幣百萬元）	220,245
市值（百萬美元）	33,085
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	220.6

價格表現（%）

52 週高位 / 低位 人民幣 224.50 元/人民幣 130.66 元

1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
12.7	12.5	7.9	(16.1)	(4.6)

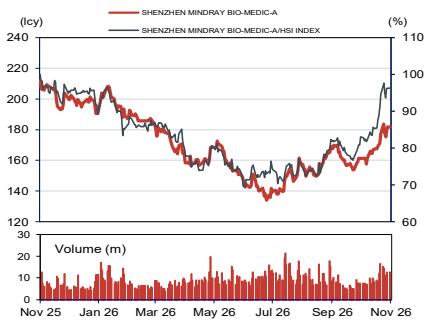
主要股東（%）

李西廷先生	26.99
徐航先生	24.50

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值（人民幣）	33.58
2026 財政年度每股淨現金（人民幣）	15.70

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

邁瑞是一家領先的醫療器械生產商。

- **海外業務佔 2026 年首九個月收入的 53%。** 2026 年前九個月，國際收入按年增長 11.0%至人民幣 143.6 億元，以美元計則按年增長 16.0%。 在較高基數下，歐洲地區的收入按年增長接近 20%，其中英國、法國、德國及意大利均錄得快速增長；拉丁美洲按年增長接近 18%，亞太地區則增長 14%，主要由印度、墨西哥及巴西帶動。 邁瑞預計 2026 年國際業務將在歐洲、拉丁美洲及亞太區的帶動下持續快速增長，該業務佔總營收的比例亦將進一步上升。2026 年前九個月國內收入按年下跌 1.3%至人民幣 127.3 億元，而 2026 年第 3 季度的國內收入則按季上升 1.95%。 該公司仍以 2026 年國內收入錄得正增長為目標。
- 主要增長引擎為體外診斷（IVD）及新興業務。2026 年前九個月，體外診斷業務收入按年增長 7.8%至人民幣 105.9 億元，佔總銷售額比重提升至 39%。期內，化學發光免疫分析及凝血業務收入均錄得雙位數增長，而國際體外診斷業務收入增長 20%，國際化學發光免疫分析業務收入更增長超過 30%。新興業務收入按年增長 20.5%至人民幣 47.4 億元，佔銷售額的 17%，其中微創外科及微創介入業務各自增長逾 20%。相比之下，生命資訊與支持業務按年下跌 1.3%至人民幣 73.3 億元，醫學影像業務按年下跌 6.2%至人民幣 43 億元。體外診斷及新興業務現時佔國內收入近 71%。
- **毛利率在 2026 年第 3 季度受壓。** 毛利率按年下跌 1.1 個百分點至 61.4%，主要由於原材料成本上升及產品價格下降所致。 2026 年第 3 季度，銷售費用按年增長 2.3%，而行政費用及研發費用則按年分別下降 0.5%及 1.8%。
- 全球化仍是 2027 年增長的主旋律。以美元計算，管理層預期 2027 年海外收入按年增長 10%至 15%，並預期體外診斷（IVD）及新興業務將在 2027 年帶動更強勁的國內收入增長。鑑於匯率及原材料成本的不確定性持續存在，加上若干市場的產品價格壓力持續，管理層預期毛利率在一段時間內仍將承壓。然而，公司將繼續努力提高營運效率。
- **現金生成能力維持強勁，維持派息政策。** 經營現金流保持強勁，在 2026 年首九個月按年增長 14.1%至人民幣 83 億元，而在 2026 年第 3 季度按年增長 2.1%至人民幣 34.2 億元。 董事會宣派第三次中期股息每 10 股人民幣 13 元，或人民幣 15.8 億元，使 2026 年前九個月派息達到每股人民幣 3.88 元，相當於 65.4%的派付比率；此舉符合三年內不低於 65%的政策。 該公司可能會考慮在其目標於 2027 年上半年在香港上市前，為投資者安排額外的現金獎勵。

估值 / 投資評級

- **維持「買入」評級，並將目標價上調至人民幣 210 元（基於 31 倍 2027 年預測市盈率 ），此乃由於我們預期該公司將自 2027 年起重拾盈利增長動力。**

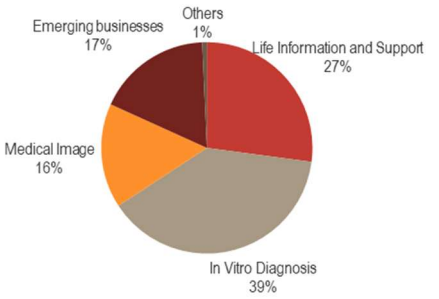
盈利預測調整 / 風險

- **風險包括：a)人民幣兌目前貢獻 53%收入的海外市場貨幣升值；b)地緣政治風險升溫；c)政策不確定性；d)經濟狀況轉弱可能帶來的負面影響；以及 e)海外及國內業務擴張的風險。**

股價催化劑

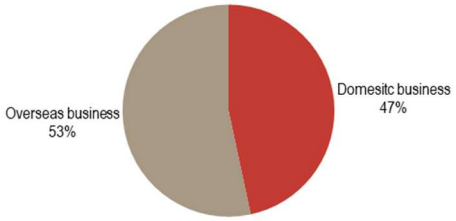
- 新興業務及海外市場的收入增長強於預期。
- 增加股息派發以提高投資者回報。

分部收益（2026 年首 9 個月）



資料來源：邁瑞、大華繼顯

地區收入（2026 年首九個月）



資料來源：邁瑞、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	**33,282**	**34,609**	**37,683**	**41,641**
息稅折舊攤銷前利潤	9,796	9,527	10,498	11,793
折舊及攤銷	721	824	979	1,193
息稅前利潤	9,074	8,703	9,520	10,600
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	263	263	263	263
除稅前溢利	**9,674**	**9,177**	**9,993**	**11,074**
稅項	(1,222)	(1,377)	(1,499)	(1,661)
少數股東權益	(316)	(292)	(318)	(353)
純利	**8,136**	**7,508**	**8,176**	**9,060**
純利（經調整）	8,069	7,508	8,176	9,060

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	10,824	12,015	14,042	16,882
其他長期資產	21,032	21,032	21,032	21,032
現金/短期投資	17,625	19,026	19,649	19,669
其他流動資產	9,785	10,374	11,197	12,220
資產總額	**59,267**	**62,447**	**65,919**	**69,803**
短期債務	0	0	0	0
其他流動負債	11,599	11,892	12,222	12,622
長期債務	4	4	4	4
其他長期負債	4,652	4,652	4,652	4,652
股東權益	38,093	40,688	43,513	46,643
少數股東權益	4,918	5,210	5,529	5,882
負債及權益總額	**59,267**	**62,447**	**65,919**	**69,803**

現金流

截至12月31日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026年預測	2027年預測	2028年預測
營運	**10,145**	**8,329**	**8,980**	**9,983**
除稅前溢利	9,674	9,177	9,993	11,074
稅項	(1,222)	(1,377)	(1,499)	(1,661)
折舊及攤銷	721	824	979	1,193
營運資金變動	1,098	(295)	(494)	(623)
非現金項目	-	-	-	-
其他營運現金流	(126)	-	-	-
投資	**(509)**	**(2,014)**	**(3,006)**	**(4,033)**
資本支出（增長）	(1,662)	(2,014)	(3,006)	(4,033)
出售資產所得款項	201	-	-	-
其他	952	-	-	-
融資	**(6,724)**	**(4,914)**	**(5,351)**	**(5,929)**
支付股息	(5,310)	(4,914)	(5,351)	(5,929)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	(5)	-	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他／已付利息	(1,408)	-	-	-
現金流入（流出）淨額	**2,912**	**1,401**	**623**	**21**
年初現金及現金等價物	**14,908**	**17,625**	**19,026**	**19,649**
外匯影響所致變動	(195)	-	-	-
年末現金及現金等價物	**17,625**	**19,026**	**19,649**	**19,669**

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	60.3	58.4	58.2	58.3
稅前利潤率	29.1	26.5	26.5	26.6
純利率	24.4	21.7	21.7	21.8
資產回報率	14.0	12.3	12.7	13.4
股本回報率	22.0	19.1	19.4	20.1
增長				
營業額	(9.4)	4.0	8.9	10.5
毛利	(13.4)	0.7	8.6	10.6
除稅前溢利	(25.7)	(5.1)	8.9	10.8
純利	(30.3)	(7.7)	8.9	10.8
純利（經調整）	(29.5)	(6.9)	8.9	10.8
每股收益	(29.5)	(6.9)	8.9	10.8
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務權益比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務／（現金）淨額與權益	(46.3)	(46.8)	(45.1)	(42.2)
利息保障倍數	407.8	不具意義	不具意義	不具意義

好未來教育集團 （TAL US）

2027 財年第 2 季度：營收不及預期且營運槓桿比率強勁；公允價值虧損拖累純利

重點

- 好未來（TAL）2027 財年第 2 季度收入按年增長 15%至美金 9.95 億元，較我們及市場共識預期分別低 7%及 8%。非美國通用會計準則經營利潤增長逾一倍至美金 2.48 億元，經營利潤率按年擴大 12.4 個百分點至 25%，主因銷售及市場推廣費用按年下降 15%。由於投資公允價值虧損及稅項支出，非美國通用會計準則純利遜於預期，錄得美金 3,600 萬元虧損，而市場預期則為美金 2 億元。
- 維持「買入」評級，目標價下調至美金 15 元。

2027 財年第 2 季度業績

截至 2 月 28 日止年度（百萬美元）	2026 財年 第 2 季度	2027 財年 第 2 季度	2027 財年 第 1 季度	按季	按年	大華繼顯	差異	市場預期	差異
收入	861	758	995	31%	15%	1,073	-7%	1,076	-7.5%
銷貨成本	370	320	400	25%	8%	442	-10%		
毛利	491	438	595	36%	21%	630	-6%	634	-6.2%
毛利率	57%	58%	60%	2 個百分點	3 個百分點	59%	1 個百分點	58.9%	1 個百分點
營運開支	395	301	359	19%	-9%	471	-24%		
銷售及營銷	267	172	226	32%	-15%	304	-26%		
一般及行政開支	129	129	132	3%	3%	167	-21%		
經營利潤	96	137	236	72%	145%	159	48%		
非美國通用會計準則營業利潤	108	149	248	67%	130%	175	42%		
非美國通用會計準則經營利潤率	13%	20%	25%	5 個百分點	12 個百分點	16%	9 個百分點		
淨利潤	124	408	-47	-112%	-138%	186	-126%		
非美國通用會計準則 純利	136	420	-36	-108%	-126%	202	-118%	200	-117.8%
非美國通用會計準則 每股攤薄盈利	0.24	0.75	-0.06	-109%	-127%	0.36	-118%	0.37	-117.4%
非美國通用會計準則 純利率	16%	55%	-4%	（59 個百分點）	（19 個百分點）	19%	（22 個百分點）	18.6%	（22 個百分點）

資料來源：好未來教育集團，大華繼顯

分析

- **收入增長放緩；低於預期。** 好未來教育集團（TAL）於 2027 財年第 2 季度收入按年增長 15%至美金 9.95 億元，較 2027 財年第 1 季度的按年增幅 32%有所放緩，且分別低於我們及市場預期 7%和 8%。 在市場萎縮及競爭激烈的情況下，學習設備表現疲弱，加上線上素養培訓增長放緩，令整體增長受壓，但部分被受入學人數增加推動而實現健康雙位數增長的培優線下課程所抵銷。管理層預期學習設備仍將是拖累集團收入增長的主要因素。 截至 2027 財年第 2 季度末，遞延收入為美金 9.304 億元，較 2026 財年末增長 5.5%，為 2027 財年下半年的收入能見度提供支持。
- 利潤率擴張勝於預期。2027 財年第 2 季度毛利按年增長 21%至美金 5.95 億元，毛利率按年擴張 3 個百分點至 60%。非美國通用會計準則經營利潤率按年擴大 12 個百分點至 25%，主要受毛利率提高及銷售與營銷費用減少所支持，惟部分被一般及行政費用增加所抵銷。銷售與營銷費用按年下降 15%至美金 2.26 億元，令費用率按年下降 8 個百分點至 23%，而一般及行政費用則按年增加 4%至美金 1.32 億元。非美國通用會計準則經營利潤達到美金 2.48 億元，較 2026 財年第 2 季度錄得的美金 1.08 億元增長逾一倍，且較我們的預測高出 42%。

主要財務資料

截至 2 月 28 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	2,250	3,009	3,651	4,173	4,870
息稅折舊攤銷前利潤	45	348	498	481	571
經營利潤	(3)	276	425	406	503
純利 （報告／實際）	85	531	671	684	754
純利 （經調整）	20	488	621	630	695
每股收益（美仙）	9.6	252.8	320.2	323.4	354.7
市盈率（倍）	105.9	4.0	3.2	3.1	2.9
市賬率（倍）	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	82.4	10.6	7.4	7.7	6.5
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率 (%)	3.8	17.6	18.4	16.4	15.5
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(47.0)	(40.4)	(46.1)	(63.3)	(68.7)
股本回報率 (%)	2.3	14.1	16.9	14.7	13.7
市場預期純利	-	-	752.5	658.8	832.3
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.83	0.96	0.83

來源：好未來教育集團、彭博、大華繼顯

分析員

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

買入（維持）

股價	美金 10.14 元
目標價	美金 15 元
上升空間	47.9%
早前目標價	美金 18.40 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	TAL US
已發行股份（百萬股）	407.2
市值（百萬美元）	5,624.1
市值（百萬美元）	5,624.1
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	55.5

價格表現（%）

52 週高位 / 低位				美金 13.37 元/美金 8.87 元
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(13.6)	(17.8)	(6.5)	(15.7)	(7.1)

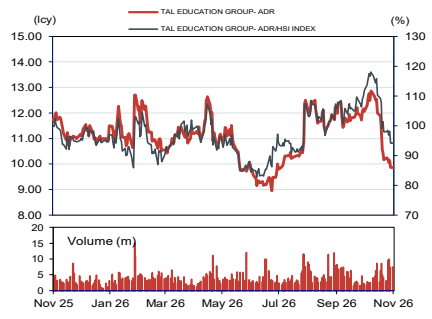
主要股東（%）

張邦鑫	30.05
劉亞超	4.58
貝萊德	4.17

資產負債表指標

2027 財年每股資產淨值（港元）	21.80
2027 財年每股淨債項（港元）	10.05

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

TAL Education Group 是一家控股公司，從事提供智慧學習解決方案。 其透過多元化的課堂形式，為各年齡段的學生提供全面的學習服務。

- **投資公允價值變動及較高的稅項開支對盈利構成壓力。** 好未來（TAL）公佈 2027 財年第 2 季度非美國通用會計準則淨虧損美金 3,560 萬元，而我們預估的純利為美金 2.02 億元，儘管其營運盈利能力表現更為強勁。其他開支總計美金 1.897 億元，而 2026 財年第 2 季度則為其他收入美金 6,710 萬元，此盈虧轉變主要受若干投資的公平值變動所帶動。所得稅開支由美金 5,110 萬元增至美金 1.359 億元，主要反映與預扣稅相關的遞延稅項負債變動。
- **儘管收入增長放緩，但預期 2027 財年利潤率將有所改善。** 管理層預期，隨着業務規模擴大，加上學習設備持續面臨行業逆風，集團收入增長將會放緩。在營運效率及嚴格的資源配置支持下，2027 財年營業利潤率預期將按年改善。好未來（TAL）將在審慎管理成本的同時，繼續投資於學習設備內容、技術及產品體驗，且預期該業務全年不會錄得重大虧損。每季盈利能力可能會隨季節性因素及投資時機而波動。
- 股東回報。好未來將其股份回購計劃延長至 2027 年 7 月 28 日，尚有美金 3.937 億元可用於回購，約相當於其市值的 7.1%。該公司亦宣派每股美國存託股份（ADS）美金 0.1 元的股息，總額為美金 5,520 萬元，意味著約 1.0%的股息率。在視乎回購執行情況的前提下，股息與可用回購授權合計代表約佔市值 8.0%的潛在資本回報。在 2026 年 7 月 29 日至 2026 年 10 月 23 日期間，實際回購總額為美金 200 萬元。

估值 / 投資評級

- **基於分部加總估值法（SOTP），維持「買入」評級，並將目標價下調至美金 15 元。** 我們的目標價相當於 2027 財年預測 13 倍非美國通用會計準則市盈率 。 TAL 目前的交易估值為 2027 財政年度預測非美國通用會計準則 市盈率 的 9.0 倍。

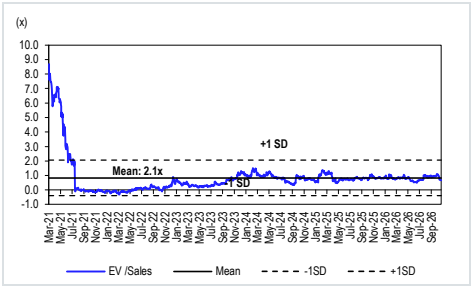
盈利預測調整 / 風險

- 為反映 2027 財年收入增長放緩，我們將 2027 財年收入預測下調 2.8%至美金 36.51 億元（按年增長 21%），並將 2027 財年非美國通用會計準則純利預測下調 6.2%至美金 7.2 億元，相當於 20%的純利率。
- 風險包括：a)學習設備銷售持續疲軟；b)學習服務競爭加劇；c)持續投資帶來的利潤率壓力；d)不利的教育政策變動；以及 e)好未來（TAL）投資組合的公允價值波動。

股價催化劑

- a)非學術課程需求持續增長；b)入學人數增加及課室使用率提升；c)受益於營運效率提升與審慎支出帶來的利潤率改善；以及 d)學習設備銷售復甦。

12 個月預測企業價值 / 銷售額



來源：彭博、大華繼顯

基於分部加總估值法的估值

分部	2027 財年預測收入（百萬美元）	2027 財年預測非公認會計原則經營利潤率（%）	2027 財年預測非公認會計原則經營利潤（百萬美元）	2027 財年預測稅後淨經營利潤（百萬美元）	2027 至 2028 財年預測銷售額複合年增長率（%）	2027 至 2028 財年預測經營利潤複合年增長率（%）	2027 財年預測目標倍數（倍）	2027 財年預測市銷率（倍）	價值（百萬美元）	美國存託股份數目（百萬）	每股價值（美元）
學習服務及其他	2,837	14.4%	408	318	24%	23%	16 倍		5,028	616	8.2
高中補習	402	19.9%	80	62	12%	12%	15 倍		937	616	1.5
增潤學習及其他	2,434	13.5%	328	256	26%	26%	16 倍		4,092	616	6.6
內容解決方案	927	7.2%	67	52	4%	不適用		3 倍	2,319	616	3.8
TAL	3,651	13.0%	475	371	19%	29%	20 倍		7,347	616	11.9
淨現金（2027 財年預測）									1,897	616	3.1
							34 倍	18 倍	9,244	616	15.0

來源：大華繼顯

損益表

截至 2 月 28 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	3,008.9	3,650.6	4,173.0	4,870.4
息稅折舊攤銷前利潤	348.5	497.6	480.7	571.1
折舊及攤銷	72.4	72.1	74.4	68.1
息稅前利潤	276.0	425.4	406.3	503.0
總其他非經營收入	347.3	365.2	365.2	365.2
聯營公司貢獻	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
淨利息收入／（支出）	62.0	84.2	75.7	66.1
除稅前溢利	684.6	873.9	846.3	933.4
稅項	(154.4)	(203.4)	(162.2)	(178.9)
少數股東權益	0.6	0.0	0.0	0.0
純利	530.8	670.5	684.1	754.5
純利 （經調整）	487.7	620.9	630.2	694.7

資產負債表

截至 2 月 28 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	690.5	691.1	1,066.0	1,312.4
其他長期資產	1,402.7	2,429.0	2,442.9	2,450.8
現金/短期投資	1,523.9	1,952.6	3,234.0	4,071.1
其他流動資產	2,319.2	1,585.0	1,481.1	1,551.0
資產總額	5,936.3	6,657.7	8,224.0	9,385.2
短期債務	0.0	29.8	0.0	0.0
其他流動負債	1,767.2	1,896.8	2,553.4	2,900.3
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	395.4	558.8	561.0	561.0
股東權益	3,774.4	4,173.3	5,110.6	5,924.9
少數股東權益	(0.8)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
負債及權益總額	5,936.3	6,657.7	8,224.0	9,385.2

現金流量

截至 2 月 28 日止年度（百萬美元）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
營運	601.5	716.8	1,561.0	1,151.6
年度溢利	684.6	873.9	846.3	933.4
稅項	(154.4)	(203.4)	(162.2)	(178.9)
折舊及攤銷	72.4	72.1	74.4	68.1
聯營公司	0.9	0.9	0.9	0.9
營運資金變動	263.7	(72.9)	760.4	277.1
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流	(265.7)	46.1	41.3	51.1
投資	(175.7)	(301.1)	(275.0)	(314.5)
資本支出（增長）	(93.2)	(245.4)	(275.0)	(314.5)
投資	828.2	1,803.4	1,803.4	1,803.4
其他	(912.4)	(1,859.0)	(1,803.4)	(1,803.4)
融資	(643.5)	29.8	(29.8)	0.0
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	0.0	29.8	(29.8)	0.0
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	(643.5)	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	(217.8)	445.4	1,256.3	837.1
年初現金及現金等價物	1,991.7	1,786.0	2,231.5	3,487.8
外匯影響所致變動	12.1	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	1,786.0	2,231.5	3,487.8	4,324.9

關鍵指標

截至 2 月 28 日止年度（百萬美元）	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	11.6	13.6	11.5	11.7
稅前利潤率	22.8	23.9	20.3	19.2
純利率	17.6	18.4	16.4	15.5
資產回報率	9.3	10.6	9.2	8.6
股本回報率	14.1	16.9	14.7	13.7
增長				
營業額	33.7	21.3	14.3	16.7
息稅折舊攤銷前利潤	675.5	42.8	(3.4)	18.8
除稅前溢利	458.5	27.7	(3.2)	10.3
純利	527.4	26.3	2.0	10.3
純利 （經調整）	2,381.5	27.3	1.5	10.2
每股收益	2,539.6	26.7	1.0	9.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.0	0.7	0.0	0.0
債務權益比率	0.0	0.7	0.0	0.0
債務／（現金）淨額與權益	(40.4)	(46.1)	(63.3)	(68.7)
利息保障倍數 （倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

天賜材料 (002709 CH)

2026 年第 3 季度：六氟磷酸鋰價格下跌拖累盈利；下調評級至「沽售」

重點

- 2026 年第 3 季度經調整純利為人民幣 10.33 億元（按年增長 646% / 按季下降 17%），低於我們預期。盈利低於我們的預期，原因在於利潤率受到六氟磷酸鋰（LiPF6）價格下跌的影響。
- 我們預計儘管銷量有所增長，天賜材料的盈利仍將受到六氟磷酸鋰（LiPF6）價格下跌的拖累。
- 基於較低的平均售價（ASP）及毛利率，我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別大幅下調 22%、62%及 62%，至人民幣 57.1 億元、人民幣 36 億元及人民幣 43.1 億元。
- 評級由「買入」下調至「沽售」，目標價由人民幣 54 元調低至人民幣 19 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	按年百分比	按季百分比變動	2026 年前九個月	按年百分比	上期 2026 年預測	按年百分比	2026 年前九個月 / 2026 年
收入	8,832	131.6	9.9	23,542	117.1	40,599	143.8	0.58
毛利	1,993	211.2	(15.4)	6,928	254.5	12,180	228.9	0.57
毛利率（%）	*22.6*	*5.8*	*(6.7)*	*29.4*	*11.4*	*30.0*	*7.8*	*0.98*
息稅前利潤	1,332	313.0	(20.7)	5,035	517.8	8,688	337.9	0.58
息稅前利潤利潤率（%）	*15.1*	*6.6*	*(5.8)*	*21.4*	*13.9*	*21.4*	*9.5*	*1.00*
純利	1,041	581.7	(13.7)	3,902	827.7	7,070	419.1	0.55
純利 –經調整	1,033	645.6	(17.2)	3,841	929.2	7,070	419.9	0.54
純利率 (%)	*11.8*	*7.8*	*(3.2)*	*16.6*	*12.7*	*17.4*	*9.2*	*0.95*
核心純利率（%）	*11.7*	*8.1*	*(3.8)*	*16.3*	*12.9*	17.4	9.2	0.94

來源：天賜材料，大華繼顯

分析

- **2026 年第 3 季度純利及經調整純利分別為人民幣 10.41 億元(按年增長 582% / 按季下跌 14%）及人民幣 10.33 億元（按年增長 646% / 按季下跌 17%），遜於我們預期。** 這帶動 2026 年首九個月的純利及經調整純利分別達到人民幣 39.02 億元（按年增長 828%）及人民幣 38.41 億元（按年增長 929%）。盈利遜於我們預期的原因在於利潤率。
  - **收入符合預期。** 2026 年第 3 季度收入按年增長 132%，按季增長 10%至人民幣 88.3 億元，帶動 2026 年前九個月收入達人民幣 235.4 億元（按年增長 117%），佔我們 2026 年預測的 58%（2025 年前九個月收入佔 2025 年全年的 65%）。 銷量在 2026 年第 3 季度按年增長 40%、按季增長 10%至 264,000 公噸，並按年增長 42%至 710,000 公噸，相當於我們全年預測 102 萬公噸（按年增長 42%）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	12,518	16,650	37,819	31,823	37,763
息稅折舊攤銷前利潤	2,006	3,041	8,104	5,587	6,483
經營利潤	1,037	1,984	7,034	4,423	5,249
純利 （報告／實際）	484	1,362	5,710	3,604	4,312
純利 （經調整）	382	1,360	5,710	3,604	4,312
每股收益（美仙）	25.4	70.7	280.1	176.8	211.5
市盈率（倍）	102.9	37.0	9.3	14.8	12.3
市賬率（倍）	3.8	2.8	2.3	2.2	2.0
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	26.8	17.7	6.6	9.6	8.3
股息收益率 (%)	0.4	1.1	4.3	2.7	3.2
純利率 (%)	3.0	8.2	15.1	11.3	11.4
債務/（現金）淨額與權益	36.7	5.6	(8.7)	(22.7)	(29.0)
利息保障倍數 （倍）	5.6	10.9	98.9	154.3	(551.5)
股本回報率 (%)	2.9	8.8	27.9	15.2	16.7
市場預期純利	-	-	6,263	6,741	7,430
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	0.91	0.53	0.58

資料來源：天賜材料、彭博、大華繼顯

分析員

利新民
ken.lee@uobkh.com
+852 2236 6760

沽售（下調）

股價	人民幣 26.12 元
目標價	人民幣 19 元
上升空間	-27.3%
早前目標價	人民幣 54 元

股票數據

行業	材料
股份代號	002709 CH
已發行股份（百萬股）	2,039
市值（人民幣百萬元）	53,247
市值（百萬美元）	6,871
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	244

價格表現（%）

52 週高位 / 低位			港幣 64.98 元/港幣 25.20 元	
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(16.3)	(26.8)	(56.8)	(36.1)	(43.5)

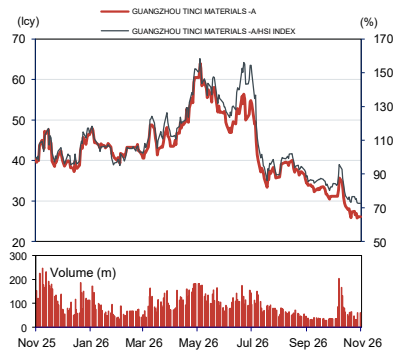
主要股東（%）

徐金富	34.27

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值（港元）	10.45
2026 財政年度每股淨債項（港元）	0.99

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

廣州天賜材料科技股份有限公司從事精細化工品及新材料的研發、製造與銷售。該公司的主要產品包括個人護理材料、鋰離子電池材料及有機硅橡膠材料。

- **毛利率遜於預期。**毛利率按季下跌 6.7 個百分點至 22.6%，儘管按年仍上升 5.8 個百分點，但遠低於我們全年的假設值 30.0%。2026 年第 3 季毛利率下跌，乃由於電解液價格連同六氟磷酸鋰（LiPF6）價格按季下跌所致。2026 年首九個月毛利率按年急升 11.4 個百分點至 29.4%，惟仍低於我們全年的假設值 30.0%。
- **營運開支率低於預期。**受營運槓桿比率帶動，2026 年第 3 季度營運開支佔收入比率按年下降 2.3 個百分點，按季下降 1.1 個百分點至 7.0%，相較之下我們全年的假設為 8.6%。2026 年第 3 季度息稅前利潤利潤率按季大幅下滑 5.8 個百分點，但按年急升 6.6 個百分點至 15.1%，且 2026 年前 9 個月按年大升 13.9 個百分點至 21.4%，與我們的全年假設相若。

- **盈利受六氟磷酸鋰（LiPF6）週期見頂拖累。** 儘管銷量有所增長，但我們預期天賜材料（Tinci）的盈利將受六氟磷酸鋰（LiPF6）價格低迷所拖累。
  - **維持 2026 年至 2028 年的銷量預測分別為 139 萬 / 167 萬 / 200 萬噸（增長 33% / 20% / 20%），其中包括 102 萬 / 122 萬 / 147 萬噸的電解液銷量（增長 42% / 20% / 20%），以及 37 萬 / 45 萬 / 53 萬噸的其他電池材料（正極材料、硫化鋰等）。** 銷量增長將由公司歐洲及北美廠房的產能提升，以及新業務線——正極材料、固態電池材料（硫化鋰及固態電解質）所帶動。
  - **鑑於電解液價格鏈在預測期內持續處於結構性下跌趨勢，我們將 2026 至 2028 年的平均售價假設分別下調 11%/27%/27%至人民幣 26,700 元/人民幣 22,000 元/人民幣 22,000 元，並將 2026 至 2028 年的毛利率假設分別下調 10.3 個百分點/15.0 個百分點/15.0 個百分點至 26.7%/22.0%/22.0%。** 就六氟磷酸鋰（LiPF6）而言，預計於 2027 年投產的 15 萬至 20 萬噸新增產能應會對該產品的價格構成壓力，從而使產能利用率維持在高位，並消除對電解液的成本支撐。 隨着市場由過剩轉向短缺，磷酸鐵的價格應會走強，但相對於電解液而言，其規模過小，不足以抵銷平均售價對集團毛利率的拖累。

盈利預測調整 / 風險

- **我們分別將 2026 至 2028 年的純利預測大幅下調 22%/62%/62%，至人民幣 57.1 億元/人民幣 36 億元/人民幣 43.1 億元。** 基於我們對平均售價（ASP）及毛利的較低假設，我們對 2026 至 2028 年的純利預測分別較市場共識低 9%、47%及 42%。
- **上升空間風險：**六氟磷酸鋰（LiPF6）的供應自律更趨嚴格；磷酸鐵定價走強及正極盈利能力；固態電池與鈉離子電池商業化進程加快。

估值 / 投資評級

- **評級由「買入」下調至「沽售」，目標價由人民幣 54 元大幅削至人民幣 19 元，此乃基於我們 10 年期貼現現金流模型（加權平均資本：17%，終端增長率：3%）中的盈利預測下調。** 我們的新目標價相當於 10.7 倍 2027 年預測 市盈率 及 1.6 倍 2027 年預測市賬率。

股價催化劑

- **電解液及六氟磷酸鋰（LiPF6）價格進一步下跌，或公布新增產能。**
- **存貨撇減及毛利率未達預期。**
- **隨着平均售價（ASP）假設重新調整，市場普遍預測的盈利遭到下調。**

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	**16,650**	**37,819**	**31,823**	**37,763**
息稅折舊攤銷前利潤	3,041	8,104	5,587	6,483
折舊及攤銷	(1,057)	(1,070)	(1,164)	(1,233)
息稅前利潤	**1,984**	**7,034**	**4,423**	**5,249**
總其他非經營收入 / （開支）	(271)	-	-	-
聯營公司貢獻	8	-	-	-
淨利息收入／（支出）	(182)	(71)	(29)	10
除稅前溢利	**1,539**	**6,963**	**4,395**	**5,259**
稅項	(194)	(1,253)	(791)	(947)
少數股東權益	18	-	-	-
純利	**1,362**	**5,710**	**3,604**	**4,312**
純利 （經調整）	1,360	5,710	3,604	4,312

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	9,903	11,267	11,337	11,338
其他長期資產	3,967	4,033	4,049	4,065
現金/短期投資	1,889	4,904	8,424	10,778
其他流動資產	11,168	17,509	15,149	17,724
資產總額	**26,927**	**37,714**	**38,959**	**43,904**
短期債務	1,903	1,903	1,903	1,903
其他流動負債	5,590	11,203	11,129	13,204
長期債務	1,017	1,017	1,017	1,017
其他長期負債	380	380	380	380
股東權益	17,852	23,025	24,345	27,216
少數股東權益	185	185	185	185
負債及權益總額	**26,927**	**37,714**	**38,959**	**43,904**

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	**1,182**	**6,123**	**7,082**	**5,036**
除稅前溢利	1,539	6,963	4,395	5,259
稅項	(194)	(1,253)	(791)	(947)
折舊及攤銷	1,057	1,070	1,164	1,233
聯營公司	(8)	-	-	-
營運資金變動	(1,623)	(728)	2,286	(500)
非現金項目	411	71	29	(10)
其他營運現金流	-	-	-	-
投資	**(332)**	**(2,456)**	**(1,163)**	**(1,125)**
資本支出（增長）	(659)	(2,500)	(1,250)	(1,250)
投資	(5,409)	-	-	-
其他	5,609	-	-	-
融資	127	44	87	125
支付股息	**(557)**	**(652)**	**(2,400)**	**(1,557)**
借款所得款項	(284)	(652)	(2,400)	(1,557)
償還貸款	5	-	-	-
其他 / 已付利息	2,139	12,000	12,000	12,000
現金流入（流出）淨額	(2,225)	(12,000)	(12,000)	(12,000)
年初現金及現金等價物	(191)	-	-	-
外匯影響所致變動	**294**	**3,015**	**3,519**	**2,354**
年末現金及現金等價物	1,602	1,889	4,904	8,424

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	18.3	21.4	17.6	17.2
稅前利潤率	9.2	18.4	13.8	13.9
純利率	8.2	15.1	11.3	11.4
資產回報率	5.3	17.7	9.4	10.4
股本回報率	8.8	27.9	15.2	16.7
增長				
營業額	33.0	127.1	(15.9)	18.7
息稅折舊攤銷前利潤	51.6	166.5	(31.1)	16.0
除稅前溢利	136.7	352.6	(36.9)	19.7
純利	181.4	319.3	(36.9)	19.7
純利 （經調整）	256.3	319.9	(36.9)	19.7
每股收益	178.4	296.2	(36.9)	19.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	10.8	7.7	7.5	6.7
債務權益比率	16.4	12.7	12.0	10.7
債務／（現金）淨額與權益	5.6	(8.7)	(22.7)	(29.0)
利息保障倍數 （倍）	10.9	98.9	154.3	(551.5)

濰柴動力 （2338 HK）

2026 年第 3 季度：符合預期；電力與能源仍為增長引擎；評級上調至「買入」

重點

- 2026 年第 3 季度經調整純利按年增長 13.9%至人民幣 32.2 億元，符合預期。受 Ballard 公允價值虧損、信貸撥備及外匯虧損影響，美國通用會計準則 純利下跌 8.6%。
- 展望未來，動力及能源板塊將成為濰柴的主要增長動力，貢獻集團利潤約 20%。
- 管理層對數據中心柴油發電機組的指引為 2026 年超過 4,000 台，以及 2027 年超過 6,000 台。
- 評級由「持有」上調至「買入」，維持目標價港幣 31 元不變，相當於 12 倍 2027 年預測市盈率 。

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	按年百分比	按季百分比變動	2026 年前九個月	按年百分比	2026 年預測	按年百分比	2026 年首九個月/2026	備註
收入	58,008	1.0	(4.3)	181,171	6.2	251,320	8.4	58,008	*符合預期，由 AIDC 電力推動*
毛利	13,275	8.2	1.9	39,711	6.3	54,034	8.5	13,275	優於預期
毛利率（%）	22.9	1.5	1.4	21.9	0.0	21.5	0.0	22.9	銷售組合優化帶動表現勝預期
息稅前利潤	5,252	4.9	(4.0)	15,864	25.2	22,964	38.9	5,252	符合預期
息稅前利潤利潤率（%）	9.1	0.3	0.0	8.8	1.3	9.1	2.0	9.1	*符合預期，營運費用率高於預期*
純利 (美國通用會計準則)	2,957	(8.6)	(35.9)	10,659	20.1	15,212	39.2	2,957	*符合預期*
純利率 (%)	5.1	(0.5)	(2.5)	5.9	0.7	6.1	4.3	5.1	*符合預期*
純利 –經調整	3,220	13.9	2.8	9,339	17.1	13,032	34.9	3,220	*符合預期*
核心純利率（%）	5.6	0.6	0.4	5.2	0.5	5.2	1.0	5.6	*符合預期*

資料來源：濰柴動力、彭博、大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度業績符合預期，美國通用會計準則純利為人民幣 29.57 億元（按年下降 8.6% / 按季下降 35.9%），經調整純利為人民幣 32.2 億元（按年增長 13.9% / 按季增長 2.8%）。美國通用會計準則純利下跌乃由於：a)收入放緩（按年增長 1% / 按季下降 4%）；b) Ballard Power Systems（Ballard）錄得公允價值虧損人民幣 2.93 億元（按年增長 606%），而 2026 年第 2 季度則錄得公允價值收益人民幣 1.86 億元；c)信貸撥備為人民幣 3.32 億元，而 2025 年第 3 季度 / 2026 年第 2 季度則分別錄得信貸撥備撥回人民幣 3.83 億元 / 人民幣 1.08 億元；及 d)外匯虧損為人民幣 2 億元，而 2025 年第 3 季度之外匯收益則大於人民幣 1 億元。
  - **在大型缸徑發動機的帶動下，2026 年第 3 季度營業收入同比微升 1%，環比下降 4.3%至人民幣 580 億元。**
    - 2026 年第 3 季度大缸徑發動機銷量按年激增 60%至 4,000 台，帶動 2026 年首 9 個月銷量超過 11,000 台（按年增長 40%）。其中，人工智能數據中心（AIDC）發電機組（gensets）銷量分別由 2026 年第 1 季度的 500 台增長至 2026 年第 2 季度的 800 台及第 3 季度的 1,300 台。

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	215,691	231,809	251,320	285,193	309,871
息稅折舊攤銷前利潤	30,755	30,130	37,404	42,504	46,490
經營利潤	18,029	16,532	22,964	28,054	32,030
純利 （報告 / 實際）	11,403	10,931	15,212	18,742	21,596
純利 （經調整）	10,527	9,662	13,032	16,567	19,089
每股收益 （分）	130.7	125.3	174.3	214.8	247.5
市盈率（倍）	15.4	16.0	11.5	9.4	8.1
市賬率（倍）	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	3.6	3.7	3.0	2.6	2.4
股息收益率 (%)	3.3	3.6	5.2	6.4	7.4
純利率 (%)	4.9	4.2	5.2	5.8	6.2
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(63.1)	(51.1)	(51.6)	(57.3)	(61.9)
利息保障倍數 （倍）	78.1	(36.4)	22.0	247.5	(205.0)
股本回報率 (%)	12.7	10.7	13.4	15.8	16.7
市場預期純利	-	-	14,427	17,750	21,271
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	1.05	1.06	1.02

資料來源：濰柴動力、彭博、大華繼顯

分析員

利新民

ken.lee@uobkh.com

852-2236 6760

買入（上調）

股價	港幣 23.52 元
目標價	港幣 31 元
上升空間	31.8%

股票數據

行業	工業
股份代號	2338 HK
已發行股份（百萬股）	1,943.0
市值（人民幣百萬元）	45,700.3
市值（百萬美元）	5,859.0
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	70.2

價格表現（%）

52 週高位 / 低位			港幣 45.44 元/港幣 15.56 元	
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(18.1)	(23.2)	(39.1)	53.1	24.8

主要股東（%）

濰柴控股集團	16.33

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值（港元）	10.72
2026 財年每股淨現金（港元）	6.97

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

濰柴動力專門從事整車及零部件的研發、製造與銷售。該公司生產發動機、重型車輛、輕型車輛、建築機械、液壓產品、汽車電子產品及相關零部件。濰柴動力的產品銷往全球。

- **同時，工程機械發動機、客車發動機及農業機械發動機的銷量在 2026 年前九個月分別按年增長超過 30%、超過 30%及 10%。**
- **2026 年前九個月，新能源動力總成銷售收入按年激增近 150%至人民幣 49 億元，而企業價值電池銷量按年增長超過一倍至 9.3 吉瓦時（GWh）。**
- **凱傲（KION）在 2026 年第 3 季度的收入按年增長 4.8%，但按季微跌 2.8%至歐元 28.35 億元。** 考慮到人民幣升值，凱傲（KION）2026 年第 3 季度的收入貢獻應按年下跌 1.8%，按季下跌 4.8%至約人民幣 220 億元。

– 銷售組合優化為利潤率提供支持。2026 年第 3 季度毛利率升至 22.9%（按年升 1.5 個百分點 / 按季升 1.4 個百分點），2026 年前九個月則按年持平於 21.9%，相比之下我們全年的假設為 21.5%。2026 年第 3 季度息稅前利潤利潤率按季持平於 9.1%（按年升 0.3 個百分點），2026 年前九個月則按年大幅增長 1.3 個百分點至 8.8%，相比之下我們全年的假設為 9.1%。

- **至 2028 年的增長應來自數據中心電力、出口業務及凱傲（KION），儘管面臨國內卡車市場疲弱以及美國政策風險。**
  – **AIDC 電力將成為主要的盈利驅動因素。** 管理層預期 2027 年柴油發電機組將超過 6,000 台（其中包括北美市場至少 2,000 台），燃氣發電機組將超過 2,000 台，並預計將超越今年超過 4,000 台柴油機組的目標。 燃氣發電機組預計將於 2027 年按季度逐步增產，沿著 500 / 800 / 1,300 台的路徑推進，每台 2.5 兆瓦機組單價約為人民幣 1,000 萬元。 SOFC 增添了選擇權價值：a）30 兆瓦產線將於 2026 年底前竣工；b）2027 年的交付量指引為 15 至 20 兆瓦；及 c）200 兆瓦產線預計於 2027 年底前就緒，而交付能力為約束條件。 我們維持 2027 年天然氣銷量假設不變。
  – **出口是發動機和卡車業務的關鍵變動因素。** 管理層預期卡車出口佔比將從約 35%升至 40%至 45%，其中引擎出口增長超過 20%，變速箱及農業機械出口則增長 30%至 40%。 非卡車引擎的表現亦應更勝一籌，鑑於挖掘機電動化滲透率維持在低位，工程機械及巴士引擎有望進一步擴大市佔率。
  – **KION 應會保持其復甦態勢。** 2025 年的員工人數重組使其能「輕裝」步入季節性強勁的第 4 季度，且管理層預期此改善趨勢將持續，為我們調高利潤率的假設提供支持。

盈利預測調整 / 風險

- **我們維持 2026 至 2028 年純利預測分別為人民幣 152.12 億元 / 187.42 億元 / 215.96 億元（分別按年增長 39% / 23% / 15%）。**
- 風險：12 月北美政策細節以及燃氣發動機需求疲弱，儘管預計會有所復甦且出口上升空間。

估值 / 投資評級

- 評級由「持有」上調至「買入」，目標價維持在港幣 31 元不變，相當於 12 倍的目標 2027 年預測 市盈率 倍數（與歷史平均值持平）。 我們認為該股已跌至足夠低的水準，其估值足以支撐「買入」評級。 其 2027 至 2028 年的兩年期每股收益複合年均增長率達 19%，現價估值為 2027 年預測市盈率 的 9.4 倍，低於 12 倍的歷史平均值，並提供 6.4%的 2027 年預測股息收益率。

股價催化劑

- a)數據中心發電機組贏得訂單，b)燃氣發電機組於 2026 年第 4 季度開始首批出貨，c)凱傲（KION）利潤率回升，d)固體氧化物燃料電池（SOFC）生產線於 2027 年第 1 季度投產。

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	231,809	251,320	285,193	309,871
息稅折舊攤銷前利潤	30,130	37,404	42,504	46,490
折舊及攤銷	(13,598)	(14,440)	(14,450)	(14,460)
息稅前利潤	16,532	22,964	28,054	32,030
總其他非經營收入	140	0	0	0
聯營公司貢獻	450	1,715	450	450
淨利息收入／（支出）	454	(1,042)	(113)	156
除稅前溢利	16,214	22,637	27,890	32,137
稅項	(2,534)	(3,622)	(4,462)	(5,142)
少數股東權益	(2,750)	(3,803)	(4,686)	(5,399)
純利	10,931	15,212	18,742	21,596
純利 （經調整）	9,662	13,032	16,567	19,089

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	64,711	58,261	53,311	49,361
其他長期資產	116,241	116,466	115,416	114,356
現金/短期投資	49,117	53,492	64,114	75,021
其他流動資產	137,407	152,349	174,503	193,356
資產總額	367,476	380,568	407,344	432,093
短期債務	15,915	15,915	15,915	15,915
其他流動負債	145,620	147,403	160,916	170,753
長期債務	23,594	23,594	23,594	23,594
其他長期負債	51,285	51,285	51,285	51,285
股東權益	93,190	100,696	109,274	118,787
少數股東權益	37,872	41,675	46,360	51,759
負債及權益總額	367,476	380,568	407,344	432,093

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	28,682	29,859	39,399	42,333
除稅前溢利	16,214	22,637	27,890	32,137
稅項	(2,534)	(3,622)	(4,462)	(5,142)
折舊及攤銷	13,598	14,440	14,450	14,460
聯營公司	(450)	(1,715)	(450)	(450)
營運資金變動	(1,722)	(3,158)	1,358	985
非現金項目	3,575	1,277	613	344
其他營運現金流	-	-	-	-
投資	(16,628)	(13,884)	(14,502)	(14,953)
資本支出（增長）	(7,075)	(7,500)	(8,500)	(9,500)
投資	(104,701)	(105,000)	(105,000)	(105,000)
其他	95,148	98,616	98,998	99,547
融資	(18,320)	(11,599)	(14,276)	(16,474)
支付股息	(8,324)	(11,599)	(14,276)	(16,474)
借款所得款項	9,196	20,000	20,000	20,000
償還貸款	(17,007)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
其他 / 已付利息	(2,184)	0	0	0
現金流入（流出）淨額	(6,267)	4,376	10,622	10,906
年初現金及現金等價物	54,954	49,117	53,492	64,114
外匯影響所致變動	430	0	0	0
年末現金及現金等價物	49,117	53,492	64,114	75,021

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	13.0	14.9	14.9	15.0
稅前利潤率	7.0	9.0	9.8	10.4
純利率	4.7	6.1	6.6	7.0
資產回報率	3.1	4.2	5.0	5.6
股本回報率	10.7	13.4	15.8	16.7
增長				
營業額	7.5	8.4	13.5	8.7
息稅折舊攤銷前利潤	(2.0)	24.1	13.6	9.4
除稅前溢利	(6.4)	39.6	23.2	15.2
純利	(4.1)	39.2	23.2	15.2
純利 （經調整）	(8.2)	34.9	27.1	15.2
每股收益	(8.2)	34.9	27.1	15.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	30.1	27.8	25.4	23.2
債務權益比率	42.4	39.2	36.2	33.3
債務／（現金）淨額與權益	(51.1)	(51.6)	(57.3)	(61.9)
利息保障倍數 （倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

小米集團 （1810 HK）

2026 年第 3 季度業績前瞻：消費需求疲軟將拖累盈利

重點

- 我們預期小米在 2026 年第 3 季度的收入將按年下降 6.7%，按季下降 3.1%。毛利率預料將按年下降 3.3 個百分點、按季下降 0.2 個百分點至 19.6%，而經調整純利預料將按年下跌 57.2%、按季下跌 22.1%至人民幣 48.43 億元。
- 按業務分部劃分，受惠於平均售價（ASP）上調及產品組合改善，我們預期智能手機將錄得具韌性的表現；而物聯網（IoT）及互聯網服務則受到消費疲弱和產品組合負面變動的打擊。
- 維持「持有」評級，目標價下調至港幣 25.9 元。

2026 年第 3 季度業績前瞻

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 季度預測	按年（%）	按季（%）
收入	113,121	108,922	105,579	(6.7)	(3.1)
智能手機	45,969	42,119	44,759	(2.6)	6.3
物聯網及生活消費產品	27,552	31,278	26,726	(3.0)	(14.6)
互聯網服務	9,380	9,044	9,368	(0.1)	3.6
企業價值	29,010	24,896	23,227	(19.9)	(6.7)
其他	1,209	1,585	1,500	24.1	(5.4)
毛利	25,936	21,609	20,718	(20.1)	(4.1)
經調整純利	11,311	6,219	4,843	(57.2)	(22.1)
毛利率（%）	22.9	19.8	19.6	(3.3)	(0.2)
智能手機	11.1	8.5	8.7	(2.4)	0.2
物聯網及生活消費產品	23.9	20.1	20.5	(3.4)	0.4
互聯網服務	76.9	76.8	74.0	(2.9)	(2.8)
企業價值	25.5	19.2	19.0	(6.5)	(0.2)

資料來源：小米、大華繼顯

分析

- **2026 年第 3 季度業績預測。** 我們預期小米集團（小米）2026 年第 3 季度的收入將按年下跌 6.7%，按季下跌 3.1%至人民幣 1,060 億元，乃因物聯網（IoT）及企業價值銷售表現疲弱，抵銷了智能手機季度的強勁表現且有餘。 綜合毛利率預計按年下降 3.3 個百分點、按季下降 0.2 個百分點至 19.6%，經調整純利估計按年下降 57.2%、按季下降 22.1%至人民幣 48.43 億元。 我們對 2026 年經調整純利的預測目前較彭博市場共識預測低 11.8%。
- 受平均售價（ASP）上升帶動，智能手機收入按季上升。根據 Omdia 的數據，在記憶體成本通脹的背景下，小米的智能手機出貨量按年下降 29%、按季下降 2%至 3,070 萬部，但其全球市佔率按季上升 1.0 個百分點至 12%。然而，由於小米持續提價並轉向高端機型，我們估計其 ASP 按年上升 38.9%、按季上升 8.0%至人民幣 1,458 元，帶動收入按季增長 6.3%至人民幣 448 億元，但按年仍下跌 2.6%。毛利率預計按年下降 2.4 個百分點，但按季改善 0.2 個百分點至 8.7%，主要受惠於更佳的產品組合及較高的 ASP 抵銷了部分記憶體成本上漲的影響。

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	365,906	457,287	437,686	462,494	517,984
息稅折舊攤銷前利潤	29,504	40,300	23,762	34,981	48,514
經營利潤	23,186	31,543	17,356	27,640	41,849
純利 （報告 / 實際）	23,658	41,643	24,331	25,045	37,919
純利 （經調整）	27,235	39,166	22,436	25,045	37,919
每股收益 （分）	109.7	162.3	94.8	97.6	147.8
市盈率（倍）	21.9	14.8	25.4	24.7	16.3
市賬率（倍）	4.2	3.7	3.2	2.3	2.1
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	20.6	15.1	25.6	17.4	12.5
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率 (%)	6.5	9.1	5.6	5.4	7.3
債務/（現金）淨額與權益 (%)	(20.9)	1.0	(4.5)	(6.0)	(7.1)
利息保障倍數 （倍）	(6.4)	(18.1)	(7.6)	(13.4)	(13.5)
股本回報率 (%)	15.4	17.2	8.1	8.3	11.3
市場預期純利			25,439	33,534	42,544
大華繼顯/市場預期 （倍）			0.88	0.75	0.89

資料來源：小米、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

持有（維持）

股價	港幣 26.48 元
目標價	港幣 25.90 元
上升空間	-2.2%
早前目標價	港幣 26.20 元

股票數據

行業	通訊設備
股份代號	1810 HK
已發行股份（百萬股）	25,796
市值（人民幣百萬元）	683,078
市值（百萬美元）	87,574
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	492.5

價格表現（%）

52 週高位 / 低位	港幣 44.72 元/港幣 21.42 元			
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
4.9	(14.7)	(8.8)	(40.0)	(32.4)

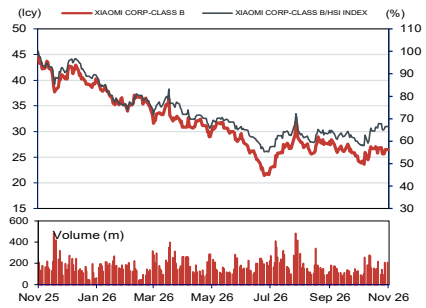
主要股東（%）

Smart Mobile Holdings Limited	8.54
林斌	2.08

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值（港元）	12.49
2026 財政年度每股淨債項（港元）	(0.54)

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

小米集團製造通訊設備及零件。該公司生產及銷售流動電話、智能手機軟件、機頂盒以及相關配件。小米在世界各地銷售其產品。

- **購物節過後，物聯網銷售額預期將按季轉弱。** 隨着「618」購物節後消費轉弱，我們預期物聯網（IoT）收入將按年下跌 3.0%，按季下跌 14.6%至人民幣 270 億元。 在高基數影響下，分部毛利率預計按年下降 3.4 個百分點，但隨着促銷折扣放緩，按季則回升 0.4 個百分點至 20.5%。
- 互聯網服務收入保持平穩。我們預期收入將按年下降 0.1%，但按季增長 3.6%至人民幣 94 億元，而毛利率則按年下降 2.9 個百分點、按季下降 2.8 個百分點至 74.0%。利潤率下降主要是由於出貨量下跌導致預裝收入減少，加上中國宏觀環境惡化導致營銷推廣活動減少，亦影響了高利潤率的廣告收入。
- **企業價值交付量及平均售價均有所下降。** 行業數據顯示，小米於 2026 年第 3 季度交付了 101,395 輛電動車，按年下跌 6.8%，按季下跌 2.7%，原因是 9 月份交付的 12,444 輛 SkyNomad 僅部分抵銷了較舊型號 SU7 和 YU7 出貨量的下滑。 受產品組合變動影響，預計平均售價（ASP）按年下降 15.3%、按季下降 4.0%至人民幣 220,000 元，我們預計分部收入將按年下降 19.9%、按季下降 6.7%至人民幣 232 億元，而毛利率預計按年下降 6.5 個百分點、按季下降 0.2 個百分點至 19.0%。

估值 / 投資評級

- 維持「持有」評級，目標價下調至港幣 25.9 元，此乃基於：a)核心業務按 15.0 倍 2027 年市盈率 計算為港幣 17.95 元；及 b) 企業價值業務按加權平均資本為 10.8%的現金流折現法（DCF）估值計算為港幣 7.95 元，這亦隱含 1.6 倍 2026 年企業價值 / 銷售額。 我們的目標價意味着有 2.2%的下跌空間。

盈利預測調整 / 風險

- 考慮到智能手機業務板塊更具韌性，以及物聯網業務板塊表現較疲弱，我們將 2026 年至 2028 年的營業收入預測分別上調+1.0% / +1.0% / +0.9%。由於物聯網（IoT）及互聯網服務利潤率下降，我們將 2026 年至 2028 年經調整純利預測分別下調 3.0% / 9.1% / 5.5%，至人民幣 224 億元 / 人民幣 250 億元 / 人民幣 379 億元。

分部加總估值法

--- 企業價值及新措施----		----------核心----------	
內在價值（人民幣）	174,886	每股收益 (人民幣)	1.02
人民幣兌港元	1.17	人民幣兌港元	1.2
內在價值（港元）	204,617	每股收益 (港元)	1.19
估值	7.95	估值	17.95
企業價值 / 銷售額（2026 年）（倍）	1.6	**市盈率 倍數（倍）**	15.0

資料來源：小米、大華繼顯

2026 至 2028 年預測變動

截至12月31日止年度	----------舊預測----------			----------最新預測----------			----------差異（%）----------		
（人民幣百萬元）	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
營業額	433,302	458,110	513,208	437,686	462,494	517,984	1.0	1.0	0.9
智能手機	167,239	162,515	174,807	174,325	169,402	182,214	4.2	4.2	4.2
物聯網及生活消費產品	113,344	119,011	124,962	110,880	116,424	122,245	(2.2)	(2.2)	(2.2)
互聯網服務	37,510	40,683	42,425	37,271	40,767	42,511	(0.6)	0.2	0.2
企業價值	111,072	131,764	166,877	111,072	131,764	166,877	-	-	-
利潤率（%）									
智能手機	9.0	8.3	8.5	9.0	8.3	8.5	-	-	-
物聯網及生活消費產品	22.8	23.3	23.9	21.3	22.0	23.0	(1.5)	(1.3)	(0.9)
互聯網服務	76.0	76.0	76.0	75.2	74.0	74.5	(0.8)	(2.0)	(1.5)
電動車	20.3	21.6	22.5	20.3	21.6	22.5	-	-	-

資料來源：小米、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	457,287	437,686	462,494	517,984
息稅折舊攤銷前利潤	40,300	23,762	34,981	48,514
折舊及攤銷	(8,757)	(6,406)	(7,341)	(6,665)
息稅前利潤	31,543	17,356	27,640	41,849
總其他非經營收入	16,358	10,627	-	-
聯營公司貢獻	326	86	-	-
淨利息收入／（支出）	1,746	2,271	2,062	3,095
除稅前溢利	49,647	30,253	29,702	44,944
稅項	(8,080)	(5,967)	(4,703)	(7,039)
少數股東權益	77	45	46	13
純利	41,643	24,331	25,045	37,919
純利 （經調整）	39,166	22,436	25,045	37,919

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	27,950	37,696	47,182	53,469
其他長期資產	209,572	226,420	242,593	262,642
現金/短期投資	26,914	42,605	48,642	54,662
其他流動資產	243,660	208,027	203,905	236,030
資產總額	508,096	514,748	542,322	606,802
短期債務	6,649	6,649	6,649	6,649
其他流動負債	185,756	168,122	170,698	197,372
長期債務	22,921	22,921	22,921	22,921
其他長期負債	26,446	26,446	26,446	26,446
股東權益	266,219	290,550	315,595	353,514
少數股東權益	105	60	13	0
負債及權益總額	508,096	514,748	542,322	606,902

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	34,142	46,420	36,976	36,025
除稅前溢利	49,647	30,253	29,702	44,944
稅項	(8,080)	(5,967)	(4,703)	(7,039)
折舊及攤銷	8,757	6,406	7,341	6,665
聯營公司	(326)	(86)	-	-
營運資金變動	(12,677)	2,235	6,697	(5,451)
非現金項目	(3,178)	13,578	(2,062)	(3,095)
其他營運現金流	-	-	-	-
投資	(71,679)	(33,000)	(33,000)	(33,100)
資本支出（增長）	(13,000)	(13,000)	(13,000)	(10,000)
投資	-	-	-	(3,000)
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(58,679)	(20,000)	(20,000)	(20,100)
融資	30,766	2,271	2,062	3,095
支付股息	-	-	-	-
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	10,000	10,000	10,000	10,000
償還貸款	(25,998)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
其他 / 已付利息	46,764	2,271	2,062	3,095
現金流入（流出）淨額	(6,770)	15,690	6,037	6,020
年初現金及現金等價物	33,661	26,914	42,605	48,642
外匯影響所致變動	23	-	-	-
年末現金及現金等價物	26,914	42,605	48,642	54,662

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	22.3	20.5	21.3	21.8
稅前利潤率	10.3	6.2	6.4	8.7
純利率	9.1	5.6	5.4	7.3
資產回報率	8.6	4.4	4.7	6.6
股本回報率	17.2	8.1	8.3	11.3
增長				
營業額	25.0	(4.3)	5.7	12.0
息稅折舊攤銷前利潤	33.0	(11.8)	9.4	14.7
除稅前溢利	76.5	(39.1)	(1.8)	51.3
純利	76.0	(41.6)	2.9	51.4
純利 （經調整）	43.8	(42.7)	11.6	51.4
每股收益	48.0	(41.6)	2.9	51.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	5.8	5.7	5.5	0.0
債務權益比率	11.1	10.2	9.4	8.4
債務／（現金）淨額與權益	1.0	(4.5)	(6.0)	(7.1)
利息保障倍數 （倍）	(18.1)	(7.6)	(13.4)	(13.5)

恒生指數及恒生科技指數展望

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

週線圖



來源：TradingView

日線圖



來源：TradingView

恒生指數

上日收市：	23,294.42
預期移動範圍：	22,518 -24,455

技術觀點：

週線圖：价格行为在遭遇一波剧烈的脉冲式下行浪潮后，目前正在测试前低关键水平需求基线。在该关键结构地板处的局部减速表明卖方主导地位出现初步暂停，为潜在的逆势修正性反弹奠定了基础。技术动能印证了这一潜在的企稳迹象：RSI 指标自超卖阈值附近以正向速度向上勾头。这一早期动能拐点信号表明即时卖方动能出现衰竭，同时修正性战术买方开始进场。只要价格行为在收盘价维度上严格防守在该前低支撑地板上方，最小阻力路径将倾向于在下周展开向上方供给天花板及转换阻力目标的技术性反弹。

日線圖：价格行为在经历了前期的标记下行阶段后，目前正于其前低关键水平需求基线紧密盘整。卖方未能实现即时的下行突破，确认了买方的积极防守以及结构性地板的完整性。技术动能强力印证了这一潜在的企稳迹象：RSI 指标正在执行正向拐点，以正向速度直接从超卖区间向上勾头。这一动能转变信号表明卖方强度的衰减以及逆势修正性买盘兴趣的显现。只要价格行为在盘中暂态回踩中严格防守在该结构性支撑地板上方，最小阻力路径将倾向于展开向更高主导水平阻力及供给目标的技术性反弹。

週線圖



來源：TradingView

日線圖



來源：TradingView

恒生科技指數

上日收市：	3,754.90
預期移動範圍：	3,280-4,110

技術觀點：

週線圖： 价格行为在回踩其转换后的支撑转阻力区域时遭到决绝拒绝，验证了水平极性转换的成功确立。买方未能重新收复这一新确立的上方供给天花板，巩固了主导标记下行序列中低点降低与高点降低的波段层级。技术动能强力印证了这一看跌延续：RSI 指标持续以负向速度呈向上斜率向超卖参数区域倾斜，这并非表明即时的看涨背离或动能衰竭，而反映出强烈的卖方速度与持续的趋势强度。只要价格行为在随后的暂态回踩中严格受制于这一被防守的阻力屏障下方，最小阻力路径将高度倾斜于向下方更深的主导需求目标展开持续的下行拓展。

日線圖： 价格行为在受阻于其转换后的支撑转阻力区域后展开了坚决的下行延续，巩固了经典的水平极性反转。在维持其下行动能后，价格行为目前正在向下方主导支撑区域中途穿行，延续着由高点降低与低点降低构筑的主导标记下行序列。技术动能强力印证了这一看跌趋势延续：RSI 指标持续下行并以负向速度进入超卖区间。在强劲的趋势延续序列中，RSI 进入超卖区域反映的是强劲的机构下行动能，而非即时的反转衰竭。只要价格行为在盘中暂态回调中持续被压制在该转换后的阻力天花板下方，最小阻力路径将高度倾斜于展开持续的下行拓展，以完成向下方主导水平需求目标的完整运行轨迹。

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."