



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)	52421.2	(0.3)	(1.9)	(2.4)	9.1
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7620.0	(0.5)	(1.3)	(2.1)	11.3
富時 100 指數(FTSE 100)	10697.6	0.4	(1.2)	(0.5)	7.7
澳洲 ASX 30 指數(ASX30)	8923.9	0.0	(3.0)	(4.2)	(1.1)
滬深 300 指數(CSI 300)	4480.1	(0.7)	(2.1)	(4.0)	(3.2)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5718.0	0.4	(1.3)	(0.4)	23.1
恒生中國企業指數(HSCEI)	8284.6	0.5	(1.7)	(0.7)	(7.1)
恒生指數(HSI)	24917.6	0.5	(1.9)	(0.8)	(2.8)
雅加達綜合指數(JCI)	6534.7	(0.1)	(1.3)	2.1	(24.4)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1698.0	0.7	(1.0)	(1.7)	1.1
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6684.4	(3.3)	(4.4)	(4.2)	58.6
日經 225 指數(Nikkei 225)	63493.0	(0.8)	(4.4)	(7.6)	26.1
泰國證券交易所指數(SET)	1591.1	(0.8)	(1.7)	(1.1)	26.3
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	45862.5	(0.7)	(3.1)	0.1	58.3

波羅的海乾散貨指數(BDI)	3445	(1.8)	(3.6)	20.3	83.5
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4594	(0.5)	(0.7)	1.1	16.8
布蘭特原油(美元/桶)	106	1.0	8.9	19.4	73.7

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
第 17 屆亞洲精選研討會 2026 (線上)	新加坡	9 月 22 日	9 月 23 日
與舜宇光學 (2382 HK) 之業績後非交易路演	臺北	9 月 22 日	9 月 23 日
與 Food Empire Holdings Ltd (FEH SP) 的非交易路演	馬來西亞	10 月 8 日	10 月 8 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
8 月實際使用外資年初至今按年 (人民幣)	中國	9 月 11 至 17 日
8 月零售銷售	中國	9 月 15 日
8 月工業生產	中國	9 月 15 日
8 月固定資產 (不含農村)	中國	9 月 15 日
8 月調查失業率	中國	9 月 15 日
8 月三個月失業率	香港	9 月 17 日
第 2 季度國際收支平衡表經常賬戶差額	香港	9 月 17 日
第 2 季度國際收支整體	香港	9 月 17 日
8 月消費者物價指數綜合	香港	9 月 23 日
8 月貿易收支、出口、進口	香港	9 月 24 日

焦點新聞

經濟 | 貨幣供應

第 2 頁 →

- 2026 年 8 月的 M1 按年增長微升至 4.1%，符合市場預期，而 M2 按年增長則放緩至 7.5%。新增銀行貸款轉為正增長，錄得人民幣 600 億元，但遜於市場普遍預期的 0.40 萬億元。新增社會融資規模為人民幣 1.66 兆元，亦因政府債券發行放緩而低於預期。未償還銀行貸款按年增長跌至 4.9%，創歷史新低，而社會融資規模存量按年增長則放緩至 7.2%。隨着近期加快推進固定資產投資項目落實，未來數月新增企業貸款可能會有所增長。

行業最新動態 | 中國房地產

第 4 頁 →

- 2026 年 9 月 1 日至 13 日的高頻數據顯示，一線城市與低線城市之間的分化再次擴大。四個一線城市的新屋銷售按年增長 23%，但二線及三線城市則分別下跌 12% 及 28%，導致 19 個主要城市整體按年下跌 3%。三個一線城市的二手成交按年上升 13%。一線城市的庫存去化週期持續下降，並以深圳跌幅居首。維持對中國房地產行業的「跑輸大市」評級。

行業最新動態 | 中國互聯網

第 7 頁 →

- 路演期間與投資者探討的主要關注領域包括：a) 人工智能資本支出需求、b) 融資方法、c) 投資回本期，以及 d) 開源人工智能變現與競爭格局。在更強勁的增長表現以及監管壓力減輕的帶動下，我們預計人工智能 / 人工智能雲端、網絡遊戲及線上旅遊平台 (OTA) 有望迎來進一步估值重估。維持「與大市一致」評級。首選「買入」評級股：阿里巴巴、網易、智譜 AI 及攜程。

技術分析

安踏體育 | 2020 HK

第 10 頁 →

- 支持位：港幣 71.75 元 / 港幣 69.95 元
- 阻力位：港幣 79.15 元 / 港幣 83.65 元

奇瑞汽車 | 9973 HK

第 10 頁 →

- 支持位：港幣 24.5 元 / 港幣 23.76 元
- 阻力位：港幣 27.68 元 / 港幣 30.1 元

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

經濟

中國貨幣供應

8月貸款增長跌破5%

- 8月M1按年增長微升至4.1%（按月+0.1個百分點），符合彭博市場普遍預期；而M2按年增長則放緩至7.5%（按月-0.2個百分點），略低於市場預期的按年增長7.6%，且為連續第三個月放緩。
- 新增銀行貸款由7月份的-人民幣3,400億元轉為正數，錄得人民幣600億元，但低於市場預期的人民幣4,000億元，且遠低於2025年8月的人民幣5,900億元。新增社會融資規模為人民幣1.66兆元，亦低於市場預期的人民幣2.12兆元，其中政府債券新增發行量放緩至人民幣1.01兆元（按月減少人民幣3,100億元）。
- 未償還銀行貸款增長按年降至4.9%（按月-0.2個百分點），為首次跌破5%；而未償還社會融資規模存量增長則按年放緩至7.2%（按月-0.2個百分點）。隨著近期推動加快固定資產投資項目落地，未來數月新增企業貸款可能會有所回升。

我們的觀點

- 2026年8月的M2按年增速放緩0.2個百分點至7.5%，略低於彭博市場普遍預測的按年增長7.6%，並將放緩態勢延續至連續第三個月。M1貨幣供應增長由7月的按年4.0%微升至按年4.1%，符合市場預期，而M0增長則放緩至按年11.2%（按月下降0.4個百分點）。M1目前已連續三個月維持在4.0%至4.1%的窄幅區間內，這屬於微弱的利好因素，因為其是在低迷水平企穩，而非開始復甦。
- 銀行於2026年8月新增人民幣600億元貸款，在7月份錄得人民幣3,400億元淨償還後重回正增長區間，但低於彭博一致預期的人民幣4,000億元以及2025年8月錄得的人民幣5,900億元。新增住戶貸款維持負值，為-人民幣2,000億元（按月+人民幣2,600億元），短期及長期借貸均連續第二個月持續收縮。企業及政府新增貸款轉正，錄得人民幣2,200億元（按月增加人民幣3,200億元），完全受人民幣3,200億元的中長期貸款（按月增加人民幣5,500億元）所帶動，而短期貸款則維持負值，為人民幣-0.16萬億元。

主要貨幣指標

(同比百分比變動)	2026年8月	市場普遍預期	2026年7月	2026年6月
M0貨幣供應量	11.2	-	11.6	11.8
M1貨幣供應量	4.1	4.1	4.0	4.0
M2貨幣供應量	7.5	7.6	7.7	8.0
未償還銀行貸款	4.9	-	5.1	5.2
社會融資規模存量	7.2	-	7.4	7.4
新增銀行貸款（萬億元人民幣）	0.06	0.40	-0.34	1.61
新增社會融資規模（萬億元人民幣）	1.66	2.12	1.40	3.37

資料來源：Wind、中國人民銀行、大華繼顯

- 2026年8月新增社會融資規模由2026年7月的人民幣1.4兆元升至人民幣1.66兆元，但不及彭博一致預期的人民幣2.12兆元，且顯著低於2025年8月的人民幣2.57兆元。社會融資規模（TSF）中的人民幣貸款回升至人民幣600億元（按月+人民幣6,500億元），但貢獻甚微；而政府債券新增發行量則降至人民幣1.01兆元（按月-人民幣3,100億元），拖累按年增長率降至13.5%（按月-0.6個百分點）。企業債券增長加快至按年升9.7%（按月升0.5個百分點），股票發行增長亦升至按年升5.7%（按月升0.2個百分點），與資金持續轉向非銀行渠道的趨勢一致。然而，影子融資分項表現不一，其中銀行承兌匯票按年轉跌至-5.1%（按月跌7.8個百分點），信託貸款增長按年放緩至1.9%（按月跌1.3個百分點）。

分析師

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

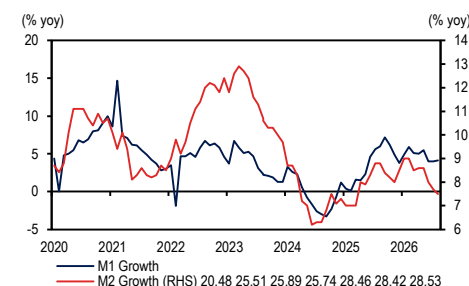
+852 2236 6799

王可來

claire.wang@uobkh.com

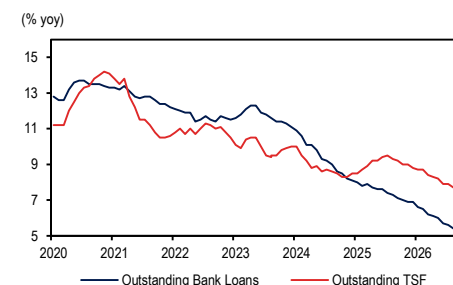
+852 2236 6761

M1及M2增長



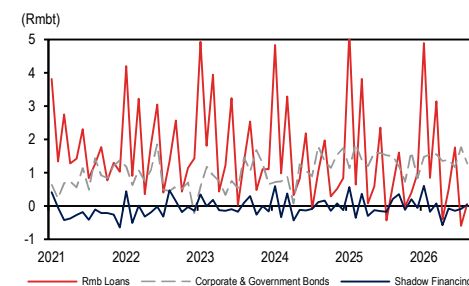
資料來源：中國人民銀行、大華繼顯

未償還信貸增長



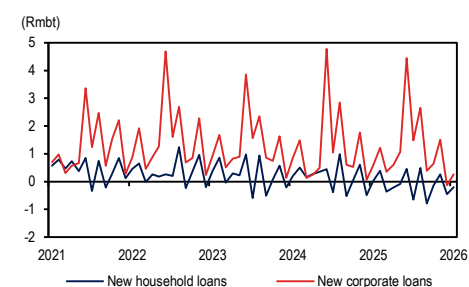
資料來源：中國人民銀行、大華繼顯

新增社會融資規模



資料來源：中國人民銀行、大華繼顯

新增銀行貸款



資料來源：中國人民銀行、大華繼顯

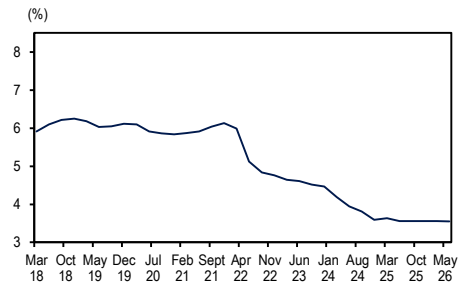
- 2026 年 8 月未償還銀行貸款按年增長放緩至 4.9%(按月下降 0.2 個百分點)，是有可比記錄以來的首次跌破 5%，而未償還社會融資規模存量按年增長亦放緩至 7.2%（按月下降 0.2 個百分點）。信貸增長放緩反映了內需疲弱，但未來數月可能出現逆轉，因為近期推動加快落實固定資產投資項目或會帶動新增企業貸款。

社會融資規模存量

(同比百分比變動)	2026 年 8 月	2026 年 7 月	2026 年 6 月	2026 年 5 月
人民幣貸款	5	5.2	5.3	5.5
外匯貸款	3.1	-1.7	-2.9	-4.3
委託貸款	1.0	0.7	0.5	0.0
信託貸款	1.9	3.2	4.0	7.1
銀行承兌匯票	-5.1	2.7	-2.8	-6.2
企業債券	9.7	9.2	8.9	8.4
政府債券	13.5	14.1	14.2	15.1
股票發行	5.7	5.5	5.0	4.7

資料來源：Wind、中國人民銀行、大華繼顯

按揭貸款



資料來源：中國人民銀行、大華繼顯

中國房地產

2026 年 9 月上旬一線城市新屋銷售加快，但低線城市則轉弱

重點

- 2026 年 9 月 1 日至 13 日，19 個主要城市的新屋銷售按年下跌 3%，但結構呈現明顯分化：四個一線城市按年上升 23%，而二線和三線城市則分別按年下跌 12% 及 28%。北京 / 上海 / 廣州按年分別上升 28% / 35% / 12%，使深圳（按年下跌 14%）成為唯一錄得下跌的一線城市。年初至今（截至 9 月 13 日），19 個主要城市同比下跌 4%，其中一線 / 二線城市同比分別變動 +4% / -8%。
- 二手交易亦呈現相同情況。在 2026 年 9 月 1 日至 13 日期間，三個一線城市的日均銷售額按年增長 13%，仍由上海（按年增長 26%）領跑，而九個二線城市則大致持平。按年初至今計算，一線 / 二線城市分別按年變動 +10% / -4%。與此同時，二手住宅掛牌價格持續呈下跌趨勢。
- 維持「跑輸大市」評級。我們的首選股為中國海外發展及華潤萬象生活。

分析

- 2026 年 9 月 1 日至 13 日的高頻數據顯示，一線城市的復甦範圍正在擴大。四個一線城市的新屋銷售按年增長 23%，按月增長 10%，其中北京和廣州隨同上海錄得正增長，而二線及三線城市則按年分別下跌 12% 及 28%。二手市場呈現相同格局：三個一線城市按年上升 13%，相比之下九個二線城市則大致持平。我們認為這是結構轉向四個一線城市的轉變，而非全國性的轉折。
 - a) 2026 年 9 月 1 日至 13 日，19 個主要城市的新屋銷售按年下跌 3%。一線 / 二線城市的新屋日均銷售量按年分別變動 +23% / -12%，相比之下 8 月 1 日至 16 日期間按年變動為 +16% / -11%——一線城市動能增強，而二線城市則進一步轉弱，且三線城市按年下跌 28%。在一線城市中，北京 / 上海 / 廣州 / 深圳的銷售額按年變動分別為 +28% / +35% / +12% / -14%，因此深圳是唯一出現下跌的一線城市。與 2026 年 8 月整月相比，一線城市按月上升 10%，而二線及三線城市則分別按月下跌 14% 及 12%。年初至今（截至 9 月 13 日），19 個主要城市的新屋日均銷售量按年下降 4%，其中一線 / 二線城市按年變動分別為 +4% / -8%；一線城市中，北京持平，而上海 / 廣州 / 深圳則按年分別上升 8% / 3% / 3%。9 月初的回升態勢已由上海擴大至北京及廣州，但仍止步於一線城市的範疇。

分析師

劉潔琦
jieqi.liu@uobkh.com
+852 28261392

沈宸昊
damonshen@uobkh.com
+86 21 54047225 轉 820

跑輸大市（維持）

分部評級

分部	評級
中國房地產	跑輸大市（維持）
物業管理	跑輸大市（維持）

來源：彭博、大華繼顯

行業首選

公司	股票代碼	評級	股價（港元）	目標價（港元）
中海外	688HK	買入	12.31	19.88
華潤萬象生活	1209 HK	買入	38.32	55.00

來源：彭博、大華繼顯

同業比較

公司	股票代碼	評級	價格 2026 年 9 月 14 日 (港元)	目標價格 (港元)	目標價 上升空間 (%)	最新 年度結	市 盈 率			收 益 率	股 本 回 報 率	市 場 市 值	價 格 / 每 股 資 產 淨 值
							2025	2026 年 預 測 值	2027 年 預 測 值	2027 年 預 測 值	2026 年 預 測 值	(百 萬 港 元)	(倍)
							(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)		
華潤置地有限公司	1109 HK	買入	29.30	39.60	35.2	12/25	8.0	8.9	8.0	4.4	4.7	208,936.5	0.60
中國海外發展有限公司	688 HK	買入	12.31	19.88	61.5	12/25	8.9	10.0	9.3	4.0	2.7	134,731.5	0.29
龍湖集團	960 HK	買入	5.38	8.76	63.0	12/25	4.4	不適用	不適用	0.2	-1.9	38,148.5	0.20
越秀地產	123 HK	買入	3.06	4.50	47.3	12/25	40.7	42.8	33.8	1.2	0.5	12,297.6	0.19
華潤萬象生活	1209 HK	買入	38.32	55.00	43.5	12/25	19.0	17.1	15.4	6.5	26.6	87,465.4	4.62
中海物業控股	2669 HK	買入	3.31	4.20	27.1	12/25	6.8	7.6	7.7	5.6	18.5	10,853.5	1.42

來源：彭博、大華繼顯

- b) 一線城市的二手物業成交量保持正增長，升幅仍集中在上海，而二線城市則停滯不前。於 2026 年 9 月 1 日至 13 日期間，三個一線城市的二手住宅日均銷售量按年上升 13%，而九個二線城市則大致持平。上海 / 北京 / 深圳按年分別變動+26%/+4%/-6%，相比之下，8 月 1 日至 16 日的按年變動為+21%/-3%/0%。與 2026 年 8 月全月相比，三個一線城市按月增長 6%，而九個二線城市則按月下跌 2%。年初至今（截至 9 月 13 日），三個一線城市按年增長 10%，而九個二線城市則按年下跌 4%，其中上海 / 北京 / 深圳分別按年上升 15% / 6% / 2%。一線城市的二手房需求仍主要集中在上海，而我們仍未見其有向二線城市蔓延的跡象。
- c) 整體價格走勢維持向下。根據 2026 年 9 月 13 日更新的 ICE 指數，100 個主要城市的二手住宅平均掛牌價按週下跌 0.1%，按月下跌 0.6%。在四個一線城市中，北京 / 上海 / 廣州 / 深圳的掛牌價格指數按週分別變動-0.1%/+0.1%/-0.1%/-0.1%，按月分別變動-0.6%/+0.0%/-0.6%/-0.3%，年初至今則分別變動-3.7%/+1.4%/-3.9%/-1.9%。
- d) 所有四個一線城市均持續降低其庫存去化月數，該指標曾於 2025 年 12 月至 2026 年 3 月期間見頂。截至 2026 年 9 月 13 日，北京 / 上海 / 廣州 / 深圳的可售建築面積按年分別變動-22.2% / -2.6% / -12.5% / -37.5%，而庫存去化週期年初至今分別下降 2.5 / 1.0 / 2.4 / 8.3 個月至 17.8 / 7.9 / 15.4 / 15.4 個月。深圳在兩方面均承擔了主要推動力——其可售庫存按年減少超過三分之一——而上海的下跌則更多是由於新屋銷售轉強，且在四個城市中仍保持最低的庫存月數。

2026 年 9 月 1 日至 13 日重點城市每日新屋銷售（建築面積）（按年表現相對較佳的城市以橙色突出顯示）

總樓面面積 (千平方米)	一線城市				二線城市						
	北京	上海	廣州	深圳	武漢	青島	蘇州	福州	成都	南寧	
2025 年 9 月 1 至 13 日	10	28	14	6	18	30	5	4	25	14	
2026 年 8 月 1 至 31 日	12	30	18	6	30	30	5	6	14	9	
2026 年 9 月 1 至 13 日	13	38	15	5	15	25	7	3	13	16	
按年	28%	35%	12%	-14%	-17%	-17%	39%	-17%	-45%	21%	
按月	8%	30%	-14%	-9%	-50%	-17%	47%	-45%	-5%	84%	

資料來源：iFind、大華繼顯

2026 年 9 月 1 日至 13 日 12 個城市每日二手住宅成交量（單位）（按年表現相對較佳的城市以橙色突出顯示）

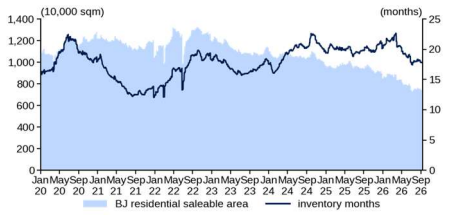
單位數	上海	北京	上海	杭州	南京	青島	蘇州	無錫	東莞	廈門	成都	佛山
2025 年 9 月 1 至 13 日	633	503	202	149	225	143	137	105	109	76	653	244
2026 年 8 月 1 至 31 日	746	503	175	145	260	159	171	97	135	82	576	238
2026 年 9 月 1 至 13 日	801	524	190	153	254	132	192	102	129	79	551	241
按年	26%	4%	-6%	3%	13%	-8%	40%	-3%	18%	3%	-16%	-1%
按月	7%	4%	8%	6%	-2%	-17%	12%	5%	-4%	-5%	-4%	1%

資料來源：iFind、大華繼顯

估值 / 投資建議

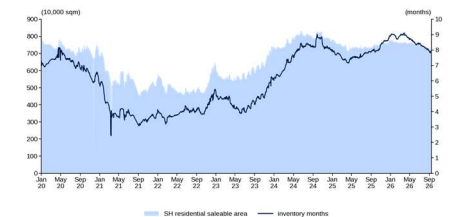
- 維持對中國房地產行業的「跑輸大市」評級。我們繼續看好對預售所得款項依賴度較低，且在一線城市業務比重較高的發展商。我們的首選股為中國海外發展及華潤萬象生活。
- 中海外 2026 年 8 月的合約銷售額按年下跌 12.8%，但 2026 年首 8 個月的銷售額仍按年增長 10.1%，且 2026 年 8 月的買地支出依然龐大。中海外 2026 年 8 月錄得合約銷售額人民幣 159.8 億元，銷售面積為 511,600 平方米，銷售額按年下跌 12.8%，面積按年下跌 42.4%；隱含平均售價為每平方米人民幣 31,241 元，而去年同期則為每平方米人民幣 20,630 元。2026 年首 8 個月，合約銷售額達人民幣 1,654.5 億元（按年增長 10.1%），合約銷售面積為 5,565,000 平方米（按年減少 16.5%），隱含平均售價為

北京庫存月數



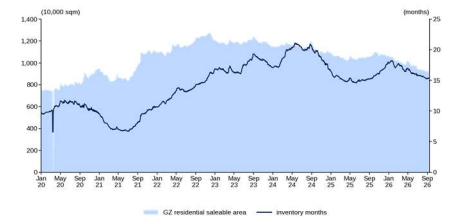
來源：大華繼顯

上海的庫存月數



來源：大華繼顯

廣州庫存月數



來源：大華繼顯

深圳庫存月數



來源：大華繼顯

每平方米人民幣 29,731 元。在土地方面，集團於 2026 年 8 月在北京（兩幅地皮）、香港、寧波及上海新增五幅地皮，應佔總樓面面積為 972,586 平方米，應佔土地出讓金為人民幣 267.6 億元，分別佔 2026 年首 8 個月總額的 41% 及 55%。2026 年首 8 個月，應佔建築面積達 2,380,520 平方米，應佔土地出讓金為人民幣 483.6 億元。帶動中海外銷售額的是銷售結構而非銷售量，而 8 月的買地支出則集中在上海和北京。

- **龍湖的開發業務銷售額持續萎縮，而其經常性收入則繼續增長。** 2026 年 8 月合約銷售額為人民幣 22 億元，涉及面積 250,000 平方米，金額按年下降 53.5%，其中股東應佔合約銷售額為人民幣 1.5 億元，涉及面積 174,000 平方米。2026 年首 8 個月，合約銷售額共計人民幣 208.4 億元，按年下跌 54.4%，涉及面積 2,239,000 平方米，而該月並無披露土地收購。相比之下，2026 年首 8 個月來自物業營運及物業服務的除稅後收入達人民幣 181.8 億元，按年增長 2.8%，其中營運收入為人民幣 97.3 億元（按年增長 3.6%），服務收入為人民幣 84.5 億元（按年增長 1.8%）。現在的投資理據取決於經常性收入平台，而非物業發展銷售。
- **越秀 2026 年 8 月的銷售額微升，但平均售價依然受壓。** 2026 年 8 月合約銷售額（包括合營企業及聯營公司項目）為人民幣 56 億元，按年增長 1.7%，合約建築面積為 168,300 平方米，按年下降 0.6%。2026 年首 8 個月，合約銷售額為人民幣 612.1 億元，按年下跌 16.2%，而相應建築面積則按年上升 12.4% 至 2,029,200 平方米——隱含平均售價為每平方米人民幣 30,163 元，較 2025 年首 8 個月水平低 25%。2026 年 8 月並無收購任何土地；2026 年 9 月 4 日，該公司以人民幣 24.8 億元投得廣州市天河區兩幅住宅用地，相當於容積率計價建築面積每平方米人民幣 36,590 元。銷量維持穩健，但轉向較低價項目正是令盈利持續受壓的原因。

行業催化劑 / 風險

- 強於預期的財政及貨幣寬鬆。

互聯網

路演反饋

重點

- 路演期間與投資者探討的主要關注領域包括：a)人工智能資本支出要求、b)融資方法、c)投資回本期，以及 d)開源人工智能變現與競爭格局。
- 我們認為，在增長兌現更為強勁以及監管不明朗因素緩解的支持下，人工智能 / 人工智能雲端、網絡遊戲及線上旅遊平台（OTA）有望進一步獲得估值重估。
- 維持「與大市一致」評級。 首選「買入」評級股：阿里巴巴、網易、智譜 AI 及攜程。

分析

- 持倉配置依然具選擇性。 投資者關注人工智能 / 大型語言模型（AI/LLM）商業化、資本支出回報，以及可持續的中國市場敞口。 他們對阿里巴巴及騰訊維持正面看法，但主要將其視為相對交易，因為亞洲半導體仍是首選的盈利動能配置，而非策略性的板塊重新配置。 只有在盈利預測上調與資金流向擴展至阿里巴巴和騰訊以外的情況下，我們才會對整體板塊轉趨更為樂觀。
- 超大規模雲端服務商的資本支出前景如何？ 我們估計阿里巴巴 / 騰訊 / 百度 2027 財年 / 2026 年的資本支出分別為人民幣 2,250 億元 / 人民幣 2,000 億元 / 人民幣 550 億元，而最近一季的支出則分別為人民幣 677 億元 / 人民幣 593 億元 / 人民幣 115 億元。 阿里巴巴依然最為積極，在其人民幣 3,800 億元的三年人工智能計劃中，已投入約人民幣 1,900 億元。 騰訊持續提前進行算力及儲存投資，而百度預期在 2026 年第 2 季度進行大規模伺服器及晶片採購後，資本支出將於 2026 年第三至第 4 季度放緩。 高資本支出將對近期自由現金流（FCF）構成壓力，但產能利用率改善長遠而言應有助支持回報。
- 人工智能資本支出融資的可持續性如何？ 阿里巴巴的結構性缺口最大，其經調整經營現金流為人民幣 1,350 億元，而 2027 財政年度資本支出則為人民幣 2,250 億元，但其港幣 800 億元的配售及人民幣 3,300 億元的上市投資組合抵銷了部分缺口。 騰訊資金最為充裕，2026 年上半年年化經營現金流達人民幣 3,100 億元，足以輕鬆覆蓋人民幣 2,000 億元的資本支出，加上進一步資產再循環的選擇空間。 百度內部資金狀況較弱，2026 年第 2 季度的營運現金流為人民幣 34 億元，相較於資本支出的人民幣 114 億元，這意味著其對債務、租賃及子公司融資的依賴程度更高，儘管人民幣 1,000 億元的經調整流動性提供了數年的緩衝期。

同業比較

公司	股票代碼	評級	價格	目標	目標價	最新	市盈率			收益率	股本回報率	市場	價格 /
			2026 年 9 月 11 日	價格	上升空間	年度結	2025	2026 年	2027 年	2026 年	2026 年	市值	每股資產
			(當地貨幣)	(當地貨幣)	(%)		預測	預測	預測	預測	(百萬當地貨幣)	淨值	
							(倍)	(倍)	(%)	(%)		(倍)	
阿里巴巴	9988 HK	買入	107.50	188.00	75	2026 年 3 月	18.91	18.24	13.22	0.98	7.98	2,137,636	不適用
京東集團	9618 HK	買入	106.50	148.00	39	2025 年 12 月	10.73	8.39	6.61	3.98	12.30	290,920	不適用
拼多多	PDD US	買入	77.84	115.00	48	2025 年 12 月	7.10	7.58	6.32	0.00	20.82	110,797	1.47
騰訊	700 HK	買入	429.20	608.00	42	2025 年 12 月	13.46	12.50	11.83	1.42	18.66	3,907,077	2.49
網易	9999 HK	買入	182.60	252.00	38	2025 年 12 月	13.26	12.61	10.89	2.66	22.77	584,548	不適用
騰訊音樂	1698 HK	買入	30.96	53.00	71	2025 年 12 月	8.52	8.61	7.96	2.15	11.17	102,883	不適用
百度	9888 HK	買入	89.20	136.00	52	2025 年 12 月	12.12	15.82	13.08	0.00	4.20	243,834	不適用
美團	3690 HK	持有	75.20	76.00	1	2025 年 12 月	不適用	不適用	16.60	0.00	-1.44	464,396	2.57
快手	1024 HK	持有	31.24	35.00	12	2025 年 12 月	5.81	13.19	12.33	1.12	8.29	135,175	1.34
貝殼	2423 HK	買入	44.44	60.00	35	2025 年 12 月	不適用	不適用	不適用	1.90	10.04	153,152	不適用
攜程	9961 HK	買入	305.60	508.00	66	2025 年 12 月	6.00	11.39	9.68	0.20	7.20	192,438	0.96
同程旅行	780 HK	買入	10.55	18.00	71	2025 年 12 月	6.46	6.11	5.48	3.12	12.97	24,838	0.83
金山軟件	3888 HK	買入	24.32	35.00	44	2025 年 12 月	20.61	14.44	18.49	0.56	6.83	33,426	0.91
滴滴全球	DIDIY US	買入	3.46	6.40	85	2025 年 12 月	不適用	不適用	不適用	0.00	-1.46	15,596	不適用
名之夢	100 HK	買入	268.80	470.00	75	2025 年 12 月	不適用	不適用	不適用	0.00	12.02	93,874	-21.55
智譜 AI	2513 HK	買入	793.00	1,830.00	131	2025 年 12 月	不適用	不適用	不適用	0.00	-0.56	369,239	20.51
科大訊飛	002230 CH	持有	39.15	39.00	0	2025 年 12 月	不適用	不適用	不適用	0.32	4.97	94,041	不適用

來源：彭博、大華繼顯

分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+86 21 5404 7225 轉 808

與大市一致（維持）

分部評級

分部	評級
E-電子商務	與大市一致（維持）
網絡遊戲	跑贏大市（維持）
OTA	跑贏大市（維持）
人工智能	跑贏大市（維持）
網上房地產垂直領域	與大市一致（維持）
本地生活服務	跑輸大市（維持）

來源：大華繼顯

行業首選

公司	股票代碼	評級	股價 (港元)	目標價 (港元)
阿里巴巴	9988 HK	買入	107.50	188.00
網易	9999 HK	買入	182.60	252.00
智譜 AI	2513 HK	買入	793.00	1,830.00
攜程	9961 HK	買入	305.60	506.00

來源：彭博、大華繼顯

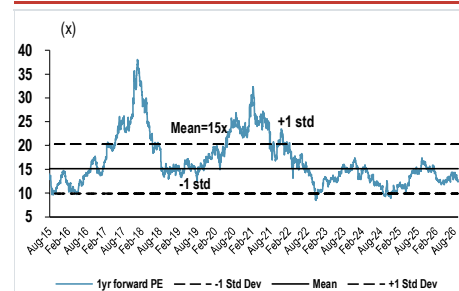
- **人工智能投資的回本期是多久？** 阿里巴巴在人工智能基礎設施回報方面的能見度最為清晰，管理層強調其投資回報期約為三年，並獲其在中國人工智能雲端市場 40% 的份額以及全端 IaaS/PaaS/MaaS 產品所支持。我們預計投資回收期為兩至三年，成熟基礎設施 ROIC 及稅後項目 IRR 為 15% 至 20%。雲端業務仍是關鍵的變現引擎，隨著使用率上升、MaaS 收入擴大以及雲端利潤率改善，長遠而言將支撐更佳的運算經濟效益。儘管近期資本支出偏高且自由現金流面臨壓力，但我們認為其潛在回報狀況依然具備吸引力。
- **阿里巴巴能否實現其 20% 的人工智能雲業務毛利率目標？為何其利潤率會低於美國的雲端服務供應商（CSP）？** 我們預期阿里巴巴在 2027 財年不會達到 20% 的毛利率，但隨著產能利用率提升、規模效益顯現以及專有晶片降低運算成本，從長遠來看該目標應可實現。結構上，阿里巴巴的利潤率應會維持低於美國雲端服務供應商（CSP）同業，主要由於中國的雲端及人工智能定價較低。定價下調是原因之一，但更主要的問題是每單位基礎設施的收益下降，這反映出競爭加劇、利用率降低以及服務組合較不理想。
- **平頭哥的前景如何？** 截至 2026 年 4 月，平頭哥上一代人工智能晶片的累計出貨量已超過 560,000 顆，為 20 多個行業的逾 400 家客戶提供服務。該等晶片與平頭哥 SAIL 軟件堆疊已在阿里雲及領先企業客戶的實際生產環境中得到廣泛驗證，能應對大規模流量、複雜工作負載以及嚴格的服務水平協議（SLA）要求。於 2026 年 8 月，管理層表示其最新一代晶片已開始在阿里雲上作為超級節點（Supernodes）進行部署，這標誌着下一階段產能爬坡的開始，並支持其在阿里巴巴人工智能基礎設施中的更廣泛應用。
- **在競爭日益激烈的情況下，開放權重模型如何實現變現？** 我們認為，開放權重模型仍可透過 API 使用量、企業部署，以及與雲端服務供應商（CSP）的收入分成安排來實現盈利，即託管相關模型的雲端平台會將部分相關推理收入與人工智能實驗室分成。商品化（commoditised）的 Flash / Lite 模型競爭日趨激烈，因為頂尖的 SOTA 模型能夠更容易沿能力曲線向下延伸，而較低階的模型要達到前沿性能則面臨更大困難。
- **LLM token 價格下跌會否引發全行業的價格戰？** 我們預期前沿模型之間不會出現廣泛的價格戰，此類模型應能透過性能差異化保持定價能力。美國近期降價，部分反映了領先中國模型在效能差距上的縮小以及定價更低的情況。由於美國前沿模型的定價依然處於溢價水平，我們認為中國領先的頂尖（SOTA）模型仍有變現空間，而毋須採取激進的減價手段。在差異化有限且定價能力較弱的大宗商品化型號中，定價壓力應會更為顯著。
- **大型語言模型（LLM）企業會否繼續透過配售方式籌集資金？** 鑑於前沿模型開發對算力及研發的高強度需求，我們認為極有可能會進一步進行配售。MiniMax 與 Z.ai 均在 1 月首次公開發行（IPO）後不久，於 7 月籌集資金，主要用於資助人工智能基礎設施及下一代模型。Z.ai 於 9 月進行的額外配售，進一步凸顯隨着兩家公司擴大規模並準備於年底推出規模更大的前沿模型，對資金的持續需求。
- **DeepSeek、Kimi 及 Anthropic 的潛在首次公開發行（IPO），會否為現有上市的大型語言模型（LLM）股份造成流動性真空？** 我們看到，隨着新上市項目爭奪投資者資金，短期內存在一定的流動性風險，但現有的 LLM 相關股份亦具有潛在的估值上升空間。Anthropic 的估值約為 2026 年年度收入（ARR）的 20 倍，而智譜 AI 則為 18 倍，這表明成功的首次公開招股（IPO）可望提供更高的估值基準，並推動整個板塊的估值重估。流動性仍令人擔憂，惟延續至明年的股東禁售期應可在一定程度上遏制近期拋售壓力。
- **何時應重新審視騰訊？** 騰訊依然更偏向於中期吸納的投資邏輯，而非短期的 AI 炒作標的。我們看好其分銷優勢，但其人工智能策略似乎不如阿里巴巴成熟，其早期的投入較多聚焦於 WorkBuddy 和 CodeBuddy 等應用層產品，直至近期才轉向發展前沿專有模型。關鍵的缺失之處在於變現模式及回報能見度尚不夠清晰。一旦騰訊披露更強勁的人工智能關鍵績效指標（KPI），包括雲業務增長、與混元相關的年度經常性收入（ARR）或使用量，以及 WorkBuddy / CodeBuddy 的採用或變現指標，我們的看法將轉向更為正面。目前，人工智能的回報仍然難以評估，而資本支出與營運開支則可能對自由現金流和股份回購構成壓力。我們對騰訊仍持正面看法，但希望在不實質削弱股東回報的情況下，看到明確的人工智能變現途徑。

阿里巴巴 12 個月遠期市盈率區間



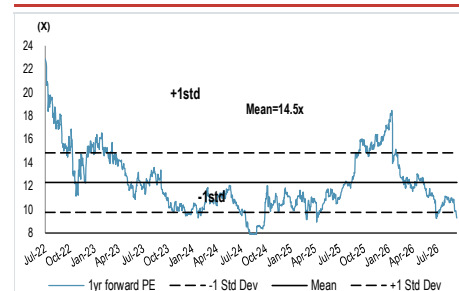
資料來源：彭博、大華繼顯

網易 12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博、大華繼顯

TCOM 12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博、大華繼顯

- **在監管機構處以罰款後，我們對攜程的前景看法為何？** 我們轉持正面態度，因為該公司自 4 月以來已調整其營運做法，且 7 月份的罰款消除了一項關鍵不明朗因素。我們對海外增長、機票價格正常化以及即將到來的十一黃金周假期依然持正面態度。雖然取消獨家合作可能會加劇競爭，但鑑於旅遊具備低頻性質，加上攜程（Trip.com）擁有提供交叉銷售的一站式平台，我們預期用戶黏性仍將保持韌性。機票分銷仍須獲得航空公司授權並符合中國航空運輸協會的相關規定，從而構成一定的准入門檻。
- **美團前景。** 鑑於交付盈利能力以及競爭對手補貼方面的持續不確定性，投資者認為存在戰術性反彈的空間，但尚不適合乾脆地長期持有。美團具備更大的長期上升空間，但亦伴隨較高的競爭及利潤率不確定性。

估值 / 投資建議

- 我們按偏好降序排列的首選股票：阿里巴巴>網易>智譜 AI > Trip.com。
 - 維持阿里巴巴（9988 HK）的「買入」評級，目標價為港幣 188 元（美金 192 元），因我們將其 2027 財年第 2 季度的雲業務收入按年增長率上調至 50%。在更強勁的人工智能需求、營運槓桿比率以及持續的雲端技術採用支持下，我們對阿里雲加速的收入增長和利潤率的進一步改善仍保持樂觀。阿里巴巴目前的交易估值為 2027 財政年度預測市盈率 的 18.3 倍，乃受惠於 2027 至 2030 財政年度間達 41% 的每股收益複合年增長率。
 - 維持網易（9999 HK）「買入」評級，目標價為港幣 252 元，相當於 18 倍 2026 年預測市盈率。我們預期網易的遊戲儲備將保持穩健，《Ananta》及《Sea of Remnants》預計於 2026 年下半年或 2027 年第 1 季度推出，而強勁的遞延收入應可為近期的遊戲增長提供良好的可見度。該公司目前的交易估值為 13.3 倍 2026 年預測 市盈率，低於 15 倍的歷史平均值。
 - 維持對智譜 AI（2513 HK）的「買入」評級，目標價為港幣 1,830 元，相當於 11.8 倍的 2027 年預測企業價值 / 市銷率。我們偏好智譜 AI，因其專注於編程等高價值應用場景，且具備更強的變現能力，其年度經常性收入（ARR）更從 7 月的人民幣 10 億元倍增至 8 月的人民幣 20 億元。隨着其全新的 1GW 數據中心落成，我們預期隨着算力限制緩解，ARR 增長將進一步加速。
 - 維持對攜程（9961 HK）的「買入」評級，目標價為港幣 508 元（美金 65 元），相當於 18.5 倍 2026 年預測市盈率，與全球同業一致。我們對攜程 2026 年下半年的前景保持樂觀，此乃受惠於黃金週假期旺季，以及國際和出境旅遊業務持續強勁擴展，而監管不明朗因素的消除應會進一步支持潛在的估值重估。

行業催化劑 / 風險

- **催化因素：**a) 人工智能雲端業務增長再度加速且利潤率有所改善；b) 部署專有晶片以緩解算力瓶頸，並減少對外國 GPU 的依賴；c) 升級更大參數規模的模型以縮小與美國前沿模型的差距；d) 健全的遊戲儲備支撐網絡遊戲業務展現韌性增長；以及 e) 在黃金週假期需求帶動下，旅遊業於 2026 年下半年復甦。
- **風險：**a) 人工智能資本支出龐大，且變現速度慢於預期；b) 在行業快速迭代下未能推出頂尖（SOTA）模型；c) 持續的宏觀逆風拖累消費及旅遊需求；以及 d) 遊戲推出進度放緩或新遊戲表現遜於預期。

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

安踏體育 (2020 HK)

最後價格:	港幣 73.65 元
支撐位:	港幣 71.75 元/港幣 69.95 元
阻力位:	港幣 79.15 元/港幣 83.65 元

技術分析:

价格行为成功企稳于前低支撑区域上方，将市场运行继续锚定于其更广阔的区间震荡框架之内。技术形态呈现出早期动能修复迹象，RSI 指标向上拐头并逐步逼近 50 中轴线，信号显示卖方压制减弱与买方动能的逐步复苏。只要价格持续守住这一核心支撑地基，最小阻力路径将倾斜于展开向前期高点阻力天花板的技术性反弹，以完成区间内部的轮动交割，而一旦高确定性突破该上方阻力，将扫清通往更远上行拓展区的道路。

平均時限：約兩週。



奇瑞汽車 (9973 HK)

最後價格:	港幣 25.72 元
支撐位:	港幣 24.50 元/港幣 23.76 元
阻力位:	港幣 27.68 元/港幣 30.10 元

技術分析:

价格行为成功企稳于前低支撑区域上方，将宏观市场继续锚定于关键需求地基之上。这一对较低估值的有效拒绝，证实了买方沿该历史边界的积极建仓，并消解了近期的破位下行风险。技术动能强力印证了这一建设性格局，RSI 指标已转向看跌向看涨突破并持续向上扩张，确认买方控制权正在重新确立。只要价格行为稳稳守住这一核心支撑锚点，最小阻力路径将高度倾斜于维持震荡上行轨迹，驱动价格向更高的核心拓展目标展开主升行情。

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."