



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)	53732.4	(0.2)	(0.6)	3.0	11.8
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7785.8	(0.2)	0.4	4.4	13.7
富時 100 指數(FTSE 100)	10750.1	(0.2)	(1.4)	1.4	8.2
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9313.2	(0.7)	(1.4)	3.7	3.3
滬深 300 指數(CSI 300)	4665.9	0.0	(0.6)	3.0	0.8
富時海峽時報指數(FSSTI)	5743.6	0.4	1.9	4.3	23.6
恒生中國企業指數(HSCEI)	8340.8	(1.0)	(2.2)	2.5	(6.4)
恒生指數(HSI)	25116.9	(1.1)	(2.1)	2.3	(2.0)
雅加達綜合指數(JCI)	6401.9	1.6	(0.1)	3.7	(26.0)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1727.4	(0.4)	(0.5)	(0.2)	2.8
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6977.9	2.4	11.5	2.3	65.6
日經 225 指數(Nikkei 225)	68713.8	0.6	4.6	7.1	36.5
泰國證券交易所指數(SET)	1609.1	(0.3)	(0.3)	(1.8)	27.7
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	45811.0	(0.5)	3.6	7.4	58.2
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2863	0.7	(7.3)	4.0	52.5
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4520	0.0	0.1	1.2	14.9
布蘭特原油(美元/桶)	89	0.2	1.1	0.7	45.8

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
Enrico Tanuwidjaja 先生主講的印尼經濟展望虛擬會議	印尼	8 月 19 日	8 月 19 日
潘夢遙就大中華互聯網行業進行的分析師路演	新加坡	9 月 7 日	9 月 8 日
潘夢遙就大中華互聯網行業進行的分析師路演	馬來西亞	9 月 9 日	9 月 11 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
7 月零售銷售	中國	8 月 17 日
7 月工業生產	中國	8 月 17 日
7 月固定資產 (不含農村)	中國	8 月 17 日
7 月調查失業率	中國	8 月 17 日
7 月 3 個月失業率	香港	8 月 20 日
7 月綜合消費物價指數	香港	8 月 20 日
7 月貿易差額、出口、進口	香港	8 月 25 日
7 月工業利潤	中國	8 月 27 日

頭條新聞

經濟 | 中國貨幣供應

第 2 頁→

- 2026 年 7 月的 M1 增長維持在按年 4.0%，略高於市場共識，而 M2 增長則放緩至按年 7.7%（按月下跌 0.3 個百分點），遜於預期。新增銀行貸款轉為負值，為-人民幣 0.34 兆元（按月比較為-人民幣 1.95 兆元），創歷史新低，儘管新增社會融資規模為人民幣 1.40 兆元（按月比較為-人民幣 1.97 兆元），因債券發行強勁而超出預期。銀行貸款餘額增長按年跌至 5.1%（按月下跌 0.1 個百分點），再創歷史新低，而社會融資規模存量增長則維持在按年 7.4%。銀行信貸收縮預示著需求持續疲弱。

公司業績 | 惠州德賽西威 (002920 CH/買入/人民幣 90.64 元/目標價：人民幣 135 元)

第 4 頁→

- 德賽西威於 2026 年第 2 季度的純利按年增長 22.3%至人民幣 783 百萬元，超出我們的預期，因研發及銷售開支有所下降，儘管 2026 年第 2 季度的收入僅按年增長 7.0%。我們將 2026-28 年收入增長預測分別下調至 5%/12%/12%。我們亦減少減值費用，將 2026 年純利上調 3.9%，並將 2027-28 年預測分別下調 4.0%/7.5%。維持買入。目標價：人民幣 135 元。

公司業績 | 貴州茅台 (600519 CH/持有/人民幣 1,341.99 元/目標價：人民幣 1,295 元)

第 7 頁→

- 茅台 2026 年第 2 季度收入按年下跌 5%，純利按年下跌 7%，分別較市場共識低 8%及 9%。按渠道劃分，直銷按年增長 34%，而批發渠道銷售則按年下跌 35%。i 茅台於 2026 年第 2 季度銷售額按年增長 283%至人民幣 187.0 億元，主要受其持續的 DTC 轉型所推動。截至 2026 年第 2 季度末，包括中央匯金資產管理公司和中國證券金融公司在內的國有投資者，不再位列茅台十大股東之列。維持「持有」評級；目標價下調 7%至人民幣 1,295 元。

技術分析

恒生指數及恒生科技指數展望

第 10 頁→

- 週線圖及日線圖

免責聲明: 在交易員專區中，技術分析純粹根據圖表模式、價格變動及趨勢進行，因此獨立於我們分析師的基本面研究觀點。因此，我們可能會不時作出與我們的基本「買入/持有/賣出」評級相反的技術建議。

經濟

貨幣供應

新增貸款轉負，新增社會融資規模受債券發行提振

- 7 月份 M1 增長按年持平於 4.0%，略高於彭博社的 3.9%按年增長共識預期，而 M2 增長則放緩至按年 7.7%（按月下跌 0.3 個百分點），低於 7.9%按年增長的共識，亦是自 2025 年 3 月以來最慢的 M2 增速。
- 新增銀行貸款轉為負值，錄得-人民幣 0.34 兆元，為有記錄以來最大的每月淨償還額，並低於-人民幣 0.1 兆元的共識預期。人民幣 1.40 兆元的新增社會融資規模超出人民幣 1.09 兆元的共識預期，但其增長主要來自政府及企業債券發行，而非銀行信貸。
- 銀行貸款餘額增長按年下滑至 5.1%（按月下降 0.1 個百分點），創歷史新低，而社會融資規模存量增長則維持在按年 7.4%。由於銀行信貸收縮，非銀行渠道承擔重任，政府必須尋求貨幣寬鬆以外的政策來提振國內需求。

我們的觀點

- M2 增速於 2026 年 7 月進一步放緩 0.3 個百分點至按年 7.7%，低於彭博社的 7.9%按年增長共識預測。M1 貨幣供應增長維持在按年 4.0%，略高於市場預期的按年 3.9%，而 M0 增長則放緩至按年 11.6%（按月下跌 0.2 個百分點）。M1 與 M2 增長之間的差距收窄，反映廣義貨幣擴張放緩，而非貨幣交易需求回升，該需求仍處於低迷狀態。
- 銀行於 2026 年 7 月錄得新增貸款淨減少人民幣 0.34 兆元，逆轉了 2026 年 6 月的人民幣 1.61 兆元，並低於彭博社-人民幣 0.10 兆元的共識預期。這是有記錄以來最大的單月收縮。新增住戶貸款下跌至-人民幣 0.46 兆元（按月減少人民幣 0.72 兆元），短期及長期借貸均錄得負值。新增企業及政府貸款轉為負值，為-人民幣 0.10 兆元（按月減少人民幣 1.46 兆元），受短期貸款（按月減少人民幣 1.07 兆元）及中長期貸款（按月減少人民幣 0.79 兆元）拖累。票據融資增至人民幣 0.38 兆元（按月增加人民幣 0.26 兆元），是唯一有實質意義的支持。

主要貨幣指標

(同比百分比變動)	2026 年 7 月	共識	2026 年 6 月	2026 年 5 月
M0 貨幣供應	11.6	-	11.8	11.9
M1 貨幣供應	4.0	3.9	4.0	5.5
M2 貨幣供應	7.7	7.9	8.0	8.6
未償還銀行貸款	5.1	-	5.2	5.5
社會融資規模存量	7.4	-	7.4	7.7
新增銀行貸款（人民幣 10 億元）	-0.34	-0.1	1.61	0.52
新增社會融資規模（人民幣 10 億元）	1.40	1.09	3.37	2.03

資料來源：萬得(Wind)、中國人民銀行(PBOC)、大華繼顯

- 2026 年 7 月的新增社會融資規模從 2026 年 6 月的人民幣 3.37 兆元降至人民幣 1.40 兆元，但高於彭博社預期的人民幣 1.09 兆元。增長主要由非銀行渠道帶動，因社會融資規模中的人民幣貸款收縮了人民幣 0.59 兆元。新政府債券發行量增至人民幣 1.32 兆元（按月增加人民幣 0.55 兆元），儘管以存量計，其增長按年放緩至 14.1%（按月減少 0.1 個百分點）。企業債券增長按年加速至 9.2%（按月增加 0.3 個百分點），股權發行按年上升至 5.5%（按月增加 0.5 個百分點），而銀行承兌匯票則轉為按年正增長 2.7%（按月增加 5.5 個百分點），這與持續從銀行信貸轉向其他融資方式的趨勢一致。

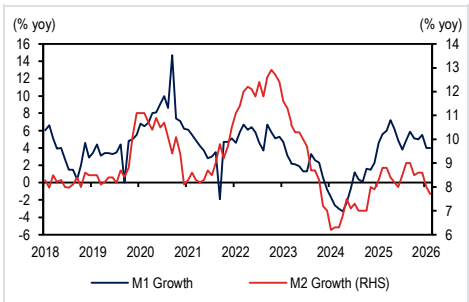
分析師

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

王可來

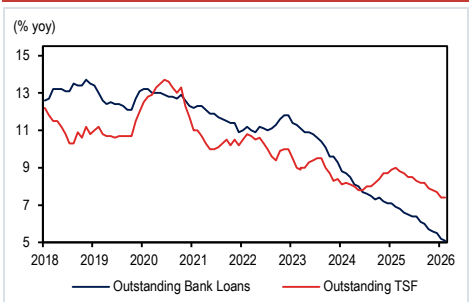
claire.wang@uobkh.com
+852 2236 6761

M1 及 M2 增長



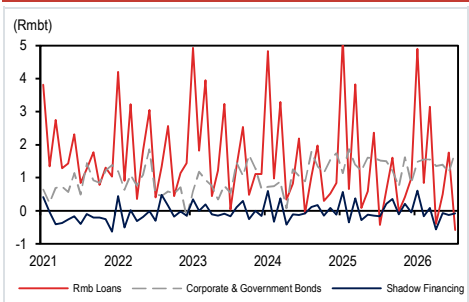
來源：中國人民銀行、大華繼顯

未償還信貸增長



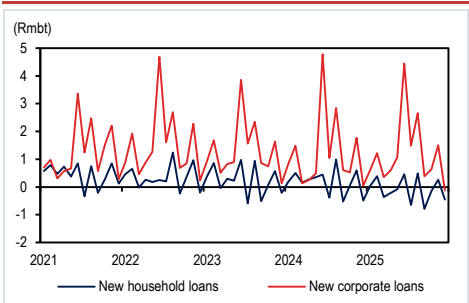
來源：中國人民銀行、大華繼顯

新增社會融資規模



來源：中國人民銀行、大華繼顯

新增銀行貸款



來源：中國人民銀行、大華繼顯

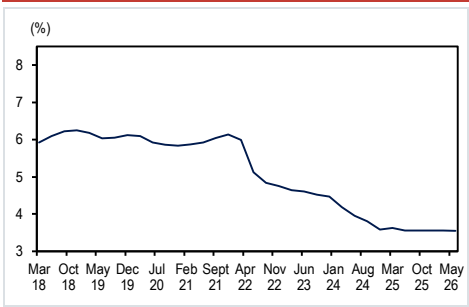
- 2026 年 7 月，銀行貸款餘額增長按年放緩至 5.1%（按月下跌 0.1 個百分點），再創歷史新低，而社會融資規模存量增長則維持在按年 7.4% 不變，差距擴大反映對政府主導發行的依賴性增加。中國人民銀行於 2026 年 7 月 20 日維持一年期及五年期貸款市場報價利率（LPR）分別為 3.00% 及 3.50% 不變，為連續第 14 次維持不變。展望未來，由於信貸需求而非融資成本是主要制約因素，政府必須尋求貨幣寬鬆以外的政策來提振國內需求。

社會融資規模存量

(同比百分比變動)	2026 年 7 月	2026 年 6 月	2026 年 5 月	2026 年 4 月
人民幣貸款	5.2	5.3	5.5	5.6
外匯貸款	-1.7	-2.9	-4.3	-3.8
委託貸款	0.7	0.5	0.0	-0.1
信託貸款	3.2	4.0	7.1	7.4
銀行承兌匯票	2.7	-2.8	-6.2	-7.9
公司債券	9.2	8.9	8.4	8.3
政府債券	14.1	14.2	15.1	15.6
股本發行	5.5	5.0	4.7	4.6

資料來源：萬得(Wind)、中國人民銀行(PBOC)、大華繼顯

抵押貸款



來源：中國人民銀行、大華繼顯

惠州德賽西威 (002920 CH)

2026 年第 2 季度：純利上升 22.3%按年計，因成本控制而優於我們的預期

重點

- DSV 於 2026 年第 2 季度的純利按年上升 22.3%，按季上升 69.7%，達人民幣 783 百萬元，超出我們的預期。
- 海外收入按年增長 55.7%，現已成為集團增長的唯一來源。
- 增長動力包括超過人民幣 220 億元的新年化訂單，以及成都和西班牙廠房。
- 我們將 2026 年純利預測上調 3.9%至人民幣 2,555 百萬元，並將 2027-28 年純利預測分別下調 4.0%/7.5%。
- 維持買入評級，並將目標價由人民幣 150 元下調至人民幣 135 元。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026 年 第 2 季度	按年百分 比	按季百分 比	2026 年 上半年	按年百分 比	舊 2026 年 預測	按年百 分比	評論
收入	8,406	7.0	29.4	14,901	1.8	37,441	15.0	未達預期
毛利	1,635	3.3	35.3	2,843	(4.5)	6,927	11.6	未達預期
毛利率(%)	19.4	(0.7)	0.9	19.1	(1.2)	18.5	(0.6)	超出預期
息稅前利潤	899	16.2	77.9	1,404	1.0	3,178	7.0	符合預期
息稅前利潤率(%)	10.7	0.8	2.9	9.4	(0.1)	8.5	(0.6)	超出預期
純利	783	22.3	69.7	1,245	1.8	2,461	0.3	超出預期
純利-經調整	749	14.3	57.5	1,225	6.3	2,461	2.0	超出預期
純利率(%)	9.3	1.2	2.2	8.4	0.0	6.6	(1.0)	超出預期
純利率-經調整(%)	8.9	0.6	1.6	8.2	0.4	6.6	(0.8)	超出預期

來源：惠州德賽西威、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度純利超出我們的預期，但未達市場共識。惠州德賽西威 (DSV)2026 年第 2 季度純利按年增長 22.3%/按季增長 69.7%，至人民幣 783 百萬元。2026 年上半年人民幣 1,245 百萬元的純利佔我們 2026 年預測的 50.6%（去年同期為 49.8%），表現優於預期，但由於收入疲弱，僅佔 2026 年市場共識預期的 44.1%，表現遜於預期。
- 收入未達標：將 2026-28 年收入增長預測分別下調至 5%/12%/12%。2026 年第 2 季度收入按年增長 7.0%/按季增長 29.4%至人民幣 8,406 百萬元，而 2026 年上半年則按年增長 1.75%——這佔我們人民幣 374.40 億元估計的 39.8%，而 2025 年上半年則為 45.0%。我們將 2026-28 年的收入增長預期分別從 15%/15%/15%下調至 5%/12%/12%，導致收入為人民幣 341.90 億元/人民幣 382.70 億元/人民幣 428.80 億元，而 2026 年上半年收入為人民幣 14,901 百萬元。我們新的 2026 年收入預測意味著 2026 年下半年收入為人民幣 19,284 百萬元，按年增長 8%，按半年增長 29%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	27,618	32,557	34,185	38,287	42,882
息稅折舊攤銷前利潤	3,476	3,752	3,970	4,383	4,964
經營利潤	2,807	2,971	3,087	3,362	3,786
純利 (報告 / 實際)	2,005	2,454	2,555	2,780	3,144
經調整純利	1,946	2,414	2,555	2,780	3,144
每股收益 (分)	361.1	411.1	428.1	465.8	526.8
市盈率 (倍)	25.1	22.0	21.2	19.5	17.2
市賬率 (倍)	5.2	3.5	3.1	2.8	2.5
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	15.5	14.3	12.9	11.5	9.8
股息收益率(%)	1.2	1.4	1.4	1.5	1.7
純利率(%)	7.0	7.4	7.5	7.3	7.3
債務 / (現金) 淨額與權益(%)	4.9	(0.4)	(14.2)	(19.1)	(23.9)
利息保障倍數 (倍)	17.8	140.7	不適用	不適用	不適用
股本回報率(%)	22.1	19.3	15.7	15.2	15.4
市場預期純利	-	-	2,826	3,287	3,868
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	0.90	0.85	0.81

來源：惠州德賽西威、彭博、大華繼顯

分析師

利新民

ken.lee@uobkh.com
+852 2236 6760

買入 (維持)

股價	人民幣 90.64 元
目標價	人民幣 135.00 元
上行空間	48.9%
前次 TP	人民幣 150 元

股票數據

行業	汽車零件
股份代號	002920 CH
已發行股份 (百萬股)	596.8
市值 (人民幣百萬元)	54,098
市值 (百萬美元)	7,462
三個月平均每日成交額 (百萬美元)	147.0

價格表現(%)

52 週高位/低位		人民幣 154.17 元/人民幣 76.93 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
9.3	(13.7)	(26.1)	(17.0)	(24.7)

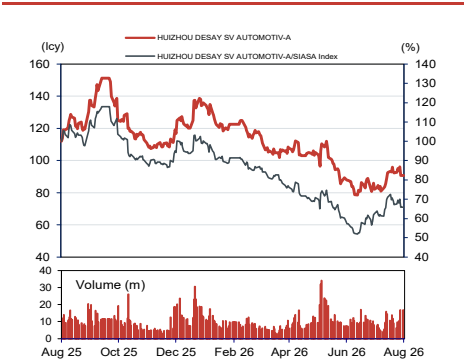
主要股東(%)

廣東德賽集團有限公司	26.3
惠州創新投資有限公司	20.2

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	27.2
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	4.1

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

惠州德賽西威製造及分銷汽車零件。該公司生產車載資訊娛樂系統、空調控制器、駕駛員資訊顯示器、駕駛輔助系統及其他產品。其產品行銷全中國。

- **海外是唯一的增長來源。**海外收入於 2026 年上半年按年增長 55.7%至人民幣 1,617 百萬元，毛利率為 31.3%（按年增加 2.4 個百分點），而同期國內收入按年下跌 2.4%至人民幣 132.80 億元，毛利率為 17.6%（按年減少 2.1 個百分點）。
- **收入增長預計將於 2027 年因訂單及海外產能而重新加速。**於 2026 年上半年贏得的新訂單，其年化銷售額超過人民幣 220 億元，同比增長逾 20%。第五代人工智能駕駛艙平台已在理想汽車量產，車身區域控制器將於 2026 年下半年實現批量交付，而成都和西班牙工廠已分別於 6 月和 7 月投產。
- **由於研發及銷售開支下降，利潤率超出預期。**毛利率按年下跌 0.7 個百分點，但按季上升 0.9 個百分點至 2026 年第 2 季的 19.4%，使 2026 年上半年的毛利率達到 19.1%，高於我們對 2026 年全年毛利率 18.5%的假設。我們維持 2026-28 年毛利率假設為 18.5%，因為下半年通常較弱（2025 年下半年：18.0%）。業績優於預期乃毛利以下項目所致—2026 年第 2 季度研發費用按年下跌 14.9%至人民幣 571 百萬元（佔收入的 6.8%，而 2025 年第 2 季度為 8.5%），而 2026 年第 2 季度銷售費用按年下跌 37.6%至人民幣 61 百萬元（佔收入的 0.7%，而 2025 年第 2 季度為 1.3%），使息稅前利潤率按年上升 0.8 個百分點 / 按季上升 2.9 個百分點至 10.7%。我們將 2026-28 年研發開支佔收入的比例分別下調至 7.7%/8.0%/8.0%，並將行政開支佔收入的比例上調至 2.2%/2.1%/2.1%。研發開支削減令人擔憂，因研發對競爭力至關重要。
- **減值虧損拖累 2026 年第 2 季度盈利。**DSV 於 2026 年第 2 季度錄得信貸減值虧損人民幣 104 百萬元，按年增長 311.8%，而 2026 年第 1 季度則錄得撥回人民幣 153 百萬元 另錄得資產減值虧損人民幣 77 百萬元 按年增長 2.9%/按季增長 80.0%。該公司於 2026 年上半年錄得信貸減值虧損撥回人民幣 49 百萬元及資產減值虧損人民幣 120 百萬元，少於我們的估計。我們分別下調 2026-28 年度的信貸減值虧損估計至人民幣 10 百萬元/人民幣 60 百萬元/人民幣 65 百萬元，以及資產減值虧損估計至人民幣 390 百萬元/人民幣 400 百萬元/人民幣 450 百萬元。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026 年純利預測上調 3.9%至人民幣 2,555 百萬元，並將 2027-28 年預測分別下調 4.0%/7.5%至人民幣 2,780 百萬元/人民幣 3,144 百萬元。2026 年較低的收入增長被較低的減值費用所抵銷有餘。我們對 2026 年純利的預測意味著 2026 年下半年的純利為人民幣 1,311 百萬元（按年增長 6.5%/按半年增長 5.3%）。
- **風險：**2026 年下半年國內復甦較慢、OEM 價格壓力進一步加大，以及西班牙工廠產能提升延誤。

估值/建議

- 維持「買入」評級，並將目標價從人民幣 150 元下調至人民幣 135 元，因我們將基準年從 2026 年推遲至 2027 年，並將目標市盈率倍數從 36 倍（高於歷史平均值 1 個標準差）下調至 29 倍（與歷史平均值持平）。該股票以 19.5 倍 2027 年預測市盈率交易。

股價催化劑

- 西班牙及成都廠房產能提升、新海外訂單、車身區域控制器交付及 2026 年第 3 季度業績。

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	32,557	34,185	38,287	42,882
息稅折舊攤銷前利潤	3,752	3,970	4,383	4,964
折舊及攤銷	(781)	(883)	(1,022)	(1,178)
息稅前利潤	2,971	3,087	3,362	3,786
總其他非經營收入	(6)	0	0	0
聯營公司貢獻	58	58	58	58
淨利息收入／(支出)	(21)	(5)	18	36
除稅前溢利	2,570	2,739	2,978	3,366
稅務	(97)	(164)	(179)	(202)
少數股東權益	(19)	(19)	(19)	(19)
純利	2,454	2,555	2,780	3,144
經調整純利	2,414	2,555	2,780	3,144

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	2,884	4,629	3,474	3,777
除稅前溢利	2,570	2,739	2,978	3,366
稅務	(97)	(164)	(179)	(202)
折舊及攤銷	781	883	1,022	1,178
聯營公司	(58)	(58)	(58)	(58)
營運資金變動	(714)	855	(699)	(954)
非現金項目	402	374	409	447
其他經營現金流量	0	0	0	0
投資	(5,573)	(1,466)	(1,442)	(1,425)
資本支出(增長)	(1,803)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
投資	(11,178)	-0	-0	-0
其他	7,408	34	58	75
融資	3,374	(779)	(806)	(874)
支付股息	(693)	(779)	(806)	(874)
借款所得款項	1,303	400	400	400
償還貸款	(1,171)	(400)	(400)	(400)
其他/已付利息	3,934	0	0	0
現金流入（流出）淨額	695	2,384	1,225	1,478
年初現金及現金等價物	721	1,416	3,800	5,026
匯兌影響變動	11	0	0	0
年末現金及現金等價物	1,416	3,800	5,026	6,504

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	3,006	3,710	4,285	4,721
其他長期資產	3,406	3,410	3,404	3,380
現金/短期投資	1,416	3,800	5,026	6,504
其他流動資產	22,016	20,389	21,971	23,743
資產總額	29,845	31,310	34,686	38,348
短期債務	687	687	687	687
其他流動負債	12,898	12,527	13,870	15,203
長期債務	255	255	255	255
其他長期負債	444	444	444	444
股東權益	15,418	17,234	19,248	21,558
少數股東權益	145	164	183	203
負債及權益總額	29,845	31,310	34,686	38,348

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	11.5	11.6	11.4	11.6
稅前利潤率	7.7	7.7	7.3	7.4
純利率	7.4	7.5	7.3	7.3
資產回報率	9.4	8.4	8.4	8.6
股本回報率	19.3	15.7	15.2	15.4
增長				
營業額	17.9	5.0	12.0	12.0
息稅折舊攤銷前利潤	7.9	5.8	10.4	13.3
除稅前溢利	22.4	6.6	8.7	13.0
純利	22.4	4.1	8.8	13.1
經調整純利	24.1	5.9	8.8	13.1
每股收益	13.9	4.1	8.8	13.1
槓桿比率				
債務佔總資本比率	4.5	4.3	3.9	3.5
債務權益比率	8.8	7.9	7.0	6.3
債務／（現金）淨額與權益	8.8	7.9	7.0	6.3
利息保障倍數（倍）	140.7	589.8	(184.4)	(105.8)

貴州茅台 (600519 CH)

2026 年第 2 季度：業績未達預期；國有投資者減持股份

重點

- 茅台 2026 年第 2 季度收入按年下跌 5%，純利按年下跌 7%，分別較市場共識低 8% 及 9%。
- 按渠道劃分，直銷按年增長 34%，佔 2026 年第 2 季度酒類收入的 61%，而批發渠道銷售則按年下降 35%。i 茅台於 2026 年第 2 季度的銷售額為人民幣 187.0 億元，按年增長 283%，主要受其持續的 DTC 轉型所推動。
- 截至 2026 年第 2 季度末，包括中央匯金資產管理公司和中國證券金融公司在內的國有投資者，不再位列茅台十大股東之列。相比之下，截至 2026 年第 1 季度末，兩者分別持有總股份的 0.83% 及 0.32%。維持「持有」評級；目標價下調 7% 至人民幣 1,295 元。

2026 年第 2 季度/ 2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026 年第 2 季度	2026 年第 1 季度	2025 年第 2 季度	按年變動 (%)	2026 年上 半年	2025 年上 半年	按年變動 (%)
總收入	37,575	54,703	39,650	(5.2)	92,278	91,094	1.3
營業收入	36,794	53,909	38,788	(5.1)	90,703	89,389	1.5
營運毛利	32,841	48,389	35,072	(6.4)	81,229	81,612	(0.5)
營運毛利率(%)	89.3	89.8	90.4	(1.2)	89.6	91.3	(1.7)
息稅前利潤	23,694	37,395	25,526	(7.2)	61,089	62,253	(1.9)
息稅前利潤率(%)	63.1	68.4	64.4	(1.3)	66.2	68.3	(2.1)
應佔純利	17,274	27,243	18,555	(6.9)	44,517	45,403	(2.0)
應佔利潤率(%)	46.0	49.8	46.8	(0.8)	48.2	49.8	(1.6)
核心應佔純利	17,224	27,240	18,540	(7.1)	44,464	45,390	(2.0)
核心應佔利潤率(%)	45.8	49.8	46.8	(0.9)	48.2	49.8	(1.6)

來源: Moutai, 大華繼顯

分析

- **2026 年第 2 季度業績未達預期。** 貴州茅台（茅台）報告 2026 年上半年收入為人民幣 92,278 百萬元（按年增長 1%）。經營毛利為人民幣 81,229 百萬元（按年下跌 0.5%），而經營毛利率為 89.6%（按年下跌 1.7 個百分點）。息稅前利潤總計人民幣 61,089 百萬元（按年下跌 2%），息稅前利潤率為 66.2%（按年下跌 2.1 個百分點）。純利為人民幣 44,517 百萬元（按年下跌 2%），純利率為 48.2%（按年下跌 1.6 個百分點）。核心純利為人民幣 44,464 百萬元（按年下跌 2%），核心純利率為 48.2%（按年下跌 1.6 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	170,343	174,733	181,556
息稅折舊攤銷前利潤	120,235	116,128	113,300	116,178	120,462
經營利潤	118,150	113,868	111,074	113,926	118,185
純利 (報告 / 實際)	86,228	82,320	80,073	82,320	85,455
純利 (經調整)	86,228	82,320	80,073	82,320	85,455
每股收益 (分)	6,864.2	6,573.7	6,394.2	6,573.6	6,824.0
市盈率 (倍)	19.6	20.4	21.0	20.4	19.7
市賬率 (倍)	7.2	6.9	6.5	6.0	5.6
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	12.7	13.6	13.4	12.9	12.2
股息收益率(%)	3.8	3.9	3.8	3.9	4.0
純利率(%)	49.5	47.8	47.0	47.1	47.1
債務 / (現金) 淨額與權益(%)	(80.1)	(60.8)	(81.4)	(84.7)	(87.2)
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	31.7	30.5	29.6
市場預期純利	-	-	85,436.0	90,937.0	96,929.6
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	0.94	0.91	0.88

資料來源: 茅台、彭博、大華繼顯

分析師

郭一辰

stella.guo@uobkh.com
+852 2236 6798

邱一展

hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

持有 (維持)

股價	人民幣 1,341.99 元
目標價	人民幣 1,295.00 元-
上行空間	3.5%
前次 TP	人民幣 1,395 元

股票數據

行業	必需消費品
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)	1,677,597.0
市值 (百萬美元)	248,731.9
三個月平均每日成交額 (百萬美元)	870.1

價格表現(%)

52 週高位/低位	人民幣 1,569 元/人民幣 1,151.01 元
1 個月	7.3
3 個月	0.7
6 個月	(9.7)
1 年	(6.0)
年初至今	(2.6)

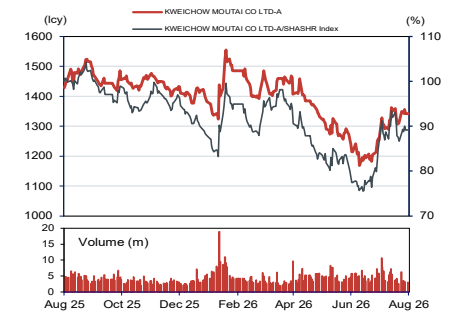
主要股東(%)

貴州茅台集團	54.50
貴州省國有資本營運有限公司	4.56

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	208.02
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	171.20

股價圖表



資料來源: 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。領先產品「貴州茅台」是世界三大名蒸餾酒之一。

- 這意味著 2026 年第 2 季度收入為人民幣 37,575 百萬元（按年下跌 5%），較 Visible Alpha (VA) 共識低 8%。營運毛利為人民幣 32,841 百萬元（按年下跌 6%），而營運毛利率為 89.3%（按年下跌 1.2 個百分點）。息稅前利潤總計人民幣 23,694 百萬元（按年下跌 7%），而息稅前利潤率為 63.1%（按年下跌 1.3 個百分點）。息稅前利潤率按年收縮，主要由於毛利率下降（按年減少 1.2 個百分點）及總營運開支增加，此乃受行政開支比率上升（按年增加 0.3 個百分點）以及稅項附加費增加所致。比率（按年增加 0.1 個百分點），惟部分被較低的銷售及營銷費用比率（按年減少 0.2 個百分點）所抵銷。純利為人民幣 17,274 百萬元（按年下跌 7%），較 VA 共識低 9%，純利率為 46.0%（按年下跌 0.8 個百分點）。核心純利為人民幣 17,224 百萬元（按年下跌 7%），核心純利率為 45.8%（按年下跌 0.9 個百分點）。

關鍵營運數據

（人民幣百萬元）	2026 年 第 2 季度	2025 年 第 2 季度	按年變動 （%）	2026 年 上半年	2025 年 上半年	按年變動 （%）
按產品劃分的酒類收入						
-茅台	31,720	32,032	(1.0)	77,724	75,590	2.8
-非茅台	5,053	6,740	(25.0)	12,934	13,763	(6.0)
按渠道劃分的酒類收入						
-直接銷售渠道	22,503	16,789	34.0	52,007	40,010	30.0
-批發渠道	14,315	21,983	(34.9)	38,697	49,343	(21.6)
按地區劃分的酒類收入						
-國內	35,932	36,998	(2.9)	89,666	86,459	3.7
-海外	885	1,774	(50.1)	1,037	2,893	(64.2)

來源: Moutai, 大華繼顯

- 受惠於持續的 DTC 轉型，直銷額按年增長 34%。i 茅台銷售額按年增長 283%。按產品類別劃分，於 2026 年第 2 季度，茅台酒收入按年下跌 1%，佔白酒收入的 86%（而 2025 年第 2 季度為 83%），而非茅台系列收入則按年下跌 25%。按渠道劃分，直銷按年增長 34%，佔 2026 年第 2 季度酒類收入的 61%（對比 2025 年第 2 季度的 43%），而批發渠道銷售則按年下跌 35%。i 茅台於 2026 年第 2 季度的銷售額為人民幣 187.0 億元，按年增長 283%，佔直接銷售額的 83%（而 2025 年第 2 季度為 29%），這得益於其持續的直接面向消費者(DTC)轉型。
- 合約負債按年下降 42%，但按季上升 5%。截至 2026 年第 2 季度末，該公司的合約負債為人民幣 3,178 百萬元，按年下跌 42%，但按季上升 5%。銷售商品及服務所得現金流入於 2026 年第 2 季度為人民幣 420.0 億元，按年增長 8%，但按季下跌 25%。
- 國有投資者減持股份。截至 2026 年第 2 季度末，包括中央匯金資產管理公司和中國證券金融公司在內的國有投資者，不再位列茅台十大股東之列。相比之下，截至 2026 年第 1 季度末，兩者分別持有總股份的 0.83% 及 0.32%。

盈利預測調整/風險

- 分別下調我們 2026/27 年度盈利預測 3%/2%。我們將 2026 年收入預測下調 1%，以反映需求疲軟，但維持 2027 年收入預測不變。我們亦將 2026-27 年度的營運開支預測均上調 0.7 個百分點。因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 3%/2%。

估值/建議

- 維持「持有」評級，並將目標價下調 7% 至人民幣 1,295 元。我們將基於 DCF 的目標價下調 7% 至人民幣 1,295 元。我們的目標價意味著 20.3 倍 2026 年預測市盈率及 19.7 倍 2027 年預測市盈率。該股票目前以 21.0 倍 2026 年預測市盈率及 20.4 倍 2027 年預測市盈率進行交易。

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	170,342.9	174,733.1	181,555.5
息稅折舊攤銷前利潤	116,127.5	113,299.6	116,178.0	120,462.2
折舊及攤銷	2,259.4	2,225.6	2,251.6	2,277.6
息稅前利潤	113,868.1	111,074.0	113,926.4	118,184.5
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	941.4	1,057.5
除稅前溢利	114,755.3	111,727.9	114,867.8	119,242.1
稅務	(29,444.9)	(28,668.1)	(29,473.8)	(30,596.2)
少數股東權益	(2,990.3)	(2,986.5)	(3,074.2)	(3,191.3)
純利	82,320.1	80,073.2	82,319.8	85,454.6
經調整純利	82,320.1	80,073.2	82,319.8	85,454.6

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	128,334.5	90,280.2	92,737.1
除稅前溢利	114,755.3	111,727.9	114,867.8	119,242.1
稅務	(29,444.9)	(28,668.1)	(29,473.8)	(30,596.2)
折舊及攤銷	2,259.4	2,225.6	2,251.6	2,277.6
營運資金變動	(24,874.4)	41,732.1	3,200.1	2,476.5
其他經營現金流量	(1,173.1)	1,317.1	(565.5)	(662.9)
投資	(31,641.9)	(513.7)	(513.7)	(513.7)
資本支出(增長)	(3,127.6)	(513.7)	(513.7)	(513.7)
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)	(64,214.4)	(64,076.9)	(66,175.4)
支付股息	(67,241.7)	(64,214.4)	(64,076.9)	(66,175.4)
股份發行	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)	63,606.5	25,689.6	26,048.0
年初現金及現金等價物	154,209.2	110,664.7	174,271.2	199,960.8
其他貨幣基金	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	214,393.3	240,082.9	266,130.9

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	21,069.3	19,626.3	18,159.1
其他長期資產	28,828.1	28,469.2	28,342.8	28,307.9
現金/短期投資	110,664.7	174,271.2	199,960.8	226,008.8
其他流動資產	141,853.9	110,687.4	109,011.3	109,173.9
資產總額	303,834.8	334,497.2	356,941.3	381,649.6
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	49,610.5	61,427.4	62,554.5	64,792.4
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	260,496.6	278,739.5	298,018.7
少數股東權益	9,321.4	12,308.0	15,382.2	18,573.4
負債及權益總額	303,834.8	334,497.2	356,941.3	381,649.6

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	67.5	66.5	66.5	66.4
稅前利潤率	66.7	65.6	65.7	65.7
純利率	47.8	47.0	47.1	47.1
資產回報率	27.3	25.1	23.8	23.1
股本回報率	34.5	31.7	30.5	29.6
增長				
營業額	(1.2)	(1.0)	2.6	3.9
息稅折舊攤銷前利潤	(3.4)	(2.4)	2.5	3.7
除稅前溢利	(4.1)	(2.6)	2.8	3.8
純利	(4.5)	(2.7)	2.8	3.8
經調整純利	(4.5)	(2.7)	2.8	3.8
每股收益	(4.2)	(2.7)	2.8	3.8

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)	(81.4)	(84.7)	(87.2)
利息保障倍數(倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

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:	25,116.85
預期移動範圍:	22,520 -26,200

技術觀點:

週線圖: 价格行为打出了一个较低的高点，预示着市场结构的早期破位以及向上动能的衰竭。这种买方信念的丧失得到了动能参数的印证，RSI 已跌破 50 中轴并继续维持下行趋势。这指向了一个回调阶段的到来，价格大概率将顺势下探并测试下方的核心支撑区域。

日線圖: 价格行为打出了一个更低的波段低点，确认了上行动能的衰竭并完成了一个经典的双顶反转形态。收盘价明确跌破颈线关口，确立了市场结构由多转空的方向性转变。因此，多时间框架图表架构指向了进一步的下行空间拓展，而对已破位的颈线（当前已转化为上方阻力区）进行修正性回踩，将为看空趋势的延续提供理想的技术架构。

週線圖



來源: TradingView

日線圖



來源: TradingView

恒生科技指數

上日收市: 4,707.62

預期移動範圍: 4,230-4,950

技術觀點:

週線圖: 价格行为遭遇强劲的上抛压, 在缺口阻力区域触顶受阻; 先是打出一根十字星形态预示买盘动能衰竭, 随后紧跟一根确立跌势的强势阴线。技术动能参数完全印证了这一向下轮动, RSI 持续压制在 50 中轴下方并呈下行斜率。这一结构性受阻表明上方套牢盘压力较重, 盘面将面临进一步的下行压力, 价格大概率将顺势延伸跌势并下探测试下方的主支撑区。

日線圖: 价格行为目前稳守于结构性支撑区域内, 维持了该局部需求底部的完整性, 为潜在的反弹蓄势。MACD 指标保持看涨形态, 印证了底层买盘强度的存在。只要该支撑防线坚守不破, 盘面大概率将展开向上方目标的延续性拉升; 反之, 若明确跌破这一关键需求平台, 将加速开启向下探底的减值阶段, 价格或将顺势下探至前期主要低点支撑区域。

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."