UOBKayHian

國家/地區日報 | 大中華

Tuesday, 17 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)	51608.2	(1.4)	(1.5)	(0.8)	7.4
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7416.6	(1.9)	(1.8)	(3.2)	8.3
富時 100 指數(FTSE 100)	10881.6	(0.2)	0.9	(0.0)	9.6
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9165.4	(0.4)	0.0	2.5	1.6
滬深 300 指數(CSI 300)	3979.8	(0.9)	(1.9)	(4.6)	(14.0)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5183.2	(0.9)	0.1	(4.3)	11.6
恒生中國企業指數(HSCEI)	7981.5	0.6	(3.4)	(1.8)	(10.5)
恒生指數(HSI)	23753.8	0.5	(2.8)	(1.8)	(7.3)
雅加達綜合指數(JCI)	5321.0	(0.4)	4.9	2.6	(38.5)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1588.0	0.3	(1.8)	(1.2)	(5.5)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	5100.5	(3.6)	1.6	(10.0)	21.0
日經 225 指數(Nikkei 225)	59662.0	(2.4)	1.5	(8.7)	18.5
泰國證券交易所指數(SET)	1499.5	(0.4)	1.8	(4.7)	19.0
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	41040.1	(6.0)	(1.5)	(12.9)	41.7
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2921	(2.0)	2.3	16.3	55.6
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4130	(0.7)	0.7	(6.2)	5.0
布蘭特原油(美元/桶)	92	(4.2)	(0.8)	(16.4)	50.9

來源：彭博

企業活動

	地點	開始	收市
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
與 NTT DC REIT（NTTDCR SP）的企業路演	曼谷	11 月 23 日	11 月 23 日
與 NTT DC REIT（NTTDCR SP）的企業路演	吉隆坡	11 月 25 日	11 月 25 日
Jonathan Koh 主講之新加坡房地產投資信託（S-REITs）業績總結線上分析師簡報會	新加坡	11 月 25 日	11 月 25 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 月三個月失業率	香港	11 月 17 日
10 月消費者物價指數綜合	香港	11 月 20 日
10 月貿易收支、出口、進口	香港	11 月 26 日
10 月工業利潤	中國	11 月 27 日
11 月採購經理指數（綜合、製造業、非製造業）	中國	11 月 30 日
10 月貨幣供應（M1、M2、M3）	香港	11 月 30 日

頭條新聞

經濟 | 經濟活動 第 3 頁→

- 10 月份數據表現疲弱，四項主要指標中有三項未達彭博一致預期。工業生產按年增長放緩至 4.8%（市場預期：5.3%）。零售銷售按年增長減速至 0.4%（市場預期：0.8%）。固定資產投資年初至今按年收縮 8.1%，而市場預期為 -7.0%，主要受房地產固定資產投資年初至今按年下跌 21.6%所拖累。失業率改善至 5.1%。我們預計年底前不會推出大規模刺激措施，12 月的中央經濟工作會議將為需求端支持提供下一個政策窗口。

行業更新 | 中國房地產 第 5 頁→

- 國家統計局數據顯示，2026 年 10 月房地產投資按年下跌 34.2%。2026 年前 10 個月，新建住宅銷售建築面積按年下降 20.7%，而二手房成交建築面積按年上升 11.4%，達新建住宅銷售建築面積的 1.3 倍。2026 年 10 月中長期住戶貸款減少人民幣 1,563 億元，顯示房貸利息補貼政策對按揭需求的影響有限。在 2026 年 11 月 1 日至 15 日期間，一線城市新建住宅銷售按年下跌 1%，而二手房銷售則上升 6%。對中國房地產行業維持「跑輸大市」評級。

公司業績 | 百度集團 （9888 HK / **買入** / 港幣 75.25 元 / 目標價：港幣 100 元） 第 8 頁→

- 百度 2026 年第 3 季度的盈利在線下項目帶動下勝預期。收入按年下跌 1.2%，大致符合預期，因人工智能雲基礎設施 94%的增長緩衝了在線營銷 22%的跌幅。非美國通用會計準則營業利潤率遜預期 1.2 個百分點，而純利在其他收入及較低的少數股東權益費用帶動下勝預期 16.0%。千帆 MaaS 來自外部代幣使用量的收入按年增長超過十倍，而較高的資本支出令自由現金流出擴大至人民幣 46 億元。維持「買入」評級。目標價下調至港幣 100 元（美金 103 元）。

公司業績 | 貝殼 （2423 HK / **買入** / 港幣 45.6 元 / 目標價：港幣 65 元） 第 11 頁→

- 貝殼 2026 年第 3 季度的經營利潤超出預期。收入按年下降 8.9%至人民幣 210 億元，符合我們的預測，而總 GTV 則按年增長 4.5%。非美國通用會計準則經營利潤按年增長 145.9%至人民幣 29 億元，較我們的預測高出 29.3%，主要得益於營業利潤率按年擴大 8.6 個百分點至 13.7%。管理層指引 2026 年第 4 季度收入約為人民幣 200 億元（按年下降 9%至 10%），營業利潤率約為 10%，意味着經營利潤約為人民幣 20 億元。維持「買入」評級，並將目標價上調至港幣 65 元（美金 25 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／本公司分析員的基本面研究觀點。因此，我們可能不時提出與我們的基本面「買入／持有／賣出」(BUY/HOLD/SELL）評級相反的技術分析建議。

公司更新 | 新世界發展 (17 HK/**持有**/港幣 2.885 元/目標價：2.70 港元) 第 14 頁→

- 新世界發展建議按每股港幣 0.9 元進行「11 供 1」供股，集資港幣 249 億元，較前收市價折讓 81.5%，並將港幣 820 億元的銀行貸款延長兩年。該交易推遲了近期到期債務，並將經調整淨負債比率降至 71%，但該水平仍然偏高，且令我們的每股資產淨值降低 89.1%。維持「持有」評級，並將目標價下調至港幣 2.7 元，該目標價乃基於按資產淨值計算的目標價港幣 1.05 元（不包括供股）。

技術分析

攜程集團 | 9961 HK 第 17 頁→

- 支持位：港幣 332 元 / 港幣 320.2 元
- 阻力位：港幣 368 元/港幣 389.2 元

安踏體育 | 2020 HK 第 17 頁→

- 支持位：港幣 77.45 元/港幣 76.45 元
- 阻力位：港幣 86.1 元 / 港幣 90.35 元

經濟

經濟活動

10 月份數據普遍遜於預期

- 10 月工業生產按年增長放緩至 4.8%（按月-0.7 個百分點），低於彭博市場共識預期的按年 5.3%。 固定資產投資年初至今按年增長進一步下滑至-8.1%（按月-0.9 個百分點），遠低於彭博一致預期的按年-7.0%，主要受房地產固定資產投資年初至今表現（按年-21.6%，按月-1.0 個百分點）所拖累。
- 零售銷售增長按年放緩至 0.4%（按月回落 0.7 個百分點），低於彭博市場一致預期的按年增長 0.8%，扭轉了 9 月份的反彈勢頭。調查失業率改善至 5.1%（按月下降 0.1 個百分點），低於市場預期的 5.2%。
- 10 月份的數據總體上低於預期，對市場產生負面影響。展望未來，我們預期年底前不會推出任何大規模刺激措施，政策重點預計將放在落實既有措施上。我們認為 12 月的中央經濟工作會議將為推出額外的需求端支持措施提供下一個時間窗口。

最新資料

經濟活動數據（每月）

(同比百分比變動)	2026 年 10 月	市場共識	2026 年 9 月
固定資產投資年初至今	-8.1	-7.0	-7.2
固定資產投資	-16.2	-	-7.2
房地產固定資產投資年初至今	-21.6	-21.0	-20.6
工業生產	4.8	5.3	5.5
調查失業率（%）	5.1	5.2	5.2
零售銷售	0.4	0.8	1.1

* *大華繼顯估計資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯*

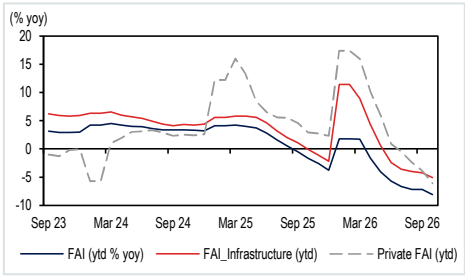
- **10 月份工業生產按年增長放緩至 4.8%（按月下跌 0.7 個百分點），低於彭博市場預期的按年增長 5.3%。**10 月份，41 個主要行業中有 28 個產值維持按年增長（9 月份為 31 個）。高技術製造業表現持續亮眼（按年增長 17.6%，按月+2.3 個百分點），主要由工業機械人（按年增長 26.0%）、集成電路（按年增長 21.9%）及新能源汽車（按年增長 17.1%）帶動；儘管汽車整體產量按年下跌 7.7%，而手提電話亦維持最大跌幅之列（按年下跌 26.9%）。大宗商品相關產量維持疲弱，其中原油加工量按年下跌 8.1%，鋼材按年下跌 5.1%，水泥按年下跌 1.3%。外需仍是主要推動力，其中出口交貨值按年增長 18.6%（9 月為按年增長 17.0%）。在出口交付加速而整體增長放緩的情況下，數據遜於預期似乎反映了面向國內市場的生產較為疲弱。
- 10 月的零售銷售增長放緩至按年增長 0.4%（按月減少 0.7 個百分點），低於彭博市場預期的按年增長 0.8%，逆轉了 9 月的反彈態勢，並與 8 月的數據持平。 按消費類型劃分，餐飲收入按年增長 0.7%（按月回落 1.4 個百分點），而商品零售額按年上升 0.3%（按月回落 0.7 個百分點）。 9 月份的主要推動因素失去增長動能，其中通訊設備增速放緩至按年增長 6.5%（按月減少 24.6 個百分點），煙酒類增速放緩至按年增長 2.5%（按月減少 11.3 個百分點）。金銀珠寶（按年-28.7%，按月-19.1 個百分點）、汽車（按年-21.4%，按月-0.2 個百分點）以及建築及裝潢材料（按年-11.2%，按月-2.0 個百分點）仍是主要拖累因素。
- **10 月固定資產投資年初至今按年增長進一步放緩至-8.1%（按月-0.9 個百分點），遠低於彭博一致預期的按年-7.0%。** 房地產固定資產投資年初至今跌幅擴大至按年-21.6%（按月-1.0 個百分點），遜於市場預期的按年-21.0%，並創下多年新低，而住宅物業銷售年初至今按年下跌 14.1%（按月-0.4 個百分點）。疲弱態勢仍超出房地產領域：基礎設施固定資產投資年初至今同比收縮 5.1%

分析員

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

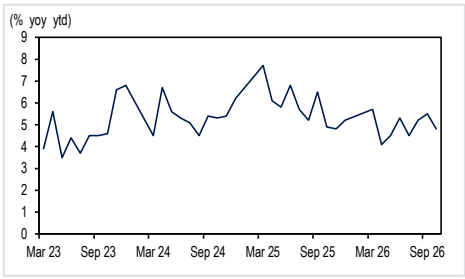
王可來
+852 2236 6761
claire.wang@uobkh.com

固定資產投資增長



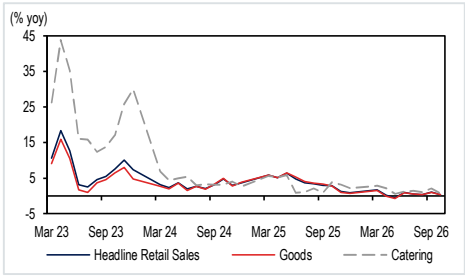
資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

工業生產增長



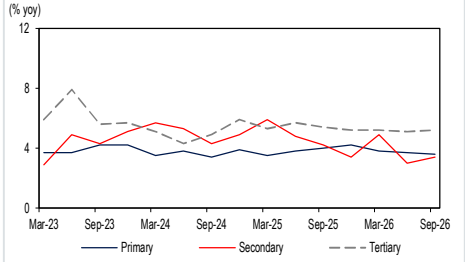
資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

按商品劃分的零售額



資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

國內生產總值按行業劃分



資料來源：國家統計局、CEIC、大華繼顯

（按月減少 0.9 個百分點），製造業固定資產投資年初至今同比收縮 2.9%（按月減少 0.8 個百分點），而民間投資年初至今同比下跌 11.4%（按月減少 1.0 個百分點）。 我們估計的單月固定資產投資跌幅由 9 月的按年-7.2%急劇擴大至 10 月的按年-16.2%，扭轉了連續四個月收窄的趨勢。

- 10 月調查失業率改善至 5.1%（按月下降 0.1 個百分點），低於彭博市場預期的 5.2%，亦是唯一優於預期的指標。 總括而言，10 月份的數據表現疲弱且對市場不利，四大主要指標中有三項遜於市場預期。 展望未來，我們預期年底前不會推出任何新的大規模刺激措施，因為年初至今的增長仍有望達到官方目標。 12 月的中央經濟工作會議是加大需求端支援力度的下一個窗口。

中國房地產

國家統計局：2026 年 10 月房地產投資按年下跌 34.2%；月度按揭貸款轉負，反映房貸補貼效應疲弱

重點

- 國家統計局 2026 年 10 月的數據顯示，房地產投資按年下跌 34.2%（2026 年 9 月：-27.2%），新建住宅銷售建築面積按年下降 20.7%（2026 年 9 月：-22.6%）。在 2026 年首 10 個月，二手成交建築面積按年增長 11.4%，達新建住宅銷售建築面積的 1.3 倍。住戶中長期貸款繼 2026 年 9 月增加人民幣 874 億元後，於 2026 年 10 月減少人民幣 1,563 億元。
- 2026 年 11 月 1 日至 15 日的高頻數據顯示，四個一線城市的新建住宅銷售同比下降 1%，九個二線城市下降 18%；而三個一線城市的二手房銷售同比增長 6%，八個二線城市增長 9%。 ICE 掛牌價格按月下跌 0.7%。
- 維持跑輸大市。我們的首選為中國海外發展及萬象生活生活。

分析

- 國家統計局 2026 年 10 月數據：投資及竣工量進一步下滑，而新建住宅銷售跌幅略為收窄。2026 年 10 月房地產投資按年下跌 34.2%（2026 年 9 月：-27.2%），竣工量按年下降 39.1%（2026 年 9 月：-36.7%）。新建住宅銷售建築面積按年下跌 20.7%（2026 年 9 月：-22.6%），銷售額按年下降 20.5%（2026 年 9 月：-21.1%），而新開工面積跌幅則由按年 26.1%收窄至 18.0%。2026 年首 10 個月，二手住宅成交建築面積按年上升 11.4%至 6.797 億平方米，為新建住宅銷售建築面積 5.121 億平方米的 1.3 倍。

國家統計局房地產業數據

按年增長（%）	----------每月讀數----------				----------本年迄今----------			
	2026 年	2026 年 9 月	2026 年 8	2026 年 7 月	2026 年首 10 個月	2026 年首 9 個月	2026 年首 8 個月	2026 年首 7 個月
物業投資	-34.2	-27.2	-26.1	-28.7	-21.6	-20.6	-19.9	-19.2
房地產新開工面積	-18.0	-26.1	-30.5	-28.5	-24.4	-24.9	-24.8	-24.0
房地產竣工面積	-39.1	-36.7	-28.5	-20.0	-26.6	-25.1	-23.7	-23.2
新建住宅銷售面積	-20.7	-22.6	-15.4	-14.5	-13.7	-13.2	-12.1	-11.8
新建住宅銷售額	-20.5	-21.1	-12.8	-10.3	-14.3	-13.9	-13.0	-13.1
資金來源	-28.0	-25.8	-26.8	-22.2	-21.9	-21.6	-21.0	-20.3

來源：國家統計局、大華繼顯

分析員

劉潔琦
jieqi.liu@uobkh.com
+852 2826 1392

沈宸昊
damonshen@uobkh.com
+86 21 5404 7225 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

行業精選

公司	股票代號	評級	股價 (港元)	目標價（港元）
中國海外發展	688HK	買入	11.95	19.88
華潤萬象生活	1209 HK	買入	39.82	55.00

來源：彭博、大華繼顯

同業比較

公司	股票代號	評級	價格 2026 年 11 月 16 日 (港元)	目標價格 (港元)	上升空間較目標價 (%)	最新年份 完	市盈率 2025 （倍）	市盈率 2026 年預測 （倍）	市盈率 2027 年預測 （倍）	收益率 2027 年預測 (%)	股本回報率 2026 年預測 (%)	市場市值 （百萬港元）	價格 / 每股資產淨值 （倍）
華潤置地有限公司	1109 HK	買入	29.74	39.60	33.2	12/2025	8.1	9.0	8.1	4.3	4.7	212,074.1	0.61
中國海外發展	688 HK	買入	11.95	19.88	66.4	12/2025	8.6	9.7	9.0	4.1	2.7	130,791.4	0.29
龍湖地產	960 HK	買入	3.85	8.76	127.8	12/2025	3.1	不適用	不適用	0.3	-1.9	27,289.5	0.15
越秀地產	123 HK	買入	2.79	4.50	61.6	12/2025	37.1	39.0	30.8	1.3	0.5	11,210.7	0.18
華潤萬象生活	1209 HK	買入	39.82	55.00	38.1	12/2025	19.7	17.7	16.0	6.2	26.6	90,889.2	4.80
中海物業集團有限公司	2669 HK	買入	3.22	4.20	30.6	12/2025	6.6	7.4	7.5	5.7	18.5	10,557.9	1.38

來源：彭博、大華繼顯

- **國家統計局 2026 年 10 月數據：一線城市新房價格停滯，而一線城市二手房價格則持續上漲。** 2026 年 10 月，一 / 二 / 三線城市的新建住宅價格指數按月分別變動 0.0% / -0.1% / -0.2%（相對於 2026 年 9 月的按月+0.1% / 0.0% / -0.2%），而二手住宅價格指數則按月分別變動+0.2% / -0.3% / -0.3%（相對於 2026 年 9 月的按月+0.2% / -0.2% / -0.3%）。 上海在一線城市二手房市場中以按月增長 0.5%領跑，相比之下，北京、廣州及深圳的按月變動分別為 0.0%、+0.2%及+0.1%。 自 1937 年 2 月以來，上海二手樓價已連續九個月按月上升，累計升幅達 4.0%。
- 2026 年 10 月住戶中長期貸款減少人民幣 1,563 億元，表明按揭利息補貼的效果至今依然微弱。根據中國人民銀行數據，2026 年 10 月按揭貸款錄得人民幣 1,563 億元的淨減少，而 2025 年 10 月則淨減少人民幣 700 億元。2026 年 10 月是 2026 年 9 月底推出按揭利息補貼後的第一個完整月份，顯示按揭利息補貼政策對按揭需求的影響有限。2026 年首 10 個月，按揭貸款錄得人民幣 501 億元的淨減少，而 2025 年首 10 個月則錄得人民幣 12,600 億元的淨增加。
- **11 月 1 日至 15 日的高頻數據顯示，二手銷售表現優於新盤銷售。** 在 2026 年 11 月 1 日至 15 日期間，四個一線城市的新屋銷量按年下跌 1%，九個二線城市的新屋銷量按年下跌 18%。 三個一線城市的二手房銷售量按年增長 6%，八個二線城市則按年增長 9%。
  a) 2026 年 11 月 1 日至 15 日，19 個主要城市的新屋銷售按年下跌 15%。在一線城市中，北京 / 上海 / 廣州 / 深圳的新屋銷售按年變動分別為+63% / -19% / +1% / -25%。一線城市銷售按年下跌 1%，二線城市銷售按年下跌 18%。以年初至今計（截至 2026 年 11 月 15 日），19 個主要城市按年下跌 5%，其中一線 / 二線城市按年分別為+4% / -9%。
  b) **在 2026 年 11 月 1 日至 15 日期間，三個一線城市的二手物業銷售按年上升 6%，八個二線城市則按年上升 9%。** 上海 / 北京 / 深圳的二手銷售額同比分別變動+14% / -1% / -4%。 按年初至今計算（截至 2026 年 11 月 15 日），三個一線城市按年上升 10%，八個二線城市按年下跌 4%；上海 / 北京 / 深圳按年分別上升 16% / 5% / 2%。
  c) **整體價格趨勢仍處於下行軌道。** 根據 2026 年 11 月 15 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 0.7%。 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-0.2% / +0.1% / -0.2% / -0.1%，按月分別變動-0.8% / +0.1% / -0.7% / -0.5%，年初至今則分別變動-5.3% / +1.6% / -5.4% / -2.8%。 上海的掛牌價格指數在 11 月 26 日再次轉正，而上海目前是唯一一個二手房掛牌價格年初至今錄得升幅的一線城市。

1937 年 11 月 1 日至 15 日重點城市新建住宅每日成交面積（建築面積）

總樓面面積	----------一線城市----------				----------二線城市----------					
（千平方米）	北京	上海	廣州	深圳	武漢	青島	蘇州	福州	成都	南寧
11 月 25 日	10	27	15	8	33	28	2	7	25	9
11 月 26 日	16	22	15	6	18	26	7	1	16	11
按年	63%	-19%	1%	-25%	-44%	-8%	285%	-85%	-38%	16%

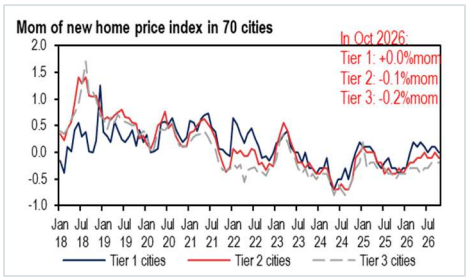
按年表現相對較佳的城市以橙色突出顯示
資料來源：iFind、大華繼顯。同日基準：每個城市僅採用在兩個年份均有數據的日期

12 個城市 2026 年 11 月 1 日至 15 日每日二手住宅成交量（套）

單位	上海	北京	深圳	杭州	南京	青島	蘇州	無錫	東莞	廈門	成都	佛山
11 月 25 日	761	509	194	153	296	154	150	不適用	119	81	613	248
11 月 26 日	867	505	186	168	275	151	196	不適用	176	74	695	247
按年	14%	-1%	-4%	10%	-7%	-2%	31%	不適用	48%	-9%	13%	0%

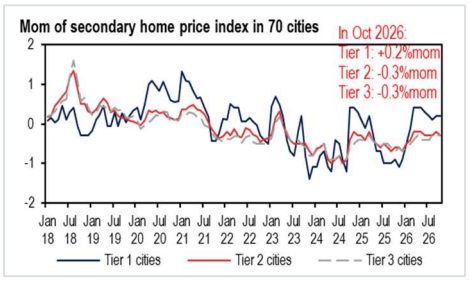
按年表現相對較佳的城市以橙色突出顯示
資料來源：iFind、大華繼顯。同日基準：每個城市僅採用在兩個年份均有數據的日期

70 個城市新建住宅價格按月變動



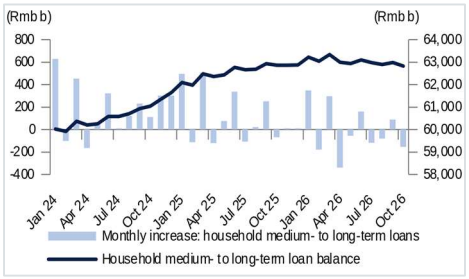
來源：iFind，大華繼顯

70 個城市二手住宅價格按月變動



來源：iFind，大華繼顯

每月增加：住戶中長期貸款



資料來源：中國人民銀行，大華繼顯

估值 / 建議

- **維持對中國內地房地產及物業管理板塊的跑輸大市評級；等待更多政策支持。**
  樓價的下跌趨勢以及住戶中長期貸款的進一步減少，表明整體市場依然疲弱，政府可能需要推出進一步的政策支持，例如擴大按揭補貼。另一方面，我們預期二手物業市場的表現將繼續優於一手住宅市場，而二手交易在物業交易總額中所佔的比例亦會更高。我們偏好對預售所得款項依賴度低、在一線城市擁有強大業務布局，且具備具韌性經常性收入的發展商。我們的首選為中國海外發展及萬象生活生活。

行業催化劑 / 風險

- 強於預期的財政及貨幣寬鬆。

百度 （9888 HK）

2026 年第 3 季度：盈利超預期；人工智能雲端增長緩衝廣告業務疲弱

重點

- 2026 年第 3 季度盈利受線下項目帶動而勝預期。 收入按年下跌 1.2%，大致符合預期，主要由於人工智能雲基礎設施增長 94%，緩衝了網絡營銷業務 22%的跌幅。 非美國通用會計準則營業利潤率低於預期 1.2 個百分點，而純利則受其他收入及較低的少數股東權益費用帶動，超出預期 16.0%。 千帆 MaaS 來自外部代幣使用量的收入按年增長超過十倍，而較高的資本支出令自由現金流出擴大至人民幣 46 億元。
- 維持「買入」評級，目標價略微下調至港幣 100 元（美金 103 元）。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 3 季度	2026 年第 2 季度	2026 年第 3 季度	按季	按年	大華繼顯 H	預異	市場預期	差異
總淨收入	31,174	31,325	30,807	-1.7%	-1.2%	31,228	-1.3%	30,814	0.0%
銷貨成本	18,315	19,098	19,892	4.2%	8.6%	19,314	3.0%		
毛利	12,859	12,227	10,915	-10.7%	-15.1%	11,914	-8.4%	11,916	-8.4%
毛利率	41.2%	39.0%	35.4%	-3.6 個百分點	-5.8 個百分點	38.2%	2.7 個百分點	38.7%	3.2 個百分點
營運開支	11,873	9,294	10,403	11.9%	-12.4%	10,679	-2.6%		
非美國通用會計準則營業收入	2,205	3,785	1,712	-54.8%	-22.4%	2,096	-18.3%		
非美國通用會計準則經營利潤率	7.1%	12.1%	5.6%	-6.5 個百分點	-1.5 個百分點	6.7%	-1.2 個百分點		
非美國通用會計準則淨收入	3,770	2,573	2,395	-6.9%	-36.5%	2,065	16.0%	2,101	14.0%
非美國通用會計準則 每股收益 (人民幣)	11.12	7.22	6.78	-6.1%	-39.0%	6.03	12.5%	6.0	12.6%
非美國通用會計準則 純利率	12.1%	8.2%	7.8%	-0.4 個百分點	-4.3 個百分點	6.6%	-1.2 個百分點	6.8%	-1.0 個百分點

資料來源：百度、大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度人工智能基礎設施收入勝預期。百度股份有限公司（百度）2026 年第 3 季度的收入按年下跌 1.2%至人民幣 308 億元，較 2026 年第 2 季度的 4.2%按年跌幅收窄。百度核心人工智能賦能收入按年增長 37%至人民幣 132 億元，佔百度通用業務收入的 53%，高於 2026 年第 2 季度的 50%。人工智能雲端基礎設施收入按年激增 94%至人民幣 82 億元，其中 GPU 雲端收入按年增長 191%，而人工智能應用程式收入按年持平於人民幣 26 億元。人工智能雲端基礎設施利潤及利潤率按年及按季均告改善，而較長的合約期及更多的預付款項則縮短了算力回本期。
- **千帆 MaaS 變現取得進展。** 來自外部客戶代幣使用量的收入在 2026 年第 3 季度按年增長超過十倍，而人工智能應用收入按年則大致持平。 一晶的數碼人製作成本較 2025 年第 4 季度下降約 80%。
- 廣泛的廣告業務依然疲弱，網絡營銷總收入按年下跌 22%至人民幣 119 億元。原生人工智能營銷收入在 2026 年第 2 季度按年持平後，按年下跌 15%至人民幣 24 億元，反映出充滿挑戰的宏觀環境、競爭格局演變，以及百度在人工智能搜索轉型期間決定優先考慮用戶體驗而非短期變現。
- **蘿蔔快跑（Apollo Go）在主要市場擴大規模。**2026 年第 3 季度，深圳的全無人駕駛出行次數按季增長約 170%，而其迪拜車隊規模則增加了一倍。蘿蔔快跑（Apollo Go）繼續在倫敦及香港進行測試，截至 2026 年 ，其全球業務版圖已拓展至 30 個城市。

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	133,125	129,079	127,317	134,257	146,661
息稅折舊攤銷前利潤	28,114	2,085	19,005	22,245	18,050
經營利潤	21,270	-5,823	8,931	11,121	6,370
純利 （報告／實際）	24,175	5,457	9,575	14,244	15,789
純利 （經調整）	27,002	18,941	12,487	15,999	19,119
每股收益	965.0	670.1	441.8	563.2	669.7
市盈率	6.6	9.5	14.5	11.4	9.5
市淨率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤	6.8	91.2	10.0	8.5	10.5
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	18.2	4.2	7.5	10.6	10.8
債務/（現金）淨額與權益	(9.8)	(6.5)	0.6	(2.9)	22.8
股本回報率	9.5	2.1	3.6	5.2	5.5
市場預期純利	-	-	12,284.8	15,483.9	18,228.9
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	1.02	1.03	1.05

來源：百度、彭博、大華繼顯

分析員

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

黃書彥
suyann@uobkh.com
+603 2147 1912

買入（維持）

股價	港幣 75.25 元
目標價	港幣 100 元
上升空間	32.9%
早前目標價	港幣 136 元

股票數據

行業	通訊服務
股份代號	9888 HK
已發行股份（百萬股）	2,209.5
市值（百萬美元）	205,700.5
市值（百萬美元）	26,215.2
三個月平均每日成交額（百萬美元）	156.4

價格表現（%）

52 週最高 / 最低			港幣 161.2 元/港幣 73.5 元	
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(5.3)	(25.3)	(44.6)	(35.7)	(42.8)

主要股東（%）

布朗兄弟哈里曼公司	5.04
貝萊德	4.64
先鋒集團	4.43

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣$)	98.08
2026 財政年度每股淨債項（人民幣$）	0.58

股價圖表



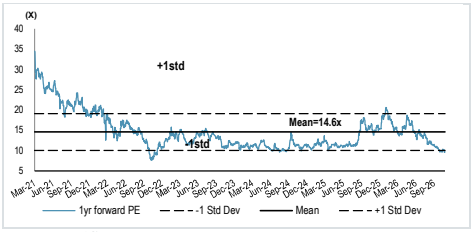
來源：彭博

公司介紹

百度是一間領先的互聯網公司，提供演算法搜尋、企業搜尋、新聞、語音助理、線上儲存及導航服務。

- **利潤率概覽。** 由於雲端及流量獲取成本上升抵銷了內容成本的下降，2026 年第 3 季度毛利率按年下跌 5.8 個百分點至 35.4%。 銷售、一般及行政開支（按年-17.0%）與研發開支（按年-6.8%）減少，緩和了非美國通用會計準則經營利潤率的跌幅；該利潤率按年下跌 1.5 個百分點至 5.6%，較我們預期低 1.2 個百分點。 在營業利潤線以下，其他淨收益達人民幣 11 億元（主要為交易性債務投資的公允價值收益）以及少數股東權益費用減少，抵消了人民幣 10.7 億元的外匯淨虧損，推動非美國通用會計準則 純利升至人民幣 24 億元，較我們的預期高出 16.0%。
- 居高不下的資本支出在 2026 年第 3 季度繼續對自由現金流構成壓力。經營現金流按年增長 121%至人民幣 28 億元，而資本支出按年增加 116%至人民幣 73 億元。自由現金流出按年擴大至人民幣 46 億元，但隨着資本支出按季下降 35%而按季收窄。截至 9 月底，現金及投資總額達人民幣 2,766 億元。管理層重申其對嚴格資本配置及人工智能投資回報的重視。
- 崑崙芯的晶片發展藍圖支援較長期的雲端利潤率上升空間。在 2026 年較早時候提交保密申請後，崑崙芯的香港上市程序目前正在進行中。百度預期專為大規模推理而設計的 M100 將於 2026 年底前準備好投入量產，並計劃於 2027 年推出適用於超大型多模態模型的 M300。管理層認為，隨着崑崙芯的部署規模擴大，雲端成本有望降低，利潤率亦有望提升。

12 個月遠期市盈率區間



來源：彭博

估值／建議

- 維持「買入」評級，但略微下調目標價至港幣 100 元（美金 103 元），原因是考慮到算力不確定性，我們下調了人工智能業務的估值。我們的目標價對應 15 倍的 2027 年預測市盈率 。該公司目前的交易估值為 11.4 倍 2027 年預測市盈率 ，略低於其 14.6 倍的歷史平均值。

盈利預測調整／風險

- 我們維持 2026 年收入預測不變（意味著按年下降 1%），並將 2026 年非美國通用會計準則 純利預測上調 4.1%，以反映企業人工智能商業化前景的改善。
- 風險：a)宏觀經濟環境疲軟導致廣告業務轉弱、b)自動駕駛業務板塊存在不確定性，以及 c)人工智能變現能力弱於預期。

股價催化劑

- a)人工智能雲端業務板塊及自動駕駛業務板塊的市佔率擴張，b)崑崙芯成功進行首次公開招股（IPO），以及 c)百度核心業務與新舉措之間的協同效應增強。

基於 SOTP 的估值

業務分部（百萬美元）	2027 年預測收入（百萬美元）	2027 年預測稅後淨營業利潤（百萬美元）	市盈率 2027 年預測（倍）	企業價值/銷售 2027 年預測（倍）	估值（人民幣百萬元）	估值（百萬美元）	百度持股比例（%）	歸屬於百度	美元 / 股
核心、廣告	6,626	2,120	3	1	43,255	6,361	100.0	6,361	18
人工智能雲端（不包括 ADE）	7,467			3	152,337	22,402	100.0	22,402	63
昆侖芯	1,339			10	90,000	13,393	59.0	7,902	22
愛奇藝，長影片	3,379			1	23,875	3,511	56.2	1,973	6
Apollo（自動駕駛的士）	931			3	2,794	411	100.0	411	1
小度	1,049			2	5,440	800	60.0	480	1
小計								39,529	111
投資									
攜程集團					182,328	26,813	11.5	3,083	9
快手					948,495	139,485	3.1	4,324	12
淨現金								14,798	42
資產淨值	22,213	3,622		2.3				60,372	170
扣除控股公司折讓							30%	(18,112)	(51)
總額，以百萬美元計	22,213			1.6				42,260	119
總額，以百萬港元計								283,989	100

資料來源：百度、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	129,079.0	127,317.5	134,256.6	146,661.2
息稅折舊攤銷前利潤	2,085.0	19,004.8	22,244.5	18,050.2
折舊及攤銷	7,908.0	10,074.0	11,124.0	11,680.2
息稅前利潤	(5,823.0)	8,930.8	11,120.5	6,370.0
總其他非經營收入	2,857.1	(2,628.9)	(858.0)	(2,249.2)
聯營公司貢獻	3,995.9	1,236.8	(22.4)	45.9
淨利息收入／（支出）	5,818.0	4,658.0	6,038.2	12,991.7
除稅前溢利	6,848.0	12,196.6	16,278.3	17,158.4
稅項	(1,259.0)	(2,696.8)	(3,503.7)	(4,223.5)
少數股東權益	(132.0)	75.3	1,469.2	2,854.3
純利	5,457.0	9,575.1	14,243.8	15,789.2
純利 （經調整）	18,941.0	12,487.3	15,999.0	19,119.1

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	26,281.0	28,484.0	31,035.0	105,622.9
其他長期資產	270,906.0	234,084.0	212,249.0	217,219.5
現金／短期投資	24,831.0	24,694.0	31,212.0	(64,621.3)
其他流動資產	127,139.0	182,670.0	197,892.0	184,900.3
資產總額	449,157.0	469,932.0	472,388.0	443,121.4
短期債務	7,626.0	26,311.0	23,222.0	3,016.0
其他流動負債	78,702.0	62,805.0	67,037.0	63,343.1
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	73,103.0	85,719.0	86,720.0	86,720.0
股東權益	266,330.0	271,752.0	273,487.0	296,387.8
少數股東權益	13,166.0	13,685.0	12,699.0	12,699.0
負債及權益總額	449,157.0	469,932.0	472,388.0	471,388.8

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	(3,013.0)	29,220.9	45,268.8	53,196.2
年度溢利	6,848.0	12,196.6	16,278.3	17,158.4
稅項	(1,259.0)	(2,696.8)	(3,503.7)	(4,223.5)
折舊及攤銷	7,908.0	10,074.0	11,124.0	11,680.2
聯營公司	(3,995.9)	(1,236.8)	22.4	(45.9)
營運資金變動	(42,048.0)	(14,718.0)	(12,932.0)	(11,732.1)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	29,533.9	25,601.9	34,279.8	40,359.2
投資	(25,136.0)	(113,445.1)	(69,420.4)	(38,073.8)
資本支出（增長）	(12,073.0)	(54,328.5)	(55,415.1)	(49,873.6)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(13,063.0)	(59,116.6)	(14,005.3)	11,799.8
融資	17,142.0	21,992.0	1,922.0	(20,113.0)
支付股息	(5,443.0)	93.0	93.0	93.0
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	23,350.0	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(765.0)	21,899.0	1,829.0	(20,206.0)
現金流入（流出）淨額	(11,007.0)	(62,232.2)	(22,229.6)	(4,990.6)
年初現金及現金等價物	36,589.0	24,831.0	(37,401.2)	(59,630.8)
外匯影響所致之變動	(751.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	24,831.0	(37,401.2)	(59,630.8)	(64,621.3)

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	1.6	14.9	16.6	12.3
稅前利潤率	5.3	9.6	12.1	11.7
純利率	4.2	7.5	10.6	10.8
資產回報率	1.2	2.1	3.0	3.4
股本回報率	2.1	3.6	5.2	5.5
增長				
營業額	(3.0)	(1.4)	5.5	9.2
息稅折舊攤銷前利潤	(92.6)	811.5	17.0	(18.9)
除稅前溢利	(75.7)	78.1	33.5	5.4
純利	(77.4)	75.5	48.8	10.8
純利 （經調整）	(29.9)	(34.1)	28.1	19.5
每股收益	(30.6)	(34.1)	27.5	18.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	2.7	8.4	7.5	1.0
債務權益比率	2.9	9.7	8.5	1.0
債務／（現金）淨額與權益	(6.5)	0.6	(2.9)	22.8

貝殼 （2423 HK）

2026 年第 3 季度：受利潤率擴張及營運開支降低推動，盈利表現強勁優於預期

重點

- 貝殼 2026 年第 3 季度的經營利潤超出預期。收入按年下降 8.9%至人民幣 210 億元，符合我們的預測，而總 GTV 則按年增長 4.5%。非美國通用會計準則經營利潤按年增長 145.9%至人民幣 29 億元，較我們的預測高出 29.3%，主要得益於營業利潤率按年擴大 8.6 個百分點至 13.7%。管理層指引 2026 年第 4 季度收入約為人民幣 200 億元（按年下降 9%至 10%），營業利潤率約為 10%，意味着經營利潤約為人民幣 20 億元。維持「買入」評級，並將目標價上調至港幣 65 元（美金 25 元）。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 3 季度	2026 年第 2 季度	2026 年第 3 季度	按季	按年	大華繼顯	差異	市場預期	差異
總淨收入	23,052	24,539	20,990	-14.5%	-8.9%	20,627	1.8%	20,739	1.2%
存量房交易	5,991	7,023	6,097	-13.2%	1.8%	5,870	3.9%		
新房交易服務	6,639	8,947	6,835	-23.6%	2.9%	6,673	2.4%		
家裝家居	4,300	3,191	3,314	3.9%	-22.9%	3,126	6.0%		
住房租賃服務	5,727	4,833	4,270	-11.6%	-25.4%	4,581	-6.8%		
新興及其他服務	396	546	474	-13.2%	19.8%	376	26.0%		
銷貨成本	(18,117)	(17,526)	(15,168)	13.5%	16.3%	(15,247)	-0.5%		
毛利	4,935	7,014	5,822	-17.0%	18.0%	5,380	8.2%	5,515	5.6%
毛利率	21.4%	28.6%	27.7%	-1 個百分點	6 個百分點	26.1%	2 個百分點	26.6%	1 個百分點
營運開支	(4,327)	(3,988)	(3,360)	15.7%	22.4%	(3,693)	-9.0%		
非美國通用會計準則營業收入	1,173	3,592	2,883	-19.7%	145.9%	2,229	29.3%		
非美國通用會計準則經營利潤率	5.1%	14.6%	13.7%	-1 個百分點	9 個百分點	10.81%	3 個百分點		
非美國通用會計準則淨收入	1,286	3,185	2,605	-18.2%	102.6%	1,940	34.3%	2,010	29.6%
非美國通用會計準則 純利率	5.6%	13.0%	12.4%	-1 個百分點	7 個百分點	9.4%	3 個百分點	9.7%	3 個百分點

資料來源：貝殼、大華繼顯

分析

- 收入有所下滑，但基礎交易業務仍具韌性。貝殼（Beike）2026 年第 3 季度收入按年下降 8.9%至人民幣 210 億元（2026 年第 2 季度：按年下降 5.7%），而總 GTV 則按年增長 4.5%。存量房交易服務收入按年增長 1.8%（2026 年第 2 季度：按年增長 4.5%）至人民幣 61 億元，主要得益於存量房 GTV 按年增長 3.0%至人民幣 5,209 億元。受鏈家服務的 GTV 按年下降 7.3%影響，佣金收入按年減少 4.6%至人民幣 46 億元；而受非鏈家連接經紀人服務的 GTV 按年增長 9.3%帶動，平台、加盟及其他增值服務收入按年上升 27.2%至人民幣 15 億元。在新房 GTV 按年增長 5.3%至人民幣 2,068 億元（其中鏈家服務的新房 GTV 按年上升 11.2%）的推動下，新房交易服務收入按年增長 2.9%至人民幣 68 億元。
- **新措施。** 家裝家居收入按年下跌 22.9%至人民幣 33 億元，較我們的預期高出 6.0%，公司將此歸因於其優化獲客渠道組合時，過往期間較低的總交易額（GTV）對遞延收入造成的影響。 住房租賃服務收入按年下跌 25.4%至人民幣 43 億元，較我們預期低 6.8%，主因「省心租」業務佔比上升且轉向按服務費淨額確認收入，惟部分被租賃單位數量的增長所抵銷。 新興及其他服務收入按年增長 19.8%至人民幣 4.74 億元，受金融服務帶動。

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	93,457	94,580	84,725	90,945	94,937
息稅折舊攤銷前利潤	4,777	3,183	9,644	10,360	10,560
經營利潤	3,765	2,111	8,805	9,487	9,672
純利 （報告／實際）	4,065	2,994	7,714	7,778	8,040
純利 （經調整）	7,198	5,019	9,888	10,022	10,266
每股收益	204.3	144.5	284.9	289.1	296.4
市盈率	19.0	26.8	13.6	13.4	13.1
市淨率	1.8	1.9	1.9	1.4	1.3
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	23.9	35.8	11.8	11.0	10.8
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	4.3	3.2	9.1	8.6	8.5
債務／（現金）淨額與權益	(28.1)	(23.7)	(28.2)	(50.7)	(55.5)
股本回報率	5.7	4.3	11.6	9.9	8.5
市場預期純利	-	-	8,376.3	9,141.1	10,201.3
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	1.18	1.10	1.01

資料來源：貝殼、彭博、大華繼顯

分析員

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

黃書彥
suyann@uobkh.com
+603 2147 1912

買入（維持）

股價	港幣 45.60 元
目標價	港幣 65 元
上升空間	42.5%
早前目標價	港幣 60 元

股票數據

行業	房地產
股份代號	2423 HK
已發行股份（百萬股）	3,282.4
市值（百萬美元）	156,307.8
市值（百萬美元）	19,920.7
三個月平均每日成交額（百萬美元）	59.6

價格表現（%）

52 週最高 / 最低			港幣 52.60 元/港幣 35.38 元	
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(3.9)	3.9	(4.2)	2.9	9.9

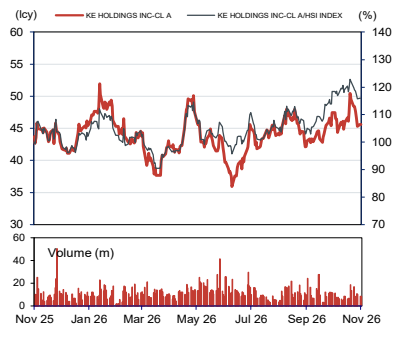
主要股東（%）

Propitious Global	25.74

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣$)	20.07
2026 財政年度每股淨債項（人民幣$）	5.66

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

貝殼控股有限公司營運一體化的線上及線下房屋交易和服務平台。該公司提供二手房及一手房買賣、房屋租賃、家居裝修、房地產金融解決方案以及其他服務。貝殼在中國開展業務。

- **盈利能力顯著超出預期。** 毛利按年增長 18.0%至人民幣 58 億元，較我們預期高 8.2%；毛利率按年擴大 6.3 個百分點至 27.7%，主要得益於所有主要業務分部的邊際貢獻率均告提升：存量房業務毛利率達 42.5%（按年+3.5 個百分點）、新房業務達 27.9%（按年+3.8 個百分點）、家裝家居業務達 40.2%（按年+8.2 個百分點），以及房屋租賃業務達 16.6%（按年+7.9 個百分點）。受早前成本優化措施影響，總營運開支按年下跌 22.4%至人民幣 34 億元。 非美國通用會計準則營業利潤按年增長 145.9%至人民幣 29 億元，較我們的預期高出 29.3%，而非美國通用會計準則營業利潤率按年擴闊 8.6 個百分點至 13.7%。
- 平台營運指標。截至 2026 年 9 月底，門店數量為 60,533 間，按年下降 1.4%，其中活躍門店為 57,545 間（按年下降 2.5%）。經紀人人數為 545,816 名，按年持平，其中活躍經紀人按年下降 4.4%至 450,724 名。2026 年第 3 季度，平均移動端月活躍用戶人數（MAU）按年下降 9.7%，按季下降 2.6%至 4,450 萬。
- **2026 年第 4 季度指引意味着強勁的按年經營利潤復甦。** 管理層指引收入約為人民幣 200 億元（按年下降 9-10%），主要反映租賃服務轉為按淨額確認收入。指引的營業利潤率約為 10%，意味着經營利潤約為人民幣 20 億元，管理層指出同比增長約 500%。在潛在成交量按年增長超過 20%（相較於市場整體的 5%至 10%）的支持下，現有房屋收入預期將按年增長超過 10%。新房收入預計按年持平或略有下降，而家裝收入跌幅預計將收窄至按年 10-15%。在計及持續由總額轉為淨額收入確認的影響後，列報的租賃服務收入預期將達約人民幣 33 億元。受年終開支及營銷支出增加影響，營運開支預計按年下降約 20%，但按季上升。
- **2027 年展望預示每股收益將錄得雙位數增長。** 管理層預期 2027 年二手住宅交易量增長將會轉強，而一手住宅市場則會按年下跌 15%至 20%。 貝殼旨在透過提升市場份額，抵銷其自身新房總交易額中至少一半的市場跌幅，而存量房交易的增長預計將吸收大部分剩餘影響。 管理層初步預期在利潤增長及股份回購的支持下，2027 年每股收益將實現雙位數增長。
- **穩健的資產負債表及股東回報。** 2026 年第 3 季度，貝殼回購了約美金 1.62 億元的股份，使年初至今的回購總額達到約美金 6.09 億元，約佔截至 2025 年底已發行股份總數的 3.2%。 淨現金約為美金 88 億元，相當於市值的 44%，為進一步回饋股東提供了充足空間。

估值／建議

- **維持「買入」評級，目標價上調至港幣 65 元（美金 25 元），乃基於 20 倍市盈率 2027 年預測市盈率 。** 貝殼的交易估值為 2027 年預測市盈率的 13.3 倍。 鑑於 2026 年下半年市場情緒較疲弱，我們持審慎態度。

盈利預測調整／風險

- 我們將 2026 年第 4 季度 / 2026 年的收入預測分別下調 7.3% / 1.4%，同時將盈利預測分別上調+32% / +15%。 我們現時預測貝殼 2026 年收入按年下跌 10%至人民幣 850 億元，而經調整純利則按年增長 97%至人民幣 100 億元，意味著經調整純利率為 12%，高於 2025 年的 5.3%。
- 風險：a)房地產行業週期性及中國住宅市場經紀業務滲透率增長放緩，b)經紀佣金率面臨壓力及嚴格監管，以及 c)新措施執行不力。

股價催化劑

- a)變現率提高，b)競爭減少，c)政府推出刺激房屋交易的正面政策，以及房地產開發商融資環境改善，以及 d)新業務增長前景強勁。

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	94,580.2	84,725.4	90,944.9	94,937.4
息稅折舊攤銷前利潤	3,183.2	9,644.5	10,359.9	10,560.2
折舊及攤銷	1,072.4	839.6	872.8	888.7
息稅前利潤	2,110.9	8,804.9	9,487.2	9,671.5
總其他非經營收入	1,386.0	1,098.9	1,089.5	1,089.5
聯營公司貢獻	372.7	304.4	(14.8)	(14.8)
淨利息收入／（支出）	807.5	574.0	686.4	849.6
除稅前溢利	4,677.1	10,782.2	11,248.3	11,595.8
稅項	(1,686.1)	(3,070.5)	(3,480.2)	(3,566.0)
少數股東權益	2.5	2.5	10.0	10.0
純利	2,993.5	7,714.2	7,778.1	8,039.8
純利 （經調整）	5,019.5	9,888.1	10,022.0	10,266.0

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	2,069.6	1,805.4	2,602.9	2,850.1
其他長期資產	46,478.4	33,560.4	35,154.8	36,444.7
現金／短期投資	15,943.8	19,499.5	46,198.1	56,094.7
其他流動資產	52,176.4	56,297.0	52,550.0	52,078.8
資產總額	116,668.2	111,162.4	136,505.7	147,468.4
短期債務	207.7	693.4	693.4	693.4
其他流動負債	42,199.5	38,853.9	41,207.4	42,020.7
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	7,731.1	4,827.1	4,827.1	4,827.1
股東權益	66,441.3	66,735.7	89,735.6	99,894.9
少數股東權益	88.5	52.3	42.3	32.3
負債及權益總額	116,668.2	111,162.4	136,505.7	147,468.4

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	(376.2)	14,145.9	15,753.1	11,126.5
年度溢利	4,677.1	10,782.2	11,248.3	11,595.8
稅項	(1,686.1)	(3,070.5)	(3,480.2)	(3,566.0)
折舊及攤銷	1,072.4	839.6	872.8	888.7
聯營公司	(372.7)	(304.4)	14.8	14.8
營運資金變動	6,914.0	2,297.2	2,957.2	(238.6)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	(10,980.8)	3,601.8	4,140.2	2,431.7
投資	5,894.3	214.7	(1,188.3)	(1,231.9)
資本支出（增長）	1,725.2	1,726.2	1,726.2	1,726.2
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	4,169.2	(1,511.4)	(2,914.4)	(2,958.1)
融資	(9,793.2)	192.2	(3.9)	2.1
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(9,793.2)	192.2	(3.9)	2.1
現金流入（流出）淨額	(4,275.0)	14,552.8	14,561.0	9,896.7
年初現金及現金等價物	21,441.9	17,084.3	31,637.1	46,198.1
外匯影響所致之變動	(82.6)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	17,084.3	31,637.1	46,198.1	56,094.7

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	3.4	11.4	11.4	11.1
稅前利潤率	4.9	12.7	12.4	12.2
純利率	3.2	9.1	8.6	8.5
資產回報率	2.4	6.8	6.3	5.7
股本回報率	4.3	11.6	9.9	8.5
增長				
營業額	1.2	(10.4)	7.3	4.4
息稅折舊攤銷前利潤	(33.4)	203.0	7.4	1.9
除稅前溢利	(31.9)	130.5	4.3	3.1
純利	(26.4)	157.7	0.8	3.4
純利 （經調整）	(30.3)	97.0	1.4	2.4
每股收益	(29.3)	97.2	1.5	2.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.3	1.0	0.8	0.7
債務權益比率	0.3	1.0	0.8	0.7
債務／（現金）淨額與權益	(23.7)	(28.2)	(50.7)	(55.5)

新世界發展（17 HK）

供股強化資產負債表，但每股資產淨值攤薄 90%

重點

- **新世界發展建議按每股港幣 0.9 元進行「11 供 1」供股，以集資港幣 249 億元，較上一個收市價折讓 81.5%，並由周大福企業、滙豐及星展全額包銷。** 此舉與在預先償還 10%後將港幣 820 億元的銀行貸款延長兩年互為先決條件。
- **供股預計將使淨負債比率降低 20.0 個百分點至 48.3%，並使經調整淨負債比率降低至 71%。現金對短期債務比率預計將回升至 1 倍。然而，在 70%的負債比率下，財務風險依然存在。股份數量增加 12 倍，使我們的每股資產淨值（NAV）降低 89.1%。**
- **維持「持有」評級，目標價下調至港幣 2.7 元（原為港幣 6.44 元），已計入供股權價值。** 若不計及供股權，按供股後每股資產淨值折讓 70%（此前為 80%）收窄計算，我們按資產淨值計算的目標價為港幣 1.05 元，此舉反映了債務指標的改善。

分析

- **發行價較攤薄後每股資產淨值呈合理折讓；完成交易設有先決條件。新世界發展（NWD）建議按「1 供 11」基準進行供股，以每股港幣 0.9 元發行 276.8 億股供股股份，淨集資港幣 241 億元。該價格較理論除權價（TERP）港幣 1.23 元低 26.9%。考慮到攤薄效應，此發行價分別較我們預估及公司呈報的每股資產淨值（NAV）港幣 3.5 元 / 港幣 5.8 元折讓 75% / 85%，因此在我們看來發行價並不便宜。是次供股與提前償還於 2027 年 3 月至 2029 年 12 月到期的港幣 820 億元境外銀行貸款中的 10%，以及將餘下港幣 738 億元延長兩年互為先決條件，後者須獲全體貸款人簽署同意。清洗豁免則須取得至少 75%的獨立股東投票贊成。**
- **全額包銷可能會提高控制權集中度。CTFE（45.3%）將悉數認購其約港幣 113 億元的配額，並包銷發行股份中額外高達 29.7%的份額，餘下 25%則由滙豐及星展包銷。我們預期 CTFE 的注資金額將介乎港幣 110-200 億元之間。**

供股前後之股權架構（%）

	目前	全數認購	無人接納認購，全部獲配售	無人接納，亦無配售
CTFE及一致行動人士	45.59	45.59	45.35	72.55
推定一致行動人士*	2.25	2.25	0.19	0.19
獨立承配人	-	-	50.12	-
滙豐及星展（包銷商）	-	-	-	22.92
其他公眾股東	52.17	52.17	4.35	4.35
股份總數（百萬）	2,516.6	30,199.6	30,199.6	30,199.6

*資料來源：新世界發展、大華繼顯。*被執行人員視為與 CTFE 一致行動。*

主要財務資料

截至 6 月 30 日止年度（百萬港元）	2025	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	27,681	19,992	26,299	26,571	26,862
息稅折舊攤銷前利潤	(9,210)	(23,226)	3,964	5,027	5,094
經營利潤	(7,155)	(21,174)	6,021	7,085	7,151
純利 （報告 / 實際）	(16,302)	(28,149)	148	1,442	1,767
純利 （經調整）	2,283	897	148	1,442	1,767
每股收益 (港元)	90.7	35.6	5.9	57.3	70.2
市盈率（倍）	3.2	8.1	49.0	5.0	4.1
市賬率（倍）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	不適用	不適用	35.3	27.8	27.4
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率 (%)	(58.9)	(140.8)	0.6	5.4	6.6
債務/（現金）淨額與權益 (%)	63.1	74.1	70.9	71.1	68.8
利息保障倍數 （倍）	(2.0)	(5.5)	1.0	1.3	1.4
股本回報率 (%)	(7.9)	(15.0)	0.1	0.8	1.0
市場預期純利（百萬港元）	-	-	(1,948.0)	(923.0)	(460.0)
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	(0.08)	(1.56)	(3.84)

資料來源：新世界發展、彭博、大華繼顯

分析員

劉潔琦

jieqi.liu@uobkh.com
+852 28261392

沈宸昊

damonshen@uobkh.com
+86 21 54047225 轉 820

持有（維持）

股價	港幣 2.885 元
目標價	港幣 2.700 元
上升空間	-6.4%
早前目標價	港幣 6.44 元

股票數據

行業	房地產
股份代號:	17 HK
已發行股份（百萬）:	2,516.6
市值（百萬港元）:	7,260.5
市值（百萬美元）:	925.4
3 個月平均成交額（百萬美元）:	7.0

價格表現（%）

52 週最高 / 最低				港幣 11.38 元/港幣 2.885 元
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(42.6)	(58.1)	(67.9)	(62.1)	(60.3)

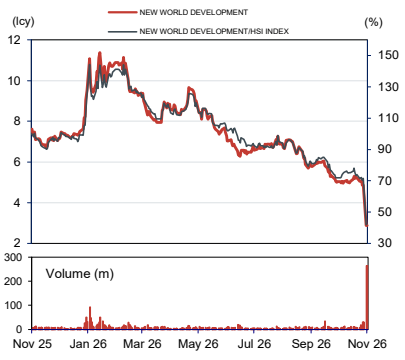
主要股東（%）

周大福企業有限公司	45.33

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（港元）	32.2
2026 財年每股淨債項（港元）	50.2

股價圖表



來源：彭博、大華繼顯

公司介紹

新世界發展在香港及中國內地發展及投資住宅與商業物業。其擁有並營運 K11 文化零售及辦公室物業組合，亦經營酒店、設施管理和一家百貨公司。周大福企業及其附屬公司持有 45.3%。

- 須留意的關鍵日期包括 2027 年 1 月 5 日的股東特別大會、2027 年 1 月 7 日除權，以及於 2027 年 1 月 29 日或之前接納（見下頁時間表）。
- 財務指標有所改善，但財務風險依然存在。在港幣 241 億元的所得款項淨額中，34%（港幣 82 億元）將用於提前償還銀行貸款，36%（港幣 87 億元）將用於償付票據、貸款、利息以及遞延永續債分派，而 30%（港幣 72 億元）將用於撥付發展項目。根據公司的備考數據，淨債項下降 19.7%至港幣 1,014 億元，淨負債比率下降 20.0 個百分點至 48.3%。將港幣 279 億元永續債視為債務的調整後淨負債比率下降 26.4 個百分點至 71.8%。我們亦預期現金對短期債務比率將由截至 1937 年 6 月的 0.69 倍回升至 1.05 倍。按 26 財年 3.1%的實際利率計算，償還港幣 169 億元的借貸每年可節省約港幣 5 億元的利息。歸根結底，我們認為 70%的調整後負債率依然偏高，新世界發展需要進一步去槓桿。

供股前後的資產負債比率及現金對短期債務比率

（10億港元）	2026 年 6月	公司供股後備考數據	大華繼顯：供股後備考數據
淨債項	126.3	101.4	102.2
權益總額	184.8	209.7	208.9
永續資本證券	27.9	27.9	27.9
淨負債比率（%）	68.3	48.3	48.9
經調整淨負債比率 (%)*	98.2	71.1	71.8
現金／短期債務（倍）	0.69	不適用	1.05

*資料來源：新世界發展、大華繼顯。*永續債券作為債務。 UOBKH：所得款項淨額港幣 241 億元。*

- 每股資產淨值將被攤薄約 90%。隨著股份數目增加 12 倍至 302 億股，該公司的每股資產淨值下跌 90.3%至港幣 5.8 元，而我們預測的每股資產淨值則下跌 89.1%至港幣 3.5 元。港幣 0.9 元的認購價較我們預測的供股後每股資產淨值折讓 74.4%。

供股前後的資產淨值

（百萬港元）	大華繼顯供股前	大華繼顯供股後	公司供股前	公司供股後
資產淨值（2026 年 6 月）	81,091	105,991	149,738	174,638
股份數目（百萬）	2,517	30,199	2,517	30,199
每股資產淨值（港元）	32.2	3.5	59.5	5.8
最新價格相對資產淨值折讓（%）	(84.9)		(91.8)	
供股價較資產淨值折讓（%）		(74.4)		(84.4)

資料來源：新世界發展、大華繼顯。

- 進一步去槓桿取決於管理層的執行力。管理層的目標是在 2031 年底前實現港幣 1,500-2,000 億元的應佔合約銷售額及資產出售，以支持總債務減少港幣 400-500 億元。我們認為這些銷售及出售目標是新世界發展去槓桿的關鍵，但銷售目標並不容易達成：要達到港幣 1,500-2,000 億元，意味著由 2026 年 7 月至 2031 年底期間，平均每年需要約港幣 270-360 億元的合約銷售及資產出售，而即使香港市場在 2025 年下半年至 2026 年上半年強勁復甦，新世界發展 2026 財年的合約銷售額亦僅為港幣 296 億元。管理層切實有力的執行至關重要。

估值／建議

- 維持「持有」評級，目標價下調至港幣 2.7 元（原為港幣 6.44 元）。我們先前的目標價乃按每股港幣 32.2 元的預估資產淨值（NAV）折讓 80%計算。鑑於該公司的債務指標有所改善，我們將資產淨值折讓收窄至 70%。%。在供股導致資產淨值被攤薄後，我們不計供股權的目標價為每股港幣 1.05 元，計及供股權則為港幣 2.7 元。

盈利預測調整／風險

- 無。

股價催化劑

- 低於預期的香港銀行同業拆息；非核心資產出售及物業銷售速度加快。

供股時間表

日期	事件
2026 年 12 月 4 日	通函及股東特別大會通告
2027 年 1 月 5 日	股東特別大會
2027 年 1 月 6 日	連權最後交易日
2027 年 1 月 7 日	除權
2027 年 1 月 14 日	記錄日期
2027 年 1 月 19 日至 26 日	未繳股款供股權買賣
2027 年 1 月 29 日	最後接納時限
2027 年 2 月 2 日	配售未獲認購股份
2027 年 2 月 4 日	業績公告
2027 年 2 月 10 日	繳足股款股份開始買賣

資料來源：新世界發展、大華繼顯

所得款項淨額用途

所得款項淨額	港幣241.0億元
明細	
提前償還目標融資的10%	34% (港幣82.0億元)
償債：優先票據、銀行貸款、利息、遞延永續債分派	36% (港幣87.0億元)
開發項目儲備	30% (港幣72.0億元)
總計	100%

資料來源：新世界發展、大華繼顯

損益表

截至 6 月 30 日止年度（百萬港元）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	**19,992.2**	**26,299.2**	**26,571.3**	**26,861.8**
息稅折舊攤銷前利潤	(23,225.5)	3,964.2	5,026.7	5,093.8
折舊及攤銷	(2,051.5)	(2,056.5)	(2,058.5)	(2,057.2)
息稅前利潤	(21,174.0)	6,020.7	7,085.2	7,150.9
總其他非經營收入	(3,794.8)	(1,987.0)	(1,987.0)	(1,987.0)
聯營公司貢獻	1,638.2	1,638.2	1,638.2	1,638.2
淨利息收入／（支出）	(4,211.8)	(3,914.9)	(3,827.1)	(3,740.9)
除稅前溢利	**(27,542.4)**	**1,756.9**	**2,909.3**	**3,061.2**
稅項	(1,262.9)	(2,396.5)	(2,412.5)	(2,428.8)
少數股東權益	656.5	787.8	945.4	1,134.4
純利	(28,148.8)	148.2	1,442.2	1,766.9
純利 （經調整）	**897.1**	**148.2**	**1,442.2**	**1,766.9**

資產負債表

截至 6 月 30 日止年度（百萬港元）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
固定資產	232,350.9	237,057.7	241,880.5	246,822.7
其他長期資產	55,803.3	57,517.0	59,234.4	60,955.8
現金／短期投資	16,960.4	19,557.3	15,383.5	15,383.5
其他流動資產	86,582.4	80,499.8	75,075.9	70,220.4
資產總額	**391,697.0**	**394,631.8**	**391,574.3**	**393,382.4**
短期債務	24,508.8	24,031.7	23,564.1	23,105.9
其他流動負債	51,037.9	47,116.7	46,555.6	46,115.0
長期債務	124,078.4	121,596.8	119,164.9	116,781.6
其他長期負債	7,255.5	17,709.7	17,616.0	22,073.9
股東權益	177,595.9	177,744.1	179,186.3	180,953.2
少數股東權益	7,220.5	6,432.7	5,487.3	4,352.9
負債及權益總額	**391,697.0**	**394,631.8**	**391,574.3**	**393,382.4**

現金流量

截至 6 月 30 日止年度（百萬港元）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
營運	**14,305.9**	**11,124.0**	**13,344.0**	**12,302.8**
年度溢利	(27,542.4)	1,756.9	2,909.3	3,061.2
稅項	(1,262.9)	(2,396.5)	(2,412.5)	(2,428.8)
折舊及攤銷	(2,051.5)	(2,056.5)	(2,058.5)	(2,057.2)
聯營公司	(1,638.2)	(1,638.2)	(1,638.2)	(1,638.2)
營運資金變動	(141.5)	6,308.7	5,677.8	5,110.1
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	46,942.4	9,149.5	10,866.1	10,255.7
投資	**(11,076.1)**	**(4,616.0)**	**(4,695.6)**	**(4,776.7)**
資本支出（增長）	(12,121.2)	(3,977.8)	(4,057.4)	(4,138.5)
投資	41,340.5	42,978.7	44,616.9	46,255.1
其他	(40,295.4)	(43,616.9)	(45,255.1)	(46,893.3)
融資	**(10,559.2)**	**(12,397.1)**	**(12,560.3)**	**(12,756.9)**
支付股息	(177.7)	(177.7)	(177.7)	(177.7)
借款所得款項	(2,971.5)	(3,746.5)	(3,844.9)	(3,976.0)
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(7,410.0)	(8,472.9)	(8,537.7)	(8,603.2)
現金流入（流出）淨額	(7,329.4)	(5,889.1)	(3,911.9)	(5,230.9)
年初現金及現金等價物	24,290.2	16,960.8	11,071.8	7,159.9
外匯影響所致之變動	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	**16,960.8**	**11,071.8**	**7,159.9**	**1,929.0**

關鍵指標

截至 6 月 30 日止年度（%）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	(116.2)	15.1	18.9	19.0
稅前利潤率	(137.8)	6.7	10.9	11.4
純利率	(140.8)	0.6	5.4	6.6
資產回報率	(6.9)	0.0	0.4	0.5
股本回報率	(15.0)	0.1	0.8	1.0
增長				
營業額	(27.8)	31.5	1.0	1.1
息稅折舊攤銷前利潤	不適用	不適用	26.8	1.3
除稅前溢利	不適用	不適用	65.6	5.2
純利	不適用	不適用	873.0	22.5
純利 （經調整）	(60.7)	(83.5)	873.0	22.5
每股收益	(60.7)	(83.5)	873.0	22.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	44.6	44.2	43.6	43.0
債務權益比率	83.7	81.9	79.7	77.3
債務／（現金）淨額與權益	74.1	70.9	71.1	68.8
利息保障倍數 （倍）	(5.5)	1.0	1.3	1.4

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



攜程集團 (9961 HK)

最後價格：	港幣 345.40 元
支撐位：	港幣 332.00 元/港幣 320.20 元
阻力位：	港幣 368.00 元/港幣 389.20 元

技術分析:

价格行为在近期的回调测试中于既定的缺口支撑区域干脆利落地企稳反弹，有效维持了高点升高与低点升高的完整运行序列。RSI 指标牢牢运行于看涨区间并持续向上攀升。只要价格行为在盘中下探中严格守稳于缺口支撑基线上方，结构性动态将支持行情向更高的阻力目标持续推进。

平均時限：約兩週。



安踏體育 (2020 HK)

最後價格：	港幣 80.65 元
支撐位：	港幣 77.45 元/港幣 76.45 元
阻力位：	港幣 86.10 元/港幣 90.35 元

技術分析:

价格行为在近期的回调测试中稳固守住既定的缺口支撑区域内部及上方位置，有效验证了当前的上升趋势。RSI 指标牢牢运行于看涨区间并持续向上攀升。只要价格行为在盘中下探中严格守稳于缺口支撑基线上方，结构性动态将支持行情向上推进，向主要的上方阻力目标发起冲击。

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."