



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)	51778.0	0.6	(0.5)	(3.1)	7.7
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7637.8	1.1	0.6	(1.4)	11.6
富時 100 指數(FTSE 100)	10816.1	1.2	2.0	0.9	8.9
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8910.9	0.4	(1.1)	(3.9)	(1.2)
滬深 300 指數(CSI 300)	4460.2	(0.4)	(1.9)	(5.6)	(3.7)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5660.5	0.4	(0.5)	(0.7)	21.8
恒生中國企業指數(HSCEI)	8175.4	(0.4)	(1.2)	(3.3)	(8.3)
恒生指數(HSI)	24604.3	(0.4)	(1.4)	(3.3)	(4.0)
雅加達綜合指數(JCI)	6462.4	0.4	(1.9)	0.2	(25.3)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1674.7	(0.3)	(2.3)	(3.4)	(0.3)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6715.4	(0.0)	(4.5)	(2.2)	59.4
日經 225 指數(Nikkei 225)	64136.3	0.3	(1.7)	(4.9)	27.4
泰國證券交易所指數(SET)	1583.3	1.3	(2.0)	(2.4)	25.7
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	46288.0	1.0	(1.4)	2.2	59.8
波羅的海乾散貨指數(BDI)	3336	0.3	(5.3)	15.9	77.7
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4642	0.7	(0.9)	2.6	18.0
布蘭特原油(美元/桶)	105	(1.0)	(2.6)	15.4	72.3

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
於麗思卡爾頓酒店舉行的「新經濟」會議	馬來西亞	10 月 7 日	10 月 7 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 月消費者物價指數綜合	香港	9 月 23 日
8 月貿易帳、出口、進口	香港	9 月 24 日
8 月工業企業利潤	中國	9 月 28 日
第 2 季度最終國際收支平衡表經常賬戶結餘	中國	9 月 29 日
9 月 PMI (綜合、製造業、非製造業)	中國	9 月 30 日
9 月 RatingDog 中國採購經理指數 (製造業、綜合、服務業)	中國	9 月 30 日
8 月貨幣供應 (M1、M2、M3)	香港	9 月 30 日

焦點新聞

行業更新 | 汽車

第 2 頁→

- 碳酸鋰於 9 月份下跌逾 20%至每噸人民幣 124,020 元 比亞迪重申將於 2027 年推出固態電池 寧德時代下跌 10.0% 至一年低位。我們認為寧德時代浮現抄底機會。吉利一小時內接獲逾 43,900 輛「巡邏艦 700」預售訂單，且 9 月推出的四款新車現已定價，為國慶銷售高峰奠定基礎。中國將貨車電動化技術帶到了漢諾威交通運輸展覽會 (IAA Hannover)。維持「與大市一致」評級。

行業更新 | 消費品

第 6 頁→

- 一場潛在的強烈厄爾尼諾現象已推高農產品價格。我們預期國內食糖價格面臨的上升空間壓力屬可控範圍，而棕櫚油仍為關鍵的搖擺因素。厄爾尼諾現象可能會透過供應端及需求端渠道影響中國消費企業。較高的投入成本可能會令利潤率受壓，尤其是對棕櫚油有風險敞口的食品生產商，以及對棉花有風險敞口的服裝公司。在需求方面，這可能會改變季節性消費模式。維持「跑贏大市」評級。

技術分析

信達生物 | 1801 HK

第 10 頁→

- 支持位: 港幣 93.1 元 / 港幣 91.75 元
- 阻力位: 港幣 105.6 元/港幣 112.7 元

翰森製藥 | 3692 HK

第 10 頁→

- 支持位: 港幣 32.28 元/港幣 30.76 元
- 阻力位: 港幣 37.16 元 / 港幣 40.12 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員的基本面研究觀點。因此, 我們可能不時會提出與我們「買入 / 持有 / 沽出」的基本評級相反的技术分析建議。

汽車

週報：碳酸鋰價格下跌再次印證我們對原始設備製造商的偏好；寧德時代浮現抄底機會

重點

- 碳酸鋰價格於 9 月份下跌超過 20%至每噸人民幣 124,020 元，削弱了贛鋒鋰業和天賜材料的收入。
- 吉利在一小時內接獲超過 43,900 輛「巡邏艦 700」預售訂單，而將於 9 月推出的四款新車目前亦已公布定價。
- 比亞迪（BYD）、寧德時代（CATL）及小馬智行（Pony AI）在漢諾威交通運輸展（IAA Hannover）上展示了電動卡車，開闢了第二條出口戰線。
- 寧德時代（CATL）下跌 10.0%至人民幣 304.3 元的一年低位；我們認為轉單的擔憂過度。
- 維持「與大市一致」評級。首選「買入」股：比亞迪、吉利、寧德時代及敏實。首選「沽出」股：理想汽車。

分析

- 電池：鋰價回吐年內漲幅，而寧德時代則創下一年新低。
 - 交投最活躍的 2027 年 1 月期貨合約（2701）於 2026 年 9 月 16 日跌至低見每噸人民幣 124,020 元，9 月累計跌幅逾 20%，原因是有報道指頭部電池廠商已下調生產計劃，且上海有色網（SMM）轉用涵蓋面更廣的庫存統計方法，在一次調整中將公佈的每週庫存由約 70,000 噸推高至 169,300 噸，並帶動上市鋰礦企業股價隨之下跌。即使經歷該輪回調，電池級碳酸鋰現貨報價仍達每噸人民幣 128,850-133,200 元，令 2701 合約較實物材料出現每噸人民幣 6,380-7,900 元的折價。

分析員

利新民

ken.lee@uobkh.com

+852 2236 6760

與大市一致（維持）

分部評級

分部	評級
原設備製造商	跑贏大市（維持）
汽車零部件	與大市一致（維持）
電池	與大市一致（維持）
電池材料	跑輸大市（維持）

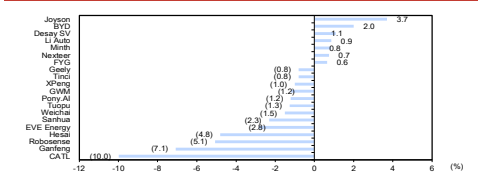
資料來源：彭博、大華繼顯

板塊精選

公司	股票代號	評級	股價 （當地貨幣）	目標價 （當地貨幣）
比亞迪	1211 HK	買入	81.15	150.00
吉利	175 HK	買入	16.00	29.00
寧德時代	300750 CH	買入	304.30	585.00
敏實	425 HK	買入	24.00	56.00
理想汽車	2015 HK	沽出	46.88	35.00

資料來源：彭博、大華繼顯

每週股價表現



來源：大華繼顯

同業比較

			價格	目標	目標價上	最新年	市盈率			收益率	股本回報率	市場	價格 /
				升	空	結							
公司	股票代號	評級*	2026 年 9 月 17 日	價格			2025	2026 年預測	2027 年預測	2026 年預測	2026 年預測	市值	每股資產淨值
			(當地貨幣)	(當地貨幣)	(%)		(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(當地貨幣百萬元)	(倍)
比亞迪—H	1211 HK	買入	81.15	150.00	84.8	12/25	19.7	14.2	11.4	0.7	15.3	298,907	2.2
吉利	175 HK	買入	16.00	29.00	81.2	12/25	9.7	8.5	6.7	3.3	17.8	172,569	2.3
長城汽車—H	2333 HK	持有	7.47	9.90	32.5	12/25	5.6	6.0	4.9	3.0	10.2	17,168	0.6
理想汽車	2015 HK	沽出	46.88	35.00	(25.3)	12/25	185.3	58.4	72.2	0.0	2.0	97,745	1.2
小鵬汽車	9868 HK	買入	41.18	60.00	45.7	12/25	虧損	130.8	15.7	0.0	1.7	64,547	2.2
福耀玻璃-H	3606 HK	買入	55.20	84.00	52.2	12/25	13.5	12.6	10.5	5.3	27.2	33,493	2.9
惠州德賽西威	002920 CH	買入	84.43	135.00	59.9	12/25	20.5	20.5	17.4	1.7	24.8	50,389	2.9
敏實	425 HK	買入	24.00	56.00	133.3	12/25	8.7	8.3	7.1	3.5	11.7	28,116	0.9
耐世特	1316 HK	買入	4.72	11.40	141.5	12/25	14.9	11.3	10.2	4.0	6.2	11,846	0.7
寧波均勝	600699 CH	買入	19.87	25.00	25.8	12/25	20.9	15.7	13.8	1.3	9.9	27,732	1.5
寧波拓普	601689 CH	買入	43.76	64.00	46.3	12/25	28.2	25.1	21.8	0.0	11.7	76,048	3.1
小馬智行	PONY US	買入	6.55	15.00	129.0	12/25	虧損	虧損	虧損	0.0	不適用	2,314	0.3
濰柴動力—H	2338 HK	持有	31.14	31.00	(0.4)	12/25	39.2	20.5	19.2	2.9	10.7	60,506	2.4
浙江三花	002050 CH	買入	34.64	43.00	24.1	12/25	36.2	30.9	26.8	1.3	14.2	129,258	4.2
禾賽	2525 HK	買入	16.65	29.00	74.2	12/25	36.9	33.2	20.1	0.0	5.9	17,335	1.9
速騰聚創	2498 HK	買入	16.27	33.00	102.8	12/25	虧損	73.5	16.9	0.0	2.4	7,674	1.7
寧德時代	300750 CH	買入	304.30	585.00	92.2	12/25	19.3	14.7	11.1	3.4	20.8	1,334,964	3.5
億緯鋰能	300014 CH	買入	48.23	85.00	76.2	12/25	24.2	12.7	9.7	2.0	6.8	104,818	2.0
贛鋒鋰業-H	1772 HK	買入	33.34	75.00	125.0	12/25	37.7	18.2	11.2	1.1	(1.2)	16,107	1.2
天賜材料	002709 CH	買入	32.88	54.00	64.2	12/25	46.5	13.1	10.9	2.3	5.4	67,028	2.9

資料來源：彭博、大華繼顯

寧德時代的價格成本聯動機制將鋰價波動傳導至電池價格，而自 2026 年 9 月 1 日起徵收、並於 2027 年 9 月升至 4% 的 2% 電池消費稅由買方承擔，因此兩者均未打擊單位利潤：我們維持寧德時代 2026 至 2028 年每吉瓦時（GWh）的純利預測，分別為人民幣 9,360 萬元、9,560 萬元及 9,780 萬元。碳酸鋰價格下跌有利於原始設備製造商，卻損害了贛鋒鋰業和天賜材料的利益。在 2026 年第 2 季度的業績報告中，我們已將贛鋒 2027 至 2028 年的平均售價假設下調至每噸人民幣 142,000 元（不含增值稅），並將其目標價下調至港幣 75 元。每噸人民幣 124,020 元（含 13% 增值稅）低於我們的全年假設，而現貨與期貨的價差意味着該合約反映的供求平衡弱於現貨市場迄今所證實的水平。

- 寧德時代（CATL）下跌 10.0% 至一年低位，而我們本週亦就此發表了相關報告。截至 2026 年 9 月 17 日止五個交易日內，A 股下跌 10.0% 至人民幣 304.3 元，H 股則下跌 9.7% 至港幣 507 元，此前有報道指理想汽車、小米、問界及小鵬汽車均擴大了其電池採購來源。該公司於 2026 年 9 月 16 日回購了人民幣 947 百萬元股份，而 8 月裝機量按年上升 26.3% 至 79.0GWh。對客戶轉向其他供應商的擔憂毫無根據，因為寧德時代（CATL）擁有技術、可靠性及品牌護城河，而且同樣的擔憂在 2023 年底達到頂峰，卻並未令寧德時代損失市場份額。將電池採購由寧德時代轉向規模較小供應商的原始設備製造商（OEM），其轉變最終均以失敗告終——吉利因欣旺達電池缺陷而進行召回便印證了這一點。我們維持對寧德時代（CATL）的「買入」評級，2026 至 2028 年純利預計分別為人民幣 936.4 億元、人民幣 1,176.4 億元及人民幣 1,418.8 億元；以人民幣 304.3 元計算，該股股價約為我們 2027 年預測市盈率的 12 倍。
- 比亞迪重申將於 2027 年推出其首款固態電池（SSB）車型。執行副總裁李柯（Stella Li）在 9 月 14 日發表的專訪中表示，比亞迪在固態電池（SSB）領域處於「領先地位」，並將在 2027 年藉其首款車型加以證明。比亞迪集團首席科學家廉玉波訂立的自身時間表顯示，其硫化物全固態電池將於 2027 年小批量示範裝車，應用於旗艦品牌，規模約為 1,000 輛，而大規模應用則要到 2030 年左右。比亞迪推出固態電池，可能引發市場對寧德時代電池技術護城河正遭受蠶食的擔憂。我們認為這種擔憂是多餘的。除比亞迪外，寧德時代、吉利、長安、豐田及梅賽德斯-平治均將固態電池（SSB）的試點日期同樣定於 2027 年。2027 年是一個工程里程碑，而非盈利事件——約 1,000 輛示範車相對於比亞迪的銷量基數微不足道，因此我們並未在任何一家公司 2027 年的預測中計入固態電池銷量。寧德時代董事長曾毓群於 6 月表示，硫化物電池的成本仍是傳統鋰離子電池的 3 至 5 倍，並認為在 2030 年前實現大規模商業化的可能性不大。這項技術目前尚未成為任何人的優勢，而我們對比亞迪及寧德時代的預測維持不變。
- 公司最新動態：9 月推出時間表如期推進。我們所覆蓋的全部五家原始設備製造商現已為其 9 月車型定價或推出有關車型，且訂單數據領先於成都車展同期表現。
 - 吉利在一小時內錄得逾 43,900 輛「巡邏艦 700」預售訂單。預售於 2026 年 9 月 15 日展開，共提供五個版本，售價介乎人民幣 199,800-269,800 元；另有限量 700 輛、售價人民幣 389,800 元的「陸地方舟」（Land Ark）版本，在 12 分鐘內售罄。該車款配備 47.14 千瓦時的寧德時代磷酸鐵鋰電池組，提供 270 至 305 公里的純電續航里程。預計將於年底前正式上市，而吉利亦於 2026 年 9 月 10 日推出銀河 TT，售價為人民幣 129,900 元。Cruiser 700 提振的是吉利的綜合平均售價，而非銷量。
 - 吉利已開始在巴西生產 EX5 EM-i。在雷諾（Renault）合作夥伴關係下，首輛車已於 2026 年 9 月 15 日在埃爾頓·洗拿（Ayrton Senna）綜合工廠下線，其中吉利持有巴西雷諾（Renault do Brasil）26.4% 股權，而 EX2 將於 12 月緊隨其後。吉利 8 月份海外銷量按年增長 205%。生產本地化使吉

中國乘用車銷量（2026 年 8 月）

（千輛）	8 月 26 日	按年%	按月%	8M26	按年%
<u>產量</u>					
電動車	1,529	19.7	5.5	9,758	9.7
純電動車	1,036	28.1	8.0	6,247	12.6
插電式混合動力車	391	4.8	0.0	2,805	8.9
增程式電動車	102	7.4	3.0	706	(9.0)
燃油車	832	(31.5)	5.7	7,436	(20.0)
總計	2,361	(5.3)	5.6	17,194	(5.5)
電動車份額（%）	64.8	13.5	0.0	56.8	7.8
<u>批發</u>					
電動車	1,511	16.7	4.6	9,779	9.1
純電動車	1,032	26.5	7.7	6,310	13.7
插電式混合動力車	386	2.9	(0.3)	2,771	5.6
增程式電動車	93	(10.6)	(7.0)	698	(11.9)
燃油車	860	(29.4)	4.9	7,538	(19.2)
總計	2,371	(5.7)	4.7	17,317	(5.3)
電動車份額（%）	63.7	12.2	(0.1)	56.5	7.5
<u>零售銷售</u>					
電動車	1,005	(9.9)	5.7	6,675	(12.1)
純電動車	698	1.2	7.9	4,469	(3.9)
插電式混合動力車	226	(29.4)	3.2	1,600	(27.1)
增程式電動車	81	(22.9)	(4.7)	606	(19.3)
燃油車	549	(39.2)	5.0	5,151	(30.0)
總計	1,554	(23.9)	5.4	11,826	(20.9)
電動車份額（%）	64.7	10.0	0.2	56.4	5.7
<u>出口</u>					
電動車	519	154.4	(3.9)	3,328	135.0
純電動車	329	145.5	2.5	1,998	118.6
插電式混合動力車	171	163.1	(11.9)	1,209	158.3
增程式電動車	19	280.0	(24.0)	121	255.9
燃油車	375	25.0	(2.1)	2,815	35.0
總計	894	77.4	(3.1)	6,143	75.5
電動車份額（%）	58.1	17.6	(0.5)	54.2	13.7
<u>存貨變動</u>					
電動車	5	不適用	不適用	(245)	不適用
燃油車	(92)	不適用	不適用	(530)	不適用
總計	(87)	不適用	不適用	(775)	不適用

來源：乘用車市場信息聯席會（CPCA），大華繼顯

利得以規避貿易壁壘。在我們對吉利的預測中，海外銷量已是推動因素，因此巴西市場是支持而非改變該預測。

- **比亞迪在一週內為三款新車型定價，並將方程豹拓展至轎車領域。** 騰勢在以往僅限於插電式混合動力車型的產品陣容中，新增售價為人民幣 299,800 元、續航里程達 960 公里的純電動 N8L，並於 2026 年 9 月 23 日以人民幣 319,800 元至 389,800 元開啟 Z9S 預售，該車型搭載 102.3kWh 第二代刀片電池包，CLTC 續航里程最高可達 1,100 公里。方程豹於 2026 年 9 月 16 日推出旗下首款轎車 Formula S，售價為人民幣 189,900-229,900 元，定價切入小米 SU7 及 Tesla Model 3 的價格區間。比亞迪正以 Formula S 等新產品應對疲軟的國內市場，而非透過減價，而我們的銷量及利潤率預測正是基於此一假設。
- **小鵬汽車於 2026 年 9 月 17 日推出 G9L，而理想汽車則於 2026 年 9 月 16 日推出 i9。** 五座運動型多用途車 G9L 自 2026 年 8 月 11 日起以人民幣 259,800 元起預售，而 i9 則是理想汽車的旗艦純電動運動型多用途車。因此，i9 的推出恰逢 G9L、騰勢的 N8L 與 Z9S，以及吉利的 Cruiser 700 相繼面世，四款具可比性的大型電動運動型多用途車在三星期內陸續登場；理想汽車的產品在定價方面競爭力不足，這支持了我們對該股的「沽出」評級。
- **小鵬汽車啟用其首座兆瓦級充電站，並擴大了與大眾汽車的合作關係。** 小鵬汽車與 Halo 於 2026 年 9 月 15 日在香港啟用了一座 X-Energy 兆瓦級超快充站，該充電站向所有品牌開放，下一站將進軍歐洲。小鵬亦將與大眾汽車（Volkswagen）的合作範圍由純電動車擴展至內燃機及混合動力車，並已將其圖靈（Turing）晶片從汽車應用延伸至人形機械人。充電網絡是小鵬為整個市場承擔的資本投入，而與大眾汽車的拓展合作所賺取的平台與軟件費用，其利潤率遠高於整車；這改變的是其達致收支平衡的日期而非交付量，因此我們對其交付量的預測維持不變。
- **長城汽車依然是個例外，本月並無新車型推出。** 相反，該公司正在擴大魏牌高山多用途車（MPV）系列。這使得長城汽車成為我們所覆蓋的原始設備製造商中，唯一一家在步入國慶高峰期時缺乏 9 月銷量催化劑的企業，而且一旦假期轉向降價促銷，該公司獲得的緩衝保障亦最為有限；這構成了其 9 月零售市佔率面臨的風險，在公佈數據前，我們的預測維持不變。
- **商用車輛：中國將貨車電動化技術帶到了漢諾威交通運輸展覽會（IAA Hannover）。** 比亞迪發表了 ETT 44 重型電動拖頭，續航里程達 600 公里，並支援 1.5 兆瓦充電；寧德時代推出了天行 II（Tectrans II）商用車電池，可為貨車提供高達 1,000 公里的續航里程，比其 2024 年平台增加 25%，且兆瓦級充電在 25 分鐘內即可充至 80%；小馬智行（Pony AI）則展示了與廣汽基於 T9 平台打造的第四代 L4 級電動無人駕駛貨車（robotruck），預計將於 2026 年後期量產。
- **貨車開闢了第二個出口戰線，而且利潤率更高。** 中國製造商在歐洲重型貨車領域幾乎沒有既有裝機客群，因此切入點在於填補產品缺口而非打價格戰，而百萬瓦級充電技術則可在停運時間方面與柴油車一較高下。濰柴動力是動力總成領域的直接對標 / 參考對象，而小馬智行與廣汽合作的 L4 級卡車則將自動駕駛的應用場景從自動駕駛出租車（robotaxi）拓展至貨運領域，而貨運領域節省勞動力成本的效益亦更易於評估 / 核算。兩者在我們 2026 年的預測中均未計入任何相關部分，因為歐洲重卡訂單最早要到 2027 年才會轉化為收入，因此這為濰柴動力與小馬智行延長了發展跑道，而未改變我們的預測。
- **下個月的看點：國慶銷情、9 月份數據，以及減價促銷是否會蔓延。**
 - **正面：國慶高峰期緊隨四個開價推售項目之後。** 小鵬汽車於 2026 年 9 月 17 日推出 G9L，吉利將於年底前落實 Cruiser 700 的定價，騰勢於 2026 年

9月23日開啟Z9S預售，而方程豹的Formula S則已上市發售。若預購執行率得以維持，支撐本季度業績的將是訂單簿而非折扣。

- **負面：Tesla 的降價促銷是否會持續至整個假期。** 特斯拉中國正為Model 3提供人民幣5,000元、為Model Y提供人民幣10,000元的現金優惠。國產品牌在假期期間若作出回應，其影響將體現於第4季度的利潤率而非銷量上，而緩衝空間最小的原始設備製造商，則是那些在9月未有推出新車的廠商。
- **關注碳酸鋰、寧德時代的應對以及9月份的裝車量排名。** 寧德時代(CATL)表示將回應有關客戶轉向其他供應商的報導，該回應以及碳酸鋰價格能否維持在每噸人民幣124,020元的水平，將為電池產業鏈的近期走向定調。中國汽車動力電池產業創新聯盟將於10月中旬公佈9月份排名，而9月份交付量將於2026年10月1日公佈。

估值 / 建議

- **我們對中國汽車行業維持「與大市一致」評級。** 我們對各細分板塊的偏好按降序排列為：原始設備製造商>汽車零部件>電池>電池材料，基於：a) 領先原始設備製造商的銷量增長正在加速；b) 其受惠於邁向高端市場及出海拓展而實現的結構性盈利能力改善；c) 汽車零部件公司的新增長引擎，例如高級駕駛輔助系統(ADAS)、人工智能及機械人；以及d) 碳酸鋰價格下跌，這有利於原始設備製造商，但會損害電池材料生產商的利益。
- **首選「買入」股：**比亞迪、吉利、寧德時代及敏實。**首選「沽出」股：**理想汽車。

行業催化劑 / 風險

- **催化因素：**騰勢Z9S於2026年9月23日開啟預售；寧德時代對供應商報告的回應及進一步回購執行；2026年10月1日公佈的9月份交付數據；10月第二週乘聯會(CPCA)9月份零售數據；10月中旬9月份動力電池裝車量排名；10月下旬起公佈的2026年第3季度業績。
- **風險：**降價潮延續至十一黃金週假期；碳酸鋰價格波動影響贛鋒鋰業與天賜材料的收入；投入成本通脹無法轉嫁；寧德時代匈牙利工廠進一步延期；歐洲、巴西及墨西哥的出口壁壘。

消費品

中國消費：評估厄爾尼諾現象的影響

重點

- 在預計於 2026 年 9 月至 2027 年 2 月期間出現強厄爾尼諾現象的背景下，農產品價格已先行上漲，遠早於前兩輪厄爾尼諾週期。
- 在充裕的境內供應情況及對進口依賴程度較低的支撐下，我們預期境內糖價面臨的上升空間壓力屬可控水平。相比之下，棕櫚油仍是食品成本籃子中的關鍵搖擺因素，儘管任何顯著的成本壓力更有可能在 2027 年才會顯現。
- 厄爾尼諾現象可能透過兩個途徑對消費品公司造成影響。在供應方面，這可能會增加投入成本，進而對利潤率造成壓力。我們認為該影響最切身相關的對象為：a) 在即食麵、烘焙產品及零食方面業務比重較高的食品生產商；以及 b) 服裝製造商和品牌。在需求方面，這可能會影響季節性消費趨勢，尤其是會削弱對禦寒產品的需求。維持跑贏大市。

分析

- 2026 年 9 月至 2027 年 2 月期間出現強厄爾尼諾現象的概率甚高。根據美國國家海洋及大氣管理局（NOAA）的數據，海洋厄爾尼諾指數（ONI）在 2026 年 6 月至 8 月期間達到+1.8。在最近四次強或極強厄爾尼諾事件的同一階段（6 月至 8 月），海洋厄爾尼諾指數（ONI）在 1982 年為+0.8、1997 年為+1.5、2015 年為+1.4，以及 2023 年為+1.0，顯示當前事件的發展速度較以往四次歷史事件均更為迅速，且自 5 月至 7 月以來一直領先於這些歷史事件。世界氣象組織指出，厄爾尼諾現象在 2026 年 9 月至 2027 年 2 月期間持續的可能性極高（接近 100%），而美國國家海洋及大氣管理局氣候預測中心則預計，該事件達到極強強度的概率超過 90%。

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）

分部評級

分部	評級
服裝及紡織品	與大市一致（維持）
綜合零售	與大市一致（維持）
家庭耐用品	跑贏大市（維持）
澳門博彩	跑贏大市（維持）
餐廳	跑贏大市（維持）
專業零售	與大市一致（維持）
白酒	跑輸大市（維持）
啤酒	與大市一致（維持）
乳製品	跑贏大市（維持）

資料來源：彭博、大華繼顯

板塊精選

公司	股票代號	評級	股價（當地貨幣）	目標價（當地貨幣）
安踏	2020 HK	買入	72.00	112.20
亞朵	ATAT US	買入	32.02	47.10
蒙牛	2319 HK	買入	18.09	24.40
美的	000333 CH	買入	85.04	112.60
百勝中國	9987 HK	買入	327.60	513.70

資料來源：彭博、大華繼顯

同業比較

公司	股票代號	評級	價格	目標	目標價上	市場	企業價值／息稅折舊攤銷							
			2026 年 9 月 17 日	價格	升空間		2026 年預測	2027 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2026 年預測	2027 年預測
			(當地貨幣)	(當地貨幣)	(%)	(百萬美元)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)
安踏體育	2020 HK	買入	72.00	112.20	55.8	25,667.18	11.8	10.9	2.3	2.1	5.3	4.7	20.9	3.9
亞朵生活	ATAT US	買入	32.02	47.10	47.1	4,356.10	13.8	11.4	6.0	4.5	8.0	6.2	46.6	3.3
百威亞太	1876 HK	買入	5.91	9.30	57.4	9,976.86	15.8	15.1	1.0	1.0	4.9	4.5	6.2	6.9
華潤啤酒	291 HK	買入	18.17	28.60	57.4	7,513.92	9.7	9.2	1.5	1.4	4.4	3.8	15.6	5.7
中國中免	601888 CH	買入	51.15	77.10	50.7	15,623.55	21.3	19.0	1.8	1.7	8.3	6.8	8.6	1.9
銀河	27 HK	買入	32.70	47.00	43.7	18,253.81	13.2	12.3	1.7	1.6	7.6	7.2	12.7	5.7
海底撈	6862 HK	買入	9.50	16.70	75.8	6,749.90	10.9	9.8	4.3	4.2	5.3	4.8	40.6	8.7
海爾智家	6690 HK	買入	20.58	28.30	37.5	27,124.31	8.8	7.9	1.3	1.2	5.8	5.2	14.3	6.6
李寧	2331 HK	買入	12.58	21.80	73.3	4,144.93	11.5	10.4	1.0	0.9	1.6	1.3	8.6	4.4
蒙牛	2319 HK	買入	18.09	24.40	34.9	8,926.69	12.0	10.8	1.4	1.3	4.3	3.8	12.0	4.2
美的	000333 CH	買入	85.04	112.60	32.4	96,488.08	13.9	13.1	2.8	2.6	13.0	12.2	20.3	5.3
名創優品	MNSO US	買入	8.80	17.50	98.9	2,670.89	7.1	6.2	1.7	1.5	5.3	4.3	24.1	7.1
茅台	600519 CH	持有	1,266.98	1,295.00	2.2	236,085.46	19.8	19.3	6.1	5.7	12.1	11.6	34.5	4.0
金沙中國	1928 HK	買入	12.20	20.30	66.4	12,586.26	10.7	9.8	8.5	7.8	8.2	7.9	81.7	9.1
神州	2313 HK	買入	34.94	55.80	59.7	6,693.32	10.4	8.4	1.2	1.1	5.4	4.8	11.3	5.8
青島啤酒	168 HK	買入	39.70	62.40	57.2	8,611.84	10.0	9.6	1.4	1.4	6.7	6.4	14.8	7.2
五糧液	000858 CH	持有	69.13	78.50	13.6	39,998.10	18.0	17.3	2.3	2.4	7.0	7.0	12.7	7.2
特步	1368 HK	買入	3.50	5.60	60.2	1,254.14	7.1	6.6	0.8	0.7	2.5	2.2	11.6	8.0
伊利	600887 CH	買入	26.56	32.40	22.0	25,042.31	13.9	12.6	3.0	2.8	10.4	9.6	21.7	5.4
百勝中國	9987 HK	買入	327.60	513.70	56.8	14,248.70	15.5	13.7	2.4	2.2	6.9	5.7	17.5	2.8

資料來源：彭博、大華繼顯

- **農產品價格的走勢已遠超前兩次厄爾尼諾週期。** 自今年 3 月至 5 月期間該事件出現（定義為海洋厄爾尼諾指數（ONI）達到或高於+0.5）以來，國際農產品期貨自 3 月至今，阿拉比卡咖啡 / 毛棕櫚油 / 軟紅冬小麥 / 粟米 / 11 號原糖 / 2 號棉花 / 可可分別上升了 8%/15%/21%/21%/27%/27%/114%。這些變動幅度遠超 2015 至 2016 年及 2023 至 2024 年厄爾尼諾現象期間所見的水平。在 2015 至 2016 年事件對應的 3 月至 9 月期間，期貨價格變動幅度分別為-16%/-12%/-4%/+2%/-18%/-3%/+4%；而在 2023 至 2024 年事件期間，期貨價格變動幅度則分別為-15%/-11%/-13%/-26%/+31%/+1%/+34%。
- **對國內市場的影響：糖價帶來有限的上升空間壓力...** 洲際交易所（ICE）原糖期貨自 3 月以來已上漲 27%，但國內白糖期貨價格（以鄭州商品交易所主力合約為代表）則大致持平。此分歧主要歸因於相對充裕的本地供應狀況。截至 8 月底，中國食糖工業庫存較去年同期高出 91%，為即將到來的 2026/27 年度新榨季（於 9 月中下旬開始）提供了緩衝。產量預計按年大致持平。此外，中國對食糖進口的依賴程度處於可控水平，在 2025/26 年榨季約佔總消費量的 30%。因此，我們預期厄爾尼諾現象給食糖價格帶來的上升空間壓力將處於可控水平。

...而棕櫚油價格仍是關鍵的搖擺因素，但有關影響很可能於 2027 年顯現。棕櫚油是少數中國幾乎完全依賴進口的農產品之一，這令其國內價格極易受到全球市場波動的影響。然而，我們預期任何與棕櫚油相關的成本壓力更有可能在 2027 年而非 2026 年浮現。與一年生農作物不同，棕櫚油屬於多年生樹木作物，從不利天氣狀況發生到對產量產生實質影響之間，存在大約六至 18 個月的生物學滯後期。過往經驗支持此模式。在 2023 年厄爾尼諾現象出現後，棕櫚油期貨價格截至 9 月下跌了 11%，一年後僅上升 4%，其後最終在翌年 4 月達到 10% 的峰值。

當前週期似乎亦呈現類似格局。自 3 月以來，棕櫚油期貨價格已上漲 15%，落後於其他受天氣影響的農產品升幅；同時馬來西亞棕櫚油理事會（MPOC）的數據顯示，截至 8 月，中國的棕櫚油庫存處於八個月高位，顯示與天氣相關的供應受阻情況尚未浮現。因此，我們認為棕櫚油是食品成本籃子中的關鍵搖擺因素。這仍是食品生產商尚未消化的少數主要投入成本之一，但若天氣狀況更為嚴峻，則可能在 2027 年對毛利率構成重大不利影響。

- **這對中國消費板塊有何影響？** 我們認為農產品價格已大致反映厄爾尼諾現象的預期影響，然而對中國消費類企業的潛在影響尚未充分體現。我們認為，厄爾尼諾現象可能會透過兩個途徑對消費品企業造成影響：供應端成本壓力以及需求端干擾。

首先，在供應層面，厄爾尼諾現象可能會推高投入成本，進而對利潤率構成壓力。此影響可能對以下各方更為顯著：a) 食品生產商，尤其是大量涉及即食麵、烘焙產品及小食的生產商，棕櫚油乃該等產品的關鍵原料；以及 b) 服裝製造商及品牌，鑑於棉花價格存在潛在升幅。話雖如此，大宗商品價格上漲對原材料成本的傳導通常存在滯後。因此，我們預期任何顯著的利潤率壓力將於 2027 年更為明顯。對服裝公司而言，受採購安排影響，相關衝擊浮現的時間可能會更遲。

其次，在需求方面，反常的天氣狀況可能會改變消費者的消費模式。強厄爾尼諾現象通常與中國東部較溫和的冬季相關，且其後長江流域往往會出現炎熱多雨的夏季。此等天氣狀況可能影響季節性消費趨勢。特別是，較溫暖的冬季可能會削弱對禦寒產品的需求，包括羽絨外套及其他冬季服飾。

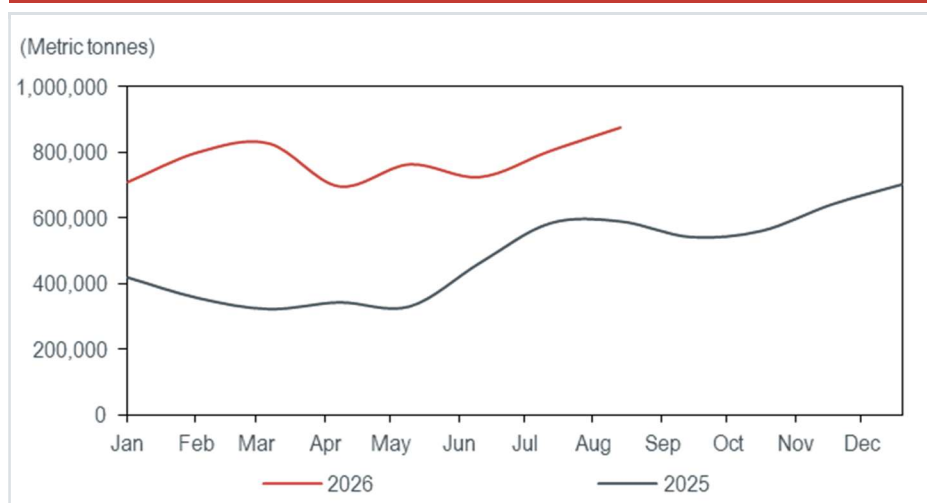
在我們涵蓋的非必需消費品板塊中，我們看好在供應端具備強大成本控制能力的企業。具體而言，我們偏好擁有集中式供應鏈的市場參與者（例如百勝中國），此類供應鏈有助透過規模優勢和採購效率減輕原材料成本波動的影響。我們認為在我們研究覆蓋範圍內的成衣製造商（例如申洲）承受棉價上漲的風險較大。需求方面，與天氣相關的需求波動仍為主要風險。因此，我們偏好具備多元化多品牌組合的公司，此類公司能更有效承受季節性類別（特別是冬季相關產品）的波動。我們偏好安踏。

在我們涵蓋的必需消費品行業中，我們認為投入成本上升帶來的壓力有限，因為大多數公司對目前價格大幅上漲的原材料的敞口相對較低。我們偏好關鍵投入品主要來自國內，且供求動態正在改善的標的。我們偏好蒙牛。

估值 / 建議

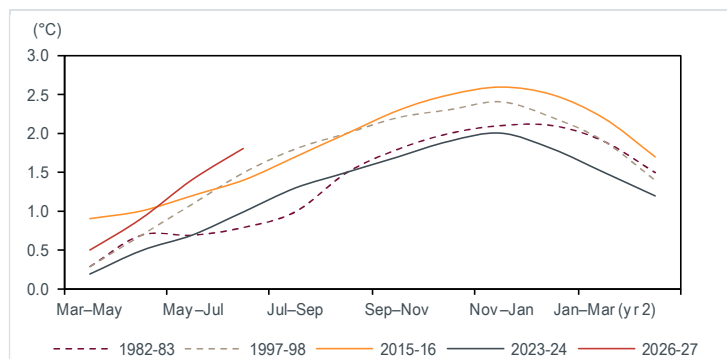
- **維持安踏（2020 HK）的「買入」評級。** 我們以現金流折現法（DCF）計算的目標價為港幣 112.2 元 相當於 19.2 倍 2026 年預測市盈率 及 17.7 倍 2027 年預測市盈率。安踏目前的交易估值為 11.8 倍 2026 年預測市盈率 及 10.9 倍 2027 年預測市盈率。
- **維持亞朵（ATAT US）的「買入」評級。** 我們基於現金流折現法（DCF）的目標價為美金 47.1 元，相當於 20.4 倍 2026 年預測市盈率 及 16.8 倍 2027 年預測市盈率。亞朵目前的交易估值為 13.8 倍 2026 年預測 市盈率 及 11.4 倍 2027 年預測 市盈率。
- **維持蒙牛（2319 HK）「買入」評級。** 我們以現金流折現法（DCF）計算的目標價為港幣 24.4 元，相當於 17.0 倍 2026 年預測 市盈率 及 15.1 倍 2027 年預測 市盈率。蒙牛目前的交易估值為 12.0 倍 2026 年預測 市盈率 及 10.8 倍 2027 年預測 市盈率。
- **維持美的集團（000333 CH）「買入」評級。** 我們按分類加總估值法（SOTP）計算的目標價為人民幣 112.6 元 相當於 18.4 倍 2026 年預測 市盈率 及 17.3 倍 2027 年預測 市盈率。美的目前的交易估值為 13.9 倍 2026 年預測 市盈率 及 13.1 倍 2027 年預測 市盈率。
- **維持百勝中國（9987 HK）的「買入」評級。** 我們基於現金流折現法（DCF）計算的目標價為港幣 513.7 元，相當於 23.8 倍 2026 年預測市盈率 及 20.8 倍 2027 年預測市盈率。百勝中國目前的交易估值為 15.5 倍 2026 年預測 市盈率 及 13.7 倍 2027 年預測 市盈率。

中國棕櫚油期末庫存總量



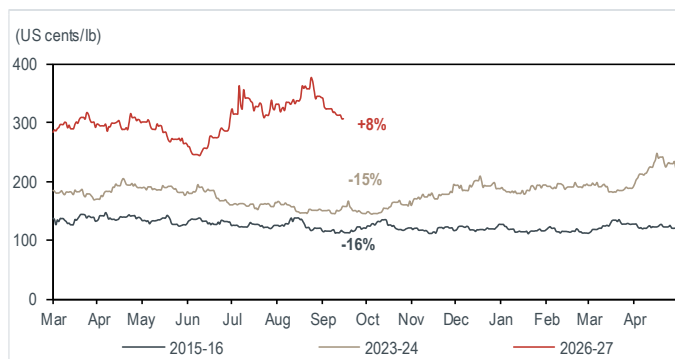
來源：馬來西亞棕櫚油理事會（MPOC），大華繼顯

海洋厄爾尼諾指數 (ONI)



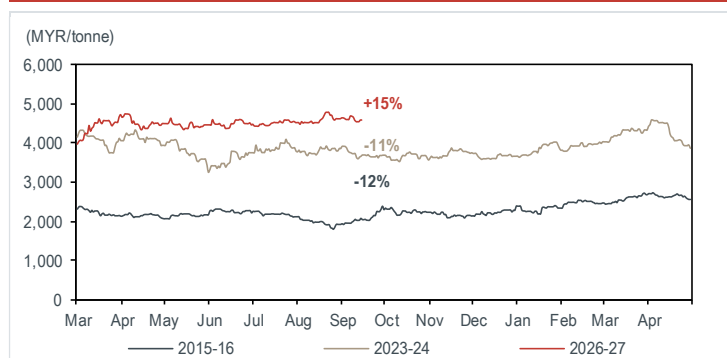
資料來源：美國國家海洋及大氣管理局，大華繼顯

洲際交易所阿拉比卡咖啡期貨



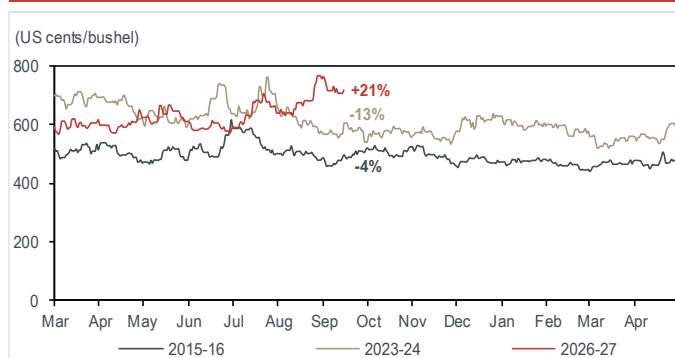
來源：洲際交易所 (ICE)，大華繼顯

馬來西亞交易所毛棕櫚油期貨



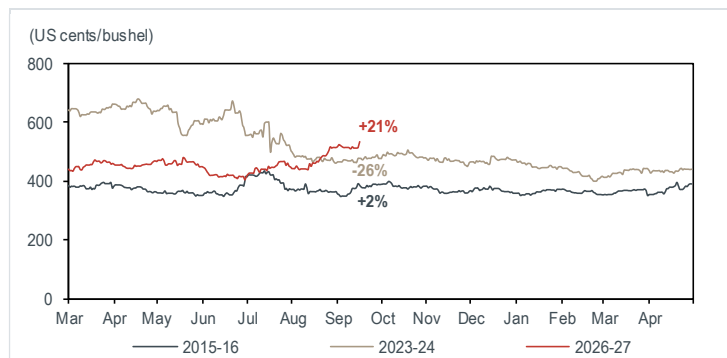
來源：馬來西亞交易所，大華繼顯

CBOT 小麥期貨



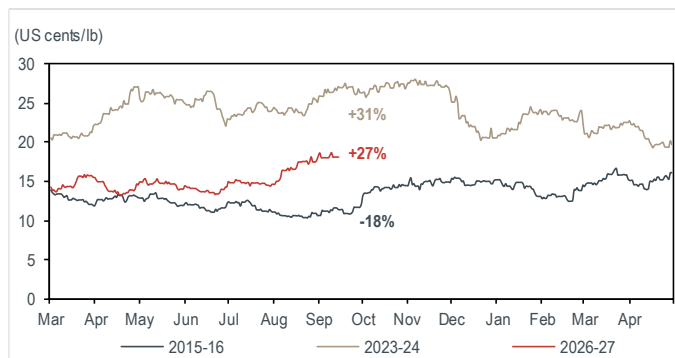
資料來源：芝加哥期貨交易所 (CBOT)，大華繼顯

CBOT 玉米期貨



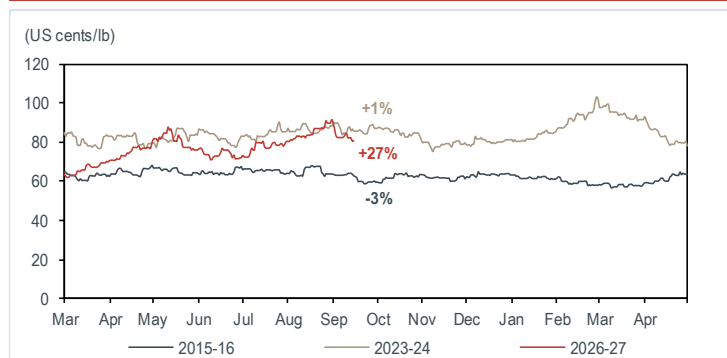
資料來源：芝加哥期貨交易所 (CBOT)，大華繼顯

ICE 11 號糖期貨



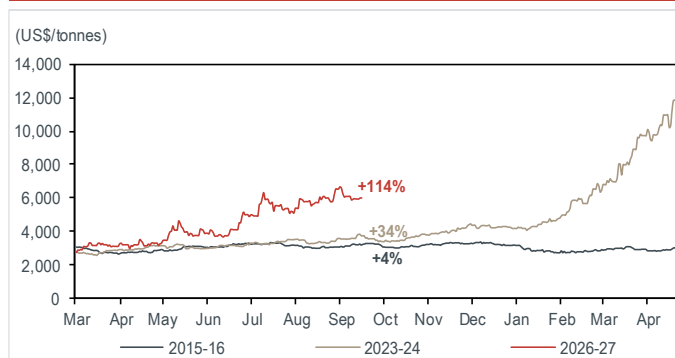
來源：洲際交易所 (ICE)，大華繼顯

ICE 2 號棉花期貨



來源：洲際交易所 (ICE)，大華繼顯

ICE 可可期貨



來源：洲際交易所 (ICE)，大華繼顯

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

信達生物 (1801 HK)

最後價格： 港幣 96.15 元
 支撐位： 港幣 93.10 元/港幣 91.75 元
 阻力位： 港幣 105.60 元/港幣 112.70 元

技術分析：

价格行为成功企稳于阻力转支撑区域上方，验证了结构性极性转换的顺畅完成，并将这一新转换的结构性锚点确立为有效需求地基。稳守在该锚点之上的表现指向潜在更低点的构建，确保了整体多头序列的完整性并消解了短线下行风险。技术动能进一步印证了这一建设性格局：RSI 指标正朝中性 50 中轴线方向勾头向上，信号显示抛压正在减弱且动能处于早期复苏阶段。只要低级别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展开向更高拓展目标的持续反弹。

平均時限：約兩週。



翰森製藥 (3692 HK)

最後價格： 港幣 34.34 元
 支撐位： 港幣 32.28 元/港幣 30.76 元
 阻力位： 港幣 37.16 元/港幣 40.12 元

技術分析：

价格行为成功企稳于缺口支撑区域上方，重新将缺口下沿确立为核心需求锚点。RSI 指标已转向看涨区域并呈上行斜率，信号显示趋势运行速度正在加速且买方控制力重新确立。只要价格稳稳守住这一缺口支撑，最小阻力路径将高度倾斜于维持向上推进，驱动价格向更高的核心拓展目标展开持续主升行情。

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."