UOBKayHian

國家/地區日報 | 大中華

Wednesday, 18 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)	50759.4	(1.6)	(2.8)	(2.4)	5.6
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7340.5	(1.0)	(2.4)	(4.2)	7.2
富時 100 指數(FTSE 100)	10689.9	(1.8)	(0.6)	(1.8)	7.6
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8997.3	(1.8)	(3.2)	0.6	(0.2)
滬深 300 指數(CSI 300)	3976.5	(0.1)	(2.0)	(4.7)	(14.1)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5109.1	(1.4)	(2.8)	(5.7)	10.0
恒生中國企業指數(HSCEI)	7904.4	(1.0)	(4.4)	(2.8)	(11.3)
恒生指數(HSI)	23508.2	(1.0)	(4.3)	(2.8)	(8.3)
雅加達綜合指數(JCI)	5304.8	(0.3)	3.5	2.3	(38.7)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1575.2	(0.8)	(1.8)	(2.0)	(6.2)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	4968.5	(2.6)	(5.2)	(12.3)	17.9
日經 225 指數(Nikkei 225)	58860.4	(1.3)	(2.6)	(9.9)	16.9
泰國證券交易所指數(SET)	1474.7	(1.7)	(1.4)	(6.3)	17.1
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	40092.1	(2.3)	(6.1)	(14.9)	38.4
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2893	(1.0)	1.1	15.2	54.1
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4239	1.7	3.4	(4.8)	7.8
布蘭特原油(美元/桶)	93	1.1	2.1	(14.9)	53.6

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

公司業績 | 京東 (9618 HK/**買入**/港幣 105.2 元/目標價：138.00 港元)

第 3 頁→

- 京東 2026 年第 3 季業績好壞參半。收入按年增長 3.5%至人民幣 3,096 億元，符合我們及市場預期。非美國通用會計準則經營利潤升至人民幣 73 億元，高於我們的預期，主要受惠於毛利率上升以及新業務虧損減少。非美國通用會計準則純利按年增長 43.7%至人民幣 83 億元，較我們預期低 2.9%，但高於市場預測。管理層指引 2026 年第 4 季度零售收入按年持平，而集團在 CECONOMY 合併入賬的帶動下將錄得雙位數增長。維持「買入」評級；目標價：港幣 138 元（美金 35 元）。

公司業績 | 名創優品 (MNSO US/**買入**/美金 12.18 元/目標價：17.50 美元)：

第 6 頁→

- 2026 年第 3 季業績超出預期。 就國內市場而言，管理層預期 2026 年第 4 季同店銷售增長將維持在至少中單位數水平，並對 2027 年持樂觀態度，預期收入增長至少達高單位數。 海外市場方面，管理層認為分銷商業務最早可能於 2027 年第 1 季逐步穩定。 雖然名創優品尚未提供 2027 年的具體指引，但表示利潤率有望較 2026 年的水平有所改善。 維持「買入」評級；目標價維持美金 17.5 元不變。

公司業績 | 騰訊音樂娛樂集團 (1698 HK/**持有**/港幣 35.36 元/目標價：38.00 港元)

第 9 頁→

- 騰訊音樂娛樂集團 2026 年第 3 季收入按年增長 5.6%至人民幣 89 億元，較我們及市場預期低 2%至 3%。 非美國通用會計準則經營利潤按年下降 1%至人民幣 27 億元；儘管一般及行政開支增加（按年+18%），但在嚴格控制銷售及營銷開支下，經調整經營利潤利潤率按年下跌 1 個百分點。經調整純利按年增長 2%至人民幣 24 億元，略低於我們的預期，但高於市場預期。下調評級至「持有」，目標價下調至港幣 38 元。

公司更新 | 信和置業 (83 HK/**買入**/港幣 10.53 元/目標價：14.00 港元)

第 12 頁→

- 我們於 2026 年 11 月 16 日參觀了 One Marina。信和置業在 10 天內售出已推出的約 400 個單位中的近 84%，主要是兩房單位，價單價格為每平方呎港幣 18,588-21,588 元。受定息按揭帶動，買家 / 投資者情緒在 2026 年第 4 季略有改善，內地買家及本地用家的需求保持韌性。銷售進度符合預期，啟德項目為 2027 年的主要推售項目。超過港幣 20 億元的利息收入應有助支持 2027 財年盈利。維持「買入」評級；目標價：港幣 14 元。

免責聲明：在 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，我們可能會不時提出與我們基本面的「買入 / 持有 / 沽出」(BUY/HOLD/SELL) 評級相反的技術建議。

技術分析

新鴻基地產 | 16 HK 第 15 頁→

- 支持位：港幣 107.40 元 / 港幣 103.50 元
- 阻力位：港幣 117.70 元 / 港幣 125.00 元

中國龍源電力集團 | 916 HK 第 15 頁→

- 支持位：港幣 5.385 元 / 港幣 5.185 元
- 阻力位：港幣 5.90 元 / 港幣 6.13 元

京東集團 (9618 HK)

2026 年第 3 季：受惠於利潤率擴大及外賣業務虧損收窄，經營業績勝預期；零售業務重拾增長

重點摘要

- 京東 2026 年第 3 季業績好壞參半。收入按年增長 3.5%至人民幣 3,096 億元，符合我們及市場預期。非美國通用會計準則經營利潤升至人民幣 73 億元，高於我們的預期，主要受惠於毛利率上升以及新業務虧損減少。非美國通用會計準則純利按年上升 43.7%至人民幣 83 億元，較我們預期低 2.9%，但高於市場預測。管理層指引 2026 年第 4 季度零售收入按年持平，而集團在 CECONOMY 合併入賬的帶動下將錄得雙位數增長。
- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 138 元（美金 35 元）。

2026 年第 3 季業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 3 季	2026 年第 2 季	2026 年第 3 季	按季	按年	大華繼顯	差異	市場預測	差異
總淨收入	299,059	346,401	309,593	-11%	3.5%	309,610	0.0%	309,138	0.1%
網上直銷	226,092	267,115	233,175	-13%	3%	229,090	1.8%		
服務及其他	72,967	79,286	76,418	-4%	5%	80,521	-5.1%		
毛利	50,474	59,307	55,961	-6%	11%	54,575	2.5%	54,187	3.3%
毛利率	16.9%	17.1%	18.1%	95 個基點	120 個基點	17.6%	45 個基點	17.5%	54.7 個基點
非美國通用會計準則經營利潤	211	5,483	7,347	34%	3382%	5,595	31.3%		
非美國通用會計準則經營利潤率	0.07%	1.58%	2.37%	79 個基點	230 個基點	1.81%	57 個基點		
非美國通用會計準則純利	5,796	8,930	8,327	-7%	44%	8,573	-2.9%	8,063	3.3%
非美國通用會計準則 每股收益 (人民幣)	3.73	6.29	5.88	-7%	58%	6.05	-2.8%	5.88	0.1%
非美國通用會計準則 純利率	1.9%	2.6%	2.7%	11 個基點	75 個基點	2.8%	(8 個基點)	2.6%	8.1 個基點

資料來源：京東、大華繼顯

分析

- **收入重拾增長，符合我們的預期。** 京東 2026 年第 3 季收入按年增長 3.5%至人民幣 3,096 億元（2026 年第 2 季：-2.9%），符合我們預期。 隨著以舊換新的高基數效應有所緩和，電子及家電收入按年下降 0.7%（2026 年第 2 季度：-12%）至人民幣 1,277 億元；受超市、健康及工業產品帶動，一般商品收入則按年增長 8.1%（2026 年第 2 季度：+6%）至人民幣 1,055 億元。 在雙位數廣告增長的帶動下，市場及營銷收入按年增長 9.6%（2026 年第 2 季度：+8%）至人民幣 281 億元；物流及其他服務收入按年增長則放緩至 2.1%（2026 年第 2 季度：+6%）。 京東零售收入按年增長 2.9%（2026 年第 2 季：-5%）至人民幣 2,580 億元，經營利潤率按年微跌 0.1 個百分點至 5.8%。
- 毛利率擴張，營銷開支大幅削減。2026 年第 3 季毛利率按年擴張 1.2 個百分點至 18.1%。由於新舉措的推廣開支效益提升，營銷開支按年下降 26.2%至人民幣 155 億元，而履約開支按年上升 7.4%至人民幣 236 億元，研發開支按年上升 36.9%至人民幣 77 億元。非美國通用會計準則經營利潤率按年上升 2.3 個百分點至 2.4%。京東零售 / 京東物流 / 新業務的經營利潤率分別為 5.8% / 3.0% / -123.1%，相比之下 2026 年第 2 季為 4.6% / 3.5% / -135.7%。非美國通用會計準則純利按年上升 43.7%至人民幣 83 億元，較我們預期低 2.9%。

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	1,158,819	1,309,085	1,369,141	1,507,130	1,576,244
息稅折舊攤銷前利潤	33,865	8,363	15,051	69,943	80,494
經營利潤	38,736	2,774	16,559	37,811	48,514
純利 （報告／實際）	41,359	19,631	21,818	35,742	44,252
純利 （經調整）	47,827	27,032	29,813	42,795	50,433
每股收益	1,572.7	919.8	1,062.5	1,525.1	1,779.5
市盈率	5.7	9.7	8.4	5.9	5.0
市賬率	1.1	1.1	1.1	0.9	0.8
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤	9.5	38.6	21.4	4.6	4.0
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
純利率	3.6	1.5	1.6	2.4	2.8
債務/（現金）淨額與權益	(12.8)	(18.7)	6.2	(36.2)	(47.9)
股本回報率	17.5	8.4	9.7	14.7	15.7
市場預期純利	-	-	30,365.5	39,275.3	46,788.3
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	0.98	1.09	1.08

資料來源：京東、彭博、大華繼顯

分析員

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

黃書彥
suyann@uobkh.com
+603 2147 1912

買入（維持）

股價	港幣 105.20 元
目標價	港幣 138 元
上升空間	31.2%
早前目標價	港幣 148 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	9618 HK
已發行股份（百萬股）	2,409.9
市值（百萬美元）	287,368.7
市值（百萬美元）	36,626.6
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	99.7

價格表現（%）

52 週高位 / 低位				港幣 132.5 元/港幣 95.8 元
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(0.8)	(6.9)	(17.7)	(10.0)	(5.7)

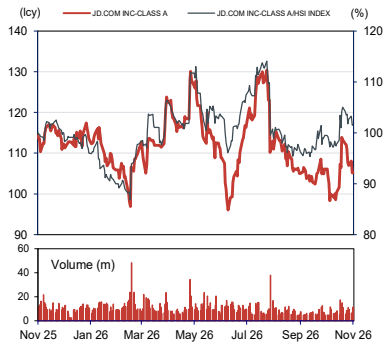
主要股東（%）

貝萊德	5.1

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	83.55
2026 財年每股淨債項（人民幣）	5.18

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

京東是中國領先的網上直銷企業。

- **新業務虧損進一步收窄。** 在京東外賣與京喜的帶動下，2026 年第 3 季經營虧損按年減少 38.7%至人民幣 96 億元。 受惠於每筆訂單補貼減少、配送效率提升，以及佣金和廣告收入增加，外賣業務虧損按年收窄逾 50%，按季收窄 7%。 京喜的收入按年翻倍、虧損收窄，並貢獻了京東超過三分之一的新增用戶。 分部收入減少，主要由於即時配送收入重新分類至京東物流。
- **CECONOMY 將自 2026 年第 4 季度起作出貢獻。** 京東完成以歐元 13.35 億元收購 MediaMarktSaturn 母公司 CECONOMY 59.8%股權的交易，並於 11 月 12 日開始將其綜合入賬。 該交易擴大了京東在歐洲的零售業務版圖，並可能與 Joybuy 的線上業務及履約網絡形成互補。 近期焦點是 CECONOMY 對集團收入及利潤率的貢獻，以及整合的步伐。
- **現金狀況強勁。** 過去 12 個月自由現金流按年增長 48.8%至人民幣 188 億元，受惠於以舊換新應收賬款回收。於季度末，現金、受限制現金及短期投資合計為人民幣 2,147 億元。
- **展望。** 管理層預期京東零售 2026 年第 4 季度的收入按年大致持平，且銷售額按月逐步改善。家電需求依然疲弱，而手機銷量則取決於新產品發佈及供應情況。2027 年任何以舊換新補貼的範圍和推出時間仍存在不確定性，且管理層指出該計劃帶來的邊際效益正逐步減弱。
- **零售利潤率與人工智能。** 管理層預期毛利率將持續擴張，但由於研發開支增加，2026 年第 4 季度零售營業利潤率按年將錄得輕微下跌。 該公司預期研發開支增長將於 2027 年大幅放緩，並正持續跟進在市場營銷、採購及客戶服務方面由人工智能帶動的效率提升。 長期高個位數營業利潤率目標維持不變。
- 外賣及海外業務。京東預期 2026 年第 4 季度外賣業務虧損將按年收窄約 50%，並以 2027 年進一步減少約 50%為目標。隨着訂單量增長，Joybuy 的投資可能增加，而國際業務與京喜的合計投資預計在 2027 年將按年大致持平。
- 京東預期將動用剩餘的美金 10 億元回購額度。管理層預期在其美金 50 億元股份回購計劃於 2027 年 8 月到期前，動用該計劃下剩餘的美金 10 億元。京東亦預期將於 2027 年 3 月公佈其 2026 年股息。

估值／建議

- **維持「買入」評級，但下調目標價至港幣 138 元（美金 35 元），相當於 7.4 倍 2027 年預測市盈率 。** 目標價下調反映 2026 年第 4 季度盈利能力指引遜於預期，因研發開支增加拖累京東零售的營業利潤率。 京東的交易估值為 5.7 倍 2027 年預測市盈率 ，較其 24 倍的歷史平均值低 1 個標準差。

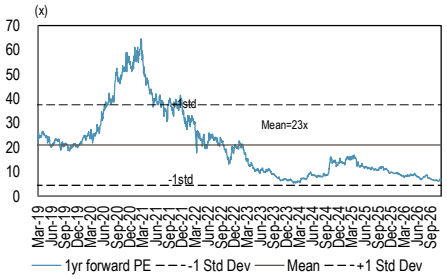
盈利預測調整／風險

- 我們將 2026 年收入預測上調 1.7%至人民幣 13,691 億元（按年增長 4.6%），但將盈利預測下調 3.2%至人民幣 298 億元（按年增長 10%），以反映人工智能相關研發及履約開支增加，以及持續的宏觀經濟逆風。
- 風險：a)外賣業務持續虧損；b)商品交易總額（GMV）增長放緩；c)宏觀經濟及消費環境疲弱；以及 d)來自 CECONOMY 的協同效應弱於預期。

股價催化劑

- a）外賣業務虧損進一步收窄；b）營運效率提升推動利潤率持續擴大；以及 c）Joybuy 與 CECONOMY 在歐洲的協同效應。

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博、大華繼顯

基於分類加總法的估值

2027 年預測	收入（人民幣百萬元）	息稅折舊攤銷前利潤（人民幣百萬元）	企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	企業價值 / 銷售額（倍）	歸於京東（港元）	京東持股（%）	歸於京東（20%折讓）	港元/股	佔目標價價值（%）
京東零售	1,199,051	55,156	4		193,047	多數股權	154,438	51	37%
京東物流（市值）					80,677	63%	56,474	19	14%
新業務及其他	27,874			1	27,874	37%	22,299	3	2%
京東健康（市值）					108,348	67%	75,844	25	18%
京東工業					28,826	71%	20,178	7	5%
現金淨額					99,338		79,470	33	24%
SOTP 價值					538,110		408,703	138.00	

資料來源：京東、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	1,309,085.0	1,369,140.7	1,507,130.5	1,576,243.9
息稅折舊攤銷前利潤	8,363.0	15,051.2	69,943.5	80,494.4
折舊及攤銷	5,589.0	(1,508.0)	32,132.7	31,980.7
息稅前利潤	2,774.0	16,559.2	37,810.8	48,513.7
總其他非經營收入	8,025.0	6,359.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	14,524.0	7,613.8	6,963.9	7,501.5
除稅前溢利	25,323.0	30,532.0	44,774.7	56,015.2
稅項	(2,181.0)	(5,602.2)	(9,032.9)	(11,763.2)
非控股權益	(3,511.0)	(3,112.0)	0.0	0.0
純利	19,631.0	21,817.8	35,741.8	44,252.0
純利 （經調整）	27,032.0	29,812.6	42,795.1	50,432.6

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	91,349.0	98,388.0	96,398.0	95,942.1
其他長期資產	229,431.0	227,086.0	227,087.0	227,087.0
現金/短期投資	137,488.0	82,637.0	187,766.4	236,139.2
其他流動資產	236,933.0	306,501.0	292,561.7	301,310.9
資產總額	695,201.0	714,612.0	803,813.1	860,479.3
短期債務	0.0	7,226.0	7,226.0	7,226.0
其他流動負債	306,072.0	328,748.0	346,166.5	361,780.7
長期債務	95,346.0	89,347.0	86,147.0	82,947.0
其他長期負債	0.0	0.0	0.0	0.0
股東權益	225,040.0	224,843.0	260,585.8	304,837.8
少數股東權益	68,743.0	64,448.0	64,448.0	64,448.0
負債及權益總額	695,201.0	714,612.0	764,573.3	821,239.5

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	18,991.0	20,674.8	89,066.2	83,097.7
年度溢利／（虧損）	25,323.0	30,532.0	44,774.7	56,015.2
稅項	(2,181.0)	(5,602.2)	(9,032.9)	(11,763.2)
折舊及攤銷	5,589.0	(1,508.0)	32,132.7	31,980.7
聯營公司	0.0	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	2,836.0	(2,747.0)	21,191.8	6,865.0
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	(12,576.0)	0.0	0.0	0.0
投資	41,832.0	4,858.0	(30,142.6)	(31,524.9)
資本支出（增長）	(14,201.0)	(5,531.0)	(30,142.6)	(31,524.9)
投資	51,978.0	60,022.0	60,022.0	60,022.0
其他	4,052.0	(49,637.0)	(60,027.0)	(60,027.0)
融資	(26,728.0)	(43,115.0)	(3,200.0)	(3,200.0)
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	9,930.0	1,227.0	(3,200.0)	(3,200.0)
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(36,658.0)	(44,342.0)	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	34,095.0	(17,582.2)	55,723.6	48,372.9
年初現金及現金等價物	115,716.0	149,625.0	132,042.8	187,766.4
外匯影響帶來的變動	(174.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	149,637.0	132,042.8	187,766.4	236,139.2

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	0.6	1.1	4.6	5.1
稅前利潤率	1.9	2.2	3.0	3.6
純利率	1.5	1.6	2.4	2.8
資產回報率	2.8	3.1	4.7	5.3
股本回報率	8.4	9.7	14.7	15.7
增長				
營業額	13.0	4.6	10.1	4.6
息稅折舊攤銷前利潤	(75.3)	80.0	364.7	15.1
除稅前溢利	(50.9)	20.6	46.6	25.1
純利	(52.5)	11.1	63.8	23.8
純利 （經調整）	(43.5)	10.3	43.5	17.8
每股收益	(41.5)	15.5	43.5	16.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	24.5	25.0	22.3	19.6
債務權益比率	42.4	43.0	35.8	29.6
債務／（現金）淨額與權益	(18.7)	6.2	(36.2)	(47.9)

名創優品 (MNSO US/9896 HK)

2026 年第 3 季：業績優於預期；重申 2026 年指引；對 2027 年國內市場持樂觀態度

重點摘要

- 名創優品 2026 年第 3 季度業績優於預期。 國內收入超出預期，而海外收入則大致符合預期，業績表現繼續受分銷商業務拖累。 營業利潤率收縮幅度亦窄於管理層早前的預期。
- 展望 2026 年第 4 季度，管理層預期國內同店銷售增長將維持在至少中單位數水平，並有信心超越全年低單位數的同店銷售增長目標。在其對 2027 年的初步展望中，管理層對國內市場保持樂觀，並預期收入將實現至少高個位數增長。
- 海外市場方面，該公司將繼續精簡其網絡。 管理層認為分銷商業務最早有可能於 2027 年第 1 季逐步穩定。 管理層亦重申其 2026 年下半年及全年指引。雖然管理層尚未就 2027 年提供具體指引，但其表示利潤率可能較 2026 年的水平有所改善。 維持「買入」評級，目標價維持於美金 17.5 元不變。

2026 年第 3 季及 2026 年首九個月業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026 年第 3 季	2026 年第 2 季	2025 年第 3 季	按年變動 (%)	按季變動 (%)	2026 年首九個月	2025 年首九個月	按年變動 (%)
收入	6,625	5,811	5,797	14.3	14.0	18,124	15,190	19.3
毛利	3,000	2,630	2,590	15.8	14.1	8,093	6,747	20.0
毛利率（%）	45.3	45.3	44.7	0.6	0.0	44.7	44.4	0.2
經調整經營利潤（不包括外匯）	998	791	1,025	(2.5)	26.3	2,627	2,575	2.0
經調整經營利潤率（不包括外匯影響）（%）	15.1	13.6	17.7	(2.6)	1.5	14.5	17.0	(2.5)
經調整純利（不包括外匯）	732	588	769	(4.9)	24.3	1,953	2,012	(2.9)
經調整純利率（不包括外匯影響）（%）	11.0	10.1	13.3	(2.2)	0.9	10.8	13.2	(2.5)

來源：名創優品、大華繼顯

分析

- **2026 年第 3 季度業績優於預期。** 名創優品公佈 2026 年第 3 季收入為人民幣 66.25 億元（按年增長 14%，按季增長 14%），大致符合管理層低雙位數增長的指引，並高於 VA 市場預期 3%，主要受國內市場的強勁表現所帶動。 毛利率為 45.3%（按年增加 0.6 個百分點，按季持平），此乃由於該公司得益於經優化的定價策略，以及自有與設計師 IP 的銷售貢獻提高，從而實現了產品組合優化。 經調整經營利潤（不計外匯）為人民幣 9.98 億元（按年減 3%，按季增 26%），經調整經營利潤率為 15.1%（按年減 2.6 個百分點，按季增 1.5 個百分點），優於管理層先前預期的按年下降 4 至 5 個百分點。 經調整純利（不計外匯）為人民幣 7.32 億元（按年-5%，按季+24%），經調整純利率為 11.0%（按年-2.2 個百分點，按季+0.9 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	16,994	21,444	24,720	27,269	29,900
息稅折舊攤銷前利潤 （經調整）	4,334	4,877	4,464	5,143	5,797
經營利潤 （經調整）	3,401	3,671	3,333	3,782	4,206
純利 （報告／實際）	2,618	1,205	1,699	2,335	2,726
純利 （經調整）	2,721	2,898	2,571	2,875	3,165
每股收益 （分）	870.7	927.5	822.8	920.2	1,012.9
市盈率（倍）	9.3	8.8	9.9	8.8	8.0
市賬率（倍）	2.5	2.4	2.3	2.1	1.9
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 （經調整） （倍）	4.4	5.1	6.0	5.4	4.8
股息收益率 (%)	5.4	5.4	5.1	5.7	6.2
純利率 (%)	16.0	13.5	10.4	10.5	10.6
債務/（現金）淨額與權益 (%)	(64.1)	(6.6)	9.1	16.8	18.0
利息保障倍數 （倍）	不適用	14.9	7.9	10.5	14.3
股本回報率 (%)	27.9	27.7	23.8	25.0	25.2
市場預期純利	-	-	2,374.2	2,819.0	3,193.1
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	1.08	1.02	0.99

資料來源：名創優品、彭博、大華繼顯

分析員

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

邱一展
hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

買入（維持）

股價	美金 12.18 元
目標價	美金 17.50 元
上升空間	+43.7%

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	MNSO US
已發行股份（百萬股）	303.5
市值（百萬港元）	29,005.9
市值（百萬美元）	3,696.8
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	11.5

價格表現（%）

52 週高位 / 低位				美金 21.23 元/美金 8.55 元
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
19.5	14.0	(14.3)	(42.4)	(35.0)

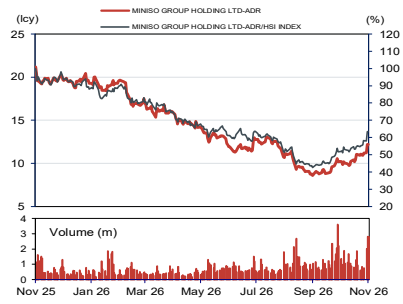
主要股東（%）

葉國富	63.10

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	35.20
2026 財年每股淨現金（人民幣）	3.17

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

名創優品（Miniso）是一家全球價值型零售商，提供各類以 IP 設計為特色的潮流生活產品。 其旗艦品牌「名創優品」（MINISO）提供經常推陳出新的生活時尚產品組合，涵蓋 11 個主要品類，包括家居裝飾、小型電子產品、紡織品、飾品、美妝工具、玩具、彩妝、個人護理、零食、香氛及香水，以及文具和禮品。 「TOP TOY」品牌於 2020 年 12 月在中國內地開始營運，現提供潮流玩具，例如盲盒、積木、手辦模型、拼裝模型、收藏娃娃、一番賞及其他熱門玩具。

- 在 2026 年第 3 季，名創優品在中國內地按季增加 61 間門店，同時在海外市場按季關閉 67 間門店，並按季關閉 3 間 Top Toy 門店，使其門店總數分別達到 4,726 間、3,577 間及 362 間。
- 國內市場在 2026 年第 3 季表現優於預期；預計 2026 年第 4 季的同店銷售增長（SSSG）將至少達中個位數；2027 年前景樂觀。國內市場方面，在同店銷售增長（SSSG）錄得高個位數增長的支持下，2026 年第 3 季收入按年增長 30%，遠超 2026 年下半年中雙位數增長的指引。因此，2026 年首九個月國內同店銷售增長達到中個位數。展望 2026 年第 4 季，管理層預計國內同店銷售增長將維持在至少中個位數水平，並有信心超越全年低個位數的同店銷售增長目標。
- 該公司繼續推進其大店策略，該策略仍是 SSSG 的主要推動力。 升級門店貢獻了接近 40%的 SSSG，而公園型門店及旗艦店則分別貢獻約 20%及 40%。過去兩年，其逾 4,000 家常規門店中僅有 15%至 20%完成升級，管理層認為未來仍有龐大的增長空間。 預計到 2027 年底，大型門店將佔網絡總數的 30%以上（到 2026 年底佔門店總數的 20%以上）。 在對 2027 年的初步展望中，管理層對國內市場持樂觀態度，並預計收入增長至少達高個位數。
- **分銷商業務最早可能於 2027 年第 1 季度逐漸企穩；北美業務仍保持在正軌上。** 海外市場方面，2026 年第 3 季度的收入按年增長 2%，符合 2026 年下半年低單位數增長的指引。 海外市場表現平淡，主要受分銷商業務拖累，其收入錄得低雙位數跌幅。 管理層將疲弱表現歸因於渠道去庫存，以及外匯和航運成本等多重不利因素，儘管商品交易總額（GMV）仍維持中個位數增長。分銷商庫存為 7 至 8 個月，較正常水平高出約 1 至 2 個月。 展望未來，公司將繼續精簡其海外網絡，並更加注重質素，目標是在 2026 年淨關閉 140 至 150 家分銷商門店（2026 年首九個月淨關閉 110 家門店）。 管理層認為分銷商業務最早可能於 2027 年第 1 季逐步穩定。 北美市場方面，2026 年第 3 季的商品交易總額（GMV）按年增長 20%至 25%，2026 年首九個月增長 30%至 35%，其中 2026 年首九個月同店銷售增長（SSSG）達到低單位數，有望實現 2026 年收入人民幣 40 億元及利潤人民幣 4 億元的目標。
- 重申 2026 年全年指引；利潤率於 2027 年或有所改善。管理層重申其 2026 年下半年及全年指引。就 2026 年下半年而言，其目標為收入實現高單位數增長，這可推動全年收入增長達中雙位數。預期全年經調整經營利潤將錄得高單位數跌幅，營業利潤率將下跌 3 至 4 個百分點。雖然管理層尚未就 2027 年提供具體指引，但其表示利潤率可能較 2026 年水平有所改善。

盈利預測調整 / 風險

- 將我們 2026/27 年的盈利預測分別下調 1%/3%。我們維持 2026 年收入預測不變，但將 2027 年收入預測下調 2%。我們維持 2026/27 年的毛利率預測不變。我們將 2026/27 年的銷售及分銷費用率分別上調 0.2 個百分點/0.2 個百分點。因此，我們 2026/27 年的經調整盈利（不包括特殊項目及以股份為基礎的薪酬）預測分別下調 1%/3%。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持在美金 17.5 元不變。我們將以現金流折現法（DCF）計算的目標價推展至 2027 年，並將目標價維持在美金 17.5 元不變。我們的目標價對應 14.3 倍 2026 年預測市盈率 及 12.8 倍 2027 年預測市盈率 。該股目前估值為 9.9 倍 2026 年預測市盈率 及 8.8 倍 2027 年預測市盈率 。

按分部劃分的收入

（人民幣百萬元）	2026 年第 3 季	2026 年第 2 季	2025 年第 3 季	按年變動 (%)	按季變動 (%)
MINISO 品牌	**6,122**	**5,340**	**5,221**	**17.2**	**14.6**
-中國內地	3,770	3,222	2,909	29.6	17.0
-線下業務	3,333	2,849	2,572	29.6	17.0
-網上業務	437	373	337	29.5	17.2
-海外	2,352	2,118	2,312	1.7	11.1
TOP TOY 品牌	**503**	**470**	**575**	**(12.5)**	**6.9**
其他	**1**	**1**	**1**	**48.9**	**72.7**

來源：名創優品、大華繼顯

店舖數目

	2026 年第 3 季	2026 年第 2 季	2025 年第 3 季
名創優品中國	**4,726**	**4,665**	**4,407**
(1)按類別			
直營門店	13	15	21
第三方門店	4,713	4,650	4,386
(2)按地區			
一級	605	611	584
二級	1,953	1,928	1,817
三線及以下	2,168	2,126	2,006
名創優品海外	**3,577**	**3,644**	**3,424**
(1)按類別			
直營門店	823	580	637
第三方門店	2,754	2,849	2,787
(2)按地區			
亞洲（不包括中國）	1,728	1,793	1,748
北美洲	565	536	421
拉丁美洲	717	726	684
歐洲	345	356	337
其他	222	233	234
TOP TOY	**362**	**365**	**307**
直營門店	69	63	42
第三方門店	293	302	265
總計	**8,665**	**8,674**	**8,138**

來源：名創優品、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	**21,443.8**	**24,719.5**	**27,269.5**	**29,899.7**
息稅折舊攤銷前利潤（經調整）	4,877.3	4,463.8	5,143.3	5,796.5
折舊及攤銷	1,206.3	1,131.0	1,361.0	1,591.0
息稅前利潤（經調整）	3,671.0	3,332.8	3,782.3	4,205.6
淨利息收入／（支出）	(326.5)	(565.0)	(490.0)	(406.8)
除稅前溢利（經調整）	**1,913.3**	**2,274.3**	**3,126.0**	**3,649.3**
稅項	(703.5)	(568.6)	(781.5)	(912.3)
非控股權益	(4.8)	(6.7)	(9.2)	(10.8)
純利	1,205.0	1,699.0	2,335.3	2,726.2
純利（經調整）	**2,898.2**	**2,571.0**	**2,875.4**	**3,164.9**

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	2,109.4	2,773.5	3,357.6	3,861.7
其他長期資產	12,437.8	13,107.4	13,626.9	13,996.3
現金/短期投資	6,817.1	4,181.5	1,873.7	516.7
其他流動資產	7,269.2	8,338.2	9,248.5	10,114.5
資產總額	**28,633.5**	**28,400.6**	**28,106.6**	**28,489.1**
短期債務	1,751.0	2,153.9	1,815.4	1,561.5
其他流動負債	6,721.9	7,053.2	7,135.6	7,311.7
長期債務	5,415.4	4,061.6	3,046.2	2,284.6
其他長期負債	4,025.9	4,025.9	4,025.9	4,025.9
股東權益	10,618.8	10,998.8	11,967.1	13,178.1
少數股東權益	100.5	107.2	116.5	127.3
負債及權益總額	**28,633.5**	**28,400.6**	**28,106.6**	**28,489.1**

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	**2,577.9**	**2,134.4**	**2,913.0**	**3,673.6**
除稅前溢利	1,913.3	2,274.3	3,126.0	3,649.3
稅項	(703.5)	(568.6)	(781.5)	(912.3)
折舊及攤銷	1,206.3	1,131.0	1,361.0	1,591.0
聯營公司	834.5	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	(1,360.7)	(737.7)	(827.9)	(689.8)
非現金項目	171.8	35.5	35.5	35.5
其他營運現金流量	(187.3)	(568.6)	(781.5)	(912.3)
投資	**(7,019.5)**	**(2,500.0)**	**(2,500.0)**	**(2,500.0)**
資本支出（增長）	(997.7)	(1,000.0)	(1,000.0)	(1,000.0)
投資	(31,075.3)	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	25,117.9	0.0	0.0	0.0
其他	(64.4)	(1,500.0)	(1,500.0)	(1,500.0)
融資	**4,969.2**	**(2,270.1)**	**(2,720.8)**	**(2,530.6)**
支付股息	(1,357.7)	(1,319.1)	(1,367.0)	(1,515.2)
發行股份	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	4,737.1	800.0	800.0	800.0
償還貸款	(2,124.4)	(1,751.0)	(2,153.9)	(1,815.4)
其他 / 已付利息	3,714.3	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	**527.6**	**(2,635.7)**	**(2,307.8)**	**(1,356.9)**
年初現金及現金等價物	**6,328.1**	**6,817.1**	**4,181.5**	**1,873.7**
外匯影響帶來的變動	(38.6)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	**6,817.1**	**4,181.5**	**1,873.7**	**516.7**

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（經調整）	22.7	18.1	18.9	19.4
稅前利潤率（經調整）	17.6	12.7	14.1	14.2
純利率（經調整）	13.5	10.4	10.5	10.6
資產回報率	12.4	9.0	10.2	11.2
股本回報率	27.7	23.8	25.0	25.2
增長				
營業額	26.2	15.3	10.3	9.6
息稅折舊攤銷前利潤（經調整）	12.5	(8.5)	15.2	12.7
除稅前溢利（經調整）	10.0	(16.9)	22.6	10.1
純利	6.5	(11.3)	11.8	10.1
純利（經調整）	6.5	(11.3)	11.8	10.1
每股收益（經調整）	6.5	(11.3)	11.8	10.1
槓桿比率				
債務佔總資本比率	50.0	35.5	28.6	22.7
債務權益比率	68.5	57.5	42.3	30.6
債務／（現金）淨額與權益	(6.6)	9.1	16.8	18.0
利息保障倍數（倍）	14.9	7.9	10.5	14.3

騰訊音樂娛樂集團 （1698 HK）

2026 年第 3 季：收入遜預期但盈利維持穩健

重點摘要

- 騰訊音樂娛樂集團 2026 年第 3 季收入按年增長 5.6%至人民幣 89 億元，較我們及市場預期低 2%至 3%，主要受在線音樂服務（按年增長 10%）帶動，但部分被較疲弱的社交娛樂收入（按年下降 16%）所抵銷。非美國通用會計準則經營利潤按年下降 1%至人民幣 27 億元；儘管一般及行政開支增加（按年+18%），但在嚴格控制銷售及營銷開支下，經調整經營利潤利潤率按年下跌 1 個百分點。經調整純利按年增加 2%至人民幣 24 億元，略低於我們的預期，但高於市場預期。
- 下調評級至「持有」，目標價下調至港幣 38 元。

2026 年第 3 季業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 3 季	2026 年第 2 季	2026 年第 3 季	按季	按年	大華繼顯	差異	市場預測	差異
收入	8,463	8,933	8,941	0.1%	5.6%	9,217	-3.0%	9,139	-2.2%
音樂相關服務	6,969	7,605	7,682	1.0%	10.2%	8,016	-4.2%		
社交娛樂 / 其他	1,494	1,328	1,259	-5.2%	-15.7%	1,201	4.9%		
銷售成本	4,781	4,984	5,118	2.7%	7.0%	5,260	-2.7%		
毛利	3,682	3,949	3,823	-3.2%	3.8%	3,957	-3.4%	3,887	-1.6%
毛利率	43.5%	44.2%	42.8%	（1 個百分點）	（1 個百分點）	43%	（0 個百分點）		
營運開支	1,311	1,295	1,532	18%	17%	1,409	9%		
銷售與營銷	260	236	295	25%	13%	330	-11%		
一般及行政開支	433	416	575	38%	33%	396	45%		
研發	618	643	662	3%	7%	682	-3%		
非美國通用會計準則經營利潤	3,032	3,340	3,097	-7.3%	2.1%	3,123	-1%		
非美國通用會計準則經營利潤率	35.8%	37.4%	34.6%	（3 個百分點）	（1 個百分點）	34%	1 個百分點		
非美國通用會計準則純利	2,418	2,686	2,450	-8.8%	1.3%	2,487	-1.5%	2,357	3.9%
非美國通用會計準則 純利率	29.3%	31.1%	28.3%	（3 個百分點）	（1 個百分點）	28%	1 個百分點		
非美國通用會計準則 每股攤薄盈利(人民幣)	1.54	1.70	1.55	-9.0%	0.6%	1.58	-1.8%	1.46	6.3%

資料來源：TME，大華繼顯

分析

- **音樂相關服務的增長有所放緩。** 騰訊音樂娛樂集團（TME）於 2026 年第 3 季度的音樂相關服務收入按年增長 10.2%（相較 2026 年第 2 季度的 11.0%）至人民幣 76.8 億元，較我們的預期低 4.2%。 會員收入按年增長 9.2%（相較 2026 年第 2 季度的 8.1%）至人民幣 49.9 億元，主要受 SVIP 計劃的付費用戶及 ARPPU 均錄得增長，以及喜馬拉雅併表所帶動。來自營銷及消費服務的收入按年增長 12.1%（對比 2026 年第 2 季：16.2%）至人民幣 27 億元，主要受藝人相關商品及線下演出相關服務（包括與汪蘇瀧的合作）所帶動。 同時，社交娛樂收入按年下降 15.7%至人民幣 12.6 億元。
- **知識產權相關業務擴張帶來的利潤率壓力。** 毛利按年增長 3.8%至人民幣 38.2 億元，毛利率按年下降 0.7 個百分點、按季下降 1.4 個百分點至 42.8%，反映利潤率較低的商品及線下演唱會帶來較高的收入貢獻。 營運開支按年增加 16.9%，主要由於 Ximalaya 綜合入賬及與收購相關的無形資產攤銷。 非國際財務報告準則股東應佔純利按年增長 1.9%至人民幣 24.5 億元，純利率則下降 1 個百分點至 28.3%。

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	28,401	32,902	35,632	38,311	40,966
息稅折舊攤銷前利潤	6,489	8,411	9,087	9,547	10,047
經營利潤	7,349	9,678	10,444	11,041	11,684
純利 （報告／實際）	7,109	11,353	9,539	10,027	10,766
純利 （經調整）	8,136	9,924	10,531	11,118	11,912
每股收益	257.2	317.3	338.2	354.8	380.1
市盈率	11.7	9.5	8.9	8.5	7.9
市賬率	1.4	1.1	1.2	1.4	1.3
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤	12.2	9.4	8.7	8.3	7.9
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	25.0	34.5	26.8	26.2	26.3
債務/（現金）淨額與權益	(19.4)	(10.5)	(29.1)	(34.9)	(41.8)
股本回報率	11.5	15.3	12.1	14.1	15.6
市場預期純利	-	-	9,747.9	10,478.8	11,334.1
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	1.08	1.06	1.05

來源：TME、彭博、大華繼顯

分析員

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

黃書彥
suyann@uobkh.com
+603 2147 1912

持有（下調）

股價	港幣 35.36 元
目標價	港幣 38 元
上升空間	7.5%
早前目標價	港幣 53 元

股票數據

行業	通訊服務
股份代號	1698 HK
已發行股份（百萬股）	1,636.7
市值（百萬港元）	116,744.7
市值（百萬美元）	14,879.7
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	5.7

價格表現（%）

52 週高位 / 低位				港幣 74.75 元/港幣 30.36 元
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
3.9	2.8	4.6	(52.3)	(48.8)

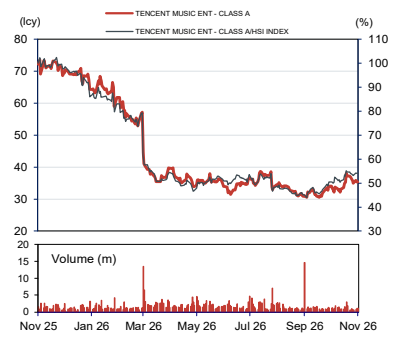
主要股東（%）

Spotify Technology S.A	16.0

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	25.06
2026 財年每股淨債項（人民幣）	7.30

股價圖表



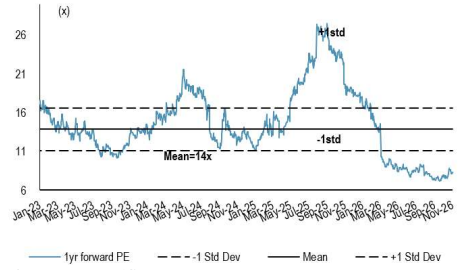
資料來源：彭博

公司介紹

以月活躍用戶計，TME 是全球最大的在線音樂平台，擁有約 70%的最大市佔率。其營運領先的音樂應用程式，包括 QQ 音樂、酷狗音樂、酷我音樂及全民 K 歌。

- **喜馬拉雅及泛知識產權變現帶來增量增長機會。** TME 繼續擴大其優質音頻目錄，並將喜馬拉雅的內容整合至其更廣泛的音樂生態系統中。 與此同時，更緊密的藝人合作關係、演唱會營運及周邊商品銷售，正推動傳統音樂訂閱以外更高的用戶消費。 我們認為這些措施有望擴大 TME 的長期變現機會，惟近期的收入組合轉變可能會攤薄利潤率
- **知識產權（IP）生態系統拓展至音樂、音頻及現場活動。** TME 與 HYBE 續簽合約，獲得特定主要 K-pop 發行作品的 30 天提早發布安排。 TME 亦續簽與樂華娛樂集團的合作協議，並為說唱歌手 GAI 舉辦了四場體育場演唱會，吸引超過 120,000 名觀眾入場。 喜馬拉雅新增了超過 10,000 部動態漫畫，配備升級的播放介面及人工智能助手，以提升內容發掘和個人化體驗。
- **強勁的現金狀況支持股東回報。** TME 於 2026 年第 3 季度末持有現金、存款及短期投資人民幣 515 億元，高於 2026 年第 2 季度的人民幣 442 億元，部分反映其發行美金 10 億元債券。該公司於本季度回購了價值美金 3 億元的美國存託股份（ADS），彰顯其對股東回報的承諾。

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博；大華繼顯

估值 / 建議

- **下調騰訊音樂娛樂集團評級至「持有」，並將目標價下調至港幣 38 元（每股美國預託股份美金 10 元）。**我們將目標倍數由 13 倍下調至 10 倍 2027 年預測 市盈率 ，以反映競爭加劇、潛在利潤率壓力，以及音樂產業受人工智能相關顛覆影響的不確定性。騰訊音樂娛樂集團的交易估值為 9.6 倍 2027 年預測市盈率 ，較其歷史平均值 14 倍低一個標準差。

盈利預測調整 / 風險

- 我們維持對 2026 年收入及非美國通用會計準則純利的預測，分別為人民幣 358 億元（按年增長 8.7%）及人民幣 103 億元（按年增長 3.6%），意味着非美國通用會計準則純利率為 28.8%。
- 主要風險：a)人工智能生成內容增加帶來的干擾；b)淨增長放緩，即每當每付費用戶平均收入（ARPPU）上升，留存率便會下降；以及 c)來自汽水音樂日益激烈的競爭。

股價催化劑

- a）在 ARPPU 上調推動下，音樂服務收入好於預期；b）在音樂訂閱和廣告等較高利潤率業務板塊帶來的營運槓桿比率推動下，盈利獲向上修訂；以及 c）喜馬拉雅帶來更大的協同效應。

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	32,902.0	35,632.1	38,310.6	40,966.2
息稅折舊攤銷前利潤	8,411.0	9,086.9	9,546.5	10,046.9
折舊及攤銷	(1,267.0)	(1,356.8)	(1,494.3)	(1,636.9)
息稅前利潤	9,678.0	10,443.7	11,040.8	11,683.8
總其他非經營收入	2,674.0	613.4	613.4	613.4
聯營公司貢獻	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	925.0	719.4	724.4	831.8
除稅前溢利	13,277.0	11,776.4	12,378.7	13,128.9
稅項	(1,924.0)	(2,237.5)	(2,351.9)	(2,363.2)
非控股權益	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	11,353.0	9,538.9	10,026.7	10,765.7
純利 （經調整）	9,924.0	10,531.3	11,118.5	11,912.4

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	1,201.0	1,645.0	481.8	524.3
其他長期資產	68,863.0	77,418.0	63,599.9	64,757.9
現金/短期投資	8,470.0	22,633.0	22,553.0	30,680.3
其他流動資產	23,988.0	20,661.0	21,384.4	21,981.1
資產總額	102,522.0	122,357.0	108,019.1	117,943.5
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	14,589.0	17,166.0	18,007.6	19,173.1
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	4,883.0	24,610.0	24,610.0	24,610.0
股東權益	80,287.0	77,742.0	64,662.1	73,435.2
少數股東權益	2,763.0	2,839.0	739.5	725.2
負債及權益總額	102,522.0	122,357.0	108,019.1	117,943.5

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	10,231.0	15,527.2	12,396.2	13,783.6
年度溢利／（虧損）	13,277.0	11,776.4	12,378.7	13,128.9
稅項	(1,924.0)	(2,237.5)	(2,351.9)	(2,363.2)
折舊及攤銷	(1,267.0)	(1,356.8)	(1,494.3)	(1,636.9)
聯營公司	0.0	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	(125.0)	(3,986.0)	(83.4)	(534.3)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	270.0	11,331.1	3,947.2	5,189.0
投資	(10,227.0)	(4,892.2)	(2,718.9)	(2,820.7)
資本支出（增長）	(305.0)	(71.3)	(76.6)	(81.9)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(9,922.0)	(4,821.0)	(2,642.3)	(2,738.8)
融資	(4,649.0)	(3,393.7)	(2,835.5)	(2,835.5)
支付股息	0.0	(3,393.7)	(2,835.5)	(2,835.5)
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	(243.0)	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(4,406.0)	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	(4,645.0)	7,241.3	6,841.8	8,127.3
年初現金及現金等價物	13,164.0	8,470.0	15,711.3	22,553.0
外匯影響帶來的變動	(49.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	8,470.0	15,711.3	22,553.0	30,680.3

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	25.6	25.5	24.9	24.5
稅前利潤率	40.4	33.1	32.3	32.0
純利率	34.5	26.8	26.2	26.3
資產回報率	11.8	8.5	8.7	9.5
股本回報率	15.3	12.1	14.1	15.6
增長				
營業額	15.8	8.3	7.5	6.9
息稅折舊攤銷前利潤	29.6	8.0	5.1	5.2
除稅前溢利	52.4	(11.3)	5.1	6.1
純利	59.7	(16.0)	5.1	7.4
純利 （經調整）	22.0	6.1	5.6	7.1
每股收益	23.4	6.6	4.9	7.1
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務權益比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務／（現金）淨額與權益	(10.5)	(29.1)	(34.9)	(41.8)

信和置業 (83 HK)

參觀 One Marina 項目要點

重點摘要

- 我們於 2026 年 11 月 16 日視察了 One Marina。該項目的 451 個單位中已售出約 75%，而已推出的 400 個單位中則有 85%獲認購。最新價單折後平均呎價為港幣 21,588 元，較首張價單高出 16%。買家中約半數操普通話，約 40%為投資者。
- 我們預期信和置業 2027 財年的物業銷售將維持在正軌上，受惠於 One Marina 及 La Mirabelle II 銷情良好，加上約 2,000 伙、地價成本較低的啟德項目預計將於明年推出。 穩定的物業銷售、具韌性的租金收入，以及超過港幣 20 億元的利息收入，應有助支持 2027 財年的盈利。
- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 14 元不變。

分析

- **One Marina 銷情強勁。** 信和置業推出約 400 個單位，並在 10 天內取得近 84%的售罄率。400 平方呎以下的兩房單位是最受歡迎的戶型，價單項目的平均售價介乎每平方呎港幣 18,588 元至港幣 21,588 元。 招標單位的定價較高，預計平均售價約為每平方呎港幣 26,000 元。 我們將強勁的銷售表現歸因於以下因素：a）優越的地理位置（鄰近土瓜灣站、享有海景、靠近啟德）；b）相宜的入場門檻，兩房單位的售價約為港幣 800 萬元；c）3.3 米的層與層之間高度；以及 d）區內每平方呎月租港幣 60-70 元所意味著的 3.3%至 3.9%總租金回報率。
- 得益於滙豐及恒生銀行持續提供定息按揭，買家情緒在 2026 年第 4 季度較 2026 年第 3 季度略有改善。 雖然定息上調 20 個基點至 2.93%，但仍低於現行按揭利率，並能對沖潛在的最優惠利率加息。
- **人才流入及具韌性的本地需求為用家市場帶來支持。** 根據拼音姓名估算，約半數買家來自內地，這顯示至少在大眾化市場住宅方面，並無確鑿證據表明內地需求正在減弱。 這亦顯示出九龍市區備受內地買家認可，而啟德發展區對此亦有所助益。 在低失業率的支持下，本地需求維持穩定。 外來人才及本地用家均青睞實用的兩房單位，該類單位佔 One Marina 的 80%。

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	8,183	9,273	7,037	6,795	6,319
息稅折舊攤銷前利潤	2,805	3,018	2,335	2,470	2,306
經營利潤	2,647	2,848	2,245	2,380	2,216
純利 （報告 / 實際）	4,019	4,589	4,911	5,251	5,032
純利 （經調整）	5,118	4,789	4,911	5,251	5,032
每股收益 (港元)	57.5	51.2	50.2	51.6	47.6
市盈率 (倍)	18.3	20.6	21.0	20.4	22.1
市賬率 (倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	16.8	15.6	20.2	19.1	20.5
股息收益率 (%)	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
純利率 (%)	49.1	49.5	69.8	77.3	79.6
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(29.0)	(30.4)	(30.6)	(30.9)	(31.1)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
股本回報率 (%)	2.4	2.7	2.8	2.9	2.7
市場預期純利（百萬港元）	-	-	4,930.8	5,212.5	5,037.0
大華繼顯／市場預期 (倍)	-	-	1.00	1.01	1.00

資料來源：信和置業、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 分機 820

買入（維持）

股價	港幣 10.53 元
目標價	港幣 14 元
上升空間	+33.0%

股票數據

行業	房地產
股份代號:	83 HK
已發行股份（百萬股）:	9,586.1
市值（百萬港元）:	100,941.6
市值（百萬美元）:	12,865.7
3 個月平均成交額（百萬美元）:	11.5

價格表現（%）

52 週高位 / 低位	港幣 13.26 元/港幣 9.71 元			
1 個月	**3 個月**	**6 個月**	**1 年**	**年初至今**
0.3	2.6	(16.8)	(0.8)	3.0

主要股東（%）

黃志祥	61.74

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（港元）	17.81
2026 財年每股淨現金（港元）	5.00

股價圖表



資料來源：彭博、大華繼顯

公司介紹

信和置業透過其附屬公司發展及投資物業、買賣及投資證券，並提供融資服務。該公司亦經營酒店及提供物業管理服務。

One Marina 與鄰近可資比較一手項目的比較

	One Marina（信和置業）	One Victoria Cove（恒基）
地點	紅磡榮光街	紅磡庇利街
發展商	信和置業、招商局置地、市區重建局	恒基、希慎、帝國集團
單位數目	451	1,296（4 個階段）
總樓面面積	25,884 平方米 / 約 278,613 平方呎（最高）	66,654 平方米 / 約 717,458 平方呎（最高）
土地成本	港幣 23.9 億元，或每平方呎港幣 8,571 元（2022 年 10 月）	港幣 81.9 億元，或按總樓面面積計每平方呎約港幣 11,400 元（2021 年 9 月）
單位面積（平方呎，實用面積）	339-1,147	330-642（首張價單）
單位類別	1 房：14；2 房：393；3 房：41；4 房：3	2 至 3 房（所有期數）
首份價單	2026 年 10 月 27 日；平均每平方呎港幣 18,588 元	2026 年 4 月 14 日；平均每平方呎港幣 18,666 元
最新價單	第 4 號價單（2026 年 11 月 10 日）；平均每平方呎港幣 21,588 元	第 2 號價單（2026 年 4 月 20 日）；平均每平方呎港幣 19,940 元
已推售單位	347	910
售罄率	已售出 334 個單位（佔已推出單位的 84% / 佔總數的 74%）；約港幣 30 億元	售出 810 伙（佔已推售之 89% / 佔總數之 62.5%）；約港幣 68.5 億元
關鍵日期	2028 年 9 月	2027 年 8 月

資料來源：信和置業、恒基兆業地產、香港 01、明報、英文虎報（The Standard）、大華繼顯

- 2027 財年銷售進度符合預期；啟德項目為下一亮點。One Marina 是今年的主要推售新盤，截至 2026 年 11 月 14 日，已售出 334 個單位，套現近港幣 30 億元。另一主要項目 La Mirabelle 截至 10 月底已售出 1,239 個單位，銷售額達港幣 107 億元，意味著去化率約為 50%。我們認為今年的銷售進度符合預期。展望 2027 年，鄰近港鐵宋皇臺站的啟德項目將成為推售重點。憑藉其低廉的地價（每平方呎港幣 5,400 元）及優越的地理位置，該項目預計將成為信和置業利潤率增長的主要驅動力。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 14 元不變。就 2027 財年而言，我們預期：a)物業銷售收入及利潤率保持穩定，b)租務組合具韌性，以及 c)利息收入超過港幣 20 億元（按我們估算按年增長 8%），原因在於 2026 年 7 月至 11 月期間 10 年期美國國債收益率平均為 4.86%，按年上升 66 個基點，這將支持具韌性的盈利基礎及穩定的每股派息。信和置業現時股價對應 5.5%的股息收益率。我們視信和置業為應對高利率風險的首選防守型股份。

盈利預測調整 / 風險

- **無。**

股價催化劑

- HIBOR 低於預期；物業銷售步伐加快。

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	**9,273.0**	**7,036.9**	**6,795.3**	**6,318.6**
息稅折舊攤銷前利潤	3,018.0	2,335.0	2,470.5	2,305.7
折舊及攤銷	170.0	90.0	90.0	90.0
息稅前利潤	2,848.0	2,245.0	2,380.5	2,215.7
總其他非經營收入	801.0	464.0	464.0	464.0
聯營公司貢獻	-119.0	648.3	750.7	533.8
淨利息收入／（支出）	1,877.0	2,028.2	2,122.9	2,260.1
除稅前溢利	**5,407.0**	**5,385.4**	**5,718.0**	**5,473.6**
稅項	-774.0	-456.6	-467.0	-442.1
非控股權益	-44.0	-18.3	0.0	0.0
純利	**4,589.0**	**4,910.6**	**5,251.0**	**5,031.5**
純利 （經調整）	4,789.0	4,910.6	5,251.0	5,031.5

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	71,523.0	71,559.3	71,595.6	71,632.0
其他長期資產	41,876.0	43,221.5	43,990.7	44,521.5
現金/短期投資	58,022.0	63,216.8	71,708.6	81,816.3
其他流動資產	20,308.0	21,245.7	22,571.9	24,352.1
資產總額	**191,729.0**	**199,243.3**	**209,866.8**	**222,321.7**
短期債務	2,259.0	6,025.5	12,626.2	21,327.0
其他流動負債	7,975.0	7,975.0	7,975.0	7,975.0
長期債務	2,892.0	2,892.0	2,892.0	2,892.0
其他長期負債	4,220.0	4,220.0	4,220.0	4,220.0
股東權益	173,875.0	177,604.5	181,627.3	185,381.4
少數股東權益	508.0	526.3	526.3	526.3
負債及權益總額	**191,729.0**	**199,243.3**	**209,866.8**	**222,321.7**

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	**1,964.0**	**5,476.0**	**7,983.4**	**9,338.3**
年度溢利 /（虧損）	5,407.0	5,385.4	5,718.0	5,473.6
稅項	-774.0	-456.6	-467.0	-442.1
折舊及攤銷	170.0	90.0	90.0	90.0
聯營公司	119.0	-648.3	-750.7	-533.8
營運資金變動	-896.0	2,828.7	5,274.6	6,920.6
非現金項目	-2,599.0	-1,798.7	-1,956.9	-2,245.4
其他營運現金流量	537.0	75.4	75.4	75.4
投資	**11,714.0**	**899.8**	**1,736.7**	**2,046.7**
資本支出（增長）	-226.0	-126.3	-126.3	-126.3
投資	40,101.0	41,446.5	42,215.7	42,746.5
資本支出（增長）	309.0	0.0	0.0	0.0
其他	-28,470.0	-40,420.4	-40,352.7	-40,573.4
融資	**192.0**	**-1,181.0**	**-1,228.3**	**-1,277.4**
支付股息	-958.0	-1,181.0	-1,228.3	-1,277.4
借款所得款項	1,925.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	-1,202.0	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	427.0	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	13,870.0	5,194.8	8,491.8	10,107.6
年初現金及現金等價物	44,013.0	58,022.0	63,216.8	71,708.6
外匯影響帶來的變動	139.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	**58,022.0**	**63,216.8**	**71,708.6**	**81,816.3**

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	32.5	33.2	36.4	36.5
稅前利潤率	58.3	76.5	84.1	86.6
純利率	49.5	69.8	77.3	79.6
資產回報率	2.4	2.5	2.6	2.3
股本回報率	2.7	2.8	2.9	2.7
增長				
營業額	13.3	(24.1)	(3.4)	(7.0)
息稅折舊攤銷前利潤	7.6	(22.6)	5.8	(6.7)
除稅前溢利	20.9	(0.4)	6.2	(4.3)
純利	14.2	7.0	6.9	(4.2)
純利 （經調整）	(6.4)	2.5	6.9	(4.2)
每股收益	(11.1)	(1.8)	2.8	(7.9)
槓桿比率				
債務佔總資本比率	2.9	4.8	7.9	11.5
債務權益比率	3.0	5.0	8.5	13.1
債務／（現金）淨額與權益	(30.4)	(30.6)	(30.9)	(31.1)
利息保障倍數（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

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



新鴻基地產 (0016 HK)

最後價格：	港幣 110.40 元
支撐位：	港幣 107.40 元/港幣 103.50 元
阻力位：	港幣 117.70 元/港幣 125.00 元

技術分析:

价格行为在近期的回调测试中稳固守住转换后的阻力转支撑区域上方，有效验证了当前的上升趋势。动能指标进一步强化了这一建设性姿态：RSI 指标保持在看涨区间，并正从其中性 50 水平直接向上拐头。只要价格行为在盘中下探中严格守稳于转换后的极性地板上方，结构性动态将支持行情向上推进，向更高的上方阻力目标迈进。

平均時限：約兩週。



龍源電力 (0916 HK)

最後價格：	港幣 5.475 元
支撐位：	港幣 5.385 元/港幣 5.185 元
阻力位：	港幣 5.90 元/港幣 6.13 元

技術分析:

价格行为在近期的回调测试中稳固守住转换后的阻力转支撑区域，并收出一根决定性的锤子线形态以拒绝价格进一步下探，有效验证了当前的上升趋势。RSI 指标牢牢维持在看涨区间。只要价格行为在盘中下探中严格守稳于锤子线低点及转换后的极性地板上方，结构性动态将支持行情向上推进，向更高的上方阻力目标迈进。

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."