



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)	53343.4	(0.2)	(0.8)	2.3	11.0
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7691.8	(0.7)	(0.5)	3.1	12.4
富時 100 指數(FTSE 100)	10728.0	0.1	(1.1)	1.2	8.0
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9274.2	(0.1)	(1.8)	3.3	2.8
滬深 300 指數(CSI 300)	4725.8	(0.3)	1.3	4.3	2.1
富時海峽時報指數(FSSTI)	5701.4	(1.2)	(0.9)	3.5	22.7
恒生中國企業指數(HSCEI)	8453.2	0.2	(0.9)	3.9	(5.2)
恒生指數(HSI)	25471.2	0.1	(0.7)	3.7	(0.6)
雅加達綜合指數(JCI)	6449.8	0.7	1.3	4.4	(25.4)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1733.4	0.4	0.1	0.1	3.2
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6869.8	(1.5)	9.1	0.7	63.0
日經 225 指數(Nikkei 225)	67460.7	(2.5)	0.7	5.2	34.0
泰國證券交易所指數(SET)	1621.6	(0.3)	(0.2)	(1.1)	28.7
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	45308.7	(1.2)	0.4	6.2	56.4
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2815	(2.2)	(7.6)	2.3	50.0
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4527	0.0	(0.1)	0.7	15.1
布蘭特原油(美元/桶)	91	0.2	2.4	3.3	49.6

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
Enrico Tanuwidjaja 先生主講之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板塊進行的分析師推廣	新加坡	9 月 7 日	9 月 8 日
潘夢遙就大中華互聯網板塊進行的分析師推廣	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 月三個月失業率	香港	8 月 20 日
7 月綜合消費者物價指數	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
8 月採購經理指數（綜合、製造業、非製造業）	中國	8 月 31 日
7 月零售銷售（金額、數量）	香港	8 月 31 日
7 月貨幣供應(M1、M2、M3)	香港	8 月 31 日

重點要聞

公司業績 | 百度集團 (9888 HK/買入/港幣 101.10 元/目標價:港幣 145 元)

第 3 頁→

- 百度 2026 年第 2 季業績遜於預期。收入按年下跌 4.2%至人民幣 313.0 億元，略低於我們的估計。毛利率按年收縮 4.9 個百分點至 39%，符合預期。非公認會計原則經營利潤按年下跌 14.8%至人民幣 38.0 億元，非公認會計原則經營利潤率為 12.1%。同時，非公認會計原則純利按年下跌 46.3%至人民幣 26.0 億元，遜於我們及市場預測。維持「買入」評級，目標價略為下調至港幣 145 元（美金 148 元）。

公司業績 | 石藥集團新諾威製藥股份有限公司 (300765 CH/買入/人民幣 44.40 元/目標價：人民幣 57 元)

第 6 頁→

- 石藥新諾威於 2026 年上半年錄得收入按年增長 208.7%，經調整純利為人民幣 1,225.9 百萬元（2025 年上半年：- 人民幣 41.1 元），此乃受確認阿斯利康美金 420 百萬元預付款的 70%所支持。強勁的對外授權收入及生物製藥銷售額將推動 2026 年的收入及盈利。憑藉穩定的研發進展，我們預期不斷增長的創新產品線將支持自 2028 年起的可持續盈利增長。維持「買入」評級，並將目標價上調至人民幣 57 元。

公司業績 | 禾賽集團 (2525 HK/買入/港幣 18.34 元/目標價：港幣 29 元)

第 9 頁→

- 2026 年第 2 季業績遜於預期，純利為人民幣 70.6 百萬元（按年增長 60%/按季增長 285%），經調整純利為人民幣 101 百萬元（按年增長 38%/按季增長 112%），主要由於平均售價及其他收入低於預期。綜合平均售價按季下跌 10%至人民幣 1,294 元 但毛利率按季回升 1.0 個百分點至 40.1%。我們將 2026-28 年純利預測分別下調 27%/17%/12%至人民幣 400 百萬元/人民幣 758 百萬元/人民幣 1,200 百萬元，原因為平均售價及其他收入較低。維持「買入」評級，並將我們的目標價由港幣 33 元下調至港幣 29 元。

公司業績 | 小馬智行 (PONY US/買入/美金 7.98 元/目標價：美金 15 元)

第 12 頁→

- 小馬智行 2026 年第 2 季歸屬於股東的淨虧損按年擴大 12.7%至美金 59.8 百萬元，較我們估計的美金 62.5 百萬元收窄 4.2%，原因是美金 18.6 百萬元的公允價值收益抵銷了美金 25.0 百萬元的一次性減值。收入超出預期，達到美金 36.2 百萬元（按年增長 68.8%），主要受惠於機械人計程車服務按年飆升 691.2%。我們將 2026 年收入預測上調 6.1%，但將 2026-27 年淨虧損預估分別擴大 10.9%/7.4%。維持「買入」評級，並下調目標價至美金 15 元。

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/沽售」評級相反的技術建議。

公司業績 | 小米集團 (1810 HK/持有/港幣 26.18 元/目標價:港幣 26.20 元)

第 15 頁→

- 小米 2026 年第 2 季收入按年下跌 6.1%，但按季上升 9.9%至人民幣 1,089.0 億元，較我們的估計高出 5.7%，而經調整純利按年急跌 42.6%至人民幣 62.0 億元，原因是綜合毛利率按年收縮 2.7 個百分點至 19.8%。智能手機收入因高端化帶動的平均售價上漲而超出預期，並可能正接近好於預期的低谷，但智能手機、物聯網及電動車分部的利潤率均因記憶體成本上升及新業務稀釋而惡化。維持「持有」評級，目標價下調至港幣 26.20 元。

技術分析

藥明生物 | 2269 HK

第 18 頁→

- 支持位：港幣 44.42 元/港幣 42.60 元
- 阻力位：港幣 53.75 元/港幣 59.30 元

中通快遞 | 2057 HK

第 18 頁→

- 支持位：港幣 177.80 元/港幣 171.60 元
- 阻力位：港幣 196.20 元/港幣 205.60 元

百度集團 (9888 HK)

2026 年第 2 季：盈利遜預期；人工智能增長加速，惟其可持續性仍有待證明

重點

- 百度 2026 年第 2 季業績遜於預期。收入按年下跌 4.2%至人民幣 313.0 億元，略低於我們的估計。毛利率按年收縮 4.9 個百分點至 39%，符合我們的估計，但未達市場預期。非公認會計原則經營利潤按年下跌 14.8%至人民幣 38.0 億元，非公認會計原則經營利潤率為 12.1%。同時，非公認會計原則純利按年下跌 46.3%至人民幣 26.0 億元，遠低於我們及市場預測。
- 維持「買入」評級，目標價格為下調至港幣 145 元（美金 148 元）。

2026 年第 2 季業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 2 季	2026 年第 1 季	2026 年第 2 季	按季	按年	大華繼顯	變動	市場預期	變動
總淨收入	32,713	32,075	31,325	-2.3%	-4.2%	32,002	-2.1%	31,587	-0.8%
銷售成本	18,357	19,589	19,098	-2.5%	4.0%	19,446	-1.8%		
毛利	14,356	12,486	12,227	-2.1%	-14.8%	12,556	-2.6%	12,899	-5.2%
毛利率	43.9%	38.9%	39.0%	0.1 個百分點	-4.9 個百分點	39.2%	-0.2 個百分點	40.8%	-1.8 個百分點
營運開支	11,199	9,375	9,294	-0.9%	-17.0%	12,166	-23.6%		
非公認會計原則營運收入	4,445	3,807	3,785	-0.6%	-14.8%	2,777	36.3%		
非公認會計原則經營利潤率	13.6%	11.9%	12.1%	0.2 個百分點	-1.5 個百分點	8.7%	3.4 個百分點		
非公認會計原則純利	4,795	4,332	2,573	-40.6%	-46.3%	3,203	-19.7%	3,198	-19.5%
非美國通用會計準則每股收益(人民幣)	13.58	12.06	7.22	-40.1%	-46.8%	9.22	-21.7%	9.7	-25.9%
非美國通用會計準則純利率	14.7%	13.5%	8.2%	-5.3 個百分點	-6.4 個百分點	10.0%	-1.8 個百分點	10.1%	-1.9 個百分點

來源：百度集團，大華繼顯

分析

- 儘管人工智能業務增長強勁，2026 年第 2 季營收壓力依然持續。百度集團（Baidu）於 2026 年第 2 季收入按年下跌 4.2%至人民幣 313.0 億元（2026 年第 1 季：按年增長 4%）。百度核心人工智能驅動收入於 2026 年第 2 季達到人民幣 125.0 億元，按年增長 25%，佔百度一般業務收入的 50%，而 2026 年第 1 季則為 52%。2026 年第 2 季，AI 雲基礎設施收入按年增長 50%至人民幣 73.0 億元，而 GPU 雲收入按年增長 283%。人工智能應用收入於 2026 年第 2 季達到人民幣 25.0 億元，按年增長 3%。線上營銷總收入按年下跌 19%至人民幣 131.0 億元，而來自人工智能原生營銷服務（包括代理及數碼人）的收入達到人民幣 26.0 億元，按年持平，而 2026 年第 1 季則按年增長 36%。
- Apollo Go 取得穩健進展。Apollo Go 於 2026 年第 2 季繼續拓展國際業務，在倫敦與 Uber 及 Lyft 展開開放道路測試，在杜拜推出全無人駕駛商業營運，並取得香港首批全無人駕駛測試許可證。Apollo Go 亦與 PostBus 在瑞士進行了開放道路測試，並簽署了一份諒解備忘錄，以探索在哈薩克提供自動駕駛叫車服務的可能性。迄今為止，Apollo Go 的全球業務已覆蓋 28 個城市，其車隊已累計行駛超過 3.5 億自動駕駛公里，其中包括超過 2.4 億公里完全無人駕駛自動駕駛里程。

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	127,696	134,155	145,495
息稅折舊攤銷前利潤	28,114	2,085	18,803	17,990	23,602
經營利潤	21,270	-5,823	9,561	8,286	13,412
純利（報告／實際）	24,175	5,457	12,258	14,392	21,483
純利（經調整）	27,002	18,941	15,234	18,031	24,446
每股收益	965.0	670.1	539.0	637.9	864.9
市盈率	9.0	13.0	16.1	13.6	10.1
市賬率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	8.9	120.5	13.4	14.0	10.6
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	18.2	4.2	9.6	10.7	14.8
債務／（現金）淨額與權益	(9.8)	(6.5)	0.6	2.1	(5.6)
股本回報率	9.5	2.1	4.6	5.1	7.0
市場預期純利	-	-	16,144.8	18,947.5	22,669.8
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.94	0.95	1.08

來源：百度集團，彭博，大華繼顯

分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+86 21 5404 7225 分機 808

買入（維持）

股價	港幣 101.10 元
目標價	港幣 145 元
上升空間	43.4%
早前目標價	港幣 186 元

股票數據

行業	消費者服務
股份代號	9888 HK
已發行股份(百萬)	2,189.5
市值(百萬美元)	274,334.1
市值(百萬美元)	34,972.4
三個月平均每日成交額（百萬美元）	165.0

價格表現(%)

52 週高/低		港幣 161.2 元/港幣 84.55 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(5.1)	(24.9)	(25.6)	16.1	(23.1)

主要股東(%)

布朗兄弟哈里曼公司	5.04
貝萊德公司	4.64
領航集團公司	4.43

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	98.08
2026 財年淨債項/每股(人民幣)	0.58

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

百度集團是一家領先的互聯網公司，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。**毛利率於 2026 年第 2 季按年下降 4.9 個百分點至 39.0%，主要由於人工智能雲相關成本增加所致。非公認會計原則經營利潤率按年下跌 1.5 個百分點至 12.1%，但仍較我們的估計高出 3.4 個百分點，這得益於更嚴謹的研發開支，其中研發費用因人事相關開支減少而按年下降 10%。主要盈利未達預期發生在經營利潤以下，主要反映人民幣 11.60 億元的匯兌淨虧損，對非公認會計原則純利造成壓力。
- **GPU 雲增長支持近期人工智能發展雲端發展勢頭，儘管增長質量仍是重點。**受百度為內部人工智能開發而積累的龐大 GPU 容量支持，GPU 雲收入於 2026 年第 2 季按年增長 283%。儘管我們認為外部計算貨幣化可在短期內改善利用率、收入及利潤率，但我們相信關鍵在於增長是否反映可持續的外部需求或更強勁的內部人工智能使用量。對 GPU 租賃的更大依賴，可能預示著在模型進度緩慢的情況下，內部運算需求疲軟；長遠而言，首選路徑仍是專有模型和人工智能應用程式推動持續的運算使用和貨幣化。
- **雙重主要上市可擴闊投資者基礎。** 百度已申請將其香港上市地位轉換為雙重主要上市地位，並定於 2026 年 8 月 26 日舉行股東特別大會。該轉換預期將於 2026 年內生效，惟須待股東及香港交易所批准。百度亦正為潛在的南向股票通納入作準備，此舉長遠而言可擴大中國內地投資者的參與度並改善股份流動性。
- **股份回購計劃** 百度於 2026 年第 2 季透過股份回購向股東返還約美金 87 百萬元，而 2026 年第 1 季則為美金 172 百萬元，使自 2026 年第 1 季初以來的累計回購額達到美金 259 百萬元。

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價略為下調至港幣 145 元（美金 148 元）。我們的目標價意味著 24 倍 2026 年預測市盈率。該公司目前以 17 倍 2026 年預測市盈率交易，略高於其 14.6 倍的歷史平均水平。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026 年預測收入下調 2.2%，意味著按年下降 1%，並將 2026 年預測非公認會計原則純利預估下調 11.6%，主要反映傳統業務持續疲弱、人工智能應用貨幣化慢於預期，以及對人工智能雲增長質量的看法更為審慎。
- 風險：(a)宏觀環境疲軟及中國廣告業競爭激烈導致廣告業務疲弱，及(b)自動駕駛領域存在不確定性。

股價催化劑

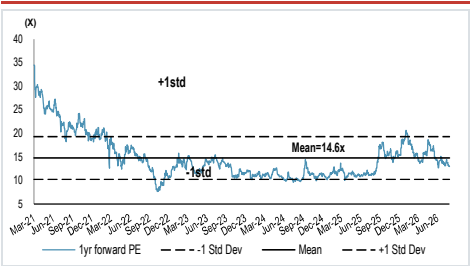
- a)擴大人工智能雲業務分部及自動駕駛業務分部的市佔率，b)提高所有業務單位的變現率，及 c)增加百度核心業務與新舉措之間的協同效應。

分部加總估值

分部 (百萬美元)	2027 年預 測收入	2027 年預測稅 後淨營業利潤	市盈率 (倍) 2027 年預測	2027 年預測企業價值/銷 售額 (倍)	估值 (人民幣百萬)	估值 (百萬美元)	百度股權佔比 (%)	致百度	每股美元
核心，廣告業務	4,878	1,561	3	1	32,313	4,683	100.0	4,683	13
人工智能驅動廣告	1,841			2	25,404	3,682	100.0	3,682	10
人工智能雲	7,076			5	244,106	35,378	100.0	35,378	100
崑崙晶片	1,324			27	243,000	35,735	59.0	21,084	60
愛奇藝，長影片	3,339			1	24,226	3,511	56.2	1,973	6
Apollo (自動駕駛計程車)	985			5	4,927	714	100.0	714	2
小度	1,034			2	5,520	800	60.0	480	1
小計								67,993	192
投資									
淨現金								10,142	29
資產淨值	22,213	3,622		3.3				86,356	244
減去控股公司折讓							25%	(25,907)	(73)
總計，以百萬美元計	22,213			2.3				60,449	171
總計，以港幣百萬元計								411,054	145

來源：百度集團，大華繼顯

12 個月遠期市盈率區間



來源：彭博

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	127,695.6	134,155.0	145,495.4
息稅折舊攤銷前利潤	2,085.0	18,803.1	17,990.0	23,601.7
折舊及攤銷	7,908.0	9,242.0	9,704.1	10,189.3
息稅前利潤	(5,823.0)	9,561.1	8,285.9	13,412.3
總其他非經營收入	2,857.1	(3,168.1)	(2,829.4)	(3,422.3)
聯營公司貢獻	3,995.9	1,082.0	447.4	483.8
淨利息收入／（支出）	5,818.0	7,651.2	9,823.2	13,008.1
除稅前溢利	6,848.0	15,126.2	15,727.1	23,481.9
稅項	(1,259.0)	(3,254.8)	(3,620.3)	(4,852.8)
少數權益	(132.0)	386.5	2,285.1	2,854.3
純利	5,457.0	12,257.9	14,391.9	21,483.4
純利（經調整）	18,941.0	15,234.0	18,030.8	24,446.2

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
經營	(3,013.0)	28,496.4	34,860.3	44,661.7
本年度溢利	6,848.0	15,126.2	15,727.1	23,481.9
稅項	(1,259.0)	(3,254.8)	(3,620.3)	(4,852.8)
折舊及攤銷	7,908.0	9,242.0	9,704.1	10,189.3
聯營公司	(3,995.9)	(1,082.0)	(447.4)	(483.8)
營運資金變動	(42,048.0)	(14,718.0)	(11,165.1)	(13,621.7)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	29,533.9	23,183.0	24,661.9	29,948.9
投資	(25,136.0)	(71,807.5)	(18,263.2)	(20,508.7)
資本支出(增長)	(12,073.0)	(12,689.0)	(14,592.4)	(16,781.3)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(13,063.0)	(59,118.5)	(3,670.8)	(3,727.5)
融資	17,142.0	21,992.0	(23,202.0)	93.0
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	(23,295.0)	0.0
現金流入（流出）淨額	(11,007.0)	(21,319.2)	(6,604.9)	24,246.0
年初現金及現金等價物	36,589.0	24,831.0	3,511.8	(3,093.0)
外匯影響導致的變動	(751.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	24,831.0	3,511.8	(3,093.0)	21,153.0

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	26,281.0	28,484.0	22,521.9	19,402.8
其他長期資產	270,906.0	234,084.0	237,666.8	242,667.1
現金/短期投資	24,831.0	24,694.0	(3,093.0)	21,153.0
其他流動資產	127,139.0	182,670.0	182,655.7	186,345.5
資產總額	449,157.0	469,932.0	439,751.3	469,568.4
短期債務	7,626.0	26,311.0	3,016.0	3,016.0
其他流動負債	78,702.0	62,805.0	60,779.5	62,375.4
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	73,103.0	85,719.0	85,719.0	85,719.0
股東權益	266,330.0	271,752.0	292,924.1	321,145.3
少數股東權益	13,166.0	13,685.0	13,685.0	13,685.0
負債及權益總額	449,157.0	469,932.0	465,783.7	495,600.7

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	1.6	14.7	13.4	16.2
稅前利潤率	5.3	11.8	11.7	16.1
純利率	4.2	9.6	10.7	14.8
資產回報率	1.2	2.7	3.2	4.7
股本回報率	2.1	4.6	5.1	7.0

增長

營業額	(3.0)	(1.1)	5.1	8.5
息稅折舊攤銷前利潤	(92.6)	801.8	(4.3)	31.2
除稅前溢利	(75.7)	120.9	4.0	49.3
純利	(77.4)	124.6	17.4	49.3
純利（經調整）	(29.9)	(19.6)	18.4	35.6
每股收益	(30.6)	(19.6)	18.4	35.6

槓桿比率

債務佔總資本比率	2.7	8.4	1.0	0.9
債務權益比率	2.9	9.7	1.0	0.9
債務／（現金）淨額與權益	(6.5)	0.6	2.1	(5.6)

石藥集團新諾威製藥股份有限公司
(300765 CH)

2026 年上半年：實現收支平衡；業務拓展及研發進展順利，鞏固長期前景

重點

- 石藥新諾威於 2026 年上半年錄得收入按年增長 208.7%，經調整純利為人民幣 1,225.9 百萬元（對比 2025 年上半年：-人民幣 41.1 百萬元），此乃受惠於確認阿斯利康美金 420 百萬元預付款的 70%。
- 強勁的對外授權收入及生物製藥銷售額將推動 2026 年的收入及盈利。憑藉穩健的研發進展，我們預期不斷增長的創新產品線將自 2028 年起支持可持續的盈利增長。
- 維持「買入」評級，並將目標價上調至人民幣 57 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025 年第 2 季	2026 年第 2 季	同比百分比 變動	2025 年上 半年	2026 年上 半年	同比百分比 變動
收入	578	2,576	345.9	1,050	3,240	208.7
功能性食品及成分	560	446	-20.3	933	951	1.9
製藥業務	57	2,103	3,582.6	94	2,262	2,319.5
其他	(39)	26	-166.7	23	26	13.0
毛利	212	2,213	944.0	400	2,487	521.0
銷售費用	(60)	(90)	50.5	(125)	(160)	27.8
一般及行政費用	(22)	(32)	46.8	(41)	(62)	51.5
研發費用	(215)	(390)	81.6	(455)	(664)	45.7
息稅前利潤	(27)	1,690	6,305.3	(154)	1,571	1,121.5
純利	24	1,355	5,509.7	(3)	1,261	46,025.7
經調整純利	(11)	1,337	12,823.6	(41)	1,226	3,079.6
銷售額百分比	2025 年第 2 季	2026 年第 2 季	按年百分點 變動	2025 年上 半年	2026 年上 半年	按年百分點 變動
毛利	36.7	85.9	49.2	38.2	76.7	38.6
銷售費用	10.3	3.5	(6.8)	11.9	4.9	(7.0)
一般及行政費用	3.8	1.3	(2.6)	3.9	1.9	(2.0)
研發費用	37.2	15.2	(22.1)	43.4	20.5	(22.9)
息稅前利潤	-4.7	65.6	70.3	-14.7	48.5	63.1
純利	4.2	52.6	48.4	-0.3	38.9	39.2
經調整純利	-1.8	51.9	53.7	-3.9	37.8	41.8

來源：石藥新諾威、大華繼顯

分析

- 由於確認了阿斯利康的預付款，2026 年上半年收入按年飆升 208.7%。石藥集團新諾威製藥股份有限公司（石藥新諾威）2026 年上半年收入按年增長 208.7%至人民幣 3,240.2 百萬元，純利為人民幣 1,261.2 百萬元，而 2025 年上半年則錄得淨虧損人民幣 2.7 百萬元；經調整純利為人民幣 1,225.9 百萬元，而經調整淨虧損為人民幣 41.1 百萬元。業績超出市場預期。

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	1,981	2,158	4,451	3,344	3,822
息稅折舊攤銷前利潤	(70)	(424)	1,536	(47)	275
經營利潤	(280)	(640)	1,301	(303)	(1)
純利 (報告 / 實際)	54	(241)	1,659	(23)	186
純利 (經調整)	42	(294)	1,659	(23)	186
每股收益 (分)	3.0	(21.0)	118.1	(1.6)	13.2
市盈率 (倍)	1,472.9	(211.8)	37.6	(2,754.1)	335.6
市賬率(倍)	16.7	23.4	14.4	14.5	13.9
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	(881.5)	(145.1)	40.1	(1,300.2)	223.9
股息收益率(%)	0.0	-	-	-	-
純利率(%)	2.1	(13.6)	37.3	(0.7)	4.9
債務 / (現金) 淨額與權益(%)	(23.0)	(28.7)	(18.2)	(23.4)	(22.3)
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(%)	1.2	(7.5)	47.4	(0.5)	4.2
市場預期純利	-	-	487	511	855
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	3.41	-0.04	0.22

來源：石藥新諾威、彭博、大華繼顯

分析師

寶曉琴

carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

陳穎翀

sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

買入 (維持)

股價	人民幣 44.40
目標價	人民幣 57.00
上行空間	28.4%
前次目標價 TP	人民幣 41 元

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	300765 CH
已發行股份(百萬)	1,405
市值(人民幣百萬元)	62,364
市值(百萬美元)	9,249
三個月平均每日成交額 (百萬美元)	99.9

價格表現(%)

52 週高/低		人民幣 60 元/人民幣 22.50 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
16.1	48.7	32.2	(13.3)	23.1

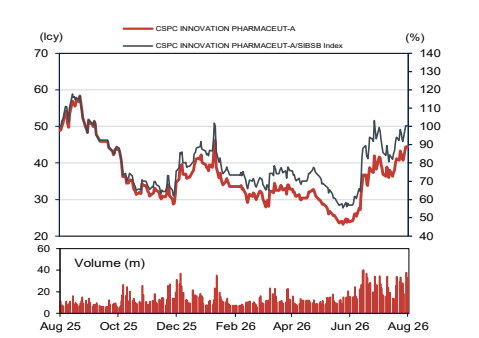
主要股東(%)

石藥集團恩必普藥業有限公司	73.83
---------------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	3.1
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	0.6

股價圖表



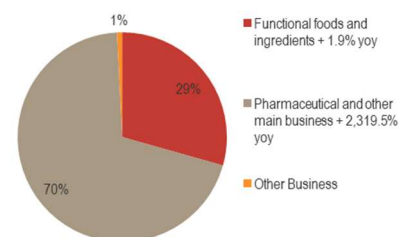
來源：彭博

公司介紹

石藥集團新諾威製藥股份有限公司是一家功能性原材料及保健食品生產商，正轉型成為中國領先的藥物創新者。

- **生物製藥收入於 2026 年上半年增至總收入的 69.8%。**生物製藥收入於 2026 年上半年達到人民幣 2,262.5 百萬元，按年增長 2,319.5%，使該分部佔總收入的比例從一年前的 8.9% 提升至 69.8%。生物製藥產品銷售額按年增長 87.1% 至人民幣 174.9 百萬元，主要受惠於恩朗妥昔單抗注射液（PD-1）及恩依坦（奧馬珠單抗生物類似藥）；對外授權收入達人民幣 2,087.6 百萬元，因巨石生物製藥確認阿斯利康美金 420 百萬元預付款的 70% 及於 2026 年上半年來自 Corbus 的美金 10 百萬元里程碑收入。咖啡因及功能性食品於 2026 年上半年帶來人民幣 951.5 百萬元，佔總收入的 29.4%，按年增長 1.9%。
- **毛利率於 2026 年上半年按年上升 38.6 個百分點至 76.7%。**情況好壞參半：生物製藥毛利率為 97.2%（按年增加 30.8 個百分點），而功能性食品及成分毛利率則跌至 29.3%（按年減少 6.4 個百分點）。銷售費用佔銷售額的 4.9%（按年下跌 7.0 個百分點），而一般及行政費用則佔 1.9%（按年下跌 2.0 個百分點），儘管巨石生物製藥將在建工程資本化後，一般及行政費用因人事成本及折舊增加而按年上升 51.5%。研發費用於 2026 年上半年按年增長 45.7%，達人民幣 663.6 百萬元。該公司擁有人民幣 2,251 百萬元的雄厚現金狀況，預計未來幾年將增加其研發投資。我們預計其研發開支將於 2026 年達到人民幣 12.0 億元，並於 2027 年達到人民幣 15.0 億元。
- **業務發展及研發進展順利，支持強勁的長期前景。**除了阿斯利康的美金 420 百萬元預付款及 Corbus 於 2026 年上半年收到的美金 10 百萬元里程碑收入外，該公司與阿斯利康簽訂了一項全球 siRNA 合作協議，據此，巨石生物製藥有權獲得美金 30 百萬元預付款（已於 2026 年 8 月收到）及高達美金 17.40 億元的未來里程碑款項。此外，該公司已培育越來越多的後期研發管線，例如烏司奴單抗於 2026 年 5 月獲批並於 6 月推出；司庫奇尤單抗及帕妥珠單抗正接受國家藥品監督管理局審查；SYS6010 (EGFR ADC) 於 2026 年 5 月獲授予突破性療法認定，用於治療二線食道鱗狀細胞癌。有關 SYS6010、SYS6002（Nectin-4 ADC）及 SYS6043（B7H3 ADC）的數據已於 2026 年美國臨床腫瘤學會（ASCO）年會上呈報。順利的業務拓展及研發進展，預示著未來數年將有可觀的對外授權收入及持續推出新產品。
- **對 2026 年的收入及盈利增長保持樂觀。**我們相信咖啡因及功能性食品將於 2026 年帶來相對穩定的收入，而恩朗妥昔單抗、奧馬珠單抗生物相似藥及烏司奴單抗將於 2026 年及往後年度繼續推動生物製藥產品銷售額增長。阿斯利康的美金 420 百萬元預付款（或人民幣 858.2 百萬元）的餘下 30% 及於 2026 年 8 月收到的美金 30 百萬元 siRNA 預付款尚未確認為收入。

分部收入(2026 年上半年)



來源：石藥新諾威、大華繼顯

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價上調至人民幣 57 元，乃基於我們的貼現現金流模型，假設加權平均資本成本為 10.0% 及終端增長率為 4.5%。我們的目標價反映了對外授權收入確認速度放緩及美元走弱的影響。強勁的業績及穩健的項目儲備將支持股價持續上漲的勢頭。

盈利預測調整/風險

- 風險：a) 可能的地緣政治緊張局勢可能進一步削弱市場情緒，b) 政策風險（例如反腐敗運動和 GPO 招標），c) 日益激烈的競爭，d) 研發和新產品發佈的風險，e) 業務合作風險，及 f) 生物製藥產品銷售增長不及預期。

股價催化劑

- a) 研發進展順利（例如，於 ESMO 2026 發表 SYS6010、SYS6090 及 SYS6043 的數據），以及成功推出新產品。
- b) 潛在的重大業務拓展交易。
- c) 成功於香港上市。

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	2,158	4,451	3,344	3,822
息稅折舊攤銷前利潤	(424)	1,536	(47)	275
折舊及攤銷	216	235	256	276
息稅前利潤	(640)	1,301	(303)	(1)
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	7	7	7	7
除稅前溢利	(552)	1,336	(266)	36
稅項	(58)	(60)	40	(5)
少數權益	368	383	204	155
純利	(241)	1,659	(23)	186
純利（經調整）	(294)	1,659	(23)	186

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	(196)	1,457	286	380
除稅前溢利	(552)	1,336	(266)	36
稅項	(58)	(60)	40	(5)
折舊及攤銷	216	235	256	276
營運資金變動	204	(48)	263	79
非現金項目	-	-	-	-
其他經營現金流量	(7)	(7)	(7)	(7)
投資	(339)	(1,436)	(65)	(385)
資本支出(增長)	(356)	(512)	(72)	(392)
出售資產所得款項	39	-	-	-
其他	(21)	(924)	7	7
融資	424	783	-	-
支付股息	(28)	-	-	-
股份發行	-	-	-	-
借款所得款項	(0)	783	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他/已付利息	452	-	-	-
現金流入（流出）淨額	(110)	804	221	(5)
年初現金及現金等價物	859	769	1,573	1,794
外匯影響導致的變動	20	-	-	-
年末現金及現金等價物	769	1,573	1,794	1,789

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	2,798	3,074	2,891	3,006
其他長期資產	625	322	322	322
現金/短期投資	769	1,573	1,794	1,789
其他流動資產	2,084	3,325	3,144	3,135
資產總額	6,276	8,294	8,151	8,252
短期債務	4	537	537	537
其他流動負債	2,705	3,210	3,293	3,363
長期債務	-	250	250	250
其他長期負債	772	225	225	225
股東權益	2,667	4,326	4,304	4,490
少數股東權益	128	(255)	(459)	(614)
負債及權益總額	6,276	8,294	8,151	8,252

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				
毛利率	38.4	66.0	49.4	51.8
稅前利潤率	(25.6)	30.0	(8.0)	1.0
純利率	(11.2)	37.3	(0.7)	4.9
資產回報率	(3.9)	22.8	(0.3)	2.3
股本回報率	(7.5)	47.4	(0.5)	4.2
增長				
營業額	8.9	106.3	(24.9)	14.3
毛利	(0.4)	254.6	(43.7)	19.8
除稅前溢利	149.2	(342.3)	(119.9)	(113.7)
純利	(548.8)	(788.1)	(101.4)	(920.6)
純利（經調整）	(795.3)	(663.5)	(101.4)	(920.6)
每股收益	(795.3)	(663.5)	(101.4)	(920.6)
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.1	15.4	15.5	14.9
債務權益比率	0.1	18.2	18.3	17.5
債務／（現金）淨額與權益	(28.7)	(18.2)	(23.4)	(22.3)
利息覆蓋率	不適用	不適用	不適用	不適用

禾賽集團 (2525 HK)

2026 年第 2 季：平均售價及其他收入未達預期；2026 年第 3 季收入將加速；2026 年出貨目標維持不變，SGI 收入預測上調

重點

- 2026 年第 2 季業績未達預期，純利為人民幣 70.6 百萬元（按年增長 60%/按季增長 285%），經調整純利為人民幣 101 百萬元（按年增長 38%/按季增長 112%），主要由於平均售價及其他收入低於預期。
- 綜合平均售價於 2026 年第 2 季按季下跌 10%至人民幣 1,294 元，但毛利率按季回升 1.0 個百分點至 40.1%。其他收入於 2026 年第 2 季暴跌逾 80%。我們分別下調 2026-28 年純利預測 27%/17%/12%，至人民幣 400 百萬元/人民幣 758 百萬元/人民幣 1,200 百萬元，原因為平均售價及其他收入較低。
- 禾賽科技預計 2026 年第 3 季收入為人民幣 11.0-11.50 億元（按年增長 38-45%，而 2026 年第 2 季為按年增長 21%），並維持 2026 年出貨量目標在 300 萬至 350 萬之間，毛利率指引為 40%。同時，其將 2026 年 SGI 收入目標從人民幣 100 百萬元上調至人民幣 200-300 百萬元，並將 2027 年 SGI 收入目標定為美金 100 百萬元。
- 維持「買入」評級，並將目標價由港幣 33 元下調至港幣 29 元。

2026 年第 2 季業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026 年 第 1 季	2026 年 第 2 季	同比百分 比變動	按季變動 百分比	2026 年 上半年	同比百分 比變動	2026 年 預測	同比百分 比變動	備註
總銷售量（千台）	471.7	628.3	78.4	33.2	1,100.0	100.8	3,150.0	94.4	符合
綜合平均售價	1,438.2	1,294.3	(34.1)	(10.0)	1,356.0	(38.4)	1,317.0	(28.0)	未達預期
收入	680.6	860.8	21.9	26.5	1,541.4	25.1	4,215.0	39.2	未達預期
毛利	266.0	345.2	14.9	29.8	611.3	17.6	1,686.0	33.3	未達預期
毛利率(%)	39.1	40.1	(2.4)	1.0	39.7	(2.5)	40.0	(1.8)	符合
息稅前利潤	(8.6)	2.2	(90.4)	不適用	(6.4)	(39.9)	465.0	175.6	未達預期
息稅前利潤率(%)	(1.3)	0.3	(3.0)	1.5	(0.4)	2.7	11.0	5.4	未達預期
純利	18.3	70.6	60.0	285.2	88.9	234.9	548.0	25.7	未達預期
純利-經調整	47.7	101.4	38.3	112.3	149.1	82.0	548.0	(0.4)	未達預期
純利率(%)	2.7	8.2	2.0	5.5	5.8	3.6	13.0	(1.4)	未達預期

來源：禾賽科技，大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季盈利因平均售價及其他收入而未達預期。禾賽集團（Hesai）的 2026 年第 2 季業績遜於預期，純利為人民幣 71 百萬元（按年增長 60.0%/按季增長 285.2%），而我們預期為人民幣 117 百萬元，市場預期為人民幣 126 百萬元；經調整純利為人民幣 101 百萬元（按年增長 38.3%/按季增長 112.3%），而我們預期為人民幣 147 百萬元，市場預期為人民幣 158 百萬元。這使 2026 年上半年純利及經調整純利分別達到人民幣 88.9 百萬元（佔我們全年預測的 16%）及人民幣 149 百萬元（佔我們全年預測的 27%）。盈利未達預期源於平均售價及其他收入。

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	2,077.2	3,027.6	4,070.0	6,117.0	8,549.0
息稅折舊攤銷前利潤	(73.1)	292.5	447.0	933.1	1,461.3
經營利潤	(204.9)	168.8	302.9	742.4	1,248.4
純利（報告／實際）	(102.4)	435.9	400.4	757.7	1,199.9
純利（經調整）	13.7	550.5	400.4	757.7	1,199.9
每股收益（分）	(9.9)	39.2	31.8	60.3	95.4
市盈率（倍）	不適用	40.7	50.1	26.5	16.7
市賬率(倍)	4.3	2.2	2.1	2.0	1.8
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	不適用	65.3	42.8	20.5	13.1
股息收益率(%)	-	-	-	-	-
純利率(%)	(4.9)	14.4	9.8	12.4	14.0
債務／（現金）淨額與權益(%)	(65.8)	(45.0)	(45.1)	(44.0)	(45.0)
利息保障倍數（倍）	不適用	(1.5)	(2.1)	(5.0)	(7.6)
股本回報率(%)	(2.6)	6.8	4.4	7.8	11.2
市場預期純利	-	-	591.9	952.0	1,372.6
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.7	0.8	0.9

來源：禾賽科技，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	港幣 18.34 元
目標價	港幣 29 元
上升空間	+58.1%
早前目標價	港幣 33 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	2525 HK
已發行股份(百萬)	1,257.1
市值(百萬港元)	23,055.9
市值(百萬美元)	2,975.0
三個月平均每日成交額（百萬美元）	19.9

價格表現(%)

52 週高/低		港幣 30.50 元/港幣 14.26 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
25.9	(16.8)	(27.3)	不適用	(17.5)

主要股東(%)

孫凱	5.87
向紹慶	5.66
李一凡	5.65

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	8.70
2026 財年淨債項／每股（港元）	3.97

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

禾賽集團開發、製造及銷售用於汽車、無人駕駛計程車及機器人的激光雷達。

- 2026 年第 2 季收入按年增長 21.9%，未達平均售價預期；2026 年第 3 季收入增長指引加速至按年增長 38-45%。2026 年第 2 季收入按年增長 21.9%，按季增長 26.5%，達人民幣 860.8 百萬元，使 2026 年上半年收入達到人民幣 1,541 百萬元（按年增長 25.1%），佔我們全年預計人民幣 4,215 百萬元（按年增長 39.2%）的 36.6%。收入增長主要受出貨量增長帶動，部分被平均售價下跌所抵銷。展望未來，該公司指引收入為人民幣 11.0-11.50 億元（按年增長 38.3-44.6%/按季增長 27.8-33.6%）。
- 機器人激光雷達出貨量翻倍。2026 年第 2 季出貨量按年增長 78.4%及按季增長 33.2%，達到 628,275 台，其中包括 485,904 台 ADAS 激光雷達（按年增長 60.1%/按季增長 37.5%）及 142,371 台機器人激光雷達（按年增長 193.4%/按季增長 20.4%）。這使得 2026 年上半年出貨量達到約 110 萬台（按年增長 100.8%），佔我們全年預測的 34.9%。機器人激光雷達正擔當重任，佔 2026 年上半年總量的 23.7%，按年上升 5.8 個百分點。
- 我們維持 2026-28 年出貨量預測，分別為 315 萬/515 萬/780 萬台。我們對 2026 年的出貨量預測意味著 2H26 將達到 205 萬台，按年增長 91%。該公司維持其 2026 年出貨量目標為 300 萬至 350 萬台，此乃基於汽車原始設備製造商（例如比亞迪、吉利、小米、平治、福士）及機器人公司兩者強勁的訂單積壓。
- 平均售價跌幅快於預期，將 2026-28 年平均售價假設下調 3-4%。綜合平均售價於 2026 年第 2 季按年下跌 34.1%，按季下跌 10.0%，至人民幣 1,294 元，使 2026 年上半年數字達到人民幣 1,356 元，而我們全年假設為人民幣 1,317 元。我們分別將 2026-28 年平均售價假設下調 3%/4%/4%至人民幣 1,271 元/人民幣 1,175 元/人民幣 1,088 元。
- 策略性增長計劃(SGI)業務嶄露頭角，成為第二增長引擎。SGI 業務（包括機械人及驅動業務）於 2026 年上半年錄得人民幣 44.9 百萬元收入。該公司將 2026 年 SGI 收入指引從人民幣 100 百萬元上調至人民幣 200-300 百萬元，並以機械人驅動和 Kosmo 為驅動力，目標在 2027 年實現美金 100 百萬元（相當於約人民幣 670 百萬元）的收入。我們假設 2026-28 年 SGI 收入分別為人民幣 250 百萬元/人民幣 670 百萬元/人民幣 10 億元。
- 毛利率表現良好。毛利率仍按季回升 1.0 個百分點至 40.1%，較 2025 年第 2 季低 2.4 個百分點。我們維持 2026-28 年毛利率假設為 40%。SGI 業務加入收入組合，不會拉低整體毛利率，因為其毛利率高達 40%。管理層指引 2026 年毛利率將穩定維持在 40%，此乃基於晶片化所帶來的成本降低及經營槓桿。
- 鑑於 2026 年上半年數字，我們將 2026-28 年其他收入的預估從每年人民幣 200 百萬元下調至每年人民幣 60 百萬元，而 2025 年為人民幣 181 百萬元。其他收入於 2026 年第 2 季暴跌逾 80%至人民幣 5 百萬元，並於 2026 年上半年下跌 54%至人民幣 29 百萬元。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026-28 年純利預測分別下調 27%/17%/12%至人民幣 400 百萬元/人民幣 758 百萬元/人民幣 1,200 百萬元。

估值/建議

- 維持「買入」評級，並將目標價從港幣 33 元下調至港幣 29 元，此乃基於 10 年期現金流折現法，採用 15%加權平均資本成本及 4%終端增長率計算。港幣 29 元的新目標價意味著 41.5 倍 2027 年預測市盈率、0.7 倍 2027 年預測市盈增長比及 5.1 倍 2027 年預測市銷率。

股價催化劑

- 交付 2026 年第 3 季收入指引、機器人激光雷達產量提升、新 ADAS 設計定案、SGI 收入擴張。

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	3,027.6	4,070.0	6,117.0	8,549.0
息稅折舊攤銷前利潤	292.5	447.0	933.1	1,461.3
折舊及攤銷	(123.8)	(144.1)	(190.8)	(213.0)
息稅前利潤	168.8	302.9	742.4	1,248.4
總其他非經營收入	186.7	-	-	-
聯營公司貢獻	(0.1)	-	-	-
淨利息收入／（支出）	111.3	142.0	149.0	163.3
除稅前溢利	466.7	444.9	891.4	1,411.7
稅項	(30.8)	(44.5)	(133.7)	(211.8)
少數權益	-	-	-	-
純利	435.9	400.4	757.7	1,199.9
純利（經調整）	550.5	400.4	757.7	1,199.9

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	117.0	695.8	592.2	1,032.4
除稅前溢利	466.7	444.9	891.4	1,411.7
稅項	(30.8)	(44.5)	(133.7)	(211.8)
折舊及攤銷	123.8	144.1	190.8	213.0
聯營公司	0.1	-	-	-
營運資金變動	-	-	-	-
非現金項目	-	-	-	-
其他經營現金流量	(442.8)	151.3	(356.2)	(380.5)
投資	(5,553.8)	(500.0)	(360.0)	(400.0)
資本支出(增長)	(309.4)	(500.0)	(360.0)	(400.0)
投資	(2,704.7)	-	-	-
其他	(2,539.7)	-	-	-
融資	4,345.9	-	-	-
支付股息	-	-	-	-
借款所得款項	459.5	120.0	120.0	120.0
償還貸款	(347.2)	(120.0)	(120.0)	(120.0)
其他/已付利息	4,233.6	-	-	-
現金流入（流出）淨額	(1,090.9)	195.8	232.2	632.4
年初現金及現金等價物	2,842.6	1,667.5	1,863.3	2,095.6
外匯影響導致的變動	(84.1)	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,667.5	1,863.3	2,095.6	2,728.0

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	1,099.3	1,455.2	1,624.4	1,811.4
其他長期資產	2,849.0	2,849.0	2,849.0	2,849.0
現金/短期投資	1,663.5	1,859.3	2,091.6	2,724.0
其他流動資產	5,307.0	5,253.2	6,067.2	6,874.9
資產總額	11,261.3	11,742.6	12,997.3	14,671.1
短期債務	448.2	448.2	448.2	448.2
其他流動負債	728.7	801.3	1,099.5	1,395.9
長期債務	278.7	278.7	278.7	278.7
其他長期負債	42.9	42.9	42.9	42.9
股東權益	8,958.8	9,359.1	10,116.8	11,316.8
少數股東權益	-	-	-	-
負債及權益總額	11,261.3	11,742.6	12,997.3	14,671.1

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	9.7	11.0	15.3	17.1
稅前利潤率	15.4	10.9	14.6	16.5
純利率	14.4	9.8	12.4	14.0
資產回報率	5.1	3.5	6.1	8.7
股本回報率	6.8	4.4	7.8	11.2
增長				
營業額	45.8	34.4	50.3	39.8
息稅折舊攤銷前利潤	不適用	52.8	108.7	56.6
除稅前溢利	不適用	(4.7)	100.4	58.4
純利	不適用	(8.1)	89.2	58.4
純利（經調整）	不適用	(27.3)	89.2	58.4
每股收益	不適用	(18.7)	89.2	58.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	6.5	6.2	5.6	5.0
債務權益比率	8.1	7.8	7.2	6.4
債務／（現金）淨額與權益	(45.0)	(45.1)	(44.0)	(45.0)
利息保障倍數（倍）	(1.5)	(2.1)	(5.0)	(7.6)

小馬智行 (PONY US)

2026 年第 2 季：收入因 691% 機器人計程車熱潮

重點

- 收入超出預期，達美金 36.2 百萬元（按年增長 68.8%），因自動駕駛計程車服務按年飆升 691.2%。
- 應佔淨虧損按年擴大 12.7%至美金 59.8 百萬元，因美金 25.0 百萬元就長期投資預付款項作一次性減值撥備，以及銷售、一般及行政開支高於預期。
- 毛利率按年上升 1.4 個百分點至 17.5%，但 2026 年上半年未達我們的預測。我們將 2026 年毛利率假設從 18%下調至 17.5%。
- 我們將 2026 年收入預測上調 6.1%，但將 2026-27 年淨虧損預測上調 10.9%/7.4%至美金 208 百萬元/美金 132 百萬元，並基於毛利率下降和銷售、一般及行政開支增加，將 2028 年純利預測下調 35%至美金 18 百萬元。
- 維持「買入」評級，並將目標價由美金 16 元下調至美金 15 元。

2026 年第 2 季業績

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026 年 第 2 季	按年%	按季%	2026 年 上半年	按年%	2026 年 預測	按年%	備註
自動駕駛計程車服務	12.1	691.2	40.9	20.6	534.0	60.1	261.9	優於預期
自動駕駛貨車服務	13.3	40.0	30.7	23.5	36.0	50.2	23.7	優於預期
授權及應用	10.8	3.9	(30.1)	26.3	76.8	52.0	58.4	未達預期
總收入	36.2	68.8	5.8	70.5	98.9	162.3	80.3	優於預期
毛利	6.4	83.4	14.2	11.9	106.1	28.4	100.5	優於預期
毛利率(%)	17.5	1.4	1.3	16.9	0.6	17.5	1.8	未達預期
息稅前利潤	(65.7)	7.3	12.7	(124.1)	5.8	(255.6)	(2.0)	符合
息稅前利潤率(%)	(181.5)	104.1	(11.2)	(176.1)	155.0	(157.5)	132.3	符合
純利	(59.8)	12.7	18.7	(110.3)	14.7	(207.7)	55.1	符合
純利率(%)	(165.2)	82.3	(18.0)	(156.5)	114.7	(128.0)	20.8	未達預期

來源：小馬智行。 ai、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季股東應佔淨虧損按年擴大 12.7%，按季擴大 18.7%，至美金 59.8 百萬元，較我們估計的美金 62.5 百萬元收窄 4.2%。一次性美金 25.0 百萬元長期投資預付款項減值被美金 18.6 百萬元應佔公允價值收益所抵銷；非公認會計原則應佔淨虧損按年持平，為美金 44.4 百萬元。
- 收入超出預期，達美金 36.2 百萬元，較我們估計的美金 31.2 百萬元高出 16.1%，因自動駕駛計程車服務收入按年躍升 691.2%至美金 12.1 百萬元。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度(百萬美元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	75.0	90.0	162.3	383.6	841.5
息稅折舊攤銷前利潤	(277.2)	(254.6)	(247.6)	(194.3)	(84.9)
經營利潤	(285.5)	(260.9)	(255.6)	(203.3)	(94.9)
純利（報告／實際）	(274.1)	(134.0)	(207.7)	(132.2)	17.9
純利（經調整）	(132.3)	(174.0)	(207.7)	(132.2)	17.9
每股收益(美仙)	(239.8)	(35.3)	(47.9)	(30.5)	4.1
市盈率（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用	193.7
市賬率(倍)	2.9	2.1	2.4	2.6	2.6
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
股息收益率(%)	-	-	-	-	-
純利率(%)	(365.4)	(148.9)	(128.0)	(34.5)	2.1
債務／（現金）淨額與權益(%)	(56.3)	(17.8)	(0.4)	7.3	(2.0)
股本回報率(%)	(33.5)	(10.3)	(13.4)	(9.6)	1.4
市場預期純利	-	-	不適用	不適用	不適用
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	不適用	不適用	不適用

來源：小馬智行、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	美金 7.98 元
目標價	美金 15 元
上升空間	+88.0%
早前目標價	美金 16 元

股票數據

行業	科技
股份代號	PONY US
已發行股份(百萬)	433.5
市值(百萬美元)	3,459.7
三個月平均每日成交額(百萬美元)	34.5

價格表現(%)

52 週高/低		美金 24.92 元/美金 6.37 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
19.8	(3.0)	(43.3)	(49.7)	(45.0)

主要股東(%)

俊鵬	13.80
豐田汽車公司	9.80

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（美元）	3.33
2026 財年每股淨現金（美元）	0.01

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

小馬智行是全球自動駕駛共享出行領域的領導者，率先推出全無人駕駛商業化自動駕駛計程車及自動駕駛貨車服務。

- 我們將 2026 年收入預測上調 6.1% 至美金 162.3 百萬元，並將 2027-28 年預測維持在美金 383.6 百萬元/美金 841.5 百萬元不變，較 2025 年實現 110.7% 的三年複合年增長率。自動駕駛計程車收入預測上調至美金 60.1 百萬元，原為美金 56.8 百萬元；我們將年底車隊規模維持在管理層目標的 3,500 輛以上，並將綜合費率從美金 70 元提高至每輛車每天美金 74 元，維持在 2026 年上半年實現的美金 78 元；這比 2025 年水平高出 3.62 倍，超越管理層上調的 3.5 倍以上目標，且僅票價收入就按年增長超過 800%。自動駕駛貨車收入預測下調至美金 50.2 百萬元，原為美金 42.6 百萬元，基於 220 輛卡車的車隊，每輛卡車每日收入為美金 700 元，原因是第四代自動駕駛貨車已進入量產，且媽灣港已開始商業部署；2026 年第 2 季收入因與中國外運的合作而按年增長 40.0%。智能解決方案收入預測下調至美金 52.0 百萬元，原為美金 53.5 百萬元，基於 36,000 個域控制器，此前 2026 年第 2 季收入按年持平。
- 毛利率於 2026 年第 2 季按年上升 1.4 個百分點，按季上升 1.3 個百分點，達到 17.5%，與我們預計的 17.4% 一致，主要受惠於自動駕駛計程車產品組合更佳，但 2026 年上半年的 16.9% 低於我們全年假設的 18.0%。我們將 2026 年毛利率假設下調至 17.5% 並維持 2027-28 年毛利率假設為 20.0%/22.0%。這意味著 2026 年下半年毛利率為 18.0%，按半年比較上升 1.1 個百分點。
- 我們將 2026 年銷售、一般及行政開支的假設從美金 60 百萬元上調至美金 64 百萬元，並將研發開支維持在美金 220 百萬元不變。2026 年上半年銷售、一般及行政開支為美金 31.9 百萬元，已達舊假設的 53.1%，而 2026 年上半年研發開支為美金 104.1 百萬元，這意味著 2H26 研發開支為美金 115.9 百萬元，較 2026 年第 2 季的運行率高出 3.0%。營運開支按年僅上升 11.4%，而收入增長達 68.8%，使經營虧損率從 285.6% 收窄至 181.5%。
- 一次性減值美金 25 百萬元影響了盈利。該公司於 2026 年第 2 季錄得其他虧損美金 23.4 百萬元，而 2025 年第 2 季/2026 年第 1 季則分別錄得其他收入美金 1.5 百萬元/美金 0.8 百萬元。該損失主要來自美金 25 百萬元的減值撥備，該撥備是針對被視為無法收回的長期投資預付款項而計提。
- 我們將 2026 年資本支出假設由美金 56 百萬元上調至美金 105 百萬元，使我們對 2026 年自由現金流出量的預測由美金 224.7 百萬元變為美金 289.0 百萬元。2026 年第 2 季的資本支出為美金 32.2 百萬元，使 2026 年上半年的資本支出達到美金 44.6 百萬元，用於第七代量產和數據中心。流動性並非限制因素，截至 2026 年 6 月 30 日，現金及投資為美金 1,390.5 百萬元，較三個月前的美金 1,435.5 百萬元有所增加。
- 我們將 2026-28 年度的平均投資回報假設從 3.4% 下調至 2.9%。2026 年上半年投資收益美金 22.2 百萬元，按平均現金及投資美金 1,558.7 百萬元計算，年化為 2.85%。該削減措施將於 2026-28 年降低投資收益美金 8.7 百萬元/美金 9.3 百萬元/美金 9.8 百萬元，這是我們 2028 年修訂的最大單一驅動因素。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026-27 年度的預計淨虧損分別擴大 10.9%/7.4% 至美金 207.7 百萬元/美金 132.2 百萬元，並將 2028 年度的預計純利削減 35.4% 至美金 17.9 百萬元。於 2026 年，較高的毛利增加美金 0.9 百萬元，而非經營項目則耗費美金 8.5 百萬元，較低的投資回報為美金 8.7 百萬元，以及較高的銷售、一般及行政開支為美金 4.0 百萬元。2027-28 年的修訂幾乎完全是投資回報削減所致。
- 風險：車隊部署速度慢於年底 3,500 輛車的目標、進一步的一次性減值、監管及安全方面的挫折，以及將 4,000 多輛正在洽談的海外車輛轉換為實際部署的延誤。

估值/建議

- 維持「買入」評級，並將目標價從美金 16 元下調至美金 15 元，此乃基於我們的 10 年期貼現現金流模型（13% 加權平均資本成本及 4% 終端增長率）。

股價催化劑

- 每月增加的自動駕駛計程車車隊、正在洽談的海外車輛轉換、第四代自動駕駛貨車部署及 2026 年第 3 季業績。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	90.0	162.3	383.6	841.5
息稅折舊攤銷前利潤	(254.6)	(247.6)	(194.3)	(84.9)
折舊及攤銷	(6.2)	(8.0)	(9.0)	(10.0)
息稅前利潤	(260.9)	(255.6)	(203.3)	(94.9)
總其他非經營收入	141.1	6.1	36.0	77.3
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	43.0	41.8	35.1	35.4
除稅前溢利	(76.8)	(207.7)	(132.2)	17.9
稅項	0.0	0.0	0.0	0.0
少數權益	(57.2)	0.0	0.0	0.0
純利	(134.0)	(207.7)	(132.2)	17.9
純利（經調整）	(174.0)	(207.7)	(132.2)	17.9

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
營運	(165.0)	(184.0)	(26.1)	221.4
除稅前溢利	(76.8)	(207.7)	(132.2)	17.9
稅項	0.0	0.0	0.0	0.0
折舊及攤銷	6.2	8.0	9.0	10.0
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	20.4	15.7	97.1	193.5
非現金項目	(114.8)	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	-	-	-	-
投資	(889.2)	(105.0)	(75.0)	(99.0)
資本支出(增長)	(43.9)	(105.0)	(75.0)	(99.0)
投資	(845.3)	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
融資	814.8	100.0	0.0	0.0
支付股息	(6.4)	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	0.0	100.0	100.0	100.0
償還貸款	0.0	0.0	(100.0)	(100.0)
其他/已付利息	821.3	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	(239.3)	(189.0)	(101.1)	122.4
年初現金及現金等價物	536.2	295.7	106.7	5.7
外匯影響導致的變動	(1.2)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	295.7	106.7	5.7	128.0

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	60.5	157.5	223.5	312.5
其他長期資產	501.7	501.7	501.7	501.7
現金/短期投資	1,167.9	978.9	877.8	1,000.2
其他流動資產	82.8	99.1	153.7	266.6
資產總額	1,812.8	1,737.2	1,756.7	2,081.0
短期債務	1.4	101.4	101.4	101.4
其他流動負債	90.1	122.2	273.8	580.2
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	12.4	12.4	12.4	12.4
股東權益	1,652.3	1,444.6	1,312.4	1,330.2
少數股東權益	56.7	56.7	56.7	56.7
負債及權益總額	1,812.8	1,737.2	1,756.7	2,081.0

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	(282.9)	(152.6)	(50.7)	(10.1)
稅前利潤率	(85.3)	(128.0)	(34.5)	2.1
純利率	(148.9)	(128.0)	(34.5)	2.1
資產回報率	(9.4)	(11.7)	(7.6)	0.9
股本回報率	(10.3)	(13.4)	(9.6)	1.4
增長				
營業額	20.0	80.3	136.4	119.4
息稅折舊攤銷前利潤	(8.1)	(2.8)	(21.5)	(56.3)
除稅前溢利	(72.1)	170.6	(36.4)	(113.5)
純利	(51.1)	55.1	(36.4)	(113.5)
純利（經調整）	31.5	19.4	(36.4)	(113.5)
每股收益	(85.3)	35.9	(36.4)	(113.5)
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.1	5.8	5.8	4.9
債務權益比率	0.1	7.0	7.7	7.6
債務／（現金）淨額與權益	(17.8)	(0.4)	7.3	(2.0)
利息保障倍數（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

小米集團 (1810 HK)

2026 年第 2 季度：智能手機或見好於預期的谷底水平，惟其他分部持續惡化

重點

- 2026 年第 2 季經調整純利較我們的預期高出 6%，但由於綜合利潤率遜於預期，略低於市場預期 2.4%。
- 智能手機業務表現穩健，2026 年下半年的平均銷售價格及利潤率可能帶來意外的上升空間；但物聯網、電動車及互聯網服務依然疲弱。
- 維持「持有」評級，目標價下調至港幣 26.20 元。

2026 年第 2 季業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 2 季	2026 年第 1 季	2026 年第 2 季	按年(%)	季環比(%)
收入	115,956	99,142	108,922	(6.1)	9.9
智能手機	45,520	44,273	42,119	(7.5)	(4.9)
物聯網及生活時尚產品	38,712	24,681	31,278	(19.2)	26.7
互聯網服務	9,098	9,468	9,044	(0.6)	(4.5)
企業價值	21,263	19,864	24,896	17.1	25.3
其他	1,363	854	1,585	16.3	85.6
毛利	26,101	21,810	21,609	(17.2)	(0.9)
經調整純利	10,831	6,072	6,219	(42.6)	2.4
毛利率(%)	22.5	22.0	19.8	(2.7)	(1.0)
智能手機	11.5	10.1	8.5	(3.0)	(1.4)
物聯網及生活時尚產品	22.5	25.2	20.1	(2.4)	(4.8)
互聯網服務	75.4	76.1	76.8	1.4	(0.1)
企業價值	26.4	20.1	19.2	(7.2)	0.4

資料來源：小米，大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度盈利高於我們的保守估計，但由於利潤率較弱，仍低於市場預期。小米集團（Xiaomi）2026 年第 2 季收入按年下跌 6.1%，但按季上升 9.9%至人民幣 1,090 億元（較我們預期高出 5.7%，並符合市場預期）；綜合毛利率按年下跌 2.7 個百分點，按季下跌 1.0 個百分點至 19.8%（較我們 / 市場預測低 1.2 個百分點 / 1.1 個百分點），而經調整純利按年下跌 42.6%，但按季上升 2.4%至人民幣 62.0 億元，較我們預期高出 5.7%，但較市場預期低 2.4%。
- 智能手機業務有望因平均銷售價格(ASP)上漲及產品組合優化而見到優於預期的谷底。智能手機收入人民幣 421.0 億元分別超出我們/市場預期 5.1%/3.1%，主要受高於預期的綜合平均售價所驅動。毛利率大致符合市場預期，為 8.5%（按年下跌 3.0 個百分點，按季下跌 1.4 個百分點），而零件價格上漲仍是主要拖累因素。儘管如此，由於產品組合改善持續帶來意外的上升空間，我們預計小米將在 2026 年下半年至 2027 年上半年週期谷底期間，實現優於預期的表現，我們現在預計較高的平均售價及利潤率將抵銷直至 2026 年下半年的出貨量疲軟。

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	365,906	457,287	429,571	483,402	525,276
息稅折舊攤銷前利潤	29,504	40,300	25,434	38,682	48,142
經營利潤	23,186	31,543	19,028	31,342	40,151
純利（報告 / 實際）	23,658	41,643	23,977	28,323	36,801
純利（經調整）	27,235	39,166	22,082	28,323	36,801
每股收益（分）	109.7	162.3	93.5	110.4	143.4
市盈率（倍）	21.7	14.7	25.5	21.6	16.6
市賬率(倍)	4.1	3.6	3.1	2.3	2.1
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤（倍）	20.4	14.9	23.6	15.5	12.5
股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率(%)	6.5	9.1	5.6	5.9	7.0
債務 /（現金）淨額與權益(%)	(20.9)	1.0	(4.0)	(7.4)	(7.7)
利息保障倍數（倍）	(6.4)	(18.1)	(8.8)	(14.0)	(11.7)
股本回報率(%)	15.4	17.2	7.9	9.3	10.9
市場預期純利			27,177	36,607	47,812
大華繼顯 / 市場預期（倍）			0.81	0.77	0.77

資料來源：小米，彭博，大華繼顯

分析師

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

Murphy Li

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

持有（維持）

股價	港幣 26.18
目標價	港幣 26.20
上行空間	+0.1%
前次目標價 TP	港幣 31.50 元

股票數據

行業	通訊設備
股份代號	1810 HK
已發行股份(百萬)	25,748
市值(百萬港元)	674,094
市值(百萬美元)	99,132
三個月平均每日成交額（百萬美元）	625.4

價格表現(%)

52 週高/低		港幣 35.46 元/港幣 8.52 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(2.6)	(14.6)	(28.3)	(50.7)	(33.2)

主要股東(%)

智能移動控股有限公司	8.54
林斌	2.08

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	12.52
2026 財年淨債項 / 每股（港元）	(0.66)

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

小米集團製造通訊設備及零件。該公司生產及銷售手機、智能手機軟件、機頂盒及相關配件。小米在全球銷售其產品。

- 2026 年上半年物聯網銷售額略高於我們的預期，但 2026 年下半年復甦的可能性仍然不大。物聯網銷售額人民幣 313.0 億元較我們的估計高出 5.6%，此乃受惠於穩健的海外銷售額。然而，下半年的增長可能仍將疲弱，我們現預計全年銷售額將按年下跌 8%，而利潤率應能保持相對按年穩定。復甦很可能於 2027 年到來，屆時小米將錄得來自海外市場更具意義的增長，尤其是來自大型家電產品的增長，而大型家電產品現為該業務板塊的重點發展領域。
- 在整體市場疲弱之際下調電動車銷售預測。小米的電動車銷售額按年增長 17.1%，惟基數較低，出貨量僅達 104,000 輛，或小米此前全年目標 550,000 輛的 18.9%。鑑於中國電動車市場疲軟，我們認為將難以實現先前目標，因此我們將全年假設下調至 430,000 輛。我們亦預期，鑑於成本壓力不斷增加以及新業務的攤薄效應，電動車加新措施業務利潤率將惡化至 20.1%。
- 人工智能仍是重點發展方向，小米繼續優先處理 a)開發下一代大型語言模型及 b)將其大型語言模型部署及整合至其企業架構及所有產品（包括智能手機、物聯網產品、電動車及機械人）。我們預期新 MiMo 型號、整合 AI 的作業系統以及 AI 應用程式將於近期發布，這可能會成為關鍵的催化事件，展示小米與競爭對手區分的能力。

估值/建議

- 維持「持有」評級，目標價下調至港幣 26.20 元，因我們將預測期間滾動至 2027 年估計。我們的目標價現時基於：a)核心業務為港幣 19.28 元，採用 15.0 倍 2027 年預測市盈率；及 b)電動車業務為港幣 6.92 元，採用 10 年期現金流折現估值法，加權平均資本成本為 10.8%。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026-28 年經調整純利預測分別下調 14.7%/13.1%/12.6%至人民幣 220 億元/人民幣 310 億元/人民幣 400 億元。我們有： a)分別將我們的智能手機出貨量預測下調 9.7%/3.5%/0.3%； b)下調我們的物聯網產品收入假設； c)削減我們的遊戲收入預測； d)分別將我們的電動車出貨量預測下調 21.8%/21.4%/16.0%； e)較低的電動車利潤率假設；及 f)假設營運開支較高，因新舉措的開支增加。這部分被以下因素抵銷： a)智能手機平均銷售價格假設提高 7.3%/9.4%/11.6%；及 b)智能手機及物聯網產品的利潤估計提高。

股價催化劑

- a)崑崙系「天遊者」型號自九月起交付量增加，及 b)人工智能相關業務更趨明朗。我們認為，鑑於官方披露資料極少，市場難以評估小米的人工智能相關業務（例如 API 收入）。進一步釐清其規模、盈利能力及增長目標，很可能為小米的估值帶來顯著的價值提升。

2026-28 年估計的變動

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	舊估計			新估計			差異(%)		
	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營業額	476,269	523,110	565,462	429,571	494,947	541,746	(9.8)	(5.4)	(4.2)
智能手機	172,642	170,673	178,986	167,239	180,108	199,016	(3.1)	5.5	11.2
物聯網及生活方式產品	129,360	133,241	143,900	113,344	119,011	124,962	(12.4)	(10.7)	(13.2)
互聯網服務	39,295	41,907	43,151	37,510	40,683	42,464	(4.5)	(2.9)	(1.6)
電動車	130,835	173,151	195,288	107,341	151,008	171,168	(18.0)	(12.8)	(12.4)
利潤率(%)									
智能手機	6.5	6.2	6.7	9.0	8.3	8.5	2.5	2.1	1.8
物聯網及生活方式產品	20.0	19.5	19.5	22.8	23.3	23.9	2.8	3.8	4.4
互聯網服務	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0	-	-	-
企業價值	23.4	23.1	24.3	20.1	21.5	22.2	(3.3)	(1.6)	(2.1)

資料來源：小米、大華繼顯

SOTP 估值

企業價值			核心		
內在價值(人民幣)	152,237		內在價值(人民幣)	1.1	
人民幣兌港元	1.2		人民幣兌港元	1.2	
內在價值(港元)	178,117		內在價值(港元)	1.29	
估值	6.92		估值	19.28	
企業價值/銷售額 (2026) (倍)	1.4		市盈率 (倍)	15.0	

資料來源：小米、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	457,287	429,571	483,402	525,276
息稅折舊攤銷前利潤	40,300	25,434	38,682	48,142
折舊及攤銷	(8,757)	(6,406)	(7,341)	(7,991)
息稅前利潤	31,543	19,028	31,342	40,151
總其他非經營收入	16,358	8,827	-	-
聯營公司貢獻	326	86	-	-
淨利息收入／（支出）	1,746	2,158	2,231	3,429
除稅前溢利	49,647	30,013	33,572	43,580
稅項	(8,080)	(6,080)	(5,302)	(6,847)
少數權益	77	44	52	68
純利	41,643	23,977	28,323	36,801
純利（經調整）	39,166	22,082	28,323	36,801

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	34,142	45,032	42,885	33,104
除稅前溢利	49,647	30,013	33,572	43,580
稅項	(8,080)	(6,080)	(5,302)	(6,847)
折舊及攤銷	8,757	6,406	7,341	7,991
聯營公司	(326)	(86)	-	-
營運資金變動	(12,677)	1,088	9,504	(8,191)
非現金項目	(3,178)	13,691	(2,231)	(3,429)
其他經營現金流量	-	-	-	-
投資	(71,679)	(33,000)	(33,000)	(33,000)
資本支出(增長)	(13,000)	(13,000)	(13,000)	(13,000)
投資	-	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(58,679)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
融資	30,766	2,158	2,231	3,429
支付股息	-	-	-	-
股份發行	-	-	-	-
借款所得款項	10,000	10,000	10,000	10,000
償還貸款	(25,998)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
其他/已付利息	46,764	2,158	2,231	3,429
現金流入（流出）淨額	(6,770)	14,190	12,116	3,533
年初現金及現金等價物	33,661	26,914	41,105	53,221
外匯影響導致的變動	23	-	-	-
年末現金及現金等價物	26,914	41,105	53,221	56,753

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	27,950	37,696	47,182	56,469
其他長期資產	209,572	226,420	242,593	258,316
現金/短期投資	26,914	41,105	53,221	56,753
其他流動資產	243,660	201,891	220,636	223,396
資產總額	508,096	507,112	563,632	594,934
短期債務	6,649	6,649	6,649	6,649
其他流動負債	185,756	160,839	189,088	183,658
長期債務	22,921	22,921	22,921	22,921
其他長期負債	26,446	26,446	26,446	26,446
股東權益	266,219	290,196	318,519	355,320
少數股東權益	105	60	8	(60)
負債及權益總額	508,096	507,112	563,632	594,934

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				
毛利率	22.3	21.2	21.4	21.6
稅前利潤率	10.3	6.7	6.9	8.3
純利率	9.1	5.6	5.9	7.0
資產回報率	8.6	4.4	5.3	6.4
股本回報率	17.2	7.9	9.3	10.9
增長				
營業額	25.0	(6.1)	12.5	8.7
息稅折舊攤銷前利潤	33.0	(10.7)	13.9	9.5
除稅前溢利	76.5	(39.5)	11.9	29.8
純利	76.0	(42.4)	18.1	29.9
純利（經調整）	43.8	(43.6)	28.3	29.9
每股收益	48.0	(42.4)	18.1	29.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	5.8	5.8	5.2	0.0
債務權益比率	11.1	10.2	9.3	8.3
債務／（現金）淨額與權益	1.0	(4.0)	(7.4)	(7.7)
利息保障倍數（倍）	(18.1)	(8.8)	(14.0)	(11.7)

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

藥明生物 (2269 HK)

最後價格： 港幣 48.58 元
支撐位： 港幣 44.42 元/港幣 42.60 元
阻力位： 港幣 53.75 元/港幣 59.30 元

技術分析：

价格行为成功稳守于阻力转支撑区域上方，随后突破旗形整理形态并确立拉升信号。这预示着买盘动能的再次加速，RSI 指标强劲推升至 50 中轴上方并进入明确的积极区域，使这一看涨信号得到了技术动能的充分印证。在结构性防御与形态突破的共同作用下，盘面将展开向更高上方阻力目标的延续性拉升。

平均時限：約兩週。



中通快遞 (2057 HK)

最後價格： 港幣 182.80 元
支撐位： 港幣 177.80 元/港幣 171.60 元
阻力位： 港幣 196.20 元/港幣 205.60 元

技術分析：

价格行为成功稳守于缺口支撑区域上方，展现出强劲的底层需求并维持了整体上升结构的完整度。技术动能与此价格防线形成了良性共振，RSI 直接从接近超卖的区域拐头向上。只要这一关键缺口底座保持完好，结构性支撑与动能修复的共振效应将指引盘面展开反弹，并顺势推升至更高的目标位。

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."