UOBKayHian

國家/地區日報 | 大中華

Thursday, 19 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)	50198.2	(1.1)	(4.4)	(3.5)	4.4
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7323.6	(0.2)	(3.9)	(4.4)	7.0
富時 100 指數(FTSE 100)	10551.2	(1.3)	(2.6)	(3.0)	6.2
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8858.0	(0.8)	(4.5)	(1.3)	(1.8)
滬深 300 指數(CSI 300)	3983.8	0.2	(2.3)	(4.6)	(14.0)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5054.9	(1.1)	(4.4)	(6.6)	8.8
恒生中國企業指數(HSCEI)	7836.3	(0.9)	(4.1)	(3.6)	(12.1)
恒生指數(HSI)	23294.8	(0.9)	(4.2)	(3.7)	(9.1)
雅加達綜合指數(JCI)	5247.9	(1.1)	2.6	5.0	(39.3)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1566.7	(0.5)	(1.8)	(1.8)	(6.7)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	5067.4	2.0	(5.7)	(12.1)	20.2
日經 225 指數(Nikkei 225)	59024.3	0.3	(3.6)	(9.1)	17.3
泰國證券交易所指數(SET)	1472.0	(0.2)	(2.0)	(6.3)	16.9
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	40194.9	0.3	(9.2)	(14.2)	38.8
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2914	0.7	(1.5)	16.0	55.2
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4179	(1.4)	4.9	(6.2)	6.2
布蘭特原油(美元/桶)	91	(1.8)	(1.4)	(16.8)	50.3

來源：彭博

企業活動

	地點	開始	收市
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 | 石藥集團 （1093 HK / **買入** / 港幣 7.99 元 / 目標價：港幣 10 元）

第 2 頁→

- 石藥集團 2026 年首 9 個月業績勝預期，收入按年增長 27.0%至人民幣 253 億元，基礎純利按年大增 134.5%至人民幣 72 億元。於 2026 年第 3 季度，產品銷售額按年增長 10.1%，抵銷了授權費收入按年下跌 19.9%的影響。在持續推出創新產品及全球化佈局的推動下，石藥集團目標在 2027 年實現收入正增長。鑑於授權收入的確認時間難以預測，我們預計收入增長能見度有限。因 2027 年增長能見度有限，維持「買入」評級，但將目標價下調至港幣 10 元。

公司業績 | 騰訊控股 (700 HK/**買入**/港幣 372.8 元/目標價：HK$500.00)

第 5 頁→

- 騰訊 2026 年第 3 季度業績略低於預期。收入按年增長 7.5%至人民幣 2,073 億元，較我們和市場的普遍預期均低 1.6%。較高的人工智能相關成本拖累了盈利能力，其中毛利不及兩項預期，且非《國際財務報告準則》經營利潤較我們的預期低 6.8%。非《國際財務報告準則》純利按年下跌 5.7%至人民幣 665 億元，大致符合預期。較高的資本支出以及計算預付款項擴大了自由現金流出，騰訊亦轉向淨債項。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 500 元。

技術分析

紫金礦業 | 2899 HK

第 8 頁→

- 支持位：港幣 94.6 元/港幣 83.4 元
- 阻力位：港幣 120.5 元/港幣 126.5 元

中國聯通香港 | 762 HK

第 8 頁→

- 支持位：港幣 5.32 元 / 港幣 5.11 元
- 阻力位：港幣 5.735 元/港幣 6.085 元

免責聲明：「交易員專欄」中的技術分析純粹基於圖表形態、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於我們分析員的基本面研究觀點。有鑑於此，我們可能會不時提出與我們基本面「買入／持有／沽出」評級相反的技術分析建議。

石藥集團 （1093 HK）

2026 年首 9 個月：業績勝預期；目標在 2027 年實現收入正增長

重點

- 石藥集團 2026 年首 9 個月業績勝預期，收入按年增長 27.0%至人民幣 253 億元，基礎純利按年激增 134.5%至人民幣 72 億元。於 2026 年第 3 季度，產品銷售額按年增長 10.1%，抵銷了授權費收入按年下跌 19.9%的影響。
- 在持續推出創新產品及全球化佈局的推動下，石藥集團目標在 2027 年實現營業收入正增長。鑑於授權收入的時間難以預測，我們預計收入增長能見度有限。
- 因 2027 年增長能見度有限，維持「買入」評級，但將目標價下調至港幣 10 元。

2026 年首 9 個月業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 3 季度	2026 年第 3 季度	按年百分比	2025 年首 9 個月	2026 年首 9 個月	按年百分比
收入	**6,618**	**6,665**	**0.7**	**19,891**	**25,260**	**27.0**
- 製劑	5,203	5,588	7.4	15,450	21,648	40.1
授權費收入	465	373	-19.9	1,540	6,268	307.0
製劑——其他	4,737	5,215	10.1	13,910	15,381	10.6
- 大宗產品	931	675	-27.5	3,006	2,336	-22.3
- 功能性食品及其他	484	402	-16.8	1,435	1,276	-11.1
毛利	4,339	4,437	2.3	13,049	18,598	42.5
銷售費用	-1,748	-1,628	-6.9	-4,798	-4,919	2.5
行政費用	-218	-231	5.9	-620	-719	15.9
研發費用	-1,502	-1,614	7.4	-4,185	-4,643	10.9
經營利潤	**1,222**	**1,237**	**1.3**	**4,374**	**8,783**	**100.8**
財務費用	-10	-7	-30.1	-32	-20	-35.8
純利予股東	**964**	**982**	**1.9**	**3,511**	**7,076**	**101.5**
經調整純利	**759**	**1,055**	**39.0**	**3,079**	**7,220**	**134.5**
經調整每股收益（攤薄，分）	**6.64**	**9.25**	**39.2**	**26.93**	**63.25**	**134.8**
比率（%）	2025 年第 3 季度	2026 年第 3 季度	百分點變動按年	2025 年首 9 個月	2026 年首 9 個月	百分點變動按年
毛利率%	65.6	66.6	1.0	65.6	73.6	8.0
銷售費用%	26.4	24.4	-2.0	24.1	19.5	-4.6
行政費用%	3.3	3.5	0.2	3.1	2.8	-0.3
研發費用／製劑收入	28.9	28.9	0.0	27.1	21.4	-5.6
營業利潤率%	18.5	18.6	0.1	22.0	34.8	12.8
經調整純利利潤率%	11.5	15.8	4.4	15.5	28.6	13.1

資料來源：CSPC、大華繼顯

分析

- **2026 年首 9 個月業績勝預期。** 石藥集團（CSPC）2026 年首 9 個月收入按年增長 27.0%至人民幣 253 億元，核心純利按年大增 134.5%至人民幣 72 億元，優於我們預期。 2026 年第 3 季度，收入按年增長 0.7%至人民幣 67 億元，基礎純利按年增長 39.0%至人民幣 10.55 億元。

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	29,009	26,006	31,098	31,990	33,011
息稅折舊攤銷前利潤	6,735	6,102	10,869	11,698	12,511
經營利潤	5,712	4,899	9,590	10,290	10,976
純利 （報告 / 實際）	4,328	3,882	7,718	8,309	8,884
純利 （經調整）	4,683	3,534	7,945	8,544	9,125
每股收益 （分）	39.9	30.9	69.6	74.8	79.9
市盈率（倍）	17.0	21.9	9.8	9.1	8.5
市賬率（倍）	2.5	2.3	2.0	1.9	1.8
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	11.9	13.1	7.3	6.8	6.4
股息收益率 (%)	3.6	3.8	7.7	8.2	8.8
純利率 (%)	16.1	13.6	25.5	26.7	27.6
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(17.1)	(17.4)	(32.0)	(37.2)	(40.0)
利息保障倍數 （倍）	154.2	158.1	402.6	433.2	463.4
股本回報率 (%)	13.2	11.9	21.7	20.9	20.8
市場預期純利	-	-	8,964	5,990	6,482
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.89	1.43	1.41

資料來源：CSPC、彭博、大華繼顯

分析員

竇曉琴
carol.dou@uobkh.com
+ 852 2236 6749

陳穎翀
sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

買入（維持）

股價	港幣 7.99 元
目標價	港幣 10 元
上升空間	25.2%
早前目標價	港幣 11.50 元

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	1093 HK
已發行股份（百萬股）	11,522
市值（百萬港元）	92,007
市值（百萬美元）	11,727
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	103.6

價格表現（%）

52 週最高 / 最低				港幣 10.96 元/港幣 6.53 元
1 個月	**3 個月**	**6 個月**	**1 年**	**年初至今**
(10.1)	(9.3)	5.3	3.3	(5.3)

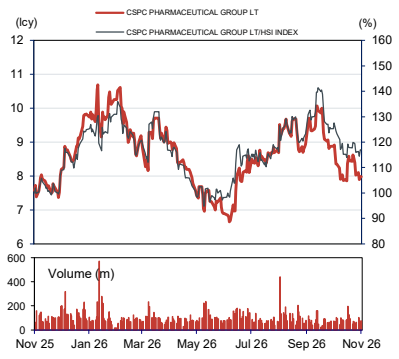
主要股東（%）

蔡東晨先生	26.39

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	3.34
2026 財年每股淨現金（人民幣）	1.06

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

石藥集團於 2012 年將核心業務重點由原料藥製造轉型為創新藥製造。該集團已成為中國領先的製藥企業。

- **2026 年第 3 季度產品銷售額按年增長 10.1%。** 2026 年第 3 季度製劑收入按年增長 7.4%至人民幣 56 億元，其中產品銷售額增長 10.1%至人民幣 52 億元，但授權費收入下降 19.9%至人民幣 3.73 億元。 神經系統以及消化與代謝領域的銷售額分別增長 32.1%及 41.4%，而腫瘤、呼吸系統及心血管領域則分別下跌 22.5%、15.4%及 14.7%。 2026 年首 9 個月，成品藥收入增長 40.1%至人民幣 216 億元，其中產品銷售額增長 10.6%至人民幣 154 億元，授權費收入增長 307.0%至人民幣 63 億元。
- **大宗產品銷售依然疲弱。** 大宗產品銷售額於 2026 年第 3 季度按年下跌 27.5%，其中維生素 C 及抗生素分別下跌 25.5%及 30.9%；兩個業務分部均錄得季度虧損。 2026 年首 9 個月，石藥集團將維生素 C 銷售額按年下跌 18.9%歸因於行業新增產能導致的價格下跌，並將抗生素銷售額按年下跌 27.3%歸因於競爭加劇及第十一輪國家集採的影響。 功能性食品及其他的銷售額於 2026 年第 3 季度按年下跌 16.8%。管理層表示大宗藥品價格已跌至低位，並預期銷售將逐步回升。
- 利潤率。2026 年第 3 季度毛利率按年上升 1.0 個百分點至 66.6%。公司持續提升營運效率，銷售費用率按年下降 2.0 個百分點至 24.4%。研發費用按年增長 7.4%至人民幣 16 億元，佔製劑收入的 28.9%（不計授權費收入則為 30.9%）。2026 年第 3 季度經調整純利率按年上升 4.4 個百分點至 15.8%。
- **對外授權產品管線持續擴展。** 石藥集團在 2026 年前 9 個月將阿斯利康美金 12 億元首付款中的美金 8.4 億元（人民幣 57.4 億元）確認為授權費收入，並在 2026 年 7 月確認了美金 2,500 萬元的開發里程碑付款；剩餘的美金 3.6 億元（人民幣 24 億元）在不再具備退款條款時方可予以確認。 於 2026 年 7 月，其與阿斯利康的第二項交易涵蓋治療腎臟疾病的 siRNA 藥物，涉及美金 3,000 萬元首付款（於 2026 年 8 月收取），以及最高達美金 5.4 億元的研發和美金 12 億元的銷售里程碑款項。 雙方於 2026 年 8 月同意在石家莊設立一家生物製品製造合營企業，由石藥集團持股 51%。 然而，授權收入的時間存在高度不確定性。 鑑於授權費收入難以預測，我們預測美金 12 億元的首付款項中，僅有 20%會計入 2027 年收入，2028 年則佔 10%。
- 目標在 2027 年實現收入正增長。鑑於研發進展順利，石藥集團預計其商業化組合中的 10 餘款創新產品將推動 2027 年收入實現正增長。年初至今，該公司已有 7 款創新藥在中國獲批、10 項新藥上市申請（NDA）獲受理，並獲得 5 項突破性治療品種認定。SYS6010（EGFR ADC）於 2026 年 8 月在 EGFR-TKI 治療失敗的 EGFR 突變型非小細胞肺癌（NSCLC）中達到其 III 期主要終點，而 JMT101 聯合奧希替尼（Osimertinib）於 2026 年 9 月在 EGFR 20 號外顯子插入突變一線 NSCLC 中公佈了積極的 III 期頂線結果。此外，其兩性黴素 B 脂質體亦已獲得歐盟批准。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，並將目標價下調至港幣 10 元，以反映授權收入的能見度有限。 目標價乃基於：a)現有藥物為每股港幣 5.19 元或 6 倍 2027 年預測市盈率 ；以及 b)經資產淨值（NAV）計算的在研藥物管線價值每股港幣 4.8 元（加權平均資本：11.0%，終期增長率：4%）。

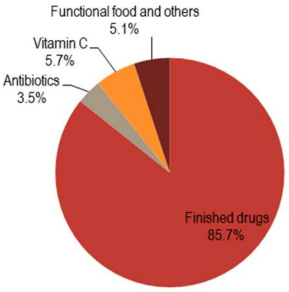
盈利預測調整/風險

- **盈利預測調整.** 我們維持 2026 年收入按年增長 19.6%的預測不變，但因利潤率擴張高於預期，將 2026 年經調整純利按年增長預測由 108.8%上調至 124.8%。
- 風險：a)政策風險：例如集中帶量採購計劃、反腐行動及其他政策；b)市場競爭加劇；c)新產品研發及上市審批風險；以及 d)業務合作風險等。

股價催化劑

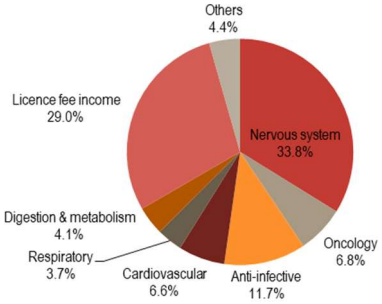
- a)強勁的研發表現及持續的業務拓展工作。
- b)推出新產品以產生收入來源。

分部收入（2026 年首 9 個月）



資料來源：CSPC、大華繼顯

製劑收入–按治療領域劃分（2026 年首 9 個月）



資料來源：CSPC、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	**26,006**	**31,098**	**31,990**	**33,011**
息稅折舊攤銷前利潤	6,102	10,869	11,698	12,511
折舊及攤銷	1,202	1,279	1,408	1,536
息稅前利潤	4,899	9,590	10,290	10,976
聯營公司貢獻	(52)	(10)	(10)	(10)
淨利息收入／（支出）	(39)	(27)	(27)	(27)
除稅前溢利	**4,808**	**9,553**	**10,253**	**10,939**
稅項	(932)	(1,429)	(1,534)	(1,636)
少數股東	6	(406)	(410)	(419)
純利	**3,882**	**7,718**	**8,309**	**8,884**
純利 （經調整）	3,534	7,945	8,544	9,125

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	12,153	12,855	13,428	13,874
其他長期資產	12,294	12,294	12,294	12,294
現金/短期投資	6,090	12,492	15,785	17,872
其他流動資產	16,161	13,770	13,987	14,239
資產總額	**46,698**	**51,411**	**55,495**	**58,279**
短期債務	329	329	329	329
其他流動負債	9,849	9,306	9,409	9,536
長期債務	-	-	-	-
其他長期負債	1,970	1,970	1,970	1,970
股東權益	33,178	38,028	41,599	43,838
少數股東權益	1,372	1,778	2,188	2,607
負債及權益總額	**46,698**	**51,411**	**55,495**	**58,279**

現金流

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	**6,471**	**11,288**	**10,050**	**10,750**
除稅前溢利	4,808	9,553	10,253	10,939
稅項	(932)	(1,429)	(1,534)	(1,636)
折舊及攤銷	1,202	1,279	1,408	1,536
營運資金變動	1,301	1,848	(114)	(125)
非現金項目	-	-	-	-
其他營運現金流量	91	37	37	37
投資	**(4,813)**	**(1,991)**	**(1,991)**	**(1,991)**
資本支出（增長）	(1,981)	(1,981)	(1,981)	(1,981)
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(2,832)	(10)	(10)	(10)
融資	**(1,485)**	**(2,895)**	**(4,766)**	**(6,671)**
支付股息	(2,722)	(2,868)	(4,739)	(6,644)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	-	-	-	-
償還貸款	(63)	-	-	-
其他／已付利息	1,300	(27)	(27)	(27)
現金流入（流出）淨額	**172**	**6,402**	**3,293**	**2,087**
年初現金及現金等價物	**5,917**	**6,090**	**12,492**	**15,785**
外匯影響所致之變動	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	**6,090**	**12,492**	**15,785**	**17,872**

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	65.6	72.2	72.6	73.0
稅前利潤率	18.5	30.7	32.1	33.1
純利率	14.9	24.8	26.0	26.9
資產回報率	8.5	15.7	15.5	15.6
股本回報率	11.9	21.7	20.9	20.8
增長				
營業額	(10.4)	19.6	2.9	3.2
毛利	(16.0)	31.5	3.4	3.8
除稅前溢利	(13.8)	98.7	7.3	6.7
純利	(10.3)	98.8	7.7	6.9
純利 （經調整）	(24.5)	124.8	7.5	6.8
每股收益	(22.5)	124.9	7.5	6.8
槓桿比率				
債務佔總資本比率	1.0	0.9	0.8	0.7
債務權益比率	1.0	0.9	0.8	0.7
債務／（現金）淨額與權益	(17.4)	(32.0)	(37.2)	(40.0)
利息保障倍數	158.1	402.6	433.2	463.4

騰訊控股 （700 HK）

2026 年第 3 季度：人工智能成本上升導致經營利潤未達預期並對自由現金流造成壓力

重點

- 騰訊 2026 年第 3 季度業績略低於預期。收入按年增長 7.5%至人民幣 2,073 億元，較我們和市場的普遍預期均低 1.6%。較高的人工智能相關成本拖累了盈利能力，其中毛利不及兩項預期，且非《國際財務報告準則》經營利潤較我們的預期低 6.8%。非《國際財務報告準則》純利按年下跌 5.7%至人民幣 665 億元，大致符合預期。較高的資本支出以及計算預付款項擴大了自由現金流出，騰訊亦轉向淨債項。
- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 500 元。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 3 季度實際	2026 年第 2 季度實際	2026 年第 3 季度實際	大華繼顯估計	按季	按年	差異	市場預期	差異
收入	192,869	204,785	207,336	210,773	1.2%	7.5%	-1.6%	210,530	-1.5%
社交網絡	32,260	32,514	31,826	33,779	-2.1%	-1.3%	-5.8%		
網絡遊戲	63,600	65,900	66,500	67,830	0.9%	4.6%	-2.0%		
廣告	36,242	43,565	43,049	42,669	-1.2%	18.8%	0.9%		
金融科技及企業服務	58,174	60,286	63,655	63,383	5.6%	9.4%	0.4%		
毛利	108,798	118,433	115,911	120,491	-2.1%	6.5%	-3.8%	119,887	-3.3%
非國際財務報告準則經營利潤	72,570	75,636	68,073	73,064	-10.0%	-6.2%	-6.8%		
非國際財務報告準則淨利潤	70,551	68,415	66,519	66,987	-2.8%	-5.7%	-0.7%	66,501	0.0%
非國際財務報告準則每股攤薄盈利（人民幣）	7.58	7.43	7.23	7.35	-2.8%	-4.6%	-1.7%	7.30	-1.0%
毛利率	56.4%	57.8%	55.9%	57.2%	-1.9 個百分點	-0.5 個百分點	-1.3 個百分點	56.9%	-1.0 個百分點
非國際財務報告準則經營利潤率	37.6%	36.9%	32.8%	34.7%	-4.1 個百分點	-4.8 個百分點	-1.8 個百分點		
非國際財務報告準則純利率	36.6%	33.4%	32.1%	31.8%	-1.3 個百分點	-4.5 個百分點	0.3 個百分點	31.6%	0.5 個百分點

資料來源：騰訊、大華繼顯

分析

- **國際市場疲弱拖累了遊戲業務增長。**網絡遊戲收入按年增長 4.6%至人民幣 665 億元，較我們預期低 2%，原因是國際市場的疲弱表現部分抵銷了國內穩健的增長。國內遊戲收入按年增長 11%至人民幣 476 億元，主要受《王者榮耀》、《三角洲行動》及《無畏契約手遊》等長青遊戲帶動。受 2025 年第 3 季度的高基數影響，國際遊戲收入按年下跌 9%至人民幣 189 億元，按固定匯率計算則下跌 4%。騰訊預計，2027 年頂級遊戲的發布節奏將更趨正常。
- **隨着利潤率收窄，廣告業務增長依然強勁。** 廣告收入按年增長 18.8%至人民幣 430 億元，大致符合我們的預期。 增長乃受惠於經改善的人工智能驅動廣告推薦，以及微信閉環營銷工具的更廣泛應用。 分部毛利率由 2025 年第 3 季度的 57%跌至 52%，反映人工智能相關營運成本及微短劇內容成本上升。

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	660,257	751,766	821,926	902,999	987,416
息稅折舊攤銷前利潤	221,456	258,027	271,745	289,648	324,321
經營利潤	208,099	241,562	253,629	270,932	305,005
純利 （報告 / 實際）	194,073	224,842	209,302	227,735	251,373
純利 （經調整）	222,703	259,626	242,948	266,184	293,198
每股收益	2,350.7	2,790.9	2,653.9	2,901.9	3,190.0
市盈率	13.5	11.3	11.9	10.9	9.9
市賬率	3.0	2.5	2.4	2.0	1.8
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	13.1	11.2	10.6	10.0	8.9
股息收益率	1.4	1.6	1.6	1.7	1.9
純利率	29.4	29.9	25.5	25.2	25.5
債務／（現金）淨額與權益	(13.3)	(11.6)	(6.3)	21.4	24.6
股本回報率	21.8	21.1	17.7	17.5	16.8
市場預期純利	-	-	262,862.3	273,392.7	299,014.0
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.92	0.97	0.98

資料來源：騰訊、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 372.80 元
目標價	港幣 500 元
上升空間	34.1%
早前目標價	港幣 537 元

股票數據

行業	通訊服務
股份代號	700 HK
已發行股份（百萬股）	9,092.6
市值（百萬美元）	3,389,737.9
市值（百萬美元）	432,028.4
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	1,156.3

價格表現（%）

52 週最高 / 最低				港幣 641 元/港幣 370 元
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(10.8)	(15.7)	(17.0)	(41.4)	(37.8)

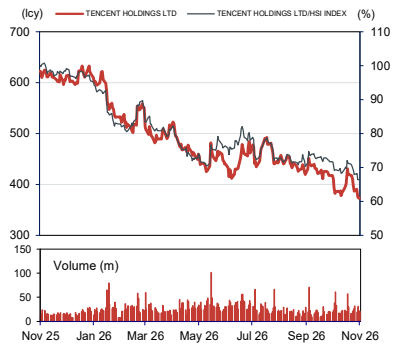
主要股東（%）

Naspers	23.26

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	134.66
2026 財年每股淨現金(人民幣)	8.44

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

該公司是規模最大的綜合互聯網服務供應商之一。

- **金融科技及企業服務收入按年增長 9%至人民幣 637 億元，大致符合我們預測的人民幣 634 億元。** 雲端業務收入按年增長加速至 35%，主要受 WorkBuddy 需求增長、模型即服務（MaaS）及 GPU 租賃的算力分配增加，以及持續推進國際化拓展所帶動。金融科技的增長受到消費信貸及財富管理收入增加所支持。
- **人工智能產品投資持續加速。** 新人工智能產品的虧損擴大至約人民幣 150 億元（相比第 2 季度為人民幣 105 億元），反映了在混元（Hy）、元寶（Yuanbao）、CodeBuddy、WorkBuddy 及小微（Xiaowei）方面的投資。 令人鼓舞的是，混元 4 在發布時於 Agent Arena 的中國模型中排名第一，而 WorkBuddy 的日活躍用戶（DAU）超過 1,000 萬，每日 Token 處理量超過 100 萬億，凸顯人工智能應用普及度持續提升。 騰訊擴大了小微與微信小程序及小商店的整合，以實現交易功能。 管理層預期高效推論及國產晶片將支持雲端業務增長。 取得先進晶片的限制收緊，可能會延長短期的模型開發週期。
- 人工智能成本上升令利潤率承壓。毛利率按年下降 0.5 個百分點至 55.9%。增值服務毛利率受自研遊戲貢獻增加帶動，由 61%升至 64%；廣告毛利率則因人工智能營運成本及微短劇內容成本上升，由 57%降至 52%。非《國際財務報告準則》經營利潤按年下降 6.2%至人民幣 681 億元。若剔除新人工智能產品，則按年增長 8%至人民幣 833 億元。一般及行政開支按年增長 29%至人民幣 441 億元，主要由於在混元大模型、微信人工智能及其他人工智能項目上的研發開支增加。銷售及市場推廣開支按年增長 6%至人民幣 121 億元，主要由於加大推廣人工智能原生產品。
- 創紀錄的人工智能投資令自由現金流承壓，使該公司陷入淨債項狀況。資本支出在 2026 年第 3 季度增至人民幣 814 億元（相比 2026 年第 2 季度為人民幣 528 億元），而自由現金流流出額擴大至人民幣 691 億元（相比為人民幣 138 億元），主要受更高的資本支出以及人民幣 860 億元的算力預付款所帶動。若不計及預付款，自由現金流仍保持為正的人民幣 169 億元。騰訊由 2026 年第 2 季度的人民幣 582 億元淨現金狀況轉為人民幣 137 億元的淨債項。

估值 / 投資評級

- **維持「買入」評級，目標價下調至港幣 500 元，基於我們 2027 年的 SOTP 估值。** 我們採用較低的估值倍數，以反映人工智能基礎設施資本支出增加、近期自由現金流壓力，以及高於預期的廣告開支。 我們的目標價對應 16 倍 2027 年預測 市盈率 ，而騰訊目前的交易估值為 13 倍 2026 年預測及 12 倍 2027 年預測 市盈率 ，較其 24 倍的歷史平均值低約 1 個標準差。

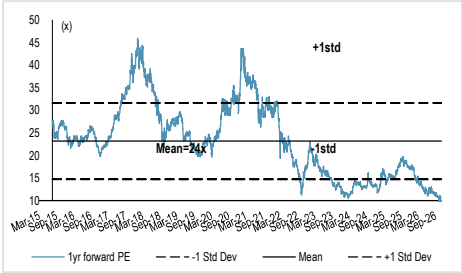
盈利預測調整/風險

- 我們維持 2026 年收入預測基本不變，並將 2026 年 / 2027 年的非《國際財務報告準則》純利預測分別下調 4% / 3%。 這意味着 2026/27 年的按年收入增長分別為 9.3% / 9.9%，盈利增長分別為-6.4% / 10%，純利率分別為 30% / 29%。
- 主要風險：a)人工智能生成內容帶來的衝擊日益加劇；b)競爭日趨激烈；c)監管風險；d)遊戲收入增長放緩；e)以及資本支出要求提高。

股價催化劑

- a)人工智能驅動的收入增長與效率提升；b)微信視頻號廣告業務走強；c)遊戲版號獲批；以及 d)混元生態系統擴展。

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博大華繼顯

分部加總估值

（人民幣百萬元）	2027 年預測收入（人民幣百萬元）	2027 年預測 非美國通用會計準則盈利（人民幣百萬元）	估值 2027(倍)	價值（當地貨幣 10 億）	騰訊持股（%）	對騰訊的估計公允價值（人民幣 10 億元）	騰訊應佔公允價值（10 億美元）	公允價值 / 每股（港元）
網絡遊戲（電腦＋手機遊戲）	284,342	100,717	15 倍市盈率	1,511	100	1,511	224	179
社交網絡（QQ 及微信增值服務）	132,762	47,026	12 倍市盈率	564	100	564	84	67
網上廣告	199,099	56,758	18 倍市盈率	1,022	100	1,022	151	121
支付	193,628	30,981	12 倍市盈率	372	100	372	55	44
雲端	93,168		5 倍市銷率	466	100	466	69	55
企業價值總計	902,999	235,481	13 倍市盈率	3,097	100	3,097	290	466
被投資公司	**持股百分比**		**人民幣 / 股**			**估值**		
總計（15%折扣）						523	79	64
2027 年預測每股淨現金（港元）								30
目標價（港元）								**500**

來源：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	751,766.0	821,925.6	902,998.7	987,415.6
息稅折舊攤銷前利潤	258,027.0	271,745.1	289,648.1	324,321.0
折舊及攤銷	16,465.0	18,116.0	18,716.0	19,316.0
息稅前利潤	241,562.0	253,629.1	270,932.1	305,005.0
總其他非經營收入	27,077.0	17,003.0	18,703.3	20,573.6
聯營公司貢獻	23,740.0	2,309.0	6,917.0	6,917.0
淨利息收入／（支出）	(15,130.0)	(12,303.4)	(12,303.4)	(12,303.4)
除稅前溢利	277,249.0	260,637.7	284,249.0	320,192.3
稅項	(47,448.0)	(46,554.6)	(51,733.3)	(64,038.5)
少數股東	(4,959.0)	(4,781.0)	(4,781.0)	(4,781.0)
純利	224,842.0	209,302.1	227,734.7	251,372.8
純利 （經調整）	259,626.0	242,947.9	266,183.6	293,198.4

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	176,942.0	284,691.0	506,975.7	691,463.8
其他長期資產	1,266,584.0	1,353,882.0	1,472,478.5	1,603,542.5
現金/短期投資	384,819.0	456,067.0	80,846.2	(13,419.6)
其他流動資產	210,641.0	252,077.0	276,616.8	303,900.2
資產總額	2,038,986.0	2,346,717.0	2,336,917.1	2,585,486.8
短期債務	42,618.0	88,722.0	88,722.0	88,722.0
其他流動負債	370,133.0	454,694.0	260,572.7	305,729.9
長期債務	208,369.0	291,379.0	291,379.0	291,379.0
其他長期負債	176,801.0	213,978.0	213,978.0	213,978.0
股東權益	1,154,152.0	1,211,581.0	1,395,902.4	1,599,314.7
少數股東權益	86,913.0	86,363.0	86,363.0	86,363.0
負債及權益總額	2,038,986.0	2,346,717.0	2,336,917.1	2,585,486.6

現金流

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	303,052.0	258,239.7	270,377.1	276,259.3
年度溢利	277,249.0	260,637.7	284,249.0	320,192.3
稅項	(47,448.0)	(46,554.6)	(51,733.3)	(64,038.5)
折舊及攤銷	16,465.0	18,116.0	18,716.0	19,316.0
聯營公司	(23,740.0)	(2,309.0)	(6,917.0)	(6,917.0)
營運資金變動	(17,182.0)	43,125.0	36,229.9	17,873.9
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	97,708.0	(14,775.4)	(10,167.4)	(10,167.4)
投資	(83,762.0)	(337,662.1)	(359,596.9)	(334,867.9)
資本支出（增長）	(79,198.0)	(238,358.4)	(234,779.7)	(197,483.1)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(4,564.0)	(99,303.7)	(124,817.2)	(137,384.8)
融資	(136,165.0)	66,794.2	(31,306.8)	(35,657.2)
支付股息	(43,580.2)	(50,748.2)	(47,541.9)	(52,088.9)
借款所得款項	15,130.0	12,303.4	12,303.4	12,303.4
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(107,714.8)	105,239.0	3,931.7	4,128.3
現金流入（流出）淨額	83,125.0	(12,628.2)	(120,526.6)	(94,265.8)
年初現金及現金等價物	132,519.0	214,001.0	201,372.8	80,846.2
外匯影響所致之變動	(1,643.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	214,001.0	201,372.8	80,846.2	(13,419.6)

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	34.3	33.1	32.1	32.8
稅前利潤率	36.9	31.7	31.5	32.4
純利率	29.9	25.5	25.2	25.5
資產回報率	11.8	9.5	9.7	10.2
股本回報率	21.1	17.7	17.5	16.8
增長				
營業額	13.9	9.3	9.9	9.3
息稅折舊攤銷前利潤	16.5	5.3	6.6	12.0
除稅前溢利	14.8	(6.0)	9.1	12.6
純利	15.9	(6.9)	8.8	10.4
純利 （經調整）	16.6	(6.4)	9.6	10.1
每股收益	18.7	(4.9)	9.3	9.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	16.8	22.7	20.4	18.4
債務權益比率	21.7	31.4	27.2	23.8
債務／（現金）淨額與權益	(11.6)	(6.3)	21.4	24.6

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



紫金黃金國際 (2259 HK)

最後價格：	港幣 109.80 元
支撐位：	港幣 94.60 元/港幣 83.40 元
阻力位：	港幣 120.50 元/港幣 126.50 元

技術分析:

价格行为在近期的下探测试中决定性地跌破了前期低点支撑区域，有效验证了当前的派发结构。动能指标进一步强化了这一看跌姿态：RSI 指标牢牢运行于看跌区间并持续向下走低。只要价格行为在盘中反弹中严格受制于被跌破的支撑转阻力天花板下方，结构性动态将支持行情向下推进，向更深层次的结构性低点迈进。

平均時限：約兩週。



中國聯通 (0762 HK)

最後價格：	港幣 5.43 元
支撐位：	港幣 5.32 元/港幣 5.11 元
阻力位：	港幣 5.735 元/港幣 6.085 元

技術分析:

价格行为在近期的回调测试中收出一根决定性的看涨吞没蜡烛图形态，表明行情可能正在构筑更高的低点，有效验证了建设性的结构性转换。动能指标进一步强化了这一建设性姿态：RSI 指标正稳步向其中性 50 水平攀升。只要价格行为在盘中下探中严格守稳于看涨吞没形态低点上方，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."