



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)	53463.1	0.2	(0.6)	2.5	11.2
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7708.0	0.2	(0.5)	3.4	12.6
富時 100 指數(FTSE 100)	10743.4	0.1	(0.8)	2.1	8.2
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9255.2	(0.2)	(1.6)	3.1	2.6
滬深 300 指數(CSI 300)	4588.7	(2.9)	(2.2)	(0.2)	(0.9)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5694.2	(0.1)	(0.5)	3.6	22.6
恒生中國企業指數(HSCEI)	8471.2	0.2	0.3	1.1	(5.0)
恒生指數(HSI)	25495.1	0.1	0.2	3.8	(0.5)
雅加達綜合指數(JCI)	6394.1	(0.9)	2.0	2.6	(26.1)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1731.3	(0.1)	(0.6)	0.5	3.0
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6471.2	(5.8)	2.0	(0.7)	53.6
日經 225 指數(Nikkei 225)	65326.4	(3.2)	(3.3)	1.8	29.8
泰國證券交易所指數(SET)	1609.8	(0.7)	(0.2)	(2.2)	27.8
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	44719.4	(1.3)	(1.8)	5.3	54.4
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2776	(1.4)	(5.5)	0.9	47.9
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4548	0.5	0.0	1.2	15.6
布蘭特原油(美元/桶)	92	0.7	3.0	4.0	50.6

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
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 (價值、數量)	香港	8 月 31 日
7 月貨幣供應(M1、M2、M3)	香港	8 月 31 日

頭條新聞

公司業績 | 華潤啤酒 (291 HK/買入/港幣 21.06 元/目標價: 港幣 28.60 元)

第 3 頁→

- 華潤啤酒 2026 年上半年盈利遜於預期。就全年而言，我們對啤酒業務採取較為溫和的展望，預計銷量大致持平，平均售價則略有增長。就白酒而言，2026 年下半年可能會有進一步的商譽減值。就股息而言，管理層指引派息率將維持在 55%以上，並以每股派息按年持平為目標。就中長期而言，其目標為 60%至 70%的派息率。維持「買入」評級；將目標價下調 6%至港幣 28.60 元。

公司業績 | 晶苑國際 (2232 HK/買入/港幣 6.92 元/目標價: 港幣 8.34 元)

第 6 頁→

- 受主要客戶訂單穩健增長、持續提升效率及經營槓桿所帶動，晶苑 2026 年上半年錄得純利美金 109 百萬元，按年增長 10.6%，佔我們全年預測的 43%。管理層目標憑藉穩健的訂單增長勢頭及 2026 年下半年持續增加的工人，2026 年收入將實現高單位數按年增長。我們相信，在供應商整合的背景下，晶苑憑藉其跨類別產品創新能力，其市場份額增長將保持穩固。維持「買入」評級，並將目標價從港幣 7.84 元上調至港幣 8.34 元，乃基於 12.0 倍 2026 年預測市盈率。

公司業績 | 福耀玻璃 (3606 HK/買入/港幣 58.30 元/目標價: 港幣 84 元)

第 9 頁→

- 2026 年第 2 季核心純利按年增長 10.4%至人民幣 26.0 億元，低於我們的預期，但符合市場普遍預測。2026 年第 2 季盈利遜於預期，乃因營收不及預期所致，抵銷了利潤率優於預期的表現。我們分別下調 2026-28 年純利預測 1.5%/0.5%/2.5%，原因為銷售量下降及毛利率上升。管理層表示，2026 年第 2 季為行業低谷，而客戶滾動預測顯示 2026 年第 3 季將會復甦。維持福耀玻璃的「買入」評級，並因目標市盈率倍數較低而將目標價從港幣 100 元下調至港幣 84 元。

公司業績 | 香港交易及結算所有限公司 (388 HK/買入/港幣 405 元/目標價: 港幣 480 元)

第 12 頁→

- 香港交易所公佈了亮麗的 2026 年第 2 季業績，收入及盈利按年增長 18%/21%，歸因於：a)受惠於交易營業額及上市活動增加，核心收入按年強勁增長 29%；及 b)未上市股權的一次性估值收益，惟部分增長被香港銀行同業拆息下跌導致的基本淨投資收益疲軟及營運開支增加所抵銷。我們將 2026 年盈利預測上調 12%，此前已將日均成交額假設上調至港幣 2,870 億元，以反映市場情緒改善。維持「買入」評級，但將目標價下調至港幣 480 元。

免責聲明：在交易員專區，技術分析純粹基於圖表模式、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於我們分析師的基本面研究觀點。因此，我們或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 | 快手科技 (1024 HK/買入/港幣 37.80 元/目標價: 港幣 63 元)

第 15 頁→

- 2026 年第 2 季業績符合預期。收入按年增加 1.4% 至人民幣 355.0 億元，大致符合預期。毛利率按年下跌 4 個百分點至 52%。非《國際財務報告準則》純利按年下跌 30% 至人民幣 39.0 億元，乃由於人工智能投資及研發開支增加，符合我們及市場普遍預期。快手預期 2026 年第 3 季收入按年下降 7.5%，經調整純利將降至人民幣 700 百萬元（利潤率 2.2%），低於我們的預期。維持快手「買入」評級，目標價下調至港幣 63 元。

公司業績 | 平安健康醫療科技有限公司 (1833 HK/買入/港幣 7.13 元/目標價: 港幣 10 元)

第 18 頁→

- 平安好醫生 2026 年上半年收入按年減少 0.7%，乃由於非核心業務逐漸終止，而經調整純利按年增長 37.7%，受惠於強勁的利潤擴張，超出我們及市場普遍預期的 2026 年估計。我們將 2026 年收入增長預期下調至按年 0.2%，但預計 2026 年至 2028 年收入及經調整純利複合年增長率分別為 14% 及 38%，並持續優化業務組合，轉向企業健康管理及人工智能賦能。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 11 元，中期盈利動力依然不變。

公司業績 | 中國生物製藥 (1177 HK/買入/港幣 4.79 元/目標價: 港幣 7.20 元)

第 21 頁→

- 中生製藥公佈 2026 年上半年業績令人滿意，收入按年增長 10.6% 至人民幣 194.40 億元；基礎純利為人民幣 33.40 億元，按年增長 8.1%，倘剔除 2025 年上半年收到的科興生物（Sinovac LS）股息，則按年增長 92.3%。該公司擁抱人工智能，在其人工智能驅動的藥物發現方面取得突破，並顯著提升了營運效率。該公司維持其 2026 年雙位數收入增長目標，預計創新藥物銷售及對外授權收入將進一步推動 2026 年的盈利增長。維持「買入」評級及目標價為港幣 7.20 元。

技術分析

香港交易所 | 388 HK

第 24 頁→

- 支持水平: 港幣 400.60 元/港幣 395.80 元
- 阻力位: 港幣 431 元 / 港幣 450.80 元

貝殼 | 2423 HK

第 24 頁→

- 支持水平: 港幣 43.20 元/港幣 42.64 元
- 阻力位: 港幣 47.20 元 / 港幣 50.50 元

華潤啤酒 (291 HK)

2026 年上半年：盈利遜預期；2026 年銷量及平均售價預期放緩

重點

- 華潤啤酒 2026 年上半年盈利遜於預期。
- 啤酒收入按年增長 2%，主要受銷量增長 2%及平均售價增長 0.5%所帶動。就全年而言，我們已採取較為溫和的展望，預計銷量大致持平，平均售價僅略微上升，並受惠於 2025 年下半年較低的比較基數。白酒板塊仍處於調整中。商譽現已超過人民幣 40 億元，並可能於 2026 年下半年進一步減值。
- 關於股東回報，管理層已指引全年派息比率維持在 55%以上，並旨在維持每股派息按年持平。就中長期而言，其目標派息比率為 60%，並可能邁向 70%。維持「買入」評級；將目標價下調 6%至港幣 28.60 元。

2026 年第 2 季度及 2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026 年上半年	2025 年上半年	按年變動(%)
總收入	24,240	23,942	1.2
-啤酒收入	23,670	23,161	2.2
-白酒收入	570	781	(27.0)
毛利	11,551	11,704	(1.3)
毛利率(%)	47.7	48.9	(1.2)
經調整息稅折舊攤銷前利潤	7,997	8,095	(1.2)
經調整息稅折舊攤銷前利潤率(%)	33.0	33.8	(0.8)
啤酒銷量（百萬百公升）	6,600	6,487	1.7
啤酒平均售價（人民幣/千公升）	3,587	3,570	0.5

來源：華潤啤酒、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年盈利未達預期。華潤啤酒（CR Beer）公佈 2026 年上半年收入為人民幣 24,240 百萬元（按年增長 1%），大致符合市場預期。毛利率（GPM）為 47.7%（按年下跌 1.2 個百分點），其中啤酒毛利率下跌 1.0 個百分點至 47.3%，主要由於原材料成本上升，而白酒毛利率下跌 4.9 個百分點至 62.5%。調整後息稅折舊攤銷前利潤（不包括深圳總部相關收入）達人民幣 7,997 百萬元（按年下跌 1%），調整後息稅折舊攤銷前利潤率為 33.0%（按年下跌 0.8 個百分點）。呈報純利為人民幣 5,169 百萬元（按年下跌 11%）。根據我們的估計，調整後純利為人民幣 5,109 百萬元（按年下跌 1%），較市場預期低 3%，而調整後純利率為 21.1%（按年下跌 0.5 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	38,635	37,985	38,460	39,351	40,287
息稅折舊攤銷前利潤	8,986	9,879	9,725	10,157	10,480
經營利潤	6,636	7,453	7,249	7,631	7,904
純利（報告 / 實際）	4,739	3,371	5,202	5,505	5,738
純利（經調整）	4,759	4,775	5,202	5,505	5,738
每股收益（分）	146.7	147.2	160.4	169.7	176.9
市盈率（倍）	12.3	12.3	11.3	10.7	10.2
市賬率（倍）	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	6.7	5.9	5.6	5.0	4.5
股息收益率(%)	4.2	5.6	4.9	5.6	6.4
純利率(%)	12.5	13.5	13.5	14.0	14.2
債務／（現金）淨額與權益(%)	(5.7)	(11.8)	(20.8)	(29.8)	(37.4)
股本回報率(%)	15.5	16.0	15.6	15.5	15.1
共識息稅折舊攤銷前利潤	-	-	9,903.6	10,396.8	10,878.9
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.98	0.98	0.96

來源：華潤啤酒、彭博、大華繼顯

分析師

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	港幣 21.06 元
目標價	港幣 28.60 元
上行空間	+35.8%
前次 TP	港幣 30.30 元

股票數據

行業	必需性消費品
股份代號	291 HK
已發行股份（百萬股）	3,244.2
市值(百萬港元)	68,322.4
市值(百萬美元)	8,713.0
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	30.4

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 29.40 元/港幣 20.88 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(11.1)	(18.9)	(20.7)	(20.9)	(19.7)

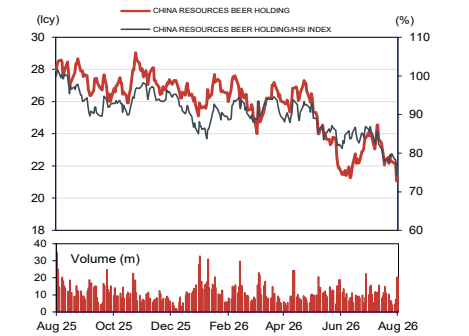
主要股東(%)

華潤（啤酒）有限公司	51.67
------------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	10.59
2026 財年每股淨現金（人民幣）	2.38

股價圖表



資料來源：Bloomberg

公司介紹

以銷量計，華潤啤酒是中國最大的啤酒公司。自 2006 年起，其在中國啤酒銷量方面一直位居榜首。

- **2026 年上半年啤酒銷量增長 2%；全年預期較為疲軟。**啤酒收入按年增長 2% 至人民幣 23,670 百萬元，主要受銷量增長 2% 至 6,600 萬百公升，以及平均售價擴張 0.5% 至每千公升人民幣 3,587 元所帶動。銷量趨勢自五月起轉弱，並持續低迷至七月，部分地區仍錄得負增長。因此，就全年而言，我們已採取較為溫和的展望，預計銷量大致持平，平均售價僅會略微上升（相較於先前預期銷量錄得低單位數增長及平均售價錄得中單位數擴張），並受惠於 2025 年下半年較低的比較基數。
- **目標是次高檔及以上產品的銷量長遠佔總銷量的 30-35%。**於 2026 年上半年，次高檔及以上啤酒分部的銷量增長超過 10%，而大眾化高檔及以上啤酒分部的銷量則增長超過 15%。其中，喜力增長超過 20%，而老雪及阿姆斯特爾則分別增長超過 40% 及超過 80%。關於高檔化，管理層預期喜力今年將達到約 100 萬噸，並將增長勢頭維持至明年。長遠而言，公司目標是次高檔及以上產品組合佔比達 30-35%，銷量約為 300 萬至 350 萬噸（次高檔及以上啤酒分部於 2026 年上半年佔總銷量逾 26%）。在此規模下，公司可能實現更有意義的平均售價及利潤率擴張。
- **預計原材料成本於 2026 年第 3 季將持續面臨壓力。**管理層指出，於 2026 年上半年，毛利率壓力主要受鋁成本驅動，而鋁成本約佔銷貨成本的 25%。2026 年第 3 季亦預期將面臨成本壓力，導致全年單位銷售成本預計將錄得低單位數增長。
- **白酒業務仍處於調整期；2026 年下半年可能進一步商譽減值。**於 2026 年上半年，白酒收入按年下跌 27% 至人民幣 570 百萬元，而經調整息稅折舊攤銷前利潤按年下跌 61% 至人民幣 84 百萬元。白酒板塊仍處於調整中，管理層專注於核心區域市場，維持穩定的價格水平，並拓展電子商務和即時零售等較新渠道。商譽現已超過人民幣 40 億元，並可能於 2026 年下半年進一步減值。
- **計劃於中長期將股息派發率提高至 60-70%。**公司宣佈派發每股人民幣 0.446 元的中期股息，派息比率為 28%（對比 2025 年上半年為 26%）。管理層已指引全年派息比率維持在 55% 以上（相較於 2025 年的 53%），並旨在維持每股派息按年持平。中長期而言，其目標派息比率為 60%，並可能邁向 70%。

盈利預測調整/風險

- **我們將 2026/27 年度盈利預測下調 6%。**我們將 2026/27 年度的收入預測下調 2%，以反映 2026 年銷量及平均售價增長遜於預期。我們分別下調 2026/27 年度毛利率預估 0.3 個百分點/0.4 個百分點，以反映原材料成本上漲。我們分別將 2026/27 年度銷售費用率預估上調 0.3 個百分點/0.2 個百分點。因此，我們將 2026/27 年度盈利預測下調 6%。

估值/建議

- **維持「買入」評級；將目標價下調 6% 至港幣 28.60 元。**我們將基於 DCF 的目標價下調 6% 至港幣 28.60 元。我們的目標價意味著 8.1 倍 2026 年預測企業價值/息稅折舊攤銷前利潤及 7.8 倍 2027 年預測企業價值/息稅折舊攤銷前利潤。該股票目前以 5.6 倍 2026 年預測企業價值/息稅折舊攤銷前利潤及 5.0 倍 2027 年預測企業價值/息稅折舊攤銷前利潤交易。

分部資料

截至 12 月 31 日止年度	2026 年上半年	2025 年上半年	按年變動(%)
收益			
-啤酒	23,670	23,161	2.2
-白酒	570	781	(27.0)
毛利			
-啤酒	11,195	11,178	0.2
-白酒	356	526	(32.3)
毛利率			
-啤酒	47.3	48.3	(1.0)
-白酒	62.5	67.3	(4.9)
經調整息稅折舊攤銷前利潤			
-啤酒(不包括特殊項目)	7,942	7,887	0.7
-白酒（不包括特殊項目）	84	218	(61.5)
經調整息稅折舊攤銷前利潤率			
-啤酒(不包括特殊項目)	33.6	34.1	(0.5)
-白酒（不包括特殊項目）	14.7	27.9	(13.2)

來源：華潤啤酒、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	37,985.0	38,459.6	39,350.8	40,286.7
息稅折舊攤銷前利潤	9,879.0	9,725.4	10,157.3	10,480.4
折舊及攤銷	2,426.0	2,476.2	2,526.4	2,576.6
息稅前利潤	7,453.0	7,249.2	7,630.9	7,903.8
總其他非經營收入	0.0	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	741.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	32.0	50.1	93.3	146.2
除稅前溢利	5,307.0	7,299.2	7,724.2	8,050.0
稅務	(2,133.0)	(2,074.8)	(2,195.6)	(2,288.2)
少數股東權益	197.0	(22.0)	(23.2)	(24.2)
純利	3,371.0	5,202.5	5,505.3	5,737.5
純利（經調整）	4,775.0	5,202.5	5,505.3	5,737.5

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	5,907.0	7,979.5	8,459.9	8,747.5
除稅前溢利	5,307.0	7,299.2	7,724.2	8,050.0
稅務	(2,133.0)	(2,074.8)	(2,195.6)	(2,288.2)
折舊及攤銷	2,426.0	2,476.2	2,526.4	2,576.6
營運資金變動	(111.0)	43.9	170.0	174.2
非現金項目	235.0	235.0	235.0	235.0
其他經營現金流	183.0	0.0	0.0	(0.0)
投資	(903.0)	(1,375.0)	(1,375.0)	(1,375.0)
資本支出(增長)	(1,597.0)	(1,200.0)	(1,200.0)	(1,200.0)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	694.0	(175.0)	(175.0)	(175.0)
融資	(1,902.0)	(2,488.2)	(2,575.1)	(3,111.7)
支付股息	(2,764.0)	(3,113.2)	(3,075.1)	(3,511.7)
借款所得款項	2,030.0	2,030.0	2,030.0	2,030.0
償還貸款	(1,168.0)	(1,405.0)	(1,530.0)	(1,630.0)
其他/已付利息	0.0	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	3,102.0	4,116.3	4,509.8	4,260.8
年初現金及現金等價物	3,816.0	6,918.0	11,034.3	15,544.2
匯兌影響導致的變動	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	6,918.0	11,034.3	15,544.2	19,805.0

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	17,963.0	17,354.8	16,696.4	15,987.8
其他長期資產	29,459.0	28,731.0	28,003.0	27,275.0
現金/短期投資	6,918.0	11,034.3	15,544.2	19,805.0
其他流動資產	14,293.0	14,428.5	14,682.8	14,950.0
資產總額	68,633.0	71,548.6	74,926.4	78,017.7
短期債務	1,405.0	1,530.0	1,630.0	1,710.0
其他流動負債	24,352.0	24,531.4	24,955.7	25,397.0
長期債務	1,306.0	1,806.0	2,206.0	2,526.0
其他長期負債	5,606.0	5,606.0	5,606.0	5,606.0
股東權益	32,262.0	34,351.3	36,781.5	39,007.3
少數股東權益	3,702.0	3,724.0	3,747.2	3,771.4
負債及權益總額	68,633.0	71,548.6	74,926.4	78,017.7

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	26.0	25.3	25.8	26.0
稅前利潤率	14.0	19.0	19.6	20.0
純利率	12.6	13.5	14.0	14.2
資產回報率	6.9	7.4	7.5	7.5
股本回報率	14.9	15.6	15.5	15.1
增長				
營業額	(1.7)	1.2	2.3	2.4
息稅折舊攤銷前利潤	9.9	(1.6)	4.4	3.2
除稅前溢利	(20.2)	37.5	5.8	4.2
純利	0.3	9.0	5.8	4.2
純利（經調整）	0.3	9.0	5.8	4.2
每股收益	0.3	9.0	5.8	4.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	7.9	9.2	9.8	10.1
債務權益比率	8.5	10.0	10.8	11.2
債務／（現金）淨額與權益	(11.8)	(20.8)	(29.8)	(37.4)
利息保障倍數（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

晶苑國際 (2232 HK)

2026 年上半年：儘管產能受限，表現依然穩健；2026 年下半年增長加速

重點

- 受惠於主要客戶訂單穩健增長、持續提升工人效率及經營槓桿，儘管產能受限及關稅相關定價調整，晶苑 2026 年上半年錄得純利按年增長 10.6%至美金 109 百萬元，佔我們全年預測的 43%。
- 管理層對 2026 年下半年的前景持樂觀態度，並以穩健的訂單增長勢頭及 2026 年下半年持續增加的工人數量為支持，目標分別在 2026 年下半年/2026 年實現雙位數/高單位數的按年收入增長。毛利率預期按年保持穩定。
- 我們相信，在供應商整合的背景下，晶苑憑藉其跨類別產品創新能力，其長期客戶錢包份額增長將保持穩固。維持「買入」評級，並將目標價從港幣 7.84 元上調至港幣 8.34 元，乃基於 12.0 倍 2026 年預測市盈率。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026 年上半年	按年	按半年	2025 年上半年	2025 年下半年	2025
收益	1,296	5.4%	-8.2%	1,229	1,412	2,641
-生活時尚	381	12.1%	-5.8%	340	404	744
-牛仔服	240	-8.7%	-13.8%	262	278	540
-貼身內衣	228	8.6%	-11.2%	210	256	466
毛衣	109	4.2%	-41.6%	105	187	292
-運動服飾	339	8.2%	18.4%	313	286	599
毛利	256	5.6%	-9.5%	243	283	526
經營利潤	126	8.8%	-14.4%	116	148	264
純利	109	10.6%	-14.0%	98	126	225
利潤率(%)						
毛利率	19.8	0.0 個百分點	-0.3 個百分點	19.7	20.1	19.9
營業利潤率	9.8	0.3 個百分點	-0.7 個百分點	9.4	10.5	10.0
純利率	8.4	0.4 個百分點	-0.6 個百分點	8.0	9.0	8.5

來源：Crystal International, 大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績。晶苑國際（晶苑）2026 年上半年收入按年增長 5.4%至美金 1,296 百萬元，佔我們全年預估的 45%，主要受惠於主要客戶訂單強勁增長，但部分被產能限制所抵銷。毛利率按年擴大 0.1 個百分點至 19.8%，此乃受惠於勞動生產力提高，足以抵銷與關稅相關的價格調整。純利按年增長 10.6%至美金 109 百萬元，佔我們全年預測的 43%，主要受惠於毛利率提高及持續經營槓桿。純利率按年擴大 0.4 個百分點至 8.4%。

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	2,470	2,641	2,882	3,184	3,547
毛利	486	526	576	643	725
息稅折舊攤銷前利潤	318	350	396	444	504
經營利潤	233	264	294	334	385
純利 (報告 / 實際)	200	225	254	289	332
每股盈利 (美仙)	7.0	7.9	8.9	10.1	11.7
市盈率 (倍)	12.6	11.3	10.0	8.8	7.6
市賬率 (倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	6.5	5.9	5.2	4.7	4.1
每股股息 (美仙)	5.0	5.2	5.3	6.1	7.0
股息收益率(%)	5.6	5.9	6.0	6.9	7.9
純利率(%)	8.1	8.5	8.8	9.1	9.4
淨債項對股本比率(%)	(16.4)	(21.5)	(15.5)	(18.6)	(22.4)
股本回報率(%)	13.5	14.3	15.3	16.3	17.2
市場預期純利	-	-	250	281	313
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	1.02	1.03	1.06

資料來源：晶苑國際、彭博、大華繼顯大華繼顯

分析師

劉善淇

kate.luang@uobkh.com
+852 2826 4837

卓穎姿

gigi.cheuk@uobkh.com
+852 2236 6794

買入 (維持)

股價	港幣 6.92 元
目標價	港幣 8.34 元
上升空間	20.5%
早前目標價	港幣 7.84 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	2232 HK
已發行股份 (百萬股)	2,853
市值(百萬港元)	19,742
市值(百萬美元)	2,531
3 個月平均每日成交額 (百萬美元)	2.0

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 7.85 元/港幣 5.47 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
17.1	15.3	(6.1)	13.6	3.3

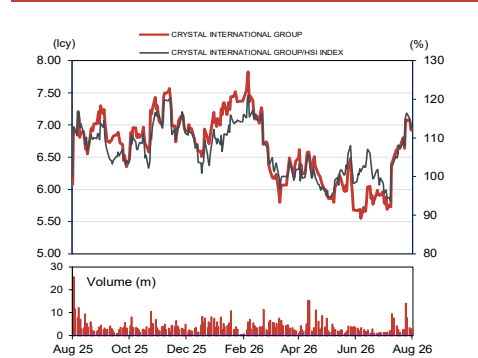
主要股東(%)

羅樂峰 Kenneth 及家族	76.6
-----------------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (美元)	0.60
2026 財年每股淨債項 (美元)	(0.09)

股價圖表



資料來源：Bloomberg

公司介紹

晶苑國際生產休閒服、牛仔褲、內衣、毛衣及運動服裝。

- **60%中期股息派付率。**中期每股派息為 18.0 港仙，派息率為 60%（2025 年上半年:16.3 港仙），而 2025 年為 66%，略低於我們估計的 65%。
- **於 2026 年下半年加快增聘員工。**晶苑國際於 2026 年上半年提前達成其 2026 年全年增加 6,000 名工人的目標，透過加速招聘工人及擴展衛星工廠，使其截至 2026 年 6 月底的總員工人數達到 87,000 名（按半年比較增長 7.4%）。於 2026 年下半年，在持續提升員工效率的同時，亦看到增加 4,000 名員工的潛力，這意味著 2026 年全年產能將年增 12.3%。。
- **支持短期至中期產能擴張的衛星工廠。**截至 2026 年 6 月，晶苑已在越南的兩家衛星工廠聘用 2,500 名工人，生產其生活時尚及運動服產品。管理層視其衛星工廠為未來 2-3 年產能擴張的關鍵驅動力，因其有助於接觸更廣泛的工人（特別是縫紉工人）。就中長期而言，其計劃於孟加拉、柬埔寨、中國及埃及擴充產能。
- **埃及廠房延遲對 2026-27 年度業績無影響。**管理層預計其埃及廠房將會延遲，原因為政府移交土地（於 2026 年 1 月取得）的時間晚於預期。我們預計其 2026-27 年度業績不會受到影響，因為我們僅預期貢獻將自 2028 年起開始。
- **垂直整合。**晶苑目前針織品及運動服產品的布料自給率為 25-30%，並有望為採用自供布料的產品實現 4-5 個百分點的毛利率擴張。然而，公司計劃延遲其在北越自建廠房的啟用（原定於 2026 年底前啟用），因為其在越南和孟加拉的現有廠房可透過營運改善增加足夠產能，以達到其近期自供布料的目標。
- **2026 年下半年展望樂觀。**管理層目標於 2026 年下半年實現雙位數按年收入增長，主要受以下因素帶動：a) 主要客戶（尤其是 Uniqlo、Adidas、Nike 及 VF）的訂單增長勢頭持續；及 b) 員工效率提升。按客戶劃分，管理層預期 Uniqlo 於 2026 年下半年將錄得雙位數訂單增長（2026 年上半年為中至高單位數增長），並預期 Nike 及 Adidas（2026 年上半年按年增長逾 50%）以及 VF（2026 年上半年按年增長 40-50%）於 2026 年下半年將持續錄得穩健增長。晶苑維持其計劃的資本支出美金 250 百萬元及於 2026 年派發 60%的常規股息。

盈利預測調整

- 我們維持 2026-28 年度的收入及純利預測。我們將 2026-28 年的股息派發預測由 65%下調至 60%，以計入潛在產能擴張因素。

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價上調至港幣 8.34 元，乃基於同業 2026 年預測市盈率平均值 12.0 倍。晶苑目前以 10.0 倍 2026 年預測市盈率交易，較其 2018-25 年歷史平均 8.1 倍高出 0.5 個標準差。

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	2,641	2,882	3,184	3,547
息稅折舊攤銷前利潤	350	396	444	504
折舊及攤銷	(86)	(102)	(110)	(119)
息稅前利潤	264	294	334	385
其他非經營收入總額	26	24	26	29
聯營公司貢獻	1	-	-	-
淨利息收入／（支出）	(12)	(3)	(2)	(2)
除稅前溢利	279	315	358	412
稅務	(54)	(61)	(69)	(79)
少數股東權益	(0)	(0)	(0)	(0)
純利	225	254	289	332
純利（經調整）	225	254	289	332

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	266	351	405	457
除稅前溢利	279	315	358	412
稅務	(54)	(61)	(69)	(79)
折舊及攤銷	(86)	(102)	(110)	(119)
營運資金變動	(51)	(8)	(1)	(1)
其他經營現金流	179	207	226	245
投資	18	(250)	(150)	(150)
資本支出(增長)	(146)	(250)	(150)	(150)
其他	164	-	-	-
融資	(328)	(190)	(178)	(201)
支付股息	(150)	(155)	(148)	(173)
借款所得款項	192	100	100	100
償還貸款	(338)	(100)	(100)	(100)
其他/已付利息	(32)	(35)	(30)	(28)
現金流入（流出）淨額	(44)	(89)	77	106
期初現金及現金等價物	427	382	293	370
匯兌影響導致的變動	(1)	-	-	-
期末現金及現金等價物	382	293	370	477

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	686	858	918	970
其他長期資產	290	294	295	295
現金/短期投資	382	293	370	477
其他流動資產	827	878	932	996
資產總額	2,185	2,324	2,515	2,737
短期債務	13	13	13	13
其他流動負債	502	549	602	665
長期債務	22	15	13	12
其他長期負債	35	35	35	35
股東權益	1,608	1,707	1,848	2,008
少數股東權益	4	4	4	4
負債及權益總額	2,185	2,324	2,515	2,737

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	19.9	20.0	20.2	20.4
稅前利潤率	10.5	10.9	11.2	11.6
純利率	8.5	8.8	9.1	9.4
資產回報率	10.1	11.3	11.9	12.7
股本回報率	14.3	15.3	16.3	17.2
增長（按年%）				
營業額	6.9	9.1	10.5	11.4
毛利	8.1	9.6	11.6	12.8
除稅前溢利	12.3	13.0	13.8	15.0
純利	12.0	13.0	13.8	15.0
每股收益	12.0	13.0	13.9	15.0
槓桿比率				
債務佔總資本比率	1.6	1.2	1.0	0.9
債務權益比率	2.2	1.7	1.4	1.3
債務／（現金）淨額與權益	(21.5)	(15.5)	(18.6)	(22.4)
利息保障倍數（倍）	21.1	114.2	162.0	197.4

福耀玻璃 (3606 HK)

2026 年第 2 季：核心盈利上升 10%按年利潤率增長，未達我們的預期但符合市場共識；下調目標價至港幣 84 元

重點

- 2026 年第 2 季核心純利按年增長 10.4%，按季增長 24.9%至人民幣 26.0 億元，低於我們的預期但符合市場普遍預測。2026 年第 2 季盈利遜於預期，乃因營收不及預期所致，抵銷了利潤率優於預期的表現。
- 我們將 2026-28 年的純利預測分別下調 3%/2%/4%至人民幣 9,615 百萬元/人民幣 11,658 百萬元/人民幣 13,132 百萬元，原因為銷量較低及毛利率較高。
- 管理層表示，2026 年第 2 季為行業低谷，而客戶滾動預測顯示 2026 年第 3 季將會復甦。
- 維持「買入」評級，並將目標價從港幣 100 元下調至港幣 84 元，因我們將目標市盈率從 23 倍下調至 16 倍。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026 年第 2 季度	按年 %	按季 %	2026 年上半年	按年 %	先前 2026 年預測	2026 年上半年 2026 年	評論
收益	11,558	0.2	11.0	21,971	2.4	51,731	13.0	0.42 銷售量增長 3-4%，平均售價增長 8%
毛利	4,642	4.5	19.3	8,535	7.4	19,296	13.1	0.44
毛利率(%)	40.2	1.7	2.8	38.8	1.8	37.3	0.0	1.04 稅率、純鹼價格下跌
息稅前利潤	2,935	4.3	28.9	5,212	6.0	11,595	11.6	0.45
息稅前利潤率(%)	25.4	1.0	3.5	23.7	0.8	22.4	(0.3)	1.06
純利	2,259 (18.6)	32.0	3,970 (17.4)	9,954	6.9	0.40	受匯兌損失拖累	
純利-經調整	2,600	10.4	24.9	4,682	14.0	10,832	22.2	0.43
核心純利率(%)	22.5	2.1	2.5	21.3	2.2	20.9	0.3	1.02

來源：福耀玻璃、大華繼顯

分析

- 福耀玻璃（FYG）2026 年第 2 季純利因匯兌損失而低於預期，錄得人民幣 2,259 百萬元（按年下跌 18.6%/按季上升 32%）。這使 2026 年上半年純利達人民幣 3,970 百萬元（按年下跌 17.4%），佔我們全年預測的 40%。外匯收益/虧損由 2025 年第 2 季/2025 年上半年 2025 年上半年錄得淨收益人民幣 366 百萬元/人民幣 600 百萬元，轉為 2026 年第 2 季/2026 年上半年錄得淨虧損人民幣 364 百萬元/人民幣 803 百萬元。我們現時計入 2026 年外匯虧損為人民幣 803 百萬元，此前為人民幣 439 百萬元。
- 核心純利按年增長 10.4%，按季增長 24.9%至人民幣 26.0 億元，低於我們估計的人民幣 28.0 億元，但符合市場普遍預期。這使福耀玻璃（FYG）2026 年上半年核心純利達到人民幣 4,682 百萬元（按年增長 14%），佔我們全年估計的 43%。2026 年第 2 季的盈利增長是由於利潤率提高而非收入增長所帶動。2026 年第 2 季度核心盈利遜於我們的預期，收入未達標抵銷了利潤率超出預期的影響。

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	39,252	45,787	48,172	53,758	60,972
息稅折舊攤銷前利潤	11,316	13,465	14,772	16,380	18,156
經營利潤	8,589	10,388	11,706	13,332	15,121
純利（報告／實際）	7,498	9,312	9,615	11,658	13,132
純利（經調整）	7,470	8,867	10,417	11,658	13,132
每股盈利（美仙）	287.3	356.8	368.4	446.7	503.2
市盈率（倍）	17.6	14.2	13.8	11.3	10.1
市賬率（倍）	3.7	3.5	3.2	2.8	2.5
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	11.3	9.5	8.7	7.8	7.1
股息收益率(%)	3.6	4.1	4.4	5.3	6.0
純利率(%)	19.1	20.3	20.0	21.7	21.5
債務／（現金）淨額與權益	(10.6)	(6.3)	(10.7)	(5.3)	(5.6)
利息保障倍數（倍）	(13.1)	(12.5)	45.1	(24.4)	(29.5)
股本回報率(%)	22.3	24.2	26.3	26.1	25.9
市場預期純利	-	-	10,151	11,820	13,453
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.03	0.99	0.98

資料來源：福耀玻璃、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 58.30 元
目標價	港幣 84 元
上升空間	44.1%
早前目標價	港幣 100 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	3606 HK
已發行股份（百萬股）	606.8
市值(百萬港元)	35,373.9
市值(百萬美元)	4,564.4
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	20.1

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 86 元/港幣 47.70 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
7.2	1.5	(8.2)	(0.5)	(13.2)

主要股東(%)

陳鳳英	16.95
河仁慈善基金會	11.56

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	17.18
2026 財年每股淨債項（港元）	2.02

股價圖表



資料來源：Bloomberg

公司介紹

福耀玻璃透過其附屬公司製造及分銷汽車玻璃、裝飾玻璃器皿及其他工業玻璃器皿。本公司亦提供玻璃安裝服務。其產品銷往北美、歐洲、中國及其他國家的汽車製造商。

- 於 2026 年第 2 季度，收入按年持平，為人民幣 115.60 億元，儘管按季增長 11%。這使 2026 年上半年收入達到人民幣 219.70 億元（按年增長 2.4%），佔我們全年預測的 42%。2026 年上半年，全球汽車產量按年下跌 1%，中國則按年下跌 4%。福耀玻璃的汽車玻璃銷售收入於 2026 年上半年按年增長 3.75%，乃因銷量下降 3-4% 及平均售價上漲 7.4% 所致。平均售價上升乃由於產品組合優化，高增值產品在收益組合中的佔比按年上升 8 個百分點至 59.7%。
- 基於 2026 年上半年銷售量增長慢於預期，我們將 2026-28 年的銷售量增長預期從 5%/8%/8% 下調至 1%/7%/8%。儘管如此，我們預期銷售量將自 2026 年下半年起反彈。管理層表示，2026 年第 2 季為行業低谷，而客戶滾動預測顯示 2026 年第 3 季將會復甦。在汽車電動化及智能化背景下，公司持續提升效率及優化產品組合，以搶佔海外市場份額。
- 受惠於產能利用率提高及原材料價格下降，利潤率有所改善。毛利率於 2026 年第 2 季飆升至 40.2%（按年增加 1.7 個百分點 / 按季增加 2.8 個百分點），並於 2026 年上半年達到 38.8%（按年增加 1.8 個百分點），高於我們全年假設的 37.3%，其中一次性稅務回扣（增加 1.28 個百分點）、產能利用率上升以及純鹼價格下跌抵銷了年度價格下調（減少 1.15 個百分點）的影響。於 2026 年第 2 季，息稅前利潤率上升至 25.4%（按年增加 1.0 個百分點 / 按季增加 3.5 個百分點），而於 2026 年上半年則為 23.7%（按年增加 0.8 個百分點），高於我們全年假設的 22.4%。
- 美國業務分部正穩步從第二期廠房火災中復原。儘管第二期廠房於 26 年 3 月 22 日發生火災，該分部的息稅前利潤率（不包括關稅回扣）於 2026 年第 2 季仍維持在 17.5% 不變。第二期廠房將於 2026 年第 3 季恢復生產。
- 鋁飾件分部正接近收支平衡的拐點。德國鋁飾件業務分部（FYSAM）於 2026 年上半年虧損按年收窄 38% 至歐元 2.17 百萬元，儘管收入有所下降，而公司預計將於 2026 年實現收支平衡。中國鋁飾件分部於 2026 年上半年錄得人民幣 660 百萬元收入（按年增長 2.3%），息稅前利潤率為 7.4%（按季增長 5.1 個百分點）。基於 2026 年上半年收入增長不溫不火，我們將鋁飾件分部 2026-27 年的收入增長預測分別從 25%/20%/20% 下調至 -3%/5%/10%。
- 我們維持對 2026-27 年平均售價每年上漲 7% 的假設，這與管理層每年 6-7% 的指引一致。平均售價上漲將持續受惠於高附加值產品在收益組合中佔比的提高。
- 基於 2026 年上半年樂觀的毛利率，我們將 2026-27 年的毛利率假設分別從 37.3%/37.3%/37.3% 上調至 39.5%/40%/40%。展望未來，毛利率將受惠於銷量回升及投入成本穩定而獲得支持。成本因素（純鹼、能源）大致保持穩定，而海運費率則略有上升。
- 公司宣佈派發 2026 年上半年每股人民幣 1 元的中期股息，派息比率為 65.7%，高於 2025 年上半年的 48.9%。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026-28 年純利預測分別下調 3%/2%/4%，至人民幣 9,615 百萬元/人民幣 11,658 百萬元/人民幣 13,132 百萬元。
- 風險：a) 全球汽車銷售復甦慢於預期，b) 大宗商品成本上漲，及 c) 人民幣進一步升值。

估值/建議

- 維持「買入」評級，並將目標價從港幣 100 元下調至港幣 84 元，因我們將估值基準年從 2026 年推遲至 2027 年，並將目標市盈率倍數從 23 倍（高於歷史平均值 1 個標準差）下調至 16 倍（與歷史平均值持平）。該股票於 2026 年提供 4.4% 股息收益率，並於 2027-28 年錄得 17% 複合年增長率。

股價催化劑

- 催化劑：a) 美國工廠重啟；b) 銷售量回升。

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	45,787	48,172	53,758	60,972
息稅折舊攤銷前利潤	13,465	14,772	16,380	18,156
折舊及攤銷	(3,077)	(3,066)	(3,048)	(3,035)
息稅前利潤	10,388	11,706	13,332	15,121
總其他非經營收入/(開支)	(19)	-	-	-
聯營公司貢獻	(38)	-	-	-
淨利息收入／(支出)	831	(260)	546	513
除稅前溢利	11,162	11,446	13,878	15,634
稅務	(1,845)	(1,831)	(2,221)	(2,501)
少數股東權益	(4)	-	-	-
純利	9,312	9,615	11,658	13,132
純利（經調整）	8,867	10,417	11,658	13,132

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				
除稅前溢利	12,055	14,728	10,981	14,655
稅務	11,162	11,446	13,878	15,634
折舊及攤銷	(1,845)	(1,831)	(2,221)	(2,501)
聯營公司	3,077	3,066	3,048	3,035
營運資金變動	21	-	-	-
非現金項目	(1,284)	2,590	(3,178)	(999)
其他經營現金流	924	(543)	(546)	(513)
投資	-	-	-	-
資本支出(增長)	(6,099)	(6,765)	(6,762)	(6,796)
投資	(6,164)	(7,700)	(7,700)	(7,700)
其他	-	-	-	-
融資	65	935	938	904
支付股息	(5,170)	(5,872)	(6,161)	(7,386)
借款所得款項	(7,315)	(5,872)	(6,161)	(7,386)
償還貸款	14,182	12,000	12,000	12,000
其他/已付利息	(12,769)	(12,000)	(12,000)	(12,000)
現金流入（流出）淨額	731	-	-	-
年初現金及現金等價物	786	2,090	(1,941)	473
匯兌影響導致的變動	18,734	19,241	21,331	19,390
年末現金及現金等價物	(279)	-	-	-

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	26,428	31,382	36,341	41,306
其他長期資產	4,288	3,969	3,661	3,361
現金/短期投資	19,241	21,331	19,390	19,863
其他流動資產	20,105	18,715	23,337	26,318
資產總額	70,062	75,397	82,730	90,849
短期債務	12,842	12,842	12,842	12,842
其他流動負債	12,724	13,925	15,369	17,350
長期債務	4,048	4,048	4,048	4,048
其他長期負債	2,896	2,896	2,896	2,896
股東權益	37,556	41,691	47,580	53,717
少數股東權益	(4)	(4)	(4)	(4)
負債及權益總額	70,062	75,397	82,730	90,849

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	29.4	30.7	30.5	29.8
稅前利潤率	24.4	23.8	25.8	25.6
純利率	20.3	20.0	21.7	21.5
資產回報率	13.3	14.3	14.7	15.1
股本回報率	24.2	26.3	26.1	25.9
增長				
營業額	16.7	5.2	11.6	13.4
息稅折舊攤銷前利潤	19.0	9.7	10.9	10.8
除稅前溢利	24.1	2.5	21.3	12.6
純利	24.2	3.2	21.3	12.6
純利（經調整）	18.7	17.5	11.9	12.6
每股收益	24.2	3.2	21.3	12.6
槓桿比率				
債務佔總資本比率	24.1	22.4	20.4	18.6
債務權益比率	45.0	40.5	35.5	31.4
債務／（現金）淨額與權益	(6.3)	(10.7)	(5.3)	(5.6)
利息保障倍數（倍）	(12.5)	45.1	(24.4)	(29.5)

香港交易及結算所 (388 HK)

2026 年第 2 季：核心收入強勁超預期在營業額飆升之際

重點

- 香港交易所的盈利按年增長 21%至港幣 54.0 億元，較我們的估計高出 16%，此乃受惠於強勁的日均成交額帶動的核心收入增長，以及來自一項非上市股權投資的一次性收益。
- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 480 元。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (百萬港元)	2026 年第 2 季度	2026 年第 1 季度	2025 年第 2 季度	按季%	按年%	大華繼顯	差異(%)
總收入	8,499	8,203	7,219	3.6	17.7	7,630	+11.4
核心收入	7,137	6,843	5,538	4.3	28.9	6,618	+7.8
-淨投資收益及其他收入	1,362	1,360	1,682	0.1	-19.0	1,012	+34.6
息稅折舊攤銷前利潤	6,819	6,592	5,685	3.4	19.9	6,006	+13.5
純利	5,380	5,188	4,442	3.7	21.1	4,666	+15.3
整體日均成交額 (十億港元)	289.5	276.7	237.7	4.6	21.8		
衍生工具日均成交量 (千份合約)	1,790	1,829	1,528	-2.1	17.1		
LME 日均成交量 (千手)	810	877	734	-7.6	10.4		
北向交易日均成交額 (人民幣十億元)	366	324	152	12.9	141.1		
南向交易日均成交額 (十億港元)	124	123	112	1.0	10.5		

來源：香港交易及結算所，大華繼顯

分析

- 全面強勁超預期。香港交易及結算所有限公司（港交所）公佈強勁的 2026 年第 2 季業績，其收入（按年增長 18%）及盈利（增長 22%）分別超出我們預期 11%及 16%。表現普遍優於預期，主要受以下因素帶動：a)受惠於交易營業額及上市活動增加，核心收入按年強勁增長 29%；及 b)港幣 290 百萬元來自一項非上市股權投資的一次性估值收益。
- 即使市場下跌，營業額仍升至另一歷史新高。恒生指數（HSI）於 2026 年第 2 季按季下跌約 8%，香港的市值亦按季下跌約 6%。即便如此，波動性上升（+7 個百分點）仍推升了市場速度，帶動整體日均成交額（ADT）按季增長 5%/按年增長 22%，創歷史新高，達港幣 2,895.0 億元。我們亦相信，日均成交額增量主要來自：a)新股上市，及 b)人工智能相關股票及交易所買賣基金（ETF）。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (百萬港元)	2024	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
總收入	22,374	29,161	33,219	33,827	36,207
息稅折舊攤銷前利潤	16,281	22,796	26,452	26,696	28,660
經營利潤	14,879	21,228	24,792	24,904	26,724
純利 (報告 / 實際)	13,050	17,754	20,723	20,805	22,346
每股盈利 (港仙)	1,032.1	1,404.1	1,638.8	1,645.3	1,767.3
市盈率 (倍)	39.2	28.8	24.7	24.6	22.9
市賬率 (倍)	9.5	8.8	8.5	8.2	7.9
股息收益率(%)	2.3	3.1	3.6	3.6	3.9
純利率(%)	59.2	61.5	62.9	62.0	62.1
債務 / (現金) 淨額與權益(%)	(22.5)	(31.0)	(36.3)	(39.1)	(40.3)
股本回報率(%)	24.8	31.7	36.3	35.8	37.7
市場預期純利	-	-	19,439	20,405	21,883
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	1.07	1.02	1.02

資料來源：香港交易及結算所，彭博，大華繼顯

分析師

林錠輝

kennylim@uobkh.com
+603 2147 1924

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com
+852 2236 6799

買入 (維持)

股價	港幣 405 元
目標價	港幣 480 元
上升空間	18.5%
早前目標價	港幣 556 元

股票數據

行業	財務
股份代號	388 HK
已發行股份 (百萬股)	1,267.8
市值({{Curr}}百萬)	523,363.1
市值(百萬美元)	66,724.4
3 個月平均每日成交額 (百萬美元)	226.3

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 466 元/港幣 360 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
5.6	0.7	1.0	(6.1)	1.3

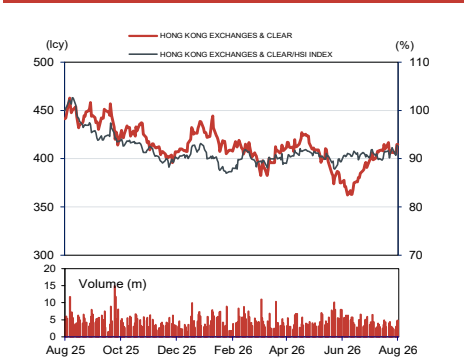
主要股東(%)

香港特別行政區政府	5.9
-----------	-----

資產負債表指標

2026財年每股賬面值 (港元)	47.5
------------------	------

股價圖表



資料來源：Bloomberg

公司介紹

香港交易所擁有並經營香港的證券交易所、期貨交易所及其相關結算所，並享有壟斷地位。

- **南向及北向交易動力保持強勁。**南向日均成交額按年上升 10% 至港幣 1,237.0 億元，而北向日均成交額於 2026 年第 2 季按年攀升 1.4 倍至人民幣 3,661.0 億元，使滬深港通收入達到港幣 15.0 億元，按年增長 77%。關於互聯互通機制擴容，香港財政司司長陳茂波透露，正與中國內地當局商討推出「IPO 通」，而人民幣櫃檯及房地產投資信託基金納入滬深港通則有待內地最終審批。
- **衍生工具表現堅韌，倫敦金屬交易所剛脫離其高峰。**衍生工具日均成交量（ADV）按年飆升 17% 至 180 萬份合約，而衍生工具交易費按年增長 20%，超越成交量趨勢。港交所已按年新增 35 隻每週股票期權，使其產品總數擴展至 53 隻。另外，香港交易所於 8 月正式推出五年期中國政府債券期貨，標誌著其固定收益及貨幣（FIC）業務板塊發展的一個重要里程碑。同時，由於全球金屬市場的波動性於 2026 年第 2 季恢復正常，商品日均成交量及交易收入增長分別放緩至按年 10%/20%。
- **淨投資收益因股權投資收益而超出預期。**撇除一次性收益，淨投資收益（NII）將按年下跌 36% 至港幣 1,072 百萬元，大致符合我們的預期。儘管保證金基金規模按季擴大，淨投資收益仍受以下因素拖累：a) 六個月香港銀行同業拆息的六個月滾動平均值下降；b) 隔夜香港銀行同業拆息反彈導致回扣增加；及 c) 外匯收益減少。
- **營運開支增長符合預期。**由於香港交易所正加緊推動數項措施以建立其多資產生態系統，營運開支按年增長於 2026 年第 2 季加速至 11%（2026 年第 1 季：按年增長 2%），大致符合我們的預測，主要原因為員工及資訊科技成本上升。息稅攤銷前利潤率維持在 80.2% 的較高水平（按季下跌 0.2 個百分點）。香港交易所宣派中期每股派息港幣 7.43 元，意味著派息比率穩定於 89%。
- **首次公開招股勢頭強勁。**新股上市宗數於 2026 年第 2 季回升至 47 宗（2026 年第 1 季：40 宗），集資額為港幣 1,020 億元，而香港交易所強調其首次公開招股申請宗數維持強勁，截至 2026 年 7 月有近 500 宗申請，且發行人主要來自多元化的新經濟及傳統經濟行業。

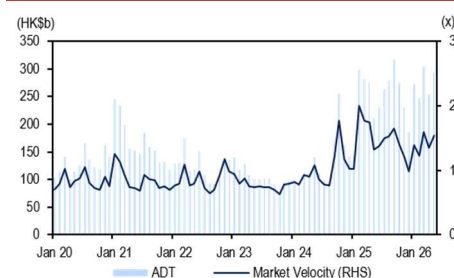
估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 480 元，儘管我們上調了盈利預測，但我們亦將股本成本(COE)假設上調至 9.5%（先前為 9.0%），以反映利率將在較長時間內維持高位的環境。我們的目標價約為 29 倍 2027 年預測市盈率，較歷史平均 33 倍低 0.3 個標準差。
- 儘管賣方分析師將港交所的盈利預期年初至今上調了 4%，但該股票的估值仍維持在約 25 倍預期市盈率，遠低於其歷史平均水平，原因是投資者對盈利前景保持謹慎，並質疑在宏觀不確定性下，當前日均成交額及首次公開招股勢頭的可持續性。然而，我們看到一些結構性變化，例如南向參與度上升、首次公開招股（IPO）帶來的營業額貢獻以及 ETF 產品交易營業額增加，這些均可繼續支持日均成交額（ADT）增長。年初至今的整體日均成交額仍保持穩健，為港幣 2,870 億元，高於市場普遍預期的港幣 2,760 億元，這為進一步上調每股盈利及估值重估留下了空間。

盈利預測調整/風險

- 由於香港股市市場情緒改善，我們將 2026-28 年的日均成交額假設從港幣 2,580 億元/港幣 2,880 億元/港幣 3,160 億元上調至港幣 2,870 億元/港幣 2,950 億元/港幣 3,220 億元，因此我們分別上調 2026-28 年的盈利預測 +12.1%/+4.2%/+5.2%。

整體日均成交額對比市場速度



來源：香港交易所、大華繼顯

預期市盈率區間



資料來源：彭博、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度（百萬港元）	2025	2065 年預測	2076 年預測	2028 年預測
總收入	29,161	33,219	33,827	36,207
息稅折舊攤銷前利潤	22,796	26,452	26,696	28,660
折舊及攤銷	1,568	1,660	1,793	1,936
息稅前利潤	21,228	24,792	24,904	26,724
聯營公司貢獻	-70	-58	-63	-62
除稅前溢利	21,158	24,735	24,840	26,663
稅務	-3,321	-3,934	-3,943	-4,233
少數股東權益	-83	-78	-93	-85
純利	17,754	20,723	20,805	22,346
純利（經調整）	17,754	20,723	20,805	22,346

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（百萬港元）	2025	2065 年預測	2076 年預測	2028 年預測
營運	25,627	21,759	21,845	23,462
除稅前溢利	19,855	21,759	21,845	23,462
其他經營現金流	5,772	0	0	0
投資	-5,565	-1,152	130	-2,081
出售資產所得款項	-2,698	0	0	0
其他	-2,867	-1,152	130	-2,081
融資	-14,635	-16,728	-19,465	-19,677
支付股息	-13,722	-15,873	-18,556	-18,710
借款所得款項	0	0	0	0
其他/已付利息	-913	-855	-909	-968
現金流入（流出）淨額	5,427	3,879	2,510	1,703
年初現金及現金等價物	13,910	19,353	23,232	25,742
匯兌影響導致的變動	16	0	0	0
年末現金及現金等價物	19,353	23,232	25,742	27,445

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（百萬港元）	2025	2065 年預測	2076 年預測	2028 年預測
固定資產	1,708	1,708	1,708	1,708
其他長期資產	26,805	25,438	27,025	28,746
現金/短期投資	19,353	23,232	25,742	27,445
其他流動資產	527,868	567,436	599,904	644,010
資產總額	575,848	617,928	654,493	702,024
短期債務	621	627	634	642
其他流動負債	518,254	553,044	587,297	632,376
長期債務	692	692	692	692
其他長期負債	2,479	2,557	2,643	2,738
股東權益	58,147	60,368	62,522	64,836
少數股東權益	582	640	704	739
負債及權益總額	580,775	617,928	654,493	702,024

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度(%)	2025	2065 年預測	2076 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	79.0	80.3	79.5	79.7
稅前利潤率	73.3	75.1	74.0	74.1
純利率	61.5	62.9	62.0	62.1
資產回報率	3.7	4.1	4.0	4.1
股本回報率	31.7	36.3	35.8	37.7

槓桿比率				
債務佔總資本比率	2.2	2.2	2.1	2.0
債務權益比率	2.3	2.2	2.1	2.1
債務／（現金）淨額與權益	-31.0	-36.3	-39.1	-40.3

快手科技 (1024 HK)

2026 年第 2 季：業績大致符合預期，但前景遜於預期

重點

- 2026 年第 2 季業績符合預期。收入按年增加 1.4%至人民幣 355.0 億元，大致符合預期。毛利率按年下跌 4 個百分點至 52%。非《國際財務報告準則》純利按年下跌 30%至人民幣 39.0 億元，乃由於人工智能投資及研發開支增加所致，符合我們及市場普遍預期。管理層指引 2026 年第 3 季收入按年下跌 7.5%，經調整純利將減少至人民幣 700 百萬元（利潤率為 2.2%），低於我們的預期。
- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 63 元。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025 年第 2 季度	2026 年第 1 季度	2026 年第 2 季度	按季	按年	大華繼 顯	變動	市場預 期	變動
總淨收入	35,046	33,716	35,535	5%	1%	1.4%	0.2%	35,506	0.1%
直播	10,044	8,492	8,690	2%	-13%	-13.5%	0.4%		
網上營銷	19,765	19,643	20,639	5%	4%	4.4%	-1.3%		
其他服務	5,237	5,581	6,206	11%	19%	18.5%	5.0%		
銷售成本	15,542	16,467	17,207	4%	11%	10.7%	-0.1%		
毛利	19,504	17,249	18,328	6%	-6%	-6.0%	0.4%	18,316	0.1%
毛利率	56%	51%	52%	1%	(4 個百 分點)	(4 個百 分點)	0.1 個百 分點	52%	(0.0 個 百分點)
非《國際財務報告準則》經營 溢利	6,005	4,128	4,535	10%	-24.5%	4,340	4.5%		
非《國際財務報告準則》經營 利潤率	17%	12%	13%	1 個百 分點	(4 個百 分點)	12%	0.5 個百 分點		
非《國際財務報告準則》淨收 入	5,618	3,374	3,913	16%	-30.3%	3,893	0.5%	3,890	0.6%
《國際財務報告準則》每股盈 利（人民幣）	1.13	0.66	0.72	9%	-36.3%	0.70	3.0%		
非《國際財務報告準則》純利 率	16%	10%	11%	1 個百 分點	(5 個百 分點)	11.0%	0 個百 分點	11.0%	0 個百 分點

來源：快手、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度營收增長乏善可陳。快手科技（快手）2026 年第 2 季的線上營銷收入按年增長 4.4%至人民幣 206.0 億元（2026 年第 1 季：+9%），主要受內容消費、生活服務和人工智能應用的穩健需求以及具韌性的電子商務廣告所推動。然而，這低於該公司先前預計的 6-6.5%增長指引。直播收入按年減少 13.5%（2026 年第 1 季度：-13.5%；2025 年第 2 季度：+8%）。於 2026 年第 2 季，Kling AI 的收入超越人民幣 850 百萬元，而 2026 年第 1 季則為人民幣 650 百萬元，按年增長超過 200%。
- 儘管 Kling 業務強勁增長，核心業務仍面臨壓力。Kling AI 於 2026 年第 2 季的收入超過人民幣 850 百萬元，意味著較一年前新增收入人民幣 600 百萬元。撇除此貢獻，我們估計快手核心收入將按年輕微下跌，主要反映直播收入按年下跌 13.5%。假設 Kling 的毛利率約為 40%，我們估計不包括 Kling 的毛利下降超過人民幣 15.0 億元，或按年下降 8%，主要由於收入分成成本增加，包括免費短劇的應用程式內廣告收入分成。

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	126,898	142,776	137,982	144,244	152,540
息稅折舊攤銷前利潤	22,278	27,682	14,947	22,913	26,353
經營利潤	15,287	20,637	7,095	14,005	16,325
純利（報告／實際）	15,344	18,624	6,539	11,891	13,647
純利（經調整）	17,716	20,647	9,161	14,631	16,545
每股收益（分）	402.1	469.0	214.0	338.4	378.9
市盈率	8.1	6.9	15.2	9.6	8.6
P/B	2.3	1.7	1.7	1.3	1.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	5.8	4.6	8.6	5.6	4.9
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	12.1	13.0	4.7	8.2	8.9
債務／（現金）淨額與權益	(20.5)	(14.1)	(14.2)	(48.7)	(52.0)
利息保障倍數（倍）	不適用	185.8	不適用	不適用	不適用
股本回報率	27.6	26.3	8.1	12.8	12.1
市場預期純利	-	-	13,629.5	15,607.3	18,374.8
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.67	0.94	0.90

來源：快手、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 37.80 元
目標價	港幣 63 元
上升空間	66.7%
早前目標價	港幣 82 元

股票數據

行業	消費者服務
股份代號	1024 HK
已發行股份（百萬股）	3,663.8
市值(百萬美元)	163,549.3
市值(百萬美元)	20,859.8
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	342.0

價格表現(%)

52 週高位/低位	港幣 92.6 元/港幣 37.42 元
1 個月	(12.7)
3 個月	(22.7)
6 個月	(44.7)
1 年	(48.7)
年初至今	(40.9)

主要股東(%)

騰訊控股有限公司	18.52
----------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣元）	19.21
2026 財年每股淨債項（人民幣元）	2.73

股價圖表



資料來源：Bloomberg

公司介紹

快手科技作為內容社區及社交平台營運。該公司協助用戶在流動裝置上創作、上傳及觀看短片。快手科技在全球提供服務。

- **加速用戶增長。**2026 年第 2 季，平均每日活躍用戶（DAU）達 4.123 億（按季減少 40 萬，按年增加 340 萬），而每月活躍用戶（MAU）達 7.973 億（按年增加 8,300 萬）。DAU/MAU 比率（用戶參與度的指標）惡化至 51.7%，而 2025 年第 2 季每 DAU 的平均線上營銷服務收入從人民幣 48.30 元增加至人民幣 50.10 元。
- **利潤率概覽。**毛利按年下跌 6%至人民幣 183.0 億元，毛利率下跌 4.1 個百分點至 51.6%，主要由於收入分成成本及相關稅項增加。非《國際財務報告準則》經營利潤按年下跌 24.5%至人民幣 45.0 億元，利潤率下降 4 個百分點至 13%，反映與人工智能相關的研發開支增加，部分被銷售及營銷開支減少所抵銷。國內經營利潤按年下跌 30.9%至人民幣 37.0 億元，而海外虧損則由 2026 年第 1 季的人民幣 31 百萬元收窄至人民幣 25 百萬元。
- **Kling AI 資金支持其在日益激烈的競爭中擴張。**Kling AI 已獲得高達美金 30.0 億元的外部資金，這應能提供更大的靈活性以支持計算投資，並有助於吸引和留住關鍵人才。然而，隨著 Seedance 強勁的發展勢頭以及 MiniMax 推出定價積極的 H3 影片模型，競爭日趨激烈。我們認為，在價格敏感的創作者和廣告內容應用場景中，競爭風險更大，而 Kling 在高端專業領域（例如短劇和動畫漫畫）應能保持更好的定位，在這些領域中，內容品質、可控性和製作一致性更為關鍵。
- **資本配置日益支撐估值。**Kling 擁有淨現金人民幣 850 億元，投後估值約為美金 180 億元，而快手保留 68.3%股權，我們相信更強勁的股東回報可在目前人民幣 1,400 億元的市值下提供有意義的下行支持。反之，倘若沒有更實質的股份回購或股息，投資者可能會越來越傾向於直接投資 Kling，而非投資於日漸疲弱的核心業務。因此，近期指引將繼續是盈利預期及股價表現的重要催化劑。
- **受核心業務壓力及持續人工智能投資影響，2026 年第 3 季/2026 年展望遜於預期。**管理層預期，2026 年第 3 季度收入將按年下降 7.5%，而 2026 年全年收入將按年下降 3.5%，主要反映廣告業務疲軟、直播業務表現不佳及商家合規壓力。Kling 仍然是主要的增長動力，預計 2026 年第 3 季度的收入將超過人民幣 850 百萬元，按年增長逾 180%。毛利率指引為 2026 年第 3 季/2026 年 49%/50-51%，而調整後純利預計為人民幣 7.0 億元/人民幣 85.0-90.0 億元，低於預期，原因是核心收入疲軟以及對人工智能/Kling 的持續投資拖累了盈利能力。
- **股份回購。**於 2026 年上半年，快手回購了港幣 19.70 億元的股份。連同於 2026 年股東週年大會上批准的港幣 30.0 億元末期股息，股東總回報達港幣 50.0 億元相當於其現時市值之 3.0%。

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 63 元，相當於 2026 年預測市盈率 26.5 倍，與同業一致。鑑於 Kling 的強勁增長，我們採用 20 倍市銷率。公司目前以 16 倍 2026 年預測市盈率進行交易，而未來三年的每股盈利複合年增長率為 32%。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026 年收入及盈利預測分別下調 7%及 44%，此乃計及直播及線上營銷收入疲弱，以及對 Kling AI 增加投資的因素。
- 風險包括: a)在宏觀經濟環境疲弱下廣告增長放緩; b)來自抖音的競爭加劇; c)限制未成年人觀看短片的時間; 及 d)新業務虧損擴大。

股價催化劑

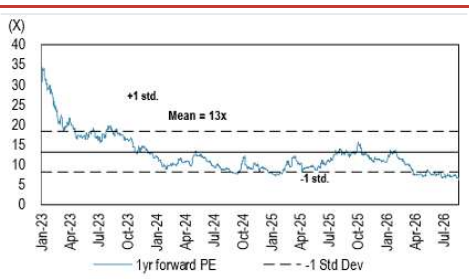
- a) 所有類別的變現率提高, b) Kling AI 的變現率增加, 及 c)解除對互聯網平台的監管。

分部加總估值

2027 年預測	收益 (人民幣百萬元)	商品交易總額 (人民幣百萬元)	純利	市銷率 (倍)	市盈率 (倍)	致快手 (港元)	港元/股
直播	32,346		3,882		3	12,460	3
網上營銷	84,817		15,267	1	4	65,343	15
電子商務	24,047	1,579,746	3,607	1	7	23,665	5
Kling AI	6,038			20		86,039	19
其他	3,034			2		6,492	1
淨現金						101,459	23
分部加總估值						278,250	63

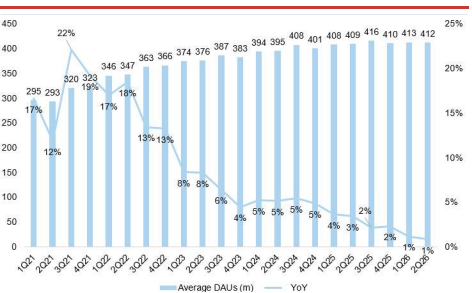
來源：大華繼顯

12 個月遠期市盈率區間



來源：彭博、大華繼顯

平均 DAU



來源：快手、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	142,776.0	137,982.1	144,243.9	152,539.6
息稅折舊攤銷前利潤	27,682.0	14,946.7	22,912.8	26,353.5
折舊及攤銷	7,045.0	7,851.6	8,907.5	10,028.5
息稅前利潤	20,637.0	7,095.1	14,005.3	16,325.0
總其他非經營收入	0.0	0.0	0.0	(0.0)
聯營公司貢獻	(16.0)	(15.0)	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	(149.0)	1,075.8	672.5	472.9
除稅前溢利	20,472.0	8,155.9	14,677.8	16,797.9
稅務	(1,848.0)	(1,616.6)	(2,786.9)	(3,151.4)
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	18,624.0	6,539.3	11,890.8	13,646.5
純利（經調整）	20,647.0	9,160.9	14,631.5	16,544.8

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	26,716.0	3,125.0	19,417.1	25,344.3
年度溢利	20,472.0	8,155.9	14,677.8	16,797.9
稅務	(1,848.0)	(1,616.6)	(2,786.9)	(3,151.4)
折舊及攤銷	7,045.0	7,851.6	8,907.5	10,028.5
聯營公司	16.0	15.0	0.0	0.0
營運資金變動	(1,249.0)	7,115.4	(3,805.3)	(1,276.7)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流	2,280.0	(18,396.3)	2,424.0	2,946.0
投資	(26,256.0)	(23,958.0)	(33,176.1)	(27,152.0)
資本支出(增長)	(14,942.0)	(43,050.4)	(33,176.1)	(27,152.0)
投資	46,115.0	43,909.0	47,012.6	50,116.2
其他	(57,429.0)	(24,816.6)	(47,012.6)	(50,116.2)
融資	(1,925.0)	21,139.0	53,118.7	13,835.9
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	4,422.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他/已付利息	(6,347.0)	21,139.0	53,118.7	13,835.9
現金流入（流出）淨額	(1,465.0)	306.0	39,359.7	12,028.2
年初現金及現金等價物	12,697.1	11,180.1	11,405.1	50,764.8
匯兌影響導致的變動	(52.0)	(81.0)	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	11,180.1	11,405.1	50,764.8	62,793.0

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	22,869.0	34,126.0	31,943.4	35,423.4
其他長期資產	64,086.0	66,788.0	118,174.9	134,922.1
現金/短期投資	11,180.0	11,696.0	50,764.8	62,793.0
其他流動資產	66,369.0	87,156.0	87,335.6	88,335.8
資產總額	164,504.0	199,766.0	288,218.7	321,474.3
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	67,535.0	93,977.0	100,643.9	109,034.2
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	17,385.0	23,516.0	57,263.7	65,584.2
股東權益	79,558.0	82,239.0	104,221.9	120,766.6
少數股東權益	26.0	34.0	34.0	34.0
負債及權益總額	164,504.0	199,766.0	262,163.5	295,419.1

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	19.4	10.8	15.9	17.3
稅前利潤率	14.3	5.9	10.2	11.0
純利率	13.0	4.7	8.2	8.9
資產回報率	12.2	3.6	4.9	4.5
股本回報率	26.3	8.1	12.8	12.1

增長

營業額	12.5	(3.4)	4.5	5.8
息稅折舊攤銷前利潤	24.3	(46.0)	53.3	15.0
除稅前溢利	32.1	(60.2)	80.0	14.4
純利	21.4	(64.9)	81.8	14.8
純利（經調整）	16.5	(55.6)	59.7	13.1
每股收益	16.7	(54.4)	58.1	12.0

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	(14.1)	(14.2)	(48.7)	(52.0)
利息保障倍數（倍）	185.8	不適用	不適用	不適用

平安健康醫療科技有限公司 (1833 HK)

2026 年上半年：盈利利潤率擴張優於預期；非核心業務終止經營拖累 2026 年收入

重點

- 平安好醫生 2026 年上半年收入按年減少 0.7%，乃由於非核心業務逐漸終止，而經調整純利按年增長 37.7%，受惠於強勁的利潤擴張，超出我們及市場普遍預期的 2026 年估計。
- 我們將 2026 年收入增長預期下調至按年 0.2%，但預計 2026-28 年收入及經調整純利複合年增長率分別為 14%及 35%，此乃受惠於持續優化業務組合，轉向企業健康管理及人工智能賦能。
- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 10 元，中期盈利動力依然不變。

2026 年上半年業績

截至12月31日止年度（人民幣百萬元）	2025年上半年	2026年上半年	同比百分比變動
收益	2,502	2,484	-0.7
商業保險賦能	1,584	1,584	0.0
企業健康管理	432	714	65.1
其他	486	186	-61.8
毛利	840	957	13.9
銷售費用	-381	-386	1.3
一般及行政開支	-372	-406	9.0
經營利潤(息稅前利潤)	87	165	90.3
股東應佔溢利	134	219	63.5
調整後純利	165	227	37.7
比率(%)	2025年上半年	2026年上半年	按年百分點變動
毛利率	33.6	38.5	5.0
銷售費用	15.2	15.5	0.3
行政費用	14.9	16.3	1.5
息稅前利潤率	3.5	6.6	3.2
純利率	5.4	8.8	3.5
調整後純利率	6.6	9.1	2.5

來源：平安好醫生、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年盈利超出預期。平安健康醫療科技有限公司（平安好醫生）2026 年上半年收入按年下跌 0.7%至人民幣 24.80 億元，低於我們及市場共識對 2026 年按年增長 5.4%及 8.6%的預期。經調整純利於 2026 年上半年按年增長 37.7%至人民幣 227 百萬元，超出我們及市場普遍預期 2026 年按年增長 11.1%及 12.4%。於 2026 年第 2 季，收入按年下降 8.0%，而經調整純利率則由 2025 年的 7.6%及 2026 年第 1 季的 7.3%改善至 10.7%。

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	4,808	5,468	5,481	6,231	7,132
息稅折舊攤銷前利潤	-74	172	353	574	856
經營利潤	-170	98	318	537	816
純利（報告 / 實際）	81	380	486	658	887
純利（經調整）	158	414	497	671	903
每股收益（分）	13.1	20.1	23.3	31.5	42.3
市盈率（倍）	46.7	30.4	26.3	19.4	14.5
市賬率（倍）	1.8	1.3	1.3	1.2	1.1
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	不適用	62.6	30.6	18.8	12.6
股息收益率(%)	0.0	26.2	0.0	0.0	0.0
純利率(%)	1.7	6.9	8.9	10.6	12.4
債務／（現金）淨額與權益(%)	-57.0	-17.3	-23.4	-32.3	-42.8
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(%)	1.0	5.6	4.8	6.1	7.7
市場預期純利	-	-	457	591	727
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.09	1.14	1.24

資料來源：平安好醫生、彭博、大華繼顯

分析師

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

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

買入（維持）

股價	港幣7.13元
目標價	港幣10元
上升空間	+40.3%
早前目標價	港幣11元

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	1833 HK
已發行股份（百萬股）	2,161
市值(百萬港元)	15,411
市值(百萬美元)	1,966
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	12.4

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 24.40 元/港幣 6.57 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(4.9)	(26.4)	(48.7)	(57.8)	(49.4)

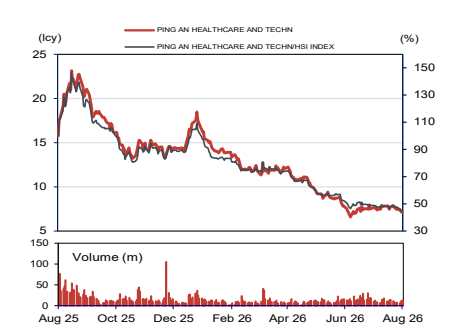
主要股東(%)

平安集團	53.7
------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	4.9
2026 財年每股淨現金（人民幣）	1.1

股價圖表



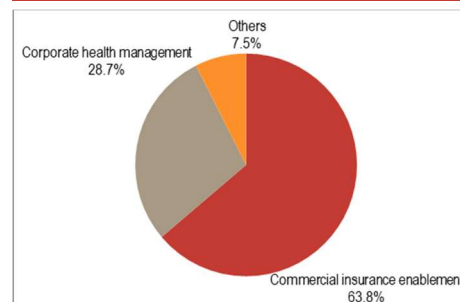
資料來源：Bloomberg

公司介紹

平安好醫生是中國領先的線上醫療服務供應商，提供流動平台，用於線上諮詢、醫院轉介及預約、健康管理及健康互動服務。

- **2026 年上半年收入因非核心業務刻意縮減而放緩。**按業務分部劃分，商業保險賦能收入於 2026 年上半年按年持平，錄得人民幣 15.80 億元，此乃由於業務正持續轉型所致。企業健康管理收入按年飆升 65.1% 至人民幣 714 百萬元，使其佔總收入的份額增至 28.7%（較 2025 年上半年之 17.3% 按年上升 11.5 個百分點）。其服務超過 7,700 名付費企業客戶（按年增長逾 73%），分部商品交易總額（GMV）超過人民幣 17.90 億元。來自這兩個核心業務分部的收益合計按年增長約 14.0%。其他收入按年下跌 61.8% 至人民幣 186 百萬元，原因是公司刻意終止低利潤非核心業務（例如非核心網上商城產品銷售及低利潤體檢項目）。
- **受惠於業務組合優化及人工智能賦能，盈利能力於 2026 年上半年持續改善。**毛利率於 2026 年上半年按年上升 5.0 個百分點至 38.5%，主要受惠於優化收入組合，轉向更高利潤的企業健康管理業務及人工智能賦能所帶動。人工智能於 2026 年上半年貢獻了約 4.6% 的毛利（而 2025 年則為約 4.5%）。銷售、一般及行政開支/收入比率於 2026 年上半年按年輕微上升 1.8 個百分點至 31.9% 2026 年上半年，反映出核心業務的快速擴張。經調整純利率於 2026 年上半年升至 9.1%，高於 2025 年的 7.6% 及 2026 年第 1 季的 7.3%。管理層預期毛利率於 2026 年下半年將維持在相對較高及合理水平。
- **企業健康管理持續推動增長，長遠目標為貢獻逾 50% 的收入。**平安好醫生強調，企業健康管理與商業保險賦能共同支撐其增長策略。其指出，企業健康管理已達致可盈利規模，並預期該業務分部將於長遠而言貢獻逾 50% 的總收入。商業保險賦能仍是穩定的驅動力，並獲平安集團保險及銀行渠道的深度整合所支持。截至 2026 年 6 月底，合資格享有服務的居家客戶已突破 310,000 名。使用「平安居家」福利的客戶之首年保費增加 9.7 倍。全渠道網絡及平安健康支付（覆蓋約 149,000 間藥房及 80% 的藥房商品交易總額）持續鞏固生態系統。平安好醫生預期，鑑於履行週期不同，非核心業務的剩餘拖累將持續至 2026 年及 27 年初。
- **AI 賦能創新以提升服務能力。**平安好醫生於 2026 年上半年繼續擴展人工智能，以其大型多模態模型「平安醫學大師」及五個涵蓋主要醫療場景的垂直人工智能模型為核心。截至 2026 年 6 月底，人工智能醫生輔助診斷/治療涵蓋逾 11,300 種疾病，準確率近 96%（截至 2025 年底為 95.1%），而多學科團隊（MDT）平台準確率則達近 90%，並從乳腺癌擴展至胃癌。「AI+醫生」服務覆蓋平安集團 100% 的零售客戶，其中逾 970 萬人使用「AI 醫生」。

分部收入（2026 年上半年）



來源：平安好醫生、大華繼顯

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 10 元，乃基於 2027 年預測市銷率 2.9 倍（隱含 2027 年預測市盈率 27.4 倍），反映非核心業務終止後，近期收入增長軌跡放緩。該股票目前以 2.1 倍 2027 年預測市銷率及 19.9 倍 2027 年預測市盈率進行交易。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026 年收入增長預期從按年 5.4% 下調至按年 0.2%，同時根據 2026 年較為疲軟的收入前景和更快的利潤率擴張，將經調整純利預期從人民幣 460 百萬元上調至人民幣 497 百萬元。
- 風險：a) 行業政策變動；b) 商業保險賦能復甦緩慢；c) 競爭加劇；及 d) 經濟狀況可能弱於預期。

股價催化劑

- a) 2026 年上半年業績穩健，2026-28 年增長前景光明，b) 與平安的協同效應深化，c) 透過人工智能賦能提升服務能力/效率，及 d) 2026 年下半年/2027 年收入組合持續改善及利潤率擴大。

損益表

截至12月31日止年度	2025	2026年預	2027年預	2028年預
(人民幣百萬元)				
淨營業額	5,468	5,481	6,231	7,132
息稅折舊攤銷前利潤	172	353	574	856
折舊及攤銷	75	35	37	40
息稅前利潤	98	318	537	816
總其他非經營收入	177	135	139	143
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／(支出)	106	100	100	100
除稅前溢利	381	553	776	1,058
稅務	(3)	(66)	(116)	(169)
少數股東權益	2	(1)	(1)	(2)
純利	380	486	658	887
純利 (經調整)	414	497	671	903

現金流量

截至12月31日止年度	2025	2026年預	2027年預	2028年預
(人民幣百萬元)				
營運	451	659	1,080	1,493
除稅前溢利	381	553	776	1,058
稅務	(3)	(66)	(116)	(169)
折舊及攤銷	75	35	37	40
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	97	237	483	664
非現金項目	-	-	-	-
其他經營現金流	(99)	(100)	(100)	(100)
投資	3,172	60	55	48
資本支出(增長)	(40)	(40)	(45)	(52)
投資	-	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	3,212	100	100	100
融資	(3,945)	-	-	-
支付股息	(3,672)	-	-	-
借款所得款項	-	-	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他/已付利息	(273)	-	-	-
現金流入 (流出) 淨額	(321)	719	1,134	1,541
年初現金及現金等價物	2,045	1,720	2,439	3,573
匯兌影響導致的變動	(3)	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,720	2,439	3,573	5,114

資產負債表

截至12月31日止年度	2025	2026年預	2027年預	2028年預
(人民幣百萬元)				
固定資產	86	90	98	108
其他長期資產	4,457	4,457	4,458	4,460
現金/短期投資	1,720	2,439	3,573	5,114
其他流動資產	6,968	7,020	7,258	7,544
資產總額	13,231	14,007	15,388	17,226
短期債務	-	-	-	-
其他流動負債	3,214	3,504	4,225	5,174
長期債務	-	-	-	-
其他長期負債	112	112	112	112
股東權益	9,916	10,403	11,062	11,951
少數股東權益	(11)	(11)	(11)	(11)
負債及權益總額	13,231	14,007	15,388	17,226

關鍵指標

截至12月31日止年度 (%)	2025	2026年預	2027年預	2028年預
盈利能力				
毛利率	32.4	37.5	37.9	38.3
稅前利潤率	7.0	10.1	12.4	14.8
純利率	6.9	8.9	10.6	12.4
資產回報率	2.5	3.6	4.5	5.4
股本回報率	5.6	4.8	6.1	7.7
增長				
營業額	13.7	0.2	13.7	14.5
毛利	16.3	16.0	14.9	15.7
除稅前溢利	306.1	45.2	40.3	36.4
純利	366.1	28.0	35.5	34.8
純利 (經調整)	161.3	20.1	35.0	34.5
每股收益	53.4	15.9	35.0	34.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	-	-	-	-
債務權益比率	-	-	-	-
債務／(現金) 淨額與權益	(17.3)	(23.4)	(32.3)	(42.8)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

中國生物製藥 (1177 HK)

2026 年上半年：業績符合預期；創新產品繼續帶動增長

重點

- 中生製藥公佈 2026 年上半年業績令人滿意，收入按年增長 10.6%至人民幣 194.40 億元；基礎純利為人民幣 33.40 億元，按年增長 8.1%，倘剔除 2025 年上半年收到的科興生命科學股息，則按年增長 92.3%。
- 該公司擁抱人工智能，在其人工智能驅動的藥物發現方面取得突破，並顯著提升了營運效率。該公司維持其 2026 年雙位數收入增長目標，預計創新藥物銷售及對外授權收入將進一步推動 2026 年的盈利增長。
- 維持「買入」評級，目標價為港幣 7.20 元。

2026 年上半年業績

截至12月31日止年度（人民幣百萬元）	2025年上半年	2026年上半年	按年%
收益	17,575	19,444	10.6
工業產品銷售	17,248	18,222	5.6
對外授權	44	975	2,101.9
其他	282	247	(12.4)
毛利	14,494	16,148	11.4
銷售費用	(6,450)	(5,260)	(18.4)
一般及行政費用	(1,094)	(969)	(11.3)
研發費用	(3,188)	(3,080)	(3.4)
息稅前利潤	3,408	6,612	94.0
歸屬於股東的純利	3,389	3,435	1.4
經調整歸屬於股東的純利	3,088	3,339	8.1
經調整股東應佔純利（不包括科興生命科學股息）	1,736	3,339	92.3
經調整每股盈利（人民幣）	0.17	0.19	8.2
比率(%)	2025年上半年	2026年上半年	按年百分點變動
毛利率	82.5	83.0	0.6
銷售費用佔收入百分比	36.7	27.1	(9.6)
一般及行政開支佔收入百分比	6.2	5.0	(1.2)
研發費用佔收入百分比	18.1	15.8	(2.3)
營業利潤率	19.4	34.0	14.6
純利率	19.3	17.7	(1.6)
經調整純利率	17.6	17.2	(0.4)

來源：中生製藥、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績令人滿意。中國生物製藥（中生製藥，或稱 SBP 集團）報告 2026 年上半年收入為人民幣 194.40 億元，按年增長 10.6%，其中人民幣 975 百萬元來自對外授權（2025 年上半年：人民幣 44 百萬元）。經調整純利按年增長 8.1%至人民幣 33.40 億元，倘剔除於 2025 年上半年收取的科興生命科學股息，則按年增長 92.3%。中期股息按年增長 40%至每股 7 港仙。

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	28,866	31,834	36,236	38,796	42,163
息稅折舊攤銷前利潤	6,490	7,431	8,481	8,772	9,609
經營利潤	5,169	6,219	7,087	7,361	8,184
純利（報告 / 實際）	1,920	2,343	2,579	2,688	2,983
純利（經調整）	3,457	4,541	5,017	5,355	5,902
每股收益	18.9	25.2	27.9	29.7	32.8
市盈率（倍）	21.8	16.3	14.8	13.8	12.6
市賬率（倍）	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	15.3	13.3	11.7	11.3	10.3
股息收益率(%)	1.6	2.2	2.4	2.6	2.9
純利率(%)	12.0	14.3	13.8	13.8	14.0
債務／（現金）淨額與權益(%)	18.8	27.2	30.6	26.4	24.6
利息保障倍數（倍）	無意義	無意義	無意義	無意義	無意義
股本回報率(%)	6.2	7.5	8.3	8.4	9.1
市場預期純利	不適用	不適用	4,180	4,507	5,002
大華繼顯／市場預期（倍）	不適用	不適用	1.20	1.19	1.18

資料來源：中生製藥、彭博、大華繼顯

分析師

竇曉琴

carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

陳穎翀

sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

買入（維持）

股價	港幣 4.79 元
目標價	港幣 7.20 元
上升空間	50.31%

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	1177 HK
已發行股份（百萬股）	18,683
市值(百萬港元)	89,491
市值(百萬美元)	11,412
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	59

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 9.12 元/港幣 4.19 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(3.8)	(8.6)	(26.6)	(35.2)	(22.5)

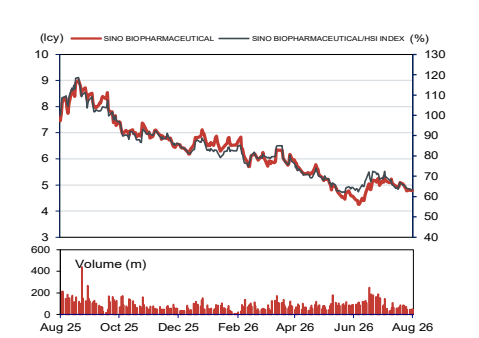
主要股東(%)

謝家族	46.64
-----	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	1.75
2026 財年每股淨現金（人民幣）	(0.52)

股價圖表



資料來源：Bloomberg

公司介紹

中國生物製藥是中國領先的製藥供應商。它提供涵蓋心腦血管疾病、肝炎、腫瘤、鎮痛、呼吸系統及糖尿病藥物等廣泛治療領域的藥品。

- **創新藥物及對外授權佔收入的 45.2%。**2026 年上半年，創新藥銷售額及對外授權收入按年增長 44.3%至人民幣 87.90 億元，佔總收入的比例由 2025 年上半年的 34.7%上升至 45.2%；單計創新藥銷售額按年增長 29.2%至人民幣 78.10 億元，佔總收入的 40.2%。按治療領域劃分，腫瘤科收入按年增長 20.4%至人民幣 80.60 億元，佔總收入的 41.4%；外科/鎮痛科收入按年增長 3.4%至人民幣 32.10 億元，佔總收入的 16.5%。截至 2026 年，國家藥品監督管理局已批准四款國家 1/2 類創新藥及四項新適應症。
- **AI 整合提升了營運效率。**毛利率於 2026 年上半年按年上升 0.6 個百分點至 83.0%。銷售及分銷成本按年下跌 18.4%至人民幣 52.60 億元，令銷售費用比率按年下降 9.6 個百分點至 27.1%，而一般及行政費用比率按年下降 1.2 個百分點至 5.0%，研發費用則按年下跌 3.4%至人民幣 30.80 億元，佔收入的 15.8%（2025 年上半年:18.1%）。綜合而言，這些因素使息稅前利潤按年增長 94.0%至人民幣 66.10 億元，經營利潤率按年上升 14.6 個百分點至 34.0%。據管理層表示，透過在其整體營運中積極推進人工智能整合，公司已顯著改善其營運，並在人工智能驅動的藥物發現方面取得突破。其目標為於 2026 年將毛利率維持在 80%以上，銷售費用率維持在 35%以下。
- **中國生物製藥維持 2026 年雙位數收入增長目標，**預計創新藥及對外授權收入將佔 2026 年總收入約 50%。這得益於創新藥物銷售增長及對外授權收入增加（預計阿斯利康的美金 200 百萬元預付款將於 2026 年下半年入賬）。我們相信這是高度可實現的，因為公司已推出越來越多的新產品，並且還從葛蘭素史克(GSK)獲得了 Bepirovirsen(2026 年 5 月)以及 Trelegy Ellipta 和 Anoro Ellipta（2026 年 7 月）的中國大陸商業化權利，其在中國的銷售額將計入公司的收入。
- **對外授權收入成為新的收入來源。**於 2026 年 3 月，中國生物製藥授予賽諾菲 rovaditinib 的全球獨家許可，使其有權獲得美金 135 百萬元預付款及合共最高美金 15.30 億元，另加雙位數特許權使用費，並於 2026 年 7 月將 TQC3721 授權予阿斯利康，收取美金 200 百萬元預付款及合共最高美金 19.0 億元。管理層深信其強勁的產品線將吸引更多業務發展交易，並預期對外授權將成為經常性收益來源。
- **項目儲備進入收成期。**該公司專注於首創及同類最佳候選藥物，目標是將其總收入約 19%投資於研發。其已累計獲得 20 種國家 1/2 類創新藥的上市批准，並預計在 2026-30 年間推出 30 多種創新產品。穩健的業務儲備支持其光明的長期增長前景。

估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價為港幣 7.20 元，乃基於分類加總估值，包括：a) 現有藥物按 8 倍 2026 年預測市盈率計為每股港幣 2.73 元；及 b) 淨資產價值推算之產品線價值為每股港幣 4.47 元（加權平均資本成本為 10.5%，永續增長率為 3.3%）。

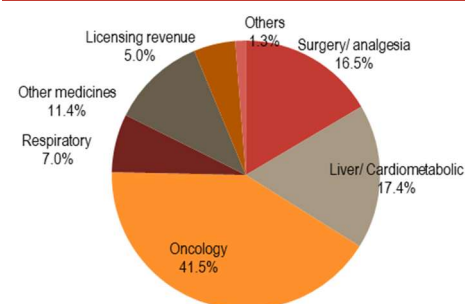
盈利預測調整/風險

- 風險包括：a) 政策風險差於預期，包括反腐運動及帶量採購計劃帶來的價格壓力等；b) 研發及新產品推出可能延遲或失敗；及 c) 市場競爭加劇。

股價催化劑

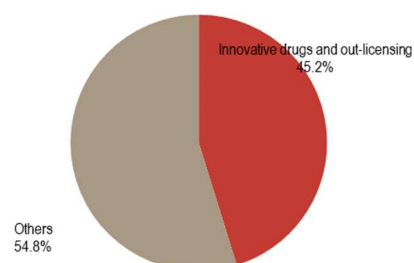
- a) 批准及推出新創新藥物及適應症，b) 進一步對外授權交易，及 c) 三種在中國獲授權的葛蘭素史克產品的增長速度快於預期。

按分部收入（2026 年上半年）



來源：中生製藥、大華繼顯

創新藥物貢獻（2026 年上半年）



來源：中生製藥、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	31,834	36,236	38,796	42,163
息稅折舊攤銷前利潤	7,431	8,481	8,772	9,609
折舊及攤銷	1,212	1,393	1,411	1,425
息稅前利潤	6,219	7,087	7,361	8,184
聯營公司貢獻	(151)	(151)	(151)	(151)
其他非經營收入總額	520	400	440	484
淨利息收入／(支出)	355	306	314	322
除稅前溢利	6,943	7,642	7,964	8,839
稅務	(1,629)	(1,793)	(1,868)	(2,073)
少數股東權益	(2,971)	(3,270)	(3,408)	(3,782)
純利	2,343	2,579	2,688	2,983
純利（經調整）	4,541	5,017	5,355	5,902

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	8,218	8,087	7,294	7,268
除稅前溢利	6,943	7,642	7,964	8,839
稅務	(1,192)	(1,745)	(1,846)	(2,014)
折舊及攤銷	1,212	1,393	1,411	1,425
營運資金變動	2,555	2,047	1,025	285
非現金項目	-	-	-	-
其他經營現金流	(1,300)	(1,250)	(1,259)	(1,267)
投資	(5,129)	(3,604)	(135)	(240)
資本支出(增長)	(1,303)	(1,441)	(1,522)	(1,627)
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(3,826)	(2,163)	1,387	1,387
融資	965	(6,157)	(6,431)	(7,056)
支付股息	(5,100)	(5,620)	(5,902)	(6,536)
股份發行	-	-	-	-
借款所得款項	6,344	(400)	(400)	(400)
償還貸款	-	-	-	-
其他/已付利息	(278)	(137)	(128)	(120)
現金流入（流出）淨額	4,054	(1,674)	729	(28)
年初現金及現金等價物	3,573	7,627	5,952	6,682
匯兌影響導致的變動	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	7,627	5,952	6,682	6,653

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	8,931	8,954	9,059	9,256
其他長期資產	32,613	33,806	33,835	33,905
現金/短期投資	7,627	5,952	6,682	6,653
其他流動資產	26,838	29,799	30,008	31,752
資產總額	76,010	78,511	79,584	81,565
短期債務	8,395	8,195	7,995	7,795
其他流動負債	16,804	19,340	20,514	22,558
長期債務	7,584	7,384	7,184	6,984
其他長期負債	1,140	1,277	1,383	1,491
股東權益	30,671	31,439	32,195	33,048
少數股東權益	11,415	10,875	10,313	9,689
負債及權益總額	76,010	78,511	79,584	81,565

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	82.1	82.1	82.2	82.2
稅前利潤率	21.8	21.1	20.5	21.0
純利率	7.4	7.1	6.9	7.1
資產回報率	3.3	3.3	3.4	3.7
股本回報率	7.5	8.3	8.4	9.1
增長				
營業額	10.3	13.8	7.1	8.7
毛利	11.0	13.9	7.1	8.7
除稅前溢利	31.6	10.1	4.2	11.0
純利	22.0	10.1	4.2	11.0
純利（經調整）	31.4	10.5	6.7	10.2
每股收益	33.5	10.5	6.7	10.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	34.3	33.1	32.0	30.9
債務權益比率	52.1	49.6	47.1	44.7
債務／（現金）淨額與權益	27.2	30.6	26.4	24.6
利息保障倍數	無意義	無意義	無意義	無意義

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

香港交易所 (0388 HK)

最後價格： 港幣 414.60 元
 支撐位： 港幣 400.60 元/港幣 395.80 元
 阻力位： 港幣 431.00 元/港幣 450.80 元

技術分析：

多头成功稳守阻力转支撑区域，主升趋势依然坚挺完好。盘面底层技术指标对这一走势形成了强有力支撑，RSI 稳定运行于 50 中轴上方并再度拐头向上，预示着新鲜买盘正在被积极吸收。只要价格不跌破该关键支撑位，最小阻力路径动态将继续主导盘面，推动价格向更高的上方阻力位展开看涨的延续性拉升。

平均時限：約兩週。



貝殼 (2423 HK)

最後價格： 港幣 44.58 元
 支撐位： 港幣 43.20 元/港幣 42.64 元
 阻力位： 港幣 47.20 元/港幣 50.50 元

技術分析：

价格行为成功稳守于缺口支撑区域上方，并以该需求底座构筑出收敛的三角整理形态。这一蓄势结构代表了主升趋势运行过程中的健康休整，而非趋势的反转。只要这一关键缺口底座未被破坏，盘面结构将优先有利于价格自整合平台向上突破，从而重拾上行动能并向更高的上方阻力目标挺进。

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."