UOBKayHian

國家/地區日報 | 大中華

Friday, 20 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)	49097.1	(2.2)	(6.1)	(5.5)	2.2
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7175.8	(2.0)	(5.5)	(6.7)	4.8
富時 100 指數(FTSE 100)	10452.7	(0.9)	(3.8)	(2.9)	5.2
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8836.6	(1.1)	(4.7)	(1.2)	(2.0)
滬深 300 指數(CSI 300)	3984.8	0.0	(1.5)	(4.0)	(13.9)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5079.5	0.5	(3.8)	(6.0)	9.3
恒生中國企業指數(HSCEI)	7690.3	(1.9)	(4.5)	(4.2)	(13.7)
恒生指數(HSI)	22841.6	(1.9)	(4.9)	(5.6)	(10.9)
雅加達綜合指數(JCI)	5194.1	(1.0)	(1.1)	(1.6)	(39.9)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1566.2	(0.0)	(1.2)	(2.1)	(6.8)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	5137.9	1.4	(3.8)	(7.5)	21.9
日經 225 指數(Nikkei 225)	59444.2	0.7	(2.3)	(7.2)	18.1
泰國證券交易所指數(SET)	1472.6	0.0	(1.8)	(5.3)	16.9
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	38426.9	(4.4)	(10.8)	(17.0)	32.7
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2901	(0.4)	(3.9)	13.9	54.6
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4125	(1.3)	0.1	(7.4)	4.9
布蘭特原油(美元/桶)	93	0.8	(3.2)	(15.4)	52.4

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

重點要聞

行業更新 | 汽車 第 3 頁→

- 11 月 1 日至 15 日期間，新能源汽車零售銷量按年下跌 13%，而燃油車零售銷量則幾近減半。記憶體晶片價格可能令 2027 年配備先進駕駛輔助系統（ADAS）的純電動車成本增加人民幣 4,000-8,000 元。工信部每年將對 17 家車企的供應商付款條款進行審查。我們預測理想汽車與速騰聚創 2026 年第 3 季度的淨虧損分別為人民幣 17 億元（按年+172% / 按季持平）及人民幣 2.25 億元（按年+248% / 按季+186%）。維持「與大市一致」評級。「買入」評級股：比亞迪、吉利；「沽售」評級股：理想汽車、小鵬汽車。

公司業績 | 阿里巴巴集團 （9988 HK / **買入** / 港幣 80.55 元 / 目標價：港幣 134 元） 第 6 頁→

- 阿里巴巴 2027 財年第 2 季度業績喜憂參半。收入同比增長 9.6%至人民幣 2,715 億元，大致符合我們及市場預期。經調整息稅攤銷前利潤同比增長逾一倍至人民幣 326 億元，高於我們預期 6.1%，主要受惠於雲業務息稅攤銷前利潤率提升及即時零售業務虧損收窄。非美國通用會計準則純利同比增長 92.3%至人民幣 199 億元，但較我們及市場預期低 29%。資本支出達人民幣 505 億元（同比增長 60%），低於上季度的人民幣 677 億元。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 134 元（美金 137 元）。

公司業績 | 快手 （1024 HK / **沽售** / 港幣 23.04 元 / 目標價：港幣 19 元） 第 9 頁→

- 快手 2026 年第 3 季度收入遜於預期，而盈利則勝預期。 收入按年下跌 11.1%至人民幣 316 億元，較我們的預期及市場預期均低約 4%，主因是線上營銷及直播收入疲弱。 毛利率按年收窄 6.5 個百分點至 48.2%，反映收入分成及頻寬成本增加。 非《國際財務報告準則》純利按年下跌 84.2%至人民幣 7.9 億元，但超出我們及市場預期的預期。 管理層預期收入及利潤率於 2026 年第 4 季度將持續受壓。 下調評級至「沽售」，目標價下調至港幣 19 元。

公司業績 | 聯想集團 （992 HK / **買入** / 港幣 16.25 元 / 目標價：港幣 30.5 元） 第 12 頁→

- 三大業務分部表現均大幅超出預期，其中 ISG 業務仍為最大增長引擎，收入按季增長 33%，經營利潤率亦按季進一步擴大 0.5 個百分點。展望未來，管理層對 IDG 業務的韌性以及 ISG 的高速增長保持信心，並認為 2028 年後人工智能基礎設施資本支出未見放緩跡象。話雖如此，因考慮到市場對人工智能基礎設施支出的情緒持續疲弱，我們基於較低的估值倍數將目標價下調至港幣 30.5 元。維持「買入」評級。

免責聲明：「交易員專欄」（Traders'Corner）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。因此，我們可能會不時作出與我們基本面「買入 / 持有 / 沽售」（BUY/HOLD/SELL）評級相反的技術分析建議。

公司業績 | 網易 （9999 HK / **持有** / 港幣 186.9 元 / 目標價：港幣 173 元） 第 15 頁→

- 網易 2026 年第 3 季度的收入及盈利遜於預期。收入按年下降 1.8%至人民幣 279 億元，較我們及市場預測低 8%至 9%，主要由於遊戲收入疲弱所致。受惠於收入分成成本下降，毛利率按年擴大 4.3 個百分點至 68.4%。非美國通用會計準則 純利同比下跌 3.6%至人民幣 92 億元，較我們及市場預期低 10%至 11%，主要受投資收益減少及實際稅率上升所拖累。下調評級至「持有」，目標價調低至港幣 173 元（美金 111 元）。

公司業績 | 拼多多 （PDD US / **買入** / 美金 77.45 元 / 目標價：美金 115 元） 第 18 頁→

- 拼多多 2026 年第 3 季度利潤表現穩健，超出預期。 收入按年持平於人民幣 1,083 億元，較我們及市場預期低約 6%，原因是具韌性的國內電商貨幣化抵銷了 Temu 放緩的增長。 銷售及營銷費用下降推動非美國通用會計準則 經營利潤按年增長 20.5%至人民幣 326 億元，而非美國通用會計準則 純利則按年下跌 1.2%至人民幣 310 億元，較我們及市場普遍預期高出 14%至 15%。 維持「買入」評級，目標價維持美金 115 元不變。

公司更新 | 華潤萬象生活 （1209 HK / 買入 / 港幣 37.5 元 / 目標價：港幣 50 元） 第 21 頁→

- 我們估計華潤萬象生活旗下商場於 2026 年 10 月的零售銷售總額按年錄得低單位數增長。同店銷售輕微回落，其中奢華商場的同店銷售表現今年首次遜於整體物業組合。2026 年首 10 個月的增長維持在雙位數。受負財富效應影響，我們預期 2027 年上半年奢侈品銷售增長將會放緩，同店銷售亦將錄得跌幅。我們略微下調核心純利預測，並將目標價降至港幣 50 元。維持「買入」評級。

技術分析

中芯國際 | 981 HK 第 24 頁→

- 支持位：港幣 44.4 元 / 港幣 41.06 元
- 阻力位：港幣 52.7 元 / 港幣 54.3 元

美團 | 3690 HK 第 24 頁→

- 支持位：港幣 63.65 元 / 港幣 61.1 元
- 阻力位：港幣 70.15 元 / 港幣 72.95 元

汽車

中國汽車行業週報（2026 年 11 月 20 日）

重點

- 11 月 1 日至 15 日期間，新能源汽車零售銷量按年下跌 13%，而燃油車零售銷量則幾乎減半。
- 記憶體晶片價格可能會在 2027 年使配備 ADAS 的 BEV 成本增加人民幣 4,000-8,000 元。
- 工信部將每年檢查 17 間車企的供應商付款條款。
- 我們估計理想汽車和速騰聚創 2026 年第 3 季度的淨虧損分別為人民幣 17 億元（按年+172% / 按季持平）和人民幣 2.25 億元（按年+248% / 按季+186%）。
- 維持「與大市一致」評級。首選「買入」股份：比亞迪、吉利。首選「沽售」：理想汽車、小鵬汽車。

分析

- 11 月銷量：11 月 1 日至 15 日新能源車零售銷量持續下滑，而燃油車零售銷量則幾近減半。根據中國乘用車市場信息聯席會（CPCA）的數據，乘用車零售銷量按年下跌 25%、按月下跌 6%至 61.1 萬輛；新能源車零售銷量按年下跌 13%，但按月上升 7%至 44.7 萬輛。新能源車零售滲透率由 10 月全月的 67.5%升至 73.2%。
  - **內燃機（ICE）汽車零售銷量按年下跌約 46%。** 按我們的計算，這相當於約 13.7 萬輛，佔零售總銷量跌幅的三分之二。 中國乘聯會將燃油車銷量下跌歸因於高昂的燃油價格。
  - 新能源汽車批發銷量按年增長 3%，零售銷量則下跌 13%。出口解釋了部分差距，但中國乘聯會表示，車企亦正向經銷商壓庫存以達成年終目標。經銷商的額外庫存增加了專注國內市場的理想汽車（2015 HK / 沽售 / 目標價：港幣 30 元）在 12 月及 1 月降價的風險；相比之下，比亞迪（1211 HK / 買入 / 目標價：港幣 100 元）及吉利（175 HK / 買入 / 目標價：港幣 21 元）所受影響較小，因其大部分銷量增長將來自出口。

分析員

利新民
ken.lee@uobkh.com
+852 2236 6760

與大市一致（維持）

分部評級

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

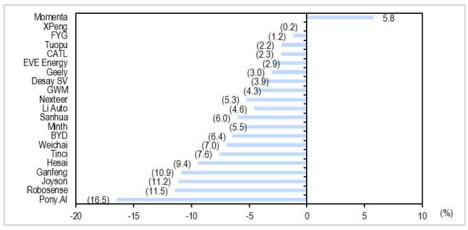
資料來源：彭博、大華繼顯

行業首選

公司	股票代號	評級	股價（當地貨幣）	目標價（當地貨幣）
比亞迪	1211 HK	買入	63.20	100.00
吉利	175 HK	買入	13.50	21.00
理想汽車	2015 HK	沽售	30.00	30.00
小鵬汽車	9868 HK	沽售	30.00	30.00

資料來源：彭博、大華繼顯

每週股價表現



來源：大華繼顯

同業比較

公司	股票代號	評級	價格 2026 年 11 月 19 日 (當地貨幣)	目標價格 (當地貨幣)	目標價上升空間 (%)	市場市值（當地貨幣百萬）	最新年份年結	市盈率 2025（倍）	市盈率 2026 年預測（倍）	市盈率 2027 年預測（倍）	價格 / 資產淨值（倍）	股息收益率 (%)	股本回報率 (%)
比亞迪– H	1211 HK	買入	63.20	100.00	58.2	232,791	12/25	15.1	14.4	9.5	1.8	0.7	15.4
吉利	175 HK	買入	13.50	21.00	55.6	145,614	12/25	6.9	6.6	4.6	1.2	4.3	20.1
長城汽車- H	2333 HK	持有	5.75	7.00	21.8	13,187	12/25	4.3	7.5	7.5	0.5	2.8	6.3
理想汽車	2015 HK	沽售	44.62	30.00	(32.8)	93,033	12/25	173.3	虧損	虧損	1.3	0.0	(11.5)
小鵬汽車	9868 HK	沽售	38.08	30.00	(21.2)	59,794	12/25	虧損	虧損	虧損	2.3	0.0	(14.9)
福耀玻璃- H	3606 HK	買入	54.15	77.00	42.2	32,856	12/25	13.0	14.1	11.3	3.0	4.3	24.8
惠州德賽西威	002920 CH	買入	78.80	105.00	33.2	47,029	12/25	19.2	18.5	16.3	2.7	1.6	15.6
敏實	425 HK	買入	22.48	56.00	149.1	26,338	12/25	8.0	7.2	6.1	0.9	4.1	12.4
耐世特	1316 HK	買入	4.33	11.40	163.3	10,868	12/25	13.7	8.7	7.6	0.6	5.2	7.5
寧波均勝	600699 CH	持有	19.15	19.00	(0.8)	26,727	12/25	20.2	28.2	24.4	1.6	0.7	5.9
寧波拓普	601689 CH	買入	49.44	64.00	29.4	85,919	12/25	30.0	32.0	25.1	3.2	0.9	9.8
濰柴動力- H	2338 HK	買入	21.58	31.00	43.7	41,931	12/25	14.7	10.6	8.6	1.6	5.7	13.4
浙江三花	002050 CH	買入	32.54	41.00	26.0	121,422	12/25	34.0	32.0	26.1	4.0	1.2	13.7
禾賽	2525 HK	買入	13.04	29.00	122.4	13,629	12/25	28.5	48.7	18.5	1.5	0.0	3.2
速騰聚創	2498 HK	買入	14.07	33.00	134.5	6,623	12/25	虧損	-19.9	37.8	1.6	0.0	(7.8)
小馬智行	PONY US	買入	3.70	7.00	89.2	1,310	12/25	虧損	虧損	虧損	1.1	0.0	(13.4)
初速度	6880 HK	買入	162.10	270.00	66.6	33,410	12/26	虧損	虧損	虧損	2.0	0.0	不適用
寧德時代	300750 CH	買入	234.58	343.00	46.2	1,029,102	12/25	14.8	12.0	10.2	2.7	4.2	21.9
億緯鋰能	300014 CH	買入	45.62	57.00	24.9	100,717	12/25	22.9	14.1	12.0	2.1	1.8	10.6
贛鋒鋰業- H	1772 HK	持有	21.02	24.00	14.2	10,155	12/25	23.4	6.1	10.6	0.7	3.3	12.9
天賜材料	002709 CH	沽售	25.05	19.00	(24.2)	51,066	12/25	35.4	8.9	14.2	2.2	3.0	5.4

資料來源：彭博、大華繼顯

- 記憶體晶片價格上漲可能使 2027 年每輛汽車的成本增加人民幣 4,000-8,000 元。博世（Bosch）於 11 月 16 日表示，DDR 記憶體價格上漲已令其全球成本增加約歐元 20 億元，且零組件價格上漲將使配備先進駕駛輔助系統（ADAS）的純電動車（BEV）在 2027 年的成本增加人民幣 4,000-8,000 元。
  - **銷售配備先進駕駛輔助系統電動車的汽車製造商承擔更多成本。** 人民幣 4,000-8,000 元相當於 10 月份新能源汽車平均零售價（人民幣 154,000 元）的 2.6%至 5.2%，而中國汽車製造業在 2026 年上半年的利潤率則為 1.5%。因此，車企將不得不提高售價或降低規格配置。小鵬汽車及理想汽車的車輛搭載較多晶片，在我們所覆蓋的汽車製造商中面臨最大風險。
  - **儘管如此，我們預期比亞迪和吉利的利潤率將保持穩定，而規模較小且專注於國內市場的原裝設備製造商（OEM）則會面臨進一步受壓的情況。** 其海外毛利率達 25%至 30%（較國內高約 10 個百分點），且海外平均售價為國內的 1.5 至 1.8 倍，因此海外銷售佔比上升有助提高每輛車的利潤，而其海外工廠亦有助規避貿易壁壘。
- **中國啟動對 17 家汽車製造商供應商付款條款的年度評估。** 受工業和信息化部（工信部）委託，中國汽車工業協會於 11 月 16 日表示，將核查比亞迪、吉利、長城汽車、理想汽車及小鵬汽車等 17 家車企的付款期限是否不超過 60 天。汽車製造商必須在 2027 年 1 月 31 日或之前提交其首份報告。
  - **小鵬汽車將需要向供應商支付約人民幣 100 億元，以符合 60 天的期限。** 在 2026 年第 3 季度的資產負債表上，小鵬汽車的應付賬款及票據約相當於 214 天的銷售成本，長城汽車（2333 HK/持有/目標價：港幣 7 元）為 163 天，比亞迪則為 149 天。 由於銀行承兌匯票算作合規付款，該限制適用於應付賬款，而小鵬汽車的人民幣 205 億元應付賬款將需要減半，並消耗其人民幣 454 億元現金中的 23%。
- **禾賽（2525 HK / 買入 / 目標價：港幣 29 元）公布高達美金 1 億元的股份回購。** 自 11 月 18 日起為期 12 個月的計劃將以現有現金撥付，禾賽預期將註銷其購得的股份。
  - 按 11 月 19 日的收市價計算，該項美金 1 億元的計劃將回購禾賽已發行股份總數約 4.7%，或已上市 B 類股份約 5.7%。
  - **是次回購將動用禾賽不足 10%的現金，而註銷該等股份將提高每股收益。**美金 1 億元相當於其截至 9 月底人民幣 69.8 億元現金的約 9.6%，為機械人光學雷達（LiDAR）預留了資金。
- **小鵬汽車（9868 HK / 沽售 / 目標價：港幣 30 元）– 2026 年第 3 季度淨虧損少於預期，但服務收入遜於預期。** 淨虧損按季收窄 35.1%至人民幣 8.68 億元，低於我們預測的人民幣 10 億元虧損，主因汽車平均售價按季上升 10.7%至人民幣 183,000 元。服務收入按季下跌 1.9%至人民幣 26.5 億元，原因是小鵬汽車於 2026 年第 2 季度錄得來自福士汽車的技術研發服務收入，而 2026 年第 3 季度則沒有相關收入。
  - **銷量增長將以較低的平均售價（ASP）為代價，而虧損將會持續。** 小鵬汽車預期 2026 年第 4 季度交付量按年增長 45%至 50%，但預計隨着售價較低的 Mona 車型產量爬坡，平均售價將按季下降 8%至 10%。我們預計 2026 年及 2027 年的淨虧損將分別為人民幣 42.2 億元及人民幣 13.3 億元，並維持「沽售」評級，目標價為港幣 30 元。
- **小馬智行（PONY US / 買入 / 目標價：美金 7 元）– 2026 年第 3 季度收入超出我們預期，但公允價值變動虧損導致淨虧損擴大。** 受惠於自動駕駛貨車銷量高於預期，收入按年增長 75.2%至美金 4,460 萬元，超出我們的預期。受交易證券的美金 7,700 萬元公允價值虧損影響，淨虧損按年擴大 72.2%至美金 1.056 億元；經調整淨虧損則按年收窄 14.1%至美金 4,850 萬元。
  - **海外合作夥伴關係及港口自動駕駛貨車（Robotruck）應會推動 2027 年的增長。** 管理層重申其 2026 年 3,500 輛 Robotaxi 的目標，且海外合作夥伴承擔車輛成本，此舉應會提升每輛車的利潤率。我們維持「買入」評級，但

將目標價由美金 15 元下調至美金 7 元，因我們在 10 年期現金流折現模型（DCF）中將加權平均資本由 13%上調至 19%。

- **2026 年第 3 季度業績前瞻——理想汽車及速騰聚創。** 兩家公司均將於 11 月 25 日公佈其 2026 年第 3 季度業績。
  - **理想汽車（2015 HK / 沽售 / 目標價：港幣 30 元）。**
    - **2026 年第 3 季度交付量按年增長 7.2%，按季增長 1.7%至 99,964 輛，達到其 95,000 至 100,000 輛指引區間的上限。**
    - **我們預計 2026 年第 3 季度淨虧損為人民幣 17 億元（按年+172% / 按季持平），相比市場普遍預期約為人民幣 9.42 億元。**
    - 由於旗下增程式電動車產品失去市佔率、較低利潤率的純電動車（BEV）車型在銷售組合中的佔比上升，以及在人工智能和機械人領域的大額開支，理想汽車將在 2026 年至 2028 年間持續錄得虧損。
  - **速騰聚創（2498 HK / 買入 / 目標價：港幣 33 元）。**
    - **2026 年第 3 季度光學雷達銷量同比增長 221%，環比增長 53%，符合預期。** 高級駕駛輔助系統（ADAS）激光雷達出貨量為 450,400 台（同比+200% / 環比+54%），而機械人及其他用途出貨量約為 145,200 台（同比+309% / 環比+50%）。
    - 我們預計 2026 年第 3 季度收入為人民幣 8.08 億元（同比+99% / 環比+44%），乃基於 595,600 台的銷量（同比+221% / 環比+53%）及人民幣 1,300 元的綜合平均售價（同比-38% / 環比-2%）。
    - **2026 年第 3 季度盈利受吉利召回事件拖累。** 吉利因速騰聚創的激光雷達缺陷召回 92,915 輛汽車。我們估計召回成本為人民幣 1.45 億元。
    - **我們預計 2026 年第 3 季度淨虧損為人民幣 2.25 億元（按年增長 248% / 按季增長 186%）。**
- **下個月：廣州車展、11 月銷售數據以及以舊換新補貼決定。**
  - **利好因素：廣州車展（11 月 27 日至 12 月 6 日）的激光雷達（LiDAR）搭載情況。** 在 115 款首發車型中，配備光學雷達及先進駕駛輔助系統的車型數量，將可反映禾賽、速騰聚創、初速度及德賽西威在 2027 年的需求情況。
  - **負面因素：11 月交付量（12 月 1 日）及乘聯會數據（12 月第二週）可能顯示經銷商庫存上升。** 小鵬汽車在 11 月及 12 月每月需要約 60,000 輛，以達致其 2026 年第 4 季度指引。 若批發量再次超過零售量，12 月降價的可能性將會增加，這對專注於國內市場的理想汽車和小鵬汽車造成的打擊最大。
  - **關注事項：中央經濟工作會議（12 月中旬）。** 關鍵問題在於將於 2026 年底到期的汽車以舊換新補貼是否會獲延期。 延長政策對理想汽車、小鵬汽車和長城汽車的助益，將大於對比亞迪和吉利等出口商；若不延長，買家將提前在 12 月購車，導致 2027 年第 1 季度銷量疲弱。

估值 / 建議

- 對中國汽車行業維持「與大市一致」評級。 按降序排列，我們對各細分板塊的偏好順序為：原設備製造商（OEM）>汽車零部件>電池>電池材料。
- **首選「買入」股：比亞迪及吉利。首選「沽售」股：理想汽車及小鵬汽車。**

行業催化劑 / 風險

- 催化劑：理想汽車及速騰聚創的 2026 年第 3 季度業績（11 月 25 日）；11 月 27 日起舉行的廣州車展；12 月 1 日的 11 月交付量。
- 風險：a)出口管制及關稅暫停措施於 2027 年 1 月 10 日後失效；b)國內進一步降價；c)投入成本上漲無法完全轉嫁予客戶；d)出口壁壘；e)碳酸鋰價格波動。

阿里巴巴集團（9988 HK）

2027 財年第 2 季度：雲端業務收入勝預期；利潤率擴張；自由現金流淨流出收窄

重點

- 阿里巴巴 2027 財年第 2 季度業績喜憂參半。收入同比增長 9.6%至人民幣 2,715 億元，大致符合我們及市場預期。經調整息稅攤銷前利潤同比增長逾一倍至人民幣 326 億元，高於我們預期 6.1%，主要受惠於雲業務息稅攤銷前利潤率提升及即時零售業務虧損收窄。非美國通用會計準則純利同比增長 92.3%至人民幣 199 億元，但較我們及市場預期低 29%。資本支出達人民幣 505 億元（同比增長 60%），低於上季度的人民幣 677 億元。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 134 元（美金 137 元）。

2027 年第 2 季度業績

截至 3 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026 財年第 2 季度	2027 財年第 1 季度	2027 財年第 2 季度	按季	按年	大華繼顯	差異	市場預期	差異
收入	247,795	268,953	271,519	1%	9.6%	269,802	0.6%	270,534	0.4%
電商集團	193,429	224,327	197,237	-12%	2.0%	198,578	-1%		
人工智能雲及運算	39,914	41,626	60,973	46%	52.8%	59,736	2%		
人工智能實驗室及應用	2,940	3,000	4,435	48%	50.9%	3,338	33%		
-其他	29,118	41,667	27,714	-33%	-4.8%	28,803	-4%		
毛利	97,014	102,857	103,043	0%	6.2%	107,921	-5%	106,834	-3.5%
毛利率	39.2%	38.2%	38.0%	(0 個百分點)	-120.0%	40.0%	(2 個百分點)	39.5%	(2 個百分點)
非美國通用會計準則 經營利潤	8,247	18,123	31,980	76%	287.8%	29,020	10%		
非美國通用會計準則 OPM	3.3%	6.7%	11.8%	5 個百分點	845.0%	10.8%	102 個基點		
非美國通用會計準則 純利	10,352	20,715	19,909	-4%	92.3%	28,084	-29%	28,174	-29.3%
非美國通用會計準則 每股攤薄盈利	8.77	4.39	26.12	494%	197.8%	8.32	214%		

資料來源：阿里巴巴，大華繼顯

分析

- 電子商務收入大致符合預期，即時零售業務虧損收窄。2027 財年第 2 季度，阿里巴巴電商集團收入按年增長 2%至人民幣 1,972 億元。客戶管理收入按年下降 5%，若撇除新業務發展計劃對沖收入的影響，則按同口徑計算增長 1%。中國即時零售業務收入在盒馬帶動下按年增長 22%至人民幣 588 億元。電商集團經調整息稅攤銷前利潤按年大增 243%至人民幣 389 億元，主要得益於淘寶秒送持續改善單位經濟效益，帶動中國即時零售業務虧損收窄。
- 在更強勁的盈利能力帶動下，雲業務增長加速。人工智能雲及運算收入按年增長 53%（相較 2027 財年第 1 季度的 45%），主要受經常性外部收入增長 67%（相較 2027 財年第 1 季度的 45%）所推動，並高於管理層先前超過 50%的指引。經調整息稅攤銷前利潤按年增長 121%至人民幣 88 億元，利潤率由 2027 財年第 1 季度的 11.6%擴大至 14.5%。人工智能相關產品收入在 2027 財年第 2 季度達人民幣 179 億元，相當於美金 107 億元的年化運行率，約佔外部雲收入的 38%。管理層預期 2028 財年雲收入按年增長 30%至 45%，2028 自然年按年增長超過 50%。

主要財務資料

截至 3 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	996,347	1,023,670	1,120,155	1,249,361	1,429,173
息稅折舊攤銷前利潤	181,839	96,055	170,329	224,283	301,115
經營利潤	140,905	50,150	96,874	132,950	194,809
純利 （報告／實際）	129,470	105,904	129,861	109,848	155,422
純利 （經調整）	158,122	60,658	100,553	153,214	198,115
每股收益 （分）	855.3	326.5	530.1	814.7	1,057.9
市盈率（倍）	8.0	21.0	12.9	8.4	6.5
市賬率（倍）	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	7.3	13.9	7.8	5.9	4.4
股息收益率 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
純利率 (%)	13.0	10.3	11.6	8.8	10.9
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(7.1)	(5.2)	(6.7)	(2.0)	(2.6)
股本回報率 (%)	12.8	10.1	10.9	7.9	10.0
市場預期純利	-	-	110,254.9	153,105.6	193,713.8
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.91	1.00	1.02

資料來源：阿里巴巴集團、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 80.55 元
目標價	港幣 134 元
上升空間	66.4%
早前目標價	港幣 189 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	9988 HK
已發行股份（百萬）	19,902.0
市值（百萬美元）	1,603,102.9
市值（百萬美元）	204,347.1
三個月平均每日成交額（百萬美元）	1,077.6

價格表現（%）

52 週最高 / 最低			港幣 174.20 元/港幣 80.20 元	
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(26.0)	(35.1)	(39.6)	(47.9)	(43.6)

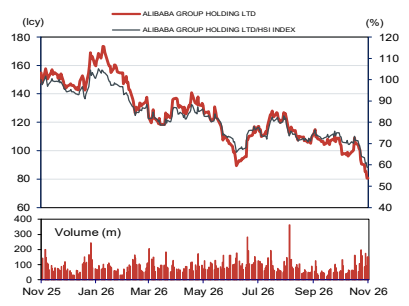
主要股東（%）

摩根大通公司	5.44

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	66.14
2026 財年每股淨債項（人民幣）	4.45

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

阿里巴巴集團是中國最大的電子商貿市場營運商及超大規模雲端服務提供商。

- **BIS 限制與國內晶片供應。** 阿里巴巴對其國內晶片供應鏈依然充滿信心，產能不斷提升，且國內算力對整體產能的貢獻亦持續上升。 雖然美國的新限制措施可能會影響 2027 年的產品發布，但國內產能擴張已超出預期。 管理層重申其目標，即到 2030 年實現美金 1,000 億元的外部雲端收入，且經營利潤率高於 20%。
- **國內晶片供應及利潤率上升空間。** 預計到 2027 年第 1 季度，平頭哥（T-Head）晶片將支援大規模模型訓練，自 2027 年起大部分新增的人工智能晶片供應將來自內部採購，並優先供應阿里巴巴及戰略合作夥伴。第三方晶片將支援推理需求。2027 至 2028 年的供應限制應可維持有利的毛利率，而自研晶片則可提升採購效率及盈利能力。
- **MaaS 變現及 ARR 前景。** 管理層在推進模型開發的同時，亦強調應用層面的差異化。 儘管過去兩個月國內模型發布有所放緩，但在 12 月新模型的支持下，阿里巴巴仍維持其 2027 年達到人民幣 300 億元年度經常性收入（ARR）的目標。**按最近 28 天及一週年化計算的 ARR 依然波動，12 月可能出現上升空間，隨後於 1 月回復正常。**
- **人工智能應用隨着虧損趨勢改善而擴大規模。** 人工智能實驗室及應用程式收入按年增長 51%至人民幣 44 億元（相比上季度的+16%），而經調整息稅攤銷前虧損則由上一季度的人民幣 139 億元收窄至人民幣 105 億元，反映投資更為審慎。
- **資本支出按季有所放緩，且自由現金流流出有所收窄。** 資本支出達人民幣 505 億元（按年增長 60%），低於上季度的人民幣 677 億元，且比預期低 20%。受惠於即時零售虧損收窄及雲端可移植性提高，自由現金流流出額由人民幣 447 億元收窄至人民幣 345 億元。
- **即時零售業務的虧損持續收窄。** 淘寶即時零售的單位經濟效益按季改善，同時維持市佔率，這受惠於更高的平均訂單金額及更高價值訂單佔比的提升。即時零售業務虧損收窄，是推動該電子商務集團經調整息稅攤銷前利潤按年增長 243%至人民幣 389 億元的主要動力。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，下調目標價至港幣 134 元（美金 137 元）。我們的目標價相當於 2027 財年預測 / 2028 財年市盈率 的 23 倍 / 15 倍。阿里巴巴現價相當於 2027 財年預測市盈率 的 14 倍。

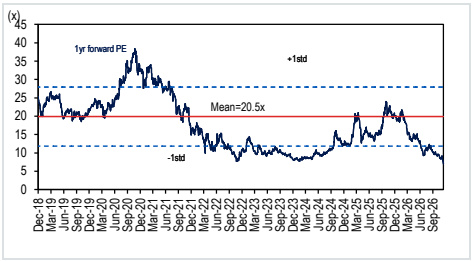
盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2028 財年的雲業務收入按年增長預測由先前的 50%下調至 36%。 由於在人工智能方面的支出高於預期，我們將 2027 財年的盈利預測下調 7.7%，對應 2027 財年的收入和盈利增長分別為 9%/66%，意味着純利率為 9%。
- 風險：a)人工智能投資帶來的利潤率壓力，以及 b)投資人工智能資本支出後的變現速度慢於預期。

股價催化劑

- a）超大規模雲端運算商的增長加速；b）晶片自主研發取得紮實進展，降低對美國晶片的依賴；以及 c）融合人工智能以賦能各業務板塊。

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博、大華繼顯

基於分部加總法的估值

說明	業務單位	2027 財年收入（10 億港元）	息稅攤銷前利潤（10 億港元）	企業價值 / 收益（倍）	企業價值 / 息稅攤銷前利潤（倍）	價值（10 億港元）	阿里巴巴持股百分比（%）	對阿里巴巴的價值（10 億港元）	每股（港元）
核心商業	阿里巴巴中國電商集團	687	172	1	4	687	100	687	35
即時零售+餓了麼	即時零售	238	-14	1		119	100	119	6
雲端運算，其他	雲智能集團	212	25	5	42	1,061	100	1,061	54
人工智能實驗室及 MaaS	人工智能模型	47		5		237		237	12
所有其他	盒馬、菜鳥、阿里健康、阿里影業、高德、智能資訊平台	104	3		5	16	100	16	1
核心業務加新舉措總估值								2,119	108
現金淨額								284	14
總計								2,637	134
股份數目								19,164	

來源：大華繼顯

損益表

截至 3 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	1,023,670.0	1,120,154.8	1,249,361.4	1,429,173.3
息稅折舊攤銷前利潤	96,055.0	170,328.7	224,283.0	301,115.2
折舊及攤銷	45,905.0	73,454.7	91,333.4	106,306.2
息稅前利潤	50,150.0	96,874.0	132,949.6	194,809.0
總其他非經營收入	3,830.0	1,138.0	(245.0)	0.0
聯營公司貢獻	2,785.0	6,896.0	5,954.6	5,782.6
淨利息收入／（支出）	77,719.0	86,420.0	6,111.0	6,012.1
除稅前溢利	134,484.0	191,328.0	144,770.2	206,603.7
稅項	(30,045.0)	(64,306.4)	(37,476.7)	(54,247.5)
少數股東權益	1,465.0	2,838.9	2,555.0	3,066.0
純利	105,904.0	129,860.5	109,848.5	155,422.2
純利 （經調整）	60,658.0	100,552.9	153,214.3	198,114.6

資產負債表

截至 3 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
固定資產	282,699.0	440,288.4	577,957.1	688,443.7
其他長期資產	1,016,102.0	1,084,262.9	1,162,837.4	1,251,381.1
現金 / 短期投資	131,530.0	167,790.9	114,622.9	134,090.6
其他流動資產	479,239.0	515,675.7	561,616.5	622,010.6
資產總額	1,909,570.0	2,208,018.0	2,417,033.9	2,695,926.1
短期債務	28,224.0	28,224.0	28,224.0	28,224.0
其他流動負債	448,174.0	505,303.0	555,734.7	626,121.5
長期債務	47,450.0	52,195.0	57,414.5	63,156.0
其他長期負債	259,452.0	259,452.0	259,452.0	259,452.0
股東權益	1,068,731.0	1,305,304.9	1,458,669.7	1,661,433.6
少數股東權益	57,539.0	57,539.0	57,539.0	57,539.0
負債及權益總額	1,909,570.0	2,208,019.0	2,417,034.9	2,695,927.1

現金流量

截至 3 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
營運	76,213.0	221,413.6	203,362.9	268,655.1
年度溢利	134,484.0	191,328.0	144,770.2	206,603.7
稅項	(30,045.0)	(64,306.4)	(37,476.7)	(54,247.5)
折舊及攤銷	45,905.0	73,454.7	91,333.4	106,306.2
聯營公司	(2,785.0)	(6,896.0)	(5,954.6)	(5,782.6)
營運資金變動	90,385.3	20,692.3	4,490.9	9,992.7
非現金項目	0.0	1.0	1.0	1.0
其他營運現金流量	(161,731.3)	7,140.0	6,198.6	5,781.6
投資	(67,336.0)	(299,205.1)	(307,576.6)	(305,336.6)
資本支出（增長）	(122,021.0)	(224,031.0)	(224,885.1)	(214,376.0)
投資	206,803.0	227,483.3	250,231.6	275,254.8
其他	(152,118.0)	(302,658.4)	(332,924.1)	(366,216.5)
融資	(20,573.0)	114,052.3	51,045.7	56,149.2
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	24,259.0	4,745.0	5,219.5	5,741.5
償還貸款	0.0	1.0	1.0	1.0
其他 / 已付利息	(44,832.0)	109,306.3	45,825.2	50,406.8
現金流入（流出）淨額	(11,696.0)	36,260.9	(53,168.0)	19,467.7
年初現金及現金等價物	147,230.0	131,530.0	167,790.9	114,622.9
外匯影響所致之變動	(4,004.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	131,530.0	167,790.9	114,622.9	134,090.6

關鍵指標

截至 3 月 31 日止年度（%）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	9.4	15.2	18.0	21.1
稅前利潤率	13.1	17.1	11.6	14.5
純利率	10.3	11.6	8.8	10.9
資產回報率	5.7	6.3	4.8	6.1
股本回報率	10.1	10.9	7.9	10.0
增長				
營業額	2.7	9.4	11.5	14.4
息稅折舊攤銷前利潤	(47.2)	77.3	31.7	34.3
除稅前溢利	(16.4)	42.3	(24.3)	42.7
純利	(18.2)	22.6	(15.4)	41.5
純利 （經調整）	(61.6)	65.8	52.4	29.3
每股收益	(61.8)	62.4	53.7	29.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	6.3	5.6	5.3	5.0
債務權益比率	7.1	6.2	5.9	5.5
債務／（現金）淨額與權益	(5.2)	(6.7)	(2.0)	(2.6)
利息保障倍數 （倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

快手科技 (1024 HK)

2026 年第 3 季度：收入遜於預期；2026 年第 4 季度前景依然充滿挑戰

重點

- 快手 2026 年第 3 季度收入遜於預期，而盈利則勝預期。 收入按年下跌 11.1%至人民幣 316 億元，較我們的預期及市場預期均低約 4%，主因是線上營銷及直播收入疲弱。 毛利率按年收窄 6.5 個百分點至 48.2%，反映收入分成及頻寬成本增加。 非《國際財務報告準則》純利按年下跌 84.2%至人民幣 7.9 億元，但超出我們及市場的預期。 管理層預期收入及利潤率於 2026 年第 4 季度將持續受壓。
- 下調評級至「沽售」，目標價下調至港幣 19 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	2026 年第 2 季度	2026 年第 3 季度	按季	按年	大華繼顯	差異	市場預期	差異
淨收入總額	35,554	35,535	31,592	-11%	-11.1%	32,944	-4.1%	32,900	-4.0%
直播	9,574	8,690	7,752	-11%	-19.0%	7,923	-2.2%		
線上營銷	20,102	20,639	17,871	-13%	-11.1%	19,275	-7.3%		
其他服務	5,878	6,206	5,969	-4%	1.5%	5,745	3.9%		
銷貨成本	16,120	17,207	16,376	-5%	1.6%	16,806	-2.6%		
毛利	19,434	18,328	15,216	-17%	-21.7%	16,138	-5.7%	16,174	-5.9%
毛利率	55%	52%	48%	-7% (6 個百分點)		49%	(0.8 個百分點)	49%	(1.0 個百分點)
非《國際財務報告準則》經營溢利	5,950	4,535	773	-83%	-87.0%	960	-19.5%		
非《國際財務報告準則》經營利潤率	17%	13%	2%	(10 個百分點)	(14 個百分點)	3%	(0.5 個百分點)		
非《國際財務報告準則》淨收入	4,986	3,913	790	-80%	-84.2%	715	10.5%	709	11.5%
《國際財務報告準則》每股收益（人民幣）	1.02	0.72	(0.22)	-131%	-121.9%	-0.06	-256.4%		
非國際財務報告準則純利率	14%	11%	3%	(9 個百分點)	(12 個百分點)	2.2%	0 個百分點	2.2%	0 個百分點

資料來源：快手、大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度頂線表現疲弱。快手科技（快手）的線上營銷收入於 2026 年第 3 季度按年下跌 11.1%至人民幣 179 億元（2026 年第 2 季度：+4.4%），主因電商競爭加劇對商家的廣告支出造成壓力。電商 GMV 亦按年下跌，反映非必要消費轉趨審慎，以及對精選產品的補貼減少。合規成本上升導致商家收緊廣告預算，並更加注重投資回報。在對人工智能生成短劇的強勁需求推動下，內容消費領域的廣告支出按年增長超過一倍。直播收入按年下跌 19.0%至人民幣 78 億元（2026 年第 2 季度：-13.5%）。其他服務收入按年增長 1.5%至人民幣 60 億元，主要受遊戲及可靈 AI 收入增長帶動，足以抵銷電商收入的下跌。
- 利潤率概覽。2026 年第 3 季度毛利按年下跌 21.7%至人民幣 152 億元，毛利率按年下降 6.5 個百分點至 48.2%。非《國際財務報告準則》經營利潤按年下跌 87.0%至人民幣 7.73 億元，利潤率按年下降 14.3 個百分點至 2.4%。受可靈 AI 投資增加推動，研發費用按年上升 41.9%，惟被銷售及營銷費用按年下降 9.0%所部分抵銷。國內經營利潤按年下跌 92.2%至人民幣 4.2 億元，而海外經營虧損則由 2026 年第 2 季度的人民幣 2,500 萬元及 2025 年第 3 季度的人民幣 6,400 萬元收窄至人民幣 2,300 萬元。

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	126,898	142,776	135,356	134,375	137,352
息稅折舊攤銷前利潤	22,278	27,682	13,907	15,751	18,868
經營利潤	15,287	20,637	6,123	7,115	9,310
純利 （報告／實際）	15,344	18,624	4,588	5,007	6,183
純利 （經調整）	17,716	20,647	7,972	8,367	9,617
每股收益 （分）	402.1	469.0	186.2	193.5	220.2
市盈率	4.9	4.2	10.5	10.1	8.9
市賬率	1.4	1.1	1.0	1.0	0.9
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	2.5	2.0	4.1	3.6	3.0
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	12.1	13.0	3.4	3.7	4.5
債務／（現金）淨額與權益	(20.5)	(14.1)	(34.1)	(22.2)	(23.7)
利息保障倍數 （倍）	不適用	185.8	43.0	21.1	14.6
股本回報率	27.6	26.3	5.7	6.0	6.9
市場預期純利	-	-	8,845.5	9,766.3	11,499.6
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.90	0.86	0.84

資料來源：快手、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

沽售（評級下調）

股價	港幣 23.04 元
目標價	港幣 19 元
上升空間	-17.5%
早前目標價	港幣 35 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）	3,641.6
市值（百萬美元）	99,078.9
市值（百萬美元）	12,629.1
三個月平均每日成交額（百萬美元）	148.5

價格表現（%）

52 週最高 / 最低				港幣 85.2 元/港幣 22.6 元
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(21.4)	(39.0)	(52.9)	(64.4)	(64.0)

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）	18.89
2026 財年每股淨債項（人民幣）	6.44

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

快手科技經營一個內容社群及社交平台。該公司協助用戶在流動裝置上創作、上載及觀看短片。快手科技於全球提供服務。

- 並無披露可靈年度經常性收入。在企業 API 用量及專業創作者訂閱的支援下，可靈 4.0 帶動了更高的總流水，且付費用戶規模及每付費用戶平均收入均有所提升。 管理層並未提供經修訂的 Kling 年度經常性收入（ARR）目標，而毛利率及各地區收入佔比則大致保持穩定。
- **用戶群擴大，但參與度轉弱。** 2026 年第 3 季度，平均日活躍用戶（DAU）達 4.173 億（按季增加 500 萬，按年增加 110 萬），而平均月活躍用戶（MAU）則增至 8.185 億（按季增加 2,120 萬，按年增加 8,740 萬）。 DAU/MAU 比率由 2026 年第 2 季度的 51.7%下降至 51.0%。管理層亦指出，競爭加劇是每名日活躍用戶（DAU）的日均使用時長按年下降背後的原因。每名日活躍用戶平均線上營銷收入由 2025 年第 3 季度的人民幣 48.3 元下降至人民幣 42.8 元，反映電子商務廣告支出轉弱。
- 繼推出可靈 4.0 後，可靈 AI 的勢頭保持強勁；可靈 4.0 支援長達 30 秒的原生影片生成，並於 10 月 15 日向所有用戶開放。其後於 10 月 28 日開放全球 API 存取。在企業級 API 需求與創作者付費訂閱的帶動下，總流水持續增長，用戶增長及 ARPPU 均呈現良好趨勢。毛利率及按地區劃分的收入組合大致保持穩定，而管理層並未提供最新的年度經常性收入（ARR）指引。北京可靈於 10 月 30 日完成人民幣 198 億元的集資，其中人民幣 179 億元於 2026 年第 3 季度收到，另有人民幣 154 億元因有條件贖回權而確認為金融負債。管理層預期潛在的美國 BIS 限制影響有限，鑑於大部分算力位於中國。
- **2026 年第 4 季度收入及利潤率持續承壓。** 管理層預期，消費者與廣告商支出審慎、競爭激烈以及流量疲軟將對變現構成壓力，而對可靈人工智能（Kling AI）的持續投資則可能令近期盈利能力承壓。 「雙 11」帶來的銷售增長幅度低於往年，快手與商家均控制了補貼力度。
- 股份回購及股息。快手於 2026 年第 3 季度以逾港幣 14 億元回購超過 3,900 萬股股份，並於 2026 年 7 月派付 2025 年末期股息每股港幣 0.69 元，合共港幣 30 億元。2026 年首 9 個月的股東回報總額（包括回購及末期股息）超過港幣 58 億元。

估值 / 建議

- 下調評級至「沽售」，並將目標價下調至港幣 19 元，此估值乃基於 9 倍 2027 年預測 市盈率 計算，與同業一致。 我們對快手核心業務基本面惡化、競爭壓力加劇以及披露透明度有限感到擔憂。

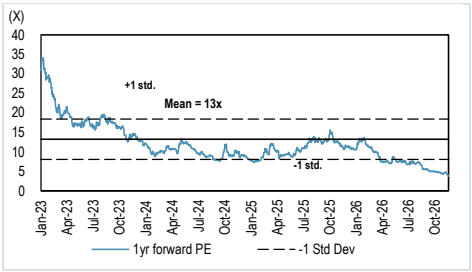
盈利預測調整 / 風險

- 考慮到直播及線上營銷收入疲弱，加上對可靈 AI 的投資增加，我們分別將 2026/2027 年的收入預測下調 1%/4%，盈利預測下調 0%/5%。我們預測 2026 年 / 2027 年的收入增長分別為-5% / 1%，經調整淨利潤增長分別為-65% / 5%。
- 風險包括：a)宏觀環境疲弱導致廣告業務疲軟、b)來自抖音的競爭加劇、c)未成年人觀看短片的時間受到限制，以及 d)新業務倡議的虧損擴大。

股價催化劑

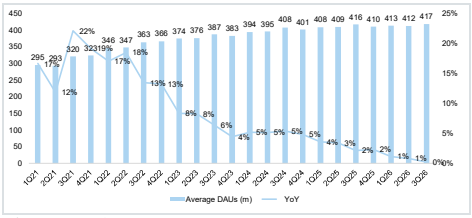
- a)所有類別的變現率提高；b) Kling AI 的變現能力增強；以及 c)放寬對互聯網平台的監管。

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博、大華繼顯

平均日活躍用戶



資料來源：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	135,356.4	134,375.0	137,352.5
息稅折舊攤銷前利潤	27,682.0	13,906.9	15,751.3	18,868.1
折舊及攤銷	7,045.0	7,783.8	8,636.1	9,558.5
息稅前利潤	20,637.0	6,123.1	7,115.2	9,309.6
總其他非經營收入	0.0	0.0	0.0	(0.0)
聯營公司貢獻	(16.0)	(20.0)	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	(149.0)	(323.8)	(745.9)	(1,294.8)
除稅前溢利	20,472.0	5,779.3	6,369.3	8,014.8
稅項	(1,848.0)	(1,191.2)	(1,362.0)	(1,831.8)
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	18,624.0	4,588.1	5,007.3	6,183.0
純利 （經調整）	20,647.0	7,972.0	8,366.6	9,616.8

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	34,424.0	31,145.9	33,751.0
其他長期資產	64,086.0	59,762.0	83,039.7	96,792.4
現金 / 短期投資	11,180.0	27,591.0	18,908.6	22,427.9
其他流動資產	66,369.0	83,087.0	82,319.4	82,533.1
資產總額	164,504.0	204,864.0	215,413.6	235,504.4
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	67,535.0	84,097.0	78,014.0	82,553.2
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	17,385.0	39,862.0	52,322.6	58,257.4
股東權益	79,558.0	80,869.0	85,041.0	94,657.8
少數股東權益	26.0	36.0	36.0	36.0
負債及權益總額	164,504.0	204,864.0	215,413.6	235,504.4

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	11,179.3	15,872.8
年度溢利	20,472.0	5,779.3	6,369.3	8,014.8
稅項	(1,848.0)	(1,191.2)	(1,362.0)	(1,831.8)
折舊及攤銷	7,045.0	7,783.8	8,636.1	9,558.5
聯營公司	16.0	20.0	0.0	0.0
營運資金變動	(1,249.0)	(78.2)	(3,491.4)	(1,440.3)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	2,280.0	(9,188.7)	1,027.4	1,571.6
投資	(26,256.0)	(23,958.0)	(22,601.9)	(22,222.3)
資本支出（增長）	(14,942.0)	(23,281.3)	(22,601.9)	(22,222.3)
投資	46,115.0	36,811.0	40,505.0	44,199.0
其他	(57,429.0)	(37,487.7)	(40,505.0)	(44,199.0)
融資	(1,925.0)	21,139.0	18,926.0	9,868.7
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	18,926.0	9,868.7
現金流入（流出）淨額	(1,465.0)	306.0	7,503.5	3,519.3
年初現金及現金等價物	12,697.1	11,180.1	11,405.1	18,908.6
外匯影響所致之變動	(52.0)	(81.0)	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	11,180.1	11,405.1	18,908.6	22,427.9

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	10.3	11.7	13.7
稅前利潤率	14.3	4.3	4.7	5.8
純利率	13.0	3.4	3.7	4.5
資產回報率	12.2	2.5	2.4	2.7
股本回報率	26.3	5.7	6.0	6.9
增長				
營業額	12.5	(5.2)	(0.7)	2.2
息稅折舊攤銷前利潤	24.3	(49.8)	13.3	19.8
除稅前溢利	32.1	(71.8)	10.2	25.8
純利	21.4	(75.4)	9.1	23.5
純利 （經調整）	16.5	(61.4)	4.9	14.9
每股收益	16.7	(60.3)	3.9	13.8
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)	(34.1)	(22.2)	(23.7)
利息保障倍數 （倍）	185.8	43.0	21.1	14.6

聯想集團 (992 HK)

2027 財年第 2 季度：人工智能基礎設施需求強勁，帶動盈利超出預期

重點

- 受強勁的人工智能需求及美金 800 億元的潛在項目管線支持，ISG 繼續推動強勁的營業額增長；而在出貨量下滑的情況下，IDG 的銷售額與盈利能力預期將保持韌性，個人電腦銷量亦可能在 2027 年年中迎來拐點。
- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 30.5 元。

2027 財年第 2 季度業績

截至 3 月 31 日止年度（百萬美元）	2026 年第 2 季度	2027 年第 1 季度	2027 年第 2 季度	按年（%）	按季（%）
收益	**20,452**	**26,943**	**30,238**	**47.8**	**12.2**
IDG	15,107	17,106	17,365	14.9	1.5
ISG	4,087	8,510	11,345	177.6	33.3
SSG	2,556	2,884	3,077	20.4	6.7
經營利潤	756	1,523	1,936	156.1	27.1
經調整純利	512	1,075	1,361	166.0	26.6
利潤率（%）					
營業利潤率	**3.7**	**5.7**	**6.4**	**2.7**	**0.8**
IDG	7.3	7.1	7.1	(0.2)	(0.0)
ISG	(0.8)	9.1	9.6	10.4	0.5
SSG	22.3	24.2	26.0	3.7	1.9

資料來源：聯想、大華繼顯

分析

- 基礎設施方案業務集團（ISG）飆升帶動全面超預期。聯想 2027 財年第 2 季度收入同比增長 47.8%，環比增長 12.2%至美金 302 億元，分別超出我們及市場預期 10.9%和 8.8%。按業務劃分，智能設備業務集團（IDG）收入同比增長 14.9%，環比增長 1.5%至美金 174 億元，分別高於我們及市場預期 3.6%和 2.4%。基礎設施方案業務集團（ISG）收入同比激增 177.6%，環比激增 33.3%至美金 113 億元，分別超出我們及市場預期 26.2%和 18.6%。方案服務業務集團（SSG）收入同比增長 20.4%，環比增長 6.7%至美金 31 億元，大致符合預期。由於有效的成本控制足以彌補遜於預期的毛利率，三個業務板塊的經營利潤率均穩健超出預期。因此，經調整純利同比增長 166.0%，環比增長 26.6%至美金 14 億元，分別高於我們及市場預期 11.0%和 6.8%。

主要財務資料

截至 3 月 31 日止年度（百萬美元）	2025	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	69,077	83,075	114,819	130,909	137,500
息稅折舊攤銷前利潤	3,583	4,680	5,351	11,001	11,839
經營利潤	2,164	3,262	3,777	9,325	10,075
純利 （報告 / 實際）	1,384	1,912	1,300	6,230	6,814
純利 （經調整）	1,441	2,049	4,966	6,310	6,894
每股盈利（美仙）	11.8	16.7	30.7	39.0	56.1
市盈率（倍）	17.7	12.5	6.8	5.3	3.7
市賬率（倍）	4.2	3.4	2.1	1.4	0.3
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	8.6	6.6	5.8	2.8	2.6
股息收益率 (%)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
純利率 (%)	2.0	2.3	1.1	4.8	5.0
債務／（現金）淨額與權益 (%)	9.1	(3.2)	45.7	(41.2)	(28.2)
利息保障倍數 （倍）	3.3	5.7	6.8	14.9	17.8
股本回報率 (%)	24.7	29.9	50.6	42.6	33.1
市場預期純利	-	-	4,520	5,964	7,193
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	1.10	1.06	0.96

分析員

任仲民
johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李澍謙
murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

買入（維持）

股價	港幣 16.25 元
目標價	港幣 30.50 元
上升空間	87.7%
早前目標價	港幣 49 元

股票數據

行業	電腦硬件與儲存
股份代號	992 HK
已發行股份（百萬）	12,826
市值（百萬港元）	220,608
市值（百萬美元）	28,283
三個月平均每日成交額（百萬美元）	351.7

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	港幣 37.88 元/港幣 8.52 元			
1 個月	**3 個月**	**6 個月**	**1 年**	**年初至今**
(35.7)	(48.1)	27.9	68.7	70.2

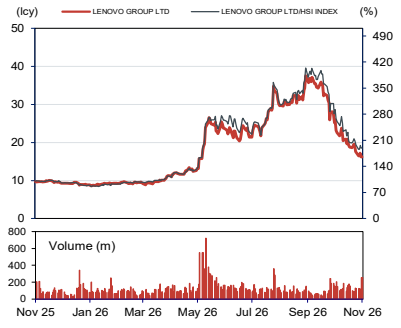
主要股東（%）

聯想控股股份有限公司	31.28

資產負債表指標

2027 財年每股資產淨值（美元）	3.39
2027 財年每股淨現金（美元）	(3.48)

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

聯想集團開發、製造及分銷智能設備。該公司提供手提電腦、桌面電腦、平板電腦、配件，以及伺服器和儲存裝置等數據中心設備，以及基礎設施解決方案和軟件服務。聯想集團為全球客戶提供服務。

資料來源：聯想、彭博、大華繼顯

- **人工智能基礎設施需求維持強勁。** 管理層駁斥了對 2028 年資本支出放緩的擔憂，並指出雲端服務供應商（CSP）、企業以及 NeoCloud 客戶的需求在短期或長期均未見改變。 雲端服務供應商（CSP）及 NeoCloud 的需求依然強勁，而價值美金 800 億元、按季增長 48%的人工智能伺服器訂單儲備，亦為業務可見度帶來支持。 長遠而言，管理層引述預測指，Token 消耗量將在 2030 年前增長 24 倍，其中：a）企業代理佔消耗量 50%；b）雲端人工智能運算支出自 2026 年起增長逾一倍；c）企業人工智能支出增長一倍至超過美金 1 兆元；以及 d）企業運算支出增長兩倍。
- **儘管近期個人電腦市場疲弱，預期 IDG 仍將保持韌性。** 記憶體成本偏高，在未來兩至三個季度應會繼續對出貨量構成壓力，而管理層預期更廣泛的消費級個人電腦市場在 2027 年上半年將按年出現高個位數百分比的跌幅。在此期間，聯想計劃透過走向高端化及轉嫁成本，以減輕出貨量減少及投入成本上升帶來的壓力。管理層預期出貨量將在 2027 年下半年按年反彈約 5%，主要由於記憶體成本見頂，並受到 AI PC 的新增需求以及舊款 PC 的結構性換機週期所支持。
- **聯想不會為了增長而犧牲風險控制。** 針對 NeoCloud 客戶，聯想採用 360 度全面審查機制，涵蓋營運資金、信貸、業務可行性、包銷、客戶群、基礎設施、土地及電力，並優先考慮資金能見度明確的交易對手。 風險透過預付款項、全額付款後轉移所有權、資產受保的付款條件以及第三方融資得以減輕。NeoCloud 在該季度佔 ISG 收入不足 15%，且預期將保持在 20%以下。

估值 / 建議

- **維持「買入」評級，目標價下調至港幣 30.5 元，此乃基於 2028 財年預測市盈率 10 倍，與同業平均水平一致。**我們不再對目標估值套用高於市場倍數的溢價，以反映我們對人工智能基礎設施開支相關市場情緒持續疲弱抱持更審慎的態度。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2027 至 2029 財年經調整非香港財務報告準則純利預測分別微調+5.8%/+2.9%/0.3%至美金 50 億元/美金 63 億元/美金 69 億元。鑑於訂單動能更為強勁，我們上調 ISG 收入預測，但因預期平均售價（ASP）有所放緩而下調 2029 財年 IDG 收入預測。我們亦計及 2027 財年第 2 季度 SSG 穩健的經營利潤率，並相應上調 2027 財年的假設，同時維持 2028 至 2029 財年數據不變。

2027-29 財年預測變動

截至 3 月 31 日止年度	----------舊估計----------			----------新估計----------			----------變動（%）----------		
（百萬美元）	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
收益	**106,966**	**122,130**	**136,835**	**114,819**	**130,909**	**137,500**	**7.3**	**7.2**	**0.5**
IDG	64,309	67,264	68,333	64,309	68,716	67,960	-	2.2	(0.5)
ISG	35,628	46,245	58,175	43,224	53,183	59,175	21.3	15.0	1.7
SSG	12,629	14,420	16,327	12,885	14,810	16,365	2.0	2.7	0.2
核心營業利潤率（%）	**3.2**	**7.4**	**7.3**	**3.3**	**7.1**	**7.3**	**0.1**	**(0.3)**	**0.0**
IDG	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	-	-	-
ISG	9.6	9.8	10.0	9.6	9.8	10.0	-	(0.0)	(0.0)
SSG	22.5	22.5	22.5	24.0	22.5	22.5	1.5	-	-
息稅前利潤	**3,374**	**9,060**	**10,026**	**3,777**	**9,325**	**10,075**	**12.0**	**2.9**	**0.5**
列報純利	**1,009**	**6,054**	**6,792**	**1,300**	**6,230**	**6,814**	**28.8**	**2.9**	**0.3**
經調整純利	**4,675**	**6,134**	**6,872**	**4,966**	**6,310**	**6,894**	**6.2**	**2.9**	**0.3**

資料來源：聯想、大華繼顯

損益表

截至 3 月 31 日止年度（百萬美元）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	**83,075**	**114,819**	**130,909**	**137,500**
息稅折舊攤銷前利潤	4,680	5,351	11,001	11,839
折舊及攤銷	(1,418)	(1,574)	(1,676)	(1,764)
息稅前利潤	**3,262**	**3,777**	**9,325**	**10,075**
總其他非經營收入	0	-	-	-
聯營公司貢獻	(15)	(20)	(20)	(20)
淨利息收入／（支出）	(577)	(557)	(627)	(566)
除稅前溢利	**2,670**	**3,200**	**8,678**	**9,489**
稅項	(510)	(1,357)	(1,756)	(1,918)
少數股東權益	(248)	(543)	(692)	(757)
純利	**1,912**	**1,300**	**6,230**	**6,814**
淨利潤（經常性）	2,049	4,966	6,310	6,894

資產負債表

截至 3 月 31 日止年度（百萬美元）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
固定資產	2,324	2,596	2,757	2,860
其他長期資產	15,603	14,829	14,245	13,622
現金 / 短期投資	4,887	(835)	11,931	11,409
其他流動資產	34,315	49,649	45,337	54,149
資產總額	**57,129**	**66,240**	**74,270**	**82,040**
短期債務	878	878	878	878
其他流動負債	40,479	44,700	46,346	47,084
長期債務	3,863	3,863	3,863	3,863
其他長期負債	3,239	3,465	3,465	3,465
股東權益	5,583	6,069	7,635	11,982
少數股東權益	809	1,351	2,044	2,801
負債及權益總額	**57,129**	**66,240**	**74,270**	**82,040**

現金流量

截至 3 月 31 日止年度（百萬美元）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
經營	**4,609**	**(3,311)**	**15,264**	**1,907**
除稅前溢利	2,670	3,200	8,678	9,489
稅項	(695)	(1,357)	(1,756)	(1,918)
折舊 / 攤銷	1,418	1,574	1,676	1,764
聯營公司	15	20	20	20
營運資金變動	(1,795)	(11,113)	5,958	(8,074)
非現金項目	2,996	4,365	687	626
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	**(1,909)**	**(1,138)**	**(1,211)**	**(1,132)**
資本支出（增長）	(654)	(420)	(420)	(420)
投資	(7)	-	-	-
出售資產所得款項	168	-	-	-
其他	(1,416)	(718)	(791)	(712)
融資	**(2,583)**	**(1,273)**	**(1,287)**	**(1,297)**
支付股息	(613)	(619)	(619)	(619)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	13,194	15,104	14,149	14,626
償還貸款	(12,985)	(15,104)	(14,149)	(14,626)
其他 / 已付利息	(2,179)	(654)	(668)	(678)
現金流入（流出）淨額	**117**	**(5,722)**	**12,766**	**(522)**
年初現金及現金等價物	4,728	4,887	(835)	11,931
外匯影響所致之變動	42	-	-	-
年末現金及現金等價物	**4,887**	**(835)**	**11,931**	**11,409**

關鍵指標

截至 3 月 31 日止年度（%）	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	5.6	4.7	8.4	8.6
稅前利潤率	3.2	2.8	6.6	6.9
純利率	2.3	1.1	4.8	5.0
經調整純利率	2.5	4.3	4.8	5.0
資產回報率	4.0	8.1	9.0	8.8
股本回報率	29.9	50.6	42.6	33.1
增長				
營業額	20.3	38.2	14.0	5.0
毛利	15.4	46.1	15.4	5.7
除稅前溢利	80.3	19.8	171.2	9.3
純利	38.1	(32.0)	379.3	9.4
純利（經調整）	42.1	142.4	27.1	9.2
每股收益 （經調整）	41.8	142.4	27.1	9.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	8.3	7.2	6.4	5.8
債務權益比率	62.1	39.6	26.8	19.8
淨債項對權益	(3.2)	45.7	(41.2)	(28.2)
利息保障倍數 （倍）	5.7	6.8	14.9	17.8

網易 （9999 HK）

2026 年第 3 季度：受遊戲業務疲軟影響，收入及盈利遜預期；毛利率擴張

重點

- 網易 2026 年第 3 季度的收入及盈利遜於預期。 收入按年下降 1.8%至人民幣 279 億元，較我們及市場預測低 8%至 9%，主要由於遊戲收入疲弱所致。 受惠於收入分成成本下降，毛利率按年擴大 4.3 個百分點至 68.4%。 非美國通用會計準則 純利同比下跌 3.6%至人民幣 92 億元，較我們及市場預期低 10%至 11%，主要受投資收益減少及實際稅率上升所拖累。
- 下調評級至「持有」，目標價調低至港幣 173 元（美金 111 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	2026 年第 2 季度	2026 年第 3 季度	按季	按年	大華繼顯	差異	市場預期	差異
淨收益	28,359	30,107	27,852	(7.5%)	(1.8%)	30,583	(8.9%)	30,344	(8.2%)
網絡遊戲	23,328	25,023	22,937	(8.3%)	(1.7%)	25,318	(9.4%)		
雲音樂	1,964	1,977	1,946	(1.6%)	(0.9%)	2,037	(4.5%)	2,013	(3.3%)
有道	1,629	1,467	1,429	(2.6%)	(12.3%)	1,710	(16.4%)	1,699	(15.9%)
創新業務	1,439	1,639	1,540	(6.1%)	7.1%	1,518	1.5%	1,414	8.9%
銷貨成本	(10,181)	(8,889)	(8,807)	(0.9%)	(13.5%)	(9,170)	(4.0%)	(9,440)	(6.7%)
毛利	18,178	21,217	19,045	(10.2%)	4.8%	21,413	(11.1%)	20,904	(8.9%)
毛利率	64.1%	70.5%	68.4%	（2.1 個百分點）	4.3 個百分點	70.0%	（1.6 個百分點）		
非公認會計原則經營溢利	8,900	12,855	10,189	(20.7%)	14.5%	11,483	(11.3%)	11,431	(10.9%)
非美國通用會計準則經營溢利率	31.4%	42.7%	36.6%	(6.1 個百分點)	5.2 個百分點	37.5%	(1.0 個百分點)		
非美國通用會計準則純利	9,502	7,747	9,164	18.3%	(3.6%)	10,336	(11.3%)	10,208	(10.2%)
非美國通用會計準則 純利率	33.5%	25.7%	32.9%	7.2 個百分點	（0.6 個百分點）	33.8%	（0.9 個百分點）		
非美國通用會計準則 每股攤薄盈利	14.73	12.02	14.21	18.2%	(3.5%)	16.04	(11.4%)		

資料來源：網易、大華繼顯

分析

- 受自研遊戲影響，網絡遊戲表現有所下滑；遞延收入增長放緩。遊戲及相關增值服務收入按年下降 1.7%（2026 年第 2 季度：+9.7%），按季下降 8.3%至人民幣 229 億元，比我們的預期低 9.4%，主因若干自研遊戲表現轉弱。《Sea of Remnants》因玩法複雜而未達發行預期。在網易針對此前有關其 PC 版需要更多內容的反饋作出調整後，《燕雲十六聲》在 2026 年第 3 季度表現良好。分部毛利率按年上升 5.0 個百分點至 74.3%（2026 年第 2 季度：76.1%），帶動毛利按年增長 5.4%至人民幣 171 億元。遞延收入按季增長 4.7%至人民幣 202 億元，惟按年增速從 2026 年第 2 季度的 14%放緩至 3.8%。
- **雲音樂收入保持平穩，儘管利潤率擴張，有道收入依然下跌。** 雲音樂收入大致持平，按年下跌 0.9%（2026 年第 2 季度：+0.4%）至人民幣 19 億元，較我們預期低 4.5%。 該分部毛利率按年上升 0.5 個百分點至 35.9%（2026 年第 2 季度：37.4%），毛利大致持平於人民幣 6.98 億元。 有道收入按年下跌 12.3%（2026 年第 2 季度：+3.5%）至人民幣 14 億元，較我們預期低 16.4%，主要由於智能硬件及線上營銷服務收入減少所致。 有道的毛利率按年擴大 1.3 個百分點至 43.6%（2026 年第 2 季度：48.9%），而毛利則按年下跌 9.5%至人民幣 6.23 億元。 此外，創新業務及其他業務的收入按年增長 7.1%至人民幣 15 億元，較我們預期高出 1.5%。

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	105,295	112,648	116,419	123,180	131,068
息稅折舊攤銷前利潤	37,663	43,094	51,115	50,703	56,673
經營利潤	34,853	40,847	48,608	48,447	54,291
純利 （報告／實際）	34,966	38,772	39,741	39,610	44,516
純利 （經調整）	33,511	37,344	37,795	42,693	47,807
每股收益	1,037.2	1,159.6	1,169.3	1,320.8	1,479.0
市盈率	15.3	13.7	13.6	12.0	10.7
市賬率	3.7	3.2	5,256.6	3.2	2.6
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	13.4	11.7	9.9	10.0	8.9
股息收益率	2.3	1.8	2.1	2.3	2.6
純利率	33.2	34.4	34.1	32.2	34.0
債務／（現金）淨額與權益	(30.7)	(28.1)	(6,880.0)	9.1	(11.4)
股本回報率	26.6	25.9	49.5	50.1	25.3
市場預期純利	-	-	39,736.7	45,715.9	49,714.6
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.95	0.93	0.96

分析員

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

黃書彥
suyann@uobkh.com
+603 2147 1912

持有（下調評級）

股價	港幣 186.90 元
目標價	港幣 173 元
上升空間	-7.4%
早前目標價	港幣 252 元

股票數據

行業	通訊服務
股份代號	9999 HK
已發行股份（百萬）	3,201.5
市值（百萬美元）	598,354.7
市值（百萬美元）	76,272.1
三個月平均每日成交額（百萬美元）	159.1

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 232.60 元/港幣 168.80 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(5.5)	(3.9)	4.9	(13.1)	(12.9)

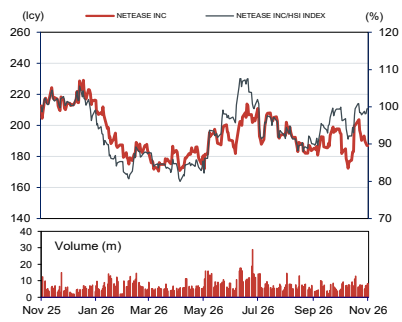
主要股東（%）

丁磊	44.1
摩根大通公司	3.4
貝萊德（BlackRock Inc）	2.9

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	0.03
2026 財年每股淨債項（人民幣）	2.08

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

網易公司（NetEase, Inc.）是一家中國互聯網科技公司，提供以內容、社群、通訊及電商為核心的在線服務。

資料來源：網易、彭博、大華繼顯

- **雲音樂收入保持平穩，儘管利潤率擴張，有道收入依然下跌。** 雲音樂收入大致持平，按年下跌 0.9%（2026 年第 2 季度：+0.4%）至人民幣 19 億元，較我們預期低 4.5%。 該分部毛利率按年上升 0.5 個百分點至 35.9%（2026 年第 2 季度：37.4%），毛利大致持平於人民幣 6.98 億元。 有道收入按年下跌 12.3%（2026 年第 2 季度：+3.5%）至人民幣 14 億元，較我們預期低 16.4%，主要由於智能硬件及線上營銷服務收入減少所致。 有道的毛利率按年擴大 1.3 個百分點至 43.6%（2026 年第 2 季度：48.9%），而毛利則按年下跌 9.5%至人民幣 6.23 億元。 此外，創新業務及其他業務的收入按年增長 7.1%至人民幣 15 億元，較我們預期高出 1.5%。
- **ANANTA 仍按計劃定於 2027 年 1 月 15 日在全球推出。** 網易計劃在 PC、PlayStation 5 及流動平台上同步推出《無限大》（ANANTA），並同時提供單人及多人遊戲內容。流動裝置最佳化仍是關鍵的關注點。管理層預期以裝扮道具為主導的變現模式將擴大玩家群體，並透過提高付費玩家轉化率及延長玩家生命週期，以支持長期收入。內容更新維持了既有遊戲作品的玩家參與度，而《燕雲十六聲》在 8 月的全球玩家人數突破 1 億。網易計劃每年進行至少一次重大地圖更新，並旨在縮小國內與海外發行版本之間的差距。
- 利潤率概覽。2026 年第 3 季度毛利率按年擴大 4.3 個百分點至 68.4%，主要受分成成本下降所推動，其中遊戲及增值服務毛利率達到 74.3%（按年增加 5.0 個百分點）。營運開支按年下降 5.4%，主要是由於銷售及市場推廣開支以及一般及行政開支減少。銷售及市場推廣開支佔收入的 14.7%，而 2025 年第 3 季度則為 15.7%；研發開支佔收入比例則由 16.0%上升至 16.9%。非公認會計原則營運利潤按年增長 14.5%至人民幣 102 億元，利潤率按年擴大 5.2 個百分點至 36.6%。然而，非公認會計原則淨利潤按年下跌 3.6%至人民幣 92 億元，主要因投資收益由 2025 年第 3 季度的人民幣 14 億元降至人民幣 3.2 億元，主要反映上市股權的公允價值變動。實際稅率亦由 2025 年第 3 季度的 13.0%上升至 17.8%。
- 持續的股東回報。網易宣派 2026 年第 3 季度股息每股美金 0.117 元（每股美國存託股份美金 0.585 元），按季增加 21.9%，派息比率約為 30%。截至 2026 年 9 月，其現行計劃下的累計回購量約為 2,490 萬股美國存託股份，總成本為美金 23 億元，與 2026 年 6 月相比大致持平。網易規模為美金 50 億元的股份回購計劃將持續至 2029 年 1 月 9 日，為股東回報提供持續的靈活性。

估值／建議

- 下調評級至「持有」，目標價調低至港幣 173 元（美金 111 元），反映收入增長前景放緩，以及部分自研遊戲表現遜於預期。鑒於遊戲收入轉弱及遞延收入增長放緩，我們的目標價對應 12 倍 2027 年預測 市盈率 。網易的交易估值為 13 倍 2026 年預測 市盈率 ，低於其 15 倍的歷史平均值。

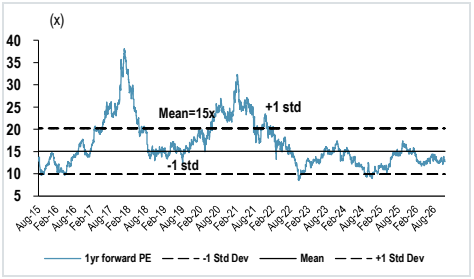
盈利預測調整／風險

- 我們將 2026 年預測收入預測下調 4.3%至人民幣 1,164 億元（按年增長 3%），以反映遊戲收入遜於預期。我們將 2026 年預測非美國通用會計準則純利預測下調 4.8%至人民幣 378 億元（按年增長 1%），意味着純利率為 32%，以反映遊戲收入疲軟、投資收益減少及實際稅率上升。
- 風險包括新遊戲表現遜於預期，以及長青遊戲表現存在不確定性。

股價催化劑

- a）遊戲儲備管線表現強勁，以及 b）網易雲音樂的盈利能力改善。

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博

基於分部加總法的估值

	2027 年預測收入（人民幣十億元）	2027 年預測非公認會計準則盈利 (%)	估值（2027 年）市盈率 / 市銷率（倍）	估計公平價值（人民幣 10 億元）	公允價值（港元）	每股公允價值（港元）
網絡遊戲	110	30%	12	356	387	120
雲音樂	8		2	16	17	5
有道	6		2	7	8	2
創新及其他	7		1	7	8	2
總企業價值				347	378	117
淨現金				167	182	56
目標價（港元）						173.00

資料來源：網易、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	112,647.9	116,419.3	123,180.2	131,067.8
息稅折舊攤銷前利潤	43,094.3	51,114.8	50,702.9	56,672.9
折舊及攤銷	2,247.4	2,506.6	2,255.5	2,382.1
息稅前利潤	40,846.8	48,608.2	48,447.4	54,290.7
總其他非經營收入	310.6	(676.5)	(676.5)	(676.5)
聯營公司貢獻	731.5	(2,128.2)	(2,128.2)	(2,128.2)
淨利息收入／（支出）	3,953.5	3,663.0	3,683.0	3,703.0
除稅前溢利	45,842.4	49,466.5	49,325.7	55,189.0
稅項	(6,032.7)	(9,081.5)	(8,878.6)	(9,934.0)
少數股東權益	(1,038.0)	(643.9)	(837.2)	(738.9)
純利	38,771.8	39,741.1	39,609.9	44,516.1
純利 （經調整）	37,343.7	37,795.1	42,692.8	47,807.0

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	8,425.3	8,042.3	8,250.4	8,489.6
其他長期資產	32,374.3	32,341.2	32,341.2	32,341.2
現金／短期投資	51,487.2	18,531.0	(2,445.9)	34,086.9
其他流動資產	129,128.2	180,430.5	182,116.6	182,844.4
資產總額	221,415.1	239,344.9	220,262.3	257,762.1
短期債務	6,384.4	11,876.9	11,876.9	11,876.9
其他流動負債	45,984.5	43,942.4	40,547.7	41,633.2
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	3,942.1	5,338.6	5,338.6	5,338.6
股東權益	160,387.4	96.7	158,007.0	194,421.4
少數股東權益	4,716.6	4,492.0	4,492.0	4,492.0
負債及權益總額	221,415.1	65,746.6	220,262.3	257,762.1

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	50,739.8	37,665.2	37,621.8	47,994.8
年度溢利	45,842.4	49,466.5	49,325.7	55,189.0
稅項	(6,032.7)	(9,081.5)	(8,878.6)	(9,934.0)
折舊及攤銷	2,247.4	2,506.6	2,255.5	2,382.1
聯營公司	(731.5)	2,128.2	2,128.2	2,128.2
營運資金變動	7,094.0	(481.9)	(5,080.8)	357.6
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	2,320.1	(6,872.6)	(2,128.2)	(2,128.2)
投資	(33,181.3)	(46,890.2)	(3,074.7)	(2,621.4)
資本支出（增長）	(2,253.0)	(2,328.4)	(2,463.6)	(2,621.4)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(30,928.4)	(44,561.9)	(611.1)	0.0
融資	(20,159.8)	(70,414.5)	(8,840.6)	(8,840.6)
支付股息	(8,840.6)	(8,840.6)	(8,840.6)	(8,840.6)
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	3,096.3	(402.3)	0.0	0.0
其他／已付利息	(14,415.5)	(61,171.6)	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	(2,601.3)	(79,639.6)	25,706.4	36,532.8
年初現金及現金等價物	54,469.7	51,487.2	(28,152.3)	(2,445.9)
外匯影響所致之變動	(381.1)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	51,487.2	(28,152.3)	(2,445.9)	34,086.9

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	38.3	43.9	41.2	43.2
稅前利潤率	40.7	42.5	40.0	42.1
純利率	34.4	34.1	32.2	34.0
資產回報率	18.6	17.3	17.2	18.6
股本回報率	25.9	49.5	50.1	25.3
增長				
營業額	7.0	3.3	5.8	6.4
息稅折舊攤銷前利潤	14.4	18.6	(0.8)	11.8
除稅前溢利	11.8	7.9	(0.3)	11.9
純利	10.9	2.5	(0.3)	12.4
純利 （經調整）	11.4	1.2	13.0	12.0
每股收益	11.8	0.8	13.0	12.0
槓桿比率				
債務佔總資本比率	3.7	72.1	6.8	5.6
債務權益比率	4.0	12,280.3	7.5	6.1
債務／（現金）淨額與權益	(28.1)	(6,880.0)	9.1	(11.4)

拼多多 （PDD US）

2026 年第 3 季度：營銷收入增長優於預期；Temu 營銷開支下降帶動盈利勝預期

重點

- 拼多多 2026 年第 3 季度利潤表現穩健，超出預期。 收入按年持平於人民幣 1,083 億元，較我們及市場預期低約 6%，原因是具韌性的國內電商貨幣化抵銷了 Temu 放緩的增長。 銷售及營銷費用下降推動非美國通用會計準則 經營利潤按年增長 20.5%至人民幣 326 億元，而非美國通用會計準則 純利則按年下跌 1.2%至人民幣 310 億元，較我們及市場普遍預期高出 14%至 15%。
- 維持「買入」評級，目標價維持美金 115 元不變。

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	2025 年第 2 季度	2026 年第 3 季度	按季	按年	大華繼顯	差異	市場預期	差異
總收益	108,277	112,358	108,341	(4%)	0%	115,822	(6.5%)	115,209	(6.0%)
線上營銷	53,348	57,637	59,819	4%	12%	54,982	8.8%		
佣金	54,929	54,721	48,522	(11%)	(12%)	60,840	(20.2%)		
服務成本	(46,840)	(48,017)	(45,243)	6%	(3%)	(52,175)	(13.3%)		
毛利	61,436	64,341	63,098	(2%)	3%	63,647	(0.9%)	64,932	(2.8%)
營運開支	(36,410)	(36,577)	(31,934)	13%	(12%)	(41,464)	(23.0%)		
非公認會計原則經營溢利	27,079	29,071	32,643	12%	21%	25,079	30.2%		
非美國通用會計準則經營利潤率	25%	26%	30%	4.3 個百分點	5.1 個百分點	22%	8.5 個百分點		
純利	29,328	27,182	29,541	9%	1%	24,164	22.3%		
非美國通用會計準則 純利	31,382	28,489	31,020	9%	(1%)	27,059	14.6%	27,287	13.7%
非美國通用會計準則 每股攤薄盈利 (人民幣)	21.08	19.33	21.04	9%	(0%)	18.25	15.3%		
毛利率	56.7%	57.3%	58.2%	1.0 個百分點	1.5 個百分點	55.0%	3.3 個百分點	56.4%	1.9 個百分點
非美國通用會計準則 純利率	29.0%	25.4%	28.6%	3.3 個百分點	（0.4 個百分點）	23.4%	5.3 個百分點	23.7%	4.9 個百分點

資料來源：拼多多，大華繼顯

分析

- **網絡營銷收入超出我們的預期，而交易服務收入則未達預期。** 網絡營銷服務及其他收入於 2026 年第 3 季度按年增長 12.1%至人民幣 598 億元，較 2026 年第 2 季度的按年增長 3.5%有所加快，且較我們的預期高出 8.8%，顯示國內變現能力強於預期。交易服務收入按年下降 11.7%至人民幣 485 億元，扭轉了 2026 年第 2 季度按年增長 13.3%的勢頭，且較我們的預期低 20.2%。該差額完全抵銷了網絡營銷優於預期的表現且有餘，令集團收入按年大致持平，並較我們預期低 6.5%。管理層表示，其全球業務持續適應不斷變化的貿易及監管環境，同時深化供應鏈投資。
- 受惠於成本控制得宜，利潤表現強勁且優於預期。毛利率按年擴大 1.5 個百分點至 58.2%，主因是營業成本按年下降 3.4%，而收入則大致持平。非美國通用會計準則經營利潤按年增長 20.5%至人民幣 326 億元（對比 2026 年第 2 季度的 5%增長），較我們的預測高出 30.2%，同時非美國通用會計準則營業利潤率按年擴大 5.1 個百分點至 30.1%。利潤率改善乃由銷售及市場推廣開支按年下降 16.6%至人民幣 253 億元所帶動。非美國通用會計準則純利按年下跌 1.2%至人民幣 310 億元，因利息及投資收益減少（人民幣 54 億元對比 2025 年第 3 季度的人民幣 86 億元）以及所得稅開支增加（人民幣 66 億元對比 2025 年第 3 季度的人民幣 40 億元）抵銷了經營利潤收益。

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	393,836	431,846	457,575	511,115	558,263
息稅折舊攤銷前利潤	226,712	257,698	242,007	298,213	330,364
經營利潤	225,997	257,089	240,518	297,109	329,053
純利 （報告／實際）	230,015	264,068	239,890	291,109	321,497
純利 （經調整）	126,501	120,359	119,205	133,742	155,570
每股收益	8,551.8	8,104.8	7,995.6	8,935.6	10,353.3
市盈率	6.0	6.4	6.5	5.8	5.0
市賬率	9.1	7.0	6.5	5.0	4.0
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	2.3	2.1	2.2	1.8	1.6
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	58.4	61.1	52.4	57.0	57.6
債務／（現金）淨額與權益	(39.3)	(43.3)	(45.5)	(79.1)	(84.4)
股本回報率	91.9	72.5	55.6	56.6	48.8
市場預期純利	-	-	101,324.6	123,247.6	142,547.4

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	美金 77.45 元
目標價	美金 115 元
上升空間	48.5%

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	PDD US
已發行股份（百萬）	1,423.4
市值（百萬美元）	110,242.1
市值（百萬美元）	110,242.1
三個月平均每日成交額（百萬美元）	491.8

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	美金 125.35 元/美金 71.94 元			
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(4.8)	(14.1)	(20.4)	(35.2)	(31.7)

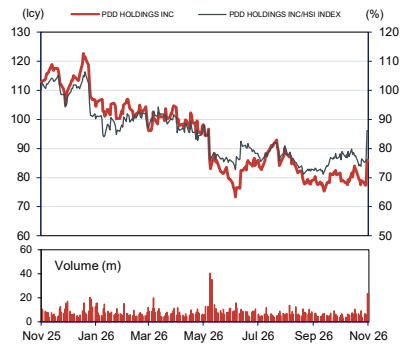
主要股東（%）

領航集團股份有限公司	2.80
貝萊德（BlackRock Inc）	2.25

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	79.78
2026 財年每股淨債項（人民幣）	36.31

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

拼多多作為電子商務平台營運。該公司在網上提供種類繁多的商品，包括雜貨、時尚服飾、美妝用品及電子產品。拼多多為全球客戶提供服務。

大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	1.18	1.09	1.09

資料來源：拼多多、彭博、大華繼顯

- **交易服務收益收縮。** 收入按年下跌 11.7%至人民幣 485 億元，扭轉 2026 年第 2 季度 13.3%的增長，並較我們的預期低 20.2%。 這顯示 Temu 的變現能力面臨壓力，儘管拼多多並未量化 Temu 對是次下滑的影響程度。 管理層表示，不斷變化的貿易和稅務規則令較小型商戶在存貨規劃與履約方面變得更為困難。 為此，拼多多正升級本地履約基礎設施，並與物流合作夥伴合作，在主要市場提供共享倉儲、配送及退貨服務。 這讓商戶能夠在無需於每個市場自建倉庫的情況下，將庫存存放在更靠近客戶的地點。
- 較低的營銷開支支持了集團的盈利能力。銷售及營銷費用按年下降 16.6%至人民幣 253 億元，帶動非通用會計準則經營利潤率按年擴張 5.1 個百分點至 30.1%。與此同時，非通用會計準則研發費用按年增加 24%至人民幣 46 億元，反映費用結構有所轉變。管理層提醒切勿過度推算 2026 年第 3 季度的費用比率，因為季度開支會隨着個別項目的推展及回本週期而有所不同。拼多多仍處於戰略投資階段，並將評估經證實有效的履約措施能否以可靠且合理的成本擴展至更多地區。
- **展望。** 現金、現金等價物及短期投資由 2025 年底的人民幣 4,223 億元增至 2026 年 9 月底的人民幣 4,554 億元，為持續投資提供資金實力。 拼多多正將其人民幣 1,000 億元的商家支援計劃擴展至產品開發、製造及履約。 透過第一方品牌合作夥伴關係，拼多多在產品設計及品質控制方面發揮更積極的作用，並協助製造商發展自有品牌。 在農村物流方面，管理層表示，在其「免費送貨進村」計劃覆蓋地區內，許多農林工具商家的訂單量增長超過 30%。
- **我們對拼多多保持審慎樂觀的態度。** 線上營銷收入按年增長由 2026 年第 3 季度的 3.5%加快至 12.1%，顯示國內變現能力更加穩固。 管理層表示，由於消費者可輕易根據價格、質素和服務轉換平台，國內競爭依然激烈。 我們將密切關注拼多多能否在為其供應鏈投資提供資金的同時維持國內廣告增長，以及 Temu 在本地履約方面的努力能否轉化為更可靠的配送和更佳的單位經濟效益。

估值／建議

- 維持「買入」評級，目標價維持美金 115 元不變，主要受核心商業廣告增長復甦所帶動。 我們的目標價基於 2027 年分部估值法（SOTP）計算，相當於 9 倍 2027 年預測 市盈率 ，其中核心業務估值為 12 倍市盈率 ，Temu 業務估值為 1 倍企業價值 / 銷售額。 拼多多現價相當於 6.2 倍 2027 年預測 市盈率 ，對應 2027 至 2030 年預測期內 14%的每股收益三年複合年增長率。

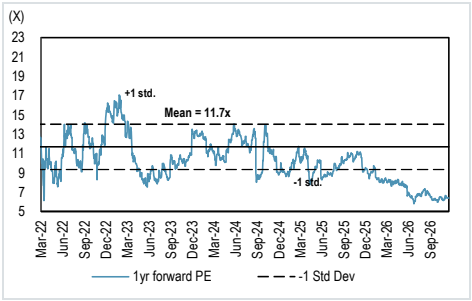
盈利預測調整／風險

- 我們將 2026/2027 年的收入預測分別下調 1.5%/1.1%，以反映交易服務收入遜於預期；同時將盈利預測上調 8%/10%，以反映銷售及營銷費用減少所帶動的好於預期的營業盈利能力。
- 風險：a)潛在的大規模投資可能對利潤率構成壓力，以及 b)政策風險，例如美國／歐盟及東南亞國家可能對 Temu 實施禁令。c)競爭加劇。

股價催化劑

- a）國內商業的新舉措、b）受惠於更高的購買頻率及性價比產品而持續提升的消費者心智份額、c）地緣政治緊張局勢有所緩和，以及 d）貨幣化率有所改善。

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博

基於分部加總法的估值

分部估值法	2027 年預測收入（百萬美元）	2027 年預測稅後淨營業利潤（百萬美元）	隱含企業價值 / 營收 (倍)	市盈率（倍）	對拼多多 2027 年預測的估值（百萬美元）	2027 年預測每股（美元）
主要業務	36,721	11,236	4 倍	12 倍	134,838	97
Temu	24,984		1 倍		14,679	11
多多買菜	8,311	710	1 倍	13 倍	9,228	7
現金淨額					17,905	13
資產淨值					176,651	128
減：控股公司折讓				10%		17,665
目標價					158,986	115

資料來源：拼多多，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	431,845.7	457,575.3	511,115.3	558,263.1
息稅折舊攤銷前利潤	257,698.5	242,006.7	298,213.1	330,364.0
折舊及攤銷	609.5	1,489.0	1,104.2	1,311.3
息稅前利潤	257,089.0	240,517.7	297,108.9	329,052.7
總其他非經營收入	3,119.8	3,119.8	3,119.8	3,119.8
聯營公司貢獻	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	25,583.8	18,262.0	13,113.7	16,698.0
除稅前溢利	285,792.7	261,899.5	313,342.4	348,870.5
稅項	(21,732.8)	(22,018.5)	(22,242.4)	(27,382.9)
少數股東權益	8.0	9.0	9.0	9.0
純利	264,067.9	239,890.0	291,109.0	321,496.7
純利 （經調整）	120,359.3	119,204.8	133,742.1	155,569.9

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	1,306.0	4,752.0	2,506.7	2,880.3
其他長期資產	109,758.4	101,875.0	101,865.9	101,864.8
現金／短期投資	182,731.4	206,192.0	461,794.6	623,831.1
其他流動資產	336,248.5	350,588.0	243,524.3	245,122.3
資產總額	630,044.3	663,407.0	809,691.5	973,698.5
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	212,215.2	212,714.0	223,458.6	231,895.6
長期債務	2,880.2	2,389.0	2,389.0	2,389.0
其他長期負債	41.9	517.0	517.0	517.0
股東權益	414,907.1	447,786.0	580,440.0	736,010.0
少數股東權益	0.0	1.0	1.0	1.0
負債及權益總額	630,044.3	663,407.0	806,805.6	970,812.6

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	118,877.0	114,584.0	151,121.8	163,711.3
年度溢利	285,792.7	261,899.5	313,342.4	348,870.5
稅項	(21,732.8)	(22,018.5)	(22,242.4)	(27,382.9)
折舊及攤銷	609.5	1,489.0	1,104.2	1,311.3
營運資金費用	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	7,367.1	(6,100.7)	1,567.9	(7,877.6)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
資本支出（增長）	(153,159.5)	(120,685.3)	(142,650.2)	(151,210.1)
投資	(43,423.2)	(1,205.4)	(1,533.3)	(1,674.8)
出售資產所得款項	(1,145.1)	(1,205.4)	(1,533.3)	(1,674.8)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
融資	(42,278.2)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
支付股息	(5,227.4)	0.0	0.0	0.0
發行股份	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	7.0	8.0	8.0	8.0
其他／已付利息	(5,234.4)	(8.0)	(8.0)	(8.0)
現金流入（流出）淨額	70,226.4	113,378.6	149,588.5	162,036.5
年初現金及現金等價物	130,352.2	198,827.5	312,206.1	461,794.6
外匯影響所致之變動	(1,751.1)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	198,827.5	312,206.1	461,794.6	623,831.1

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	59.7	52.9	58.3	59.2
稅前利潤率	66.2	57.2	61.3	62.5
純利率	61.1	52.4	57.0	57.6
資產回報率	46.5	37.1	39.5	36.1
股本回報率	72.5	55.6	56.6	48.8
增長				
營業額	9.7	6.0	11.7	9.2
息稅折舊攤銷前利潤	13.7	(6.1)	23.2	10.8
除稅前溢利	14.2	(8.4)	19.6	11.3
純利	14.8	(9.2)	21.4	10.4
純利 （經調整）	(4.9)	(1.0)	12.2	16.3
每股收益	(5.2)	(1.3)	11.8	15.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.7	0.5	0.4	0.3
債務權益比率	0.7	0.5	0.4	0.3
債務／（現金）淨額與權益	(43.3)	(45.5)	(79.1)	(84.4)

華潤萬象生活(1209 HK)

2026 年 10 月營運更新：同店銷售下滑；下調商場預測及目標價

重點

- 我們估計華潤萬象生活的商場零售額於 2026 年 10 月按年錄得低單位數增長，同店銷售則輕微下跌。 奢侈品商場今年首次錄得同店銷售表現遜於整體物業組合。 我們估計，在 2026 年首 10 個月，零售銷售總額按年錄得雙位數增長，而同店銷售則錄得中個位數升幅，其中奢華商場的表現與整體物業組合一致。
- 我們預計 2027 年上半年奢侈品銷售增長將會放緩，且同店銷售（SSS）將會下降。我們將 2026 至 2028 年商場收入增長預測分別下調至 14.1%/9%/10%，並將核心純利預測分別下調 0.9%/5.7%/8.2%。我們仍預期華潤萬象生活能夠達到其 2026 年核心淨利潤實現雙位數增長的指引。
- 我們採用現金流折現法（DCF）（加權平均資本：8.7%，終端增長率：2.5%）得出目標價為港幣 50 元（此前為港幣 55 元）。維持「買入」評級。

分析

- **商場零售額於 10 月放緩。** 我們估計華潤萬象生活旗下商場於 2026 年 10 月的零售銷售總額按年錄得低單位數增長，較我們為 2026 年 9 月估計的高單位數增長為慢，而同店銷售則按年微跌。 其奢華商場的同店銷售表現遜於整體物業組合，為今年首次出現此情況。 我們估計 2026 年首 10 個月的零售銷售總額按年錄得雙位數增長，同店銷售則錄得中單位數升幅。 其奢華商場的同店銷售增長應與整體物業組合大致相符。
- 我們下調 2027 年商場預測。受房地產及股票市場疲弱的負財富效應影響，我們預期 2027 年上半年奢侈品銷售增長將會放緩，同店銷售亦將錄得跌幅。我們將 2026 至 2028 年商場收入增長預測分別由 15%/15%/14%下調至 14.1%/9%/10%，並將 2027 至 2028 年商場毛利率由 75.9%下調至 75.0%。新商場開業應可支持收入增長，其中 5 個於 2026 年第 4 季度開業（2026 年共 12 個），16 個於 2027 年開業。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價由港幣 55 元下調至港幣 50 元。我們採用現金流折現法（加權平均資本成本：8.7%，終端增長率：2.5%），並將 Beta 假設由 0.8 上調至 0.9，令加權平均資本成本由 8.2%升至 8.7%。我們上調 Beta 值，因預期中高端零售銷售在 2027 年上半年將較整體零售銷售受到更大衝擊。該股現價相當於 2026 年預測市盈率 17.2 倍及 2026 年預測股息收益率 5.8%，而我們的目標價則相當於 2026 年預測市盈率 22.5 倍。

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	17,154	18,022	19,617	21,247	22,950
息稅折舊攤銷前利潤	4,363	5,032	5,703	6,169	6,746
經營利潤	4,231	4,859	5,479	5,878	6,367
純利 （報告 / 實際）	3,598	3,969	4,368	4,623	4,933
純利 （經調整）	3,474	3,950	4,345	4,600	4,910
每股收益 （分）	152.2	173.1	190.4	201.5	215.1
市盈率（倍）	20.9	18.4	16.7	15.8	14.8
市賬率（倍）	4.4	4.7	4.5	3.4	3.3
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	15.0	13.0	11.5	10.6	9.7
股息收益率 (%)	4.8	5.4	6.0	6.3	6.8
純利率 (%)	21.0	22.0	22.3	21.8	21.5
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(58.2)	(35.8)	(46.1)	(44.9)	(49.3)
利息保障倍數 （倍）	37.7	45.3	51.4	55.6	60.8
股本回報率 (%)	#N/A	24.8	27.6	24.6	22.7
市場預期純利（人民幣百萬元）	-	-	4,388.7	4,816.4	5,333.1
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.99	0.96	0.92

資料來源：華潤萬象生活、彭博、大華繼顯

分析員

沈宸昊
damonshen@uobkh.com
+86 21 5404 7225 分機 820

劉潔琦
jieqi.liu@uobkh.com
+852 28261392

買入（維持）	
股價	港幣 37.50 元
目標價	港幣 50 元
上升空間	+33.3%
早前目標價	港幣 55 元

股票數據

行業	房地產
股份代號:	1209 HK
已發行股份（百萬股）:	2,282.5
市值（百萬港元）:	85,593.8
市值（百萬美元）:	10,910.6
3 個月平均成交額（百萬美元）:	22.8

價格表現（%）

52 週最高 / 最低			港幣 51.15 元/港幣 36.14 元	
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(5.5)	(8.2)	(18.1)	(14.8)	(12.7)

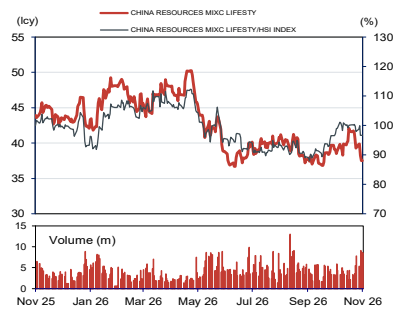
主要股東（%）

華潤有限公司	72.29
摩根大通公司	5.67

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值（人民幣）	7.11
2026 財年每股淨負債（人民幣）	3.28

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

華潤萬象生活服務有限公司是中國一家輕資產物業管理及商業營運服務供應商，由母公司華潤置地分拆而來。其商業分部經營購物中心及寫字樓，而物業管理分部則服務住宅社區及城市空間，包括公共設施、工業園區及場館。

盈利預測調整 / 風險

- **我們下調盈利預測。** 我們將 2026 年核心純利預測下調 0.9%至人民幣 43.5 億元，按年增長仍達 10.0%。我們將 2027 至 2028 年的核心純利預測分別下調 5.7%及 8.2%，至人民幣 46 億元及人民幣 49.1 億元，主要反映我們對奢侈品銷售及同店銷售額的預期有所調低，進而降低了我們對商場收入增長及毛利率的假設。

預測主要變動

	----------舊----------			----------最新----------			----------變動----------		
（人民幣百萬元）	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
收益	19,647	21,623	23,616	19,617	21,247	22,950	-0.1%	-1.7%	-2.8%
向物業發展商提供的增值服務	484	493	493	484	493	493	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	36.0%	36.7%	37.2%	35.8%	35.4%	35.6%	-0.2 個百分點	-1.2 個百分點	-1.7 個百分點
毛利	7,073	7,927	8,794	7,021	7,532	8,161	-0.7%	-5.0%	-7.2%
核心純利	4,383	4,877	5,349	4,345	4,600	4,910	-0.9%	-5.7%	-8.2%

資料來源：華潤萬象生活、大華繼顯

股價催化劑

- 商場開業及租戶零售銷售增長快於預期。

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	18,021.6	19,617.1	21,246.8	22,950.0
息稅折舊攤銷前利潤	5,031.9	5,703.4	6,169.3	6,746.1
折舊及攤銷	172.5	224.2	291.5	378.9
息稅前利潤	4,859.4	5,479.2	5,877.8	6,367.2
總其他非經營收入	604.9	654.0	655.2	656.9
聯營公司貢獻	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	-111.0	-111.0	-111.0	-111.0
除稅前溢利	5,353.4	6,022.2	6,422.1	6,913.1
稅項	-1,269.6	-1,505.6	-1,605.5	-1,728.3
少數股東權益	-114.7	-149.1	-193.9	-252.0
純利	3,969.0	4,367.5	4,622.7	4,932.8
純利 （經調整）	3,950.0	4,345.0	4,600.2	4,910.3
經調整每股收益	173.1	190.4	201.5	215.1

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	5,294.5	5,471.4	5,701.3	6,000.1
其他長期資產	9,140.4	10,304.7	11,701.8	13,378.4
現金／短期投資	5,538.3	7,484.2	9,570.8	10,926.2
其他流動資產	9,077.8	7,833.0	9,729.6	8,514.2
資產總額	29,050.9	31,093.2	36,703.5	38,819.0
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	10,197.0	11,471.3	12,000.2	13,242.7
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	3,160.2	3,160.2	3,160.2	3,160.2
股東權益	15,461.9	16,229.8	21,311.2	22,184.3
少數股東權益	231.8	231.8	231.8	231.8
負債及權益總額	29,050.9	31,093.2	36,703.5	38,819.0

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	4,579.0	7,201.7	3,794.6	8,222.4
年度溢利	5,353.4	6,022.2	6,422.1	6,913.1
稅項	-1,269.6	-1,505.6	-1,605.5	-1,728.3
折舊及攤銷	172.5	224.2	291.5	378.9
聯營公司	0.0	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	419.7	2,519.1	-1,367.8	2,457.8
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	-96.9	-58.3	54.4	200.8
投資	-5,021.0	-1,194.8	2,748.0	-2,155.8
資本支出（增長）	-122.3	-879.9	-1,120.9	-1,429.6
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
資本支出（增長）	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-4,898.7	-314.9	3,868.8	-726.2
融資	-3,619.8	-4,061.0	-4,456.0	-4,711.2
支付股息	-3,474.1	-3,950.0	-4,345.0	-4,600.2
借款所得款項	-34.8	0.0	0.0	0.0
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	-111.0	-111.0	-111.0	-111.0
現金流入（流出）淨額	-4,061.9	1,945.9	2,086.6	1,355.4
年初現金及現金等價物	9,600.1	5,538.3	7,484.2	9,570.8
外匯影響所致之變動	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	5,538.3	7,484.2	9,570.8	10,926.2

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	27.9	29.1	29.0	29.4
稅前利潤率	29.7	30.7	30.2	30.1
純利率	22.0	22.3	21.8	21.5
資產回報率	13.6	14.5	13.6	13.1
股本回報率	24.8	27.6	24.6	22.7
增長				
營業額	5.1	8.9	8.3	8.0
息稅折舊攤銷前利潤	15.3	13.3	8.2	9.3
除稅前溢利	10.1	12.5	6.6	7.6
純利	10.3	10.0	5.8	6.7
純利 （經調整）	13.7	10.0	5.9	6.7
每股收益	13.7	10.0	5.9	6.7
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	(35.8)	(46.1)	(44.9)	(49.3)

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



中芯國際 (0981 HK)

最後價格:	港幣 50.50 元
支撐位:	港幣 44.40 元/港幣 41.06 元
阻力位:	港幣 52.70 元/港幣 54.30 元

技術分析:

价格行为在昨日交易时段于前期价格高点阻力区域遭遇拒绝，并收出一根流星线蜡烛图形态，有效验证了潜在的结构性顶部天花板。RSI 指标仅略微徘徊在中性 50 水平上方，缺乏有效维持阻力突破通常所需的强劲超买扩张。只要价格行为在盘中反弹中严格受制于流星线高点及前期价格高点阻力天花板下方，结构性动态将支持行情向下轮动，向更低的支撑水平迈进。

平均時限：約兩週。



美團 (3690 HK)

最後價格:	港幣 67.55 元
支撐位:	港幣 63.65 元/港幣 61.10 元
阻力位:	港幣 70.15 元/港幣 72.95 元

技術分析:

价格行为在昨日交易时段收出一根显著的看跌蜡烛图，并决定性地跌破了前期价格低点支撑区域，有效验证了结构性破位。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。

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."