UOBKayHian

國家/地區日報 | 大中華

Monday, 26 October 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)	52215.2	(1.2)	0.4	0.7	8.6
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7623.7	(0.5)	(0.5)	(1.5)	11.4
富時 100 指數(FTSE 100)	10690.4	(0.3)	(1.8)	(0.0)	7.6
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8905.8	(0.1)	(0.4)	0.7	(1.3)
滬深 300 指數(CSI 300)	4105.3	1.7	(1.6)	(7.5)	(11.3)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5422.2	0.1	0.1	(5.1)	16.7
恒生中國企業指數(HSCEI)	7756.3	0.9	(4.3)	(5.0)	(13.0)
恒生指數(HSI)	23093.4	0.7	(4.0)	(5.8)	(9.9)
雅加達綜合指數(JCI)	5439.3	1.0	4.9	(12.9)	(37.1)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1611.6	0.2	0.2	(3.6)	(4.1)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	5550.3	0.3	(2.1)	(21.6)	31.7
日經 225 指數(Nikkei 225)	62693.2	(0.3)	(4.0)	(5.5)	24.5
泰國證券交易所指數(SET)	1562.7	0.4	(0.8)	(2.8)	24.1
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	46041.4	(1.8)	(2.0)	(4.1)	59.0
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2660	(1.2)	5.9	(22.4)	41.7
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4443	(0.2)	0.4	(3.7)	13.0
布蘭特原油(美元/桶)	115	(1.2)	5.3	10.6	89.6

來源：彭博

企業活動

	地點	開始	收市
與 EGP Energy Corporation Limited (EGX SP)的虛擬會議	新加坡	10 月 26 日	10 月 26 日
與光鴻集團（Valuetronics Holdings Ltd，VALUE SP）舉行的 27 財年上半年業績發布後簡報會	新加坡	11 月 11 日	11 月 11 日
任仲民就大中華區人工智能板塊進行的分析員推介	台北	11 月 17 日	11 月 18 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
9 月工業利潤	中國	10 月 27 日
9 月貿易收支、出口、進口	香港	10 月 28 日
9 月貨幣供應（M1、M2、M3）	香港	10 月 30 日
10 月 PMI（綜合、製造業、非製造業）	中國	10 月 31 日

焦點新聞

公司業績 | 藍思科技 (6613 HK/**買入**/港幣 16.39 元/目標價：21.50 港元)

第 2 頁→

- 藍思科技 2026 年第 3 季度業績遜於預期，主要是由於：a）因訂單延至第 4 季度，對其大客戶的交付量低於其季節性高位；以及 b）錄得巨額匯兌虧損及營運開支上升。受上述對該大客戶延遲交付、訂單增強以及新舉措貢獻的推動，2026 年第 4 季度至 2027 年第 1 季度的盈利增長應會顯著改善。維持「買入」評級，但大幅下調藍思 A 股目標價至人民幣 32.1 元，以及藍思 H 股目標價至港幣 21.5 元。

公司更新 | 特步國際控股 (1368 HK/**買入**/港幣 3.67 元/目標價：港幣 5.4 元)

第 5 頁→

- 於 2026 年第 3 季度，特步核心品牌的線下零售流水仍然承壓，而電子商務及兒童業務則保持相對平穩。 Saucony 的零售流水有所回升，受其高端化策略及品類拓展所帶動。 管理層重申其全年指引，預計集團收入將錄得低單位數跌幅，其中 Saucony 和 Merrell 預計將錄得約 10%的收入增長，同時錄得高單位數的純利率。 管理層亦預期全年毛利率將按年改善。 維持「買入」評級。 下調目標價 4%至港幣 5.4 元。

技術分析

恒生指數及恒生科技指數展望

第 8 頁→

- 週線圖與日線圖

免責聲明：在「交易員專欄」中，技術分析純粹根據走勢圖形態、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，我們可能會不時提出與我們基本面「買入／持有／沽售」評級相反的技術分析建議。

藍思科技 （6613 HK）

2026 年第 3 季度：核心業務疲弱及新興業務投資為盈利帶來壓力

重點

- 藍思科技 2026 年第 3 季度業績遜於預期，主因包括：a)因訂單延至第 4 季度，對其大客戶的交付量低於季節性水平；以及 b)顯著的外匯虧損及營運開支攀升。
- 受前述對大客戶延遲交付、訂單增強以及新舉措的貢獻所帶動，盈利增長應會在 2026 年第 4 季度至 2027 年第 1 季度顯著改善。
- 維持「買入」評級，但大幅下調藍思科技 A 股目標價至人民幣 32.1 元，以及藍思科技 H 股目標價至港幣 21.5 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	按年（%）	按季（%）
收入	20,702	14,727	19,035	(8.1)	29.3
毛利	3,951	2,684	3,194	(19.2)	19.0
經營利潤	2,183	1,028	1,183	(45.8)	15.1
呈報純利	1,700	726	843	(50.4)	16.0
毛利率（%）	19.1	18.2	16.8	(2.3)	(1.4)
營業利潤率（%）	10.5	7.0	6.2	(4.3)	(0.8)
純利率 (%)	8.2	4.9	4.4	(3.8)	(0.5)

資料來源：藍思科技，大華繼顯

分析

- **收入及毛利率未達預期，導致盈利遜於預期。** 受中階智能手機及個人電腦需求疲弱、主要客戶新產品延遲推出以及人民幣升值所影響，收入按年下跌 8.1%，但受季節性因素帶動按季上升 29.3%至人民幣 190.35 億元，較市場一致預期低 13.0%。毛利率按年收窄 2.3 個百分點，按季收窄 1.4 個百分點至 16.8%，較市場預期低 2.7 個百分點。經營利潤按年下跌 45.8%至人民幣 11.83 億元，較市場預期低 56.0%，反映毛利率不及預期，以及用於新業務和新產品的研發支出增加。因此，列賬純利按年下跌 50.4%至人民幣 8.43 億元，較市場預期低 65.8%，並進一步受到逾人民幣 1 億元外匯虧損的拖累。

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	69,897	74,410	71,688	85,260	101,380
息稅折舊攤銷前利潤	9,404	10,068	10,390	12,613	15,668
經營利潤	4,251	5,090	4,440	6,336	9,058
純利 （報告 / 實際）	3,624	4,018	2,844	5,407	7,876
純利 （經調整）	3,624	4,018	2,844	5,407	7,876
每股收益 （分）	73.0	80.9	57.3	108.9	158.7
市盈率（倍）	19.6	17.7	24.9	13.1	9.0
市賬率（倍）	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	10.6	9.9	9.6	7.9	6.4
股息收益率 (%)	2.1	2.6	2.0	3.8	5.6
純利率 (%)	5.2	5.4	4.0	6.3	7.8
債務/（現金）淨額與權益 (%)	7.1	0.0	1.0	(10.5)	(16.3)
利息保障倍數 （倍）	(199.1)	476.0	11.3	30.9	43.8
股本回報率 (%)	7.6	7.8	5.1	9.3	12.6
市場預期純利	-	-	4,562	6,792	9,229
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	0.62	0.80	0.85

來源：藍思科技、彭博、大華繼顯

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 16.39 元
目標價	港幣 21.50 元
上升空間	+31.2%
早前目標價	港幣 43.10 元

股票數據

行業	特種科技硬件
股份代號	6613 HK
已發行股份（百萬）	5,279
市值（百萬港元）	86,519
市值（百萬美元）	11,092
三個月平均每日成交額（百萬美元）	26.3

價格表現（%）

52 週高位 / 低位		港幣 32.58 元 / 港幣 15.68 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(25.4)	(23.4)	(4.4)	(37.0)	(34.9)

主要股東（%）

藍思科技（香港）有限公司	53.13
長沙群信投資	5.44

資產負債表指標

2026 年每股資產淨值（人民幣）	10.97
2026 年每股淨現金（人民幣）	0.25

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

藍思科技股份有限公司是精密玻璃、藍寶石及陶瓷部件製造領域的全球領導者。 該公司由周群飛於 2003 年創立，為蘋果（佔收入約 50%）、三星及小米等主要消費電子產品品牌供應保護玻璃、玻璃後蓋、金屬機殼及超薄柔性玻璃（UTG）。 藍思科技已拓展至智能汽車、人工智能伺服器零部件（透過收購源勝科技），以及用於衛星應用的航天級超薄柔性玻璃（UTG）。

- 管理層預期 2026 年第 4 季度及 2027 年第 1 季度的盈利將顯著回升，此乃由於其大客戶與摺疊機型相關的訂單交付已推遲至 2026 年第 4 季度（較 2026 年第 3 季度的常規旺季有所延後）；且將於 2027 年第 1 季度進一步放量。 此外，該客戶已將其產品週期由原定於 2026 年第 3 季度的單一重點發布，調整為分別於 2026 年第 3 季度及 2027 年第 1 季度進行兩次發布，這意味著部分訂單亦將順延至 2027 年第 1 季度。 鑑於新款摺疊機型的市場反應好於預期，管理層預計 2026 年第 4 季度至 2027 年第 1 季度的旺季表現將遠優於歷史平均水平。
- **人工智能伺服器組件已進入量產。** 藍思科技（Lens Tech）旗下生產人工智能伺服器結構件 / 液冷模組的附屬公司原石科技已開始量產，並向其北美主要客戶交貨；同時，通訊光電的空心光纖廠房建設預計將於近期動工。 加上近期收購了專營大型精密金屬件的巨騰，管理層正尋求將旗下不同附屬公司進行垂直整合，以提供涵蓋結構件、液冷、光纜以及人工智能數據中心（AIDC）的一站式解決方案。 對損益的貢獻預計將於 2026 年第 4 季度開始顯現，隨後在 2027 年大幅提升，成為新的增長動力。
- **TGV 玻璃基板。** 管理層表示，藍思的 TGV 玻璃基板產品在北美客戶處的驗證結果取得了目前業界最佳的數據，並預計將開始籌備進入預量產階段。該公司亦自 2026 年初開始與該韓國客戶合作，而其針對內地客戶的產品則已進入產品驗證階段。
- 具身智能預期將於 2027 年顯著回升，並與人形機器人業者、AR 眼鏡、邊緣設備等展開緊密合作。值得注意的是，管理層預期將於 2026 年 11 月至 12 月開始為該北美具身人形機器人開發商的頭部模組組件進行量產，並應於 2027 年第 1 季度提升至符合市場預期的規模。其他形態產品（例如四足機器人）在邁向 2027 年之際亦迎來大量訂單。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，但將藍思科技 A 股及 H 股的目標價分別大幅下調至人民幣 32.1 元及港幣 21.5 元。我們對藍思科技 A 股的目標價現基於 29.5 倍 2027 年預測市盈率 ，錨定歷史平均估值，低於之前高於平均值 0.5 個標準差的水平。鑑於整體終端消費、增長及成本面臨日益增加的逆風，我們認為市場狀況已顯著改變，因此調低我們的市盈率 倍數。我們對藍思科技 H 股的港幣 21.5 元目標價，現時是基於 17.7 倍 2027 年預測市盈率 ，較 A 股折讓 40%。

盈利預測調整 / 風險

- 基於對智能手機業務較低的假設，我們分別大幅下調 2026 至 2028 年的盈利預測 40.0% / 15.9% / 7.9%至人民幣 28 億元 / 人民幣 54 億元 / 人民幣 79 億元。鑑於研發開支以及與人才引進相關的成本上升，我們亦大幅上調了營業費用率。

2026 至 2028 年預測變動

截至12月31日止年度	---------舊估計---------			----------新預測----------			----------差異（%）----------		
（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
收入	73,779	88,207	104,902	71,688	85,260	101,380	(2.8)	(3.3)	(3.4)
智能手機及電腦	59,289	71,792	86,281	57,198	68,845	82,760	(3.5)	(4.1)	(4.1)
智能汽車與智能座艙	7,108	8,174	9,400	7,108	8,174	9,400	0.0	0.0	0.0
智能頭戴式顯示器及智能穿戴裝置	4,774	5,490	6,313	4,774	5,490	6,313	0.0	0.0	0.0
其他智能裝置	1,209	1,330	1,463	1,209	1,330	1,463	0.0	0.0	0.0
利潤率(%)	16.6	17.5	18.5	16.7	17.6	18.6	0.2	0.0	0.1
智能手機及電腦	17.2	17.9	18.6	17.5	18.0	18.7	0.2	0.1	0.1
智能汽車與智能座艙	13.0	15.0	17.0	13.0	15.0	17.0	0.0	0.0	0.0
智能頭戴式顯示器及智能穿戴裝置	12.0	15.0	18.0	12.0	15.0	18.0	0.0	0.0	0.0
其他智能裝置	12.0	15.0	18.0	12.0	15.0	18.0	0.0	0.0	0.0
息稅前利潤（人民幣百萬元）	5,295	7,177	9,544	4,440	6,336	9,058	(16.2)	(11.7)	(5.1)
純利（人民幣百萬元）	4,736	6,430	8,555	2,844	5,407	7,876	(40.0)	(15.9)	(7.9)

資料來源：藍思科技，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	74,410	71,688	85,260	101,380
息稅折舊攤銷前利潤	10,068	10,390	12,613	15,668
折舊及攤銷	4,978	5,950	6,278	6,610
息稅前利潤	5,090	4,440	6,336	9,058
總其他非經營收入	(556)	(463)	243	289
聯營公司貢獻	93	149	-	-
淨利息收入／（支出）	(21)	(916)	(408)	(358)
除稅前溢利	4,605	3,210	6,171	8,990
稅項	(545)	(386)	(734)	(1,069)
少數股東權益	(23)	(16)	(31)	(45)
純利	4,037	2,808	5,407	7,876
純利（經常性）	4,018	2,844	5,407	7,876

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	42,622	42,012	41,086	39,838
其他長期資產	12,244	12,221	12,187	12,142
現金 / 短期投資	9,653	8,085	13,781	16,892
其他流動資產	19,820	18,709	26,154	26,163
資產總額	84,339	81,027	93,208	95,036
短期債務	5,292	4,292	3,294	2,298
其他流動負債	18,432	15,110	24,273	21,879
長期債務	4,367	4,367	4,367	4,367
其他長期負債	1,161	1,161	1,161	1,161
股東權益	55,023	56,017	60,002	65,175
少數股東權益	64	80	111	156
負債及權益總額	84,339	81,027	93,208	95,036

現金流

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	11,465	7,514	13,841	12,486
除稅前溢利	4,605	3,210	6,171	8,990
稅項	(545)	(386)	(734)	(1,069)
折舊 / 攤銷	4,978	5,950	6,278	6,610
聯營公司	3	4	5	6
營運資金變動	1,725	(2,211)	1,718	(2,403)
非現金項目	217	(278)	243	289
其他營運現金流量	481	1,226	160	63
投資	(9,617)	(5,317)	(5,318)	(5,317)
資本支出（增長）	(8,511)	(5,317)	(5,318)	(5,317)
投資	-	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(1,105)	-	-	-
融資	(2,964)	(3,765)	(2,828)	(4,057)
支付股息	(1,482)	(1,850)	(1,422)	(2,703)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	5,000	5,000	5,001	5,002
償還貸款	(6,000)	(6,000)	(5,999)	(5,998)
其他 / 已付利息	(482)	(916)	(408)	(358)
現金流入（流出）淨額	(1,115)	(1,568)	5,696	3,111
年初現金及現金等價物	10,937	9,653	8,085	13,781
外匯影響產生的變動	(168)	-	-	-
年末現金及現金等價物	9,653	8,085	13,781	16,892

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	16.0	16.7	17.6	18.6
除稅前利潤率	6.2	4.5	7.2	8.9
純利率	5.4	4.0	6.3	7.8
資產回報率	4.9	3.4	6.2	8.4
股本回報率	7.8	5.1	9.3	12.6
增長				
營業額	6.5	(3.7)	18.9	18.9
毛利	7.1	0.9	24.9	25.7
除稅前溢利	19.2	(29.2)	90.1	45.7
純利	10.9	(29.2)	90.1	45.7
純利（經調整）	10.9	(29.2)	90.1	45.7
每股收益	10.9	(29.2)	90.1	45.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	11.5	10.7	8.2	7.0
債務權益比率	17.6	15.5	12.8	10.2
淨債項對權益	0.0	1.0	(10.5)	(16.3)
利息保障倍數 （倍）	476.0	11.3	30.9	43.8

特步國際控股 （1368 HK）

特步核心品牌線下零售流水仍然受壓；重申全年目標

重點

- 於 2026 年第 3 季度，特步核心品牌的線下零售流水仍然承壓，而電子商務及兒童業務則保持相對平穩。 受高端化策略及品類擴展推動，Saucony 的零售流水在 2026 年第 3 季度有所回升。
- 管理層重申其全年指引，預計集團收入將錄得低單位數跌幅，其中 Saucony 和 Merrell 預計將錄得約 10%的收入增長，同時錄得高單位數的純利率。 管理層亦預期全年毛利率將按年改善。
- 維持「買入」評級，但將目標價下調 4%至港幣 5.4 元。

分析

- **特步主品牌的線下零售流水依然承壓，而電子商務及兒童業務則保持相對平穩。** 2026 年第 3 季度，特步主品牌的零售流水錄得中單位數的按年跌幅（相比 2026 年第 2 季度的按年跌幅為中單位數）。 按渠道劃分，電子商貿及童裝業務保持相對穩健的增長，而線下渠道則持續受壓。 由於人流轉弱，街舖面臨較大挑戰，而商場店舖及奧特萊斯（特賣場）則相對穩定。 截至 2026 年第 3 季度，該公司已收回約 200 間門店（相較 2026 年上半年的約 100 間），而管理層計劃在 2026 年第 4 季度再收回 400 間門店，令全年的門店總數達到約 600 間。
- **得益於高端化策略及品類擴張，Saucony 的零售流水在 2026 年第 3 季度有所回升。** 2026 年第 3 季度，Saucony 的零售流水實現中單位數按年增長（相比 2026 年第 2 季度的低單位數按年增長），主要受其高端化策略及品類擴張所支持。 新形象店的開設持續取得良好進展，帶動線下銷售錄得雙位數增長。同時，服裝錄得雙位數增長，尤其是羊毛系列，其零售流水增長超過 40%。

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	13,577	14,151	13,701	13,980	14,268
息稅折舊攤銷前利潤	2,224	2,316	1,950	2,166	2,302
經營利潤	1,966	2,019	1,711	1,897	2,006
純利 （報告 / 實際）	1,238	1,372	1,159	1,267	1,318
純利 （經調整）	1,238	1,372	1,159	1,267	1,318
每股收益 （分）	46.6	46.6	39.4	43.0	44.8
市盈率（倍）	6.7	6.7	7.9	7.3	7.0
市賬率（倍）	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	3.4	2.7	3.0	2.7	2.5
股息收益率 (%)	19.7	7.8	7.1	7.8	8.1
純利率 (%)	9.1	9.7	8.5	9.1	9.2
債務/（現金）淨額與權益 (%)	(10.8)	(29.8)	(27.6)	(26.4)	(25.7)
利息保障倍數 （倍）	22.8	23.2	20.0	16.9	14.1
股本回報率 (%)	13.7	14.2	10.9	11.4	11.2
市場預期純利	-	-	1,166.9	1,310.8	1,414.5
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	0.99	0.97	0.93

來源：特步國際控股、彭博、大華繼顯

分析員

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

邱一展
hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

買入（維持）

股價	港幣 3.67 元
目標價	港幣 5.40 元
上升空間	+47.1%
早前目標價	港幣 5.60 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	1368 HK
已發行股份（百萬）	2,815.1
市值（百萬港元）	10,331.4
市值（百萬美元）	1,317.4
三個月平均每日成交額（百萬美元）	4.6

價格表現（%）

52 週高位 / 低位			港幣 6.05 元/港幣 3.28 元	
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
4.3	(1.1)	(18.3)	(36.1)	(30.9)

主要股東（%）

丁水波	47.12

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	3.87
2026 財年每股淨現金（人民幣）	1.03

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

特步國際控股是中國領先的多品牌體育用品公司。特步憑藉涵蓋核心特步品牌、Saucony 及 Merrell 的多元化品牌組合，策略性地鎖定大眾市場和專業運動細分市場。

- **零售折扣及存貨營業額保持穩定。** 在 2026 年第 3 季度，特步核心品牌的零售折扣維持穩定在七至七五折，而電子商務折扣按年持續改善。 截至 2026 年第 3 季度末，渠道庫存營業額保持穩定在 4.5 至 5.0 個月。
- **維持全年指引；毛利率預期按年改善。** 10 月至今，特步主品牌的零售流水走勢與 2026 年第 3 季度大致相若，主要由於天氣較往常偏暖對冬季服裝銷售造成壓力，而電子商貿及特步兒童則持續增長。 Saucony 保持線下健康增長。管理層重申其全年指引，預計集團收入將錄得低單位數跌幅，其中 Saucony 和 Merrell 預計將錄得約 10%的收入增長，同時錄得高單位數的純利率。 管理層亦預期全年毛利率將按年改善，此乃受惠於核心特步品牌的穩定折扣幅度、旗艦店帶動的線上增長及直面消費者（DTC）業務的擴張，以及索康尼（Saucony）更嚴格的折扣控制與營運槓桿比率。
- **海外業務預期將於今年扭虧為盈；目標在 3 至 5 年內貢獻 5%至 10%的銷售額。** 海外銷售在 2026 年第 3 季度於線上及線下渠道均維持強勁增長（相比之下 2026 年上半年增長近一倍），目前約佔總銷售額的 2%至 3%。 管理層預期海外業務將於今年扭虧為盈，而東南亞仍是其重點關注領域。 截至 2026 年第 3 季度，該公司經營約 14 間海外門店，並計劃於年底前在馬來西亞開設更多門店。 展望未來，該公司有信心在未來 3 至 5 年內將海外業務佔總銷售額的比重提升至 5%至 10%左右。

盈利預測調整 / 風險

- **我們分別下調 2026/27 年度的盈利預測 6%/5%。** 我們將 2026/27 年度的收入預測分別略微下調 0.5%/0.4%。 為反映營運狀況改善，我們將 2026/27 年度的銷售及分銷費用率預測分別下調 0.2 個百分點 / 0.4 個百分點。 因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 6%/5%。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，但將目標價下調 4%至港幣 5.4 元。我們將以現金流折現法（DCF）計算的目標價基準期順延至 2027 年，並將目標價下調 4%至港幣 5.4 元。我們的新目標價相當於 10.1 倍 2026 年預測 市盈率 及 9.3 倍 2027 年預測 市盈率 。該股目前估值為 7.9 倍 2026 年預測 市盈率 及 7.3 倍 2027 年預測 市盈率 。

特步主品牌零售流水增長率（按年）

	零售流水增長	零售折扣（折讓率%）	零售存貨營業額
2022 年第 1 季度	(+) 30-35%	~ 25%	4 個月
2022 年第 2 季度	(+)十幾	25-30%	約 4.5 個月
2022 年第 3 季度	(+) 20-25%	25-30%	4.5 至 5 個月
2022 年第 4 季度	(-)高單位數	~ 30%	約 5.5 個月
2023 年第 1 季度	(+) ~ 20%	25-30%	<5 個月
2023 年第 2 季度	(+)十幾高段	~ 25%	<5 個月
2023 年第 3 季度	(+)十幾高段	25-30%	4.5 至 5 個月
2023 年第 4 季度	(+) >30%	~ 30%	4 至 4.5 個月
2024 年第 1 季度	(+)高單位數	25-30%	4 至 4.5 個月
2024 年第 2 季度	(+) 10%	~ 25%	約 4 個月
2024 年第 3 季度	(+)中單位數	~ 25%	約 4 個月
2024 年第 4 季度	(+)高單位數	25-30%	約 4 個月
2025 年第 1 季度	(+)中單位數	25-30%	約 4 個月
2025 年第 2 季度	(+)低單位數	25-30%	4 至 4.5 個月
2025 年第 3 季度	(+)低單位數	25-30%	4 至 4.5 個月
2025 年第 4 季度	持平	25-30%	約 4.5 個月
2026 年第 1 季度	(+)低單位數	25-30%	約 4.5 個月
2026 年第 2 季度	(-)中單位數	25-30%	4.5 至 5 個月
2026 年第 3 季度	(-)中單位數	25-30%	4 至 4.5 個月

資料來源：特步國際控股、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	**14,151.1**	**13,701.0**	**13,980.1**	**14,268.4**
息稅折舊攤銷前利潤	2,316.3	1,950.0	2,166.1	2,302.4
折舊及攤銷	297.5	239.3	269.2	296.9
息稅前利潤	2,018.8	1,710.8	1,897.0	2,005.5
聯營公司貢獻	54.4	54.4	54.4	54.4
淨利息收入／（支出）	(99.8)	(97.7)	(128.3)	(163.7)
除稅前溢利	**1,973.4**	**1,667.5**	**1,823.2**	**1,896.2**
稅項	(601.8)	(508.6)	(556.0)	(578.3)
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
非經常性項目	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	**1,371.6**	**1,159.0**	**1,267.1**	**1,317.9**
純利 （經調整）	1,371.6	1,159.0	1,267.1	1,317.9

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	1,759.8	2,221.8	2,660.7	3,077.7
其他長期資產	2,916.7	2,962.0	3,000.5	3,033.3
現金 / 短期投資	3,457.1	4,288.1	4,743.7	5,162.7
其他流動資產	8,765.2	8,057.5	8,245.0	8,410.4
資產總額	**16,898.9**	**17,529.5**	**18,650.0**	**19,684.1**
短期債務	840.5	700.1	801.5	879.6
其他流動負債	4,310.7	4,127.0	4,203.5	4,282.3
長期債務	256.3	697.3	1,036.9	1,298.4
其他長期負債	1,288.8	1,288.8	1,288.8	1,288.8
股東權益	10,335.7	10,849.3	11,452.3	12,068.0
少數股東權益	(133.1)	(133.1)	(133.1)	(133.1)
負債及權益總額	**16,898.9**	**17,529.5**	**18,650.0**	**19,684.1**

現金流

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	**952.4**	**1,461.1**	**1,425.3**	**1,528.2**
除稅前溢利	1,973.4	1,667.5	1,823.2	1,896.2
稅項	(601.8)	(508.6)	(556.0)	(578.3)
折舊及攤銷	297.5	239.3	269.2	296.9
營運資金變動	(805.0)	62.9	(111.0)	(86.6)
非現金項目	(48.7)	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	38.5	0.0	0.0	0.0
投資	**(19.4)**	**(285.5)**	**(746.6)**	**(746.6)**
資本支出（增長）	(264.1)	(550.0)	(550.0)	(550.0)
投資	345.4	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	43.8	0.0	0.0	0.0
其他	(144.4)	264.5	(196.6)	(196.6)
融資	**(454.7)**	**(344.7)**	**(223.1)**	**(362.6)**
支付股息	(636.7)	(645.3)	(664.2)	(702.2)
發行股份	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	767.4	1,141.1	1,141.1	1,141.1
償還貸款	(1,686.7)	(840.5)	(700.1)	(801.5)
其他 / 已付利息	1,101.3	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	**478.3**	**831.0**	**455.6**	**419.0**
年初現金及現金等價物	**2,979.2**	**3,457.1**	**4,288.1**	**4,743.7**
外匯影響產生的變動	(0.4)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	**3,457.1**	**4,288.1**	**4,743.7**	**5,162.7**

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	16.4	14.2	15.5	16.1
稅前利潤率	13.9	12.2	13.0	13.3
純利率	9.7	8.5	9.1	9.2
資產回報率	8.3	6.7	7.0	6.9
股本回報率	14.2	10.9	11.4	11.2
增長				
營業額	4.2	(3.2)	2.0	2.1
息稅折舊攤銷前利潤	4.2	(15.8)	11.1	6.3
除稅前溢利	3.8	(15.5)	9.3	4.0
純利	10.8	(15.5)	9.3	4.0
純利 （經調整）	10.8	(15.5)	9.3	4.0
每股收益	(0.1)	(15.5)	9.3	4.0
槓桿比率				
債務佔總資本比率	9.8	11.8	14.4	15.8
債務權益比率	11.3	13.2	16.5	18.5
債務／（現金）淨額與權益	(29.8)	(27.6)	(26.4)	(25.7)
利息保障倍數 （倍）	23.2	20.0	16.9	14.1

恒生指數及恒生科技指數展望

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

週線圖



來源：TradingView

日線圖



來源：TradingView

恒生指數

上日收市：	23,093.37
預期移動範圍：	22,120 -24,520

技術觀點：

週線圖：價格行為保持了主導的標記下行軌跡，向下一個關鍵水平需求地基加速下行。儘管更廣泛的波段結構在低點降低與高點降低的層級中保持明確對齊，但貼近該歷史支撐區域引入了戰術性停頓或均值回歸矯正反應的概率。技術動能反映出持續的賣方主導：RSI 指標穩固紮根於中性 50 分界線下方，並持續以負向速度呈向上斜率向下傾斜，確認了強勁的底層下行動能。然而，隨着價格逼近該結構性籌碼收集地基，主導需求邊界附近的下行動能衰減往往會觸發買方的階段性重新入場。只要該主要支撐區域在首次觸及階段有效挺立，最小阻力路徑將傾向於在更廣泛標記下行序列展開任何結構性延續之前，先出現一波階段性的矯正性回抽。

日線圖：價格行為在上周五收出了一根中性十字星 K 線，信號呈現出主導標記下行序列中賣方動能的結構性猶豫與階段性停頓。這一價格壓縮完全孕育於前一交易日的實體內，構築了一個潛在的雙 K 線看漲孕線反轉形態，表明下方供給釋放出現衰竭。結構性樞紐完全取決於周一的收盤表現：需要日線級別決絕收於 23,513 觸發閾值上方，方能驗證孕線形態的確認，從而作廢即時的空頭延續結構，並將戰術動能轉向均值回歸的矯正性反彈。在 23,513 關鍵位未能在收盤價基礎上獲得決絕收復之前，結構層級仍易受下行延續的衝擊；然而，一旦確認收於該關鍵水平上方，將打開通往上方主導阻力區域的上行通道。

週線圖



來源：TradingView

日線圖



來源：TradingView

恒生科技指數

上日收市：	3,871.66
預期移動範圍：	3,610-4,240

技術觀點：

週線圖： 價格行為在回踩其轉換后的支撐轉阻力區域時遭到決絕拒絕，驗證了水平極性轉換的成功確立。買方未能重新收復這一新確立的上方供給天花板，鞏固了主導標記下行序列中低點降低與高點降低的波段層級。技術動能強力印證了這一看跌延續：RSI 指標持續以負向速度呈向上斜率向超賣參數區域傾斜，這並非表明即時的看漲背離或動能衰竭，而反映出強烈的賣方速度與持續的趨勢強度。只要價格行為在隨後的暫態回踩中嚴格受制於這一被防守的阻力屏障下方，最小阻力路徑將高度傾斜於向下方更深的主導需求目標展開持續的下行拓展。

日線圖： 價格行為在經歷持續的標記下行序列后展現出結構性減速，正構築一個潛在的雙 K 線看漲孕線形態，信號呈現出階段性的供給停頓與賣壓耗竭。儘管 RSI 指標在超賣參數附近維持下行軌跡，但孕育於前一 K 線範圍內的收窄實體價格行為表明一個結構性地基正在萌芽。戰術樞紐完全取決於周一的收盤表現：需要日線級別決絕收於 3,950 觸發基線上方，方能驗證形態的完成，並驅動動能轉向均值回歸的矯正性反彈。在 3,950 關鍵位未能在收盤價基礎上獲得決絕收復之前，主導標記下行層級仍易受下行延續的衝擊。

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."