



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)	53463.9	(0.2)	0.0	2.9	11.2
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7675.7	(0.0)	(0.4)	3.6	12.1
富時 100 指數(FTSE 100)	10878.1	(0.1)	1.3	1.3	9.5
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9338.8	(0.4)	0.9	3.0	3.5
滬深 300 指數(CSI 300)	4590.8	0.9	0.0	(2.4)	(0.8)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5721.6	(0.2)	0.5	1.8	23.1
恒生中國企業指數(HSCEI)	8533.8	1.0	0.7	2.0	(4.3)
恒生指數(HSI)	25653.0	0.6	0.6	2.8	0.1
雅加達綜合指數(JCI)	6405.7	(1.5)	(0.7)	3.6	(25.9)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1748.5	0.7	0.9	2.1	4.1
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6808.2	1.0	5.2	0.8	61.6
日經 225 指數(Nikkei 225)	66262.2	0.6	1.4	2.0	31.6
泰國證券交易所指數(SET)	1601.9	0.4	(0.5)	(1.4)	27.2
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	45832.6	1.5	2.5	5.0	58.2
波羅的海乾散貨指數(BDI)	3056	4.4	10.1	11.4	62.8
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4647	(0.9)	2.7	0.9	18.2
布蘭特原油(美元/桶)	88	(0.8)	(4.1)	(9.2)	44.4

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
潘夢遙就大中華區互聯網行業進行的分析師推介	新加坡	9 月 7 日	9 月 8 日
潘夢遙就大中華區互聯網行業進行的分析師推介	馬來西亞	9 月 9 日	9 月 11 日
第 17 屆亞洲精選研討會 2026 (線上)	新加坡	9 月 22 日	9 月 23 日
舜宇光學 (2382 HK) 業績發布後非交易性路演	臺北	9 月 22 日	9 月 23 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
7 月工業利潤	中國	8 月 27 日
8 月 PMI (綜合、製造業、非製造業)	中國	8 月 31 日
7 月零售業銷售額 (價值、銷售量)	香港	8 月 31 日
7 月份貨幣供應量(M1, M2, M3)	香港	8 月 31 日

重點要聞

公司業績 | 安踏體育 (2020 HK / 買入 / 港幣 78.75 元 / 目標價: 港幣 112.2 元)

第 3 頁→

- 安踏公布了穩健的 2026 年上半年業績，其中營業利潤率優於預期，且所有業務板塊均超額完成其全年目標。儘管消費趨勢自 2026 年第 2 季度起有所放緩，管理層仍有信心實現其全年的零售銷售增長目標及營運利潤率目標。就 Jack Wolfskin 而言，中國門市將於 9 月至 10 月期間開業。該品牌於 2026 年上半年仍然錄得虧損，管理層預期 2026 年下半年的虧損將略為收窄。維持「買入」評級，將目標價上調 4%至港幣 112.2 元。

公司業績 | 中國海外發展 (688 HK/買入/港幣 14.35 元/目標價: 19.88 港元)

第 6 頁→

- 中海外 2026 年上半年的核心純利按年下跌 9.7%，優於我們預期的逾 10%初段跌幅。毛利率按年跌幅為 1.3 個百分點。每股派息按年跌幅為 8.0%，報港幣 0.23 元。管理層預計市場前景改善，對銷售增長抱有信心，並預期 2026 年的投資額達人民幣 800-1,000 億元。一線敞口是利潤槓桿，而利潤率企穩亦日益明顯。維持「買入」評級，目標價維持港幣 19.88 元不變。中海外仍是我們在中國內房板塊的首選。

公司業績 | 海底撈國際控股 (6862 HK/買入/港幣 12.25 元/目標價: 16.70 港元)

第 9 頁→

- 海底撈 2026 年上半年的經營利潤優於預期，但純利不及預期。該公司將股息派發比率提高至 100%，令人感到意外。展望未來，海底撈品牌今年將以中單位數增長維持穩健的開店步伐，而大牌檔火鍋及壽司等新品牌則將進入複製階段。預期外送業務將於 2026 年下半年維持高單位數的快速增長。維持「買入」評級，下調目標價 9%至港幣 16.7 元。

公司業績 | 翰森製藥集團有限公司 (3692 HK/買入/港幣 31.74 元/目標價: 45.00 港元)

第 12 頁→

- 在創新產品強勁收入增長的帶動下，翰森製藥 2026 年上半年的收入按年增長 11.7%至人民幣 83 億元，而純利按年增長 35.8%至人民幣 42.6 億元。強勁的盈利增長顯著高於市場預期。管理層維持 2026 年雙位數收入增長目標不變，並指出新一輪新產品發布將支持公司自 2027 年起實現強勁的收入增長。維持「買入」評級及目標價港幣 45 元。

免責聲明:「交易員專欄」(Traders'Corner)內之技術分析純粹根據圖表形態、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於本行分析員的基本面研究觀點。因此，我們可能不時會提出與我們基本面「買入/持有/沽出」評級相反的技術面建議。

公司業績 | 敏實集團 (425 HK/買入/港幣 29.7 元/目標價: 港幣 56 元)

第 18 頁→

- 敏實 2026 年上半年的純利按年增長 12.3%至人民幣 14.34 億元，經調整純利按年增長 16.6%至人民幣 13.79 億元，勝於我們預期，主要由於毛利率按年擴張 0.4 個百分點至 28.6%，且營運開支維持受控。新承接業務按年激增 150%至人民幣 467 億元，帶動手頭訂單總額超過人民幣 2,900 億元。基於較高的毛利率假設，我們分別將 2026 年至 2028 年的純利預測上調 6%、7%及 7%。維持「買入」評級，目標價維持港幣 56 元不變。

公司業績 | 寧波均勝電子股份有限公司 (600699 CH/買入/人民幣 18.98 元/目標價: 人民幣 25.00 元)

第 15 頁→

- 由於中國及北美市場轉弱，均勝電子 2026 年第 2 季度的純利按年下跌 8.3%至人民幣 3.37 億元，經調整純利亦下跌 24.1%至人民幣 2.93 億元，收入及毛利率均遜於我們預期。2026 年上半年新接訂單按年增長 43.9%至人民幣 449 億元，應會帶動 2026 年下半年收入重拾增長。我們分別下調 2026 至 2028 年的純利預測 14% / 16% / 17%，至人民幣 15.3 億元 / 人民幣 17.12 億元 / 人民幣 19.59 億元。維持「買入」評級，並將目標價下調至人民幣 25 元。

公司業績 | 速騰聚創 (2498 HK/買入/港幣 18.83 元/目標價: 港幣 33 元)

第 21 頁→

- 2026 年第 2 季度業績不及預期，收入按年增長 23.2%至人民幣 5.61 億元，淨虧損按年擴大 88.8%至人民幣 9,700 萬元，主要受令人失望的平均售價及利潤率所拖累。基於中標設計 (design wins)、新項目量產爬坡，以及推出 EOCENE SPAC-SoC，我們維持 2026 至 2028 年銷量增長 152%/65%/53%的預測。基於較低的平均售價及毛利率，我們將 2026 至 2028 年的純利預測分別下調至-人民幣 2.86 億元 / 人民幣 1.5 億元 / 人民幣 4.74 億元。維持「買入」評級，並將目標價由港幣 50 元下調至港幣 33 元。

公司業績 | 雙環傳動 (002472 CH/買入/人民幣 35.6 元/目標價: 人民幣 50.00 元)

第 24 頁→

- 雙環 2026 年第 2 季度的淨利潤遜於預期，乃由於利潤率弱於預期。收入按年增長 13.8%至人民幣 24.63 億元，表現穩健且超預期，但由於海外產能初期投產爬坡稀釋了盈利能力，毛利率按年下降 1.2 個百分點至 26.1%。受外匯波動影響，純利按年增長 0.5%至人民幣 3.03 億元，較我們的預測低 3.0%。維持「買入」評級，將目標價下調至人民幣 50 元。

公司業績 | 青島啤酒 (168 HK/買入/港幣 42.86 元/目標價: 62.40 港元)

第 27 頁→

- 青島啤酒 2026 年第 2 季度的盈利符合市場預期。於 2026 年第 2 季度，啤酒銷量為 2,300 萬百升 (按年下跌 7%)。按品牌劃分，青島啤酒主品牌 / 其他品牌的銷量分別為 1,330 萬百升 / 970 萬百升 (按年分別下跌 1% / 下跌 14%)。按類別劃分，中高端 / 其他產品的銷量分別為 1,000 萬百升 / 1,300 萬百升 (按年+2% / -13%)。產品組合按年持續改善。然而，平均售價按年大致持平。維持「買入」評級，將目標價下調 6%至港幣 62.4 元。

技術分析

中國太平保險 | 966 HK

第 30 頁→

- 支持位: 港幣 19.28 元/港幣 18.80 元
- 阻力位: 港幣 22.6 元 / 港幣 24.34 元

海底撈國際 | 6862 HK

第 30 頁→

- 支持位: 港幣 11.74 元/港幣 11.14 元
- 阻力位: 港幣 13.31 元 / 港幣 15.04 元

安踏體育 (2020 HK)

2026 年上半年：業績穩健且營業利潤率勝預期；對達成全年目標充滿信心

焦點

- 安踏公布了穩健的 2026 年上半年業績，其中營業利潤率優於預期，且所有業務板塊均超額完成其全年目標。
- 儘管消費趨勢自 2026 年第 2 季度起有所放緩，但管理層仍有信心實現其全年零售銷售增長目標（安踏品牌為低單位數、FILA 為中單位數，其他品牌則超過 20%），以及營業利潤率目標（安踏品牌約為 20%、FILA 約為 25%，其他品牌則超過 25%）。
- 對於 Jack Wolfskin，該公司計劃專注於其重型徒步業務。中國門市將於 9 月至 10 月開業。該品牌於 2026 年上半年仍然錄得虧損，管理層預期 2026 年下半年的虧損將略為收窄。維持「買入」評級，將目標價上調 4%至港幣 112.2 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年上半 年	2025 年下半 年	2025 年上半 年	按年變動 (%)	半年變動 (%)
總收入	43,507	41,675	38,544	12.9	4.4
毛利	27,792	25,309	24,425	13.8	9.8
毛利率 (%)	63.9	60.7	63.4	0.5	3.1
經營利潤	11,760	8,960	10,131	16.1	31.3
經營利潤率 (%)	27.0	21.5	26.3	0.7	5.5
核心應佔純利	7,938	6,557	7,031	12.9	21.1
核心應佔純利率 (%)	18.2	15.7	18.2	0.0	2.5

資料來源：安踏體育、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績穩健；營業利潤率勝預期。安踏體育（安踏）公佈其 2026 年上半年業績，於 2026 年上半年，收入為人民幣 435.07 億元（按年增長 13%，按半年增長 4%）。按分部劃分，核心安踏品牌 / FILA / 所有其他品牌的收入按年分別錄得 5% / 6% / 44% 的增長。毛利為人民幣 277.92 億元（按年升 14%，按半年升 10%），毛利率為 63.9%（按年升 0.5 個百分點，按半年升 3.1 個百分點）。經營利潤為人民幣 117.6 億元（按年增長 16%，按半年增長 31%），營業利潤率為 27.0%（按年升 0.7 個百分點，按半年升 5.5 個百分點）。核心純利為人民幣 79.38 億元（按年增長 13%，按半年增長 21%），純利率為 18.2%（按年持平，按半年增長 2.5 個百分點）。該公司宣派中期股息每股港幣 1.51 元，相當於派息比率為 46%（相對於 2025 年上半年的派息比率 50%）。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	70,826	80,219	88,075	94,994	102,102
息稅折舊攤銷前利潤	22,066	25,426	26,854	28,394	29,855
經營利潤	16,595	19,091	20,912	22,594	24,231
純利 (報告 / 實際)	15,596	13,587	14,592	15,750	17,077
純利 (經調整)	11,927	13,587	14,592	15,750	17,077
每股收益 (分)	413.7	480.0	523.1	564.6	612.2
市盈率 (倍)	16.3	14.1	12.9	12.0	11.0
市賬率 (倍)	3.1	2.9	2.5	2.3	2.0
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	9.2	8.1	7.9	7.1	6.5
股息收益率 (%)	3.2	3.3	3.5	3.8	4.1
純利率 (%)	16.8	16.9	16.6	16.6	16.7
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	(51.0)	(45.5)	(37.8)	(45.3)	(51.6)
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 (%)	21.1	21.3	20.9	20.1	19.5
市場預期純利	-	-	14,698.5	15,935.4	17,568.9
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	0.99	0.99	0.97

資料來源：安踏體育、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 78.75 元
目標價	港幣 112.20 元
上升空間	+43.5%
早前目標價	港幣 107.90 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	2020 HK
已發行股份 (百萬)	2,796.7
市值 (港幣 1 百萬元)	220,236.4
市值 (美金 1 百萬元)	28,096.0
3 個月平均每日成交額 (美金 1 百萬元)	72.0

價格表現 (%)

52 週高位 / 低位		港幣 106.30 元 / 港幣 66.80 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
3.8	4.7	(8.5)	(24.6)	(2.2)

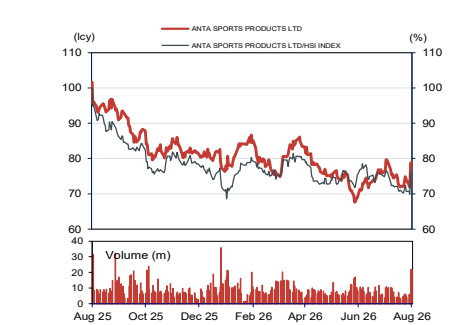
主要股東 (%)

安踏國際集團控股有限公司	53.35
--------------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	26.61
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	10.48

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

安踏體育是中國領先的體育用品公司。該公司擁有三大品牌群：專業運動品牌、時尚運動品牌及戶外運動品牌。透過構建涵蓋安踏、FILA、DESCENTE、KOLON SPORT 及 MAIA ACTIVE 的全方位品牌組合，安踏體育旨在釋放大眾及高端體育用品市場的潛力。該公司亦持有 Amer Sports 43.33% 的股權。Amer Sports 為一家標誌性體育及戶外品牌組成的全球集團，旗下品牌包括 Arc'teryx、Salomon、Wilson、Peak Performance 及 Atomic。

- **所有分部的營運盈利能力均超出指引範圍。** 毛利率方面，按分部劃分，安踏品牌達 55.1%（按年增長 0.2 個百分點）；FILA 因產品成本上升及電子商務佔比提高而降至 67.8%（按年下降 0.2 個百分點）；所有其他品牌則跌至 73.1%（按年下降 0.8 個百分點），主要是受毛利率較低的 Jack Wolfskin 併表所拖累，惟 Descente 及 Kolon 的毛利率均錄得擴張。在營運盈利能力方面，所有分部均超出指引範圍。安踏品牌的營業利潤率達 22.5%（按年下降 0.8 個百分點），該項下降歸因於在品牌建設、產品研發及全球擴張方面的持續投資；受惠於營運效率提升，FILA 達到 28.7%（按年上升 1.0 個百分點）；而所有其他品牌則錄得 33.1%（按年下降 0.1 個百分點），受 Jack Wolfskin 及 Maia Active 所拖累，兩者均在 2026 年上半年錄得虧損。
- **對達成全年目標充滿信心。** 管理層指出，2026 年第 3 季度至今需求疲軟。雖然 8 月份高端品牌有所復甦並符合內部預期，但大眾市場品牌依然承壓。然而，管理層對實現其全年的零售銷售增長目標（安踏品牌為低單位數、FILA 為中單位數，而其他品牌則超過 20%），以及營業利潤率目標（安踏品牌約為 20%、FILA 約為 25%，而其他品牌則超過 25%）充滿信心。
- **Jack Wolfskin 重新定位以專注於重裝徒步；中國門市將於 9 月至 10 月鋪開。** 管理層已重新調整 Jack Wolfskin 的定位，專注於其重型徒步業務，並強調功能性、技術及布料。該策略旨在精簡庫存單位（SKU）範圍，並專注於優質服裝。在渠道方面，該公司計劃收回分銷授權，並透過直接面對消費者（DTC）模式在中國拓展品牌，目標是在 9 月至 10 月開設約五家重點門市，主要位於中國北方。在歐洲，擴張步伐將會放緩，並將於明年初春測試新門市概念後才擴大規模。該品牌於 2026 年上半年仍然錄得虧損，管理層預期 2026 年下半年的虧損將略為收窄。
- **安踏品牌的長期策略保持不變；** 海外收入預期在五年內達到人民幣 100 億元。關於安踏品牌近期的領導層變動，管理層強調其長期策略維持不變，並以大眾市場定位及品牌向上為核心。渠道升級將會持續，但超級安踏及 Sneakerverse 概念店不會迅速擴大規模。展望未來，管理層指出海外擴張仍為較長遠的重點，其中 2026 年上半年海外收入增長超過 30% 並以約五年內達到人民幣 100 億元為第一階段目標，先由東南亞起步，其後拓展至中東、歐洲及美國。

分部業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年上 半年	2025 年上 半年	按年 變動 (%)
收入			
- 安踏	17,771	16,950	4.8
- FILA	15,045	14,182	6.1
- 所有其他品牌	10,691	7,412	44.2
毛利			
- 安踏	9,783	9,308	5.1
- FILA	10,194	9,637	5.8
- 所有其他品牌	7,815	5,480	42.6
毛利率			
- 安踏	55.1	54.9	0.1
- FILA	67.8	68.0	(0.2)
- 所有其他品牌	73.1	73.9	(0.8)
經營利潤			
- 安踏	3,992	3,946	1.2
- FILA	4,315	3,935	9.7
- 所有其他品牌	4,315	2,458	75.5
經營利潤率			
- 安踏	22.5	23.3	(0.8)
- FILA	28.7	27.7	0.9
- 所有其他品牌	40.4	33.2	7.2
按渠道劃分的安踏品牌銷售額			
- DTC	6,560	6,321	3.8
- 電子商務	6,949	6,131	13.3
- 批發及其他	4,262	4,498	(5.2)
門店數目			
- 安踏（包括安踏兒童）	9,682	9,909	(227)
- FILA（包括 FILA Kids 及 FILA Fusion）	1,954	2,054	(100)
- Descente	261	241	20
- Kolon Sport	212	199	13

資料來源：安踏體育、大華繼顯

盈利預測調整 / 風險

- **將我們 2026/27 年度的盈利預測上調 2%。** 我們將 2026/27 年度的收入預測上調 1%。我們維持 2026 年毛利率預測不變，並將 2027 年毛利率預測小幅上調 0.1 個百分點。我們將 2026/27 年度的 SG&A 比率預測分別下調 0.8 個百分點 / 0.7 個百分點。因此，我們對 2026/27 年度的盈利預測均上調 2%。

估值 / 建議

- **維持「買入」評級；將目標價上調 4%至港幣 112.2 元。** 我們按現金流折現法（DCF）將目標價上調 4%至港幣 112.2 元。我們的目標價相當於 19.2 倍 2026 年預測 市盈率 及 17.7 倍 2027 年預測 市盈率。該股票目前的交易價格為 12.9 倍 2026 年預測 市盈率 及 12.0 倍 2027 年預測 市盈率。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	80,219.0	88,075.5	94,994.4	102,101.7
息稅折舊攤銷前利潤	25,426.0	26,853.5	28,394.0	29,855.4
折舊及攤銷	6,335.0	5,941.7	5,799.8	5,624.2
息稅前利潤	19,091.0	20,911.8	22,594.2	24,231.2
總其他非經營收入	0.0	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	1,203.0	1,203.0	1,263.2	1,326.3
淨利息收入／（支出）	1,151.0	915.7	1,001.1	1,395.8
除稅前溢利	21,445.0	23,030.5	24,858.5	26,953.3
稅項	(5,784.0)	(6,211.3)	(6,704.3)	(7,269.3)
少數股東權益	(2,074.0)	(2,227.2)	(2,404.0)	(2,606.6)
純利	13,587.0	14,591.9	15,750.1	17,077.4
純利（經調整）	13,587.0	14,591.9	15,750.1	17,077.4

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
營運	20,996.0	22,441.1	23,683.0	25,030.1
除稅前溢利	21,445.0	23,030.5	24,858.5	26,953.3
稅項	(5,784.0)	(6,211.3)	(6,704.3)	(7,269.3)
折舊及攤銷	6,335.0	5,941.7	5,799.8	5,624.2
聯營公司	0.0	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	(1,368.0)	(319.8)	(271.0)	(278.0)
非現金項目	275.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	(450.0)	(0.0)	0.0	(0.0)
投資	(7,046.0)	(18,300.0)	(6,000.0)	(6,000.0)
資本支出（增長）	(2,716.0)	(3,000.0)	(3,000.0)	(3,000.0)
投資	(2,185.0)	(17,300.0)	(5,000.0)	(5,000.0)
其他	(2,078.0)	2,000.0	2,000.0	2,000.0
融資	(13,116.0)	(5,492.7)	(14,812.9)	(15,564.2)
支付股息	(6,596.0)	(6,460.7)	(6,958.9)	(7,531.4)
借款所得款項	302.0	12,500.0	4,500.0	3,500.0
償還貸款	(1,641.0)	(11,532.0)	(12,354.0)	(11,532.8)
其他／已付利息	(5,181.0)	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	834.0	(1,351.6)	2,870.0	3,466.0
年初現金及現金等價物	11,390.0	12,181.0	10,829.4	13,699.4
因外匯影響產生的變動	(43.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	12,181.0	10,829.4	13,699.4	17,165.4

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	5,366.0	4,833.0	4,165.8	3,498.6
其他長期資產	59,273.0	72,164.2	73,031.6	74,074.6
現金／短期投資	12,181.0	10,829.4	13,699.4	17,165.4
其他流動資產	47,475.0	49,117.2	50,563.5	52,049.1
資產總額	124,295.0	136,943.9	141,460.3	146,787.7
短期債務	11,532.0	12,354.0	11,532.8	4,906.6
其他流動負債	21,826.0	23,148.4	24,323.6	25,531.2
長期債務	11,770.0	11,916.0	4,883.2	3,476.6
其他長期負債	6,762.0	6,762.0	6,762.0	6,762.0
股東權益	65,782.0	73,913.2	82,704.4	92,250.4
少數股東權益	6,623.0	8,850.2	11,254.2	13,860.8
負債及權益總額	124,295.0	136,943.9	141,460.3	146,787.7

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	31.7	30.5	29.9	29.2
稅前利潤率	26.7	26.1	26.2	26.4
純利率	16.9	16.6	16.6	16.7
資產回報率	11.5	11.2	11.3	11.8
股本回報率	21.3	20.9	20.1	19.5
增長				
營業額	13.3	9.8	7.9	7.5
息稅折舊攤銷前利潤	15.2	5.6	5.7	5.1
除稅前溢利	(2.0)	7.4	7.9	8.4
純利	13.9	7.4	7.9	8.4
純利（經調整）	13.9	7.4	7.9	8.4
每股收益	16.0	9.0	7.9	8.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	27.2	25.9	16.6	8.4
債務權益比率	36.5	34.7	21.0	9.6
債務／（現金）淨額與權益	(45.5)	(37.8)	(45.3)	(51.6)

中國海外發展（688 HK）

2026 年上半年業績勝預期；利潤率企穩日趨明顯

焦點

- 2026 年上半年核心純利按年下跌 9.7%，優於我們預期的低雙位數跌幅。每股派息按年跌幅為 8.0%，報每股港幣 0.23 元。
- 隨着市場前景改善，以及 2026 年下半年的銷售儲備更加充實，我們預期 2026 年下半年將實現銷售正增長。一線城市業務承擔將成為盈利槓桿，而利潤率穩定態勢亦日趨明顯。投資將保持積極（目標為人民幣 800-1,000 億元）。
- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 19.88 元不變。中海外仍是我們在中國內房板塊的首選。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 上半年	2025 下半年	2025 上半年	按年	按半年
收入	97,599	84,870	83,219	17.28%	15.00%
-物業發展 (PD)	91,860	78,812	77,962	17.83%	16.56%
-物業投資	3,575	3,658	3,542	0.94%	-2.27%
-其他營運	2,164	2,400	1,715	26.18%	-9.83%
毛利	15,710	11,605	14,460	8.64%	35.38%
應佔純利	7,030	4,092	8,599	-18.24%	71.80%
核心基礎純利	7,930	4,230	8,780	-9.68%	87.47%
核心每股盈利 (人民幣 / 股)	0.72	0.39	0.80	-9.68%	87.47%
每股派息 (港元 / 股)	0.23	0.25	0.25	-8.00%	-8.00%
股息派發比率	27.6%	58.4%	28.4%	-0.8 個百分點	-30.9 個百分點
利潤率					
毛利利潤率	16.10%	13.67%	17.38%	-1.3 個百分點	2.4 個百分點
銷售及一般行政開支佔收入比率	2.83%	4.25%	3.84%	-1.0 個百分點	-1.4 個百分點
核心純利利潤率	8.13%	4.98%	10.55%	-2.4 個百分點	3.1 個百分點
槓桿比率					
淨負債比率	27.20%	34.20%	28.40%	-1.2 個百分點	-7.0 個百分點

資料來源：中海外、彭博、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年優於預期。核心純利按年下跌 9.7%至人民幣 79.3 億元，相比之下市場預期為按年錄得 10%至 15%左右的跌幅，相當於我們年度預測的 67%。主要推動因素包括：a)收入按年增長 17.3%，主要受物業發展帶動（按年增長 17.8%），而商業營運收入則保持平穩（按年增長 0.9%）；b)銷售、一般及行政開支比率下降 1.0 個百分點；以及 c)融資成本按年下降 6.8%。利潤率受壓仍為主要拖累因素，毛利率按年下跌 1.3 個百分點至 16.1%。淨負債比率降至 27.2%，按年下降 1.2 個百分點，按半年下降 7.1 個百分點。中期每股派息為港幣 0.23 元，按年下跌 8.0%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	185,154	168,089	169,220	165,762	167,131
息稅折舊攤銷前利潤	26,411	19,676	18,350	20,179	22,002
經營利潤	25,951	19,257	17,913	19,725	21,530
純利 (報告 / 實際)	15,636	12,691	11,942	12,882	13,964
純利 (經調整)	15,720	13,010	11,942	12,882	13,964
每股收益 (港元)	143.6	118.9	109.1	117.7	127.6
市盈率 (倍)	8.6	10.4	11.3	10.5	9.6
市賬率 (倍)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	12.4	16.6	17.8	16.2	14.8
股息收益率 (%)	4.4	3.6	3.4	3.7	4.0
純利率 (%)	8.4	7.6	7.1	7.8	8.4
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	30.9	37.1	40.5	38.4	35.9
利息保障倍數 (倍)	28.2	27.0	27.6	30.5	32.2
股本回報率 (%)	4.1	3.3	3.1	3.2	3.4
市場預期純利 (港幣 1 百萬元)	-	-	12,290.3	12,882.1	14,045.2
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	0.97	1.00	0.99

資料來源：中海外、彭博、大華繼顯

分析員

劉潔琦

Jieqi.Liu@uobkh.com
+852 28261392

沈宸昊

Damonshen@uobkh.com
+86 21 54047225 分機 820

買入（維持）

股價	港幣 14.35 元
目標價	港幣 19.88 元
上升空間	+38.5%

股票數據

行業	房地產
股份代號:	688 HK
已發行股份 (百萬股):	10,944.9
市值 (港幣 1 百萬元):	157,059.1
市值 (美金 1 百萬元):	20,036.4
3 個月平均成交額 (美金 1 百萬元):	47.2

價格表現 (%)

52 週高位 / 低位		港幣 16.70 元/港幣 11.36 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
8.1	(7.0)	0.0	(0.6)	17.1

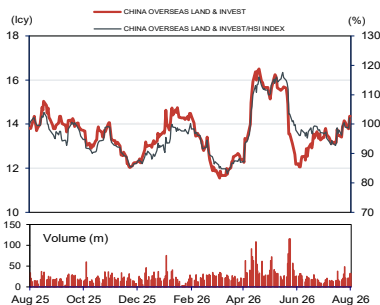
主要股東 (%)

中國建築工程總公司	56.1
-----------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	38.90
2026 財年每股淨債項 (人民幣)	14.63

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

中國海外發展是一家於香港上市的國有中國內地物業發展商及投資者，由中國建築工程總公司控股。其主要在一線及核心二線城市開發住宅物業，並持有涵蓋寫字樓、商場、長租公寓及酒店的商業物業組合。

- **市場前景改善；預期 2026 年下半年銷售將錄得正增長。**管理層表示，在一線及核心二線城市中，在供求基本面改善的支撐下，房地產市場逐步回穩的跡象已愈發明顯。具體而言，一線城市於 2026 年上半年的新增供應減少約 25%。與此同時，市場依然呈現兩極分化——不僅是一線 / 核心二線城市與低線城市之間，同一城市內的核心市區地段與周邊區域之間亦是如此。在此背景下，管理層認為一線及核心二線城市的地價升值是中國海外發展（中海外）的主要增長動力。隨着 2026 年下半年的新推出項目較 2026 年上半年高出 25%，我們預期 2026 年下半年將實現正銷售增長。
- **一線城市業務承擔將成為盈利槓桿，而利潤率穩定態勢亦日趨明顯。**一線城市（包括香港）佔 2026 年上半年不計中海宏洋的合約銷售額 68.6%（按年增加 14.9 個百分點），該等城市的銷售額按年增長 41.9%，且一線城市土地儲備仍佔可售資源的 59% 以上。不計中海宏洋（COGO）的平均售價（ASP）按年上升 42% 至每平方米人民幣 40,320 元——我們認為部分原因是香港項目帶動，部分則是產品組合向高端轉移所致。鑒於一線城市佔比已由 2023 年的 38% 提升至 2024 年至 2026 年的 57% 至 69%，加上兩年的銷售至交付週期，我們預期中海外將自 2026 年起把該產品組合反映至利潤率中。下半年利潤率受季節性因素影響而低於上半年，但更佳的产品組合以及一線城市樓價企穩，增加了 2026 年下半年利潤率同比持平的機會。
- **目標於 2026 年保持持續積極的投資步伐（人民幣 800-1,000 億元）。**第 3 季度購地活動有所回升。中海外於 7 月至 8 月收購了九個項目，應佔土地出讓金為人民幣 256 億元（約佔其年初至今人民幣 333 億元投資額的 77%），當中包括位於太原及深圳的城市更新項目。就 2026 年而言，管理層的土地投資目標為人民幣 800-1,000 億元，與 2022 至 2025 年期間人民幣 928 億元的平均土地投資額一致。儘管核心城市的土地供應收緊且競爭加劇，但我們預期中海外將憑藉其市區重建專長、大型項目執行力以及在香港的業務擴張，維持審慎且高質素的土地儲備補充。

關鍵營運數據

	2022	2023	2024	2025	2025 年上 半年	2026 年上 半年
合約銷售額（人民幣1百萬元）	294,760	309,800	310,690	251,231	120,151	134,350
按年	-20.2%	5.1%	0.3%	-19.1%	-19.0%	11.8%
合約銷售額（人民幣1百萬元，不包括中海宏洋）	254,443	266,980	270,580	219,046	103,540	115,210
按年	-14.7%	4.9%	1.3%	-19.0%	-20.0%	11.3%
一線城市合約銷售額	93,889	101,800	164,000	125,440	55,640	79,000
一線城市對銷售的貢獻（不包括COGO）	36.9%	38.1%	60.6%	57.3%	53.7%	68.6%
合約銷售平均售價（人民幣 / 平方米）	21,252	23,194	27,176	23,789	23,468	29,836
按年	8.7%	9.1%	17.2%	-12.0%	-14.0%	27.1%
不計COGO的合約銷售平均售價	25,081	27,174	33,810	28,736	28,388	40,340
按年	11.2%	8.3%	24.4%	-15.0%	-17.0%	42.1%
可售資源（人民幣1百萬元）		767,429	680,000	603,400		
土地出讓金總額（人民幣1百萬元）不計COGO	110,700	134,200	80,609	118,688	40,365	7,860
應佔土地出讓金（人民幣1百萬元，不包括中海宏洋）	86,377	122,660	69,635	92,423	40,109	7,660
土地至銷售分配比率	44%	50%	30%	54%	39%	7%
土地平均價值（人民幣 / 平方米）	11,500	17,565	19,400	20,790	15,632	10,342
土地成本 / 平均售價	46%	65%	57%	72%	55%	26%

資料來源：中海外、彭博、大華繼顯

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 19.88 元不變。我們的目標價乃基於我們對 2026 年每股資產淨值（NAV）預測人民幣 38.9 元給予 55% 折讓計算。

盈利預測調整 / 風險

- 將我們 2026/27/28 年的核心純利預測分別上調 1.5%/2.5%/2.3%，以計入略為提高的收入增長假設。

股價催化劑

- 2026 年下半年銷售及利潤率復甦強於預期。

合約銷售額

（人民幣 10 億元）	2026 年上 半年	2025 年上 半年	按年
公司及其附屬公司	94.10	92.92	+1.3%
合營企業及聯營公司 （不包括中海宏洋）	21.11	10.62	+98.8%
COGO	19.14	16.61	+15.2%
總計（集團系列公 司）	134.35	120.15	+11.8%

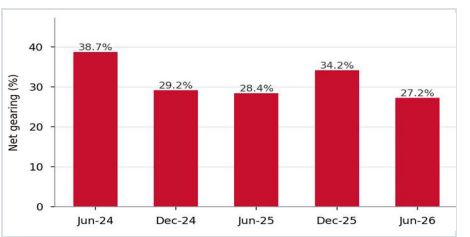
資料來源：中海外、彭博、大華繼顯

按主要城市劃分的 2026 年上半年合約銷售額（不包括中海宏洋）

城市	銷售額 （人民幣 10 億元）	佔不計中海 宏洋的總額 百分比
北京	24.75	21.5%
深圳	22.50	19.5%
上海	14.92	12.9%
香港	13.31	11.6%
廣州	3.51	3.0%
五個城市小計	78.99	68.6%
其他城市	36.22	31.4%
總計（不包括 COGO）	115.21	100.0%

資料來源：中海外、彭博、大華繼顯

淨負債比率



資料來源：中海外、彭博、大華繼顯

商業營運：收入組合及關鍵績效指標

	2026 年 上半年	2025 年 上半年
按資產類別劃分的收入 （人民幣 10 億元）		
寫字樓	1.72	1.70
購物商場	1.16	1.17
長期租賃公寓	0.18	0.16
酒店及其他	0.52	0.51
商業總收益	3.58	3.54
關鍵績效指標		
	2026 年 上半年	2025 年 上半年
租戶銷售額增長	11.4%	6.7%
同店銷售增長	4.5%	3.9%
商場出租率（%）	95.3	96.2*
寫字樓續租率（%）	63.1	76.9

*2025 年上半年商場出租率適用於營運超過三年的項目。
來源：中海外、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
淨營業額	168,088.8	169,220.3	165,761.7	167,130.8
息稅折舊攤銷前利潤	19,676.3	18,349.6	20,179.2	22,002.0
折舊及攤銷	418.9	436.5	454.1	471.7
息稅前利潤	19,257.5	17,913.1	19,725.1	21,530.3
總其他非經營收入	1,557.3	1,186.1	842.5	758.3
聯營公司貢獻	521.8	495.7	520.5	546.6
淨利息收入／(支出)	(727.6)	(665.4)	(661.2)	(683.3)
除稅前溢利	20,609.0	18,929.6	20,427.0	22,151.8
稅項	(7,177.5)	(6,291.2)	(6,793.8)	(7,373.6)
少數股東權益	(740.3)	(696.6)	(751.4)	(814.5)
純利	12,691.2	11,941.8	12,881.8	13,963.7
純利 (經調整)	13,010.0	11,941.8	12,881.8	13,963.7

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
營運	(20,464.0)	(3,723.8)	18,073.7	20,039.1
年度溢利 / 虧損	20,609.0	18,929.6	20,427.0	22,151.8
稅項	(7,177.5)	(6,291.2)	(6,793.8)	(7,373.6)
折舊及攤銷	418.9	436.5	454.1	471.7
聯營公司	(521.8)	(495.7)	(520.5)	(546.6)
營運資金變動	(33,480.0)	(16,032.1)	4,688.3	5,410.7
非現金項目	(312.5)	(270.7)	(181.3)	(74.9)
其他營運現金流量	0.0	(0.0)	0.0	0.0
投資	(2,503.0)	(300.0)	(300.0)	(300.0)
資本支出 (增長)	(300.0)	(300.0)	(300.0)	(300.0)
投資	49,389.2	50,870.8	52,397.0	53,968.9
其他	(51,592.2)	(50,870.8)	(52,397.0)	(53,968.9)
融資	(7,275.3)	(3,809.5)	(3,835.2)	(4,162.9)
支付股息	(5,936.1)	(5,537.9)	(5,895.1)	(6,306.2)
借款所得款項	5,811.5	8,267.6	8,557.9	8,859.1
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	(7,150.6)	(6,539.2)	(6,498.0)	(6,715.8)
現金流入 (流出) 淨額	(30,242.4)	(7,833.3)	13,938.5	15,576.2
年初現金及現金等價物	123,892.2	103,351.5	95,518.2	109,456.6
因外匯影響產生的變動	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	93,649.9	95,518.2	109,456.6	125,032.8

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
固定資產	212,974.5	213,274.5	213,574.5	213,874.5
其他長期資產	57,098.9	58,580.5	60,106.7	61,678.6
現金／短期投資	103,351.5	95,518.2	109,456.6	125,032.8
其他流動資產	542,272.5	557,226.6	569,354.9	582,105.6
資產總額	915,697.3	924,599.8	952,492.7	982,691.5
短期債務	42,316.1	44,431.9	46,653.5	48,986.2
其他流動負債	220,273.1	212,810.2	219,653.7	227,054.8
長期債務	205,059.3	211,211.1	217,547.4	224,073.8
其他長期負債	28,149.6	29,545.2	33,941.3	38,996.8
股東權益	387,947.8	394,953.4	403,297.3	412,366.0
少數股東權益	31,951.4	31,647.9	31,399.3	31,213.9
負債及權益總額	915,697.3	924,599.8	952,492.7	982,691.5

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	11.7	10.8	12.2	13.2
稅前利潤率	12.3	11.2	12.3	13.3
純利率	7.6	7.1	7.8	8.4
資產回報率	1.4	1.3	1.4	1.4
股本回報率	3.3	3.1	3.2	3.4

增長

營業額	(9.2)	0.7	(2.0)	0.8
息稅折舊攤銷前利潤	(25.5)	(6.7)	10.0	9.0
除稅前溢利	(22.0)	(8.1)	7.9	8.4
純利	(18.8)	(5.9)	7.9	8.4
純利 (經調整)	(17.2)	(8.2)	7.9	8.4
每股收益	(17.2)	(8.2)	7.9	8.4

槓桿比率

債務佔總資本比率	37.1	37.5	37.8	38.1
債務權益比率	63.8	64.7	65.5	66.2
債務／(現金) 淨額與權益	37.1	40.5	38.4	35.9
利息保障倍數 (倍)	27.0	27.6	30.5	32.2

海底撈國際控股（6862 HK）

2026 年上半年：經營利潤勝預期但純利遜預期；派息帶來驚喜；主品牌穩步擴張且副品牌進入複製階段

焦點

- 海底撈 2026 年上半年的經營利潤勝預期，主要受開支節省帶動，但純利因非經營項目而遜於市場預期。該公司將股息派發比率提高至 100%，令人感到意外。
- 展望未來，海底撈品牌今年將以中單位數增長維持穩健的開店步伐，而大牌檔火鍋及壽司等新品牌則將進入複製階段。外送業務預期將於 2026 年下半年保持高雙位數的快速增長，但其盈利能力低於堂食。維持「買入」評級，下調目標價 9% 至港幣 16.7 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年上半 年	2025 年下半 年	2025 年上半 年	按年變動 (%)	半年變動 (%)
總收入	22,337	22,522	20,703	7.9	(0.8)
毛利	13,048	13,239	12,460	4.7	(1.4)
毛利率 (%)	58.4	58.8	60.2	(1.8)	(0.4)
經營利潤	2,457	2,778	2,203	11.5	(11.6)
經營利潤率 (%)	11.0	12.3	10.6	0.4	(1.3)
核心經營利潤	2,513	2,995	2,408	4.4	(16.1)
核心經營利潤率 (%)	11.3	13.3	11.6	(0.4)	(2.0)
應佔純利	1,767	2,291	1,759	0.5	(22.9)
應佔純利率 (%)	7.9	10.2	8.5	(0.6)	(2.3)

資料來源：海底撈、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年經營利潤勝預期，但受非經營性項目影響，純利不及預期；派息比率上調至 100% 屬意料之外。海底撈國際控股（海底撈）公布其 2026 年上半年業績。於 2026 年上半年，收入為人民幣 223.37 億元（按年增長 8%，按半年下降 1%），比 VA 市場預期低 1%。毛利為人民幣 130.48 億元（按年增長 5%，按半年下降 1%），毛利率為 58.4%（按年下降 1.8 個百分點，按半年下降 0.4 個百分點），主要歸因於：a) 毛利率較低的業務帶來的收入貢獻增加；及 b) 旨在提升客戶體驗的各項消費者推廣優惠所帶來的影響。經營利潤為人民幣 24.57 億元（按年增長 12%，按半年下跌 12%），較 VA 市場預期高 5%，營業利潤率為 11.0%（按年增加 0.4 個百分點，按半年減少 1.3 個百分點）。營業利潤率按年改善，受以下因素帶動：a) 勞工成本下降（按年-2.0 個百分點）；及 b) 折舊及攤銷費用減少（按年-1.5 個百分點），這足以抵銷毛利率收縮以及其他開支增加（主要源自配送平台收費上升，按年+1.5 個百分點）的影響且有餘。核心經營利潤為人民幣 25.13 億元（按年+4%，按半年-16%），核心營業利潤率為 11.3%（按年-0.4 個百分點，按半年-2.0 個百分點）。純利為人民幣 17.67 億元（按年+0.5%，按半年-23%），比 VA 市場預期低 3%，純利率為 7.9%（按年-0.6 個百分點，按半年-2.3 個百分點）。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	42,755	43,225	46,405	50,033	53,795
息稅折舊攤銷前利潤	8,418	7,163	7,722	8,426	9,167
經營利潤 (經調整)	5,859	4,981	5,493	5,965	6,475
純利 (報告/實際)	4,708	4,050	4,154	4,619	4,991
每股收益 (分)	4,708	4,050	4,154	4,619	4,991
每股收益 (分)	86.9	74.8	74.5	82.9	89.5
市盈率 (倍)	12.1	14.0	14.1	12.7	11.7
市賬率 (倍)	5.6	5.8	5.6	5.4	5.2
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	6.3	7.6	7.0	6.3	5.8
股息收益率 (%)	7.6	6.1	6.7	7.5	8.1
純利率 (%)	11.0	9.4	9.0	9.2	9.3
債務/(現金)淨額與權益 (%)	(51.8)	(42.0)	(45.3)	(48.5)	(53.2)
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 (%)	42.9	39.6	40.6	43.3	44.9
市場預期純利	-	-	4,350.3	4,780.7	5,289.5
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.95	0.97	0.94

來源：海底撈、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 12.25 元
目標價	港幣 16.70 元
上升空間	+36.3%
早前目標價	港幣 18.30 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	6862 HK
已發行股份 (百萬)	5,574.0
市值 (港幣 1 百萬元)	68,281.5
市值 (美金 1 百萬元)	8,710.2
3 個月平均每日成交額 (美金 1 百萬元)	21.7

價格表現 (%)

52 週高位 / 低位		港幣 17.86 元/港幣 10.58 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
8.8	(3.2)	(27.3)	(17.7)	(14.0)

主要股東 (%)

NP United	32.33
ZY NP Ltd.	20.61

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	1.87
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	0.83

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

海底撈主要於中國內地以及港澳台地區經營火鍋餐廳。除海底撈餐廳外，該公司亦擁有「HAILAO HUOGUO」、「苗師兄炒雞」、「五穀三餐」、「YEAH QING BBQ」及「朱大姐廚房」等品牌，經營快餐、燒烤及中餐等多元化業務。

- 在經營利潤線以下項目中: a)與已關閉或表現欠佳的餐廳相關之資產處置淨虧損及減值虧損增加人民幣 1.49 億元; b)向加盟商處置若干餐廳業務之淨收益減少人民幣 1.41 億元; 以及 c)來自外匯及財富管理項目的項目 (涉及人民幣 4,000 萬元) 拖累了純利增長, 導致增長速度慢於經營利潤。
- 該公司宣派中期股息每股港幣 0.377 元, 相當於派息比率約為 100% (2025 年上半年為 95%)。
- 維持全年新開店舖數量錄得中個位數百分比增長的目標。海底撈主品牌於 2026 年上半年新開 38 家門店並關閉 32 家, 使其門店總數達到 1,389 家。自營餐廳方面, 平均翻枱營業額為 3.9 次 (2025 年上半年為 3.8 次), 平均顧客人均消費為人民幣 97 元 (2025 年上半年為人民幣 97.9 元)。同店銷售按年下跌 1%, 同店翻枱營業額按年持平於 3.9 次。展望未來, 管理層繼續以全年中單位數百分比的新開店增長率為目標。就未來的門市擴張而言, 該公司正在物色並試點更切合低線城市及高線城市優質空置舖位的店型, 且已有數十個潛在的低線城市選址處於籌劃儲備階段。
- 紅石榴轉向聚焦複製, 優先發展大牌檔火鍋及壽司。於 2026 年上半年, 其他餐廳的營運收入達人民幣 12.71 億元, 按年增長 113%, 佔總收入的比例上升至 6% (相較 2025 年上半年為 3%)。活躍子品牌數量跌至 21 個, 餐廳數量減至 183 間 (相比 2025 年底的 20 個品牌及 207 間餐廳)。大牌檔火鍋及壽司這兩種業務業態已發展出相對成熟的模式, 並開始進入規模化複製階段。截至 7 月底, 大牌檔火鍋擁有 12 間門店, 平均每店營業額約人民幣 5 百萬元, 平均每桌營業額為 4.7 次。雖然鑑於新鮮海鮮佔比較高, 毛利率仍然相對較低, 但投資回收期少於三年。管理層的目標是在 2027 年前使門市數量達到三位數。壽司擁有 3 家門市, 管理層的目標是在 2027 年底前實現雙位數的門市數量。
- 外送業務將保持快速增長, 但盈利能力低於堂食。2026 年上半年, 外送業務實現收入人民幣 20.51 億元, 按年增長 121%, 佔總收入比重升至 9% (2025 年上半年為 4%)。展望未來, 管理層預期外送業務將在 2026 年下半年維持高雙位數的快速增長。就盈利能力而言, 鑒於外送訂單的平均顧客人均消費較低, 其毛利率低於堂食。雖然勞工成本亦較低, 但平台費用拖累了營業盈利能力, 使其遜於堂食業務。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026/27 年度的盈利預測均下調 8%。我們分別將 2026/27 年的收入預測上調 1%/2%, 以反映海底撈餐廳業務以外板塊的收入快速增長。我們將 2026/27 年度的毛利率預測均下調 1.2 個百分點, 以反映收入結構的變化, 此乃受較低毛利率業務的貢獻增加所帶動。我們分別下調 2026/27 年度的營運開支預測 1.3 個百分點/1.0 個百分點, 以反映 2026 年上半年的營運開支下降。我們亦下調了其他收入收益預測。因此, 我們將 2026/27 年度的盈利預測均下調 8%。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級, 但將目標價下調 9%至港幣 16.7 元。我們將以 DCF 為基礎的目標價下調 9%至港幣 16.7 元, 相當於 20.0 倍 2026 年預測市盈率 及 18.0 倍 2027 年預測市盈率。該股票目前的交易估值為 14.1 倍 2026 年預測市盈率 及 12.7 倍 2027 年預測市盈率。

整體營運表現

餐廳數目	2026 年 上半年	2025 年 上半年	按年變 動 (%)
一線城市	220	218	2
二線城市	479	512	(33)
三線及以下城市	568	569	(1)
中國內地	1,267	1,299	(32)
香港、澳門及 台灣地區	23	23	0
總計	1,290	1,322	(32)
翻枱營業額率 (次 / 日)			
一線城市	3.9	3.8	2.6
二線城市	3.9	3.8	2.6
三線及以下城市	3.9	3.9	0.0
中國內地	3.9	3.8	2.6
香港、澳門及 台灣地區	4.5	4.3	4.7
新開設 餐廳	4.2	4.1	2.4
現有餐廳	3.9	3.8	2.6
整體	3.9	3.8	2.6
每名顧客平均消費 (人民幣)			
一線城市	104.2	105.2	(1.0)
二線城市	96.0	96.9	(0.9)
三線及以下城市	90.9	91.6	(0.8)
中國內地	95.0	95.8	(0.8)
香港、澳門及 台灣地區	196.6	205.8	(4.5)
整體	97.0	97.9	(0.9)

資料來源: 海底撈、大華繼顯

同店表現

翻枱營業額率 (次 / 日)	2026 年 上半年	2025 年 上半年	按年變 動 (%)
一線城市	3.9	3.8	2.6
二線城市	3.8	3.9	(2.6)
三線及以下城市	3.9	3.9	0.0
香港、澳門及 台灣地區	4.5	4.3	4.7
整體	3.9	3.9	0.0
每日平均同店銷售額 (千人民幣)			
一線城市	81.6	81.2	0.5
二線城市	74.2	76.1	(2.5)
三線及以下城市	75.3	76.2	(1.2)
香港、澳門及 台灣地區	176.8	177.4	(0.3)
整體	77.8	78.9	(1.4)

資料來源: 海底撈、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	43,225.4	46,404.7	50,033.0	53,794.6
息稅折舊攤銷前利潤	7,162.6	7,722.3	8,426.1	9,167.2
折舊及攤銷	2,182.1	2,229.4	2,461.1	2,692.7
息稅前利潤	4,980.6	5,492.8	5,965.1	6,474.5
總其他非經營收入	749.3	209.8	309.8	309.8
聯營公司貢獻	49.3	49.3	49.3	49.3
淨利息收入／（支出）	32.5	90.3	172.2	186.8
除稅前溢利	5,811.7	5,842.3	6,496.4	7,020.5
稅項	(1,769.8)	(1,696.7)	(1,886.7)	(2,038.9)
少數股東權益	7.9	8.1	9.1	9.8
純利	4,049.8	4,153.7	4,618.8	4,991.4
純利（經調整）	4,049.8	4,153.7	4,618.8	4,991.4

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	5,664.2	6,399.7	6,919.0	7,510.4
除稅前溢利	5,811.7	5,842.3	6,496.4	7,020.5
稅項	(1,769.8)	(1,696.7)	(1,886.7)	(2,038.9)
折舊及攤銷	2,182.1	2,229.4	2,461.1	2,692.7
營運資金變動	6.8	(49.3)	(49.3)	(49.3)
非現金項目	(115.8)	242.5	147.9	150.4
其他營運現金流量	(409.2)	(168.5)	(250.4)	(264.9)
投資	(3,030.0)	(2,155.4)	(2,133.9)	(2,144.4)
資本支出（增長）	(1,672.6)	(1,800.0)	(1,800.0)	(1,800.0)
投資	(753.4)	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	(604.1)	(355.4)	(333.9)	(344.4)
其他	(4,945.9)	(3,661.3)	(5,069.8)	(4,948.5)
融資	(4,133.3)	(3,740.6)	(4,152.9)	(4,553.6)
支付股息	9.4	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	400.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	(142.9)	239.1	(817.4)	(320.5)
其他／已付利息	(1,079.2)	(159.9)	(99.4)	(74.4)
現金流入（流出）淨額	(2,311.7)	583.0	(284.7)	417.5
年初現金及現金等價物	6,406.9	6,602.3	7,185.3	6,900.6
因外匯影響產生的變動	(144.2)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	3,950.9	7,185.3	6,900.6	7,318.1

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	3,511.3	4,007.3	4,359.2	4,567.2
其他長期資產	6,151.6	5,959.3	5,679.3	5,311.8
現金／短期投資	6,602.3	7,185.3	6,900.6	7,318.1
其他流動資產	5,824.9	6,014.7	6,231.3	6,455.9
資產總額	22,090.2	23,166.6	23,170.5	23,653.0
短期債務	2,428.1	1,317.4	820.5	625.7
其他流動負債	6,895.9	7,328.2	7,692.7	8,067.6
長期債務	0.0	1,349.8	1,029.3	903.6
其他長期負債	2,761.1	2,761.1	2,761.1	2,761.1
股東權益	10,013.9	10,427.1	10,893.0	11,330.8
少數股東權益	(8.8)	(16.9)	(26.0)	(35.8)
負債及權益總額	22,090.2	23,166.6	23,170.5	23,653.0

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	16.6	16.6	16.8	17.0
稅前利潤率	13.4	12.6	13.0	13.1
純利率	9.4	9.0	9.2	9.3
資產回報率	18.1	18.4	19.9	21.3
股本回報率	39.6	40.6	43.3	44.9
增長				
營業額	1.1	7.4	7.8	7.5
息稅折舊攤銷前利潤	(14.9)	7.8	9.1	8.8
除稅前溢利	(12.3)	0.5	11.2	8.1
純利	(14.0)	2.6	11.2	8.1
純利（經調整）	(14.0)	2.6	11.2	8.1
每股收益	(14.0)	(0.4)	11.2	8.1
槓桿比率				
債務佔總資本比率	19.4	20.9	14.3	11.9
債務權益比率	23.7	26.1	17.4	13.8
債務／（現金）淨額與權益	(42.0)	(45.3)	(48.5)	(53.2)
利息保障倍數（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

翰森製藥集團有限公司 (3692 HK)

2026 年上半年：業績勝預期；預期將於 2027 年推出五款新產品

焦點

- 在創新產品強勁收入增長的帶動下，翰森製藥 2026 年上半年的收入按年增長 11.7%至人民幣 83 億元，而純利按年增長 35.8%至人民幣 42.6 億元。強勁的盈利增長顯著高於市場預期。
- 管理層維持 2026 年雙位數收入增長目標不變，並表示新一輪新產品發布將支持公司自 2027 年起的強勁收入增長。
- 維持「買入」評級及目標價港幣 45 元。

2026 年上半年業績

截至12月31日止年度（人民幣1百萬元）	2025年上半年	2026年上半年	按年變動百分比
收入	7,434	8,304	11.7
創新藥物	6,145	7,092	15.4
仿製藥	1,289	1,212	-5.9
毛利	6,773	7,633	12.7
銷售費用	-1,818	-1,861	2.3
行政費用	-343	-326	-4.8
研發費用	-1,441	-1,739	20.7
經營利潤	3,688	5,009	35.8
純利予股東	3,135	4,258	35.8
經調整純利	3,135	4,258	35.8
比率（%）	2025年上半年	2026年上半年	百分點變動按年
毛利率%	91.1	91.9	0.8
銷售費用百分比	24.5	22.4	-2.0
行政費用百分比	4.6	3.9	-0.7
研發費用百分比	19.4	20.9	1.6
經營溢利率%	49.6	60.3	10.7
經調整純利利潤率%	42.2	51.3	9.1

資料來源：翰森製藥，大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績勝預期。翰森製藥集團有限公司（翰森製藥）於 2026 年上半年收入按年增長 11.7%至人民幣 83 億元，純利按年上升 35.8%至人民幣 42.6 億元，基本每股收益則按年增長 33.1%至人民幣 0.7 元。該公司宣派中期股息每股 28.50 港仙（按年增加 23.1%），相當於 35.3%的派息比率。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 （人民幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	12,261	15,028	17,307	19,744	22,354
息稅折舊攤銷前利潤	5,467	6,918	8,118	9,382	10,760
經營利潤	5,092	6,554	7,723	8,961	10,313
純利（報告 / 實際）	4,372	5,555	6,562	7,614	8,764
純利（經調整）	4,372	5,555	6,562	7,614	8,764
每股收益	73.5	93.6	108.3	125.7	144.7
市盈率（倍）	37.0	29.1	25.1	21.6	18.8
市賬率（倍）	5.6	4.6	4.2	3.7	3.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	32.8	25.9	22.1	19.1	16.7
股息收益率（%）	1.1	1.4	1.4	1.6	1.9
純利率（%）	35.7	37.0	37.9	38.6	39.2
債務／（現金）淨額與權益（%）	(27.1)	(25.9)	(33.3)	(40.8)	(47.6)
利息保障倍數（倍）	817.4	2,187.9	2,567.4	2,967.2	3,402.8
股本回報率（%）	16.1	17.3	17.5	18.0	18.3
市場預期純利	不適用	不適用	5,904	6,470	7,434
大華繼顯／市場預期（倍）	不適用	不適用	1.11	1.18	1.18

來源：翰森製藥、彭博、大華繼顯

分析員

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 31.74 元
目標價	港幣 45 元
上升空間	41.8%

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	3692 HK
已發行股份（百萬）	6,064.2
市值（港幣 1 百萬元）	192,476.1
市值（美金 1 百萬元）	24,553.0
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	51.1

價格表現（%）

52 週高位 / 低位		港幣 44.22 元/港幣 28.06 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(1.6)	(6.6)	(7.2)	(15.7)	(12.0)

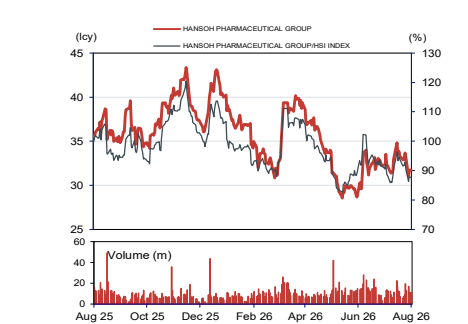
主要股東（%）

鍾慧娟女士	64.3
岑均達先生	15.2

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（港元）	6.5
2026 財年每股淨債項（港元）	2.2

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

翰森製藥集團有限公司成立於 1995 年，是中國領先的研發驅動型製藥公司。

- **創新藥物繼續推動增長。**創新藥收入按年增長 15.4%至人民幣 70.9 億元，公司將此主要歸因於創新藥產品銷售額按年增長 21.6%。受集中採購組織（GPO）的持續價格壓力影響，仿製藥按年下跌 5.9%至人民幣 12.1 億元。按治療領域劃分，腫瘤學業務按年增長 20.8%至人民幣 54.7 億元（佔收入的 65.9%），而非腫瘤學業務則按年下降 2.5%至人民幣 28.3 億元。
- **2026 年上半年毛利率按年上升 0.8 個百分點至 91.9%。**銷售及分銷費用率按年下降 2.0 個百分點至 22.4%，行政費用率按年下降 0.7 個百分點至 3.9%。研發費用按年增長 20.7%至人民幣 17.4 億元，帶動研發費用率按年上升 1.6 個百分點至 20.9%。
- **研發進展順利。**阿美樂（阿美替尼）在中國獲批第五項適應症，並成為首個在歐盟獲批由中國研發的 EGFR-TKI。欣越（Inebilizumab）於 2026 年 3 月獲批第三個適應症，即全身型重症肌無力。HS-20093（B7-H3 ADC）在關鍵性第 3 期 ARTEMIS-008（小細胞肺癌，總生存期）及 ARTEMIS-011（骨肉瘤，無進展生存期）試驗中達到其主要終點。用於體重管理的 olatorepatide 及用於繼發性副甲狀腺功能亢進症的 HS-10568 之申請已於 2026 年 6 月獲受理。
- **於 2026 年維持雙位數的收入增長。**管理層繼續對藥品銷售及業務拓展收入給予雙位數增長指引，其中阿美樂（Ameile）的銷售額預計將於 2030 年前達到人民幣 100 億元。該公司亦以 2026 年研發開支按年增長 30%為目標，主要受 10 種新分子進入臨床試驗，以及不斷擴大的候選藥物管線推進至第三期所帶動。為回饋股東，管理層已將 2026 年的目標派息比率設定為約 35%。
- **預期將於 2027 年向市場推出五款創新型新產品。**翰森製藥表示，新一波新產品上市將支持公司自 2027 年起實現強勁的收入增長。管理層預期 HS-20093（B7-H3 ADC，骨肉瘤及小細胞肺癌）、HS-20089（B7-H4 ADC，卵巢癌）、HS-20094（GLP-1/GIP 雙受體激動劑，糖尿病及肥胖症）、HS-20117（EGFR/c-MET 雙特異性抗體，NSCLC）及 HS-20137（IL-23p19 單抗，重度斑塊狀銀屑病）將於 2027 年及以後上市並推動增長。
- **對外授權業務持續構建第二個收入來源。**於 2026 年 6 月，翰森製藥向 Avere Therapeutics 授出環狀 IL-23 受體拮抗劑 HS-20118 在中國內地、香港、澳門及台灣以外全球範圍內的獨家許可。在此之前，已自 2024 年 12 月以來與 Merck、Regeneron、Roche 及 Glenmark 簽訂協議。對外授權業務持續為公司建立第二個收入來源。

估值 / 建議

- 基於分類加總估值法（SOTP），維持「買入」評級及目標價港幣 45 元，當中包括：a)現有藥物按 14 倍 2027 年預測市盈率 計算為每股港幣 21.04 元；以及 b)基於資產淨值（NAV）計算的在研管線價值為每股港幣 23.96 元（10.5%加權平均資本，4%終值增長率）。

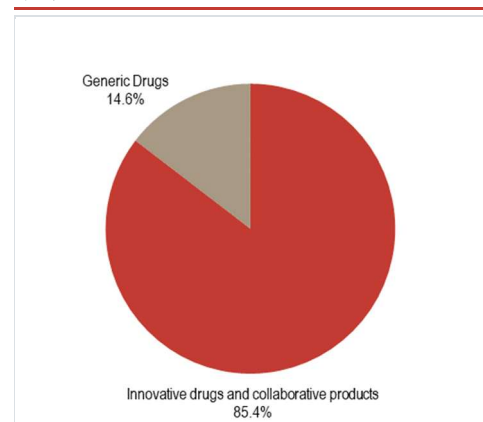
盈利預測調整 / 風險

- 風險包括：a)地緣政治風險上升、b)業務合作及推出新產品可能失敗，以及 c)競爭加劇。

股價催化劑

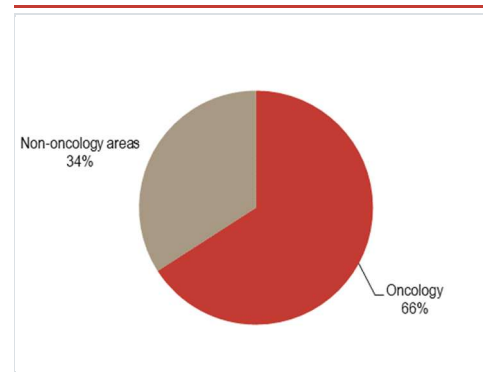
- a) HS-20093/HS-20089/HS-20094 產品組合的數據公佈及獲批，b)進一步的對外授權交易，以及 c)創新藥收入持續錄得雙位數增長。

仿製藥與創新藥的收入貢獻（2026 年上半年）



資料來源：翰森製藥，大華繼顯

按分部劃分的收入（2026 年上半年）



資料來源：翰森製藥，大華繼顯

損益表

截至12月31日止年度（人民幣1百萬 元）	2025	2026年預 測	2027年預 測	2028年預 測
淨營業額	15,028	17,307	19,744	22,354
息稅折舊攤銷前利潤	6,918	8,118	9,382	10,760
折舊及攤銷	364	395	421	446
息稅前利潤	6,554	7,723	8,961	10,313
聯營公司貢獻	0	0	0	0
淨利息收入／（支出）	(3)	(3)	(3)	(3)
除稅前溢利	6,551	7,720	8,958	10,310
稅項	(995)	(1,158)	(1,344)	(1,547)
少數股東權益	0	0	0	0
純利	5,555	6,562	7,614	8,764
純利（經調整）	5,555	6,562	7,614	8,764

現金流量

截至12月31日止年度（人民幣1百萬 元）	2025	2026年預 測	2027年預 測	2028年預 測
營運	3,863	6,764	7,901	9,067
除稅前溢利	6,551	7,720	8,958	10,310
稅項	(995)	(1,158)	(1,344)	(1,547)
折舊及攤銷	364	395	421	446
營運資金變動	2,322	(210)	(138)	(148)
非現金項目	0	0	0	0
其他營運現金流量	(4,379)	17	4	6
投資	(444)	(435)	(435)	(435)
資本支出（增長）	(304)	(304)	(304)	(304)
出售資產所得款項	0	0	0	0
其他	(140)	(131)	(131)	(131)
融資	(2,016)	(2,324)	(2,301)	(2,671)
支付股息	(2,013)	(2,306)	(2,297)	(2,665)
發行股份	0	0	0	0
借款所得款項	0	0	0	0
償還貸款	0	0	0	0
其他／已付利息	(3)	(17)	(4)	(6)
現金流入（流出）淨額	1,403	4,006	5,165	5,962
年初現金及現金等價物	7,773	9,176	13,182	18,347
因外匯影響產生的變動	0	0	0	0
年末現金及現金等價物	9,176	13,182	18,347	24,309

資產負債表

截至12月31日止年度（人 民幣1百萬元）	2025	2026年預 測	2027年預 測	2028年預 測
固定資產	2,758	2,691	2,604	2,497
其他長期資產	1,587	1,694	1,795	1,890
現金／短期投資	9,176	13,182	18,347	24,309
其他流動資產	26,379	26,827	27,407	28,028
資產總額	39,900	44,394	50,153	56,725
短期債務	0	0	0	0
其他流動負債	4,395	4,633	5,075	5,548
長期債務	0	0	0	0
其他長期負債	141	141	141	141
股東權益	35,364	39,620	44,938	51,036
少數股東權益	0	0	0	0
負債及權益總額	39,900	44,394	50,153	56,725

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	90.0	90.6	90.6	90.6
稅前利潤率	43.6	44.6	45.4	46.1
純利率	37.0	37.9	38.6	39.2
資產回報率	15.5	15.6	16.1	16.4
股本回報率	17.3	17.5	18.0	18.3
增長				
營業額	22.6	15.2	14.1	13.2
毛利	21.3	15.9	14.1	13.2
除稅前溢利	28.8	17.8	16.0	15.1
純利	27.1	18.1	16.0	15.1
純利（經調整）	27.1	18.1	16.0	15.1
每股收益	27.3	15.8	16.0	15.1
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0	0	0	0
債務權益比率	0	0	0	0
債務／（現金）淨額與權益	(25.9)	(33.3)	(40.8)	(47.6)
利息保障倍數	2,187.9	2,567.4	2,967.2	3,402.8

敏實集團 (425 HK)

2026 年第 2 季度：業績利潤率優於預期

焦點

- 2026 年上半年純利按年增長 12.3%至人民幣 14.34 億元，經調整純利按年增長 16.6%至人民幣 13.79 億元，受惠於利潤率及成本控制而優於我們預期。
- 管理層指引 2026 年收入及純利增長超過 10%，符合我們的預測。
- 基於較高的毛利率假設，我們分別將 2026 年至 2028 年的純利預測上調 6%、7% 及 7%。
- 新接業務量按年激增 150%至人民幣 467 億元，帶動未完成訂單金額升至超過人民幣 2,900 億元。
- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 56 元不變（相當於 15 倍 2027 年預測市盈率）。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬 元）	2026 年 上半年	按年%	按半年 %	2026 年 預測	按年%	2026 年上 半年 / 2026 年	評註
收入	13,408	9.1	(0.3)	29,083	13.0	0.46	符合預期，主要受車身結構分部推動
毛利	3,840	10.6	2.9	8,143	13.0	0.47	毛利率勝預期
毛利率 (%)	28.6	0.4	0.9	28.0	(0.0)	1.02	流程改善、垂直整合
息稅前利潤	1,910	9.9	3.0	3,816	6.2	0.50	息稅前利潤率勝預期
息稅前利潤率 (%)	14.2	0.1	0.5	13.1	(0.8)	1.09	毛利率增長與成本控制
純利 (美國通用會計 準則)	1,434	12.3	1.3	2,876	6.8	0.50	勝於預期
純利 -經調整	1,379	16.6	12.0	2,876	19.2	0.48	勝於預期
純利率 (%)	10.7	0.3	0.2	9.9	(0.6)	1.08	勝於預期
核心純利率 (%)	10.3	0.7	1.1	9.9	0.5	1.04	勝於預期

資料來源：敏實集團、彭博、大華繼顯

分析

- 純利按年增長 12.3%，經調整純利按年上升 16.6%，超出預期。2026 年上半年業績勝於預期，其中列報純利增長 12.3%至人民幣 14.34 億元（佔我們全年預測的 50%），經調整純利按年增長 16.6%至人民幣 13.79 億元（佔我們全年預測的 48%）。此盈利增長受營業額增長及利潤率擴大所帶動。
 - 收入按年增長 9.1%至人民幣 134.1 億元，符合預期。車身結構分部（電池盒及結構件）收入按年增長 26%至人民幣 45.1 億元，佔敏實集團（敏實）總收入的 33.7%。歐洲、中東及非洲（EMEA）地區引領區域增長，收入增長 15.7%至人民幣 49.3 億元（佔總額 36.8%），主要由大眾（Volkswagen/VW）、寶馬（BMW）、梅賽德斯—奔馳（Mercedes-Benz）及雷諾（Renault）的電池外殼交付所帶動。中國業務收入按年微跌 0.5%至人民幣 42.8 億元（佔總額的 31.9%），但表現優於大市，比亞迪、吉利、奇瑞及長安的新項目推動本土原設備製造商（OEM）佔中國業務收入的比重升至 49%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬 元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	23,147	25,737	29,083	33,445	39,131
息稅折舊攤銷前利潤	4,868	5,292	5,801	6,582	7,483
經營利潤	3,324	3,592	4,004	4,681	5,481
純利（報告／實際）	2,319	2,692	3,056	3,616	4,277
純利（經調整）	2,327	2,413	3,056	3,616	4,277
每股收益（分）	201.6	233.7	261.0	308.9	365.3
市盈率（倍）	12.8	11.1	9.9	8.4	7.1
市賬率（倍）	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	7.0	6.4	5.9	5.2	4.5
股息收益率 (%)	1.4	2.5	3.0	3.6	4.2
純利率 (%)	10.1	9.4	10.5	10.8	10.9
債務／（現金）淨額與權益 (%)	21.0	16.0	10.1	5.4	0.1
利息保障倍數（倍）	6.4	11.1	12.0	14.0	16.4
股本回報率 (%)	12.0	11.0	12.4	13.3	14.2
市場預期純利	-	-	3,118	3,676	4,273
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.98	0.98	1.00

資料來源：敏實集團、彭博、大華繼顯

分析員

利新民

ken.lee@uobkayhian.com.hk
852-2236 6760

買入（維持）

股價	29.70 港元
目標價	56.00 港元
上升空間	88.6%

股票數據

行業	汽車
股份代號	425 HK
已發行股份（百萬）	1,171.5
市值（港幣 1 百萬 元）	35,402.2
市值（美金 1 百萬 元）	4,568.0
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬 元）	19.3

價格表現（%）

52 週高位 / 低位	港幣 46.76 元/港幣 28.44 元			
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
8.6	(25.9)	(29.9)	(16.0)	(6.4)

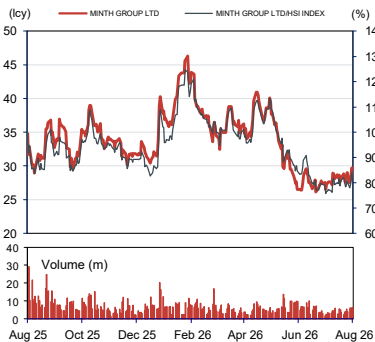
主要股東（%）

秦榮華	38.48
-----	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（港元）	25.64
2026 財年每股淨債項（港元）	2.60

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

敏實集團是全球領先的汽車外飾件供應商。該公司生產及銷售汽車裝飾條、汽車裝飾件、車身結構件、座椅骨架、新能源汽車電池盒等產品。敏實集團亦積極拓展智能外飾及機械人等新業務。

- 儘管成本上漲，毛利率仍有所改善。2026 年上半年毛利率按年上升 0.4 個百分點至 28.6%，高於我們預期的 28.0%。儘管原材料價格上漲，敏實仍透過工藝改進、垂直整合、策略性存貨管理及原材料成本轉嫁，維持了其毛利率。
- 營運開支保持受控。營運費用佔收入比率於 2026 年上半年按年僅微升 0.1 個百分點至 16.7%，低於我們 16.9% 的全年假設。銷售、一般及行政費用佔收入比率按年微跌 0.1 個百分點至 10.6%，而研發費用佔收入比率則按年上升 0.2 個百分點至 6.1%。
- 強勁的訂單流及新項目的推進帶動盈利增長。管理層指引 2026 年收入及淨利潤均實現逾 10% 的增長，並基於強勁的在手訂單及新業務線的擴產提速，維持 2030 年收入目標為人民幣 720 億元（五年複合年均增長率 22.8%）。
 - 2026 年上半年新接業務按年激增 150% 至人民幣 467 億元，帶動截至 2026 年 6 月 30 日的在手訂單超過人民幣 2,900 億元。於 2026 年上半年，電池外殼、傳統產品、結構件及新產品分別佔新增業務總量（或新接業務總額）的 48%/38%/7%/7%。就動力總成業務板塊而言，2026 年上半年的新增訂單中有 83% 屬於企業價值零件。
 - 擴大客戶群。在企業價值零件（電池盒、車身及底盤結構件、智能外飾及內飾件）新項目方面，敏實集團在各領域均取得良好進展，客戶涵蓋中國原設備製造商（例如比亞迪、吉利、奇瑞、鴻蒙智行）、歐洲原設備製造商（例如大眾汽車、寶馬、梅賽德斯-奔馳、雷諾、富豪汽車）、日本原設備製造商（豐田）以及美國原設備製造商（通用汽車、福特）。
 - 新業務。敏實新業務錄得人民幣 1 億元收入，主要包括人形機器人零部件、人工智能數據中心（DC）液冷，以及商業航天和 eVTOL。敏實已獲得 Agibot 及 Leaderdrive 等人形機器人公司的訂單。該公司亦與一家未透露名稱的機械人龍頭企業簽訂了一項為期三年的歐洲原廠委託製造（OEM）/ 分銷協議，正與 Tesla / Figure AI 洽商，並於 2026 年 7 月贏得北美客戶的面板訂單。敏實透過廣達等原廠委託設計代工（ODM）廠商，向 NVIDIA 的 Rubin 平台供應水冷組件。新業務預計將於 2026 年下半年逐步擴大規模。該公司預期該等新業務將分別於 2026/27/30 年貢獻人民幣 8.2 億元 / 人民幣 26 億元 / 人民幣 100 億元的收入。
- 基於樂觀的 2026 年上半年毛利率及上述提升利潤率的舉措，將 2026 年至 2028 年的毛利率假設分別由 28%/28%/28% 上調至 28.6%/28.6%/28.6%。
- 儘管面臨短期壓力，自由現金流（FCF）上升趨勢仍維持不變。2026 年上半年的現金流消耗主要是由於原材料存貨暫時增加所致。展望未來，我們預期現金流將自 2026 年下半年起復甦。我們預計 2026 年至 2028 年的營運現金流約為每年人民幣 50 億元，足以滿足每年人民幣 30 億元的資本支出以及每年人民幣 8-12 億元的股息（30% 派息比率）。

盈利預測調整 / 風險

- 將 2026 年至 2028 年的純利預測分別上調 6%/7%/7% 至人民幣 28.74 億元 / 人民幣 33.76 億元（三年複合年增長率為 14%）。
- 風險：原材料價格暴漲、人民幣升值

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，並維持目標價港幣 56 元，因我們將估值基準年由 2026 年順延至 2027 年，並將目標市盈率 倍數由 20 倍下調至 15 倍（與歷史平均水平持平）。

股價催化劑

- 與知名客戶確認新供應合約；新業務收入的增長。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	25,737	29,083	33,445	39,131
息稅折舊攤銷前利潤	5,292	5,801	6,582	7,483
折舊及攤銷	(1,699)	(1,797)	(1,901)	(2,002)
息稅前利潤	3,592	4,004	4,681	5,481
總其他非經營收入	-	-	-	-
聯營公司貢獻	28	30	30	30
淨利息收入／（支出）	(325)	(335)	(335)	(335)
除稅前溢利	3,296	3,699	4,377	5,177
稅項	(526)	(555)	(657)	(776)
少數股東權益	(78)	(88)	(104)	(123)
純利	2,692	3,056	3,616	4,277
純利（經調整）	2,692	3,056	3,616	4,277

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
營運	4,912	4,958	5,028	5,572
除稅前溢利	3,296	3,699	4,377	5,177
稅項	(506)	(555)	(657)	(776)
折舊及攤銷	1,699	1,797	1,901	2,002
聯營公司	(28)	(30)	(30)	(30)
營運資金變動	403	(36)	(598)	(779)
非現金項目	49	82	35	(20)
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(2,643)	(2,643)	(2,695)	(2,640)
資本支出（增長）	(2,313)	(2,930)	(3,030)	(3,030)
投資	(802)	-	-	-
其他	472	287	335	390
融資	(1,019)	(1,156)	(1,268)	(1,438)
支付股息	(461)	(808)	(917)	(1,085)
借款所得款項	22,686	22,686	22,686	22,686
償還貸款	(22,326)	(22,686)	(22,686)	(22,686)
其他／已付利息	(919)	(348)	(351)	(354)
現金流入（流出）淨額	1,250	1,159	1,065	1,494
年初現金及現金等價物	2,441	3,751	4,911	5,976
因外匯影響產生的變動	61	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,751	4,911	5,976	7,470

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	16,530	17,630	18,722	19,710
其他長期資產	7,789	7,817	7,850	7,885
現金／短期投資	3,751	4,911	5,976	7,470
其他流動資產	14,229	15,486	17,449	20,008
資產總額	42,299	45,844	49,997	55,072
短期債務	7,055	7,055	7,055	7,055
其他流動負債	8,486	9,708	11,073	12,853
長期債務	1,987	1,987	1,987	1,987
其他長期負債	359	359	359	359
股東權益	23,502	25,751	28,450	31,643
少數股東權益	910	984	1,073	1,177
負債及權益總額	42,299	45,844	49,997	55,072

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	20.6	19.9	19.7	19.1
稅前利潤率	12.8	12.7	13.1	13.2
純利率	9.4	10.5	10.8	10.9
資產回報率	6.0	6.9	7.5	8.1
股本回報率	11.0	12.4	13.3	14.2
增長				
營業額	11.2	13.0	15.0	17.0
息稅折舊攤銷前利潤	8.7	9.6	13.5	13.7
除稅前溢利	17.4	12.2	18.3	18.3
純利	16.1	13.5	18.3	18.3
純利（經調整）	3.7	26.6	18.3	18.3
每股收益	16.5	11.7	18.3	18.3

槓桿比率

債務佔總資本比率	21.4	19.7	18.1	16.4
債務權益比率	38.5	35.1	31.8	28.6
債務／（現金）淨額與權益	16.0	10.1	5.4	0.1
利息保障倍數（倍）	11.1	12.0	14.0	16.4

寧波均勝電子股份有限公司 (600699 CH)

2026 年第 2 季度：業績營業額遜預期，收入將於 2026 年下半年重拾增長

焦點

- 2026 年第 2 季度純利按年下跌 8.3%至人民幣 3.37 億元，經調整純利下跌 24.1%至人民幣 2.93 億元，收入及利潤率均遜於我們預期。
- 2026 年上半年新簽訂單按年增長 43.9%至人民幣 449 億元，為 2026 年下半年恢復增長提供支持。
- 展望未來，增長將來自中國原設備製造商（OEM）拓展海外市場、先進駕駛輔助系統（ADAS）放量以及機械人技術。
- 由於收入及毛利率下降，我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別下調 14%、16%及 17%。維持「買入」評級，並將目標價下調至人民幣 25 元。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2026 年第 2 季度	按年%	按季%	2026 年上半年	按年%	2026 年預測	按年%	2026 年上半年 / 2026 年	評註
收入	14,276	(9.5)	3.3	28,091	(7.4)	64,854	6.0	0.43	受中國及北美市場低迷影響而未達預期
毛利	2,542	(12.4)	4.1	4,982	(9.6)	11,868	6.0	0.42	受收入及毛利率下降拖累而遜於預期
毛利率 (%)	17.8	(0.6)	0.1	17.7	(0.4)	18.3	0.0	0.97	受晶片、印刷電路板及能源成本上漲影響而遜於預期
息稅前利潤	714	(27.2)	(6.5)	1,478	(21.1)	3,891	6.5	0.38	收入及毛利率遜於預期
息稅前利潤率 (%)	5.0	(1.2)	(0.5)	5.3	(0.9)	6.0	0.0	0.88	受營運負槓桿效應影響而未達預期
純利（美國通用會計準則）	337	(8.3)	(16.2)	739	4.4	1,784	33.5	0.41	遜於預期，佔我們全年預測的 41%
純利 -經調整	293	(24.1)	(19.1)	655	(7.1)	1,784	19.2	0.37	遜於預期，佔我們全年預測的 37%
核心純利率 (%)	2.1	(0.4)	(0.6)	2.3	0.0	2.8	0.3	0.85	毛利率遜於預期

資料來源：寧波均勝電子股份有限公司、彭博、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度業績在營業收入及利潤率方面均遜於我們預期，其中列報純利同比下跌 8.3%至人民幣 3.37 億元，經調整純利同比急跌 24.1%至人民幣 2.93 億元。這使得 2026 年上半年列報純利及經調整純利分別達到人民幣 7.39 億元（按年增長 4.4%）及人民幣 6.55 億元（按年下跌 7.1%），分別佔我們 2026 年預測的 41%及 37%。
- 收入受市場低迷拖累。受中國及北美汽車市場疲弱拖累，2026 年第 2 季度收入按年下跌 9.5%至人民幣 142.8 億元，且按年下跌 7.4%至人民幣 280.9 億元（佔我們全年預測的 43%）。2026 年上半年，中國業務收入及海外業務收入按年分別下跌 13.9%及 5.3%，至人民幣 65.9 億元及人民幣 213.6 億元。
- 成本上漲擠壓毛利率。毛利率按季微升 0.1 個百分點至 17.8%，但按年仍跌 0.6 個百分點，且低於我們 18.3%的全年假設，主因是晶片、PCB 等電子零部件價格上漲以及能源成本上升。2026 年上半年，中國業務毛利率按年大跌 2.69 個百分點至 16.65%，而海外業務毛利率則按年微升 0.34 個百分點至 18.15%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	55,864	61,183	61,183	66,077	72,685
息稅折舊攤銷前利潤	5,993	7,085	7,285	7,826	8,515
經營利潤	2,810	3,655	3,487	3,766	4,143
純利（報告／實際）	960	1,336	1,530	1,712	1,959
純利（經調整）	1,282	1,496	1,530	1,712	1,959
每股收益（分）	68.2	94.8	98.7	110.4	126.3
市盈率（倍）	27.8	20.0	19.2	17.2	15.0
市賬率（倍）	2.0	1.5	1.6	1.5	1.4
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	6.9	5.8	5.7	5.3	4.8
股息收益率 (%)	1.4	1.0	1.0	1.2	1.3
純利率 (%)	1.7	2.2	2.5	2.6	2.7
債務／（現金）淨額與權益 (%)	129.0	90.6	85.8	75.2	63.6
利息保障倍數（倍）	3.4	3.4	3.3	3.6	4.0
股本回報率 (%)	9.4	9.7	8.5	8.9	9.4
市場預期純利	-	-	1,827	2,247	2,541
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.84	0.76	0.77

資料來源：寧波均勝電子股份有限公司、彭博、大華繼顯

分析員

利新民

ken.lee@uobkh.com
852-2236 6760

買入（維持）

股價	人民幣 18.98 元
目標價	人民幣 25 元
上升空間	31.7%
早前目標價	人民幣 43 元

股票數據

行業	汽車
股份代號	600699 CH
已發行股份（百萬）	1,550.8
市值（人民幣 1 百萬元）	29,433.6
市值（美金 1 百萬元）	3,797.9
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	110.8

價格表現 (%)

52 週高位 / 低位		人民幣 39.98 元/人民幣 18.68 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(1.1)	(40.6)	(32.1)	(9.7)	(39.5)

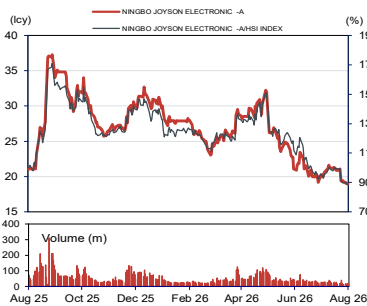
主要股東 (%)

均勝控股有限公司	33.57
----------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	4.0
2026 財年每股淨債項（人民幣）	10.3

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

寧波均勝電子股份有限公司是全球領先的汽車零部件供應商，主要從事智能駕駛系統、汽車安全系統、動力管理系統及車聯網技術的研發、製造與銷售。

- 收入將於 2026 年下半年恢復正增長。鑑於 2026 年上半年的營業收入遜於預期，我們分別將 2026 至 2028 年的營業收入預測下調 5.7% / 7.4% / 9.1%，至人民幣 611.8 億元 / 人民幣 648.5 億元 / 人民幣 700.4 億元。我們最新的收入預測意味著 2026 年下半年 / 2027 年 / 2028 年的按年增長分別為 7% / 8% / 10%，高於 2026 年上半年的按年增長-7.4%。收入復甦將受惠於強勁的訂單流、中國原始設備製造商（OEM）拓展海外市場帶動的新項目產能提升，以及新業務（人形機器人、電動垂直起降飛行器（eVTOL）及人工智能數據中心的零部件）。
- 強勁的訂單流。2026 年上半年新增訂單按年增長 43.9%至人民幣 449 億元，主要受中國領先的原設備製造商及中國企業價值新勢力所帶動。
- 隨著中國原設備製造商（OEM）拓展海外市場，新項目陸續投產。中國汽車製造商將全球擴張置於優先地位，其本土及企業價值品牌在智能駕駛、智能座艙、區域控制器與安全領域的出口收入持續增長。海外工廠取得當地生產訂單並進行量產。他們亦與歐洲、日本及韓國的原廠委託製造商（OEM）合作，在歐洲和亞洲各地開展量產及概念驗證項目。
- ADAS 項目陸續投產。該公司的高級駕駛輔助系統（ADAS）業務將受惠於國內品牌對智能功能採用率的提升，以及中國原始設備製造商（OEM）拓展全球市場所推動；這些因素已帶來一家合資企業及一家本地品牌的新訂單。一套基於激光雷達的 L2+系統現已使人民幣 10-15 萬元的汽車具備高端自動駕駛功能，並將於 2027 年前擴展至全球車型。海外方面，VinFast L2 供應已啟動，韓國高階 ADAS 正在交付，各項目著眼於在東南亞迅速放量、在歐洲建立持久合作夥伴關係，以及進軍如印度等實施新 AEB（自動緊急制動）法規的新興市場。
- 將汽車功率電子技術拓展至機械人、人工智能數據中心及航天領域。憑藉系統解決方案及全球資源，該公司與一家海外主要機械人客戶合作（第三代軟模，在第 4 季度設計定型後，目標於年底達到每週 2,000 至 4,000 台）。其靈巧手已獲得早期訂單，而電源供應單元（PSU）及衛星電源則處於研發階段。前景顯示機械人技術即將擴大規模、人工智能數據中心（AIDC）大幅激增，以及太空領域正跟進軌道時間表，共同展現出較汽車業更廣闊的市場潛力。
- 鑑於 2026 年上半年毛利率（17.7%）低於預期，將我們對 2026 至 2028 年的毛利率假設分別由 18.3%/18.3%/18.3%下調至 18.0%/18.0%/18.0%。由於成本轉嫁、產品組合優化，以及海外業務在收入組合中的佔比提升，我們預期毛利率將於 2026 年下半年隨收入一同回升。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 至 2028 年的純利預測分別下調 14% / 16% / 17%，至人民幣 15.3 億元 / 人民幣 17.12 億元 / 人民幣 19.59 億元（按年增長 14.5% / 11.9% / 14.4%）。
- 風險：零件及組件成本急升、人民幣升值。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，並將目標價由人民幣 43 元下調至人民幣 25 元，因我們將估值基準年由 2026 年延後至 2027 年，並將目標市盈率 倍數由 33 倍（較歷史平均值高出 2 個標準差）下調至 23 倍（與歷史平均值持平）。

股價催化劑

- 與知名客戶取得新的供應合約，或與行業領先企業建立合作夥伴關係，尤其是針對人形機器人零件及人工智能數據中心液冷技術等新業務。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	61,183	61,183	66,077	72,685
息稅折舊攤銷前利潤	7,085	7,285	7,826	8,515
折舊及攤銷	(3,430)	(3,798)	(4,060)	(4,372)
息稅前利潤	3,655	3,487	3,766	4,143
總其他非經營收入	(182)	3	9	11
聯營公司貢獻	(213)	-	-	-
淨利息收入／(支出)	(1,075)	(1,058)	(1,054)	(1,039)
除稅前溢利	2,185	2,433	2,722	3,115
稅項	(570)	(632)	(708)	(810)
少數股東權益	(280)	(270)	(302)	(346)
純利	1,336	1,530	1,712	1,959
純利 (經調整)	1,496	1,530	1,712	1,959

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
營運	5,398	5,383	6,579	6,975
除稅前溢利	2,185	2,433	2,722	3,115
稅項	(570)	(632)	(708)	(810)
折舊及攤銷	3,430	3,798	4,060	4,372
聯營公司	213	-	-	-
營運資金變動	(1,070)	(1,272)	(549)	(741)
非現金項目	1,209	1,058	1,054	1,039
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(4,145)	(4,185)	(4,180)	(4,166)
資本支出 (增長)	(4,308)	(4,300)	(4,300)	(4,300)
投資	(325)	-	-	-
其他	488	115	120	134
融資	644	(1,450)	(1,479)	(1,516)
支付股息	(1,554)	(1,450)	(1,479)	(1,516)
借款所得款項	13,082	11,000	12,000	13,000
償還貸款	(12,906)	(11,000)	(12,000)	(13,000)
其他 / 已付利息	2,021	-	-	-
現金流入 (流出) 淨額	1,897	(251)	919	1,293
年初現金及現金等價物	5,979	7,965	7,713	8,632
因外匯影響產生的變動	89	-	-	-
年末現金及現金等價物	7,965	7,713	8,632	9,926

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	16,569	18,437	20,112	21,546
其他長期資產	19,983	18,618	17,183	15,677
現金 / 短期投資	7,965	7,713	8,632	9,926
其他流動資產	24,637	25,960	27,736	30,134
資產總額	69,155	70,728	73,664	77,283
短期債務	15,557	15,557	15,557	15,557
其他流動負債	17,784	17,834	19,062	20,719
長期債務	9,139	9,139	9,139	9,139
其他長期負債	2,648	2,648	2,648	2,648
股東權益	17,322	18,576	19,982	21,599
少數股東權益	6,704	6,974	7,277	7,622
負債及權益總額	69,155	70,728	73,664	77,283

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	11.6	11.9	11.8	11.7
稅前利潤率	3.6	4.0	4.1	4.3
純利率	2.2	2.5	2.6	2.7
資產回報率	2.2	2.2	2.4	2.6
股本回報率	9.7	8.5	8.9	9.4

增長

營業額	9.5	0.0	8.0	10.0
息稅折舊攤銷前利潤	18.2	2.8	7.4	8.8
除稅前溢利	9.5	11.3	11.9	14.4
純利	39.1	14.5	11.9	14.4
純利 (經調整)	16.7	2.3	11.9	14.4
每股收益	39.1	4.0	11.9	14.4

槓桿比率

債務佔總資本比率	35.7	34.9	33.5	32.0
債務權益比率	142.6	132.9	123.6	114.3
債務／(現金) 淨額與權益	90.6	85.8	75.2	63.6
利息保障倍數 (倍)	3.4	3.3	3.6	4.0

速騰聚創 (2498 HK)

2026 年第 2 季度：受平均售價及利潤率拖累，業績遜於預期；下調目標價至港幣 33 元

焦點

- 2026 年第 2 季度業績遜於預期，收入按年增長 23.2% 至人民幣 5.61 億元，淨虧損按年擴大 88.8% 至人民幣 9,700 萬元。
- 平均售價（ASP）按年暴跌 49.8%，拖累毛利率按年下降 5.8 個百分點。
- 基於獲得設計定案、新項目產能爬坡，以及推出 EOCENE SPAC-SoC，我們維持 2026 年至 2028 年銷量增長預測為 152%/65%/53%。
- 基於較低的平均售價及毛利率，我們將 2026 至 2028 年的純利預測分別下調至-人民幣 2.86 億元 / 人民幣 1.5 億元 / 人民幣 4.74 億元。
- 維持「買入」評級，並將目標價由港幣 50 元下調至港幣 33 元。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年第 2 季度	按年%	按季% 2026 年上 半年	按年% 2026 年預 測	按年% 2026 年上半 年 / 2026 年
ADAS 光學雷達	291.8	135.7	101.5	436.6	98.0
機器人光學雷達	97.1	182.3	(47.7)	282.6	510.4
總銷量 (千台)	388.9	145.8	17.7	719.2	169.6
綜合平均售價 (人民幣)	1,329	(49.8)	(0.5)	1,332	(50.7)
每單位純利 (人民幣)	(249)	(23.2)	28.3	(224)	(60.4)
收入	561	23.2	22.3	1,019.7	30.2
毛利	123	(2.8)	23.1	222.2	9.4
毛利率 (%)	21.9	(5.8)	0.1	21.8	(16.0)
息稅前利潤	(95)	25.1	24.3	(171.8)	(12.9)
息稅前利潤率 (%)	(17.0)	(0.3)	(0.3)	(16.8)	(33.1)
純利 (美國通用會計準則)	(97)	88.8	51.0	(161.2)	6.8
純利 - 經調整	(79)	232.5	79.4	(122.7)	7.3
純利率 (%)	(17.3)	382.6	228.9	(15.8)	3.5
核心純利率 (%)	(14.0)	1,002.1	356.4	(12.0)	2.6

來源：RoboSense、彭博、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度業績遜於預期，收入按年增長 23.2% 至人民幣 5.61 億元，淨虧損按年擴大 88.8% 至人民幣 9,700 萬元。這令 2026 年上半年收入達到人民幣 10.2 億元（按年增長 30.2%，佔我們全年預測的 29%），2026 年上半年淨虧損達人民幣 1.61 億元，而我們預測 2026 年純利為人民幣 9,100 萬元。
- 光學雷達（LiDAR）銷量在 2026 年第 2 季度同比增長 145.8% 及環比增長 17.7% 至 388,900 台，其中包括 291,800 台高級駕駛輔助系統（ADAS）光學雷達（同比+135.7% / 環比+101.5%）以及 97,100 台機器人光學雷達（同比+182.3% / 環比+47.7%）。2026 年上半年光學雷達銷量同比增長 169.6% 至 719,200 台，佔我們全年預測的 31%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	1,649	1,941	3,140	4,470	5,965
息稅折舊攤銷前利潤	(451)	(85)	(238)	258	622
經營利潤	(584)	(184)	(356)	98	429
純利 (報告 / 實際)	(482)	(146)	(286)	150	474
純利 (經調整)	(396)	(54)	(286)	150	474
每股收益 (分)	(111.0)	(31.6)	(60.6)	31.8	100.3
市盈率 (倍)	不適用	不適用	不適用	51.4	16.3
市賬率 (倍)	2.5	2.0	2.2	2.1	1.9
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	不適用	不適用	不適用	23.5	9.8
股息收益率 (%)	-	-	-	-	-
純利率 (%)	(29.2)	(7.5)	(9.1)	3.4	7.9
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	(86.6)	(56.5)	(44.5)	(32.1)	(27.2)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	(1.9)	(9.7)
股本回報率 (%)	不適用	(4.3)	(7.9)	4.2	12.2
市場預期純利	-	-	55	318	584
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	(5.23)	0.47	0.81

來源：RoboSense、彭博、大華繼顯

分析員

利新民

ken.lee@uobkh.com

852-2236 6760

買入（維持）

股價	港幣 18.83 元
目標價	港幣 33 元
上升空間	75.3%
早前目標價	港幣 50 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	2498 HK
已發行股份 (百萬)	472.2
市值 (港幣 1 百萬元)	8,891.5
市值 (美金 1 百萬元)	1,147.3
3 個月平均每日成交額 (美金 1 百萬元)	18.4

價格表現 (%)

52 週高位 / 低位		港幣 46.50 元/ 港幣 17.85 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(14.6)	(43.1)	(48.0)	(51.3)	(48.6)

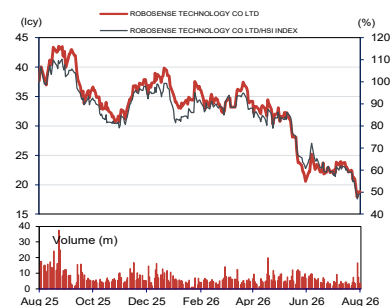
主要股東 (%)

邱純鑫	10.19
朱曉銳	6.11

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (港元)	9.45
2026 財年每股淨債項 (港元)	4.80

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

速騰聚創開發及製造 ADAS 光學雷達、機械人光學雷達，以及機械人零部件。

- 平均售價低於預期。綜合平均售價在 2026 年第 2 季度按年大幅下跌 49.8%，按季微跌 0.5% 至人民幣 1,329 元；而在 2026 年上半年則按年下跌 50.7% 至人民幣 1,332 元，低於我們的全年預測。
- 毛利率受平均售價下跌及晶片價格飆升所擠壓。毛利率按季微升 0.1 個百分點至 21.9%，但按年仍下跌 5.8 個百分點。
- 營運槓桿效應低於預期。營運開支佔收入比率按年下降 1.9 個百分點，按季下降 3.8 個百分點至 48.7%，高於我們全年的預期假設。息稅前利潤率按年微跌 0.3 個百分點，按季微跌 0.3 個百分點至 -17.0%。
- 我們維持 2026 年至 2028 年光學雷達（LiDAR）銷量預測分別為 230 萬 / 380 萬 / 580 萬台（按年增長 152% / 65% / 53%），相比之下，該公司 2026 年的目標為 200 萬至 280 萬台。銷售增長將受設計定案以及基於 EOCENE 的 Peacock 和 Phoenix 晶片所帶動。
- 設計定案已達 194 個車型，包括來自日本、北美及歐洲海外原廠委託製造商（OEM）的 37 個車型，以及小米 SkyNomad N90 Max 等新車型。該等項目的擴產，連同進一步拓展海外市場，將為銷量增長提供有力支撐。
- 搭載 Peacock 的 E2 數碼固態光學雷達支援人形機器人、四足機器人及割草機器人，已於 2026 年第 3 季度開始批量出貨，預計 2026 年下半年出貨量將超過 200,000 台。
- Phoenix 晶片組將於 2026 年第 4 季度首次實現車載量產（SOP）。配備 Phoenix SoC 的光學雷達銷量將於 2027 年大幅攀升。
- 基於低於預期的 2026 年上半年平均售價（ASP），我們將 2026 至 2028 年的 ASP 預測分別下調 11% / 11% / 14% 至人民幣 1,309 元 / 人民幣 1,142 元 / 人民幣 1,006 元（分別按年下跌 34% / 13% / 12%）。平均售價將受到銷售組合轉向價格較低的首點偵測光學雷達（LiDAR）以及市場競爭所帶來的壓力。
- 基於較低的平均售價（ASP）預測，我們將 2026 年至 2028 年的毛利率假設分別由 29%/30%/31% 下調至 17.1%/26.5%/27.5%。此外，吉利銀河及領克因速騰聚創的光學雷達中的電源集成電路（IC）缺陷而於近期召回 92,915 輛汽車，這可能會進一步加大該公司 2026 年下半年的毛利率壓力。我們估計 2026 年下半年將入賬約人民幣 1.45 億元的額外銷售成本，這解釋了為何我們預測 2026 年的毛利率相對於 2027 至 2028 年會低得多。管理層預期 2027 至 2028 年的毛利率將有所改善，主要是由於自家研發的 SPAC SoC（Peacock 及 Phoenix）推出、數碼化產品規模擴大、平台化發展，以及機械人光學雷達（LiDAR）的海外訂單增長所致。
- 新款實體人工智能產品將於 2026 年下半年首次亮相。速騰聚創將於 2026 年第 3 季度推出智能皮膚和空間相機，並於 2026 年第 4 季度推出致動器，該三款產品的 2027 年目標銷售收入為人民幣 1 億元。
- 基於較低的收入預測，我們將 2026 至 2028 年的營運費用佔收入比率分別由 31.8% / 26.8% / 23.7% 上調至 34.0% / 27.5% / 23.5%。
- 鑑於管理層將 2026 年資本支出指引上調至人民幣 3-4 億元，我們將 2026 至 2028 年資本支出預測由人民幣 1.2 億元 / 人民幣 1.3 億元 / 人民幣 1.8 億元上調至人民幣 3 億元 / 人民幣 3 億元 / 人民幣 3 億元。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別下調至淨虧損人民幣 2.86 億元，以及純利人民幣 1.5 億元 / 人民幣 4.74 億元（原先預測為純利人民幣 9,100 萬元 / 人民幣 3.95 億元 / 人民幣 6.78 億元）。
- 風險：平均售價跌幅大於預期、晶片價格上漲、原設備製造商（OEM）客戶進一步召回。

催化劑

- 銷量增長，以及與知名客戶確認供應合約。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	1,941	3,140	4,470	5,965
息稅折舊攤銷前利潤	(85)	(238)	258	622
折舊及攤銷	(67)	(93)	(137)	(171)
息稅前利潤	(184)	(356)	98	429
總其他非經營收入	-	-	-	-
聯營公司貢獻	(13)	-	-	-
淨利息收入／(支出)	89	69	52	44
除稅前溢利	(126)	(286)	150	474
稅項	(19)	-	-	-
少數股東權益	(1)	-	-	-
純利	(146)	(286)	150	474
純利 (經調整)	(54)	(286)	150	474

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
營運	(582)	(268)	(76)	260
除稅前溢利	(126)	(286)	150	474
稅項	(19)	-	-	-
折舊及攤銷	67	93	137	171
聯營公司	13	-	-	-
營運資金變動	-	-	-	-
非現金項目	(517)	(75)	(363)	(385)
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(1,256)	(310)	(310)	(310)
資本支出 (增長)	(86)	(300)	(300)	(300)
投資	6	-	-	-
其他	(1,176)	(10)	(10)	(10)
融資	1,155	-	-	-
支付股息	-	-	-	-
借款所得款項	748	136	136	136
償還貸款	(450)	(136)	(136)	(136)
其他 / 已付利息	857	-	-	-
現金流入 (流出) 淨額	(682)	(578)	(386)	(50)
年初現金及現金等價物	2,836	2,098	1,519	1,134
因外匯影響產生的變動	(56)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,098	1,519	1,134	1,084

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	293	499	662	791
其他長期資產	72	62	52	43
現金 / 短期投資	2,098	1,519	1,134	1,084
其他流動資產	2,540	3,021	3,561	4,189
資產總額	5,266	5,360	5,664	6,361
短期債務	290	290	290	290
其他流動負債	884	1,265	1,419	1,642
長期債務	157	157	157	157
其他長期負債	36	36	36	36
股東權益	36	36	36	36
少數股東權益	17	17	17	17
負債及權益總額	5,266	5,360	5,664	6,361

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	(4.4)	(7.6)	5.8	10.4
稅前利潤率	(6.5)	(9.1)	3.4	7.9
純利率	(7.5)	(9.1)	3.4	7.9
資產回報率	(3.1)	(5.4)	2.7	7.9
股本回報率	(4.3)	(7.9)	4.2	12.2

增長

營業額	17.7	61.8	42.4	33.4
息稅折舊攤銷前利潤	不適用	不適用	不適用	140.6
除稅前溢利	不適用	不適用	不適用	215.0
純利	不適用	不適用	不適用	215.0
純利 (經調整)	不適用	不適用	不適用	215.0
每股收益	不適用	不適用	不適用	215.0

槓桿比率

債務佔總資本比率	9.1	9.0	8.5	7.6
債務權益比率	12.6	13.8	13.2	11.7
債務／(現金) 淨額與權益	(56.5)	(44.5)	(32.1)	(27.2)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	(1.9)	(9.7)

雙環傳動 (002472 CH)

2026 年第 2 季度：利潤率受壓拖累純利遜預期；下半年增長態勢完好

焦點

- 儘管收入超出預期 5.7%，但 2026 年第 2 季度淨利潤仍比我們的預期低 3.0%，此乃由於海外產能擴張導致利潤率受攤薄影響而遜於預期。
- 前瞻指引保持穩健，多數主要業務預期按季增長，且隨著產能持續提升，盈利能力應會有所改善。由於來自歐盟的貢獻上升，外匯可能仍是一個持續存在的問題。
- 維持「買入」評級，但將目標價下調至人民幣 50 元。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025 年第 2 季度	2026 年第 1 季度	2026 年第 2 季度	按年 (%)	按季 (%)
收入	2,164	2,095	2,463	13.8	17.6
毛利	591	577	643	8.9	11.4
經營利潤	374	360	409	9.4	13.5
呈報純利	301	284	303	0.5	6.5
利潤率 (%)					
毛利率 (%)	27.3	27.5	26.1	(1.2)	(1.4)
營業利潤率 (%)	17.3	17.2	16.6	(0.7)	(0.6)
純利率 (%)	13.9	13.6	12.3	(1.6)	(1.3)

資料來源：雙環傳動，大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度收入勝預期，但受利潤率偏軟影響，純利遜於預期。雙環傳動（雙環）2026 年第 2 季度的收入按年增長 13.8%、按季增長 17.6%至人民幣 25 億元，增長主要由企業價值齒輪（按年增長 21%）、工程機械齒輪（按年增長 28%）及機械人減速器（按年增長>+20%）帶動。然而，毛利率按年下降 1.2 個百分點，按季下降 1.4 個百分點至 26.1%，主要由於利潤率較低的匈牙利工廠（2026 年上半年收入約為人民幣 2 億元）開始提升產能，同時部分新增產能亦處於初期產能提升階段。在營運開支比率大致符合預期，以及歐元 / 美元兌人民幣走弱導致人民幣 2,200 萬元外匯虧損的情況下，純利按年增長 0.5%及按季增長 6.5%至人民幣 3.03 億元，較我們 / 市場預期低約 3.0% / 5.0%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	8,781	9,112	10,094	11,470	12,830
息稅折舊攤銷前利潤	2,121	2,519	2,765	3,088	3,457
經營利潤	1,351	1,606	1,780	2,176	2,497
純利	1,024	1,262	1,438	1,754	2,047
純利（經調整）	1,001	1,204	1,468	1,754	2,047
每股收益（分）	122.3	148.4	169.2	206.3	240.8
市盈率（倍）	29.1	24.0	21.0	17.3	14.8
P/BV（倍）	3.4	3.0	2.7	2.4	2.1
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	18.3	15.4	14.0	12.6	11.2
股息收益率 (%)	0.6	1.3	0.6	0.7	0.8
純利率 (%)	11.7	13.8	14.2	15.3	16.0
淨債項對權益比率 (%)	12.5	9.0	(12.2)	(12.7)	(32.9)
利息保障倍數（倍）	35.6	34.2	53.9	26.4	46.6
股本回報率 (%)	11.9	12.8	13.9	14.8	15.1
市場預期純利	-	-	1,444	1,687	1,967
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.00	1.04	1.04

來源：雙環傳動、彭博、大華繼顯

分析員

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

李樹謙
murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

買入（維持）

股價	人民幣 35.60 元
目標價	人民幣 50 元
上升空間	+40.4%
早前目標價	人民幣 52 元

股票數據

行業	汽車零部件
股份代號	002472 CH
已發行股份（百萬）	850
市值（人民幣 1 百萬元）	30,260
市值（美金 1 百萬元）	4,461
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	227.0

價格表現 (%)

52 週高位 / 低位		人民幣 53.50 元 / 人民幣 34.73 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
0.7	(20.4)	(14.7)	(5.1)	(24.9)

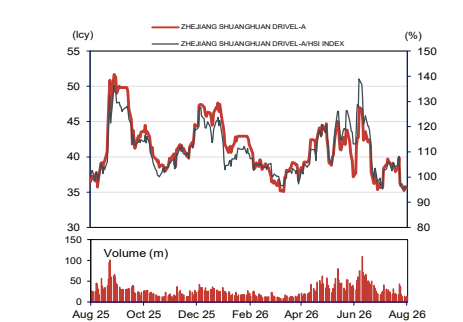
主要股東 (%)

吳長虹	7.1
李韶光	4.2

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	13.02
2026 財年每股淨現金（人民幣）	1.59

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

雙環傳動生產及銷售齒輪與軸類產品。該公司的產品廣泛應用於汽車、摩托車、電動工具及重型設備領域。

- **2026 年第 2 季度各板塊表現：**雖然公告中並未披露季度明細，但管理層就其主要分部提供了一些增長 / 貢獻指引，以下為我們的預測： a) 內燃機 (ICE) 齒輪錄得顯著跌幅，估計按年下降約 14% 至約人民幣 3.9 億元，佔總收入的 16%； b) 企業價值齒輪重新加速，按年增長 21% 至人民幣 11 億元； c) 建築機械齒輪亦錄得約 28% 的穩健增長至人民幣 2.4 億元； d) 商用車 (CV) 齒輪收入錄得高單位數百分比增長至人民幣 1.75-1.8 億元； e) 機械人減速器估計錄得超過 20% 的按年增長，達約人民幣 2.2 億元；以及 f) 智能執行器業務錄得單位數百分比的按年增長，達約人民幣 2.4 億元。
- 請注意，機械人及智能執行器業務的收入高於我們的預期，企業價值齒輪、商用車齒輪及工程機械業務大致符合預期，而燃油車齒輪業務則差於預期。
- 2026 年下半年指引：內燃機汽車齒輪業務預計於 2026 年下半年維持疲弱，但按年跌幅將會收窄；受海外需求、同軸變速箱滲透率加速上升，以及差速器齒輪銷量於今年大致翻倍所帶動，企業價值齒輪業務將保持強勁；工程機械齒輪應可維持按季增長，而智能執行器下半年的表現則可能優於上半年。
- 匈牙利廠房以 5% 純利率為首要目標。匈牙利工廠於 2026 年上半年錄得約人民幣 2 億元的收入，以及 1% 至 2% 的正數純利率。其首要任務是爭取更多訂單和設計中標以支援營運規模，該規模預計將在 2026 年下半年持續擴大，而管理層現時將 5% 的純利率定為初步目標。話雖如此，儘管符合預期，但我們認為市場原本希望該公司能在這部分贏得如寶馬 (BMW) 等新客戶的新設計訂單。
- 智能執行器於第 2 季度處於過渡期，電動單車及汽車將成為 2026 年下半年的新增長動力。雙環放棄了部分利潤率較低之家電訂單，轉而專注於盈利能力以及電動單車和汽車等新業務拓展，該公司目前預期下半年的增長將優於上半年。其聚焦於大型下游垂直行業及大型客戶的整體策略維持不變。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，但將目標價下調至人民幣 50 元。我們正將估值基準滾動至 2027 年預測，而我們設定的人民幣 50 元目標價乃基於 24.2 倍的 2027 年預測市盈率，對應 1.1 倍 PEG（由於短期內利潤率壓力上升，故從 1.2 倍下調）。

盈利預測調整 / 風險

- 我們微調 2026 至 2028 年的預測，並鑑於我們下調了乘用車齒輪、智能執行器及機械人減速器的利潤率假設，我們的純利預測分別下調 2.3%、0.2% 及 1.2% 至人民幣 14 億元、人民幣 18 億元及人民幣 20 億元。

2026 至 2028 年的變更估計

	-----預計業績 / 舊預估-----			-----實際業績 / 新預測-----			-----變動(%)-----		
	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	2027年預	2028年預
收入 (人民幣1百萬)	10,094	11,470	12,830	10,094	11,470	12,830	-	-	-
二、									
乘用車齒輪	6,449	7,123	7,614	6,449	7,123	7,614	-	-	-
商用車齒輪	682	772	867	682	772	867	-	-	-
其他齒輪	2,964	3,575	4,350	2,964	3,575	4,350	-	-	-
利潤率 (%)	28.0	28.8	29.3	27.7	28.8	29.3	(0.3)	-	-
乘用車齒輪	26.6	27.4	27.9	26.5	27.4	27.9	(0.1)	-	-
商用車齒輪	28.8	28.9	29.0	28.8	28.9	29.0	-	-	-
其他齒輪	30.9	31.5	31.7	30.2	31.5	31.7	(0.7)	-	-
息稅前利潤 (人民幣1百萬)	1,818	2,176	2,523	1,780	2,176	2,497	(2.1)	-	(1.0)
二、									
純利 (人民幣1百萬)	1,472	1,756	2,072	1,438	1,754	2,047	(2.3)	(0.2)	(1.2)

資料來源：雙環傳動，大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	9,112	10,094	11,470	12,830
息稅折舊攤銷前利潤	2,519	2,765	3,088	3,457
折舊及攤銷	(913)	(985)	(912)	(960)
息稅前利潤	1,606	1,780	2,176	2,497
總其他非經營收入	(54)	(30)	-	-
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	(47)	(33)	(82)	(54)
除稅前溢利	1,505	1,717	2,093	2,443
稅項	(180)	(206)	(251)	(293)
少數股東權益	(64)	(73)	(89)	(103)
純利	1,262	1,438	1,754	2,047
純利（經常性）	1,204	1,468	1,754	2,047

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	2,391	3,478	1,216	4,116
除稅前溢利	1,505	1,717	2,093	2,443
稅項	(180)	(206)	(251)	(293)
折舊／攤銷	913	985	912	960
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	(41)	949	(1,620)	952
非現金項目	194	33	82	54
其他營運現金流量	192	(30)	-	-
投資	(2,293)	(800)	(700)	(700)
資本支出（增長）	(2,069)	(800)	(700)	(700)
投資	(209)	-	-	-
出售資產所得款項	21	-	-	-
其他	(36)	-	-	-
融資	1,092	(224)	(55)	(64)
支付股息	-	-	-	-
發行股份	202	-	-	-
借款所得款項	4,110	2,500	2,500	2,500
償還貸款	(2,620)	(2,300)	(2,300)	(2,300)
其他／已付利息	(600)	(424)	(255)	(264)
現金流入（流出）淨額	1,190	2,454	461	3,352
年初現金及現金等價物	1,189	2,367	4,821	5,283
年末現金及現金等價物	2,367	4,821	5,283	8,634

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	7,219	7,020	6,791	6,515
其他長期資產	3,103	3,132	3,148	3,165
現金／短期投資	2,367	5,089	5,351	8,956
其他流動資產	6,073	4,144	7,030	5,218
資產總額	18,763	19,384	22,320	23,854
短期債務	3,122	3,322	3,522	3,722
其他流動負債	4,230	3,594	4,662	4,031
長期債務	274	274	274	274
其他長期負債	626	626	626	626
股東權益	10,018	10,971	12,550	14,411
少數股東權益	492	567	655	760
負債及權益總額	18,763	19,354	22,290	23,824

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	27.3	27.7	28.8	29.3
稅前利潤率	16.5	17.3	18.3	19.0
純利率	13.8	14.2	15.3	16.0
資產回報率	7.0	7.7	8.4	8.8
股本回報率	12.8	13.9	14.8	15.1
增長				
營業額	3.8	10.8	13.6	11.9
毛利	13.4	12.4	17.9	13.8
除稅前溢利	25.1	14.1	22.0	16.7
純利	23.2	14.0	22.0	16.7
純利（經調整）	20.3	21.9	19.5	16.7
每股收益	18.5	21.9	19.5	16.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	2.8	2.7	2.4	2.2
債務權益比率	5.3	4.8	4.2	3.7
淨債項對權益	9.0	(12.2)	(12.7)	(32.9)
利息保障倍數（倍）	34.2	53.9	26.4	46.6

青島啤酒 (168 HK)

2026 年第 2 季度：純利符合預期；銷量下跌 7%，平均售價持平

焦點

- 青島啤酒 2026 年第 2 季度的盈利符合市場預期。
- 於 2026 年第 2 季度，啤酒銷量為 2,300 萬百升（按年下跌 7%）。按品牌劃分，青島啤酒主品牌 / 其他品牌的銷量分別為 1,330 萬百升 / 970 萬百升（按年分別下跌 1% / 下跌 14%）。按類別劃分，中高端 / 其他產品的銷量分別為 1,000 萬百升 / 1,300 萬百升（按年+2% / -13%）。
- 產品組合按年持續改善，其中中高端產品佔 2026 年第 2 季度銷量的 44%（2025 年第 2 季度為 40%）。然而，平均售價按年大致持平。維持「買入」評級，將目標價下調 6%至港幣 62.4 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 1 百萬元)	2026 年第 2 季度	2025 年第 2 季度	按年變動 (%)	2026 年上 半年	2025 年 上半年	按年變動 (%)
總收入	9,370	10,046	(6.7)	19,655	20,491	(4.1)
毛利	4,422	4,605	(4.0)	8,818	8,954	(1.5)
毛利率 (%)	47.2	45.8	1.4	44.9	43.7	1.2
息稅前利潤	2,605	2,584	0.8	4,808	4,641	3.6
息稅前利潤率 (%)	27.8	25.7	2.1	24.5	22.7	1.8
應佔純利	2,120	2,194	(3.4)	3,920	3,904	0.4
應佔純利利潤率 (%)	22.6	21.8	0.8	19.9	19.1	0.9
核心純利	1,962	2,029	(3.3)	3,667	3,632	1.0
核心純利利潤率 (%)	20.9	20.2	0.7	18.7	17.7	0.9
銷量 (百萬百升)	23.0	24.7	(7.0)	45.0	47.3	(4.9)
平均售價 (人民幣 / 千升)	4,077	4,065	0.3	4,368	4,330	0.9
銷貨成本 (人民幣 / 千升)	2,153	2,202	(2.2)	2,408	2,438	(1.2)

附註：ASP 及單位 COGS 乃按總收入計算

資料來源：青島啤酒，大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度純利符合預期。青島啤酒公佈 2026 年上半年收入為人民幣 196.55 億元（按年-4%）。毛利率為 44.9%（按年+1.2 個百分點）。息稅前利潤總計為人民幣 48.08 億元（按年+4%），而息稅前利潤率為 24.5%（按年+1.8 個百分點）。純利為人民幣 39.2 億元（按年持平），符合 VA 市場預期。純利率為 19.9%（按年+0.9 個百分點）。
- 這意味着於 2026 年第 2 季度，收入為人民幣 93.7 億元（按年下跌 7%）。毛利率為 47.2%（按年增加 1.4 個百分點），主要受惠於單位銷售成本按年下降 2%。息稅前利潤為人民幣 26.05 億元（按年+1%），而息稅前利潤率為 27.8%（按年+2.1 個百分點），主要受以下因素帶動：a) 毛利率擴張；及 b) 銷售費用下降 0.9 個百分點，但部分被行政及研發費用增加 0.2 個百分點所抵銷。純利為人民幣 21.2 億元（按年-3%），而純利率為 22.6%（按年+0.8 個百分點）。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	32,138	32,473	32,084	32,677	34,000
息稅折舊攤銷前利潤 (經調整)	5,729	6,461	6,696	7,016	7,456
經營利潤 (經調整)	4,488	5,161	5,347	5,575	5,922
純利 (報告 / 實際)	4,345	4,588	4,648	4,818	5,082
純利 (經調整)	4,345	4,588	4,648	4,818	5,082
每股收益 (分)	319.1	336.3	340.7	353.1	372.5
市盈率 (倍)	11.5	10.9	10.8	10.4	9.9
市賬率 (倍)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (經調整) (倍)	7.6	7.5	7.3	7.0	6.5
股息收益率 (%)	6.0	6.4	6.7	6.9	7.3
純利率 (%)	13.5	14.1	14.5	14.7	14.9
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	(61.9)	(41.9)	(39.5)	(37.6)	(37.1)
股本回報率 (%)	15.4	15.4	14.8	14.7	14.8
市場預期純利	-	-	4,762.4	5,032.5	5,327.0
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	0.98	0.96	0.95

來源：青島啤酒，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 42.86 元
目標價	港幣 62.40 元
上升空間	+45.6%
早前目標價	港幣 66.70 元

股票數據

行業	必需消費品
股份代號	168 HK
已發行股份 (百萬)	655.1
市值 (港幣 1 百萬元)	70,700.3
市值 (美金 1 百萬元)	9,018.9
3 個月平均每日成交額 (美金 1 百萬元)	19.8

價格表現 (%)

52 週高位 / 低位		港幣 56 元/港幣 42.2 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(5.8)	(15.2)	(16.9)	(18.0)	(12.0)

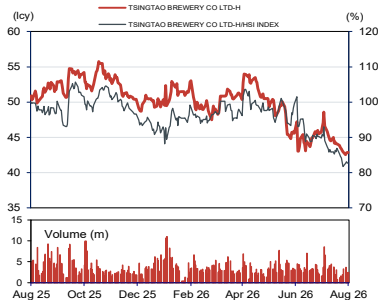
主要股東 (%)

青島啤酒集團	57.13
--------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	23.52
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	9.3

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

青島啤酒是中國最早期的啤酒廠之一。其產品組合包括青島啤酒、崂山啤酒、百年之旅等。

分部收益

截至 12 月 31 日止年度	2026 年 第 2 季度	2025 年 第 2 季度	按年變動 (%)	2026 年 上半年	2025 年 上半年	按年變動 (%)
總出貨量 (百萬百升)	23.0	24.7	(7.0)	45.0	47.3	(4.9)
-青島品牌	13.3	13.4	(0.8)	27.1	27.1	(0.2)
-副品牌	9.7	11.3	(14.3)	17.9	20.2	(11.2)
-中高端	10.0	9.8	2.1	20.4	19.9	2.6
-其他	13.0	14.9	(13.0)	24.6	27.4	(10.4)

資料來源：青島啤酒，大華繼顯

- **2026 年第 2 季度銷量下跌，主要受次要品牌削減所帶動。**於 2026 年上半年，啤酒總銷量為 4,500 萬百升（按年-5%）。這意味著 2026 年第 2 季度的啤酒總銷量為 2,300 萬百升（按年下跌 7%）。2026 年第 2 季度，按品牌劃分，青島啤酒主品牌 / 次品牌銷量分別為 1,330 萬百升 / 970 萬百升（按年分別為-1% / -14%）。按類別劃分，中高端 / 其他產品的銷量分別為 1,000 萬百升 / 1,300 萬百升（按年+2% / -13%）。產品組合按年改善，中高端產品佔 2026 年第 2 季總銷量的 44%（2025 年第 2 季為 40%）。
- **儘管產品組合有所改善，2026 年第 2 季度的平均售價按年基本持平。**於 2026 年上半年，平均售價按年微升 1%至每千升人民幣 4,368 元，而單位銷貨成本則按年下降 1%至每千升人民幣 2,408 元。這意味着於 2026 年第 2 季度，平均售價按年大致持平於每千升人民幣 4,077 元，但每單位銷貨成本按年下降 2%至每千升人民幣 2,153 元。

盈利預測調整 / 風險

- **我們分別下調 2026/27 年的盈利預測 4%/6%。**為反映啤酒消費復甦乏力，我們分別將 2026/27 年度的收入預測下調 4%/5%。我們將 2026/27 年度的毛利率預測均略微下調 0.1 個百分點。因此，我們將 2026/27 年的盈利預測分別下調 4%/6%。

估值 / 建議

- **維持「買入」評級，將目標價下調 6%至港幣 62.4 元。**我們將以現金流折現法（DCF）計算的目標價下調 6%至港幣 62.4 元，相當於 9.6 倍 2026 年企業價值/息稅折舊攤銷前利潤及 9.2 倍 2027 年企業價值/息稅折舊攤銷前利潤。該股票目前的交易估值為 2026 年企業價值/息稅折舊攤銷前利潤的 7.3 倍及 2027 年企業價值/息稅折舊攤銷前利潤的 7.0 倍。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	32,473.5	32,083.7	32,676.8	34,000.3
息稅折舊攤銷前利潤	6,461.2	6,696.2	7,016.0	7,456.1
折舊及攤銷	1,299.9	1,349.0	1,440.9	1,534.0
息稅前利潤	5,161.3	5,347.2	5,575.0	5,922.1
總其他非經營收入	73.0	73.0	73.0	73.0
聯營公司貢獻	383.0	378.4	385.4	401.0
淨利息收入／(支出)	401.6	302.9	300.2	300.5
除稅前溢利	6,291.1	6,373.7	6,605.8	6,968.9
稅項	(1,573.6)	(1,594.3)	(1,652.4)	(1,743.2)
少數股東權益	(129.3)	(131.0)	(135.8)	(143.2)
純利	4,588.1	4,648.4	4,817.7	5,082.4
純利 (經調整)	4,588.1	4,648.4	4,817.7	5,082.4

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
營運	4,592.5	5,290.9	5,554.0	6,089.9
除稅前溢利	6,291.1	6,373.7	6,605.8	6,968.9
稅項	(1,573.6)	(1,594.3)	(1,652.4)	(1,743.2)
折舊及攤銷	1,299.9	1,349.0	1,440.9	1,534.0
聯營公司	(73.0)	(73.0)	(73.0)	(73.0)
營運資金變動	(381.9)	201.4	84.1	262.1
非現金項目	123.7	(632.9)	(632.4)	(630.9)
其他營運現金流量	(1,093.6)	(333.0)	(219.1)	(228.0)
投資	(3,246.8)	(2,200.4)	(2,200.4)	(2,200.4)
資本支出 (增長)	(2,253.2)	(2,700.4)	(2,700.4)	(2,700.4)
投資	(22,661.1)	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	20,841.8	500.0	500.0	500.0
其他	825.7	0.0	0.0	0.0
融資	(3,104.2)	(3,205.9)	(3,339.5)	(3,461.1)
支付股息	(3,054.3)	(3,205.9)	(3,339.5)	(3,461.1)
借款所得款項	0.7	0.0	0.0	0.0
償還貸款	(50.6)	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	0.0	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	(1,758.5)	(115.3)	14.1	428.4
年初現金及現金等價物	4,046.0	2,287.1	2,171.8	2,185.9
其他貨幣資金	10,572.1	10,572.4	10,572.4	10,572.4
年末現金及現金等價物	12,859.6	12,744.3	12,758.3	13,186.7

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	12,860.9	14,493.0	16,044.0	17,513.8
其他長期資產	15,066.9	15,204.7	15,331.6	15,446.6
現金 / 短期投資	12,859.6	12,744.3	12,758.3	13,186.7
其他流動資產	11,344.2	11,533.8	11,603.2	11,758.2
資產總額	52,131.6	53,975.7	55,737.2	57,905.4
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	16,600.6	16,871.2	17,018.7	17,422.4
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	4,018.8	4,018.8	4,018.8	4,018.8
股東權益	30,648.9	32,091.5	33,569.6	35,190.9
少數股東權益	863.2	994.3	1,130.0	1,273.3
負債及權益總額	52,131.6	53,975.7	55,737.2	57,905.4

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	19.9	20.9	21.5	21.9
(經調整)				
稅前利潤率 (經調整)	19.4	19.9	20.2	20.5
純利率 (經調整)	14.1	14.5	14.7	14.9
資產回報率	8.9	8.8	8.8	8.9
股本回報率	15.4	14.8	14.7	14.8
增長				
營業額	1.0	(1.2)	1.8	4.1
息稅折舊攤銷前利潤	12.8	3.6	4.8	6.3
(經調整)				
除稅前溢利 (經調整)	7.0	1.3	3.6	5.5
純利	5.6	1.3	3.6	5.5
純利 (經調整)	5.6	1.3	3.6	5.5
每股收益 (經調整)	5.4	1.3	3.6	5.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	不適用	不適用	不適用	不適用
債務權益比率	不適用	不適用	不適用	不適用
債務／(現金)淨額與權益	(41.9)	(39.5)	(37.6)	(37.1)

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



中國太平 (0966 HK)

最後價格:	港幣 20.68 元
支撐位:	港幣 19.28 元/港幣 18.80 元
阻力位:	港幣 22.60 元/港幣 24.34 元

技術分析:

价格行为成功在“阻力转支撑”区域站稳脚跟，确认了买方在关键结构转换水平上的积极防守。技术动能进一步印证了这一价格修复，MACD 指标在零轴附近弯头向上，预示着动能正朝看多方向展开早期复苏。只要买方持续守护这一转换后的需求底座，最小阻力路径将优先支持盘面展开持续反弹，并推升向更高的阻力目标。

平均時限：約兩週。



海底撈 (6862 HK)

最後價格:	港幣 12.25 元
支撐位:	港幣 11.74 元/港幣 11.14 元
阻力位:	港幣 13.31 元/港幣 15.04 元

技術分析:

价格行为向上强势突破三角形态，并伴随跳空高开的看多缺口，确认了极为强劲的机构买盘需求。技术动能同步印证了这一结构性突破，MACD 指标已进入看多区域并保持向上倾斜。只要价格持续守住缺口支撑位，最小阻力路径将优先支持多头动能的延续，推动价格向更高的拓展目标位迈进。

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."