UOBKayHian

國家/地區日報 | 大中華

Tuesday, 27 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)	52361.6	0.3	0.8	1.0	8.9
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7676.8	0.7	(0.2)	(0.9)	12.1
富時 100 指數(FTSE 100)	10767.3	0.7	0.0	0.7	8.4
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8926.6	0.2	(0.5)	0.9	(1.0)
滬深 300 指數(CSI 300)	4103.5	(0.0)	(1.7)	(7.6)	(11.4)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5415.9	0.0	0.2	(5.2)	16.6
恒生中國企業指數(HSCEI)	7802.1	0.6	(4.0)	(4.5)	(12.5)
恒生指數(HSI)	23211.8	0.5	(4.0)	(5.3)	(9.4)
雅加達綜合指數(JCI)	5373.1	(1.2)	7.5	(13.9)	(37.9)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1604.4	(0.4)	0.5	(4.0)	(4.5)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	5469.5	(1.5)	(5.2)	(22.8)	29.8
日經 225 指數(Nikkei 225)	62189.7	(0.8)	(4.2)	(6.3)	23.5
泰國證券交易所指數(SET)	1579.0	1.0	0.4	(1.8)	25.4
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)	2628	(1.2)	3.2	(23.3)	40.0
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)	116	(0.8)	5.7	11.0	90.3

來源：彭博

企業活動

	地點	開始	收市
與 UUE Holdings Berhad（UUE MK）的視像會議	馬來西亞	11 月 10 日	11 月 10 日
與創通電子控股有限公司（Valuetronics Holdings Ltd，VALUE SP）舉行的 2027 財年上半年業績發布會	新加坡	11 月 11 日	11 月 11 日
由任仲民就大中華區人工智能板塊進行的分析師推介	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 月採購經理指數（綜合、製造業、非製造業）	中國	10 月 31 日

重點要聞

行業更新 | 中國房地產

第 3 頁→

- 供應持續收縮：2026 年首 9 個月土地出讓收入按年下降 27.9%，跌幅逐步收窄；在以北京為首的帶動下，一線城市庫存月數於 2026 年 10 月進一步下降。需求持續分化，一線城市領先二線城市，二手房領先新房：於 2026 年 10 月 1 日至 25 日期間，一線城市新房 / 二手房銷售額按年分別上升 2%及 22%，而二線城市則下跌 23%及 1%。 ICE 掛牌價格按月下跌 0.6%，顯示需要更多政策支持。對房地產行業維持「跑輸大市」評級。

公司業績 | 億緯鋰能 (300014 CH/買入/人民幣 47.21 元/目標價：人民幣 57.00 元)

第 5 頁→

- 2026 年第 3 季度純利為人民幣 1,939 百萬元（按年增加 60.2% / 按季增加 4.5%），低於我們的預期，主要受補貼削減、加稅及研發成本影響。未來的收入將受強勁的手頭訂單帶動，但加稅將限制利潤率，加上碳酸鋰價格暴跌之際存貨積壓，可能導致需要計提存貨撥備。我們分別下調 2026 至 2028 年的純利預測 7%/17%/6%。維持「買入」評級，並將目標價由人民幣 85 元下調至人民幣 57 元。

公司業績 | 中興通訊 (763 HK/持有/港幣 19.1 元/目標價：19.20 港元)

第 8 頁→

- 2026 年第 3 季度收入超出市場預期，但疲弱的毛利率以及高於預期的營運開支對經營利潤構成壓力。由於本地電訊需求疲弱抵銷海外增長，預計 2026 年第 4 季度增長將保持持平，並於 2027 年放緩。我們下調 2026 年至 2028 年的盈利預測，維持中興通訊的「持有」評級，並將目標價下調至港幣 19.2 元。

公司更新 | 李寧 (2331 HK/買入/港幣 12.84 元/目標價：HK$19.50)

第 11 頁→

- 李寧 2026 年第 3 季度的零售流水錄得低單位數跌幅，遜於管理層預期。就 2026 年第 4 季度而言，管理層強調天氣狀況及 11.11 為關鍵變動因素。然而，由於其全年目標已納入審慎看法，管理層維持了其指引。就 Curry 而言，管理層預期全套產品組合將於 2027 年第 4 季度後推出。董事會會議將於 11 月 5 日舉行，以考慮派發特別股息。維持「買入」評級，但將目標價下調 11%至港幣 19.5 元。

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。故此，我們有時可能會提出與我們基本面「買入 / 持有 / 賣出」（BUY/HOLD/SELL）評級相反的技術建議。

技術分析

港鐵公司 | 66 HK 第 14 頁→

- 支持位：港幣 32.08 元 / 港幣 31.64 元
- 阻力位：港幣 34.74 元 / 港幣 36.38 元

新鴻基地產 | 16 HK 第 14 頁→

- 支持位：港幣 103.4 元 / 港幣 98 元
- 阻力位：港幣 116.7 元 / 港幣 127.2 元

中國房地產

2026 年 10 月：供應持續收縮而銷售出現分化，一線城市及二手房表現領先

重點

- 供應持續收縮。 財政部數據顯示，2026 年首 9 個月土地出讓收入按年下降 27.9%，降幅逐步收窄。 一線城市庫存月數在 2026 年 10 月進一步下降，其中以北京為首，其庫存月數減少 1.0 個月，且可售建築面積月內至今下降 3.4%。
- 在需求方面，各城市及市場的銷售表現出現分化。2026 年 10 月 1 日至 25 日的高頻數據顯示，一線城市依然領先，儘管新房增長放緩：四個一線城市的新房銷售額按年增長 2%，九個二線城市則下跌 23%；而三個一線城市的二手房銷售額按年增長 22%，八個二線城市則下跌 1%。 ICE 掛牌價格按月微跌 0.6%。
- 維持「跑輸大市」評級。我們的首選股為中國海外發展及華潤萬象生活。

分析

- 供應持續收縮，2026 年首 9 個月土地出讓收入按年下降 27.9%...財政部數據顯示，2026 年首 9 個月土地出讓收入為人民幣 16,087 億元，累計跌幅較 2026 年首 7 個月的 30.8%及 2026 年首 8 個月的 28.6%有所收窄。由累計數據推算，2026 年 9 月土地出讓收入約為人民幣 2,334 億元，按年下降 23.2%，跌幅小於 2026 年首 9 個月的平均水平。
- **...而一線城市庫存月數在 2026 年 10 月進一步下降，其中以北京降幅最大。**截至 2026 年 10 月 25 日，北京 / 上海 / 廣州 / 深圳的可售建築面積按年分別變動-20.0% / -5.5% / -11.3% / -37.4%，且庫存月數年初至今分別減少 3.2 / 1.2 / 1.7 / 7.7 個月至 17.1 / 7.7 / 16.1 / 15.9 個月。 自 2026 年 9 月底以來，北京的可售建築面積已減少 3.4%，庫存月數亦縮短 1.0 個月，而其餘三個城市的降幅則各自少於 0.2 個月。
- **在需求方面，各城市及市場的銷售表現出現分化。10 月份物業銷售持續呈現以下趨勢：a)一線城市表現優於二線城市，及 b)二手市場表現優於新房市場。我們認為，這反映出在整體需求相對疲弱的情況下，各個市場板塊持續呈現分化。**

  a) 在 2026 年 10 月 1 日至 25 日期間，四個一線城市的新房銷售按年增長 2%，九個二線城市按年下降 23%。在一線城市中，北京 / 上海 / 廣州 / 深圳的按年變動分別為+40% / -7% / -4% / -18%，其中上海由 2026 年 10 月 1 日至 18 日的+3%轉為負增長。按年初至今計算（截至 2026 年 10 月 25 日），19 個主要城市按年下跌 5%，其中一線 / 二線城市按年分別為+4% / -9%。

分析師

劉潔琦
jieqi.liu@uobkh.com
+852 28261392

沈宸昊
damonshen@uobkh.com
+86 21 54047225 分機 820

跑輸大市（維持）

分部評級

分部	評級
中國房地產	跑輸大市（維持）
物業管理	跑輸大市（維持）

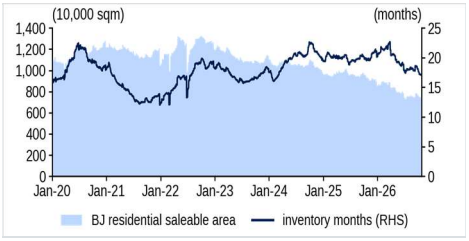
資料來源：彭博、大華繼顯

行業精選

公司	股票代號	評級	股價 (港元)	目標價 (港元)
中國海外發展	688HK	買入	12.65	19.88
華潤萬象生活	1209 HK	買入	39.84	55.00

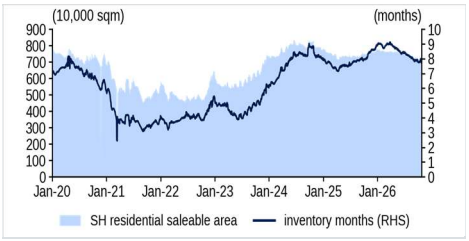
資料來源：彭博、大華繼顯

北京庫存月數



資料來源：iFind、大華繼顯

上海庫存月數



資料來源：iFind、大華繼顯

同業比較

公司	股票代號	評級	價格 2026 年 10 月 26 日 (港元)	目標價格 (港元)	目標價上升空間 (%)	最新年度終結	市盈率 2025 (倍)	市盈率 2026 年預測 (倍)	市盈率 2027 年預測 (倍)	收益率 2027 年預測 (%)	股本回報率 2026 年預測 (%)	市場市值 (百萬港元)	價格 / 每股資產淨值 (倍)
華潤置地有限公司	1109 HK	買入	30.30	39.60	30.7	12/2025	8.3	9.2	8.2	4.2	4.7	216,067.5	0.62
中國海外發展	688 HK	買入	12.65	19.88	57.2	12/2025	9.2	10.3	9.5	3.9	2.7	138,452.8	0.30
龍湖集團	960 HK	買入	4.96	8.76	76.6	12/2025	4.1	不適用	不適用	0.2	-1.9	35,203.1	0.19
越秀地產	123 HK	買入	3.04	4.50	48.0	12/2025	40.5	42.6	33.6	1.2	0.5	12,237.2	0.19
華潤萬象生活	1209 HK	買入	39.84	55.00	38.1	12/2025	19.7	17.8	16.0	6.2	26.6	90,934.8	4.81
中海物業集團有限公司	2669 HK	買入	3.22	4.20	30.4	12/2025	6.7	7.4	7.5	5.7	18.5	10,574.4	1.38

資料來源：彭博、大華繼顯

b) 在 2026 年 10 月 1 日至 25 日期間，三個一線城市的二手房銷量按年上升 22%，而八個二線城市則按年下跌 1%。 上海 / 北京 / 深圳分別按年增長 37% / 11% / 1%。 按年初至今計算（截至 2026 年 10 月 25 日），三個一線城市按年增長 10%，八個二線城市按年下跌 5%；上海 / 北京 / 深圳則分別按年上升 16% / 5% / 2%。 我們認為，針對售價在人民幣 150 萬元以下單位的按揭利率補貼，將主要惠及二手房市場。

c) 整體價格走勢維持向下軌跡。根據 2026 年 10 月 25 日更新的 ICE 指數，100 個主要城市的二手房平均掛牌價按週下跌 0.1%，按月下跌 0.6%。 在四個一線城市中，北京 / 上海 / 廣州 / 深圳的掛牌價指數按週分別下跌 0.1% / 0.1% / 0.2% / 0.1%，按月變動-0.6% / -0.2% / -0.7% / -0.5%，年初至今則分別變動-3.3% / +1.2% / -3.0% / -1.8%。 值得注意的是，上海的掛牌價動能亦轉為負增長，目前全部四個一線城市的掛牌價均錄得跌幅。

2026 年 10 月 1 日至 25 日重點城市每日新房銷售（建築面積）

建築面積	----------一線城市----------				----------二線城市----------					
(千平方米)	北京	上海	廣州	深圳	武漢	青島	蘇州	福州	成都	南寧
2025 年 10 月	12	24	20	5	37	29	8	4	19	15
2026 年 11 月	17	22	19	4	19	27	8	2	15	13
按年	40%	-7%	-4%	-18%	-47%	-7%	1%	-63%	-23%	-16%

按年表現相對較佳的城市以橙色醒目標示
同日基準：每個城市僅採用兩年均有數據的日期
來源：iFind、大華繼顯。

2026 年 10 月 1 日至 25 日 12 個城市每日二手房成交量（套）

套	上海	北京	深圳	杭州	南京	青島	蘇州	無錫	東莞	廈門	成都	佛山
2025 年 10 月	556	376	164	131	266	145	101	不適用	100	61	862	180
2026 年 11 月	761	416	165	152	303	162	138	不適用	113	64	687	204
按年	37%	11%	1%	16%	14%	12%	37%	不適用	13%	5%	-20%	13%

按年表現相對較佳的城市以橙色醒目標示
同日基準：每個城市僅採用兩年均有數據的日期
來源：iFind、大華繼顯。

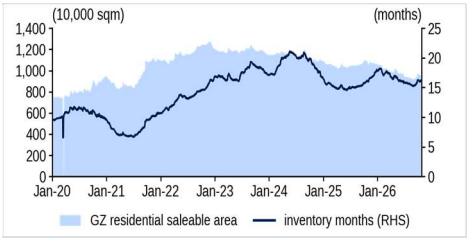
估值 / 建議

- 維持對中國房地產及物業管理板塊的「跑輸大市」評級；靜待更多政策支持。樓價的下行趨勢顯示整體市場依然疲弱，政府可能需要推出進一步的政策支持，例如擴大按揭補貼。另一方面，我們預期在按揭利率補貼的支持下，二手物業市場將繼續跑贏新房市場，該等補貼主要惠及在二手成交中佔比較大的較小型單位。同時，預售制度改革可能放緩新項目推出的步伐。我們的首選為中國海外發展及華潤萬象生活。

行業催化劑 / 風險

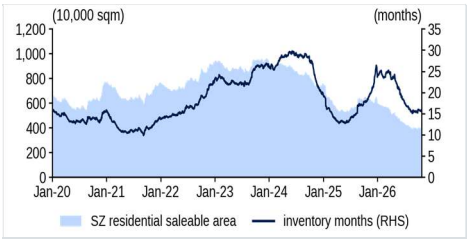
- 強於預期的財政與貨幣寬鬆政策。

廣州庫存月數



資料來源：iFind、大華繼顯

深圳庫存月數



資料來源：iFind、大華繼顯

億緯鋰能 (300014 CH)

2026 年第 3 季度：盈利按年增長 60% / 按季增長 4.5%，遜於預期；目標價下調至人民幣 57 元

重點

- 2026 年第 3 季度純利為人民幣 1,939 百萬元（按年增加 60.2% / 按季增加 4.5%），低於我們的預期，主要受補貼削減、加稅及研發成本影響。
- 未來的收入將受強勁的手頭訂單帶動，但加稅將限制利潤率，加上碳酸鋰價格暴跌之際存貨積壓，可能導致需要計提存貨撥備。
- 我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別下調 7%/17%/6%，至人民幣 70.4 億元/人民幣 82.4 億元/人民幣 109.3 億元。
- 維持「買入」評級，並將目標價由人民幣 85 元下調至人民幣 57 元（相當於 15 倍 2027 年預測 市盈率 ）。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026 年第 2 季度	按年 %	按季 %	2026 年上半年	按年 %	先前 2026 年預測	按年 %	2026 年上半年 / 2026 年
總出貨量（吉瓦時）	53.5	63.0	17.5	133.69	61.1	185.0	52.6	0.72
收入	27,698	64.6	10.7	73,390	63.1	101,388	64.9	0.72
毛利	4,069	76.9	11.9	10,607	47.7	14,701	47.9	0.72
毛利率（%）	*14.7*	*1.0*	*0.2*	*14.5*	*(1.5)*	*14.5*	*(1.7)*	*1.00*
息稅前利潤	1,920	96.2	(11.7)	5,440	70.3	7,807	82.7	0.70
息稅前利潤利潤率（%）	*6.9*	*1.1*	*(1.8)*	*7.4*	*0.3*	*7.7*	*(0.2)*	*0.96*
純利	1,939	60.2	4.5	5,240	86.1	7,583	83.4	0.69
純利 –經調整	1,644	110.6	23.0	4,095	111.4	5,232	69.0	0.78
純利率 (%)	*7.0*	*(0.2)*	*(0.4)*	*7.1*	*0.9*	*7.5*	*(1.7)*	*0.95*
核心純利率（%）	*5.9*	*1.3*	*0.6*	*5.6*	*1.3*	*5.2*	*(1.5)*	*1.08*

來源：億緯鋰能、大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度純利遜於預期，錄得人民幣 19.39 億元（按年增長 60.2% / 按季增長 4.5%），高於指引區間人民幣 17.67-20.49 億元的中位數，但低於我們預測的人民幣 21 億元及市場共識預測的人民幣 20 億元。盈利遜於預期乃由於補貼減少、稅項增加以及存貨撥備所致，其影響完全抵銷了出貨量優於預期的利好因素。
  - 鋰離子電池（LIB）出貨量按年增長 63%、按季增長 17.5%至 53.5 吉瓦時（GWh），優於預期；其中電動車電池出貨量（30.4 吉瓦時 / 按年+132% / 按季+32%）優於預期，足以抵銷儲能系統（ESS）電池出貨量（23.1 吉瓦時 / 按年+17.1% / 按季-4.2%）遜於預期的影響。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	48,615	61,470	106,308	128,844	166,142
息稅折舊攤銷前利潤	7,621	7,660	10,964	13,320	16,891
經營利潤	4,863	4,272	7,442	9,148	12,128
純利 （報告／實際）	4,076	4,134	7,036	8,244	10,927
純利 （經調整）	3,162	3,096	4,822	5,650	7,488
每股收益 （分）	199.2	199.3	323.8	379.3	502.8
市盈率（倍）	23.7	23.7	14.6	12.4	9.4
市賬率（倍）	2.6	2.3	2.1	1.9	1.6
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	14.1	14.1	9.8	8.1	6.4
股息收益率 (%)	1.1	1.0	1.7	2.0	2.7
純利率 (%)	6.5	5.0	4.5	4.4	4.5
債務／（現金）淨額與權益 (%)	43.8	58.0	52.4	45.9	31.9
利息保障倍數 （倍）	11.3	6.2	8.3	10.2	14.0
股本回報率 (%)	8.7	7.7	10.6	11.0	12.7
市場預期純利	-	-	7,012	9,414	11,981
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	1.00	0.88	0.91

資料來源：吉利、彭博、大華繼顯

分析師

利新民
ken.lee@uobkh.com
+852 2236 6760

買入（維持）

股價	人民幣 47.21 元
目標價	人民幣 57 元
上升空間	20.7%
早前目標價	人民幣 85 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	300014 CH
已發行股份（百萬）	2,173
市值（百萬港元）	96,342
市值（百萬美元）	12,431
三個月平均每日成交額（百萬美元）	240

價格表現（%）

52 週最高 / 最低				人民幣 89.90 元/港幣 41.21 元
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(4.5)	(13.4)	(35.8)	(41.8)	(28.9)

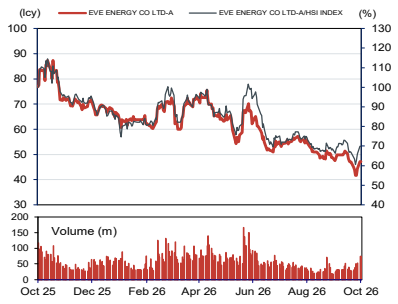
主要股東（%）

西藏億緯控股有限公司	32.02

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	20.34
2026 財年每股淨債項（人民幣）	11.65

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

億緯鋰能股份有限公司（EVE Energy Co.）研發、製造及銷售用於消費電子產品、無線電動工具、兩輪電動車及電動車的鋰離子電池。

- 2026 年第 3 季度收入按年激增 64.6%，按季增長 10.7%至人民幣 277 億元，與出貨量增長大致持平，且優於預期。
- **毛利率維持良好表現。** 2026 年第 3 季度毛利率升至 14.7%（同比上升 1.0 個百分點 / 環比上升 0.2 個百分點），但 2026 年首 9 個月毛利率同比仍跌 1.5 個百分點至 14.5%，與我們對 2026 年的假設相符。
- 息稅前利潤利潤率受補貼削減、加稅及研發開支增加所擠壓。其他收益 / 收入比率因政府補助減少而跌至 0.2%（同比下降 0.7 個百分點 / 環比下降 1.6 個百分點）。稅項 / 收入比率於 2026 年第 3 季度升至 0.48%（同比上升 0.2 個百分點 / 環比上升 0.1 個百分點），乃由於自 2026 年 9 月 1 日起開徵 2% LIB 消費稅。研發 / 收入比率急升至 4.0%（同比上升 0.3 個百分點 / 環比上升 0.5 個百分點）。銷售、一般及行政開支 / 收入比率跌至 3.5%（同比下降 1.3 個百分點 / 環比下降 0.3 個百分點）。綜合而言，2026 年第 3 季度息稅前利潤利潤率環比下降 1.8 個百分點至 6.9%，但同比仍增長 1.1 個百分點。
- 現金流被存貨積壓所消耗。2026 年第 3 季度營運現金流轉正，達人民幣 20.86 億元，但仍按年下降 17.6%。截至 2026 年 9 月 30 日，存貨周轉天數由 2026 年 3 月 31 日的 57 天及 2025 年 9 月 30 日的 38 天升至 65 天。2026 年第 3 季度自由現金流維持為負，為負人民幣 7.9 億元（按年增長 57.6% / 按季下降 66.7%）。

- **未來盈利將受銷量推動，但利潤率可能受到存貨減記及加稅的拖累。**
  - **營業額增長受強勁的手頭訂單帶動。** 管理層指出，2026 年第 4 季度的產能已被完全預訂，且排產量預計將按季增長，意味著銷量推動的收入增長將持續。
  - 將我們對 2026 年電池出貨量的預測上調 3%至 185 吉瓦時（GWh），並分別維持 2027 至 2028 年的預測於 230 / 300 吉瓦時不變，意味按年增長分別為 57% / 21% / 30%。其中包括 2026 至 2028 年分別為 98 / 115 / 150 吉瓦時的企業價值電池，以及 92 / 115 / 150 吉瓦時的儲能系統（ESS）電池。
  - 下調 2027 至 2028 年平均售價 1%至 2%。我們維持對 2026 年企業價值電池及儲能系統電池的平均售價假設，分別為人民幣 0.48 元及人民幣 0.34 元。我們將 2027 年兩者的平均售價假設各下調 1%至人民幣 0.485 元及人民幣 0.347 元，並將 2028 年兩者的平均售價假設各下調 2%至人民幣 0.485 元及人民幣 0.354 元。我們假設額外稅務負擔將由公司及其客戶共同承擔。
  - **鑑於加稅的影響大於預期，我們維持 2026 年毛利率假設為 14.5%，並將 2027 至 2028 年的毛利率假設分別由 15.0%/15.0%下調至 14.5%/14.5%。**中國於 2026 年 4 月 1 日將鋰離子電池（LIB）的出口增值稅退稅率由 9%下調至 6%，並將於 2027 年 1 月 1 日前予以取消，這對億緯鋰能（EVE）的毛利率構成壓力。
  - **基於 2026 年第 3 季度營運開支佔收入比率高於預期，將 2026 至 2027 年的營運開支佔收入比率分別由 7.5%/7.5%上調至 7.9%/7.7%，並維持 2028 年的預測於 7.5%。**

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 7%/17%/6%，至人民幣 70.4 億元/人民幣 82.4 億元/人民幣 109.3 億元。**
- 風險：碳酸鋰價格大跌之際因存貨積壓而計提存貨撥備；成本轉嫁不及預期。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，並將目標價由人民幣 85 元下調至人民幣 57 元，因我們目前按 15 倍（低於歷史平均值 1 個標準差）的 2027 年預測市盈率 為該股進行目標估值，而此前則採用現金流折現法（DCF）或 18.5 倍的 2027 年預測市盈率 。

股價催化劑

- 每月電池裝機量，2026 年第 4 季度利潤率企穩。

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	**61,470**	**106,308**	**128,844**	**166,142**
息稅折舊攤銷前利潤	7,660	10,964	13,320	16,891
折舊及攤銷	(3,388)	(3,523)	(4,172)	(4,763)
息稅前利潤	**4,272**	**7,442**	**9,148**	**12,128**
總其他非經營收入	(373)	(653)	-	-
聯營公司貢獻	1,227	2,000	1,000	1,000
淨利息收入／（支出）	(685)	(892)	(895)	(864)
除稅前溢利	**4,440**	**7,897**	**9,253**	**12,264**
稅項	(138)	(790)	(925)	(1,226)
少數股東權益	(168)	(71)	(83)	(110)
純利	**4,134**	**7,036**	**8,244**	**10,927**
純利 （經調整）	3,096	4,822	5,650	7,488

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	49,675	58,711	66,993	74,648
其他長期資產	22,194	23,936	24,731	25,564
現金/短期投資	7,837	7,083	7,271	12,175
其他流動資產	45,837	55,947	64,935	79,810
資產總額	**125,542**	**145,676**	**163,930**	**192,197**
短期債務	7,246	7,246	7,246	7,246
其他流動負債	45,005	59,039	70,810	90,292
長期債務	25,815	25,815	25,815	25,815
其他長期負債	2,505	2,505	2,505	2,505
股東權益	42,320	48,348	54,748	63,423
少數股東權益	2,652	2,723	2,806	2,916
負債及權益總額	**125,542**	**145,676**	**163,930**	**192,197**

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	**7,492**	**13,446**	**15,178**	**20,270**
除稅前溢利	4,440	7,897	9,253	12,264
稅項	(138)	(790)	(925)	(1,226)
折舊及攤銷	3,388	3,523	4,172	4,763
聯營公司	(1,227)	(2,000)	(1,000)	(1,000)
營運資金變動	245	3,924	2,783	4,606
非現金項目	784	892	895	864
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	**(12,616)**	**(12,203)**	**(12,156)**	**(12,125)**
資本支出（增長）	(10,446)	(12,300)	(12,250)	(12,250)
投資	(264)	-	-	-
其他	(1,905)	97	94	125
融資	**4,383**	**(1,997)**	**(2,834)**	**(3,241)**
支付股息	(3,029)	(1,997)	(2,834)	(3,241)
借款所得款項	15,313	9,000	9,000	9,000
償還貸款	(7,791)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
其他 / 已付利息	(110)	-	-	-
現金流入（流出）淨額	**(741)**	**(754)**	**188**	**4,904**
年初現金及現金等價物	8,512	7,837	7,083	7,271
匯兌影響帶來的變動	66	-	-	-
年末現金及現金等價物	**7,837**	**7,083**	**7,271**	**12,175**

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	12.5	10.3	10.3	10.2
稅前利潤率	7.2	7.4	7.2	7.4
純利率	5.0	4.5	4.4	4.5
資產回報率	2.7	3.6	3.6	4.2
股本回報率	7.7	10.6	11.0	12.7
增長				
營業額	26.4	72.9	21.2	28.9
息稅折舊攤銷前利潤	0.5	43.1	21.5	26.8
除稅前溢利	(4.3)	77.9	17.2	32.5
純利	1.4	70.2	17.2	32.5
純利 （經調整）	(2.1)	55.8	17.2	32.5
每股收益	0.1	62.4	17.2	32.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	26.3	22.7	20.2	17.2
債務權益比率	78.1	68.4	60.4	52.1
債務／（現金）淨額與權益	58.0	52.4	45.9	31.9
利息保障倍數 （倍）	6.2	8.3	10.2	14.0

中興通訊 （763 HK）

2026 年第 3 季度：經營利潤受疲弱的利潤率及高企的營運開支拖累

重點

- 2026 年第 3 季度收入按年升 34%至人民幣 388 億元，呈報純利按年激增 395%至人民幣 13 億元，較市場預期高 6% / 30%，但受營運開支增加影響，經營利潤較預期低 79%。
- 2026 年第 4 季度按季料將大致持平，因國內電訊業務疲弱抵銷了算力業務恢復的按季增長；2027 年看來將是另一個溫和增長之年，由海外電訊及算力業務帶動。
- 維持「持有」評級，並將目標價下調至港幣 19.2 元，因我們分別下調 2026 至 2028 年純利預測 6.3%/13.8%/4.8%。

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	28,967	43,037	38,813	34.0	(9.8)
毛利	7,489	9,991	9,534	27.3	(4.6)
營業利潤	(565)	691	88	不具意義	(87.3)
純利	264	1,442	1,307	394.5	(9.4)
利潤率（%）					
毛利率	25.9	23.2	24.6	(1.3)	1.3
營業利潤率	(2.0)	1.6	0.2	2.2	(1.4)
純利率	0.9	3.4	3.4	2.5	0.0

資料來源：中興通訊、大華繼顯

分析

- 收入勝預期但經營利潤遜預期。收入按年增長 34.0%，但按季下跌 9.8%至人民幣 388.13 億元，較市場共識高 5.8%。毛利率維持在 24.6%的低位（按年減 1.3 個百分點，按季增 1.3 個百分點），符合市場共識。經營利潤按季急挫 87.3%至人民幣 8,800 萬元，因營業費用高於預期而較市場共識低 79.3%。呈報純利按年大增 394.5%，但按季下跌 9.4%至人民幣 13.07 億元，在交易金融資產公允價值收益人民幣 5.01 億元的支持下，較市場共識高 30.2%。這相當於核心純利為人民幣 5.93 億元，按季下跌 53.8%，儘管相比去年同期已扭虧為盈。
- 計算相關業務收入在 2026 年第 3 季度按季放緩約 5.2%至人民幣 170 億元，主要受高基數效應影響，原因在於 2026 年第 2 季度的交付亦包含了因記憶體供應短缺而延後至該季度的 2026 年第 1 季度訂單。 請注意，中興通訊（ZTE）已儲備充足的記憶體庫存，這一點從其 2026 年第 3 季度存貨按季增加人民幣 180 億元中可見一斑，因為該公司預計未來價格將進一步上漲。 這亦意味着未來的訂單交付應會順暢得多。

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	121,299	133,895	155,478	176,864	198,845
息稅折舊攤銷前利潤	12,045	7,567	5,533	7,603	9,602
經營利潤	7,403	3,215	2,298	4,161	6,194
純利 （報告 / 實際）	8,425	5,618	4,567	5,823	7,344
每股收益 （分）	178.0	117.4	95.5	121.7	153.5
市盈率（倍）	9.8	14.0	17.2	13.5	10.7
市賬率（倍）	1.4	1.3	1.6	1.7	1.9
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	10.0	14.9	20.8	15.6	12.6
股息收益率 (%)	2.1	2.2	1.7	2.2	2.8
純利率 (%)	6.9	4.2	2.9	3.3	3.7
債務/（現金）淨額與權益 (%)	31.7	20.7	28.8	37.9	45.9
利息保障倍數 （倍）	(28.0)	(14.2)	(5.0)	(15.4)	83.8
股本回報率 (%)	12.0	7.6	6.6	9.7	13.3
市場預期純利	-	-	5,857	6,811	7,489
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	0.78	0.85	0.98

資料來源：中興通訊、彭博、大華繼顯

分析師

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

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

持有（維持）

股價	港幣 19.10 元
目標價	港幣 19.20 元
上升空間	0.5%
早前目標價	港幣 22.30 元

股票數據

行業	資訊科技
股份代號	763 HK
已發行股份（百萬）	4,784
市值（百萬港元）	91,366
市值（百萬美元）	11,714
三個月平均每日成交額（百萬美元）	26.3

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	港幣 42.44 元 / 港幣 18.39 元			
1 個月	**3 個月**	**6 個月**	**1 年**	**年初至今**
(14.9)	(22.2)	(21.2)	(52.7)	(29.5)

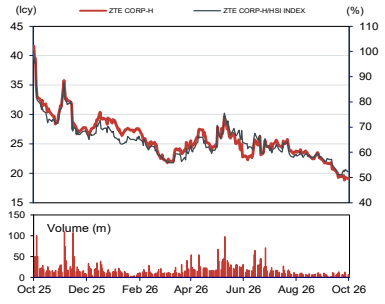
主要股東（%）

中興新	20.09

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	11.72
2026 財年每股淨債項（人民幣）	28.78

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

中興通訊股份有限公司開發及銷售交換機、接入伺服器、視像會議系統、移動通訊系統、數據通訊設備以及光通訊設備。

- **由於本地電訊業務持續疲弱，2026 年第 4 季度預計按季持平。** 按業務分部劃分，我們了解到整體電訊業務按季表現平穩，但業務組合依然疲弱，主因是該分部主要受利潤率較低的海外業務增長 30%所帶動，而利潤率較高的國內業務則維持在低雙位數的下行趨勢。另一方面，算力相關產品應會重拾按季增長（相較於 2026 年第 3 季度在高基數影響下出現輕微下滑），而消費電子產品亦預計將維持穩定增長。整體而言，2026 年第 4 季度的收入及毛利率應保持平穩，儘管部分年終開支及成本可能會在營業 / 非營業開支層面上對淨利潤造成影響。
- 由於本地電訊業務持續疲弱，而海外電訊業務表現突出，2027 年看來將會是另一個溫和增長的年份。政府及企業（即運算相關）業務預期將持續實現強勁增長，利潤率亦溫和擴張，而消費品業務則應錄得穩定增長。

估值 / 建議

- 維持「持有」評級，目標價下調至港幣 19.2 元，仍基於 13.6 倍 2027 年預測市盈率 ，較其五年歷史平均值低 2 個標準差。

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 6.3%/13.8%/4.8%至人民幣 45.67 億元/人民幣 58.23 億元/人民幣 73.44 億元，同時維持收入預測不變，這主要反映了較低的毛利率假設，以及較高的營運開支和利率假設。

2026 至 2028 年預測變動

截至12月31日止年度	----------舊預測----------			----------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	155,478	176,864	198,845	155,478	176,864	198,845	-	-	-
毛利	41,142	46,326	52,017	39,768	45,547	51,531	(3.3)	(1.7)	(0.9)
經營利潤	3,361	5,648	6,880	2,298	4,161	6,194	(31.6)	(26.3)	(10.0)
呈報純利	4,876	6,753	7,716	4,567	5,823	7,344	(6.3)	(13.8)	(4.8)
毛利率（%）	*26.5*	*26.2*	*26.2*	25.6	25.8	25.9	(0.9)	(0.4)	(0.2)
營業利潤率（%）	*2.2*	*3.2*	*3.5*	1.5	2.4	3.1	(0.7)	(0.8)	(0.3)
純利率 (%)	*3.1*	*3.8*	*3.9*	2.9	3.3	3.7	(0.2)	(0.5)	(0.2)

資料來源：中興通訊、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	133,895	155,478	176,864	198,845
息稅折舊攤銷前利潤	7,567	5,533	7,603	9,602
折舊及攤銷	(4,352)	(3,235)	(3,442)	(3,408)
息稅前利潤	3,215	2,298	4,161	6,194
總其他非經營收入	2,488	2,199	1,627	1,627
聯營公司貢獻	373	373	373	373
淨利息收入／（支出）	227	462	270	(74)
除稅前溢利	6,303	5,333	6,431	8,120
稅項	(738)	(800)	(643)	(812)
少數股東權益	53	34	35	35
純利	5,618	4,567	5,823	7,344

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	13,422	13,208	12,907	12,560
其他長期資產	60,384	61,345	61,377	61,590
現金/短期投資	25,482	31,203	27,526	24,956
其他流動資產	118,451	118,663	129,941	141,511
資產總額	217,739	224,419	231,751	240,617
短期債務	3,629	3,629	3,629	3,629
其他流動負債	75,631	94,735	107,654	120,916
長期債務	45,713	45,713	45,713	45,713
其他長期負債	17,126	17,126	17,126	17,126
股東權益	75,426	63,035	57,483	53,123
少數股東權益	216	181	146	111
負債及權益總額	217,739	224,419	231,751	240,617

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	3,919	19,431	9,979	11,873
除稅前溢利	6,303	5,333	6,431	8,120
稅項	(7,648)	(7,648)	(7,648)	(7,648)
折舊 / 攤銷	4,352	3,235	3,442	3,408
聯營公司	(373)	(373)	(373)	(373)
營運資金變動	(7,769)	(93)	(4,746)	(4,873)
非現金項目	9,055	18,978	12,873	13,239
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(6,876)	(11,759)	(12,072)	(12,420)
資本支出（增長）	(3,893)	(4,321)	(4,463)	(4,622)
投資	(1,422)	(5,720)	(5,720)	(5,720)
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(1,561)	(1,717)	(1,889)	(2,078)
融資	530	(1,951)	(1,583)	(2,023)
支付股息	(4,368)	(1,951)	(1,583)	(2,023)
發行股份	-	-	-	-
淨借款所得款項	5,473	-	-	-
其他 / 已付利息	(575)	-	-	-
現金流入（流出）淨額	(2,427)	5,720	(3,676)	(2,570)
年初現金及現金等價物	28,026	25,482	31,203	27,526
匯兌影響帶來的變動	(117)	-	-	-
年末現金及現金等價物	25,482	31,203	27,526	24,956

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	30.3	25.6	25.8	25.9
稅前利潤率	4.7	3.4	3.6	4.1
純利率	4.2	2.9	3.3	3.7
資產回報率	2.6	2.0	2.5	3.1
股本回報率	7.6	6.6	9.7	13.3
增長				
營業額	10.4	16.1	13.8	12.4
毛利	(11.9)	(1.8)	14.5	13.1
除稅前溢利	(31.7)	(15.4)	20.6	26.3
純利	(33.3)	(18.7)	27.5	26.1
純利（經調整）	(33.3)	(18.7)	27.5	26.1
每股收益	(34.0)	(18.7)	27.5	26.1
槓桿比率				
債務佔總資本比率	22.7	22.0	21.3	20.5
債務權益比率	65.4	78.3	85.8	92.9
淨債項對權益	20.7	28.8	37.9	45.9
利息保障倍數 （倍）	(14.2)	(5.0)	(15.4)	83.8

李寧 (2331 HK)

維持全年指引；考慮建議派發特別股息

重點

- 李寧在 2026 年第 3 季度的零售流水錄得低單位數的按年跌幅，低於管理層預期，且線下折扣幅度按年加深低單位數。就 2026 年第 4 季度而言，管理層強調天氣狀況及 11.11 為關鍵變動因素。然而，由於全年度目標已納入審慎看法，管理層維持了低個位數收入增長以及中至高個位數純利率的指引。
- Curry 簽名鞋款的推出時間表尚未確定。管理層預期 Curry 全線產品組合將在 2027 年第 4 季度後推出，屆時預計會對銷售額產生更顯著的貢獻。
- 本公司將於 11 月 5 日舉行董事會會議，以考慮及批准派發特別股息。同時，管理層認為 50%的常規派息比率在短期內仍然合適。維持「買入」評級，但將目標價下調 11%至港幣 19.5 元。

分析

- **2026 年第 3 季度零售流水依然疲弱。** 2026 年第 3 季度，由於消費疲弱及極端天氣 4，李寧錄得零售流水（不包括 Li Ning Young）按年低單位數跌幅（相較 2026 年第 2 季度的低單位數跌幅），低於管理層預期。 計及錄得雙位數流水增長的李寧 YOUNG，總流水將按年持平（對比 2026 年第 2 季度的按年持平）。按渠道劃分，線下渠道錄得中單位數跌幅，其中零售大致持平，而批發則錄得中單位數跌幅。 在網紅直播帶貨等短期促銷活動的帶動下，電子商務錄得高單位數增長。
- **預期 2026 年第 4 季度折扣將按季保持平穩，但在低基數帶動下，按年壓力將有所緩解；年底庫存目標為 4.0 至 4.5 個月。** 在 2026 年第 3 季度，線下折扣按年加深低單位數，按季輕微加深至約六折，而線上折扣則按年輕微加深，但按季保持穩定。 截至 2026 年第 3 季度末，存貨水平微升至 5 至 6 個月（相比 2026 年第 2 季度末的近四個月），但由於季節性補貨，按年維持穩定，其中跑步類產品面臨最大的存貨及折扣壓力。 展望未來，管理層預期在較低基數支持下，2026 年第 4 季度的折扣水平按季大致保持穩定，儘管按年壓力預期將較 2026 年第 3 季度有所緩解，並以年底前達到 4.0 至 4.5 個月的庫存水平為目標。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	28,676	29,598	30,326	31,342	32,381
息稅折舊攤銷前利潤	6,379	6,161	4,673	5,209	5,708
經營利潤	3,678	3,898	3,123	3,407	3,693
純利 （報告 / 實際）	3,013	2,936	2,366	2,559	2,759
純利 （經調整）	3,013	2,936	2,366	2,559	2,759
每股收益 （分）	116.5	113.5	91.5	99.0	106.7
市盈率（倍）	9.4	9.6	11.9	11.0	10.2
市賬率（倍）	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	3.2	1.9	2.6	2.4	2.1
股息收益率 (%)	5.4	5.2	4.2	4.5	4.9
純利率 (%)	10.5	9.9	7.8	8.2	8.5
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(71.9)	(74.3)	(68.5)	(65.1)	(62.6)
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 (%)	11.9	10.9	8.4	8.7	9.0
市場預期純利	-	-	2,396.0	2,743.8	3,070.7
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.99	0.93	0.90

資料來源：李寧、彭博、大華繼顯

分析師

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

邱一展
hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

買入（維持）

股價	港幣 12.84 元
目標價	港幣 19.50 元
上升空間	+51.9%
早前目標價	港幣 21.80 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	2331 HK
已發行股份（百萬）	2,584.8
市值（百萬港元）	33,189.0
市值（百萬美元）	4,230.6
三個月平均每日成交額（百萬美元）	41.2

價格表現（%）

52 週最高 / 最低			港幣 23.42 元/港幣 12.04 元	
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
4.9	(11.0)	(36.1)	(29.3)	(31.2)

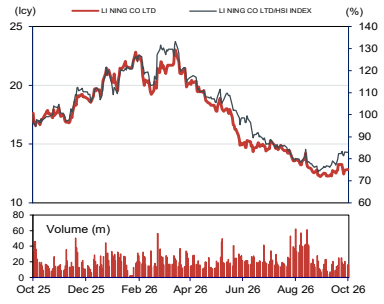
主要股東（%）

非凡中國	10.40
布朗兄弟哈里曼	6.00

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	11.13
2026 財年每股淨現金（人民幣）	7.48

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

李寧是中國領先的體育用品品牌之一。李寧牌是其主要品牌。

- **全年指引維持不變；天氣狀況及 11.11 為關鍵變動因素。** 就 2026 年第 4 季度而言，天氣狀況及 11.11 仍是關鍵的搖擺因素，特別是考慮到與去年相比，11.11 預售開始時間較晚。 然而，由於全年度目標已納入審慎看法，管理層維持了低個位數收入增長以及中至高個位數純利率的指引。 同時，管理層將在開支方面保持嚴格紀律，並預期開支比率將維持在目標範圍之內。
- Curry 系列產品將於 2027 年第 4 季度後帶來顯著貢獻；目標於年底前開設 15 間「李寧龍」門店。繼 Stephen Curry 於 9 月首次展開中國行後，李寧推出了 Curry 休閒服飾及韋德之道（Way of Wade）專屬配色，這些主要為快速反應產品，迄今對銷售的貢獻甚微。然而，Curry 簽名鞋款的推出時間表尚待確定。管理層預期 Curry 全系列產品組合將於 2027 年第 4 季度後推出，屆時預計將為銷售帶來更為顯著的貢獻。與此同時，李寧於 9 月中下旬開設了約 7 間「李寧龍」門店。鑑於其高端定位，管理層計劃採取審慎穩健的擴展策略，於年底前開設不超過 15 間門店。
- 考慮建議派發特別股息，同時維持 50%的常規派息比率。在股東回報方面，管理層指出，董事會目前對未來 12 至 24 個月的資金需求有了更清晰的了解，而公司亦持續保持強勁的現金狀況。在此背景下，李寧將於 11 月 5 日舉行董事會會議，以審議並批准特別股息。同時，管理層認為 50%的常規派息比率在短期內仍然合適。

盈利預測調整 / 風險

- 分別下調我們對 2026/27 年度的盈利預測 2%/5%。我們將 2026/27 年度的收入預測下調 1%。我們維持 2026/27 年度的毛利率預測不變。我們分別上調 2026/27 年度的分銷費用率 0.1 個百分點/0.3 個百分點。因此，我們對 2026/27 年度的盈利預測分別下調 2%/5%。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，但將目標價下調 11%至港幣 19.5 元。我們將基於現金流折現法（DCF）的目標價基準年份順延至 2027 年，並將目標價下調 11%至港幣 19.5 元。我們的目標價對應 18.2 倍 2026 年預測 市盈率 及 16.8 倍 2027 年預測 市盈率 。該股目前估值為 11.9 倍 2026 年預測 市盈率 及 11.0 倍 2027 年預測 市盈率 。

流水增長率（按年）

	整體平台	線下	零售
2022 年第 1 季度	(+) 27-29%	(+) 24-26%	(+)34-36%
2022 年第 2 季度	(-)高單位數	(-)高單位數	(-)高單位數
2022 年第 3 季度	(+) 15-17%	(+) 15-17%	(+) 21-23%
2022 年第 4 季度	(-) 13-14%	(-) 18-19%	(-) 15-17%
2023 年第 1 季度	(+)中單位數	(+)高單位數	(+) 15-17%
2023 年第 2 季度	(+) 15-17%	(+) 18-19%	(+) 27-29%
2023 年第 3 季度	(+)中單位數	(+)高單位數	(+) 21-23%
2023 年第 4 季度	(+) 21-23%	(+) 27-29%%	(+)51-53%
2024 年第 1 季度	(+)低單位數	(-)低單位數	(+)中單位數
2024 年第 2 季度	(-)低單位數	(-)中單位數	持平
2024 年第 3 季度	(-)中單位數	(-)高單位數	(-)中單位數
2024 年第 4 季度	(+)高單位數	(+)中單位數	(-)低單位數
2025 年第 1 季度	(+)低單位數	(+)低單位數	(-)低單位數
2025 年第 2 季度	(+)低單位數	(-)低單位數	(-)中單位數
2025 年第 3 季度	(-)中單位數	(-)高單位數	(-)中單位數
2025 年第 4 季度	(-)低單位數	(-)中單位數	(-)低單位數
2026 年第 1 季度	(+)中單位數	(+)中單位數	(+)13-14%
2026 年第 2 季度	(-)低單位數	(-)低單位數	(-)低單位數
2026 年第 3 季度	(-)低單位數	(-)中單位數	持平

資料來源：李寧、大華繼顯

流水增長率（按年）

	批發	電子商務
2022 年第 1 季度	(+) 20-23%	(+) 34-36%
2022 年第 2 季度	(-)高單位數	(+)中單位數
2022 年第 3 季度	(+) 13-14%	(+) 15-17%
2022 年第 4 季度	(-) 20-23%	(+)中單位數
2023 年第 1 季度	(+)中單位數	(-) 13-14%
2023 年第 2 季度	(+) 15-17%	(+) 13-14%
2023 年第 3 季度	(+)低單位數	(-)低單位數
2023 年第 4 季度	(+) 18-19%	(+)中單位數
2024 年第 1 季度	(-)中單位數	(+) 21-23%
2024 年第 2 季度	(-)高單位數	(+)高單位數
2024 年第 3 季度	(-)高單位數	(+)中單位數
2024 年第 4 季度	(+)中單位數	(+) 15-17%
2025 年第 1 季度	(+)低單位數	(+) 13-14%
2025 年第 2 季度	(+)低單位數	(+)中單位數
2025 年第 3 季度	(-)高單位數	(+)高單位數
2025 年第 4 季度	(-)中單位數	持平
2026 年第 1 季度	(+)低單位數	(+)高單位數
2026 年第 2 季度	(-)中單位數	(+)中單位數
2026 年第 3 季度	(-)中單位數	(+)高單位數

資料來源：李寧、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	**29,598.4**	**30,326.0**	**31,341.7**	**32,381.3**
息稅折舊攤銷前利潤	6,160.9	4,672.6	5,208.5	5,708.0
折舊及攤銷	2,004.8	1,420.6	1,670.1	1,881.4
息稅前利潤	3,898.2	3,123.2	3,407.1	3,692.6
總其他非經營收入	0.0	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	257.9	128.8	131.4	134.0
淨利息收入／（支出）	33.1	123.8	113.4	110.7
除稅前溢利	**4,189.2**	**3,375.8**	**3,651.9**	**3,937.3**
稅項	(1,253.5)	(1,010.1)	(1,092.7)	(1,178.1)
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	**2,935.7**	**2,365.7**	**2,559.2**	**2,759.2**
純利 （經調整）	2,935.7	2,365.7	2,559.2	2,759.2

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	4,753.7	6,010.9	7,129.7	8,125.4
其他長期資產	10,010.7	10,533.0	10,944.1	11,267.0
現金/短期投資	16,716.6	16,023.7	15,842.5	15,961.9
其他流動資產	6,233.1	6,359.4	6,535.8	6,716.4
資產總額	**37,714.1**	**38,927.0**	**40,452.1**	**42,070.6**
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	8,061.1	8,208.4	8,414.2	8,611.9
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	2,025.5	2,025.5	2,025.5	2,025.5
股東權益	27,627.5	28,693.1	30,012.4	31,433.2
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
負債及權益總額	**37,714.1**	**38,927.0**	**40,452.1**	**42,070.6**

現金流

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	**4,851.5**	**2,807.3**	**3,258.6**	**3,657.8**
除稅前溢利	4,189.2	3,375.8	3,651.9	3,937.3
稅項	(1,253.5)	(1,010.1)	(1,092.7)	(1,178.1)
折舊及攤銷	2,004.8	1,420.6	1,670.1	1,881.4
營運資金變動	162.3	21.0	29.3	17.2
非現金項目	657.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	(942.2)	(1,000.0)	(1,000.0)	(1,000.0)
投資	**6,634.0**	**(2,200.0)**	**(2,200.0)**	**(2,200.0)**
資本支出（增長）	(1,293.0)	(2,200.0)	(2,200.0)	(2,200.0)
投資	(69.4)	(150.0)	(150.0)	(150.0)
出售資產所得款項	14.9	0.0	0.0	0.0
其他	7,981.4	150.0	150.0	150.0
融資	**(2,155.0)**	**(1,300.2)**	**(1,239.8)**	**(1,338.4)**
支付股息	(1,399.9)	(1,300.2)	(1,239.8)	(1,338.4)
發行股份	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	5,920.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	(5,920.0)	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	(755.1)	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	**9,330.5**	**(692.8)**	**(181.2)**	**119.3**
年初現金及現金等價物	**7,498.6**	**16,716.6**	**16,023.7**	**15,842.5**
匯兌影響帶來的變動	(112.5)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	**16,716.6**	**16,023.7**	**15,842.5**	**15,961.9**

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	20.8	15.4	16.6	17.6
稅前利潤率	14.2	11.1	11.7	12.2
純利率	9.9	7.8	8.2	8.5
資產回報率	8.0	6.2	6.4	6.7
股本回報率	10.9	8.4	8.7	9.0
增長				
營業額	3.2	2.5	3.3	3.3
息稅折舊攤銷前利潤	(3.4)	(24.2)	11.5	9.6
除稅前溢利	1.9	(19.4)	8.2	7.8
純利	(2.6)	(19.4)	8.2	7.8
純利 （經調整）	(2.6)	(19.4)	8.2	7.8
每股收益	(2.6)	(19.4)	8.2	7.8
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	(74.3)	(68.5)	(65.1)	(62.6)
利息保障倍數 （倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

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



港鐵公司 (0066 HK)

最後價格：	港幣 33.04 元
支撐位：	港幣 32.08 元/港幣 31.64 元
阻力位：	港幣 34.74 元/港幣 36.38 元

技術分析:

价格行为在回踩其转换后的电阻转支撑区域后展开了决绝的反弹，维持了高点抬升与低点抬升的清晰波段序列。技术动能强力印证了这一结构性演进：RSI 指标稳固扎根于看涨区间，并正以正向速度呈向上斜率向上拐头。只要价格行为在随后的盘中暂态回踩中严格尊重这一转换后的需求区域，最小阻力路径将高度倾斜于向上方主导阻力目标展开持续的上行拓展。

平均時限：約兩週。



新鴻基地產 (0016 HK)

最後價格：	港幣 108.20 元
支撐位：	港幣 103.40 元/港幣 98.00 元
阻力位：	港幣 116.70 元/港幣 127.20 元

技術分析:

价格行为在二次回踩其前期低点支撑基线后展开了坚决的反弹，确立了潜在双底图表形态的左右两个低谷结构。技术动能强力印证了这一筑底过程：RSI 指标上已显现出潜在看涨背离预警，即在价格下探同等结构性低点时，动能指标却构筑出抬升的低点。只要价格行为在随后的暂态回踩中维持在该被防守的支撑区域上方，最小阻力路径将倾向于继续筑底，并向形态的中间颈线阻力阈值展开上行推进。

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."