



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)	53560.0	(0.0)	0.5	2.0	11.4
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7711.8	(0.2)	0.5	3.0	12.7
富時 100 指數(FTSE 100)	10824.3	0.3	0.1	(0.4)	9.0
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9294.3	0.6	0.3	1.7	3.1
滬深 300 指數(CSI 300)	4609.2	(0.5)	(0.2)	0.5	(0.4)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5699.9	0.3	0.2	1.3	22.7
恒生中國企業指數(HSCEI)	8490.4	0.0	(1.7)	(1.4)	(4.7)
恒生指數(HSI)	25584.8	0.1	(1.6)	(1.2)	(0.2)
雅加達綜合指數(JCI)	6518.1	(0.1)	0.3	4.5	(24.6)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1725.9	(0.9)	(0.6)	0.1	2.7
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6788.9	(1.8)	1.4	2.9	61.1
日經 225 指數(Nikkei 225)	66405.6	0.4	0.6	3.2	31.9
泰國證券交易所指數(SET)	1588.2	(0.8)	(1.6)	(2.2)	26.1
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	46331.5	0.8	2.4	7.4	60.0
波羅的海乾散貨指數(BDI)	3186	2.5	12.1	16.6	69.7
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4613	0.4	(0.6)	1.8	17.3
布蘭特原油(美元/桶)	90	1.8	(2.7)	(0.5)	47.4

來源: 彭博

頭條新聞

行業更新 | 中國房地產

第 3 頁→

- 2026 年 8 月 28 日，中國住房和城鄉建設部、自然資源部及國家金融監督管理總局公佈改革中國房屋預售制度的政策，隨後中國人民銀行、國家金融監督管理總局及中國證券監督管理委員會發佈六份配套文件，以重建該行業的資金鏈。鑑於發展商財務狀況面臨的近期不利因素，維持「跑輸大市」評級。若短期盈利影響進一步明朗化，可望成為推動該板塊重新估值的催化劑。中國海外發展憑藉更強的財務韌性，仍是我們的首選。

公司業績 | 比亞迪股份 (1211 HK/買入/港幣 91.95 元/目標價: 港幣 150.00 元)

第 6 頁→

- 2026 年第 2 季度經調整純利達人民幣 82.26 億元（按年+51.5% / 按季+98.3%），超出預期。撇除匯兌收益 /（虧損），2026 年第 2 季度核心純利按年激增 141%，按季大升 80%至人民幣 106 億元。盈利優於預期源於利潤率。比亞迪於 2026 年第 2 季度的自由現金流轉為正數，達人民幣 118.55 億元，乃由於經營現金流按年激增 48.6%，且資本支出大幅下跌 47.6%。因利潤率上升，將我們 2026 年至 2028 年的純利預測分別上調 5%、14%及 15%。維持「買入」評級，並將目標價由港幣 135 元上調至港幣 150 元。

公司業績 | 比亞迪電子 (285 HK/沽售/港幣 24.76 元/目標價: 港幣 14.50 元)

第 9 頁→

- 比亞迪電子 2026 年第 2 季度的業績再次大幅遜於預期。收入按年增長 0.7%至人民幣 441 億元，超出市場普遍預期。由於產品組合轉差，毛利率惡化至 4.6%，加上該半年度約人民幣 7 億元的外匯虧損，導致純利按年下跌 64.0%，顯著遜於預期。管理層預期與人工智能相關的增長將自 2026 年下半年起加快，但實質貢獻可能要到 2028 至 2029 年才會顯現。我們維持「沽售」評級，並將目標價下調至港幣 14.5 元。

公司業績 | 海爾智家 (6690 HK/買入/港幣 21.28 元/目標價: 港幣 28.30 元)

第 12 頁→

- 2026 年第 2 季度純利符合市場普遍預期。海爾的暖通空調整合於 2026 年第 2 季度開始帶來效益，僅 2026 年第 2 季度單季即實現 12%的收入增長。展望未來，管理層預期暖通空調（HVAC）收入及經營利潤於 2026 年下半年均將實現雙位數增長。尤其在海外市場，其預期 2026 年將實現雙位數增長，而 2027 至 2028 年將實現約 15%的增長。維持「買入」評級，但將目標價下調 4%至港幣 28.3 元。

公司業績 | 龍湖集團 (960 HK/買入/港幣 6.79 元/目標價: 港幣 8.76 元)

第 15 頁→

- 龍湖 2026 年上半年核心純利按年下跌 95.4%至人民幣 6,400 萬元，符合人民幣 5,000 萬-1 億元的盈利預警，主要受物業開發拖累。經常性利潤按年增長 4.2%至人民幣 67 億元，商場同店銷售增長為 4%。淨負債比率按半年下降 0.2 個百分點至 52.0%，有息負債按半年減少人民幣 57 億元。管理層預計 2027 年核心純利將錄得正數，並於 2028 年前重回穩定增長軌道。於 2026 年到期的人民幣 25 億元債務將獲得充分覆蓋。維持「買入」評級；下調目標價至港幣 8.76 元。

免責聲明: 在「交易員專欄」(Traders' Corner) 中，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師的基本面研究觀點。因此，我們不時可能會提出與我們基本面「買入 / 持有 / 沽售」評級相反的技术分析建議。

公司業績 | 美團 (3690 HK/持有/港幣 77.5 元/目標價: 港幣 76.00 元)

第 18 頁→

- 美團 2026 年第 2 季度的業績超出預期。收入按年增長 14.4% 至人民幣 1,046 億元，較我們及市場普遍預測高出 3-4%。非 IFRS 純利按年增長 69.0% 至人民幣 25 億元，高於預期，而非 IFRS 純利率則改善至 2.4%。就 2026 年第 3 季度而言，美團預期核心本地商業收入按年增長為百分之十幾的中段，而新業務收入按年增長應加速至約 30%，虧損則按季大致持平。儘管面臨季節性壓力，外賣送遞業務仍應能保持盈利。維持「持有」評級，目標價維持港幣 76 元不變。

公司業績 | 美的集團 (000333 CH/買入/人民幣 86.23 元/目標價: 人民幣 112.6 元)

第 21 頁→

- 美的公佈符合預期的 2026 年第 2 季度業績。在海外市場帶動下，2026 年第 2 季度的收入增長加速至 5% 以上。OBM 增長動能於 2026 年第 2 季度加速，且預期 2026 年下半年相比 2026 年上半年將進一步加速。ToB 業務收入於 2026 年第 2 季度增長 3%，預計將於 2026 年下半年超越 ToC 業務。管理層維持全年收入錄得中至高單位數增長及純利率穩定的指引。關稅退款預計將於 2026 年下半年反映。維持「買入」評級，目標價維持人民幣 112.6 元不變。

公司業績 | 名創優品 (MNSO US/買入/美金 10.33 元/目標價: 美金 17.50 元)

第 24 頁→

- 2026 年上半年收入略超此前指引，主要受國內市場所帶動，而海外市場則未達預期。利潤因銷售開支而未達預期。名創優品擬放緩海外擴張。全年收入增長由百分之十幾的高段下調至百分之十幾的中段，且經調整經營利潤預計將錄得高個位數跌幅，營業利潤率則下跌 3 至 4 個百分點（相比此前預期利潤加速增長但隱含利潤率下跌 1 至 2 個百分點）。維持「買入」評級，但將目標價下調 21% 至美金 17.5 元。

公司業績 | 寧波拓普集團股份有限公司 (601689 CH/買入/人民幣 47.09 元/目標價: 人民幣 64.00 元)

第 27 頁→

- 2026 年第 2 季度純利遜於預期，主因新產能投放拖累產能利用率，且折舊及勞工開支上升使利潤率承壓。隨著墨西哥廠房的產能利用率回升，利潤率將於 2026 年下半年復甦。收入將受其汽車零部件業務的結構性增長，以及新興業務板塊加快商業化所帶動。由於利潤率受壓，我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別下調 17%、10% 及 6%。維持「買入」評級；下調目標價至人民幣 64 元。

公司業績 | 濰柴動力 (2338 HK/持有/港幣 32.76 元/目標價: 港幣 31.00 元)

第 30 頁→

- 濰柴 2026 年第 2 季度的經調整純利按年增長 17.6% 至人民幣 31.31 億元，符合我們的預期；而在人民幣 13.1 億元的處置收益帶動下，呈報純利按年增長 57.4%。管理層指引 2026 年數據中心柴油發電機組銷量將超過 4,000 台，2027 年燃氣發電機組銷量將超過 2,000 台。我們將 2026-28 年的純利預測上調 3% / 16% / 23% 至人民幣 152.12 億元 / 人民幣 187.42 億元 / 人民幣 215.96 億元。維持「持有」評級，並下調目標價至港幣 31 元。

公司業績 | 宜賓五糧液 (000858 CH/持有/人民幣 71.51 元/目標價: 人民幣 78.50 元)

第 33 頁→

- 五糧液 2026 年第 2 季度的營業收入優於預期，但純利則處於初步業績的較低區間。五糧液系列為收入增長的主要動力，其收入按年增長 73%，佔總收入的 83%（相比 2025 年上半年的 58%），而五糧液以外系列收入則按年下跌 60%。現金流帶來負面意外。銷售商品及提供勞務收到的現金於 2026 年第 2 季度為人民幣 122 億元，按年下降 61%，按季下降 9%。維持「持有」評級；並將目標價下調 15% 至人民幣 78.5 元。

公司業績 | 越秀地產 (123 HK/買入/港幣 3.775 元/目標價: 港幣 4.50 元)

第 36 頁→

- 越秀 2026 年上半年業績符合我們的預測。收入按年下跌 23.0% 至人民幣 366 億元，毛利率為 6.2%，核心純利為人民幣 8,000 萬元，按年下跌 94.6%。合約銷售額達人民幣 505 億元，佔人民幣 1,000 億元全年目標的 50.5%，我們預期越秀將可達標。淨負債比率按年改善 4.0 個百分點至 49.2%。我們維持對 2026 至 2028 年的 5 預測。維持「買入」評級，目標價維持港幣 4.5 元不變。

技術分析

恒生指數及恒生科技指數展望

第 39 頁→

- 週線圖及日線圖

中國房地產

預售制度改革以短期陣痛換取更健康的發展路徑

重點摘要

- 中國政府公佈了改革房屋預售機制的政策。預售款項現時佔發展商資金來源超過 30%。因此，金融監管機構已更新金融政策，以配合新的發展模式。
- 短期而言，該項改革收緊了發展商的融資渠道，對資產負債表及損益表帶來負面影響；中長期而言，則改善了供求動態——對樓價及發展商利潤率屬正面利好。
- 鑑於發展商財務狀況面臨的近期不利因素，維持「跑輸大市」評級。若短期盈利影響進一步明朗化，可望成為推動該板塊重新估值的催化劑。我們首選為中海外及華潤萬象生活。

分析

- 中國政府公佈了改革房屋預售機制的政策。2026 年 8 月 28 日，住房城鄉建設部、自然資源部及國家金融監督管理總局聯合發布《關於完善商品房銷售制度的通知》，標誌着向中國預售制度改革邁出關鍵一步。主要政策變動包括：
 - a) 推動現樓銷售。新出讓土地及尚未取得建設工程規劃許可證的項目，將優先實行現房銷售；
 - b) 收緊住宅項目的預售要求。該要求將由以往「取得全部四證且完成超過 25% 的建築安裝投資」的國家標準，提高至要求「每棟建築完成結構封頂」；
 - c) 收緊預售資金監管。所有購房資金（包括買家的首期付款及個人按揭貸款）均必須存入指定的託管賬戶。資金僅可在項目竣工驗收後，且配套公用事業及基礎設施具備交付條件時，方可發放予開發商；
 - d) 已在興建中的項目將獲准沿用現行預售框架，以確保政策平穩過渡。

分析師

劉潔琦

Jieqi.Liu@uobkh.com
+852 28261392

沈宸昊

Damonshen@uobkh.com
+86 21 54047225 轉 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

行業首選

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	13.42	19.88
華潤萬象生活	1209 HK	買入	40.00	55.00

資料來源：彭博、大華繼顯

同業比較

公司	股票代號	評級	價格 2026 年 8 月 28 日 (港元)	目標 價格 (港元)	目標價 上升空間 (%)	最新 年度終結	2024	2025 年 預測	2026 年 預測	收益率 2025 年 預測	股本回報率 2025 年預 測	市值 (港幣 1 百萬元)	價格 / 每股資 產淨值 (倍)
華潤置地有限公司	1109 HK	買入	33.96	39.60	16.6	12/25	9.3	10.3	9.2	3.8	4.7	242,166.7	0.70
中國海外發展	688 HK	買入	13.42	19.88	48.1	12/25	9.7	10.9	10.1	3.7	2.7	146,880.3	0.32
龍湖集團	960 HK	買入	6.48	10.12	56.3	12/25	5.3	不適用	不適用	0.2	-1.9	45,955.7	0.24
越秀地產	123 HK	買入	3.71	4.50	21.5	12/25	49.3	51.9	40.9	1.0	0.5	14,914.1	0.23
華潤萬象生活	1209 HK	買入	40.00	55.00	37.5	12/25	19.8	17.8	16.0	6.2	26.6	91,300.0	4.8
中海物業集團有限公司	2669 HK	買入	3.37	4.20	24.6	12/25	7.0	7.8	7.9	5.5	18.5	11,066.9	1.4

資料來源：彭博、大華繼顯

- **該改革預計將重塑發展商的融資結構。**根據國家統計局 2026 年首 7 個月的數據，定金及預收款佔發展商籌集資金的 31.4%，而國內貸款佔 13.8%，自籌資金佔 36.2%。展望未來，我們預期來自國內貸款及自籌資金的貢獻將顯著增加。
- **金融監管機構使金融政策與新發展模式保持一致。**中國人民銀行與國家金融監督管理總局聯合發布《關於改革完善房地產信貸管理加快構建房地產發展新模式的意見》以及一系列具體政策措施，以促進融資體系與新發展模式相適應。主要變動包括：
 - a) 銀行必須將發展商集團風險與單一項目風險區隔，信貸審批須以項目本身為核心——在牽頭行模式下進行基於項目的貸款，並實施項目封閉式管理。
 - b) 開發貸款期限由一般的三年延長至最長五年（預售項目）或七年（現樓項目）。
 - c) 個人按揭貸款的最長年期由 30 年延長至 40 年。
 - d) 就預售房屋而言，按揭貸款發放節點由結構封頂後移至竣工備案。
- **一項在中期內對行業供求動態及發展商利潤率有利的政策。**我們預期預售改革將導致：a)新屋供應延遲 12 至 18 個月；b)銷售現金流入放緩；c)合約負債收縮，即營運層面去槓桿；d)發展商淨負債比率面臨上升壓力；e)發展商投資收緊；f)整體土地溢價率下降；及 g)新增供應減少加上土地溢價降低，帶動發展商利潤率上升。短期而言，該項改革收緊了發展商的融資渠道，對資產負債表及損益表帶來負面影響；中長期而言，則改善了供求動態——對樓價及發展商利潤率屬正面利好。

估值 / 建議

- **對中國房地產業維持「跑輸大市」評級。**預售制度改革帶來的短期陣痛在所難免：預售所得款項的獲取收緊，加上銷售轉化為現金的週期受延誤，將會增加發展商在資產負債表及盈利確認方面的壓力。然而，該一攬子政策將透過導致新屋供應更急劇下降，並為新屋定價及發展商利潤率提供支持，從而有利於該行業的中期發展。鑑於財務狀況面臨的近期不利因素，我們維持「跑輸大市」評級。我們認為，近期盈利影響的進一步明朗化，或會成為推動板塊重新估值的催化劑。我們在中國房地產行業的首選是中海外。
- **中海外仍是我們的首選。**我們認為合約負債與現金的比率，是衡量發展商對預售所得款項依賴程度的高層次實用指標。根據 2025 財政年度數據，中海外的比率為 1.11 倍，在主要發展商中屬最低。因此，我們預期隨着融資條件收緊，中海外將成為最具韌性的發展商之一。此外，該公司在一線城市的龐大業務比重，應使其能更早受惠於銷售復甦及利潤率穩定。

行業催化劑 / 風險

- 樓價復甦強於預期。

發展商資金來源，2025 財年對比 2026 年首 7 個月

資金來源	----- 2025 財政年度 -----		----- 2026 年首 7 個月 -----		2026 年首 7 個月按年 (%)
	(人民幣 10 億元)	佔總額百分比	(人民幣 10 億元)	佔總額百分比	
國內銀行貸款	1,409.4	15.1	630.0	13.8	-32.1
外資	2.5	0.0	0.4	0.0	-77.3
自籌資金	3,314.9	35.6	1,654.4	36.2	-18.5
定金及預收款	2,808.9	30.2	1,437.6	31.4	-14.4
個人按揭貸款	1,285.2	13.8	604.0	13.2	-23.5
其他 (餘項)	490.8	5.3	248.4	5.4	不適 用
籌集資金總額	9,311.7	100.0	4,574.8	100.0	-20.3

來源：國家統計局

合約負債對手頭現金，2025 財年對比 2024 財年

公司	合約負債 (人民幣 1 百萬 元)	現金總額 (人民幣 1 百萬 元)	--- 合約負債 / 現金 (倍) ---	
			2025	2024
中海外發展(688 HK)	114,720	103,628	1.11	0.98
華潤置地(1109 HK)	143,592	116,989	1.23	1.62
萬科 (2202 HK)	93,057	67,241	1.38	2.18
越秀(123 HK)	63,058	45,356	1.39	1.76
金茂(817 HK)	64,198	32,389	1.98	1.51
龍湖集團(960 HK)	73,128	29,201	2.50	1.86

資料來源：公司 2025 財政年度年報，大華繼顯。

CL = 合約負債。現金總額=流動資產中所列載的所有現金及存款結餘。

主要變更——《關於完善商品房銷售制度的通知》（2026 年 8 月 28 日）

地區	先前的規則	新規則（引述原文）
預售資格	「四證」（已繳清土地出讓金的土地使用權證、建設工程規劃許可證、施工許可證、預售許可證）加上施工進度：「投入開發建設的資金達到工程建設總投資的 25%以上」（《城市商品房預售管理辦法》第五條）。	「商品住房項目實行預售的，單體建築應完成主體結構封頂，具體條件由各地根據實際情況確定」——單體建築必須在預售前封頂；具體細節由各城市制定。
預售所得款項	僅對地方設定的「重點監管額度」實施市級託管，並按工程進度節點撥付；超出額度的資金可自由使用，且最多可將額度的 30%置換為銀行保函（2022 年規定）。	「購房人支付的首付款、個人住房貸款等購房資金應全部存入資金監管賬戶」；託管資金僅在竣工驗收合格且公用設施具備交付條件後方可發放。
現樓銷售	僅限地方試點；國家的措辭是有序推進現房銷售，而非一項強制要求，且該等用地在土地供應中所佔份額很小。	「新出讓土地的商品住房項目和已出讓土地未取得建設工程規劃許可證的商品住房項目，優先選擇現房銷售」。
定金制度（新）	沒有全國性框架；發展商在取得預售許可證之前，不得收取任何定金性質的款項。	「在取得建築工程施工許可證後，房地產開發企業可與購房人簽訂購房定金合同，依法收取少量定金」；定金託管於該項目的牽頭銀行。
在建項目政策	不適用	「本通知施行之日前已取得建設工程規劃許可證的商品住房項目，實行預售的，預售條件、預售資金監管等按原有政策規定執行」。
土地供應及融資支持	自資購地及分期繳付地價已獲允許；項目貸款則分散於數家銀行。	「須用自有資金購地，可按國家規定分期繳納土地出讓價款」；土地可附帶規劃方案出售；「房地產項目實行主辦銀行制」；土地使用權可按分戶匯總抵押。

資料來源：住房和城鄉建設部、自然資源部、國家金融監督管理總局、大華繼顯

金融監管機構房地產政策組合，2026 年 8 月 28 日至 30 日

日期	發行人	文件
8 月 28 日	中國人民銀行、國家金融監督管理總局	關於改革完善房地產信貸管理及加快構建房地產發展新模式的意見（共 36 條）
8 月 28 日	國家金融監督管理總局	《商品房開發貸款管理辦法（試行）》
8 月 28 日	國家金融監督管理總局、中國人民銀行	《個人住房貸款管理辦法（試行）》（金規〔2026〕5 號）
8 月 28 日	國家金融監督管理總局	《商業房地產貸款管理辦法（試行）》
8 月 28 日	國家金融監督管理總局、住房和城鄉建設部	《城市更新管理辦法》項目貸款（試行）
8 月 28 日	國家金融監督管理總局	《信託公司開展房地產信託業務辦法（試行）》
8 月 28 日	中國證券監督管理委員會	《關於資本市場支持構建房地產發展新模式的意見》（4 個部分、12 條）

來源：中國人民銀行、國家金融監督管理總局、中國證券監督管理委員會、大華繼顯。

比亞迪股份 (1211 HK)

2026 年第 2 季度：核心盈利激增 141%按年，利潤率勝預期；調高目標價至港幣 150 元

重點摘要

- 2026 年第 2 季度經調整純利達人民幣 82.26 億元（按年+51.5% / 按季+98.3%），超出預期。撇除匯兌收益 / （虧損）後，核心純利於 2026 年第 2 季度按年激增 141%，按季激增 80%至人民幣 106 億元。盈利優於預期主要源於利潤率表現。
- 比亞迪於 2026 年第 2 季度的自由現金流轉為正數，達人民幣 118.55 億元，乃由於經營現金流按年激增 48.6%，且資本支出大幅下跌 47.6%。
- 因利潤率上升，將我們 2026 年至 2028 年的純利預測分別上調 5%、14%及 15%。維持「買入」評級，並將目標價由港幣 135 元上調至港幣 150 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	按年百 分比	按季%	2026 年 上半年	按年百 分比	2026 年 預測	按年百 分比	2026 年上半 年 / 2026 年	備註
銷量 (千輛)	1,108	(3.2)	58.2	1,809	(15.7)	5,000	8.6	0.36	
每輛車純利 (人民幣)	7.0	41.1	29.2	6.37	(0.3)	6.8	7.0	0.94	
收入	194,590	(3.2)	29.5	344,815	(7.1)	905,704	12.7	0.38	
毛利	36,737	12.4	30.0	64,989	(2.8)	170,155	19.3	0.38	
毛利率 (%)	18.9	2.6	0.1	18.8	0.8	18.8	1.0	1.00	
息稅前利潤	14,097	130.4	96.4	21,273	41.9	51,961	36.3	0.41	
息稅前利潤率 (%)	7.2	4.2	2.5	6.2	2.1	5.7	1.0	1.08	
純利 (美國通用會計準則)	8,241	29.7	101.8	12,325	(20.5)	39,458	21.0	0.31	
純利 (經調整)	8,226	51.5	98.3	12,373	(9.0)	40,620	37.9	0.30	
純利率	4.2	1.1	1.5	3.6	(0.6)	4.4	0.3	0.82	

來源：比亞迪、彭博、大華繼顯

分析

- 由於利潤率勝預期，核心盈利於 2026 年第 2 季度按年激增 141%。2026 年第 2 季度業績超出預期，其中美國通用會計準則純利為人民幣 82.41 億元（按年+29.7% / 按季+101.8%），經調整純利為人民幣 82.26 億元（按年+51.5% / 按季+98.3%）。外匯收益 / （虧損）由 2025 年上半年的淨收益人民幣 31.6 億元轉為 2026 年上半年的淨虧損人民幣 47.03 億元，拖累盈利。剔除外匯收益（虧損）後，核心純利於 2026 年第 2 季度按年激增 141%，按季大升 80%至人民幣 106 億元，並按年增長 50%至人民幣 163 億元，優於預期。業績優於預期主要源於利潤率表現強勁，此乃由於出口佔總銷售額的比重有所增加。
 - 收入符合預期。2026 年第 2 季收入按年下跌 3.2%，但按季增長 29.5%至人民幣 1,945.9 億元；2026 年上半年收入按年下跌 7.1%至人民幣 3,448.15 億元，符合預期。2026 年上半年，汽車業務分部的收入按年下跌 9%至人民幣 2,750.7 億元，而電子業務分部的收入則按年微升 1%至人民幣 693.75 億元。

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	777,102	803,965	905,704	1,082,205	1,244,933
息稅折舊攤銷前利潤	119,783	118,636	143,568	169,357	191,363
經營利潤	52,877	38,110	54,678	71,683	88,073
純利 (報告 / 實際)	40,254	32,619	41,297	60,934	76,164
純利 (經調整)	36,983	29,446	42,280	55,006	68,754
每股收益 (分)	461.2	357.8	453.0	668.3	835.4
市盈率 (倍)	17.3	22.3	17.7	12.0	9.6
市賬率 (倍)	3.8	3.0	2.6	2.1	1.8
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9
股息收益率 (%)	1.7	0.4	0.6	0.8	1.0
純利率 (%)	4.8	3.7	4.7	5.1	5.5
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	(33.6)	17.7	9.8	(1.8)	(23.0)
利息保障倍數 (倍)	43.5	(58.7)	9.0	168.4	(72.4)
股本回報率 (%)	22.8	13.6	15.9	17.6	18.3
市場預期純利	-	-	40,139	51,342	60,908
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	1.03	1.19	1.25

來源：比亞迪、彭博、大華繼顯

分析師

利新民

ken.lee@uobkh.com
852-2236 6760

買入（維持）

股價	港幣 91.95 元
目標價	港幣 150.006 元
潛在升幅	3.1 %
早前目標價	港幣 135 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	1211 HK
已發行股份數目 (百萬股)	3,683
市值 (港幣 1 百萬元)	338,689
市值 (美金 1 百萬元)	43,422
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元)	278

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	港幣 117.19 元 / 港幣 71.40 元
1 個月	2.4
3 個月	2.3
6 個月	(2.7)
1 年	17.5
年初至今	(3.1)

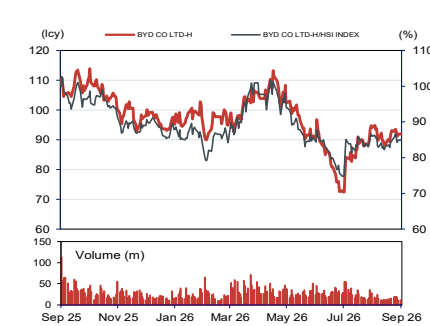
主要股東 (%)

王傳福	16.90
呂向陽	7.87

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (港元)	26.7
2026 財年每股淨債項 (港元)	3.5

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

比亞迪股份在中國生產電動車（企業價值）、企業價值電池、充電電池及手機部件。

- 海外銷售強勁帶動利潤率表現樂觀。2026 年第 2 季度毛利率按年上升 2.6 個百分點，按季上升 0.1 個百分點至 18.9%，而在 2026 年上半年按年擴大 0.8 個百分點至 18.8%，對比我們全年的預測值為 18.8%。2026 年上半年，海外銷售佔總出貨量的比例按年翻倍至 43.8%，且海外銷售的毛利率較國內銷售高出 10 個百分點。營運支出佔收入比率按年下降 1.2 個百分點，按季下降 2.5 個百分點至 12.3%。此情況加上毛利率增長，帶動 2026 年第 2 季度的息稅前利潤率按年上升 4.2 個百分點、按季上升 2.5 個百分點至 7.2%，並帶動 2026 年上半年的息稅前利潤率按年上升 2.1 個百分點至 6.2%，相比之下我們全年的預測為 5.7 個百分點。2026 年第 2 季度每輛車的純利按年增長 41%，按季增長 29%，達到人民幣 6,980 元，優於我們的預期。
- 現金流強勁。2026 年第 2 季度營運現金流按年激增 48.6%至人民幣 345.4 億元，而資本支出按年暴跌 47.6%至人民幣 226.4 億元。因此，比亞迪股份有限公司（比亞迪）於 2026 年第 2 季度錄得自由現金流人民幣 118.55 億元，而 2025 年第 2 季度 / 2025 年第 1 季度則分別為負自由現金流人民幣 198.95 億元 / 人民幣 192.7 億元。
- 盈利受銷售復甦及利潤率改善所帶動，並配合銷售組合優化。
 - 維持我們對 2026 年至 2028 年的銷量預測為 500 萬 / 600 萬 / 700 萬輛，其中包括 200 萬 / 300 萬 / 400 萬輛的海外銷量。比亞迪的銷量自 5 月起恢復正增長，並在 7 月加速至按年增長逾 20%，主要受其多品牌組合推出的一系列新產品所帶動，包括「海豹 07EV」、「宋 Ultra 電動汽車」及「唐電動汽車」的閃充版本，以及「方程豹」、「騰勢」和「仰望」旗下高端車型產能的持續提升。海外擴張是另一個關鍵增長支柱，伴隨出口量，且該公司的業務版圖現已遍及 121 個國家。這與巴西及泰國本地化生產設施的持續投產相輔相成，同時其他海外廠房擴建項目亦在穩步推進，以支持不斷增長的全球需求並增強供應鏈韌性。
 - 維持我們對 2026 至 2028 年的毛利率假設分別為 18.8%/19.3%/19.6%。預期毛利率增長將由利潤較高的海外銷售額在其銷售組合中所佔比重上升所帶動。海外銷量佔比亞迪總銷量的百分比預計將由 2025 年的 23%上升至 40% / 50% / 57%。海外銷售毛利率比國內銷售高出 10 個百分點，原因是比亞迪汽車在海外市場的售價是國內售價的 1 至 3 倍。
 - 由於 2026 年上半年的費用率低於預期，加上該公司的節省成本措施，我們將 2026 至 2028 年的營運費用佔收入比率預測分別由 13.5%/13.5%/13.5%下調至 12.6%/12.5%/12.4%。我們對毛利率的預測以及對營運開支佔收入比率的假設，意味着 2026 至 2028 年的息稅前利潤率分別為 6.0%、6.6%及 7.1%。

盈利預測調整 / 風險

- 基於較低的費用率，我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別上調 5%、14% 及 15%，至人民幣 413 億元、人民幣 609.3 億元及人民幣 761.6 億元。
- 風險：海外國家的貿易限制；人民幣升值。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，並將目標價由港幣 135 元上調至港幣 150 元，相當於維持不變的 20 倍 2027 年預測市盈率（與歷史平均水平一致）。

股價催化劑

- 海外產能提升、高端品牌銷量增長、快充車型滲透、自動駕駛變現，以及儲能訂單擴張。

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	803,965	905,704	1,082,205	1,244,933
息稅折舊攤銷前利潤	118,636	143,568	169,357	191,363
折舊及攤銷	(80,526)	(88,890)	(97,674)	(103,290)
息稅前利潤	38,110	54,678	71,683	88,073
總其他非經營收入	(1,863)	-	-	-
聯營公司貢獻	2,857	569	1,283	1,382
淨利息收入／（支出）	649	(6,084)	(426)	1,217
除稅前溢利	39,753	49,163	72,540	90,671
稅項	(5,992)	(7,866)	(11,606)	(14,507)
少數股東權益	(1,142)	-	-	-
純利	32,619	41,297	60,934	76,164
純利（經調整）	29,446	42,280	55,006	68,754

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
經營	59,136	180,290	208,317	223,365
除稅前溢利	39,753	49,163	72,540	90,671
稅項	(5,992)	(7,866)	(11,606)	(14,507)
折舊及攤銷	80,526	88,890	97,674	103,290
聯營公司	(3,654)	(569)	(1,283)	(1,382)
營運資金變動	(47,933)	44,588	50,566	46,510
非現金項目	(3,564)	6,084	426	(1,217)
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(197,463)	(157,748)	(166,726)	(124,860)
資本支出（增長）	(156,808)	(160,000)	(170,000)	(130,000)
投資	(2,815)	-	-	-
其他	(37,841)	2,252	3,274	5,140
融資	104,614	(6,599)	18,165	(20,017)
支付股息	(14,125)	(6,599)	(7,829)	(10,017)
借款所得款項	134,006	134,006	160,000	150,000
償還貸款	(69,220)	(134,006)	(134,006)	(160,000)
其他／已付利息	53,953	-	-	-
現金流入（流出）淨額	(33,714)	15,942	59,755	78,488
年初現金及現金等價物	102,257	68,395	84,337	144,092
因外匯影響所致的變動	(148)	-	-	-
年末現金及現金等價物	68,395	84,337	144,092	222,581

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	350,152	420,142	491,499	517,360
其他長期資產	162,110	163,799	166,051	168,282
現金／短期投資	68,395	84,337	144,092	222,581
其他流動資產	303,072	330,080	370,751	408,188
資產總額	883,730	998,359	1,172,394	1,316,411
短期債務	44,797	44,797	70,790	60,790
其他流動負債	423,655	500,250	591,488	675,434
長期債務	69,326	69,326	69,326	69,326
其他長期負債	87,413	87,413	87,413	87,413
股東權益	246,275	284,308	341,112	411,183
少數股東權益	12,265	12,265	12,265	12,265
負債及權益總額	883,730	998,359	1,172,394	1,316,411

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	14.8	15.9	15.6	15.4
稅前利潤率	4.9	5.4	6.7	7.3
純利率	4.1	4.6	5.6	6.1
資產回報率	3.5	4.5	5.1	5.5
股本回報率	13.6	15.9	17.6	18.3

增長

營業額	3.5	12.7	19.5	15.0
息稅折舊攤銷前利潤	(1.0)	21.0	18.0	13.0
除稅前溢利	(20.0)	23.7	47.5	25.0
純利	(19.0)	26.6	47.5	25.0
純利（經調整）	(20.4)	43.6	30.1	25.0
每股收益	(22.4)	26.6	47.5	25.0

槓桿比率

債務佔總資本比率	13.5	11.9	12.4	10.3
債務權益比率	48.4	41.9	42.5	32.9
債務／（現金）淨額與權益	17.7	9.8	(1.8)	(23.0)
利息保障倍數（倍）	(58.7)	9.0	168.4	(72.4)

比亞迪電子 (285 HK)

2026 年第 2 季度：利潤率疲弱導致業績再次大幅遜於預期

重點摘要

- 比亞迪電子(BYDE)2026 年第 2 季度業績再次大幅遜於預期，按年下跌 64.0% 至人民幣 3.99 億元，且由於匯兌虧損及利潤率遠遜預期，較市場普遍預期低 46.4%。
- 人工智能伺服器似乎是比亞迪電子未來的關鍵增長動力，但我們認為，其在 2028 年前將無法抵銷核心業務的疲弱表現。
- 維持「沽售」評級。調低目標價至港幣 14.5 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（%）	按季變動（%）
營業額	43,725	38,183	44,051	0.7	15.4
毛利	3,218	1,991	2,046	(36.4)	2.7
純利（已申報）	1,108	28	399	(64.0)	1,331.9
利潤率（%）					
毛利率	7.4	5.2	4.6	(2.7)	(0.6)
純利率	2.5	0.1	0.9	(1.6)	0.8

來源：比亞迪電子，大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度業績再次大幅遜於預期。**比亞迪電子（BYDE）2026 年第 2 季度的營業額按年增長 0.7%，按季增長 15.4%至人民幣 441 億元，較市場普遍預期的人民幣 414 億元高出 6.3%。然而，由於利潤率持續承壓以及產品組合惡化，毛利率按年大幅惡化 2.7 個百分點，按季惡化 0.6 個百分點至 4.6%，較市場普遍預期低 0.9 個百分點。加上不利的匯率導致 2026 年上半年錄得約人民幣 7 億元的外匯虧損，純利按年急挫 64.0%至人民幣 3.99 億元，較市場普遍預期低 46.4%。
- 2026 年上半年分部表現：**新能源汽車收入按年增長 6.4%至人民幣 136 億元（佔集團收入 16.6%），大致符合預期；智能終端業務按年增長 1.3%至人民幣 679 億元（佔集團收益的 82.5%），主要受組裝業務優於預期所帶動，該業務按年增長 5.1%至人民幣 560 億元，可能歸因於記憶體價格上漲；但零部件業務如預期般按年倒退 13.4%至人民幣 119 億元，且由於組裝業務的利潤率低得多，僅為個位數百分比，因而導致盈利能力轉差。人工智能運算基礎設施——承載整個結構性故事的業務板塊——按年收縮 10.2%至僅人民幣 753 百萬元，或佔集團收入的 0.9%。

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	177,306	179,477	182,422	189,726	190,100
息稅折舊攤銷前利潤	10,325	8,925	6,426	7,131	8,169
經營利潤	3,927	2,764	1,428	1,881	2,723
純利	4,266	3,515	1,766	2,876	3,752
純利（經調整）	4,266	3,515	1,766	2,876	3,752
每股收益（分）	189.3	156.0	78.4	127.7	166.5
市盈率（倍）	11.0	13.3	26.5	16.3	12.5
市賬率（倍）	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	4.8	5.6	7.7	7.0	6.1
股息收益率（%）	2.4	0.7	1.0	1.6	2.1
純利率（%）	2.4	2.0	1.0	1.5	2.0
淨債項對權益比率（%）	3.4	(13.5)	(11.2)	(28.7)	(29.5)
利息保障倍數（倍）	18.4	(410.5)	(7.1)	(6.4)	(6.2)
股本回報率（%）	13.8	10.5	5.0	7.8	9.5
市場預期純利	-	-	3,986	5,707	5,496
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.44	0.50	0.68

資料來源：比亞迪電子，彭博，大華繼顯

分析師

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李樹謙

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

沽售（維持）

股價	港幣 24.76 元
目標價	港幣 14.50 元
上升空間	-41.4%
早前目標價	港幣 19.90 元

股票數據

行業	電子零件
股份代號	285 HK
已發行股份數目（百萬股）	2,253
市值（港幣 1 百萬元）	55,789
市值（美金 1 百萬元）	7,858
3 個月日均成交額（美金 1 百萬元）	39.0

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	港幣 46.52 元/港幣 20.10 元
1 個月	6.8
3 個月	(16.9)
6 個月	(23.3)
1 年	(35.5)
年初至今	(26.4)

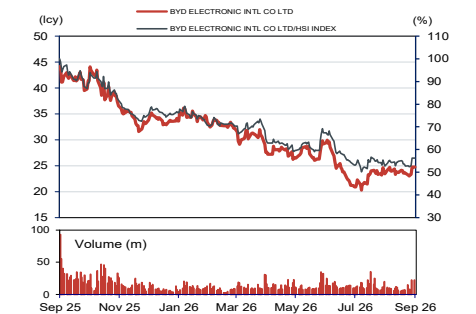
主要股東（%）

比亞迪股份有限公司	65.8
-----------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（港元）	11.91
2026 財年每股淨債項（港元）	1.78

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

比亞迪電子（國際）有限公司為手機製造商研發、製造手機部件，例如手機外殼、手機鍵盤及模組。該公司亦向全球手機製造商提供組裝服務，包括組裝服務及印刷電路板（PCB）組裝服務。

- 管理層指引：管理層預期，受惠於季節性因素，大客戶業務將自 2026 年下半年起回升，但真正的反轉可能要到 2027 年下半年規格出現更顯著升級時才會到來；受市佔率提升及拓展新客戶推動，汽車業務預計將實現持續增長；而人工智能業務預計將在 2026 年錄得更顯著增長，規模超過人民幣 30 億元。長遠而言，管理層的目標是液冷業務達到「數人民幣 100 億元」，而電源業務則達到人民幣 1,000 億元。
- 比亞迪電子（BYDE）似乎更偏向於 2028 年的題材，因為由於在美國大客戶的市場份額流失、零部件價格持續高企打擊安卓（Android）需求，以及汽車業務增長放緩，其目前的的核心業務在 2026 年下半年至 2027 年期間可能仍將表現平淡。人工智能伺服器相關業務預計自 2026 年下半年起回升，並應會在未來數年成為比亞迪電子的主要增長動力。然而，管理層表示，高壓直流輸電（HVDC）及光互連等部分主要產品類型可能要到 2028/29 年度才會帶來實質貢獻，這意味着人工智能業務在 2027 年之前不大可能達到足以抵銷核心業務疲弱表現的規模。

估值 / 建議

- 我們按分部加總法（SOTP）得出的估值為每股港幣 14.5 元，相當於綜合 11.4 倍市盈率。此估值乃基於：a) 汽車電子業務部的 9.6 倍 2027 年預測市盈率；b) 消費電子業務部的 13.6 倍 2027 年預測市盈率；以及 c) 人工智能伺服器業務部的 20.0 倍 2027 年預測市盈率。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 至 2028 年的純利預測分別大幅下調 48.0%/34.6%/27.9%，分別至人民幣 17.66 億元/人民幣 28.76 億元/人民幣 37.52 億元。我們已計入較高的收入假設，但這被大幅轉差的利潤率假設所完全抵銷有餘。

2026 至 2028 年預測之變更

截至12月31日止年度 (人民幣1百萬元)	舊估計			新預測			差異(%)		
	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	178,033	182,539	185,941	182,422	189,726	190,100	2.5	3.9	2.2
汽車	28,318	30,583	33,570	28,318	30,583	33,570	-	-	-
消費電子產品	146,415	147,005	145,935	151,275	153,485	149,175	3.3	4.4	2.2
其中：智能產品	13,856	14,133	14,415	13,856	14,133	14,415	-	-	-
現有消費電子產品	132,560	132,872	131,520	137,420	139,352	134,760	3.7	4.9	2.5
AI 伺服器	3,301	4,951	6,436	2,829	5,658	7,355	(14.3)	14.3	14.3
利潤率(%)	5.8	6.2	6.5	4.8	5.0	5.4	(1.0)	(1.2)	(1.1)
汽車	13.8	13.5	14.0	13.0	13.6	14.0	(0.8)	0.1	-
消費電子產品	4.2	4.4	4.4	3.2	3.2	3.3	(1.0)	(1.3)	(1.1)
人工智能伺服器（經重述）	9.1	12.8	16.0	7.5	9.0	10.0	(1.6)	(3.8)	(6.0)
經營利潤	2,760	3,529	4,252	1,428	1,881	2,723	(48.3)	(46.7)	(36.0)
純利	3,396	4,401	5,203	1,766	2,876	3,752	(48.01)	(34.6)	(27.9)

來源：比亞迪電子，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	179,477	182,422	189,726	190,100
息稅折舊攤銷前利潤	8,925	6,426	7,131	8,169
折舊及攤銷	(6,161)	(4,997)	(5,250)	(5,445)
息稅前利潤	2,764	1,428	1,881	2,723
總其他非經營收入	1,151	355	1,055	1,055
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	7	201	296	438
除稅前溢利	3,921	1,984	3,232	4,216
稅項	(407)	(218)	(356)	(464)
少數股東權益	-	-	-	-
純利	3,515	1,766	2,876	3,752
純利（經常性）	3,515	1,766	2,876	3,752

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
經營	17,183	3,747	11,508	6,011
除稅前溢利	3,921	1,984	3,232	4,216
稅項	(407)	(218)	(356)	(464)
折舊／攤銷	6,161	4,997	5,250	5,445
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	11,702	(3,263)	3,175	(3,394)
非現金項目	(4,195)	247	207	207
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(6,033)	(3,800)	(3,800)	(3,800)
資本支出（增長）	(6,033)	(3,800)	(3,800)	(3,800)
投資	-	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	-	-	-	-
融資	(4,650)	(2,599)	(737)	(1,070)
支付股息	(1,280)	(352)	(530)	(863)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	12,000	10,000	10,000	10,000
償還貸款	(15,000)	(12,000)	(10,000)	(10,000)
其他／已付利息	(370)	(247)	(207)	(207)
現金流入（流出）淨額	6,500	(2,652)	6,971	1,140
年初現金及現金等價物	7,052	13,552	10,900	17,872
因外匯影響所致的變動	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	13,552	10,900	17,872	19,012

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	17,798	17,460	16,843	15,945
其他長期資產	11,136	10,277	9,445	8,697
現金／短期投資	16,362	13,710	20,681	21,822
其他流動資產	38,316	49,100	41,549	49,088
資產總額	83,612	90,548	88,518	95,552
短期債務	8,891	6,891	6,891	6,891
其他流動負債	39,444	46,965	42,589	46,733
長期債務	0	0	0	0
其他長期負債	2,543	2,543	2,543	2,543
股東權益	34,442	35,856	38,203	41,092
少數股東權益	0	0	0	0
負債及權益總額	83,612	90,548	88,518	95,552

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	6.0	4.8	5.0	5.4
稅前利潤率	2.2	1.1	1.7	2.2
純利率	2.0	1.0	1.5	2.0
資產回報率	4.0	2.0	3.2	4.1
股本回報率	10.5	5.0	7.8	9.5
增長				
營業額	1.2	1.6	4.0	0.2
毛利	(12.6)	(18.9)	8.5	9.1
除稅前溢利	(17.3)	(49.4)	62.9	30.4
純利	(17.6)	(49.8)	62.9	30.4
純利（經調整）	(17.6)	(49.8)	62.9	30.4
每股收益	(17.6)	(49.8)	62.9	30.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	10.6	7.6	7.8	7.2
債務權益比率	25.8	19.2	18.0	16.8
淨債項對權益	(13.5)	(11.2)	(28.7)	(29.5)
利息保障倍數（倍）	(410.5)	(7.1)	(6.4)	(6.2)

海爾智家 (6690 HK)

2026 年第 2 季度：銷售額超出預期且純利符合預期；預期暖通空調業務於 2026 年下半年將實現雙位數收入及利潤增長

重點摘要

- 海爾 2026 年第 2 季度的銷售額增長 1%，優於預期，而純利按年下降 13%，大致符合市場普遍預期。
- 該公司的暖通空調整合於 2026 年第 2 季度開始帶來效益，單是 2026 年第 2 季度就實現了 12% 的收入增長。展望未來，管理層預期暖通空調（HVAC）收入及經營利潤於 2026 年下半年均將實現雙位數增長。尤其在海外市場，其預期 2026 年將實現雙位數增長，而 2027 至 2028 年將實現約 15% 的增長。
- 海外收入於 2026 年第 2 季度增長 2%。展望未來，管理層設定的五年增長目標分別為：北美錄得低個位數增長、歐洲錄得高個位數增長、東南亞錄得 15% 至 20% 增長，而南亞及拉丁美洲則錄得近 30% 增長。
- 維持「買入」評級；下調目標價 4% 至港幣 28.3 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	2026 年 第 1 季 度	2025 年 第 2 季 度	按年變動 (%)	按季變動 (%)	2026 年 上半年	2025 年 上半年	按年變動 (%)
總收益	78,428	73,687	77,376	1.4	6.4	152,115	156,494	(2.8)
毛利	22,745	18,675	21,963	3.6	21.8	41,420	42,056	(1.5)
毛利率 (%)	29.0	25.3	28.4	0.6	3.7	27.2	26.9	0.4
息稅前利潤	7,219	5,987	7,528	(4.1)	20.6	13,205	13,878	(4.8)
息稅前利潤率 (%)	9.2	8.1	9.7	(0.5)	1.1	8.7	8.9	(0.2)
應佔純利	5,665	4,652	6,546	(13.5)	21.8	10,316	12,033	(14.3)
應佔純利率 (%)	7.2	6.3	8.5	(1.2)	0.9	6.8	7.7	(0.9)

附註：海爾的財務數據乃基於 A 股。來源：海爾智家、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度銷售額優於預期，且純利符合預期。2026 年上半年，收入為人民幣 1,521.15 億元，按年下跌 3%。毛利率為 27.2%，按年上升 0.4 個百分點。息稅前利潤為人民幣 13,205 百萬元，按年下跌 5%，息稅前利潤率為 8.7%，按年下跌 0.2 個百分點。純利為人民幣 10,316 百萬元，按年下跌 14%，大致符合 VA 市場普遍預期。純利跌幅擴大，主要受人民幣 9.11 億元的外匯虧損所拖累（2025 年上半年為外匯收益人民幣 8.81 億元）。純利率為 6.8%，按年下降 0.9 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	286,005	302,329	300,443	319,792	340,231
息稅折舊攤銷前利潤	27,809	28,282	28,780	30,756	32,837
經營利潤	19,707	19,532	19,731	21,251	22,882
純利 (報告/實際)	18,731	19,553	18,636	20,797	22,629
純利 (經調整)	18,731	19,553	18,636	20,797	22,629
每股收益 (分)	203.1	212.2	200.3	223.5	243.2
市盈率 (倍)	9.0	8.6	9.1	8.2	7.5
市賬率 (倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	6.2	6.6	6.3	5.7	5.1
股息收益率 (%)	5.3	6.3	6.4	7.4	8.0
純利率 (%)	6.5	6.5	6.2	6.5	6.7
債務/(現金)淨額與權益 (%)	(18.7)	(8.1)	(10.5)	(14.8)	(18.8)
利息保障倍數 (倍)	10.3	10.9	10.7	19.1	31.7
股本回報率 (%)	16.6	16.0	14.3	14.9	15.0
市場預期純利	-	-	19,698.7	21,677.1	23,681.1
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.95	0.96	0.96

資料來源：海爾智家、彭博、大華繼顯

分析師

郭一辰

stella.guo@uobkh.com
+852 2236 6798

邱一展

hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

買入（維持）

股價	港幣 21.28 元
目標價	港幣 28.30 元
上升空間	+33.0%
早前目標價	港幣 29.40 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	6690 HK
已發行股份數目 (百萬股)	2,853.6
市值 (港幣 1 百萬元)	219,214.8
市值 (美金 1 百萬元)	27,961.4
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元)	43.5

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 28.20 元/港幣 19.05 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(2.3)	10.4	(22.2)	(15.8)	(12.4)

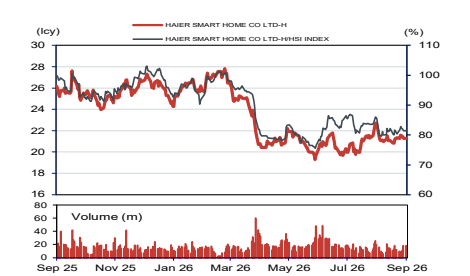
主要股東 (%)

香港結算	24.66
海爾卡奧斯有限公司	13.42
海爾股份有限公司	11.44

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	13.60
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	1.47

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

海爾智家是全球大型家用電器行業的領導者，按大型家用電器零售量計，連續 15 年位列全球第一。該公司擁有由海爾（Haier）、卡薩帝（Casarte）、Leader、GE Appliances、Candy、Fisher & Paykel 及 AQUA 組成的全球家電品牌組合。目前，海爾的業務遍及全球 160 多個國家和地區。它亦是全球先驅，致力提供適用於各種生活場景的智能家居解決方案，以滿足用戶對更美好生活的追求。

這意味著 2026 年第 2 季度的收入為人民幣 784.28 億元（按年增長 1%），高於該公司此前指引的按年持平目標。毛利率為 29.0%，按年上升 0.6 個百分點。息稅前利潤為人民幣 72.19 億元（或人民幣 7,219 百萬元 / 人民幣 7,219 百萬元），按年下降 4%，息稅前利潤率為 9.2%，按年下降 0.5 個百分點。毛利率擴張及研發費用節省（按年減少 0.7 個百分點）受到銷售、一般及行政費用增加（按年增加 1.9 個百分點）所拖累，主要由於國內市場的 ToC 渠道轉型以及海外市場擴張所致。純利為人民幣 56.65 億元，按年下跌 13%，而純利率為 7.2%，按年下降 1.2 個百分點。

- **暖通空調（HVAC）整合帶來效益；目標在 2026 年下半年實現雙位數的收入及經營利潤增長。**按 2026 年上半年重分類別劃分，智能家電（包括雪櫃 / 冷凍櫃、廚房電器及洗衣電器）以及其他業務的收入同比分別下降 6% 及 5%，而智能暖通空調解決方案（包括空調及水家電）則同比增長 6%，其中僅 2026 年第 2 季度即錄得 12% 的同比增長。在暖通空調（HVAC）業務板塊中，家用空調於 2026 年上半年錄得高個位數增長。在暖通空調（HVAC）整合後，該公司精簡並優化其產品組合，並實行集中採購，從而提升競爭力。展望未來，管理層預期暖通空調（HVAC）收入及經營利潤於 2026 年下半年均將實現雙位數增長。尤其在海外市場，該公司預期 2026 年將實現雙位數增長，而 2027 至 2028 年將實現約 15% 的增長。
- **海外市場於 2026 年第 2 季度增長 2%；北美的目標為五年複合年增長率達到低個位數。**按地區劃分，2026 年上半年國內市場收入按年下跌 5%，而海外市場則大致持平（2026 年第 2 季度國內市場大致持平，海外市場增長 2%）。北美地區的收入（按美元計算）下跌 3%，歐洲增長 5%，南亞增長 17%，東南亞則增長 13%。展望未來，管理層設定的五年增長目標分別為：北美錄得低個位數增長、歐洲錄得高個位數增長、東南亞錄得 15% 至 20% 增長，而南亞及拉丁美洲則錄得近 30% 增長。
- **關稅退稅有助海外毛利率改善。**按地區劃分，在 2026 年第 2 季度，受惠於減少 SKU 及開放供應商平台，國內市場的毛利率按年提升 0.7 個百分點至 34%；而在關稅退稅的帶動下，海外市場的毛利率按年提升 0.6 個百分點至 25%。在營業利潤率方面，國內市場接近雙位數，按年下跌約 1 個百分點，而海外市場按年則大致持平。

盈利預測調整 / 風險

- **我們分別將 2026/27 年的盈利預測下調 9%/7%。**我們將 2026/27 年度的收入預測均下調 5%。我們維持 2026/27 年度毛利率預測不變。我們將 2026/27 年度的銷售及分銷費用率預測均上調 0.1 個百分點。因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 9%/7%。

估值 / 建議

- **維持「買入」評級；下調目標價 4% 至港幣 28.3 元。**我們將以現金流折現法（DCF）計算的目標價下調 4% 至港幣 28.3 元。我們的目標價相當於 12.6 倍 2026 年預測市盈率 及 11.3 倍 2027 年預測市盈率。該股票目前的交易價格為 9.1 倍 2026 年預測 市盈率 及 8.2 倍 2027 年預測 市盈率。

分部資料

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 (%)
按類別劃分的收入			
智能家電	89,356	95,302	(6.2)
智能暖通空調解決方案	45,028	42,547	5.8
其他業務	17,725	18,620	(4.8)
總計	152,109	156,469	(2.8)
營業利潤率(%)			
智能家電	9.2	9.8	(0.7)
智能暖通空調解決方案	10.1	8.5	1.7
其他業務	(1.0)	1.7	(2.7)
總計	8.3	8.5	(0.2)

附註：海爾的分部資料乃基於 H 股份。來源：海爾智家、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	302,329.0	300,442.7	319,792.1	340,231.1
息稅折舊攤銷前利潤	28,282.0	28,779.7	30,755.6	32,836.8
折舊及攤銷	8,750.0	9,048.7	9,504.6	9,955.2
息稅前利潤	19,532.0	19,731.0	21,251.0	22,881.6
聯營公司貢獻	1,328.0	1,328.0	1,328.0	1,328.0
淨利息收入／(支出)	(2,587.0)	(2,681.7)	(1,606.1)	(1,037.3)
除稅前溢利	23,479.0	22,377.3	24,972.9	27,172.3
稅項	(3,316.0)	(3,160.4)	(3,527.0)	(3,837.6)
少數股東權益	(610.0)	(581.4)	(648.8)	(706.0)
純利	19,553.0	18,635.6	20,797.1	22,628.7
純利 (經調整)	19,553.0	18,635.6	20,797.1	22,628.7

現金流

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
經營	26,003.0	28,298.9	31,630.8	33,956.1
除稅前溢利	23,479.0	22,377.3	24,972.9	27,172.3
稅項	(3,316.0)	(3,160.4)	(3,527.0)	(3,837.6)
折舊及攤銷	8,750.0	9,048.7	9,504.6	9,955.2
營運資金變動	(5,150.0)	(896.6)	(249.7)	(263.7)
非現金項目	138.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	2,102.0	930.0	930.0	930.0
投資	(17,075.0)	(13,790.0)	(13,790.0)	(13,790.0)
資本支出 (增長)	(8,851.0)	(11,500.0)	(11,500.0)	(11,500.0)
投資	187.0	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(8,411.0)	(2,290.0)	(2,290.0)	(2,290.0)
融資	(17,671.0)	(25,221.0)	(19,724.6)	(15,928.2)
支付股息	(11,579.0)	(10,755.0)	(10,808.6)	(12,478.2)
發行股份	(1,234.0)	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	33,147.0	7,250.0	7,250.0	4,375.0
償還貸款	(31,629.0)	(21,716.0)	(16,166.0)	(7,825.0)
其他 / 已付利息	(6,376.0)	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	(8,743.0)	(10,712.0)	(1,883.8)	4,237.9
年初現金及現金等價物	54,995.0	46,268.0	35,556.0	33,672.2
因外匯影響所致的變動	16.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	46,268.0	35,556.0	33,672.2	37,910.1

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	45,708.0	49,172.1	52,222.2	54,858.5
其他長期資產	97,254.0	97,601.3	97,906.5	98,175.1
現金 / 短期投資	46,268.0	35,556.0	33,672.2	37,910.1
其他流動資產	106,565.0	106,978.6	112,182.9	117,680.3
資產總額	295,795.0	289,308.0	295,983.9	308,624.0
短期債務	21,716.0	16,166.0	7,825.0	6,675.0
其他流動負債	120,829.0	120,346.0	125,300.6	130,534.3
長期債務	14,666.0	5,750.0	5,175.0	2,875.0
其他長期負債	12,607.0	12,607.0	12,607.0	12,607.0
股東權益	118,698.0	126,578.6	136,567.0	146,717.5
少數股東權益	7,279.0	7,860.4	8,509.2	9,215.1
負債及權益總額	295,795.0	289,308.0	295,983.9	308,624.0

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	9.4	9.6	9.6	9.7
稅前利潤率	7.8	7.4	7.8	8.0
純利率	6.5	6.2	6.5	6.7
資產回報率	6.7	6.4	7.1	7.5
股本回報率	16.0	14.3	14.9	15.0
增長				
營業額	5.7	(0.6)	6.4	6.4
息稅折舊攤銷前利潤	1.7	1.8	6.9	6.8
除稅前溢利	3.3	(4.7)	11.6	8.8
純利	4.4	(4.7)	11.6	8.8
純利 (經調整)	4.4	(4.7)	11.6	8.8
每股收益	4.5	(5.6)	11.6	8.8
槓桿比率				
債務佔總資本比率	24.2	14.4	8.7	6.2
債務權益比率	31.6	17.9	9.9	6.7
債務／(現金) 淨額與權益	(8.1)	(10.5)	(14.8)	(18.8)
利息保障倍數 (倍)	10.9	10.7	19.1	31.7

龍湖集團 (960 HK)

2026 年上半年：預期 2027 年錄得盈利，並於 2028 年前重返穩定增長軌道

重點摘要

- 2026 年上半年核心純利按年下跌 95.4%至人民幣 6,400 萬元，符合人民幣 5,000 萬-1 億元的盈利預警。經常性利潤按年增長 4.2%至人民幣 67 億元。
- 管理層預期龍湖將於 2027 年錄得正數核心純利，並於 2028 年前重回穩定增長軌道。於 2026 年到期的人民幣 25 億元債務將獲充分覆蓋。
- 維持「買入」評級，將目標價下調至港幣 8.76 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	按半年
收入	39,795	38,558	58,750	-32.3%	+3.2%
- 物業開發	26,095	25,058	45,478	-42.6%	+4.1%
- 投資物業營運	7,301	7,178	7,008	+4.2%	+1.7%
- 服務及其他	6,399	6,323	6,264	+2.2%	+1.2%
毛利	4,424	2,013	7,422	-40.4%	+119.8%
經營利潤	3,871	(1,149)	6,387	-39.4%	不適用
核心純利	64	(3,080)	1,380	-95.4%	不適用
每股派息 (人民幣 / 股)	0.00	0.00	0.07	-100.0%	不適用
利潤率					
毛利率	11.1%	5.2%	12.6%	-1.5 個百分點	+5.9 個百分點
分部利潤率	6.8%	0.2%	8.9%	-2.1 個百分點	+6.6 個百分點
- 物業開發	-15.8%	-27.8%	-2.6%	-13.2 個百分點	+12.0 個百分點
- 投資物業營運	62.4%	65.6%	58.9%	+3.6 個百分點	-3.2 個百分點
- 服務及其他	28.3%	28.7%	28.4%	-0.1 個百分點	-0.4 個百分點
- 經常性 (投資物業+服務)	44.1%	46.0%	41.7%	+2.4 個百分點	-1.9 個百分點
核心淨利潤率	0.2%	-7.6%	2.2%	-2.1 個百分點	+7.8 個百分點
槓桿比率					
手頭現金 (人民幣 1 百萬元)	24,883	29,201	44,666	-44.3%	-14.8%
現金對短期債務比率 (倍) *	~1.0 倍	1.14	>1.0 倍	不適用	不適用
淨負債比率	52.0%	52.2%	51.2%	+0.8 個百分點	-0.2 個百分點

資料來源：龍湖、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績持續受物業開發 (PD) 拖累。核心純利按年下跌 95.4%至人民幣 6,400 萬元，符合人民幣 5,000 萬-1 億元的指引區間；應佔純利為人民幣 19.61 億元 (按年-39.0%)，因人民幣 30.06 億元的重估收益而有所改善。物業開發收入按年下跌 42.6%，而物業開發 息稅折舊攤銷前利潤率按年下降 13.2 個百分點。經常性收入按年增長 3.2%，而息稅折舊攤銷前利潤率則改善 2.4 個百分點至 44.1%。由於收入基數縮小，銷售及行政開支比率按年上升 1.4 個百分點至 6.9%，而利息開支則按年下降 15.4%，平均融資成本為 3.36% (2025 年上半年：3.58%)。正如預期，該公司宣佈不派發中期股息。

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	127,475	97,309	76,776	67,313	67,710
息稅折舊攤銷前利潤	12,382	1,801	2,847	5,761	6,818
經營利潤	12,198	1,649	2,694	5,609	6,665
純利 (報告 / 實際)	10,401	1,022	(4,934)	194	1,368
純利 (經調整)	6,970	(1,700)	(4,934)	194	1,368
每股收益 (分)	105.5	(24.9)	(44.6)	2.7	18.6
市盈率 (倍)	5.5	不適用	不適用	214.2	31.2
市賬率 (倍)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	19.2	132.1	83.6	41.3	34.9
股息收益率 (%)	5.5	1.2	0.0	0.1	1.0
純利率 (%)	8.2	1.1	(4.0)	0.3	2.0
債務/ (現金) 淨額與權益 (%)	73.6	71.3	76.3	74.7	77.2
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	2.7	4.0	4.2
股本回報率 (%)	6.6	0.6	(1.9)	0.1	0.9
市場預期純利 (人民幣 1 百萬元)	-	-	325.6	2,879.9	4,210.3
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	(9.47)	0.07	0.32

來源：龍湖、彭博、大華繼顯

分析師

劉潔琦

jieqi.liu@uobkh.com
+852 28261392

沈宸昊

damonshen@uobkh.com
+86 21 5404 7225 轉 820

買入 (維持)

股價	港幣 6.79 元
目標價	港幣 8.76 元
上升空間	+29.0%
早前目標價	港幣 10.12 元

股票數據

行業	房地產
股份代號:	960 HK
已發行股份 (百萬):	7,097.4
市值 (港幣 1 百萬元):	48,191.4
市值 (美金 1 百萬元):	6,147.0
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元):	15.8

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	港幣 12.24 元/港幣 5.98 元				
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今	
0.6	(9.2)	(33.7)	(36.5)	(20.7)	

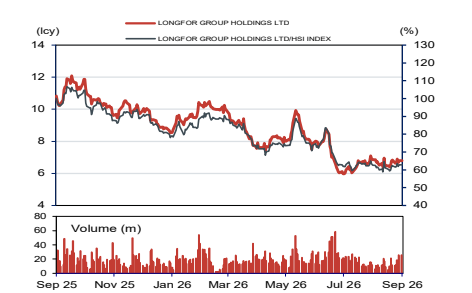
主要股東 (%)

美俊國際有限公司	43.96
----------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	23.09
2026 財年每股淨值項 (人民幣)	17.61

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

龍湖集團作為一家房地產開發公司營運。其在中國內地開發及銷售住宅與商業物業，並持有及營運以「天街」(Paradise Walk) 購物中心為首的投資物業組合，同時提供租賃住房、物業管理及智慧營造服務。

- 管理層仍致力於推動經常性業務的持續增長，惟語調略為審慎...雖然管理層在中期業績發布會上對其目標的語氣較 2026 年 3 月時略顯審慎，但管理層重申其目標是在 2027 年恢復正核心純利，並在 2028 年前使龍湖集團（龍湖）重回穩定增長軌道。我們認為，龍湖在商場營運（同店銷售增長表現更強勁，且息稅折舊攤銷前利潤率按年改善 3.6 個百分點便證明了這一點）及服務業務方面經實踐檢驗的執行力，將為其中長期增長前景提供有力支撐。
- ...以及在正營運現金流支持下進一步削減債務。在債務償還方面，於 2026 年到期的債務已大幅減少，而現金對短期債務比率維持在約 1.0 倍。雖然現金結餘有所減少，但我們認為該公司的整體流動性及再融資風險仍然可控。

主要目標

項目	8月26日 管理層指引
經常性業務核心純利	目標是在2028年前實現經常性業務的核心純利約人民幣100億元（較3月26日會議上分享的2027至2028年前達到人民幣100億元目標略有放緩），此乃基於C2：商場營運
C2：商場營運	收入目標為於2028年前達到人民幣150億元，意味着2025至2028年間的複合年增長率約為10%。預期增長將由每年開設約10間商場所帶動，包括五間重資
C3：租賃房屋	預期收入將大致保持穩定，而管理層則專注於改善盈利能力。
C4：物業管理	2028年收入目標為人民幣140億元，意味着2025至2028年間的複合年增長率約為5%，並由托兒及物業管理項目所支撐。
C5：智慧建造	2028年收入目標為人民幣20億元，意味着2025年至2028年的複合年增長率約為20%。
2026年資本支出後	目標是在資本支出後實現約人民幣50億元的正向營運現金流（較3月26日會議上分享的目標略為放緩）

資料來源：龍湖、大華繼顯

主要營運數據

	2023	2024	2025	2025年上半年	2026年上半年
合約銷售（人民幣1百萬元）	173,490	101,120	63,160	35,010	16,550
按年	-13.9%	-41.7%	-37.5%	-31.5%	-52.7%
合約銷售建築面積（千平方米）	10,796	7,124	5,186	2,614	1,750
合約銷售額平均售價（人民幣 / 平方米）	16,070	14,194	12,179	13,393	9,457
按年	4.0%	-11.7%	-14.2%	-4.4%	-29.4%
扣稅後物業投資	12,940	13,520	14,190	7,010	7,300
營運收入（人民幣1百萬元）					
按年	8.9%	4.5%	1.6%	2.5%	4.1%
物業服務收入，扣除稅項（人民幣1百萬元）	11,950	13,190	12,580	6,260	6,400
按年	不適用	10.4%	-1.3%	0.0%	2.2%
經常性收入（人民幣1百萬元）	24,890	26,710	26,770	13,270	13,700
按年	不適用	7.3%	0.2%	1.3%	3.2%
商場租金收入（人民幣1百萬元）	不適用	10,780	11,210	5,500	5,980
商場出租率（%）	96.2	96.8	96.8	96.8	97.4
淨負債比率（%）	55.9	51.7	52.2	51.2	52.0

資料來源：龍湖、大華繼顯

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，但將目標價下調至港幣 8.76 元，乃基於將經常性盈利的目標市盈率 下調至 6.0 倍，以及將物業開發的目標市賬率（P/B）定為 0.1 倍。雖然預售改革將在短期內收緊資金，但龍湖已完成的轉型應會為其穩健的營運提供支撐。較低的目標市盈率 反映出未來六個月投資者情緒更為審慎。

盈利預測調整 / 風險

- 將 2026 年盈利預測由先前的-人民幣 30 億元下調至-人民幣 49 億元，以計入較低的物業開發利潤率假設。我們對 2027/28 年度的預測維持不變。

股價催化劑

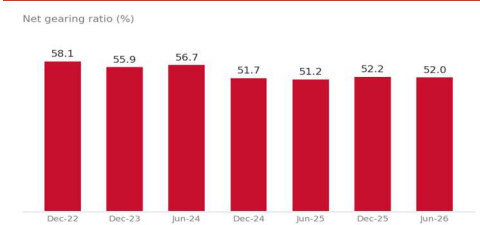
- 二線城市物業市場復甦強於預期。

2026 年上半年按地區劃分之合約銷售額

地區	2026 年上半年（人民幣 1 百萬元）	2025 年上半年（人民幣 1 百萬元）
環渤海	5,347	8,228
中國西部	4,687	9,825
長江三角洲	3,592	9,293
華南	1,997	4,206
華中	927	3,458
合約銷售總額	16,550	35,010
合約建築面積（千平方米）	1,750	2,614
平均售價（人民幣 / 平方米）	9,457	13,393

資料來源：龍湖、大華繼顯

淨負債比率



資料來源：龍湖、大華繼顯

經常性業務：收入組合及關鍵績效指標

	2026 年上半年	2025 年上半年
扣除稅項後收益（人民幣 b）		
物業營運	7.30	7.01
-其中商場租金收入	5.98	5.50
物業服務	6.40	6.26
經常性收入總額（人民幣 b）	13.70	13.27
關鍵績效指標	2026 年上半年	2025 年上半年
商場租金收入增長（按年）	+8.7%	+4.9%
商場出租率（%）	97.4	96.8
營運中的商場	96	89
租賃房屋入住率（%）	94.9	95.6

資料來源：龍湖、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	97,308.6	76,776.3	67,312.5	67,710.1
息稅折舊攤銷前利潤	1,801.3	2,846.7	5,761.4	6,817.7
折舊及攤銷	152.6	152.6	152.6	152.6
息稅前利潤	1,648.6	2,694.1	5,608.7	6,665.1
總其他非經營收入	4,517.1	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	(1,237.8)	(1,114.0)	(1,002.6)	(902.3)
淨利息收入／(支出)	310.1	(1,046.1)	(1,444.8)	(1,623.2)
除稅前溢利	5,238.1	534.0	3,161.3	4,139.6
稅項	(4,190.5)	(3,000.0)	(3,000.0)	(3,000.0)
少數股東權益	(25.7)	(616.5)	32.3	227.9
純利	1,021.8	(4,934)	193.6	1,367.5
純利 (經調整)	(1,700.0)	(4,934)	193.6	1,367.5

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
經營	21,876.3	10,610.0	9,453.4	9,453.8
年度利潤	5,238.1	534.0	3,161.3	4,139.6
稅項	(4,190.5)	(3,000.0)	(3,000.0)	(3,000.0)
折舊及攤銷	152.6	152.6	152.6	152.6
聯營公司	1,237.8	1,114.0	1,002.6	902.3
營運資金變動	22,690.0	11,250.1	9,976.2	9,277.0
非現金項目	(4,699.1)	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	1,447.5	559.3	(1,839.4)	(2,017.7)
投資	(9,189.0)	(12,495.0)	(5,883.0)	(5,840.0)
資本支出 (增長)	105.1	0.0	0.0	0.0
投資	29,538.6	28,424.6	27,422.0	26,519.7
其他	(40,565.3)	(40,919.6)	(33,305.0)	(32,359.7)
融資	(33,276.9)	(8,127.7)	(8,034.7)	(15,010.3)
支付股息	(677.6)	(492.9)	0.0	(62.0)
借款所得款項	(26,497.7)	(2,832.5)	(3,436.3)	(9,904.0)
償還貸款	(5,574.1)	(4,802.3)	(4,598.4)	(5,044.3)
其他 / 已付利息	(527.6)	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	(20,589.6)	(10,012.7)	(4,464.3)	(11,396.4)
年初現金及現金等價物	47,951.6	27,361.9	17,349.3	12,884.8
因外匯影響所致的變動	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	27,361.9	17,349.2	12,885.0	1,488.3

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	225,827.1	239,543.6	248,891.0	258,238.4
其他長期資產	53,553.1	52,439.1	51,436.6	50,534.2
現金／短期投資	27,361.9	17,349.3	12,884.8	1,488.1
其他流動資產	289,120.2	273,931.6	265,081.9	253,412.1
資產總額	595,862.4	583,263.7	578,294.2	563,672.8
短期債務	15,794.7	15,320.9	14,554.8	13,827.1
其他流動負債	170,914.4	165,366.0	167,708.4	159,425.7
長期債務	127,694.2	123,863.4	117,670.2	111,786.7
其他長期負債	44,456.4	44,176.8	43,724.8	43,295.4
股東權益	162,809.9	159,727.3	159,858.9	160,788.8
少數股東權益	74,192.7	74,809.2	74,776.9	74,549.0
負債及權益總額	595,862.4	583,263.7	578,294.2	563,672.8

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	1.9	3.7	8.6	10.1
稅前利潤率	5.4	0.7	4.7	6.1
純利率	1.1	(4.0)	0.3	2.0
資產回報率	0.2	(0.5)	0.0	0.2
股本回報率	0.6	(1.9)	0.1	0.9
增長				
營業額	(23.7)	(21.1)	(12.3)	0.6
息稅折舊攤銷前利潤	(85.5)	58.0	102.4	18.3
除稅前溢利	(72.0)	(89.8)	492.1	30.9
純利	(90.2)	不適用	不適用	606.4
純利 (經調整)	不適用	不適用	不適用	606.4
每股收益	不適用	不適用	不適用	585.8

槓桿比率

債務佔總資本比率	37.7	37.2	36.0	34.8
債務權益比率	88.1	87.1	82.7	78.1
債務／(現金) 淨額與權益	71.3	76.3	74.7	77.2
利息保障倍數 (倍)	不適用	2.7	4.0	4.2

美團 (3690 HK)

2026 年第 2 季度：盈利勝預期；外賣送遞業務維持盈利於 2026 年第 3 季度季節性壓力

重點摘要

- 美團 2026 年第 2 季度的業績超出預期。收入按年增長 14.4%至人民幣 1,046 億元，較我們及市場普遍預測高出 3-4%。非 IFRS 純利按年增長 69.0%至人民幣 25 億元，高於預期，而非 IFRS 純利率則改善至 2.4%。就 2026 年第 3 季度而言，美團預期核心本地商業收入按年增長為百分之十幾的中段，而新業務收入按年增長應加速至約 30%，虧損則按季大致持平。儘管面臨季節性壓力，外賣送遞業務仍應可保持盈利。
- 維持「持有」評級，目標價維持港幣 76 元不變。

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	按季	按年	大華繼顯	變動	市場普 遍預測	變動
總收入	91,490	91,039	104,643	14.9%	14.4%	100,713	3.9%	101,079	3.5%
收入成本	(61,426)	(65,069)	(69,548)	6.9%	13.2%	(69,553)	(0.0%)		
毛利	30,064	25,970	35,095	35.1%	16.7%	31,160	12.6%	31,820	10.3%
營運開支	(31,108)	(32,950)	(35,631)	8.1%	14.5%	(33,895)	5.1%		
非《國際財務報告準則》經 營利潤	399	(5,854)	1,247	121.3%	212.6%	(713)	274.8%		
非國際財務報告準則經營利 潤率	0.4%	-6.4%	1.2%	7.6 個百 分點	0.8 個百 分點	-0.7%	1.9 個百 分點		
純利	365	(6,827)	2,155	131.6%	490.0%	(1,549)	239.2%		
非國際財務報告準則純利	1,493	(4,968)	2,524	150.8%	69.0%	492	412.8%	340	641.7%
毛利率	32.9%	28.5%	33.5%	5.0 個百 分點	0.7 個百 分點	30.9%	2.6 個百 分點	31.5%	2.1 個百 分點
非國際財務報告準則純利率	1.6%	-5.5%	2.4%	7.9 個百 分點	0.8 個百 分點	0.5%	1.9 個百 分點	0.3%	2.1 個百 分點

資料來源：美團、大華繼顯

分析

- 隨着營運效率提升，核心本地商業重返盈利能力。2026 年第 2 季度，美團的核心本地商業（CLC）分部收入按年增長 10.1%至人民幣 715 億元（2026 年第 1 季度：按年增長 0.1%），而 CLC 經營利潤則由 2026 年第 1 季度的經營虧損人民幣 20 億元扭轉為人民幣 57 億元。2026 年第 2 季度送遞服務收入按年增長 17.5%至人民幣 278 億元，重拾正增長，主要由於用戶激勵開支更為嚴格受控。商戶服務收入（包括佣金收入及網上營銷服務收入）按年增長 6.6%至人民幣 424 億元。在自營品類的強勁增長帶動下，產品銷售收入按年增長 48.8%至人民幣 267 億元。銷售及市場推廣費用為人民幣 247 億元，費用率由 2026 年第 1 季度的 25.2%下降至 2026 年第 2 季度的 23.6%。

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	337,592	365,982	413,200	464,864	515,001
息稅折舊攤銷前利潤	28,595	-34,339	-13,459	5,749	25,245
經營利潤	36,845	-24,340	-4,261	15,680	35,641
純利（報告／實際）	35,809	-22,653	-3,783	15,707	34,823
純利（經調整）	43,773	-17,947	821	22,037	41,290
每股收益（分）	703.1	(287.7)	13.1	351.9	658.0
市盈率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市賬率	19.8	不適用	1,058.2	39.5	21.1
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	5.0	5.7	5.1	4.7	3.9
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	10.6	(6.2)	(0.9)	3.4	6.8
債務／（現金）淨額與權益	(40.3)	(56.0)	(37.0)	(60.9)	(68.6)
股本回報率	22.1	(14.0)	(2.4)	8.8	17.1
市場預期純利	-	-	(2,025.1)	23,103.8	38,708.1
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	不適用	0.95	1.07

資料來源：美團、彭博、大華繼顯

分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com
+86 21 5404 7225 轉 808

持有（維持）

股價	港幣 77.50 元
目標價	港幣 76 元
上升空間	-1.9%

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	3690 HK
已發行股份數目（百萬股）	5,596.3
市值（美金 1 百萬元）	478,599.4
市值（美金 1 百萬元）	61,042.7
3 個月日均成交額（美金 1 百萬元）	548.4

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 109.70 元/港幣 63.65 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(14.2)	5.7	(6.3)	(33.4)	(25.0)

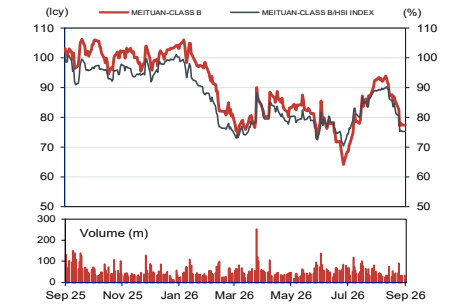
主要股東（%）

皇冠控股亞洲	8.75
--------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣\$）	27.07
2026 財年每股淨債項（人民幣\$）	10.01

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

美團是中國領先的本地生活服務平台，透過高度整合的數碼生態系統提供即時服務，涵蓋外賣餐飲、到店餐飲、酒店及旅遊預訂，以及其他生活服務

- **新業務分部** 新業務分部收入增長由 2026 年第 1 季的按年 21.3% 加速至 2026 年第 2 季的按年 25.0%，達人民幣 331 億元。經營虧損由人民幣 21 億元收窄至人民幣 17 億元，虧損率由 7.8% 改善至 5.3%，此乃受惠於境內雜貨及海外 KeeTa 業務的效率提升。小象超市已拓展至 68 個城市，而 KeeTa 在香港實現可持續盈利，並於 2026 年 7 月在沙特阿拉伯實現盈利。管理層預期 2026 年新業務虧損不超過 2025 年的水平，儘管持續擴張。
- **儘管交付量基數偏高，2026 年第 3 季度的營業收入增長依然維持穩健。** 外賣業務第 2 季度單位經濟效益（UE）略低於每單人民幣 0.3 元，而第 3 季度 UE 預計將按季下降。管理層預期，在高基數效應下，外賣訂單量將按年下跌，惟平均訂單價值的復甦應會支持即時配送總交易額（GTV）錄得按年高個位數增長。即時配送收入預計將實現百分之十幾的高段增長，而核心本地商業收入預計在 2026 年第 3 季度按年增長百分之十幾的中段，集團收入則按年增長約 20%。
- **儘管面臨近期季節性壓力，外賣配送盈利能力保持韌性。** 管理層預期 2026 年第 3 季度外賣盈利能力將按季下跌，但應仍足以彌補閃購虧損；預計 2026 年第 3 季度閃購虧損將按季大致持平於人民幣 5 億元。第 3 季度的單位經濟效益（UE）承壓，主要反映了夏季的競爭以及蓄意的戰略性投資。預期各平台的補貼將於 2026 年第 4 季度有所放緩，中長期的盈利能力復甦路徑依然明確。管理層繼續優先重視核心用戶及高質素訂單而非低價值單量，其中美團的整體 GTV 份額處於 60% 低位水平，而其人民幣 30 元以上訂單的份額則維持在約 70%。
- **新業務增長將會加速，同時虧損維持受控。** 新業務收入指引將加速至按年增長 30% 初段，營業虧損則按季大致持平。在小象業務擴張、Keeta 進軍海灣阿拉伯國家合作委員會（GCC）地區以及巴西業務規模擴展方面的更高投資，應會抵銷其他地區的季節性改善。小象超市的虧損率持續改善，而巴西業務仍聚焦於聖保羅，部分中東擴展計劃則已推遲至 2027 年。
- **到店、酒店及旅遊利潤率將於 2026 年第 3 季度正常化。** 管理層預期 2026 年第 3 季度的總交易額（GTV）及收入增長將較 2026 年第 2 季度略為放緩，主要受旅遊需求疲軟所致。酒店及民宿間夜量預計將按年持平至錄得輕微增長，而景點及交通相關旅遊服務的疲軟表現則可能對整體旅遊總交易額（GTV）構成壓力。分部利潤率預計將由 2026 年第 2 季度的約 30% 回落至約 25% 的正常水平，主要反映營銷投入增加，以及若干推廣費用由第 2 季度遞延至第 3 季度。
- **資本配置仍以投資回報率為導向。** 核心業務仍為首要重點，其次是對各項戰略舉措進行審慎投資，包括海外拓展、雜貨零售及人工智能。股份回購仍是主要的股東回報工具，而管理層亦對將部分投資資產（目前價值逾人民幣 700 億元）變現持開放態度，以提供額外的資金靈活性。

估值 / 建議

- 維持「持有」評級，目標價維持港幣 76 元不變，相當於 20 倍 2027 年預測市盈率。該公司目前的交易估值為 0.9 倍 2026 年預測企業價值 / 市銷率。

盈利預測調整 / 風險

- 我們亦將 2026 年經調整純利預測由先前估計的虧損人民幣 12 億元上調至人民幣 8.21 億元，反映外賣業務虧損收窄以及外賣分部的競爭緩和。
- 風險：a) 宏觀環境充滿挑戰，b) 與抖音及餓了麼的競爭加劇，以及 c) 新舉措實現盈利能力的速度慢於預期。

股價催化劑

- a) 市佔率在餐飲外賣分部的持續擴展，以及在生鮮雜貨分部滲透率的提升，以及 b) 與核心業務及新業務的協同效應。

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	365,982.0	413,200.3	464,864.1	515,000.7
息稅折舊攤銷前利潤	(34,339.2)	(13,459.3)	5,748.6	25,244.8
折舊及攤銷	(9,999.2)	(9,198.8)	(9,931.0)	(10,395.8)
息稅前利潤	(24,340.1)	(4,260.5)	15,679.6	35,640.6
總其他非經營收入	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
聯營公司貢獻	78.9	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／(支出)	124.7	57.6	1,772.7	3,051.5
除稅前溢利	(24,136.4)	(4,202.9)	17,452.3	38,692.1
稅項	1,483.3	420.3	(1,745.2)	(3,869.2)
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	(22,653.1)	(3,782.6)	15,707.0	34,822.9
純利 (經調整)	(17,946.9)	820.6	22,037.3	41,289.9

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	(13,113.9)	(26,137.5)	72,959.3	60,463.9
年度利潤	(24,136.4)	(4,202.9)	17,452.3	38,692.1
稅項	1,483.3	420.3	(1,745.2)	(3,869.2)
折舊及攤銷	(9,999.2)	(9,198.8)	(9,931.0)	(10,395.8)
聯營公司	(78.9)	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	(1,055.9)	(30,615.5)	46,506.2	14,419.1
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	20,673.2	17,459.3	20,677.0	21,617.7
投資	29,772.9	(7,805.1)	(29,100.0)	(22,194.4)
資本支出 (增長)	(13,270.7)	(15,772.4)	(17,663.0)	(19,433.8)
投資	42,426.6	40,893.7	52,217.6	54,853.0
其他	(124,244.9)	(29,391.3)	(63,654.6)	(57,613.7)
融資	21,242.7	38,236.7	0.0	0.0
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	42,232.3	19,881.2	0.0	0.0
償還貸款	(5,344.4)	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(15,645.2)	18,355.5	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	37,901.6	4,294.1	43,859.3	38,269.5
年初現金及現金等價物	70,900.7	107,539.1	111,833.2	155,692.5
因外匯影響所致的變動	(1,263.3)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	107,539.1	111,833.2	155,692.5	193,962.0

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	38,705.5	43,294.7	50,671.6	59,772.1
其他長期資產	83,147.4	114,496.6	106,855.9	110,202.2
現金／短期投資	106,771.4	104,716.8	155,692.5	193,962.0
其他流動資產	118,286.0	122,173.6	115,701.4	118,083.9
資產總額	346,910.3	384,681.7	428,921.4	482,020.2
短期債務	3,467.9	6,833.8	6,833.8	6,833.8
其他流動負債	120,073.9	111,899.9	128,885.5	141,516.6
長期債務	18,789.3	35,304.5	35,304.5	35,304.5
其他長期負債	53,591.4	61,494.6	67,773.1	73,417.9
股東權益	151,045.9	169,206.5	186,561.9	221,384.8
少數股東權益	(58.1)	(57.6)	(57.6)	(57.6)
負債及權益總額	346,910.3	384,681.7	425,301.2	478,400.0

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	(9.4)	(3.3)	1.2	4.9
稅前利潤率	(6.6)	(1.0)	3.8	7.5
純利率	(6.2)	(0.9)	3.4	6.8
資產回報率	(6.7)	(1.0)	3.9	7.6
股本回報率	(14.0)	(2.4)	8.8	17.1

增長

營業額	8.4	12.9	12.5	10.8
息稅折舊攤銷前利潤	不適用	不適用	不適用	339.1
除稅前溢利	不適用	不適用	不適用	121.7
純利	不適用	不適用	不適用	121.7
純利 (經調整)	不適用	不適用	2,585.5	87.4
每股收益	不適用	不適用	2,580.2	87.0

槓桿比率

債務佔總資本比率	12.8	19.9	18.4	16.0
債務權益比率	14.7	24.9	22.6	19.0
債務／(現金) 淨額與權益	(56.0)	(37.0)	(60.9)	(68.6)

美的集團 (000333 CH)

2026 年第 2 季度：業績符合預期；自有品牌業務（OBM）成亮點；維持全年預測指引

重點摘要

- 美的公佈符合預期的 2026 年第 2 季度業績。在海外市場增長超過 10%的帶動下，2026 年第 2 季度的收入按年增長加速至超過 5%，而國內市場則錄得低個位數增長。
- OBM 增長動能於 2026 年第 2 季度加速，目前佔海外 ToC 收入逾 50%。管理層預期 OBM 增長將在 2026 年下半年較 2026 年上半年進一步加快，並在 2027 至 2028 年維持穩健的增長步伐。ToB 業務收入於 2026 年第 2 季度增長 3%，境內及海外市場擴張步伐相若。管理層預期 2026 年下半年 ToB 業務板塊的收入增長將超越 ToC。
- 就全年而言，管理層維持其收入實現中至高單位數增長以及純利率穩定的指引。關稅退款預計將於 2026 年下半年反映（尚未反映於 2026 年上半年）。
- 維持「買入」評級，目標價維持在人民幣 112.6 元不變。

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	2026 年 第 1 季 度	2025 年 第 2 季 度	按年變動 (%)	按季變動 (%)	2026 年 上半年	2025 年 上半年	按年變動 (%)
總收益	129,472	131,581	123,903	4.5	(1.6)	261,052	252,331	3.5
毛利	32,680	34,005	32,424	0.8	(3.9)	66,685	65,544	1.7
毛利率 (%)	25.2	25.8	26.2	(0.9)	(0.6)	25.5	26.0	(0.4)
息稅前利潤	13,644	14,232	12,509	9.1	(4.1)	27,876	25,323	10.1
息稅前利潤率 (%)	10.5	10.8	10.1	0.4	(0.3)	10.7	10.0	0.6
應佔純利	13,771	12,675	13,591	1.3	8.7	26,446	26,014	1.7
應佔純利率 (%)	10.6	9.6	11.0	(0.3)	1.0	10.1	10.3	(0.2)
核心純利	8,633	10,962	13,486	(36.0)	(21.2)	19,595	26,235	(25.3)
核心純利率 (%)	6.7	8.3	10.9	(4.2)	(1.7)	7.5	10.4	(2.9)

來源：美的，大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度業績符合預期。美的集團（美的）公佈 2026 年上半年收入為人民幣 261,052 百萬元（按年增加 3%）。毛利為人民幣 66,685 百萬元（按年增加 2%），毛利率為 25.5%（按年下跌 0.4 個百分點）。息稅前利潤為人民幣 27,876 百萬元（按年增加 10%），息稅前利潤率為 10.7%（按年上升 0.6 個百分點）。純利為人民幣 26,446 百萬元（按年增加 2%），純利率為 10.1%（按年下降 0.2 個百分點）。營業額（頂線）及淨利潤（底線）均符合 VA 普遍預期。

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	409,084	458,502	481,924	514,620	551,503
息稅折舊攤銷前利潤	45,706	52,862	53,483	57,170	61,045
經營利潤	37,882	43,522	45,987	49,477	53,155
純利（報告／實際）	38,537	43,945	46,475	49,348	52,790
純利（經調整）	38,537	43,945	46,475	49,348	52,790
每股收益（分）	542.0	576.0	611.7	649.6	694.9
市盈率（倍）	15.9	15.0	14.1	13.3	12.4
市賬率（倍）	3.0	2.9	2.8	2.7	2.5
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	12.4	12.1	12.1	11.3	10.5
股息收益率 (%)	4.0	4.9	5.2	5.5	5.9
純利率 (%)	9.4	9.6	9.6	9.6	9.6
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(91.7)	(19.8)	(15.9)	(17.0)	(18.1)
股本回報率 (%)	20.3	20.0	20.3	20.6	21.0
市場預期純利	-	-	46,744.0	51,006.6	55,325.0
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.99	0.97	0.95

來源：美的，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	人民幣 86.23 元
目標價	人民幣 112.60 元
上升空間	+30.6%

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	000333 CH
已發行股份數目（百萬股）	6,962.6
市值（人民幣 1 百萬元）	655,547.2
市值（美金 1 百萬元）	97,421.2
3 個月日均成交額（美金 1 百萬元）	421.1

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		人民幣 89.50 元 / 人民幣 71.02 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(3.6)	6.7	9.7	17.0	10.3

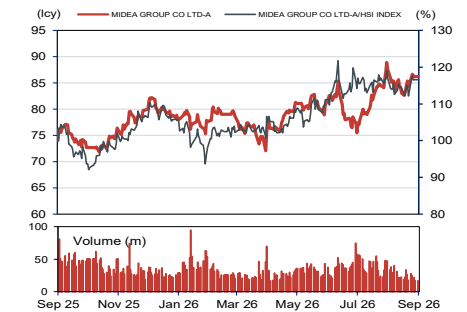
主要股東 (%)

美的控股	28.49
------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	30.74
2026 財年每股淨現金（人民幣）	5.07

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

美的集團股份有限公司是一家領先的科技驅動型全球智能家居解決方案以及商業及工業解決方案供應商。在智能家居解決方案業務下，美的為消費者提供廣泛的家電產品；在商業及工業解決方案業務下，其產品及服務涵蓋針對企業客戶的各類解決方案，例如家電壓縮機及電機、商用空調、工業機器人以及供應鏈服務。

這意味着 2026 年第 2 季度收入為人民幣 129,472 百萬元（按年增長 5%，按季下降 2%）。毛利為人民幣 32,680 百萬元（按年增長 1%，按季下降 4%），毛利率為 25.2%（按年下降 0.9 個百分點，按季下降 0.6 個百分點）。息稅前利潤為人民幣 13,644 百萬元（按年+9%，按季-4%），息稅前利潤率為 10.5%（按年+0.4 個百分點，按季-0.3 個百分點）。純利為人民幣 13,771 百萬元（按年+1%，按季+9%），純利率為 10.6%（按年-0.3 個百分點，按季+1.0 個百分點）。

- **2026 年第 2 季度 ToC 分部：**2026 年第 2 季度國內銷售額錄得低個位數增長，海外銷售額增長超過 10%。於 2026 年上半年，智能家電收入按年增長超過 4%，其中境內及海外市場均增長超過 4%。於 2026 年第 2 季度，收入按年增長加快至超過 5%，主要受錄得逾 10%增長的海外市場帶動，而國內市場則錄得低個位數增長。按產品劃分，空調錄得低個位數增長（國內：持平；海外：超過 5%），雪櫃及洗衣機增長超過 10%（國內：接近 10%；海外：超過 15%），廚房電器則增長約 5%（國內：錄得高個位數跌幅；海外：接近 15%）。
- **ToC 分部—國內：**預期 2026 年下半年表現更佳。就國內市場而言，空調銷量（按安裝卡計算）於 7 月錄得高單位數跌幅，而 8 月則錄得高單位數增長。展望 2026 年下半年，儘管需求依然疲弱且競爭激烈，但較低的比較基數應有助支持業績，令 2026 年下半年的表現優於 2026 年上半年。
- **ToC 業務板塊—海外：**自有品牌（OBM）佔 ToC 收入的 50%；預期 2026 年下半年 OBM 增長將快於 2026 年上半年。於 2026 年上半年，自有品牌製造（OBM）收入按年增長近 15%，其中 2026 年第 1 季度增長 10%，且增長勢頭於 2026 年第 2 季度進一步加快。OBM 現時佔海外 ToC 收入超過 50%，標誌着一個重要里程碑。於 7 月至 8 月，海外訂單按年增長近 15%，其中 OBM 的增長速度超越海外整體訂單量。管理層預期 OBM 增長將在 2026 年下半年較 2026 年上半年進一步加快，並在 2027 至 2028 年維持穩健的增長步伐。按盈利能力劃分，原設備製造商（OEM）仍高於內銷，而自有品牌製造（OBM）則為最低。
- **ToB 業務板塊：**樓宇科技引領增長；預期 ToB 業務板塊的收入增長將於 2026 年下半年超越 ToC。於 2026 年上半年，ToB 業務收入按年增長 3%，其中境內市場大致持平，而海外市場則錄得高單位數增長。於 2026 年第 2 季度，ToB 業務收入增長 3%，國內及海外市場以相若步伐擴張。樓宇科技業務收入增長超過 10%（國內外市場均增長逾 10%）；機器人與自動化（庫卡）收入按年增長近 10%（國內：超過 30%，海外：低個位數）；工業技術業務收入按年下跌超過 10%（國內外市場均下跌逾 10%），乃由於該分部與承壓的空調業務高度關聯。管理層預期 2026 年下半年 ToB 業務板塊的收入增長將超越 ToC。
- **維持全年度指引；**預期關稅退稅將於 2026 年下半年確認。全年而言，管理層維持收入錄得中至高單位數增長以及純利率穩定的指引。關稅退款預計將於 2026 年下半年反映（尚未反映於 2026 年上半年）。

盈利預測調整 / 風險

- 我們分別下調 2026/27 年的盈利預測 1%/2%。我們分別下調 2026/27 年收入預測 2%/3%。我們將 2026/27 年度的毛利率預測均按年下調 0.3 個百分點。我們亦將 2026 年營運開支比率預測下調 0.2 個百分點，但維持 2027 年營運開支比率預測不變。因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 1%/2%。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持在人民幣 112.6 元不變。我們維持以分類加總估值法（SOTP）計算的目標價人民幣 112.6 元。我們的目標價對應 18.4 倍的 2026 年預測市盈率及 17.3 倍的 2027 年預測市盈率。該股票目前按 14.1 倍 2026 年預測市盈率及 13.3 倍 2027 年預測市盈率進行交易。

分部業績（季度）

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 (%)
收入-按產品類別劃分			
樓宇科技	14,825	11,810	25.5
工業科技	4,938	7,718	(36.0)
機器人與自動化	16,621	15,073	10.3

根據美的 A 股

來源：美的，大華繼顯

分部業績（每半年）

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-按產品類別劃分			
樓宇科技	21,625	19,511	10.8
工業科技	13,138	15,053	(12.7)
機器人與自動化	16,621	15,073	10.3

根據美的 A 股

來源：美的，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	458,502.4	481,923.8	514,620.2	551,502.6
息稅折舊攤銷前利潤	52,861.9	53,483.4	57,170.1	61,044.9
折舊及攤銷	9,339.7	7,496.0	7,692.8	7,889.6
息稅前利潤	43,522.2	45,987.3	49,477.3	53,155.3
總其他非經營收入	106.6	106.6	106.6	106.6
聯營公司貢獻	1,694.7	1,745.5	1,797.9	1,851.8
淨利息收入／（支出）	5,903.5	5,901.0	5,829.7	6,255.9
除稅前溢利	53,085.3	56,140.5	59,611.4	63,769.5
稅項	(8,565.1)	(9,058.1)	(9,618.1)	(10,289.0)
少數股東權益	(574.8)	(607.9)	(645.4)	(690.5)
純利	43,945.4	46,474.5	49,347.8	52,790.1
純利（經調整）	43,945.4	46,474.5	49,347.8	52,790.1

現金流

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
經營	53,345.9	48,128.3	44,841.6	47,332.6
除稅前溢利	53,085.3	56,140.5	59,611.4	63,769.5
稅項	(8,565.1)	(9,058.1)	(9,618.1)	(10,289.0)
折舊及攤銷	9,339.7	7,496.0	7,692.8	7,889.6
營運資金變動	5,279.5	5,821.9	3,327.1	3,894.1
其他營運現金流量	(6,599.5)	(12,323.2)	(16,222.7)	(17,982.8)
投資	25,340.3	(2,183.1)	(2,183.1)	(2,183.1)
資本支出（增長）	(11,141.9)	(7,000.0)	(7,000.0)	(7,000.0)
投資	(171,060.0)	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	207,542.2	4,816.9	4,816.9	4,816.9
融資	(64,957.8)	(42,638.9)	(38,573.3)	(42,259.6)
支付股息	(33,080.1)	(36,134.4)	(37,996.8)	(40,112.6)
發行股份	4,725.9	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	88,859.5	37,400.0	37,400.0	34,100.0
償還貸款	(125,492.9)	(43,904.6)	(37,976.5)	(36,246.9)
其他／已付利息	29.9	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	13,728.4	3,306.3	4,085.2	2,890.0
年初現金及現金等價物	55,025.2	68,076.7	71,383.0	75,468.2
其他貨幣資金	17,170.5	17,170.5	17,170.5	17,170.5
年末現金及現金等價物	85,247.2	71,383.0	75,468.2	78,358.2

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	44,983.4	43,292.4	41,535.7	39,713.1
其他長期資產	147,146.0	145,948.7	144,620.3	143,161.0
現金／短期投資	85,247.2	71,383.0	75,468.2	78,358.2
其他流動資產	331,415.2	362,494.8	385,724.4	411,928.1
資產總額	608,791.8	623,118.9	647,348.6	673,160.4
短期債務	43,904.6	37,976.5	36,246.9	33,088.4
其他流動負債	299,479.2	309,362.8	322,172.5	336,763.4
長期債務	12,658.8	12,082.3	13,235.4	14,246.9
其他長期負債	16,325.0	16,325.0	16,325.0	16,325.0
股東權益	223,221.3	233,561.4	244,912.5	257,589.9
少數股東權益	13,202.9	13,810.8	14,456.2	15,146.7
負債及權益總額	608,791.8	623,118.9	647,348.6	673,160.4

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	11.5	11.1	11.1	11.1
稅前利潤率	11.6	11.6	11.6	11.6
純利率	9.6	9.6	9.6	9.6
資產回報率	7.2	7.5	7.8	8.0
股本回報率	20.0	20.3	20.6	21.0
增長				
營業額	12.1	5.1	6.8	7.2
息稅折舊攤銷前利潤	15.7	1.2	6.9	6.8
除稅前溢利	13.7	5.8	6.2	7.0
純利	14.0	5.8	6.2	7.0
純利（經調整）	14.0	5.8	6.2	7.0
每股收益	6.3	6.2	6.2	7.0
槓桿比率				
債務佔總資本比率	21.0	17.8	17.1	15.8
債務權益比率	25.7	21.9	20.7	18.8
債務／（現金）淨額與權益	(19.8)	(15.9)	(17.0)	(18.1)

名創優品 (MNSO US/9896 HK)

2026 年上半年：收入略高於指引但利潤不及預期；預期 2026 年經營利潤錄得高個位數跌幅

重點摘要

- 名創優品 2026 年上半年的收入略高於先前的指引，主要受國內市場推動，而海外市場則未達預期。因銷售費用增加，利潤未達預期。
- 該公司旨在放緩海外擴張步伐，在關閉低效益分銷商門市的同时，控制直面消費者（DTC）門市的擴張節奏。就 2026 年下半年而言，管理層預期收入將錄得高個位數增長，從而帶動全年收入增長達到百分之十幾的中段（相較此前預期為百分之十幾的高段）。鑑於分銷商市場收入將在未來兩個季度下滑，全年的經調整經營利潤預計將錄得高個位數跌幅，營業利潤率將下降 3 至 4 個百分點（相比此前預期今年利潤增長加快，且隱含利潤率下降 1 至 2 個百分點）。
- 維持「買入」評級，但將目標價下調 21%至美金 17.5 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	2026 年 第 1 季 度	2025 年 第 2 季 度	按年變動 (%)	按季變動 (%)	2026 年上 半年	2025 年上 半年	按年變動 (%)
收入	5,811	5,688	4,966	17.0	2.1	11,499	9,393	22.4
毛利	2,630	2,464	2,199	19.6	6.7	5,094	4,157	22.5
毛利率 (%)	45.3	43.3	44.3	1.0	1.9	44.3	44.3	0.0
經調整經營利潤 (不包括外匯)	791	838	818	(3.3)	(5.7)	1,629	1,551	5.0
經調整營業利潤率 (不計外匯影響) (%)	13.6	14.7	16.5	(2.9)	(1.1)	14.2	16.5	(2.3)
經調整純利 (不包括外匯)	588	633	657	(10.5)	(7.1)	1,222	1,243	(1.7)
經調整純利率 (不計外匯) (%)	10.1	11.1	13.2	(3.1)	(1.0)	10.6	13.2	(2.6)

資料來源：名創優品、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績符合盈利預警：收入略高於指引區間，但利潤不及預期。名創優品公佈 2026 年上半年收入為人民幣 114.99 億元（同比增長 22%），略高於 20%至 22%的指引區間。毛利率為 44.3%（按年持平）。經調整經營利潤（不計匯兌影響）為人民幣 16.29 億元（按年增加 5%），低於高單位數增長的指引，經調整營業利潤率為 14.2%（按年減少 2.3 個百分點）。經調整純利（不包括外匯影響）為人民幣 12.22 億元（按年下降 2%），經調整純利率為 10.6%（按年下降 2.6 個百分點）。經營利潤及純利下跌，主要是由於銷售費用增加（不包括股份獎勵開支，按年上升 2.7 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	16,994	21,444	24,720	27,888	31,281
息稅折舊攤銷前利潤 (經調整)	4,334	4,877	4,558	5,310	6,057
經營利潤 (經調整)	3,401	3,671	3,382	3,914	4,441
純利 (報告/實際)	2,618	1,205	1,728	2,422	2,892
純利 (經調整)	2,721	2,898	2,608	2,980	3,351
每股收益 (分)	870.7	927.5	834.6	953.6	1,072.3
市盈率 (倍)	8.0	7.5	8.3	7.3	6.5
市賬率 (倍)	2.1	2.0	2.0	1.8	1.6
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (經調整) (倍)	3.5	4.4	5.0	4.4	3.9
股息收益率 (%)	6.3	6.3	6.0	6.9	7.7
純利率 (%)	16.0	13.5	10.6	10.7	10.7
債務/(現金)淨額與權益 (%)	(64.1)	(6.6)	6.4	10.9	10.3
利息保障倍數 (倍)	不適用	14.9	7.9	10.6	14.6
股本回報率 (%)	27.9	27.7	24.1	25.8	26.4
市場預期純利	-	-	2,988.5	3,391.0	3,952.5
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.87	0.88	0.85

來源：名創優品、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	美金 10.33 元
目標價	美金 17.50 元
上升空間	+69.4%
早前目標價	美金 22.20 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	MNSO US
已發行股份數目 (百萬股)	303.5
市值 (港幣 1 百萬元)	24,580.5
市值 (美金 1 百萬元)	3,135.3
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元)	8.7

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		美金 25.92 元/美金 10.01 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(21.1)	(20.4)	(42.7)	(58.4)	(44.9)

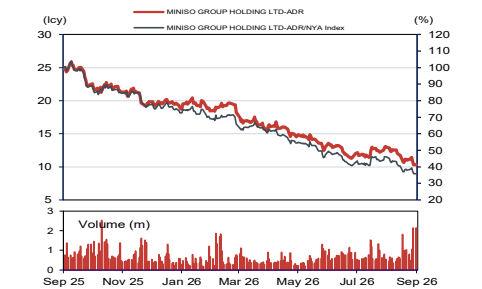
主要股東 (%)

葉國富	63.10
-----	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	35.26
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	2.22

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

名創優品 (Miniso) 是一家全球價值零售商，提供各類以 IP 設計為特色的潮流生活產品。其旗艦品牌「名創優品」(MINISO) 提供頻繁更新的生活各類產品組合，涵蓋 11 個主要品類，包括家居裝飾、小型電器、紡織品、飾品、美妝工具、玩具、化妝品、個人護理、零食、香氛及香水，以及文具和禮品。「TOPTOY」品牌於 2020 年 12 月在中國內地開始運營，現提供盲盒、積木、手辦、拼裝模型、娃娃雕塑、一番賞及其他熱門潮流玩具等潮玩產品。

這意味着 2026 年第 2 季度收入為人民幣 58.11 億元（按年增加 17%，按季增加 2%）。毛利率為 45.3%（按年增加 1.0 個百分點，按季增加 1.9 個百分點）。撇除外匯影響的經調整經營利潤為人民幣 7.91 億元（按年減少 3%，按季減少 6%），經調整經營利潤率為 13.6%（按年減少 2.9 個百分點，按季減少 1.1 個百分點）。撇除外匯影響的經調整純利為人民幣 5.88 億元（按年減少 10%，按季減少 7%），經調整純利率為 10.1%（按年減少 3.1 個百分點，按季減少 1.0 個百分點）。

於 2026 年第 2 季度，名創優品在中國內地按季增加 72 間門店，在海外市場按季增加 27 間門店，以及按季增加 10 間 TOP TOY 門店，使門店總數分別達到 4,665 間 / 3,644 間 / 365 間。

- 國內市場表現勝預期，但海外市場則不及預期。2026 年上半年，國內收入按年增長 26%，優於公司 21%至 22%的指引。表現優於預期，主要是受到渠道升級與門店擴張步伐加快，以及自有 IP 帶來的銷售貢獻所帶動。國內同店銷售於 2026 年上半年錄得中單位數增長，符合指引。於 2026 年上半年，海外收入按年增長 15%，低於指引的百分之十幾的高段，主要由於分銷商收入下跌 10%。海外同店銷售於 2026 年上半年錄得低單位數跌幅。
- 海外市場於 2026 年下半年放緩；北美將產生人民幣 40 億元銷售額及人民幣 4 億元利潤。由於物業投資（IP）推出節奏出現空檔，加上本地直接採購比例上升，北美市場收入於 2026 年上半年同比增長 37%，其中 2026 年第 2 季度的收入增長放緩至 25%。同店銷售錄得中單位數增長，遜於先前高單位數至百分之十幾的低段的指引。管理層預計北美地區全年將錄得人民幣 40 億元銷售額，以及約人民幣 4 億元利潤（包括人民幣 1 億元的關稅退稅）。
- 展望 2026 年下半年，該公司旨在放緩海外擴張步伐，在關閉低效益分銷商門店的同時，控制直營業務（DTC）門店的擴張節奏。其目標為於 2026 年下半年在海外市場淨減少 50 至 70 間門店，其中 DTC 門店淨增加 40 至 50 間，分銷商門店淨減少 100 至 110 間。
- 預期經營利潤於 2026 年將錄得高單位數跌幅，相較於先前加速增長的預期。就 2026 年下半年而言，管理層估計收入將錄得高個位數增長，從而帶動全年收入增長達到百分之十幾的中段（相比之前預期的百分之十幾的高段）。名創優品中國區收入於 2026 年下半年或會按百分之十幾的中段增長，而海外收入預計將按低個位數增長；其中，分銷商收入下降百分之十幾的低段，DTC 則增長百分之十幾的低段。預計 TOP TOY 於 2026 年下半年收入將持平，全年增長則為百分之十幾的低段。鑑於分銷商市場收入在未來兩個季度將會下降，全年經調整經營利潤可能會錄得高個位數跌幅，營業利潤率下降 3 至 4 個百分點（相比此前預期今年利潤加速增長且隱含利潤率下降 1 至 2 個百分點）。

盈利預測調整 / 風險

- 將我們 2026/27 年度的盈利預測分別調低 15%/14%。我們將 2026/27 年度的收入預測分別下調 3%/5%。我們將 2026 年的毛利率預測下調 0.1 個百分點，同時維持 2027 年的毛利率預測不變。我們將 2026/27 年度的銷售及分銷開支比率分別上調 2.1 個百分點 / 1.9 個百分點。因此，我們將 2026/27 年度的經調整盈利（不包括特殊項目及以股份為基礎的薪酬開支）預測分別下調 15%/14%。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，但將目標價下調 21%至美金 17.5 元。我們將基於 DCF 的目標價下調 21%至美金 17.5 元。我們的目標價相當於 15.1 倍 2026 年預測市盈率 及 13.2 倍 2027 年預測 市盈率 。該股票目前以 8.3 倍 2026 年預測市盈率 及 7.3 倍 2027 年預測 市盈率 交易。

按分部劃分的收入

（人民幣 1 百萬 元）	2026 年第 2 季 度	2026 年第 1 季 度	2025 年第 2 季 度	按年 變動 （%）	按季 變動 （%）
名創優品品牌	5,340	5,173	4,563	17.0	3.2
-中國內地	3,222	3,232	2,621	22.9	(0.3)
-線下業務	2,849	2,890	2,351	21.2	(1.4)
-網上商店	373	342	270	38.1	9.1
-海外	2,118	1,941	1,942	9.1	9.1
TOP TOY 品牌	470	514	402	16.9	(8.6)
其他	1	1	1	(12.1)	11.2

資料來源：名創優品、大華繼顯

店舖數目

	2026 年 第 2 季 度	2026 年 第 1 季 度	2025 年 第 2 季 度
名創優品中國	4,665	4,593	4,305
(1)按類別			
直營門市	15	15	20
第三方商店	4,650	4,578	4,285
(2)按地區			
一線	611	605	572
二線	1,928	1,894	1,774
三線及以下	2,126	2,094	1,959
名創優品海外	3,644	3,617	3,307
(1)按類別			
直營門市	580	745	579
第三方商店	2,849	2,872	2,728
(2)按地區			
亞洲（不包括中國）	1,793	1,801	1,695
北美洲	536	499	394
拉丁美洲	726	722	661
歐洲	356	355	319
其他	233	240	238
TOP TOY	365	355	293
直營門市	63	56	38
第三方商店	302	299	255
總計	8,674	8,565	7,905

資料來源：名創優品、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	21,443.8	24,719.5	27,887.8	31,280.6
息稅折舊攤銷前利潤	4,877.3	4,558.3	5,310.3	6,057.1
折舊及攤銷	1,206.3	1,176.1	1,396.1	1,616.1
息稅前利潤 (經調整)	3,671.0	3,382.3	3,914.3	4,441.0
淨利息收入 / (支出)	(326.5)	(575.0)	(502.4)	(413.5)
除稅前溢利 (經調整)	1,913.3	2,313.7	3,242.4	3,871.1
稅項	(703.5)	(578.4)	(810.6)	(967.8)
少數股東權益	(4.8)	(6.8)	(9.6)	(11.4)
純利	1,205.0	1,728.4	2,422.2	2,891.9
純利 (經調整)	2,898.2	2,607.9	2,979.7	3,350.7

現金流

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
經營	2,577.9	2,138.3	3,024.9	3,749.3
除稅前溢利	1,913.3	2,313.7	3,242.4	3,871.1
稅項	(703.5)	(578.4)	(810.6)	(967.8)
折舊及攤銷	1,206.3	1,176.1	1,396.1	1,616.1
聯營公司	834.5	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	(1,360.7)	(808.5)	(838.4)	(805.6)
非現金項目	171.8	35.5	35.5	35.5
其他營運現金流量	(187.3)	(578.4)	(810.6)	(967.8)
投資	(7,019.5)	(2,200.0)	(2,200.0)	(2,200.0)
資本支出 (增長)	(997.7)	(1,000.0)	(1,000.0)	(1,000.0)
投資	(31,075.3)	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	25,117.9	0.0	0.0	0.0
其他	(64.4)	(1,200.0)	(1,200.0)	(1,200.0)
融資	4,969.2	(2,080.0)	(2,757.3)	(2,604.6)
支付股息	(1,357.7)	(1,329.0)	(1,403.5)	(1,589.2)
發行股份	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	4,737.1	1,000.0	1,000.0	1,000.0
償還貸款	(2,124.4)	(1,751.0)	(2,353.9)	(2,015.4)
其他 / 已付利息	3,714.3	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	527.6	(2,141.7)	(1,932.4)	(1,055.2)
年初現金及現金等價物	6,328.1	6,817.1	4,675.4	2,743.0
因外匯影響所致的變動	(38.6)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	6,817.1	4,675.4	2,743.0	1,687.8

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	2,109.4	2,698.4	3,187.4	3,576.4
其他長期資產	12,437.8	12,837.4	13,116.9	13,276.3
現金 / 短期投資	6,817.1	4,675.4	2,743.0	1,687.8
其他流動資產	7,269.2	8,409.0	9,452.1	10,569.1
資產總額	28,633.5	28,620.3	28,499.4	29,109.6
短期債務	1,751.0	2,353.9	2,015.4	1,761.5
其他流動負債	6,721.9	7,053.2	7,257.9	7,569.3
長期債務	5,415.4	4,061.6	3,046.2	2,284.6
其他長期負債	4,025.9	4,025.9	4,025.9	4,025.9
股東權益	10,618.8	11,018.3	12,037.1	13,339.8
少數股東權益	100.5	107.3	116.9	128.4
負債及權益總額	28,633.5	28,620.3	28,499.4	29,109.6

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	22.7	18.4	19.0	19.4
稅前利潤率 (經調整)	17.6	12.9	14.3	14.3
純利率 (經調整)	13.5	10.6	10.7	10.7
資產回報率	12.4	9.1	10.4	11.6
股本回報率	27.7	24.1	25.8	26.4
增長				
營業額	26.2	15.3	12.8	12.2
息稅折舊攤銷前利潤	12.5	(6.5)	16.5	14.1
除稅前溢利 (經調整)	10.0	(15.6)	25.1	12.5
純利	6.5	(10.0)	14.3	12.5
純利 (經調整)	6.5	(10.0)	14.3	12.5
每股收益 (經調整)	6.5	(10.0)	14.3	12.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	50.0	36.4	29.3	23.5
債務權益比率	68.5	59.3	43.9	31.9
債務 / (現金) 淨額與權益	(6.6)	6.4	10.9	10.3
利息保障倍數 (倍)	14.9	7.9	10.6	14.6

寧波拓普集團股份有限公司 (601689 CH)

2026 年第 2 季度：核心盈利符合預期；受匯兌虧損拖累，呈報利潤遜於預期

重點摘要

- 2026 年第 2 季度純利為人民幣 4.71 億元（按年下降 35.5% / 按季下降 14.7%），遜於預期，原因是在新產能投放拖累產能利用率的情況下，較高的折舊及人工費用令利潤率承壓。
- 隨着墨西哥工廠的產能利用率回升，利潤率將於 2026 年下半年復甦。
- 收入增長將由其汽車零部件業務的結構性增長，以及新興業務板塊的加速商業化所推動。
- 因利潤率下降，我們將 2026 年至 2028 年的純利預測下調 17% / 10% / 6% 至人民幣 26.08 億元 / 人民幣 32.7 億元 / 人民幣 37.92 億元。維持「買入」評級，並將目標價下調至人民幣 64 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	按年百分 比	按季% 2026 年上 半年	按年百分 比	2026 年預 測	按年百分 比	2026 年上半 年 / 2026 年
收入	7,571	5.6	14.2	14,199	9.8	32,540	10.0
毛利	1,395	1.0	9.3	2,671	5.6	6,280	9.3
毛利率 (%)	18.4	(0.9)	(0.8)	18.8	(0.7)	19.3	(0.1)
息稅前利潤	692	(16.2)	(3.1)	1,407	(2.5)	3,713	11.7
息稅前利潤率 (%)	9.1	(2.4)	(1.6)	9.9	(1.2)	11.4	0.2
純利 (美國通用會計準則)	471	(35.5)	(14.7)	1,023	(21.0)	3,136	12.8
純利 - 經調整	434	(35.6)	(8.2)	908	(21.9)	2,946	12.8
純利率 (%)	6.2	(4.0)	(2.1)	7.2	(2.8)	9.6	(1.9)
純利率 - 經調整 (%)	5.7	(3.7)	(1.4)	6.4	(2.6)	9.1	(1.4)

資料來源：拓普、彭博、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度業績因利潤率令人失望而遜於預期。寧波拓普集團股份有限公司 (Tuopu) 2026 年第 2 季度美國通用會計準則純利及經調整純利分別為人民幣 4.71 億元（同比-35.5% / 環比-14.7%）和人民幣 4.34 億元（同比-35.6% / 環比-8.2%），遜於預期。這令 2026 年上半年美國通用會計準則純利及經調整純利分別達到人民幣 10.23 億元（按年下跌 21%）及人民幣 9.08 億元（按年下跌 21.9%），分別佔我們全年預測的 33% 及 31%。盈利遜於預期源於利潤率疲弱及匯兌虧損。
 - 收入符合預期。收入於 2026 年第 2 季度按年增長 5.6%、按季增長 14.2% 至人民幣 75.71 億元，於 2026 年上半年則按年增長 9.8% 至人民幣 142 億元，佔我們 2026 年全年預測的 44%。底盤業務分部為主要增長動力，於 2026 年上半年收入按年增長 14.4% 至人民幣 42.4 億元，佔總收入的 29.9%。在低基數效應下，機器人執行器銷售收入於 2026 年上半年亦按年急升 83.4% 至人民幣 1,400 萬元。

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	26,600	29,581	32,540	37,421	43,034
息稅折舊攤銷前利潤	5,343	5,424	5,687	6,591	7,412
經營利潤	3,639	3,325	3,319	3,967	4,562
純利 (報告/實際)	3,001	2,779	2,608	3,270	3,792
純利 (經調整)	2,728	2,611	2,450	3,073	3,563
每股收益 (分)	178.0	164.8	154.7	194.0	224.9
市盈率 (倍)	26.5	28.6	30.4	24.3	20.9
市賬率 (倍)	4.1	3.3	3.1	2.8	2.5
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	10.6	10.4	9.9	8.6	7.6
股息收益率 (%)	1.1	1.1	1.0	1.2	1.4
純利率 (%)	11.3	9.4	8.0	8.7	8.8
債務/ (現金) 淨額與權益 (%)	17.4	(0.1)	(1.1)	(4.7)	(9.3)
利息保障倍數 (倍)	22.0	30.5	15.9	51.1	77.0
股本回報率 (%)	16.4	12.0	9.8	11.3	12.0
市場預期純利	-	-	3,205	3,799	4,548
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.81	0.86	0.83

資料來源：拓普、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 47.09 元
目標價	人民幣 64 元
上升空間	35.9%
早前目標價	人民幣 100 元

股票數據

行業	工業
股份代號	601689 CH
已發行股份數目 (百萬股)	1,738
市值 (人民幣 1 百萬元)	81,835
市值 (美金 1 百萬元)	11,210
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元)	313

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	人民幣 86.88 元/人民幣 44 元
1 個月	3.3
3 個月	(28.5)
6 個月	(30.6)
1 年	(19.8)
年初至今	(39.0)

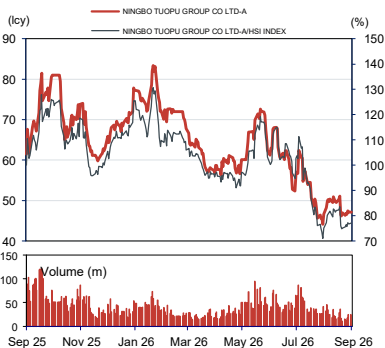
主要股東 (%)

邁科國際控股香港	57.88
----------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	14.18
2026 財年每股淨負債項 (人民幣)	0.27

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

寧波拓普集團公司是一家汽車零部件製造商，產品包括噪音、振動及硬度減震器；內外裝飾件；底盤及車身零部件；底盤電子產品；智能座艙部件；以及熱管理系統。

- **利潤率未達預期。**2026 年第 2 季度毛利率按年下跌 0.9 個百分點、按季下跌 0.8 個百分點至 18.4%，低於我們預測的全年 19.3%；2026 年第 2 季度銷售、一般及行政費用佔收入比率及研發費用佔收入比率按年分別上升 0.2 個百分點 / 0.5 個百分點至 3.7% / 5.6%。息稅前利潤率按年大跌 2.4 個百分點，按季跌 1.6 個百分點至 9.1%，遠低於我們全年的 11.4% 假設以及公司的 10% 目標。2026 年上半年的利潤率受侵蝕，是由於原材料價格上漲，以及折舊與勞工開支佔收入的百分比上升(6.9% / 按年增加 0.4 個百分點)，加上新產能投放拖累了產能利用率。
- **現金流強勁。**營運現金流按年增長 30.6%、按季增長 274.4% 至人民幣 2,049 百萬元，而自由現金流按年激增 225.3%、按季激增 3,913.5% 至人民幣 1,212 百萬元。
- **我們維持 2026 年至 2028 年的收入預測，分別為人民幣 341.1 億元 / 人民幣 392.3 億元 / 人民幣 451.1 億元（分別按年增長 10% / 15% / 15%）。**收入增長將由其汽車零部件業務的結構性增長及新興板塊的加速商業化所帶動。該公司的產品平台涵蓋八大汽車產品線，進一步鞏固了其與全球整車製造商（OEM）的 Tier 0.5 合作關係。機械人執行器正處於小批量交付階段，而配備完全自主研發核心子系統的熱管理系統 2.0 已累計獲得人民幣 17.5 億元的訂單。海外方面，墨西哥廠房的產能利用率正在上升，波蘭二期項目處於規劃階段，而泰國一期項目已部分投入運營。管理層預期全面產能利用及規模效應將增強收入增長與長期競爭力。
- **鑒於 2026 年上半年毛利率遜於預期，我們將 2026 年的毛利率假設由 19.3% 下調至 18.9%，並將 2027 至 2028 年的毛利率假設分別維持於 19.3% 及 19.3%。**墨西哥工廠一直是拖累毛利率的核心因素。2026 年下半年，該廠房的產能利用率預期將由 70% 回升至 85% 以上，從而降低單位折舊成本，預計將直接拉動毛利率上升 0.8 個百分點。主要推動因素來自福特（Ford）及通用汽車（General Motors）等客戶新授予的定點訂單，有效填補了此前因單一客戶訂單不足而留下的產能缺口。
- **為反映海外工廠投產帶來的較高成本基數，我們將 2026-28 年的銷售、一般及行政開支佔收入比率和研發開支佔收入比率分別由 3.6%/3.6%/3.6% 及 5.1%/5.1%/5.1% 上調至 3.7%/3.7%/3.7% 及 5.3%/5.3%/5.3%。**

盈利預測調整 / 風險

- **我們將 2026 年至 2028 年的純利預測下調 17%/10%/6%，分別至人民幣 26.08 億元/人民幣 32.7 億元/人民幣 37.92 億元。**
- **我們維持 2026 年至 2028 年經調整純利預測分別為人民幣 47.16 億元 / 人民幣 54.49 億元 / 人民幣 62.86 億元（分別增長 14% / 16% / 15%）。**
- **風險：**人民幣匯率波動、車企按年減價、鋁價高企，以及人形機器人放量進度放緩。

估值 / 建議

- **維持「買入」評級，並將目標價由人民幣 100 元下調至人民幣 64 元。**這反映我們將估值基準年由 2026 年順延至 2027 年，將目標市盈率 倍數由 38 倍（9 年歷史平均值）下調至 33 倍（3 年歷史平均值），並削減 2027 年預測每股收益。我們設定的新目標價人民幣 64 元乃按 33 倍 2027 年預測市盈率 計算。

股價催化劑

- **催化劑：**新 OEM 客戶的機器人致動器量產提速；墨西哥 / 波蘭 / 泰國廠房利用率提升；熱管理滲透至液冷及儲能領域；空氣懸掛訂單儲備擴張。

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	29,581	32,540	37,421	43,034
息稅折舊攤銷前利潤	5,424	5,687	6,591	7,412
折舊及攤銷	(2,099)	(2,368)	(2,625)	(2,851)
息稅前利潤	3,325	3,319	3,967	4,562
總其他非經營收入	(132)	(110)	(110)	(110)
聯營公司貢獻	69	69	69	69
淨利息收入／（支出）	(109)	(209)	(78)	(59)
除稅前溢利	3,152	3,068	3,848	4,461
稅項	(369)	(460)	(577)	(669)
少數股東權益	(4)	-	-	-
純利	2,779	2,608	3,270	3,792
純利 （經調整）	2,611	2,450	3,073	3,563

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
經營	4,482	4,686	5,422	6,103
除稅前溢利	3,152	3,068	3,848	4,461
稅項	(369)	(460)	(577)	(669)
折舊及攤銷	2,099	2,368	2,625	2,851
聯營公司	(69)	(69)	(69)	(69)
營運資金變動	(566)	(530)	(582)	(630)
非現金項目	235	309	178	159
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(3,015)	(3,425)	(3,416)	(3,397)
資本支出（增長）	(3,497)	(3,500)	(3,500)	(3,500)
投資	(2,150)	-	-	-
其他	2,632	75	84	103
融資	(919)	(997)	(944)	(1,143)
支付股息	(1,016)	(997)	(944)	(1,143)
借款所得款項	3,344	500	500	500
償還貸款	(3,110)	(500)	(500)	(500)
其他／已付利息	(137)	-	-	-
現金流入（流出）淨額	548	264	1,062	1,563
年初現金及現金等價物	3,942	4,701	4,965	6,027
因外匯影響所致的變動	211	-	-	-
年末現金及現金等價物	4,701	4,965	6,027	7,590

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	16,929	18,096	18,997	19,667
其他長期資產	3,561	3,595	3,638	3,686
現金／短期投資	4,701	4,965	6,027	7,590
其他流動資產	18,743	17,920	20,333	23,139
資產總額	43,935	44,575	48,995	54,081
短期債務	4,534	4,534	4,534	4,534
其他流動負債	14,109	12,755	14,586	16,761
長期債務	668	668	668	668
其他長期負債	490	490	490	490
股東權益	24,098	25,871	28,359	31,169
少數股東權益	37	37	37	37
負債及權益總額	43,935	44,575	48,995	54,081

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	18.3	17.5	17.6	17.2
稅前利潤率	10.7	9.4	10.3	10.4
純利率	9.4	8.0	8.7	8.8
資產回報率	6.4	5.5	6.6	6.9
股本回報率	12.0	9.8	11.3	12.0
增長				
營業額	11.2	10.0	15.0	15.0
息稅折舊攤銷前利潤	1.5	4.9	15.9	12.5
除稅前溢利	(7.9)	(2.6)	25.4	15.9
純利	(7.4)	(6.2)	25.4	15.9
純利 （經調整）	(4.3)	(6.2)	25.4	15.9
每股收益	(7.4)	(6.2)	25.4	15.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	11.8	11.7	10.6	9.6
債務權益比率	21.6	20.1	18.3	16.7
債務／（現金）淨額與權益	(0.1)	(1.1)	(4.7)	(9.3)
利息保障倍數 （倍）	30.5	15.9	51.1	77.0

潍柴動力 (2338 HK)

2026 年第 2 季度：符合預期；電力及能源成為增長引擎

重點摘要

- 2026 年第 2 季度經調整純利按年增長 17.6% / 按季增長 4.8%至人民幣 31.31 億元，符合預期；呈報純利在人民幣 13.1 億元處置收益帶動下按年增長 57.4%。
- 管理層指引 2026 年數據中心柴油發電機組銷量超過 4,000 台，2027 年燃氣發電機組銷量超過 2,000 台。
- 展望未來，動力及能源板塊將成為潍柴的主要增長動力，為集團利潤貢獻約 20%。
- 基於大缸徑發動機的銷量及平均售價（ASP）上升，我們將 2026 至 2028 年的純利預測分別上調 3%、16%及 23%。
- 維持「持有」評級，並將目標價由港幣 35 元下調至港幣 31 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	按年百 分比	按季%	2026 年 上半年	按年百 分比	2026 年 預測	按年百 分比	2026 年上 半年 / 2026 年	備註
收入	60,600	8.8	(3.1)	123,163	8.8	250,069	7.9	0.49	符合預期
毛利	13,028	5.7	(2.8)	26,436	5.3	53,765	8.0	0.49	符合預期
毛利率 (%)	21.5	(0.6)	0.1	21.5	(0.7)	21.5	0.0	1.00	
息稅前利潤	5,474	24.5	6.5	10,612	38.5	22,348	35.2	0.47	經營槓桿比率優於預期
息稅前利潤率 (%)	9.0	1.1	0.8	8.6	1.8	8.9	1.8	0.96	
純利 (美國通用會計 準則)	4,616	57.4	49.6	7,701	36.5	14,808	35.5	0.52	受惠於處置收益而勝預期
純利率 (%)	7.6	2.4	2.7	6.3	1.3	5.9	1.2	1.06	
純利 -經調整	3,131	17.6	4.8	6,119	18.9	13,089	35.5	0.47	符合預期
核心純利率 (%)	5.2	0.4	0.4	5.0	0.4	5.2	1.1	0.95	

資料來源： 潍柴動力、 彭博、 大華繼顯

分析

- 核心盈利按年增長 17.6%，符合預期。2026 年第 2 季度美國通用會計準則純利達人民幣 46.16 億元（按年增長 57.4% / 按季增長 49.6%），優於預期。若剔除處置長期股權投資收益人民幣 13.1 億元及其他一次性項目，經調整純利符合預期，達人民幣 31.31 億元（同比+17.6% / 環比+4.8%）。
- 在電力與能源業務的推動下，2026 年第 2 季度 / 2026 年上半年的收入按年增長 8.8%，符合預期。於 2026 年上半年，發動機銷量按年增長 14.4%至 415,000 台；大缸徑發動機銷量按年增長 31.4%至 6,700 台，其中數據中心用發動機為 1,400 台，超過 2025 年全年總量；發電機組銷量按年增長 31.3%至 65,000 台；新能源動力總成銷量按年翻倍至 4.7 吉瓦時。
- 毛利率符合預期，為 21.5%（同比-0.6 個百分點 / 環比+0.1 個百分點），但息稅前利潤率優於預期，為 9.0%（同比+1.1 個百分點 / 環比+0.8 個百分點），乃因 KION 進行重組，令營運開支 / 收入比率同比下降 2.1 個百分點至 12.5%。

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	215,691	231,809	251,320	285,193	309,871
息稅折舊攤銷前利潤	30,755	30,130	37,404	42,504	46,490
經營利潤	18,029	16,532	22,964	28,054	32,030
純利 (報告/實際)	11,403	10,931	15,212	18,742	21,596
純利 (經調整)	10,527	9,662	13,032	16,567	19,089
每股收益 (分)	120.6	110.7	149.3	189.8	218.7
市盈率 (倍)	23.4	25.5	18.9	14.9	12.9
市賬率 (倍)	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	6.2	6.6	5.2	4.3	3.7
股息收益率 (%)	2.3	2.6	3.7	4.6	5.3
純利率 (%)	5.3	4.7	6.1	6.6	7.0
債務/(現金)淨額與權益 (%)	(63.1)	(51.1)	(51.6)	(57.3)	(61.9)
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 (%)	12.7	10.7	13.4	15.8	16.7
市場預期純利	-	-	不適用	不適用	不適用
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	不適用	不適用	不適用

資料來源： 潍柴動力、 彭博、 大華繼顯

分析師

利新民

ken.lee@uobkh.com
+852 2236 6760

持有（維持）

股價	港幣 32.76 元
目標價	港幣 31 元
上升空間	-4.6%
早前目標價	港幣 35 元

股票數據

行業	工業
股份代號	2338 HK
已發行股份數目 (百萬股)	1,943.0
市值 (港幣 1 百萬元)	63,109.9
市值 (美金 1 百萬元)	8,091.0
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元)	81.5

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 45.44 元/港幣 13.62 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
6.0	(22.3)	0.4	101.5	73.8

主要股東 (%)

潍柴控股集團	16.33
--------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (港元)	10.72
2026 財年每股淨現金 (港元)	6.97

股價圖表



來源： 彭博

公司介紹

潍柴動力專門從事車輛及零部件的研發、製造及銷售。該公司生產引擎、重型車輛、輕型車輛、工程機械、液壓產品、汽車電子產品及相關零部件。潍柴動力於全球市場銷售其產品。

- 至 2028 年的增長應來自數據中心電力、出口及 KION，惟面臨國內卡車市場持平以及美國政策風險。
 - 數據中心發電業務是我們上調預測的主要推動因素。管理層指引 2026 年數據中心柴油發電機組銷量將超過 4,000 台，按年增長逾 200%，2027 年將超過 6,000 台，其中北美市場至少佔 2,000 台；燃氣發電機組於 2026 年 9 月至 10 月開始批量生產，指引今年為 200 至 300 台，2027 年超過 2,000 台（相對產能逾 9,000 台），每兆瓦價格為美金 60-70 萬元。我們將 2026 至 2028 年數據中心發動機銷量預測由 3,000 / 5,000 / 7,000 台分別上調至 4,300 / 8,000 / 10,000 台，並將 2026 至 2028 年大缸徑發動機平均售價假設由每年人民幣 530,000 元分別上調至每台人民幣 691,000 元 / 1,499,000 / 1,750,000 元，因為 2.5 兆瓦燃氣發電機組的售價接近人民幣 1,070 萬元，相比之下裸機價格為人民幣 530,000 元。
 - 出口是引擎和貨車的關鍵變量。陝西重汽（Shaanxi Heavy Truck）2026 年上半年的出口量按年增長 16.0% 至 31,000 輛，創下上半年歷史新高，佔 76,000 輛總銷量（按年增長 5.1%）的一部分，且出口目前佔集團重卡相關銷售額逾 40%；管理層預計引擎 / 車輛 / 變速箱 / 農業機械的出口增長率分別為 6% / 20% / 30% / 40% 至 50%。我們維持 2026 年至 2028 年貨車引擎銷量預測為 780,000 / 810,000 / 830,000 台。
 - KION 的復甦。其 2026 年上半年收益按年增長 3.5% 至歐元 56.9 億元，其中供應鏈解決方案按年增長 17.6% 至歐元 16.3 億元，而純利在 2025 年精簡人手後按年增長超過 300% 至歐元 2.08 億元。我們將 KION 於 2026 年至 2028 年的純利率假設由每年 3.2% 上調至 3.6%/3.7%/3.8%，將其貢獻推高至人民幣 15.2 億元 / 人民幣 16.1 億元 / 人民幣 17 億元。
- 基於電力及能源銷量上升，我們將 2026 至 2028 年的收入預測分別上調 0.7%、7.2% 及 10.0%，至人民幣 2,513.2 億元、人民幣 2,851.9 億元及人民幣 3,098.7 億元。鑑於該業務板塊在 2026 年上半年的收入低於預期，我們將農業設備收入增長預測由各年度的 10%，下調至 2026 年的 6% 以及 2027 至 2028 年的 8%。
- 我們維持 2026 年毛利率假設於 21.5%，並將 2027 至 2028 年的假設由每年 21.5% 上調至 22.0%/22.3%，從而將息稅前利潤率假設由 8.9%/9.1%/9.3% 提升至 9.1%/9.8%/10.3%。1H26 毛利率符合預期；2027 至 2028 年的利潤率增長反映了毛利率較高的發電機組（毛利率為 30%）在收入結構中所佔份額上升。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別上調 3%、16% 及 23%，至人民幣 152.12 億元、187.42 億元及 215.96 億元。
- 風險：數據中心資本開支放緩、燃氣發電機組產能提升延遲、美國對中國電力設備擴大限制，以及國內卡車週期轉弱。

估值 / 建議

- 維持「持有」評級，並將目標價由港幣 35 元下調至港幣 31 元。這反映出估值基準年份由 2026 年延展至 2027 年，並將目標市盈率 倍數由 20 倍（高於歷史平均值 2 個標準差）下調至 12 倍（與歷史平均值持平）。我們認為市場對涉足人工智能硬件 / 基礎設施業務的汽車零部件公司已變得更加理性，消除了先前的估值溢價。我們認為，濰柴 2026 至 2027 年的盈利增長已在合理估值中得到充分反映。

股價催化劑

- 數據中心發電機組中標訂單、燃氣發電機組自 2026 年第 4 季度開始首次出貨、凱傲（KION）利潤率回升、固態氧化物燃料電池（SOFC）產線於 2027 年第 1 季度投產。

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	231,809	251,320	285,193	309,871
息稅折舊攤銷前利潤	30,130	37,404	42,504	46,490
折舊及攤銷	(13,598)	(14,440)	(14,450)	(14,460)
息稅前利潤	16,532	22,964	28,054	32,030
總其他非經營收入	140	0	0	0
聯營公司貢獻	450	1,715	450	450
淨利息收入／（支出）	454	(1,042)	(113)	156
除稅前溢利	16,214	22,637	27,890	32,137
稅項	(2,534)	(3,622)	(4,462)	(5,142)
少數股東權益	(2,750)	(3,803)	(4,686)	(5,399)
純利	10,931	15,212	18,742	21,596
純利 （經調整）	9,662	13,032	16,567	19,089

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
經營	28,682	29,859	39,399	42,333
除稅前溢利	16,214	22,637	27,890	32,137
稅項	(2,534)	(3,622)	(4,462)	(5,142)
折舊及攤銷	13,598	14,440	14,450	14,460
聯營公司	(450)	(1,715)	(450)	(450)
營運資金變動	(1,722)	(3,158)	1,358	985
非現金項目	3,575	1,277	613	344
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(16,628)	(13,884)	(14,502)	(14,953)
資本支出（增長）	(7,075)	(7,500)	(8,500)	(9,500)
投資	(104,701)	(105,000)	(105,000)	(105,000)
其他	95,148	98,616	98,998	99,547
融資	(18,320)	(11,599)	(14,276)	(16,474)
支付股息	(8,324)	(11,599)	(14,276)	(16,474)
借款所得款項	9,196	20,000	20,000	20,000
償還貸款	(17,007)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
其他／已付利息	(2,184)	0	0	0
現金流入（流出）淨額	(6,267)	4,376	10,622	10,906
年初現金及現金等價物	54,954	49,117	53,492	64,114
因外匯影響所致的變動	430	0	0	0
年末現金及現金等價物	49,117	53,492	64,114	75,021

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	64,711	58,261	53,311	49,361
其他長期資產	116,241	116,466	115,416	114,356
現金／短期投資	49,117	53,492	64,114	75,021
其他流動資產	137,407	152,349	174,503	193,356
資產總額	367,476	380,568	407,344	432,093
短期債務	15,915	15,915	15,915	15,915
其他流動負債	145,620	147,403	160,916	170,753
長期債務	23,594	23,594	23,594	23,594
其他長期負債	51,285	51,285	51,285	51,285
股東權益	93,190	100,696	109,274	118,787
少數股東權益	37,872	41,675	46,360	51,759
負債及權益總額	367,476	380,568	407,344	432,093

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	13.0	14.9	14.9	15.0
稅前利潤率	7.0	9.0	9.8	10.4
純利率	4.7	6.1	6.6	7.0
資產回報率	3.1	4.2	5.0	5.6
股本回報率	10.7	13.4	15.8	16.7
增長				
營業額	7.5	8.4	13.5	8.7
息稅折舊攤銷前利潤	(2.0)	24.1	13.6	9.4
除稅前溢利	(6.4)	39.6	23.2	15.2
純利	(4.1)	39.2	23.2	15.2
純利 （經調整）	(8.2)	34.9	27.1	15.2
每股收益	(8.2)	34.9	27.1	15.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	30.1	27.8	25.4	23.2
債務權益比率	42.4	39.2	36.2	33.3
債務／（現金）淨額與權益	(51.1)	(51.6)	(57.3)	(61.9)
利息保障倍數 （倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

宜賓五糧液 (000858 CH)

2026 年第 2 季度：收入勝預期，但純利處於初步業績的低位；現金流入為負面驚喜

重點摘要

- 五糧液 2026 年第 2 季度收入超出預期，但純利處於業績預告的下限。
- 五糧液系列是收入增長的主要動力，其收入按年增長 73%，佔總收入的 83%（相比 2025 年上半年的 58%），而非五糧液系列收入則按年下跌 60%。
- 現金流為負面驚喜。2026 年第 2 季度，銷售商品及提供勞務收到的現金為人民幣 122 億元，按年下降 61%，按季下降 9%。
- 維持「持有」評級，並下調目標價 15%至人民幣 78.5 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 (%)
總收益	5,579	6,424	(13.2)	28,417	23,510	20.9
毛利	4,219	4,797	(12.0)	22,817	18,306	24.6
毛利率 (%)	75.6	74.7	1.0	80.3	77.9	2.4
應佔純利	690	208	232.6	8,753	4,624	89.3
應佔純利率 (%)	12.4	3.2	9.1	30.8	19.7	11.1
核心應佔純利	447	194	130.4	8,483	4,612	84.0
核心應佔純利率 (%)	8.0	3.0	5.0	29.9	19.6	10.2

來源：五糧液，大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度收入勝預期，但純利處於初步業績的較低水平。宜賓五糧液（五糧液）公佈其 2026 年上半年業績。2026 年上半年，收入為人民幣 284.17 億元（按年增長 21%），較 Visible Alpha (VA)市場普遍預測高出 1%。毛利為人民幣 22,817 百萬元（按年+25%），毛利率為 80.3%（按年+2.4 個百分點），主因銷售組合轉向毛利率較高的五糧液系列。純利為人民幣 87.53 億元（按年增加 89%），較 VA 市場普遍預期低 10%，純利率為 30.8%（按年增加 11.1 個百分點）。

這意味着 2026 年第 2 季度的收入為人民幣 55.79 億元（按年下跌 13%）。毛利為人民幣 4,219 百萬元（按年下跌 12%），毛利率為 75.6%（按年上升 1.0 個百分點）。純利為人民幣 6.9 億元，處於初步業績公告的下限，按年增長 233%，純利率為 12.4%（按年增加 9.1 個百分點）。純利大幅增長主要受銷售稅下降（按年減少 29.5 個百分點）、其他收入增加（按年增加 4.1 個百分點）以及行政及其他營運開支減少（按年減少 1.3 個百分點）所推動，惟部分被銷售及營銷開支增加（按年增加 16.3 個百分點）和所得稅增加（按年增加 11.8 個百分點）所抵銷。

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	89,175	40,529	52,487	53,780	55,260
息稅折舊攤銷前利潤	42,240	10,489	18,526	19,079	19,730
經營利潤	41,020	9,214	17,226	17,753	18,377
純利 (報告/實際)	31,853	8,954	14,912	15,473	15,882
純利 (經調整)	31,853	8,954	14,912	15,473	15,882
每股收益 (分)	820.6	230.7	384.2	398.6	409.2
市盈率 (倍)	8.7	31.0	18.6	17.9	17.5
市賬率 (倍)	2.1	2.3	2.4	2.5	2.6
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	3.6	14.6	7.7	7.7	7.7
股息收益率 (%)	8.0	7.2	7.0	7.1	7.1
純利率 (%)	35.7	22.1	28.4	28.8	28.7
債務/ (現金) 淨額與權益 (%)	(94.8)	(98.2)	(114.8)	(115.5)	(114.3)
股本回報率 (%)	24.2	7.1	12.7	13.7	14.6
市場預期純利	-	-	17,222.2	19,309.0	20,789.5
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.87	0.80	0.76

來源：五糧液、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

持有（維持）

股價	人民幣 71.51 元
目標價	人民幣 78.50 元
上升空間	+9.8%
早前目標價	人民幣 92.20 元

股票數據

行業	必需消費品
股份代號	000858 CH
已發行股份數目 (百萬股)	3,881.6
市值 (人民幣 1 百萬元)	277,573.8
市值 (美金 1 百萬元)	41,250.4
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元)	377.3

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低 人民幣 131.50 元/人民幣 70.52 元

1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(4.9)	(15.8)	(31.2)	(43.0)	(32.5)

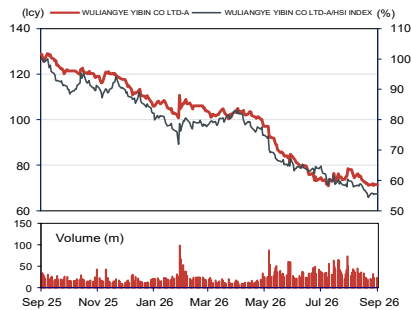
主要股東 (%)

宜賓發展控股集團	34.43
宜賓五糧液集團	20.68

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	29.58
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	35.48

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

宜賓五糧液股份有限公司主要從事酒類產品的生產及銷售。主要產品「五糧液」為經典的濃香型白酒。此外，公司依據不同的生產工藝，研發出品類齊全、口感獨特的五糧春、五糧特頭曲及綿柔尖莊，以滿足不同消費者的多樣化需求。

主要營運數據

截至 12 月 31 日止年度	2026 年上半年	2025 年上半年	按年變動 (%)
按產品劃分的白酒收入 (人民幣 1 百萬元)			
五糧液系列	23,632	13,673	72.8
非五糧液系列	3,235	8,122	(60.2)
白酒按產品劃分的毛利率 (%)			
五糧液系列	87.9	92.0	(4.1)
非五糧液系列	60.5	68.5	(8.0)
白酒出貨量 (噸)			
五糧液系列	16,292	8,654	88.3
非五糧液系列	31,181	86,005	(63.7)
ASP (人民幣 / 公斤)			
五糧液系列的平均售價	1,451	1,580	(8.2)
非五糧液系列的平均售價	104	94	9.9
按渠道劃分的白酒收入 (人民幣 1 百萬元)			
直接銷售	8,391	8,242	1.8
經銷商渠道	18,476	13,553	36.3
白酒按渠道劃分的毛利率 (%)			
直接銷售	87.9	92.8	(4.9)
經銷商渠道	83.1	77.4	5.7
按產品劃分的白酒收入 (人民幣 1 百萬元)			
五糧液系列	23,632	13,673	72.8
非五糧液系列	3,235	8,122	(60.2)

來源：五糧液、彭博、大華繼顯

- 五糧液系列產品將推動收入增長。按產品劃分，於 2026 年上半年，五糧液系列收入按年增長 73%至人民幣 236 億元，佔總收入的 83%（相較 2025 年上半年的 58%），而非五糧液系列收入則按年下降 60%至人民幣 32 億元。
- 銷售商品所得現金流入按年減少 61%。截至 2026 年上半年底，該公司的合約負債為人民幣 104 億元，按年增長 4%。2026 年第 2 季度，銷售商品及提供勞務收到的現金為人民幣 122 億元，按年下降 61%，按季下降 9%。

盈利預測調整 / 風險

- 我們分別將 2026/27 年度的盈利預測下調 12%/11%。我們將 2026/27 年的收入預測分別下調 4%/3%。我們將 2026/27 年的毛利率預測分別下調 0.7 個百分點 / 0.5 個百分點。我們維持 2026/27 年度的銷售費用率預測不變。我們分別將 2026/27 年的銷售稅假設上調 3.0 個百分點 / 2.9 個百分點。因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 12%/11%。

估值 / 建議

- 下調目標價 15%至人民幣 78.5 元；維持「持有」評級。我們維持「持有」評級，並將基於現金流折現法（DCF）計算的目標價下調 15%至人民幣 78.5 元。我們的目標價對應 2026 年預測 市盈率 為 20.4 倍，以及 2027 年預測 市盈率 為 19.7 倍。該股票目前的交易估值為 18.6 倍 2026 年預測 市盈率 及 17.9 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	40,528.5	52,487.1	53,780.3	55,260.0
息稅折舊攤銷前利潤	10,489.2	18,526.3	19,079.0	19,730.4
折舊及攤銷	1,275.0	1,300.5	1,326.5	1,353.0
息稅前利潤	9,214.2	17,225.8	17,752.5	18,377.3
總其他非經營收入	225.0	306.8	315.6	325.8
聯營公司貢獻	111.6	111.6	111.6	111.6
淨利息收入／(支出)	2,661.6	2,685.0	2,911.6	2,833.4
除稅前溢利	12,198.9	20,315.7	21,077.8	21,634.6
稅項	(2,881.7)	(4,799.2)	(4,979.2)	(5,110.7)
少數股東權益	(362.9)	(604.3)	(627.0)	(643.5)
純利	8,954.3	14,912.2	15,472.6	15,882.3
純利 (經調整)	8,954.3	14,912.2	15,472.6	15,882.3

現金流

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
經營	29,706.3	34,891.9	19,255.8	18,130.2
除稅前溢利	12,198.9	20,315.7	21,077.8	21,634.6
稅項	(2,881.7)	(4,799.2)	(4,979.2)	(5,110.7)
折舊及攤銷	1,275.0	1,300.5	1,326.5	1,353.0
營運資金變動	20,683.3	17,233.6	2,435.7	847.6
其他營運現金流量	(1,569.1)	841.4	(605.0)	(594.2)
投資	(1,970.6)	(4,159.0)	(3,571.3)	(3,581.5)
資本支出 (增長)	(1,967.4)	(3,500.0)	(3,500.0)	(3,500.0)
投資	0.0	(659.0)	(71.3)	(81.5)
出售資產所得款項	36.8	0.0	0.0	0.0
其他	(40.0)	0.0	0.0	0.0
融資	(28,391.6)	(20,013.6)	(19,385.9)	(19,649.0)
支付股息	(28,005.2)	(20,013.6)	(19,385.9)	(19,649.0)
發行股份	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	138.6	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	(525.0)	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	(655.9)	10,719.3	(3,701.4)	(5,100.4)
年初現金及現金等價物	124,771.3	124,114.7	134,834.0	131,132.6
其他貨幣資金	2,899.0	2,899.8	2,899.8	2,899.8
年末現金及現金等價物	127,014.4	137,733.8	134,032.4	128,932.0

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	7,641.2	10,711.5	13,769.7	16,815.5
其他長期資產	17,591.5	18,303.1	18,413.1	18,519.1
現金 / 短期投資	127,014.4	137,733.8	134,032.4	128,932.0
其他流動資產	37,737.1	27,199.4	25,952.3	26,336.6
資產總額	189,984.3	193,947.8	192,167.4	190,603.2
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	67,351.8	75,812.4	77,319.3	78,880.2
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	451.8	451.8	451.8	451.8
股東權益	119,932.3	114,830.9	110,916.7	107,148.0
少數股東權益	2,248.4	2,852.7	3,479.7	4,123.2
負債及權益總額	189,984.3	193,947.8	192,167.4	190,603.2

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	25.9	35.3	35.5	35.7
稅前利潤率	30.1	38.7	39.2	39.2
純利率	22.1	28.4	28.8	28.7
資產回報率	4.7	7.8	8.0	8.3
股本回報率	7.1	12.7	13.7	14.6
增長				
營業額	(54.6)	29.5	2.5	2.8
息稅折舊攤銷前利潤	(75.2)	76.6	3.0	3.4
除稅前溢利	(72.4)	66.5	3.8	2.6
純利	(71.9)	66.5	3.8	2.6
純利 (經調整)	(71.9)	66.5	3.8	2.6
每股收益	(71.9)	66.5	3.8	2.6
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	(98.2)	(114.8)	(115.5)	(114.3)

越秀地產 (123 HK)

2026 年上半年：符合我們預期；利潤率壓力將持續至 2027 年

重點摘要

- 2026 年上半年核心純利按年下跌 94.6%至人民幣 8,000 萬元，符合我們預期，並處於 7 月 17 日盈利預警指引的人民幣 5,000 萬-1 億元區間之內。收入按年下跌 23.0%，毛利率為 6.2%，按年下降 4.4 個百分點。
- 合約銷售額按年下跌 17.9%至人民幣 505 億元，佔人民幣 1,000 億元全年目標的 50.5%，我們預期越秀能夠達成該目標。2026 年首 8 個月應佔土地投資為人民幣 93 億元，落後於全年人民幣 300 億元的預算。
- 我們維持對 2026 至 2028 年的預測。維持「買入」評級，目標價：港幣 4.5 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	按半年
收入	36,649	38,884	47,574	-23.0%	-5.7%
-物業發展	33,377	35,161	44,027	-24.2%	-5.1%
-其他	3,271	3,723	3,546	-7.8%	-12.1%
毛利	2,268	1,685	5,063	-55.2%	+34.6%
應佔純利	87	(1,315)	1,370	-93.6%	不適用
核心純利	80	(1,260)	1,520	-94.6%	不適用
中期每股派息 (港元 / 股)	0.009	0.000	0.166	-94.6%	不適用
股息派發比率	40.3%	不適用	40.0%	+0.3 個百分點	不適用
利潤率					
毛利率	6.2%	4.3%	10.6%	-4.4 個百分點	+1.9 個百分點
銷售、一般及行政費用佔收入比率	4.3%	5.3%	4.4%	-0.1 個百分點	-0.9 個百分點
核心淨利潤率	0.2%	-3.2%	3.2%	-3.0 個百分點	+3.5 個百分點
槓桿比率					
現金及銀行結餘	51,500	46,760	44,660	+15.3%	+10.1%
淨負債比率	49.2%	54.9%	53.2%	-4.0 個百分點	-5.7 個百分點

資料來源：越秀地產、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績符合我們預期。越秀地產（越秀）公佈 2026 年上半年核心純利為人民幣 8,000 萬元，按年下跌 94.6%，應佔純利為人民幣 8,700 萬元，按年下跌 93.6%，兩者均處於 7 月 17 日盈利警告所指引的人民幣 5,000 萬-1 億元區間內。收入按年下跌 23.0%至人民幣 366 億元，符合我們預期的 20%至 30%跌幅，而毛利率為 6.2%，較我們預測低 0.8 個百分點。銷售、一般及行政開支佔收入比率按年收窄 0.1 個百分點至 4.3%。中期每股派息為港幣 0.009 元，使派息比率維持在 40%。淨負債比率按年改善 4.0 個百分點至 49.2%，加權平均借貸成本按年下降 25 個基點至 2.91%。

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	86,400.6	86,457.3	80,977.6	78,076.8	79,546.8
息稅折舊攤銷前利潤	3,990.0	3,135.9	1,279.1	2,004.7	2,879.4
經營利潤	3,451.2	2,648.2	747.8	1,425.4	2,247.3
純利 (報告 / 實際)	1,040.1	55.1	67.3	133.3	230.9
純利 (經調整)	1,590.0	260.0	247.3	313.3	410.9
每股收益 (港元)	39.50	6.46	6.14	7.78	10.21
市盈率 (倍)	8.20	50.16	52.74	41.63	31.74
市賬率 (倍)	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	29.23	37.20	91.19	58.19	40.51
股息收益率 (%)	5.34	4.66	0.76	0.96	1.26
純利率 (%)	1.20	0.06	0.08	0.17	0.29
債務/ (現金) 淨額與權益 (%)	134.20	108.50	96.88	86.88	82.84
利息保障倍數 (倍)	17.09	24.28	13.74	21.07	36.61
股本回報率 (%)	1.88	0.10	0.12	0.24	0.42
市場預期純利 (港幣 1 百萬元)	-	-	352.6	734.5	1,093.3
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.70	0.43	0.38

資料來源：越秀地產、彭博、大華繼顯

分析師

沈宸昊

damonshen@uobkh.com
+86 21 54047225 轉 820

劉潔琦

jieqi.liu@uobkh.com
+852 282 61392

買入 (維持)

股價	港幣 3.775 元
目標價	港幣 4.50 元
上升空間	+19.2%

股票數據

行業	房地產
股份代號:	123 HK
已發行股份 (百萬):	4,025.4
市值 (港幣 1 百萬元):	15,195.9
市值 (美金 1 百萬元):	1,938.3
3 個月日均成交額 (美金 1 百萬元):	4.0

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低				港幣 5.39 元/港幣 3.34 元	
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今	
1.2	(13.6)	(17.9)	(23.6)	(4.4)	

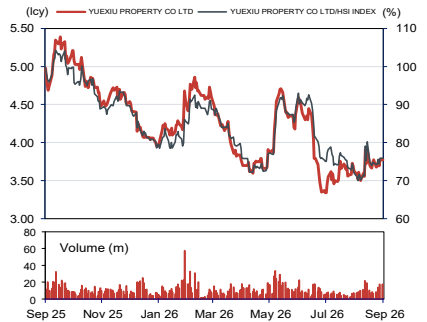
主要股東 (%)

廣州越秀集團股份有限公司	45.34
廣州地鐵集團有限公司	19.9

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	13.61
2026 財年每股淨負債 (人民幣)	13.19

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

越秀地產在中國從事住宅及商業物業的開發、銷售、租賃及管理業務。該公司為總部位於廣州的國有企業越秀集團旗下的房地產開發旗艦，其核心土地儲備主要集中於廣州以及其他一線和核心二線城市。

- **合約銷售有望達成人民幣 1,000 億元的全年目標。**2026 年上半年合約銷售額按年下跌 17.9%至人民幣 505 億元，佔管理層重申的全年目標之 50.5%。合約總樓面面積按年增長 16.3%，而平均售價按年下跌 29.4%至每平方米人民幣 29,732 元，主要由於產品組合轉向去庫存，其中結轉項目佔合約銷售額的比例由 2025 年上半年的 48%上升至 80.7%。六個核心城市貢獻了合約銷售額的 84.5%。憑藉人民幣 2,157 億元的可售貨值，加上 2026 年下半年受季節性因素帶動表現更為強勁，我們預期越秀將達成目標。
- **土地收購維持審慎克制。**越秀於 2026 年上半年收購六幅地塊，應佔地價為人民幣 70 億元，其中 96.8%位於六個核心城市，溢價率為 9.5%。計及 2026 年下半年迄今獲取的 3 宗地塊，2026 年首 8 個月的應佔土地投資額達人民幣 93 億元，而管理層仍預期可達成人民幣 300 億元的全年預算。鑑於步伐有所克制，加上越秀有望於 2027 年第 1 季度向母公司收購廣州馬場項目的權益，我們預期全年土地投資額將略低於人民幣 300 億元。
- **2021 年之前的存貨持續對毛利率構成壓力。**我們預期毛利率在 2026 年及 2027 年將持續受壓。管理層指出，於 2021 年前收購的項目結算毛利率低於 5%，2022 至 2024 年的項目毛利率高於 10%，而 2025 年以來的項目毛利率則高於 15%；同時，人民幣 1,324 億元的未確認合約銷售額毛利率為 10%至 12%。我們預計還需要一至兩年的去庫存時間方會出現明顯改善，並預測 2026 年毛利率為 5.5%。

主要營運數據

	2023	2024	2025	2025年上 半年	2026年上 半年
合約銷售（人民幣1百萬元）	142,030	114,540	106,210	61,500	50,506
按年	13.6%	-19.4%	-7.3%	11.0%	-17.9%
合約銷售建築面積（千平方米）	4,450	3,920	2,950	1,460	1,699
合約銷售額平均售價（人民幣 / 平方米）	31,917	29,219	36,003	42,123	29,732
按年	5.6%	-8.5%	23.2%	43.0%	-29.4%
總土地儲備（千平方米）	25,670	19,710	18,550	20,430	16,570
-於一線 / 二線城市	95.0%	96.0%	94.4%	94.0%	94.0%
未售可售價值（人民幣1百萬元）	270,000	235,400	332,800	235,400	290,500
新購置土地——地塊數目	28	24	25	13	6
新收購土地——總樓面面積（千平方米）	4,910	2,710	2,780	1,480	680
應佔土地出讓金（人民幣1百萬元）	不適用	29,460	24,400	10,960	7,000
淨負債比率（%）	57.0	51.7	54.9	53.2	49.2

資料來源：越秀地產、大華繼顯

估值 / 建議

- **維持「買入」評級，目標價維持港幣 4.5 元不變，此乃按我們預測的 2026 年每股資產淨值港幣 15.9 元折讓 72%計算。**越秀的交易估值為 0.26 倍 2026 年預測市賬率，較其歷史平均值低 1.5 個標準差。

盈利預測調整 / 風險

- **盈利預測維持不變。**2026 年上半年業績符合我們預期，我們維持 2026/27/28 年應佔純利預測為人民幣 6,700 萬元/人民幣 1.33 億元/人民幣 2.31 億元不變。

股價催化劑

- 2021 年前庫存的去庫存速度快於預期。
- 母公司注入廣州馬場項目。

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	86,457.3	80,977.6	78,076.8	79,546.8
息稅折舊攤銷前利潤	3,135.9	1,279.1	2,004.7	2,879.4
折舊及攤銷	487.7	531.3	579.3	632.1
息稅前利潤	2,648.2	747.8	1,425.4	2,247.3
總其他非經營收入	0.0	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	801.9	392.9	447.7	526.3
淨利息收入／(支出)	-129.1	-93.1	-95.2	-78.7
除稅前溢利	3,321.0	1,047.6	1,777.9	2,694.9
稅項	-1,542.7	-486.6	-825.9	-1,251.8
少數股東權益	-1,723.3	-493.7	-818.7	-1,212.2
純利	55.1	67.3	133.3	230.9
純利 (經調整)	260.0	247.3	313.3	410.9

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
經營	24,528.1	4,428.1	-2,173.5	-15,788.3
年度利潤	3,321.0	1,047.6	1,777.9	2,694.9
稅項	-1,542.7	-486.6	-825.9	-1,251.8
折舊及攤銷	487.7	531.3	579.3	632.1
聯營公司	-801.9	-392.9	-447.7	-526.3
營運資金變動	21,279.0	2,232.4	-4,696.5	-18,616.6
非現金項目	1,566.8	1,410.1	1,269.1	1,142.2
其他營運現金流量	218.2	86.2	170.3	137.3
投資	17,247.5	4,460.0	0.0	0.0
資本支出 (增長)	-312.9	0.0	0.0	0.0
投資	19,019.7	15,010.2	15,272.6	15,540.2
資本支出 (增長)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-1,459.3	-10,550.2	-15,272.6	-15,540.2
融資	-26,151.9	-2,684.0	7,556.1	17,957.0
支付股息	-696.4	-607.8	-98.9	-125.3
借款所得款項	938.2	-192.4	-93.4	8.5
償還貸款	828.3	792.3	794.3	777.8
其他 / 已付利息	-27,222.0	-2,676.0	6,954.0	17,296.0
現金流入 (流出) 淨額	15,623.7	6,204.2	5,382.5	2,168.7
年初現金及現金等價物	29,728.3	45,351.7	51,555.6	56,937.9
因外匯影響所致的變動	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	45,352.0	51,555.8	56,938.2	59,106.6

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	10,953.1	10,583.5	10,659.6	10,724.7
其他長期資產	61,105.9	57,596.1	58,428.7	59,362.6
現金 / 短期投資	45,351.7	51,555.6	56,937.9	59,106.2
其他流動資產	252,334.1	250,560.3	255,731.1	274,838.3
資產總額	369,744.9	370,295.6	381,757.3	404,031.8
短期債務	27,201.9	28,562.0	29,990.1	31,489.6
其他流動負債	154,843.1	156,198.2	168,564.1	191,975.8
長期債務	77,625.1	76,072.6	74,551.1	73,060.1
其他長期負債	4,242.4	4,155.7	4,155.7	4,155.7
股東權益	54,817.3	54,785.6	54,793.6	54,860.2
少數股東權益	51,015.1	50,521.5	49,702.7	48,490.5
負債及權益總額	369,744.9	370,295.6	381,757.3	404,031.8

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	3.6	1.6	2.6	3.6
稅前利潤率	3.8	1.3	2.3	3.4
純利率	0.1	0.1	0.2	0.3
資產回報率	0.0	0.0	0.0	0.1
股本回報率	0.1	0.1	0.2	0.4
增長				
營業額	0.1	(6.3)	(3.6)	1.9
息稅折舊攤銷前利潤	(21.4)	(59.2)	56.7	43.6
除稅前溢利	(20.8)	(68.5)	69.7	51.6
純利	(94.7)	22.3	98.0	73.2
純利 (經調整)	(83.6)	(4.9)	26.7	31.2
每股收益	(83.6)	(4.9)	26.7	31.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	49.8	49.8	50.0	50.3
債務權益比率	191.2	191.0	190.8	190.6
債務／(現金) 淨額與權益	108.5	96.9	86.9	82.8
利息保障倍數 (倍)	24.3	13.7	21.1	36.6

恒生指數及恒生科技指數展望

分析師

大中華區研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

週線圖



日線圖



恒生指數

上日收市:	25,584.79
預期移動範圍:	25,090-28,050

技術觀點:

週線圖: 价格行为目前正处于典型的看涨旗形续跌/续涨盘整区间内收窄，代表着主升浪过后一次健康的波动率收缩。技术动能进一步强化了底层看多逻辑，RSI 指标持续稳稳运行于 50 中轴线上方，印证了买方支撑的有效性。尽管在放量突破模式边界时预计将迎来方向性扩张，但整体结构性框架依然维持坚定的偏多倾向，指向更高的拓展目标位。

日線圖: 价格行为成功在“阻力转支撑”区域站稳脚跟，随后在潜在的看涨旗形续涨形态内收窄盘整。技术动能进一步印证了这一结构性吸收，RSI 指标持续运行于 50 中轴线上方，确认了买方支撑的有效性。只要多头继续坚守这一转换后的支撑底座，旗形内的波动率收缩将优先支持向上突破，并延续上行趋势迈向更高的拓展目标位。

週線圖



來源: TradingView

日線圖



來源: TradingView

恒生科技指數

上日收市: 4,605.15

預期移動範圍: 4,230-4,930

技術觀點:

週線圖: 价格行为在周线缺口阻力区域受阻, 确认了高时间框架关键结构位置上空头供给的有效防守, 盘面随之开启转头向下走势。技术动能进一步印证了这一向下轮动, RSI 指标持续运行于 50 中轴下方并保持下倾态势。只要上方缺口阻力在日内回撤测试中维持防守有效, 最小阻力路径将优先支持价格延续下行态势, 进一步迈向后续支撑目标区。

日線圖: 价格行为在前期高点阻力区域受阻, 确认了上方关键结构位置上空头供给的有效防守, 市场随之重启高点与低点同步下移的顺势下行结构。技术动能进一步印证了这一向下扩展, RSI 指标运行于 50 中轴下方并保持持续下倾态势, 反映出空头力量占据主导。只要日内反弹继续承压于阻力枢纽下方, 最小阻力路径将优先支持价格维持走弱形态, 进一步下探最近的支撑目标位。

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."