



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)	53185.9	(0.7)	(0.4)	1.3	10.7
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7686.1	(0.3)	0.4	2.6	12.3
富時 100 指數(FTSE 100)	10824.3	0.3	0.1	(0.4)	9.0
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9271.4	(0.2)	(0.5)	1.5	2.8
滬深 300 指數(CSI 300)	4625.1	0.3	1.4	0.8	(0.1)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5755.4	1.0	1.3	2.3	23.9
恒生中國企業指數(HSCEI)	8513.2	0.3	0.5	(1.1)	(4.5)
恒生指數(HSI)	25567.0	(0.1)	0.2	(1.2)	(0.2)
雅加達綜合指數(JCI)	6525.5	0.1	(0.0)	4.6	(24.5)
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)	6820.0	0.5	1.8	3.4	61.8
日經 225 指數(Nikkei 225)	66311.9	(0.1)	1.2	3.0	31.7
泰國證券交易所指數(SET)	1595.2	0.4	(0.4)	(1.8)	26.6
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	46128.5	(0.4)	3.1	7.0	59.3
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	2.7	(1.8)	0.4	48.7

來源: 彭博

重點要聞

經濟 | 中國採購經理人指數

第 3 頁→

- 8 月的採購經理人指數表現好壞參半。製造業採購經理人指數升至 49.8（按月升 0.6 個百分點），高於彭博市場普遍預期，主要受新訂單分項指數及新出口訂單指數雙雙重返擴張區間所帶動，而前者較大的升幅顯示內需向好。非製造業採購經理人指數（PMI）持平於 49.0，低於市場普遍預期，因建築業指數擴大其週期性低位。價格指數有所企穩，但利潤率壓力依然持續；需要更具針對性的政策支持，以在 2026 年下半年穩定內需。

公司業績 | 華潤置地 (1109 HK / 買入 / 港幣 30.06 元 / 目標價: 港幣 39.6 元)

第 5 頁→

- 華潤置地 2026 年上半年的核心純利按年增長 1.6%至人民幣 101.6 億元，符合預期，主要由於經常性利潤增長 10.4%以及人民幣 37 億元的投資物業處置收益，抵銷了物業開發利潤的收縮。集團毛利率上升 1.4 個百分點至 25.4%；商場零售銷售額按年增長 16.4%。中期每股派息維持於人民幣 0.20 元。華潤置地已主動就預售新機制調整策略。維持「買入」評級，目標價：港幣 39.60 元。

公司業績 | 華潤萬象生活 (1209 HK/買入/港幣 39.1 元/目標價: HK\$55.00)

第 8 頁→

- 華潤萬象生活 2026 年上半年的業績符合我們之前的預期。收入按年增長 8.1%至人民幣 92.2 億元。核心純利按年增長 10.8%至人民幣 22.3 億元，相當於我們全年預測的一半。在商業分部的帶動下，毛利率按年擴大 0.9 個百分點至 38.0%。中期及特別股息合共人民幣 0.977 元，按年增加 10.8%，核心純利派息比率為 100%。我們維持對 2026 至 2028 年的預測。維持「買入」評級，目標價維持港幣 55.00 元不變。

公司業績 | 中國建築 (601668 CH / 持有 / 人民幣 4.33 元 / 目標價: 人民幣 4.9 元)

第 11 頁→

- 中國建築於 2026 年上半年的應付純利按年下跌 24.3%至人民幣 230 億元，其中僅 2026 年第 2 季度的數額便下跌 40.7%。收入下跌 12.0%，但毛利率上升 0.9 個百分點至 10.3%。減值撥備增加 32%以及投資收益減少拖累了盈利。經營性現金流出收窄人民幣 544 億元；管理層預期 2026 年下半年將進一步改善，2026 財年的減值不超過 2025 財年水平，並重申維持穩定的股息。維持「持有」評級；下調目標價至人民幣 4.90 元。

公司業績 | 微創機器人 (2675 HK / 買入 / 港幣 34.76 元 / 目標價: 港幣 56 元)

第 14 頁

- 微創機器人公佈 2026 年上半年收入按年增長 113.8%至人民幣 3.193 億元，優於預期。淨虧損為人民幣 1,930 萬元，按年收窄 78.4%。儘管競爭加劇，微創機器人仍有信心，海外增長將推動 2026 年下半年及未來的持續收入勢頭。在人民幣 8.5 億元收入目標維持不變，且營運效率提升措施持續推進的情況下，該公司有望於 2026 年實現收支平衡。維持「買入」評級及目標價港幣 56.00 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員的基本面研究觀點。因此，我們可能不時會提出與我們基本面上「買入 / 持有 / 賣出」評級相反的技术分析建議。

公司業績 | 贛鋒鋳業 (1772 HK/買入/港幣 41.1 元/目標價: HK\$75.00)

第 17 頁→

- 贛鋒鋳業 2026 年第 2 季度的業績在利潤率方面超出預期，2026 年上半年的純利達到了我們全年預測的 57%。然而，管理層已下調其碳酸鋳價格指引，理由是 2027 年預期供應將增長 20-25%，這將導致市場達到平衡。我們將 2026 年盈利預測上調 23%，但因平均售價下降而下調 2027 至 2028 年盈利預測。維持「買入」評級，並下調目標價至港幣 75.00 元。

公司業績 | 匯川技術 (300124 CH/買入/人民幣 61.87 元/目標價: 人民幣 95.00 元)

第 20 頁→

- 匯川技術 2026 年第 2 季度業績大致符合預期。受通用自動化業務表現優於預期帶動，收入按年增長 26.0%至人民幣 145 億元，較市場普遍預期高出 4.5%，且更豐富的產品組合帶動毛利率較預期高出 1.3 個百分點。嚴格控制的營運支出被人民幣 4.13 億元的減值（按年翻倍）部分抵銷，使純利按年上升 9.2%至人民幣 18 億元，符合預期。維持「買入」評級，並將目標價上調至人民幣 95.00 元。

公司業績 | 醫脈通 (2192 HK / 買入 / 港幣 7.65 元 / 目標價: 港幣 10.2 元)

第 23 頁→

- 由於合規規則收緊延誤了項目執行，醫脈通 2026 年上半年收入按年增長 1.0%，遜於我們及市場普遍預期對 2026 年的預期。2026 年上半年經調整純利按年增長 2.4%，而核心經調整純利（不包括利息收入）按年上升 19.7%。管理層仍預期 2026 年產品數量將錄得雙位數增長，這受到平台規模和人工智能升級所支持。我們將 2026 年的收入及經調整純利增長預測分別下調至按年增長 2.1%及 4.2%。維持「買入」評級，並將目標價下調至港幣 10.20 元。

公司業績 | 深圳邁瑞生物醫療電子 (300760 CH / 買入 / 人民幣 165.35 元 / 目標價: 人民幣 195 元)

第 26 頁

- 邁瑞公布令人滿意的 2026 年上半年業績，收入按年增長 6.0%，經調整淨利潤則按年下跌 3.3%。收入與盈利於 2026 年第 2 季度重拾增長勢頭，分別按年增長 10.4%及 4.9%。海外收入按年增長 13.7%至人民幣 94.7 億元，佔總銷售額的 53%。邁瑞預期海外市場拓展及新興業務將在 2026 年及未來數年持續推動增長。維持「買入」評級及目標價人民幣 195.00 元。

公司業績 | 深圳邁瑞生物醫療電子 (300760 CH / 買入 / 人民幣 165.35 元 / 目標價: 人民幣 195 元)

第 29 頁

- 受 B2C 及 B2B 線下業務強勁增長帶動，結麗控股 2026 年上半年收益按年增長 23.2%，惟部分被受美國關稅影響導致的 B2B 線上業務收益下跌所抵銷。受毛利率擴張推動，純利按年錄得 30.0%的更快增長，惟部分被重組帶來的員工成本增加所抵銷。我們預計 B2C 及 B2B 線下業務將保持強勁，而 B2B 線上業務將於 2026 年下半年逐步復甦。維持「買入」評級，基於 8.5 倍 2026 年預測 市盈率，將目標價上調至港幣 4.94 元。

公司業績 | 智譜 AI (2513 HK / 買入 / 港幣 1,195 元 / 目標價: 港幣 1,830 元)

第 32 頁→

- 智譜 AI 2026 年上半年的業績好壞參半。收入按年增長 400%至人民幣 9.539 億元，低於市場普遍預期。雲端業務收入按年激增 27 倍至人民幣 8.252 億元，而本地部署收入則下跌 21%至人民幣 1.287 億元。受業務組合轉向利潤率較低的雲端部署影響，毛利率按年下降 23.6 個百分點至 26.4%；經調整淨虧損按年擴大 12.1%至人民幣 20 億元，但好於預期。截至 2026 年 8 月，年度經常性收入（ARR）達到美金 16 億元，年終目標為美金 24 億元，略高於我們的預期。維持「買入」評級，目標價維持在港幣 1,830.00 元不變。

技術分析

電能實業| 6 HK

第 35 頁→

- 支持位: 港幣 59.3 元 / 港幣 58.7 元
- 阻力位: 港幣 63.55 元 / 港幣 64.95 元

中國財險| 2328 HK

第 35 頁→

- 支持位: 港幣 16.16 元 / 港幣 15.91 元
- 阻力位: 港幣 18.41 元 / 港幣 18.77 元

經濟

中國採購經理人指數

製造業採購經理人指數優於預期，但兩項採購經理人指數均維持在 50 以下

- 8 月份製造業採購經理人指數升至 49.8（按月升 0.6 個百分點），高於彭博市場預期的 49.5，主要由新訂單分類指數重回擴張區間至 50.6（按月升 2.1 個百分點）所帶動，而新出口訂單指數亦微升至 50.1（按月升 0.5 個百分點）。新訂單總額錄得大得多的增幅，顯示改善情況主要由內需帶動。
- 非製造業採購經理人指數（PMI）維持於 49.0 不變，低於彭博市場普遍預期的 49.4，主因建築業指數滑落至 46.9（按月下跌 0.1 個百分點），而服務業指數則持平於 49.3（按月變動 0.0 個百分點），兩者均維持在收縮區間。
- 大型企業綜合指數重返擴張區間，報 50.6（按月升 1.1 個百分點），而小型企業綜合指數改善至 47.9（按月升 0.5 個百分點），但持續落後。

最新資料

- 8 月份製造業採購經理人指數改善至 49.8（按月升 0.6 個百分點），較彭博市場普遍預期的 49.5 高出 0.3 個百分點。新訂單分類指數重回擴張區間，報 50.6（按月升 2.1 個百分點）；製造業產出分類指數亦重回榮枯線上方，報 50.4（按月升 0.5 個百分點）。新出口訂單指數亦重返擴張區間，報 50.1（按月升 0.5 個百分點），但其相對於新訂單總量的較小升幅表明，復甦主要由內需帶動，扭轉了 7 月的格局。此外，採購量指數升至 50.5（按月上升 1.1 個百分點），進口指數升至 48.6（按月上升 1.1 個百分點），顯示投入品採購重啟。在成本方面，購進價格指數躍升至 56.6（按月上升 3.4 個百分點），而出廠價格指數則重回擴張區間，達 50.4（按月上升 2.6 個百分點）。定價能力的改善令人鼓舞，但兩者之間的差距由 5.4 個百分點擴大至 6.2 個百分點，顯示利潤率持續承壓。就業分項指數回落至 48.7（按月跌 0.3 個百分點），而業務預期指數亦見放緩（53.8，按月跌 0.3 個百分點）。
- 8 月非製造業採購經理人指數持平於 49.0（按月變動 0.0 個百分點），較彭博的普遍預期 49.4 低 0.4 個百分點。建築業指數跌至 46.9（按月下跌 0.1 個百分點），延續 7 月的週期低位，突顯房地產持續疲弱。服務業指數維持在 49.3 不變（按月變動 0.0 個百分點）。需求指標進一步惡化，其中新訂單分項指數進一步跌至 44.1（按月跌 0.3 個百分點），而新出口訂單指數則持平於 47.0（按月變動 0.0 個百分點）。投入價格分項指數升至 51.1（按月升 1.4 個百分點），銷售價格分項指數升至 49.3（按月升 1.4 個百分點）；兩者差距維持在 1.8 個百分點，利潤率壓力保持不變。就業分項指數持平於 45.4（按月變動 0.0 個百分點），而業務預期分項指數則回落至 55.0（按月下跌 0.4 個百分點）。
- 企業採購經理人指數再次出現分化。受惠於製造業訂單回升，大型企業綜合指數重返擴張區間，報 50.6（按月升 1.1 個百分點），在各企業規模中升幅最大。中型企業綜合指數是唯一錄得下跌的指數，報 49.4（按月下跌 0.3 個百分點），連續第二個月低於 50。小型企業綜合指數升至 47.9（按月升 0.5 個百分點），但在三者中依然表現最弱。
- 8 月份的採購經理人指數數據好壞參半，復甦主要集中在製造業。新訂單指數及新出口訂單指數雙重重返擴張區間，令人鼓舞。非製造業仍是主要拖累因素；未來數月將需要更具針對性的政策支持，以在 2026 年下半年穩定內需。

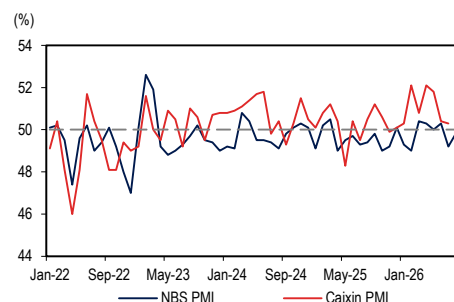
分析員

譚文漢，特許財務分析師
munhon.tham@uobkh.com
+852 2236 6799

王可來

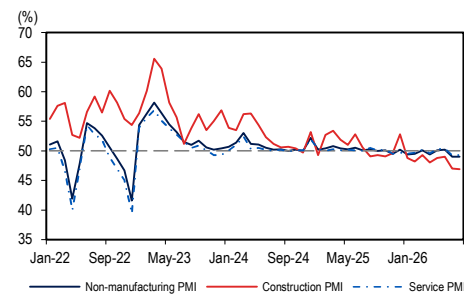
claire.wang@uobkh.com
+852 2236 6761

製造業採購經理人指數



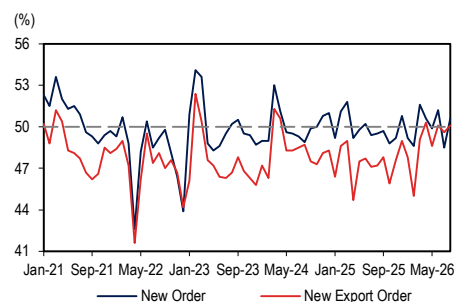
資料來源：國家統計局、Wind、大華繼顯

非製造業採購經理人指數



資料來源：國家統計局、Wind、大華繼顯

製造業採購經理人指數新訂單



資料來源：國家統計局、Wind、大華繼顯

製造業採購經理人指數

		2026 年 8 月	按月點數變動	2026 年 7 月	2026 年 6 月
製造業採購經理人指數		49.8	0.6	49.2	50.3
綜合指數	製造業產出	50.4	0.5	49.9	51.4
	新訂單	50.6	2.1	48.5	51.2
	原材料存貨	48.1	-0.2	48.3	48.4
	就業	48.7	-0.3	49.0	48.5
	供應商交貨時間	50.1	0.6	49.5	49.9
相關指數	新出口訂單	50.1	0.5	49.6	50.1
	進口	48.6	1.1	47.5	49.6
	採購	50.5	1.1	49.4	51.4
	購進價格	56.6	3.4	53.2	54.2
	出廠價格	50.4	2.6	47.8	48.2
	製成品存貨	48.4	-0.2	48.6	47.7
	積壓訂單	46.7	0.9	45.8	47.1
	業務預期	53.8	-0.3	54.1	54.3

資料來源：國家統計局、Wind、大華繼顯

非製造業採購經理人指數

		2026 年 8 月	按月點數變動	2026 年 7 月	2026 年 6 月
非製造業採購經理人指數		49.0	0.0	49.0	50.2
綜合指數	新訂單	44.1	-0.3	44.4	48.0
	投入價格	51.1	1.4	49.7	49.7
	銷售價格	49.3	1.4	47.9	48.4
	就業	45.4	0.0	45.4	45.8
	業務預期	55.0	-0.4	55.4	55.3
相關指數	新出口訂單	47.0	0.0	47.0	47.9
	積壓訂單	42.8	-0.5	43.3	44.2
	存貨	45.6	0.5	45.1	45.3
	供應商交貨時間	51.2	0.3	50.9	51.3
行業指數	建築業	46.9	-0.1	47.0	49.0
	服務業	49.3	0.0	49.3	50.4

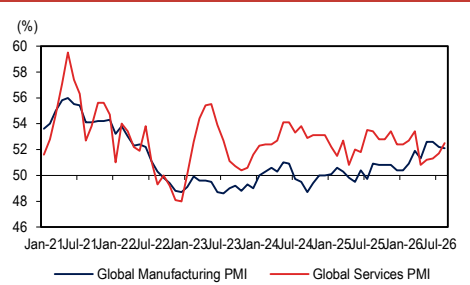
資料來源：國家統計局、Wind、大華繼顯

按企業規模劃分的採購經理人指數

		2026 年 8 月	按月點數變動	2026 年 7 月	2026 年 6 月
綜合指數	大型企業	50.6	1.1	49.5	50.7
	中型企業	49.4	-0.3	49.7	50.5
	小型企業	47.9	0.5	47.4	48.2

資料來源：國家統計局、Wind、大華繼顯

全球採購經理人指數



資料來源：彭博、大華繼顯

華潤置地（1109 HK）

2026 年上半年：符合預期；商場營運業務仍為主要表現優異者

重點摘要

- 2026 年上半年核心純利按年增長 1.6%，符合預期，主要受經常性利潤增長 10.4%及出售投資物業錄得人民幣 37 億元收益所支持。
- 自今年初以來，華潤置地主動升級其戰略，為新的預售制度作好準備。商場營運仍為主要亮點，且「十五五」期間的擴張計劃維持不變。
- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 39.60 元不變。

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	67,869	186,517	94,921	-28.5%	-63.6%
-物業開發 (DP)	45,263	163,801	74,358	-39.1%	-72.4%
-投資物業 (IP)	14,161	13,338	12,106	17.0%	6.2%
-其他經常性收入	8,446	9,377	8,457	-0.1%	-9.9%
核心純利	10,160	12,480	10,000	1.6%	-18.6%
-物業開發 (DP)	3,510	6,801	3,979	-11.8%	-48.4%
-投資物業 (IP)	5,620	4,911	4,989	12.7%	14.4%
-其他經常性收入	1,030	768	1,032	-0.2%	34.1%
核心每股盈利	1.42	1.75	1.40	1.6%	-18.6%
每股派息	0.20	0.966	0.20	0.0%	不適用
派息比率	14.0%	55.2%	14.3%	-0.2 個百分點	不適用
毛利率	25.4%	19.8%	24.0%	+1.4 個百分點	+5.6 個百分點
-物業開發 (DP)	10.0%	15.5%	15.6%	-5.6 個百分點	-5.5 個百分點
-投資物業 (IP)	73.3%	70.8%	72.9%	+0.4 個百分點	+2.5 個百分點
淨負債比率	41.0%	39.2%	39.2%	+1.8 個百分點	+1.8 個百分點

資料來源：華潤置地、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績符合預期。核心純利按年增長 1.6%至人民幣 101.6 億元，主要受出售投資物業錄得的人民幣 37 億元收益所支持，符合我們預期。收入按年下跌 28.5%至人民幣 678.7 億元，主要由於物業開發 (DP) 收入按年下跌 39.1%至人民幣 452.6 億元——部分被投資物業 (IP) 租金收入按年上升 17.0%至人民幣 141.6 億元所抵銷。毛利率按年上升 1.4 個百分點至 25.4%，主因經常性業務佔比提高，加上投資物業 (IP) 租金利潤率（按年+0.4 個百分點）及華潤萬象生活利潤率（按年+0.9 個百分點）走強，足以抵銷物業開發 (DP) 利潤率下跌 5.6 個百分點至 10.0%的影響。經常性核心純利按年增長 10.4%至人民幣 66.5 億元，推動其佔集團核心利潤的比例上升 5.3 個百分點至 65.5%。截至 2026 年 6 月，淨負債比率達到 41.0%，按年及按半年均由 39.2%上升 1.8 個百分點。平均資金成本較 2025 年底下降 9 個基點至 2.63% 的歷史新低。中期每股派息為人民幣 0.2 元（港幣 0.231 元），按年持平，意味著核心派息比率為 14.0%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	278,905	281,438	212,095	217,769	222,760
息稅折舊攤銷前利潤	48,135	46,747	31,939	35,802	38,938
經營利潤	46,599	45,216	30,994	34,808	37,896
純利（報告 / 實際）	25,616	25,418	16,406	18,243	19,593
純利（經調整）	25,504	22,480	20,156	21,243	22,593
每股收益（人民幣分）	357.6	315.2	282.7	297.9	316.8
市盈率（倍）	7.2	8.2	9.1	8.7	8.1
市賬率（倍）	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
企業價值／EBITDA（倍）	9.9	10.2	14.9	13.3	12.2
股息收益率（%）	5.1	4.5	4.1	4.3	4.5
純利率（%）	9.2	9.0	7.7	8.4	8.8
債務／（現金）淨額與權益（%）	47.2	57.4	52.9	37.6	22.8
利息保障倍數（倍）	15.0	15.2	11.6	13.4	14.1
股本回報率（%）	9.5	9.0	5.6	6.0	6.2
市場預期純利（港幣 1 百萬元）	-	-	24,052.7	25,795.5	27,302.1
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.84	0.82	0.83

資料來源：華潤置地、彭博、大華繼顯

分析員

劉潔琦

Jieqi.Liu@uobkh.com
+852 28261392

沈宸昊

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

買入（維持）

股價	港幣 30.06 元
目標價	港幣 39.60 元
上升空間	+31.8%

股票數據

行業	房地產
股份代號:	1109 HK
已發行股份（百萬股）:	7,130.9
市值（港幣 1 百萬元）:	214,356.0
市值（美金 1 百萬元）:	27,348.0
三個月平均成交額（美金 1 百萬元）:	95.0

價格表現（%）

52 週最高 / 最低	港幣 39.88 元/港幣 26.70 元				
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今	
(9.5)	(14.9)	(5.4)	(1.6)	10.5	

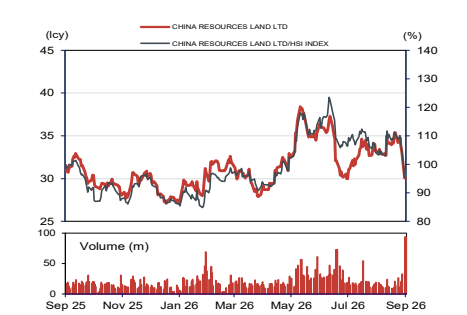
主要股東（%）

華潤集團	65.4
------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	41.85
2026 財年每股淨債項（人民幣）	22.14

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

華潤置地是華潤集團旗下一家在香港上市的國有中國內地物業開發商兼投資者，經營物業開發業務、以萬象城購物中心為依託的投資物業租賃業務，以及輕資產收費型管理業務。

- 商場營運仍為主要表現領先者，其相對大市的領先優勢進一步擴大。受同店銷售增長 10.1%帶動，零售銷售按年增長 16.4%至人民幣 1,282 億元，相比之下，2026 年上半年全國零售銷售按年增長為 1.3%。增長呈現廣泛基礎而非由奢侈品主導：非奢侈品商場的零售銷售額按年增長 18.4%，而奢侈品商場則增長 13.1%。推動非奢侈品在商場零售銷售額中的佔比由 2025 年上半年的 62% 及 2023 年的 60%上升至 63%。由於出租率提升至 98.0%，且租金成本比率降至 11.7%，租金收入增加 19.4%至人民幣 124 億元。商場息稅折舊攤銷前利潤增長 19.7%至人民幣 82 億元，利潤率為 66.0%。在物業開發業務表現疲弱之際，商場貢獻了 55.3%的核心純利，為華潤置地的盈利提供支撐。
- 投資維持積極；淨負債比率按年及按半年上升 1.8 個百分點至 41.0%。2026 年首 7 個月，買地金額達人民幣 526 億元，佔 2026 年首 7 個月合約銷售額的 40.3%。應佔土地投資中，分別約有 55.4%及 44.2%用於一線及二線城市。2026 年首 7 個月，隱含土地成本為每平方米人民幣 15,520 元，相當於合約平均售價的 42.5%。資金成本下降至 2.63%的行業低位
- 華潤置地已主動就預售新機制調整策略。管理層預期「828」政策長遠將改善供求動態、支持價格回升、增強買家信心，並加速轉向以項目為基礎的融資模式；同時預計該政策短期內可能對開發商的現金流構成壓力。今年以來，華潤置地加強了核心能力及項目層面的現金流管理。展望未來，華潤置地將繼續推動營業額增長、降低成本，並與地方政府接洽，以支持新預售制度平穩過渡。
- 管理層重申了其在「十五五」規劃期間的投資物業營運計劃。營運中商場的數量目標是由 98 家增至 127 家，同時該公司計劃每年透過房地產投資信託基金（REIT）上市及其他途徑盤活約五項成熟資產。雖然管理層預期在 7 月至 8 月放緩後，2026 年下半年的零售銷售將面臨更大壓力，但仍有信心華潤萬象商場將繼續跑贏大市。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 39.60 元不變。我們以分類加總估值法（SOTP）得出的目標價，是按經常性收入的 16 倍目標市盈率 以及物業發展的 6 倍目標市盈率 計算得出。維持「買入」評級。華潤置地的現價對應 4.1% 的 2026 年股息收益率。

盈利預測調整 / 風險

- 維持盈利預測不變。

股價催化劑

- 物業開發業務的利潤率復甦快於預期。

合約銷售額

（人民幣 10 億元）	2026 年 上半年	2025 年 上半年	按年
合約銷售額（人民幣 b）	116.50	110.32	+5.6%
合約總樓面面積（百萬平方米）	3.16	4.1	-23.2%
合約平均售價（人民幣／平方米）	36,841	26,777	+37.6%
已鎖定未入賬銷售額（人民幣 b）	251.8	306.4	-17.8%

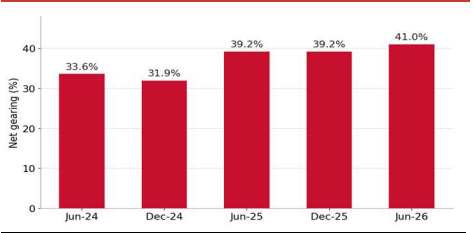
資料來源：華潤置地、大華繼顯

按地區劃分的 2026 年上半年合約銷售額

地區	銷售額 （人民幣 10 億元）	佔總額百分比 （%）
華南	42.98	36.9%
華東	39.10	33.6%
華北	19.27	16.5%
中國中西部	15.14	13.0%
總計	116.50	100.0%

資料來源：華潤置地、大華繼顯

淨負債比率



資料來源：華潤置地、大華繼顯

商業營運：收入結構及關鍵績效指標

	2026 年 上半年	2025 年 上半年
按資產類別劃分的收入（人民幣 b）		
購物商場	12.4	10.4
辦公室	0.78	0.82
酒店	0.94	0.87
投資物業租金總收入（人民幣 b）	14.16	12.11
關鍵績效指標		
	2026 年 上半年	2025 年 上半年
零售租金按年變動	12.8%	15.9%
對比全國零售銷售額按年增長	5.0%	1.3%
商場零售銷售額（人民幣十億元）	128.2	110.1
商場零售銷售額按年	16.4%	20.2%
商場同店銷售增長	10.1%	9.4%
商場出租率（%）	98.0	97.3
佔用成本比率	11.7%	12.0%
辦公樓出租率（%）	74.3	74.5

資料來源：華潤置地、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	281,437.9	212,094.9	217,769.0	222,759.8
息稅折舊攤銷前利潤	46,747.3	31,939.0	35,801.9	38,938.4
折舊及攤銷	1,531.4	945.2	993.9	1,042.6
息稅前利潤	45,215.9	30,993.8	34,808.0	37,895.9
總其他非經營收入	9,260.1	5,000.0	5,000.0	5,000.0
聯營公司貢獻	1,959.9	1,567.9	1,599.2	1,631.2
淨利息收入／（支出）	(3,083.4)	(2,747.5)	(2,662.4)	(2,752.0)
除稅前溢利	53,352.5	34,814.2	38,744.9	41,775.1
稅項	(20,533.1)	(13,507.2)	(15,052.1)	(16,329.8)
少數股東權益	(7,401.8)	(4,900.6)	(5,449.3)	(5,852.4)
純利	25,417.5	16,406.4	18,243.5	19,592.9
純利（經調整）	22,480.0	20,156.4	21,243.5	22,592.9

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	38,793.2	27,004.6	60,794.1	62,940.4
年度利潤	53,352.5	34,814.2	38,744.9	41,775.1
稅項	(20,533.1)	(13,507.2)	(15,052.1)	(16,329.8)
折舊及攤銷	1,531.4	945.2	993.9	1,042.6
聯營公司	(1,959.9)	(1,567.9)	(1,599.2)	(1,631.2)
營運資金變動	8,608.4	3,566.5	34,694.1	34,697.2
非現金項目	(5,696.0)	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	3,489.8	2,753.8	3,012.5	3,386.6
投資	(51,309.1)	(11,372.3)	(11,350.3)	(11,327.8)
資本支出（增長）	(6,732.7)	(15,000.0)	(15,000.0)	(15,000.0)
投資	94,014.7	94,954.8	95,904.4	96,863.4
其他	(138,591.0)	(91,327.1)	(92,254.7)	(93,191.2)
融資	(3,009.6)	1,996.3	1,928.3	1,775.7
支付股息	(12,994.2)	(7,457.9)	(7,860.1)	(8,359.4)
借款所得款項	122,060.4	9,454.2	9,788.3	10,135.0
償還貸款	(103,829.1)	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(8,246.7)	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	(15,525.6)	17,628.7	51,372.0	53,388.2
年初現金及現金等價物	131,381.0	115,449.2	133,077.9	184,449.9
因外匯影響所致的變動	(406.2)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	115,449.2	133,077.9	184,449.9	237,838.1

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	309,550.1	325,350.1	341,150.1	356,950.1
其他長期資產	123,366.8	125,013.3	126,728.3	128,516.9
現金／短期投資	115,449.2	133,077.9	184,449.9	237,838.1
其他流動資產	530,334.5	486,693.7	448,847.1	411,064.8
資產總額	1,078,700.6	1,070,135.0	1,101,175.5	1,134,370.0
短期債務	50,506.0	53,031.3	55,682.9	58,467.0
其他流動負債	338,187.6	301,394.8	301,151.6	300,613.3
長期債務	230,963.5	237,892.4	245,029.2	252,380.0
其他長期負債	39,727.8	44,651.8	50,314.3	56,826.2
股東權益	289,483.7	298,432.2	308,815.6	320,049.1
少數股東權益	129,832.0	134,732.6	140,181.9	146,034.3
負債及權益總額	1,078,700.6	1,070,135.0	1,101,175.5	1,134,370.0

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	16.6	15.1	16.4	17.5
稅前利潤率	19.0	16.4	17.8	18.8
純利率	9.0	7.7	8.4	8.8
資產回報率	2.3	1.5	1.7	1.8
股本回報率	9.0	5.6	6.0	6.2
增長				
營業額	0.9	(24.6)	2.7	2.3
息稅折舊攤銷前利潤	(2.9)	(31.7)	12.1	8.8
除稅前溢利	(8.4)	(34.7)	11.3	7.8
純利	(0.8)	(35.5)	11.2	7.4
純利（經調整）	(11.9)	(10.3)	5.4	6.4
每股收益	(11.9)	(10.3)	5.4	6.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	40.2	40.2	40.1	40.0
債務權益比率	97.2	97.5	97.4	97.1
債務／（現金）淨額與權益	57.4	52.9	37.6	22.8
利息保障倍數（倍）	15.2	11.6	13.4	14.1

華潤萬象生活（1209 HK）

2026 年上半年：業績符合預期；商業業務推動利潤率擴張；維持 100%派息比率

重點摘要

- 2026 年上半年核心純利按年增長 10.8%至人民幣 22.3 億元。這符合我們在 7 月 22 日的業績預覽中所預測的雙位數增長，亦相當於我們全年預測的 50.9%。
- 毛利率按年擴大 0.9 個百分點至 38.0%，主要受業務組合帶動，商務業務佔收入比重由 38.3%升至 40.1%；分部內部利潤率則持平至走低。
- 中期每股派息人民幣 0.586 元及特別中期每股派息人民幣 0.391 元，使派息比率維持在核心純利的 100%。維持「買入」評級。目標價：港幣 55.00 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	9,217	9,498	8,524	+8.1%	-3.0%
-物業管理	5,330	5,691	5,156	+3.4%	-6.3%
-商業	3,698	3,638	3,267	+13.2%	+1.7%
-生態系統	188	169	100	+87.8%	+11.5%
毛利	3,507	3,240	3,165	+10.8%	+8.2%
應佔純利	2,239	1,939	2,030	+10.3%	+15.5%
核心純利	2,229	1,939	2,011	+10.8%	+15.0%
核心每股盈利 (人民幣 / 股)	0.977	0.850	0.881	+10.8%	+15.0%
每股派息 (人民幣 / 股)	0.586	0.509	0.529	+10.8%	+15.1%
特別每股派息 (人民幣 / 股)	0.391	0.341	0.352	+11.1%	+14.7%
總派息比率	100.0%	100.0%	100.0%	0.0 個百分點	0.0 個百分點
利潤率					
毛利率	38.0%	34.1%	37.1%	+0.9 個百分點	+3.9 個百分點
-物業管理	18.3%	17.3%	18.8%	-0.5 個百分點	+1.0 個百分點
-商業	66.9%	60.4%	66.1%	+0.8 個百分點	+6.5 個百分點
銷售、一般及行政費用佔收入比率	6.7%	8.6%	6.3%	+0.4 個百分點	-1.9 個百分點
核心純利利潤率	24.2%	20.4%	23.6%	+0.6 個百分點	+3.8 個百分點

資料來源：華潤萬象生活、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績符合預期；利潤率擴張，維持 100%派息比率。華潤萬象生活（CR Mixc）於 2026 年上半年的核心應佔純利按年增長 10.8%至人民幣 22.29 億元，符合預期，佔我們全年預測的 50.9%。增長主要由收入按年增長 8.1%至人民幣 92.168 億元（其中商業分部領跑，按年增長 13.2%），以及毛利率按年擴張 0.9 個百分點至 38.0%所帶動，因利潤率較高的商業分部將其收入貢獻提高至 40.1%（2025 年上半年：38.3%）。銷售、一般及行政費用佔收入比率按年擴大 0.4 個百分點至 6.7%，部分抵銷了上述影響。該公司宣派中期基本每股派息人民幣 0.586 元及特別每股派息人民幣 0.391 元，合計按年增長 10.8%，並維持相當於核心純利 100%的總派息比率。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	17,154	18,022	19,647	21,623	23,616
息稅折舊攤銷前利潤	4,363	5,032	5,753	6,539	7,332
經營利潤	4,231	4,859	5,529	6,247	6,953
純利（報告 / 實際）	3,598	3,969	4,405	4,900	5,372
純利（經調整）	3,474	3,950	4,383	4,877	5,349
每股收益（分）	152.2	173.1	192.0	213.7	234.4
市盈率（倍）	22.0	19.3	17.4	15.6	14.3
市賬率（倍）	4.6	4.9	4.7	3.6	3.4
企業價值 / EBITDA（倍）	15.8	13.7	12.0	10.6	9.4
股息收益率（%）	4.6	5.2	5.7	6.4	7.0
純利率（%）	21.0	22.0	22.4	22.7	22.7
債務 /（現金）淨額與權益（%）	(58.2)	(35.8)	(46.1)	(44.8)	(49.7)
利息保障倍數（倍）	37.7	45.3	51.9	58.9	66.1
股本回報率（%）	不適用	24.8	27.8	26.1	24.6
市場預期純利（人民幣 1 百萬元）	-	-	4,389.9	4,845.6	5,385.8
大華繼顯 / 市場預期（倍）	-	-	1.00	1.01	0.99

資料來源：華潤萬象生活、彭博、大華繼顯

分析員

沈宸昊

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

劉潔琦

Jieqi.Liu@uobkh.com
+852 28261392

買入（維持）

股價	港幣 39.10 元
目標價	港幣 55 元
上升空間	+40.7%

股票數據

行業	房地產
股份代號:	1209 HK
已發行股份（百萬股）:	2,282.5
市值（港幣 1 百萬元）:	88,971.8
市值（美金 1 百萬元）:	11,349.3
三個月平均成交額（美金 1 百萬元）:	25.0

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 51.15 元/港幣 36.14 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(2.4)	(6.3)	(18.1)	0.6	(9.2)

主要股東（%）

華潤股份有限公司	72.29
摩根大通公司	5.67

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	7.13
2026 財年每股淨債項（人民幣）	3.28

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

華潤萬象生活是中國一家輕資產物業管理及商業營運服務供應商，由母公司華潤置地分拆上市。其商業分部營運商場及寫字樓，而物業管理分部則服務住宅社區及城市空間，包括公共設施、產業園區及場館。

- **總建築面積擴張保持在正軌上，並加快轉向質素更高的業務領域。**總在管建築面積按年增長 5.1%至 4.563 億平方米。這主要受城市公共空間達 1.411 億平方米（按年增長 10.9%）及營運中商場總建築面積達 1,510 萬平方米（按年增長 11.7%）所帶動，而社區空間按年僅增長 2.0%。第三方項目佔在管建築面積的 59.0%。
- **物管分部增長緩慢，利潤率輕微下降。**物業管理（物管）收入按年增長 3.4%至人民幣 53.3 億元，主要受城市空間（按年增長 9.0%）及基礎物管（按年增長 2.8%）所帶動，而增值服務的拖累則由去年的雙位數萎縮收窄至按年 1.3%。分部毛利率按年微跌 0.5 個百分點至 18.3%，主因基礎物業管理毛利率改善 0.3 個百分點的利好，被城市空間、社區增值服務及非業主增值服務的影響所完全抵銷。
- **商場業務保持穩健。**商業收入按年增長 13.2%至人民幣 37 億元，其中商場營運收入按年增長 15.2%至人民幣 26.1 億元，辦公室收入按年增長 8.6%至人民幣 10.9 億元。租戶零售銷售額同比增長 21.7%至人民幣 1,485 億元，按可比口徑計算同比增長 10.2%，而全國零售銷售額增長為 1.3%。租金收入按年增長 15.8%至人民幣 171 億元，推動淨物業收入利潤率（NOI margin）按年提升 0.7 個百分點至 68.9%；同時，平均出租率較 2025 年底上升 0.2 個百分點至 97.4%。2026 年上半年有三家商場開業，使營運中的商場總數增至 138 家（2025 年上半年：125 家）。儲備項目達 80 個，意味著到 2028 年將有 218 座商場投入營運。我們預計這項規劃中的商場擴建項目將使公司能夠實現其雙位數盈利增長的目標。
- **現金創造能力保持穩健。**經營現金流 / 核心純利比率為 68.3%，按年上升 3.5 個百分點，並處於我們此前提及的 60%至 70%中期範圍之內。2026 年上半年手頭現金總額按半年上升 8.4%至人民幣 171 億元，而應收賬款營業額天數則按年微升 0.2 天至 56.4 天。我們預期該公司將能實現其 2026 年全年目標，即營運現金流對核心純利的比率超過 1.0 倍。
- **維持穩定的派息政策。**華潤萬象生活宣派中期每股派息人民幣 0.586 元及特別中期每股派息人民幣 0.391 元，合共人民幣 0.977 元，按年增加 10.8%。這使其派息率維持在核心純利的 100%（不計特別股息則為 60%），與 2025 年上半年持平。我們預期該公司將於 2026 年實現其雙位數的每股派息增長目標。
- **管理層展望及指引。**在行業層面，管理層預期消費將維持週期性特徵，但認為結構性復甦態勢依然完好，並形容物業管理行業正處於深度調整期，行業收繳率及住宅利潤率仍然受壓。在公司層面，該公司重申其 2026 年核心純利實現雙位數增長的目標，這將受到 2026 年下半年約 10 家新商場開業、轉租及生態系統毛利的高雙位數增長，以及成本節約所推動。管理層指引，鑑於龐大的物管基數，收入增長為較難達成的目標。新增 100 個商業項目的五年目標維持不變，其中 12 個已於 2026 年上半年落實。

估值 / 建議

- **維持「買入」評級，目標價維持港幣 55.00 元不變。**在業績符合預期後，我們維持對其預測及估值不變。該股票的交易價格為 16.6 倍 2026 年預測市盈率，以及 6.0%的 2026 年股息收益率。

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的事前預測，我們維持 2026/27/28 年度的預測不變。

股價催化劑

- 商場開業步伐及租戶零售銷售增長快於預期。
- 持續將核心純利進行 100%派付。

所有分部的總樓面面積

（百萬平方米）	2026 年上 半年	2025 年上 半年	按年
社區	281.0	275.5	2.0%
寫字樓及工業物業	19.0	17.8	6.8%
城市公共	141.1	127.2	10.9%
購物商場	15.1	13.6	11.7%
總在管建築面積	456.3	434.0	5.1%
-母公司	187.3	176.9	5.9%
-第三方	269.0	257.2	4.6%

資料來源：華潤萬象生活、大華繼顯

物管分部毛利率（GPM）

	2026 年上 半年	2025 年上 半年	按年
毛利率	18.3%	18.8%	-0.5 個百分點
基礎物管	16.9%	16.6%	+0.3 個百分點
非業主增值服務	22.8%	26.0%	-3.2 個百分點
社區增值服務	38.2%	40.4%	-2.2 個百分點
城市空間	12.5%	14.2%	-1.7 個百分點

資料來源：華潤萬象生活、大華繼顯

商場主要統計數據投資組合

營運中商場	2026 年 上半年	2025 年 上半年	變動
總建築面積（百萬平方米）	15.1	13.6	1.5
項目數目	138	125	13
-來自華潤置地	99	94	5
-來自華潤集團 / 第三方	39	31	8

資料來源：華潤萬象生活、大華繼顯

商業分部的毛利率

	2026 年上 半年	2025 年上 半年	按年
毛利率	66.9%	66.1%	+0.8 個百分點
購物商場	78.7%	78.7%	0.0 個百分點
辦公樓	38.7%	37.7%	+1.0 個百分點

資料來源：華潤萬象生活、大華繼顯

商場開業儲備項目（累計）

商場數目	2026 年 上半年	2026	2027	2028+
-來自華潤置地	99	104	112	136
-來自第三方	39	44	52	82
營運中總計	138	148	164	218
總樓面面積（百萬平方米）	15.14	16.30	18.43	25.40

資料來源：華潤萬象生活、大華繼顯

商場營運數據

	2026 年 上半年	2025 年 上半年	按年
租戶零售銷售額（人民幣 10 億元）	148.5	122.0	21.7%
-可比增長	10.2%	9.7%	+0.5 個百分點
租金收入（人民幣 10 億元）	17.1	14.7	15.8%
營運淨收入（人民幣 10 億元）	11.7	10.0	16.9%
淨營運收入利潤率	68.9%	68.2%	+0.7 個百分點
平均入住率	97.4%	97.1%	+0.3 個百分點
商場排名第一	62	53	9

資料來源：華潤萬象生活、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	18,021.6	19,646.6	21,622.6	23,615.5
息稅折舊攤銷前利潤	5,031.9	5,753.4	6,538.8	7,331.6
折舊及攤銷	172.5	224.2	291.5	378.9
息稅前利潤	4,859.4	5,529.2	6,247.3	6,952.6
總其他非經營收入	604.9	654.0	655.2	656.9
聯營公司貢獻	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	-111.0	-111.0	-111.0	-111.0
除稅前溢利	5,353.4	6,072.2	6,791.6	7,498.6
稅項	-1,269.6	-1,518.1	-1,697.9	-1,874.6
少數股東權益	-114.7	-149.1	-193.9	-252.0
純利	3,969.0	4,405.1	4,899.8	5,371.9
純利（經調整）	3,950.0	4,382.6	4,877.3	5,349.4
經調整每股收益	173.1	192.0	213.7	234.4

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	4,579.0	7,209.3	4,068.5	8,696.9
年度利潤	5,353.4	6,072.2	6,791.6	7,498.6
稅項	-1,269.6	-1,518.1	-1,697.9	-1,874.6
折舊及攤銷	172.5	224.2	291.5	378.9
聯營公司	0.0	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	419.7	2,489.2	-1,371.0	2,493.3
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	-96.9	-58.3	54.4	200.8
投資	-5,021.0	-1,194.8	2,504.1	-2,155.8
資本支出（增長）	-122.3	-879.9	-1,120.9	-1,429.6
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
資本支出（增長）	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-4,898.7	-314.9	3,624.9	-726.2
融資	-3,619.8	-4,061.0	-4,493.5	-4,988.3
支付股息	-3,474.1	-3,950.0	-4,382.6	-4,877.3
借款所得款項	-34.8	0.0	0.0	0.0
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	-111.0	-111.0	-111.0	-111.0
現金流入（流出）淨額	-4,061.9	1,953.5	2,079.0	1,552.9
年初現金及現金等價物	9,600.1	5,538.3	7,491.8	9,570.9
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	5,538.3	7,491.8	9,570.9	11,123.8

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	5,294.5	5,471.4	5,701.3	6,000.1
其他長期資產	9,140.4	10,304.7	11,701.8	13,378.4
現金／短期投資	5,538.3	7,491.8	9,570.9	11,123.8
其他流動資產	9,077.8	7,844.7	9,868.1	8,641.9
資產總額	29,050.9	31,112.6	36,842.1	39,144.2
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	10,197.0	11,453.2	12,105.6	13,372.7
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	3,160.2	3,160.2	3,160.2	3,160.2
股東權益	15,461.9	16,267.4	21,344.4	22,379.5
少數股東權益	231.8	231.8	231.8	231.8
負債及權益總額	29,050.9	31,112.7	36,842.0	39,144.2

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	27.9	29.3	30.2	31.0
稅前利潤率	29.7	30.9	31.4	31.8
純利率	22.0	22.4	22.7	22.7
資產回報率	13.6	14.6	14.4	14.1
股本回報率	24.8	27.8	26.1	24.6
增長				
營業額	5.1	9.0	10.1	9.2
息稅折舊攤銷前利潤	15.3	14.3	13.6	12.1
除稅前溢利	10.1	13.4	11.8	10.4
純利	10.3	11.0	11.2	9.6
純利（經調整）	13.7	11.0	11.3	9.7
每股收益	13.7	11.0	11.3	9.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務權益比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務／（現金）淨額與權益	(35.8)	(46.1)	(44.8)	(49.7)

中國建築股份有限公司（601668 CH）

2026 年上半年：2026 年第 2 季度純利下跌 40.7%；目標在 2026 年下半年實現營運現金流按年改善及減值撥備減少

重點摘要

- 2026 年上半年應佔純利按年下跌 24.3%至人民幣 230 億元。單計 2026 年第 2 季度按年下跌 40.7%。減值撥備增加 32%是主要的拖累因素。
- 就 2026 年而言，管理層給出指引：a)營運現金流錄得按年改善，b)減值將不高於 2025 年，以及 c)股息保持穩定。
- 因息稅折舊攤銷前利潤下調，維持「持有」評級，目標價下調至人民幣 4.90 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 10 億元)	2025 年 第二季度	2026 年 第一季度	2026 年 第二季度	2026 年第二 季度按年	2026 年第二 季度按季	2025 年上 半年	2026 年上 半年	按年
收入	553	512	464	-16.1%	-9.3%	1,108	976	-12.0%
-房屋建設	331	332	239	-27.8%	-28.0%	696	571	-18.0%
-基礎設施	145	119	128	-11.9%	+7.8%	273	246	-9.9%
-房地產開發	78	52	100	+27.3%	+90.1%	132	152	+15.2%
毛利	61	41	60	-1.6%	+47.6%	104	100	-3.9%
經營利潤	27	21	20	-26.6%	-6.2%	49	40	-18.3%
應佔純利	15	14	9	-40.7%	-34.3%	30	23	-24.3%
核心純利	13	14	6	-51.5%	-55.5%	27	20	-27.5%
核心每股盈利 (人民幣)	0.31	0.33	0.15	-51.5%	-55.5%	0.67	0.48	-27.5%
利潤率								
毛利率	11.0%	7.9%	12.9%	+1.9 個百分點	+5.0 個百分點	9.4%	10.3%	+0.9 個百分點
-房屋建設	8.7%	6.4%	10.8%	+2.1 個百分點	+4.4 個百分點	7.3%	8.2%	+0.9 個百分點
-基礎設施	12.1%	8.8%	12.6%	+0.5 個百分點	+3.8 個百分點	10.2%	10.8%	+0.6 個百分點
-房地產開發	15.3%	13.5%	15.7%	+0.4 個百分點	+2.2 個百分點	16.0%	15.0%	-1.0 個百分點
銷售、一般及行政費用佔收入比率	1.9%	1.8%	2.4%	+0.4 個百分點	+0.5 個百分點	1.9%	2.1%	+0.2 個百分點
研發費用佔收入比率	2.1%	1.1%	2.3%	+0.2 個百分點	+1.2 個百分點	1.6%	1.7%	+0.1 個百分點
減值佔收入比率	1.4%	0.0%	2.2%	+0.8 個百分點	+2.2 個百分點	0.7%	1.0%	+0.3 個百分點
純利利潤率	2.8%	2.7%	2.0%	-0.8 個百分點	-0.7 個百分點	2.7%	2.4%	-0.4 個百分點
槓桿比率								
淨負債比率	65.9%	72.6%	65.6%	-0.3 個百分點	-7.0 個百分點	65.9%	65.6%	-0.3 個百分點
資產負債比率	76.3%	76.8%	77.1%	+0.8 個百分點	+0.3 個百分點	76.3%	77.1%	+0.8 個百分點

資料來源：中國建築、大華繼顯

分析

- 純利在 2026 年上半年按年下跌 24.3%，其中第 2 季度表現較弱。中國建築（CSCEC）的 2026 年上半年應佔純利按年下跌 24.3%至人民幣 230 億元。2026 年第 2 季度應佔純利按年下跌 40.7%至人民幣 91 億元。收入按年下跌 12.0%至人民幣 9,758 億元，但毛利率改善 0.9 個百分點。減值按年增加 32%，加上投資收益急劇下降，是拖累盈利的主要因素。於 2026 年 6 月，淨負債比率為 66%，按半年計升 1.7 個百分點，按年計跌 0.3 個百分點。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	2,187,148	2,082,142	2,021,664	2,052,294	2,080,858
息稅折舊攤銷前利潤	111,671	100,178	95,668	97,595	88,338
經營利潤	96,371	84,878	79,868	81,795	85,038
純利 (報告 / 實際)	46,187	39,069	35,216	37,028	38,302
純利 (經調整)	46,187	39,069	35,216	37,028	38,302
每股收益 (分)	113.7	96.2	86.7	91.1	94.3
市盈率 (倍)	3.8	4.5	5.0	4.8	4.6
市賬率 (倍)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
企業價值/EBITDA (倍)	10.1	11.2	11.8	11.5	12.7
股息收益率 (%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
純利率 (%)	2.1	1.9	1.7	1.8	1.8
債務/(現金)淨額與權益 (%)	95.2	107.7	114.3	123.8	119.8
利息保障倍數 (倍)	5.7	5.7	5.5	6.0	5.2
股本回報率 (%)	10.4	8.2	7.0	7.0	6.9
市場預期純利 (人民幣 1 百萬元)	-	-	36,157.5	36,005.3	37,806.2
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.97	1.03	1.01

來源：中國建築、彭博、大華繼顯

分析員

劉潔琦

jieqi.liu@uobkh.com
+852 2826 1392

沈宸昊

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

持有（維持）

股價	人民幣 4.33 元
目標價	人民幣 4.90 元
上升空間	+13.2%
早前目標價	人民幣 5.38 元

股票數據

行業	工業
股份代號:	601668 CH
已發行股份 (百萬股):	41,320.4
市值 (人民幣 1 百萬元):	178,917.3
市值 (美金 1 百萬元):	26,622.2
三個月平均成交額 (美金 1 百萬元):	155.1

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		人民幣 5.80 元/人民幣 4.28 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(7.9)	(10.4)	(14.1)	(22.5)	(15.6)

主要股東 (%)

中國建築集團	57.7
--------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	12.49
2026 財年每股淨債項 (人民幣)	14.53

股價圖表



資料來源：彭博、大華繼顯

公司介紹

中國建築股份有限公司按收入計為全球規模最大的建築公司，亦是國有企業中國建築集團有限公司旗下的上海上市公司。其業務涵蓋房屋建築、基礎設施建設與投資、房地產開發與投資以及勘察設計，並且是中國海外發展有限公司的控股股東。

- **2026 年上半年營運現金流改善；管理層重申其 2026 年進一步增長的目標。** 2026 年上半年，經營現金流出按年收窄人民幣 544 億元至人民幣 285 億元，主要得益於回款力度加大——總收款超過人民幣 9,400 億元，包括逾人民幣 800 億元的政府逾期應收款項——項目層面更嚴格的現金流預算與對消耗現金項目的管控、資產變現加快，以及加強資金集中管理。鑑於該行業的季節性回款模式（第 4 季度通常為回收高峰期），管理層預期經營現金流（OCF）將於 2026 年下半年進一步改善，並超越 2025 年的水平。
- **2026 年上半年的減值情況惡化，但管理層預期 2026 年的撥備將不會超過 2025 年水平。** 2026 年上半年減值撥備按年增加人民幣 24.3 億元至人民幣 100.4 億元，對中期盈利構成壓力。該增加主要反映應收款項減值人民幣 53.6 億元、合約資產減值人民幣 24.8 億元，以及存貨減值人民幣 6.6 億元和其他資產減值人民幣 15.4 億元。管理層指出，其在整個「十四五」規劃期間每年均確認撥備，並認為相關資產風險現已基本釋放。管理層預計 2026 年的減值撥備將不會超過 2025 年的水平。
- **穩定的股息政策及母公司股份購買計劃。** 管理層重申，儘管盈利出現波動，但仍致力維持穩定的股息。於 2026 年 7 月 20 日，母公司宣布計劃在隨後 12 個月內收購人民幣 5-10 億元的中國建築 A 股。

主要營運數據

	2025 年上 半年	2026 年上 半年	按年	2025 年首 7 個月	2026 年 首 7 個月	按年
新簽合同總額（人民幣 10 億元）	2,501.0	2,464.7	-1.5%	2,679.1	2,660.4	-0.7%
-建造	2,326.5	2,291.1	-1.5%	2,485.8	2,468.4	-0.7%
-房屋建設	1,496.4	1,551.1	+3.7%	1,625.4	1,693.7	+4.2%
-基礎設施	823.7	734.4	-10.8%	852.9	767.6	-10.0%
-勘察及設計	6.4	5.6	-12.6%	7.7	7.0	-8.9%
海外新簽合約（人民幣 10 億元）	114.8	165.5	+44.2%	127.3	181.2	+42.4%
在建 HC 面積（百萬平方米）	1,501.1	1,480.8	-1.4%	1,532.0	1,495.3	-2.4%
HC 新開工（百萬平方米）	129.5	108.0	-16.6%	157.0	121.5	-22.6%
HC 竣工量（百萬平方米）	81.9	78.2	-4.5%	103.7	90.8	-12.4%
物業合約銷售額（人民幣 10 億元）	174.5	173.6	-0.5%	193.0	192.0	-0.5%

資料來源：中國建築、大華繼顯

估值 / 建議

- 維持對中國建築（CSCEC）的「持有」評級，並將以分部加總估值法（SOTP）模型得出的目標價下調至人民幣 4.90 元。中國建築現時的 2026 年股息收益率為 6.3%。在減息環境下，該收益率仍是股價的主要支撐。

盈利預測調整 / 風險

- 將我們 2026 / 27 / 28 年的盈利預測分別下調 3% / 4% / 5%，以反映較低的收入增長預期。

股價催化劑

- 2026 年下半年房地產及財政刺激措施強於預期；應收賬款持續累積的趨勢出現逆轉。

減值撥備

（人民幣 10 億元）	2026 年 上半年	2025 年 上半年	按年
信貸減值虧損	6.82	5.99	+13.7%
資產減值虧損	3.22	1.62	+99.6%
-其中：合約資產	2.31	0.40	不適用
減值總額	10.04	7.61	+32.0%

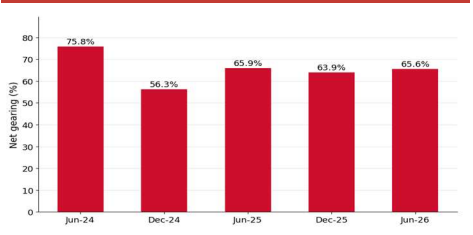
資料來源：中國建築、大華繼顯

2026 年上半年按城市劃分新增土地收購

城市	應佔代價（人民幣 10 億元）	佔總額百分比
北京	2.08	15.1%
西安	1.72	12.5%
蘇州	1.69	12.3%
香港	1.63	11.9%
新加坡	1.59	11.6%
五個城市小計	8.71	63.1%
其他城市	5.09	36.9%
總計	13.80	100.0%

資料來源：中國建築、大華繼顯

淨負債比率



資料來源：中國建築、大華繼顯

按業務劃分的投資及回款，2026 年上半年

	投資	回款
按業務（人民幣 b）		
房地產開發	68.6	125.6
基礎設施	14.1	11.4
房屋建設	15.7	17.6
其他	4.1	6.2
總計	102.4	160.8
回收投資比率	2026 年上 半年	2025 年上 半年
集團	157.0%	119.5%
房地產開發	183.2%	122.0%
基礎設施	81.1%	95.6%
房屋建設	112.5%	109.3%

資料來源：中國建築、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	2,082,141.8	2,021,664.4	2,052,293.9	2,080,857.6
息稅折舊攤銷前利潤	100,177.6	95,667.9	97,595.3	88,337.7
折舊及攤銷	15,300.0	15,800.0	15,800.0	3,300.0
息稅前利潤	84,877.6	79,867.9	81,795.3	85,037.7
總其他非經營收入	1,272.8	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	1,713.0	1,738.7	1,764.8	1,791.2
淨利息收入／（支出）	(17,641.8)	(17,537.8)	(16,301.3)	(17,031.9)
除稅前溢利	70,221.6	64,068.9	67,258.7	69,797.1
稅項	(16,664.0)	(13,712.6)	(14,408.7)	(14,961.3)
少數股東權益	(14,488.6)	(15,140.6)	(15,821.9)	(16,533.9)
純利	39,069.0	35,215.6	37,028.1	38,301.9
純利（經調整）	39,069.0	35,215.6	37,028.1	38,301.9

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	20,537.1	69,026.8	32,317.9	102,252.7
年度利潤	70,221.6	64,068.9	67,271.2	69,680.1
稅項	(16,664.0)	(13,712.6)	(14,411.4)	(14,935.6)
折舊及攤銷	15,300.0	15,800.0	15,800.0	15,800.0
聯營公司	(1,713.0)	(1,738.7)	(1,764.8)	(1,791.2)
營運資金變動	(174,835.6)	(36,142.6)	(74,531.3)	(5,473.6)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	128,228.1	40,751.9	39,954.2	38,973.0
投資	(32,150.0)	(40,000.0)	(40,000.0)	(40,000.0)
資本支出（增長）	(65,659.2)	(40,000.0)	(40,000.0)	(40,000.0)
投資	163,996.4	175,735.1	187,499.9	189,291.1
其他	(163,996.4)	(175,735.1)	(187,499.9)	(189,291.1)
融資	11,579.4	(480.1)	(6,060.4)	(15,272.9)
支付股息	(11,231.0)	(10,916.8)	(10,741.0)	(8,406.4)
借款所得款項	68,486.3	33,429.3	26,979.7	19,163.3
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(45,675.9)	(22,992.5)	(22,299.1)	(26,029.8)
現金流入（流出）淨額	(33.5)	28,546.8	(13,742.4)	46,979.8
年初現金及現金等價物	424,396.1	411,670.2	370,908.0	286,923.7
因外匯影響所致的變動	(12,406.8)	(69,308.9)	(70,241.9)	(49,974.7)
年末現金及現金等價物	411,955.8	370,908.0	286,923.7	283,928.9

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	220,629.1	238,650.8	239,198.6	239,773.7
其他長期資產	733,534.0	741,048.3	777,000.9	816,211.1
現金／短期投資	411,670.2	370,908.0	305,416.8	302,493.1
其他流動資產	2,194,846.5	1,970,760.6	2,070,112.7	2,102,662.2
資產總額	3,560,679.8	3,321,367.7	3,391,729.0	3,461,140.2
短期債務	297,294.2	304,561.5	307,720.1	305,848.2
其他流動負債	1,768,582.4	1,459,167.5	1,471,205.3	1,482,764.9
長期債務	643,678.3	656,475.4	669,528.4	682,842.4
其他長期負債	28,616.7	28,616.7	28,616.7	28,616.7
股東權益	491,555.6	516,453.5	542,743.5	572,619.0
少數股東權益	330,952.6	356,093.2	371,915.1	388,449.0
負債及權益總額	3,560,679.8	3,321,367.7	3,391,729.0	3,461,140.2

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	4.8	4.7	4.8	4.2
稅前利潤率	3.4	3.2	3.3	3.4
純利率	1.9	1.7	1.8	1.8
資產回報率	1.2	1.0	1.1	1.1
股本回報率	8.2	7.0	7.0	6.9
增長				
營業額	(4.8)	(2.9)	1.5	1.4
息稅折舊攤銷前利潤	(10.3)	(4.5)	2.0	(9.5)
除稅前溢利	(12.3)	(8.8)	5.0	3.8
純利	(15.4)	(9.9)	5.1	3.4
純利（經調整）	(15.4)	(9.9)	5.1	3.4
每股收益	(15.4)	(9.9)	5.1	3.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	53.4	52.4	51.7	50.7
債務權益比率	191.4	186.1	180.1	172.7
債務／（現金）淨額與權益	107.7	114.3	123.8	119.8
利息保障倍數（倍）	5.7	5.5	6.0	5.2

微創機器人（2675 HK）

2026 年上半年：業績勝預期；維持 2026 年收入及收支平衡目標

重點摘要

- 微創機器人公佈 2026 年上半年收入按年增長 113.8%至人民幣 3.193 億元，優於預期。淨虧損為人民幣 1,930 萬元，按年收窄 78.4%。
- 儘管競爭加劇，微創機器人仍有信心，海外增長將推動 2026 年下半年及未來的持續收入勢頭。在人民幣 8.5 億元的收入目標維持不變，且營運效率提升措施持續推進的情況下，該公司有望於 2026 年實現收支平衡。
- 維持「買入」評級及目標價港幣 56.00 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025 年上半年	2026 年上半年	同比百分比變動
收入	149	319	113.8
醫療器械及配件	139	318	129.4
服務收入	10	-	(100.0)
其他	0	1	243.9
毛利	94	205	118.0
銷售費用	(59)	(87)	48.9
一般及行政費用	(39)	(26)	(32.7)
研發費用	(97)	(54)	(44.2)
經營利潤（息稅前利潤）	(100)	(17)	(83.2)
財務收益（成本）淨額	2	13	529.5
股東應佔溢利	(89)	(19)	(78.4)
經調整純利	(89)	(19)	(78.4)
比率（%）	2025 年上半年	2026 年上半年	按年百分點變動
毛利率	62.8	64.1	1.3
銷售費用	39.3	27.4	(11.9)
一般及行政費用	26.3	8.3	(18.0)
研發費用	64.6	16.9	(47.7)
息稅前利潤利潤率	(66.8)	(5.2)	61.5
純利率	(59.6)	(6.0)	53.6
經調整純利率	(59.6)	(6.0)	53.6

資料來源：微創機器人、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年收入按年增長 113.8%，表現強於預期。微創機器人 2026 年上半年收入按年增長 113.8%至人民幣 3.193 億元，其中 2026 年上半年海外收入按年大增 267%。淨虧損按年收窄 78.4%至人民幣 1,930 萬元，有望於 2026 年盈利能力。

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	160	456	843	1,476	2,362
息稅折舊攤銷前利潤	(270)	(118)	8	216	481
經營利潤	(244)	(93)	14	224	491
純利（報告 / 實際）	(219)	(78)	18	195	422
純利（經調整）	(219)	(10)	88	265	502
每股收益（分）	(60.7)	(2.7)	24.6	73.5	139.4
市盈率（倍）	(49.1)	(1,085.4)	121.3	40.6	21.4
市賬率（倍）	8.5	9.0	4.6	4.2	3.6
企業價值／EBITDA（倍）	(44.7)	(102.4)	1,607.7	55.8	25.1
股息收益率（%）	-	-	-	-	-
純利率（%）	(136.6)	(2.2)	10.5	17.9	21.3
債務／（現金）淨額與權益（%）	(9.5)	(7.2)	(63.4)	(60.7)	(60.2)
利息保障倍數（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
股本回報率（%）	(16.2)	(6.3)	1.0	8.0	15.4
市場預期純利	-	-	71	190	338
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.26	1.02	1.25

資料來源：微創機器人、彭博、大華繼顯

分析員

竇曉琴

carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

陳穎翀

sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

買入（維持）

股價	港幣 34.76 元
目標價	港幣 56 元
上升空間	61.1%

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	2675 HK
已發行股份（百萬股）	326
市值（港幣 1 百萬元）	13,558
市值（美金 1 百萬元）	1,730
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	2.8

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 73.70 元/港幣 33.62 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(7.3)	(35.6)	(45.8)	不適用	不適用

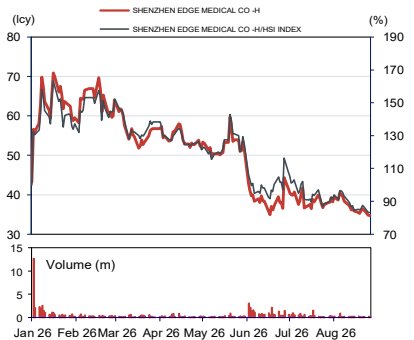
主要股東（%）

王建晨博士	26.97
高遠騫博士	13.33

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	6.48
2026 財年每股淨現金（人民幣）	4.54

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

微創機器人是中國領先的手術機器人研發及製造商。

- **海外業務於 2026 年上半年按年急升 267%。**來自中國內地以外客戶的收入按年增長 267.1%至人民幣 2.228 億元，佔收入的 69.8%（相對於 2025 年上半年：40.6%），其中不計中國的亞洲市場為人民幣 1.129 億元，歐洲市場為人民幣 7,940 萬元 其他市場為人民幣 3,050 萬元。中國內地收入按年增長 8.8%至人民幣 9,650 萬元。Edge 多孔內窺鏡手術機械人（MP1000）現已在 37 個司法管轄區註冊，覆蓋 63 個國家。
- **顯著提升營運效率。**受惠於規模經濟及生產效率提升，2026 年上半年毛利率擴大 1.3 個百分點至 64.1%。由於研發人員編制減少及材料成本下降，研發及一般與行政開支按年分別下跌 44.2% / 32.7%至人民幣 5,380 萬元 / 人民幣 2,650 萬元；而受海外推廣及銷售人員招聘帶動，銷售開支按年上升 48.9%至人民幣 8,750 萬元。收入大幅增長以及持續提升營運效率的舉措，帶動研發費用佔收入比率及銷售、一般及行政費用佔收入比率顯著下降，並推動 2026 年上半年的息稅前利潤率躍升 61.5 個百分點至-5.2%。純利率亦上升 53.6 個百分點至-6.1%。
- **於 2026 年上半年取得強勁的營運進展。**儘管國內外競爭加劇，該公司在 2026 年上半年仍取得強勁的營運進展。其 MP1000 將全球足跡擴展至 63 個國家（對比截至 2025 年 12 月底的 54 個），累計手術量突破 21,600 宗（對比截至 2025 年 12 月底的 14,000 宗），並於 2026 年上半年持續在多個專科領域擴展。該公司公佈淨虧損人民幣 1,930 萬元，當中包括淨外匯虧損人民幣 4,700 萬元（2025 年上半年：人民幣 20 萬元）及金融資產公平值虧損人民幣 1,520 萬元（2025 年上半年：收益人民幣 870 萬元），部分被利息收入人民幣 1,340 萬元所抵銷。若剔除兩者，其在 2026 年上半年本應達到約人民幣 4,300 萬元的純利。
- **有信心達成 2026 年人民幣 8.5 億元的收入目標，並有望於 2026 年實現扭虧為盈。**2026 年下半年的關鍵策略包括：a)開發新設備及功能，以提升系統性能與人機互動，應對更複雜的手術場景；b)深化國內市場覆蓋，同時透過本地化團隊與服務拓展海外市場；c)構建全球遠程手術網絡，以鞏固其市場領導地位；以及 d)透過融合人工智能推動智能化。儘管擴大國際業務佈局會帶來額外的外匯風險，但我們相信海外增長將在 2026 年下半年及往後期間繼續推動收入並帶來淨收益。

估值 / 建議

- 基於我們的貼現現金流模型，並假設加權平均資本為 11.6%及終端增長率為 3.0%，維持「買入」評級及目標價港幣 56.00 元。

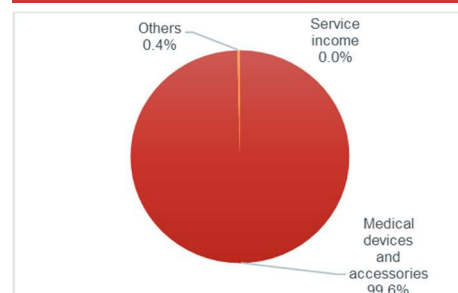
盈利預測調整 / 風險

- **風險：**a)人民幣兌其他貨幣進一步升值，b)中國的集中帶量採購及醫院資本支出壓力，以及 c)來自直覺外科（Intuitive Surgical）與國內同業的競爭加劇，可能導致產品價格進一步下降。

股價催化劑

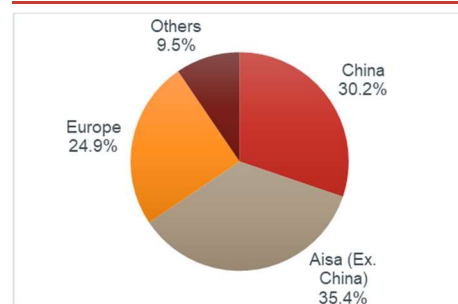
- a)新產品及市場獲批，b)海外業務拓展快於預期，以及強勁的 2026 年業績。

分部收益（2026 年上半年）



資料來源：微創機器人、大華繼顯

地區收入（2026 年上半年）



資料來源：微創機器人、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	456	843	1,476	2,362
息稅折舊攤銷前利潤	(118)	8	216	481
折舊及攤銷	(25)	(6)	(8)	(10)
息稅前利潤	(93)	14	224	491
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	5	5	5	5
除稅前溢利	(78)	18	229	496
稅項	-	-	(34)	(74)
少數股東權益	-	-	-	-
純利	(78)	18	195	422
純利（經調整）	(10)	88	265	502

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	(194)	301	102	316
除稅前溢利	(89)	18	195	422
稅項	-	-	-	-
折舊及攤銷	7	-	-	-
營運資金變動	(95)	47	1	16
非現金項目	-	-	-	-
其他經營現金流量	(18)	236	(94)	(123)
投資	170	(25)	(45)	(75)
資本支出（增長）	(3)	(30)	(50)	(80)
出售資產所得款項	1,124	-	-	-
其他	(950)	5	5	5
融資	(9)	1,116	(1)	(1)
支付股息	-	-	-	-
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	(7)	-	-	-
償還貸款	(1)	-	-	-
其他／已付利息	(1)	1,116	(1)	(1)
現金流入（流出）淨額	(33)	1,392	57	241
年初現金及現金等價物	120	86	1,478	1,535
因外匯影響所致的變動	(1)	-	-	-
年末現金及現金等價物	86	1,478	1,535	1,776

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	42	66	109	179
其他長期資產	9	9	9	9
現金／短期投資	86	1,478	1,535	1,776
其他流動資產	1,248	1,070	1,276	1,557
資產總額	1,386	2,623	2,929	3,521
短期債務	-	-	-	-
其他流動負債	164	238	349	519
長期債務	-	-	-	-
其他長期負債	23	52	52	52
股東權益	1,199	2,334	2,528	2,950
少數股東權益	-	-	-	-
負債及權益總額	1,386	2,623	2,929	3,521

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	66.0	61.3	62.0	63.1
稅前利潤率	(17.1)	2.2	15.5	21.0
純利率	(17.1)	2.2	13.2	17.9
資產回報率	(5.7)	0.9	7.0	13.1
股本回報率	(6.3)	1.0	8.0	15.4
增長				
營業額	184.8	85.1	75.0	60.0
毛利	206.5	72.0	77.0	62.9
除稅前溢利	(64.3)	(123.6)	1,142.4	116.9
純利	(64.3)	(123.6)	956.0	116.9
純利（經調整）	(95.5)	(994.6)	199.2	89.7
每股收益	(95.5)	(994.6)	199.2	89.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	-	-	-	-
債務權益比率	-	-	-	-
債務／（現金）淨額與權益	(7.2)	(63.4)	(60.7)	(60.2)
利息保障倍數	不適用	不適用	不適用	不適用

贛鋒鋰業 (1772 HK)

2026 年第 2 季度：業績優於預期，但價格下調指引令前景蒙上陰影

重點摘要

- 2026 年第 2 季度利潤率勝預期。2026 年第 2 季度美國通用會計準則純利急增至人民幣 24 億元，扭轉 2025 年第 2 季度的虧損局面。受鋰產品平均售價急升及成本控制所帶動，毛利率擴大至 32.7%。
- 管理層已將碳酸鋰價格指引由先前的每噸高於人民幣 200,000 元下調，原因是預期 2027 年全球供應將增長 20-25%，從而令市場達致平衡。
- 基於利潤率強勁，我們將 2026 年純利預測上調 23%，但鑑於平均售價（ASP）假設下調，我們將 2027 至 2028 年預測分別下調 1%及 11%。維持「買入」評級，並將目標價由港幣 120.00 元下調至港幣 75.00 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 第二季度	2026 年 第一季度	2026 年 第二季度	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	4,604	9,196	13,901	201.9	51.2	23,097	175.7	52,288	126.5	0.44
毛利	444	2,733	4,545	922.9	66.3	7,278	680.1	15,687	332.3	0.46
毛利率 (%)	9.6	29.7	32.7	23.0	3.0	31.5	20.4	30.0	14.3	1.05
息稅前利潤	(88)	2,001	3,802	不適	90.0	5,803	不適	10,458	656.4	0.55
息稅前利潤利潤率 (%)	(1.9)	21.8	27.4	29.3	5.6	25.1	25.8	20.0	14.0	1.26
純利 (美國通用會計準則)	(175)	1,837	2,420	不適	31.7	4,257	不適	7,472	363.3	0.57
純利 - 經調整	(671)	1,419	2,429	不適	71.2	3,848	不適	7,472	不適	0.51
純利率 (%)	(3.8)	20.0	17.4	21.2	(2.6)	18.4	24.8	14.3	7.3	1.29
核心淨利潤率 (%)	(14.6)	15.4	17.5	32.0	2.0	16.7	27.6	14.3	16.0	1.17
營運現金流量	1,872	787	542	(71.1)	(31.1)	1,328	342.2	11,961	306.2	0.11
自由現金流	(1,122)	(37)	(436)	(61.2)	1,089.9	(472)	(88.4)	5,644	不適	(0.08)

資料來源：贛鋒鋰業、彭博、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度業績在利潤率方面優於預期。贛鋒鋰業（贛鋒）2026 年第 2 季度美國通用會計準則純利及經調整純利符合預期，分別達人民幣 24.2 億元（按年增長 31.7%）及人民幣 24.29 億元（按季增長 71.2%），相比之下，2025 年第 2 季度錄得美國通用會計準則淨虧損人民幣 1.75 億元及經調整淨虧損人民幣 6.71 億元。這使 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 42.57 億元及人民幣 38.48 億元，分別佔我們全年預測的 57% 及 51%。業績勝預期源自利潤率。
 - 受平均售價飆升帶動，2026 年第 2 季度收入按年增長兩倍。收入於 2026 年第 2 季度激增至人民幣 139 億元（同比+201.9%/環比+51.2%），於 2026 年上半年激增至人民幣 231 億元（同比+175.7%），相比之下我們對全年的預測為人民幣 522.9 億元。於 2026 年上半年，鋰產品的銷售收入於 2026 年上半年按年增長 198.5%至人民幣 142 億元，得益於銷量約為 100,000 噸碳酸鋰當量（LCE）（按年增長 25%），且平均售價為每噸碳酸鋰當量人民幣 142,000 元（按年增長 140%）；電池銷售收入按年增長 163%至人民幣 78.3 億元，銷量約為 20 吉瓦時（GWh）（按年增長 100%），平均售價為人民幣 0.39 元（按年增長 32%）。

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	18,906	23,082	50,647	59,191	73,237
息稅折舊攤銷前利潤	1,824	3,912	15,253	17,448	20,415
經營利潤	440	1,383	12,409	14,464	17,255
純利 (報告/實際)	(2,074)	1,613	9,192	10,350	12,439
純利 (經調整)	(887)	(385)	8,687	10,350	12,439
每股收益 (分)	(102.8)	76.9	438.4	493.6	593.3
市盈率 (倍)	不適	45.7	8.0	7.1	5.9
市賬率 (倍)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.0
企業價值/EBITDA (倍)	47.5	22.1	5.7	5.0	4.2
股息收益率 (%)	0.4	0.4	2.5	2.8	3.4
純利率 (%)	(11.0)	7.0	18.1	17.5	17.0
債務/(現金)淨額與權益 (%)	61.7	56.3	42.0	29.7	21.0
利息保障倍數 (倍)	0.5	0.9	9.5	11.7	15.7
股本回報率 (%)	(4.7)	3.7	18.5	17.8	18.4
市場預期純利	-	-	8,203	8,998	10,220
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	1.12	1.15	1.22

資料來源：贛鋒鋰業、彭博、大華繼顯

分析員

利新民

ken.lee@uobkh.com
852-2236 6760

買入（維持）

股價	港幣 41.10 元
目標價	港幣 75 元
上升空間	82.5%
早前目標價	港幣 120 元

股票數據

行業	材料
股份代號	1772 HK
已發行股份 (百萬股)	483
市值 (港幣 1 百萬元)	19,855
市值 (美金 1 百萬元)	2,562
3 個月平均每日成交額 (美金 1 百萬元)	396

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	港幣 91.67 元 / 港幣 39.33 元
1 個月	8.4
3 個月	(24.6)
6 個月	(26.3)
1 年	35.0
年初至今	(14.3)

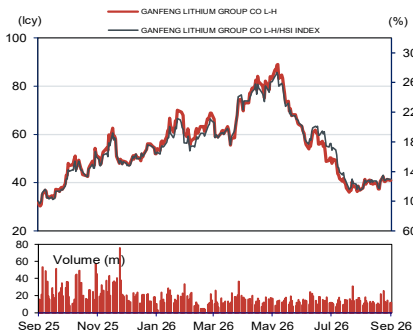
主要股東 (%)

李良彬	18.06
王曉申	6.75

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值(港元)	17.52
2026 財年每股淨債項 (港元)	12.67

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

贛鋒鋰業從事鋰產品的研發及生產。該公司生產及銷售金屬鋰、碳酸鋰、氫氧化鋰以及其他鋰化學產品。贛鋒鋰業亦生產鋰電池並出口鋰產品。

- **利潤率勝預期。**毛利率於 2026 年第 2 季度大幅攀升至 32.7%（同比上升 23.0 個百分點 / 環比上升 3.0 個百分點），並於 2026 年上半年達 31.5%（同比上升 20.4 個百分點），高於我們 30.0% 的全年預測。2026 年上半年，每噸碳酸鋰當量（LCE）的鋰產品毛利按年激增 11 倍至人民幣 60,300 元，而每瓦時（Wh）電池毛利則按年增長 15% 至人民幣 0.05 元。營運支出 / 收入比率在 2026 年第 2 季降至 5.1%（按年下降 6.9 個百分點 / 按季下降 2.5 個百分點），在 2026 年上半年則為 6.1%（按年下降 6.9 個百分點）。息稅前利潤率在 2026 年第 2 季度升至 27.4%（按年升 5.6 個百分點 / 按季升 25.1 個百分點），在 2026 年上半年升至 25.1%（按年升 25.8 個百分點）。
- **展望未來，贛鋒的盈利將受到符合預期的銷量增長及更佳的成本控制所支持，但亦會受遜於預期的平均售價（ASP）前景所拖累。**雖然 2026 年上半年的利潤率優於預期（銷量與平均售價大致符合預期），但該公司此後已下調對碳酸鋰價格的指引。其目前預期 2027 年全球供應量將增長 20-25%，從而形成供需平衡的市場，這相比其先前每噸超過人民幣 200,000 元的價格預期顯著下調。
 - 維持我們對 2026 至 2028 年鋰產品銷量的預測分別為 230,000 / 270,000 / 320,000 噸碳酸鋰當量（LCE）（三年複合年增長率為 20%），受強勁的儲能需求推動，該公司的加工產能利用率將由 2025 年的 62% 提升至 2026 至 2028 年的 68% / 72% / 76%。
 - 維持我們對 2026 年鋰產品平均售價（ASP）每噸人民幣 142,000 元的假設，但將 2027 至 2028 年的假設下調至相同水平（各為每噸人民幣 142,000 元），分別自每噸人民幣 177,000 元及每噸人民幣 195,000 元下調。
 - 基於 2026 年上半年成本低於預期，將鋰產品分部 2026 至 2028 年的毛利率假設分別由 40%/40%/40% 上調至 42%/42%/42%，意味著每噸碳酸鋰當量（LCE）的毛利穩定在人民幣 59,000-60,000 元。此外，隨着 Goulamina 礦山及 Cauchari-Olaroz 鹽湖項目的產能提升，贛鋒鋰業的鋰化合物生產自給率預計將由 2025 年的 55% 上升至 2028 年的 70%，從而減少對外購鋰輝石的依賴，並增強成本競爭力。
- **電池業務板塊正崛起成為第二增長動力。**
 - 維持 2026 年至 2028 年的電池銷量預測分別為 40 / 50 / 70 吉瓦時（48% / 25% / 40%）。該公司維持其 2026 年全年的電池出貨量指引為 40GWh。訂單保持強勁，產能利用率接近飽和。展望未來，銷量增長將受產能擴張（新余 40GWh、南昌擴產）、新型 588Ah/648Ah 電芯與 6.26MWh 儲能系統（ESS），以及強勁的儲能需求所帶動。
 - 維持 2026 年電池平均售價假設為每瓦時人民幣 0.40 元 並將 2027 至 2028 年的假設分別由每瓦時人民幣 0.44 元 / 人民幣 0.45 元下調至 0.38 / 0.37 元，以反映碳酸鋰價格走低。
 - 維持電池業務 2026 年至 2028 年的毛利率假設在 12%/12%/12%，意味著每瓦時毛利分別為人民幣 0.048 元 / 人民幣 0.046 元 / 人民幣 0.044 元。

盈利預測調整 / 風險

- 基於較高的利潤率，我們將 2026 年純利預測上調 23% 至人民幣 91.92 億元；但基於較低的平均售價，我們將 2027 至 2028 年的預測分別下調 1.4% / 11.4% 至人民幣 103.50 億元 / 人民幣 124.39 億元。
- 風險：碳酸鋰價格波動；外國政府政策變動導致上游項目中斷。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，並將目標價由港幣 120.00 元下調至港幣 75.00 元，此乃基於在我們的 10 年期現金流折現（DCF）模型中調低了碳酸鋰價格（加權平均資本：12%；終值增長率：4%）。我們的新目標價意味著 12.9 倍 2027 年預測市盈率及 2.1 倍 2027 年預測市賬率。

股價催化劑

- 鋰價上升空間驚喜；Goulamina 及其他低成本礦山的產能提升，推動自給率上升。

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	23,082	50,647	59,191	73,237
息稅折舊攤銷前利潤	3,912	15,253	17,448	20,415
折舊及攤銷	(2,529)	(2,845)	(2,983)	(3,160)
息稅前利潤	1,383	12,409	14,464	17,255
總其他非經營收入	(466)	-	-	-
聯營公司貢獻	1,805	1,805	1,300	1,300
淨利息收入／（支出）	(1,534)	(1,312)	(1,239)	(1,096)
除稅前溢利	1,188	12,901	14,526	17,458
稅項	75	(3,225)	(3,631)	(4,365)
少數股東權益	350	(484)	(545)	(655)
純利	1,613	9,192	10,350	12,439
純利（經調整）	(385)	8,687	10,350	12,439

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	2,945	12,005	13,314	15,353
除稅前溢利	1,188	12,901	14,526	17,458
稅項	75	(3,225)	(3,631)	(4,365)
折舊及攤銷	2,529	2,845	2,983	3,160
聯營公司	(1,805)	(1,805)	(1,300)	(1,300)
營運資金變動	(415)	(23)	(502)	(697)
非現金項目	1,374	1,312	1,239	1,096
其他經營現金流量	-	-	-	-
投資	(4,407)	(7,229)	(5,462)	(8,140)
資本支出（增長）	(7,422)	(7,659)	(6,133)	(8,906)
投資	(824)	-	-	-
其他	3,839	430	672	766
融資	3,720	2,943	(1,749)	(7,932)
支付股息	(1,375)	(2,057)	(3,749)	(3,932)
借款所得款項	24,825	28,000	27,000	20,000
償還貸款	(21,151)	(23,000)	(25,000)	(24,000)
其他／已付利息	1,420	-	-	-
現金流入（流出）淨額	2,257	7,719	6,104	(719)
年初現金及現金等價物	5,641	7,868	15,587	21,691
因外匯影響所致的變動	(30)	-	-	-
年末現金及現金等價物	7,868	15,587	21,691	20,972

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	36,712	41,149	44,185	49,468
其他長期資產	41,387	43,570	44,984	46,747
現金／短期投資	7,868	15,587	21,691	20,972
其他流動資產	27,290	39,537	45,466	55,556
資產總額	113,258	139,844	156,326	172,743
短期債務	16,508	21,508	23,508	19,508
其他流動負債	21,766	33,990	39,416	48,810
長期債務	17,335	17,335	17,335	17,335
其他長期負債	5,811	5,811	5,811	5,811
股東權益	45,145	54,023	62,534	72,904
少數股東權益	6,692	7,176	7,721	8,375
負債及權益總額	113,258	139,844	156,326	172,743

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	16.9	30.1	29.5	27.9
稅前利潤率	5.1	25.5	24.5	23.8
純利率	7.0	18.1	17.5	17.0
資產回報率	1.5	7.3	7.0	7.6
股本回報率	3.7	18.5	17.8	18.4

增長

營業額	22.1	119.4	16.9	23.7
息稅折舊攤銷前利潤	114.5	289.9	14.4	17.0
除稅前溢利	(151.6)	不適用	12.6	20.2
純利	不適用	469.9	12.6	20.2
純利（經調整）	(56.6)	不適用	19.1	20.2
每股收益	不適用	469.9	12.6	20.2

槓桿比率

債務佔總資本比率	29.9	27.8	26.1	21.3
債務權益比率	75.0	71.9	65.3	50.5
債務／（現金）淨額與權益	56.3	42.0	29.7	21.0
利息保障倍數（倍）	0.9	9.5	11.7	15.7

匯川技術 (300124 CH)

2026 年第 2 季度：業績符合預期，復甦勢頭將延續至 2027 年

重點摘要

- 2026 年第 2 季度純利按年增長 9%至人民幣 18 億元，大致符合市場普遍預期，主要由於產品組合的改善被非經營項目所抵銷。
- 2026 年下半年的通用自動化業務將持續復甦，惟在高基數下，按季增長或會放緩。新能源汽車業務預期將維持疲弱，而受惠於海外突破，儲能業務的增長將會加速。
- 維持「買入」評級。上調目標價至人民幣 95.00 元。

2026 年第二季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025 年第二 季度	2026 年第一 季度	2026 年第二 季度	按年 (%)	按季 (%)
收入	11,531	10,143	14,532	26.0	43.3
毛利	3,418	2,949	4,389	28.4	48.8
經營利潤	1,776	1,069	1,981	11.5	85.3
純利	1,646	1,013	1,796	9.2	77.3
核心純利	1,438	1,046	1,710	19.0	63.6
利潤率 (%)					
毛利率	29.6	29.1	30.2	0.6	1.1
營業利潤率	15.4	10.5	13.6	(1.8)	3.1
純利率	14.3	10.0	12.4	(1.9)	2.4

資料來源：匯川、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度業績大致符合預期。匯川技術（匯川）的 2026 年第 2 季度收入按年增長 26.0%，按季增長 43.3%至人民幣 145 億元，較市場共識預期高出 4.5%，主要受通用自動化業務板塊表現大幅優於預期所帶動。鑑於通用自動化業務的利潤率高得多（接近 40%），產品組合有所改善，綜合毛利率同比擴大 0.6 個百分點，環比擴大 1.1 個百分點，較市場預期的 28.9%高出 1.3 個百分點。營運開支控制得宜，營運開支比率按年下降 1.2 個百分點、按季下降 2.7 個百分點至 14.9%，惟部分被按年翻倍至人民幣 4.13 億元的減值所抵銷。因此，純利按年增長 9.2%，按季增長 77.3%至人民幣 18 億元，符合市場普遍預期。

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	37,041	45,105	51,627	58,847	67,759
息稅折舊攤銷前利潤	5,081	6,287	7,174	8,570	9,362
經營利潤	4,232	5,171	5,832	7,098	7,817
純利（報告 / 實際）	4,285	5,050	5,903	7,140	7,950
純利（經調整）	4,036	4,951	5,603	6,840	7,650
每股收益（分）	159.1	186.6	218.1	263.8	293.7
市盈率（倍）	38.9	33.2	28.4	23.5	21.1
市賬率（倍）	6.0	4.7	4.2	3.7	3.2
企業價值／EBITDA（倍）	33.1	26.3	23.3	18.4	16.9
股息收益率 (%)	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2
純利率 (%)	10.9	11.0	10.9	11.6	11.3
債務／（現金）淨額與權益 (%)	2.1	(9.4)	(3.5)	(24.5)	(21.0)
利息保障倍數（倍）	26.2	30.3	38.4	49.2	54.1
股本回報率 (%)	15.4	15.6	14.9	16.0	15.7
市場預期純利	-	-	6,022	7,340	8,833
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.98	0.97	0.90

資料來源：匯川技術、彭博、大華繼顯

分析員

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李澍謙

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

買入（維持）

股價	人民幣 61.87 元
目標價	人民幣 95 元
上升空間	53.5%
早前目標價	人民幣 80.50 元

股票數據

行業	工業
股份代號	300124 CH
已發行股份（百萬股）	2,707
市值（人民幣 1 百萬元）	167,460
市值（美金 1 百萬元）	24,270
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	348.9

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		人民幣 91 元 / 人民幣 57.32 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(3.4)	(16.3)	(15.2)	(17.5)	(17.9)

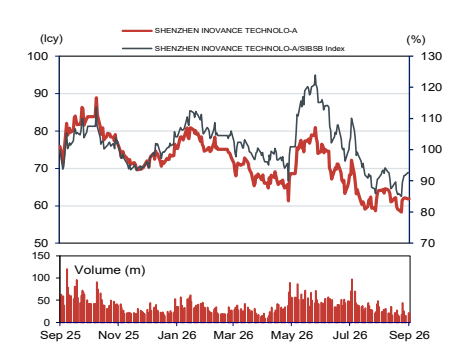
主要股東 (%)

深圳市匯川投資有限公司	17.21
劉國偉	2.87

資產負債表指標

2026 財政年度每股有形資產淨值 (人民幣)	12.99
2026 財年每股淨現金（人民幣）	0.51

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

匯川技術設計及製造工業自動化產品，包括變頻器、伺服系統、PLC 及運動控制器，並向新能源汽車製造商供應電動動力總成及電源系統。其亦正在拓展工業機械人、機器視覺及數碼能源業務。

- **2026 年第 2 季度分部表現。**通用自動化業務收入按年大增 43.3% 及按季大增 58.6% 至人民幣 67.47 億元，其中，可編程邏輯控制器(PLC)及人機介面(HMI)銷售額按年增長 80.2% 至人民幣 8.65 億元，變頻器按年增長 44.9% 至人民幣 20.58 億元，通用伺服系統按年增長 36.6% 至人民幣 27.04 億元——顯示自動化產品全面強勁復甦。升降機業務表現平淡，按年增長 1.7% 至人民幣 13.69 億元，而新能源汽車動力總成業務則按年增長 0.3% 至人民幣 51.63 億元，這應該會令市場感到失望。新興業務（即儲能系統、機械人、工業人工智能）按季倍增，由人民幣 4.89 億元增至人民幣 9.81 億元，但務請注意，由於利潤率較低的儲能業務佔比擴大，2026 年上半年的分部毛利率按年確實下降 5.4 個百分點。
- **2026 年指引維持不變，收入按年增長 10-30%，且純利按年增長 10-30%。**
- 通用自動化訂單於 7 月按年增長 40%，此前於 2026 年第 2 季度錄得 40% 至 50% 的按年增長，訂單主要由人工智能資本投資、儲能、半導體以及出口相關工具所帶動。預計該增長將自 2026 年下半年持續至 2027 年，儘管管理層強調，鑑於年初至今基數偏高，增長自 8 月起很可能會按月放緩。預計價格將於 2026 年下半年進一步上調，以將零部件價格升幅轉嫁予客戶，而 Inovance 出色的庫存管理及零部件採購能力將有助其未來擴大市場份額。
- **新能源汽車動力總成-客戶結構不利，未來可能持續面臨壓力。**企業價值於 2026 年上半年的出貨量增長主要受出口帶動。然而，匯川並未涉足該等大型出口品牌（例如比亞迪）。因此，在國內消費持續疲弱的情況下，匯川技術在出貨量及成本轉嫁方面均面臨壓力，導致增長平淡且利潤率承壓。管理層預期該壓力將會持續，這意味著增長乏力以及利潤率持續承壓。
- 新興業務方面，匯川技術取得了以下進展：a) 於智能機器人領域贏得零部件設計中標（design win）；b) 實現電機小批量出貨；c) 七軸仿生機械臂已在一家客戶完成認證；以及 d) 通用人形機器人解決方案的原型機已推出。然而，來自具身機器人的收入貢獻似乎有限，該分部將改由儲能業務帶動，特別是鑑於 2026 年上半年銷售 / 訂單錄得 200%/100% 的強勁增長，海外市場的推動尤為顯著。話雖如此，鑑於 ESS 的利潤率較低，我們預期該分部的利潤率結構未來將進一步惡化。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，並將目標價上調至人民幣 95.00 元。我們將預測基準轉移至 2027 年，而我們的新目標價乃基於較高盈利及 36.6 倍 2027 年預測市盈率，目前與五年歷史預測均值持平。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 年至 2028 年的純利假設分別上調 6.2% / 0.9% / 1.8% 至分別為人民幣 59.00 億元 / 人民幣 71.00 億元 / 人民幣 79.00 億元，因我們計入：a) 通用自動化業務的收入及利潤率假設提高；以及 b) 新興業務的收入假設提高。然而，這些因素被以下各項部分抵銷：a) 對新能源汽車動力總成業務較低的收入及利潤率假設，以及 b) 對新興業務較低的利潤率假設。

2026-28 年的變動估計

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	舊估計數字			最新預測			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	53,900	60,776	69,137	51,627	58,847	67,759	(4.2)	(3.2)	(2.0)
毛利	14,622	17,010	18,748	14,612	16,752	18,662	(0.1)	(1.5)	(0.5)
經營利潤	5,456	7,040	7,683	5,832	7,098	7,817	6.9	0.8	1.7
申報純利	5,557	7,076	7,807	5,903	7,140	7,950	6.2	0.9	1.8
毛利率 (%)	27.1	28.0	27.1	28.3	28.5	27.5	1.2	0.5	0.4
營業利潤率 (%)	10.1	11.6	11.1	11.3	12.1	11.5	1.2	0.5	0.4
純利率 (%)	10.3	11.6	11.3	11.4	12.1	11.7	1.1	0.5	0.4

資料來源：匯川、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	45,105	51,627	58,847	67,759
息稅折舊攤銷前利潤	6,287	7,174	8,570	9,362
折舊及攤銷	1,117	1,341	1,472	1,544
息稅前利潤	5,171	5,832	7,098	7,817
總其他非經營收入	(2)	12	12	12
聯營公司貢獻	(149)	200	200	200
淨利息收入／(支出)	66	28	111	273
除稅前溢利	5,433	6,432	7,781	8,663
稅項	(261)	(386)	(467)	(520)
少數股東權益	(123)	(143)	(173)	(193)
純利	5,050	5,903	7,140	7,950
純利（經常性）	4,951	5,603	6,840	7,650

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	6,681	1,254	13,073	3,288
除稅前溢利	5,171	5,832	7,098	7,817
稅項	(2,076)	(386)	(467)	(520)
折舊 / 攤銷	1,117	1,341	1,472	1,544
聯營公司	149	(200)	(200)	(200)
營運資金變動	(316)	(6,106)	4,399	(6,126)
非現金項目	2,637	772	772	772
其他經營現金流量	-	-	-	-
投資	(5,536)	(1,700)	(1,650)	(1,650)
資本支出（增長）	(3,024)	(1,650)	(1,650)	(1,650)
投資	(14,671)	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	12,160	(50)	-	-
融資	2,892	(1,852)	(1,620)	(1,929)
支付股息	(1,235)	(1,505)	(1,620)	(1,929)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	2,814	1,785	1,785	1,785
償還貸款	(3,388)	(2,132)	(1,785)	(1,785)
其他 / 已付利息	4,700	-	-	-
現金流入（流出）淨額	4,037	(2,298)	9,803	(291)
年初現金及現金等價物	3,337	7,384	5,086	14,889
年末現金及現金等價物	7,384	5,086	14,889	14,598

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	9,893	9,926	9,872	9,729
其他長期資產	18,413	18,688	18,921	19,169
現金 / 短期投資	7,384	5,086	14,889	14,598
其他流動資產	35,625	41,987	43,780	52,548
資產總額	71,314	75,687	87,461	96,044
短期債務	1,347	1,000	1,000	1,000
其他流動負債	28,547	28,574	34,510	36,735
長期債務	1,572	1,572	1,572	1,572
其他長期負債	2,713	2,713	2,713	2,713
股東權益	35,353	39,903	45,567	51,732
少數股東權益	1,782	1,925	2,099	2,292
負債及權益總額	71,314	75,687	87,461	96,044

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	13.9	13.9	14.6	13.8
稅前利潤率	11.0	11.8	12.6	12.3
純利率	11.0	10.9	11.6	11.3
資產回報率	7.7	7.6	8.4	8.3
股本回報率	15.6	14.9	16.0	15.7
增長				
營業額	21.8	14.5	14.0	15.1
息稅折舊攤銷前利潤	23.7	14.1	19.5	9.2
除稅前溢利	17.9	18.4	21.0	11.3
純利	17.8	16.9	21.0	11.3
純利（經調整）	22.7	13.2	22.1	11.8
每股收益	17.3	16.9	21.0	11.3
槓桿比率				
債務佔總資本比率	5.2	4.4	3.8	3.5
債務權益比率	10.5	8.4	7.4	6.5
債務／（現金）淨額與權益	(9.4)	(3.5)	(24.5)	(21.0)
利息保障倍數（倍）	30.3	38.4	49.2	54.1

醫脈通科技有限公司 (2192 HK)

2026 年上半年：受合規整頓影響，營業收入增長放緩；核心盈利保持韌性

重點摘要

- 由於合規規則收緊延誤了項目執行，醫脈通 2026 年上半年收入按年增長 1.0%，遜於我們及市場普遍預期對 2026 年的預期。2026 年上半年經調整純利按年增加 2.4%，而核心經調整純利（不包括利息收入）按年上升 19.7%。
- 管理層仍預期 2026 年產品數量將錄得雙位數增長，這受到平台規模和人工智能升級所支持。我們將 2026 年收入及經調整純利增長預測分別下調至按年增長 2.1%及 4.2%。
- 維持「買入」評級，並基於 15.7 倍 2027 年預測市盈率，將目標價下調至港幣 10.20 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025 年上半年	2026 年上半年	按年變動%
收入	312	315	1.0
精準行銷與企業解決方案	292	295	1.1
醫學知識解決方案	9	9	0.1
智慧患者管理解決方案	10	11	0.4
毛利	184	194	5.5
銷售開支	(18)	(20)	13.4
一般及行政開支	(52)	(50)	(4.7)
研發開支	(41)	(32)	(22.4)
經營利潤（息稅前利潤）	77	97	25.9
財務收益（成本）淨額	94	84	(10.9)
股東應佔純利	155	162	4.0
經調整純利	167	171	2.4
核心經調整純利（不包括利息收入）	73	87	19.7
比率（%）	2025 年上半年	2026 年上半年	百分點
毛利率	59.0	61.6	2.6
銷售開支	5.7	6.4	0.7
一般及行政開支	16.8	15.9	(0.9)
研發開支	13.2	10.1	(3.1)
息稅前利潤利潤率	24.7	30.8	6.1
純利利潤率	49.8	51.3	1.5
經調整純利率	53.4	54.2	0.7

資料來源：醫脈通、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績遜於預期。醫脈通（Medlive）的 2026 年上半年收入按年增長 1.0%至人民幣 3.152 億元，低於我們及市場普遍預期分別預測的 2026 年按年增長 15.4%及 16.4%。經調整純利於 2026 年上半年按年增加 2.4%至人民幣 1.708 億元，低於我們預測 2026 年按年增長 14.1%的水平，但符合市場普遍預期的按年增長 4.5%。核心經調整純利（不包括利息收入）於 2026 年上半年按年增長 19.7%。其宣派中期股息每股人民幣 0.1309 元，相當於派息比率約 60%。

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	558	642	656	751	885
息稅折舊攤銷前利潤	153	205	227	274	341
經營利潤	137	184	210	256	320
純利（報告 / 實際）	315	334	350	404	478
純利（經調整）	308	329	356	410	484
每股收益（分）	41.9	44.6	48.4	55.6	65.7
市盈率（倍）	15.7	14.7	13.6	11.8	10.0
市賬率（倍）	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
企業價值 / EBITDA（倍）	19.8	14.8	13.4	11.1	8.9
股息收益率（%）	3.9	4.0	4.2	4.8	5.7
純利率（%）	56.4	52.1	53.4	53.8	54.0
債務 /（現金）淨額與權益（%）	(3.2)	(4.5)	(36.3)	(39.0)	(41.8)
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（%）	6.7	6.9	7.1	7.9	8.9
市場預期純利	-	-	357	385	443
大華繼顯 / 市場預期（倍）	-	-	1.00	1.07	1.09

資料來源：醫脈通、彭博、大華繼顯

分析員

陳穎翀

sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

竇曉琴

carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

買入（維持）

股價	港幣 7.65 元
目標價	港幣 10.20 元
上升空間	33.3%
早前目標價	港幣 11 元

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	2192 HK
已發行股份（百萬股）	740
市值（港幣 1 百萬元）	5,663
市值（美金 1 百萬元）	722
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	1.3

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 15.06 元/港幣 6.31 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(1.9)	3.0	(14.9)	(45.7)	(21.1)

主要股東（%）

天天	36.14
M3, Inc.	36.14

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	6.85
2026 財年每股淨現金（人民幣）	2.49

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

醫脈通是中國領先的線上專業醫生平台。

- **受合規重整影響，收入按年增長 1.0%。** 精準行銷及企業解決方案收入（佔 2026 年上半年收入的 93.7%）按年增長 1.1% 至人民幣 2.955 億元，儘管客戶數量及產品數量分別按年增長 13.6% 及 14.4% 至 217 個及 509 個。管理層將該差距歸因於每項產品的收入疲弱，原因是醫保費用控制減慢了預算發放，且在 5 月 1 日的回扣裁決及 8 月 1 日的醫藥代表規則出台後，醫生減少參與學術活動。來自醫學知識解決方案及智能患者管理解決方案的收入於 2026 年上半年分別增長 0.1% 及 0.4%。
- **經調整核心純利增長維持韌性，按年達 19.7%。** 受惠於人工智能工具提升勞工效率，2026 年上半年毛利率上升 2.6 個百分點至 61.6%。銷售、一般及行政（SG&A）費用佔收入比率按年收窄 0.2 個百分點至 22.3%，而研發（R&D）費用佔收入比率按年收窄 3.1 個百分點至 10.1%。儘管受美國減息及美元走弱影響，利息收入按年下降 10.9%，惟營業利潤率及經調整純利率仍分別上升 6.1 個百分點及 0.7 個百分點，至 30.8% 及 54.2%。核心經調整純利（不包括利息收入）按年增長 19.7%，利潤率按年擴大 4.3 個百分點至 27.6%。
- **指引 2026 年產品數量錄得雙位數增長。** 管理層繼續指引 2026 年醫療保健產品數量將實現按年雙位數增長，而 2026 年上半年已錄得 14.4% 增長。其預計項目執行延誤將持續至 2026 年第 3 季度，並在 2026 年第 4 季度存在一定不確定性，且醫生業務活動大約需要六個月時間才能恢復正常。隨着藥企預算規劃季展開，客戶參與度自 2026 年 6 月起有所回升，而醫脈通正於 2026 年下半年增加銷售人員編制，以擴大國內覆蓋範圍。其預計目標市場規模達人民幣 170 億元，並將繼續為股東提供長期穩定的股息回報。
- **在沒有付費推廣的情況下，MedSeeker 的採用率有所加快。** 管理層指出 2026 年上半年人工智能淨新增用戶超過 100 萬名，較去年同期增加逾一倍，且是在沒有付費營銷的情況下實現。MedSeeker 用戶偏向資深，其中 61.5% 擁有中級或以上職稱，65.3% 於三級醫院執業。主要應用場景為治療選擇、診斷、治療調整，以及指引與藥物查詢。該平台擁有超過 700 萬名註冊醫生（包括超過 400 萬名執業醫生）、37,000 份臨床指南及超過 50,000 份中藥說明書。其月活躍用戶（MAU）在 2026 年第 2 季度超過 300 萬。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 10.20 元，此乃基於 15.7 倍 2027 年預測市盈率（1 倍 PEG），反映在合規重整下 2026 年增長前景轉弱。

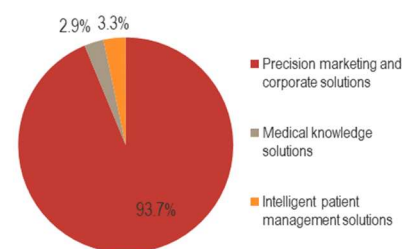
盈利預測調整 / 風險

- 鑑於在合規重整之際，2026 年持續面臨執行風險，我們將 2026 年收入及經調整純利增長預測分別由按年增長 15.4% 及 14.1% 下調至按年增長 2.1% 及 4.2%。
- 風險：a) 線上醫學教育及藥品推廣方面的政策變動；b) 來自現有成熟平台與人工智能初創企業的競爭加劇；c) 藥企預算放緩背景下的執行風險；以及 d) 數據私隱 / 合作關係中斷的風險。

股價催化劑

- 產品覆蓋面擴大可能帶動 2026-27 年度收入及盈利增長強於預期；b) 成功應用人工智能以提高平台用戶黏性及營運效率；以及 c) 高現金回報，並有可能動用淨現金進行策略性併購。

分部收益（2026 年上半年）



資料來源：醫脈通、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	642	656	751	885
息稅折舊攤銷前利潤	205	227	274	341
折舊及攤銷	21	17	19	20
息稅前利潤	184	210	256	320
總其他非經營收入	(1)	-	-	-
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	177	167	178	190
除稅前溢利	360	377	433	510
稅項	(12)	(13)	(15)	(18)
少數股東權益	(14)	(14)	(15)	(15)
純利	334	350	404	478
純利 （經調整）	329	356	410	484

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	135	338	419	489
除稅前溢利	360	377	433	510
稅項	(12)	(13)	(15)	(18)
折舊及攤銷	21	11	12	12
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	(37)	59	(12)	(17)
非現金項目	-	-	-	-
其他經營現金流量	(197)	(96)	1	1
投資	221	1,459	(6)	(6)
資本支出（增長）	(13)	(6)	(6)	(6)
投資	(1,201)	(881)	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	1,435	2,346	-	-
融資	(201)	(192)	(200)	(231)
支付股息	(191)	(192)	(200)	(230)
借款所得款項	-	-	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他／已付利息	(10)	(1)	(1)	(1)
現金流入（流出）淨額	154	1,605	212	252
年初現金及現金等價物	154	220	1,824	2,036
因外匯影響所致的變動	(88)	-	-	-
年末現金及現金等價物	220	1,824	2,036	2,288

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	18	17	14	11
其他長期資產	1,148	2,095	2,093	2,090
現金／短期投資	220	1,824	2,036	2,288
其他流動資產	3,771	1,356	1,373	1,396
資產總額	5,157	5,292	5,516	5,786
短期債務	-	-	-	-
其他流動負債	209	182	187	195
長期債務	-	-	-	-
其他長期負債	21	10	10	10
股東權益	4,864	5,022	5,226	5,474
少數股東權益	64	77	92	107
負債及權益總額	5,157	5,292	5,516	5,786

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	60.0	60.5	61.0	61.5
稅前利潤率	56.1	57.5	57.7	57.7
純利率	52.1	53.4	53.8	54.0
資產回報率	6.5	6.7	7.5	8.5
股本回報率	6.9	7.1	7.9	8.9

增長				
營業額	15.0	2.1	14.5	17.9
毛利	17.8	2.9	15.4	18.9
除稅前溢利	5.8	4.6	15.0	17.8
純利	6.1	4.8	15.2	18.4
純利 （經調整）	6.5	8.5	15.0	18.1
每股收益	6.5	8.5	15.0	18.1

槓桿比率

債務佔總資本比率	-	-	-	-
債務權益比率	-	-	-	-
債務／（現金）淨額與權益	(4.5)	(36.3)	(39.0)	(41.8)
利息保障倍數 （倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

深圳邁瑞生物醫療電子 (300760 CH)

2026 年上半年：增長重現並於 2026 年第 2 季加速；海外業務持續推動增長

重點摘要

- 邁瑞公布令人滿意的 2026 年上半年業績，收入按年增長 6.0%，經調整淨利潤則按年下跌 3.3%。收入與盈利於 2026 年第 2 季度重拾增長勢頭，分別按年增長 10.4% 及 4.9%。海外收入按年增長 13.7% 至人民幣 94.7 億元，佔總銷售額的 53%。
- 邁瑞預期海外市場拓展及新興業務將在 2026 年及未來幾年繼續推動增長。
- 維持「買入」評級及目標價人民幣 195.00 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025 年第 二季度	2026 年第 二季度	同比百分比變動	2025 年上 半年	2026 年上 半年	同比百分比變動
收入	8,506	9,395	10.5	16,743	17,747	6.0
毛利	5,175	5,629	8.8	10,325	10,796	4.6
銷售費用	(1,246)	(1,277)	2.5	(2,424)	(2,516)	3.8
行政費用	(340)	(352)	3.6	(682)	(696)	2.1
研發費用	(840)	(768)	(8.6)	(1,607)	(1,570)	(2.3)
息稅前利潤	2,874	3,042	5.8	5,922	5,566	(6.0)
純利	2,440	2,467	1.1	5,069	4,797	(5.4)
經調整純利	2,419	2,488	2.9	4,949	4,785	(3.3)
佔銷售額百分比	2025 年第 二季度	2026 年第 二季度	按年百分點變動	2025 年上 半年	2026 年上 半年	按年百分點變動
毛利	60.8	59.9	(0.9)	61.7	60.8	(0.8)
銷售費用	14.6	13.6	(1.1)	14.5	14.2	(0.3)
行政費用	4.0	3.8	(0.2)	4.1	3.9	(0.2)
研發費用	9.9	8.2	(1.7)	9.6	8.8	(0.8)
除稅前溢利	33.8	32.4	(1.4)	35.4	31.4	(4.0)
純利	28.7	26.3	(2.4)	30.3	27.0	(3.2)
經調整純利	28.4	26.5	(2.0)	29.6	27.0	(2.6)

資料來源：邁瑞、大華繼顯

分析

- 重拾增長動力。**深圳邁瑞生物醫療電子（邁瑞）公佈令人滿意的 2026 年上半年業績，收入按年增長 6.0% 至人民幣 177.5 億元，經調整純利按年下跌 3.3% 至人民幣 48 億元。該公司於 2026 年第 2 季度重拾增長動力，收入按年增長 10.4%，經調整純利按年上升 4.9%。邁瑞宣布 2026 年上半年派發中期股息每股人民幣 1.33 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	36,726	33,282	34,609	37,683	41,641
息稅折舊攤銷前利潤	12,615	9,796	9,527	11,085	12,593
經營利潤	11,991	9,074	8,703	10,106	11,399
純利（報告 / 實際）	11,668	8,136	7,508	8,656	9,714
純利（經調整）	11,442	8,069	7,508	8,656	9,714
每股收益（分）	943.7	665.5	619.2	713.9	801.2
市盈率（倍）	17.5	24.8	26.7	23.2	20.6
市賬率（倍）	5.6	5.3	4.9	4.6	4.3
企業價值 / EBITDA（倍）	14.4	18.6	19.1	16.4	14.5
股息收益率（%）	3.8	2.6	2.4	2.8	3.2
純利率（%）	31.2	24.2	21.7	23.0	23.3
債務 /（現金）淨額與權益（%）	(41.6)	(44.2)	(44.8)	(43.8)	(41.3)
利息保障倍數（倍）	649.8	407.8	不適用	不適用	不適用
股本回報率（%）	33.9	22.0	19.1	20.5	21.4
市場預期純利	-	-	8,346	9,405	10,553
大華繼顯 / 市場預期（倍）	-	-	0.90	0.92	0.92

資料來源：邁瑞、彭博、大華繼顯

分析員

竇曉琴

carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

陳穎翀

sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

買入（維持）

股價	人民幣 165.35 元
目標價	人民幣 195 元
上升空間	17.9%

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	300760 CH
已發行股份（百萬股）	1,212
市值（人民幣 1 百萬元）	200,371
市值（美金 1 百萬元）	29,815
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	226.0

價格表現（%）

52 週最高 / 最低 人民幣 252.95 元 / 人民幣 130.66 元

1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
4.1	8.9	(11.1)	(31.9)	(13.2)

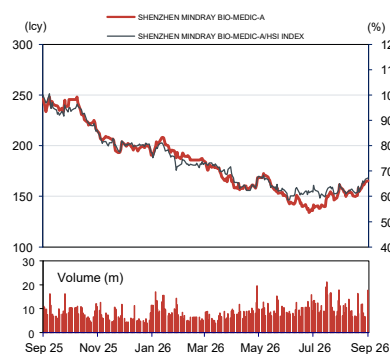
主要股東（%）

李西廷先生	26.99
徐航先生	24.50

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	33.57
2026 財年每股淨現金（人民幣）	15.05

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

邁瑞是一家領先的醫療器械生產商。

- **海外業務佔總收益的 53%。**國際收入按年增長 13.7%至人民幣 94.7 億元，佔總銷售額的 53%。歐洲按年增長接近 25%，其中英國、法國及意大利各增長超過 30%；拉丁美洲按年增長接近 20%，而亞太地區則增長 17%，主要由印度、墨西哥及巴西帶動。在設備市場調整的第三年，國內收入按年下跌 1.6%至人民幣 82.8 億元，管理層預期該業務將於 2026 年重回增長，並於 2027 年實現更穩健的擴張。
- **主要增長引擎：體外診斷（IVD）及新興業務。**體外診斷（IVD）收入按年增長 9.6%至人民幣 68.6 億元，毛利率為 61.1%（按年增加 1.3 個百分點）。新興業務（包括微創外科、微創介入及動物醫療）按年增長 19.6%至人民幣 31.1 億元，毛利率為 65.0%。相比之下，生命資訊與支援業務板塊持平於人民幣 48.1 億元，其毛利率收窄 1.8 個百分點至 58.9%；醫學影像業務則按年下跌 5.8%至人民幣 28.4 億元，其毛利率下跌 6.0 個百分點至 59.1%。這些不利因素最終拖累了公司的整體毛利率，使其微跌 0.8 個百分點至 60.8%。
- **預期海外業務將在未來數年推動總收入實現雙位數增長。**邁瑞目標在未來數年實現雙位數收入增長，並由海外業務繼續推動擴張。IVD 及新興業務佔國內銷售逾 70%，將成為中國的核心增長動力。該公司預期國內業務將於 2026 年實現正增長；然而，鑑於價格持續受壓以及滲透率相對偏高，國內增長可能仍會相對緩慢。邁瑞專注於拓展海外市場，預期將推出更多高端產品以推動增長，並定下目標在未來數年將海外收入佔總收入的比例提升至 60-70%。
- **現金產生能力有所改善，且派息政策保持不變。**經營現金流按年增長 24.4%至人民幣 48.8 億元，主要受惠於信貸及資產減值損失按年減少 68.3%至人民幣 7,300 萬元。董事會宣派每 10 股人民幣 13.3 元的股息，連同 2026 年第 1 季度已派發的每股人民幣 1.25 元，使 2026 年上半年的派息達每股人民幣 2.58 元，相當於 65.2%的派息比率，符合不少於 65%的三年政策。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級及目標價人民幣 195 元，乃基於 27 倍 2027 年預測市盈率。

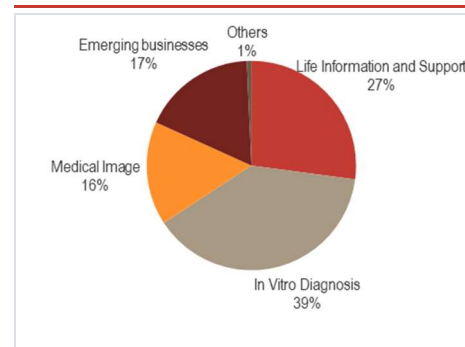
盈利預測調整 / 風險

- 風險包括：a)人民幣兌目前貢獻 53%收入之海外市場貨幣升值、b)地緣政治風險升溫、c)政策不確定性、d)經濟狀況疲軟可能帶來的負面影響，以及 e)海外及境內業務擴張的風險。

股價催化劑

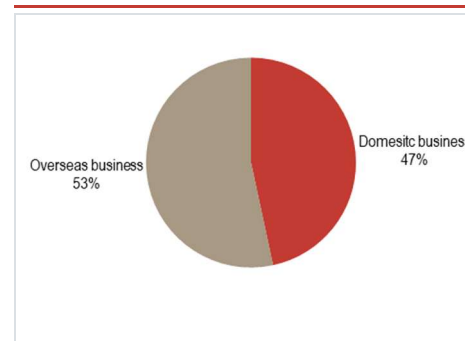
- 新興業務及海外市場的收入增長強於預期。
- 增加股息分派以提高投資者回報。

分部收益（2026 年上半年）



資料來源：邁瑞、大華繼顯

地區收入（2026 年上半年）



資料來源：邁瑞、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	33,282	34,609	37,683	41,641
息稅折舊攤銷前利潤	9,796	9,527	11,085	12,593
折舊及攤銷	721	824	979	1,193
息稅前利潤	9,074	8,703	10,106	11,399
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	263	263	263	263
除稅前溢利	9,674	9,177	10,580	11,873
稅項	(1,222)	(1,377)	(1,587)	(1,781)
少數股東權益	(316)	(292)	(337)	(378)
純利	8,136	7,508	8,656	9,714
純利（經調整）	8,069	7,508	8,656	9,714

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	8,823	8,329	9,566	10,678
除稅前溢利	9,674	9,177	10,580	11,873
稅項	(1,222)	(1,377)	(1,587)	(1,781)
折舊及攤銷	721	824	979	1,193
營運資金變動	(225)	(295)	(405)	(607)
非現金項目	-	-	-	-
其他經營現金流量	(126)	-	-	-
投資	(1,585)	(2,014)	(3,006)	(4,033)
資本支出（增長）	(1,662)	(2,014)	(3,006)	(4,033)
出售資產所得款項	201	-	-	-
其他	(124)	-	-	-
融資	(5,316)	(4,901)	(5,650)	(6,341)
支付股息	(5,310)	(4,901)	(5,650)	(6,341)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	(5)	-	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他／已付利息	-	-	-	-
現金流入（流出）淨額	1,922	1,414	911	304
年初現金及現金等價物	14,908	16,830	18,244	19,154
因外匯影響所致的變動	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	16,830	18,244	19,154	19,459

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	10,824	12,015	14,042	16,882
其他長期資產	21,032	21,032	21,032	21,032
現金／短期投資	16,830	18,244	19,154	19,459
其他流動資產	10,581	11,169	11,741	12,720
資產總額	59,267	62,460	65,970	70,093
短期債務	0	0	0	0
其他流動負債	11,599	11,892	12,059	12,431
長期債務	4	4	4	4
其他長期負債	4,652	4,652	4,652	4,652
股東權益	38,093	40,701	43,706	47,080
少數股東權益	4,918	5,210	5,548	5,926
負債及權益總額	59,267	62,460	65,970	70,093

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				
毛利率	60.3	58.4	60.0	60.1
稅前利潤率	29.1	26.5	28.1	28.5
純利率	24.4	21.7	23.0	23.3
資產回報率	14.0	12.3	13.5	14.3
股本回報率	22.0	19.1	20.5	21.4
增長				
營業額	(9.4)	4.0	8.9	10.5
毛利	(13.4)	0.7	11.8	10.8
除稅前溢利	(25.7)	(5.1)	15.3	12.2
純利	(30.3)	(7.7)	15.3	12.2
純利（經調整）	(29.5)	(6.9)	15.3	12.2
每股收益	(29.5)	(6.9)	15.3	12.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務權益比率	0.0	0.0	0.0	0.0
債務／（現金）淨額與權益	(44.2)	(44.8)	(43.8)	(41.3)
利息保障倍數	407.8	不適用	不適用	不適用

喆麗控股 (2209 HK)

2026 年上半年：收入增長強勁且毛利率有所擴大

重點摘要

- 受強勁的 B2C 及 B2B 線下業務增長帶動，喆麗控股 2026 年上半年收益按年增長 23.2%，惟部分被受美國關稅影響導致的 B2B 線上業務收益下跌所抵銷。受惠於毛利率擴大，純利按年增長 30.0%，但部分被重組導致的員工成本上升所抵銷。
- 我們預期 B2C 仍將是主要的增長動力，並於 2026 年下半年保持穩健的增長步伐。在企業對企業 (B2B) 業務方面，我們預期 ABW 線下業務將保持強勁，而 ABW 線上業務將於 2026 年下半年逐步復甦。
- 基於 8.5 倍 2026 年預測市盈率，將目標價由港幣 4.85 元上調至港幣 4.94 元，維持「買入」評級。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (美金 1 百萬元)	2026 年上半年	按年	按半年	2025 年上半年	2025 年下半年	2025
收入	302	23.2%	17.4%	245	257	502
企業對消費者 (B2C)	216	30.3%	17.6%	166	184	349
YesStyle 平台	215	30.5%	17.8%	165	183	347
YesAsia 平台	1	-3.0%	-9.9%	1	1	2
企業對企業 (B2B)	83	6.2%	16.6%	78	71	149
ABW Online	49	-13.4%	14.2%	56	43	99
ABW 線下	34	57.1%	20.4%	22	28	50
市場推廣服務	3	272.7%	21.6%	1	2	3
物流服務	0	-36.9%	-11.1%	0	0	0
毛利	94	28.2%	25.0%	73	75	149
經營利潤	24	33.1%	89.9%	18	13	31
純利	18	30.0%	101.8%	14	9	23
利潤率 (%)						
毛利率	31.2	1.2 個百分點	1.9 個百分點	30.0	29.3	29.6
營業利潤率	8.1	0.6 個百分點	3.1 個百分點	7.5	5.0	6.2
純利率	6.1	0.3 個百分點	2.5 個百分點	5.8	3.5	4.6

資料來源：喆麗控股、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績強勁。收入增長 23% 至美金 3.02 億元，相當於我們全年預測的 45%，主要受其 B2C / B2B 線下業務分別按年增長 30% 及 57% 所帶動，惟部分被 B2B 線上業務下降 13% 所抵銷。毛利率按年提升 1.2 個百分點至 31.2%，主要受惠於 B2C 業務中較高利潤率帶來的收入貢獻增加，以及 B2B 業務利潤率有所改善。純利增加 30% 至美金 1,800 萬元，相當於我們全年預測的 61%；受強勁的收入增長及毛利率改善所帶動，純利率按年改善 0.3 個百分點至 6.1%，但部分被組織架構重組導致的員工成本上升所抵銷。不派發中期股息 (2025 年上半年：無)。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (美金 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	346	502	642	842	1,074
息稅折舊攤銷前利潤	32	42	54	68	82
經營利潤	25	31	40	54	68
純利 (報告 / 實際)	19	23	31	42	53
純利 (經調整)	19	23	31	42	53
每股收益 (仙)	4.7	5.6	7.4	10.2	12.9
市盈率 (倍)	8.6	7.3	5.5	4.0	3.2
市賬率 (倍)	3.1	2.1	1.6	1.2	0.9
企業價值 / EBITDA (倍)	6.0	4.5	3.5	2.8	2.3
股息收益率 (%)	2.4	3.1	3.6	5.0	6.3
純利率 (%)	5.5	4.6	4.8	5.0	5.0
淨債項對權益比率 (%)	13.7	13.9	(1.9)	(7.0)	(9.1)
利息保障倍數 (倍)	19.1	17.1	22.1	29.7	37.5
股本回報率 (%)	43.3	34.8	32.7	33.1	31.7
市場預期純利	-	-	30	41	51
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	1.03	1.02	1.04

資料來源：喆麗控股、彭博、大華繼顯

分析員

卓穎姿

gigi.cheuk@uobkh.com
+852 2236 6794

劉善淇

kate.luang@uobkh.com
+852 2826 4837

買入 (維持)

股價	港幣 3.19 元
目標價	港幣 4.94 元
上升空間	54.8%
早前目標價	港幣 4.85 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	2209 HK
已發行股份 (百萬股)	419
市值 (港幣 1 百萬元)	1,336
市值 (美金 1 百萬元)	171
3 個月平均每日成交額 (美金 1 百萬元)	0.3

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 7.45 元/港幣 2.25 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(2.1)	14.3	(1.8)	(54.4)	(18.4)

主要股東 (%)

劉國柱	37.0
-----	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (美元)	0.49
2026 財年每股淨債項 (美元)	(0.00)

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

喆麗控股作為一家網上零售商營運，採購第三方品牌及無品牌的亞洲時裝及生活時尚、美容和娛樂產品，並銷售予全球客戶。

- **B2C 業務作為核心增長動力。** B2C 業務收入按年增長 30%至美金 2.16 億元，主要受惠於拉丁美洲的強勁增長、推廣韓國美妝產品的持續營銷舉措，以及具規模的網紅生態系統。值得注意的是，該公司透過在美國開設首家實體概念店推行線上到線下（O2O）策略，雲集了逾 60 個亞洲美妝品牌。**我們對 B2C 業務增長維持正面看法，並預期 B2C 在 2026 年下半年將保持穩步增長步伐，繼續成為主要的增長動力。**
- **B2B 業務表現出現分化，其中 ABW 線下業務的毛利率顯著擴張。** ABW 收入溫和按年增長 6%（2025 年：按年增長 92%）至美金 8,300 萬元，佔總收入的 27.4%（2025 年上半年：31.9%），主要由於 ABW 線下業務按年增長 57%（佔收入 11.3%，按年上升 2.4 個百分點），但在很大程度上被美國關稅對中小型 B2B 客戶的影響導致 ABW 線上業務按年下降 13%（佔收入 16.1%，按年下降 6.9 個百分點）所抵銷。然而，受惠於較高毛利率品牌的貢獻增加，ABW 線下毛利率按年擴大 8.1 個百分點至 22.8%，從而帶動 B2B 業務的毛利率按年擴大 3.5 個百分點至 22.1%。雖然 ABW 線下業務已成為結麗控股企業對企業（B2B）業務的主要銷售渠道（涵蓋全球 60 家領先的大型零售商），但隨着美國市場已消化與關稅相關的挑戰，該公司對重振其 ABW 線上業務持正面態度。
- **加快市場多元化。**非核心市場收入（不包括美國、英國、澳洲及加拿大）按年增長 45.9%至美金 209 百萬元，佔總收入 69.2%。值得注意的是，拉丁美洲按年急增 178.4%至美金 4,100 萬元，而歐洲 / 中東則按年增長 22.1% / 33.4% 至美金 1.15 億元 / 美金 2,400 萬元。受關稅影響，美國市場收入減少 22.1%，導致核心市場收入按年下降 8.6%至美金 9,300 萬元。其美國市場已消化與關稅相關的挑戰，並於 2026 年上半年逐步復甦，管理層亦繼續將美國市場視為其核心市場之一。
- **透過股份回購計劃提升股東回報。**除常規股息派發（2025 / 24 年派息率為 23% / 20%）外，該公司已於 2026 年 7 月 24 日提出一項股份回購計劃，擬於 2026 年 7 月 24 日至 2027 年 3 月 31 日期間合共回購總額最多美金 100 萬元的資本。

盈利預測調整

- 我們將 2026 至 2028 年的收入預測分別下調 5%/5%/6%，以反映 B2B 線上業務增長放緩；但鑑於銷售組合進一步偏向高利潤率品牌帶動毛利率上升，我們將純利預測分別上調 2%/3%/4%。我們預期 B2C 及 B2B 線下業務將保持強勁，而 B2B 線上業務將於 2026 年下半年逐步復甦。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級及港幣 4.94 元的目標價，相當於 8.5 倍 2026 年預測市盈率，並錨定同業平均水平。現時股價相當於 5.5 倍 2026 年預測市盈率及 4.0 倍 2027 年預測市盈率，2026-28 年的股息收益率為 3.6%/5.0%/6.3%。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 （美金 1 百萬元）	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
淨營業額	502	642	842	1,074
營運成本	(470)	(601)	(788)	(1,006)
經營利潤	31	40	54	68
淨利息收入／（支出）	(2)	(2)	(2)	(2)
例外項目	-	-	-	-
聯營公司貢獻	-	-	-	-
總其他非經營收入	-	(0)	(0)	(0)
除稅前溢利	29	38	52	67
稅項	(6)	(8)	(10)	(13)
少數股東權益	(0)	-	-	-
純利	23	31	42	53
純利 （經調整）	23	31	42	53

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 （美金 1 百萬元）	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
營運	13	28	27	29
除稅前溢利	29	38	52	67
稅項	(6)	(8)	(10)	(13)
折舊及攤銷	11	13	14	14
營運資金變動	(26)	(16)	(30)	(39)
其他經營現金流量	4	-	-	-
投資	(10)	(2)	(2)	(2)
資本支出（增長）	(7)	(2)	(2)	(2)
其他	(4)	-	-	-
融資	(2)	(13)	(16)	(19)
支付股息	(4)	(5)	(6)	(8)
發行股份	4	3	1	1
借款所得款項	8	-	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他／已付利息	(9)	(11)	(12)	(12)
現金流入（流出）淨額	0	13	8	7
期初現金及現金等價物	15	16	29	37
因外匯影響所致的變動	0	-	-	-
期末現金及現金等價物	16	29	37	44

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 （美金 1 百萬元）	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
現金／類現金等價物	16	29	37	44
應收賬款／債務人	20	27	36	48
存貨	69	94	131	179
其他流動資產	18	18	18	18
流動資產	124	168	224	289
固定資產	1	1	1	1
無形資產	0	0	0	1
其他非流動有形資產	39	38	38	36
非流動資產總額	40	39	39	38
資產總額	164	208	262	328
應付賬款／債權人	26	38	50	64
短期債務／借款	-	-	-	-
其他流動負債	36	40	46	52
流動負債	63	78	95	116
長期債務／借款	19	19	19	19
遞延稅項負債	0	0	0	0
其他長期負債	2	2	2	2
非流動負債總額	21	21	21	21
負債總額	84	99	117	137
少數股東權益 - 累計	(0)	(0)	(0)	(0)
股東權益	80	108	146	191
負債及股東資金	164	208	262	328

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	29.6	30.1	30.1	29.8
稅前利潤率	5.8	6.0	6.2	6.2
純利率	4.6	4.8	5.0	5.0
股本回報率	34.8	32.7	33.1	31.7
資產回報率	16.3	16.6	17.9	18.1
增長（按年百分比）				
營業額	45.0	27.9	31.2	27.6
息稅折舊攤銷前利潤	32.6	27.0	27.4	20.3
除稅前溢利	24.8	31.2	36.4	26.9
純利	21.5	33.0	36.4	26.9
純利 （經調整）	21.5	33.0	36.4	26.9
每股收益	19.6	32.6	36.4	26.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	16.5	13.0	10.3	8.3
債務權益比率	33.8	25.0	18.6	14.2
債務／（現金）淨額與權益	13.9	(1.9)	(7.0)	(9.1)
利息保障倍數 （倍）	17.1	22.1	29.7	37.5

智譜 AI (2513 HK)

2026 年上半年：收入遜預期及業務組合導致利潤率受壓，但年度經常性收入增長勢頭保持強勁

重點摘要

- 智譜 AI 2026 年上半年的業績好壞參半。收入按年增長 400%至人民幣 9.539 億元，低於市場普遍預期。雲端業務收入按年激增 27 倍至人民幣 8.252 億元，而本地部署收入則下跌 21%至人民幣 1.287 億元。由於業務組合轉向利潤率較低的雲端部署，毛利率按年下降 23.6 個百分點至 26.4%，而經調整淨虧損按年擴大 12.1%至人民幣 20 億元，但好過預期。截至 2026 年 8 月，ARR 達到美金 16 億元，年終目標為美金 24 億元，略高於我們的預期。
- 維持「買入」評級，目標價維持在港幣 1,830 元不變。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025 年 上半年	2025 年 下半年	2026 年 上半年	按半年	按年	UOBKH	Var	市場共識	Var
淨收入總額	191	533	954	78.8%	399.7%	1,446	(34.0%)	1,355	(29.6%)
本地部署	162	372	129	(65.4%)	(20.4%)	485	(73.5%)		
雲端部署	29	161	825	411.6%	2,735.7%	960	(14.1%)		
銷售成本	(95)	(332)	(702)	111.4%	635.7%	(996)	29.5%		
毛利	95	201	252	25.0%	163.7%	449	(44.0%)	447	(43.7%)
毛利率	50%	38%	26%	(11.3 個百分點)	(23.6 個百分點)	31%	(4.7 個百分點)	33%	(6.6 個百分點)
營運開支	(1,995)	(2,089)	(2,398)	14.8%	20.2%	(3,332)	28.0%		
非美國通用會計準則經營收入	(1,740)	(1,488)	(2,061)	38.5%	18.4%	(2,548)	19.1%		
非美國通用會計準則 OPM	-912%	-279%	-216%	62.9 個百分點	695.7 個百分點	-176%	(40 個百分點)		
純利	(2,358)	(2,360)	(2,072)	(12.2%)	(12.1%)	(2,901)	28.6%		
非國際財務報告準則淨利潤	(1,752)	(1,430)	(1,964)	37.4%	12.1%	(2,566)	23.4%	(2,750)	28.6%
非國際財務報告準則純利率	-918%	-268%	-206%	62.2 個百分點	711.9 個百分點	-177%	(28.4 個百分點)	-203%	(2.9 個百分點)

資料來源：智譜 AI、大華繼顯

分析

- 儘管雲端業務增長強勁，但 2026 年上半年收入仍遜於預期。收入按年增長 400%至人民幣 9.539 億元（2025 年下半年：+99%），低於我們 / 市場共識預期的人民幣 13.6 億元 / 人民幣 14.5 億元。雲端收入按年激增 27 倍至人民幣 8.252 億元（2025 年下半年：+431%），佔收入的 86.5%，主要受更強大的模型能力、代幣使用量及定價所支持。由於智譜 AI 縮減品質較低的項目規模，本地部署收入按年下跌 21%至人民幣 1.287 億元（2025 年下半年：+57%）。經調整淨虧損按年擴大 12.1%至人民幣 20 億元，但好過預期；研發費用則因持續的模型訓練投資而按年增加 33.6%。
- 隨着 GLM-5.2/5.3 推出，商業化進程加快，使用強度與變現能力雙雙增強。截至 2026 年 8 月，年度化收入運行率（ARR）達到美金 16 億元，而智譜 AI 的目標是在年底前達到美金 24 億元，略高於我們預期的美金 23 億元。MaaS 代幣用量自年初以來增長超過 40 倍，且編程儘管 API 平均定價上升 101%，方案使用量仍增長逾 23 倍，顯示需求與變現能力均有所增強。MaaS 註冊用戶超過 7.4 百萬（+144%），付費日活躍用戶（DAU）增加 603%。截至 2026 年 8 月，前十大收入貢獻客戶的日均使用量增長 98 倍；同時，有 37 名客戶貢獻超過美金 100 萬元的年度經常性收入（ARR），以及 8 名客戶貢獻超過美金 1,000 萬元的 ARR。

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	312	724	7,493	22,804	53,194
息稅折舊攤銷前利潤	-2,261	-3,499	-2,983	-1,308	4,922
經營利潤	-2,541	-3,780	-5,124	-5,845	-1,869
純利 (報告/實際)	-2,956	-4,698	-5,105	-5,531	-1,804
純利 (經調整)	-2,466	-3,182	-4,457	-4,751	-847
每股收益 (分)	(1,542.2)	(1,994.7)	(992.6)	(1,010.3)	(178.4)
市盈率 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市賬率 (倍)	不適用	不適用	25.0	35.2	37.8
企業價值/EBITDA (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用	92.4
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率 (%)	(946.3)	(648.6)	(68.1)	(24.3)	(3.4)
債務/(現金)淨額與權益 (%)	42.3	17.1	(121.0)	(89.8)	(58.2)
股本回報率 (%)	不適用	不適用	不適用	(34.5)	(13.6)
市場預期純利 (人民幣 1 百萬元)	-	-	(4,692.7)	(4,938.3)	(2,639.7)
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	1.05	1.04	1.68

資料來源：智譜 AI、彭博、大華繼顯

分析員

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+86 21 5404 7225 轉 808

買入 (維持)

股價	港幣 1,195 元
目標價	港幣 1,830 元
上升空間	53.1%

股票數據

行業	資訊科技
股份代號	2513 HK
已發行股份 (百萬股)	241.1
市值 (港幣 1 百萬元)	556,419.6
市值 (美金 1 百萬元)	70,982.8
3 個月平均每日成交額 (美金 1 百萬元)	933.1

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	港幣 2,980 元/港幣 116.10 元
1 個月	21.0
3 個月	(25.1)
6 個月	107.8
1 年	不適用
年初至今	不適用

主要股東 (%)

Knowledge Atlas 員工持股計劃	14.96
北京聯派科技發展	7.63
Jie Tang	6.02

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值(港元)	41.18
2026 財年每股淨值項 (港元)	49.80

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

智譜 AI 提供科技服務。該公司提供認知智能通用模型、人工智能系統及其他相關解決方案。

- **毛利率因業務組合迅速轉向雲端部署而下降。**集團毛利按年增長 164%至人民幣 2.516 億元（2025 年下半年：+31%），而毛利率按年下跌 23.6 個百分點至 26.4%（2025 年上半年為 50.0%），並較 2025 年下半年的 37.7%下跌 11.3 個百分點，主要由於收入結構大幅轉向毛利率較低的雲端部署，而該業務仍處於利潤率提升的初期階段。按業務分部劃分，雲端毛利率受惠於規模經濟、定價提高以及工程優化帶來的推論成本下降，按年提升 25.0 個百分點至 24.6%（2025 年上半年為-0.4%），較 2025 年下半年的 22.4%增加 2.2 個百分點。本地部署毛利率按年下降 21.2 個百分點至 37.9%（2025 年上半年為 59.1%），並較 2025 年下半年的 44.4%下跌 6.5 個百分點，主要由於業務結構由毛利率較高的通用模型項目轉向企業級智能體，以及客戶遷移至雲端服務所致。
- **從編寫代碼擴展至專業工作流程。**智譜 AI 視編程為長遠規劃、工具使用及自我修正的基礎，而該等能力更可延伸至其他專業任務。網絡安全目前是編程以外最先進的領域，而法律、金融、教育和數據分析仍處於較早期階段，代表着下一波商業化機遇。
- **分叉模型策略獲具擴展性的境內算力所支持。**GLM-5.3 針對價值更高的專業任務，而 GLM-5.3 Flash 則以 GLM-5.2 十分之一的價格，服務高頻率且對成本敏感的工作負載。智譜 AI 亦已使用國產晶片實現了十萬卡級別的推理，GLM-5.3 Flash 的大規模流量大部分由國產算力支撐，同時基礎架構優化在相同硬件上將端到端服務效能提升了 3 倍。
- **API ARR 隨着模型的相繼升級而大幅提升。**智譜 AI 的年度經常性收入（ARR）由 2025 年底的人民幣 5 億元增至 2026 年 3 月底的人民幣 17 億元，其後於 7 月加速增長至超過美金 10 億元，並於 8 月底達到美金 16 億元。我們認為最近的拐點主要由 GLM-5.2 於 6 月中旬推出後所帶動，並受惠於其具競爭力的編程能力，以及相較於領先的前沿模型更低的成本。隨後 GLM-5.3 的推出進一步增強了模型能力，顯示 ARR 增長是經歷相繼的階梯式上升，而非線性增長。業務能否持續發展，將取決於客戶留存情況以及能否持續轉化為經常性付費使用。
- **2H26 展望：**下一代模型擴展及本土算力仍是關鍵。智譜 AI 已開始訓練其下一代 GLM 模型，重點在於更大的有效規模、更長的原生上下文以及原生多模態能力，而長期發展則轉向完全自我訓練。國內晶片供應預計將在未來 3 至 6 個月內有所改善，從而支持訓練與推理規模的進一步擴充。我們預測截至 2026 年底 ARR 將達到美金 23 億元。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 1,830 元不變，此乃基於現金流折現（DCF）估值法，並採用 12.6%的加權平均資本及 5 倍的終端企業價值 / 銷售額進行折現。我們設定的目標價港幣 1,830 元意味着 2027 年預測及 2028 年預測的企業價值 / 市銷率分別為 11.8 倍及 5.1 倍。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 年收入預測下調 2.3%（意味着按年增長 934%），並將 2026 年非美國通用會計準則純利預估下調 1.7%。
- 風險：a)持續投資及盈利能力風險，b)來自全球基礎模型的競爭壓力，以及 c)地緣政治與供應鏈風險。

股價催化劑

- 推出下一代 GLM 模型；b)改善國產晶片供應及算力效率；以及 c)將高價值應用場景拓展至編程以外。

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	724.3	7,492.6	22,803.8	53,194.3
息稅折舊攤銷前利潤	(3,499.0)	(2,983.2)	(1,307.6)	4,921.5
折舊及攤銷	281.1	2,140.9	4,537.1	6,790.5
息稅前利潤	(3,780.0)	(5,124.1)	(5,844.7)	(1,869.0)
總其他非經營收入	(878.7)	(0.0)	0.0	0.0
聯營公司貢獻	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	(59.5)	(2.6)	289.7	57.2
除稅前溢利	(4,718.2)	(5,126.6)	(5,555.0)	(1,811.9)
稅項	0.0	0.0	0.0	0.0
少數股東權益	20.0	21.7	23.5	7.7
純利	(4,698.2)	(5,104.9)	(5,531.5)	(1,804.2)
純利 （經調整）	(3,182.0)	(4,456.7)	(4,751.1)	(847.2)

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	(2,246.1)	(34.9)	2,036.3	6,980.5
年度利潤	(4,718.2)	(5,126.6)	(5,555.0)	(1,811.9)
稅項	0.0	0.0	0.0	0.0
折舊及攤銷	281.1	2,140.9	4,537.1	6,790.5
聯營公司	0.0	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	704.3	2,245.3	2,214.5	1,001.5
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	1,486.7	705.6	839.6	1,000.4
投資	(375.9)	(10,013.9)	(12,015.3)	(11,776.8)
資本支出（增長）	(23.1)	(10,013.9)	(12,015.3)	(11,776.8)
投資	338.1	338.1	338.1	338.1
其他	(691.0)	(338.1)	(338.1)	(338.1)
融資	2,614.1	30,927.1	0.0	0.0
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	689.1	0.0	0.0	0.0
償還貸款	(137.2)	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	2,062.2	30,927.1	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	(7.9)	20,878.3	(9,979.0)	(4,796.3)
年初現金及現金等價物	2,268.1	2,254.9	23,133.2	13,154.2
因外匯影響所致的變動	(5.3)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	2,254.9	23,133.2	13,154.2	8,357.9

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	655.8	8,520.7	15,991.8	20,972.3
其他長期資產	626.6	634.9	641.9	647.7
現金／短期投資	2,367.7	23,246.0	13,267.0	8,470.7
其他流動資產	1,203.7	3,557.1	6,637.2	9,916.8
資產總額	4,853.9	35,958.7	36,537.9	40,007.6
短期債務	604.8	604.8	604.8	604.8
其他流動負債	11,801.4	16,400.2	21,694.8	25,975.9
長期債務	378.4	378.4	378.4	378.4
其他長期負債	180.1	180.1	180.1	180.1
股東權益	(8,111.0)	18,395.1	13,679.7	12,868.2
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
負債及權益總額	4,853.9	35,958.7	36,537.9	40,007.6

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	(483.1)	(39.8)	(5.7)	9.3
稅前利潤率	(651.4)	(68.4)	(24.4)	(3.4)
純利率	(648.6)	(68.1)	(24.3)	(3.4)
資產回報率	(101.8)	(25.0)	(15.3)	(4.7)
股本回報率	不適用	不適用	(34.5)	(13.6)
增長				
營業額	131.9	934.4	204.4	133.3
息稅折舊攤銷前利潤	不適用	不適用	不適用	不適用
除稅前溢利	不適用	不適用	不適用	不適用
純利	不適用	不適用	不適用	不適用
純利 （經調整）	不適用	不適用	不適用	不適用
每股收益	不適用	不適用	不適用	不適用
槓桿比率				
債務佔總資本比率	(13.8)	5.1	6.7	7.1
債務權益比率	不適用	5.3	7.2	7.6
債務／（現金）淨額與權益	不適用	(121.0)	(89.8)	(58.2)

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

電能實業 (0006 HK)

最後價格:	港幣 60.20 元
支撐位:	港幣 59.30 元/港幣 58.70 元
阻力位:	港幣 63.55 元/港幣 64.95 元

技術分析:

价格行为成功坚守了“阻力转支撑”枢纽位，并在需求区收出一根典型的锤头线形态，确认了结构性买盘的强劲吸收。技术动能进一步印证了这一看多轮动，RSI 指标持续稳稳运行于 50 中轴线上方。只要多头继续守住锤头线影线下轨，最小阻力路径将优先支持价格维持上行轨道，进一步迈向上方阻力枢纽目标区。

平均時限：約兩週。



中國財險 (2328 HK)

最後價格:	港幣 17.04 元
支撐位:	港幣 16.16 元/港幣 15.91 元
阻力位:	港幣 18.41 元/港幣 18.77 元

技術分析:

价格行为展开了一波强劲的看涨扩展行情，放量跳空突破旗形续涨形态，并以一根强劲的阳线收于先前高点阻力区域上方。技术动能进一步印证了这一结构性突破，RSI 指标持续稳稳运行于 50 中轴线上方并保持向上倾斜。只要多头在日内回撤测试中坚守新转换的缺口与突破区域，最小阻力路径将优先支持价格维持上行冲量，迈向更高的拓展目标位。

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."