UOBKayHian

國家/地區日報 | 大中華

Thursday, 29 October 2026



主要指數

	前收市價	1 日%	1 週%	1 個月%	年初至今%
道瓊斯工業平均指數(DJIA)	52475.1	0.2	(0.7)	1.9	9.2
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7744.0	0.3	(0.2)	0.8	13.1
富時 100 指數(FTSE 100)	10694.5	0.1	(0.5)	0.1	7.7
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8971.4	0.0	0.2	1.0	(0.5)
滬深 300 指數(CSI 300)	4083.9	0.8	(0.7)	(6.0)	(11.8)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5397.9	0.0	(0.3)	(5.5)	16.2
恒生中國企業指數(HSCEI)	7791.6	0.3	(1.9)	(4.7)	(12.6)
恒生指數(HSI)	23094.8	0.2	(2.4)	(6.3)	(9.9)
雅加達綜合指數(JCI)	5282.3	0.3	(0.9)	(13.7)	(38.9)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1613.9	0.1	0.7	(1.8)	(3.9)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6012.4	6.6	4.8	(12.5)	42.7
日經 225 指數(Nikkei 225)	63954.2	1.1	(1.0)	(2.3)	27.0
泰國證券交易所指數(SET)	1566.1	(0.6)	0.7	(1.8)	24.3
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	47035.6	2.0	0.5	(1.3)	62.4
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2652	1.9	(1.0)	(18.8)	41.3
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4407	(1.2)	(1.5)	(1.5)	12.0
布蘭特原油(美元/桶)	115	1.3	6.0	9.5	89.5

來源：彭博

企業活動

	地點	開始	收市
與 UUE Holdings Berhad（UUE MK）的線上會議	馬來西亞	11 月 10 日	11 月 10 日
與創值工業控股有限公司（Valuetronics Holdings Ltd，VALUE SP）舉行的 2027 財年上半年業績發佈後簡報會	新加坡	11 月 11 日	11 月 11 日
任仲民就大中華區人工智能行業進行的分析師路演	台北	11 月 17 日	11 月 18 日
2027 年上半年區域策略會議	馬來西亞	12 月 2 日	12 月 2 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
9 月貨幣供應（M1、M2、M3）	香港	10 月 30 日
10 月 PMI（綜合、製造業、非製造業）	中國	10 月 31 日

重點要聞

公司業績 | ASMPT (522 HK/**買入**/港幣 118.3 元/目標價：HK$184.00)

第 3 頁→

- ASMPT 的 2026 年第 3 季度收入超出預期，而列報純利則受到以股份為基礎的支付影響。創紀錄的訂單金額以及 1.69 倍的訂單出貨比顯示需求強勁，且 2026 年第 4 季度的指引亦超出市場普遍預期。儘管與記憶體相關的 TCB 交付因 HBM4 規格變更而有所延遲，但主流工具和先進邏輯應用的需求依然強勁。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 184 元。

公司業績 | 石藥集團新諾威製藥股份有限公司 (300765 CH/**買入**/人民幣 38.24 元/目標價：人民幣 50.00 元)

第 6 頁→

- 石藥創新 2026 年首九個月收入按年增長 149.6%至人民幣 39.765 億元，純利為人民幣 12.099 億元，而 2025 年首九個月則錄得淨虧損人民幣 2,400 萬元。受阿斯利康（AstraZeneca）美金 2,500 萬元里程碑款項帶動，2026 年第 3 季度收入按年增長 35.5%，但淨虧損按年擴大 141.0%至人民幣 5,130 萬元。鑑於 SYS6010 達到其第 3 期主要終點，且 DP303c 的新藥上市申請（NDA）獲受理，我們預期新產品上市將自 2028 年起支持盈利增長。維持「買入」評級。下調目標價至人民幣 50 元，以反映其較疲弱的 2026 年第 3 季度盈利。

公司業績 | 寧波均勝電子股份有限公司 （600699 CH/**持有**/人民幣 21.87 元/目標價：人民幣 19 元）

第 9 頁→

- 受人民幣升值、處置事項及晶片成本通脹影響，2026 年第 3 季度純利遜於預期，錄得人民幣 2.19 億元（按年下跌 47% / 按季下跌 35%）。2026 年前九個月的新訂單積壓放緩至人民幣 615 億元（按年下降 13.9%）。復甦取決於智能駕駛產能提升、全球原始設備製造商（OEM）項目定點、機械人零部件，以及人工智能數據中心（AIDC）電力供應。由於收入 / 利潤率較低，我們將 2026 至 2028 年的純利預測下調 31% / 29% / 26%。下調至「持有」評級，目標價：人民幣 19 元。

公司業績 | 青島啤酒股份有限公司 （168 HK / **買入** / 港幣 38.8 元 / 目標價：港幣 55.5 元）

第 12 頁→

- 青島啤酒 2026 年第 3 季度的純利按年下跌 17%，主要受收入下滑拖累（銷量下降但部分被平均售價（ASP）上升所抵銷），以及單位銷售成本（COGS）上升和銷售、一般及行政開支（SG&A）增加導致毛利率收窄。2026 年第 3 季度銷量按年下跌 9%，其中青島品牌及次品牌分別按年下跌 3%及 18%。中高端產品的銷量按年上升 1%，但其他產品則按年下跌 17%。維持「買入」評級；下調目標價 11%至港幣 55.5 元。

免責聲明：「交易員專欄」(Traders'Corner）內之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，我們可能不時提出與我們的基本面「買入 / 持有 / 沽出」(BUY/HOLD/SELL）評級相反的技術面建議。

公司更新 | 騰訊控股 （700 HK / **買入** / 港幣 387.6 元 / 目標價：港幣 537 元）

第 15 頁→

- 騰訊將於 11 月中旬公佈 2026 年第 3 季度業績。 儘管面臨宏觀逆風，在遊戲業務保持穩定，以及廣告加載率提升與 eCPM 改善帶動廣告業務展現韌性的支持下，我們預期騰訊 2026 年第 3 季度的收入增長將保持穩健，按年增長 9%。由於人工智能相關投資增加，經營利潤可能會維持大致平穩。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 537 元。

技術分析

華住集團 | 1179 HK

第 18 頁→

- 支持位：港幣 33.42 元 / 港幣 31.98 元
- 阻力位：港幣 36.8 元 / 港幣 37.18 元

中國海外發展 | 688 HK

第 18 頁→

- 支持位：港幣 11.75 元/港幣 10.92 元
- 阻力位：港幣 12.83 元 / 港幣 13.13 元

ASMPT (522 HK)

2026 年第 3 季度：訂單量創歷史新高及 SMT 表現強勁，為穩健前景提供有力支撐

重點摘要

- 收入及利潤率表現穩健，而以股份為基礎的激勵機制則對列報純利構成壓力；創紀錄的訂單量為隨後各季度奠定了堅實基礎。
- 強勁的 2026 年第 4 季度指引顯示，強勁的 SMT 需求應可抵銷 TCB 收入確認延遲的影響。
- 維持「買入」評級，目標價為港幣 184 元

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（百萬港元）	2025 年第 3 季度	2026 年第 2 季度	2026 年第 3 季度	按年（%）	按季（%）
收入	**3,528**	**4,936**	**5,247**	**48.7**	**6.3**
半導體解決方案	1,747	2,892	2,934	68.0	1.5
SMT 解決方案	1,781	2,044	2,313	29.8	13.2
毛利	1,252	2,092	2,209	76.4	5.6
純利	(286)	418	533	不適用	27.6
經調整純利	118	638	690	486.3	8.2
利潤率（百分點變動）					
毛利率（%）	**35.5**	**42.4**	**42.1**	**6.6**	**(0.3)**
半導體解決方案	41.5	46.5	46.6	5.1	0.1
SMT 解決方案	33.9	36.8	38.2	4.3	1.4
純利率	(8.1)	8.5	10.2	18.3	1.7
經調整純利率	3.3	12.9	13.1	9.8	0.2

來源：ASMPT、大華繼顯

分析

- **2026 年第 3 季度收入及利潤率表現穩健，惟純利受以股份為基礎的支付拖累。** ASMPT 2026 年第 3 季度收入按年增長 48.7%，按季增長 6.3%至港幣 52.47 億元，分別高於我們 / 市場共識預測 3.8% / 0.9%。 毛利率按年擴大 6.6 個百分點，但按季放緩 0.3 個百分點至 42.1%，略高於市場共識。 在純利方面，以股份為基礎的激勵支付達港幣 9,240 萬元，對營運開支造成負擔，導致列報純利略低於預期，但該指標仍實現按年扭虧為盈，並按季增長 27.6%至港幣 5.33 億元。 請注意，第 3 季度的訂單表現格外強勁，按年增長 137.8%、按季增長 24.7%至港幣 88.45 億元，為 2021 年以來的最高水平，且訂單出貨比率持續擴大至 1.69 倍。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（百萬港元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	12,483	13,736	19,561	22,441	24,234
息稅折舊攤銷前利潤	1,356	1,377	3,621	4,305	4,974
經營利潤	648	727	2,877	3,567	4,236
純利 （報告 / 實際）	291	1,085	1,850	2,415	2,895
純利 （經調整）	426	501	2,238	2,415	2,895
每股收益（港仙）	69.9	260.5	444.2	579.8	695.3
市盈率（倍）	169.3	45.4	26.6	20.4	17.0
市賬率（倍）	3.2	2.9	2.7	2.5	2.3
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	49.1	48.3	18.4	15.5	13.4
股息收益率 (%)	0.6	1.8	1.9	2.5	2.9
純利率 (%)	3.4	3.6	11.4	10.8	11.9
債務/（現金）淨額與權益 (%)	(3.6)	(8.5)	15.5	(5.6)	6.9
利息保障倍數 （倍）	9.5	9.1	25.5	30.4	42.6
股本回報率 (%)	2.8	3.1	12.7	12.7	14.3
市場預期純利	-	-	1,819	2,625	3,312
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	1.23	0.92	0.87

資料來源：ASMPT、彭博、大華繼顯

分析員

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

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

買入（維持）

股價	港幣 118.30 元
目標價	港幣 184 元
上升空間	55.5%
早前目標價	港幣 211 元

股票數據

行業	後端設備
股份代號	522 HK
已發行股份（百萬）	419
市值（百萬港元）	49,567
市值（百萬美元）	6,355
3 個月日均成交額（百萬美元）	56.2

價格表現(%)

52 週最高 / 最低	港幣 244.40 元/港幣 68.90 元			
1 個月	**3 個月**	**6 個月**	**1 年**	**年初至今**
(25.3)	(27.8)	(30.3)	35.6	52.3

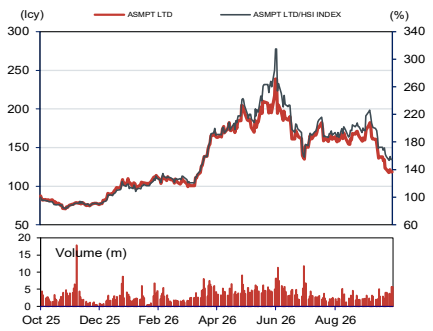
主要股東（%）

ASM International NV	24.85

資產負債表指標

2026 年每股資產淨值（港元）	44.03
2026 年每股淨債項（港元）	6.82

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

ASMPT 為全球客戶提供半導體組裝及封裝服務，以及表面貼裝技術解決方案。該公司設計、製造及經銷用於半導體和電子組裝行業的機器、工具及材料。

- **2026 年第 4 季度指引好於預期。** 2026 年第 4 季度收入指引為美金 6.7-7.3 億元，以中位數美金 7 億元計算，按季增長 4.6%，按年增長 37.5%，較市場普遍預期略高出 2.7%。 2026 年第 4 季度收入應主要由表面貼裝技術解決方案分部（SMT）貢獻，因為鑒於記憶體相關熱壓接合（TCB）設備交付出現延誤，半導體解決方案分部（semi）的收入可能維持持平。
- 先進封裝的主要最新動態：a) ASMPT 於季內接獲最高數量的 TCB 晶片至基板（C2S）應用訂單；b)領先的整合元件製造商（IDM）客戶就先進 CPU 應用持續下達晶片至晶圓（C2W）訂單；c)由於記憶體客戶正重新評估即將推出的產品規格，HBM4 TCB 工具的訂單確認時間有所推遲；d)光子學相關銷售進展良好，AMICRA 的超高精度鍵合解決方案取得突破性的近封裝光學（NPO）大宗訂單；e) ASMPT 目前正積極與領先的先進邏輯客戶及一家領先的 IDM 合作，開發適用於面板級封裝應用的 TCB 工具；f)混合鍵合機很可能在 12 至 18 個月內迎來商業化訂單；g)鑑於應用範疇擴大，未來幾年邏輯應用的貢獻可能仍將高於記憶體；及 h)先進封裝工具的訂單交付週期維持在 6 至 9 個月的穩定水平，顯示供應端正逐步跟上上一季度所接獲的強勁訂單。
- **主流工具的動能將保持高企。** 管理層表示，目前主流工具訂單的增長主要受電源管理相關應用的支持，而人工智能基礎設施投資正為該等應用帶來持續強勁的需求。 消費電子產品相關客戶亦保持穩健，目前尚未削減訂單，因此主流工具的強勁增長動能預期將延續至 2027 年。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級。將目標價下調至港幣 184 元。ASMPT 的股價在過去三個月大幅回調，主因是人工智能交易平倉、宏觀不確定性，以及 HBM4 規格與競爭格局的劇烈變化共同所致。話雖如此，我們認為人工智能硬件的回調已接近尾聲，並預期 ASMPT 的主要 TCB 記憶體客戶 SK 海力士將通過 NVIDIA 供應鏈的 HBM4 認證。因此，近期的回調被視為在即將到來的復甦前逢低吸納股份的窗口期。我們的目標價乃基於 3.92 倍的 2027 年預測市賬率，較 4.6 倍的估值峰值略有下調，但仍錨定在平均值以上 2 個標準差水平。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 至 2028 年的盈利預測分別調整+6.6%/+0.8%/-4.8%，至港幣 18.5 億元/港幣 24.15 億元/港幣 28.95 億元。我們上調了收入及毛利假設，並下調了營運開支假設，但部分被較高的稅率假設所抵銷。

2026 至 2028 年預測變動

截至 12 月 31 日止年度	---------舊估計---------			--------最新預測--------			---------- 變動（%） -------		
（百萬港元）	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
收入	18,932	20,396	22,217	19,561	22,441	24,234	3.3	10.0	9.1
毛利	7,789	8,698	9,678	8,180	9,494	10,443	5.0	9.1	7.9
經營利潤	2,278	3,087	3,877	2,877	3,567	4,236	26.3	15.5	9.3
純利	1,736	2,395	3,041	1,850	2,415	2,895	6.6	0.8	(4.8)
經調整純利	1,736	2,395	3,041	2,238	2,415	2,895	28.9	0.8	(4.8)
毛利率（%）	41.1	42.6	43.6	41.8	42.3	43.1	0.7	(0.3)	(0.5)
營業利潤率（%）	12.0	15.1	17.4	14.7	15.9	17.5	2.7	0.8	0.0
純利率 (%)	9.2	11.7	13.7	9.5	10.8	11.9	0.3	(1.0)	(1.7)
經調整純利率（%）	9.2	11.7	13.7	11.4	10.8	11.9	2.3	(1.0)	(1.7)

來源：ASMPT、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度（百萬港元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	13,736	19,561	22,441	24,234
息稅折舊攤銷前利潤	1,377	3,621	4,305	4,974
折舊及攤銷	(649)	(744)	(738)	(738)
息稅前利潤	727	2,877	3,567	4,236
總其他非經營收入	501	(121)	-	-
聯營公司貢獻	60	-	-	-
淨利息收入／（支出）	(80)	(113)	(117)	(100)
除稅前溢利	1,216	2,643	3,450	4,136
稅項	(131)	(793)	(1,035)	(1,241)
少數股東權益	-	-	-	-
純利	1,085	1,850	2,415	2,895
純利 （經調整）	501	2,238	2,415	2,895

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（百萬港元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	2,186	2,300	2,276	2,228
其他長期資產	1,048	1,048	1,048	1,048
現金/短期投資	4,666	376	4,321	1,762
其他流動資產	18,264	24,665	21,722	26,517
資產總額	26,163	28,388	29,366	31,555
短期債務	169	169	169	169
其他流動負債	4,720	5,899	5,669	6,411
長期債務	2,250	2,250	2,250	2,250
其他長期負債	62	62	62	62
股東權益	17,026	18,338	19,546	20,994
少數股東權益	107	107	107	107
負債及權益總額	26,163	28,655	29,632	31,822

現金流

截至 12 月 31 日止年度（百萬港元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	1,697	(2,751)	5,770	(511)
除稅前溢利	1,216	2,643	3,450	4,136
稅項	(131)	(793)	(1,035)	(1,241)
折舊／攤銷	649	744	738	738
聯營公司	(60)	-	-	-
營運資金變動	(115)	(5,475)	2,499	(4,243)
非現金項目	-	-	-	-
其他營運現金流	138	130	117	100
投資	(413)	(410)	(415)	(397)
資本支出（增長）	(501)	(501)	(501)	(501)
投資	-	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	87	90	86	104
融資	(1,035)	(1,128)	(1,410)	(1,651)
支付股息	(868)	(925)	(1,207)	(1,448)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	500	500	500	500
償還貸款	(500)	(500)	(500)	(500)
其他／已付利息	(167)	(203)	(203)	(203)
現金流入（流出）淨額	248	(4,290)	3,944	(2,559)
年初現金及現金等價物	4,418	4,666	376	4,321
外匯影響帶來的變動	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	4,666	376	4,321	1,762

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	10.0	18.5	19.2	20.5
稅前利潤率	8.9	13.5	15.4	17.1
純利率	3.6	11.4	10.8	11.9
資產回報率	2.0	8.2	8.4	9.5
股本回報率	3.1	12.7	12.7	14.3
增長				
營業額	10.0	42.4	14.7	8.0
息稅折舊攤銷前利潤	1.6	163.0	18.9	15.5
除稅前溢利	166.8	117.3	30.5	19.9
純利	272.7	70.6	30.5	19.9
純利 （經調整）	17.7	346.3	7.9	19.9
每股收益	272.7	70.6	30.5	19.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	9.1	8.4	8.2	7.6
債務權益比率	14.1	13.1	12.2	11.4
債務／（現金）淨額與權益	(8.5)	15.5	(5.6)	6.9
利息保障倍數 （倍）	9.1	25.5	30.4	42.6

石藥集團新諾威製藥股份有限公司（300765 CH）

2026 年第 3 季度：轉為錄得淨虧損；後期研發管線推進加快

重點摘要

- 石藥創新的 2026 年首九個月收入按年增長 149.6%至人民幣 39.765 億元，純利為人民幣 12.099 億元，而 2025 年首九個月則錄得淨虧損人民幣 2,400 萬元。受惠於阿斯利康（AstraZeneca）一筆美金 2,500 萬元的里程碑款項，2026 年第 3 季度收入按年增長 35.5%，但經調整淨虧損按年擴大 211.7%至人民幣 7,380 萬元。
- 隨著 SYS6010 達到其第 3 期主要終點，以及 DP303c 的新藥上市申請（NDA）獲受理，我們預期新產品推出將自 2028 年起支持盈利增長。
- 維持「買入」評級，並將目標價下調至人民幣 50 元，以反映其較疲弱的 2026 年第 3 季度業績。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 3 季度	2026 年第 3 季度	同比百分比變動	2025 年首九個月	2026 年首九個月	同比百分比變動
收入	**543**	**736**	**35.5**	**1,593**	**3,976**	**149.6**
功能性食品及配料	485	481	-0.9	1,419	1,433	1.0
製藥業務	81	281	248.1	174	2,544	1,359.2
毛利	**232**	**347**	**49.8**	**632**	**2,834**	**348.3**
銷售費用	(77)	(87)	13.3	(202)	(247)	22.3
一般及行政費用	(23)	(33)	45.2	(64)	(96)	49.2
研發開支	(228)	(307)	34.5	(683)	(970)	42.0
息稅前利潤	(108)	(64)	40.3	(262)	1,507	675.8
純利	(21)	(51)	-141.0	(24)	1,210	5,130.8
經調整純利	**(24)**	**(74)**	**-211.7**	**(65)**	**1,152**	**1,877.4**
佔銷售額百分比	**2025 年第 3 季度**	**2026 年第 3 季度**	**按年百分點變動**	**2025 年首九個月**	**2026 年首九個月**	**按年百分點變動**
毛利	42.6	47.2	4.5	39.7	71.3	31.6
銷售費用	14.1	11.8	(2.3)	12.7	6.2	(6.5)
一般及行政費用	4.2	4.5	0.3	4.0	2.4	(1.6)
研發開支	42.0	41.7	(0.3)	42.9	24.4	(18.5)
息稅前利潤	-19.9	-8.7	11.1	-16.4	37.9	54.3
純利	-3.9	-7.0	(3.1)	-1.5	30.4	31.9
經調整純利	-4.4	-10.0	(5.7)	-4.1	29.0	33.0

資料來源：石藥創新、大華繼顯

分析

- **2026 年第 3 季度收入按年增長 35.5%，但該季轉為淨虧損。** 石藥集團新諾威製藥股份有限公司（CSPC Innovation）2026 年第 3 季度收入按年增長 35.5%至人民幣 7.362 億元，其中包括來自阿斯利康（AstraZeneca）多肽許可協議的美金 2,500 萬元首個研發里程碑款項。 淨虧損按年擴大 141.0%至人民幣 5,130 萬元，經調整淨虧損按年擴大 211.7%至人民幣 7,380 萬元。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2024	2025	2026年預測	2027年預測	2028年預測
淨營業額	1,981	2,158	4,767	3,057	3,793
息稅折舊攤銷前利潤	(70)	(424)	1,554	(286)	199
經營利潤	(280)	(640)	1,319	(542)	(77)
純利 （報告/實際）	54	(241)	1,024	(281)	180
純利 （經調整）	42	(294)	1,024	(281)	180
每股收益	3.0	(21.0)	72.9	(20.0)	12.8
市盈率（倍）	1,268.5	(182.4)	52.5	(190.9)	298.5
市賬率（倍）	14.4	20.1	14.6	15.8	15.0
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	(757.7)	(124.7)	34.1	(185.0)	265.4
股息收益率 (%)	0.1	-	-	-	-
純利率 (%)	2.1	(13.6)	21.5	(9.2)	4.7
債務/（現金）淨額與權益 (%)	(23.0)	(28.7)	(21.2)	(25.1)	(20.0)
利息保障倍數 （倍）	不具意義	不具意義	31.1	不具意義	不具意義
股本回報率 (%)	1.2	(7.5)	32.2	(7.9)	5.1
市場預期純利	-	-	1,412	140	747
大華繼顯顯/市場預期 （倍）	-	-	0.72	-2.02	0.24

資料來源：石藥創新、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 38.24 元
目標價	人民幣 50 元
上升空間	30.8%
早前目標價	人民幣 57 元

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	300765 CH
已發行股份（百萬）	1,405
市值（人民幣百萬元）	53,712
市值（百萬美元）	8,056
3 個月日均成交額（百萬美元）	145.1

價格表現(%)

52 週最高 / 最低	人民幣 51.78 元/人民幣 22.50 元			
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(13.2)	(1.7)	26.9	11.0	6.0

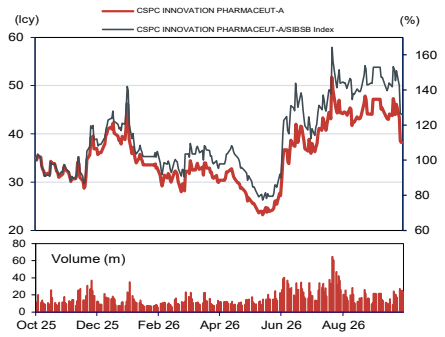
主要股東（%）

石藥集團恩必普藥業有限公司	73.83

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	3.1
2026 財年每股淨現金（人民幣）	0.6

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

石藥集團新諾威製藥股份有限公司是一家功能性原料及保健食品生產商，現正轉型為中國領先的創新藥企。

- 生物製藥收入在 2026 年首九個月上升至佔總收入的 64.0%。2026 年第 3 季度的製藥收入按年激增 248%至人民幣 2.81 億元。由於毛利按年增長 49.8%，經營虧損按年收窄 40.3%至人民幣 6,440 萬元。2026 年第 3 季度綜合毛利率按年上升 4.5 個百分點至 47.2%，足以抵銷研發開支按年增加 34.5%至人民幣 3.067 億元的影響。鑑於來自阿斯利康（AstraZeneca）的首付款及里程碑款項收入表現強勁，生物製藥收入在 2026 年首九個月達到人民幣 25.4 億元，佔總收入的 64%。毛利率在 2026 年首九個月按年上升 31.6 個百分點至 71.3%。
- 由於更多項目進入第三期，2026 年首九個月研發費用按年增加 42.0%。研發費用達人民幣 9.703 億元，佔銷售額的 24.4%（按年減少 18.5 個百分點）。一般及行政費用因折舊上升及人員成本增加而按年上升 49.2%。財務費用為人民幣 4,860 萬元（相較 2025 年首九個月為淨財務收益），反映人民幣升值帶來的匯兌虧損及利息支出增加。2026 年首九個月經營現金流入為人民幣 26 億元，而截至 2026 年 9 月底，現金及銀行理財產品合共為人民幣 24.6 億元。
- 後期研發管線在 2026 年第 3 季度加快推進。SYS6010（EGFR ADC）在 EGFR-TKI 治療失敗後的 EGFR 突變 NSCLC 患者中，針對含鉑化療的中國 3 期臨床試驗於 2026 年 8 月達到主要終點，並於 2026 年 9 月獲得兩項突破性治療認定。DP303c（HER2 ADC）用於治療 HER2 陽性轉移性乳腺癌的新藥上市申請（NDA）於 2026 年 7 月獲受理。SYS6043（B7H3 ADC）在鉑耐藥卵巢癌適應症上獲得突破性治療認定，並於 2026 年 10 月啟動一線三陰性乳腺癌的 3 期臨床試驗。在 ESMO 2026 上，該藥物在 HR+/HER2-、三陰性及 HER2+ 乳腺癌中的確認客觀緩解率（ORR）分別為 53.7%、75.0%及 69.6%。SYS6090（PD-1/IL-15）於 2026 年 8 月在 MSS/pMMR 結直腸癌適應症上獲得美國 FDA 快速通道資格認定。
- 我們對 2026 年收入及盈利增長前景維持樂觀。2026 年首九個月收入已達我們 2026 年預測人民幣 44.514 億元的 89.3%。多肽首付款剩餘的美金 1.26 億元尚未確認，且隨着 Megalith 收到阿斯利康（AstraZeneca）的首付款項，截至 9 月底合約負債增至人民幣 2.397 億元；美金 3,000 萬元的 siRNA 首付款已於 2026 年 8 月收取。我們預期 Enlonstobart、奧馬珠單抗（Omalizumab）生物類似藥及 Ulsinumab 將持續推動生物製藥產品銷售。同時，業務拓展（BD）與研發（R&D）進展順利，預示未來數年對外授權收入將保持強勁，並迎來新產品上市。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，但基於我們的貼現現金流模型，將目標價下調至人民幣 50 元，假設加權平均資本為 10.6%，終端增長率為 4.5%。我們的目標價已計及相對疲弱的 2026 年第 3 季度業績。

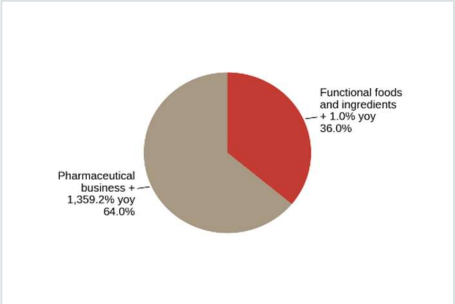
盈利預測調整 / 風險

- 風險：a）潛在的地緣政治緊張局勢可能進一步削弱市場情緒；b）政策風險（例如反腐行動及集中帶量採購 / GPO 招標）；c）競爭加劇；d）研發及新產品推出的風險；e）業務合作方面的風險；以及 f）生物製藥產品的銷售增長遜於預期。

股價催化劑

- a)研發進展順利（例如 DP303c 獲批新藥上市申請（NDA）及 SYS6010 提交 NDA 申請），以及新產品成功推出。
- b)潛在的重大業務拓展交易。
- c)成功於香港上市。

分部收入（2026 年首 9 個月）



資料來源：石藥創新、大華繼顯

損益表

截至12月31日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026年預測	2027年預測	2028年預測
淨營業額	**2,158**	**4,767**	**3,057**	**3,793**
息稅折舊攤銷前利潤	(424)	1,554	(286)	199
折舊及攤銷	216	235	256	276
息稅前利潤	(640)	1,319	(542)	(77)
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	7	(50)	-	-
除稅前溢利	**(552)**	**1,364**	**(441)**	**28**
稅項	(58)	(68)	(71)	(73)
少數股東權益	368	(272)	230	225
純利	**(241)**	**1,024**	**(281)**	**180**
純利（經調整）	(294)	1,024	(281)	180

資產負債表

截至12月31日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026年預測	2027年預測	2028年預測
固定資產	2,798	3,074	2,792	2,949
其他長期資產	625	322	322	322
現金/短期投資	769	1,571	1,642	1,505
其他流動資產	2,084	3,388	3,090	3,130
資產總額	**6,276**	**8,355**	**7,846**	**7,906**
短期債務	4	537	537	537
其他流動負債	2,705	3,252	3,254	3,360
長期債務	-	250	250	250
其他長期負債	772	225	225	225
股東權益	2,667	3,691	3,410	3,590
少數股東權益	128	400	170	(55)
負債及權益總額	**6,276**	**8,355**	**7,846**	**7,906**

現金流量

截至12月31日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026年預測	2027年預測	2028年預測
營運	**(196)**	**1,444**	**27**	**280**
除稅前溢利	(552)	1,364	(441)	28
稅項	(58)	(68)	(71)	(73)
折舊及攤銷	216	235	256	276
營運資金變動	204	(70)	300	66
非現金項目	-	-	-	-
其他營運現金流	(7)	(17)	(17)	(17)
投資	**(339)**	**(1,426)**	**44**	**(417)**
資本支出（增長）	(356)	(512)	27	(434)
出售資產所得款項	39	-	-	-
其他	(21)	(914)	17	17
融資	**424**	**783**	**-**	**-**
支付股息	(28)	-	-	-
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	(0)	783	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他／已付利息	452	-	-	-
現金流入（流出）淨額	**(110)**	**802**	**71**	**(137)**
年初現金及現金等價物	**859**	**769**	**1,571**	**1,642**
外匯影響帶來的變動	20	-	-	-
年末現金及現金等價物	**769**	**1,571**	**1,642**	**1,505**

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	38.4	66.4	47.4	51.6
稅前利潤率	(25.6)	28.6	(14.4)	0.7
純利率	(11.2)	21.5	(9.2)	4.7
資產回報率	(3.9)	14.0	(3.5)	2.3
股本回報率	(7.5)	32.2	(7.9)	5.1
增長				
營業額	8.9	120.9	(35.9)	24.1
毛利	(0.4)	282.2	(54.2)	35.3
除稅前溢利	149.2	(347.3)	(132.3)	(106.4)
純利	(548.8)	(524.5)	(127.5)	(164.0)
純利（經調整）	(795.3)	(447.7)	(127.5)	(164.0)
每股收益	(795.3)	(447.7)	(127.5)	(164.0)
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.1	17.6	18.8	18.0
債務權益比率	0.1	21.3	23.1	21.9
債務／（現金）淨額與權益	(28.7)	(21.2)	(25.1)	(20.0)
利息保障倍數	不具意義	31.1	不具意義	不具意義

寧波均勝電子股份有限公司 (600699 CH)

2026 年第 3 季度：收入遜於預期；下調評級至「持有」

重點摘要

- 受人民幣升值、業務處置以及晶片成本上漲影響，2026 年第 3 季度純利為人民幣 2.19 億元（按年下跌 47% / 按季下跌 35%），遜於預期。
- 2026 年前九個月訂單流放緩，新訂單積壓僅為人民幣 615 億元（按年下降 13.9%）。未來的收入增長將由智能駕駛項目進入量產、有望獲得全球原始設備製造商（OEM）訂單、機械人組件交付，以及人工智能數據中心（AIDC）電力商業化所帶動。
- 鑑於收入及毛利率下降，我們將 2026 至 2028 年的純利預測分別下調 31%、29%及 26%。
- 評級由「買入」下調至「持有」，並將目標價調低至人民幣 19 元。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026 年第 3 季度	按年%	按季%	2026 年首九個月	按年%	2026 年預測	按年% 2026 年首九個月 / 2026 年
收入	13,796	(11.0)	(3.4)	41,887	(8.6)	61,183	- 0.68
毛利	2,354	(18.4)	(7.4)	7,337	(12.6)	11,013	(1.6) 0.67
毛利率（%）	*17.1*	*(1.6)*	*(0.7)*	*17.5*	*(0.8)*	*18.0*	*(0.3) 0.97*
息稅前利潤	549	(40.2)	(23.1)	2,027	(27.4)	3,487	(4.6) 0.58
息稅前利潤率（%）	*4.0*	*(1.9)*	*(1.0)*	*4.8*	*(1.3)*	*5.7*	*(0.3) 0.85*
純利 (美國通用會計準則)	219	(47.0)	(35.1)	958	(14.5)	1,530	14.5 0.63
純利 –經調整	216	(48.2)	(26.4)	871	(22.4)	1,530	2.3 0.57
核心純利率（%）	*1.6*	*(1.1)*	*(0.8)*	*2.3*	*(0.2)*	*2.5*	*0.3 0.91*

來源：寧波均勝電子股份有限公司、彭博、大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度純利為人民幣 2.19 億元（按年跌 47% / 按季跌 35%），低於我們預期，令 2026 年前九個月純利達人民幣 9.58 億元（按年跌 14.5%），佔我們先前全年預測的 63%。業績不及預期乃受營業額及利潤率雙雙拖累。
  - 受外匯及出售業務影響，收入按年跌幅擴大至 11%，表現差於預期。2026 年第 3 季度收入按年下跌 11%及按季下跌 3%至人民幣 138 億元，2026 年首九個月收入按年下跌 8.6%至人民幣 418.9 億元（佔我們全年預測的 68%）。收入遜於預期源於人民幣升值（海外收入以外幣結算），以及其附屬公司香山股份（Senssun）出售業務。剔除該等因素後，2026 年首九個月收入按年下跌 4%至人民幣 440 億元（與全球汽車銷量跌幅一致），意味著 2026 年第 3 季度收入為人民幣 159 億元（按年增長 3% / 按季增長 12%）。
  - **毛利率受成本上漲擠壓。** 由於晶片、印刷電路板等電子零件價格上漲以及能源成本增加，毛利率在 2026 年第 3 季度降至 17.1%（按年-1.6 個百分點 / 按季-0.7 個百分點），在 2026 年首九個月降至 17.5%（按年-0.8 個百分點），低於我們對全年的假設值 18.0%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	55,864	61,183	56,288	60,791	66,870
息稅折舊攤銷前利潤	5,993	7,085	6,528	7,038	7,715
經營利潤	2,810	3,655	2,730	2,979	3,344
純利 （報告 / 實際）	960	1,336	1,054	1,215	1,451
純利 （經調整）	1,282	1,496	1,054	1,215	1,451
每股收益 （分）	68.2	94.8	67.9	78.3	93.6
市盈率（倍）	32.1	23.1	32.2	27.9	23.4
市賬率（倍）	2.3	1.8	1.9	1.8	1.7
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	7.5	6.4	6.9	6.4	5.8
股息收益率 (%)	1.2	0.9	0.6	0.7	0.9
純利率 (%)	1.7	2.2	1.9	2.0	2.2
債務／（現金）淨額與權益 (%)	129.0	90.6	88.1	81.0	72.0
利息保障倍數 （倍）	3.4	3.4	2.6	2.8	3.2
股本回報率 (%)	9.4	9.7	5.9	6.5	7.4
市場預期純利	-	-	1,625	1,969	2,342
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.65	0.62	0.62

來源：寧波均勝電子股份有限公司、彭博、大華繼顯

分析員

利新民

ken.lee@uobkh.com

852-2236 6760

持有（下調）

股價	人民幣 21.87 元
目標價	人民幣 19 元
上升空間	-13.1%
早前目標價	人民幣 25 元

股票數據

行業	汽車
股份代號	600699 CH
已發行股份（百萬）	1,550.8
市值（人民幣百萬元）	29,433.6
市值（百萬美元）	3,797.9
3 個月日均成交額（百萬美元）	115.1

價格表現(%)

52 週最高 / 最低	人民幣 34.69 元/人民幣 17.80 元			
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(9.0)	9.5	(22.4)	(31.2)	(30.3)

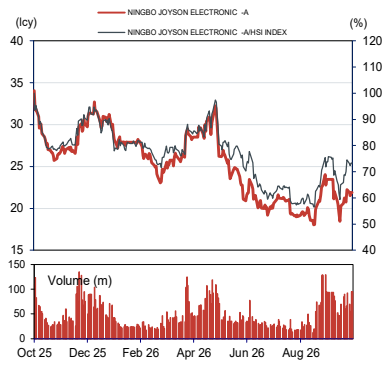
主要股東（%）

均勝控股有限公司	33.57

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	3.70
2026 財年每股淨債項（人民幣）	10.28

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

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

- 研發開支增加完全抵銷了銷售、一般及行政開支的節省。2026 年第 3 季度，研發開支佔收入比率按年上升 1.0 個百分點、按季上升 0.5 個百分點至 6.5%，而銷售、一般及行政開支佔收入比率則按年下降 0.6 個百分點、按季下降 0.1 個百分點至 6.5%。總體而言，2026 年第 3 季度的營運開支佔收入比率按年大升 0.4 個百分點、按季大升 0.4 個百分點至 13.0%。息稅前利潤率在 2026 年第 3 季度降至 4.0%（按年下跌 1.9 個百分點 / 按季下跌 1.0 個百分點），在 2026 年首九個月則降至 4.8%（按年下跌 1.3 個百分點）。

- **從 2026 年第 4 季度至 2028 年，均勝電子的盈利前景偏向正面，但取決於執行情況。**
  - 訂單增長放緩，後續將迎來轉化驅動的復甦。2026 年首九個月新訂單動能轉弱：新獲全生命週期訂單儲備僅為人民幣 615 億元（按年減少 13.9%）。遠期收入將由智能駕駛項目進入量產、有望獲得全球原始設備製造商（OEM）定點、機械人零部件交付，以及人工智能數據中心（AIDC）電力產品商業化所帶動。某海外企業價值客戶於 2026 年第 3 季度的訂單增加，加上待定全球定點項目，提升了業務可見度。然而，機械人放量的時間取決於客戶，且 AIDC 仍處於早期階段。隨着定點項目轉化，收入應會有所改善。我們將 2026 至 2028 年的收入預測各下調 8%，分別至人民幣 562.9 億元 / 人民幣 607.9 億元 / 人民幣 668.7 億元（按年分別為-8%/+8%/+10%）。
  - **記憶體晶片通脹將對利潤率構成壓力；與原始設備製造商（OEM）的成本補償談判至關重要。** 我們將 2026 至 2028 年的毛利率假設分別由 18.0%/18.0%/18.0%下調至 17.5%/17.5%/17.5%，相較之下，2026 年第 3 季度/2026 年首九個月則分別為 17.1%/17.5%。利潤率的復甦取決於晶片成本轉嫁、定價補償以及產能提升的執行情況。

盈利預測調整 / 風險

- **我們將 2026 至 2028 年的純利預測分別下調 31%/29%/26%至人民幣 10.54 億元/人民幣 12.15 億元/人民幣 14.51 億元（按年分別為-21%/+15%/+19%）。**
- 風險：a)零件及部件成本激增，以及 b)人民幣升值。

估值 / 建議

- 將評級由「買入」下調至「持有」，並將目標價由人民幣 25 元下調至人民幣 19 元，這是基於 24 倍 2027 年預測目標市盈率 倍數（與歷史平均水平持平）及較低的 2027 年預測每股收益。

股價催化劑

- 與知名客戶落實新的供應合約，或與行業領先企業建立合作夥伴關係，尤其是在人形機器人零部件及人工智能數據中心液冷等新業務方面。

損益表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	**61,183**	**56,288**	**60,791**	**66,870**
息稅折舊攤銷前利潤	7,085	6,528	7,038	7,715
折舊及攤銷	(3,430)	(3,798)	(4,060)	(4,372)
息稅前利潤	**3,655**	**2,730**	**2,979**	**3,344**
總其他非經營收入	(182)	3	9	11
聯營公司貢獻	(213)	-	-	-
淨利息收入／（支出）	(1,075)	(1,058)	(1,056)	(1,048)
除稅前溢利	**2,185**	**1,675**	**1,931**	**2,307**
稅項	(570)	(436)	(502)	(600)
少數股東權益	(280)	(186)	(214)	(256)
純利	**1,336**	**1,054**	**1,215**	**1,451**
純利 （經調整）	1,496	1,054	1,215	1,451

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	16,569	18,437	20,112	21,546
其他長期資產	19,983	18,618	17,183	15,677
現金/短期投資	7,965	7,714	8,188	9,044
其他流動資產	24,637	24,248	25,888	28,101
資產總額	**69,155**	**69,017**	**71,371**	**74,368**
短期債務	15,557	15,557	15,557	15,557
其他流動負債	17,784	16,684	17,819	19,352
長期債務	9,139	9,139	9,139	9,139
其他長期負債	2,648	2,648	2,648	2,648
股東權益	17,322	18,099	19,103	20,311
少數股東權益	6,704	6,890	7,105	7,361
負債及權益總額	**69,155**	**69,017**	**71,371**	**74,368**

現金流

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	**5,398**	**5,384**	**6,041**	**6,446**
除稅前溢利	2,185	1,675	1,931	2,307
稅項	(570)	(436)	(502)	(600)
折舊及攤銷	3,430	3,798	4,060	4,372
聯營公司	213	-	-	-
營運資金變動	(1,070)	(711)	(504)	(680)
非現金項目	1,209	1,058	1,056	1,048
其他營運現金流	-	-	-	-
投資	**(4,145)**	**(4,185)**	**(4,183)**	**(4,175)**
資本支出（增長）	(4,308)	(4,300)	(4,300)	(4,300)
投資	(325)	-	-	-
其他	488	115	117	125
融資	**644**	**(1,450)**	**(1,384)**	**(1,416)**
支付股息	(1,554)	(1,450)	(1,384)	(1,416)
借款所得款項	13,082	11,000	12,000	13,000
償還貸款	(12,906)	(11,000)	(12,000)	(13,000)
其他 / 已付利息	2,021	-	-	-
現金流入（流出）淨額	**1,897**	**(251)**	**474**	**855**
年初現金及現金等價物	5,979	7,965	7,714	8,188
外匯影響帶來的變動	89	-	-	-
年末現金及現金等價物	**7,965**	**7,714**	**8,188**	**9,044**

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	11.6	11.6	11.6	11.5
稅前利潤率	3.6	3.0	3.2	3.4
純利率	2.2	1.9	2.0	2.2
資產回報率	2.2	1.5	1.7	2.0
股本回報率	9.7	5.9	6.5	7.4
增長				
營業額	9.5	(8.0)	8.0	10.0
息稅折舊攤銷前利潤	18.2	(7.9)	7.8	9.6
除稅前溢利	9.5	(23.3)	15.3	19.4
純利	39.1	(21.1)	15.3	19.4
純利 （經調整）	16.7	(29.6)	15.3	19.4
每股收益	39.1	(28.4)	15.3	19.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	35.7	35.8	34.6	33.2
債務權益比率	142.6	136.4	129.3	121.6
債務／（現金）淨額與權益	90.6	88.1	81.0	72.0
利息保障倍數 （倍）	3.4	2.6	2.8	3.2

青島啤酒股份有限公司 （168 HK）

2026 年第 3 季度：純利下跌 17%；銷量下跌 9%；平均售價上漲 4%

重點摘要

- 青島啤酒 2026 年第 3 季度純利按年下跌 17%，主因是銷量下滑導致收入減少（惟部分被平均售價上升所抵銷），加上單位銷售成本上漲及銷售、一般及行政開支增加致使毛利率受壓。
- 2026 年第 3 季度銷量為 1,970 萬百升，按年下降 9%。按品牌劃分，青島品牌及其他品牌的銷量分別按年下降 3%及 18%。按類別劃分，中高端產品銷量按年增長 1%，而其他產品銷量則按年下跌 17%。
- 維持「買入」評級，下調目標價 11%至港幣 55.5 元。

2026 年第 3 季度及首九個月業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026 年第 3 季度	2025 年第 3 季度	按年變動（%）	2026 年首九個月	2025 年首九個月	按年變動（%）
總收入	8,380	8,876	(5.6)	28,035	29,367	(4.5)
毛利	3,530	3,866	(8.7)	12,348	12,820	(3.7)
毛利率（%）	42.1	43.6	(1.4)	44.0	43.7	0.4
息稅前利潤	1,254	1,683	(25.5)	6,062	6,324	(4.2)
息稅前利潤率（%）	15.0	19.0	(4.0)	21.6	21.5	0.1
應佔純利	1,135	1,370	(17.1)	5,055	5,274	(4.2)
應佔純利利潤率（%）	13.5	15.4	(1.9)	18.0	18.0	0.1
核心純利	964	1,290	(25.3)	4,631	4,922	(5.9)
核心純利利潤率（%）	11.5	14.5	(3.0)	16.5	16.8	(0.2)
銷量（百萬百升）	19.7	21.6	(9.1)	64.7	68.9	(6.2)
平均售價（人民幣 / 千升）	4,265	4,105	3.9	4,336	4,260	1.8
銷貨成本（人民幣 / 千升）	2,468	2,317	6.5	2,426	2,400	1.1

附註：平均售價（ASP）及單位銷售成本（unit COGS）乃按總收入計算

資料來源：青島啤酒（A 股），大華繼顯

分析

- **2026 年第 3 季度純利按年下跌 17%。** 青島啤酒公佈 2026 年前九個月營業收入為人民幣 280.35 億元（按年下跌 5%）。 毛利率為 44.0%（按年增加 0.4 個百分點）。息稅前利潤總計人民幣 60.62 億元（同比下降 4%），息稅前利潤率為 21.6%（同比上升 0.1 個百分點）。 純利為人民幣 50.55 億元（按年-4%），而純利率為 18.0%（按年+0.1 個百分點）。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	32,138	32,473	31,078	31,238	31,646
息稅折舊攤銷前利潤 （經調整）	5,729	6,461	6,418	6,690	6,956
經營利潤 （經調整）	4,488	5,161	5,089	5,290	5,483
純利 （報告 / 實際）	4,345	4,588	4,452	4,599	4,748
純利 （經調整）	4,345	4,588	4,452	4,599	4,748
每股收益 （分）	319.1	336.3	326.3	337.1	348.0
市盈率（倍）	10.3	9.8	10.1	9.8	9.5
市賬率（倍）	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤 （經調整） （倍）	6.9	6.9	7.0	6.7	6.4
股息收益率 (%)	6.7	7.1	7.1	7.3	7.6
純利率 (%)	13.5	14.1	14.3	14.7	15.0
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(61.9)	(41.9)	(39.9)	(39.0)	(38.6)
股本回報率 (%)	15.4	15.4	14.2	14.1	14.0
市場預期純利	-	-	4,603.6	4,759.6	4,956.9
大華繼顯顯／市場預期 （倍）	-	-	0.97	0.97	0.96

來源：青島啤酒、彭博、大華繼顯

分析員

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

邱一展
hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

買入（維持）

股價	港幣 38.80 元
目標價	港幣 55.50 元
上升空間	+43.0%
早前目標價	港幣 62.40 元

股票數據

行業	必需消費品
股份代號	168 HK
已發行股份（百萬）	655.1
市值（百萬港元）	66,789.6
市值（百萬美元）	8,513.8
3 個月日均成交額（百萬美元）	17.1

價格表現(%)

52 週最高 / 最低	港幣 56 元/港幣 38.24 元			
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(1.1)	(16.4)	(22.9)	(28.4)	(20.4)

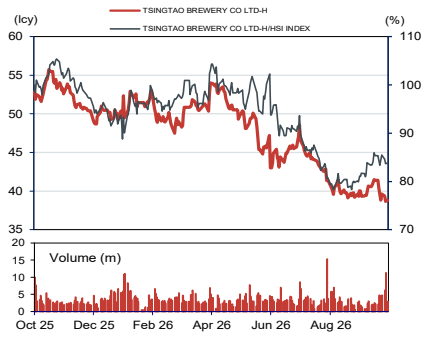
主要股東（%）

青島啤酒集團有限公司	57.13

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	23.38
2026 財年每股淨現金（人民幣）	9.42

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

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

- 這意味着 2026 年第 3 季度的收入為人民幣 83.8 億元（按年-6%）。毛利率為 42.1%（按年下跌 1.4 個百分點），受單位銷售成本按年上升 7%拖累，部分被平均售價按年增長 4%所抵銷。息稅前利潤為人民幣 12.54 億元（按年-25%），而息稅前利潤率為 15.0%（按年-4.0 個百分點）。息稅前利潤率下跌受以下因素影響：a)毛利率下降；及 b)銷售、一般及行政開支與研發開支增加 2.6 個百分點。純利為人民幣 11.35 億元（按年下跌 17%），而純利率為 13.5%（按年下跌 1.9 個百分點）。純利率相較於息稅前利潤率的收窄跌幅，主要歸因於：a）較高的投資收益及營業外收入（佔收入百分比按年上升 1.4 個百分點）；以及 b）較低的實際稅率 24.3%（相較於 2025 年第 3 季度的 25.2%）。

分部收入

截至 12 月 31 日止年度	2026 年第 3 季度	2025 年第 3 季度	按年變動（%）	2026 年首九個月	2025 年首九個月	按年變動（%）
總出貨量（百萬百升）	19.7	21.6	(9.1)	64.7	68.9	(6.2)
-青島品牌	12.4	12.8	(2.7)	39.5	39.9	(1.0)
-次要品牌	7.2	8.9	(18.3)	25.2	29.0	(13.4)
-中高檔	9.5	9.4	0.7	29.9	29.4	2.0
-其他	10.2	12.2	(16.7)	34.7	39.6	(12.3)

資料來源：青島啤酒（A 股），大華繼顯

- **2026 年第 3 季度銷量跌幅擴大，主要受次要品牌減產所致。** 2026 年首九個月，啤酒總銷量為 6,470 萬百升，按年下跌 6%。 這意味著 2026 年第 3 季度啤酒總銷量為 1,970 萬百升，按年下跌 9%。 2026 年第 3 季度，按品牌劃分，青島品牌及次要品牌的銷量分別為 1,240 萬百升及 720 萬百升，按年分別下跌 3%及 18%。 按類別劃分，中高檔產品銷量為 950 萬百升，按年增長 1%；其他產品銷量為 1,020 萬百升，按年下跌 17%。 產品結構按年有所改善，中高端產品佔 2026 年第 3 季度總銷量的 48%（相較 2025 年第 3 季度的 44%）。
- **受產品組合改善帶動，2026 年第 3 季度平均售價按年上升 4%，但單位銷售成本增長更快。** 2026 年首九個月，平均售價按年增長 2%至每千升人民幣 4,336 元，而單位銷售成本則按年上升 1%至每千升人民幣 2,426 元。這意味着在 2026 年第 3 季度，平均售價按年上升 4%至每千升人民幣 4,265 元，而每單位銷售成本則按年增加 7%至每千升人民幣 2,468 元。

盈利預測調整 / 風險

- **我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 4%/5%。** 我們將 2026/27 年度的收入預測分別下調 3%/4%，以反映啤酒消費持續疲弱的情況。 我們將 2026/27 年度的毛利率預測分別略微下調 0.3 個百分點 / 0.1 個百分點。因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 4%及 5%。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，將目標價下調 11%至港幣 55.5 元。我們將基於現金流折現法（DCF）的目標價基準期順延至 2027 年，並將目標價下調 11%至港幣 55.5 元，相當於 2026 年企業價值/息稅折舊攤銷前利潤的 8.2 倍及 2027 年企業價值/息稅折舊攤銷前利潤的 7.9 倍。該股目前按 2026 年企業價值/息稅折舊攤銷前利潤的 7.0 倍及 2027 年企業價值/息稅折舊攤銷前利潤的 6.7 倍交易。

損益表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	**32,473.5**	**31,078.1**	**31,238.2**	**31,645.5**
息稅折舊攤銷前利潤	6,461.2	6,418.0	6,690.4	6,956.0
折舊及攤銷	1,299.9	1,328.7	1,400.4	1,473.2
息稅前利潤	**5,161.3**	**5,089.3**	**5,290.0**	**5,482.8**
總其他非經營收入	73.0	73.0	73.0	73.0
聯營公司貢獻	383.0	366.5	368.4	373.2
淨利息收入／（支出）	401.6	302.9	302.6	308.8
除稅前溢利	**6,291.1**	**6,103.9**	**6,306.3**	**6,510.1**
稅項	(1,573.6)	(1,526.8)	(1,577.5)	(1,628.4)
少數股東權益	(129.3)	(125.5)	(129.6)	(133.8)
純利	**4,588.1**	**4,451.6**	**4,599.2**	**4,747.8**
純利 （經調整）	4,588.1	4,451.6	4,599.2	4,747.8

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	12,860.9	14,013.2	15,104.8	16,135.5
其他長期資產	15,066.9	15,204.7	15,331.6	15,446.6
現金/短期投資	12,859.6	12,846.9	13,109.7	13,579.0
其他流動資產	11,344.2	11,416.0	11,434.7	11,482.4
資產總額	**52,131.6**	**53,480.8**	**54,980.9**	**56,643.5**
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	16,600.6	16,578.6	16,547.9	16,633.2
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	4,018.8	4,018.8	4,018.8	4,018.8
股東權益	30,648.9	31,894.7	33,295.8	34,739.4
少數股東權益	863.2	988.7	1,118.3	1,252.2
負債及權益總額	**52,131.6**	**53,480.8**	**54,980.9**	**56,643.5**

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	**4,592.5**	**4,893.6**	**5,161.4**	**5,473.8**
除稅前溢利	6,291.1	6,103.9	6,306.3	6,510.1
稅項	(1,573.6)	(1,526.8)	(1,577.5)	(1,628.4)
折舊及攤銷	1,299.9	1,328.7	1,400.4	1,473.2
聯營公司	(73.0)	(73.0)	(73.0)	(73.0)
營運資金變動	(381.9)	16.4	(47.8)	41.6
非現金項目	123.7	(632.9)	(632.4)	(630.9)
其他營運現金流	(1,093.6)	(322.8)	(214.7)	(218.7)
投資	**(3,246.8)**	**(1,700.4)**	**(1,700.4)**	**(1,700.4)**
資本支出（增長）	(2,253.2)	(2,200.4)	(2,200.4)	(2,200.4)
投資	(22,661.1)	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	20,841.8	500.0	500.0	500.0
其他	825.7	0.0	0.0	0.0
融資	**(3,104.2)**	**(3,205.9)**	**(3,198.2)**	**(3,304.2)**
支付股息	(3,054.3)	(3,205.9)	(3,198.2)	(3,304.2)
借款所得款項	0.7	0.0	0.0	0.0
償還貸款	(50.6)	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	0.0	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	**(1,758.5)**	**(12.7)**	**262.8**	**469.3**
年初現金及現金等價物	**4,046.0**	**2,287.1**	**2,274.5**	**2,537.3**
其他貨幣資金	10,572.1	10,572.4	10,572.4	10,572.4
年末現金及現金等價物	**12,859.6**	**12,846.9**	**13,109.7**	**13,579.0**

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（經調整）	19.9	20.7	21.4	22.0
稅前利潤率（經調整）	19.4	19.6	20.2	20.6
純利率（經調整）	14.1	14.3	14.7	15.0
資產回報率	8.9	8.4	8.5	8.5
股本回報率	15.4	14.2	14.1	14.0
增長				
營業額	1.0	(4.3)	0.5	1.3
息稅折舊攤銷前利潤（經調整）	12.8	(0.7)	4.2	4.0
除稅前溢利（經調整）	7.0	(3.0)	3.3	3.2
純利	5.6	(3.0)	3.3	3.2
純利（經調整）	5.6	(3.0)	3.3	3.2
每股收益（經調整）	5.4	(3.0)	3.3	3.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	不適用	不適用	不適用	不適用
債務權益比率	不適用	不適用	不適用	不適用
債務／（現金）淨額與權益	(41.9)	(39.9)	(39.0)	(38.6)

騰訊控股 （700 HK）

2026 年第 3 季度前瞻：人工智能策略清晰；投資令利潤率承壓

重點摘要

- 騰訊將於 11 月中旬公佈 2026 年第 3 季度業績。 儘管面臨宏觀逆風，在遊戲業務保持穩定，以及廣告加載率提升與 eCPM 改善帶動廣告業務展現韌性的支持下，我們預期騰訊 2026 年第 3 季度的收入增長將保持穩健，按年增長 9%。 由於人工智能相關投資增加，經營利潤可能會維持大致平穩。 我們維持對騰訊的跑贏大市，這項看法建基於其核心業務的韌性、具吸引力的估值，以及微信人工智能代理帶來的潛在上升空間。
- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 537 元。

分析

- **受高基數效應影響，2026 年第 3 季度遊戲收入增長有所放緩。** 我們預測，由於 2025 年第 3 季度海外遊戲的高基數效應，2026 年第 3 季度遊戲收入將溫和按年增長 6.7%至人民幣 678 億元，但亦受到具韌性的長青遊戲及穩健的新遊戲儲備所支持。 例如，《金鏟鏟之戰》在周年慶活動的帶動下，9 月份中國內地 iOS 收入按月增長 45%，該遊戲並於 9 月 30 日在 iOS 暢銷榜位列第二。在數碼內容需求疲軟之際，社交網絡收入可能增長 5%至人民幣 338 億元。 我們預期騰訊 2026 年第 3 季度收入將按年增長 9%至人民幣 2,108 億元，而經調整經營利潤按年應大致持平於人民幣 731 億元。
- **網絡營銷服務將保持韌性。** 廣告業務應維持為主要增長動力；我們預計 2026 年第 3 季度營銷服務收入將按年增長 18%至人民幣 427 億元，較 2026 年第 1 季第 2 季度的 22%有所放緩。 整體動力保持穩健，受惠於人工智能驅動的廣告定向精準度持續提升，預期這將同時支持變現效率與利潤率擴張。
- **騰訊雲有望延續其穩健勢頭。** 金融科技及企業服務收入預計同比增長 9%至人民幣 634 億元，主要由於雲服務需求改善部分抵銷了消費相關金融科技活動的疲軟。我們預測雲業務收入將按年增長 23%至人民幣 157 億元，以反映人工智能雲端及企業應用變現帶來的增量貢獻。
- **人工智能策略更為清晰，惟持續增加的人工智能投資可能對近期盈利構成壓力。** 我們預期騰訊控股（騰訊）在微信內擴大人工智能智能體規模之前，將在內部自研模型更快迭代的支援下，優先透過企業級人工智能工具及雲端服務實現商業化變現。雖然我們對騰訊的人工智能生態系統及分銷優勢保持正面看法，但在帶來顯著收入貢獻之前，折舊及推理成本可能會先有所增加。我們預計 2026 年第 3 季度 / 2026 年經調整純利將分別按年下跌 5%及按年下跌 2%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	660,257	751,766	825,230	906,890	987,199
息稅折舊攤銷前利潤	221,456	258,027	276,548	289,708	322,622
經營利潤	208,099	241,562	260,098	272,658	304,972
純利 （報告 / 實際）	194,073	224,842	215,118	230,998	253,215
純利 （經調整）	222,703	259,626	254,283	274,530	299,959
每股收益	2,350.7	2,790.9	2,791.7	3,007.9	3,280.0
市盈率	14.0	11.8	11.8	11.0	10.0
市賬率	3.1	2.6	2.6	2.1	1.9
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤	13.3	11.4	10.7	10.2	9.2
股息收益率	1.3	1.6	1.6	1.7	1.8
純利率	29.4	29.9	26.1	25.5	25.6
債務/（現金）淨額與權益	(13.3)	(11.6)	(11.4)	9.7	12.8
股本回報率	21.8	21.1	18.8	18.3	17.0
市場預期純利	-	-	265,075.0	274,327.9	298,858.7
大華繼顯顯/市場預期 （倍）	-	-	0.96	1.00	1.00

資料來源：騰訊、彭博、大華繼顯

分析員

潘夢遙
juliapan@uobkh.com.
+86 21 5404 7225 分機 808

買入（維持）

股價	港幣 387.60 元
目標價	港幣 537 元
上升空間	38.5%
早前目標價	港幣 608 元

股票數據

行業	通訊服務
股份代號	700 HK
已發行股份（百萬）	9,092.6
市值（百萬美元）	3,524,309.2
市值（百萬美元）	449,265.6
3 個月日均成交額（百萬美元）	1,235.5

價格表現(%)

52 週最高 / 最低				港幣 664 元/港幣 378 元
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(11.2)	(13.3)	(19.0)	(40.9)	(35.3)

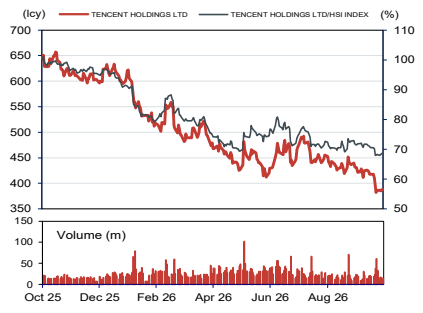
主要股東（%）

納斯帕斯	22.60

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	126.78
2026 財年每股淨現金（人民幣）	14.51

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

該公司是規模最大的綜合互聯網服務供應商之一。

- 展望未來，我們預期騰訊的遊戲業務在長青遊戲的支撐下將保持韌性，其中《王者榮耀》、《和平精英》及《三角洲行動》於 2026 年第 3 季度在中國 iOS 遊戲收入榜中穩居前三位。 即將推出的遊戲包括《Monster Hunter Outlanders》（海外，10 月 29 日）及《The Hidden Ones》（國內，12 月；11 月 4 日進行最終測試），而 Supercell 對 Metacore 的收購則擴大了其海外休閒遊戲產品組合。 我們預測 2026 年第 3 季度本土 / 國際遊戲收入分別為人民幣 481 億元 / 人民幣 198 億元（同比+12%/-5%），而 2026 年收入則為人民幣 1,840 億元 / 人民幣 777 億元（同比+12%/+0.5%），高基數對海外增長構成壓力。
- **任務的經濟效益比基準指標更為重要。** 騰訊於 8 月 28 日推出 Hy4 預覽版，這是一款擁有 7,700 億個參數的開源權重混合專家（MoE）模型，亦是其在六個月內的第三次重大發布。 儘管仍在訓練中，Hy4 已展現出不斷提升的能力，不過在推出時需求已超過算力供應。 我們認為，每項已完成任務的成本、可靠性以及留存率，比起基準排名更為重要。 然而，Hy4 的免費推廣活動可能會推高 2026 年第 3 季度的推論成本，而未能帶來相應的收入。 2026 年第 4 季度的付費轉化率與留存率，將是商業化進展的關鍵指標。
- **WorkBuddy 與雲端業務推動近期變現。** WorkBuddy 提供每月人民幣 99 元 / 199 元 / 999 元的訂閱等級，成為騰訊最明確的人工智能變現機會。 然而，2026 年第 3 季度提供免費模型存取權，可能推高了用量及推論成本，使 2026 年第 4 季度的付費轉化率、留存率及盈利能力成為關鍵指標。 騰訊在算力分配方面優先滿足內部人工智能產品，並透過雲端部署閒置算力以提高利用率。由於雲端人工智能服務和付費生產力工具表現理想，我們將 2027 年金融科技及企業服務收入預測上調 2%，而金融科技業務則依然疲弱。
- **Xiaowei 提供選擇空間，但變現能力仍有待證實。** 騰訊正逐步推出由其微信團隊研發的 WeLM 模型驅動的「小微」，初步透過小程式將用戶與商戶服務連接。 潛在的變現途徑包括意圖導向廣告、商戶費用及支付交易量，但鑑於現有流量可能被蠶食，新增價值仍未確定。 在取得留存率、已完成交易、商戶投資回報率以及推論經濟效益等方面的證據前，我們暫未將小微納入預測。初步商業披露可能成為關鍵的重新評級催化劑。

估值 / 建議

- 維持對騰訊的「買入」評級，但基於我們的 2027 年預測分類加總估值法（SOTP），將目標價下調至港幣 537 元。我們的目標價對應 16 倍 2027 年預測市盈率 ，而騰訊目前的交易估值為 13 倍 2026 年預測市盈率 及 12 倍 2027 年預測市盈率 ，較其 24 倍的歷史平均值低約 1 個標準差。

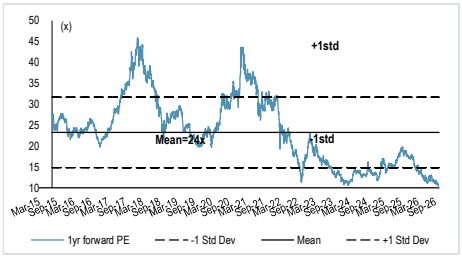
盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 年第 3 季度的收入預測下調 1%，同時維持 2026 年的收入預測不變。我們將 2026/27 年的非國際財務報告準則（non-IFRS）每股收益預測下調 4%/3%，其中 2027 年的每股收益由人民幣 31.1 元下調至人民幣 30.1 元，以反映較高的人工智能相關成本。
- 主要風險：人工智能變現步伐放緩、廣告及消費需求疲弱、監管風險，以及遊戲收入增長放緩。

股價催化劑

- a）企業更快應用人工智能及「小微」提早實現商業化可帶來上升空間；b）遊戲版號獲批；以及 c）新推出遊戲實現商業化。

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博大華繼顯

混元及代理式人工智能發展的重要里程碑

日期	產品推出 / 開發
2026 年 1 月 28 日	開源 Hunyuan-Image 3.0-Instruct
2026 年 1 月 30 日	CodeBuddy 代碼 2.0
2026 年 3 月 9 日	WorkBuddy 全場景人工智能代理
2026 年 4 月 1 日	供企業代理人使用的 ADP Agent Portal
2026 年 4 月 2 日	企業級 OpenClaw 的 ClawPro
2026 年 4 月 3 日	適用於 OpenClaw 的 TencentDB Agent Memory
2026 年 4 月 8 日	QQ 瀏覽器上的 QBotClaw
2026 年 4 月 9 日	QClaw V2
2026 年 4 月 16 日	HY-World 2.0
2026 年 4 月 23 日	開源 Hy3 預覽
2026 年 6 月 5 日	WorkBuddy Enterprise 及 ADP 4.0
2026 年 7 月 6 日	Hy3 正式發布
2026 年 8 月 28 日	開源 Hy4 預覽
2026 年 9 月 2 日	WorkBuddy 開放平台
2026 年 9 月 22 日	Hy Image 3.5 預覽版
2026 年 9 月 24 日	宣布關閉 QClaw；聚焦於 WorkBuddy
2026 年 10 月 21 日	開源 Hy-Nomas 世界生成模型

來源：騰訊、大華繼顯

分類加總估值法

（人民幣百萬元）	2027 年預測收益	2027 年預測 非美國通用會計準則盈利	估值 2027 年（倍）	價值（當地貨幣十億元）	騰訊持股（%）	對騰訊的估計公允價值（人民幣十億元）	對騰訊的公允價值（十億美元）	每股公允價值（港元）
網絡遊戲（電腦＋手機遊戲）	285,124	102,785	15 倍市盈率	1,542	100	1,542	228	184
社交網絡（QQ＋微信增值服務）	135,724	48,927	13 倍市盈率	636	100	636	94	76
網上廣告	198,658	58,421	18 倍市盈率	1,052	100	1,052	156	125
付款	193,329	28,999	12 倍市盈率	348	100	348	52	41
雲端	94,054		5 倍市銷率	470	100	470	70	56
總企業價值	906,890	239,133	14 倍市盈率	3,229	100	3,229	302	482
被投資對象	**持股百分比**		**人民幣 / 股**			**估值**		
總計（15%折扣）						523	79	64
2027 年預測每股淨現金（港元）								-9
目標價（港元）								537

來源：大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	751,766.0	825,229.9	906,890.0	987,199.2
息稅折舊攤銷前利潤	258,027.0	276,548.0	289,708.3	322,622.4
折舊及攤銷	16,465.0	16,450.0	17,050.0	17,650.0
息稅前利潤	241,562.0	260,098.0	272,658.3	304,972.4
總其他非經營收入	27,077.0	17,267.0	18,993.7	20,893.1
聯營公司貢獻	23,740.0	2,027.0	6,917.0	6,917.0
淨利息收入／（支出）	(15,130.0)	(12,196.8)	(12,196.8)	(12,196.8)
除稅前溢利	277,249.0	267,195.2	286,372.2	320,585.7
稅項	(47,448.0)	(48,823.1)	(52,119.7)	(64,117.1)
少數股東權益	(4,959.0)	(3,254.0)	(3,254.0)	(3,254.0)
純利	224,842.0	215,118.1	230,998.5	253,214.5
純利 （經調整）	259,626.0	254,282.6	274,530.1	299,958.5

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	176,942.0	223,722.0	413,184.8	580,327.6
其他長期資產	1,266,584.0	1,272,248.0	1,381,024.7	1,501,309.8
現金/短期投資	384,819.0	428,934.0	164,116.0	95,481.9
其他流動資產	210,641.0	234,490.0	257,327.4	282,340.7
資產總額	2,038,986.0	2,159,394.0	2,215,652.9	2,459,460.1
短期債務	42,618.0	86,292.0	86,292.0	86,292.0
其他流動負債	370,133.0	429,189.0	232,917.0	273,362.7
長期債務	208,369.0	212,650.0	212,650.0	212,650.0
其他長期負債	176,801.0	208,750.0	208,750.0	208,750.0
股東權益	1,154,152.0	1,135,853.0	1,388,383.9	1,591,745.1
少數股東權益	86,913.0	86,660.0	86,660.0	86,660.0
負債及權益總額	2,038,986.0	2,159,394.0	2,215,652.9	2,459,459.9

現金流

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	303,052.0	254,578.3	271,633.3	274,100.2
年度利潤	277,249.0	267,195.2	286,372.2	320,585.7
稅項	(47,448.0)	(48,823.1)	(52,119.7)	(64,117.1)
折舊及攤銷	16,465.0	16,450.0	17,050.0	17,650.0
聯營公司	(23,740.0)	(2,027.0)	(6,917.0)	(6,917.0)
營運資金變動	(17,182.0)	35,207.0	35,781.6	15,432.5
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流	97,708.0	(13,423.8)	(8,533.8)	(8,533.8)
投資	(83,762.0)	(193,149.4)	(315,289.3)	(305,077.8)
資本支出（增長）	(79,198.0)	(181,550.6)	(199,515.8)	(177,695.8)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(4,564.0)	(11,598.8)	(115,773.5)	(127,382.0)
融資	(136,165.0)	(33,779.4)	(33,878.6)	(37,656.5)
支付股息	(43,580.2)	(50,748.2)	(49,760.0)	(53,722.2)
借款所得款項	15,130.0	12,196.8	12,196.8	12,196.8
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(107,714.8)	4,772.0	3,684.6	3,868.8
現金流入（流出）淨額	83,125.0	27,649.6	(77,534.6)	(68,634.1)
年初現金及現金等價物	132,519.0	214,001.0	241,650.6	164,116.0
外匯影響帶來的變動	(1,643.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	214,001.0	241,650.6	164,116.0	95,481.9

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	34.3	33.5	31.9	32.7
稅前利潤率	36.9	32.4	31.6	32.5
純利率	29.9	26.1	25.5	25.6
資產回報率	11.8	10.2	10.6	10.8
股本回報率	21.1	18.8	18.3	17.0
增長				
營業額	13.9	9.8	9.9	8.9
息稅折舊攤銷前利潤	16.5	7.2	4.8	11.4
除稅前溢利	14.8	(3.6)	7.2	11.9
純利	15.9	(4.3)	7.4	9.6
純利 （經調整）	16.6	(2.1)	8.0	9.3
每股收益	18.7	0.0	7.7	9.0
槓桿比率				
債務佔總資本比率	16.8	19.6	16.9	15.1
債務權益比率	21.7	26.3	21.5	18.8
債務／（現金）淨額與權益	(11.6)	(11.4)	9.7	12.8

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



華住集團 (1179 HK)

最後價格：	港幣 36.00 元
支撐位：	港幣 33.42 元/港幣 31.98 元
阻力位：	港幣 36.80 元/港幣 37.18 元

技術分析:

价格行为已在 HK$37.18 确立了显著的波段高点峰值，昨交易日更以向下跳空缺口构筑出结构性下行窗口。技术动能强力印证了这一看跌反转：RSI 指标正自近超买区间以负向速度向下拐头，信号呈现出买方力量的严重衰减以及筹码派发压力的涌入。只要价格行为在随后的盘中暂态回踩中被压制在该缺口天花板下方，最小阻力路径将高度倾斜于向下方水平需求及主导支撑目标展开持续的下行拓展。

平均時限：約兩週。



中國海外發展 (0688 HK)

最後價格：	港幣 12.31 元
支撐位：	港幣 11.75 元/港幣 10.92 元
阻力位：	港幣 12.83 元/港幣 13.13 元

技術分析:

价格行为在受阻于其转换后的支撑转阻力区域后展开了坚决的向下延续，强化了经典的水平极性反转。技术动能强力印证了这一看跌趋势延续：RSI 指标稳固扎根于看跌区间，并持续以负向速度呈向下斜率向下倾斜。只要价格行为在盘中暂态回调中持续被压制在该转换后的阻力基线下方，最小阻力路径将高度倾斜于向下方主导水平需求目标展开持续的下行拓展。

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."