



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)	52495.9	1.0	1.6	1.6	9.2
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7712.6	0.3	(1.2)	0.8	12.7
富時 100 指數(FTSE 100)	10733.0	(0.3)	0.8	0.7	8.1
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8956.4	0.1	1.0	0.4	(0.7)
滬深 300 指數(CSI 300)	4152.1	(0.5)	(2.9)	(8.5)	(10.3)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5404.0	(0.1)	(0.5)	(4.8)	16.3
恒生中國企業指數(HSCEI)	8030.3	(1.2)	(1.7)	(3.7)	(9.9)
恒生指數(HSI)	23867.7	(1.3)	(1.7)	(3.6)	(6.9)
雅加達綜合指數(JCI)	5278.9	5.6	(10.9)	(17.3)	(39.0)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1599.6	0.2	(1.5)	(4.0)	(4.8)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	5552.7	(3.7)	(8.0)	(20.8)	31.8
日經 225 指數(Nikkei 225)	64075.4	(1.3)	(5.5)	(1.5)	27.3
泰國證券交易所指數(SET)	1554.9	(1.1)	(1.4)	(2.7)	23.4
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	46292.9	(1.1)	(4.2)	(3.0)	59.8
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2593	1.8	(7.4)	(23.1)	38.1
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4455	0.0	0.8	(3.9)	13.3
布蘭特原油(美元/桶)	109	(0.7)	2.9	4.7	78.8

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
混合式中小型股企業日	新加坡	10 月 21 日	10 月 21 日
與偉易達集團有限公司 (Valuetronics Holdings Ltd, VALUE SP) 舉行的 2027 財年上半年業績發布會	新加坡	11 月 11 日	11 月 11 日
任仲民就大中華區人工智能板塊進行的分析員推介	台北	11 月 17 日	11 月 18 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
9 月 3 個月失業率	香港	10 月 22 日
9 月消費者物價指數綜合	香港	10 月 22 日
9 月工業利潤	中國	10 月 27 日
9 月貿易差額、出口、進口	香港	10 月 28 日
9 月貨幣供應量 (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

重點新聞

策略 | 看好嘉利國際 2027 財年上半年表現，給予「買入」評級

第 3 頁→

- 嘉利國際的股價自 6 月的前期高位已回調約 40%，主要是由於市場對人工智能相關股份的投資情緒轉弱所致。面向該 ASIC 客戶及 Nvidia 的伺服器機殼產品出貨維持正軌，而另外兩家雲端服務供應商 (CSP) 的客戶認證取得積極進展，亦為近至中期增長提供支持。我們認為其目前估值（相當於 2027 財年預測市盈率 的 8.0 倍及 2027 財年預測股息收益率的 3.7%）具吸引力，並預期將於 2026 年 11 月底公佈的 2027 財年上半年業績會成為近期催化劑。

公司業績 | 科大訊飛 (002230 CH / 沽售 / 人民幣 36.12 元 / 目標價：人民幣 30 元)

第 6 頁→

- 科大訊飛 2026 年第 3 季度收入遜於預期，在持續進行業務重心調整之際按年增長 8.0%至人民幣 65.6 億元。毛利率按年微跌 0.4 個百分點至 40.0%。在非經常性投資收益及政府補助支持下，應佔純利按年增長 31.0%至人民幣 2.26 億元；而由於研發及銷售費用高企拖累盈利能力，扣除非經常性項目後的淨虧損達人民幣 1.26 億元。現金回籠情況有所改善，訊飛星火進一步升級計劃於 10 月 22 日進行。評級下調至「沽售」，目標價下調至人民幣 30 元。

公司更新 | 阿里巴巴集團 (9988 HK / 買入 / 港幣 108.8 元 / 目標價：港幣 189 元)

第 9 頁→

- 阿里巴巴將於 11 月下旬公佈 2027 財年第 2 季度業績，其收入指引為按年增長 9%至人民幣 2,700 億元，略低於我們的預期。經調整息稅攤銷前利潤應達人民幣 290 億元，高於我們預測的人民幣 220 億元，主要得益於雲端業務盈利能力改善，以及即時零售與人工智能實驗室及應用業務虧損收窄。在模型即服務 (MaaS) 貢獻增加以及平頭哥 (T-Head) 成本效益的帶動下，雲端業務收入按年增長應會超過 50%，息稅攤銷前利潤率則達到 12%。維持「買入」評級，目標價上調至港幣 189 元（美金 194 元）。

公司更新 | 華潤萬象生活 (1209 HK / 買入 / 港幣 39.1 元 / 目標價：港幣 55 元)

第 12 頁→

- 我們預期華潤萬象生活將實現其 2026 年核心純利達雙位數增長的目標。我們估計 2026 年前九個月旗下商場的租戶零售額將按年錄得雙位數增長（同店：中單位數），其中奢華商場表現更為突出。我們預期截至 2026 年 9 月底將有七家新商場開業，並於 2026 年第 4 季度再開五家，而全年經營現金流 / 核心純利比率將維持在 1.0 倍以上。我們維持 2026 至 2028 年的預測。維持「買入」評級，目標價維持在港幣 55 元。

免責聲明：在「交易員專欄」中，技術分析純粹基於圖表形態、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於本行分析員的基本面研究觀點。因此，我們可能會不時提出與本行基本面「買入 / 持有 / 賣出」評級相反的技術面建議。

公司更新 | 聯想集團 (992 HK / 買入 / 港幣 25.26 元 / 目標價: 港幣 49 元)

第 15 頁→

- 聯想將於 11 月 19 日公佈其 2027 財年第 2 季度業績。我們預期收入將按年增長 33%至美金 270 億元，經調整營運利潤率將按年擴大 3.0 個百分點至 6.7%，且經調整純利將按年激增 88%至美金 12.26 億元。這主要受基礎設施方案業務集團 (ISG) 業務的強勁增長與利潤率擴張，以及智能設備業務集團 (IDG) 業務的穩健表現所推動。因此，由於增長動力日益向伺服器傾斜，加上其 IDG 業務將成本轉嫁的能力優於預期，我們對聯想的估值前景轉趨更為樂觀。維持「買入」評級。目標價：港幣 49 元。

技術分析

長實集團 | 1113 HK

第 18 頁→

支持位: 港幣 43.56 元 / 港幣 42.58 元
阻力位: 港幣 47.9 元 / 港幣 49.68 元

農夫山泉 | 9633 HK

第 18 頁→

支持位: 港幣 40.66 元 / 港幣 39.42 元
阻力位: 港幣 44.46 元 / 港幣 45.98 元

重點觀點

嘉利國際 (1050 HK)

- 嘉利國際 (Karrie) 2027 財年第 2 季度 (2026 年 7 月至 9 月) 的收入按年增長約 45%至港幣 12 億元，主要受伺服器機殼收入按年增長 48% (佔總收入 59%) 所帶動，此乃受惠於持續向現有專用集成電路 (ASIC) 客戶及 Nvidia 出貨人工智能伺服器及機架產品。在 2027 財年第 2 季度，來自人工智能相關產品的收入佔其伺服器機殼收入的 34% (2027 財年第 1 季度: 20%，2026 財年: 12%)。
- 其現有 ASIC 客戶在量產一年後，於 2027 財年第 2 季度成為其金屬及塑膠業務的最大客戶。就 Nvidia 而言，該公司預計 2027 財政年度下半年將帶來更為顯著的收入貢獻。與此同時，嘉利正在接洽兩家新的雲端服務供應商 (CSP)，其中一家 CSP 客戶已完成認證。管理層預計，其中一名客戶將可能於 2027 財政年度第 4 季度帶來收入貢獻，而另一名客戶則於 2028 財政年度帶來貢獻。
- 管理層預計增長動能將於 2027 財政年度下半年持續，並預計 2027 財政年度首九個月的伺服器相關收入將超越 2026 財政年度全年的水平。受惠於人工智能產品佔比提升，加上自動化水平提高及生產效率改善所帶來的營運槓桿比率，該公司有信心在 2027 財年實現伺服器機殼業務毛利率擴張 1.5 至 2.0 個百分點。
- 我們認為，針對現有 ASIC 客戶及 Nvidia 的伺服器機殼產品出貨均按進度進行。我們認為，行業對人工智能伺服器機殼及機架的需求增長，加上兩家新增雲端服務供應商 (CSP) 的客戶認證取得積極進展，均支持嘉利國際的近至中期增長動力。憑藉其在機械設計工程、五金模具及量產方面的專業能力，我們對嘉利在人工智能伺服器外殼及機架領域贏得市佔率的能力保持樂觀。
- 其股價已從 6 月份的前期高位回調約 40%，這主要是由於地緣政治衝突導致出貨延遲，令 2026 財年業績不及預期，以及市場對人工智能相關股份的情緒轉弱所致。我們認為其目前估值 (相當於 2027 財年預測市盈率 的 8.0 倍及 2027 財年預測股息收益率的 3.7%) 具吸引力，並將其將於 2026 年 11 月底公佈的 2027 財年上半年業績視為近期催化劑。

點擊此處查閱日期為 2026 年 10 月 20 日的完整報告

主要財務資料

截至 3 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	3,231,329	3,469,567	4,525,731	5,064,280	5,199,005
息稅折舊攤銷前利潤	433,148	488,176	717,738	831,641	851,292
經營利潤	323,378	376,873	573,603	548,191	575,203
純利 (報告 / 實際)	204,481	270,883	457,204	548,191	575,203
純利 (經調整)	204,481	270,883	457,204	548,191	575,203
每股收益 (美仙)	10.1	13.3	22.5	27.0	28.3
市盈率 (倍)	17.9	13.6	8.0	6.7	6.4
市賬率 (倍)	9.1	6.1	4.0	2.8	2.1
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	9.6	8.5	5.4	4.4	4.2
股息收益率 (%)	3.0	3.3	3.7	4.5	4.7
純利率 (%)	6.3	7.8	10.1	10.8	11.1
淨債項對權益比率 (%)	34.0	24.3	7.1	(5.1)	(0.1)
利息保障倍數 (倍)	7.9	11.3	12.7	13.9	16.9
股本回報率 (%)	19.7	21.3	28.3	27.7	24.1
市場預期純利			465,500	603,500	741,000
大華繼顯/市場預期 (倍)			0.98	0.91	0.78

來源: Karrie, 大華繼顯

分析員

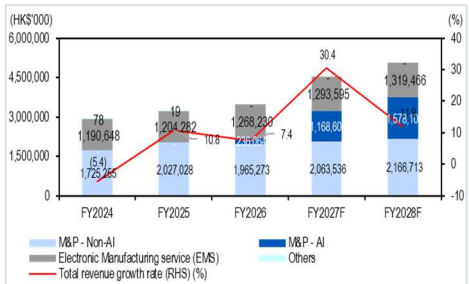
劉善淇

kate.luang@uobkh.com
+852 2826 4837

卓穎姿

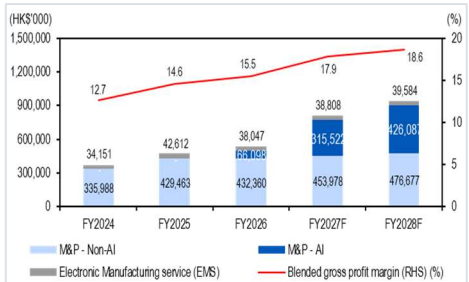
gigi.cheuk@uobkh.com
+852 2236 6794

按類別劃分的收入預測 (2024 至 2028 財政年度預測)



來源: Karrie, 大華繼顯

按類別劃分的毛利預測 (2024 至 2028 財政年度預測)



來源: Karrie, 大華繼顯

最新消息

匯量科技有限公司（1860 HK / 未評級 / 港幣 10.9 元）

- 匯量科技有限公司 (Mobvista) 是一家快速成長的人工智能驅動廣告技術平台；其核心平台 **Mintegral** 將廣告主與發布商相連接，雙方主要皆為中長尾遊戲應用程式開發者。由於第三方平台從頂級媒體及廣告平台獲得市佔率，收入在 2021 至 2025 年間錄得 28% 的四年複合年均增長率。
- 匯量科技將於 2026 年 10 月推出其全新人工智能基建。與目前基於 CPU 的平台相比，基於 GPU 的平台可支援當前業務量的 2 至 3 倍，並能運行更先進的模型。初步測試顯示整體效率提升近 100 倍。管理層預期研發費用率將於 2027 年下半年重回約 9% 的正常化水平，而運算成本佔比在中長期內將回落至約 5%。
- 管理層預期業務將轉向混合變現模式，其中休閒遊戲正加入應用程式內購買 (IAP)，而以 IAP 為主的遊戲則加入應用程式內廣告。除遊戲業務外，匯量科技視電子商務為最具前景的垂直領域，其估計目標市場規模為遊戲的 3 至 5 倍，但 **Mintegral** 仍處於小規模測試階段。
- 於 2026 年 7 月 17 日，董事會批准了一項股份回購計劃，透過公開市場回購最多達港幣 3 億元，且不超過已發行股份的 10% (1.622 億股)。自 2026 年 8 月以來，匯量科技已回購約 700 萬股股份 (相當於已發行股份的 0.4%)，並以截至 2026 年 6 月底淨現金美金 1.78 億元且無銀行借款作為後盾。
- 催化劑：在 2026 年 10 月推出新人工智能基礎設施後，模型效能提升帶動收入增長強於預期。
- 估值：根據彭博市場預測，匯量科技的交易價格對應 23.9 倍 2026 年預測市盈率及 13.9 倍 2027 年預測市盈率。

太興集團（6811 HK / 未評級 / 港幣 1.585 元）

- 太興集團是一家於香港及中國內地專注於亞洲美食的多品牌休閒餐飲餐廳集團。截至 2026 年 6 月底，其旗下擁有 16 個品牌，共經營 218 家餐廳，其中四個核心品牌佔 2026 年上半年收入的 77%。2026 年上半年，受惠於同店銷售增長改善、門店整合及成本控制，純利按年增長 84%，純利率按年擴大 1.7 個百分點至 4%。
- 太興集團致力透過食物質素及顧客體驗提供物有所值的產品及服務，而非主要在價格上進行競爭。公司看好敏華冰廳、亞參雞飯及靠得住的擴張潛力，而在精選地點實施多品牌佈局，亦有助共享物流資源並增強租金議價能力。
- 隨着店舖關閉（尤其是華北地區），中國內地業務在 2026 年上半年的營運虧損按年收窄 58% 至港幣 320 萬元。未來的擴展將聚焦於華東地區、深圳及廣州，並設於機場和高鐵站等高客流量的地點。
- 2026 年，太興集團將優先推動同店銷售增長及門市整合，同時保持嚴格的成本控制。其目標為未來維持穩定的常規派息比率（2026 年上半年：80%，2025 年：76%），且截至 2026 年 6 月底擁有港幣 4.84 億元淨現金，並無銀行借貸。
- 催化劑：其四大核心品牌的表現優於預期。
- 估值：根據彭博市場預測，太興集團的交易估值為 8.8 倍 2026 年預測市盈率以及 8.8% 的 2026 年預測股息收益率。

威勝控股（3393 HK / 未評級 / 港幣 12.28 元）

- 威勝控股（威勝）是中國及海外領先的智能電錶、智能電網和能源效益解決方案供應商，並正透過其附屬公司威勝能源（Wayon）拓展至人工智能數據中心（AIDC）基礎設施領域。該附屬公司提供一體化電力及熱能管理解決方案，其預製電力模塊的預裝率達到約 70%。該公司已交付逾 1 吉瓦（GW）的電力模組，主要供應海外項目。
- 該公司正計劃分拆其附屬公司威勝能源，並安排其於香港聯合交易所獨立上市，以釋放其 AIDC 基礎設施業務的價值，並透過獨立融資支持未來擴張。
- 展望未來，管理層預期智能電錶需求將自 2025 年的低位回升，受惠於新標準下更高的售價，以及更換週期於 2027 至 2028 年見頂所帶動的銷量增長。至於威勝能源，該公司表示其最大客戶的訂單能見度已延伸至 2028 年年中，且正擴闊其客戶群及液冷產品組合，以支持 2027 年的增長。
- 威勝的目標是維持 40% 的派息比率，並將在先前高達港幣 2 億元的股份回購計劃之後，按年檢視其股份回購計劃。
- 催化劑：威勝能源的 AIDC 業務所贏得的客戶 / 訂單優於預期。
- 估值：根據彭博市場預測，威勝當前的交易估值對應 2026 年預測 / 2027 年預測市盈率的 9.0 倍 / 7.3 倍，以及 2026 年預測 / 2027 年預測股息收益率的 5.4% / 6.6%。

俊知集團（1300 HK / 未評級 / 港幣 2.385 元）

- 俊知集團（Trigiant）是一家成熟的電訊電纜供應商，其中饋線及阻燃軟電纜各佔其 2025 年收益約 40%。其客戶主要是中國三大電訊營運商，而核心業務增長則受到該等營運商的數據中心投資所支持。
- 該公司最近完成了對青海中利（其後更名為青海俊知）的收購，以增加上游光纖預製棒的產能，這標誌著其向垂直整合邁出了重要一步，並鞏固了其在供應鏈中的地位，皆因上游光纖預製棒約佔供應鏈利潤的 70%。
- 所收購的業務擁有 400 噸正在運行的光纖預製棒產能，另有 600 噸的新設備已就緒，並計劃於 2026 年第 4 季度至 2027 年第 1 季度期間分階段投產。管理層預期光纖預製棒的價格將持續上漲，因其認為供應短缺將至少持續至 2028 年，主要瓶頸在於產能擴張通常需要兩年以上的交付週期。該收購的廠房較同業享有成本優勢，此乃得益於：a) 其差異化生產技術帶來的較低生產成本，以及 b) 大部分已折舊的設備。
- 公司定下目標，於 2026 至 2027 年純利分別達到人民幣 6.5 億元 / 26.5 億元，其中青海俊知於 2026 至 2027 年分別貢獻人民幣 1.5 億元 / 20 億元，前提是假設整套 1,000 噸光纖預製棒產能悉數投產，並自 2027 年起將青海俊知全年業績併表。
- 催化劑：青海俊知的光纖預製棒產能提升速度快於預期。
- 估值：根據彭博市場預測，俊知集團的交易價格為 8.8 倍 2026 年預測市盈率及 2.2 倍 2027 年預測市盈率。

科大訊飛 (002230 CH)

2026 年第 3 季度：收入低於預期；研發開支偏高拖累盈利能力

重點

- 科大訊飛 2026 年第 3 季度收入遜於預期，在持續進行的業務重心調整下按年增長 8.0%至人民幣 65.6 億元。毛利率按年微跌 0.4 個百分點至 40.0%。在非經常性投資收益及政府補助的支撐下，應佔純利按年增長 31.0%至人民幣 2.26 億元，而扣除非經常性項目後的淨虧損達人民幣 1.26 億元，乃因研發及銷售費用高企對盈利能力造成拖累。訊飛星火進一步升級預計於 10 月 22 日進行。
- 評級下調至「沽售」，目標價下調至人民幣 30 元。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025 年第 3 季度	2026 年第 2 季度	2026 年第 3 季度	按季	按年	大華繼 顯	變動	市場 預測	變動
總淨收入	6,078	6,349	6,564	3%	8.0%	7,225	-9.1%	7,150	-8.2%
銷售成本	3,624	3,784	3,941	4%	8.7%	4,228	-6.8%		
毛利	2,454	2,565	2,624	2%	6.9%	2,996	-12.4%	2,977	-11.9%
毛利率	40.4%	40.4%	40.0%	(0.4 個 百分點)	-40.9%	41.5%	(1.5 個百 分點)		
營運開支	2,587	2,933	2,977	2%	15.1%	2,998	-0.7%		
銷售稅	43	45	39	-13%	-10.1%	72	-45.9%		
市場推廣費用	1,141	1,237	1,323	7%	16.0%	1,264	4.7%		
一般及行政費用	282	296	299	1%	6.0%	361	-17.2%		
研發	1,120	1,355	1,316	-3%	17.4%	1,300	1.2%		
經營利潤	(132)	(368)	(354)	4%	-167.4%	(2)	-18639.0%		
營業利潤率	-2%	-6%	-5%	0%	-321.1%	-0.03%	(5.4 個百 分點)		
純利	172	(34)	226	762%	31.0%	190	18.8%		
經調整純利	26	(207)	(126)	39%	-580.7%	124	-202.0%	127	-199.3%
純利率	0.4%	-3%	-1.9%	1.3 個百 分點	-235.3%	1.7%	(3.6 個百 分點)	1.8%	(3.7 個 百分點)

來源：科大訊飛，大華繼顯

分析

- 收入增長在 2026 年第 3 季度有所加快，但仍低於我們預測。科大訊飛 (iFlytek) 收入按年增長 8.0%至人民幣 65.6 億元，較我們預測的人民幣 72.3 億元低 8%至 9%，帶動 2026 年首 9 個月收入達到人民幣 181.9 億元，按年增長 7.1%。管理層對政府項目採取更為審慎挑選的方針，縮減智慧城市業務，同時專注於智慧教育及智慧醫療服務。受智慧城市業務收縮影響，政府端收入按年下降 2.4%，而智慧教育及智慧醫療收入則各自按年增長逾 20%。與此同時，該公司持續加強其消費端產品與服務，並深化企業市場的滲透率。
- 營運開支增加對盈利能力構成壓力。2026 年第 3 季度毛利率按年微跌 0.4 個百分點至 40.0%，營運開支則按年擴大 15.1%至人民幣 29.8 億元。研發及銷售開支按年分別增加 17.4%及 16.0%，各達人民幣 13.2 億元，導致營運虧損擴大至人民幣 3.54 億元。受惠於人民幣 3.52 億元的非經常性收益（包括人民幣 2.48 億元的投資收益及人民幣 1.65 億元的政府補助），應佔純利按年增長 31.0%至人民幣 2.26 億元。扣除非經常性項目後，科大訊飛由 2025 年第 3 季度的純利轉為錄得淨虧損人民幣 1.26 億元。

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	23,343	27,105	27,997	33,984	37,242
息稅折舊攤銷前利潤	1,281	1,159	-366	3,045	3,422
經營利潤	378	271	-1,464	1,848	2,182
純利 (報告/實際)	560	839	39	2,390	2,693
純利 (經調整)	560	339	-638	2,390	2,693
每股收益 (分)	23.5	14.0	(25.7)	96.4	108.6
市盈率 (倍)	153.6	258.7	不適用	37.5	33.3
市賬率 (倍)	4.7	4.4	4.4	4.1	3.8
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	71.9	79.5	不適用	30.3	26.9
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率 (%)	2.4	3.1	0.1	7.0	7.2
債務/ (現金) 淨額與權益 (%)	22.4	25.1	23.2	19.6	15.3
利息保障倍數 (倍)	10.5	7.7	(4.6)	不適用	不適用
股本回報率 (%)	3.2	4.6	0.2	12.2	12.8
市場預期純利 (人民幣百萬元)	-	-	1,080.0	1,442.8	2,016.6
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	-0.59	1.66	1.34

來源：科大訊飛，彭博，大華繼顯

分析員

潘夢遙

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

沽售 (下調)

股價	人民幣 36.12 元
目標價	人民幣 30 元
上升空間	-16.9%
早前目標價	人民幣 39 元

股票數據

行業	資訊科技
股份代號	002230 CH
已發行股份 (百萬)	2,402.1
市值 (百萬美元)	86,763.1
市值 (百萬美元)	12,982.7
3 個月平均每日成交額 (百萬美元)	173.3

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 67.50 元/港幣 35.48 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(6.1)	(11.8)	(25.1)	(29.6)	(28.2)

主要股東 (%)

中國移動通信集團有限公司	9.65
劉慶峰	5.34
華夏基金管理有限公司	3.45

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣\$)	8.14
2026 財年每股淨負債 (人民幣\$)	1.89

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

科大訊飛 (iFlytek Inc) 專門從事語音智能與人工智能技術。該公司亦開發晶片產品、語音訊息軟件及電子政務系統整合軟件

- **研發投資超過收入的 25%。** 科大訊飛於 2026 年第 3 季度的研發投入總額超過人民幣 17 億元，按年增加近人民幣 4 億元，佔營收 25% 以上，此乃因其持續投資於自主可控的人工智能技術。管理層強調，對基礎模型開發的持續投資，以及擴大軟硬件整合產品組合，是推高策略性支出的推動因素。資本化研發支出餘額較 2025 年底增加 32.0% 至人民幣 22.3 億元，公司將此歸因於期內研發投入增加。
- **現金回款有所改善，且 2026 年首 9 個月營運現金流轉正。** 2026 年第 3 季度銷售回款達人民幣 77.9 億元，按年增加逾人民幣 7 億元；儘管在模型研發及記憶體晶片備貨方面的支出有所增加，但 2026 年首 9 個月的經營現金流仍達人民幣 2.64 億元，按年增長 115.3%。存貨較 2025 年底增加 58.1% 至人民幣 47.9 億元，主要由於原材料及製成品增加所致。現金結餘較 2025 年底躍升 83.5% 至人民幣 45 億元，主要受集資活動支持，包括 4 月完成股份上市的人民幣 40 億元配售。股東應佔權益較 2025 年底增長 21.4% 至人民幣 228.2 億元。
- **股份回購進行中。** 根據在 2026 年 7 月 27 日獲批的人民幣 1-2 億元回購計劃，截至 2026 年 9 月 30 日，科大訊飛已按每股人民幣 39.53-40.42 元的價格，回購合共 750,000 股股份，耗資人民幣 3,000 萬元（不包括交易費用）。購回的股份將用於股權激勵或員工持股計劃。
- **訊飛星火預計於 2026 年 10 月 22 日進一步升級。** 科大訊飛計劃推出以全自主國產算力底座為支撐的全新「雲+端」星火大模型，並同步升級其雲端一體解決方案及多模態人機互動。該公司亦將推進其「Token + Agent」戰略以進一步發展星火生態，管理層並闡述了從單純開放人工智能能力，轉向與生態夥伴合作共同創造價值的戰略轉變。

估值 / 建議

- 下調科大訊飛評級至「沽售」，目標價調低至人民幣 30 元，此乃基於現金流折現（DCF）估值法，並對應 2026/27 年平均企業價值/市銷率的 8 倍/7 倍。鑒於基本盈利能力轉差、持續的研發開支與競爭壓力，加上人工智能變現及投資回報的能見度有限，我們對該公司的看法轉趨審慎。科大訊飛現時估值為 2026 年企業價值/市銷率的 9.8 倍。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 年收入預測下調 2.3% 至人民幣 280 億元，意味著按年增長 3%，這反映了智慧城市業務的持續收縮。我們將 2026 年經調整盈利預測下調至淨虧損人民幣 6.38 億元，以反映收入減少，以及研發與銷售費用增加。
- 風險：a) 教育合約增長遜於預期；b) 規模較大的互聯網巨頭進軍市場並擴大規模，導致競爭加劇；c) 生成式人工智能（AIGC）研發投資高昂且開支控制不力；以及 d) 美國持續實施晶片禁令。

股價催化劑

- a) 推出大語言模型產品；b) 於智慧教育領域迅速融合人工智能技術，以及在智慧醫療領域取得業務進展；以及 c) 在智慧教育及智慧城市領域展現強勁的滲透率。

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	27,105.4	27,997.1	33,983.7	37,242.0
息稅折舊攤銷前利潤	1,158.7	(365.9)	3,045.2	3,421.9
折舊及攤銷	887.9	1,097.9	1,197.2	1,240.3
息稅前利潤	270.9	(1,463.9)	1,848.0	2,181.7
總其他非經營收入	1,401.6	1,246.3	720.0	720.0
聯營公司貢獻	(928.0)	134.3	0.0	0.0
淨利息收入／（支出）	(151.2)	(79.2)	17.7	29.6
除稅前溢利	593.3	(162.5)	2,585.7	2,931.3
稅項	256.2	179.9	(103.4)	(146.6)
少數股東權益	(10.1)	21.8	(92.0)	(92.0)
純利	839.4	39.2	2,390.3	2,692.7

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	3,208.1	2,528.4	3,099.7	3,120.6
除稅前溢利	593.3	(162.5)	2,585.7	2,931.3
稅項	256.2	179.9	(103.4)	(146.6)
折舊及攤銷	887.9	1,097.9	1,197.2	1,240.3
聯營公司	928.0	(134.3)	0.0	0.0
營運資金變動	(4,028.1)	5,172.5	(11,306.9)	5,604.8
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	4,570.8	(3,625.2)	10,727.1	(6,509.2)
投資	(3,519.4)	(2,150.0)	(1,720.0)	(1,376.0)
資本支出（維護）	(3,150.6)	(2,150.0)	(1,720.0)	(1,376.0)
投資	1,825.3	1,825.3	1,825.3	1,825.3
出售資產所得款項	(2,194.1)	(1,825.3)	(1,825.3)	(1,825.3)
其他	158.3	158.3	158.3	158.3
融資	0.0	0.0	0.0	0.0
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	158.3	158.3	158.3	158.3
其他／已付利息	(153.0)	536.7	1,538.0	1,902.9
現金流入（流出）淨額	3,387.4	2,451.2	2,805.9	3,202.8
年初現金及現金等價物	(3.9)	(0.0)	0.0	0.0
匯兌影響所致的變動	3,230.4	2,987.9	4,344.0	5,105.7
年末現金及現金等價物	3,208.1	2,528.4	3,099.7	3,120.6

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	5,976.1	6,365.6	6,462.4	6,354.0
其他長期資產	13,451.5	14,114.0	14,540.1	14,784.2
現金／短期投資	2,451.2	2,805.9	3,202.8	3,840.2
其他流動資產	22,978.3	19,689.3	25,632.7	23,282.5
資產總額	44,857.1	42,974.9	49,837.9	48,260.9
短期債務	3,647.0	3,647.0	3,647.0	3,647.0
其他流動負債	14,948.1	13,064.6	18,428.2	15,173.5
長期債務	3,525.7	3,525.7	3,525.7	3,525.7
其他長期負債	2,873.9	2,873.9	2,873.9	2,873.9
股東權益	18,794.5	18,817.6	20,225.0	21,810.5
少數股東權益	1,068.0	1,046.2	1,138.2	1,230.2
負債及權益總額	44,857.1	42,974.9	49,837.9	48,260.9

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	4.3	(1.3)	9.0	9.2
稅前利潤率	2.2	(0.6)	7.6	7.9
純利率	3.1	0.1	7.0	7.2
資產回報率	1.9	0.1	5.2	5.5
股本回報率	4.6	0.2	12.2	12.8
增長				
營業額	16.1	3.3	21.4	9.6
息稅折舊攤銷前利潤	(9.6)	不適用	不適用	12.4
除稅前溢利	159.0	不適用	不適用	13.4
純利	49.8	(95.3)	5,992.4	12.7
純利（經調整）	(39.4)	不適用	不適用	12.7
每股收益	(40.6)	不適用	不適用	12.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	26.5	26.5	25.1	23.7
債務權益比率	38.2	38.1	35.5	32.9
債務／（現金）淨額與權益	25.1	23.2	19.6	15.3
利息保障倍數（倍）	7.7	(4.6)	不適用	不適用

阿里巴巴集團 (9988 HK)

2027 財年第 2 季度業績前瞻：雲端業務增長加速；虧損持續收窄

重點

- 阿里巴巴將於 11 月下旬公佈 2027 財年第 2 季度業績，其收入指引為按年增長 9% 至人民幣 2,700 億元，略低於我們的預期。經調整息稅攤銷前利潤應達人民幣 290 億元，高於我們預測的人民幣 220 億元，主要得益於雲端業務盈利能力改善，以及即時零售與人工智能實驗室及應用業務虧損收窄。在模型即服務（MaaS）貢獻增加以及平頭哥成本效益的帶動下，雲端業務收入按年增長應超過 50%，且息稅攤銷前利潤利潤率達 12%。
- 維持「買入」評級，目標價上調至港幣 189 元（美金 194 元）。

分析

- **集團盈利能力預計將會改善。** 阿里巴巴集團（阿里巴巴）9 月季度收入指引為按年增長 9% 至約人民幣 2,700 億元，低於我們此前預測的 11%，主要反映阿里巴巴電商事業群的收入遜於預期，但部分被雲業務收入增長加快所抵銷。集團經調整息稅攤銷前利潤可能達到人民幣 294 億元，高於去年同期的人民幣 91 億元及上一季度的人民幣 273 億元，超出我們此前預測的約人民幣 219 億元以及市場預期。盈利改善主要是由於雲端盈利能力增加，以及即時零售與人工智能實驗室及應用業務的虧損收窄所致。
- **電子商貿盈利能力保持韌性。** 在持續的宏觀經濟逆風下，阿里巴巴電商事業群 9 月季度的收入指引約為人民幣 1,990 億元，略低於我們先前預測的人民幣 2,040 億元。在將商家補貼與收入進行淨額結算的新修訂會計處理方式下，客戶管理收入（CMR）預期將按年錄得中單位數跌幅，而在同口徑基準下則按年增長 1%，兩者均大致符合我們的預期。列報與同店客戶管理收入（CMR）增長之間的差距收窄，顯示商家補貼的影響正在放緩。
- **雲端收入增長持續加速。** 在人工智能相關持續需求的推動下，人工智能雲端及運算服務的收入增長在 9 月份季度可能加速至按年逾 50%，符合我們的預測，並高於 6 月份季度的按年 45%。管理層預期 12 月季度的增長將進一步加快，並對 2027 年維持約 50% 的增長（相對於 2027 財年第 1 季度的 11%）保持信心。受惠於高利潤率的模型即服務（MaaS）收入貢獻增加，以及自主研發的平頭哥（T-Head）晶片帶來的成本效益，雲業務的息稅攤銷前利潤利潤率預計將達到 12%。我們認為，收入結構的改善以及專有晶片採用率的提高，應會進一步增強雲端盈利能力。管理層亦認為，集團有潛力於 2027 年底前達致 20% 的長期利潤率目標。

主要財務資料

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	996,347	1,023,670	1,121,562	1,282,050	1,442,972
息稅折舊攤銷前利潤	181,839	96,055	159,732	193,307	251,980
經營利潤	140,905	50,150	86,240	102,851	149,948
純利（報告／實際）	129,470	105,904	70,887	101,301	136,458
純利（經調整）	158,122	60,658	102,618	138,710	173,682
每股收益（分）	855.3	326.5	554.4	755.9	950.6
市盈率（倍）	10.8	28.4	16.7	12.3	9.7
市賬率（倍）	1.8	1.7	1.4	1.3	1.1
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤 （倍）	10.3	19.6	11.8	9.7	7.5
股息收益率（%）	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
純利率（%）	13.0	10.3	6.3	7.9	9.5
債務／（現金）淨額與權益（%）	(7.1)	(5.2)	(1.6)	2.6	1.0
股本回報率（%）	12.8	10.1	6.1	7.7	9.2
市場預期純利（人民幣百萬元）	-	-	105,236.8	147,434.0	184,136.8
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.98	0.94	0.94

資料來源：阿里巴巴集團、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 108.80 元
目標價	港幣 189.00 元
潛在升幅	73.7%
前目標價	港幣 188.00 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	9988 HK
已發行股份（百萬）	19,902.0
市值（百萬港元）	2,165,333.2
市值（百萬美元）	275,905.4
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	1,156.5

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 175 元/港幣 88.65 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(0.5)	(3.4)	(20.2)	(29.5)	(23.8)

主要股東（%）

摩根大通集團	5.44
--------	------

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值（人民幣）	64.61
2026 財年每股淨債項（人民幣）	1.07

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

阿里巴巴集團是中國最大的電子商務市集營運商及超大規模雲端運算服務營運商。

- **即時零售虧損持續收窄。** 即時零售虧損預期在 9 月季度收窄至約人民幣 90 億元，而 6 月季度則約為人民幣 100 億元。據報管理層表示，市佔率保持穩定，而單位經濟效益持續改善，與競爭對手之間的盈利能力差距亦見收窄。儘管競爭依然激烈，但平均訂單價值及營運效益的改善，應有助進一步減少虧損。
- **人工智能實驗室及應用虧損收窄。** 人工智能實驗室及應用業務預計於 9 月季度錄得經調整息稅攤銷前利潤虧損人民幣 100-110 億元，較 6 月季度的人民幣 139 億元有所收窄，反映儘管持續投資於人工智能模型及應用，成本效益仍在改善。展望未來，據報管理層預期雲業務的經調整除息及攤銷前盈利（EBITA）足以抵銷人工智能實驗室及應用業務在 12 月季度的虧損，意味兩者合計的經調整息稅攤銷前利潤有望達致收支平衡。我們認為，進一步擴大雲端利潤率以及改善人工智能推理的經濟效益，對於實現這一目標將至關重要。
- **長期雲端基礎設施投資。** 阿里巴巴繼續以在 2032 年前實現超過 20 吉瓦(GW)的全球數據中心容量為目標，並計劃增加對租賃基礎設施的依賴，以及在較長期內將自建容量的比例由近期的約 50%降至三分之一。我們認為此轉變或有助於紓緩前期融資壓力，儘管長期投資需求依然龐大。我們預測 2027 財年資本支出為人民幣 2,255 億元（按年+85%）。繼 2026 年 8 月完成其港幣 800 億元的股權配售後，阿里巴巴計劃將所得款項淨額的 60%用於擴建全球算力基礎設施，其餘 40%則撥作超大規模人工智能數據中心及雲端基礎設施升級之用。我們認為，該筆所得款項相當於我們 2027 財年資本支出預測的約 31%，應有助於緩解近期融資壓力。管理層亦表示，在 2027 財年餘下時間內並無進一步發行股權的計劃，同時正探討其他融資方案。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，並將目標價上調至港幣 189 元（美金 194 元）。我們的目標價相當於 30 倍 2027 財年預測市盈率及 23 倍 2028 財年預測市盈率。阿里巴巴目前的交易估值為 18 倍 2027 財年預測市盈率，相對於 2027 至 2030 財年 35%的每股收益三年複合年增長率。

盈利預測調整 / 風險

- 我們維持 2027 財年收入預測基本不變，為人民幣 11,220 億元，按年增長 10%，並將盈利預測上調 6.1%至人民幣 1,026 億元，此乃反映人工智能雲(AI Cloud)的利潤率進一步擴張，以及人工智能實驗室與應用(AI Labs and Applications)和即時零售業務的虧損收窄速度快於預期。
- 風險：a)源自人工智能投資的利潤率壓力，及 b)投資人工智能資本支出後變現慢於預期。

股價催化劑

- a) 超大規模雲端服務商增長加速；b) 晶片自主研發取得扎實進展，降低對美國晶片的依賴；以及 c) 融合人工智能賦能各項業務分部。

基於分部加總法（SOTP）的估值

說明	業務單位	2027 財政年度收入 (10 億港元)	息稅攤銷前 利潤 (10 億港元)	企業價值 / 收益 (倍)	企業價值 / 息 稅攤銷前利潤 (倍)	價值 (10 億港元)	% 佔阿里巴 巴持股 (%)	對阿里巴巴的 價值 (億港元)	每股 (港元)
核心商業	阿里巴巴中國電商事業群	692	192	2	6	1,154	100	1,154	60
即時零售+餓了麼	即時零售	231	-35	1		231	100	231	12
雲端運算，其他	雲智能集團	222	27	5	42	1,111	100	1,111	58
人工智能實驗室及 MaaS	人工智能模型	43		13		564		564	29
所有其他	盒馬、菜鳥、阿里健康、虎鯨 數智、高德地圖、智能信息平 台	112	3		10	34	100	34	2
核心業務加各項舉措總估值								3,093	161
現金淨額								208	11
總計								3,616	189
股份數目								19,164	

來源：大華繼顯

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博大華繼顯

損益表

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
淨營業額	1,023,670.0	1,121,561.8	1,282,050.0	1,442,971.8
息稅折舊攤銷前利潤	96,055.0	159,732.0	193,307.4	251,979.6
折舊及攤銷	45,905.0	73,491.6	90,456.0	102,031.2
息稅前利潤	50,150.0	86,240.4	102,851.4	149,948.3
總其他非經營收入	3,830.0	263.0	(232.0)	(0.0)
聯營公司貢獻	2,785.0	2,367.4	19,647.7	19,475.7
淨利息收入／(支出)	77,719.0	12,337.0	7,333.0	7,236.3
除稅前溢利	134,484.0	101,207.8	129,600.1	176,660.3
稅項	(30,045.0)	(33,369.3)	(31,042.9)	(43,494.2)
少數股東權益	1,465.0	3,048.2	2,743.4	3,292.1
純利	105,904.0	70,886.7	101,300.6	136,458.2
純利 (經調整)	60,658.0	102,618.5	138,709.9	173,682.4

現金流量

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
營運	76,213.0	154,857.4	198,771.4	248,036.0
年度利潤	134,484.0	101,207.8	129,600.1	176,660.3
稅項	(30,045.0)	(33,369.3)	(31,042.9)	(43,494.2)
折舊及攤銷	45,905.0	73,491.6	90,456.0	102,031.2
聯營公司	(2,785.0)	(2,367.4)	(19,647.7)	(19,475.7)
營運資金變動	90,385.3	13,295.3	9,526.1	12,838.7
非現金項目	0.0	1.0	1.0	1.0
其他營運現金流量	(161,731.3)	2,598.4	19,878.7	19,474.7
投資	(67,336.0)	(299,486.5)	(300,640.0)	(278,547.0)
資本支出 (增長)	(122,021.0)	(224,312.4)	(217,948.5)	(187,586.3)
投資	206,803.0	227,483.3	250,231.6	275,254.8
其他	(152,118.0)	(302,658.4)	(332,924.1)	(366,216.5)
融資	(20,573.0)	114,052.3	51,045.7	56,149.2
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	24,259.0	4,745.0	5,219.5	5,741.5
償還貸款	0.0	1.0	1.0	1.0
其他 / 已付利息	(44,832.0)	109,306.3	45,825.2	50,406.8
現金流入 (流出) 淨額	(11,696.0)	(30,576.7)	(50,822.9)	25,638.2
年初現金及現金等價物	147,230.0	131,530.0	100,953.3	50,130.4
匯兌影響所致的變動	(4,004.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	131,530.0	100,953.3	50,130.4	75,768.6

資產負債表

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
固定資產	282,699.0	440,532.9	572,142.5	660,114.5
其他長期資產	1,016,102.0	1,084,262.9	1,162,837.4	1,251,381.1
現金 / 短期投資	131,530.0	100,953.3	50,130.4	75,768.6
其他流動資產	479,239.0	516,063.1	570,618.0	625,810.3
資產總額	1,909,570.0	2,141,812.3	2,355,728.3	2,613,074.6
短期債務	28,224.0	28,224.0	28,224.0	28,224.0
其他流動負債	448,174.0	498,293.5	562,374.5	630,405.5
長期債務	47,450.0	52,195.0	57,414.5	63,156.0
其他長期負債	259,452.0	259,452.0	259,452.0	259,452.0
股東權益	1,068,731.0	1,246,108.8	1,390,724.3	1,574,298.2
少數股東權益	57,539.0	57,539.0	57,539.0	57,539.0
負債及權益總額	1,909,570.0	2,141,813.3	2,355,729.3	2,613,075.6

關鍵指標

截至 3 月 31 日止年度 (%)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	9.4	14.2	15.1	17.5
稅前利潤率	13.1	9.0	10.1	12.2
純利率	10.3	6.3	7.9	9.5
資產回報率	5.7	3.5	4.5	5.5
股本回報率	10.1	6.1	7.7	9.2

增長

營業額	2.7	9.6	14.3	12.6
息稅折舊攤銷前利潤	(47.2)	66.3	21.0	30.4
除稅前溢利	(16.4)	(24.7)	28.1	36.3
純利	(18.2)	(33.1)	42.9	34.7
純利 (經調整)	(61.6)	69.2	35.2	25.2
每股收益	(61.8)	69.8	36.3	25.8

槓桿比率

債務佔總資本比率	6.3	5.8	5.6	5.3
債務權益比率	7.1	6.5	6.2	5.8
債務／(現金) 淨額與 權益	(5.2)	(1.6)	2.6	1.0
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

華潤萬象生活 (1209 HK)

2026 年第 3 季度營運最新狀況：盈利錄得雙位數增長，符合預期；新商場開業按計劃進行

重點

- 我們預期華潤萬象生活將實現其 2026 年核心純利達雙位數增長的目標，其中商業板塊仍將是增長及利潤率的主要驅動力。
- 我們預期 2026 年前九個月商場租戶銷售額將按年錄得雙位數增長（同店銷售：中單位數），增幅較 2026 年上半年放緩，其中國慶假期期間的租戶銷售表現好於 2026 年 9 月。我們預計 2026 年將有 12 家商場開業，並新簽約約 20 家商場。
- 我們預期全年的營運現金流 / 核心純利比率將維持在 1.0 倍以上，且 100% 的派息比率得以維持。維持「買入」評級，目標價：港幣 55 元。

分析

- 2026 年第 3 季度進展符合預期，雙位數利潤增長維持不變。** 我們預期華潤萬象生活（CR Mixc）將實現其 2026 年核心純利達雙位數增長的目標，與我們預測按年增長 11.0% 至人民幣 43.8 億元相符；2026 年上半年的核心純利已佔我們全年預測的 50.9%。總括而言，物業管理分部預期將帶來穩定的收入增長，而在 2026 年第 4 季度商場開業的帶動下，商業業務應會繼續成為增長及利潤率的主要驅動力。
- 商場業務保持穩健。** 我們預期 2026 年前九個月華潤萬象商業旗下商場的零售銷售總額錄得按年雙位數增長，其中同店銷售（SSS）錄得中單位數升幅（2026 年上半年：+10.2%），而奢華商場的表現則優於整體物業組合。我們估計增長自 2026 年第 1 季度的強勁水平逐步放緩；單計 2026 年 9 月，整體零售銷售額按年錄得高單位數增長，而同店銷售則持平。就 2026 年國慶假期而言，我們預期零售銷售總額錄得雙位數增長，同店銷售增長達中單位數，表現優於 2026 年 9 月，儘管奢華商場的表現落後於整體物業組合。我們預期華潤萬象生活全年零售銷售額將維持雙位數增長。
- 商場開業及擴張符合預期。** 我們估計 2026 年第 3 季度有五座新商場開業，截至 2026 年 9 月底總數增至七座，並餘下五座於 2026 年第 4 季度開業，以達到 2026 年開業 12 座的目標。在商場擴張方面，我們估計其在 2026 年首九個月獲取了九個第三方項目，以及八個來自母公司華潤置地的項目，主要分佈於北京及深圳等一二線城市。

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	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）	22.3	19.6	17.7	15.9	14.5
市賬率（倍）	4.7	5.0	4.8	3.7	3.5
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤（倍）	16.1	13.9	12.2	10.8	9.6
股息收益率（%）	4.5	5.1	5.6	6.3	6.9
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（%）	#N/A	24.8	27.8	26.1	24.6
市場預期純利（人民幣百萬元）	-	-	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：CR Mixc、彭博、大華繼顯

分析員

沈宸昊

damonshe@uobkh.com
+86 21 54047225 分機 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（百萬港元）	89,245.8
市值（百萬美元）	11,371.3
3 個月平均成交額（百萬美元）	23.3

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	
4.2	0.7	(18.5)	(5.6)	(8.9)	

主要股東（%）

華潤股份有限公司	72.29
摩根大通集團	5.67

資產負債表指標

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

股價圖表



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。其商業分部營運購物中心及寫字樓，而其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。

- **寫字樓業務保持穩定。** 我們估計 2026 年第 3 季度的寫字樓出租率將大致穩定在 2026 年上半年的 72.3% 水平，低於 2025 年底的 77.2%，原因在於新項目陸續推出。我們預期租金水平將保持平穩（2026 年上半年寫字樓收入按年增長 8.6%），主要得益於 2026 年新開業的寫字樓所帶來的支持；營運中的寫字樓預計將於 2026 年底達到 30 座，較 2025 年底增加三座。
- **第三方物業管理拓展按計劃推進。** 我們估計，截至 2026 年 8 月底，新增第三方合約的年化合約價值將接近人民幣 8 億元（2026 年上半年約為人民幣 6 億元），並預期將可達成約人民幣 10 億元的全年目標。我們估計非住宅項目佔新簽約建築面積的 70% 至 80%，但鑑於其單位收費較低，按合約金額計所佔比例則較低。自 2026 年 9 月 20 日起允許以住房公積金支付物業管理費的這項全國性政策，中長期應有助支持收繳率，但我們預期在 2026 年的影響有限。
- **現金流步入正軌。** 我們預期華潤萬象生活（CR Mixc）將能實現其 2026 年營運現金流對核心純利比率逾 1.0 倍的目標，此乃受到商業板塊以及城市空間項目逾 90% 的回款率所支持，儘管與行業趨勢一致，住宅回款仍面臨壓力。我們預期該公司手頭現金（截至 2026 年 6 月底為人民幣 171 億元，其中 73% 為定期存款及金融資產）將主要存放於境內存款，並無重大美元匯率波動風險，且該公司對收購將保持審慎。
- **股息派發維持不變。** 我們預期其股息指引將維持不變，常規派息率為 60%，加上特別股息將使總派息率提升至核心純利的 100%，且 2026 年預計仍將實現兩位數的每股派息增長。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 55 元不變。我們維持 2026 至 2028 年的盈利預測及估值不變。該股現價相當於 17.7 倍 2026 年預測市盈率及 5.6% 的 2026 年股息收益率。

盈利預測調整 / 風險

- **盈利預測維持不變。** 由於我們預期該公司能達成其全年目標，因此維持對其 2026/27/28 年的預測。

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% 派發。

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	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
其他營運現金流量	-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
匯兌影響所致的變動	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)

聯想集團 (992 HK)

2027 財年第 2 季度業績前瞻：ISG 將再錄一個季度的強勁增長

重點

- 我們預期 2027 財年第 2 季度非國際財務報告準則 (non-IFRS) 純利將按年增長 88% 至美金 12.26 億元，主要受 ISG 業務按年增長 120% 的強勁收入，以及 IDG 業務按年增長 11.0% 的穩健收入所帶動。
- 與 ALAT 可換股債券一同發行的認股權證所產生的非現金公允價值虧損估計為美金 19 億元。這將導致呈報的純利轉為美金 6.8 億元的虧損。
- 維持「買入」評級及目標價港幣 49 元。

2027 財年第 2 季度業績前瞻

截至 3 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026 年第 2 季度	2027 年第 1 季度	2027 年第 2 季度預測	按年 (%)	按季 (%)
收益	20,452	26,943	27,268	33.3	1.2
IDG	15,107	17,106	16,769	11.0	(2.0)
ISG	4,087	8,510	8,992	120.0	5.7
SSG	2,556	2,884	3,067	20.0	6.4
經營利潤	756	1,523	1,827	141.7	20.0
純利	340	(609)	(680)	(299.9)	(11.8)
純利 (經調整)	652	1,075	1,226	88.0	14.0
利潤率 (%)					
營業利潤率	3.7	5.7	6.7	3.0	1.0
IDG	7.3	7.1	7.0	(0.3)	(0.1)
ISG	(0.8)	9.1	9.5	10.3	0.4
SSG	22.3	24.2	22.0	(0.3)	(2.2)

來源：聯想、大華繼顯

分析

- 我們預期各項業務表現均十分強勁。我們預期 2027 財年第 2 季度收入為美金 272.68 億元，按年增長 33.3%，按季增長 1.2%；經調整經營利潤率為 6.7%，按年提升 3.0 個百分點，按季提升 1.0 個百分點；核心經營利潤為美金 18.27 億元，按年增長 20.0%，按季增長 6.4%。由於聯想股價在季內由港幣 23.02 元飆升至港幣 34.54 元，隨同 ALAT 可換股債券（經調整行使價為港幣 11.92 元）一同發行的認股權證，我們預計將帶來美金 19 億元的非現金公允價值虧損。這將導致列報純利錄得美金 6.8 億元虧損（相比之下 2026 年第 2 季度利潤為美金 3.4 億元）。撇除該因素，非國際財務報告準則純利預計將按年大增 88.0%、按季增長 14.0% 至美金 12.26 億元。

主要財務資料

截至 3 月 31 日止年度 (百萬美元)	2025	2026	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
淨營業額	69,077	83,075	106,966	122,130	136,835
息稅折舊攤銷前利潤	3,583	4,680	4,948	10,736	11,790
經營利潤	2,164	3,262	3,374	9,060	10,026
純利	1,384	1,912	1,009	6,054	6,792
純利 (經調整)	1,441	2,049	4,675	6,134	6,872
每股收益 (美仙)	11.8	16.7	28.9	38.0	56.0
市盈率 (倍)	27.5	19.4	11.2	8.5	5.8
市賬率 (倍)	6.5	5.2	3.4	2.3	0.3
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	11.9	9.1	8.6	4.0	3.6
股息收益率 (%)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
純利率 (%)	2.0	2.3	0.9	5.0	5.0
淨債項對權益比率 (%)	9.1	(3.2)	28.6	(41.0)	(26.1)
利息保障倍數 (倍)	3.3	5.7	6.1	15.0	18.3
股本回報率 (%)	24.7	29.9	48.4	42.5	33.8
市場預期純利	-	-	3,724	5,653	6,911
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	1.26	1.09	0.99

來源：聯想、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 25.26 元
目標價	港幣 49 元
上升空間	+94.0%

股票數據

行業	電腦硬件及儲存
股份代號	992 HK
已發行股份 (百萬)	12,826
市值 (百萬港元)	323,986
市值 (百萬美元)	41,537
3 個月平均每日成交額 (百萬美元)	390

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	港幣 37.88 元 / 港幣 8.52 元
1 個月	32.8
3 個月	17.9
6 個月	125.3
1 年	122.8
年初至今	172.8

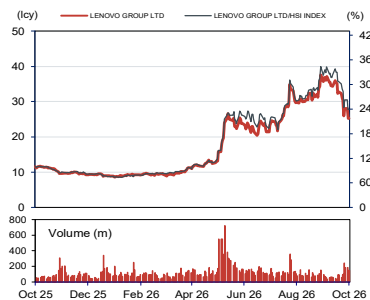
主要股東 (%)

聯想控股股份有限公司	31.28
------------	-------

資產負債表指標

2027 財年每股資產淨值 (港元)	3.19
2027 財年每股淨負債 (港元)	2.13

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

聯想集團研發、製造及分銷智能設備。該公司提供手提電腦、桌面電腦、平板電腦、配件，以及伺服器與儲存裝置等數據中心設備，並提供基建解決方案和軟件服務。聯想集團為全球客戶提供服務。

- **ISG 繼續保持其作為最大增長動力的領先地位。** 我們預期基礎設施方案業務集團 (ISG) 將錄得美金 89.92 億元營收，按年增長 120.0%，按季增長 5.7%；營業利潤率達 9.5%，按年大幅攀升 10.3 個百分點，按季提升 0.4 個百分點。收入強勁增長，反映增長較 2027 財政年度第 1 季度進一步加快，這受惠於強勁的伺服器訂單、因零部件成本上漲而帶動的提價，以及議價能力的提升。
- **IDG 的表現應受高端化及平均售價 (ASP) 上調所支持。** 智能設備業務集團 (IDG) 預期將錄得收入美金 167.69 億元，按年增長 11.0%，按季減少 2.0%，因期內平均售價上漲及產品組合改善足以抵銷個人電腦出貨量 23.2% 的跌幅有餘。在產品組合改善及成本管理的帶動下，營業利潤率預期將維持穩定於早前指引的 7.0%。展望未來，由於價格持續上漲導致裝置採購開始放緩，我們預期出貨量增長將維持疲弱。
- **SSG 將保持平穩。** 方案與服務業務集團 (SSG) 收入預計按年增長 20.0%、按季增長 6.4% 至美金 30.67 億元，經營利潤率保持穩定於 22.0%。

盈利預測調整 / 風險

- 我們上調對聯想的預測，非國際財務報告準則 (non-IFRS) 經調整純利分別上調 17.6%/24.3%/23.5% 至美金 46.75 億元/美金 61.34 億元/美金 68.72 億元。我們上調了所有三大核心業務分部的收入預測，提高了對 ISG 利潤率的預測，並微調了 2028 至 2029 財年 IDG 營業利潤率的假設。請注意，在計入美金 19 億元的公允價值虧損後，我們報告的純利預測大幅下調 54.5% 至美金 10.09 億元。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持在港幣 49 元。我們正：a) 滾動推進至 2028 財年預測；b) 將市盈率 倍數更新至 16.5 倍，鑒於聯想正從個人電腦供應商轉型為伺服器原廠委託製造 (OEM) 商，該倍數相較同業平均水平仍有 20% 的溢價；以及 c) 隨着日益臨近 ALAT 可換股債券於 2028 年 1 月的轉換日期，由基本每股收益轉為每股攤薄盈利。

2027 至 2029 年預測之變動

截至 3 月 31 日止年度 (百萬美元)	舊預測			最新預測			差異 (%)		
	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2029 年預測
收益	100,129	113,349	125,912	106,966	122,130	136,835	6.8	7.7	8.7
IDG	59,007	62,148	64,112	64,309	67,264	68,333	9.0	8.2	6.6
ISG	34,492	43,085	52,090	35,628	46,245	58,175	3.3	7.3	11.7
SSG	12,230	13,916	15,709	12,629	14,420	16,327	3.3	3.6	3.9
營業利潤率 (%)	4.3	6.5	6.5	3.2	7.4	7.3	(1.2)	0.9	0.8
IDG	7.0	6.9	7.1	7.0	7.0	7.0	-	0.1	(0.1)
ISG	9.0	9.5	9.3	9.6	9.8	10.0	0.6	0.3	0.7
SSG	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	-	-	-
息稅前利潤 (百萬美元)	4,328	7,381	8,210	3,374	9,060	10,026	(22.0)	22.7	22.1
呈報純利 (百萬美元)	2,216	4,856	5,484	1,009	6,054	6,792	(54.5)	24.7	23.8
經調整純利 (百萬美元)	3,976	4,936	5,564	4,675	6,134	6,872	17.6	24.3	23.5

來源：聯想、大華繼顯

損益表

截至 3 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年 預測
淨營業額	83,075	106,966	122,130	136,835
息稅折舊攤銷前利潤	4,680	4,948	10,736	11,790
折舊及攤銷	(1,418)	(1,574)	(1,676)	(1,764)
息稅前利潤	3,262	3,374	9,060	10,026
總其他非經營收入	0	-	-	-
聯營公司貢獻	(15)	(20)	(20)	(20)
淨利息收入／（支出）	(577)	(557)	(606)	(547)
除稅前溢利	2,670	2,796	8,434	9,459
稅項	(510)	(1,276)	(1,707)	(1,912)
少數股東權益	(248)	(511)	(673)	(755)
純利	1,912	1,009	6,054	6,792
純利（經常性）	2,049	4,675	6,134	6,872

現金流量

截至 3 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年 預測
營運	4,609	(1,180)	12,883	1,464
除稅前溢利	2,670	2,796	8,434	9,459
稅項	(695)	(1,276)	(1,707)	(1,912)
折舊／攤銷	1,418	1,574	1,676	1,764
聯營公司	15	20	20	20
營運資金變動	(1,795)	(8,659)	3,795	(8,474)
非現金項目	2,996	4,365	666	607
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(1,909)	(1,138)	(1,190)	(1,113)
資本支出（增長）	(654)	(420)	(420)	(420)
投資	(7)	-	-	-
出售資產所得款項	168	-	-	-
其他	(1,416)	(718)	(770)	(693)
融資	(2,583)	(1,273)	(1,287)	(1,297)
支付股息	(613)	(619)	(619)	(619)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	13,194	15,104	14,149	14,626
償還貸款	(12,985)	(15,104)	(14,149)	(14,626)
其他／已付利息	(2,179)	(654)	(668)	(678)
現金流入（流出）淨額	117	(3,590)	10,407	(945)
年初現金及現金等價物	4,728	4,887	1,297	11,704
匯兌影響所致的變動	42	-	-	-
年末現金及現金等價物	4,887	1,297	11,704	10,758

資產負債表

截至 3 月 31 日止年度 (百萬美元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年 預測
固定資產	2,324	2,596	2,757	2,860
其他長期資產	15,603	14,829	14,245	13,622
現金／短期投資	4,887	1,297	11,704	10,758
其他流動資產	34,315	44,085	44,682	54,254
資產總額	57,129	62,807	73,387	81,493
短期債務	878	878	878	878
其他流動負債	40,479	41,590	45,982	47,080
長期債務	3,863	3,863	3,863	3,863
其他長期負債	3,239	3,465	3,465	3,465
股東權益	5,583	6,069	7,635	11,692
少數股東權益	809	1,319	1,992	2,747
負債及權益總額	57,129	62,807	73,387	81,493

關鍵指標

截至 3 月 31 日止年度（%）	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年 預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	5.6	4.6	8.8	8.6
除稅前利潤率	3.2	2.6	6.9	6.9
純利率	2.3	0.9	5.0	5.0
經調整純利率	2.5	4.4	5.0	5.0
資產回報率	4.0	7.8	9.0	8.9
股本回報率	29.9	48.4	42.5	33.8
增長				
營業額	20.3	28.8	14.2	12.0
毛利	15.4	39.5	15.5	11.4
除稅前溢利	80.3	4.7	201.6	12.2
純利	38.1	(47.2)	499.8	12.2
純利（經調整）	42.1	128.2	31.2	12.0
每股收益（經調整）	41.8	128.2	31.2	12.0
槓桿比率				
債務佔總資本比率	8.3	7.5	6.5	5.8
債務權益比率	62.1	40.6	27.6	20.2
淨債項與權益比率	(3.2)	28.6	(41.0)	(26.1)
利息保障倍數（倍）	5.7	6.1	15.0	18.3

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

長實集團 (1113 HK)

最後價格:	港幣 45.04 元
支撐位:	港幣 43.56 元/港幣 42.58 元
阻力位:	港幣 47.90 元/港幣 49.68 元

技術分析:

价格行为在其前期水平支撑区域完成决绝回升，有效维护了主导需求地基的结构完整性。技术动能为该上行延续提供了强力佐证：RSI 指标呈现持续的正向斜率，稳步向中性 50 分界线攀升，信号呈现卖方动能的持续收敛以及买方主动性资金的积极介入。只要价格行为在随后的盘中暂态回踩中严格维持在该防守支撑地基上方，最小阻力路径将倾斜于向上方水平阻力目标区域展开持续的看涨拓展。

平均時限：約兩週。



農夫山泉 (9633 HK)

最後價格:	港幣 41.88 元
支撐位:	港幣 40.66 元/港幣 39.42 元
阻力位:	港幣 44.46 元/港幣 45.98 元

技術分析:

价格行为在其支撑转阻力区域完成了标准的突破回踩确认，验证了水平极性转换的结构有效性，并在回踩成功后延续上行轨迹。技术动能强力印证了这一看涨扩张：RSI 指标稳固扎根于看跌与看涨交界的上方看涨区间，并持续以正向加速度呈向上斜率倾斜，信号呈现买方动能的持续扩张而非即时的动能衰竭或背离。只要价格行为在随后的盘中暂态回踩中严格维持在该新转换的支撑地基上方，最小阻力路径将高度倾斜于向上方主导阻力目标区域展开持续的上行拓展。

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."