



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)	53417.2	0.3	(0.1)	2.8	11.1
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7652.9	(0.3)	(1.2)	3.2	11.8
富時 100 指數(FTSE 100)	10854.3	0.3	1.3	1.1	9.3
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9316.7	0.5	0.4	4.2	3.3
滬深 300 指數(CSI 300)	4563.1	(1.2)	(3.8)	(1.9)	(1.4)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5680.5	(0.1)	(1.5)	1.6	22.3
恒生中國企業指數(HSCEI)	8471.4	(1.9)	0.4	2.4	(5.0)
恒生指數(HSI)	25517.3	(1.9)	0.3	2.2	(0.4)
雅加達綜合指數(JCI)	6501.7	(0.4)	1.6	4.9	(24.8)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1736.3	(0.0)	0.6	2.1	3.3
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6697.0	(3.1)	(4.0)	0.1	58.9
日經 225 指數(Nikkei 225)	65528.1	(0.7)	(5.3)	1.4	30.2
泰國證券交易所指數(SET)	1601.1	(0.8)	(1.6)	(2.6)	27.1
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	44762.3	(1.0)	(2.4)	2.5	54.5
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2882	1.4	0.1	5.1	53.5
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4688	1.0	3.6	4.2	19.2
布蘭特原油(美元/桶)	92	(2.4)	1.4	(4.8)	51.5

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
由潘夢遙就大中華區互聯網行業進行的分析員推介	新加坡	9 月 7 日	9 月 8 日
由潘夢遙就大中華區互聯網行業進行的分析員推介	馬來西亞	9 月 9 日	9 月 11 日
第 17 屆亞洲 Gems 研討會 2026 (線上)	新加坡	9 月 22 日	9 月 23 日
舜宇光學 (2382 HK) 業績發布後非交易性路演	台北	9 月 22 日	9 月 23 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
7 月貿易差額、出口、進口	香港	8 月 25 日
7 月工業利潤	中國	8 月 27 日
8 月 PMI (綜合、製造業、非製造業)	中國	8 月 31 日
7 月零售銷售 (價值、數量)	香港	8 月 31 日
7 月貨幣供應量(M1, M2, M3)	香港	8 月 31 日

焦點新聞

公司業績 | 中國旅遊集團中免 (601888 CH/買入/人民幣 52.06 元/目標價: 人民幣 77.10 元)

第 3 頁→

- 中免集團 2026 年上半年的業績符合其初步公告。於 2026 年上半年，海南實現 23% 的平穩增長。然而，來自上海及其他地區的收入按年下跌 32%。其主要業務的毛利率按年提升 0.5 個百分點至 32.7%，主要受以下因素推動: a) 線上平台利潤率較高的銷售; b) 定價管控下折扣收窄; 以及 c) 人民幣升值帶來的有利採購成本。展望未來，管理層預期毛利率將進一步上升空間。維持「買入」評級; 下調目標價 14% 至人民幣 77.1 元。

公司業績 | 埃斯頓 (002747 CH/持有/人民幣 30.82 元/目標價: 人民幣 28.20 元)

第 6 頁→

- 埃斯頓 2026 年第 2 季的業績符合其初步公告。收入按年增長 4.3%，按季增長 11.9% 至人民幣 13.6 億元，較市場預期低 11.6%，但毛利率表現勝預期，達 33.1% (按年增加 6.0 個百分點，按季增加 2.7 個百分點)，且核心純利轉為人民幣 5,100 萬元。管理層重申其 2026 年目標，包括約 45,000 台機器人出貨量、10% 至 11% 的國內市佔率以及人民幣 3 億元的純利。維持「持有」評級，並將目標價上調至人民幣 28.2 元。

公司業績 | 嘉里建設 (683 HK/買入/港幣 19.45 元/目標價: 27.80 港元)

第 9 頁→

- 嘉里 2026 年上半年基礎純利按年下跌 9.4% 至港幣 7.82 億元，物業銷售入賬減少的影響，被香港物業發展利潤率按年上升 5.8 個百分點及租金穩定增長所緩和。淨負債比率按半年下降 2.0 個百分點至 31.3%，指引 2026 年底約為 30%; 每股派息維持於港幣 0.4 元。 Branksome Crest 轉租為售 (將於 2026 年第 4 季推出，估計逾港幣 60 億元) 是一項正面驚喜，並將有助於去積桿及支持盈利。整體發展勢頭依然保持良好。維持「買入」評級，目標價為港幣 27.8 元。

公司業績 | 建滔積層板 (1888 HK/買入/港幣 35.1 元/目標價: 42.43 港元)

第 12 頁→

- 受惠於多次覆銅板平均售價上調、毛利率顯著擴張以及營運槓桿比率，KBL 2026 年上半年的收入 / 純利分別按年飆升 58% / 209%。 KBL 正加快擴大高端特種玻璃纖維紗及織物的產能。由於供應短缺加劇，我們預期覆銅板及上游物料的價格於 2026 年下半年將維持在高位，並估計人工智能相關的特種紗線將分別貢獻 2026 至 2028 年收入的 3.3%、10.6% 及 12.8%。維持「買入」評級，目標價由港幣 25.3 元調高至港幣 42.43 元。

公司業績 | 拼多多 (PDD US/買入/美金 88.38 元/目標價: 115.00 美元)

第 15 頁→

- 拼多多公布好壞參半的 2026 年第 2 季業績。總收入增長 8%，較我們及市場預期低 2% 至 4%。經調整純利按年下跌 12% 至人民幣 280 億元，受較高的利息 / 投資收入 (人民幣 135 億元) 所支持，大致符合我們預期。毛利率按年擴大 1.4 個百分點至 57.3%。由於一般及行政開支增加，非美國通用會計準則純利率按年下跌 6 個百分點至 25.4%。評級上調至「買入」，目標價上調至美金 115 元。

免責聲明: 在「Traders' Corner」中，技術分析純粹基於圖表形態、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於本行分析員的基本因素研究觀點。因此，我們可能不時會提出與我們的基

本面「買入 / 持有 / 沽出」評級相反的技术面建議。

公司業績 | 丘鈦科技 (1478 HK/持有/港幣 6.18 元/目標價: 6.70 港元)

第 18 頁→

- 丘鈦科技公布 2026 年上半年收入為人民幣 99 億元 (按年增長 12.4%)，主要得益於 CCM 業務的市佔率持續增長，以及汽車和物聯網領域的迅速擴張。然而，產品組合惡化，毛利率按年下降 0.8 個百分點至 6.6%；加上研發費用按年激增 24.2%，純利遜於預期，按年下降 10.5%至人民幣 2.76 億元。丘鈦科技強調了數個關鍵的未來增長支柱，例如人工智能光學、AR 眼鏡及機械人技術，惟商業化仍處於起步階段。維持「持有」評級。目標價：港幣 6.7 元。

公司業績 | 國藥控股 (1099 HK/持有/港幣 16.33 元/目標價: HK\$17.00)

第 21 頁→

- 國藥控股 2026 年上半年的業績大致符合預期，收入按年下跌 1.1%，而歸屬於股東的純利則按年下跌 1.8%至人民幣 34 億元。受集中帶量採購規模擴大影響，毛利率按年收窄 0.37 個百分點至 6.74%，但有效的費用控制及融資成本節省為盈利表現帶來緩衝。在政策逆風下，國藥控股力求增長，聚焦於產品及服務優化。維持「持有」評級，目標價維持港幣 17 元不變。

公司業績 | 天賜材料 (002709 CH/買入/人民幣 37.48 元/目標價: 人民幣 54.00 元)

第 24 頁→

- 2026 年第 2 季度純利為人民幣 18.55 億元 (同比+268% / 環比+28%)，低於我們的預期，主要是由於毛利率表現令人失望。收入按年增長 127%，優於預期，受惠於樂觀的平均售價上調。平均售價 (ASP) 帶動的營業收入優於預期，反映天賜具備轉嫁六氟磷酸鋰 (LiPF6) 成本上漲的能力，但由於轉嫁並不完全，導致毛利率遜於預期。因平均售價較高及毛利率較低，我們分別下調 2026 年至 2028 年的純利預測 4%/10%/10%。維持「買入」評級，並將目標價由人民幣 75 元下調至人民幣 54 元。

公司業績 | 同程旅行 (780 HK/買入/港幣 13.1 元/目標價: 18.00 港元)

第 27 頁→

- 同程旅行 2026 年第 2 季的業績大致符合預期。收入按年增長 6.8%至人民幣 50 億元，大致符合我們及市場的預期。經調整純利按年增長 9.8%至人民幣 8.51 億元，亦符合預期；經調整純利率按年擴大 0.5 個百分點至 17.1%，主要受毛利率改善及營運槓桿比率所帶動。2026 年第 3 季度收入指引為按年增長 3%至 8%，而經調整純利預計將達到人民幣 11-11.5 億元。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 18 元。

公司業績 | 小鵬汽車 (9868 HK/買入/港幣 47.68 元/目標價: 60.00 港元)

第 30 頁→

- 2026 年第 2 季業績不及預期，淨虧損達人民幣 13.37 億元 (按年+180%/按季-25%)。未達預期的原因在於平均售價及銷售、一般與行政開支。我們將 2026 年淨虧損預測上調 60%至人民幣 32.35 億元，並將 2027 至 2028 年的純利預測分別下調 46%/13%至人民幣 14.37 億元/人民幣 46.2 億元。展望未來，小鵬汽車的盈利表現將受到強勁的產品週期、全球化、軟件授權及服務收入所帶動。維持「買入」評級，並將目標價由港幣 90 元下調至港幣 60 元。

技術分析

騰訊 | 700 HK

第 33 頁→

- 支持位: 港幣 411 元/港幣 357.60 元
- 阻力位: 港幣 461.6 元/港幣 483.6 元

中銀香港 | 2388 HK

第 33 頁→

- 支持位: 港幣 48 元/港幣 45.36 元
- 阻力位: 港幣 51.15 元 / 港幣 52.45 元

中國旅遊集團中免 (601888 CH)

2026 年上半年：業績符合預期；海南業務穩步增長，惟機場及線上業務受拖累

重點摘要

- 中免集團 2026 年上半年的業績符合其初步公告。
- 於 2026 年上半年，海南錄得 23% 的穩定增長，主要受惠於三亞及海口綜合體翻新為文旅目的地，以及珠寶和 3C 產品等更佳的产品組合所帶動。然而，來自上海及其他地區的收入按年下跌 32%。
- 其主要業務的毛利率按年提升 0.5 個百分點至 32.7%，主要受以下因素推動：
a) 網上平台利潤率較高的銷售；b) 定價管控下折扣幅度收窄；以及 c) 人民幣升值推動採購成本改善。展望未來，管理層預期毛利率將進一步上升空間。
- 維持「買入」評級；下調目標價 14% 至人民幣 77.1 元。

2026 年第 2 季及 2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年第 2 季	2025 年第 2 季	按年變動 (%)	2026 年上半年	2025 年上半年	按年變動 (%)
總收入	10,749	11,405	(5.7)	27,655	28,151	(1.8)
毛利	3,689	3,701	(0.3)	9,375	9,224	1.6
毛利率 (%)	34.3	32.5	1.9	33.9	32.8	1.1
應佔純利	758	662	14.5	3,106	2,600	19.5
應佔純利率 (%)	7.1	5.8	1.2	11.2	9.2	2.0
核心純利	741	660	12.3	3,078	2,595	18.6
核心純利率 (%)	6.9	5.8	1.1	11.1	9.2	1.9

來源：中免集團，大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績符合初步公告。中國旅遊集團中免股份有限公司（中免集團）公布其 2026 年上半年業績。收入為人民幣 276.55 億元（按年跌 2%）。毛利為人民幣 93.75 億元（按年增長 2%），毛利率為 33.9%（按年上升 1.1 個百分點）。純利為人民幣 31.06 億元（按年增加 19%），而純利率為 11.2%（按年增加 2.0 個百分點）。
這意味著 2026 年第 2 季的收入為人民幣 107.49 億元（按年下降 6%）。毛利為人民幣 36.89 億元（按年持平），毛利率為 34.3%（按年升 1.9 個百分點）。純利為人民幣 7.58 億元（按年增長 15%），而純利率為 7.1%（按年增加 1.2 個百分點）。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	56,474	53,694	56,340	61,756	67,614
息稅折舊攤銷前利潤	7,449	6,742	8,423	9,568	10,458
經營利潤	5,906	5,428	6,353	7,158	8,055
純利（報告 / 實際）	4,267	3,586	4,972	5,605	6,432
純利（經調整）	4,267	3,586	4,972	5,605	6,432
每股收益（分）	206.3	173.3	239.7	269.4	309.1
市盈率（倍）	25.2	30.0	21.7	19.3	16.8
市賬率（倍）	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	10.8	12.1	9.3	7.7	6.6
股息收益率（%）	2.0	1.3	1.9	2.1	2.4
純利率（%）	7.6	6.7	8.8	9.1	9.5
債務／（現金）淨額與權益（%）	(53.3)	(50.3)	(54.7)	(58.2)	(62.5)
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（%）	7.8	6.5	8.6	9.1	9.8
市場預期息稅折舊攤銷前利潤	-	-	4,853.8	5,723.6	6,553.1
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.02	0.98	0.98

來源：中免集團、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	人民幣 52.06 元
目標價	人民幣 77.10 元
上升空間	+48.1%
早前目標價	人民幣 90 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	601888 CH
已發行股份（百萬股）	1,952.5
市值（港幣 1 百萬元）	106,843.6
市值（美金 1 百萬元）	15,890.1
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	336.7

價格表現（%）

52 週最高 / 最低 人民幣 99.81 元/人民幣 50.21 元				
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(2.1)	(8.1)	(45.0)	(22.9)	(44.8)

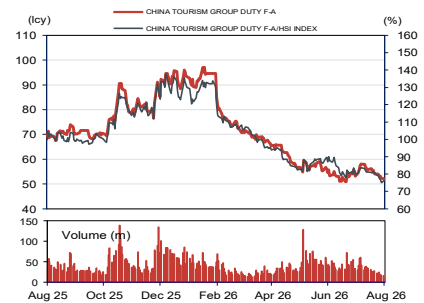
主要股東（%）

中國旅遊集團	50.08
--------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	28.74
2026 財年每股淨現金（人民幣）	16.67

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

中國旅遊集團中免為全球最大的免稅營運商之一。其主要從事免稅旅遊零售業務，包括批發及零售煙酒、香水及化妝品、配飾、服裝以及電子產品等免稅品。此外，該公司亦從事以免稅業務為核心的商業綜合體投資及開發。

- **2026 年上半年海南業務穩步增長。**2026 年上半年，來自海南的收入為人民幣 185.54 億元，按年增長 23%，其中三亞免稅城的收入按年增長 28%至人民幣 132.56 億元，而海口免稅城的收入則按年增長 20%至人民幣 36.66 億元。管理層將海南的增長歸因於三亞及海口綜合體改造為文旅目的地，以及珠寶和 3C 產品等更佳的产品組合。
- **北京及上海機場自 2026 年第 2 季度起轉正。**於 2026 年上半年，來自上海及其他地區的收入為人民幣 88.41 億元，按年下跌 32%。隨着今年較早時轉讓北京和上海機場的免稅業務，管理層指出，4 月至 6 月的銷售額按年轉為正增長，其中部分月份更錄得雙位數增長。
- **2026 年上半年毛利率改善，受惠於更佳的产品組合、嚴謹的折扣以及外匯。**按商品劃分，2026 年上半年免稅收入總計人民幣 217.28 億元（同比+7%，環比+15%），而有稅收入為人民幣 51.22 億元（同比-29%，環比-17%）。於 2026 年上半年，主營業務毛利率按年提升 0.5 個百分點至 32.7%，其中免稅業務毛利率為 36.9%（按年下降 2.1 個百分點，按半年上升 2.1 個百分點），而有稅業務毛利率為 15.0%（按年上升 1.9 個百分點，按半年下降 6.7 個百分點）。
- 管理層將毛利率改善歸因於：a）在電子商務整合及品類擴張後，網上平台利潤率較高的銷售帶動；b）在與長期品牌合作夥伴的定價控制下，折扣幅度收窄；以及 c）人民幣升值帶來的有利採購成本。展望未來，管理層預期更深化的品牌採購合作關係以及更廣泛的产品種類將推動毛利率進一步上升空間。

盈利預測調整 / 風險

- **我們分別下調 2026/27 年度盈利預測 5%/10%。**我們將 2026/27 年度的收入預測分別下調 6%/8%。我們將 2026/27 年度的毛利率預測分別上調 0.7 個百分點/0.6 個百分點。我們亦分別將 2026/27 年度的銷售費用率預測上調 0.6 個百分點/0.8 個百分點。因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 5%/10%。

估值 / 建議

- **維持「買入」評級；下調目標價 14%至人民幣 77.1 元。**我們將以現金流折現法(DCF)計算的目標價下調 14%至人民幣 77.1 元。我們的目標價相當於 32.2 倍 2026 年預測市盈率 及 28.6 倍 2027 年預測市盈率。該股目前以 21.7 倍 2026 年預測市盈率 及 19.3 倍 2027 年預測市盈率 的價格交易。

分部資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年 上半年	2025 年 上半年	按年變 動 (%)
集團免稅銷售額	21,728	20,343	6.8
免稅毛利率(%)	36.9	39.0	(2.1)
集團完稅銷售額	5,122	7,189	(28.8)
完稅毛利率(%)	15.0	13.1	1.9
中國免稅品集團 (CDFG)			
營業收入	21,550	21,238	1.5
經營利潤	1,637	1,260	29.9
經營利潤率(%)	7.6	5.9	1.7
應佔純利	1,351	1,032	30.9
應佔純利率(%)	6.3	4.9	1.4
中免三亞市內免稅店			
營業收入	13,256	10,343	28.2
經營利潤	1,720	713	141.4
經營利潤率(%)	13.0	6.9	6.1
應佔純利	1,467	605	142.4
應佔純利率(%)	11.1	5.9	5.2
海南免稅品有限公司			
營業收入	1,872	1,826	2.5
經營利潤	80	67	18.5
經營利潤率(%)	4.3	3.7	0.6
應佔純利	67	57	17.3
應佔純利率(%)	3.6	3.1	0.5

來源：中免集團，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	53,693.6	56,339.9	61,756.0	67,614.4
息稅折舊攤銷前利潤	6,742.3	8,423.0	9,567.9	10,458.4
折舊及攤銷	1,314.0	2,070.5	2,410.4	2,403.1
息稅前利潤	5,428.4	6,352.5	7,157.5	8,055.4
聯營公司貢獻	(69.0)	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／(支出)	776.8	735.7	709.2	811.2
除稅前溢利	5,307.5	6,709.8	7,550.5	8,644.8
稅項	(1,617.9)	(1,403.1)	(1,578.9)	(1,807.7)
少數股東權益	(103.4)	(334.3)	(366.3)	(404.8)
純利	3,586.2	4,972.4	5,605.3	6,432.3
純利 (經調整)	3,586.2	4,972.4	5,605.3	6,432.3

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	6,058.6	7,786.6	7,856.6	8,925.9
除稅前溢利	5,307.5	6,709.8	7,550.5	8,644.8
稅項	(1,617.9)	(1,403.1)	(1,578.9)	(1,807.7)
折舊及攤銷	1,314.0	2,070.5	2,410.4	2,403.1
營運資金變動	(493.4)	1,318.1	803.0	1,064.3
其他營運現金流量	1,548.5	(908.7)	(1,328.3)	(1,378.5)
投資	(3,475.3)	(3,208.3)	(1,203.3)	(1,203.3)
資本支出(增長)	(1,273.1)	(3,205.0)	(1,200.0)	(1,200.0)
其他	(2,202.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)
融資	(3,182.0)	(592.6)	(1,912.8)	(2,162.0)
支付股息	(3,100.9)	(1,452.2)	(2,013.6)	(2,269.9)
借款所得款項	708.1	37.2	100.8	107.9
其他／已付利息	(789.1)	822.4	0.0	0.0
現金流入(流出)淨額	(1,028.6)	3,985.6	4,740.6	5,560.6
年初現金及現金等價物	34,773.2	33,781.2	37,766.9	42,507.4
其他貨幣資金	36.6	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	33,781.2	37,766.9	42,507.4	48,068.1

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	6,279.6	8,823.4	9,315.7	9,761.5
其他長期資產	12,477.7	11,832.9	11,265.3	10,780.8
現金／短期投資	33,781.2	37,766.9	42,507.4	48,068.1
其他流動資產	22,444.3	21,579.7	21,801.5	21,841.3
資產總額	74,982.9	80,002.9	84,890.0	90,451.7
短期債務	226.7	226.7	226.7	226.7
其他流動負債	9,420.2	9,763.4	10,692.5	11,687.0
長期債務	2,848.7	2,848.7	2,848.7	2,848.7
其他長期負債	1,361.7	1,361.7	1,361.7	1,361.7
股東權益	55,469.3	59,811.8	63,403.5	67,566.0
少數股東權益	5,656.3	5,990.6	6,356.9	6,761.6
負債及權益總額	74,982.9	80,002.9	84,890.0	90,451.7

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度(%)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	12.6	15.0	15.5	15.5
稅前利潤率	9.9	11.9	12.2	12.8
純利率	6.7	8.8	9.1	9.5
資產回報率	4.7	6.4	6.8	7.3
股本回報率	6.5	8.6	9.1	9.8

增長

營業額	(4.9)	4.9	9.6	9.5
息稅折舊攤銷前利潤	(9.5)	24.9	13.6	9.3
除稅前溢利	(13.7)	26.4	12.5	14.5
純利	(16.0)	38.7	12.7	14.8
純利 (經調整)	(16.0)	38.7	12.7	14.8
每股收益	(16.0)	38.3	12.4	14.8

槓桿比率

債務佔總資本比率	5.3	5.1	4.8	4.5
債務權益比率	5.6	5.3	5.0	4.7
債務／(現金)淨額與權益	(50.3)	(54.7)	(58.2)	(62.5)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

埃斯頓 (002747 CH)

2026 年第 2 季度：利潤率穩健但估值合理；維持「持有」評級

重點摘要

- 2026 年第 2 季業績與初步公告一致。收入按年增長 4.3%，按季增長 11.9% 至人民幣 13.6 億元，較市場預期低 11.6%，但毛利率按年擴張 6.0 個百分點至 33.1%，核心純利轉為人民幣 5,100 萬元。
- 管理層指引 2026 年全球機器人出貨量約 45,000 台、國內市佔率為 10% 至 11%、純利為人民幣 3 億元，並預期毛利率及費用率將於 2026 年下半年進一步改善。
- 維持「持有」評級；因預測上調，目標價調高至人民幣 28.2 元。

2026 年第 2 季業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025 年第 2 季	2026 年第 1 季	2026 年第 2 季	按年（%）	按季（%）
收入	1,304	1,217	1,361	4.3	11.9
毛利	353	370	450	27.6	21.8
OP	26	65	115	340.3	77.6
純利	(6)	98	63	不具意義	(35.1)
核心純利	(22)	19	51	不具意義	162.5
利潤率（%）					
GPM	27.0	30.4	33.1	6.0	2.7
OPM	2.0	5.3	8.5	6.5	3.1
純利率	(0.5)	8.0	4.7	5.1	(3.4)

資料來源：埃斯頓、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季業績符合初步結果。埃斯頓 2026 年第 2 季收入按年增長 4.3%，按季增長 11.9% 至人民幣 13.6 億元，較市場普遍預期低 11.6%，乃因該公司放棄低利潤率訂單以爭取盈利能力。因此，產品組合有所改善，毛利率按年擴大 6.0 個百分點、按季擴大 2.7 個百分點至 33.1%，大幅超出市場預期的 30.8%。營運開支率亦按年下降 0.4 個百分點，按季下降 0.2 個百分點，反映成本控制持續改善；核心純利扭虧為盈，錄得利潤人民幣 5,100 萬元，而 2025 年第 2 季的核心淨虧損為人民幣 2,200 萬元。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	4,009	4,888	5,558	6,421	6,927
息稅折舊攤銷前利潤	(60)	333	603	724	813
經營利潤	(254)	138	405	520	599
純利（報告 / 實際）	(810)	45	308	398	514
純利（經調整）	(836)	7	259	348	464
每股收益（分）	(93.2)	5.2	31.9	41.1	53.1
每股收益（分）（經調整）	(96.1)	0.8	26.7	36.0	48.0
市盈率（倍）	(33.1)	596.9	96.7	74.9	58.0
市賬率（倍）	15.0	13.7	11.8	10.0	8.4
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	(502.5)	88.5	48.3	40.7	35.4
股息收益率（%）	-	-	-	-	-
純利率（%）	(20.2)	0.9	5.5	6.2	7.4
債務／（現金）淨額與權益（%）	174.5	139.3	102.5	99.5	61.4
利息保障倍數（倍）	(1.9)	0.9	3.1	3.9	14.2
股本回報率（%）	(37.2)	0.4	12.2	14.1	15.9
市場預期純利	-	-	257.7	335.2	430.6
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.20	1.19	1.19

資料來源：埃斯頓、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

持有（維持）

股價	人民幣 30.82 元
目標價	人民幣 28.20 元
上升空間	-8.5%
早前目標價	人民幣 21.20 元

股票數據

行業	工業設備
股份代號	002747 CH
已發行股份（百萬股）	968
市值（人民幣 1 百萬元）	32,489
市值（美金 1 百萬元）	4,791
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	507.3

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		人民幣 49 元 / 人民幣 19.21 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
0.4	17.0	37.7	40.6	41.6

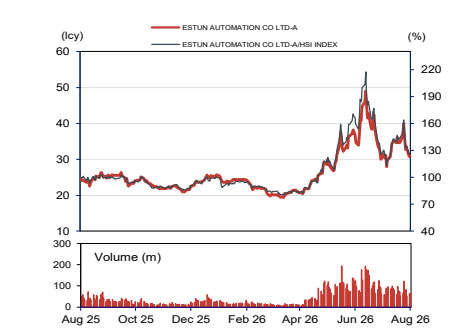
主要股東（%）

南京派雷斯特科技有限公司	26.34
吳波	11.47

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	0.37
2026 財年每股淨債項（人民幣）	2.81

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

埃斯頓研發及製造機械設備。該公司專注於金屬成型及電液機械人。

- **兩個分部於 2026 年上半年均錄得穩健的利潤率。**工業機器人及智能製造系統（佔收入 83%）增長 2.2%至人民幣 21.4 億元，毛利率按年上升 4.7 個百分點至 31.7%。其中，受惠於產品組合改善，埃斯頓品牌機械人本體的利潤率達 35.8%，創近年新高；儘管利潤率處於 10%至 15%左右的集成業務部分抵銷了此增幅。自動化核心零部件及運動控制收入按年微跌 3.8%至人民幣 4.39 億元，毛利率按年上升 1.8 個百分點至 32.4%。
- **重申全年目標。**管理層預期 2026 年全球機械人出貨量約為 45,000 台（國內約 42,000 台，海外約 2,000 台；2026 年上半年：約 19,000 台），國內市佔率為 10%至 11%，以及人民幣 3 億元純利，並預期毛利率及費用率將於 2026 年下半年進一步改善。該公司於 2026 年第 2 季開始調高指定運動控制產品的價格，並可能將此措施擴展至機械人。2026 年下半年的新需求增長點：人工智能驅動的晶片 / 記憶體 / 伺服器資本支出及半導體（研發中的晶圓機器人），具有較高毛利率。
- **高價值產品是重中之重。**管理層明確表示會放棄低利潤率的訂單。埃斯頓正致力為客戶提供卓越的產品及售後服務質素，從而：a)改善其業務組合（即售後服務能帶來更高利潤率），以及 b)爭取更多高價值訂單。
- **海外擴張是主要的增長引擎。**2026 年上半年，自有品牌海外收入按年增長兩倍至約人民幣 6,000 萬元，海外訂單總量與收入均按年翻倍，歐洲市場更增長逾 200%。埃斯頓現已列入多家全球汽車零部件龍頭企業的供應商名單，且重複訂單正在增加。
- **收購 Codroid 以增添協作機械人及具身機械人。**Codroid 收購事項（於 2026 年 7 月初公布；於 8 月初獲董事會批准）預期將於 2026 年第 3 季完成。Codroid 於 2026 年上半年出貨逾 1,000 台協作機械人，並已開始小批量銷售 5 公斤負載的固定式雙臂及輪式人形本體，主要針對廠內物流及汽車電子領域（物料搬運、柔性組裝）；20 公斤負載的雙臂人形機械人將於 2026 年下半年推出。管理層觀點雙臂協作機械人——而非完全人形機械人——因成本和可靠性而成為更快的具身人工智能採用路徑，並將透過硬件和數據而非基礎模型參與實體人工智能。

估值 / 建議

- 維持「持有」評級，並將目標價上調至人民幣 28.2 元，此乃基於 9.2 倍 2027 年預測每股淨資產，相當於較五年歷史遠期平均估值高出 0.5 個標準差。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 年至 2028 年的盈利預測分別上調 30.2%/36.6%/33.1%至人民幣 3.08 億元/人民幣 3.98 億元/人民幣 5.14 億元，原因是：a)基於對核心自動化零部件及機械人銷售更為審慎的看法，我們下調了收入假設；但此影響被以下因素完全抵銷有餘：b)兩個分部的毛利率假設均有所提高，以及 c)經營開支假設有所降低。

2026-28 年度的變更預測

截至12月31日止年度 (人民幣1百萬元)	-----舊估計-----			-----新預測-----			-----差異(%)-----		
	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
收入	5,794	6,511	6,930	5,558	6,421	6,927	(4.1)	(1.4)	(0.0)
毛利	1,791	2,046	2,206	1,788	2,066	2,232	(0.2)	1.0	1.2
經營利潤	315	386	440	405	520	599	28.6	34.6	36.1
呈報純利	237	291	386	308	398	514	30.2	36.6	33.1
毛利率(%)	30.9	31.4	31.8	32.2	32.2	32.2	1.3	0.8	0.4
經營利潤率(%)	5.4	5.9	6.3	7.3	8.1	8.6	1.9	2.2	2.3
純利率(%)	4.1	4.5	5.6	5.5	6.2	7.4	1.5	1.7	1.8

資料來源：埃斯頓、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	4,888	5,558	6,421	6,927
息稅折舊攤銷前利潤	333	603	724	813
折舊及攤銷	196	198	204	214
息稅前利潤	138	405	520	599
總其他非經營收入	8	8	8	8
聯營公司貢獻	(3)	(3)	(3)	(3)
淨利息收入／(支出)	(153)	(132)	(134)	(42)
除稅前溢利	77	389	502	648
稅項	(32)	(78)	(100)	(130)
少數股東權益	(0)	(3)	(3)	(4)
純利	45	308	398	514
純利（經常性）	7	259	348	464

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	507	915	206	1,155
除稅前溢利	138	405	520	599
稅項	(32)	(78)	(100)	(130)
折舊／攤銷	196	198	204	214
聯營公司	3	3	3	3
營運資金變動	114	274	(533)	380
非現金項目	88	112	112	88
其他營運現金流量	-	-	-	1
投資	157	(363)	(386)	(386)
資本支出（增長）	(312)	(260)	(260)	(260)
投資	(1,872)	(117)	(141)	(152)
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	2,340	13	15	27
融資	(990)	77	(149)	(69)
支付股息	(134)	(145)	(149)	(69)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	2,857	2,615	2,615	2,615
償還貸款	(3,738)	(2,393)	(2,615)	(2,615)
其他／已付利息	25	0	-	-
現金流入（流出）淨額	(327)	629	(329)	700
年初現金及現金等價物	1,181	876	1,505	1,176
年末現金及現金等價物	876	1,505	1,176	1,877

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	1,471	1,519	1,558	1,589
其他長期資產	2,618	2,750	2,908	3,076
現金／短期投資	876	1,505	1,176	1,877
其他流動資產	4,449	3,574	5,385	4,122
資產總額	9,415	9,347	11,027	10,663
短期債務	1,278	1,500	1,500	1,500
其他流動負債	3,930	3,329	4,607	3,724
長期債務	1,216	1,216	1,216	1,216
其他長期負債	973	973	973	973
股東權益	1,961	2,270	2,668	3,182
少數股東權益	58	60	64	68
負債及權益總額	9,415	9,347	11,027	10,663

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	6.8	10.8	11.3	11.7
稅前利潤率	0.3	5.4	6.5	8.1
純利率	0.9	5.5	6.2	7.4
資產回報率	0.1	2.8	3.4	4.3
股本回報率	0.4	12.2	14.1	15.9
增長				
營業額	21.9	13.7	15.5	7.9
息稅折舊攤銷前利潤	(659.4)	80.9	20.0	12.3
除稅前溢利	(110.0)	401.8	29.1	29.1
純利	(105.5)	585.7	29.1	29.1
純利（經調整）	(100.9)	3,452.1	34.6	33.3
每股收益	(105.5)	517.1	29.1	29.1
槓桿比率				
債務佔總資本比率	38.3	41.0	34.7	35.9
債務權益比率	184.0	168.8	143.6	120.4
債務／（現金）淨額與權益	139.3	102.5	99.5	61.4
利息保障倍數（倍）	0.9	3.1	3.9	14.2

嘉里建設 (683 HK)

2026 年上半年：Branksome Crest 出售關鍵正面；整體發展勢頭保持良好

重點摘要

- 2026 年上半年核心淨利潤按年下跌 9.4%，而香港物業銷售利潤率按年上升 5.8 個百分點，淨負債比率則按半年下降 2 個百分點。每股派息維持不變。
- Branksome Crest 轉為出售屬正面驚喜，並將同時支持去槓桿（預計可將淨負債比率降低 5 個百分點）及盈利。
- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 27.8 元不變。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度（港幣 1 百萬元）	2026 年上半年	2025 年上半年	按年	2025 年下半年	按半年
合併收入	6,671	9,954	-33.0%	15,061	-55.7%
物業銷售	3,031	6,422	-52.8%	11,252	-73.1%
物業租賃及其他	2,570	2,502	2.7%	2,691	-4.5%
酒店營運	1,070	1,030	3.9%	1,118	-4.3%
收入	5,557	8,059	-31.0%	11,509	-51.7%
物業銷售	2,372	4,986	-52.4%	8,122	-70.8%
物業租賃及其他	2,360	2,280	3.5%	2,520	-6.3%
酒店營運	825	793	4.0%	867	-4.8%
基礎純利（UNP）*	782	863	-9.4%	1,145	-31.7%
投資物業公平值變動	(47)	(251)	不具意義	(819)	不具意義
股東應佔溢利	735	612	20.1%	326	125.5%
基礎每股收益	0.54	0.67	-9.4%	1.02	-31.7%
每股派息	0.40	0.40	0.0%	0.95	不具意義
毛利率	42.6%	32.9%	+9.7 個百分點	26.1%	+16.4 個百分點
稅項	(687)	(609)	+12.8%	(1,015)	-32.3%
合約銷售額	6,872	16,186	-57.5%	18,498	-62.9%
淨負債比率	31.3%	38.4%	-7.1 個百分點	33.3%	-2.0 個百分點

*就基礎純利而言，已計入物業銷售撥備。2025 年上半年/2025 年下半年/2026 年上半年的撥備分別為港幣 1.15 億元/港幣 3.32 億元/港幣 0 元。來源：嘉里、大華繼顯 7

分析

- 2026 年上半年：物業銷售利潤率改善且去槓桿表現穩健，維持每股派息。基礎純利（UNP）為港幣 7.82 億元（按年-9.4%），相當於我們全年預測的 43.2%。核心淨利潤按年下降，主要由於物業銷售分部確認的收入減少（按年下降 52.8%）以及資本化利息減少。於 2026 年上半年，物業銷售利潤率上升以及租金收入穩步增長是主要的盈利推動力。2026 年上半年淨負債比率下降 2.0 個百分點（對比 2025 年下半年）至 31.3%，反映在上海豪宅項目銷售收款支持下，去槓桿進程保持穩健。2026 年上半年每股派息維持在每股港幣 0.4 元。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（港幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	19,499	19,568	15,160	26,535	22,609
息稅折舊攤銷前利潤	2,500	2,424	3,304	6,341	5,672
經營利潤	2,944	2,868	3,748	6,785	6,116
純利（報告 / 實際）	808	938	1,812	4,018	3,620
純利（經調整）	2,576	2,008	1,812	4,018	3,620
每股收益（港元）	177.3	138.2	124.7	276.5	249.1
市盈率（倍）	11.2	14.3	15.9	7.2	7.9
市賬率（倍）	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	33.9	35.0	25.6	13.4	14.9
股息收益率（%）	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
純利率（%）	4.1	4.8	12.0	15.1	16.0
債務/（現金）淨額與權益（%）	47.0	41.3	39.2	36.2	33.4
利息保障倍數（倍）	不適用	11.2	5.9	12.6	12.6
股本回報率（%）	0.8	0.9	1.7	3.8	3.4
市場預期純利（港幣 1 百萬元）	-	-	2,029.7	4,000.6	4,771.3
大華繼顯/市場預期（倍）	-	-	0.89	1.00	0.76

來源：嘉里建設、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 54047225 轉 820

買入（維持）

股價	港幣 19.45 元
目標價	港幣 27.80 元
上升空間	+42.9%

股票數據

行業	房地產
股份代號:	683 HK
已發行股份（百萬）:	1,451.3
市值（港幣 1 百萬元）:	28,706.8
市值（美金 1 百萬元）:	3,662.9
3 個月平均成交額（美金 1 百萬元）:	4.2

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 26.10 元/港幣 17.68 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
4.0	(14.9)	(22.1)	(4.7)	(2.5)

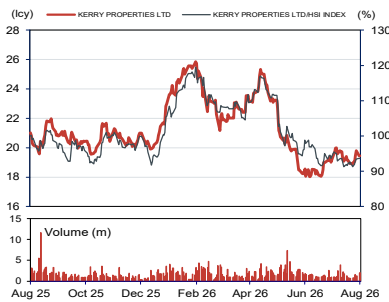
主要股東（%）

嘉里集團	44.3
------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	72.43
2026 財年每股淨債項（港元）	28.39

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

嘉里建設是一家總部位於香港的物業發展商及投資者，在香港及中國內地擁有由發展物業、投資物業（寫字樓、商舖及住宅）以及酒店組成的物業組合。其為郭氏集團的成員。

- **Branksome Crest 由租轉售屬正面驚喜。**嘉里建設(嘉里)決定將 Branksome Crest 由出租轉為出售，預計於 2026 年第 4 季推售。鑑於半山區樓齡約 20 年的豪宅供應有限，該項目應會備受歡迎。就該 62 個單位而言，實用面積約為 110,000 平方呎，並按保守的平均售價假設每平方呎港幣 55,000 元計算，我們估計總銷售額將超過港幣 60 億元。歷經兩年的翻新工程後，Branksome Crest 的賬面值可能偏向保守，未必能充分反映近期的租金增長。在審慎假設毛利率為 25%及去化期為三年的情況下，我們估計該項出售事項可在 2028 年前將淨負債比率降低約 5 個百分點，並在 2026 至 2028 年間將純利提升 10% 至 20%，有助於抵銷投資支出增加所帶來的潛在負債壓力，同時鞏固盈利基礎。
- 於 2026 年上半年，穩健的去槓桿進展、香港物業發展利潤率改善，以及具韌性的零售業務均為主要利好因素。展望未來：a)管理層指引截至 2026 年底淨負債比率約為 30%；b)減少低利潤率的大眾市場產品以及將 Branksome Crest 納入入賬儲備將有助於支撐利潤率；以及 c)中國內地和香港的零售租戶銷售額增長均保持雙位數。收購鄰近前灘的楊思零售及文化項目應會進一步擴大嘉里的零售物業組合，目標成本回報率為中至高個位數。

按分部劃分的毛利率

毛利潤率	-----合併-----			--公司及其附屬公司--			---合營企業及聯營公司---		
	2026 年 上半年	2025 年 下半年	2025 年 上半年	2026 年 上半年	2025 年 下半年	2025 年 上半年	2026 年 上半年	2025 年 下半年	2025 年 上半年
物業租賃	67%	62%	71%	67%	61%	71%	63%	82%	71%
內地	65%	60%	70%	65%	58%	70%	62%	91%	70%
香港	73%	70%	77%	74%	71%	77%	65%	64%	75%
物業發展	18%	18%	9%	22%	15%	15%	3%	27%	-13%
內地	31%	29%	-2%	31%	21%	-2%	17%	43%	不適用
香港	15%	7%	9%	19%	10%	16%	3%	-4%	-13%
酒店	32%	33%	33%	33%	34%	33%	31%	31%	33%
內地	33%	33%	33%	33%	34%	33%	33%	33%	33%
香港	不適用	不適用	33%	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	33%
總計	39%	27%	27%	43%	26%	33%	21%	30%	2%

來源：嘉里建設，大華繼顯

- 分析員簡報會的其他主要要點包括：a)基準每股派息增長將受經常性息稅折舊攤銷前利潤增長推動；派發特別股息需要龐大的意外收益；b)管理層認為香港住宅價格的持續回升將需要更強勁的成交量；c)內地對資本外流的管制已削弱市場情緒。擁有多元化離岸融資的超級豪宅項目保持韌性，以及 d)資本配置將優先考慮防守型的香港住宅開發收購項目。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 27.8 元不變。我們的目標價乃按預測每股資產淨值港幣 69.4 元折讓 60%計算得出，相當於 4.9%的股息收益率。該股目前按 2026 年 6.8%的收益率進行交易。

盈利預測調整 / 風險

- 維持盈利預測不變。待 Branksome Crest 的定價及利潤能見度改善後，我們將重新審視我們的預測。

股價催化劑

- 物業銷售表現強於預期。

嘉里建設的合約銷售額

(港幣 10 億元)	2026 年 上半年	2025 年 上半年	按年
內地	1.3	10.7	-88%
內地-不包括金陵華府	0.8	0.7	4%
香港	5.6	5.5	1%
總計	6.9	16.2	-58%

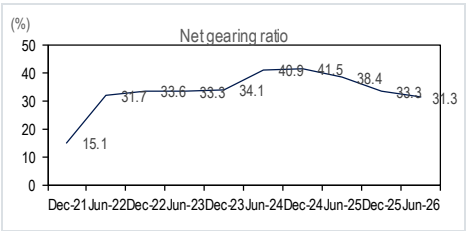
來源：大華繼顯

香港銷售詳情

項目	應佔權益%	應佔銷售額 (港幣 10 億元)
LA MIRABELLE	25%	1.8
縵外	100%	1.7
海盈山	50%	1.6
HAVA	100%	0.2
La Marina	50%	0.1
FLORA	100%	0.0
其他	不適用	0.0
總計	不適用	5.6

來源：大華繼顯

淨負債比率



來源：大華繼顯

中國投資物業出租率

(%)	2026 年上 半年	2025 年下 半年
物業類型		
寫字樓	89%	90%
零售	91%	92%
住宅	95%	92%
主要物業		
上海靜安嘉里中心	95%	95%
上海浦東嘉里城	91%	96%
北京嘉里中心	89%	87%
杭州嘉里中心	90%	92%

來源：嘉里建設，大華繼顯

香港投資物業出租率 (%)

	2026 年上 半年	2025 年 下半年
物業類型		
零售	94%	97%
住宅	99%	99%
寫字樓	83%	81%
主要物業		
MegaBox	94%	97%
企業廣場五期	81%	82%
嘉里中心	90%	77%
半山區投資組合	99%	100%

來源：嘉里建設，大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (港幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
淨營業額	19,568.0	15,160.0	26,535.1	22,609.0
息稅折舊攤銷前利潤	2,424.0	3,304.4	6,340.8	5,672.1
折舊及攤銷	(444.0)	(444.0)	(444.0)	(444.0)
息稅前利潤	2,868.0	3,748.4	6,784.8	6,116.1
總其他非經營收入	(447.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
聯營公司貢獻	726.0	821.0	542.9	574.8
淨利息收入／(支出)	(217.0)	(561.9)	(504.8)	(450.6)
除稅前溢利	2,930.0	4,007.5	6,822.8	6,240.4
稅項	(1,624.0)	(1,274.6)	(1,884.0)	(1,699.7)
少數股東權益	(368.0)	(920.5)	(920.5)	(920.5)
純利	938.0	1,812.4	4,018.4	3,620.2
純利 (經調整)	2,008.0	1,812.4	4,018.4	3,620.2

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (港幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
營運	13,742.0	7,121.0	5,773.2	6,045.3
年度溢利	2,930.0	4,007.5	6,822.8	6,240.4
稅項	(1,624.0)	(1,274.6)	(1,884.0)	(1,699.7)
折舊及攤銷	(444.0)	(444.0)	(444.0)	(444.0)
聯營公司	(726.0)	(821.0)	(542.9)	(574.8)
營運資金變動	12,838.0	5,789.1	1,957.2	2,659.4
非現金項目	568.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	200.0	(136.0)	(136.0)	(136.0)
投資	(6,048.0)	(2,930.0)	(1,430.0)	(930.0)
資本支出 (增長)	(2,949.0)	(4,100.0)	(2,600.0)	(2,100.0)
出售資產所得款項	26,740.0	26,971.0	26,923.9	27,498.6
其他	(29,858.0)	(25,801.0)	(25,753.9)	(26,328.6)
融資	(7,263.0)	(4,750.4)	(4,610.9)	(4,478.5)
支付股息	(1,959.0)	(1,961.9)	(1,961.9)	(1,961.9)
借款所得款項	53,398.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	(58,513.0)	(2,788.5)	(2,649.1)	(2,516.6)
其他 / 已付利息	(189.0)	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	431.0	(559.3)	(267.8)	636.9
年初現金及現金等價物	10,961.0	12,332.0	11,772.7	11,504.9
因外匯影響所致的變動	470.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	11,862.0	11,772.7	11,504.9	12,141.8

資產負債表

截至 12 月 31 日止年 度 (港幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
固定資產	94,590.0	96,690.0	98,290.0	98,290.0
其他長期資產	57,920.0	58,151.0	58,103.9	58,678.6
現金／短期投資	12,332.0	11,772.7	11,504.9	11,504.9
其他流動資產	44,469.0	47,071.50	39,635.70	35,950.10
資產總額	209,311.0	213,685	207,534	204,424
短期債務	6,429.0	6,107.6	5,802.2	5,512.1
其他流動負債	20,783.0	27,198.7	20,720.0	17,546.9
長期債務	49,341.0	46,874.0	44,530.3	42,303.7
其他長期負債	13,543.0	13,543.0	13,543.0	13,543.0
股東權益	105,272.0	105,122.6	107,179.1	108,837.5
少數股東權益	13,919.0	14,839.5	15,759.9	16,680.4
負債及權益總額	209,287.0	213,685.2	207,534.5	204,423.5

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年 度 (%)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤 率	12.4	21.8	23.9	25.1
稅前利潤率	15.0	26.4	25.7	27.6
純利率	4.8	12.0	15.1	16.0
資產回報率	0.5	0.9	1.9	1.8
股本回報率	0.9	1.7	3.8	3.4

增長

營業額	0.4	(22.5)	75.0	(14.8)
息稅折舊攤銷前利潤	(3.0)	36.3	91.9	(10.5)
除稅前溢利	13.5	36.8	70.3	(8.5)
純利	16.1	93.2	121.7	(9.9)
純利 (經調整)	(22.0)	(9.7)	121.7	(9.9)
每股收益	(22.0)	(9.7)	121.7	(9.9)

槓桿比率

債務佔總資本比率	31.9	30.6	29.0	27.6
債務權益比率	53.0	50.4	47.0	43.9
債務／(現金) 淨額	41.3	39.2	36.2	33.4
與權益 利息保障倍數 (倍)	11.2	5.9	12.6	12.6

建滔積層板 (1888 HK)

2026 年上半年：受惠於蓬勃發展的人工智能需求，純利飆升 209%；預期 2026 年下半年供應短缺將會加劇

重點摘要

- 受惠於積層板平均售價多次上調、毛利率顯著擴張及營運槓桿比率，建滔積層板 2026 年上半年的收入/純利分別按年飆升 58%/209%。
- KBL 正加快擴大高端特種玻璃纖維紗及織物的產能。由於供應短缺加劇，我們預期積層板及上游材料的價格在 2026 年下半年將維持於高位，並估計人工智能相關的特種紗線將於 2026 至 2028 年間分別貢獻總收入的 3.3%、10.6%及 12.8%。
- 維持「買入」評級，目標價由港幣 25.3 元調高至港幣 42.43 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (港幣 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	14,904	55.4%	37.8%	9,588	10,812	20,400
積層板及上游物料	13,786	58.1%	42.9%	8,718	9,648	18,366
其他	1,118	28.5%	-4.0%	870	1,164	2,034
毛利	4,580	159.8%	105.6%	1,763	2,228	3,991
經營利潤	3,887	228.0%	147.5%	1,185	1,571	2,755
純利	2,887	209.3%	91.3%	933	1,509	2,442
利潤率 (%)						
毛利率	30.7	12.3 個百 分點	10.1 個百 分點	18.4	20.6	19.6
經營利潤率	26.1	13.7 個百 分點	11.6 個百 分點	12.4	14.5	13.5
純利率	19.4	9.6 個百 分點	5.4 個百 分點	9.7	14.0	12.0

來源：建滔積層板，大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績強勁。建滔積層板（建滔積層板）的積層板收入按年增長 58.1%至港幣 137.86 億元，佔我們全年預測的 58%，主要受人工智能的強勁需求所帶動。銷量按年增長 14%，平均每月出貨量達 1,000 萬張。受蓬勃發展的人工智能需求及供應短缺所推動，加上 2026 年上半年積層板及上游材料多次上調平均售價，毛利率按年擴大 12.3 個百分點至 30.7%（相對於我們預測的全年 22.0%）。應佔純利按年急升 209%至港幣 28.87 億元，相當於我們全年預測的 90%，主要受強勁的收入增長、顯著的毛利率擴張以及營運槓桿比率所帶動。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (港幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	18,541	20,400	29,866	32,788	34,359
息稅折舊攤銷前利潤	2,917	4,138	9,822	10,759	11,304
經營利潤	1,968	3,207	8,834	9,693	10,155
純利 (報告 / 實際)	1,326	2,442	6,854	7,505	7,896
純利 (經調整)	1,467	2,082	6,854	7,505	7,896
每股收益 (港仙)	42.5	78.2	218.5	239.2	251.7
市盈率 (倍)	82.6	44.9	16.1	14.7	13.9
市賬率 (倍)	7.3	7.3	7.1	6.7	5.2
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	38.1	26.8	11.3	10.3	9.8
股息收益率 (%)	1.8	1.9	1.8	2.0	2.1
純利率 (%)	7.2	12.0	22.9	22.9	23.0
淨債項對權益比率 (%)	8.8	15.7	27.4	(2.7)	(3.8)
利息保障倍數 (倍)	8.0	16.2	34.1	29.6	31.0
股本回報率 (%)	9.7	13.1	36.3	31.1	26.6
市場預期純利			5,838	7,385	8,353
大華繼顯/市場預期 (倍)			1.17	1.02	0.95

資料來源：建滔積層板，彭博，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

買入（維持）

股價	港幣 35.10 元
目標價	港幣 42.43 元
上升空間	20.9%
早前目標價	港幣 25.30 元

股票數據

行業	資訊科技
股份代號	1888 HK
已發行股份 (百萬股)	3,135
市值 (港幣 1 百萬元)	110,049
市值 (美金 1 百萬元)	14,200
3 個月平均每日成交額 (美金 1 百萬元)	710.4

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 107.20 元/港幣 10.45 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(6.9)	(31.0)	54.0	169.8	167.3

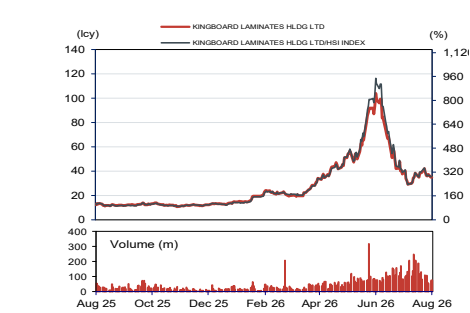
主要股東 (%)

建滔集團	61.7
------	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	6.73
2026 財年每股淨債項 (港元)	1.85

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

建滔積層板是一家垂直整合的電子材料製造公司。其積層板產品包括玻璃環氧樹脂積層板、紙質積層板及複合環氧材料積層板。

- **中期股息派息比率為 30%。**宣派的中期每股派息為 28.0 HK 港仙，相當於約 30.0% 的派息比率（2025 年上半年：15 港仙），而 2025 年上半年則為 50.1%。
- **高端特種玻璃纖維紗/布帶來的盈利貢獻持續增長。**除了一座電子級玻璃纖維紗窯爐於 2025 年投產外，另有四座窯爐於 2026 年上半年開始生產，其中一座較原定於 2026 年下半年的計劃提前投產。由於現有產能大部分轉移至人工智能相關生產，傳統電子級玻璃纖維紗及布料因嚴重短缺而價格急升。因此，來自電子玻璃纖維紗及布的純利按年飆升 280% 至約港幣 10 億元，佔 2026 年上半年純利約 35%。我們估計，人工智能相關的特種紗線將分別貢獻 2026 至 2028 年收入的 3.3%/10.6%/12.8%。
- **加快高端上游材料及積層板的產能擴建。**建滔積層板計劃加快另外八座特種電子玻璃纖維紗窯爐的建設（達到合共 13 座），並目標於 2026 年下半年投產兩座窯爐。其亦計劃加快推進年產能達 10,000 公噸的超細電子玻璃纖維項目第二期，目標於 2027 年第 1 季度投產。同時，該公司正在提升電子級玻璃纖維布設施的產能，年產能分別為 9,500 萬米/1.5 億米/7,800 萬米，預計分別於 2026 年第 3 季/2027 年第 3 季/2027 年上半年投產。在積層板方面，其目標是在 2027 年上半年於江西省投產月產能達 110 萬張的新產能。我們預期 2026 年的資本支出將達港幣 40 億元。
- **預期電子級玻璃纖維布將於 2026 年下半年出現供應短缺。**由於電子級玻璃纖維布等上游材料供應短缺加劇，我們預期積層板及上游材料價格將在 2026 年下半年維持於高位。

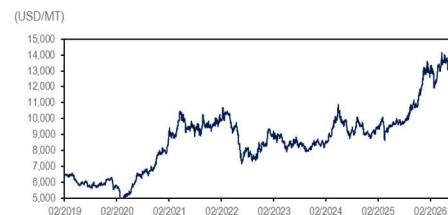
盈利預測調整

- 我們分別將 2026 至 2028 年的收入預測上調 13%/11%/14%，以計入積層板及上游材料較高的平均售價，並分別將 2026 至 2028 年的純利預測上調 114%/96%/90%，以反映較高的收入預測及顯著的毛利率擴張。我們將 2026 年至 2028 年的派息比率預測由 87% 下調至 30%，以反映用於產能擴張的較高資本支出。

估值 / 建議

- **維持「買入」評級，並將目標價上調至港幣 42.43 元。**我們的目標價是基於 19.4 倍 2026 年預測 市盈率，錨定於較其 10.8 倍歷史均值高出 1.5 個標準差的水平。

銅股價圖表（LME 3 個月期銅）



資料來源：彭博

損益表

截至 12 月 31 日止年度（港幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	20,400	29,866	32,788	34,359
息稅折舊攤銷前利潤	4,138	9,822	10,759	11,304
折舊及攤銷	(932)	(988)	(1,065)	(1,148)
息稅前利潤	3,207	8,834	9,693	10,155
總其他非經營收入	451	-	-	-
淨利息收入／（支出）	(147)	(248)	(291)	(263)
除稅前溢利	3,060	8,587	9,402	9,892
稅項	(618)	(1,733)	(1,898)	(1,996)
少數股東權益	0	0	0	0
純利	2,442	6,854	7,505	7,896
純利（經調整）	2,082	6,854	7,505	7,896

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（港幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	2,160	2,754	11,924	5,022
除稅前溢利	3,060	8,587	9,402	9,892
稅項	(618)	(1,733)	(1,898)	(1,996)
折舊及攤銷	932	988	1,065	1,148
營運資金變動	(1,840)	(5,336)	3,063	(4,285)
其他營運現金流量	627	248	291	263
投資	(1,339)	(4,000)	(3,000)	(2,000)
資本支出（增長）	(822)	(4,000)	(3,000)	(2,000)
其他	(517)	-	-	-
融資	(1,119)	943	(2,347)	(2,515)
支付股息	(1,934)	(1,810)	(2,056)	(2,251)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	5,174	3,000	3,000	3,000
償還貸款	(4,306)	-	(3,000)	(3,000)
其他／已付利息	(53)	(248)	(291)	(263)
現金流入（流出）淨額	(298)	(304)	6,577	508
年初現金及現金等價物	1,924	1,628	1,324	7,901
因外匯影響所致的變動	2	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,628	1,324	7,901	8,409

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（港幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	7,122	10,134	12,068	12,920
其他長期資產	2,811	2,811	2,811	2,811
現金／短期投資	1,628	1,324	7,901	8,409
其他流動資產	13,915	20,178	16,884	21,774
資產總額	25,475	34,446	39,664	45,914
短期債務	3,552	6,552	6,552	6,552
其他流動負債	4,561	5,488	5,257	5,862
長期債務	637	637	637	637
其他長期負債	358	358	358	358
股東權益	16,342	21,386	26,834	32,479
少數股東權益	25	25	25	25
負債及權益總額	25,475	34,446	39,664	45,914

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	19.6	34.0	34.0	34.0
稅前利潤率	15.0	28.8	28.7	28.8
純利率	12.0	22.9	22.9	23.0
股本回報率	8.2	19.9	18.9	17.2
資產回報率	13.1	36.3	31.1	26.6
增長（按年%）				
營業額	10.0	46.4	9.8	4.8
毛利	41.9	137.3	9.5	5.1
息稅折舊攤銷前利潤	83.6	180.6	9.5	5.2
除稅前溢利	84.2	180.6	9.5	5.2
純利	41.9	229.2	9.5	5.2
每股收益	84.0	179.3	9.5	5.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	16.4	20.9	18.1	15.7
債務權益比率	25.6	33.6	26.8	22.1
債務／（現金）淨額與權益	15.7	27.4	(2.7)	(3.8)
利息保障倍數（倍）	16.2	34.1	29.6	31.0

拼多多 (PDD US)

2026 年第 2 季度：業績好壞參半；聚焦海外盈利能力

重點摘要

- 拼多多公布好壞參半的 2026 年第 2 季業績。總收入增長 8%，較我們及市場預期低 2%至 4%。經調整純利按年下跌 12%至人民幣 280 億元，受較高的利息 / 投資收入（人民幣 135 億元）所支持，大致符合我們預期。毛利率按年擴大 1.4 個百分點至 57.3%。非美國通用會計準則純利率按年下跌 6 個百分點至 25.4%，主要是由於一般及行政開支增加。
- 評級上調至「買入」，目標價上調至美金 115 元。

2026 年第 2 季業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025 年 第 1 季	2025 年 第 4 季	2026 年 第 1 季	按季	按年	大華繼 續預測	差異	市場 預期	差異
總收入	103,985	106,229	112,358	6%	8%	117,047	(4.0%)	115,196	(2.5%)
網上營銷	55,703	49,936	57,637	15%	3%	56,434	2.1%		
佣金	48,282	56,293	54,721	(3%)	13%	60,614	(9.7%)		
服務成本	(45,859)	(46,893)	(48,017)	(2%)	5%	(51,914)	(7.5%)		
毛利	58,126	59,336	64,341	8%	11%	65,134	(1.2%)	63,922	0.7%
營運開支	(32,333)	(39,770)	(36,577)	8%	13%	(39,633)	(7.7%)		
非美國通用會計準則 經營利潤	27,748	21,090	29,071	38%	5%	28,427	2.3%		
非美國通用會計準則 經營利潤率	27%	20%	26%	6.0 個百分點	(0.8 個百分點)	24%	1.6 個百分點		
純利	30,753	17,558	27,182	55%	(12%)	26,634	2.1%		
非美國通用會計準則 純利	32,708	19,082	28,489	49%	(13%)	29,561	(3.6%)	28,023	1.7%
非美國通用會計準則 每股攤薄 盈利 (人民幣)	22.07	12.89	19.33	50%	(12%)	19.85	(2.6%)		
毛利率	55.9%	55.9%	57.3%	1.4 個百分點	1.4 個百分點	55.6%	1.6 個百分點	55.5%	1.8 個百分點
非美國通用會計準則 純利率	31.5%	18.0%	25.4%	7.4 個百分點	(6.1 個百分點)	25.3%	0.1 個百分點	24.3%	1.0 個百分點

來源：拼多多，大華繼續

分析

- 網上營銷收入按年增長 3.5%（相較 2026 年第 1 季的 2.4%），優於市場預期。這意味著儘管增值稅監管收緊、電商競爭激烈以及消費疲弱（相比淘寶天貓按年增長+1%及京東零售按年下跌-4.7%），國內商品交易總額（GMV）增長仍好於預期。交易服務收入按年增長 13%，低於我們預測的按年增長 17%，且較 2026 年第 1 季的按年增長 20%有所放緩，主要由於歐盟及東盟監管變動致使 Temu 變現放緩，但部分被具韌性的多多買菜業務及復甦中的美國業務所抵銷。
- 經營利潤優於預期。由於履約成本高昂的 Temu 增長放緩，毛利率按年擴大 1.4 個百分點至 57.3%。非美國通用會計準則經營利潤按年增長 5%（相較 2026 年第 1 季/2025 年第 4 季的按年增長 16%/5%），而經營利潤率按年微跌 1 個百分點至 26%，主要與 2026 年 5 月成立、擁有 4,000 名員工的雄安新附屬公司有關，該人數相當於拼多多 2025 年員工總數的 16%。非美國通用會計準則純利按年下跌 12%，利息/投資收入增加至人民幣 135 億元（相較於 2026 年第 1 季的虧損人民幣 6 億元）帶來支持，但部分被其他虧損人民幣 74 億元所抵銷，該等虧損可能與國內/歐盟監管罰款及附屬公司稅項支出的單次性撥備有關。

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	393,836	431,846	473,331	532,458	591,875
息稅折舊攤銷前利潤	226,714	257,700	251,147	297,078	333,931
經營利潤	225,998	257,091	249,658	295,955	332,581
純利 (報告/實際)	230,017	238,486	235,720	280,936	311,178
純利 (經調整)	122,344	107,501	112,212	130,217	154,893
每股收益	8,270.7	7,238.9	7,526.6	8,700.1	10,308.3
市盈率	7.2	8.2	7.9	6.8	5.8
市賬率	10.5	8.0	7.4	5.8	4.6
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤	2.8	2.5	2.6	2.2	1.9
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	58.4	55.2	49.8	52.8	52.6
債務/(現金)淨額與權益	(39.3)	(43.3)	(45.5)	(74.8)	(81.2)
股本回報率	91.9	65.5	54.6	54.8	47.6
市場預期純利	-	-	103,592.4	125,834.0	148,893.9
大華繼續/市場預期 (倍)	-	-	1.08	1.03	1.04

來源：拼多多，彭博，大華繼續

分析員

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+86 21 5404 7225 轉 808

買入 (獲上調)

股價	美金 88.38 元
目標價	美金 115 元
上升空間	30.1%
早前目標價	美金 94 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	PDD US
已發行股份 (百萬股)	1,423.4
市值 (美金 1 百萬元)	125,799.8
市值 (美金 1 百萬元)	125,799.8
3 個月平均每日成交額 (美金 1 百萬元)	713.6

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		美金 139.41 元/美金 71.94 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
6.9	(6.5)	(15.8)	(30.5)	(22.1)

主要股東 (%)

先鋒集團公司	2.80
貝萊德	2.25

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣\$)	79.78
2026 財年每股淨負債 (人民幣\$)	36.31

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

拼多多作為電子商貿平台營運。該公司在網上提供種類繁多的商品，包括雜貨、時尚服飾、美妝及電子產品。拼多多為全球客戶提供服務。

- **Temu 的增長有所放緩。** Temu 在 2026 年第 2 季的增長顯著放緩，儘管在美國於 2025 年第 2 季取消小額豁免後基數相對較低，但交易服務收入按年僅增長 13.3%；若剔除多多買菜的佣金，Temu 的基礎增長可能更為疲弱。然而，我們認為是次放緩基本符合預期。Sensor Tower 數據顯示，Temu 7 月的全球 MAU/DAU 按年分別下降 11%/13%，顯示用戶增長正趨於飽和。與此同時，美國、歐洲及其他市場的監管阻力依然高企。
- **焦點轉移至海外盈利能力。** 我們認為，重點應從海外增長轉向迅速減虧及可持續的盈利能力，而 2%至 3%的海外營業利潤率已屬合理的結果。Temu 已顯著減少獲客支出。這項成本紀律似乎為集團盈利能力提供了支持，2026 年第 2 季度經調整經營利潤按年增長 5%。
- **展望。** 截至 2026 年第 2 季，該公司擁有美金 180 億元的淨現金頭寸，為支持其長期投資策略提供了充足空間。在瞬息萬變的全球貿易和監管態勢下，管理層重申將加大對生態系統的投資力度，並持續聚焦於商戶支援、合規運作以及生態系統的長期發展。
- **我們對拼多多的看法轉為審慎樂觀。** 管理層重申無意跟隨阿里巴巴/京東加入代價高昂的即時零售補貼戰，而 Temu 的策略正由純跨境擴張轉向本地供應/本地履約及合規。因此，中期的關鍵爭論點並不在於 Temu 的 GMV 增長，而在於 Temu 能否在增長與營銷力度放緩的情況下改善盈利能力，同時國內拼多多能否在不大幅增加競爭性支出的情況下維持市場份額。

估值／建議

- 鑑於核心商業廣告增長正在復甦，上調評級至「買入」，並將目標價上調至美金 115 元。我們的目標價乃基於 2027 年分部估值法（SOTP），對核心業務給予 12 倍市盈率 估值，對 Temu 給予 1 倍企業價值 / 市銷率估值，隱含 9.5 倍 2027 年預測市盈率 。 PDD 目前的估值為 7.5 倍 2027 年預測市盈率 ，對應 2027 至 2030 預測年度期間 17%的每股收益三年複合年均增長率。

盈利預測調整／風險

- 由於交易收入增長低於預期，我們將 2026/2027 年的收入及盈利預測下調 1%/1%。我們預測 2027 年預測收入及盈利將分別增長 12%及 16%。
- 風險：a)潛在的大額投資可能會拖累利潤率；b)政策風險，例如美國 / 歐盟及東南亞國家可能對 Temu 實施禁令；以及 c)競爭加劇。

股價催化劑

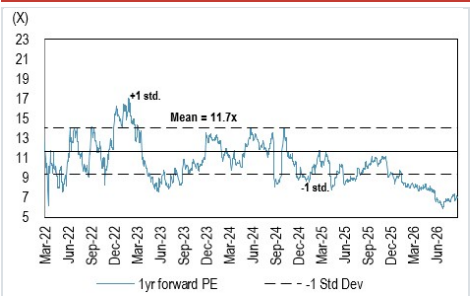
- a)境內商業的新舉措，b)憑藉更高的購買頻次及高性價比產品持續提升消費者心智佔有率，c)地緣政治緊張局勢緩和，以及 d)變現率有所改善。

基於分部加總估值法

分部加總估值法	2027 年預測稅後營				對拼多多的估值 2027	
	2027 年預測收入 (美金 1 百萬元)	業淨利 (美金 1 百萬元)	隱含企業價值/收入 (倍)	市盈率 (x)	年預測 (美金 1 百萬元)	2027 年預測每股 (美元)
主要業務	34,784	10,644	4 倍	12 倍	127,729	92
Temu	29,766		1 倍		19,573	14
多多買菜	8,389	716	2 倍	16 倍	11,463	8
現金淨額					17,905	13
資產淨值					176,670	128
減：控股公司折讓				10%	17,667	10
目標價					159,003	115

來源：拼多多，大華繼顯

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博

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	431,845.7	473,330.5	532,457.5	591,875.5
息稅折舊攤銷前利潤	257,700.2	251,147.3	297,077.9	333,931.1
折舊及攤銷	609.5	1,489.0	1,122.6	1,350.3
息稅前利潤	257,090.7	249,658.3	295,955.3	332,580.8
總其他非經營收入	3,119.8	3,119.8	3,119.8	3,119.8
聯營公司貢獻	0.0	0.0	0.0	0.0
淨利息收入／(支出)	0.0	0.0	0.0	0.0
除稅前溢利	260,210.6	252,778.1	299,075.2	335,700.6
稅項	(21,732.8)	(17,066.7)	(18,148.2)	(24,531.6)
少數股東權益	8.0	9.0	9.0	9.0
純利	238,485.8	235,720.5	280,936.0	311,178.0
純利 (經調整)	107,500.8	112,212.1	130,216.7	154,893.3

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	106,018.5	107,591.4	147,336.9	164,158.5
本年度溢利	260,210.6	252,778.1	299,075.2	335,700.6
稅項	(21,732.8)	(17,066.7)	(18,148.2)	(24,531.6)
折舊及攤銷	609.5	1,489.0	1,122.6	1,350.3
營運資金費用	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	7,367.1	(6,100.7)	1,290.0	(6,792.8)
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
資本支出 (增長)	(140,435.9)	(123,508.4)	(136,002.7)	(141,568.0)
投資	(43,423.2)	(1,246.9)	(1,597.4)	(1,775.6)
出售資產所得款項	(1,145.1)	(1,246.9)	(1,597.4)	(1,775.6)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
融資	(42,278.2)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
支付股息	(5,227.4)	0.0	0.0	0.0
發行股份	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	7.0	8.0	8.0	8.0
其他／已付利息	(5,234.4)	(8.0)	(8.0)	(8.0)
現金流入 (流出) 淨額	57,367.9	106,344.4	145,739.5	162,382.8
年初現金及現金等價物	126,194.3	181,811.0	288,155.4	433,895.0
因外匯影響所致的變動	(1,751.1)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	181,811.0	288,155.4	433,895.0	596,277.8

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	1,306.0	4,752.0	2,588.7	3,024.1
其他長期資產	109,758.4	101,875.0	101,865.9	101,864.8
現金／短期投資	182,731.4	206,192.0	433,895.0	596,277.8
其他流動資產	336,248.5	350,588.0	242,738.3	244,333.6
資產總額	630,044.3	663,407.0	781,087.9	945,500.3
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	212,215.2	212,714.0	222,394.6	231,913.8
長期債務	2,880.2	2,389.0	2,389.0	2,389.0
其他長期負債	41.9	517.0	517.0	517.0
股東權益	414,907.1	447,786.0	576,914.6	731,807.9
少數股東權益	0.0	1.0	1.0	1.0
負債及權益總額	630,044.3	663,407.0	802,216.3	966,628.7

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	59.7	53.1	55.8	56.4
稅前利潤率	60.3	53.4	56.2	56.7
純利率	55.2	49.8	52.8	52.6
資產回報率	42.0	36.4	38.9	36.0
股本回報率	65.5	54.6	54.8	47.6
增長				
營業額	9.7	9.6	12.5	11.2
息稅折舊攤銷前利潤	13.7	(2.5)	18.3	12.4
除稅前溢利	4.0	(2.9)	18.3	12.2
純利	3.7	(1.2)	19.2	10.8
純利 (經調整)	(12.1)	4.4	16.0	19.0
每股收益	(12.5)	4.0	15.6	18.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.7	0.5	0.4	0.3
債務權益比率	0.7	0.5	0.4	0.3
債務／(現金) 淨額與權益	(43.3)	(45.5)	(74.8)	(81.2)

丘鈦科技 (1478 HK)

2026 年上半年：利潤率受壓及研發開支高企拖累盈利；汽車業務仍是最明確的增長動力

重點摘要

- 收入按年增長 12.4%至人民幣 99 億元，但純利按年下跌 10.5%至人民幣 2.76 億元，因毛利率按年收窄 0.8 個百分點至 6.6%，且研發開支按年增加 24.2%。
- 管理層強調智能駕駛、AI 眼鏡、機械人技術及光互連為未來的主要增長動力，其中智能駕駛與 AI 眼鏡可能仍是近期最清晰的機遇。維持「持有」評級。目標價：港幣 6.7 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	2025 年下半 年	2026 年上半 年	按年（%）	按半年（%）
收入	8,832	12,045	9,923	12.4	(17.6)
毛利	654	964	652	(0.4)	(32.4)
純利	308	1,185	276	(10.5)	(76.7)
利潤率(%)					
毛利率	7.4	8.0	6.6	(0.8)	(1.4)
純利率	3.5	9.8	2.8	(0.7)	(7.1)
平均售價（人民幣 / 單位）					
CCM	41.5	40.4	36.5	(11.9)	(9.6)
指紋模組	8.8	10.0	8.5	(3.4)	(15.6)

來源：丘鈦科技，大華繼顯

分析

- 純利受到利潤率受壓及營運開支上升所拖累。收入按年增長 12.4%，但按半年下跌 17.6%至人民幣 99 億元，大致符合市場預期。毛利率按年收窄 0.8 個百分點，按半年收窄 1.4 個百分點至 6.6%，較市場預期低約 1 個百分點，主要由於不利的產品組合轉變、較高端相機模組貢獻減少，以及手機相機業務的平均售價承壓。研發開支按年增長 24.2%至人民幣 3.467 億元，主要受新興業務投資增加所帶動。因此，純利下降至人民幣 2.76 億元，按年下跌 10.5%，按半年下跌 76.7%，較市場預期低 14.8%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
淨營業額	16,151	20,877	21,610	21,685	23,523
息稅折舊攤銷前利潤	1,104	2,180	1,249	1,269	1,521
經營利潤	649	1,739	754	735	921
純利	279	1,494	555	540	710
純利（經調整）	279	1,494	555	540	710
每股收益（分）	23.6	126.1	46.9	45.6	60.0
市盈率（倍）	23.8	4.5	12.0	12.3	9.4
市賬率（倍）	1.6	1.3	2.2	2.1	1.9
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	7.9	4.0	7.0	6.9	5.7
股息收益率（%）	0.0	8.0	2.3	2.2	2.9
純利率（%）	1.7	7.2	2.6	2.5	3.0
淨債項對權益比率（%）	17.8	30.5	87.1	68.8	79.0
利息保障倍數（倍）	7.3	21.3	7.6	7.7	9.3
股本回報率（%）	5.5	23.3	15.0	14.1	17.1
市場預期純利	-	-	948	1,090	929
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.59	0.50	0.76

資料來源：丘鈦科技，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

持有（維持）

股價	港幣 6.18 元
目標價	港幣 6.70 元
上升空間	8.4%
早前目標價	港幣 9.10 元

股票數據

行業	資訊科技
股份代號	1478 HK
已發行股份（百萬股）	1,190
市值（港幣 1 百萬元）	7,351
市值（美金 1 百萬元）	949
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	6

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 16.99 元/ 港幣 5.91 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(11.3)	(17.5)	(33.0)	(59.1)	(24.0)

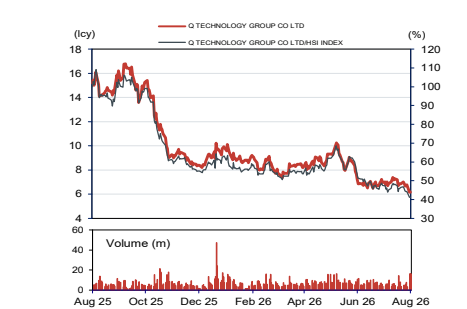
主要股東（%）

賀寧寧	63.1
-----	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	5.42
2026 財年每股淨現金（人民幣）	1.64

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

丘鈦科技集團是一家總部位於中國的相機模組製造商，專注於為中國品牌智能手機、平板電腦及個人電腦製造商提供中高端相機模組市場。

- **非手機業務將成為主要推動力，智能手機產品則持續受壓。**管理層重申其非手機業務（物聯網及汽車業務合計）年初所定不低於 50% 的銷量按年增長目標，其中 2026 年上半年實現 52.3% 的按年增長，並指引 2027 年汽車產品收入增長將超過 50%。就 2026 年下半年而言，受惠於無人機限制放寬以及主要客戶暢銷的口袋雲台相機，物聯網與汽車產品的平均售價及銷量有望錄得按半年增長；然而，受高企的記憶體價格影響，手機業務可能持續面臨壓力。
- **具身智能仍處於早期階段，但具有戰略重要性。**丘鈦科技已由單一相機模組拓展至綜合感知系統，旗下 RGB-D 產品及結合內嵌 IMU 的高精確度雙目相機解決方案目前已實現量產。該公司正為領先的機械人客戶供貨，並與主要人工智能晶片及視覺平台供應商開展合作。雖然目前的訂單規模仍然相對較小（部分不足 10,000 部），但隨着每部機械人的感應器含量增加，管理層將機械人技術視為重大的長期機遇。
- **光互連被定位為借助現有能力的長期增長平台。**管理層認為，光互連產品所需的許多核心技術，均可高度自丘鈦科技現有的相機及光學雷達業務轉化沿用。該公司並非單純作為光學模組組裝商參與競爭，而是擬專注於光纖陣列單元、微透鏡陣列及法拉第旋轉器等較高價值的組件，同時瞄準下一代 NPO/CPO 架構。管理層強調，商業化仍是一項長期機遇，且並未提供收入或量產時間表。

估值 / 建議

- 維持「持有」評級，並下調目標價至港幣 6.7 元，因我們將假設順延至 2027 年並大幅下調盈利預測。我們的目標價乃基於維持不變的 12.7 倍市盈率 估值倍數，較歷史平均值低 0.5 個標準差。

盈利預測調整 / 風險

- 我們分別大幅下調 2026 至 2028 年預測 27.8%/33.7%/29.8%，至人民幣 5.55 億元/人民幣 5.4 億元/人民幣 7.1 億元。我們已：a) 微調出貨量/平均售價假設，b) 下調兩項產品的平均售價/利潤率預測，以及 c) 因開支增加而上調研發假設。

2026-28 年度的變更預測

截至12月31日止年度 (人民幣1百萬元)	舊估計			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	20,585	20,533	23,643	21,610	21,685	23,523	5.0	5.6	(0.5)
出貨量 (百萬部)									
相機模組	451.3	449.1	471.5	507.7	493.2	514.2	12.5	9.8	9.0
指紋模組	188.4	182.7	197.3	182.3	171.3	179.9	(3.2)	(6.2)	(8.8)
ASP (人民幣)									
相機模組	42.1	42.7	47.0	39.2	40.8	42.5	(6.9)	(4.4)	(9.4)
指紋模組	7.7	7.4	7.6	8.4	8.0	8.0	9.3	7.1	6.0
利潤率 (%)									
相機模組	7.8	8.0	8.2	6.4	6.3	6.9	(1.3)	(1.7)	(1.3)
指紋模組	7.3	7.5	7.7	6.3	6.3	6.8	(1.0)	(1.2)	(0.9)
指紋模組	11.0	11.2	11.4	8.0	6.5	7.5	(3.0)	(4.7)	(3.9)
息稅前利潤 (人民幣 1 百萬元)	993	1,039	1,257	754	735	921	(24.0)	(29.3)	(26.7)
純利 (人民幣 1 百萬元)	769	814	1,012	555	540	710	(27.8)	(33.7)	(29.8)

來源：丘鈦科技，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	20,877	21,610	21,685	23,523
息稅折舊攤銷前利潤	2,180	1,249	1,269	1,521
折舊及攤銷	(441)	(494)	(534)	(593)
息稅前利潤	1,739	754	735	921
總其他非經營收入	-	-	-	-
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	(103)	(164)	(164)	(164)
除稅前溢利	1,661	618	601	790
稅項	(168)	(62)	(61)	(80)
少數股東權益	-	-	-	-
純利	1,494	555	540	710
純利（經常性）	1,494	555	540	710

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	1,739	754	735	921
除稅前溢利	1,661	618	601	790
稅項	(168)	(62)	(61)	(80)
折舊／攤銷	441	494	534	593
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	855	(688)	701	(755)
非現金項目	(1,050)	392	(1,041)	373
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(3,137)	(1,012)	(1,000)	(1,000)
資本支出（增長）	(300)	(200)	(200)	(200)
投資	(900)	(800)	(800)	(800)
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(1,937)	(12)	0	0
融資	1,680	(755)	(330)	(326)
支付股息	-	(591)	(167)	(162)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	3,000	3,000	3,000	3,000
償還貸款	(3,000)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
其他／已付利息	1,680	(164)	(164)	(164)
現金流入（流出）淨額	690	(1,268)	580	(639)
年初現金及現金等價物	1,447	2,139	873	1,454
因外匯影響所致的變動	2	2	2	2
年末現金及現金等價物	2,139	873	1,454	817

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
固定資產	2,564	2,231	2,493	2,690
其他長期資產	2,394	2,053	2,048	2,043
現金／短期投資	2,139	873	1,454	817
其他流動資產	12,676	10,160	11,132	11,500
資產總額	19,773	15,316	17,127	17,050
短期債務	4,095	4,095	4,095	4,095
其他流動負債	9,014	7,368	9,041	8,654
長期債務	-	-	-	-
其他長期負債	153	153	153	153
股東權益	6,416	3,700	3,838	4,148
少數股東權益	-	-	-	-
負債及權益總額	19,773	15,316	17,127	17,050

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	7.8	6.4	6.3	6.9
除稅前利潤率	8.0	2.9	2.8	3.4
純利率	7.2	2.6	2.5	3.0
資產回報率	7.6	3.6	3.2	4.2
股本回報率	23.3	15.0	14.1	17.1
增長				
營業額	29.3	3.5	0.3	8.5
毛利	64.3	(14.0)	(1.3)	17.5
除稅前溢利	261.0	(62.8)	(2.8)	31.5
純利	435.2	(62.8)	(2.8)	31.5
純利（經調整）	435.2	(62.8)	(2.8)	31.5
每股收益	435.2	(62.8)	(2.8)	31.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	20.7	26.7	23.9	24.0
債務權益比率	63.8	110.7	106.7	98.7
淨債項對權益	30.5	87.1	68.8	79.0
利息保障倍數（倍）	21.3	7.6	7.7	9.3

國藥控股（1099 HK）

2026 年上半年：業績符合預期；力求增長在政策逆風下

重點摘要

- 國藥控股 2026 年上半年的業績大致符合預期，收入按年下跌 1.1%，而歸屬於股東的純利則按年下跌 1.8%至人民幣 34 億元。由於帶量採購規模擴大，毛利率按年收窄 0.37 個百分點至 6.74%，惟有效的開支控制及融資成本節省緩衝了對盈利的影響。
- 在政策逆風下，國藥控股聚焦於產品及服務優化，力求實現增長。
- 維持「持有」評級，目標價維持港幣 17 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	2026年	按年%	2025年	2026年	按年%
）	第 2 季	第 2 季		上半年	上半年	
收入	144,381	142,034	-1.6	286,043	282,800	-1.1
醫藥分銷	-	-	不適用	209,253	204,454	-2.3
醫療器械	-	-	不適用	56,869	56,683	-0.3
零售藥房	-	-	不適用	16,904	18,441	9.1
其他	-	-	不適用	3,017	3,220	6.7
毛利	10,464	9,707	-7.2	20,347	19,071	-6.3
銷售費用	(4,004)	(3,719)	-7.1	(7,845)	(7,321)	-6.7
一般及行政開支	(2,075)	(1,978)	-4.6	(3,668)	(3,471)	-5.4
經營利潤	4,064	3,902	-4.0	7,446	7,146	-4.0
財務開支淨額	(548)	(425)	-22.5	(995)	(809)	-18.8
股東應佔純利	2,009	1,990	-0.9	3,466	3,404	-1.8
每股收益-攤薄	0.641	0.641	0.0	1.111	1.091	-1.8
比率（%）	2025年	2026年	百分點	2025年	2026年	百分點
	第 2 季	第 2 季	變動	上半年	上半年	變動
毛利率	7.25	6.83	(0.41)	7.11	6.74	(0.37)
銷售費用	2.77	2.62	(0.15)	2.74	2.59	(0.15)
一般及行政開支	1.44	1.39	(0.04)	1.28	1.23	(0.05)
營業利潤率	2.81	2.75	(0.07)	2.60	2.53	(0.08)
融資費用	0.38	0.30	(0.08)	0.35	0.29	(0.06)
純利利潤率	1.39	1.40	0.01	1.21	1.20	(0.01)

來源：國藥控股，大華繼顯

分析

- 2026 年上半年業績符合預期。國藥控股 2026 年上半年收入按年減少 1.1%至人民幣 2,828 億元。2026 年上半年股東應佔純利按年下跌 1.8%至人民幣 34 億元。業績低於市場預期，但大致符合我們對 2026 年的全年增長預測。

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	584,508	575,167	580,450	609,789	640,616
息稅折舊攤銷前利潤	23,886	22,371	21,802	22,281	23,045
經營利潤	19,152	18,082	18,086	19,131	20,300
純利（報告 / 實際）	7,050	7,155	7,230	7,661	8,149
純利（經調整）	7,050	7,155	7,230	7,661	8,149
每股收益（分）	225.9	229.3	231.7	245.5	261.1
市盈率（倍）	6.2	6.1	6.0	5.7	5.4
市賬率（倍）	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	2.3	2.5	2.6	2.5	2.4
股息收益率（%）	4.9	4.9	5.0	5.3	5.6
純利率（%）	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
債務／（現金）淨額與權益（%）	21.6	21.6	5.8	不適用	不適用
利息保障倍數（倍）	10.3	11.2	12.2	11.9	11.7
股本回報率（%）	9.2	8.8	8.4	8.3	8.4
市場預期純利	-	-	7,629	8,325	9,007
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.95	0.92	0.90

來源：國藥控股，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

持有（維持）

股價	港幣16.33元
目標價	港幣17元
上升空間	4.1%

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	1099 HK
已發行股份（百萬股）	3,121
市值（港幣 1 百萬元）	50,960
市值（美金 1 百萬元）	6,503
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	12.4

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 22.34 元/港幣 15.28 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(3.0)	(7.0)	(25.1)	(16.4)	(16.0)

主要股東（%）

中國醫藥集團（CNPGC）	57.00
---------------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	28.53
2026 財年每股淨債項（人民幣）	3.83

股價圖表



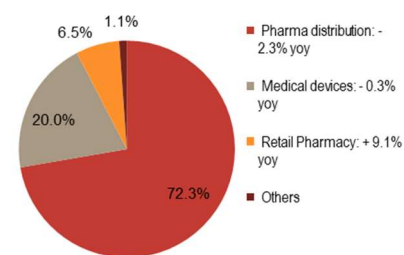
資料來源：彭博

公司介紹

國藥控股是中國最大的醫藥分銷商。

- **2026 年上半年收入按年下跌 1.1%。**國藥控股於 2026 年上半年的總收入達人民幣 2,828 億元。受帶量採購（VBP）持續承壓影響，醫藥分銷業務收入按年下跌 2.3%，惟國家談判品種及創新藥的銷售額按年分別快速增長 27% 及 30%，形成結構性對沖。醫療器械分銷收入基本持平，按年微跌 0.3%；在處方外流背景下，專業藥房體系推動零售藥房業務持續引領增長，收入按年增長 9.1%。
- **VBP 規模擴大於 2026 年上半年持續壓抑毛利率。**由於藥品及醫療器械集中帶量採購（VBP）規模擴大，國藥控股 2026 年上半年的毛利率按年收窄 0.37 個百分點至 6.74%。透過持續的成本控制，銷售開支/收入及行政開支/收入比率按年分別下降 0.15 個百分點及 0.05 個百分點，同時由於借貸利率下降以及財務結構調整，淨財務費用按年減少 18.8%。這些因素導致營運利潤率及純利率的跌幅收窄，分別下跌 0.08 個百分點至 2.53% 及下跌 0.01 個百分點至 1.20%。2026 年上半年，股東應佔純利按年下跌 1.8% 至人民幣 34 億元。
- **透過優化業務及服務架構力求增長。**鑒於社會醫療保險基金預算收緊，集中帶量採購計劃可能會繼續對國藥控股的藥品分銷及醫療器械業務帶來價格與利潤率壓力。該公司將持續優化其產品及服務結構——尋求創新藥及高價值醫療器械的經銷權——並延伸市場推廣、第三方物流以及供應-處理-分銷（一種以醫院為核心的供應鏈管理模式）等增值服務，以提升盈利能力。在零售藥房方面，其堅持雙品牌策略，藉專業藥房體系承接處方外流以及創新藥的院外商業化。該等舉措預期將提升毛利率並進一步提高營運效率，從而降低政策風險。我們預期該公司將於 2026 年錄得相對持平的收入及盈利。

分部收入（2026 年上半年）



來源：國藥控股，大華繼顯

估值 / 建議

- 維持「持有」評級，目標價維持港幣 17 元不變，乃基於 6.0 倍 2027 年預測市盈率，或 1 倍 PEG。鑑於持續存在的政策風險，我們的目標價已計入較低的增長可見度。

盈利預測調整 / 風險

- 風險包括：a) 地緣政治局勢日益緊張，包括美國及以色列與伊朗之間持續的衝突，此舉可能為全球經濟增長帶來重大不確定性，並進一步打擊市場情緒；b) 政策變動導致收入增長進一步放緩及利潤率受壓；以及 c) 在經濟環境轉弱的情況下，經營現金流可能進一步減弱。

股價催化劑

- 利潤率持續改善，且 2026 年盈利增長可能強於預期。

損益表

截至12月31日止年度 (人民幣1百萬)	2025	2026年預	2027年預	2028年預
二、	百萬元	百萬元	百萬元	百萬元
淨營業額	575,167	580,450	609,789	640,616
息稅折舊攤銷前利潤	22,371	21,802	22,281	23,045
折舊及攤銷	4,289	3,716	3,150	2,744
息稅前利潤	18,082	18,086	19,131	20,300
聯營公司貢獻	1,230	1,230	1,230	1,230
淨利息收入／(支出)	(1,995)	(1,781)	(1,871)	(1,966)
除稅前溢利	15,802	15,986	16,909	17,951
稅項	(3,965)	(4,006)	(4,245)	(4,516)
少數股東權益	(3,679)	(3,718)	(3,939)	(4,190)
純利	7,155	7,230	7,661	8,149
純利 (經調整)	7,155	7,230	7,661	8,149

現金流量

截至12月31日止年度 (人民幣1百萬)	2025	2026年預	2027年預	2028年預
二、	百萬元	百萬元	百萬元	百萬元
營運	14,138	18,100	12,812	13,260
除稅前溢利	16,176	16,551	17,698	19,004
稅項	(4,480)	(4,216)	(4,211)	(4,477)
折舊及攤銷	4,289	3,716	3,150	2,744
營運資金變動	(8,184)	492	(5,586)	(5,865)
非現金項目	-	-	-	-
其他營運現金流量	6,336	1,557	1,761	1,854
投資	(964)	(2,515)	(2,515)	(2,515)
資本支出 (增長)	(2,515)	(2,515)	(2,515)	(2,515)
出售資產所得款項	67	-	-	-
其他	1,484	-	-	-
融資	(18,687)	8,134	(965)	(1,358)
支付股息	(3,138)	(3,261)	(3,284)	(3,480)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	(4,400)	10,688	3,883	4,077
償還貸款	-	-	-	-
其他／已付利息	(11,149)	707	(1,563)	(1,954)
現金流入 (流出) 淨額	(5,512)	23,719	9,332	9,387
年初現金及現金等價物	54,313	48,796	72,515	81,848
因外匯影響所致的變動	(5)	-	-	-
年末現金及現金等價物	48,796	72,515	81,848	91,235

資產負債表

截至12月31日止年度 (人民幣1百萬)	2025	2026年預	2027年預	2028年預
百萬元	百萬元	百萬元	百萬元	百萬元
固定資產	12,084	10,117	8,710	7,704
其他長期資產	31,481	30,321	29,060	27,805
現金／短期投資	48,796	72,515	81,848	91,235
其他流動資產	298,000	297,153	311,556	326,687
資產總額	390,361	410,106	431,173	453,431
短期債務	63,321	73,439	77,111	80,967
其他流動負債	183,404	184,874	193,690	202,957
長期債務	3,645	4,215	4,426	4,647
其他長期負債	5,830	5,731	5,784	5,839
股東權益	83,953	89,030	94,522	100,372
少數股東權益	50,206	52,817	55,641	58,649
負債及權益總額	390,361	410,106	431,173	453,431

關鍵指標

截至12月31日止年度 (%)	2025	2026年預	2027年預	2028年預
百萬元	百萬元	百萬元	百萬元	百萬元
盈利能力				
毛利率	7.2	7.1	7.2	7.2
稅前利潤率	2.7	2.8	2.8	2.8
純利率	1.2	1.2	1.3	1.3
資產回報率	1.8	1.8	1.8	1.8
股本回報率	8.8	8.4	8.3	8.4
增長				
營業額	(1.6)	0.9	5.1	5.1
毛利	(5.8)	(0.4)	5.3	5.3
除稅前溢利	2.7	1.2	5.8	6.2
純利	1.5	1.0	6.0	6.4
純利 (經調整)	1.5	1.0	6.0	6.4
每股收益	1.5	1.0	6.0	6.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	44.4	46.6	46.3	46.0
債務權益比率	79.8	87.2	86.3	85.3
債務／(現金)淨額與權益	21.6	5.8	不適用	不適用
利息保障倍數	11.2	12.2	11.9	11.7

天賜材料 (002709 CH)

2026 年第 2 季度：純利增長 920%按年，但下跌 27%按季，遜於我們預期；下調目標價至人民幣 54 元

重點摘要

- 2026 年第 2 季度純利為人民幣 18.55 億元（同比+268% / 環比+28%），低於我們的預期，主要是由於毛利率表現令人失望。受電解液銷量增長 41%及平均售價強勁上調所帶動，收入按年增長 127%，超出預期。
- 受平均售價推動的收入優於預期，反映出天賜材料轉嫁六氟磷酸鋰成本上漲的能力，但轉嫁並不完全，導致毛利率低於預期。
- 基於較高的平均售價及較低的毛利率，我們將 2026 至 2028 年的純利預測分別下調 4% / 10% / 10%，至人民幣 70.7 億元 / 人民幣 85.12 億元 / 人民幣 101.97 億元。
- 維持「買入」評級，並基於 10 年期現金流折現法（DCF），將目標價由人民幣 75 元下調至人民幣 54 元。我們的新目標價意味着 12.9 倍 2027 年預測市盈率。

2026 年第 2 季業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年 第 2 季	按年 %	按季 %	2026 年 上半年	按年 %	前值 2026 年預測	按年 %	2026 年上半 年 / 2026 年	評論
收入	8,036	127.0	20.4	14,710	109.3	31,705	90.4	0.46	平均售價優於預期
毛利	2,355	266.0	(8.7)	4,935	275.7	11,731	216.8	0.42	毛利率遜於預期
毛利率 (%)	29.3	11.1	(9.3)	33.5	14.9	37.0	14.8	0.91	因六氟磷酸鋰 (LiPF6) 成本上漲而未達預期
息稅前利潤	1,680	610.0	(16.9)	3,703	652.0	8,988	353.1	0.41	未達預期
息稅前利潤率 (%)	20.9	14.2	(9.4)	25.2	18.2	28.4	16.4	0.89	未達預期
純利	1,207	920.0	(27.1)	2,861	967.9	7,333	438.4	0.39	未達預期
純利 - 經調整	1,247	1,142.8	(20.1)	2,807	1,096.7	7,333	439.3	0.38	未達預期
純利率 (%)	15.0	11.7	(9.8)	19.4	15.6	23.1	14.9	0.84	未達預期
核心純利率 (%)	15.5	12.7	(7.9)	19.1	15.7	23.1	15.0	0.83	未達預期

來源：天賜材料、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季純利及經調整純利分別為人民幣 12.07 億元（按年+920%/按季-27%）及人民幣 12.47 億元（按年+1,143%/按季-20%），均低於我們預期。這帶動 2026 年上半年的純利及經調整純利分別達到人民幣 28.61 億元（按年增加 968%）及人民幣 28.07 億元（按年增加 1,097%），處於人民幣 27 億元至 30 億元以及人民幣 26.5 億元至 29.5 億元的指引範圍中位數。盈利不及我們預期的原因在於利潤率。
 - 受平均售價帶動，收入優於預期。2026 年第 2 季收入按年激增 127%及按季增長 20%至人民幣 80.4 億元，帶動 2026 年上半年收入達到人民幣 147 億元（按年增長 109%），佔我們 2026 年預測的 46%（2025 年上半年收入佔 2025 年總額的 42%）。銷量符合預期，其中電解液出貨量於 2026 年上半年按年增長 41%至 44 萬噸，相當於我們全年預測 102 萬噸（按年增長 42%）的 42%（2026 年上半年銷量佔 2026 年全年的 43%）。

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	12,518	16,650	40,599	48,523	57,763
息稅折舊攤銷前利潤	2,006	3,041	9,758	11,548	13,595
經營利潤	1,037	1,984	8,688	10,384	12,361
純利（報告/實際）	484	1,362	7,070	8,512	10,197
純利（經調整）	382	1,360	7,070	8,512	10,197
每股收益（美仙）	25.4	70.7	346.8	417.6	500.2
市盈率（倍）	147.6	53.0	10.8	9.0	7.5
市賬率（倍）	5.5	4.0	3.1	2.5	2.1
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	37.7	24.9	7.8	6.6	5.6
股息收益率 (%)	0.3	0.7	3.7	4.5	5.3
純利率 (%)	3.0	8.2	17.4	17.5	17.7
債務/（現金）淨額與權益	36.7	5.6	(11.0)	(29.2)	(39.6)
利息保障倍數（倍）	5.6	10.9	130.2	3,427.2	(166.3)
股本回報率 (%)	2.9	8.8	33.5	31.3	30.5
市場預期純利	-	-	6,674	7,900	9,367
大華繼顯/市場預期（倍）	-	-	1.06	1.08	1.09

來源：天賜材料、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	人民幣 37.48 元
目標價	人民幣 54 元
上升空間	44.1%
早前目標價	人民幣 75 元

股票數據

行業	材料
股份代號	002709 CH
已發行股份（百萬股）	2,039
市值（人民幣 1 百萬元）	76,405
市值（美金 1 百萬元）	9,859
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	541

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 64.98 元/港幣 19.77 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
1.8	(35.5)	(13.4)	84.0	(19.0)

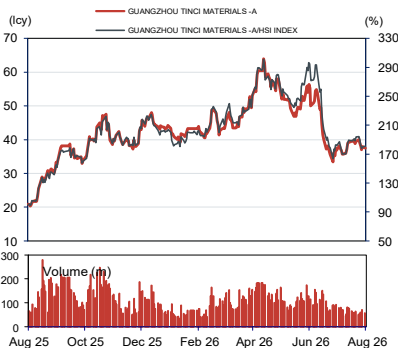
主要股東 (%)

徐金福	34.27
-----	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	11.12
2026 財年每股淨債項（港元）	1.32

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

廣州天賜高新材料股份有限公司從事精細化工及新材料的研發、生產和銷售。該公司的主要產品包括個人護理材料、鋰離子電池材料及有機硅橡膠材料。

- **毛利率遜於預期。**毛利率按季下跌 9.3 個百分點至 29.3%，儘管按年仍上升 11.1 個百分點，但遠低於我們全年的 37.0% 假設值。2026 年第 2 季度的毛利率下跌，是由於電解液價格以及六氟磷酸鋰（LiPF₆）價格按季下跌所致。2026 年上半年毛利率按年急升 14.9 個百分點至 33.5%，仍低於我們 37.0% 的全年假設。收入受平均售價帶動而超出預期，反映天賜有能力轉嫁六氟磷酸鋰不斷上漲的成本；但毛利率遜於預期則顯示成本轉嫁並不完全，在 2026 年第 2 季期間成本升幅超過了產品加價幅度。
- **營運費用率低於預期。**受營運槓桿比率帶動，2026 年第 2 季度營運費用佔收入比率按年下降 3.5 個百分點，按季下降 0.3 個百分點至 8.1%，而我們對全年的假設為 8.7%。銷售、一般及行政開支佔收入比率按年下降 1.6 個百分點，按季下降 0.1 個百分點至 4.0%，而研發開支佔收入比率則按年下降 1.9 個百分點，按季微升 0.1 個百分點至 4.1%。息稅前利潤率於 2026 年第 2 季按季大跌 9.4 個百分點，但按年大升 14.2 個百分點至 20.9%，且於 2026 年上半年按年急升 18.2 個百分點至 25.2%，相比我們 28.4% 的全年假設。
- **盈利前景：銷量、利潤率及新增長動力。**我們預期天賜的盈利將受到電解液出貨量強勁增長、電解液價格企穩、全球化以及新業務線所帶動。
 - 鑑於 2026 年上半年銷量符合預期，維持 2026 至 2028 年銷量預測分別為 139 萬 / 167 萬 / 200 萬噸（分別增長 33% / 20% / 20%）。其中包括 2026 年至 2028 年電解液銷量分別為 102 萬/122 萬/147 萬噸（42%/20%/20%），以及其他電池材料（正極材料、硫化鋰等）分別為 37 萬/45 萬/53 萬噸。強勁的銷量增長將受以下因素帶動：a) 來自企業價值行業及儲能行業的強勁需求 b) 隨着該公司在歐洲及北美洲的工廠提升產能，來自海外客戶的訂單有所增加；以及 c) 新業務線。正極業務於 2026 年第 2 季度實現扭虧為盈，且銷量將於 2026 年下半年進一步放量。該公司將於 2026 年第 3 季度開始試產硫化鋰及固態電解質。
 - 基於 2026 年上半年樂觀的平均售價，將 2026 至 2028 年的平均售價假設分別由人民幣 21,600 元 / 人民幣 23,750 元 / 人民幣 23,750 元上調至人民幣 32,000 元 / 人民幣 33,600 元 / 人民幣 33,600 元。隨着六氟磷酸鋰價格自 2026 年第 2 季的低位回升，2026 年下半年的平均售價應會趨於穩定。
 - 鑑於 2026 年第 2 季毛利率錄得低於預期的 29.3%，分別將 2026 至 2028 年的毛利率假設由 37%/37%/37% 下調至 30%/30%/30%。我們的毛利率假設意味著 2026 年至 2028 年間每噸毛利穩定在每年人民幣 8,400 元。..
 - 基於較高的平均售價並因此帶來更高的收入，將 2026 至 2028 年的營運開支/收入比率分別由 8.7%/9.4%/9.4% 下調至 8.6%/8.6%/8.6%。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 年至 2028 年的純利預測分別下調 4% / 10% / 10%，至人民幣 70.7 億元 / 人民幣 85.12 億元 / 人民幣 101.97 億元。基於我們對每噸毛利較高的假設，我們對 2026 至 2028 年的純利預測較市場預期分別高出 6%、8% 及 9%。
- 風險：a) 全球企業價值銷售復甦慢於預期，b) 大宗商品成本上漲，c) 成本上漲後產品提價有所延遲。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，並基於盈利下調及在我們 10 年期貼現現金流模型中採用較高的加權平均資本（加權平均資本：17%，終端增長率：4%），將目標價由人民幣 75 元下調至人民幣 54 元。較高的加權平均資本反映出在較高股票波動率的情況下，股本成本亦相應提高。我們的新目標價意味着 12.9 倍 2027 年預測市盈率。

股價催化劑

- 催化劑：六氟磷酸鋰（LiPF₆）價格漲勢持續維持在每噸人民幣 110,000 元以上並延續至 2026 年第 4 季度；公佈固態電池材料供應協議。

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	16,650	40,599	48,523	57,763
息稅折舊攤銷前利潤	3,041	9,758	11,548	13,595
折舊及攤銷	(1,057)	(1,070)	(1,164)	(1,233)
息稅前利潤	1,984	8,688	10,384	12,361
總其他非經營收入 / (開支)	(271)	-	-	-
聯營公司貢獻	8	-	-	-
淨利息收入 / (支出)	(182)	(67)	(3)	74
除稅前溢利	1,539	8,622	10,381	12,436
稅項	(194)	(1,552)	(1,869)	(2,238)
少數股東權益	18	-	-	-
純利	1,362	7,070	8,512	10,197
純利 (經調整)	1,360	7,070	8,512	10,197

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	1,182	6,797	10,186	10,378
除稅前溢利	1,539	8,622	10,381	12,436
稅項	(194)	(1,552)	(1,869)	(2,238)
折舊及攤銷	1,057	1,070	1,164	1,233
聯營公司	(8)	-	-	-
營運資金變動	(1,623)	(1,409)	507	(978)
非現金項目	411	67	3	(74)
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(332)	(2,451)	(1,137)	(1,060)
資本支出 (增長)	(659)	(2,500)	(1,250)	(1,250)
投資	(5,409)	-	-	-
其他	5,609	-	-	-
融資	127	49	113	190
支付股息	(557)	(652)	(2,943)	(3,521)
借款所得款項	(284)	(652)	(2,943)	(3,521)
償還貸款	5	-	-	-
其他 / 已付利息	2,139	12,000	12,000	12,000
現金流入 (流出) 淨額	(2,225)	(12,000)	(12,000)	(12,000)
年初現金及現金等價物	(191)	-	-	-
因外匯影響所致的變動	294	3,694	6,105	5,797
年末現金及現金等價物	1,602	1,889	5,583	11,688

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	9,903	11,267	11,337	11,338
其他長期資產	3,967	4,033	4,049	4,065
現金 / 短期投資	1,889	5,583	11,688	17,485
其他流動資產	11,168	18,517	21,867	25,773
資產總額	26,927	39,400	48,941	58,661
短期債務	1,903	1,903	1,903	1,903
其他流動負債	5,590	11,530	15,386	18,314
長期債務	1,017	1,017	1,017	1,017
其他長期負債	380	380	380	380
股東權益	17,852	24,385	30,070	36,862
少數股東權益	185	185	185	185
負債及權益總額	26,927	39,400	48,941	58,661

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	18.3	24.0	23.8	23.5
稅前利潤率	9.2	21.2	21.4	21.5
純利率	8.2	17.4	17.5	17.7
資產回報率	5.3	21.3	19.3	19.0
股本回報率	8.8	33.5	31.3	30.5

增長

營業額	33.0	143.8	19.5	19.0
息稅折舊攤銷前利潤	51.6	220.9	18.3	17.7
除稅前溢利	136.7	460.4	20.4	19.8
純利	181.4	419.1	20.4	19.8
純利 (經調整)	256.3	419.9	20.4	19.8
每股收益	178.4	390.6	20.4	19.8

槓桿比率

債務佔總資本比率	10.8	7.4	6.0	5.0
債務權益比率	16.4	12.0	9.7	7.9
債務 / (現金) 淨額與權益	5.6	(11.0)	(29.2)	(39.6)
利息保障倍數 (倍)	10.9	130.2	3,427.2	(166.3)

同程旅行控股 (780 HK)

2026 年第 2 季：業績穩健；2026 年下半年展望優於預期

重點摘要

- 同程旅行 2026 年第 2 季的業績大致符合預期。收入按年增長 6.8%至人民幣 50 億元，大致符合我們及市場的預期。經調整純利按年增長 9.8%至人民幣 8.51 億元，亦符合預期；經調整純利率按年擴大 0.5 個百分點至 17.1%，主要受毛利率改善及營運槓桿比率所帶動。2026 年第 3 季收入指引為按年增長 3-8%，而經調整純利預計將達人民幣 11-11.5 億元。
- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 18 元。

2026 年第 2 季業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025 年第 2 季	2026 年第 1 季	2026 年第 2 季	按季	按年	大華繼顯預測	差異	市場預期	差異
總收入	4,669	5,006	4,987	(0.4%)	6.8%	4,958	0.6%	4,947	0.8%
交通票務	1,881	2,124	1,838	(13.5%)	(2.3%)	1,806	1.8%		
住宿預訂	1,371	1,364	1,481	8.5%	8.0%	1,481	(0.0%)		
其他	755	961	1,025	6.7%	35.7%	1,042	(1.6%)		
旅遊	662	556	643	15.6%	(2.9%)	629	2.3%		
服務成本	(1,633)	(1,510)	(1,660)	(10.0%)	(1.7%)	(1,686)	1.5%		
毛利	3,036	3,496	3,327	(4.9%)	9.6%	3,272	1.7%	3,298	0.9%
營運開支	(2,321)	(2,543)	(2,541)	0.0%	(9.5%)	(2,410)	(5.5%)		
非《國際財務報告準則》經營利潤	892	1,051	953	(9.3%)	6.8%	933	2.2%		
非國際財務報告準則經營利潤率	19%	21%	19%	(1.9 個百分點)	(0.0 個百分點)	19%	0.0 個百分點		
非國際財務報告準則純利	775	941	851	(9.6%)	9.8%	849	0.2%	845	0.7%
GPM	65.0%	69.8%	66.7%	(3.1 個百分點)	1.7 個百分點	66.0%	0.7 個百分點	67%	0.0 個百分點
非國際財務報告準則純利率	16.6%	18.8%	17.1%	(1.7 個百分點)	0.5 個百分點	17.1%	(0.1 個百分點)	17.1%	(0.0 個百分點)

來源：同程旅行、彭博、大華繼顯

分析

- 儘管面臨運輸逆風，營業收入仍保持穩健增長。同程旅行 2026 年第 2 季收入按年增加 6.8%至人民幣 50 億元（2026 年第 1 季：+14.5%），其中核心 OTA 收入按年增長 8.4%至人民幣 43 億元（2026 年第 1 季：+14.7%）。交通票務收入按年下降 2.3%至人民幣 18 億元，反映機票價格上漲導致票務需求疲弱。受平均每日房價（ADR）及酒店間夜量銷售穩步增長的帶動，住宿預訂收入按年增長 8.0%至人民幣 15 億元。其他業務收入按年大增 35.7%至人民幣 10 億元，主要受酒店管理、廣告、增值服務及景點門票業務帶動。旅遊收入按年下跌 2.9%至人民幣 6.428 億元，主要由於在地緣政治不明朗因素及機票價格上漲的情況下，出境旅行團需求轉弱。
- 營運指標及利潤率表現。平均月活躍用戶按年增加 0.9%至 2.539 億，付費用戶按年減少 6%至 4,370 萬，付費比率為 17.2%，相比 2025 年第 2 季為 18.4%。受惠於成本效益提升，毛利率按年微升 1.7 個百分點至 66.7%。儘管毛利率按年擴闊 1.7 個百分點，但經調整經營利潤率大致持平於 19%，主因是行政開支增加（包括人民幣 5,800 萬元的一次性重組成本）抵銷了相關增幅；若剔除該等項目，服務開發以及一般及行政開支將佔收入的 16.4%。

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	17,341	19,396	21,002	23,227	25,510
息稅折舊攤銷前利潤	2,825	3,650	4,444	4,928	5,538
經營利潤	2,423	3,137	3,908	4,366	4,948
純利（報告／實際）	1,974	2,371	3,164	3,565	4,176
純利（經調整）	2,785	3,403	3,794	4,146	4,756
每股收益（分）	121.6	145.5	156.0	170.4	195.5
市盈率（倍）	9.2	7.7	7.2	6.6	5.7
市賬率（倍）	1.2	1.2	1.1	1.5	1.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	8.8	6.8	5.6	5.0	4.5
股息收益率（%）	1.5	1.7	1.8	2.0	2.2
純利率（%）	11.4	12.2	15.1	15.3	16.4
債務／（現金）淨額與權益（%）	(18.7)	(10.7)	(11.0)	(50.8)	(62.6)
利息保障倍數（倍）	77.9	21.2	69.2	76.7	86.2
股本回報率（%）	10.1	11.0	13.7	17.2	21.1
市場預期純利	-	-	3,826.9	4,355.9	4,802.4
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.99	0.95	0.99

來源：同程旅行、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 13.10 元
目標價	港幣 18 元
上升空間	37.4%
早前目標價	港幣 21 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	780 HK
已發行股份（百萬股）	2,354.3
市值（美金 1 百萬元）	30,841.5
市值（美金 1 百萬元）	3,935.6
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	22.3

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 25.42 元/港幣 11.67 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(0.5)	(12.0)	(39.8)	(36.9)	(41.6)

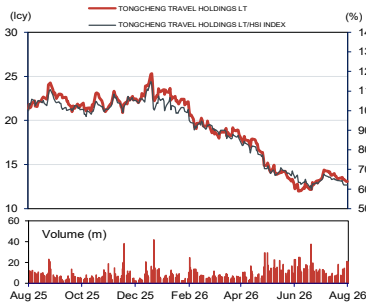
主要股東（%）

騰訊控股有限公司	20.23
----------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣\$）	10.23
2026 財年每股淨債項（人民幣\$）	1.13

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

同程旅行為滿足用戶出行需求的一站式 OTA，提供涵蓋交通票務、住宿預訂等幾乎所有出行層面的全面且創新的產品及服務選擇。

- **營運指標及利潤率表現。**2026 年第 2 季度，經調整息稅折舊攤銷前利潤按年增長 7.3%至人民幣 12.7 億元，利潤率按年擴闊 10 個基點至 25.5%。同程旅行的酒店管理平台現時營運超過 3,500 家酒店（2026 年第 1 季：3,200 家），另有 2,000 家籌備中。
- **2026 年第 3 季展望對增長仍保持審慎。**同程旅行於 2026 年第 3 季的收入指引為按年增長 3%至 8%，遜於我們及市場的預期。核心 OTA 收入預計按年增長 3%至 8%。核心在線旅遊平台（OTA）經營利潤率預計將保持韌性，約為 30%（2025 年第 3 季約為 31%），而旅遊業務則預計將達致收支平衡。經調整純利指引為人民幣 11-11.5 億元，經調整純利率預期同比大致持平於約 19.2%。
- 就 2026 年第 3 季的分部業績而言，受極端天氣干擾影響，預計住宿預訂收入將按年增長 3%至 8%，間夜量則大致按年持平，而平均每日房價預計將以低個位數的速度增長。國際酒店間夜量應保持強勁，按年增長>40%，酒店抽成率則按年略有改善至 9.5-10%。交通票務收入指引為按年下跌 0%至 5%，管理層預期 2026 年第 3 季機票出票量增長與行業一致，處於低單位數。國內機票出票量預計按年增長 5%，而國際機票出票量增長預計將從 2026 年第 2 季的個位數增長加快，在 2026 年第 3 季提速約 10 個百分點。交通業務的抽成率預計將維持在 4%左右。其他收入預期按年增長 32%至 37%，主要受強勁的酒店管理業務表現帶動。旅遊業收入預計將按年下跌 0%至 5%。高燃料價格對同程旅行的影響已於第 3 季開始有所緩解，而宏觀前景似乎亦好於預期。管理層正密切關注遞延的夏季需求是否會轉移至中秋節及國慶日的連假。
- **2026 年展望。**同程旅行現指引 2026 年核心 OTA 收入按年增長 6-11%，其中住宿預訂收入按年增長 5-10%，交通收入按年增長-3%至+3%，以及其他收入按年增加 32-37%。旅遊收入預計將按年下跌 0%至 5%，使總收入按年增長達至 5%至 10%。管理層預計全年核心 OTA 營業利潤率將大致保持穩定，而集團經調整純利率指引為按年持平，經調整純利約為人民幣 37 億元，相比此前利潤率擴張的預期有所調整。我們預測 2026 年的銷售及營銷費用率為 32.7%，因為人員精簡所節省的成本預期將重新投入於營銷，主要用於常規廣告以及春運前第 4 季度的宣傳活動，而非全數轉化為利潤率。營銷配置應保持嚴謹，並日益以投資回報率為導向，而較低的用戶補貼將支持更高的酒店抽成率。國際旅遊業務仍為主要增長範疇，該業務於 2026 年上半年已在經營利潤層面實現盈利，且管理層預計到 2026 年底其對酒店及交通收益的貢獻將達到約 9%。

估值／建議

- 維持「買入」評級，目標價略微下調至港幣 18 元，乃基於 2027 年預測市盈率由先前的 15.4 倍降至 12 倍，對應 0.8 倍 2026 年預測 PEG。TT 目前的交易估值為 8.4 倍 2027 年預測市盈率，低於其 22 倍的歷史平均水平。

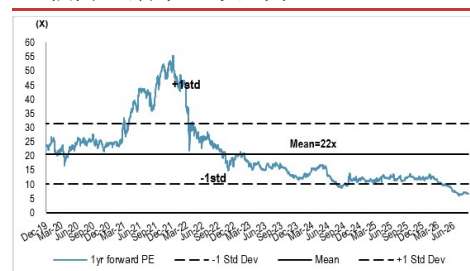
盈利預測調整／風險

- 我們分別將 2026 年的收入及盈利預測下調 0.5%及 1.7%，這相當於按年增長 8.3%及 11%。我們估計經調整純利利潤率為 18.1%
- 風險：a)隨着市場需求增長，價格戰及競爭可能加劇；以及 b)境內旅遊需求正常化。

股價催化劑

- 催化因素包括：a)宏觀經濟強勁復甦，b)境內旅遊市場持續呈現強勁增長，以及 c)長途旅遊帶動 ARPU 上升。

12 個月遠期市盈率區間



資料來源：彭博

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	19,396.0	21,001.8	23,227.2	25,510.3
息稅折舊攤銷前利潤	3,649.9	4,443.5	4,928.0	5,537.6
折舊及攤銷	512.6	535.1	561.8	589.2
息稅前利潤	3,137.4	3,908.4	4,366.1	4,948.4
總其他非經營收入	(0.0)	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	55.9	(18.4)	0.0	0.0
淨利息收入／(支出)	(172.3)	(64.2)	(64.2)	(64.2)
除稅前溢利	3,021.0	3,825.7	4,301.9	4,884.1
稅項	(611.9)	(655.1)	(736.7)	(708.2)
少數股東權益	(37.9)	(6.7)	0.0	0.0
純利	2,371.2	3,163.9	3,565.2	4,175.9
純利 (經調整)	3,403.3	3,794.2	4,145.6	4,756.3

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	4,310.9	3,533.0	5,948.7	5,103.4
本年度溢利	3,021.0	3,825.7	4,301.9	4,884.1
稅項	(611.9)	(655.1)	(736.7)	(708.2)
折舊及攤銷	512.6	535.1	561.8	589.2
聯營公司	(55.9)	18.4	0.0	0.0
營運資金變動	323.6	140.9	2,095.7	639.6
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	1,121.5	(332.0)	(274.0)	(301.3)
投資	(4,698.1)	(1,870.5)	0.0	0.0
資本支出(增長)	0.0	0.0	0.0	0.0
投資	2,430.5	2,523.3	2,523.3	2,523.3
其他	(7,128.6)	(4,393.7)	(2,523.3)	(2,523.3)
融資	(1,085.3)	(417.0)	(458.7)	(504.6)
支付股息	(379.1)	(417.0)	(458.7)	(504.6)
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(706.2)	0.0	0.0	0.0
現金流入(流出)淨額	(1,472.5)	1,245.6	5,490.0	4,598.9
年初現金及現金等價物	8,020.0	6,505.9	7,751.5	13,241.5
因外匯影響所致的變動	(41.5)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	6,505.9	7,751.5	13,241.5	17,840.3

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
固定資產	3,380.5	3,420.1	3,420.2	3,420.3
其他長期資產	18,300.7	17,553.3	2,925.6	2,946.8
現金／短期投資	6,505.9	6,782.3	13,241.5	17,840.3
其他流動資產	13,758.3	16,353.9	16,406.3	16,996.0
資產總額	41,945.3	44,109.7	35,993.6	41,203.5
短期債務	3,271.5	3,315.1	3,315.1	3,315.1
其他流動負債	11,465.0	12,576.5	11,537.2	12,766.6
長期債務	828.3	869.6	869.6	869.6
其他長期負債	2,807.3	2,725.4	1,432.0	1,432.0
股東權益	22,555.1	23,603.5	17,820.1	21,800.6
少數股東權益	1,018.2	1,019.5	1,019.5	1,019.5
負債及權益總額	41,945.4	44,109.7	35,993.6	41,203.5

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	18.8	21.2	21.2	21.7
稅前利潤率	15.6	18.2	18.5	19.1
純利率	12.2	15.1	15.3	16.4
資產回報率	5.9	7.4	8.9	10.8
股本回報率	11.0	13.7	17.2	21.1
增長				
營業額	11.9	8.3	10.6	9.8
息稅折舊攤銷前利潤	29.2	21.7	10.9	12.4
除稅前溢利	26.0	26.6	12.4	13.5
純利	20.1	33.4	12.7	17.1
純利 (經調整)	22.2	11.5	9.3	14.7
每股收益	19.7	7.2	9.3	14.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	14.8	14.5	18.2	15.5
債務權益比率	18.2	17.7	23.5	19.2
債務／(現金)淨額與權益	(10.7)	(11.0)	(50.8)	(62.6)
利息保障倍數 (倍)	21.2	69.2	76.7	86.2

小鵬汽車 (9868 HK)

2026 年第 2 季：淨虧損收窄 25% 按季，遜於預期

重點摘要

- 2026 年第 2 季業績不及預期，淨虧損達人民幣 13.37 億元（按年+180%/按季-25%）。未達預期的原因在於平均售價及銷售、一般與行政開支。
- 公司預期 2026 年第 3 季度的交付量同比增長 11.3%至 17.1%，收入增長 9.9%至 18.5%，符合預期。
- 基於人工智能及機械人業務的研發費用增加，我們將 2026 年淨虧損預測上調 60%至人民幣 32.35 億元，並將 2027 至 2028 年純利預測分別下調 46%/13%至人民幣 14.37 億元/人民幣 46.2 億元。
- 展望未來，小鵬汽車的淨利潤將受強勁的產品週期、全球化、軟件授權及服務收入所帶動。
- 維持「買入」評級，並將目標價由港幣 90 元下調至港幣 60 元。

2026 年第 2 季業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年 第 2 季	按年%	按季%	2026 年 上半年	按年%	2026 年 預測	按年%	2026 年上半 年/2026 年
交付量（千輛）	103.3	0.1	64.8	168.7	(14.5)	480.0	11.8	0.35
平均售價（人民幣千元 / 單位）	165	0.9	(6.0)	169.0	6.6	170.0	6.8	0.98
每單位純利-經調整（人民幣千元）	(12.0)	220.8	(55.5)	(17.6)	328.2	(4.2)	295.3	4.11
收入	19,744	8.0	51.5	32,777	(3.8)	90,973	18.6	0.36
毛利	4,083	28.9	52.2	6,766	20.2	17,577	21.5	0.38
毛利率（%）	20.7	3.4	0.1	20.6	4.1	19.3	0.5	1.07
息稅前利潤	(1,143)	22.2	(39.0)	(3,017)	52.7	(2,558)	(7.7)	1.18
息稅前利潤率（%）	(5.8)	(0.7)	8.6	(9.2)	(3.4)	(2.8)	0.8	3.27
純利（美國通用會計準則）	(1,337)	179.9	(25.1)	(3,121)	173.4	(2,023)	77.5	1.54
純利 -經調整	(1,237)	221.1	(26.6)	(2,923)	260.4	(2,023)	341.8	1.45
核心純利率（%）	(6.3)	(4.2)	6.7	(8.9)	(6.5)	(2.2)	(1.6)	4.01

資料來源：小鵬汽車、彭博、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季業績遜於預期，錄得淨虧損人民幣 13.37 億元（按年+180%/按季-25%），虧損幅度大於我們預期的人民幣 9.5 億元及市場預期的人民幣 7.72 億元。未達預期之處在於平均售價及銷售、一般與行政開支。
- 收入按年增長 8%，按季增長 51.5%至人民幣 197.4 億元，處於公司指引人民幣 196-208 億元的下限。這使 2026 年上半年收入達到人民幣 327.8 億元（按年下跌 3.8%），佔我們全年預測的 36%。收入增長主要受授權及服務分部帶動，該分部收入於 2026 年第 2 季度同比增長 94%，環比增長 33%，達到人民幣 27 億元。汽車銷售收入升至人民幣 170.5 億元（按年+1%/按季+55%）在 2026 年第 2 季，交付量為 103,300 輛（符合預期，按年+0.1%/按季+65%），但平均售價為人民幣 165,000 元，表現令人失望（按年+0.9%/按季-6%）。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	40,866	76,720	90,460	123,014	149,193
息稅折舊攤銷前利潤	(4,085)	217	(360)	4,327	8,278
經營利潤	(10,889)	(6,658)	(2,771)	(3,757)	1,000
純利（報告 / 實際）	(5,790)	(1,139)	(3,235)	1,437	4,620
純利（經調整）	(5,790)	(458)	(3,235)	1,437	4,620
每股收益（分）	(306.9)	(60.4)	(171.4)	76.2	244.8
市盈率（倍）	不適用	不適用	不適用	54.4	16.9
市賬率（倍）	2.5	2.6	2.9	2.7	2.4
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	不適用	287.8	不適用	14.4	7.5
股息收益率（%）	-	-	-	-	-
純利率（%）	(14.2)	(1.5)	(3.6)	1.2	3.1
債務／（現金）淨額與權益（%）	(82.2)	(100.3)	(80.2)	(76.9)	(56.6)
利息保障倍數（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
股本回報率（%）	(17.1)	(3.7)	(11.3)	5.2	15.0
市場預期純利	-	-	(2,083)	1,190	3,598
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	不適用	1.21	1.28

資料來源：小鵬汽車、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 47.68 元
目標價	港幣 60 元
上升空間	25.8%
早前目標價	港幣 90 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	9868 HK
已發行股份（百萬股）	1,567.4
市值（港幣 1 百萬元）	74,735.2
市值（美金 1 百萬元）	9,581.4
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	117.8

價格表現（%）

52 週最高 / 最低		港幣 110.80 元/港幣 44.70 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(3.6)	(23.8)	(32.5)	(48.1)	(39.9)

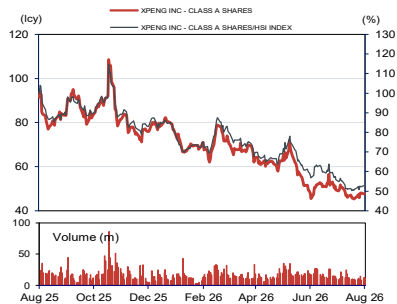
主要股東（%）

何小鵬	18.8
-----	------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(港元)	14.6
2026 財年每股淨現金（港元）	13.8

股價圖表



資料來源：彭博

公司介紹

小鵬汽車總部位於中國廣州，以「小鵬」品牌在中國生產智能電動汽車。此外，小鵬亦生產 AI 晶片、eVTOL 航空器（飛行汽車）以及人形機械人。

- 毛利率表現勝預期。毛利率飆升至 20.7%（同比增長 3.4 個百分點 / 環比增長 0.1 個百分點），對比我們預測的 21.0% 及市場預測的 19.3%。2026 年第 2 季度毛利率上升，主要是由於許可及服務分部佔總收入的比例有所增加。2026 年第 2 季汽車銷售毛利率按季持平於 12.1%，但按年下降 2.3 個百分點，並低於我們全年的預設值 13.5%；而授權及服務分部的毛利率在 2026 年第 2 季則升至 75.1%（按年+21.5 個百分點/按季+8.6 個百分點）。
- 營運開支高於預期。2026 年第 2 季研發開支按季持平於人民幣 29.1 億元（按年增長 32%），而銷售、一般及行政開支則按年增長 15%、按季增長 32.5% 至人民幣 25 億元。營運開支/收入比率於 2026 年第 2 季按年上升 2.7 個百分點，按季下跌 7.5 個百分點至 14.8%。
- 維持我們對 2026 年至 2028 年的交付量預測分別為 480,000 輛 / 650,000 輛 / 780,000 輛（分別按年增長 12% / 35% / 20%）。相較之下，該公司 2026 年第 3 季度的交付指引為 115,000 至 121,000 輛（按年增長 11% 至 17%），而 2026 年全年的交付目標為 550,000 至 600,000 輛。小鵬汽車的交付量將受以下因素推動：強勁的新車型週期（包括 GX、G9L 及 Mona SUV 車型），以及全球業務擴張。
- 強勁的新車型週期：全新 GX 旗艦 SUV、G9L 科技旗艦以及多款 Mona 品牌 SUV（例如 Mona L03）將推動月交付量由 30,000 至 40,000 輛提升至 60,000 輛。
- 全球市場加速拓展：四款將於 2026 年底推出的海外專屬車型將迅速擴大小鵬汽車的國際業務版圖。管理層預期出口量直至 2027 至 2028 年度將會激增，從而帶動收入結構及毛利率上升。海外較高的平均售價以及新地區具擴展性的軟件服務，將分散地域風險並提升整體盈利質素。
- 基於 2026 年第 2 季的平均售價，以及隨着多款 Mona 車型首次亮相，銷量結構向價格較低的 Mona 子品牌傾斜，我們將 2026 年至 2028 年的汽車平均售價假設由每年人民幣 170,000 元下調至每年人民幣 165,000 元。
- 基於 2026 年上半年樂觀的服務收入，以及 VLA 模型的首次亮相，分別將 2026 至 2028 年的服務收入上調 23% / 39% / 57% 至人民幣 112.6 億元 / 人民幣 157.6 億元 / 人民幣 204.9 億元（分別按年增長 35% / 40% / 30%）。
- 我們維持 2026 至 2028 年的收入預測基本不變，分別為人民幣 905 億元/人民幣 1,230 億元/人民幣 1,492 億元（按年增長 18%/36%/21%）。相較之下，該公司 2026 年第 3 季度收入指引為人民幣 217-234 億元（按年增長 9.9% 至 18.5%）
- 基於 2026 年上半年的毛利率，將 2026 年至 2028 年汽車銷售毛利率分別由 13.5%/14.0%/14.5% 下調至 12.0%/12.0%/12.0%。這轉化為 19.2%/19.4%/20.0% 的綜合毛利率。綜合毛利率的上升將受惠於平台經濟效益的改善，以及規模擴大、海外銷售和服務收入佔比提升的支撐。
- 鑑於 2026 年上半年研發費用高於預期，以及在人形機器人方面的研發開支增加，將 2026 至 2028 年的研發費用分別由人民幣 120 億元 / 人民幣 135 億元 / 人民幣 150 億元上調至人民幣 130 億元 / 人民幣 150 億元 / 人民幣 170 億元。小鵬汽車將於 2027 年前開始交付其人形機械人 IRON，用於商場銷售輔助。我們預計人形機械人業務在未來三年內不會貢獻顯著收入，因此該業務將繼續拖累盈利。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 年淨虧損預測上調 60% 至人民幣 32.35 億元，並將 2027 至 2028 年的純利預測分別下調 46%/13% 至人民幣 14.37 億元/人民幣 46.2 億元。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，並根據 10 年期現金流折現法（DCF），將目標價由港幣 90 元下調至港幣 60 元。我們的目標價對應 68.5 倍 2027 年預測市盈率及 0.8 倍 2027 年預測市銷率。

股價催化劑

- 強勁的新車型、AI 機械人商業化，以及利潤率改善。

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	76,720	90,460	123,014	149,193
息稅折舊攤銷前利潤	217	(360)	4,327	8,278
折舊及攤銷	(2,988)	(3,397)	(3,327)	(3,251)
息稅前利潤	(1,139)	(3,235)	1,437	4,620
總其他非經營收入	(801)	-	-	-
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	783	522	437	407
除稅前溢利	(1,157)	(3,235)	1,437	5,435
稅項	(14)	-	-	(815)
少數股東權益	-	-	-	-
純利	(1,139)	(3,235)	1,437	4,620
純利（經常性）	(1,139)	(3,235)	1,437	4,620

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	8,259	(5,698)	3,217	(199)
除稅前溢利	(1,157)	(3,235)	1,437	5,435
稅項	(14)	-	-	(815)
折舊及攤銷	2,988	3,397	3,327	3,251
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	-	-	-	-
非現金項目	6,441	(5,860)	(1,547)	(8,069)
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(7,334)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
資本支出（增長）	(3,156)	(2,800)	(2,800)	(2,800)
投資	-	-	-	-
其他	(4,179)	(200)	(200)	(200)
融資	515	-	-	-
支付股息	-	-	-	-
借款所得款項	8,870	10,000	10,000	10,000
償還貸款	(8,294)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
其他／已付利息	(62)	-	-	-
現金流入（流出）淨額	1,661	(8,698)	217	(3,199)
年初現金及現金等價物	21,740	23,401	14,703	14,921
因外匯影響所致的變動	223	-	-	-
年末現金及現金等價物	23,401	14,703	14,921	11,722

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	13,527	14,378	15,170	15,907
其他長期資產	26,382	25,133	24,015	23,026
現金／短期投資	21,740	23,401	14,703	14,921
其他流動資產	39,853	38,759	44,675	49,307
資產總額	103,163	92,974	98,780	99,963
短期債務	4,282	4,282	4,282	4,282
其他流動負債	53,831	46,877	51,247	47,809
長期債務	10,835	10,835	10,835	10,835
其他長期負債	3,845	3,845	3,845	3,845
股東權益	30,369	27,134	28,571	33,191
少數股東權益	-	-	-	-
負債及權益總額	103,163	92,974	98,780	99,963

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	0.3	(0.4)	3.5	5.5
稅前利潤率	(1.5)	(3.6)	1.2	3.6
純利率	(1.5)	(3.6)	1.2	3.1
資產回報率	(1.2)	(3.3)	1.5	4.6
股本回報率	(3.7)	(11.3)	5.2	15.0

增長

營業額	87.7	17.9	36.0	21.3
息稅折舊攤銷前利潤	不適用	(266.1)	不適用	91.3
除稅前溢利	不適用	不適用	不適用	278.1
純利	不適用	不適用	不適用	221.4
純利（經調整）	不適用	不適用	不適用	221.4
每股收益	不適用	不適用	不適用	221.4

槓桿比率

債務佔總資本比率	10.5	11.7	11.0	10.9
債務權益比率	35.8	40.1	38.0	32.8
債務／（現金）淨額與權益	(100.3)	(80.2)	(76.9)	(56.6)
利息保障倍數（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

技術分析



分析師

大中華區研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

騰訊控股 (0700 HK)

最後價格：港幣 440.00 元

支撐位：港幣 411.00 元/港幣 357.60 元

阻力位：港幣 461.60 元/港幣 483.60 元

技術分析：

价格行为被压制在周线缺口阻力区下方，确认了上方强劲的筹码供给并维持了既有的下行趋势。当前的整合走势正在演变为潜在的看跌旗形形态，代表着主趋势延续前的暂歇。技术动能进一步支持下行延续预期，RSI 在 50 中轴线下方的空头区域持续向下倾斜。只要价格始终受制于缺口阻力，盘面的最小阻力路径将优先支持向下突破旗形支撑，并延伸向更低的需求区域。

平均時限：約兩週。



中銀香港 (2388 HK)

最後價格：港幣 50.35 元

支撐位：港幣 48.00 元/港幣 45.36 元

阻力位：港幣 51.15 元/港幣 52.45 元

技術分析：

价格行为目前正处于看跌旗形形态中收紧，代表着强劲的主下行趋势之后的阶段性逆势整合。尽管短期动能表面上呈现看多，但 RSI 指标正从高位转头向下，表明反弹动能正在快速衰竭并向主趋势回归。这种短期修正动能与主下行趋势之间的背离，指向了盘面的高概率下行突破预期，价格大概率将跌破旗形支撑位以延续更宏观的下跌趋势。

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."