UOBKayHian

國家/地區日報 | 大中華

Wednesday, 28 October 2026



主要指數

	前收市價	1 日%	1 週%	1 個月%	年初至今%
道瓊斯工業平均指數(DJIA)	52377.6	0.0	(0.2)	1.1	9.0
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7722.6	0.6	0.1	(0.3)	12.8
富時 100 指數(FTSE 100)	10686.5	(0.8)	(0.4)	(0.1)	7.6
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8992.6	0.3	0.4	1.6	(0.3)
滬深 300 指數(CSI 300)	4049.6	(1.3)	(2.5)	(6.7)	(12.5)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5397.0	0.0	(0.8)	(5.8)	16.2
恒生中國企業指數(HSCEI)	7766.9	(0.5)	(3.3)	(5.5)	(12.9)
恒生指數(HSI)	23041.3	(0.7)	(3.5)	(6.0)	(10.1)
雅加達綜合指數(JCI)	5266.1	(2.0)	(0.2)	(14.3)	(39.1)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1611.9	0.5	0.8	(3.5)	(4.1)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	5638.3	3.1	1.5	(18.2)	33.8
日經 225 指數(Nikkei 225)	63268.4	1.7	(1.3)	(4.0)	25.7
泰國證券交易所指數(SET)	1575.0	(0.3)	0.2	(1.7)	25.0
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	46096.2	0.1	(2.2)	(4.0)	59.2
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2603	(1.0)	0.4	(24.0)	38.7
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4457	0.3	0.0	(0.3)	13.3
布蘭特原油(美元/桶)	114	(1.7)	4.7	9.2	87.1

來源：彭博

企業活動

	地點	開始	收市
與 UUE Holdings Berhad (UUE MK)的虛擬會議	馬來西亞	11 月 10 日	11 月 10 日
與 Valuetronics Holdings Ltd (VALUE SP)舉行的 27 財年上半年業績後簡報會	新加坡	11 月 11 日	11 月 11 日
任仲民就大中華區人工智能板塊進行的分析師推廣	台北	11 月 17 日	11 月 18 日
2027 年上半年區域策略會議	馬來西亞	12 月 2 日	12 月 2 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
9 月貿易收支、出口、進口	香港	10 月 28 日
9 月貨幣供應（M1、M2、M3）	香港	10 月 30 日
10 月 PMI（綜合、製造業、非製造業）	中國	10 月 31 日

重點要聞

公司業績 | 德賽西威 （002920 CH/**買入**/人民幣 77.42 元/目標價：人民幣 105 元）

第 3 頁→

- 2026 年第 3 季度純利為人民幣 5.91 億元（按年增長 4.5%，按季下跌 24.6%），遜於預期，原因在於補貼削減、信貸撥備、聯營公司虧損以及稅率上調抵銷了營收超出預期 24%的表現。未來盈利應受到新智能駕駛方案、海外業務增長及客戶多元化的推動。我們將 2026 年純利預測下調 1%至人民幣 25.4 億元，並將 2027 至 2028 年預測分別上調 3%/8%至人民幣 28.8 億元/人民幣 34.1 億元。維持對德賽西威（Huizhou Desay SV）的「買入」評級，目標價由人民幣 135 元下調至人民幣 105 元。

公司業績 | 匯川技術 （300124 CH / **買入** / 人民幣 53.31 元 / 目標價：人民幣 75 元）

第 6 頁→

- 匯川技術 2026 年第 3 季度的業績表現好壞參半。 收入符合預期，按年增長 19%至人民幣 133 億元，但由於成本上升，毛利率不及預期，按年急跌 2.1 個百分點至 25.5%。 列報純利受人民幣 4.19 億元的公允價值收益帶動，按年增長 23.6%至人民幣 16 億元；但若剔除該項收益，核心純利將按年倒退 5%至人民幣 12 億元，較市場共識預期低 17%。 展望未來，隨著匯川技術（Inovance）將上漲的成本轉嫁予客戶，其營業收入增長勢頭依然完好，利潤率預期亦將回升。 維持「買入」評級，下調目標價至人民幣 75 元。

公司業績 | 雙環傳動 (002472 CH/**買入**/人民幣 41.41 元/目標價：人民幣 52.00 元)

第 9 頁→

- 雙環傳動 2026 年第 3 季度的業績大致符合預期。 收入按年增長 14%，按季增長 4%，毛利率按季回升 0.7 個百分點至 26.8%，而較高的營運開支使純利按年增長受限於 4%，按季增長 10%至人民幣 3.33 億元。 新能源汽車齒輪及智能執行器仍為主要增長動力，收入分別按年增長 26%及 31%。 展望未來，增長預期將由其匈牙利 / 越南廠房的海外訂單以及出口訂單所帶動，而同軸減速器加速滲透，亦應自 2027 年起為產品組合帶來顯著提振。 維持「買入」評級，並將目標價上調至人民幣 52 元。

公司業績 | 宜賓五糧液 （000858 CH / **沽售** / 人民幣 75.38 元 / 目標價：人民幣 64.2 元）

第 12 頁→

- 儘管比較基數有所調整，五糧液 2026 年第 3 季度的營業收入仍按年下跌 38%，且純利按年下降 48%，主要由於需求弱於預期以及銷售費用高企。銷售商品所得現金流入亦見惡化，錄得人民幣 72 億元，按年上升 1%，但按季下跌 41%，合約負債則按年下跌 4%至人民幣 89 億元。將目標價下調 18%至人民幣 64.2 元；評級下調至「沽售」。

免責聲明：「交易員專欄」(Traders'Corner）內之技術分析純粹基於圖表形態、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於我們分析師的基本面研究觀點。因此，我們可能不時提出與我們基本面「買入 / 持有 / 賣出」(BUY/HOLD/SELL）評級相反的技術面建議。

公司業績 | 藥明康德 （2359 HK / **買入** / 港幣 185.6 元 / 目標價：港幣 220 元） 第 15 頁→

- 藥明康德公佈強勁的 2026 年前九個月業績，總收入及經調整純利分別按年增長 38.6%及 74.4%，優於市場預期及其增長指引。截至 2026 年 9 月底，其持續經營業務的積壓訂單按年增長 36.4%至人民幣 767 億元。該公司進一步將 2026 年收入目標由人民幣 585-605 億元上調至人民幣 610-619 億元，其中持續經營業務收入按年增長 40%至 42%（此前為 35%至 39%）。維持「買入」評級及目標價港幣 220 元。

技術分析

太古地產 | 1972 HK 第 18 頁→

- 支持位：港幣 23.76 元 / 港幣 22.8 元
- 阻力位：港幣 26.84 元 / 港幣 27.8 元

長江和記實業 | 1 HK 第 18 頁→

- 支持位：港幣 63.85 元/港幣 63.05 元
- 阻力位：港幣 71.5 元 / 港幣 73.6 元

德賽西威 (002920 CH)

2026 年第 3 季度：收入增長加速至 24%，但因補貼削減、信貸撥備、聯營公司虧損及加稅導致盈利遜預期

重點摘要

- 2026 年第 3 季度純利為人民幣 5.91 億元（按年+4.5% / 按季-24.6%），遜於預期，補貼削減、信貸撥備、聯營公司虧損及加稅抵銷了收入勝預期（按年+24%）的影響。
- 未來盈利將受惠於新智能駕駛項目、海外增長以及多元化的客戶群。
- 我們將 2026 年純利預測下調 1%至人民幣 25.4 億元，並將 2027 至 2028 年的純利預測分別上調 3%及 8%至人民幣 28.8 億元和人民幣 34.1 億元。
- 維持「買入」評級，並將目標價由人民幣 135 元下調至人民幣 105 元。

2026 年第 3 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026 年第 3 季度	按年 %	按季 %	2026 年首九個月	按年 %	2026 年早前預測	按年 %	2026 年前 9 個月 / 2026 年	評論
收入	9,519	23.7	13.2	24,420	9.3	34,185	5.0	0.71	收入增長加速至 23.7%。
毛利	1,797	26.3	10.0	4,640	5.4	6,324	1.9	0.73	
毛利率（%）	*18.9*	*0.4*	*(0.6)*	*19.0*	*(0.7)*	*18.5*	*(0.6)*	1.03	毛利率按年表現穩健。
息稅前利潤	772	28.7	(14.1)	2,176	9.3	3,087	3.9	0.71	息稅前利潤受補貼削減拖累。
息稅前利潤率（%）	*8.1*	*0.3*	*(2.6)*	*8.9*	*0.0*	*9.0*	*(0.1)*	0.99	
純利	591	4.5	(24.6)	1,835	2.7	2,555	4.1	0.72	因補貼、信貸撥備及稅項而遜於預期
純利 –經調整	568	(0.6)	(24.2)	1,793	4.0	2,555	5.9	0.70	
純利率 (%)	*6.2*	*(1.1)*	*(3.1)*	*7.5*	*(0.5)*	*7.5*	*(0.1)*	1.01	
核心純利率（%）	*6.0*	*(1.5)*	*(2.9)*	*7.3*	*(0.4)*	*7.5*	*0.1*	0.98	
營運現金流	(247)	不適用	366.3	816	(63.9)	3,102	7.6	0.26	
自由現金流	(784)	不適用	67.9	(503)	不適用	1,602	48.2	(0.31)	

來源：德賽西威、大華繼顯

分析

- 2026 年第 3 季度純利為人民幣 5.91 億元（按年+4.5% / 按季-24.6%），遜於預期，補貼削減、信貸撥備、聯營公司虧損及加稅抵銷了收入勝預期的影響。這使 2026 年前九個月純利達人民幣 18.35 億元（按年增長 2.7%），佔我們 2026 年預測的 72%。
  - **2026 年第 3 季度收入按年增長 23.7%、按季增長 13.2%至人民幣 95.19 億元，受惠於海外增長及有利的智能駕駛產品組合，表現超出預期。** 相比之下，2026 年第 2 季度 / 2026 年第 1 季度的收入按年增長分別為+7.0% / -4.4%。 鑑於 2026 年首九個月收入為人民幣 244.2 億元（按年增長 9.3%），我們原先的 2026 年收入預測意味著 2026 年第 4 季度收入僅為人民幣 97.65 億元（按年下降 4.5% / 按季增長 2.6%），這顯得過於保守。

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	27,618	32,557	35,813	41,185	47,363
息稅折舊攤銷前利潤	3,476	3,752	4,017	4,514	5,242
經營利潤	2,807	2,971	3,134	3,492	4,064
純利 （報告／實際）	2,005	2,454	2,541	2,877	3,406
純利 （經調整）	1,946	2,414	2,541	2,877	3,406
每股收益 （分）	361.1	411.1	425.8	482.0	570.7
市盈率（倍）	21.4	18.8	18.2	16.1	13.6
市賬率（倍）	4.5	3.0	2.7	2.4	2.1
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	13.3	12.2	11.2	9.8	8.3
股息收益率 (%)	1.4	1.6	1.6	1.9	2.2
純利率 (%)	7.0	7.4	7.1	7.0	7.2
債務/（現金）淨額與權益 (%)	4.9	(0.4)	(5.4)	(8.0)	(11.8)
利息保障倍數 （倍）	17.8	140.7	不適用	不適用	不適用
股本回報率 (%)	22.1	19.3	15.6	15.7	16.5
市場預期純利	-	-	2,809	3,329	3,822
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	0.90	0.86	0.89

來源：德賽西威、彭博、大華繼顯

分析師

利新民
ken.lee@uobkh.com
+852 2236 6760

買入（維持）	
股價	人民幣 77.42 元
目標價	人民幣 105 元
上升空間	35.6%
早前目標價	人民幣 135 元

股票數據

行業	汽車零件
股份代號	002920 CH
已發行股份（百萬）	596.8
市值（人民幣百萬元）	46,207.6
市值（百萬美元）	6,373.5
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	84.0

價格表現（%）

52 週高位 / 低位 人民幣 142.79 元/人民幣 71.40 元

1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(6.6)	(6.6)	(30.4)	(40.0)	(35.6)

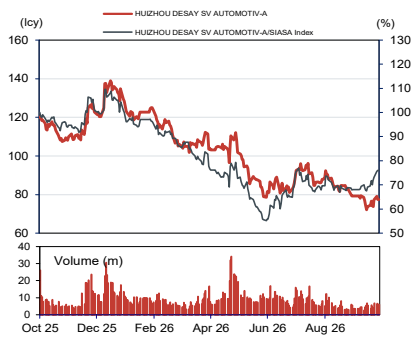
主要股東（%）

惠州市德賽工業發展有限公司	25.33
惠州創新投資有限公司	20.16

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	30.9
2026 財年每股淨現金(人民幣)	2.6

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

惠州德賽西威製造及分銷汽車零件。該公司生產車載資訊娛樂系統、空調控制器、駕駛資訊顯示屏、駕駛輔助系統及其他產品。其產品在中國全境銷售。

- **毛利率受高利潤率的海外業務所支撐。** 受惠於利潤率較高的海外業務迅速增長，2026 年第 3 季度毛利率達 18.9%（同比上升 0.4 個百分點 / 環比下降 0.6 個百分點），2026 年前九個月毛利率達 19.0%（同比下降 0.7 個百分點），均勝預期，且高於我們對 2026 年 18.5%的假設。
- 息稅前利潤率受補貼削減拖累。受補貼削減影響，2026 年第 3 季度其他收益 / 收入比率降至 0.5%（按年下跌 1.1 個百分點 / 按季下跌 0.5 個百分點）。銷售、一般及行政開支 / 收入比率按季持平於 2.7%（按年下跌 0.4 個百分點）。研發開支 / 收入比率按年微跌 0.5 個百分點，但按季上升 1.5 個百分點至 8.3%。綜合而言，2026 年第 3 季度息稅前利潤率按年微升 0.3 個百分點，按季則下跌 2.6 個百分點至 8.1%；2026 年前九個月則按年持平於 8.9%，相比我們全年的假設為 9.0%。
- **應佔合營企業及聯營公司虧損由 2026 年第 2 季度的人民幣 4 百萬元擴大至 2026 年第 3 季度的人民幣 6,200 萬元，相較於 2025 年第 3 季度應佔溢利人民幣 1,700 萬元，主要由於在理想汽車需求疲弱下，Fusei Automotive Electronics 的盈利能力出現暴跌。**
- **應收賬款周轉天數有所改善，但信貸撥備偏高反映出特定客戶風險。** 雖然截至 2026 年 9 月 30 日的應收賬款周轉天數由截至 2025 年 9 月 30 日的 122 天及截至 2026 年 6 月 30 日的 123 天改善至 105 天，但信貸撥備仍維持在人民幣 7,800 萬元（按季減少 25.6%）的高位，這可能反映了針對特定客戶信貸風險所採取的審慎撥備。
- **受海外盈利增加所帶動，2026 年第 3 季度的實際稅率升至 8.9%（按年升 9.7 個百分點 / 按季升 6.3 個百分點）。**
- 存貨增加消耗現金。由於存貨周轉天數由 2025 年 9 月 30 日的 66 天及 2026 年 6 月 30 日的 84 天，上升至 2026 年 9 月 30 日的 100 天，該公司錄得營運現金流出人民幣 2.47 億元（按年+366.3%），而 2025 年第 3 季度則為營運現金流入人民幣 6.22 億元。在晶片價格上漲之際，德賽西威戰略性儲備晶片。因此，其於 2026 年第 3 季度錄得負自由現金流人民幣 7.84 億元（按季+67.9%），而 2025 年第 3 季度則為正自由現金流人民幣 1.72 億元。

- **盈利將受到新智能駕駛項目、海外增長以及多元化客戶群所帶動。** 2026 年第 4 季度的增長將來自與奇瑞、小米、小鵬及長安合作推出的新項目，以及持續的海外轉化。 2027 年上半年，西班牙工廠將在 2026 年第 4 季度試產後提升產量，而人民幣 60 億元基於 Nvidia Thor 的域控制器訂單亦將開始啟動。該筆人民幣 200 億元的海外訂單將自 2028 年起開始作出貢獻。
  - **基於樂觀的 2026 年第 3 季度收入及強勁的積壓訂單，我們將 2026 至 2028 年的收入預測分別上調 5% / 8% / 10%至人民幣 358.1 億元 / 人民幣 411.85 億元 / 人民幣 473.6 億元（分別按年增長 10% / 15% / 15%）。**
  - 基於智能駕駛業務組合的優化及海外收入的增長，我們將 2026 年至 2028 年的毛利率假設分別從 18.5%/18.5%/18.5%上調至 19.0%/19.0%/19.0%。
  - **將我們對 2026 至 2028 年其他收入 / 營收比率的假設分別由 1.4% / 1.4% / 1.4%下調至 0.9% / 0.5% / 0.5%。**
  - **將我們對 2026 至 2028 年合營企業及聯營公司貢獻的預測大幅下調至每年淨虧損人民幣 8,000 萬元，原預測為每年純利人民幣 9,000 萬元。..**
  - 基於海外利潤貢獻增加，將我們對 2026 至 2028 年的實際稅率假設分別由 6%/6%/6%上調至 9%/9%/9%。

盈利預測調整 / 風險

- **我們將 2026 年純利預測下調 1%至人民幣 25.4 億元，並將 2027 至 2028 年預測分別上調 3% / 8%至人民幣 28.8 億元 / 人民幣 34.1 億元。**
- 風險：客戶新車型的銷量遜於預期。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，並將目標價由人民幣 135 元下調至人民幣 105 元，此乃基於較低的目標 2027 年預測 市盈率 估值倍數 22 倍（較歷史平均值低 1 個標準差）。

股價催化劑

- 2026 年第 4 季度盈利按季復甦；奇瑞、小米、小鵬及長安推出新產品；L3 試點擴大；以及政策利好因素。

損益表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	32,557	35,813	41,185	47,363
息稅折舊攤銷前利潤	3,752	4,017	4,514	5,242
折舊及攤銷	(781)	(883)	(1,022)	(1,178)
息稅前利潤	2,971	3,134	3,492	4,064
總其他非經營收入	(6)	(10)	(10)	(10)
聯營公司貢獻	58	(140)	(140)	(140)
淨利息收入／（支出）	(21)	(7)	2	13
除稅前溢利	2,570	2,814	3,182	3,764
稅項	(97)	(253)	(286)	(339)
少數股東權益	(19)	(19)	(19)	(19)
純利	2,454	2,541	2,877	3,406
純利 （經調整）	2,414	2,541	2,877	3,406

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	3,006	3,710	4,285	4,721
其他長期資產	3,406	3,239	3,063	2,868
現金／短期投資	1,416	2,289	2,901	3,930
其他流動資產	22,016	22,857	25,565	28,679
資產總額	29,845	32,095	35,814	40,199
短期債務	687	687	687	687
其他流動負債	12,898	13,327	14,911	16,734
長期債務	255	255	255	255
其他長期負債	444	444	444	444
股東權益	15,418	17,220	19,334	21,877
少數股東權益	145	164	183	203
負債及權益總額	29,845	32,095	35,814	40,199

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	2,884	3,120	2,872	3,379
除稅前溢利	2,570	2,814	3,182	3,764
稅項	(97)	(253)	(286)	(339)
折舊及攤銷	781	883	1,022	1,178
聯營公司	(58)	140	140	140
營運資金變動	(714)	(412)	(1,123)	(1,292)
非現金項目	402	(53)	(62)	(73)
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(5,573)	(1,476)	(1,466)	(1,455)
資本支出（增長）	(1,803)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
投資	(11,178)	-	-	-
其他	7,408	24	34	45
融資	3,374	(772)	(794)	(895)
支付股息	(693)	(772)	(794)	(895)
借款所得款項	1,303	400	400	400
償還貸款	(1,171)	(400)	(400)	(400)
其他／已付利息	3,934	-	-	-
現金流入（流出）淨額	695	873	612	1,029
年初現金及現金等價物	721	1,416	2,289	2,901
外匯影響產生的變動	11	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,416	2,289	2,901	3,930

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	11.5	11.2	11.0	11.1
稅前利潤率	7.7	7.3	7.5	7.7
純利率	7.4	7.1	7.0	7.2
資產回報率	9.4	8.2	8.5	9.0
股本回報率	19.3	15.6	15.7	16.5
增長				
營業額	17.9	10.0	15.0	15.0
息稅折舊攤銷前利潤	7.9	7.1	12.4	16.1
除稅前溢利	22.4	9.5	13.1	18.3
純利	22.4	3.6	13.2	18.4
純利 （經調整）	24.1	5.3	13.2	18.4
每股收益	13.9	3.6	13.2	18.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	4.5	4.2	3.8	3.4
債務權益比率	8.8	7.9	7.0	6.2
債務／（現金）淨額與權益	8.8	7.9	7.0	6.2
利息保障倍數 （倍）	140.7	418.4	不適用	不適用

匯川技術(300124 CH)

2026 年第 3 季度：利潤率受壓拖累盈利遜預期；前景取決於成本轉嫁能力

重點摘要

- 匯川技術 2026 年第 3 季度呈報純利按年增長 23.6%至人民幣 16 億元，高於市場普遍預期。 這主要受非經營項目所帶動。 由於成本上漲意外導致利潤率受壓，核心利潤遜於預期。
- 管理層預期通用自動化業務於 2027 年將保持 20%的按年增長，而新能源汽車及升降機業務受惠於成本轉嫁，盈利能力應會有所紓緩。展望未來，實體人工智能（Physical AI）亦將開始發揮作用，成為主要的增長動力。
- 維持「買入」評級，但將目標價下調至人民幣 75 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	按年（%）	按季（%）
收入	11,153	14,532	13,281	19.1	(8.6)
毛利	3,068	4,389	3,381	10.2	(23.0)
經營利潤	1,172	2,143	1,142	(2.6)	(46.7)
純利	1,286	1,796	1,589	23.6	(11.6)
核心純利	1,217	1,710	1,151	(5.4)	(32.7)
利潤率（%）					
毛利率	27.5	30.2	25.5	(2.1)	(4.8)
營業利潤率	11.4	13.6	12.1	0.7	(1.5)
純利率	11.5	12.4	12.0	0.4	(0.4)

來源：匯川技術、大華繼顯

分析

- 利潤率受壓導致核心利潤遜於預期。營業收入按年增長 19.1%，但按季下降 8.6%至人民幣 132.81 億元，符合市場共識。毛利率按年收窄 2.1 個百分點，按季收窄 4.8 個百分點至 25.5%，較市場共識低 3.6 個百分點。在人民幣 4.19 億元的公允價值收益支持下，列賬純利按年增長 23.6%至人民幣 15.89 億元，較市場共識高 4.0%。若剔除該等收益，核心純利按年下降 5.4%，按季下降 32.7%至人民幣 11.51 億元，較市場共識低 16.7%。
- 產品組合及成本通脹對利潤率構成壓力。工業自動化及數碼業務貢獻人民幣 64 億元（佔收入 48%），新能源汽車貢獻人民幣 61 億元（佔 46%），新興業務則貢獻人民幣 6.3 億元（佔 5%）。受轉向較低利潤率產品所拖累，汽車業務毛利率大幅下跌，而零部件成本通脹及未能轉嫁成本，進一步令集團利潤率承壓。

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	37,041	45,105	51,627	56,313	62,457
息稅折舊攤銷前利潤	5,081	6,287	7,174	7,818	8,601
經營利潤	4,232	5,171	5,832	6,346	7,057
純利 （報告 / 實際）	4,285	5,050	5,669	6,435	7,222
純利 （經調整）	4,036	4,951	5,369	6,135	6,922
每股收益 （分）	159.1	186.6	209.4	237.8	266.8
市盈率（倍）	33.5	28.6	25.5	22.4	20.0
市賬率（倍）	5.1	4.1	3.6	3.2	2.9
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	28.5	22.6	20.2	17.3	15.9
股息收益率 (%)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.3
純利率 (%)	10.9	11.0	10.4	10.9	11.1
債務/（現金）淨額與權益 (%)	2.1	(9.4)	(1.5)	(23.4)	(18.5)
利息保障倍數 （倍）	26.2	30.3	38.4	44.0	48.9
股本回報率 (%)	15.4	15.6	14.3	14.5	14.6
市場預期純利	-	-	5,805	7,142	8,574
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	0.98	0.90	0.84

來源：匯川技術、彭博、大華繼顯

分析師

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

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

買入（維持）

股價	人民幣 53.31 元
目標價	人民幣 75 元
上升空間	40.7%
早前目標價	人民幣 95 元

股票數據

行業	工業
股份代號	300124 CH
已發行股份（百萬）	2,711
市值（人民幣百萬元）	144,527
市值（百萬美元）	21,516
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	230.0

價格表現（%）

52 週高位 / 低位	人民幣 84.05 元/人民幣 48.50 元			
1 個月	**3 個月**	**6 個月**	**1 年**	**年初至今**
2.8	(10.4)	(18.9)	(31.9)	(29.2)

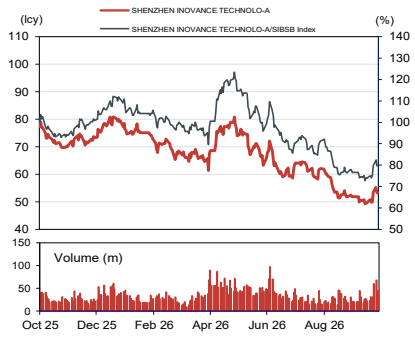
主要股東（%）

深圳市匯川投資有限公司	17.20
劉國偉	2.87

資產負債表指標

2026 財年每股有形資產淨值（人民幣）	12.90
2026 財年每股淨現金(人民幣)	(0.23)

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

匯川技術（Inovance Technology）設計及製造工業自動化產品，包括變頻器、伺服系統、PLC（可程式化邏輯控制器）及運動控制器，並向新能源汽車製造

商供應電動動力總成及電力系統。該公司亦正在拓展工業機器人、機器視覺及數碼能源業務。

- **前瞻性指引。** 管理層維持其 2026 年收入及純利按年增長 10%至 30%的目標。 然而，從其語調來看，其目標定位在純利目標的較低區間。 管理層亦提供指引指出：a）通用自動化業務在 2026 年第 4 季度可能按年增長 20%，並在 2027 年進一步按年增長 20%；b）新能源汽車業務在內地市場疲弱下面對壓力，但公司對新訂單正變得更具選擇性，且未來正推動成本轉嫁；以及 c）電梯業務將在 2026 年第 4 季度及往後繼續體現成本轉嫁。

  總括而言，自動化行業週期在 2027 年將會放緩，但在蘋果供應鏈需求、人工智能相關支出以及進口替代的推動下，整體增長依然穩健；而新能源汽車 / 升降機業務的增速或仍偏緩，但隨著成本轉嫁能力改善，利潤率預計將會提升。
- **實體人工智能領域的機遇再次成為主要焦點。** 匯川技術（Inovance）定位為推動工業數碼化的人工智能應用者。該公司採用現有的通用大型語言模型（LLM），並運用其行業專門知識及製造數據，構建其專屬的垂直流程模型——該模型結合了用於規劃的較慢流程模型，以及用於實時控制的快速邊緣模型，旨在滿足行業對可靠且無幻覺數據的需求，並可根據其客戶的要求度身訂造。管理層表示，目前有 5 至 6 名客戶正在試用其人工智能焊接解決方案，且迄今為止市場反應依然強勁。2026 年，人形機器人相關電機與仿生臂的訂單金額預計將分別超過人民幣 1,000 萬元，且總收入應會超過人民幣 1,000 萬元。訂單可能在 2027 年迅速回升至人民幣 1 億元水平，且仍主要由零部件帶動，惟目標尚未落實。長遠而言，管理層預期工廠實體人工智能市場的規模將超越目前的工業自動化市場。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，但將目標價下調至人民幣 75 元，現基於 31.5 倍 2027 年預測 市盈率 ，較五年歷史均值低 1 個標準差。 由於中國的固定資產投資放緩、成本壓力帶來的風險加劇，以及企業價值與通用自動化行業的增長均見放緩，我們正下調市盈率倍數。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 至 2028 年的純利預測分別下調 4.0%、9.9%及 9.1%，至人民幣 56.69 億元、人民幣 64.35 億元及人民幣 72.22 億元。 我們已計入：a)對電梯變頻器及新能源汽車動力總成業務較低的收入假設；b)鑑於成本壓力日益增加，通用自動化及企業價值業務的利潤率較低；以及 c)較高的營運開支比率。

2026 至 2028 年預測變更

截至12月31日止年度	----------舊估計----------			----------新預測----------			----------差異(%) ----------		
（人民幣百萬元）	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
收入	53,900	60,776	69,137	51,627	56,313	62,457	(4.2)	(7.3)	(9.7)
毛利	14,622	17,010	18,748	14,612	15,810	17,428	(0.1)	(7.1)	(7.0)
經營利潤	5,456	7,040	7,683	5,832	6,346	7,057	6.9	(9.8)	(8.1)
列報純利	5,557	7,076	7,807	5,669	6,435	7,222	2.0	(9.1)	(7.5)
毛利率（%）	27.1	28.0	27.1	28.3	28.1	27.9	1.2	0.1	0.8
營業利潤率（%）	10.1	11.6	11.1	11.3	11.3	11.3	1.2	(0.3)	0.2
純利率 (%)	10.3	11.6	11.3	11.0	11.4	11.6	0.7	(0.2)	0.3

來源：匯川技術、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	45,105	51,627	56,313	62,457
息稅折舊攤銷前利潤	6,287	7,174	7,818	8,601
折舊及攤銷	1,117	1,341	1,472	1,544
息稅前利潤	5,171	5,832	6,346	7,057
總其他非經營收入	(2)	12	12	12
聯營公司貢獻	(149)	200	200	200
淨利息收入／（支出）	66	28	94	241
除稅前溢利	5,433	6,177	7,012	7,870
稅項	(261)	(371)	(421)	(472)
少數股東權益	(123)	(138)	(156)	(175)
純利	5,050	5,669	6,435	7,222
純利（經常性）	4,951	5,369	6,135	6,922

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	9,893	9,926	9,872	9,729
其他長期資產	18,413	18,688	18,921	19,169
現金／短期投資	7,384	4,318	14,173	13,027
其他流動資產	35,625	42,515	41,708	49,783
資產總額	71,314	75,447	84,674	91,708
短期債務	1,347	1,000	1,000	1,000
其他流動負債	28,547	28,574	32,626	33,871
長期債務	1,572	1,572	1,572	1,572
其他長期負債	2,713	2,713	2,713	2,713
股東權益	35,353	39,668	44,687	50,300
少數股東權益	1,782	1,920	2,076	2,251
負債及權益總額	71,314	75,447	84,674	91,708

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	6,681	487	13,067	2,257
除稅前溢利	5,171	5,832	6,346	7,057
稅項	(2,076)	(371)	(421)	(472)
折舊／攤銷	1,117	1,341	1,472	1,544
聯營公司	149	(200)	(200)	(200)
營運資金變動	(316)	(6,106)	5,097	(6,444)
非現金項目	2,637	(11)	772	772
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(5,536)	(1,700)	(1,650)	(1,650)
資本支出（增長）	(3,024)	(1,650)	(1,650)	(1,650)
投資	(14,671)	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	12,160	(50)	-	-
融資	2,892	(1,852)	(1,562)	(1,753)
支付股息	(1,235)	(1,505)	(1,562)	(1,753)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	2,814	1,785	1,785	1,785
償還貸款	(3,388)	(2,132)	(1,785)	(1,785)
其他／已付利息	4,700	-	-	-
現金流入（流出）淨額	4,037	(3,065)	9,855	(1,147)
年初現金及現金等價物	3,337	7,384	4,318	14,173
年末現金及現金等價物	7,384	4,318	14,173	13,027

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	13.9	13.9	13.9	13.8
稅前利潤率	11.0	12.2	11.8	12.0
純利率	11.0	10.4	10.9	11.1
資產回報率	7.7	7.3	7.7	7.8
股本回報率	15.6	14.3	14.5	14.6
增長				
營業額	21.8	14.5	9.1	10.9
息稅折舊攤銷前利潤	23.7	14.1	9.0	10.0
除稅前溢利	17.9	13.7	13.5	12.2
純利	17.8	12.3	13.5	12.2
純利 （經調整）	22.7	8.4	14.3	12.8
每股收益	17.3	12.3	13.5	12.2
槓桿比率				
債務佔總資本比率	5.2	4.5	4.0	3.7
債務權益比率	10.5	8.5	7.5	6.7
債務／（現金）淨額與權益	(9.4)	(1.5)	(23.4)	(18.5)
利息保障倍數 （倍）	30.3	38.4	44.0	48.9

雙環傳動 (002472 CH)

2026 年第 3 季度：盈利符合預期，新興板塊將錄得增長

重點摘要

- 雙環 2026 年第 3 季度業績大致符合預期。 收入按年增長 14%，毛利率按季回升 0.7 個百分點至 26.8%；受營運開支增加影響，純利按年增長 3.8%至人民幣 3.33 億元，略低於預期。
- 海外訂單增長正在加速，來自全球領先原始設備製造商（OEM）的訂單動力日益增強。 在低基數下，同軸減速機的滲透率亦預期將於 2027 年加速，按年增長超過 1 至 2 倍。
- 維持「買入」評級，並將目標價略微上調至人民幣 52 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	按年（%）	按季（%）
收入	2,237	2,463	2,559	14.4	3.9
毛利	601	643	685	14.1	6.6
經營利潤	393	409	435	10.5	6.3
列報純利	321	303	333	3.8	10.2
利潤率（%）					
毛利率（%）	26.8	26.1	26.8	(0.1)	0.7
營業利潤率（%）	17.6	16.6	17.0	(0.6)	0.4
純利率 (%)	14.4	12.3	13.0	(1.3)	0.7

來源：雙環傳動、大華繼顯

分析

- 營收符合預期，經營費用增加拖累盈利。雙環傳動 2026 年第 3 季度營收按年增長 14.4%、按季增長 3.9%至人民幣 25.59 億元，大致符合預期；毛利率亦符合預期，按年下降 0.1 個百分點、按季提升 0.7 個百分點至 26.8%。受經營費用增加影響，經營利潤略低於預期，按年增長 10.5%、按季增長 6.3%至人民幣 4.35 億元；因此，列報純利為人民幣 3.33 億元，略遜於預期，按年增長 3.8%、按季增長 10.2%。
- **新能源汽車齒輪、智能執行器及機械人業務持續推動收入增長。** 新能源汽車（NEV）齒輪於 2026 年第 3 季度按年增長 26%，智能執行器按年增長 31%，機械人（工業 RV＋諧波）於 2026 年第 3 季度按年增長約 20%，工程機械齒輪於 2026 年第 3 季度按年增長 10%。 燃油車齒輪繼續拖累整體增長，2026 年第 3 季度收入按年下跌 14%，而商用車齒輪的增長動力亦見放緩，期內收入按年下跌約 7%。

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	8,781	9,112	10,094	11,470	12,830
息稅折舊攤銷前利潤	2,121	2,519	2,695	3,017	3,418
經營利潤	1,351	1,606	1,710	2,105	2,458
純利	1,024	1,262	1,379	1,692	2,012
純利 （經調整）	1,001	1,204	1,409	1,692	2,012
每股收益 （分）	122.3	148.4	162.2	199.1	236.7
市盈率 （倍）	33.9	27.9	25.5	20.8	17.5
市賬率（倍）	3.9	3.5	3.2	2.8	2.5
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	20.6	17.3	16.2	14.5	12.8
股息收益率 (%)	0.5	1.1	0.5	0.6	0.7
純利率 (%)	11.7	13.8	13.7	14.8	15.7
淨債項對權益比率（%）	12.5	9.0	(11.6)	(11.9)	(32.1)
利息保障倍數 （倍）	35.6	34.2	50.7	25.0	43.6
股本回報率 (%)	11.9	12.8	13.4	14.4	15.0
市場預期純利	-	-	1,463	1,717	1,992
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.94	0.99	1.01

來源：雙環傳動、彭博、大華繼顯

分析師

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

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

買入（維持）

股價	人民幣 41.41 元
目標價	人民幣 52 元
上升空間	+25.6%
早前目標價	人民幣 50 元

股票數據

行業	汽車零件
股份代號	002472 CH
已發行股份（百萬）	850
市值（人民幣百萬元）	35,198
市值（百萬美元）	5,240
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	130.1

價格表現（%）

52 週高位 / 低位 人民幣 49.47 元 / 人民幣 32.31 元

1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
6.3	13.9	7.6	(5.2)	(12.7)

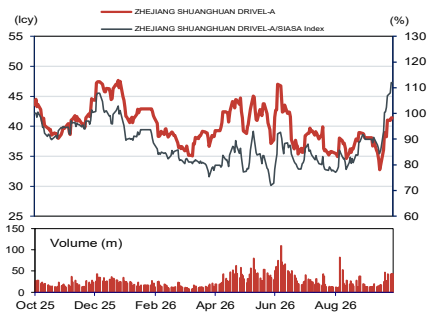
主要股東（%）

吳長鴻	7.1
李韶光	4.2

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	12.95
2026 財年每股淨現金(人民幣)	1.50

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

浙江雙環傳動公司生產及銷售齒輪與軸。該公司的產品廣泛應用於汽車、電單車、電動工具及重型設備領域。

- **同軸減速器滲透率提升及海外訂單將支持未來的新能源汽車增長。** 管理層表示，預期同軸齒輪在新能源汽車中的滲透速度將加快，而海外增長動能亦開始回升，當中包括與全球一級原始設備製造商（OEM）合作的多個整裝組裝項目。 另一方面，其匈牙利廠房正穩步提升產能，並迎來歐洲本地客戶的強勁需求。 管理層亦不擔心美國現行的聯邦通訊委員會（FCC）規定以及歐盟對中國出口貨品可能實施的限制，因為該公司已在匈牙利及越南建立基地，將有助規避潛在的出口障礙。
- **具身機械人業務仍在起步，但管理層對在全球取得主導份額充滿信心。** 管理層強調，與汽車原始設備製造商（OEM）不同，具身智能機械人 OEM 在引進外部零件供應商方面持開放得多的態度。 加上具身機械人對減速器精度的要求極高，雙環傳動（Shuanghuan）有信心最終奪得全球市場的主導份額。 該公司正在整合母公司與其機械人減速器子公司 Fine-Motion 之間的營運並共享資源，同時尋求加大對諧波減速器等相對欠發達產品類別的投資，以完善其產品組合。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級，並將目標價略微上調至人民幣 52 元，現基於較高的 26.1 倍 2027 年預測 市盈率 ，仍錨定 1.3 倍預測市盈增長率。 鑑於雙環在全球新能源汽車 / 機械人減速器市場的主導地位，以及未來具身人工智能投資趨勢帶來的龐大機遇，我們認為其理應享有溢價估值。

盈利預測調整 / 風險

- 我們將 2026 至 2028 年的純利預測分別下調 4.1%、3.5%及 1.7%，至人民幣 13.79 億元、人民幣 16.92 億元及人民幣 20.12 億元。 我們主要是計入了乘用車齒輪（包括內燃機汽車及新能源汽車齒輪）與商用車齒輪較低的利潤率假設。

2026 至 2028 年預測變更

	---------估計業績 / 舊估計---------			----------實際業績 / 新預測----------			----------變動（%）----------		
（人民幣百萬元）	2026年預測	2027年預測	2028年預測	2026年預測	2027年預測	2028年預測	2026年預測	2027年預測	2028年預測
收入（人民幣百萬元）	10,094	11,470	12,830	10,094	11,470	12,830	-	-	-
乘用車齒輪	6,449	7,123	7,614	6,449	7,123	7,614	-	-	-
商用車齒輪	682	772	867	682	772	867	-	-	-
其他齒輪	2,964	3,575	4,350	2,964	3,575	4,350	-	-	-
利潤率（%）	27.7	28.8	29.3	27.0	28.1	29.0	(0.7)	(0.6)	(0.3)
乘用車齒輪	26.5	27.4	27.9	25.5	26.5	27.5	(1.0)	(0.9)	(0.4)
商用車齒輪	28.8	28.9	29.0	28.0	28.0	28.0	(0.8)	(0.9)	(1.0)
其他齒輪	30.2	31.5	31.7	30.2	31.5	31.7	-	-	-
息稅前利潤（人民幣百萬元）	1,780	2,176	2,497	1,710	2,105	2,458	(3.9)	(3.3)	(1.6)
純利（人民幣百萬元）	1,438	1,754	2,047	1,379	1,692	2,012	(4.1)	(3.5)	(1.7)

來源：雙環傳動、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	9,112	10,094	11,470	12,830
息稅折舊攤銷前利潤	2,519	2,695	3,017	3,418
折舊及攤銷	(913)	(985)	(912)	(960)
息稅前利潤	1,606	1,710	2,105	2,458
總其他非經營收入	(54)	(30)	-	-
聯營公司貢獻	-	-	-	-
淨利息收入／（支出）	(47)	(34)	(84)	(56)
除稅前溢利	1,505	1,646	2,020	2,402
稅項	(180)	(198)	(242)	(288)
少數股東權益	(64)	(70)	(86)	(102)
純利	1,262	1,379	1,692	2,012
純利（經常性）	1,204	1,409	1,692	2,012

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	7,219	7,020	6,791	6,515
其他長期資產	3,103	3,132	3,148	3,165
現金 / 短期投資	2,367	5,089	5,351	8,956
其他流動資產	6,073	4,144	7,030	5,218
資產總額	18,763	19,384	22,320	23,854
短期債務	3,122	3,322	3,522	3,722
其他流動負債	4,230	3,594	4,662	4,031
長期債務	274	274	274	274
其他長期負債	626	626	626	626
股東權益	10,018	10,971	12,550	14,411
少數股東權益	492	567	655	760
負債及權益總額	18,763	19,354	22,290	23,824

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	2,391	3,408	1,162	4,077
除稅前溢利	1,505	1,646	2,020	2,402
稅項	(180)	(198)	(242)	(288)
折舊 / 攤銷	913	985	912	960
聯營公司	-	-	-	-
營運資金變動	(41)	941	(1,612)	948
非現金項目	194	34	84	56
其他營運現金流量	192	(30)	-	-
投資	(2,293)	(800)	(700)	(700)
資本支出（增長）	(2,069)	(800)	(700)	(700)
投資	(209)	-	-	-
出售資產所得款項	21	-	-	-
其他	(36)	-	-	-
融資	1,092	(225)	(50)	(59)
支付股息	-	-	-	-
發行股份	202	-	-	-
借款所得款項	4,110	2,500	2,500	2,500
償還貸款	(2,620)	(2,300)	(2,300)	(2,300)
其他 / 已付利息	(600)	(425)	(250)	(259)
現金流入（流出）淨額	1,190	2,383	413	3,318
年初現金及現金等價物	1,189	2,367	4,751	5,163
外匯影響產生的變動	(12)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,367	4,751	5,163	8,481

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	27.3	27.0	28.1	29.0
除稅前利潤率	16.5	16.6	17.6	18.7
純利率	13.8	13.7	14.8	15.7
資產回報率	7.0	7.4	8.1	8.7
股本回報率	12.8	13.4	14.4	15.0
增長				
營業額	3.8	10.8	13.6	11.9
毛利	13.4	9.6	18.3	15.1
除稅前溢利	25.1	9.4	22.8	18.9
純利	23.2	9.3	22.8	18.9
純利（經調整）	20.3	17.0	20.1	18.9
每股收益	18.5	17.0	20.1	18.9
槓桿比率				
債務佔總資本比率	2.8	2.7	2.4	2.2
債務權益比率	5.3	4.9	4.3	3.7
淨債項對權益	9.0	(11.6)	(11.9)	(32.1)
利息保障倍數 （倍）	34.2	50.7	25.0	43.6

宜賓五糧液 （000858 CH）

2026 年第 3 季度：儘管基數經修訂，純利仍大幅下滑；下調至「沽出」

重點摘要

- 儘管經修訂基數，但主要受需求遜於預期以及銷售費用高企影響，五糧液 2026 年第 3 季度收入按年下跌 38%，且純利按年下跌 48%。
- 銷售商品收到的現金流入亦有所惡化，達人民幣 72 億元，按年增加 1%，但按季減少 41%，而合約負債按年下降 4%至人民幣 89 億元。
- 將目標價下調 18%至人民幣 64.2 元；評級下調至「沽售」。

2026 年第 3 季度及首九個月業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2026 年第 3 季度	2025 年第 3 季度	按年變動（%）	2026 年首九個月	2025 年首九個月	按年變動（%）
總收入	4,442	7,128	(37.7)	32,858	30,638	7.2
毛利	3,434	4,894	(29.8)	26,252	23,200	13.2
毛利率（%）	77.3	68.7	8.7	79.9	75.7	4.2
息稅前利潤	718	1,700	(57.8)	11,301	6,733	67.8
息稅前利潤率（%）	16.2	23.9	(7.7)	34.4	22.0	12.4
應佔純利	958	1,851	(48.3)	9,711	6,475	50.0
應佔純利率（%）	21.6	26.0	(4.4)	29.6	21.1	8.4
核心應佔純利	957	1,847	(48.2)	9,441	6,458	46.2
核心應佔純利率（%）	21.6	25.9	(4.4)	28.7	21.1	7.7

來源：五糧液，大華繼顯

分析

- **2026 年第 3 季度純利在經修訂的基數下大幅下降。** 宜賓五糧液（五糧液）公布其 2026 年前九個月業績。 2026 年前九個月，收入為人民幣 32,858 百萬元（按年增長 7%）。 毛利為人民幣 262.52 億元（按年增長 13%），毛利率為 79.9%（按年上升 4.2 個百分點）。 息稅前利潤為人民幣 113.01 億元（按年增長 68%），息稅前利潤率為 34.4%（按年增加 12.4 個百分點）。 純利為人民幣 97.11 億元（按年增加 50%），純利率為 29.6%（按年增加 8.4 個百分點）。 這意味着在 2026 年第 3 季度，收入為人民幣 44.42 億元（按年下降 38%）。 毛利為人民幣 34.34 億元（按年下跌 30%），毛利率為 77.3%（按年增加 8.7 個百分點）。 息稅前利潤為人民幣 7.18 億元（按年跌 58%），息稅前利潤率為 16.2%（按年跌 7.7 個百分點）。 息稅前利潤率下降，主要是由於銷售及市場推廣費用增加（按年增加 15.9 個百分點）以及行政費用增加（按年增加 3.0 個百分點），惟部分被毛利率上升（按年增加 8.7 個百分點）及營業稅減少（按年減少 3.1 個百分點）所抵銷。純利為人民幣 9.58 億元（按年下降 48%），而純利率為 21.6%（按年下降 4.4 個百分點）。 純利率相較於息稅前利潤率的輕微收窄，主要是受實際稅率下降所帶動（2026 年第 3 季度為 19.7%，而 2025 年第 3 季度為 23.4%）。

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	89,175	40,529	41,758	42,564	43,466
息稅折舊攤銷前利潤	42,240	10,489	14,627	14,930	15,287
經營利潤	41,020	9,214	13,326	13,604	13,934
純利 （報告 / 實際）	31,853	8,954	11,939	12,214	12,426
純利 （經調整）	31,853	8,954	11,939	12,214	12,426
每股收益 （分）	820.6	230.7	307.6	314.7	320.1
市盈率（倍）	9.2	32.7	24.5	24.0	23.5
市賬率（倍）	2.2	2.4	2.6	2.7	2.8
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	4.0	16.0	11.2	11.2	11.1
股息收益率 (%)	7.6	6.8	5.3	5.3	5.3
純利率 (%)	35.7	22.1	28.6	28.7	28.6
債務／（現金）淨額與權益 (%)	(94.8)	(98.2)	(110.9)	(114.1)	(114.0)
股本回報率 (%)	24.2	7.1	10.3	11.1	11.6
市場預期純利	-	-	14,721.0	16,844.0	18,189.3
大華繼顯／市場預期 （倍）	-	-	0.81	0.73	0.68

來源：五糧液、彭博、大華繼顯

分析師

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

邱一展
hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

沽售（下調評級）

股價	人民幣 75.38 元
目標價	人民幣 64.20 元
上升空間	-14.8%
早前目標價	人民幣 78.50 元

股票數據

行業	必需性消費品
股份代號	000858 CH
已發行股份（百萬）	3,881.6
市值（人民幣百萬元）	292,595.6
市值（百萬美元）	43,872.7
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	283.8

價格表現（%）

52 週高位 / 低位 人民幣 122.50 元/人民幣 68.67 元

1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
8.2	2.0	(25.6)	(37.3)	(28.8)

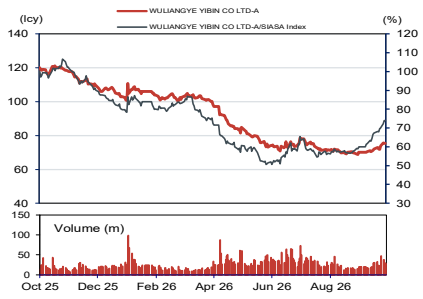
主要股東（%）

宜賓發展控股集團	34.43
宜賓五糧液集團	20.78

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	28.82
2026 財年每股淨現金(人民幣)	33.83

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

宜賓五糧液股份有限公司主要從事白酒的生產與銷售。 主要產品五糧液是一款經典的濃香型白酒。此外，因應不同的生產工藝，公司研發了五糧春、五糧特頭曲及綿柔尖莊，品類齊全，口感獨特，以滿足不同消費者的多元化需求。

- **銷售商品所得現金流入按年上升 1%，但按季下跌 41%。** 截至 2026 年前九個月末，該公司的合約負債為人民幣 89 億元，按年減少 4%。 2026 年第 3 季度銷售商品及提供勞務收到的現金流入為人民幣 72 億元，按年增加 1%，但按季減少 41%。

盈利預測調整 / 風險

- **我們分別下調 2026/27 年度盈利預測 20%/21%。** 我們將 2026/27 年度的收入預測分別下調 20%/21%。 我們分別將 2026/27 年度的毛利率預測上調 1.1 個百分點 / 1.0 個百分點。 我們將 2026/2027 年的銷售費用率預測分別上調 5.5 個百分點/5.5 個百分點，同時將 2026/2027 年的行政費用率預測分別下調 1.6 個百分點/1.6 個百分點。 因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 20%/21%。

估值 / 投資評級

- 將目標價下調 18%至人民幣 64.2 元；評級下調至「沽售」。我們將現金流折現法（DCF）目標價順延至 2027 年，並將目標價下調 18%至人民幣 64.2 元。評級下調至「沽售」。我們的目標價相當於 20.9 倍 2026 年預測 市盈率 及 20.4 倍 2027 年預測 市盈率 。該股目前交易於 24.5 倍 2026 年預測 市盈率 及 24.0 倍 2027 年預測 市盈率 。

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	**40,528.5**	**41,757.9**	**42,564.0**	**43,466.3**
息稅折舊攤銷前利潤	10,489.2	14,626.7	14,930.3	15,286.7
折舊及攤銷	1,275.0	1,300.5	1,326.5	1,353.0
息稅前利潤	**9,214.2**	**13,326.2**	**13,603.8**	**13,933.6**
總其他非經營收入	225.0	156.5	160.5	165.0
聯營公司貢獻	111.6	111.6	111.6	111.6
淨利息收入／（支出）	2,661.6	2,685.0	2,775.6	2,729.8
除稅前溢利	**12,198.9**	**16,265.8**	**16,638.0**	**16,926.5**
稅項	(2,881.7)	(3,842.5)	(3,930.4)	(3,998.6)
少數股東權益	(362.9)	(483.8)	(494.9)	(503.5)
純利	**8,954.3**	**11,939.5**	**12,213.7**	**12,426.5**
純利 （經調整）	8,954.3	11,939.5	12,213.7	12,426.5

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	7,641.2	9,211.5	10,769.7	12,315.5
其他長期資產	17,591.5	17,711.8	17,794.9	17,869.1
現金／短期投資	127,014.4	131,300.4	129,129.9	125,950.9
其他流動資產	37,737.1	23,268.3	22,201.6	22,416.4
資產總額	**189,984.3**	**181,492.0**	**179,896.0**	**178,551.9**
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	67,351.8	66,449.8	67,667.5	68,905.7
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	451.8	451.8	451.8	451.8
股東權益	119,932.3	111,858.2	108,549.6	105,463.9
少數股東權益	2,248.4	2,732.2	3,227.1	3,730.6
負債及權益總額	**189,984.3**	**181,492.0**	**179,896.0**	**178,551.9**

現金流

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	**29,706.3**	**26,367.3**	**15,395.2**	**14,381.0**
除稅前溢利	12,198.9	16,265.8	16,638.0	16,926.5
稅項	(2,881.7)	(3,842.5)	(3,930.4)	(3,998.6)
折舊及攤銷	1,275.0	1,300.5	1,326.5	1,353.0
營運資金變動	20,683.3	13,767.0	2,026.0	761.0
其他營運現金流量	(1,569.1)	(1,123.5)	(664.9)	(661.0)
投資	**(1,970.6)**	**(2,067.8)**	**(2,044.4)**	**(2,049.7)**
資本支出（增長）	(1,967.4)	(2,000.0)	(2,000.0)	(2,000.0)
投資	0.0	(67.8)	(44.4)	(49.7)
出售資產所得款項	36.8	0.0	0.0	0.0
其他	(40.0)	0.0	0.0	0.0
融資	**(28,391.6)**	**(20,013.6)**	**(15,521.3)**	**(15,510.2)**
支付股息	(28,005.2)	(20,013.6)	(15,521.3)	(15,510.2)
發行股份	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	138.6	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(525.0)	0.0	0.0	0.0
現金流入（流出）淨額	**(655.9)**	**4,286.0**	**(2,170.6)**	**(3,178.9)**
年初現金及現金等價物	**124,771.3**	**124,114.7**	**128,400.7**	**126,230.1**
其他貨幣資金	2,899.0	2,899.8	2,899.8	2,899.8
年末現金及現金等價物	**127,014.4**	**131,300.4**	**129,129.9**	**125,950.9**

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	25.9	35.0	35.1	35.2
稅前利潤率	30.1	39.0	39.1	38.9
純利率	22.1	28.6	28.7	28.6
資產回報率	4.7	6.4	6.8	6.9
股本回報率	7.1	10.3	11.1	11.6
增長				
營業額	(54.6)	3.0	1.9	2.1
息稅折舊攤銷前利潤	(75.2)	39.4	2.1	2.4
除稅前溢利	(72.4)	33.3	2.3	1.7
純利	(71.9)	33.3	2.3	1.7
純利 （經調整）	(71.9)	33.3	2.3	1.7
每股收益	(71.9)	33.3	2.3	1.7
槓桿比率				
債務佔總資本比率	不適用	不適用	不適用	不適用
債務權益比率	不適用	不適用	不適用	不適用
債務／（現金）淨額與權益	(98.2)	(110.9)	(114.1)	(114.0)

藥明康德 (2359 HK)

2026 年首九個月：業績勝預期；進一步上調 2026 年指引

重點摘要

- 藥明康德公佈強勁的 2026 年前九個月業績，總收入及經調整純利分別按年增長 38.6%及 74.4%，超出市場預期及其增長指引。
- 截至 2026 年 9 月底，其持續經營業務的積壓訂單按年增長 36.4%至人民幣 767 億元。該公司將其 2026 年收入目標從人民幣 585-605 億元進一步上調至人民幣 610-619 億元，其中持續經營業務收入按年增長 40%至 42%（此前為 35%至 39%）。
- 維持「買入」評級及目標價港幣 220 元。

2026 年首九個月業績

截至 12 月 31 日止年度（人民幣百萬元）	2025 年第 3 季度	2026 年第 3 季度	同比百分比變動	2025 年首九個月	2026 年首九個月	同比百分比變動
收入	12,057	16,640	38.0	32,857	45,537	38.6
化學業務（WuXi Chemistry）	9,677	14,376	48.6	25,978	39,362	51.5
測試業務（WuXi Testing）	1,078	1,430	32.7	2,963	3,911	32.0
生物學業務（WuXi Biology）	696	796	14.4	1,947	2,188	12.4
已終止業務	461	-	(100.0)	1,735	-	(100.0)
其他	146	38	(74.0)	233	77	(66.9)
毛利	6,007	8,998	49.8	15,119	24,380	61.3
銷售費用	(175)	(234)	33.5	(569)	(624)	9.7
一般及行政費用	(722)	(1,061)	47.1	(1,970)	(2,637)	33.9
研發	(311)	(318)	2.3	(826)	(923)	11.8
經營利潤 (息稅前利潤)	4,783	10,029	109.7	13,899	22,991	65.4
財務收入（成本）淨額	146	195	33.8	421	603	43.4
股東應佔溢利	3,515	8,081	129.9	11,802	19,161	62.4
經調整純利	4,222	6,809	61.3	10,537	18,380	74.4
比率（%）	**2025 年第 3 季度**	**2026 年第 3 季度**	**按年百分點變動**	**2025 年首九個月**	**2026 年首九個月**	**按年百分點變動**
毛利率	49.8	54.1	4.3	46.0	53.5	7.5
銷售費用	1.5	1.4	(0.0)	1.7	1.4	(0.4)
行政開支	6.0	6.4	0.4	6.0	5.8	(0.2)
研發費用	2.6	1.9	(0.7)	2.5	2.0	(0.5)
息稅前利潤率	39.7	60.3	20.6	42.3	50.5	8.2
純利率	29.1	48.6	19.4	35.9	42.1	6.2
經調整純利率	35.0	40.9	5.9	32.1	40.4	8.3

來源：藥明康德、大華繼顯

分析

- **2026 年首九個月業績表現強勁且優於預期。** 藥明康德公佈的 2026 年前九個月業績遠優於預期，總收入按年增長 38.6%至人民幣 455 億元，持續經營業務收入按年增長 46.3%，遠超其原定的 2026 年增長指引。 經調整淨收益（不包括股權激勵費用、投資公允價值變動損益及外匯相關損益）在 2026 年首九個月按年飆升 74.4%至人民幣 184 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	39,241	45,456	61,399	71,426	82,574
息稅折舊攤銷前利潤	13,311	25,794	31,055	37,089	43,078
經營利潤	10,838	22,868	27,840	33,158	38,523
純利 （報告 / 實際）	9,353	19,195	23,562	28,180	32,950
純利 （經調整）	10,583	14,957	24,847	28,961	33,731
每股收益 （分）	365.7	513.4	842.5	982.0	1,143.8
市盈率（倍）	43.1	30.7	18.7	16.1	13.8
市賬率（倍）	7.8	5.7	4.8	3.9	3.2
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤（倍）	36.2	18.7	15.5	13.0	11.2
股息收益率 (%)	0.6	1.4	1.5	1.8	2.1
純利率 (%)	27.0	32.9	40.5	40.5	40.8
債務/（現金）淨額與權益 (%)	(14.8)	(26.6)	(31.3)	(39.8)	(47.4)
利息保障倍數 （倍）	49.6	84.2	132.6	158.4	184.0
股本回報率 (%)	16.4	27.7	26.7	26.3	25.3
市場預期純利	-	-	23,616	27,782	31,909
大華繼顯/市場預期 （倍）	-	-	1.00	1.01	1.03

來源：藥明康德、彭博、大華繼顯

分析師

竇曉琴
carol.dou@uobkh.com
+ 852 22366749

陳穎翀
sunny.chen@uobkh.com
+ 852 2826 4857

買入（維持）

股價	港幣 185.60 元
目標價	港幣 220 元
上升空間	18.5%

股票數據

行業	醫療保健
股份代號	2359 HK
已發行股份（百萬）	541.5
市值（百萬港元）	512,141.4
市值（百萬美元）	65,290.0
3 個月平均每日成交額（百萬美元）	145.3

價格表現（%）

52 週高位 / 低位				港幣 219.20 元/港幣 96.70 元
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(11.5)	18.2	47.3	61.4	88.0

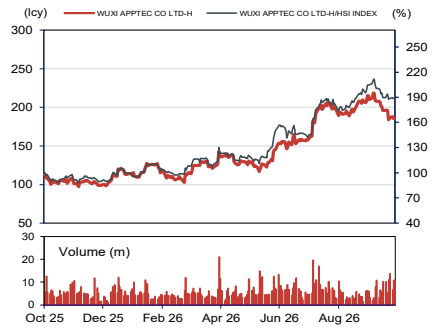
主要股東（%）

管理團隊	16.35

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣）	33.10
2026 財年每股淨現金(人民幣)	55.73

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

全球領先的 CRO/CDMO 公司。

- 2026 年前九個月收入按年增長 38.6%，意味着 2026 年第 3 季度按年增長 38.0%。總收入按年增長 38.6%至人民幣 455 億元，而持續經營業務收入按年大增 46.3%，因已終止經營業務在 2026 年前九個月並無任何貢獻。2026 年第 3 季度收入達人民幣 166 億元，按年增長 38.0%。WuXi Chemistry 貢獻了 2026 年前九個月總收入的人民幣 394 億元（即 86.4%），按年增長 51.5%，乃因小分子開發及生產業務按年飆升 65.6%至人民幣 235.8 億元。寡核苷酸和多肽（TIDES）業務在 2026 年前九個月按年擴展 46.9%至人民幣 115.2 億元，且指引在 2026 年按年增長約 47%。WuXi Testing 和 WuXi Biology 亦分別按年增長 32.0%及 12.4%。
- 毛利率於 2026 年首九個月大幅改善 7.5 個百分點。毛利按年增長 61.3%至人民幣 244 億元，毛利率按年擴大 7.5 個百分點至 53.5%。我們將該改善主要歸因於：a）後期臨床及商業化項目比例上升，以及 b）去年新增產能的利用率提高。WuXi Chemistry 的毛利率按年上升 5.8 個百分點至 57.1%，WuXi Testing 則按年增加 11.6 個百分點至 40.8%。
- **由於積壓訂單增長按年加速至 36.4%，2026 年業績指引進一步獲上調。** 藥明康德進一步將其 2026 年總收入目標上調至人民幣 610-619 億元（原為人民幣 585-605 億元），其中持續經營業務收入現預計按年增長 40%至 42%（原為 35%至 39%）。 該公司亦將 2026 年資本支出上調至人民幣 80-85 億元，以使常州新基地提前投產，並將 2026 年經調整自由現金流上調至人民幣 145-155 億元，同時預期經調整非國際財務報告準則純利率保持穩定且具韌性。 更強勁的增長前景受以下因素推動：a)具韌性的客戶需求、b) CRDMO 模式將更多項目從研發早期推進至研發後期及商業化生產的能力，以及 c)公司往績證明具備的執行力。 截至 2026 年 9 月底，持續經營業務的積壓訂單達人民幣 767.4 億元，按年增速進一步加快至 36.4%。 藥明康德在 2026 年前九個月為其商業化及 III 期管線新增了 23 個新項目。 管理層表示，有 20 個生產基地正進行興建 / 擴建以滿足強勁需求，其中 80%集中於小分子及 TIDES。
- 預計《COINS 法案》與《生物安全法案》（Biosecure Act）不會產生直接影響。管理層表示，美國哥倫比亞特區聯邦地區法院於 2026 年 8 月 7 日頒布的初步禁制令，禁止美國國防部在訴訟期間對藥明康德執行 1260H 條款下的認定，並阻斷了依據《生物安全法案》將該公司認定為「受關注生物技術公司」的最直接途徑。此外，美國財政部最近根據《全面對外投資國家安全法案》（COINS Act）擬訂的規則並非針對 CRDMO 公司，因此預期不會對該公司造成即時影響。

估值 / 投資評級

- 維持「買入」評級及目標價港幣 220 元（603259 CH/買入/目標價：人民幣 187 元），乃基於 19.0 倍 2027 年預測 市盈率 （或 0.6 倍市盈增長率）。2026 年首九個月的強勁業績及穩健的增長前景，將繼續支撐該公司股價的上行動能。

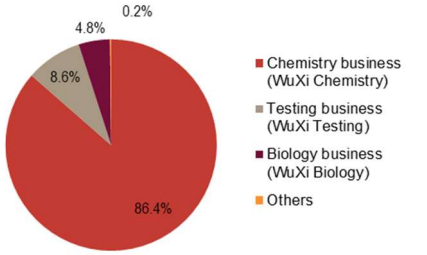
盈利預測調整 / 風險

- 盈利預測調整：根據該公司最新的指引區間，我們將其 2026 年收入及經調整純利按年增長預測分別由 30.2%及 52.3%上調至 35.1%及 66.1%。
- 風險：地緣政治風險差於預期，以及競爭加劇。

股價催化劑

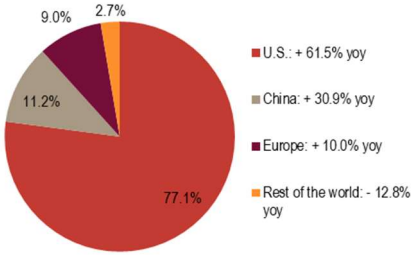
- 優於預期的財務業績。
- 市場對 CRDMO 服務的需求不斷增加。

分部收入（2026 年前九個月）



來源：藥明康德、大華繼顯

地區收入（2026 年上半年）



來源：藥明康德、大華繼顯

損益表

截至12月31日止年度	2025	2026年預測	2027年預測	2028年預測
（人民幣百萬元）				
淨營業額	**45,456**	**61,399**	**71,426**	**82,574**
息稅折舊攤銷前利潤	25,794	31,055	37,089	43,078
折舊及攤銷	2,926	3,215	3,931	4,555
息稅前利潤	22,868	27,840	33,158	38,523
聯營公司貢獻	453	453	453	453
淨利息收入／（支出）	631	951	1,365	1,920
除稅前溢利	**23,951**	**29,244**	**34,975**	**40,896**
稅項	(4,573)	(5,584)	(6,678)	(7,808)
少數股東權益	(183)	(98)	(117)	(137)
純利	**19,195**	**23,562**	**28,180**	**32,950**
純利（經調整）	14,957	24,847	28,961	33,731

資產負債表

截至12月31日止年度	2025	2026年預測	2027年預測	2028年預測
（人民幣百萬元）				
固定資產	27,863	32,063	34,550	36,416
其他長期資產	13,581	13,648	13,712	13,773
現金／短期投資	29,456	38,439	55,167	75,721
其他流動資產	32,221	38,126	41,676	45,734
資產總額	**103,121**	**122,276**	**145,105**	**171,644**
短期債務	5,987	5,987	5,987	5,987
其他流動負債	13,249	15,498	17,021	18,832
長期債務	2,274	2,274	2,274	2,274
其他長期負債	1,364	1,364	1,364	1,364
股東權益	79,712	96,519	117,709	142,298
少數股東權益	535	634	751	888
負債及權益總額	**103,121**	**122,276**	**145,105**	**171,644**

現金流量

截至12月31日止年度	2025	2026年預測	2027年預測	2028年預測
（人民幣百萬元）				
營運	**16,426**	**23,454**	**30,435**	**35,630**
除稅前溢利	23,951	29,244	34,975	40,896
稅項	(4,573)	(5,584)	(6,678)	(7,808)
折舊及攤銷	3,361	3,668	4,384	5,008
營運資金變動	(8,420)	(3,655)	(2,027)	(2,247)
非現金項目	-	-	-	-
其他營運現金流量	2,107	(218)	(218)	(218)
投資	**(1,167)**	**(7,809)**	**(6,809)**	**(6,809)**
資本支出（增長）	(5,058)	(7,809)	(6,809)	(6,809)
出售資產所得款項	256	-	-	-
其他	3,635	-	-	-
融資	**1,123**	**(6,663)**	**(6,898)**	**(8,268)**
支付股息	(2,835)	(6,755)	(6,990)	(8,360)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	3,568	-	-	-
償還貸款	-	-	-	-
其他／已付利息	390	92	92	92
現金流入（流出）淨額	**16,382**	**8,983**	**16,728**	**20,554**
年初現金及現金等價物	**13,434**	**29,456**	**38,439**	**55,167**
外匯影響產生的變動	(360)	-	-	-
年末現金及現金等價物	**29,456**	**38,439**	**55,167**	**75,721**

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	47.0	52.7	53.2	53.2
稅前利潤率	52.7	47.6	49.0	49.5
純利率	42.2	38.4	39.5	39.9
資產回報率	20.9	20.9	21.1	20.8
股本回報率	27.7	26.7	26.3	25.3
增長				
營業額	15.8	35.1	16.3	15.6
毛利	33.5	51.3	17.4	15.6
除稅前溢利	109.3	22.1	19.6	16.9
純利	105.2	22.8	19.6	16.9
純利（經調整）	41.3	66.1	16.6	16.5
每股收益	40.4	64.1	16.6	16.5
槓桿比率				
債務佔總資本比率	9.4	7.9	6.6	5.5
債務權益比率	10.4	8.6	7.0	5.8
債務／（現金）淨額與權益	(26.6)	(31.3)	(39.8)	(47.4)
利息保障倍數	84.2	132.6	158.4	184.0

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



太古地產 (1972 HK)

最後價格：	港幣 25.14 元
支撐位：	港幣 23.76 元/港幣 22.80 元
阻力位：	港幣 26.84 元/港幣 27.80 元

技術分析:

價格行為進一步向上穿透突破了其前期高點阻力區域，加速了主導標記上行序列，並確認了結構性買方的主導掌控地位。技術動能強力印證了這一上行延續：RSI 指標穩固紮根於看漲區間，並持續以強勁的正向速度呈向上斜率向上傾斜。這一動能擴張確認了強勁的底層趨勢強度，因為價格正在逼近其位於 HK$25.86 歷史最高阻力邊界的最高結構性樞紐。日線級別決絕收於 HK$25.86 上方，將打破最後的上方供給天花板，作廢歷史阻力參數，並觸發邁向更高斐波那契擴展目標的藍天價格發現模式。

平均時限：約兩週。



長和 (0001 HK)

最後價格：	港幣 66.35 元
支撐位：	港幣 63.85 元/港幣 63.05 元
阻力位：	港幣 71.50 元/港幣 73.60 元

技術分析:

價格行為在其前期波段低點支撐區域展開了堅決的反彈，確立了階段性戰術底部並暫緩了主導標記下行序列。技術動能強力印證了這一築底過程：RSI 指標正以正向速度穩步上行邁向其中性 50 分界線，信號呈現出底層買盤力量的漸進式修復以及賣方掌控力的消解。只要價格行為在隨後的暫態回踩中維持在該被防守的支撐地板上方，最小阻力路徑將傾向於繼續向上方主導阻力目標展開持續的上行拓展。

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."