



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)	51481.5	(0.7)	(1.1)	(3.9)	7.1
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7683.7	(0.8)	(1.0)	(0.4)	12.2
富時 100 指數(FTSE 100)	10684.9	(0.1)	(0.5)	(1.3)	7.6
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8850.7	0.1	(0.8)	(4.8)	(1.9)
滬深 300 指數(CSI 300)	4340.8	(2.2)	(3.7)	(5.8)	(6.2)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5729.0	0.3	0.9	0.5	23.3
恒生中國企業指數(HSCEI)	8216.8	0.6	(1.5)	(3.2)	(7.8)
恒生指數(HSI)	24642.5	0.5	(1.6)	(3.7)	(3.9)
雅加達綜合指數(JCI)	6147.9	(1.5)	(3.7)	(5.7)	(28.9)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1670.0	(0.1)	0.2	(3.2)	(0.6)
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6889.7	(2.7)	2.6	1.5	63.5
日經 225 指數(Nikkei 225)	65877.6	(0.7)	3.1	(0.8)	30.9
泰國證券交易所指數(SET)	1602.4	(0.3)	0.3	0.9	27.2
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	48024.6	(0.3)	3.8	3.7	65.8
波羅的海乾散貨指數(BDI)	3268	(4.6)	(3.9)	2.6	74.1
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4380	(4.2)	(5.5)	(5.7)	11.4
布蘭特原油(美元/桶)	105	0.9	4.9	17.9	73.0

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
於麗思卡爾頓酒店舉行的新經濟會議	馬來西亞	10 月 7 日	10 月 7 日
與 Food Empire Holdings Ltd (FEH SP) 進行非交易路演	馬來西亞	10 月 8 日	10 月 8 日
中小型股企業日	新加坡	10 月 21 日	10 月 21 日

企業及宏觀經濟行事曆

經濟指標 / 事件	國家/地區	日期
第 2 季度最終國際收支平衡表經常賬戶結餘	中國	9 月 29 日
9 月 PMI (綜合、製造業、非製造業)	中國	9 月 30 日
9 月 RatingDog 中國採購經理指數 (製造業、綜合、服務業)	中國	9 月 30 日

重點要聞

行業更新 | 互聯網

第 2 頁→

- 我們預期中秋節及國慶假期期間的旅遊需求將保持穩健，受惠於更長的旅遊出行窗口，帶動逗留時間延長、旅遊距離增加，以及出境需求更為強勁。攜程及同程旅行的預訂數據顯示長途及國際旅遊展現韌性，儘管整體客運量增長仍然溫和。我們預期，國際業務擴張以及人工智能提升的營運效率將支撐線上旅遊平台（OTA）公司的增長，但部分增幅會被較疲軟的國內旅遊需求及監管調整所抵銷。維持「與大市一致」評級。首選「買入」股：攜程。

公司更新 | 阿里巴巴集團 (9988 HK / 買入 / 港幣 108.4 元 / 目標價：港幣 188 元)

第 5 頁→

- 我們於 9 月 22 日至 24 日出席了 2026 年阿里雲棲大會，要點包括：a)模型路線圖持續擴展至 5 萬億至 10 萬億參數，並推出新款多模態模型；b)憑藉「真武」V900、「倚天」CPU 路線圖及「磐久」超級節點，進一步拓展其專有算力堆疊；以及 c)持續擴展雲端基礎設施，目標是在 2032 年前將全球數據中心容量提升至超過 20GW。維持「買入」評級，目標價維持在港幣 188 元（美金 192 元）不變。

公司更新 | 舜宇光學科技 (2382 HK / 買入 / 港幣 62.7 元 / 目標價：港幣 106 元)

第 8 頁→

- 在 9 月 22 日至 23 日於台北舉行的舜宇光學科技非交易路演中，儘管市場對智能手機市場萎縮的擔憂依然顯著，但關注點主要集中在光互連組件、XR 及泛物聯網等新興業務。管理層的指引維持樂觀，預計由人工智能驅動的快速增長新興業務以及市場份額提升，將可抵銷截至 2027 年來自智能手機市場的逆風。維持「買入」評級及目標價港幣 106 元，相當於 21.1 倍 2027 年預測市盈率。

技術分析

恒基兆業地產 | 12 HK

第 11 頁→

- 支持位：港幣 25.84 元/港幣 25.2 元
- 阻力位：港幣 26.98 元 / 港幣 29.24 元

中國龍源電力集團 | 916 HK

第 11 頁→

- 支持位：港幣 5.06 元 / 港幣 4.95 元
- 阻力位：港幣 5.7 元/港幣 6.04 元

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

互聯網

線上旅遊平台：假期窗口延長支持長途及國際旅遊

重點摘要

- 我們預期中秋節及國慶假期期間的旅遊需求將保持穩健 受惠於更長的旅遊出行窗口，帶動逗留時間延長、旅遊距離增加，以及出境需求更為強勁。攜程及同程旅行的預訂數據顯示長途及國際旅遊展現韌性，儘管整體客運量增長仍然溫和。我們預期，國際業務擴張以及人工智能提升的營運效率將支撐線上旅遊平台（OTA）公司的增長，但部分增幅會被較疲軟的國內旅遊需求及監管調整所抵銷。
- 維持「與大市一致」評級。 首選「買入」股：攜程

分析

- 旅客流量顯示中秋節及即將到來的國慶假期出行勢頭穩健。 據交通運輸部表示，預計在兩段假期期間，跨區域人員流動量將達約 27.8 億人次。在為期三天的中秋節假期期間，客流量預計約達 6.5 億人次，即每日 2.2 億人次，較日常水平高出約 20%；而在出遊需求持續高企下，為期七天的國慶黃金週預計將錄得約 21.3 億人次，即每日 3 億人次。預計客運量將於 10 月 1 日達到高峰，約為 3.4 億人次。另外，中國國家鐵路集團預計 9 月 23 日至 10 月 8 日為期 16 天的假期運輸期間，鐵路客運量將達 2.84 億人次；截至 9 月 23 日已售出 9,621 萬張火車票，反映假期前出行需求強勁。
- 攜程：假期時間延長帶動長線出境遊。根據攜程集團（TCOM）於 9 月 20 日發布的「2026 年黃金周旅遊趨勢」，約十分之一的旅客將中秋節與國慶假期拼成悠長假期，且當中近半數旅客規劃了超過八天的行程。超過半數的出境航班預訂均安排在 10 月 1 日國慶官方假期開始前出發，平均出境遊行程時間超過九天。入住七晚或以上的酒店預訂量按年激增 123%，而前往歐洲、澳洲及美國門戶城市的長途航班預訂量亦錄得雙位數按年增長。因此，延長的假期窗口正在推動行程更長及長途的出境遊，而非僅僅增加整體的出遊頻次。
- 較長假期亦推動了多目的地及多元化的出境旅遊。 根據攜程的數據，多目的地行程的預訂量按年大增 84%，其中東南亞和歐洲是最多人選擇的多站旅程地區，包括新加坡至峇里、香港至悉尼，以及阿姆斯特丹至米蘭。亞洲的海島及休閒旅遊目的地需求亦見強勁，中國旅客前往宿霧及普吉的航班預訂量按年分別增長 111% 及 78%，而濟州及峇里則躋身最熱門的出境目的地之列。在較年輕的旅客群體中，新西蘭亦越來越受歡迎，前往皇后鎮及奧克蘭的航班預訂量按年分別增長 314% 及 276%，反映旅客正更廣泛地轉向長途及更多元化的旅遊行程。

同業比較

公司	股票代號	評級	按曆年調整的企業價值／息															
			價格@ 2026 年 9 月 25 日 (當地貨幣)	目標 價格 (當地貨幣)	目標價 上升空間 (%)	市價 (當地貨幣 幣百萬)	按曆年調整的市盈率			稅折舊攤銷前利潤			股本回報率			市賬率		
							2026 年	2027 年	2028 年	2026 年預	2027 年預	2028 年預	2026 年	2027 年	2028 年	2026 年	2027 年	2028 年
							預測	預測	預測	測	測	測	預測	預測	預測	年預測	年預測	年預測
							(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)
攜程集團	9961 HK	買入	309.20	508.00	64.30	194,705	11.4	9.9	8.8	7.5	6.0	5.3	15.7	8.5	8.7	1.0	0.9	0.8
同程旅行	780 HK	買入	10.20	18.00	76.47	24,014	5.9	5.3	4.7	2.4	2.2	2.0	11.0	13.1	13.3	0.8	0.7	0.7
來源：彭博、大華繼顯																		

分析員

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

黃書彥
suyann@uobkh.com
+603 2147 1915

與大市一致（維持）

分部評級

分部	評級
電子商貿	與大市一致（維持）
線上遊戲	跑贏大市（維持）
線上旅遊平台	跑贏大市（維持）
人工智能	跑贏大市（維持）
線上房地產垂直平台	與大市一致（維持）
本地生活服務	跑輸大市（維持）
電子商貿	與大市一致（維持）

來源：大華繼顯

板塊精選

公司	股票代號	評級	股價 (港元)	目標價 (港元)
攜程集團	9961 HK	買入	309.20	508.00
同程旅行	780 HK	買入	10.20	18.00

來源：彭博、大華繼顯

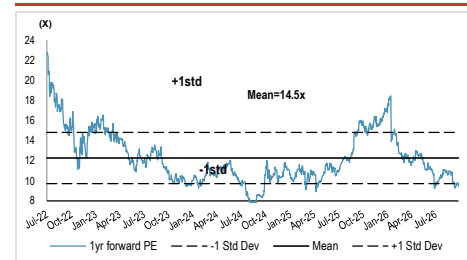
- 同程旅行（TT）：較長的假期窗口帶動國內長途及深度延住需求。9月14日，同程旅行發布《2026年中秋國慶假期旅行趨勢預測》，顯示節前國內長途旅行顯著提速。截至9月14日，飛行距離超過1,200公里的國內航班預訂熱度按年增加34%，而入住五天或以上的酒店預訂份額按年上升約7個百分點。中國西南及西北地區的長途旅遊產品預訂熱度亦按年增加逾30%，反映旅客在較長的假期窗口期間更傾向於走得更遠、住得更久。與此同時，縣域旅遊產品預訂量按年增長42%，該等目的地的平均停留時間按年延長3.2天，顯示對更深層次、更慢節奏國內旅行的需求正在上升。
- 線上旅遊平台（OTA）：假期延長支持長途及國際旅遊需求。我們預期即將到來的中秋節及國慶假期將支持出行需求，而更長的出行窗口期亦會帶動逗留時間延長及出行距離增加。近期行業及線上旅遊平台（OTA）的預訂數據一致顯示，長途國內遊及出境遊更為強勁，旅客啟程時間更早、停留時間更長，且越來越多採用多目的地行程。雖然整體客運量增長保持相對溫和，但我們認為，在假期期間，有利的出行結構應會令較高價值的住宿、長途交通及國際旅遊產品受惠。
- 人工智能的應用持續重塑線上旅遊平台（OTA）的用戶獲取及營運效率。領先的線上旅遊平台（OTA）正日益在旅遊靈感激發、行程規劃、客戶服務及交易轉化等各环节應用人工智能。攜程已將人工智能拓展至產品發現及客戶服務領域；儘管其指引2026年第3季度營收按年僅增長1%至6%，但在更佳成本控制的支持下，非美國通用會計準則營運利潤率預計仍將保持韌性，達到31.0%至31.5%，同時管理層預期更廣泛採用人工智能將進一步提升自動化水平、個人化體驗及營運效率。同程旅行亦正升級其DeepTrip行程規劃工具，並透過微信人工智能生態系統測試交易功能，隨着時間推移，這或能提升用戶參與度及服務效率。
- 儘管國內需求疲軟，但在國際業務擴張的推動下，線上旅遊平台（OTA）企業2026年的增長前景依然向好：

- a) 受國內旅遊需求放緩及持續的監管調整拖累，攜程預期2026年第3季度收入將按年增長1%至6%。國內酒店預訂量按年可能大致持平至微升，平均每日房價則略有下降；而受出票量轉弱及變現率降低影響，國內交通收入預計將按年下跌25%至30%。相比之下，攜程的國際業務仍是主要增長動力，其收入在2026年第2季度按年增長超過50%。在盈利能力方面，儘管營業收入增長放緩，但得益於更出色的成本控制，攜程預計2026年第3季度非美國通用會計準則營業利潤率將保持韌性，達到31.0%至31.5%。展望未來，管理層預期增長壓力將持續至2027年上半年，其後於2027年下半年回升至十多個百分點的水平，主要受攜程國際業務的持續擴張所帶動。
- b) 同程旅行預計2026年核心OTA收入按年增長6%至11%，受住宿預訂收入按年增長5%至10%所支持，而交通票務收入按年增長則可能介乎-3%至+3%。受酒店管理業務主要帶動，其他收入預期按年增長32%至37%，而旅遊收入則預測按年下跌0%至5%，帶動整體收入按年增長5%至10%。在盈利能力方面，同程旅行預期核心線上旅遊平台（OTA）經營利潤率將大致保持穩定，經調整純利約為人民幣37億元，原因在於節省的人員成本有部分重新投放於市場推廣。國際旅遊依然是主要增長領域，預計到2026年底，其對酒店及交通運輸的收入貢獻將達到約9%。2026年第3季度，住宿收入按年可能增長3%至8%；儘管整體酒店間夜量大致持平，但國際酒店間夜量仍保持強勁，按年增長超過40%。

估值 / 建議

- 攜程集團（9961 HK）。維持「買入」評級，目標價維持不變，為港幣508元（美金65元）。我們的目標價對應15.6倍2027年預測市盈率，與全球同行持平。攜程目前的交易估值為9.5倍2027年預測市盈率，低於其14.5倍的歷史均值。

攜程 12 個月遠期市盈率區間



來源：彭博、大華繼顯

同程旅行 12 個月遠期市盈率區間



來源：彭博、大華繼顯

- **同程旅行(780 HK)**。維持「買入」評級，目標價維持於港幣 18 元不變，此乃基於 12 倍 2027 年預測市盈率（先前為 15.4 倍），並對應 0.8 倍 2026 年預測市盈增長率。同程旅行目前的交易估值為 6.5 倍 2027 年預測市盈率，低於其 22 倍的歷史平均值。

行業催化劑 / 風險

- 催化因素：a)免簽政策進一步放寬，支持出入境旅遊；b)人工智能提升營運效率、用戶轉化率及利潤率改善；以及 c)國際及長途旅遊需求持續增長。
- 風險包括：a) 消費者旅遊消費疲弱，b) 國內旅遊需求轉弱及酒店平均每日房價 / 機票價格下跌，c) 線上旅遊平台（OTA）之間的競爭加劇，以及 d) 監管變動和地緣政治衝突影響跨境旅遊。

同業比較

公司	股票代號	價格@ 2026 年 9 月 25 日 (當地貨幣)	市值 (當地貨幣 幣百萬)	按曆年調整			按曆年調整企業價值／ 息稅折舊攤銷前利潤			按曆年調整企業價值 / 銷售額			--- 股本回報率 ---			----- 市賬率 -----		
				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	2026 年 預測	2027 年 預測	2028 年 預測	2026 年 預測	2027 年 預測	2028 年 預測
				(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(%)	(倍)	(倍)	(倍)
全球線上旅遊企業																		
攜程集團	9961 HK	309.20	194,705	11.4	9.9	8.8	7.5	6.0	5.3	1.7	1.6	1.4	15.7	8.5	8.7	1.0	0.9	0.8
同程旅行	780 HK	10.20	24,014	5.9	5.3	4.7	2.4	2.2	2.0	0.6	0.6	0.5	11.0	13.1	13.3	0.8	0.7	0.7
美團	3690 HK	71.65	442,473	不適用	15.8	9.5	32.2	8.9	5.9	0.7	0.7	0.6	-21.7	11.7	17.0	2.4	2.1	1.8
Airbnb Inc	ABNB US	151.39	90,650	28.3	24.1	19.3	16.0	14.1	12.3	5.7	5.1	4.6	34.5	35.7	34.5	9.8	7.6	6.1
Booking Holdings Inc	BKNG US	157.41	118,275	15.0	12.7	11.0	11.2	9.9	9.0	4.1	3.8	3.5	不適用	-196.8	-211.8	-13.1	-15.3	-41.2
Expedia Group Inc	EXPE US	261.75	31,415	12.4	10.6	9.1	7.6	6.8	6.2	1.9	1.8	1.7	199.1	97.9	91.2	12.9	8.1	5.7
TripAdvisor Inc	TRIP US	8.52	999	11.1	9.0	6.3	4.5	4.5	4.1	0.7	0.7	0.6	0.8	9.1	9.2	1.2	1.1	0.9
MakeMyTrip	MMYT US	46.87	4,488	23.9	19.3	16.6	24.8	19.6	15.3	4.4	3.8	3.2	不適用	-524.0	186.7	-761.1	36.8	13.1
WebBeds Group	WEB AU	3.37	1,220	14.0	11.1	9.1	6.7	5.6	4.8	2.5	2.2	2.0	6.1	13.5	15.9	1.9	1.7	1.5
Lastminute.com NV	LMN SW	9.30	108	7.4	4.9	4.5	0.3	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	21.4	不適用	不適用	1.8	1.6	1.6
Travelzoo	TZOO US	5.51	56	不適用	6.9	7.2	不適用	5.0	5.2	0.6	0.6	0.6	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
平均				14.4	11.8	9.6	11.3	7.5	6.4	2.1	1.9	1.7	33.4	-59.0	18.3	-74.2	4.5	-0.9
中國線下旅遊 / 酒店企業				22.6	19.2	16.8	12.9	11.2	9.8	1.7	1.5	1.4	6.7	9.1	9.9	1.8	1.7	1.6
中國旅遊集團中免股份有限公司	601888 CH	51.46	105,370	15.7	13.7	12.3	11.5	10.3	9.4	4.0	3.7	3.5	38.4	39.4	38.4	5.7	4.9	4.3
華住集團	HTHT US	41.99	13,244	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	2.5	2.5	不適用	不適用	不適用
中青旅控股股份有限公司	600138 CH	7.00	5,067	21.3	17.4	14.1	8.2	7.4	6.7	1.8	1.7	1.6	-0.6	3.0	3.7	0.5	0.5	0.5
香港中旅國際投資有限公司	308 HK	1.13	6,256	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用	7.7	9.5	不適用	不適用	不適用
眾信旅遊集團股份有限公司	002707 CH	5.09	5,002	19.9	16.8	14.4	10.9	9.6	8.7	2.5	2.3	2.2	14.8	12.3	12.8	2.7	2.4	2.1
平均				11.4	9.9	8.8	7.5	6.0	5.3	1.7	1.6	1.4	15.7	8.5	8.7	1.0	0.9	0.8

來源：彭博、大華繼顯

阿里巴巴集團 (9988 HK)

2026 年雲棲大會重點摘要

重點摘要

- 阿里雲於 2026 年 9 月 22 日至 24 日舉行了 2026 年雲棲大會，並將人工智能定位為涵蓋模型、雲基礎設施及自研算力的長期規模化發展機遇。重點摘要包括：a) 模型藍圖持續擴展至 5-10 萬億參數，並推出新款多模態模型；b) 憑藉「真武」V900、「倚天」CPU 藍圖及「磐久」超級節點，進一步擴充其專有算力架構；以及 c) 於 2032 年前將全球數據中心容量擴充至 20GW（為 2022 年的 10 倍），並加快部署專有晶片。維持「買入」評級，目標價維持港幣 188 元（美金 192 元）不變。

分析

- 模型發展藍圖邁向 5 至 10 萬億參數，而 RSI 則拓展至訓練及推理優化。阿里巴巴集團 (Alibaba) 強調其在大模型領域持續取得進展，「通義千問 4.0」目前正處於訓練階段，未來的「通義千問 4.5」和「通義千問 5.0」版本預計將擴展至 5 至 10 萬億參數。與此同時，遞歸自我改進 (RSI) 已開始涵蓋模型訓練及推理優化。「通義千問 3.8-Max」自主構建訓練工作流程並生成訓練數據，在幾乎無人類參與的情況下完成了 33 次有效迭代，同時亦優化了「通義千問 3.8-Flash」的推理架構，使單實例吞吐量提升 96%。此外，阿里巴巴透過「通義萬相 3.1」、「歡樂蝦 1.1」、「歡樂貝 2.0 預覽版」、「通義聽悟 3.1」及「通義千問 3.8-LiveTranslate」豐富了其多模態產品組合，而其下一代影片生成模型則計劃於 11 月推出。
- 專有晶片發展藍圖從單一處理器擴展至整合式人工智能超級節點。M890 超級節點已支援 2 萬億參數模型的推理。阿里巴巴發布其下一代「真武」V900 人工智能加速器，其效能約為 M890 的 3 倍，配備 216GB HBM 以及 1,200GB/s 的晶片間頻寬，並預計於 2027 年第 1 季度投入量產。平頭哥亦概述了其「倚天」CPU 路線圖，其中「倚天 720/730」計劃於 2027 年第 3 季度推出，而隨後的「倚天 750」則旨在支援阿里巴巴專有的 ICN 互連技術，從而實現 CPU 與人工智能加速器之間更緊密的整合。在系統層面，阿里巴巴發布了其新一代「磐久」超級節點伺服器，將「真武」V900、ICN 交換機、「磐脈」智能網卡及「鎮岳」SSD 控制晶片，與阿里雲最新的智算中心網絡架構相結合，以實現計算、存儲與網絡的系統級協同。單個人工智能集群可擴展至多達 500,000 個加速器，其架構旨在向廣域超級節點演進。該路線圖突顯了阿里巴巴從獨立晶片開發轉向全系統人工智能基礎設施優化的轉變。

主要財務資料

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
淨營業額	996,347	1,023,670	1,127,396	1,288,253	1,449,484
息稅折舊攤銷前利潤	181,839	96,055	152,896	194,090	252,970
經營利潤	140,905	50,150	79,251	103,362	150,593
純利 (報告/實際)	129,470	105,904	65,397	101,687	136,935
純利 (經調整)	158,122	60,658	96,693	139,207	174,276
每股收益 (分)	855.3	326.5	522.4	758.6	953.8
市盈率 (倍)	10.8	28.4	17.8	12.2	9.7
市賬率 (倍)	1.8	1.7	1.4	1.3	1.1
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	10.4	19.6	12.3	9.7	7.5
股息收益率 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
純利率 (%)	13.0	10.3	5.8	7.9	9.4
債務/(現金)淨額與權益 (%)	(7.1)	(5.2)	(1.3)	3.0	1.4
股本回報率 (%)	12.8	10.1	5.7	7.7	9.3
市場預期純利	-	-	104,018.4	145,324.5	182,512.9
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.93	0.96	0.95

來源：阿里巴巴集團、彭博、大華繼顯

分析員

潘夢遙

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

黃書彥

suyann@uobkh.com
+603 2147 1915

買入 (維持)

股價	港幣 108.40 元
目標價	港幣 188 元
上升空間	73.40%

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	9988 HK
已發行股份 (百萬股)	19,885.0
市值 (百萬美元)	2,155,532.8
市值 (百萬美元)	274,814.2
3 個月平均每日成交額 (百萬美元)	1,368.6

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低	港幣 186.20 元/港幣 88.65 元				
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今	
(5.1)	14.1	(15.9)	(37.7)	(24.1)	

主要股東 (%)

The Vanguard Group, Inc.	5.34
BlackRock, Inc.	5.01
JPMorgan Chase & Co.	4.80

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值 (人民幣\$)	64.33
2026 財政年度每股淨負債 (人民幣\$)	0.84

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

阿里巴巴集團是中國最大的電子商貿市集營運商及雲端超大规模服務商。

- 人工智能基礎設施建設加速；目標至 2032 年數據中心容量超過 20 吉瓦。阿里雲概述了一項較長期的擴張計劃，擬在 2032 年前將其全球數據中心容量提高至 20GW 以上，以支援日益增長的人工智能算力需求。我們估計，阿里巴巴將需要從 2025 年底的 5 至 6GW 起，每年增加 1 至 2GW 的容量，這意味著未來數年每年的資本支出約為人民幣 2,000-3,000 億元，並由重資產、輕資產及租賃容量相結合的模式提供支援。其中平頭哥自研晶片可降低每吉瓦美元成本（相較於全球同業）。平頭哥在阿里雲算力容量中的佔比，可能會從目前的 10% 升至中期的大約 50%。阿里雲目前在全球 31 個地域營運 107 個可用區，並擁有逾 3,200 個邊緣節點支援，且計劃進一步擴大其全球基礎設施佈局。阿里巴巴亦推出新一代人工智能數據中心架構，可將部署週期縮短至約 100 天，同時提供傳統數據中心機櫃 5 至 10 倍的算力密度。我們認為，更大的容量、更廣泛的覆蓋範圍，以及更快速、更高密度的部署，應可配合其模型與專有算力路線圖，為阿里雲的人工智能基礎設施擴充提供支援。
- 「通義辦公室」將企業代理功能從上下文管理拓展至數碼員工。 阿里巴巴推出了 Enterprise Context，以整理並持續更新分散於文件、通訊及業務系統中的企業數據，使智能體能夠依據實時業務背景採取行動。結合「通義辦公室」，企業可部署與釘釘及工作流整合且具權限控制的數碼員工，而「通義筆記 A2」則將線下會議與客戶互動帶入同一個智能體生態系統之中。 我們相信這將把「通義千問」的應用範圍從個人生產力擴展至整個企業的工作流程自動化。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 188 元（美金 192 元）不變。我們的目標價對應 32 倍 2027 財年預測市盈率 及 22 倍 2028 財年預測市盈率 。阿里巴巴現價對應 18.4 倍 2027 財年預測市盈率 ，而 2027 至 2030 財年的三年每股收益複合年均增長率為 39%。

盈利預測調整/風險

- 我們維持 2027 財政年度的盈利預測不變。這代表 2027 財政年度的收入和盈利增長分別為 11%及 58%，意味着純利率為 9%。
- 風險：a）源自人工智能投資的利潤率壓力；及 b）投資人工智能資本支出後變現慢於預期。

股價催化劑

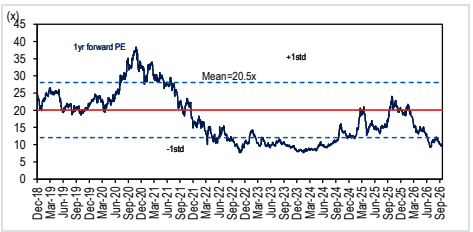
- a)超大規模雲端服務商增長加速；b)自主研發晶片取得扎實進展，減少對美國晶片的依賴；c)人工智能模型持續拓展與精進；及 d)融合人工智能以賦能各業務板塊。

按分部加總法計算的估值

說明	業務單位	2027 財政年度收入 (10 億港元)	息稅前利潤 (10 億港元)	企業價值 / 收益 (倍)	企業價值 / EBITA(x)	價值 (10 億 港元)	% BABA 持股 (%)	對 BABA 的價值 (10 億港元)	每股 (港 元)
核心商業	淘天集團	696	265	2	5	1,323	100	1,323	69
本地生活+餓了麼	本地生活	242		1		242	100	242	13
國際商業	阿里巴巴國際數字商業集團	234	23	1	50	1,169	100	1,169	61
雲端運算, 其他	雲智能集團	30		20		600		600	31
所有其他	盒馬、菜鳥、阿里健康、大文娛、高德、智能信息平台	128	5		20	102	100	102	5
核心加新舉措總估值	淘天集團								
現金淨額	本地生活							3,436	179
總計	阿里巴巴國際數字商業集團							136	7
股份數目								3,608	188

來源: 大華繼顯

12 個月遠期市盈率區間



來源: 彭博、大華繼顯

推出真武 V900



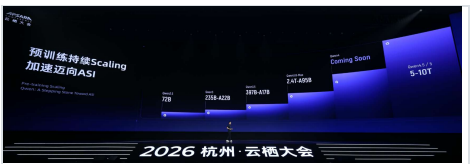
來源: 阿里巴巴、大華繼顯

倚天生產路線圖



來源: 阿里巴巴、大華繼顯

「通義千問」模型邁向人工超級智能的路線圖



來源: 阿里巴巴、大華繼顯

「磐久」智能體 AI CPU 伺服器



來源: 阿里巴巴、大華繼顯

損益表

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
淨營業額	1,023,670.0	1,127,395.6	1,288,253.2	1,449,484.0
息稅折舊攤銷前利潤	96,055.0	152,895.9	194,089.6	252,970.4
折舊及攤銷	45,905.0	73,644.6	90,727.2	102,377.9
息稅前利潤	50,150.0	79,251.3	103,362.4	150,592.6
總其他非經營收入	3,830.0	263.0	(232.0)	(0.0)
聯營公司貢獻	2,785.0	2,367.4	19,647.7	19,475.7
淨利息收入／（支出）	77,719.0	12,337.0	7,333.0	7,236.3
除稅前溢利	134,484.0	94,218.7	130,111.1	177,304.6
稅項	(30,045.0)	(31,870.0)	(31,167.2)	(43,661.5)
少數股東權益	1,465.0	3,048.2	2,743.4	3,292.1
純利	105,904.0	65,396.9	101,687.3	136,935.1
純利（經調整）	60,658.0	96,693.1	139,207.3	174,275.7

現金流量

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
營運	76,213.0	151,564.4	197,851.2	248,867.2
年度利潤	134,484.0	94,218.7	130,111.1	177,304.6
稅項	(30,045.0)	(31,870.0)	(31,167.2)	(43,661.5)
折舊及攤銷	45,905.0	73,644.6	90,727.2	102,377.9
聯營公司	(2,785.0)	(2,367.4)	(19,647.7)	(19,475.7)
營運資金變動	90,385.3	15,339.1	7,948.1	12,846.3
非現金項目	0.0	1.0	1.0	1.0
其他營運現金流	(161,731.3)	2,598.4	19,878.7	19,474.7
投資	(67,336.0)	(300,653.2)	(301,694.6)	(279,393.6)
資本支出（增長）	(122,021.0)	(225,479.1)	(219,003.0)	(188,432.9)
投資	206,803.0	227,483.3	250,231.6	275,254.8
其他	(152,118.0)	(302,658.4)	(332,924.1)	(366,216.5)
融資	(20,573.0)	114,052.3	51,045.7	56,149.2
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	24,259.0	4,745.0	5,219.5	5,741.5
償還貸款	0.0	1.0	1.0	1.0
其他／已付利息	(44,832.0)	109,306.3	45,825.2	50,406.8
現金流入（流出）淨額	(11,696.0)	(35,036.5)	(52,797.6)	25,622.8
年初現金及現金等價物	147,230.0	131,530.0	96,493.5	43,695.9
外匯影響所致之變動	(4,004.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	131,530.0	96,493.5	43,695.9	69,318.8

資產負債表

截至 3 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
固定資產	282,699.0	441,546.7	573,939.6	662,411.6
其他長期資產	1,016,102.0	1,084,262.9	1,162,837.4	1,251,381.1
現金／短期投資	131,530.0	96,493.5	43,695.9	69,318.8
其他流動資產	479,239.0	517,669.6	572,326.2	627,603.6
資產總額	1,909,570.0	2,139,972.8	2,352,799.1	2,610,715.1
短期債務	28,224.0	28,224.0	28,224.0	28,224.0
其他流動負債	448,174.0	501,943.8	564,548.5	632,672.2
長期債務	47,450.0	52,195.0	57,414.5	63,156.0
其他長期負債	259,452.0	259,452.0	259,452.0	259,452.0
股東權益	1,068,731.0	1,240,619.0	1,385,621.1	1,569,671.9
少數股東權益	57,539.0	57,539.0	57,539.0	57,539.0
負債及權益總額	1,909,570.0	2,139,973.8	2,352,800.1	2,610,716.1

關鍵指標

截至 3 月 31 日止年度 (%)	2026	2027 年預 測	2028 年預 測	2029 年預 測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	9.4	13.6	15.1	17.5
稅前利潤率	13.1	8.4	10.1	12.2
純利率	10.3	5.8	7.9	9.4
資產回報率	5.7	3.2	4.5	5.5
股本回報率	10.1	5.7	7.7	9.3

增長

營業額	2.7	10.1	14.3	12.5
息稅折舊攤銷前利潤	(47.2)	59.2	26.9	30.3
除稅前溢利	(16.4)	(29.9)	38.1	36.3
純利	(18.2)	(38.2)	55.5	34.7
純利（經調整）	(61.6)	59.4	44.0	25.2
每股收益	(61.8)	60.0	45.2	25.7

槓桿比率

債務佔總資本比率	6.3	5.8	5.6	5.3
債務權益比率	7.1	6.5	6.2	5.8
債務／（現金）淨額與 權益	(5.2)	(1.3)	3.0	1.4
利息保障倍數（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用

舜宇光學科技 (2382 HK)

非交易路演要點：重申 2026 年指引，泛物聯網與 AR 眼鏡推動增長

重點摘要

- 在舜宇光學科技上週於台北舉行的非交易路演中，投資者的主要關注點主要涉及舜宇在光學互連元件方面的進展、來自美國智能手機客戶的市場份額增長與設計導入、對安卓業務的擔憂，以及來自快速增長的泛物聯網業務的機遇。
- 舜宇光學科技看好邊緣人工智能驅動的泛物聯網業務，預計 XR 業務將於 2027 年復甦，並以汽車業務穩步增長為目標。智能手機業務將繼續面臨逆風，但在市場份額增長及規格升級的推動下，目標是在 2026 至 2027 年實現大致持平的按年增長。
- 維持「買入」評級及目標價港幣 106 元，相當於 21.1 倍 2027 年預測市盈率。

分析

- 管理層預期 2026 至 2027 年手機業務的收入增長大致持平。管理層強調業界預期 2026 年智能手機出貨量將按年下跌 10% 至 20%，其中受期內成本上漲帶來的較大影響，2026 年下半年的跌幅將會加快。該趨勢將延續至 2027 年，出貨量可能按年再出現雙位數百分比的跌幅。好的一面是，舜宇光學科技見到高階 / 旗艦產品需求持續，其中中國 Android 品牌近期推出的新機需求強於預期。舜宇光學科技亦致力擴大其在華為、三星及蘋果等高階品牌的市佔率，這些品牌的表現應顯著優於專注大眾市場的中國 Android 品牌。值得注意的是，舜宇光學科技已成功與大立光 (3008 TT / 未予評級) 並列成為該美國主要客戶主相機鏡頭及可變光圈的兩大主要供應商之一，意味其市佔率較上一代有所提升。話雖如此，該美國客戶旗艦智能手機產品的額外新設計導入可能會推遲至 2028/29 年，而來自該客戶的增長將轉為源自將可變光圈規格擴大應用至更多 SKU。
- 因此，該公司仍以智能手機收入持平為目標，市場份額增長和規格升級抵銷了銷量急跌的影響。鏡頭的利潤率將維持在 25% 至 30% 的區間內窄幅波動，而模組則為 6% 至 8%，儘管近期整體基調似乎偏向該區間的下限。

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	38,294	43,229	46,244	50,445	55,492
息稅折舊攤銷前利潤	5,751	8,069	8,198	9,264	10,701
經營利潤	3,525	5,687	4,779	5,435	6,462
純利 (報告 / 實際)	2,699	4,639	4,093	4,659	5,545
純利 (經調整)	2,699	3,720	4,093	4,659	5,545
每股收益 (分)	248.2	426.5	376.3	428.4	509.8
市盈率 (倍)	21.6	12.5	14.3	12.5	10.5
市賬率 (倍)	3.2	2.7	2.4	2.2	2.1
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	9.0	6.3	6.2	5.6	4.8
股息收益率 (%)	0.8	1.7	1.5	1.7	2.0
純利率 (%)	7.0	10.7	8.9	9.2	10.0
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	6.0	(14.8)	(22.8)	(30.6)	(42.2)
利息保障倍數 (倍)	4.0	7.1	13.0	23.1	26.3
股本回報率 (%)	11.4	13.8	13.3	13.7	14.7
市場預期純利	-	-	4,025	4,800	5,563
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	1.02	0.97	1.00

來源：舜宇光學科技、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

買入 (維持)

股價	港幣 62.70 元
目標價	港幣 106 元
上升空間	+69.1%

股票數據

行業	電子元件
股份代號	2382 HK
已發行股份 (百萬股)	1,079
市值 (百萬港元)	67,651
市值 (百萬美元)	8,673
3 個月平均每日成交額 (百萬美元)	100.8

價格表現 (%)

52 週最高 / 最低		港幣 91.40 元/港幣 51.50 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(5.3)	3.0	16.7	(26.2)	(4.3)

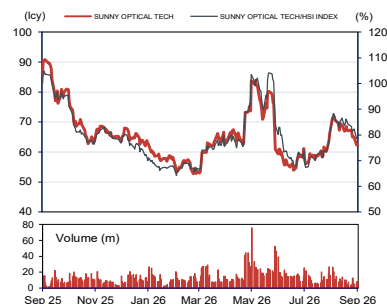
主要股東 (%)

孫旭	35.6
----	------

資產負債表指標

2026 財政年度每股資產淨值 (人民幣)	29.61
2026 財政年度每股淨現金 (人民幣)	6.67

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

舜宇光學科技設計、開發、製造及銷售光學及光學相關產品——手機及車載鏡頭組、攝像模組、AR/VR 模組以及光學儀器。

- 車載業務——未提供業績指引，但預期市場將穩定增長且市場份額將持續提升。管理層預計車載鏡頭解決方案的行業同比增長率為 10% 至 15%，並預期作為行業龍頭，其增長至少與行業增速持平。車載鏡頭在中國市場呈現更佳勢頭，因更多中國 OEM 正將焦點從削減成本轉向產品品質 / 可靠性；同時，海外相機模組業務應會在 2027 年開始回升，成為另一增長動力。兩類產品的利潤率預期保持穩定，估計車載鏡頭為 38% 至 40%，車載模組則為 10% 至 15%。
- 受兩家客戶推出 AR 眼鏡帶動，XR 業務預計將自 2027 年起迎來更佳增長。在經歷疲弱的 2026 年後，舜宇光學科技的美國客戶預計將於 2026 年第 4 季度推出新款 AR 眼鏡產品，這應會與另一家美國客戶推出的 AR 眼鏡一同帶動該業務板塊在 2027 年的增長。每部 AR 設備的內容價值潛在市場總額(TAM) 預計將達每部美金 200 元，約佔該設備物料清單 (BOM) 成本的 50%。
- 受惠於邊緣人工智能的普及，泛物聯網產品每年將錄得強勁的雙位數增長。舜宇光學科技重申泛物聯網收入按年增長 50%，並強調手持設備、機械人及智能自動化（來自一家全球領先的美國電子商務平台的倉庫自動化）等多種產品的強勁增長。管理層強調，泛物聯網所展現的強勁增長，與邊緣產品（例如人工智能裝置、具身機械人）上具備人工智能功能的智能特性之普及直接相關；鑒於應用程式簡單易用且迅速拓展，該等特性目前正開始快速普及。雖然他們無法提供 2026 年以後的具體增長數字，但他們認為未來幾年實現強勁的雙位數增長應可輕易達成。鑒於泛物聯網業務板塊的利潤率高出許多（高於 30%，且在 2026 年上半年貢獻超過 32% 的毛利總額），我們預計該板塊未來將成為舜宇光學科技最大的增長動力之一。
- 進軍光互連業務被界定為被動元件，預計於 2027 年首次錄得收入。舜宇光學科技計劃以被動元件供應商的身分進入市場，其產品目前正由中國領先的光模組供應商進行驗證。認證過程可能需要 6 至 12 個月。因此，2026 年應不會有收入貢獻（因為舜宇光學科技於 8 月才送樣進行認證），而 2027 年的貢獻應微乎其微，且主要來自小批量出貨。歸根結底，該業務仍處於發展初期，尚未有敲定的計劃或實質的資本支出投資。然而，管理層確實提及，除部分切割與檢測工具外，被動元件所需的大部分設備及生產專長均與舜宇光學科技現有產品重疊，這使公司對擴大生產規模以及在產品質素方面勝過競爭對手抱有強大信心。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級及目標價港幣 106 元，此乃基於 21.1 倍 2027 年預測市盈率，相當於 10 年預測平均值減 0.5 個標準差。

盈利預測調整/風險

- 我們對 2026 至 2028 年的預測維持不變。

股價催化劑

- 光互連方案敲定，約於 2026 年 10 月。
- 兩家北美客戶推出擴增實境 (AR) 眼鏡，2026 年第 4 季度至 2027 年。
- 車載業務分拆完成，2027 年。

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	43,229	46,244	50,445	55,492
息稅折舊攤銷前利潤	8,069	8,198	9,264	10,701
折舊及攤銷	2,382	3,418	3,829	4,239
息稅前利潤	5,687	4,779	5,435	6,462
總其他非經營收入	(6)	0	0	0
聯營公司貢獻	172	172	172	172
淨利息收入／（支出）	(436)	(207)	(207)	(207)
除稅前溢利	5,416	4,744	5,400	6,427
稅項	(609)	(533)	(607)	(723)
少數股東權益	168	118	134	159
純利	4,639	4,093	4,659	5,545
純利（經常性）	3,720	4,093	4,659	5,545

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	6,080	7,843	7,840	10,371
除稅前溢利	5,416	4,744	5,400	6,427
稅項	(609)	(533)	(607)	(723)
折舊／攤銷	(2,382)	(3,418)	(3,829)	(4,239)
聯營公司	(172)	(172)	(172)	(172)
營運資金變動	(558)	511	(489)	715
非現金項目	4,384	6,711	7,536	8,362
其他營運現金流				
投資	(999)	(4,366)	(3,972)	(4,047)
資本支出（增長）	(2,931)	(3,500)	(3,000)	(3,000)
投資	(2,010)	(270)	(376)	(451)
出售資產所得款項	3,942	(596)	(596)	(596)
其他	-	-	-	-
融資	(2,094)	(422)	(282)	(427)
支付股息	(526)	(1,192)	(1,052)	(1,198)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	764	764	764	764
償還貸款	-	-	-	-
其他／已付利息	(2,332)	6	6	6
現金流入（流出）淨額	2,987	3,056	3,587	5,896
年初現金及現金等價物	4,509	7,482	10,525	14,098
外匯影響所致之變動	(13)	(13)	(13)	(13)
年末現金及現金等價物	7,482	10,525	14,098	19,981

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	9,818	9,996	9,965	9,823
其他長期資產	7,034	7,364	7,824	8,377
現金／短期投資	7,482	10,525	14,098	19,981
其他流動資產	34,881	32,283	33,690	33,858
資產總額	59,215	60,168	65,577	72,039
短期債務	1,770	1,770	1,770	1,770
其他流動負債	48,604	47,907	51,600	56,044
長期債務	3	3	3	3
其他長期負債	1,412	1,412	1,412	1,412
股東權益	29,149	32,190	35,651	39,771
少數股東權益	616	616	616	616
負債及權益總額	59,215	60,168	65,577	72,039

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	19.7	19.2	19.7	20.4
稅前利潤率	12.5	10.3	10.7	11.6
純利率	10.7	8.9	9.2	10.0
資產回報率	6.6	6.9	7.4	8.1
股本回報率	13.8	13.3	13.7	14.7
增長				
營業額	12.9	7.0	9.1	10.0
毛利	21.6	4.2	12.2	13.7
除稅前溢利	72.3	(12.4)	13.8	19.0
純利	71.9	(11.8)	13.8	19.0
純利（經調整）	37.8	10.0	13.8	19.0
每股收益	71.9	(11.8)	13.8	19.0
槓桿比率				
債務佔總資本比率	5.4	5.3	4.8	4.4
債務權益比率	10.9	9.9	8.9	8.0
債務／（現金）淨額與權益	(14.8)	(22.8)	(30.6)	(42.2)
利息保障倍數（倍）	13.0	23.1	26.3	31.3

技術分析

分析師

大中華區研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799



恒基地產 (0012 HK)

最後價格:	港幣 26.30 元
支撐位:	港幣 25.84 元/港幣 25.20 元
阻力位:	港幣 26.98 元/港幣 29.24 元

技術分析:

价格行为对阻力转支撑区域完成了精确的回踩与守备，在显现的摆动序列中打印出一个更高的抬升低点，确认了有效的结构性极性转换。对这一转换后的需求锚点的成功守备，维持了宏观高低点抬升的结构完整性，并在上方摆动高点阻力下方构建起蓄势积聚地基。技术动能反映出持续的结构性修复：尽管 RSI 仍处于看跌区域，但其向 50 中轴稳步上行的轨迹表明下行动能正在衰竭，并呈现向看涨速度过渡的迹象。一旦价格实现有效结构性突破并日线收盘高于近期高点枢纽门槛，将完成看涨趋势延续形态，开启顺应最小阻力路径的加速上行动能拓展行情，驱动价格向更高的主导供给目标推进。

平均時限：約兩週。



龍源電力 (0916 HK)

最後價格:	港幣 5.27 元
支撐位:	港幣 5.06 元/港幣 4.95 元
阻力位:	港幣 5.70 元/港幣 6.04 元

技術分析:

价格行为对前低支撑区域的主导需求地基完成了坚决的守备，并获得了结构性锤头线 K 线形态打印的验证。对下方低位价格的拒绝确立了坚实的双底锚点，维持了宏观摆动结构的完整性，并遏制了先前的下行趋势序列。技术动能提供了强力的方向性确认：RSI 指标已跨越 50 中轴并呈持续上行斜率，信号显示趋势速度正在加快且买方主导地位显现。50 中轴上方的 5.28 港元枢纽门槛代表着关键的上方摆动高点阻力；一旦日线级别有效收盘高于 5.28 港元，将彻底完成看涨蓄势积累形态，开启顺应最小阻力路径的持续上行拓展行情，驱动价格向更高的主导供给目标推进。

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."