



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    | 53791.9 | (0.3) | (0.5) | 2.2    | 11.9   |
| 標準普爾 500 指數 | 7728.2  | (0.3) | (0.1) | 2.0    | 12.9   |
| 富時 100 指數   | 10844.2 | (0.2) | (0.3) | 3.3    | 9.2    |
| AS30        | 9443.7  | 0.2   | 1.4   | 4.9    | 4.7    |
| 滬深 300 指數   | 4663.8  | (0.8) | 1.4   | (2.4)  | 0.7    |
| 海峽時報指數      | 5754.2  | 1.0   | 2.5   | 5.2    | 23.8   |
| 恒生中國企業指數    | 8528.1  | (1.1) | (0.5) | 6.1    | (4.3)  |
| 恒生指數        | 25652.8 | (1.1) | (0.8) | 6.1    | 0.1    |
| JCI         | 6267.9  | (1.5) | (0.8) | 5.8    | (27.5) |
| 吉隆坡綜合指數     | 1731.5  | (0.2) | (0.1) | 2.4    | 3.1    |
| 韓國綜合股價指數    | 6345.5  | 0.7   | (0.2) | (15.1) | 50.6   |
| 日經 225      | 66970.2 | 2.1   | 5.0   | (2.3)  | 33.0   |
| 泰國證券交易所指    | 1612.6  | (0.7) | (0.3) | (0.9)  | 28.0   |
| 臺灣證券交易所加    | 45120.7 | 0.4   | 4.1   | (0.5)  | 55.8   |
| 波羅的海乾散貨指    | 3046    | (1.2) | 3.7   | 3.5    | 62.3   |
| 棕櫚原油(令吉/公   | 4530    | 0.4   | 0.6   | 1.1    | 15.2   |
| 布蘭特原油(美元/   | 89      | 1.4   | 12.0  | 17.0   | 46.1   |
| 桶)          |         |       |       |        |        |

來源：彭博

企業活動

|                                      | 地點   | 開始       | 結束       |
|--------------------------------------|------|----------|----------|
| 與 UltraGreen.ai Ltd (UGAI SP)舉行混合會議  | 新加坡  | 8 月 13 日 | 8 月 13 日 |
| 由 Enrico Tanuwidjaja 先生主講之印尼經濟展望虛擬會議 | 印尼   | 8 月 19 日 | 8 月 19 日 |
| 由潘夢遙就大中華互聯網行業所作的分析師推廣                | 新加坡  | 9 月 7 日  | 9 月 8 日  |
| 由潘夢遙就大中華互聯網行業所作的分析師推廣                | 馬來西亞 | 9 月 9 日  | 9 月 11 日 |

企業及宏觀行事曆

| 經濟指標/事件                       | 國家/地區 | 日期          |
|-------------------------------|-------|-------------|
| 7 月貨幣供應量(M2, M1, M0)          | 中國    | 9-8 月 15 日  |
| 7 月外國直接投資年初至今按年變動（人民幣）        | 中國    | 11-8 月 17 日 |
| 第二季度初步國際收支平衡表經常帳戶結餘           | 中國    | 8 月 14 日    |
| 第二季度最終國內生產總值（經季節性調整按季變動，按年變動） | 香港    | 8 月 14 日    |
| 7 月零售銷售                       | 中國    | 8 月 17 日    |
| 7 月工業生產                       | 中國    | 8 月 17 日    |
| 7 月固定資產（不含農村）                 | 中國    | 8 月 17 日    |
| 7 月調查失業率                      | 中國    | 8 月 17 日    |

重點新聞

公司業績|億咖通科技股份有限公司(ECX US/買入/美金 1.04 元/目標價：美金 2.70 元)

第 3 頁→

- 2026 年第 2 季度收入按年增長 44.7%，按季增長 71.3%，達到美金 225.2 百萬元，出貨量持平，主要受轉向更高價值的 Antora 和 Pikes 平台所帶動。毛利率按年接近翻倍至 19.8%，經調整息稅折舊攤銷前利潤連續第 4 個季度錄得正數。管理層重申 2026 年指引為美金 10.0-11.0 億元，但指出下半年將面臨記憶體成本帶來的利潤壓力。我們將 2026-28 年的預測分別下調至虧損美金 2.5 百萬元及盈利美金 28.6 百萬元和美金 74.9 百萬元。維持億咖通科技 (ECARX)的「買入」評級，並將我們的目標價下調至美金 2.70 元。

公司業績|銀河娛樂集團(27 HK/買入/港幣 34.20 元/目標價：港幣 47 元)

第 7 頁→

- 銀河娛樂 2026 年第 2 季度業績符合預期，但增加派息則帶來正面驚喜。我們預期未來股息仍有進一步改善空間。世界盃準決賽後，博彩量迅速反彈，勢頭延續至 8 月初。第四期仍按計劃於 2027 年底前完成，其中港幣 50-60 億元的項目開支計劃於 2026 年進行。星際酒店的娛樂場樓層翻新工程已完成，預計於 2027 年第 1 季度全面完成客房工程。維持「買入」評級；將目標價下調 2%至港幣 47 元。

公司業績|耐世特 (1316 HK/買入/港幣 4.48 元/目標價：港幣 11.40 元)

第 11 頁→

- 耐世特 26 年上半年業績在利潤率及稅項方面超出我們全年預計的經營速度。純利按年上升 35.2%至美金 85.8 百萬元，自由現金流幾乎增長兩倍至美金 108.8 百萬元，淨現金達到美金 515.5 百萬元。我們分別上調 2026-28 年純利預測 20.6%、23.2%及 22.0%，並將估值基礎推展至 2027 年，在市盈率維持 20 倍不變下，將目標價由港幣 8.30 元上調至港幣 11.40 元。維持「買入」評級。

公司業績|騰訊控股(700 HK/買入/港幣 461.60 元/目標價：港幣 608 元)

第 14 頁→

- 騰訊 2026 年第 2 季度的盈利符合預期。2026 年第 2 季收益按年增長 11%至人民幣 2,048.0 億元，大致符合市場普遍預期。毛利按年增加 13%至人民幣 1,184.0 億元，毛利率按年上升 1 個百分點至 58%。非《國際財務報告準則》股東應佔溢利按年增長 9%至人民幣 684.0 億元，而按年非《國際財務報告準則》純利率則輕微惡化 0.8 個百分點至 33.4%，大致符合預期。維持「買入」評級，目標價下調至港幣 608 元。

免責聲明：在交易員專區中，技術分析純粹根據圖表模式、價格變動及趨勢進行，因此獨立於我們分析師的基本面研究觀點。因此，我們可能會不時作出與我們的基本「買入/持有/賣出」評級相反的技術建議。

公司更新|富士康工業互聯網(601138 CH/買入/人民幣 65.60 元/目標價：人民幣 89.50 元)

第 18 頁→

- FII 的母公司，鴻海精密。受惠於人工智能需求加速，預期 2026 年餘下時間將錄得強勁增長。 Vera Rubin 和共封裝光學(CPO)交換機的時間表與先前的指引保持不變——於 2026 年第 3 季度量產，並於 2026 年第 4 季度開始出貨——而令人驚喜的是，上一代 Grace Blackwell 機架的需求持續強勁，管理層預計這種需求將持續到 2027 年。維持「買入」評級。目標價：人民幣 89.50 元。

技術分析

華潤置地| 1109 HK

第 21 頁→

- 支持位：港幣 32.50 元/港幣 32.04 元
- 阻力位：港幣 37.56 元/港幣 41 元

銀河娛樂集團| 0027 HK

第 21 頁→

- 支持位：港幣 32.32 元/港幣 31.66 元
- 阻力位：港幣 37.06 元/港幣 38.30 元

## 億咖通科技股份有限公司(ECX US)

2026 年第 2 季：收益增長 44.7% 按年增長，受惠於高價值平台

### 重點

- 2026 年第 2 季度收入按年增長 44.7%，按季增長 71.3%，達美金 225.2 百萬元，原因是 Antora 和 Pikes 平台出貨量分別按年飆升 52% 和逾 2,000%，而總體銷量大致持平。
- 毛利率按年增長近一倍至 19.8%，經調整息稅折舊攤銷前利潤連續第四個季度保持正數，錄得美金 0.5 百萬元。
- 管理層重申 26 年收入指引為美金 10.0-11.0 億元，但指出記憶體成本是 26 年下半年利潤率受壓的原因。
- 我們將 2026-28 年度的底線預測分別下調至淨虧損美金 2.5 百萬元、淨利潤美金 29 百萬元及淨利潤美金 75 百萬元。維持「買入」評級，並將目標價由美金 2.80 元下調至美金 2.70 元。

### 2026 年第 2 季度業績

| 截至 12 月 31 日止年度 (百萬美元) | 2025 年第 2 季度 | 26 年第 1 季度 | 2026 年第 2 季度 | 按年%    | 按季%    | 2026 年上半年 | 按年%    | 2026 年預測 | 按年%   |
|------------------------|--------------|------------|--------------|--------|--------|-----------|--------|----------|-------|
| 總收入                    | 155.6        | 131.5      | 225.2        | 44.7   | 71.3   | 356.7     | 10.3   | 1,051.3  | 24.0  |
| 毛利                     | 16.8         | 28.2       | 44.5         | 164.9  | 57.8   | 72.7      | 45.4   | 197.7    | 22.6  |
| 毛利率(%)                 | 10.8         | 21.4       | 19.8         | 9.0    | (1.7)  | 20.4      | 4.9    | 18.8     | (0.2) |
| 息稅前利潤                  | (40.4)       | (13.0)     | (6.2)        | (84.7) | (52.3) | (19.2)    | (70.5) | 13.7     | 不適用   |
| 息稅前利潤率 (%)             | (26.0)       | (9.9)      | (2.8)        | 23.2   | 7.1    | (5.4)     | 14.8   | 1.3      | 7.8   |
| 純利                     | (43.0)       | (10.6)     | (10.4)       | (75.8) | (1.9)  | (21.0)    | (69.6) | (2.5)    | 不適用   |
| 純利率(%)                 | (27.6)       | (8.1)      | (4.6)        | 23.0   | 3.4    | (5.9)     | 15.5   | (0.2)    | 7.6   |

來源：ECARX，大華繼顯

### 分析

- 2026 年第 2 季度收入增長乃受價格及產品組合所帶動，而非銷量。億咖通科技(ECARX)的收入按年增長 44.7%，按季增長 71.3%，達到美金 225.2 百萬元，總出貨量大致持平。商品銷售收入按年增長 49.7% 至美金 196.4 百萬元，主要受以下因素帶動：a) 新一代 Antora 及 Pikes 平台分別按年增長 52% 及逾 2,000%；及 b) 記憶體成本上升透過價格調整轉嫁。服務收入按年增長 21.1%，達到美金 28.1 百萬元，原因為新車型推出排程更為緊密。軟件許可收入僅為美金 0.7 百萬元，而 2025 年第 2 季度則為美金 1.2 百萬元。
- 毛利率按年幾乎翻倍，而營運成本再次下降。毛利率於 2026 年第 2 季度達到 19.8%（按年增加 9.0 個百分點 / 按季減少 1.7 個百分點）。研發開支及銷售、一般及行政開支分別按年下跌 13.9% 及 7.7% 至美金 29.1 百萬元/美金 21.6 百萬元，此乃受惠於人工智能輔助開發及更嚴格的資源分配。經營虧損按年收窄 84.7%，按季收窄 52.3% 至美金 6.2 百萬元，而淨虧損收窄至美金 10.4 百萬元。

分析師

利新民

ken.lee@uobkh.com

+852 2236 6760

### 買入(維持)

|       |           |
|-------|-----------|
| 股價    | 美金 1.04 元 |
| 目標價   | 美金 2.70 元 |
| 上升空間  | +159.6%   |
| 早前目標價 | 美金 2.80 元 |

### 股票數據

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 行業                | 非必需消費品 |
| 股份代號              | ECX US |
| 已發行股份 (百萬股)       | 381.1  |
| 市值(百萬美元)          | 396.3  |
| 3 個月平均每日成交額(百萬美元) | 1.8    |

### 價格表現(%)

| 52 週高位/低位 |       | 美金 2.70 元/美金 0.88 元 |        |        |
|-----------|-------|---------------------|--------|--------|
| 1 個月      | 3 個月  | 6 個月                | 1 年    | 年初至今   |
| (9.6)     | (3.7) | (46.1)              | (32.0) | (39.5) |

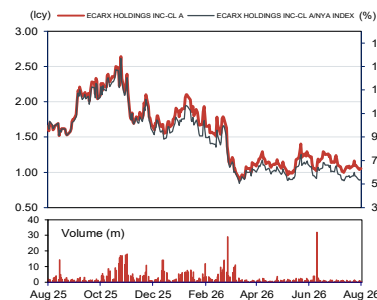
### 主要股東(%)

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| Fu&Li Industrious Innovators Ltd. | 43.10 |
| 吉利科技集團有限公司                        | 10.99 |
| 百度控股有限公司                          | 6.68  |

### 資產負債表指標

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| 2026 財年有形資產淨值/每股 (美元) | (0.88) |
| 2026 財年淨債項/每股 (美元)    | 1.17   |

### 股價圖表



來源：彭博

### 公司介紹

億咖通科技是全球領先的汽車智能解決方案供應商，主要從事汽車智能化軟硬件解決方案的研發，包括智能座艙計算平台、ADAS 計算平台及中央計算平台。

主要財務資料

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬美元） | 2024    | 2025   | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|-----------------------|---------|--------|----------|----------|----------|
| 淨營業額                  | 771.5   | 847.9  | 1,051.3  | 1,366.7  | 1,708.4  |
| 息稅折舊攤銷前利潤             | (102.3) | (34.9) | 33.7     | 84.2     | 129.3    |
| 經營利潤                  | (122.9) | (54.8) | 13.7     | 64.2     | 109.3    |
| 純利（報告 / 實際）           | (129.8) | (66.0) | (2.5)    | 28.6     | 74.9     |
| 純利（經調整）               | (125.7) | (77.1) | (2.5)    | 28.6     | 74.9     |
| 每股收益(美仙)              | (38.5)  | (19.5) | (0.6)    | 7.5      | 19.7     |
| 市盈率（倍）                | 不適用     | 不適用    | 不適用      | 13.9     | 5.3      |
| 市淨率（倍）                | 不適用     | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 不適用      |
| 企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）     | 不適用     | 不適用    | 21.3     | 8.5      | 5.6      |
| 股息收益率(%)              | -       | -      | -        | -        | -        |
| 純利率(%)                | (16.8)  | (7.8)  | (0.2)    | 2.1      | 4.4      |
| 債務／（現金）淨額與權益(%)       | 不適用     | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 不適用      |
| 利息保障倍數（倍）             | 不適用     | 不適用    | 0.5      | 1.8      | 3.2      |
| 股本回報率(%)              | 不適用     | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 不適用      |
| 市場預期純利                | -       | -      | (3.9)    | 41.0     | 86.3     |
| 大華繼顯／市場預期（倍）          | -       | -      | 不適用      | 0.70     | 0.87     |

來源：ECARX，彭博，大華繼顯

- **經調整息稅折舊攤銷前利潤連續第 4 個季度保持正數。**經調整息稅折舊攤銷前利潤（不包括美金 1.5 百萬元的股權激勵以及利息、稅項、折舊及攤銷）於 2026 年第 2 季度為美金 0.5 百萬元，而 2025 年第 2 季度則錄得美金 29.8 百萬元虧損，這是連續第 4 個季度錄得正數。這使得 2026 年上半年經調整息稅折舊攤銷前利潤達到美金 4.5 百萬元，而 2025 年上半年則錄得美金 44.3 百萬元虧損。
- **即使達到指引的下限，也需要 2026 年下半年表現強勁。**管理層重申，根據目前的積壓訂單及商業渠道，2026 年全年收入指引為美金 10.0-11.0 億元。2026 年上半年收入為美金 356.7 百萬元，僅佔美金 1,051 百萬元中位數的 33.9%，而 2025 年上半年收入佔 2025 年全年收入的 38.1%，因此中位數需要 2026 年下半年收入達到美金 694.7 百萬元（按年增長 32.4%/按半年增長 94.7%）。這項要求很高，但並非史無前例：2025 年下半年的收入較 2025 年上半年增長 62.3%，這得益於 2025 年第 4 季度的美金 304.7 百萬元，該季度仍是該公司收入最高的季度。因此，我們將 2026 年收益設定為區間中點，而非區間上限。
- **記憶體成本是 2026 年下半年度利潤率的關鍵因素。**管理層預期，毛利率及經營盈利能力將受未來數季記憶體成本動態的不利影響，部分影響將被產品組合及持續的效率提升所抵銷。我們將 2026 年下半年的毛利率維持在 18.0%，較 2025 年下半年的 21.2% 低 3.2 個百分點，亦較 2026 年上半年的結果低 2.4 個百分點，使全年毛利率達 18.8%。我們將 2026 年下半年的研發及銷售、一般及行政開支維持在與 2026 年上半年相同的絕對水平，分別為美金 52.6 百萬元及美金 39.3 百萬元，因此全年佔收益比率僅因收益基數較低而上升至 10.0% 及 7.5%。
- **收購 Flyme 是一項策略性利好，我們尚未將其納入模型。**億咖通科技已簽署最終協議，以約美金 266 百萬元收購完整的 Flyme 軟件組合，其中包括 Flyme Auto（一個已在超過 200 萬輛汽車中運行的駕駛艙作業系統，其中許多是億咖通科技平台）以及跨裝置的 Flyme 作業系統。這讓億咖通科技在其自身的 Cloudpeak 中間件之上擁有應用層，從而實現對軟體堆疊的端到端控制。我們尚未將其納入我們的預測中，因為完成日期和資金組合均未披露。
- **計劃里程碑維持不變。**Zenith 中央運算平台（基於高通 4 奈米 Snapdragon Ride SA8797P 打造）仍在驗證中，以期於 2027 年實現量產；福士汽車 Antora

1000 及 500 項目仍在工業化階段，以期於 2027 年在巴西及印度推出；而 May Mobility 機械人計程車平台及 2028 年 30%海外收入目標則維持不變。

### 盈利預測調整/風險

- 我們將 2026-28 年的純利預測下調至分別錄得淨虧損美金 2.5 百萬元及純利美金 28.6 百萬元和美金 74.9 百萬元，此前預期為純利美金 9.5 百萬元/美金 58.2 百萬元/美金 110.4 百萬元。我們預測的主要風險是記憶體成本更劇烈的擠壓。

### 估值/建議

- 維持「買入」評級，並將目標價從美金 2.80 元下調至美金 2.70 元，此乃根據十年期現金流量折現法（加權平均資本成本：14%，永續增長率：4%）計算得出。

### 股價催化劑

- 證據顯示 2026 年第 3 季度收入符合指引。
- 完成 Flyme 收購案及籌措資金。
- 新的全球 OEM 合作夥伴關係。



損益表

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬美元） | 2025   | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|-----------------------|--------|----------|----------|----------|
| 淨營業額                  | 847.9  | 1,051.3  | 1,366.7  | 1,708.4  |
| 息稅折舊攤銷前利潤             | (34.9) | 33.7     | 84.2     | 129.3    |
| 折舊及攤銷                 | (19.9) | (20.0)   | (20.0)   | (20.0)   |
| 息稅前利潤                 | (54.8) | 13.7     | 64.2     | 109.3    |
| 總其他非經營收入              | 7.1    | 12.7     | -        | -        |
| 聯營公司貢獻                | 1.2    | 14.2     | -        | -        |
| 淨利息收入／（支出）            | (20.1) | (29.8)   | (35.7)   | (34.4)   |
| 除稅前溢利                 | (67.7) | (3.5)    | 28.6     | 74.9     |
| 稅項                    | (1.2)  | (1.0)    | -        | -        |
| 少數股東                  | 2.9    | 2.0      | -        | -        |
| 純利                    | (66.0) | (2.5)    | 28.6     | 74.9     |
| 純利（經調整）               | (77.1) | (2.5)    | 28.6     | 74.9     |

現金流量

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬美元） | 2025    | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|-----------------------|---------|----------|----------|----------|
| 營運                    | (94.4)  | (88.8)   | 32.6     | 75.1     |
| 除稅前溢利                 | (68.9)  | (4.5)    | 28.6     | 74.9     |
| 稅項                    | (1.2)   | (1.0)    | -        | -        |
| 折舊及攤銷                 | 19.9    | 20.0     | 20.0     | 20.0     |
| 營運資金變動                | (37.5)  | (104.3)  | (16.0)   | (19.8)   |
| 非現金項目                 | (6.6)   | 1.0      | -        | -        |
| 其他經營現金流量              | -       | -        | -        | -        |
| 投資                    | (70.5)  | (36.0)   | (22.0)   | (22.0)   |
| 資本支出(增長)              | (12.2)  | (36.0)   | (22.0)   | (22.0)   |
| 投資                    | -       | 1.0      | 2.0      | 3.0      |
| 其他                    | (58.3)  | (1.0)    | (2.0)    | (3.0)    |
| 融資                    | 203.9   | 267.6    | -        | -        |
| 支付股息                  | -       | -        | -        | -        |
| 借款所得款項                | 334.0   | 434.1    | 300.0    | 300.0    |
| 償還貸款                  | (216.6) | (300.0)  | (300.0)  | (300.0)  |
| 其他／已付利息               | 86.5    | 133.4    | -        | -        |
| 現金流入（流出）淨額            | 39.0    | 142.8    | 10.6     | 53.1     |
| 年初現金及現金等價物            | 50.2    | 93.3     | 236.0    | 246.6    |
| 匯兌影響導致的變動             | 4.1     | -        | -        | -        |
| 年末現金及現金等價物            | 93.3    | 236.0    | 246.6    | 299.7    |

資產負債表

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬美元） | 2025    | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|-----------------------|---------|----------|----------|----------|
| 固定資產                  | 26.7    | 36.7     | 37.7     | 38.7     |
| 其他長期資產                | 152.5   | 158.5    | 159.5    | 160.5    |
| 現金/短期投資               | 93.3    | 236.0    | 246.6    | 299.7    |
| 其他流動資產                | 389.9   | 575.2    | 713.4    | 861.4    |
| 資產總額                  | 662.4   | 1,006.5  | 1,157.2  | 1,360.4  |
| 短期債務                  | 349.5   | 469.5    | 469.5    | 469.5    |
| 其他流動負債                | 473.5   | 554.5    | 676.7    | 804.9    |
| 長期債務                  | 65.9    | 213.4    | 213.4    | 213.4    |
| 其他長期負債                | 57.0    | 57.0     | 57.0     | 57.0     |
| 股東權益                  | (282.7) | (285.1)  | (256.5)  | (181.6)  |
| 少數股東權益                | (0.8)   | (2.8)    | (2.8)    | (2.8)    |
| 負債及權益總額               | 662.4   | 1,006.5  | 1,157.2  | 1,360.4  |

關鍵指標

| 截至 12 月 31 日止年度(%) | 2025   | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|--------------------|--------|----------|----------|----------|
| 盈利能力               |        |          |          |          |
| 息稅折舊攤銷前利潤率         | (4.1)  | 3.2      | 6.2      | 7.6      |
| 稅前利潤率              | (8.0)  | (0.3)    | 2.1      | 4.4      |
| 純利率                | (7.8)  | (0.2)    | 2.1      | 4.4      |
| 資產回報率              | (11.2) | (0.3)    | 2.6      | 6.0      |
| 股本回報率              | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 不適用      |
| 增長                 |        |          |          |          |
| 營業額                | 9.9    | 24.0     | 30.0     | 25.0     |
| 息稅折舊攤銷前利潤          | 不適用    | 不適用      | 150.2    | 53.5     |
| 除稅前溢利              | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 162.2    |
| 純利                 | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 162.2    |
| 純利（經調整）            | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 162.2    |
| 每股收益               | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 162.2    |
| 槓桿比率               |        |          |          |          |
| 債務佔總資本比率           | 62.7   | 67.9     | 59.0     | 50.2     |
| 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       | 不適用    | 不適用      | 不適用      | 不適用      |
| 利息保障倍數（倍）          | 不適用    | 0.5      | 1.8      | 3.2      |

銀河娛樂集團(27 HK)

2026 年第 2 季：業績符合預期；股息帶來驚喜

重點

- 銀河娛樂 2026 年第 2 季度業績符合預期，但增加派息則帶來正面驚喜。展望未來，我們預期股息仍有進一步改善的空間。
- 管理層指出，世界盃準決賽後博彩量迅速反彈，尤其是在貴賓及高端客戶群，此勢頭並延續至 8 月初。
- 第四期仍按計劃於 2027 年底前完成，其中港幣 50-60 億元的項目開支計劃於 2026 年進行。星際酒店的娛樂場樓層翻新工程已完成，預計於 2027 年第 1 季度全面完成客房工程。維持「買入」評級；將目標價下調 2%至港幣 47 元。

2026 年第 2 季度業績

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬元港元） | 19 年 第 2 季度 | 2025 年 第 2 季度 | 26 年 第 1 季度 | 2026 年 第 2 季度 | 按年變動 (%) | 按季變動 (%) |
|------------------------|-------------|---------------|-------------|---------------|----------|----------|
| 淨收益                    | 13,174      | 12,044        | 12,396      | 11,835        | (1.7)    | (4.5)    |
| 經調整息稅折舊攤銷前利潤           | 4,332       | 3,569         | 3,576       | 3,380         | (5.3)    | (5.5)    |
| 息稅折舊攤銷前利潤率(%)          | 32.9        | 29.6          | 28.8        | 28.6          | (1.1)    | (0.3)    |
| 常態化息稅折舊攤銷前利潤           | 3,983       | 3,162         | 3,578       | 3,401         | 7.6      | (4.9)    |
| 常態化息稅折舊攤銷前利潤率(%)       | 30.2        | 26.3          | 28.9        | 28.7          | 2.5      | (0.1)    |
| 博彩總收入                  | 15,198      | 12,009        | 12,728      | 12,043        | 0.3      | (5.4)    |
| 貴賓廳收入                  | 7,325       | 2,413         | 2,341       | 1,636         | (32.2)   | (30.1)   |
| 中場收入                   | 7,266       | 8,811         | 9,602       | 9,473         | 7.5      | (1.3)    |
| 角子機收入                  | 607         | 785           | 785         | 934           | 19.0     | 19.0     |
| -貴賓廳轉碼數                | 179,666     | 55,764        | 74,834      | 53,275        | (4.5)    | (28.8)   |
| 勝率(%)                  | 4.1         | 4.3           | 3.1         | 3.1           | (1.3)    | (0.1)    |
| -大眾市場投注額               | 30,391      | 35,076        | 34,053      | 33,855        | (3.5)    | (0.6)    |
| 持有率(%)                 | 23.9        | 25.1          | 28.2        | 28.0          | 2.9      | (0.2)    |

來源：銀河娛樂、大華繼顯

分析

- 2026 年第 2 季度業績符合預期。於 26 年第 2 季度，銀河娛樂集團（銀娛）錄得淨收益港幣 11,835 百萬元（按年下跌 2%，按季下跌 5%）。經調整息稅折舊攤銷前利潤為港幣 3,380 百萬元（按年下跌 5%，按季下跌 5%）。銀河在 26 年第 2 季度表現稍欠運氣，導致其經調整息稅折舊攤銷前利潤減少了港幣 21 百萬元。因此，常態化經調整息稅折舊攤銷前利潤為港幣 3,401 百萬元（按年增長 8%，按季下跌 5%），而常態化息稅折舊攤銷前利潤利潤率為 28.7%（按年增加 2.5 個百分點，按季減少 0.1 個百分點）。

分析師

郭一辰

stella.guo@uobkh.com  
+852 2236 6798

邱一展

hejann@uobkh.com  
+603 2147 1995

買入(維持)

|                |          |                 |      |
|----------------|----------|-----------------|------|
| 股價目標價上行空間前次目標價 | 34.20 港元 | 47.00 港元 +37.4% | 48 元 |
|----------------|----------|-----------------|------|

股票數據

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| 行業                | 非必需消費品    |
| 股份代號              | 27 HK     |
| 已發行股份（百萬股）        | 4,379.2   |
| 市值(百萬港元)          | 149,770.0 |
| 市值(百萬美元)          | 19,086.0  |
| 3 個月平均每日成交額（百萬美元） | 58.0      |

價格表現(%)

| 52 週高位/低位 |      | 港幣 44.22 元/港幣 28.68 元 |        |        |
|-----------|------|-----------------------|--------|--------|
| 1 個月      | 3 個月 | 6 個月                  | 1 年    | 年初至今   |
| 8.6       | 5.8  | (22.1)                | (13.5) | (10.8) |

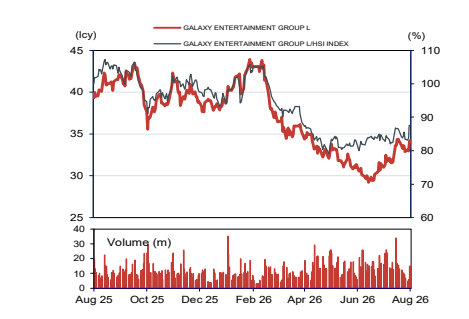
主要股東(%)

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| City Lion Profits Corp.           | 22.25 |
| 呂志和                               | 9.14  |
| The Capital Group Companies, Inc. | 4.78  |

資產負債表指標

|                   |       |
|-------------------|-------|
| 2026 財年每股資產淨值(港元) | 19.78 |
| 2026 財年每股淨現金（港元）  | 7.37  |

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

銀河娛樂集團主要於澳門開發及營運大型綜合度假城、零售、餐飲、酒店及博彩設施組合。其在澳門經營三個旗艦目的地：位於路氹的「澳門銀河」，是全球最大的綜合度假城之一，以及毗鄰的「澳門百老匯」，一個獨特的標誌性娛樂及美食街目的地；以及位於澳門半島的「星際酒店」，一間屢獲殊榮的世界級五星級豪華酒店。

## 主要財務資料

| 截至 12 月 31 日止年度 (百萬港元) | 2024   | 2025   | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|------------------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 淨營業額                   | 43,432 | 49,242 | 51,200   | 55,441   | 59,893   |
| 息稅折舊攤銷前利潤              | 12,188 | 14,502 | 14,631   | 15,891   | 17,327   |
| 經營利潤                   | 7,858  | 9,751  | 9,769    | 10,562   | 11,530   |
| 純利 (報告 / 實際)           | 8,759  | 10,674 | 10,833   | 11,608   | 12,553   |
| 純利 (經調整)               | 8,759  | 10,674 | 10,833   | 11,608   | 12,553   |
| 每股盈利(港仙)               | 200.2  | 243.6  | 247.6    | 265.3    | 286.9    |
| 市盈率 (倍)                | 17.1   | 14.0   | 13.8     | 12.9     | 11.9     |
| 市淨率 (倍)                | 2.0    | 1.8    | 1.7      | 1.7      | 1.6      |
| 企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)     | 11.0   | 9.5    | 9.7      | 9.1      | 8.5      |
| 股息收益率(%)               | 2.9    | 4.4    | 5.4      | 5.8      | 6.3      |
| 純利率(%)                 | 20.2   | 21.7   | 21.2     | 20.9     | 21.0     |
| 債務/(現金)淨額與權益(%)        | (38.2) | (45.2) | (37.8)   | (32.6)   | (29.0)   |
| 股本回報率(%)               | 11.9   | 13.3   | 12.7     | 13.1     | 13.7     |
| 市場共識息稅折舊攤銷前利潤          | -      | -      | 14,663.9 | 15,873.2 | 17,513.5 |
| 大華繼顯/市場預期 (倍)          | -      | -      | 1.00     | 1.00     | 0.99     |

來源：銀河娛樂、彭博、大華繼顯

- **2026 年第 2 季度博彩總收入 (GGR) 為港幣 12,043 百萬元 (按年持平，按季下跌 5%)**，表現優於行業按季下跌 7% 的水平，並恢復至 2019 年水平的 79% (相較於 2026 年第 1 季度恢復率為 83%)。其中，貴賓廳/大眾市場/角子機博彩總收入按季分別變動-30%/-1%/+19%，分別佔 2019 年水平的 22%/130%/154%。我們估計銀河的博彩總收入市佔率在 2026 年第 2 季度按季增加 0.4 個百分點至 20.3%。
- **中期派息提高至 75%**。該公司宣佈派發每股港幣 0.90 元的中期股息，將派息比率提高至 75% (相對 2025 年下半年的 64%)。展望未來，管理層強調股息決定將取決於市場狀況及公司業績表現。然而，他們指出，擁有人之利益與股東之利益一致，我們認為這表示股息仍有進一步改善的空間。
- **世界盃後迅速復甦**。管理層認為，世界盃持續影響並無結構性問題，並指出在準決賽後，博彩量迅速反彈，尤其是在貴賓及高端市場，此勢頭更延續至八月初。就競爭而言，管理層觀察到市場上出現了更大的理性，而銀河娛樂於 26 年第 2 季度的再投資率按年持平或略有下降。
- **第四期工程進度如期**。管理層指出，第四期項目預計於 27 年底前按計劃完成，其中港幣 50-60 億元的項目開支計劃於 26 年撥付。在星際酒店，翻新工程對息稅折舊攤銷前利潤造成港幣 14 百萬元的影响，但該公司透過將部分高價值客戶遷至澳門銀河，挽回了港幣 8 百萬元。賭場樓層翻新工程已完成，焦點已轉移至客房，目前約有 40% 的客房存量暫停服務，預計於 2027 年第 1 季度全面竣工。

## 盈利預測調整/風險

- 我們將 2026/27 年度的息稅折舊攤銷前利潤預測均下調 1%。

## 估值/建議

- **維持「買入」評級；將目標價下調 2% 至港幣 47 元**。我們的目標價基於 12.0 倍的 2026 年預測企業價值/息稅折舊攤銷前利潤比率，而我們的目標價下調 2% 至港幣 47 元。該股票目前以 9.7 倍 2026 年預測企業價值/息稅折舊攤銷前利潤交易。



個別賭場表現

| (百萬港元)        | 2019 年<br>第 2 季<br>度 | 2025<br>年第 2<br>季度 | 26 年第<br>1 季度 | 2026 年<br>第 2 季<br>度 | 按季變動<br>(%) | 按年變動<br>(%) | 佔2019年<br>第 2 季<br>百分比 |
|---------------|----------------------|--------------------|---------------|----------------------|-------------|-------------|------------------------|
| 澳門銀河          |                      |                    |               |                      |             |             |                        |
| 淨收益           | 9,526                | 10,000             | 10,344        | 9,929                | (0.7)       | (4.0)       | 104.2                  |
| 物業息稅折舊攤銷前利潤   | 3,235                | 3,325              | 3,343         | 3,199                | (3.8)       | (4.3)       | 98.9                   |
| 息稅折舊攤銷前利潤率(%) | 34.0                 | 33.3               | 32.3          | 32.2                 | (1.0)       | (0.1)       | -                      |
| 貴賓廳博彩總收入      | 5,501                | 2,391              | 2,330         | 1,626                | (32.0)      | (30.2)      | 29.6                   |
| 貴賓轉碼數         | 125,051              | 54,859             | 74,240        | 52,395               | (4.5)       | (29.4)      | 41.9                   |
| 貴賓廳贏率(%)      | 4.4                  | 4.4                | 3.1           | 3.1                  | (1.3)       | (0.0)       | -                      |
| 中場博彩總收入       | 4,993                | 7,669              | 8,264         | 8,233                | 7.4         | (0.4)       | 164.9                  |
| 中場投注額         | 18,118               | 27,416             | 26,699        | 26,794               | (2.3)       | 0.4         | 147.9                  |
| 中場贏率(%)       | 27.6                 | 28.0               | 31.0          | 30.7                 | 2.8         | (0.2)       | -                      |
| 角子機博彩總收入      | 512                  | 611                | 640           | 790                  | 29.3        | 23.4        | 154.3                  |
| 角子機投注額        | 11,235               | 18,435             | 20,074        | 19,479               | 5.7         | (3.0)       | 173.4                  |
| 角子機贏率(%)      | 4.6                  | 3.3                | 3.2           | 4.1                  | 0.7         | 0.9         | -                      |
| 澳門星際酒店        |                      |                    |               |                      |             |             |                        |
| 淨收益           | 2,756                | 1,171              | 1,342         | 1,222                | 4.4         | (8.9)       | 44.3                   |
| 物業息稅折舊攤銷前利潤   | 943                  | 303                | 383           | 303                  | 0.0         | (20.9)      | 32.1                   |
| 息稅折舊攤銷前利潤率(%) | 34.2                 | 25.9               | 28.5          | 24.8                 | (1.1)       | (3.7)       | -                      |
| 中場博彩總收入       | 1,730                | 1,112              | 1,338         | 1,240                | 11.5        | (7.3)       | 71.7                   |
| 中場投注額         | 8,877                | 7,501              | 7,354         | 7,061                | (5.9)       | (4.0)       | 79.5                   |
| 中場贏率(%)       | 19.5                 | 14.8               | 18.2          | 17.6                 | 2.7         | (0.6)       | -                      |
| 角子機博彩總收入      | 40                   | 162                | 145           | 144                  | (11.1)      | (0.7)       | 360.0                  |
| 角子機投注額        | 1,967                | 9,284              | 8,354         | 7,942                | (14.5)      | (4.9)       | 403.8                  |
| 角子機贏率(%)      | 2.0                  | 1.7                | 1.7           | 1.8                  | 0.1         | 0.1         | -                      |
| 澳門百老匯         |                      |                    |               |                      |             |             |                        |
| 淨收益           | 147                  | 51                 | 44            | 41                   | (19.6)      | (6.8)       | 27.9                   |
| 物業息稅折舊攤銷前利潤   | 6                    | 4                  | 7             | 0                    | (100.0)     | (100.0)     | 0.0                    |

來源：銀河娛樂、大華繼顯

損益表

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬港元） | 2025     | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|
| 淨營業額                  | 49,242.3 | 51,199.9 | 55,440.8 | 59,892.9 |
| 息稅折舊攤銷前利潤             | 14,502.0 | 14,631.0 | 15,891.3 | 17,327.4 |
| 折舊及攤銷                 | 4,751.5  | 4,861.9  | 5,329.5  | 5,797.0  |
| 息稅前利潤                 | 9,750.5  | 9,769.1  | 10,561.9 | 11,530.4 |
| 聯營公司貢獻                | 69.1     | 69.1     | 69.1     | 69.0     |
| 淨利息收入／（支出）            | 1,109.2  | 1,254.1  | 1,254.1  | 1,254.1  |
| 除稅前溢利                 | 10,928.8 | 11,092.2 | 11,885.0 | 12,853.4 |
| 稅項                    | (208.8)  | (212.0)  | (227.1)  | (245.6)  |
| 少數股東                  | (46.2)   | (46.9)   | (50.3)   | (54.4)   |
| 純利                    | 10,673.8 | 10,833.4 | 11,607.6 | 12,553.5 |
| 純利（經調整）               | 10,673.8 | 10,833.4 | 11,607.6 | 12,553.5 |

現金流量

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬港元） | 2025       | 2026 年預測   | 2027 年預測   | 2028 年預測   |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|
| 營運                    | 14,253.6   | 14,996.5   | 16,695.8   | 18,335.4   |
| 除稅前溢利                 | 10,928.8   | 11,092.2   | 11,885.0   | 12,853.4   |
| 稅項                    | (208.8)    | (212.0)    | (227.1)    | (245.6)    |
| 折舊及攤銷                 | 4,751.5    | 4,861.9    | 5,329.5    | 5,797.0    |
| 聯營公司                  | (69.1)     | (70.6)     | (70.6)     | (70.6)     |
| 營運資金變動                | 675.5      | 282.2      | 736.3      | 958.4      |
| 非現金項目                 | (1,046.9)  | (1,270.2)  | (1,270.2)  | (1,270.2)  |
| 其他經營現金流量              | 178.2      | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 投資                    | (10,332.4) | (11,494.7) | (11,494.7) | (11,494.7) |
| 資本支出(增長)              | (3,439.7)  | (11,494.7) | (11,494.7) | (11,494.7) |
| 投資                    | (41.7)     | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 出售資產所得款項              | 5.2        | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 其他                    | (6,856.2)  | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 融資                    | (8,148.3)  | (7,438.0)  | (8,531.8)  | (9,100.6)  |
| 支付股息                  | (5,263.2)  | (7,438.0)  | (8,531.8)  | (9,100.6)  |
| 股份發行                  | 0.1        | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 借款所得款項                | 1,586.9    | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 償還貸款                  | (4,025.8)  | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 其他／已付利息               | (446.2)    | 0.0        | 0.0        | 0.0        |
| 現金流入（流出）淨額            | (4,227.1)  | (3,936.2)  | (3,330.7)  | (2,259.9)  |
| 年初現金及現金等價物            | 11,417.7   | 7,198.9    | 3,262.6    | (68.1)     |
| 其他貨幣性資金               | 7,130.9    | 7,122.6    | 7,122.6    | 7,122.6    |
| 年末現金及現金等價物            | 14,321.5   | 10,385.3   | 7,054.6    | 4,794.6    |

資產負債表

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬港元） | 2025     | 2026 年預測  | 2027 年預測  | 2028 年預測  |
|-----------------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 固定資產                  | 54,846.2 | 62,750.0  | 70,186.2  | 77,154.9  |
| 其他長期資產                | 24,925.2 | 24,682.1  | 24,439.0  | 24,195.9  |
| 現金/短期投資               | 14,321.5 | 10,385.3  | 7,054.6   | 4,794.6   |
| 其他流動資產                | 5,751.6  | 5,859.9   | 6,136.2   | 6,497.3   |
| 資產總額                  | 99,844.5 | 103,677.3 | 107,816.0 | 112,642.7 |
| 短期債務                  | 1,294.1  | 1,294.1   | 1,294.1   | 1,294.1   |
| 其他流動負債                | 11,602.5 | 11,992.9  | 13,005.6  | 14,325.1  |
| 長期債務                  | 0.0      | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 其他長期負債                | 3,316.4  | 3,316.4   | 3,316.4   | 3,316.4   |
| 股東權益                  | 83,143.5 | 86,538.9  | 89,614.7  | 93,067.6  |
| 少數股東權益                | 488.0    | 534.9     | 585.2     | 639.5     |
| 負債及權益總額               | 99,844.5 | 103,677.3 | 107,816.0 | 112,642.7 |

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         | 29.5   | 28.6     | 28.7     | 28.9     |
| 稅前利潤率              | 22.2   | 21.7     | 21.4     | 21.5     |
| 純利率                | 21.7   | 21.2     | 20.9     | 21.0     |
| 資產回報率              | 11.5   | 11.5     | 12.0     | 12.7     |
| 股本回報率              | 13.3   | 12.7     | 13.1     | 13.7     |
| 增長                 |        |          |          |          |
| 營業額                | 13.4   | 4.0      | 8.3      | 8.0      |
| 息稅折舊攤銷前利潤          | 19.0   | 0.9      | 8.6      | 9.0      |
| 除稅前溢利              | 21.9   | 1.5      | 7.1      | 8.1      |
| 純利                 | 21.9   | 1.5      | 7.1      | 8.1      |
| 純利（經調整）            | 21.9   | 1.5      | 7.1      | 8.1      |
| 每股收益               | 21.7   | 1.6      | 7.1      | 8.1      |
| 槓桿比率               |        |          |          |          |
| 債務佔總資本比率           | 1.6    | 1.5      | 1.4      | 1.4      |
| 債務權益比率             | 1.6    | 1.5      | 1.5      | 1.4      |
| 債務／（現金）淨額與權益       | (45.2) | (37.8)   | (32.6)   | (29.0)   |

耐世特(1316 HK)

2026 年上半年：純利上升 35.2%按年增長，因 EMEASA 利潤率及較低稅率抵銷了疲軟的銷量有餘

重點

- 耐世特於 2026 年上半年純利按年增長 35.2%至美金 85.8 百萬元，按年增長 3.9%收入增長，以及經調整息稅折舊攤銷前利潤率增加 1.0 個百分點至 11.3%。
- 管理層預期 2026 年實際稅率將略低於 25%，而此前假設為 33%。
- 我們分別上調 2026-28 年純利預測 20.6%/23.2%/22.0%，並將估值基礎滾動至 2027 年，維持 20 倍市盈率不變，目標價由港幣 8.30 元上調至港幣 11.40 元。

2026 年上半年業績

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬美元） | 2026 年上半年 | 按年%   | 按半年%  | 2026 年預測 | 按年%    | 備註                           |
|-----------------------|-----------|-------|-------|----------|--------|------------------------------|
| 收益                    | 2,328.8   | 3.9   | (0.6) | 4,709.0  | 2.7    | 符合預期（佔 2026 年預測的 49%）        |
| 毛利                    | 278.3     | 7.5   | 5.4   | 560.4    | 7.1    | 符合預期（佔 2026 年預測的 50%）        |
| 毛利率(%)                | 12.0      | 0.4   | 0.7   | 11.9     | 0.5    | 符合預期（較 2026 年預測高 0.1 個百分點）   |
| 息稅折舊攤銷前利潤             | 262.8     | 14.1  | 8.8   | 535.6    | 13.5   | 符合預期（佔 2026 年預測的 49%）        |
| 息稅折舊攤銷前利潤率(%)         | 11.3      | 1.0   | 1.0   | 11.4     | 1.1    | 符合預期（較 2026 年預測低 0.1 個百分點）   |
| 息稅前利潤                 | 115.9     | 24.5  | 67.1  | 222.4    | 36.8   | 未達預期（佔 2026 年預測的 52%）        |
| 息稅前利潤率（%）             | 5.0       | 0.8   | 2.0   | 4.7      | 1.2    | 符合預期（較 2026 年預測高 0.3 個百分點）   |
| 純利                    | 85.8      | 35.2  | 122.7 | 161.7    | 58.5   | 未達預期(佔 2026 年預測的 53%)        |
| 純利–經調整                | 76.0      | 23.3  | 129.4 | 161.7    | 70.5   | 未達預期(佔 2026 年預測的 47%)        |
| 純利率(%)                | 3.7       | 0.9   | 2.0   | 3.4      | 1.2    | 符合預期（較 2026 年預測高 0.3 個百分點）   |
| 經營現金流量                | 262.2     | 84.2  | (0.2) | 385.3    | (4.8)  | 超出預期(佔 2026 年預測的 68%)        |
| 自由現金流                 | 108.8     | 196.7 | 24.7  | 39.2     | (68.4) | 26 年上半年為 2026 年預測全年數字的 277%。 |

來源：耐世特,大華繼顯

分析

- 收益按年增長 3.9%至創紀錄的美金 2,329 百萬元，其中歐洲、中東及南美洲 (EMEASA)分部增長 11.6%，北美洲增長 2.7%，亞太區增長 3.2%。撇除貨幣及商品轉嫁，增長為 0.8%，或較全球生產市場（下跌約 1%）高出 180 個基點；然而，這低於管理層於 3 月預期的 200 至 300 個基點，管理層將此歸因於中國銷量疲弱。

主要財務資料

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬美元） | 2024    | 2025    | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|-----------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 淨營業額                  | 4,276.1 | 4,584.2 | 4,709.0  | 4,952.0  | 5,292.0  |
| 息稅折舊攤銷前利潤             | 424.4   | 471.9   | 535.6    | 575.5    | 620.9    |
| 經營利潤                  | 114.8   | 162.5   | 222.4    | 252.1    | 287.5    |
| 純利（報告 / 實際）           | 61.7    | 102.0   | 161.7    | 183.7    | 210.5    |
| 純利（經調整）               | 47.6    | 94.8    | 161.7    | 183.7    | 210.5    |
| 每股收益(美仙)              | 2.46    | 4.06    | 6.44     | 7.32     | 8.39     |
| 市盈率（倍）                | 23.2    | 14.0    | 8.9      | 7.8      | 6.8      |
| 市淨率（倍）                | 0.7     | 0.7     | 0.6      | 0.6      | 0.6      |
| 企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）     | 2.6     | 2.2     | 1.9      | 1.7      | 1.4      |
| 股息收益率(%)              | 1.5     | 3.2     | 5.1      | 5.8      | 6.6      |
| 純利率(%)                | 1.4     | 2.2     | 3.4      | 3.7      | 4.0      |
| 債務／（現金）淨額與權益          | (16.3)  | (19.2)  | (17.5)   | (19.4)   | (21.7)   |
| 利息保障倍數（倍）             | 14.5    | 20.2    | 28.4     | 32.2     | 36.7     |
| 股本回報率(%)              | 3.1     | 4.8     | 7.3      | 7.9      | 8.5      |
| 市場預期純利                | 不適用     | 不適用     | 不適用      | 不適用      | 不適用      |
| 大華繼顯／市場預期（倍）          | 不適用     | 不適用     | 不適用      | 不適用      | 不適用      |

來源：耐世特, 彭博, 大華繼顯

分析師

利新民

ken.lee@uobkh.com  
+852 2236 6760

買入(維持)

|         |          |          |
|---------|----------|----------|
| 股價目標價上行 | 4.48 港元  | 11.40 港元 |
| 空間前次目標價 | 154.5%港幣 | 8.30 元   |
| 目標價     |          |          |

股票數據

|                   |         |
|-------------------|---------|
| 行業                | 汽車零件    |
| 股份代號              | 1316 HK |
| 已發行股份（百萬股）        | 2,509.8 |
| 市值(百萬港元)          | 11,244  |
| 市值(百萬美元)          | 1,433   |
| 3 個月平均每日成交額（百萬美元） | 3.6     |

價格表現(%)

|           |        |                     |        |        |
|-----------|--------|---------------------|--------|--------|
| 52 週高位/低位 |        | 港幣 8.69 元/港幣 3.81 元 |        |        |
| 1 個月      | 3 個月   | 6 個月                | 1 年    | 年初至今   |
| 17.3      | (16.3) | (37.0)              | (32.2) | (29.8) |

主要股東(%)

|               |      |
|---------------|------|
| 耐世特汽車系統（香港）控股 | 44.0 |
| 北京亦莊國際        | 16.0 |

資產負債表指標

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 26 財年每股資產淨值(港元)   | 6.96   |
| 26 財年淨債項 / 每股（港元） | (1.25) |

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

耐世特汽車系統設計及製造電動及液壓動力轉向系統、轉向管柱及中間軸、半軸，以及日益增長的線控轉向及線控制動系統，為北美、亞太、歐洲及南美洲的全球及中國汽車製造商提供產品。

- 經調整息稅折舊攤銷前利潤按年上升 14.1%至美金 263 百萬元，利潤率擴大 1.0 個百分點至 11.3%。EMEASA 推動了增長，貢獻了美金 55 百萬元的息稅折舊攤銷前利潤（按年增長 56%，按半年增長 62%），利潤率為 12.2%（按年增加 3.5 個百分點，按半年增加 3.7 個百分點），這得益於其區域利潤提升計劃。亞太地區維持在 16.9%，儘管面臨定價壓力及較高的商品成本；而北美地區則因工廠停工及不利匯率影響，下滑至 7.3%（按年下跌 0.3 個百分點），預計於 2026 年下半年獲得保險賠償。
- 已收回 2025 年關稅成本的美金 8 百萬元，儘管北美電動車取消訂單導致 25 年下半年損失美金 24 百萬元，但尚未入賬。折舊及攤銷按年上升 6.1%至美金 146 百萬元，而受惠於美國盈利能力增強及稅務規劃，實際稅率按年下跌 6.3 個百分點至 21.6%。少數股東權益佔溢利 5.0%（按年減少 3.0 個百分點），經調整純利按年增長 23.3%至美金 76 百萬元。
- 經營現金流量按年增長 84.2%至美金 262 百萬元，自由現金流量達美金 109 百萬元（按年增長 197%），使淨現金增至美金 516 百萬元（按年增長 40.5%），總流動資金為美金 968 百萬元。資本支出及無形資產增加按年上升 42.6%至美金 158 百萬元，故改善來自盈利及營運資金，而非投資不足。
- 預訂額達到美金 33.0 億元（按年增長 120%），在 28 個項目啟動（其中 26 個為新業務或爭取而來的業務）的支持下，正朝著重中的全年目標美金 60 億元邁進。首批線控轉向生產已啟動，儘管管理層預計該技術在 2030 年之後才會對集團收入作出有意義的貢獻。針對 2026 年下半年，其預警價格回饋將接近 2%，且中國客戶不享有商品價格上漲保障。

## 盈利預測調整/風險

- 根據管理層指引，我們將 2026-28 年的收入預測分別下調 0.9%/1.0%/1.1%至美金 4,709 百萬元/美金 4,952 百萬元/美金 5,292 百萬元；27-28 年的下調是在增長率不變的情況下，以較低的基數計算。
- 我們將 EMEASA 的息稅折舊攤銷前利潤率從 8.0%上調至 11.5%，將北美 2026 年的息稅折舊攤銷前利潤率下調至 7.7% 並根據指引將實際稅率從 33% 降至 24.5%。
- 總括而言，我們將 2026-28 年純利預測分別上調 20.6%/23.2%/22.0%至美金 162 百萬元/美金 184 百萬元/美金 210 百萬元。
- 風險：a) 電動車取消訂單未能復甦；b) 中國大宗商品成本進一步上漲；及 c) 貨幣順風減弱。

## 估值/建議

- 我們維持「買入」評級，並將目標價從港幣 8.30 元上調至港幣 11.40 元，將估值基礎向前推一年，從 20 倍 2026 年預測市盈率調整為 20 倍 2027 年預測市盈率，倍數不變並與歷史平均水平一致。

## 股價催化劑

- 催化劑：a) 2026 年下半年預訂量朝著美金 60 億元全年目標邁進，b) 工廠停產的保險理賠，c) 電動車取消訂單的結算，d) 更多線控轉向產品的推出，及 e) 2027 年 3 月 27 日的 2027 年指引。

損益表

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬美元） | 2025    | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|-----------------------|---------|----------|----------|----------|
| 淨營業額                  | 4,584.2 | 4,709.0  | 4,952.0  | 5,292.0  |
| 息稅折舊攤銷前利潤             | 471.9   | 535.6    | 575.5    | 620.9    |
| 折舊及攤銷                 | (285.0) | (313.2)  | (323.4)  | (333.3)  |
| 息稅前利潤                 | 162.5   | 222.4    | 252.1    | 287.5    |
| 總其他非經營收入/(開支)         | 0.0     | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 聯營公司貢獻                | 4.9     | 2.0      | 2.5      | 3.0      |
| 淨利息收入／（支出）            | 0.5     | 1.0      | 1.5      | 2.9      |
| 除稅前溢利                 | 167.8   | 225.4    | 256.1    | 293.4    |
| 稅項                    | (55.3)  | (55.2)   | (62.8)   | (71.9)   |
| 少數股東                  | (10.5)  | (8.5)    | (9.7)    | (11.1)   |
| 純利                    | 102.0   | 161.7    | 183.7    | 210.5    |
| 純利（經調整）               | 94.8    | 161.7    | 183.7    | 210.5    |

現金流量

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬美元） | 2025    | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|-----------------------|---------|----------|----------|----------|
| 營運                    |         |          |          |          |
| 除稅前溢利                 | 167.8   | 225.4    | 256.1    | 293.4    |
| 稅項                    | (55.3)  | (55.2)   | (62.8)   | (71.9)   |
| 折舊及攤銷                 | 305.0   | 313.2    | 323.4    | 333.3    |
| 聯營公司                  | (4.9)   | (2.0)    | (2.5)    | (3.0)    |
| 營運資金變動                | (63.2)  | (95.0)   | (19.5)   | (27.3)   |
| 非現金項目                 |         |          |          |          |
| 其他經營現金流量              | (0.5)   | (1.0)    | (1.5)    | (2.9)    |
| 投資                    |         |          |          |          |
| 資本支出(增長)              | (341.7) | (355.0)  | (355.0)  | (355.0)  |
| 投資                    |         |          |          |          |
| 出售資產所得款項              |         |          |          |          |
| 其他                    | 8.5     | 8.9      | 9.4      | 10.7     |
| 融資                    |         |          |          |          |
| 支付股息                  | (21.8)  | (45.9)   | (72.8)   | (82.7)   |
| 股份發行                  |         |          |          |          |
| 借款所得款項                | 200.0   | 200.0    | 200.0    | 200.0    |
| 償還貸款                  | (200.0) | (200.0)  | (200.0)  | (200.0)  |
| 其他／已付利息               | (8.1)   | (7.8)    | (7.8)    | (7.8)    |
| 現金流入（流出）淨額            | 62.4    | (14.6)   | 67.0     | 86.9     |
| 年初現金及現金等價物            | 422.3   | 500.7    | 486.2    | 553.2    |
| 年末現金及現金等價物            | 500.7   | 486.2    | 553.2    | 640.1    |

資產負債表

| 截至 12 月 31 日止年度（百萬美元） | 2025    | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|-----------------------|---------|----------|----------|----------|
| 固定資產                  | 1,055.1 | 1,105.9  | 1,144.9  | 1,172.7  |
| 其他長期資產                | 764.6   | 757.6    | 752.7    | 749.6    |
| 現金/短期投資               | 500.7   | 486.2    | 553.2    | 640.1    |
| 其他流動資產                | 1,450.1 | 1,534.8  | 1,612.9  | 1,722.3  |
| 資產總額                  | 3,770.5 | 3,884.4  | 4,063.7  | 4,284.6  |
| 短期債務                  | 17.4    | 17.4     | 17.4     | 17.4     |
| 其他流動負債                | 1,229.8 | 1,219.5  | 1,278.1  | 1,360.2  |
| 長期債務                  | 69.6    | 69.6     | 69.6     | 69.6     |
| 其他長期負債                | 294.5   | 294.5    | 294.5    | 294.5    |
| 股東權益                  | 2,111.6 | 2,227.4  | 2,338.3  | 2,466.1  |
| 少數股東權益                | 47.5    | 56.0     | 65.7     | 76.8     |
| 負債及權益總額               | 3,770.5 | 3,884.4  | 4,063.7  | 4,284.6  |

關鍵指標

| 截至 12 月 31 日止年度(%) | 2025   | 2026 年預測 | 2027 年預測 | 2028 年預測 |
|--------------------|--------|----------|----------|----------|
| 盈利能力               |        |          |          |          |
| 息稅折舊攤銷前利潤率         | 10.3   | 11.4     | 11.6     | 11.7     |
| 稅前利潤率              | 3.7    | 4.8      | 5.2      | 5.5      |
| 純利率                | 2.2    | 3.4      | 3.7      | 4.0      |
| 資產回報率              | 2.7    | 4.2      | 4.5      | 4.9      |
| 股本回報率              | 4.8    | 7.3      | 7.9      | 8.5      |
| 增長                 |        |          |          |          |
| 營業額                | 7.2    | 2.7      | 5.2      | 6.9      |
| 息稅折舊攤銷前利潤          | 11.2   | 13.5     | 7.5      | 7.9      |
| 除稅前溢利              | 43.2   | 34.3     | 13.6     | 14.6     |
| 純利                 | 65.3   | 58.5     | 13.6     | 14.6     |
| 純利（經調整）            | 99.3   | 70.5     | 13.6     | 14.6     |
| 每股收益               | 65.3   | 58.5     | 13.6     | 14.6     |
| 槓桿比率               |        |          |          |          |
| 債務佔總資本比率           | 3.9    | 3.7      | 3.5      | 3.3      |
| 債務權益比率             | 4.0    | 3.8      | 3.6      | 3.4      |
| 債務／（現金）淨額與權益       | (19.2) | (17.5)   | (19.4)   | (21.7)   |
| 利息保障倍數（倍）          | 20.2   | 28.4     | 32.2     | 36.7     |



## 騰訊控股(700 HK)

2026 年第 2 季：盈利健康增長；人工智能驅動的營銷收入增長加速

## 重點

- 騰訊 2026 年第 2 季度的盈利符合預期。2026 年第 2 季收益按年增長 11% 至人民幣 2,048.0 億元，大致符合市場普遍預期。毛利按年增加 13% 至人民幣 1,184.0 億元，毛利率按年上升 1 個百分點至 58%。非《國際財務報告準則》股東應佔溢利按年增長 9% 至人民幣 684.0 億元，而非《國際財務報告準則》純利率則按年輕微惡化 0.8 個百分點至 33.4%，大致符合預期。
- 維持「買入」評級，目標價下調至港幣 608 元。

## 2026 年第 2 季度業績

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(人民幣百萬元) | 2025 年<br>第 2 季<br>度實際 | 2026 年<br>第 1 季<br>度實際 | 2026 年<br>第 2 季<br>度實際 | 大華繼續<br>預測 | 按季            | 按年            | 差異            | 市場預<br>測 | 差異            |
|-----------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------|---------------|---------------|---------------|----------|---------------|
| 收益                          | 184,504                | 196,458                | 204,785                | 202,618    | 4.2%          | 11.0%         | 1.1%          | 202,843  | 1.0%          |
| 社交網絡                        | 32,168                 | 31,910                 | 33,643                 | 32,904     | 5.4%          | 4.6%          | 2.2%          |          |               |
| 線上遊戲                        | 59,200                 | 64,200                 | 64,771                 | 64,525     | 0.9%          | 9.4%          | 0.4%          |          |               |
| 營銷服務                        | 35,762                 | 38,171                 | 43,565                 | 42,474     | 14.1%         | 21.8%         | 2.6%          |          |               |
| 金融科技及雲端                     | 55,536                 | 59,885                 | 60,286                 | 60,786     | 0.7%          | 8.6%          | -0.8%         |          |               |
| 其他                          | 1,838                  | 2,292                  | 2,520                  | 1,930      | 9.9%          | 37.1%         | 30.6%         |          |               |
| 毛利                          | 105,013                | 111,265                | 118,433                | 114,637    | 6.4%          | 12.8%         | 3.3%          | 115,629  | 2.4%          |
| 非《國際財務報告準則》<br>經營利潤         | 69,248                 | 75,627                 | 75,636                 | 76,177     | 0.0%          | 9.2%          | -0.7%         |          |               |
| 非《國際財務報告準則》<br>淨收入          | 63,052                 | 67,905                 | 68,415                 | 68,567     | 0.8%          | 8.5%          | -0.2%         | 68,227   | 0.3%          |
| 非《國際財務報告準則》<br>每股攤薄盈利 (人民幣) | 6.79                   | 7.46                   | 7.43                   | 7.51       | -0.4%         | 9.4%          | -1.0%         | 7.46     | -0.4%         |
| 毛利率                         | 56.9%                  | 56.6%                  | 57.8%                  | 56.6%      | 1.2 個百<br>分點  | 0.9 個百<br>分點  | 1.3 個百<br>分點  | 57.0%    | 0.8 個百<br>分點  |
| 非《國際財務報告準則》<br>經營利潤率        | 37.5%                  | 38.5%                  | 36.9%                  | 37.6%      | -1.6 個<br>百分點 | -0.6 個<br>百分點 | -0.7 個<br>百分點 |          |               |
| 非《國際財務報告準則》<br>純利率          | 34.2%                  | 34.6%                  | 33.4%                  | 33.8%      | -1.2 個<br>百分點 | -0.8 個<br>百分點 | -0.4 個<br>百分點 | 33.6%    | -0.2 個<br>百分點 |

來源：騰訊、大華繼續

## 分析

- 網絡遊戲收入按年增長 8%，達人民幣 642.0 億元。國內遊戲按年增長 17% 至人民幣 473.0 億元，超出我們預期的 8% 增長，其中：a)《三角洲部隊》及《特戰英豪》PC/MOBILE 版平均每日活躍用戶數達到歷史新高；及 b)《洛克王國：世界》在中國今年迄今發布的新手遊中，平均每日活躍用戶數及總收入均排名第一。國際遊戲業務按年下跌 0.8% 至人民幣 186.0 億元，乃受外匯因素影響，或按固定匯率計算增長 4%，因《鳴潮》及《VALORANT》電腦版遊戲的增長被 Supercell 遊戲表現疲弱所抵銷。
- 營銷服務收入按年增長 22%，達到人民幣 436.0 億元，超出我們人民幣 425.0 億元的預期。人工智能驅動的廣告推薦、AIM+ 及閉環微信營銷持續提升廣告表現及廣告主投資回報率。我們將此視為日益重要的結構性增長動力。

## 分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com.

+86 21 5404 7225 分機 808

## 買入(維持)

|       |             |
|-------|-------------|
| 股價    | 港幣 461.60 元 |
| 目標價   | 港幣 608 元    |
| 上升空間  | 31.7%       |
| 早前目標價 | 港幣 670 元    |

## 股票數據

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 行業                | 通訊服務        |
| 股份代號              | 700 HK      |
| 已發行股份(百萬股)        | 9,082.7     |
| 市值(百萬美元)          | 4,192,584.4 |
| 市值(百萬美元)          | 534,305.0   |
| 3 個月平均每日成交額(百萬美元) | 1,919.1     |

## 價格表現(%)

| 52 週高位/低位 |      | 港幣 683 元/港幣 411 元 |        |        |
|-----------|------|-------------------|--------|--------|
| 1 個月      | 3 個月 | 6 個月              | 1 年    | 年初至今   |
| 0.3       | 1.0  | (17.6)            | (17.7) | (22.9) |

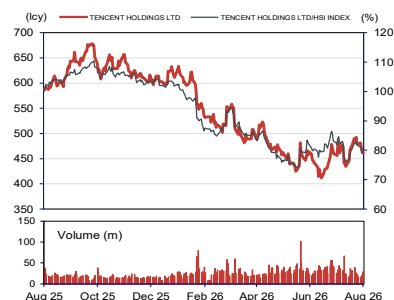
## 主要股東(%)

|                 |       |
|-----------------|-------|
| Naspers Limited | 23.26 |
|-----------------|-------|

## 資產負債表指標

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

## 股價圖表



來源：彭博

## 公司介紹

該公司是最大的綜合互聯網服務供應商之一。

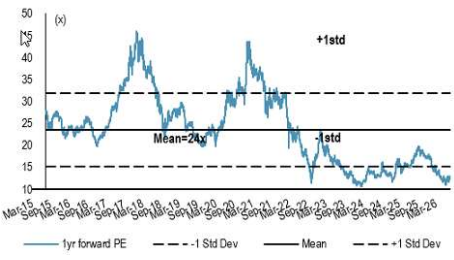
主要財務資料

| 截至 12 月 31 日止年度(人民幣百萬元) | 2024    | 2025    | 2026 年預測  | 2027 年預測  | 2028 年預測  |
|-------------------------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 淨營業額                    | 660,257 | 751,766 | 827,046   | 912,305   | 994,364   |
| 息稅折舊攤銷前利潤               | 221,456 | 258,027 | 283,348   | 301,363   | 335,828   |
| 經營利潤                    | 208,099 | 241,562 | 266,898   | 284,313   | 318,178   |
| 純利 (報告 / 實際)            | 194,073 | 224,842 | 220,795   | 240,532   | 263,779   |
| 純利 (經調整)                | 222,703 | 259,626 | 260,032   | 284,280   | 310,809   |
| 每股收益                    | 2,350.7 | 2,790.9 | 2,854.8   | 3,114.8   | 3,398.6   |
| 市盈率                     | 16.9    | 14.2    | 13.9      | 12.7      | 11.7      |
| 市賬率                     | 3.8     | 3.1     | 3.1       | 2.5       | 2.2       |
| 企業價值/息稅折舊攤銷前利潤          | 16.1    | 13.8    | 12.6      | 11.8      | 10.6      |
| 股息收益率                   | 1.1     | 1.3     | 1.3       | 1.5       | 1.6       |
| 純利率                     | 29.4    | 29.9    | 26.7      | 26.4      | 26.5      |
| 債務/(現金)淨額與權益            | (13.3)  | (11.6)  | (11.4)    | 8.8       | 11.4      |
| 股本回報率                   | 21.8    | 21.1    | 19.3      | 19.0      | 17.5      |
| 市場預期純利                  | -       | -       | 274,847.6 | 298,794.3 | 330,220.9 |
| 大華繼顯/市場預期 (倍)           | -       | -       | 0.95      | 0.95      | 0.94      |

資料來源：騰訊、彭博、大華繼顯

- **金融科技及商業服務按年增長 9%，達人民幣 603.0 億元，大致符合我們人民幣 605.0 億元的估計。**雲端業務增長保持穩健，受惠於人工智能相關需求、國際擴張及定價改善，而金融科技業務增長則反映於商業支付、財富管理及消費貸款方面。
- **毛利率從一年前的 57%擴大至 58%，此乃受惠於高利潤內部開發遊戲及營銷服務貢獻增加所支持。**增值服務毛利率從 60%提升至 64%，而營銷服務毛利率為 57%，一年前則為 58%。非《國際財務報告準則》經營利潤按季大致持平於人民幣 756.0 億元，但按年增長 9%。撇除新人工智能產品，非《國際財務報告準則》經營利潤按年增長 19%至人民幣 861.0 億元。這表明核心業務繼續能夠較好地消化與人工智能相關的更高研發及基礎設施成本。一般及行政開支按年增長 22%，主要由於在混元模型增強、微信 AI 舉措以及騰訊產品和服務中的 AI 能力方面投入了更高的研發開支。銷售及營銷開支按年增長 26%，反映在遊戲及 AI 原生產品方面的開支增加。
- **AI 投資導致資本支出增加及短期自由現金流壓力。**資本支出於 2026 年第 2 季度增至人民幣 593.0 億元，高於 2026 年第 1 季度的人民幣 319.0 億元及 2025 年第 2 季度的人民幣 191.0 億元，主要反映對資訊科技基礎設施及計算能力的投資增加。騰訊於該季度錄得負自由現金流人民幣 138.0 億元，而營運現金流亦包括大額與人工智能相關的預付款項，以支持混元模型增強、WorkBuddy 及 CodeBuddy 推論、微信人工智能計劃及不斷增長的雲端需求。若不計及該等預付款項，FCF 應為人民幣 376.0 億元，而所呈報的 FCF 為-人民幣 138.0 億元，這意味著約有人民幣 514.0 億元的 AI 相關預付款項。因此，我們將 2026/27/28 年度的資本支出假設分別上調至人民幣 1,810 億元/人民幣 2,000 億元/人民幣 1,780 億元，導致本年度淨現金為負人民幣 650 億元。
- **混元 3 於 7 月發布的生產版本顯著提升了效能，並自 2026 年 7 月 7 日起在 OpenRouter 上按代幣消耗量計算，一直位居全球前 3 大模型之列。**WorkBuddy 持續錄得用戶快速增長及健康的留存率，而 CodeBuddy 亦正獲得關注。由於兩款產品共用同一訂閱帳戶，個人方案分為標準版/進階版/旗艦版，每月收費分別為人民幣 70 元/人民幣 140 元/人民幣 700 元，而企業 SaaS/專屬企業方案則按每位用戶每月人民幣 198 元/人民幣 316 元收費。我們估計 WorkBuddy/CodeBuddy 擁有 100 萬至 150 萬個付費許可證，這意味著基於每月約人民幣 110 元的綜合平均每用戶收入，其年度訂閱收入為人民幣 11.0-16.50 億元。我們視付費席位增長及使用強度上升為關鍵的近期變現指標。

12 個月遠期市盈率區間



來源：彭博大華繼顯

- 微信的小微代理已進入小規模原型測試，該測試由專注於私隱、微信特定使用案例及推理效率的定制 WeLM 模型提供支援。我們將此視為騰訊邁向更廣泛代理生態系統的重要早期步驟。
- **AI 生態系統正進入模型及應用程式升級的下一階段。**騰訊計劃於今年稍後時間推出更大參數的混元 4，隨後是混元 5，以期逐步實現 SOTA 級能力，支援更複雜及更高價值的 AI 應用案例。從消費者方面來看，小微在微信中被定位為一個關鍵的人工智能入口，利用其社交圖譜、小程序、商家及支付功能，以實現日益自主的工作流程，並在更長遠的未來實現代理人對代理人之間的交易。

估值/建議

- 維持騰訊「買入」評級，目標價下調至港幣 608 元，乃基於我們 2027 年的分類加總估值。我們採用較低的市盈率，以反映人工智能基礎設施資本支出增加、近期自由現金流壓力及高於預期的市場推廣開支。我們的目標價意味著 19.6 倍的 2026 年預測市盈率，而騰訊目前的交易價格為 15 倍的 2026 年預測市盈率及 14 倍的 2027 年預測市盈率，約低於其歷史平均值 24 倍一個標準差。

盈利預測調整/風險

- 我們對 2026 年的收入預估大致維持不變。我們分別下調 2026/27 年度非《國際財務報告準則》純利預測 4%/9%。這意味著 2026/27 年度的收入按年增長分別為 10%/10.3%，盈利增長為 0.2%/9%，以及純利率為 31%/31%。
- 主要風險：人工智能生成內容造成的干擾日益增加；競爭加劇；監管風險；遊戲收入增長放緩；以及資本支出要求提高。

股價催化劑

- a) AI 驅動的收入及效率提升, b) 微信視頻號廣告業務表現更強勁, c) 遊戲版號審批, 及 d) 混元生態系統擴張。

分類加總估值法

| (人民幣百萬)           | 2027 年預測       |               | 估值 2027 年<br>(倍) | 價值(當地<br>貨幣 10<br>騰訊持股量(%)) |     | 騰訊應佔估計公<br>允價值 (人民幣 | 騰訊應佔公允價<br>值 (10 億美 | 每股公允價值<br>(港元) |
|-------------------|----------------|---------------|------------------|-----------------------------|-----|---------------------|---------------------|----------------|
|                   | 2027 年預測收<br>益 | 非公認會計原<br>則盈利 |                  | 10 億<br>元)                  | 元)  |                     |                     |                |
| 線上遊戲 (PC 遊戲+手機遊戲) | 287,390        | 106,072       | 16 倍市盈率          | 1,697                       | 100 | 1,697               | 251                 | 202            |
| 社交網絡 (QQ +微信增值服務) | 138,935        | 51,279        | 15 倍市盈率          | 769                         | 100 | 769                 | 114                 | 92             |
| 線上廣告              | 197,879        | 59,894        | 22 倍市盈率          | 1,318                       | 100 | 1,318               | 195                 | 157            |
| 支付                | 209,011        | 31,352        | 12 倍市盈率          | 376                         | 100 | 376                 | 56                  | 45             |
| 雲端                | 79,090         |               | 6 倍市銷率           | 475                         | 100 | 475                 | 70                  | 57             |
| 總企業價值             | 912,305        | 248,597       | 15 倍市盈率          | 3,784                       | 100 | 3,784               | 365                 | 552            |
| 被投資方              | 所佔百分比          |               | 人民幣/股            |                             | 估值  |                     |                     |                |
| 總計(15%折扣)         |                |               |                  |                             | 523 |                     | 79                  | 64             |
| 2027 年預測每股淨現金(港元) |                |               |                  |                             |     |                     |                     | -8             |
| 目標價(港元)           |                |               |                  |                             |     |                     |                     | 608            |

資料來源：大華繼顯

損益表

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(人民幣百萬元) | 2025       | 2026 年預<br>測 | 2027 年預<br>測 | 2028 年預<br>測 |
|-----------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 淨營業額                        | 751,766.0  | 827,046.2    | 912,304.7    | 994,364.5    |
| 息稅折舊攤銷前利潤                   | 258,027.0  | 283,348.4    | 301,362.9    | 335,827.8    |
| 折舊及攤銷                       | 16,465.0   | 16,450.0     | 17,050.0     | 17,650.0     |
| 息稅前利潤                       | 241,562.0  | 266,898.4    | 284,312.9    | 318,177.8    |
| 總其他非經營收入                    | 27,077.0   | 17,267.0     | 18,993.7     | 20,893.1     |
| 聯營公司貢獻                      | 23,740.0   | 2,027.0      | 6,917.0      | 6,917.0      |
| 淨利息收入／(支出)                  | (15,130.0) | (12,196.8)   | (12,196.8)   | (12,196.8)   |
| 除稅前溢利                       | 277,249.0  | 273,995.6    | 298,026.8    | 333,791.1    |
| 稅項                          | (47,448.0) | (49,946.5)   | (54,240.9)   | (66,758.2)   |
| 少數股東                        | (4,959.0)  | (3,254.0)    | (3,254.0)    | (3,254.0)    |
| 純利                          | 224,842.0  | 220,795.1    | 240,531.9    | 263,778.9    |
| 純利（經調整）                     | 259,626.0  | 260,032.2    | 284,280.1    | 310,809.4    |

現金流量

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(人民幣百萬元) | 2025        | 2026 年預<br>測 | 2027 年預<br>測 | 2028 年預<br>測 |
|-----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 經營                          | 303,052.0   | 260,255.3    | 279,881.7    | 285,039.6    |
| 年度溢利                        | 277,249.0   | 273,995.6    | 298,026.8    | 333,791.1    |
| 稅項                          | (47,448.0)  | (49,946.5)   | (54,240.9)   | (66,758.2)   |
| 折舊及攤銷                       | 16,465.0    | 16,450.0     | 17,050.0     | 17,650.0     |
| 聯營公司                        | (23,740.0)  | (2,027.0)    | (6,917.0)    | (6,917.0)    |
| 營運資金變動                      | (17,182.0)  | 35,207.0     | 34,496.6     | 15,807.5     |
| 非現金項目                       | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 其他經營現金流量                    | 97,708.0    | (13,423.8)   | (8,533.8)    | (8,533.8)    |
| 投資                          | (83,762.0)  | (193,548.9)  | (316,480.5)  | (306,367.6)  |
| 資本支出(增長)                    | (79,198.0)  | (181,950.2)  | (200,707.0)  | (178,985.6)  |
| 投資                          | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 其他                          | (4,564.0)   | (11,598.8)   | (115,773.5)  | (127,382.0)  |
| 融資                          | (136,165.0) | (33,779.4)   | (35,003.7)   | (39,564.5)   |
| 支付股息                        | (43,580.2)  | (50,748.2)   | (50,885.1)   | (55,630.1)   |
| 借款所得款項                      | 15,130.0    | 12,196.8     | 12,196.8     | 12,196.8     |
| 償還貸款                        | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 其他／已付利息                     | (107,714.8) | 4,772.0      | 3,684.6      | 3,868.8      |
| 現金流入（流出）淨額                  | 83,125.0    | 32,927.0     | (71,602.5)   | (60,892.5)   |
| 年初現金及現金等價物                  | 132,519.0   | 214,001.0    | 246,928.0    | 175,325.5    |
| 匯兌影響導致的變動                   | (1,643.0)   | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 年末現金及現金等價物                  | 214,001.0   | 246,928.0    | 175,325.5    | 114,433.0    |

資產負債表

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(人民幣百萬元) | 2025        | 2026 年預<br>測 | 2027 年預<br>測 | 2028 年預<br>測 |
|-----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 固定資產                        | 176,942.0   | 223,722.0    | 414,376.0    | 582,808.6    |
| 其他長期資產                      | 1,266,584.0 | 1,272,248.0  | 1,381,024.7  | 1,501,309.8  |
| 現金/短期投資                     | 384,819.0   | 428,934.0    | 175,325.5    | 114,433.0    |
| 其他流動資產                      | 210,641.0   | 234,490.0    | 257,557.2    | 282,676.3    |
| 資產總額                        | 2,038,986.0 | 2,159,394.0  | 2,228,283.4  | 2,481,227.8  |
| 短期債務                        | 42,618.0    | 86,292.0     | 86,292.0     | 86,292.0     |
| 其他流動負債                      | 370,133.0   | 429,189.0    | 231,861.8    | 272,788.4    |
| 長期債務                        | 208,369.0   | 212,650.0    | 212,650.0    | 212,650.0    |
| 其他長期負債                      | 176,801.0   | 208,750.0    | 208,750.0    | 208,750.0    |
| 股東權益                        | 1,154,152.0 | 1,135,853.0  | 1,402,069.6  | 1,614,087.2  |
| 少數股東權益                      | 86,913.0    | 86,660.0     | 86,660.0     | 86,660.0     |
| 負債及權益總額                     | 2,038,986.0 | 2,159,394.0  | 2,228,283.4  | 2,481,227.6  |

關鍵指標

| 截至 12 月 31 日止年度<br>(%) | 2025   | 2026 年預<br>測 | 2027 年預<br>測 | 2028 年預<br>測 |
|------------------------|--------|--------------|--------------|--------------|
| 盈利能力                   |        |              |              |              |
| 息稅折舊攤銷前利潤率             | 34.3   | 34.3         | 33.0         | 33.8         |
| 稅前利潤率                  | 36.9   | 33.1         | 32.7         | 33.6         |
| 純利率                    | 29.9   | 26.7         | 26.4         | 26.5         |
| 資產回報率                  | 11.8   | 10.5         | 11.0         | 11.2         |
| 股本回報率                  | 21.1   | 19.3         | 19.0         | 17.5         |
| 增長                     |        |              |              |              |
| 營業額                    | 13.9   | 10.0         | 10.3         | 9.0          |
| 息稅折舊攤銷前利潤              | 16.5   | 9.8          | 6.4          | 11.4         |
| 除稅前溢利                  | 14.8   | (1.2)        | 8.8          | 12.0         |
| 純利                     | 15.9   | (1.8)        | 8.9          | 9.7          |
| 純利（經調整）                | 16.6   | 0.2          | 9.3          | 9.3          |
| 每股收益                   | 18.7   | 2.3          | 9.1          | 9.1          |
| 槓桿比率                   |        |              |              |              |
| 債務佔總資本比率               | 16.8   | 19.6         | 16.7         | 14.9         |
| 債務權益比率                 | 21.7   | 26.3         | 21.3         | 18.5         |
| 債務／（現金）淨額與權益           | (11.6) | (11.4)       | 8.8          | 11.4         |



富士康工業互聯網(601138 CH)

從 2026 年第 2 季度業績解讀鴻海精密業績電話會議

重點

- 展望保持穩健，主要受惠於持續的 AI 基礎設施投資，以及資訊及通訊科技和消費電子產品的季節性反彈所帶動。
- Vera Rubin 及矽光子學共封裝光學(CPO)交換機預計將於 2026 年第 3 季度開始啟用，而近期供應鏈的主要瓶頸為晶片供應及先進封裝產能。

分析

- 雲端業務指引在 2026 年餘下時間保持強勁，預計 2026 年第 3 季的人工智能機櫃出貨量將按季錄得高雙位數增長，並在 2026 年全年錄得超過一倍的增長。通用伺服器預計將於 2026 年下半年實現雙位數的按年收入增長，這得益於代理式 AI 部署對中央處理器(CPU)需求的不斷增強。
- Vera Rubin 於 2026 年第 3 季量產的進度符合預期，首批出貨將於 2026 年第 4 季開始，並在 2027 年全年逐步擴大規模，作為核心增長引擎。管理層目標是取得 50% 的市佔率，而近期供應鏈的主要瓶頸是晶片供應及台積電 CoWoS 先進封裝產能。 Grace Blackwell 平台的持續需求在短期內依然強勁，並應持續至 2027 年，以銜接 Vera Rubin 的增長。
- 用於橫向擴展應用的共封裝光學(CPO)交換機已開始出貨，而縱向擴展部署則預計於未來推出。矽光子學共封裝光學(CPO)交換器預計將於 2026 年第 3 季進入量產，全年出貨量預計將達到 10,000 台，並使高速網路收入（800G+交換器）在 2026 年實現按年翻倍增長。
- 預期寄售採購模式的採用增加將緩解毛利率壓力。儘管 ASIC 伺服器項目大多以寄售為基礎，但去年僅佔伺服器總收入的 10%。管理層積極致力於擴展 GPU 伺服器上的寄售結構，並以中期內在 ASIC 專案中取得逾 40% 的市佔率為目標，預期 ASIC 伺服器在 30 年前將佔 AI 伺服器總出貨量的 40%，而目前為 28%。
- 受季節性因素及產品價格上漲所帶動，智能消費電子產品預期將於 2026 年第 3 季度錄得按年及按季穩健的收益增長。

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                    | 609,135 | 902,887 | 1,534,532 | 2,038,466 | 2,272,045 |
| 息稅折舊攤銷前利潤               | 33,432  | 52,470  | 79,994    | 95,972    | 102,191   |
| 經營利潤                    | 26,836  | 44,001  | 71,543    | 86,886    | 92,303    |
| 純利（報告 / 實際）             | 23,216  | 35,286  | 61,151    | 75,057    | 80,223    |
| 純利（經調整）                 | 23,414  | 34,001  | 61,151    | 75,057    | 80,223    |
| 每股收益（分）                 | 117.8   | 171.2   | 307.9     | 378.0     | 404.0     |
| 市盈率（倍）                  | 55.7    | 38.3    | 20.8      | 16.9      | 15.8      |
| 市淨率（倍）                  | 8.5     | 7.8     | 6.1       | 5.1       | 4.4       |
| 企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）       | 42.9    | 27.3    | 17.4      | 14.5      | 13.6      |
| 股息收益率(%)                | 1.0     | 1.5     | 2.7       | 3.3       | 3.5       |
| 純利率(%)                  | 4.4     | 3.8     | 3.9       | 4.0       | 3.7       |
| 債務／（現金）淨額與權益(%)         | (23.9)  | (3.5)   | 9.0       | (2.2)     | (8.1)     |
| 利息保障倍數（倍）               | 51.0    | (31.4)  | (22.4)    | (27.8)    | (32.7)    |
| 股本回報率(%)                | 15.9    | 22.1    | 32.6      | 32.8      | 29.8      |
| 市場預期純利                  | -       | -       | 60,748    | 81,629    | 104,502   |
| 大華繼續／市場預期（倍）            | -       | -       | 1.01      | 0.92      | 0.77      |

來源：FII、彭博、大華繼續

分析師

任仲民

johnny.yum@uobkh.com  
+852 2235 6760

李墨菲

murphy.li@uobkh.com  
+852 2826 4867

買入(維持)

股價目標價上行 人民幣 65.60 人民幣  
空間 89.50 +35.59%

股票數據

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| 行業                | EMS/ODM   |
| 股份代號              | 601138 CH |
| 已發行股份（百萬股）        | 19,859    |
| 市值(人民幣百萬)         | 1,310,923 |
| 市值(百萬美元)          | 184,637   |
| 3 個月平均每日成交額（百萬美元） | 1,548.6   |

價格表現(%)

| 52 週高位/低位 |      | 人民幣 84.95 元/人民幣 35.10 元 |      |      |
|-----------|------|-------------------------|------|------|
| 1 個月      | 3 個月 | 6 個月                    | 1 年  | 年初至今 |
| (0.4)     | 0.3  | 19.6                    | 81.6 | 6.4  |

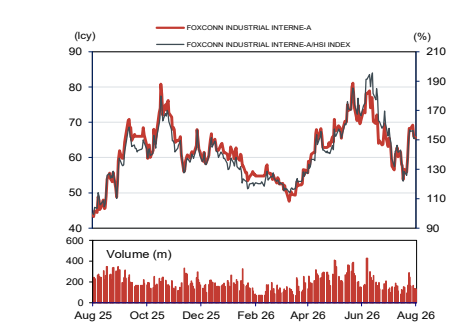
主要股東(%)

|             |       |
|-------------|-------|
| 富泰華工業（深圳）深圳 | 21.99 |
|-------------|-------|

資產負債表指標

|                    |       |
|--------------------|-------|
| 2026 財年每股資產淨值（人民幣） | 10.21 |
| 2026 財年淨債項/每股(人民幣) | 0.95  |

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

富士康工業互聯網是一家通訊網絡設備開發公司。其開發及銷售網絡交換器、路由器、無線裝置、網絡伺服器、機頂盒、智能家居閘道器及其他產品。該公司亦製造儲存設備。



---

## 估值/建議

- 維持「買入」評級，目標價為人民幣 89.50 元，乃基於 2027 年預測市盈率 23.7 倍，較歷史平均值高出 2 個標準差。

## 盈利預測調整/風險

- 無。

## 股價催化劑

- 無。
-

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                    | 902,887 |           |           |           |
|                         |         | 1,534,532 | 2,038,466 | 2,272,045 |
| 息稅折舊攤銷前利潤               | 52,470  | 79,994    | 95,972    | 102,191   |
| 折舊及攤銷                   | (8,469) | (8,451)   | (9,087)   | (9,888)   |
| 息稅前利潤                   | 44,001  | 71,543    | 86,886    | 92,303    |
| 其他非經營收益總額               | (1,285) | -         | -         | -         |
| 聯營公司貢獻                  | -       | -         | -         | -         |
| 淨利息收入／（支出）              | (1,673) | (3,564)   | (3,448)   | (3,122)   |
| 除稅前溢利                   | 41,042  | 67,980    | 83,438    | 89,182    |
| 稅項                      | (5,713) | (6,798)   | (8,344)   | (8,918)   |
| 少數股東                    | (44)    | (31)      | (38)      | (40)      |
| 純利                      | 35,286  | 61,151    | 75,057    | 80,223    |
| 純利（經調整）                 | 34,001  | 61,151    | 75,057    | 80,223    |

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  |
|-------------------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 經營                      | 5,238    | 21,160    | 68,930    | 69,694    |
| 除稅前溢利                   | 41,042   | 67,980    | 83,438    | 89,182    |
| 稅項                      | (5,713)  | (6,798)   | (8,344)   | (8,918)   |
| 折舊及攤銷                   | 8,469    | 8,451     | 9,087     | 9,888     |
| 聯營公司                    | -        | -         | -         | -         |
| 營運資金變動                  | (43,942) | (72,617)  | (18,699)  | (23,579)  |
| 非現金項目                   | 5,381    | 24,145    | 3,448     | 3,122     |
| 其他經營現金流量                | 2,584    | 20,581    | -         | -         |
| 投資                      | (29,746) | (7,522)   | (7,432)   | (7,432)   |
| 資本支出(增長)                | (17,230) | (7,522)   | (7,432)   | (7,432)   |
| 投資                      | (13,456) | -         | -         | -         |
| 出售資產所得款項                | 785      | -         | -         | -         |
| 其他                      | 155      | -         | -         | -         |
| 融資                      | 47,397   | (23,015)  | (37,157)  | (44,496)  |
| 支付股息                    | (16,740) | (23,015)  | (37,157)  | (44,496)  |
| 股份發行                    | -        | -         | -         | -         |
| 借款所得款項                  | 106,204  | 135,000   | 135,000   | 135,000   |
| 償還貸款                    | (39,780) | (135,000) | (135,000) | (135,000) |
| 其他／已付利息                 | (2,287)  | -         | -         | -         |
| 現金流入（流出）淨額              | 22,888   | (9,376)   | 24,342    | 17,767    |
| 期初現金及現金等價物              | 72,311   | 94,759    | 85,383    | 109,725   |
| 匯兌影響導致的變動               | (440)    | -         | -         | -         |
| 期末現金及現金等價物              | 94,759   | 85,383    | 109,725   | 127,491   |

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                    | 24,037  | 24,558   | 24,538   | 23,977   |
| 其他長期資產                  | 29,393  | 22,628   | 20,993   | 19,097   |
| 現金/短期投資                 | 94,759  | 85,383   | 109,725  | 127,491  |
| 其他流動資產                  | 308,034 | 525,270  | 545,208  | 642,552  |
| 資產總額                    | 456,224 | 657,839  | 700,464  | 813,118  |
| 短期債務                    | 104,229 | 104,229  | 104,229  | 104,229  |
| 其他流動負債                  | 176,170 | 336,054  | 337,293  | 411,059  |
| 長期債務                    | 4       | 4        | 4        | 4        |
| 其他長期負債                  | 8,707   | 8,707    | 8,707    | 8,707    |
| 股東權益                    | 166,778 | 208,478  | 249,826  | 288,676  |
| 少數股東權益                  | 336     | 367      | 404      | 444      |
| 負債及權益總額                 | 456,224 | 657,839  | 700,464  | 813,118  |

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         | 7.0    | 6.0      | 5.4      | 5.1      |
| 稅前利潤率              | 4.5    | 4.4      | 4.1      | 3.9      |
| 純利率                | 3.9    | 4.0      | 3.7      | 3.5      |
| 資產回報率              | 9.1    | 11.0     | 11.1     | 10.6     |
| 股本回報率              | 22.1   | 32.6     | 32.8     | 29.8     |
| 增長(按年%)            |        |          |          |          |
| 營業額                | 48.2   | 70.0     | 32.8     | 11.5     |
| 息稅折舊攤銷前利潤          | 42.1   | 46.7     | 18.2     | 6.2      |
| 除稅前溢利              | 58.0   | 65.6     | 22.7     | 6.9      |
| 純利                 | 52.0   | 73.3     | 22.7     | 6.9      |
| 純利（經調整）            | 45.2   | 79.9     | 22.7     | 6.9      |
| 每股收益               | 52.1   | 73.3     | 22.7     | 6.9      |
| 槓桿比率               |        |          |          |          |
| 債務佔總資本比率           | 1.2    | 0.9      | 0.8      | 0.7      |
| 債務權益比率             | 3.4    | 2.7      | 2.2      | 1.9      |
| 債務／（現金）淨額與權益       | (3.5)  | 9.0      | (2.2)    | (8.1)    |
| 利息保障倍數（倍）          | (31.4) | (22.4)   | (27.8)   | (32.7)   |

### 技術分析



分析師

大中華研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢, 特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

#### 華潤置地(1109 HK)

|       |                    |
|-------|--------------------|
| 最後報價: | 港幣 35 元            |
| 支持位:  | 港幣 32.50 元/港幣      |
| 阻力位:  | 32.04 元            |
|       | 港幣 37.56 元/港幣 41 元 |

#### 技術觀點:

價格走勢繼續維持在其阻力轉支撐位之上, 並在三角形形態內盤整。技術動量指標有利於上升空間持續, 因相對強弱指數仍高於其中性 50 中線並呈上升趨勢。這暗示著高機率的看漲突破, 預計一旦該形態的上方趨勢線被明確突破, 價格將向上延伸至上方阻力區。

平均時限: 約兩週。



#### 銀河娛樂集團(0027 HK)

|       |               |
|-------|---------------|
| 最後報價: | 港幣 34.20 元    |
| 支持位:  | 港幣 32.32 元/港幣 |
| 阻力位:  | 31.66 元       |
|       | 港幣 37.06 元/港幣 |
|       | 38.30 元       |

#### 技術觀點:

價格走勢在成功重新測試其阻力轉支撐區域後, 已從看漲旗形模式中實現決定性突破。RSI 維持在 50 中線的上方, 並繼續呈上升趨勢。這預示著價格將進一步上漲, 邁向更高的上方目標, 前提是旗形突破水平仍獲守穩。

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."