

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)	52146.4	(0.8)	(0.9)	1.3	8.5
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7457.7	(1.0)	(1.6)	0.5	8.9
富時 100 指數(FTSE 100)	10600.4	0.3	1.0	0.9	6.7
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	8978.8	(0.6)	(0.3)	(2.3)	(0.4)
滬深 300 指數(CSI 300)	4529.1	(3.6)	(5.3)	(8.2)	(2.2)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5509.4	(0.5)	0.7	6.4	18.6
恒生中國企業指數(HSCEI)	8136.7	(2.2)	1.2	(0.1)	(8.7)
恒生指數(HSI)	24562.2	(1.8)	1.6	1.0	(4.2)
雅達達綜合指數(JCI)	6175.5	1.1	4.2	(0.7)	(28.6)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1731.5	0.5	2.4	1.3	3.1
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6820.6	0.0	(8.8)	(23.1)	61.8
日經 225 指數(Nikkei 225)	64141.1	(4.0)	(6.4)	(8.2)	27.4
泰國證券交易所指數(SET)	1639.0	0.2	1.1	3.3	30.1
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	42671.3	(6.5)	(5.9)	(7.0)	47.3
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2752.0	(3.1)	(6.5)	3.7	46.6
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4492.5	0.0	0.3	0.5	14.2
布蘭特原油(美元/桶)	88.1	4.6	15.9	10.7	44.8

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	結束
與 ASL Marine Holdings Ltd (ASL SP)舉行虛擬業績發佈會	新加坡	7月21日	7月21日

企業及宏觀行事曆

經濟指標/事件	國家/地區	日期
六月綜合消費物價指數	香港	7月21日
六月工業利潤	中國	7月27日
六月貿易差額、出口、進口	香港	7月27日
7月PMI (綜合、製造業、非製造業)	中國	7月31日
第二季A本地生產總值(經季節性調整按季, 按年)	香港	7月31日
六月貨幣供應(M1, M2, M3)	香港	7月31日

請點擊頁碼以移至相關頁面

重點要聞

公司更新 | 安踏體育 (2020 HK/買入/港幣 74.15 元/目標價:港幣 107.90 元)

第 2 頁

於 2026 年第 2 季, 安踏品牌及 Fila 的零售銷售勢頭均有所放緩, 壓力尤其持續存在於線下渠道。於 2026 年上半年, 集團的零售銷售額領先全年指引。展望 2026 年下半年, 管理層維持審慎看法。儘管 2026 年第 3 季存在利好因素, 包括基數較低及中秋節落在該季度內, 但消費需求疲軟和不利天氣很可能成為搖擺因素。維持「買入」評級; 目標價: 港幣 107.90 元。

公司更新 | 龍湖集團 (960 HK/買入/港幣 6.67 元/目標價: 港幣 10.12 元)

第 5 頁

我們對龍湖進行了渠道調查, 預計其 2026 年上半年業績大致收支平衡。經常性收入預計按年增長約 3%, 主要受商場帶動(租金按年增長 9%, 租戶銷售額按年增長 16%), 而物業開發毛利率可能擴大至約 10%虧損(2025 年: -6.9%)。債務削減進展順利, 同時 2026 年到期的人民幣 72.0 億元債務中已有人民幣 26.0 億元獲償還。維持「買入」評級; 因物業開發賬面值較低, 將目標價下調至港幣 10.12 元。預期 2026 年下半年將面臨更大的利潤壓力。

公司更新 | 特步國際控股 (1368 HK/買入/港幣 3.69 元/目標價:港幣 5.60 元)

第 8 頁

於 2026 年第 2 季, 特步核心品牌的零售銷量錄得下跌, 而 Saucony 的銷量因策略調整而顯著放緩, 導致該兩個品牌於 2026 年上半年的零售銷量分別錄得低單位數跌幅及低雙位數增長。儘管管理層仍維持其全年指引, 即核心特步品牌收入錄得正增長, 而 Saucony 品牌收入增長 20-30%, 但其表示 2026 年上半年收入預計將與零售銷量趨勢一致。維持「買入」評級; 將目標價下調 19%至港幣 5.60 元。

技術分析

恒生指數及恒生科技指數展望

第 11 頁

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」評級相反的技术建議。

安踏體育 (2020 HK)

2026 年上半年零售銷售領先全年指引；2026 年下半年展望保守；2026 年第 3 季存在利好因素，惟天氣可能成為搖擺因素

重點

- 於 2026 年第 2 季度，安踏品牌及 Fila 的零售銷售勢頭均較 2026 年第 1 季度放緩，壓力尤其持續存在於線下渠道，而增長則主要由線上渠道帶動。就 2026 年上半年而言，安踏品牌的表現領先全年指引，而 Fila 則符合指引，所有其他品牌保持強勁，超越指引。
- 展望 2026 年下半年，管理層維持審慎看法。儘管 2026 年第 3 季存在利好因素，包括基數較低及中秋節落在該季度，但消費需求疲軟及惡劣天氣可能成為搖擺因素，而暖冬則可能對 2026 年第 4 季的冬季產品銷售構成風險。管理層仍對達成其全年零售銷售指引充滿信心。
- 維持「買入」評級，並將目標價上調 8% 至港幣 107.90 元。

分析

- 安踏品牌 2026 年第 2 季零售銷售符合預期；2026 年上半年業績領先全年指引。於 2026 年第 2 季，安踏品牌錄得低單位數零售銷售增長（而 2026 年第 1 季則為高單位數增長）。按渠道劃分，安踏主品牌及安踏兒童均經歷線下銷售額下跌，而強勁的「618」表現則帶動線上實現低雙位數增長，反映線上業務調整的初步成果。於 2026 年上半年，安踏品牌錄得中單位數增長，領先其全年低單位數增長的指引，其中安踏主品牌及安踏兒童的線下業務均錄得低單位數增長，而線上業務則錄得低雙位數增長。
- Fila 於 2026 年上半年之表現符合全年指引。於 2026 年第 2 季，Fila 錄得低單位數零售銷售增長（相較於 2026 年第 1 季的低雙位數增長）。線下渠道方面，Fila Core 及 Fila Kids 錄得跌幅，而 Fila Fusion 則錄得中單位數增長，此乃受惠於四月至五月惡劣天氣下戶外產品組合佔比提高所致。就線上渠道而言，強勁的「618」購物節使 Fila 在天貓和抖音上再次榮登其類別榜首，實現低雙位數增長，折扣水平略有改善。就 2026 年上半年而言，Fila 實現中單位數增長，符合其全年指引。

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	70,826	80,219	87,173	93,779	100,978
息稅折舊攤銷前利潤	22,066	25,426	26,354	27,905	29,347
經營利潤	16,595	19,091	20,345	21,971	23,588
純利（報告 / 實際）	15,596	13,587	14,422	15,401	16,678
純利（經調整）	11,927	13,587	14,422	15,401	16,678
每股收益（分）	413.7	480.0	517.0	552.1	597.9
市盈率（倍）	15.5	13.4	12.4	11.6	10.7
市淨率（倍）	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤（倍）	8.8	7.8	7.7	7.0	6.3
股息收益率（%）	3.4	3.5	3.7	3.9	4.3
純利率（%）	16.8	16.9	16.5	16.4	16.5
債務 /（現金）淨額與權益（%）	(51.0)	(45.5)	(37.2)	(44.2)	(50.0)
利息保障倍數（倍）	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
股本回報率（%）	21.1	21.3	20.7	19.7	19.2
市場預期純利	-	-	14,379.1	16,090.5	18,201.7
大華繼顯 / 市場預期（倍）	-	-	1.00	0.96	0.92

資料來源：安踏體育、彭博、大華繼顯

買入（維持）

股價	港幣 74.15 元
目標價	港幣 107.90 元
上升空間	+45.5%
早前目標價	港幣 99.70 元

分析師

郭一辰

stella.guo@uobkh.com

852-2236 6798

邱一展

hejann@uobkh.com

+603 2147 1995

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號:	2020 HK
已發行股份(百萬股):	2,796.7
市值(百萬港元):	207,371.8
市值(百萬美元):	26,449.1
三個月日均成交額(百萬美元):	72.0

價格表現(%)

52 週高位/低位		港幣 106.30 元/港幣 66.85 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
1.2	(11.9)	(8.6)	(19.3)	(7.9)

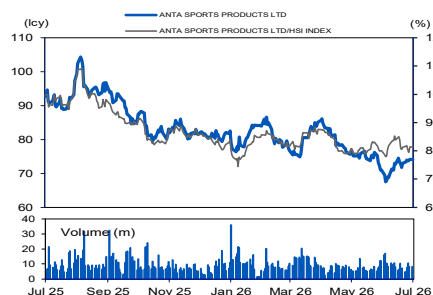
主要股東

主要股東	%
安踏國際集團控股有限公司	53.17

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	26.45
2026 財年每股淨現金(人民幣)	10.33

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

安踏體育是中國領先的運動服飾公司。該公司有三個品牌集團：專業運動品牌、時尚運動品牌及戶外運動品牌。安踏體育透過擁有一個涵蓋安踏、Fila、Descente、Kolon Sport 及 Maia Active 等品牌的全面品牌組合，旨在釋放大眾及高端運動服飾市場的潛力。該公司亦持有 Amer Sports 的 43.33% 股權，Amer Sports 是一家全球性的標誌性運動及戶外品牌集團，旗下品牌包括始祖鳥(Arc'teryx)、薩洛蒙(Salomon)、威爾遜(Wilson)、Peak Performance 及 Atomic。

- 所有其他品牌均維持強勁增長勢頭。於 2026 年第 2 季，所有其他品牌（不包括 Jack Wolfskin）錄得 25-30% 的增長，其中 Descente/Kolon/Maia Active 分別錄得約 20%/超過 40%/超過 25% 的增長。就 2026 年上半年而言，該分部錄得 35-40% 的增長，高於其全年超過 20% 增長的指引。

就 Jack Wolfskin 而言，管理層指出，其在中國的改革進展超出預期，新的形象店和產品發佈定於 10 月初舉行，而歐洲地區則符合預期。Jack Wolfskin 預計於 2026 年錄得與去年相若的虧損（反映虧損收窄趨勢，因去年業績僅合併七個月）。管理層的目標是中國業務於 2026 年轉虧為盈，而全球業務預期將自 2027 年起錄得盈利。

- 存貨及折扣維持良好水平。截至 2026 年第 2 季末，安踏品牌庫存為 5 個月，按年持平，線下折扣為七二折，按年大致持平，而線上折扣約為五折，由於「618」期間延長，按年加深 2 個百分點。Fila 的庫存低於五個月，按年改善 0.3 個月，線下折扣為七三折，按年加深 1 個百分點，而線上折扣約為六折，按年持平。其他品牌維持庫存水平低於 4 個月，而各渠道折扣則低於九折。
- 2026 年下半年展望保守；2026 年第 3 季將有利好因素，但天氣及消費者信心可能成為搖擺因素；管理層對實現全年指引充滿信心。展望 2026 年下半年，管理層維持審慎看法。儘管 2026 年第 3 季存在利好因素，包括基數較低（安踏品牌和 Fila 在 2025 年第 3 季均僅錄得低單位數增長）以及中秋節（9 月 25 日至 27 日）落在該季度內，但消費需求疲軟和不利天氣可能成為搖擺因素，而潛在的暖冬則對 2026 年第 4 季的冬季產品銷售構成風險。管理層對實現其全年零售銷售指引仍充滿信心，即安踏品牌錄得低單位數增長、Fila 錄得中單位數增長，以及其他品牌錄得逾 20% 增長，我們認為該指引屬保守。

零售銷售增長率（按年）

	安踏	斐樂	其他品牌
2022 年第 1 季度	(+) 十位數高段	(+) 中單位數	(+) 40-45%
2022 年第 2 季度	(-) 中單位數	(-) 高單位數	(+) 20-25%
2022 年第 3 季度	(+) 中單位數	(+) 低雙位數	(+) 40-45%
2022 年第 4 季	(-) 高單位數	(-) 低雙位數	(+) 低雙位數
2023 年第 1 季度	(+) 中單位數	(+) 高單位數	(+) 75-80%
2023 年第 2 季度	(+) 高單位數	(+) 十位數高段	(+) 70-75%
2023 年第 3 季	(+) 高單位數	(+) 低雙位數	(+) 45-50%
2023 年第 4 季	(+) 十位數高段	(+) 25-30%	(+) 55-60%
2024 年第 1 季	(+) 中單位數	(+) 高單位數	(+) 25-30%
2024 年第 2 季度	(+) 高單位數	(+) 中單位數	(+) 40-45%
2024 年第 3 季	(+) 中單位數	(-) 低單位數	(+) 45-50%
2024 年第 4 季度	(+) 高單位數	(+) 高單位數	(+) 50-55%
2025 年第 1 季度	(+) 高單位數	(+) 高單位數	(+) 65-70%
2025 年第 2 季度	(+) 低單位數	(+) 中單位數	(+) 50-55%
2025 年第 3 季	(+) 低單位數	(+) 低單位數	(+) 45-50%
2025 年第 4 季	(-) 低單位數	(+) 中單位數	(+) 35-40%
2026 年第 1 季度	(+) 高單位數	(+) 低雙位數	(+) 40-45%
2026 年第 2 季度	(+) 低單位數	(+) 低單位數	(+) 25-30%

來源：安踏體育、大華繼顯

盈利預測調整/風險

- 我們分別上調 2026/27 年度盈利預測 2%/4%。我們分別上調 2026/27 年度收入預測 3%/4%，以反映略為強勁的零售銷售勢頭。我們分別略微上調 2026/27 年度毛利率預估 0.1 個百分點/0.2 個百分點，以反映折扣水平控制得宜。我們將 2026/27 年度的銷售及分銷費用比率分別輕微上調 0.1 個百分點/0.1 個百分點，以反映本年度增加的廣告及促銷費用。因此，我們 2026/27 年度的盈利預測分別上調 2%/4%。

估值/建議

- 維持「買入」評級，並將目標價上調 8% 至港幣 107.90 元。我們將基於 DCF 的目標價上調 8% 至港幣 107.90 元。我們的目標價意味著 18.6 倍 2026 年預測市盈率及 17.4 倍 2027 年預測市盈率。該股票目前以 12.4 倍 2026 年預測市盈率和 11.6 倍 2027 年預測市盈率交易。

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	80,219.0	87,173.4	93,779.0	100,978.3
息稅折舊攤銷前利潤	25,426.0	26,353.6	27,905.4	29,346.7
折舊及攤銷	6,335.0	6,008.9	5,934.1	5,758.5
息稅前利潤	19,091.0	20,344.7	21,971.3	23,588.2
總其他非經營收入	0.0	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	1,203.0	1,203.0	1,263.2	1,326.3
淨利息收入/(支出)	1,151.0	1,214.5	1,073.7	1,407.9
除稅前溢利	21,445.0	22,762.2	24,308.1	26,322.4
稅項	(5,784.0)	(6,139.0)	(6,555.9)	(7,099.2)
少數股東	(2,074.0)	(2,201.3)	(2,350.8)	(2,545.6)
純利	13,587.0	14,421.9	15,401.4	16,677.7
純利(經調整)	13,587.0	14,421.9	15,401.4	16,677.7

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	20,996.0	22,352.3	23,437.6	24,694.5
除稅前溢利	21,445.0	22,762.2	24,308.1	26,322.4
稅項	(5,784.0)	(6,139.0)	(6,555.9)	(7,099.2)
折舊及攤銷	6,335.0	6,008.9	5,934.1	5,758.5
聯營公司	0.0	0.0	0.0	0.0
營運資金變動	(1,368.0)	(279.8)	(248.7)	(287.2)
非現金項目	275.0	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	(450.0)	(0.0)	0.0	0.0
投資	(7,046.0)	(18,800.0)	(6,500.0)	(6,500.0)
資本支出(增長)	(2,716.0)	(3,500.0)	(3,500.0)	(3,500.0)
投資	(2,185.0)	(17,300.0)	(5,000.0)	(5,000.0)
其他	(2,078.0)	2,000.0	2,000.0	2,000.0
融資	(13,116.0)	(15,448.4)	(12,396.8)	(11,083.8)
支付股息	(6,596.0)	(6,416.4)	(6,834.8)	(7,359.0)
借款所得款項	302.0	2,500.0	2,500.0	1,000.0
償還貸款	(1,641.0)	(11,532.0)	(8,062.0)	(4,724.8)
其他/已付利息	(5,181.0)	0.0	0.0	0.0
現金流入(流出)淨額	834.0	(11,896.1)	4,540.8	7,110.8
年初現金及現金等價物	11,390.0	12,181.0	284.9	4,825.7
受外匯影響之變動	(43.0)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	12,181.0	284.9	4,825.7	11,936.5

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	5,366.0	5,265.9	4,964.4	4,662.8
其他長期資產	59,273.0	72,164.2	73,031.6	74,074.6
現金/短期投資	12,181.0	284.9	4,825.7	11,936.5
其他流動資產	47,475.0	48,928.7	50,309.4	51,814.3
資產總額	124,295.0	126,643.7	133,131.1	142,488.2
短期債務	11,532.0	8,062.0	4,724.8	2,889.9
其他流動負債	21,826.0	22,999.9	24,131.9	25,349.5
長期債務	11,770.0	6,208.0	3,983.2	2,093.3
其他長期負債	6,762.0	6,762.0	6,762.0	6,762.0
股東權益	65,782.0	73,787.5	82,354.2	91,672.9
少數股東權益	6,623.0	8,824.3	11,175.1	13,720.7
負債及權益總額	124,295.0	126,643.7	133,131.1	142,488.2

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度(%)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
息稅折舊攤銷前利潤率	31.7	30.2	29.8	29.1
稅前利潤率	26.7	26.1	25.9	26.1
純利率	16.9	16.5	16.4	16.5
資產回報率	11.5	11.5	11.9	12.1
股本回報率	21.3	20.7	19.7	19.2
增長				
營業額	13.3	8.7	7.6	7.7
息稅折舊攤銷前利潤	15.2	3.6	5.9	5.2
除稅前溢利	(2.0)	6.1	6.8	8.3
純利	13.9	6.1	6.8	8.3
純利(經調整)	13.9	6.1	6.8	8.3
每股收益	16.0	7.7	6.8	8.3
槓桿比率				
債務佔總資本比率	27.2	16.1	9.7	5.3
債務權益比率	36.5	20.4	11.2	5.7
債務/(現金)淨額與權益	(45.5)	(37.2)	(44.2)	(50.0)

龍湖集團 (960 HK)

渠道調查結果及 2026 年上半年業績預覽

重點

- **預計 2026 年上半年純利大致收支平衡。**我們預期 2026 年上半年經常性業務收入按年增長 3% 以上，主要受商場業務帶動（租金增長約 9%，租戶銷售額增長 16%）。然而，物業開發毛利率預計將擴大至約 10% 的虧損（2025 年為 -6.9%）。
- **債務削減步入正軌。**計息債務於 2026 年上半年已下跌超過人民幣 50 億元。就 2026 年到期的人民幣 72.0 億元債務而言，人民幣 2.6 元已獲償還，而餘額亦有穩健的還款計劃。
- **維持「買入」評級，目標價因預計物業開發賬面值較低而透過分類加總估值法下調至港幣 10.12 元。**由於預訂量增加及年終去庫存，我們預期 2026 年下半年將面臨較高的利潤壓力，因此進一步將 2026/27/28 年度的盈利預測分別下調至人民幣負 30 億元、1.94 億元及 14 億元。

分析

- 我們於 7 月 16 日對龍湖集團（龍湖）進行了渠道核查。關鍵要點為：
 - 2026 年上半年物業開發(PD)的合約銷售疲弱及入賬虧損擴大。**於 2026 年上半年，合約銷售額按年下跌 52.7% 至人民幣 166.0 億元，較市場預期約 20% 的按年跌幅為弱。這主要是由於龍湖在一線城市的業務敞口較弱，以及新推項目儲備不足。我們預期 2026 年下半年的銷售將持續疲軟，將我們預測的 2026 年銷售跌幅從 -20% 下調至 -40%。物業開發的入賬毛利率預計將從 2025 年的 -6.9% 進一步下跌至 2026 年上半年約 -10%。
 - 於土地收購方面更審慎及具策略性。**於 2026 年上半年，龍湖購置了四幅土地（位於青島/無錫/大連/蘭州），總代價為人民幣 13.60 億元，相當於銷售額的 8.2%。透過收購該四幅土地，龍湖可進一步改善其在同城其他存貨的條款。我們預期此類策略性土地收購將成為主要投資重點。
 - 商場仍然表現突出。**我們預計 2026 年上半年商場租金收入將按年增長約 9%（同店租金增長按年約 +3%），租戶銷售額將按年增長約 16%（同店租戶銷售額按年約 +8%），這表明龍湖大致上正按計劃實現其 2026 年同店租金增長 5% 及租金總額增長 10% 的目標，這得益於 2025 年對九個大型商場進行的資產增值 (AEI) 升級。在各類別中，零售(包括精品超市)及餐飲表現領先，而娛樂則表現疲弱。

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	127,475	97,309	76,776	67,313	67,710
息稅折舊攤銷前利潤	12,382	1,801	2,847	5,761	6,818
經營利潤	12,198	1,649	2,694	5,609	6,665
純利 (報告/實際)	10,401	1,022	-3,083	194	1,368
純利 (經調整)	6,970	-1,700	-3,083	194	1,368
每股收益 (分)	105.5	(24.9)	(44.6)	2.7	18.6
市盈率 (倍)	5.5	不適用	不適用	212.2	30.9
市淨率 (倍)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	19.2	131.9	83.4	41.2	34.8
股息收益率 (%)	5.6	1.2	0.0	0.1	1.0
純利率 (%)	8.2	1.1	(4.0)	0.3	2.0
債務/(現金)淨額與權益 (%)	73.6	71.3	76.3	74.7	77.2
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	2.7	4.0	4.2
股本回報率 (%)	6.6	0.6	(1.9)	0.1	0.9
市場預期純利 (人民幣百萬元)	-	-	897.5	3,426.8	4,983.3
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	-3.43	0.06	0.27

來源：龍湖、彭博、大華繼顯

買入(維持)

股價	港幣 6.67 元
目標價	港幣 10.12 元
上升空間	51.7%
早前目標價	港幣 10.95 元

分析師

劉潔琦

jieqi.liu@uobkh.com

+852 2826 1392

沈宸昊

damonshen@uobkh.com

+86 21 5404 7225 分機 820

股票數據

行業	房地產
股份代號:	960 HK
已發行股份(百萬股):	7,097.4
市值(人民幣百萬元):	47,339.7
市值(百萬美元):	6,038.1
三個月日均成交額 (百萬美元):	21.0

價格表現(%)

52 週高位/低位	港幣 12.24 元/港幣 5.92 元			
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(5.0)	(19.6)	(28.7)	(33.6)	(22.1)

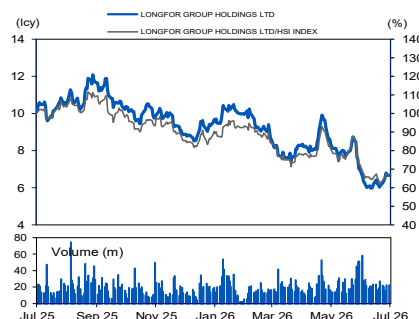
主要股東

主要股東	%
Charm Talent Inc.	43.96

主要股東

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	23.09
2026 財年每股淨負債 (人民幣)	17.61

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

龍湖集團控股為一家房地產開發公司。公司開發及銷售住宅區、辦公大樓、酒店、餐廳及其他相關物業。龍湖集團控股亦提供社區管理、園林綠化材料維護、房地產代理及其他服務。

- d) **租賃住房拖累營運業務。**我們預期資產管理（租賃住房）分部的收入將於 2026 年上半年按年下跌超過 10%，原因是龍湖正積極退出低效率、高成本的轉租項目。
- e) **物業管理(PM)重返增長領域。**在 2025 年下跌（低效率退出、交付減少、部分屋苑面臨費用壓力）後我們預期物業管理收入及利潤將回升至低單位數增長。
- f) **債務削減進展順利。**計息債務於 2026 年上半年下降超過人民幣 50 億元，融資成本降至 3.5% 以下，且隨著經營性物業貸款取代短期債券，債務期限亦有所延長。在 2026 年到期的人民幣 72.0 億元中：a) 人民幣 26.0 億元已於 2026 年上半年償還；b) 應於 2026 年 8 月到期的人民幣 11.0 億元境內債券已安排妥當；c) 中國債券保險股份有限公司（CBIC）債券中的人民幣 23.0 億元將透過經營性物業貸款再融資；及 d) 應於 2026 年 12 月到期的人民幣 12.0 億元境外貸款將由自由現金流（資本支出後的營運現金流）撥付，預計約為人民幣 10.0 億元（全年目標為人民幣 50-100 億元）。
- g) **2026 年上半年業績預覽。**我們預期總收入按年下跌逾 30%，主要受較弱的 PD 收入拖累。綜合商場、租賃住房及物業管理業務的表現後，經常性業務收入預計增長超過 3%。我們預測 2026 年上半年核心溢利將達致收支平衡水平，而物業開發盈利的下降將大致被具韌性的經常性收入所抵銷。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026/27/28 年度核心純利預測分別從人民幣負 15 億元 / 正 48 億元 / 正 52 億元下調至人民幣負 30 億元 / 1.94 億元 / 14 億元，原因為我們將物業開發毛利率預測從先前的 -10%/-6%/-3% 下調至 -12%/-10%/-8%。

估值/建議

- **維持「買入」評級，目標價下調至港幣 10.12 元。**我們將經常性收益的目標市盈率維持在 7.0 倍，並將物業開發業務的目標市帳率維持在 0.1 倍。由於物業開發業務的市帳率較低，我們將分類加總估值法推導的目標價下調 7.6% 至港幣 10.12 元。維持「買入」評級。
- **預計 2026 年下半年物業開發利潤率壓力將會更大。**雖然我們預期 2026 年上半年純利大致收支平衡，但由於預訂量增加及年終去庫存，我們預計 2026 年下半年開發物業利潤將面臨更大壓力。我們維持龍湖將於 2027 年恢復盈利能力的預期，但我們現在對反彈的力度更為謹慎。

股價催化劑

- a) 二線城市房地產市場復甦強於預期。

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	97,308.6	76,776.3	67,312.5	67,710.1
息稅折舊攤銷前利潤	1,801.3	2,846.7	5,761.4	6,817.7
折舊及攤銷	152.6	152.6	152.6	152.6
息稅前利潤	1,648.6	2,694.1	5,608.7	6,665.1
總其他非經營收入	4,517.1	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	(1,237.8)	(1,114.0)	(1,002.6)	(902.3)
淨利息收入／(支出)	310.1	(1,046.1)	(1,444.8)	(1,623.2)
除稅前溢利	5,238.1	534.0	3,161.3	4,139.6
稅項	(4,190.5)	(3,000.0)	(3,000.0)	(3,000.0)
少數股東	(25.7)	(616.5)	32.3	227.9
純利	1,021.8	(3,082.6)	193.6	1,367.5
純利(經調整)	(1,700.0)	(3,082.6)	193.6	1,367.5

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	21,876.3	10,610.0	9,453.4	9,453.8
年度溢利	5,238.1	534.0	3,161.3	4,139.6
稅項	(4,190.5)	(3,000.0)	(3,000.0)	(3,000.0)
折舊及攤銷	152.6	152.6	152.6	152.6
聯營公司	1,237.8	1,114.0	1,002.6	902.3
營運資金變動	22,690.0	11,250.1	9,976.2	9,277.0
非現金項目	(4,699.1)	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	1,447.5	559.3	(1,839.4)	(2,017.7)
投資	(9,189.0)	(12,495.0)	(5,883.0)	(5,840.0)
資本支出(增長)	105.1	0.0	0.0	0.0
投資	29,538.6	28,424.6	27,422.0	26,519.7
其他	(40,565.3)	(40,919.6)	(33,305.0)	(32,359.7)
融資	(33,276.9)	(8,127.7)	(8,034.7)	(15,010.3)
支付股息	(677.6)	(492.9)	0.0	(62.0)
借款所得款項	(26,497.7)	(2,832.5)	(3,436.3)	(9,904.0)
償還貸款	(5,574.1)	(4,802.3)	(4,598.4)	(5,044.3)
其他/已付利息	(527.6)	0.0	0.0	0.0
現金流入(流出)淨額	(20,589.6)	(10,012.7)	(4,464.3)	(11,396.4)
年初現金及現金等價物	47,951.6	27,361.9	17,349.3	12,884.8
受外匯影響之變動	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	27,361.9	17,349.2	12,885.0	1,488.3

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	225,827.1	239,543.6	248,891.0	258,238.4
其他長期資產	53,553.1	52,439.1	51,436.6	50,534.2
現金/短期投資	27,361.9	17,349.3	12,884.8	1,488.1
其他流動資產	289,120.2	273,931.6	265,081.9	253,412.1
資產總額	595,862.4	583,263.7	578,294.2	563,672.8
短期債務	15,794.7	15,320.9	14,554.8	13,827.1
其他流動負債	170,914.4	165,366.0	167,708.4	159,425.7
長期債務	127,694.2	123,863.4	117,670.2	111,786.7
其他長期負債	44,456.4	44,176.8	43,724.8	43,295.4
股東權益	162,809.9	159,727.3	159,858.9	160,788.8
少數股東權益	74,192.7	74,809.2	74,776.9	74,549.0
負債及權益總額	595,862.4	583,263.7	578,294.2	563,672.8

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	1.9	3.7	8.6	10.1
稅前利潤率	5.4	0.7	4.7	6.1
純利率	1.1	(4.0)	0.3	2.0
資產回報率	0.2	(0.5)	0.0	0.2
股本回報率	0.6	(1.9)	0.1	0.9
增長				
營業額	(23.7)	(21.1)	(12.3)	0.6
息稅折舊攤銷前利潤	(85.5)	58.0	102.4	18.3
除稅前溢利	(72.0)	(89.8)	492.1	30.9
純利	(90.2)	不適用	不適用	606.4
純利(經調整)	不適用	不適用	不適用	606.4
每股收益	不適用	不適用	不適用	585.8
槓桿比率				
債務佔總資本比率	37.7	37.2	36.0	34.8
債務權益比率	88.1	87.1	82.7	78.1
債務／(現金)淨額與權益	71.3	76.3	74.7	77.2
利息保障倍數(倍)	不適用	2.7	4.0	4.2

特步國際控股 (1368 HK)

特步主品牌於 2026 年第 2 季銷量轉負，而 Saucony 的銷量顯著放緩；預期 2026 年上半年收入將反映銷量趨勢

重點

- 於 2026 年第 2 季，特步核心品牌的零售銷量錄得下跌，而 Saucony 的銷量因策略調整而顯著放緩，導致該兩個品牌於 2026 年上半年的零售銷量分別錄得低單位數跌幅及低雙位數增長。
- 儘管管理層仍維持其全年收入指引為中單位數增長（核心特步品牌錄得正增長，而 Saucony 則錄得 20-30% 增長），但其表示 2026 年上半年收入預計將與零售銷量趨勢一致。維持「買入」評級，但將目標價下調 19% 至港幣 5.60 元。

分析

- 特步主品牌於 2026 年第 2 季的銷量有所下降。於 2026 年第 2 季，特步核心品牌零售銷量錄得按年中單位數跌幅（相較於 2026 年第 1 季按年低單位數增長），主要受消費環境疲軟及極端天氣影響。按渠道劃分，電子商務實現穩定增長，折扣水平有所改善。於 2026 年上半年，特步核心品牌的零售銷量表現遜於預期，錄得按年低單位數跌幅（相對於全年收入正增長目標）。於 2026 年上半年，特步國際控股（特步）收回約 100 間門店，而收回的門店表現優於經銷商門店。展望未來，管理層計劃於 2026 年下半年收回另外 400 間店舖。
- Saucony 的銷量於 2026 年第 2 季因策略調整而顯著放緩。於 2026 年第 2 季，Saucony（被視為該公司的第二增長動力）的零售銷量按年錄得低單位數增長（相較於 2026 年第 1 季按年增長逾 20%），主要受制於更嚴格的價格控制下，新產品的電子商務折扣減少，尤其是在「618」期間；而線下零售銷量則維持按年逾 20% 的增長。於 2026 年上半年，Saucony 實現了低雙位數的零售銷量按年增長（而全年目標為收入增長 20-30%）。

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	13,577	14,151	14,530	14,952	15,370
息稅折舊攤銷前利潤	2,224	2,316	2,160	2,390	2,500
經營利潤	1,966	2,019	1,813	2,007	2,084
純利 (報告 / 實際)	1,238	1,372	1,239	1,356	1,389
純利 (經調整)	1,238	1,372	1,239	1,356	1,389
每股收益 (分)	46.6	46.6	42.1	46.0	47.2
市盈率 (倍)	6.8	6.8	7.6	6.9	6.8
市淨率 (倍)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
企業價值 / 息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	3.5	2.8	2.7	2.4	2.1
股息收益率 (%)	19.3	7.6	6.9	7.5	7.7
純利率 (%)	9.1	9.7	8.5	9.1	9.0
債務 / (現金) 淨額與權益 (%)	(10.8)	(29.8)	(28.1)	(28.8)	(29.6)
利息保障倍數 (倍)	22.8	23.2	25.5	21.5	17.8
股本回報率 (%)	13.7	14.2	11.7	12.0	11.6
市場預期純利	-	-	1,272.2	1,454.4	1,595.7
大華繼顯 / 市場預期 (倍)	-	-	0.97	0.93	0.87

資料來源：特步國際控股、彭博、大華繼顯

買入(維持)	
股價	港幣 3.69 元
目標價	港幣 5.60 元
上升空間	+51.8%
早前目標價	港幣 6.90 元

分析師

郭一辰

stella.guo@uobkh.com

852-2236 6798

邱一展

hejann@uobkh.com

+603 2147 1995

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號:	1368 HK
已發行股份(百萬股):	2,815.1
市值 (百萬港元):	10,387.7
市值(百萬美元):	1,324.9
三個月日均成交額 (百萬美元):	7.6

價格表現(%)

52 週高位/低位	港幣 6.83 元/港幣 3.59 元				
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今	
(11.5)	(19.1)	(30.1)	(30.9)	(30.5)	

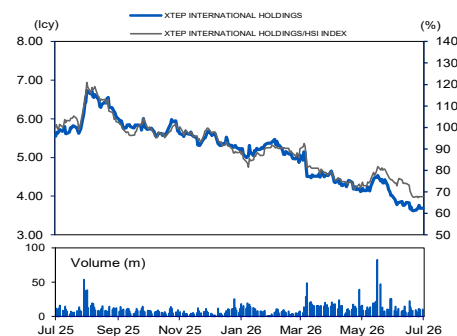
主要股東

	%
丁水波	47.17

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值(人民幣)	3.90
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	1.05

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

特步國際控股是中國領先的多品牌運動服飾公司。特步擁有涵蓋核心特步品牌、Saucony 及 Merrell 的多元化品牌組合，策略性地鎖定大眾市場及專業運動領域。

展望未來，管理層旨在優先發展線下擴張及嚴格控制價格，以鞏固 Saucony 的高端品牌定位，同時將服裝及生活時尚產品視為新的增長動力。公司計劃於 2026 年開設 20 至 30 間新店，並以提升門店生產力作為線下渠道的重點。

- **零售折扣保持穩定，存貨週轉率略有上升。**於 2026 年第 2 季，特步核心品牌的零售折扣水平維持在七折至七五折，而電商折扣則有所改善。截至 2026 年第 2 季末，渠道庫存週轉輕微增加至 4.5-5.0 個月（相較於 2026 年第 1 季末約 4.5 個月），主要由於為 2026 年下半年的馬拉松賽季及新產品發佈（包括 8 月推出的 160X 第八代）提前備貨所致。
- **全年指引維持不變，但 2026 年上半年收入趨勢與零售銷量趨勢相似。**截至七月，管理層尚未觀察到零售銷量有任何有意義的復甦，核心特步品牌的趨勢與 2026 年第 2 季保持一致，而 Saucony 則持續實現增長。儘管管理層仍維持其全年指引，即收入錄得中單位數增長（核心特步品牌錄得正增長，而 Saucony 則錄得 20-30% 增長），但其表示 2026 年上半年收入預計將反映零售銷量趨勢。

盈利預測調整/風險

- 分別下調我們 2026/27 年度盈利預測 13%/9%。我們分別下調 2026/27 年度的收入預測 2%/3%。我們將 2026/27 年度的毛利率預估分別輕微下調 0.2 個百分點/0.3 個百分點。我們分別上調 2026/27 年度營運開支比率預測 1.4 個百分點/0.6 個百分點，以反映與 DTC 門店轉型及股份獎勵計劃相關的較高開支。因此，我們 2026/27 年度的盈利預測分別下調 13%/9%。

估值/建議

- **維持「買入」評級，但將目標價下調 19%至港幣 5.60 元。**我們將加權平均資本成本估計從 12.8%上調至 14.3%，並下調長期盈利預測。因此，我們的目標價下調 19%至港幣 5.60 元。我們的新目標價意味著 10.3 倍 2026 年預測市盈率及 9.4 倍 2027 年預測市盈率。該股票目前以 7.6 倍 2026 年預測市盈率及 6.9 倍 2027 年預測市盈率交易。

核心特步品牌零售銷量增長率（按年）

	零售銷量增長	零售折扣 (%折扣)	零售庫存週 轉
2022 年第 1 季度	(+) 30-35%	~ 25%	4 個月
2022 年第 2 季度	(+) 中雙位數	25-30%	約 4.5 個月
2022 年第 3 季度	(+) 20-25%	25-30%	4.5 至 5 個月
2022 年第 4 季	(-) 高單位數	~ 30%	約 5.5 個月
2023 年第 1 季度	(+) ~ 20%	25-30%	不足 5 個月
2023 年第 2 季度	(+) 高雙位數	~ 25%	不足 5 個月
2023 年第 3 季	(+) 高雙位數	25-30%	4.5 至 5 個月
2023 年第 4 季	(+) >30%	~ 30%	4-4.5 個月
2024 年第 1 季	(+) 高單位數	25-30%	4-4.5 個月
2024 年第 2 季度	(+) 10%	~ 25%	約 4 個月
2024 年第 3 季	(+) 中單位數	~ 25%	約 4 個月
2024 年第 4 季度	(+) 高單位數	25-30%	約 4 個月
2025 年第 1 季度	(+) 中單位數	25-30%	約 4 個月
2025 年第 2 季度	(+) 低單位數	25-30%	4-4.5 個月
2025 年第 3 季	(+) 低單位數	25-30%	4-4.5 個月
2025 年第 4 季	持平	25-30%	約 4.5 個月
2026 年第 1 季度	(+) 低單位數	25-30%	約 4.5 個月
2026 年第 2 季度	(-) 中單位數	25-30%	4.5 至 5 個月

來源：特步國際控股、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	14,151.1	14,529.7	14,951.7	15,370.1
息稅折舊攤銷前利潤	2,316.3	2,159.8	2,390.1	2,499.8
折舊及攤銷	297.5	346.4	383.0	415.7
息稅前利潤	2,018.8	1,813.4	2,007.1	2,084.2
聯營公司貢獻	54.4	54.4	54.4	54.4
淨利息收入/(支出)	(99.8)	(84.8)	(111.1)	(140.6)
除稅前溢利	1,973.4	1,783.0	1,950.4	1,998.0
稅項	(601.8)	(543.8)	(594.8)	(609.3)
少數股東	0.0	0.0	0.0	0.0
非經常項目	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	1,371.6	1,239.2	1,355.6	1,388.6
純利 (經調整)	1,371.6	1,239.2	1,355.6	1,388.6

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	952.4	1,467.1	1,608.2	1,675.4
除稅前溢利	1,973.4	1,783.0	1,950.4	1,998.0
稅項	(601.8)	(543.8)	(594.8)	(609.3)
折舊及攤銷	297.5	346.4	383.0	415.7
營運資金變動	(805.0)	(118.5)	(130.4)	(128.9)
非現金項目	(48.7)	0.0	0.0	0.0
其他經營現金流量	38.5	0.0	(0.0)	0.0
投資	(19.4)	(235.5)	(696.6)	(696.6)
資本支出(增長)	(264.1)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
投資	345.4	0.0	0.0	0.0
出售資產所得款項	43.8	0.0	0.0	0.0
其他	(144.4)	264.5	(196.6)	(196.6)
融資	(454.7)	(338.6)	(213.5)	(345.6)
支付股息	(636.7)	(639.2)	(654.5)	(685.2)
股份發行	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	767.4	1,141.1	1,141.1	1,141.1
償還貸款	(1,686.7)	(840.5)	(700.1)	(801.5)
其他/已付利息	1,101.3	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	478.3	893.1	698.2	633.2
年初現金及現金等價物	2,979.2	3,457.1	4,350.2	5,048.4
受外匯影響之變動	(0.4)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	3,457.1	4,350.2	5,048.4	5,681.6

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣百萬元)	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	1,759.8	2,084.7	2,377.2	2,640.6
其他長期資產	2,916.7	2,942.1	2,963.1	2,980.6
現金/短期投資	3,457.1	4,350.2	5,048.4	5,681.6
其他流動資產	8,765.2	8,545.7	8,787.4	9,026.9
資產總額	16,898.9	17,922.7	19,176.0	20,329.7
短期債務	840.5	700.1	801.5	879.6
其他流動負債	4,310.7	4,433.8	4,545.1	4,655.7
長期債務	256.3	697.3	1,036.9	1,298.4
其他長期負債	1,288.8	1,288.8	1,288.8	1,288.8
股東權益	10,335.7	10,935.7	11,636.8	12,340.2
少數股東權益	(133.1)	(133.1)	(133.1)	(133.1)
負債及權益總額	16,898.9	17,922.7	19,176.0	20,329.7

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	16.4	14.9	16.0	16.3
稅前利潤率	13.9	12.3	13.0	13.0
純利率	9.7	8.5	9.1	9.0
資產回報率	8.3	7.1	7.3	7.0
股本回報率	14.2	11.7	12.0	11.6
增長				
營業額	4.2	2.7	2.9	2.8
息稅折舊攤銷前利潤	4.2	(6.8)	10.7	4.6
除稅前溢利	3.8	(9.6)	9.4	2.4
純利	10.8	(9.6)	9.4	2.4
純利 (經調整)	10.8	(9.6)	9.4	2.4
每股收益	(0.1)	(9.6)	9.4	2.4
槓桿比率				
債務佔總資本比率	9.8	11.8	14.2	15.6
債務權益比率	11.3	13.1	16.3	18.2
債務/(現金)淨額與權益	(29.8)	(28.1)	(28.8)	(29.6)
利息保障倍數 (倍)	23.2	25.5	21.5	17.8

恒生指數及恒生科技指數技術分析

周線圖



日線圖



恒生指數

上日收市: 24,562.24

預期波幅: 22,520 -25,630

技術分析:

周線圖: 随着前期的基准支撑带被市场成功验证为当下活跃的上方阻力屏障, 原有的主跌浪阶段依然运行在完美的破位回踩延伸结构内部。技术面指标进一步强化了这一弱势的图表架构, 相对强弱指标持续受制于五十中轴线下方, 表明空头牢牢掌控着盘面的主流发展方向。因此, 当下的趋势跟踪系统重度偏向空头延续, 在图形逻辑上预示着价格将维持的调整态势, 直至触及下一个主要的水平价格目标。

日線圖: 随着价格在前期技术高点与周线级别阻力的双重压制带受阻回落, 原有的主跌浪形态在多周期共振的背景下保持完好。技术面指标进一步强化了这一弱势结构, 相对强弱指标打破了此前的反弹趋势, 从高位大幅回落并指向中轴线, 表明多头推进已完全陷入停滞。因此, 当下的趋势跟踪系统重度偏向空头拓展, 只要这层多维度复合阻力区继续有效发挥压制作用, 技术图表便预示着价格将直接维持顺势下行的运行方向。

恒生科技指數

上日收市: 4,623.17

預期波幅: 4,230-4,890

技術分析:

周線圖: 随着指数在斐波那契百分之六十一一点八回撤线这一关键技术位置遭遇精准受阻,并最终固化了空头绝对主导的周线收盘形态,原有的主跌浪阶段依然运行在完美的共振延伸结构内部。技术面指标进一步强化了这一弱势的图表架构,相对强弱指标持续受制于五十中轴下方,表明多方力量在关键阻力带前已完全陷入停滞,无法形成有效的买盘承接。因此,趋势跟踪系统重度偏向空头延续,技术图表框架预示着下行速率将在下周迎来顺势激活,推动价格维持的调整态势并向下一个水平支撑带迈进。

日線圖: 随着价格在前期遗留的缺口阻力带遭遇精准受阻,并最终固化了经典的看跌吞没 K 线组合,原有的主跌浪阶段已正式进入加速拓展阶段。技术面指标进一步强化了这一弱势的图表架构,相对强弱指标转为陡峭向下延伸并成功下穿五十中轴线,表明多方力量在关键阻力位前已全线溃退,无法形成有效的买盘支撑。因此,当下的趋势跟踪系统重度偏向空头拓展,整体技术图表框架明确预示着空头将展现出极佳的进攻连续性,推动盘面维持顺势调整态势并向下一个水平支撑带迈进。

周線圖



圖表來源: TradingView

日線圖



圖表來源: TradingView

分析員

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

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 the following link:
<https://research-api.uobkayhian.com/assets/disclaimer/0e6d602f-adeb-45f8-9dea-5d5591daae87> 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."