



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)	53277.0	1.0	(0.8)	2.6	10.8
標準普爾 500 指數(S&P 500)	7674.4	0.4	(1.4)	3.5	12.1
富時 100 指數(FTSE 100)	10816.6	0.6	0.6	0.7	8.9
澳洲 ASX 30 指數(AS30)	9269.7	(0.3)	(0.5)	3.7	2.8
滬深 300 指數(CSI 300)	4618.9	0.6	(1.0)	(0.7)	(0.2)
富時海峽時報指數(FSSTI)	5689.0	0.3	(1.0)	1.8	22.4
恒生中國企業指數(HSCEI)	8634.3	1.0	3.5	4.4	(3.1)
恒生指數(HSI)	26009.5	1.2	3.6	4.2	1.5
雅加達綜合指數(JCI)	6525.7	0.4	3.6	5.3	(24.5)
吉隆坡綜合指數(KLCI)	1736.5	(0.0)	0.5	2.1	3.4
韓國綜合股價指數(KOSPI)	6913.0	0.9	1.5	3.3	64.0
日經 225 指數(Nikkei 225)	66016.4	(0.3)	(3.9)	2.2	31.1
泰國證券交易所指數(SET)	1613.8	0.2	0.3	(1.9)	28.1
臺灣證券交易所加權股價指數(TWSE)	45224.3	0.6	(1.3)	3.6	56.1
波羅的海乾散貨指數(BDI)	2841	1.8	(0.8)	3.6	51.4
原棕油(馬來西亞令吉/公噸)	4643	1.0	2.7	2.6	18.0
布蘭特原油(美元/桶)	94	(0.8)	3.0	(3.3)	53.8

來源: 彭博

企業活動

	地點	開始	收市
由潘夢遙主講之大中華區互聯網行業分析員路演	新加坡	9 月 7 日	9 月 8 日
由潘夢遙主講之大中華區互聯網行業分析員路演	馬來西亞	9 月 9 日	9 月 11 日
第十七屆亞洲瑰寶論壇 2026 (虛擬)	新加坡	9 月 22 日	9 月 23 日

企業及宏觀經濟行事曆

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

頭條新聞

行業更新 | 中國物業管理

第 3 頁→

- 經修訂的《住房公積金管理條例》將於 2026 年 9 月 20 日生效，將提取用途由六項擴大至九項，以納入裝修及物業管理費。我們將物業費渠道視為收款及現金流的催化劑，並將裝修渠道視為社區增值服務中裝修業務的支撐。我們預測到 2028 年，該兩項新用途的規模將達人民幣 1,838 億元，佔全國提取總額的 5.2%。維持跑輸大市；若該兩個新用途的吸納情況強於預期，我們將重新評估該板塊的評級。

公司業績 | 富途控股 (FUTU US / 買入 / 美金 112.73 元 / 目標價: 美金 137 元)

第 6 頁→

- 富途公布表現亮眼的 2026 年第 2 季度業績，盈利按年增長 42%，主要受惠於市場氣氛回暖下創歷史新高的交易量（按年+79%），進而帶動佣金收入（按年+30%）及淨利息收入（按年+17%）增長。儘管在監管要求下承受來自中國內地客戶的資金流出壓力，但客戶資產增長及新增付費客戶亦均超出我們的預期。然而，管理層指引顯示，受 2026 年第 3 季度市場回調影響，本季度至今的營運指標按季有所放緩。維持「買入」評級。目標價：美金 137 元。

公司業績 | 貝殼 (2423 HK / 買入 / 港幣 45.38 元 / 目標價: 港幣 60 元)

第 9 頁→

- 貝殼 2026 年第 2 季度的業績超出預期。收入按年下跌 5.7%至人民幣 245 億元，符合我們及市場預期。非美國通用會計準則純利按年增長 75.4%至人民幣 32 億元，優於我們及市場預期。非美國通用會計準則純利率於 2026 年第 2 季度按年擴大 6 個百分點至 13.0%。貝殼預計 2026 年第 3 季度收入為人民幣 205 億元，即按年下降 11%，低於我們及市場預期。維持「買入」評級，目標價上調至港幣 60 元（美金 23 元）。

公司業績 | 藍思科技 (6613 HK / 買入 / 港幣 22.96 元 / 目標價: 港幣 43.1 元)

第 12 頁→

- 藍思科技 2026 年第 2 季度的純利達人民幣 7.26 億元（按年增長 1.8%），扭轉 2026 年第 1 季度的虧損，儘管受智能手機出貨疲弱拖累，收入按年下跌 7.4%至人民幣 147 億元，仍超出市場預期 48.7%。受惠於良率提升及組裝業務佔比下降，毛利率按年擴大 2.5 個百分點至 18.2%。展望未來，管理層預期智能手機業務將於 2026 年下半年復甦，同時受惠於汽車利潤率持續帶來的利好因素，以及各新興增長動力加速發展的勢頭。維持「買入」評級，目標價為港幣 43.1 元。

免責聲明: 在「交易員專欄」(Traders' Corner) 中，技術分析純粹基於圖表形態、價格走勢及趨勢進行，因此獨立於本行分析師的基本面研究觀點。因此，我們可能不時會提出與基本面「買入 / 持有 / 沽出」評級相反的技術分析建議。

公司業績 | 李寧 (2331 HK / 買入 / 港幣 14.25 元 / 目標價: 港幣 21.8 元)

第 15 頁→

- 李寧 2026 年上半年的純利好於預期。展望未來，鑑於消費環境充滿挑戰，管理層將全年收入增長指引由高個位數下調至低個位數。此外，由於 2026 年下半年主要受 Stephen Curry 的合作關係帶動而增加廣告及推廣費用，純利率預期已從先前的偏高個位數區間下調至中至偏高個位數區間。維持「買入」評級；下調目標價 6%至港幣 21.8 元。

公司業績 | 中國平安保險集團 (2318 HK / 買入 / 港幣 56.2 元 / 目標價: 港幣 75 元)

第 18 頁→

- 受資產管理及銀行業務強勁復甦帶動，平安公佈符合預期的業績，2026 年上半年營運利潤增長加快至 8%，而壽險及產險分部業績則受到較高稅率所拖累。受強勁的投資表現帶動，純利按年增長 36%。然而，由於產品組合轉向分紅產品導致利潤率受壓，加上 2026 年第 2 季度銷售額下滑，2026 年上半年的新業務價值 (NBV) 同比增長放緩至 11%。維持「買入」評級。目標價: 港幣 75 元。

公司業績 | 中興通訊 (763 HK / 持有 / 港幣 23.86 元 / 目標價: 港幣 22.3 元)

第 21 頁→

- 中興通訊 2026 年第 2 季度的業績遜於預期，列報純利按年下跌 44.6%至人民幣 14.42 億元，原因是營運商網絡利潤率大幅遜於預期，完全抵銷了政府和企業業務以及消費者業務略好於預期的銷售表現。營運商利潤率下降屬於結構性問題——源於產品與市場組合——且業績指引預期該趨勢將持續至 2026 年。維持「持有」評級；目標價: 港幣 22.3 元。

技術分析

恒生指數及恒生科技指數展望

第 24 頁→

- 週線圖及日線圖

中國物業管理

住房公積金改革將提取範圍擴大至裝修及物業費；為住宅管理公司帶來收款及裝修催化劑

重點摘要

- 國務院於 2026 年 8 月 18 日頒布經修訂的《住房公積金管理條例》，自 2026 年 9 月 20 日起生效。提取用途由六項增至九項，新增了自住住房裝修、物業管理費以及國務院批准的其他住房消費。
- 物業費渠道解決收款問題：百強物管公司的平均收款率由 2021 年的 94.2% 下降至 2025 年的 87.3%，而收費定價則保持平穩。裝修渠道滿足社區內部的裝修需求社區增值服務及中海物業的風險敞口最大，佔社區增值服務的 46.7%。
- 「十五五」物業管理規劃以構建全生命週期房屋安全體系為目標。住房公積金改革是該議程的資金支柱：將提取範圍擴展至裝修及物業管理費，現已涵蓋「購買、租賃、裝修及維護」的全生命週期，長遠有助支持物業管理公司的收款、裝修及租賃業務。維持對物業管理板塊的跑輸大市評級，並以華潤萬象生活為我們的首選股。若該兩項新用途的吸納情況優於預期，我們將重新評估該板塊的評級。

分析

- 將自住住房裝修及物業費納入住房公積金提取範圍。國務院於 2026 年 8 月 18 日公布經修訂的《住房公積金管理條例》，自 2026 年 9 月 20 日起生效。提取用途由六項增加至九項，新增了自住住房裝修、繳納自住住房物業管理費以及國務院批准的其他住房消費。提取申請不再需要由僱主核實申索或出具證明。

按用途劃分的住房公積金提取情況（佔總額百分比）

佔總額百分比	2021	2022	2023	2024	2025 年 預測	2026 年 預測	2027 年 預測	2028 年 預測
置業 / 按揭	75.4	71.6	66.4	64.8	62.6	59.3	55.8	52.9
租賃住宅	6.2	7.1	7.6	9.8	12.6	15.8	17.7	19.9
自有住房裝修	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	2.2	3.1
物業費	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	1.6	2.1
其他住房消費	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
住房消費	82.2	79.2	74.5	75.2	75.8	76.8	77.9	78.7
非住房消費	17.8	20.8	25.5	24.8	24.2	23.2	22.1	21.3
提取總額（人民幣 10 億元）	2,032	2,136	2,656	2,765	2,891	3,086	3,312	3,529

來源：住房和城鄉建設部、財政部、人民銀行、大華繼顯

同業比較

公司	股票代碼	評級	價格 2026 年 8 月 21 日 (港元)	目標 價格 (港元)	目標價 上升空間 (%)	最新 年份 總結	市盈率 2024 (倍)	市盈率 2025 年預 測 (倍)	市盈率 2026 年預 測 (倍)	收益率 2025 年 預測 (%)	股本回報率 2025 年預測 (%)	市值 (港幣 1 百萬元)	價格 / 每股資產 淨值 (倍)
華潤萬象生活	1209 HK	買入	41.20	55.00	33.5%	12/25	20.4	18.4	16.5	6.0	26.6%	94,221.6	5.0
中海物業控股	2669 HK	買入	3.62	4.20	16.0%	12/25	7.4	8.2	8.3	5.2	18.5%	11,707.3	1.5

來源：彭博、大華繼顯

分析師

沈宸昊

damonshen@uobkh.com
+86 21 54047225 內線 820

劉潔琦

jieqi.liu@uobkh.com
+852 28261392

跑輸大市
（維持）

分部評級

分部	評級
中國房地產	跑輸大市（維持）
物業管理	跑輸大市（維持）

來源：彭博、大華繼顯

板塊首選

公司	股票代碼	評級	股價 (港元)	目標價 (港元)
華潤萬象生活	1209 HK	買入	41.20	55.00

來源：彭博、大華繼顯

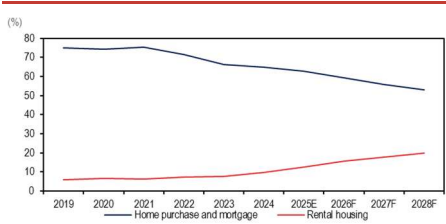
- 目前，租金是住房消費提取中增長最快的部分。全國提取額由 2019 年的人民幣 1.63 兆元上升至 2024 年的人民幣 2.77 兆元。在同一期間，購買、建造及償還按揭貸款所佔的比例由 74.9% 下降至 64.8%，租賃住房由 5.8% 上升至 9.8%，而非住房消費（主要是退休）則由 18.3% 上升至 24.8%。2024 年租賃住房提取金額按年增長 33.9% 至人民幣 2,721 億元；相比之下，購買住房及償還按揭貸款提取金額僅按年增長 1.7% 至人民幣 17,928 億元。
- 這兩項新用途應會提高住房消費在提取總額中所佔的份額。擴大使用範圍應有助提高該筆存量資金的利用率並支持住房消費，從而提升住房消費在提取總額中的佔比。近年來，住房消費所佔比例有所下降，由 2021 年 82.2% 的高峰降至 2024 年的 75.2%。隨着該兩項新用途逐步擴展，我們預期其將於 2028 年前逐步回升至 78.6%。
- 我們預測，到 2028 年，這兩項新用途的規模將達人民幣 1,838 億元，佔全國住房公積金提取總額的 5.2%。我們根據繳存職工人數、吸納率及平均提取金額對各項新用途進行建模。基於我們對提取者的保守假設，該兩項用途合計在 2026 年達到人民幣 368 億元、2027 年達到人民幣 1,255 億元，以及在 2028 年達到人民幣 1,838 億元，分別佔全國提取額的 1.2%、3.8% 及 5.2%。到 2028 年，購買物業及償還按揭佔提取款項的比例將降至 52.9%，較 2019 年的份額低 22.0 個百分點，而租金、裝修及物業費合計則達到 25.1%。該基金正從主要為置業提供融資，轉向涵蓋整個房屋生命週期。

提取住房公積金兩項新用途之預測

	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
裝修：提取者佔繳存職工百分比[a1]	0.3%	2.0%	3.0%
裝修：每名提取人平均提取額（人民幣）[b1]	20,000	20,000	20,000
住房公積金繳存職工（百萬人）[c]	180	182	185
裝修：提取總額（人民幣 10 億元）[a1*c*b1/1000]	10.8	72.9	110.7
物業費：提取者佔繳存職工百分比[a2]	4.0%	8.0%	11.0%
物業費：每名提取人平均提取額（人民幣）[b2]	3,600	3,600	3,600
住房公積金繳存職工（百萬人）[c]	180	182	185
物業費：提取總額（人民幣 10 億元）[a2*c*b2/1000]	25.9	52.5	73.1

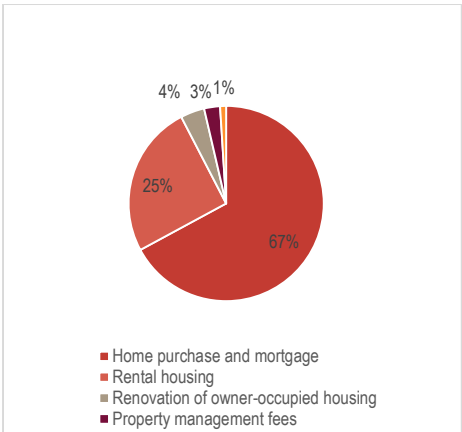
來源：大華繼顯

購買住房與租賃住房比例趨勢



來源：住房公積金報告，大華繼顯

2028 年預測住房消費結構



來源：彭博，大華繼顯

百強物管公司收款率

年份	收款率 (%)	收費價格指數
2021	94.2	1,074.7
2022	93.5	1,075.5
2023	92.7	1,075.7
2024	88.2	1,075.4
2025	87.3	1,073.2

來源：CREIC，大華繼顯

- a) 物業費渠道是收款及現金流的催化劑，而非價格催化劑。按我們假設的 2028 年參與率，人民幣 731 億元的物業費提取額將可涵蓋約 2,000 萬戶家庭一整年的費用（每戶人民幣 3,600 元），大致相當於一個 100 平方米單位按每月每平方米人民幣 3 元計算的一年費用。我們認為，提取住房公積金支付物業費將有效緩解物業管理公司的收款壓力；在過去五年間，百強物管公司的平均收款率下降了 6.9 個百分點，由 2021 年的 94.2% 降至 2025 年的 87.3%。從住戶自身的公積金賬戶支付該項費用，可直接解決收款方面的限制。
- b) 應收款項和營運現金流才是效益應當顯現之處。應收賬款壓力於 2026 年上半年依然處於高位。中海物業的應收貿易賬款及保固金按年上升 23.7% 至人民幣 39.8 億元，應收賬款周轉天數增加 9 天至 82.5 天；而萬物雲的貿易應收款項淨額則較 2025 年底上升 16.6% 至人民幣 70.02 億元。我們認為，城市公共空間管理項目佔比上升，加上整體宏觀經濟壓力，是應收賬款（AR）周轉天數增加的主要原因。我們預計住房公積金改革將緩解住宅物業管理費的收取壓力，並支持營運現金流的改善。
- c) 裝修是社區增值服務中裝修業務的需求催化劑。按我們假設的吸納率計算，裝修提取額將從 2026 年的人民幣 108 億元增至 2028 年的人民幣 1,107 億元；屆時將有 3.0% 的繳存職工（即約 550 萬戶家庭）在 2028 年前平均每戶提取人民幣 20,000 元。我們的人民幣 20,000 元平均提取額遠低於北京於 8 月 7 日公佈的人民幣 250,000 元上限，該上限允許每套住房每 10 年

進行一次裝修提取。翻新渠道應會帶動社區增值服務（VAS）旗下裝修業務的需求。

- d) 主要物業管理公司在裝修業務方面的風險敞口差異顯著。裝修相關服務佔中海物業 2025 年總收入的 3.80% 及其社區增值服務的 46.7%，為主要上市同業中最高，相比之下，萬物雲為 1.49% 及 29.1%，保利物業為 1.57% 及 11.5%，華潤萬象生活則為 0.60% 及 9.7%。在此基礎上，中海物業是裝修渠道的最大潛在受益者。

主要物業管理公司翻新及裝修收入佔總收入比例（2025 年）

（人民幣 1 百萬元）	萬物雲	中海物業	保利物業	華潤萬象生活
股票代碼	2602 HK	2669 HK	6049 HK	1209 HK
收入—裝修相關服務	556	569	269	108
總收入	37,272	14,960	17,126	18,022
收入—社區增值服務	2,400	1,219	2,340	1,117
佔總收入百分比	1.49%	3.80%	1.57%	0.60%
佔社區增值服務百分比	23.2%	46.7%	11.5%	9.7%

來源：年報，大華繼顯

- 該項改革對該行業的長期增長而言，重要性高於其近期現金流。物業管理「十四五」規劃側重於基本社區服務，而「十五五」規劃則聚焦於全生命週期房屋安全體系及房屋養老金制度。住房公積金改革是該議程的資金支柱：將提取範圍擴展至裝修及物業費，目前已涵蓋「購買、租賃、裝修及維護」的全生命週期，長期支持物業管理公司的收款、裝修及租賃業務。配合房屋維修基金，該項改革應仍是該行業的潛在增長動力，因為擴大使用房屋維修基金及二手住宅物業交易更趨活躍，將刺激升級換代需求並推動增值服務增長。

估值 / 建議

- 維持對物業管理板塊的「跑輸大市」評級。該項改革雖為真正的催化劑，但並未改變收費定價、第三方競爭或新簽合約建築面積的增長步伐，而 2027 年為產生全面影響的首個完整年份。我們維持「跑輸大市」評級，若有跡象顯示新計劃的參與度強於預期，則會重新評估該板塊的評級。我們首選的股票仍為華潤萬象生活，主要得益於其強勁的購物中心拓展增長，以及預期在「十五五」期間將維持穩健的雙位數年度利潤增長。

行業催化劑 / 風險

- 催化劑：各市實施經修訂《條例》的細則。
- 風險：實施細則對物業費提取設限或將其限制為單一物業；向物業管理公司直接支付渠道的建設進度緩慢；以及社區增值服務需求疲弱，其負面影響超過裝修渠道。

富途控股（FUTU US）

2026 年第 2 季度：儘管面臨監管逆風，業績強勁超預期

重點摘要

- 儘管面臨監管阻力，富途依然表現強勁，在強勁交易量（按年增長 79%）的支持下，盈利按年增長 42%。
- 維持「買入」評級，目標價維持於美金 137 元不變。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度（港幣 1 百萬元）	2026 年第 2 季度	2026 年第 1 季度	2025 年第 2 季度	按季%	按年%
總收入	7,200	5,856	5,311	23.0	35.6
經紀佣金收入	3,361	2,641	2,579	27.2	30.3
利息收入	3,124	2,650	2,288	17.9	36.5
其他收入	716	564	444	26.8	61.2
營運開支	1,751	1,577	1,296	11.1	35.1
經營收入	4,464	3,530	3,344	26.4	33.5
股東應佔除稅後溢利	3,647	851	2,574	328.8	41.7
客戶資產總額（港幣 10 億元）	1,400.0	1,220.0	973.9	14.8	43.8
新增付費客戶（千）	252	225	204	12.0	23.5
成交量（港幣 10 億元）	6,420	4,150	3,590	54.7	78.8
CAC（港元）	2,604	2,475	2,104	5.2	23.8

來源：富途、大華繼顯

分析

- 在監管打壓下，業績依然優於預期。富途控股（富途）2026 年第 2 季度盈利按年增長 42%至港幣 36 億元，分別高於我們及市場預期 11%及 16%，主要受強勁的佣金收入（按年增長 30%）以及利息收入按季復甦（按季增長 18% / 按年增長 37%）所帶動。
- 達到全年新增付費客戶目標的 60%。富途於 2026 年第 2 季度錄得 252,000 個淨新增付費賬戶，主要由馬來西亞、香港及新加坡帶動。海外市場現時佔付費賬戶總數的 60%，且海外市場每名新增付費客戶的平均收入亦按季上升。富途維持其 2026 年新增 80 萬名付費客戶的目標，並預期獲客增長將在 2026 年第 3 季度放緩，考慮到： a)日本監管機構因合規缺失而已暫停開設新賬戶三個月，以及 b)近期的市場回調。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（港幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
經紀佣金收入	6,045	10,573	11,140	10,567	12,994
利息收入	6,667	10,442	11,635	13,145	15,514
總收入	13,590	22,847	24,902	26,237	31,548
純利（申報 / 實際）	5,443	11,338	10,721	13,410	16,602
純利（經調整）	5,443	11,338	10,721	13,410	16,602
每股收益（港元分）	485.8	1004.2	949.6	1187.8	1470.5
市盈率（倍）	22.3	10.9	11.5	9.2	7.4
市帳率（倍）	4.4	3.0	2.5	2.0	1.7
股息收益率（%）	1.8	2.3	1.7	2.2	2.7
成本與收入比率（%）	51.3	38.4	37.1	35.6	33.8
呈報股本回報率（%）	20.7	33.2	23.9	24.4	24.7
資產 / 權益（倍）	4.9	5.7	5.3	4.7	4.4
市場預期純利	-	-	10,090	12,824	14,480
大華繼顯 / 市場預期（倍）	-	-	1.06	1.05	1.15

來源：富途、彭博、大華繼顯

分析師

林錠輝

kennylim@uobkh.com

+603 2147 1924

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

買入（維持）

股價	美金 112.73 元
目標價	美金 137 元
上升空間	21.5%

股票數據

行業	金融
股份代號	FUTU US
已發行股份（百萬股）	139.23
市值（美金 1 百萬元）	15,804.1
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	241.5

價格表現(%)

52 週最高 / 最低		港幣 202.53 元/港幣 80.50 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
8.7	(9.0)	(26.1)	(36.9)	(31.4)

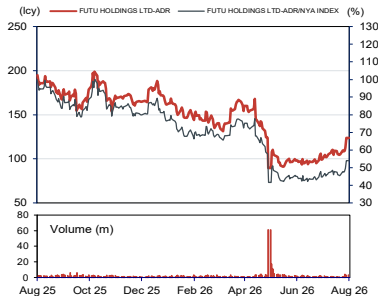
主要股東（%）

李華	36.0
騰訊	20.2

資產負債表指標

2025財年每股資產淨值（美元）	45.4
------------------	------

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

富途控股透過其專有數碼平台富途牛牛及moomoo，提供全方位的投資服務，包括交易執行與結算、保證金貸款與證券借貸以及財富管理。該公司亦提供企業服務，包括首次公開發售（IPO）分銷、投資者關係及員工持股計劃（ESOP）解決方案服務。

- **受按市值計價收益帶動，客戶資產管理規模增長回升。**在按市值計價（MTM）收益增加以及資產錄得溫和流入的帶動下，客戶資產總值按年大增 44% / 按季大增 15%至港幣 1.4 兆元。管理層指出，自 5 月份在岸監管收緊以來，來自中國內地及香港客戶群的累計資產流出，相當於客戶資產總額的中個位數百分比。富途表示，在該應用程式對內地 IP 地址實施買入及存入資金限制後，內地客戶的資金流出大部分於 6 月有所增加。然而，富途強調海外市場的留存率按季保持穩定，且整體客戶流失率自 8 月起開始回歸正常水準。
- **創歷史新高的成交量推動了經紀業務收入增長。**成交額創下港幣 6.42 兆元的歷史新高，按年增長 79%，此增長受以下因素支持：a) 美股交易活動顯著加速（按季增長 67%）至港幣 5.01 兆元，以及 b) 香港股票營業額按季增長 16% 至港幣 1.17 兆元。由於較高價美股及期權的交易活動轉強，綜合佣金率按季下跌 1.1 個基點至 5.23 個基點。受交易周轉率上升帶動，經紀業務收入按年增長 30%至港幣 34 億元，但管理層指出，由於 2026 年第 3 季度人工智能相關股份回調導致散戶投資情緒降溫，2026 年第 3 季度的交易量錄得輕微下跌。
- **NII 回升。**受客戶閒置現金（按季增加 18%）及保證金融資餘額（按季增加 31%）的穩健增長所帶動，淨利息收入按年急升 17%至港幣 2.6 兆元在活躍的香港首次公開招股市場及樂觀的市場情緒帶動下，促使槓桿比率使用率上升。
- **CAC 按季上升。**營運開支按年急升 35%，主因富途為進行品牌投資及客戶互動工作，將其市場推廣開支按年增加 53%。獲客成本（CAC）亦按季增加 5% 至港幣 2,600 元，仍處於管理層指引的港幣 2,500-3,000 元區間內。管理層指出，由於拓展新市場，客戶獲取成本於 7 月將呈上升趨勢。
- **將泰國納入其東南亞業務。**7 月，富途獲泰國證券交易委員會頒發 A 類牌照，而 Moomoo Thailand 目前正接受監管機構審查以取得最終批准；然而，管理層並無明確的業務推出時間表。管理層認為泰國市場具吸引力，並指出有 450 萬名進行網上交易的散戶投資者，且相信富途可槓桿比率其來自新加坡及馬來西亞的基礎設施與品牌資產，以取得市佔率。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持於美金 137 元不變。我們的估值錨定 12 倍 2026 年預測經調整盈利（-0.5 個標準差）。

盈利預測調整/風險

- 無變更。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (港幣 1 百萬元)	2025	2065 年預 測	2076 年預 測	2028 年預 測
經紀佣金收入	10,573	11,140	10,567	12,994
利息收入	10,442	11,635	13,145	15,514
其他收入	1,833	2,127	2,526	3,040
總收入	22,847	24,902	26,237	31,548
佣金開支	(1,185)	(1,172)	(1,044)	(1,169)
利息開支	(1,758)	(1,654)	(1,621)	(1,761)
毛利	19,905	22,075	23,572	28,618
營運開支	(5,824)	(6,402)	(6,671)	(7,727)
其他營業外收入	(367)	(2,220)	(86)	(86)
除稅前溢利	13,713	13,453	16,815	20,805
稅項	(2,360)	(2,691)	(3,363)	(4,161)
少數股東權益	36	10	10	10
純利	11,338	10,721	13,410	16,602
純利 (經調整)	11,338	10,721	13,410	16,602

營業比率

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2065 年預 測	2076 年預 測	2028 年 預測
收入組合				
經紀佣金收入	46.3	44.7	40.3	41.2
利息收入	45.7	46.7	50.1	49.2
基金分派收入	3.9	4.3	5.4	6.0
其他	4.2	4.2	4.2	3.7
杜邦分析				
經紀業務淨收入	41.1	40.0	36.3	37.5
淨利息收入	38.0	40.1	43.9	43.6
其他收入	8.0	8.5	9.6	9.6
毛利	87.1	88.7	89.8	90.7
營運開支	25.5	25.7	25.4	24.5
經營利潤	61.6	62.9	64.4	66.2
資產回報率 (%)	5.9	4.5	5.2	5.6
槓桿比率 (倍)	5.7	5.3	4.7	4.4
股本回報率 (%)	33.2	23.9	24.4	24.7
流動性				
資產／權益	5.7	5.3	4.7	4.4
資產 / 權益 (不包括客戶資金)	2.9	2.4	2.3	2.2

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (港幣 1 百萬元)	2025	2065 年預 測	2076 年預 測	2028 年 預測
現金及現金等價物	10,468	11,515	12,667	13,933
代表客戶持有的現金	113,398	123,181	136,204	159,433
貸款及墊款	64,747	70,862	84,883	106,571
應收款項	27,670	27,585	29,403	31,183
投資	508	508	508	508
聯營公司及合營企業	7,304	7,304	7,304	7,304
其他資產	4,342	2,440	3,466	2,382
資產總額	228,437	243,396	274,435	321,314
應付客戶款項	125,250	129,665	143,373	171,433
應付經紀款項	38,678	41,773	45,114	47,370
短期借款	12,143	9,632	11,538	13,372
其他負債	12,044	13,033	13,980	15,010
負債總額	188,116	194,102	214,006	247,185
股東資金	40,001	48,974	60,109	73,809
少數股東權益 - 累計	320	320	320	320
權益及負債總額	228,437	243,396	274,435	321,314

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度 (%)	2025	2065 年預 測	2076 年預 測	2028 年 預測
增長				
手續費及佣金收入, 按年變動	74.9	5.4	-5.1	23.0
總收入, 按年變動	68.1	9.0	5.4	20.2
營運開支, 按年變動	28.8	9.9	4.2	15.8
純利, 按年變動	108.3	-5.4	25.1	23.8
純利 (經調整) , 按年變動	108.3	-5.4	25.1	23.8
資產總額, 按年變動	43.9	6.5	12.8	17.1
盈利能力				
純利保證金	49.6	43.1	51.1	52.6
成本與收入比率	38.4	37.1	35.6	33.8
經調整資產回報率	5.9	4.5	5.2	5.6
經調整股本回報率	33.2	23.9	24.4	24.7
估值				
市帳率 (倍)	3.0	2.5	2.0	1.7
經調整市盈率 (倍)	10.9	11.5	9.2	7.4
股息收益率	1.8	2.3	1.7	2.2
派息比率	25.1	20.0	20.0	20.0

貝殼（2423 HK）

2026 年第 2 季度：營運效率提升推動盈利超預期，但前景遜於預期
重點摘要

- 貝殼 2026 年第 2 季度的業績超出預期。收入按年下跌 5.7%至人民幣 245 億元，符合我們及市場預期。非美國通用會計準則純利按年增長 75.4%至人民幣 32 億元，優於我們及市場預期。非美國通用會計準則純利率於 2026 年第 2 季度按年擴大 6 個百分點至 13.0%。貝殼指引 2026 年第 3 季度收入約為人民幣 205 億元，即按年下降 11%，低於我們及市場預期。
- 維持「買入」評級，目標價上調至港幣 60 元（美金 23 元）。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025 年 第 2 季 度	2026 年 第 1 季 度	2026 年 第 2 季 度	按季	按年	大華繼 顯	差異	市場預 期	差異
淨收入總額	26,011	18,892	24,539	30%	-6%	24,106	2%	24,288	1.0%
存量房交易	6,719	6,132	7,023	15%	5%	6,938	1%		
新房交易服務	8,619	5,087	8,947	76%	4%	7,425	20%		
家裝家居	4,565	2,339	3,191	36%	-30%	3,362	-5%		
房屋租賃服務	5,675	5,013	4,833	-4%	-15%	5,958	-19%		
新興及其他服務	432	321	546	70%	26%	424	29%		
銷售成本	(20,311)	(14,332)	(17,526)	-22%	14%	(18,077)	-3%		
毛利	5,700	4,560	7,014	54%	23%	6,030	16%	6,237	12.5%
毛利率	21.9%	24.1%	28.6%	4 個百 分點	7 個百 分點	25.0%	4 個百 分點	25.7%	3 個百 分點
營運開支	(4,640)	(3,287)	(3,988)	-21%	14%	(3,792)	5%		
非美國通用會計準則營業收 入	1,607	1,665	3,592	116%	124%	2,867	25%		
非美國通用會計準則經營利 潤率	6%	9%	15%	6 個百 分點	8 個百 分點	12.00%	3 個百 分點		
非美國通用會計準則淨收入	1,815	1,611	3,185	98%	75%	2,418	31.7%	2,376	34.0%
非美國通用會計準則 純利 率	7.0%	8.5%	13.0%	4 個百 分點	6 個百 分點	10.0%	3 個百 分點	9.8%	3 個百 分點

來源：貝殼、大華繼顯

分析

- 營業收入增長符合預期。貝殼 2026 年第 2 季度收入按年下跌 5.7%（2026 年第 1 季度：按年-19.0%），而總交易額則按年增長 7.1%。存量房交易收入按年增長 4.5%（2026 年第 1 季度：按年下跌 10.7%）至人民幣 70 億元，主要受存量房總交易額按年增長 8.0%至人民幣 6,299 億元所帶動，反映交易活動有所復甦。其中，佣金收入按年減少 1.4%至人民幣 53 億元，主要由於由鏈家門店促成的存量房交易總額按年下降 3.1%至人民幣 2,066 億元所致。新房交易收入按年增長 3.8%至人民幣 89 億元，總交易額按年上升 1.2%至人民幣 2,584 億元（2026 年第 1 季度：按年-37.2%），主要受高質素項目覆蓋面進一步擴大所支持。新房變現率於 2026 年第 2 季度大致維持穩定於 3.46%。
- 新措施。於 2026 年第 2 季度，家裝家居收入按年下跌 30.1%（2026 年第 1 季度：按年-20.6%）至人民幣 32 億元，主因公司主動優化其客戶獲取渠道組合，並放緩部分非經紀渠道。新興及其他服務收入按年增長 26.4%（2026 年第 1 季度：按年下跌 8.1%）至人民幣 5.46 億元，主要受金融服務帶動。房屋租賃服務收入按年下跌 14.8%（2026 年第 1 季度：按年-1.5%）至人民幣 48 億元，主要由於「省心租」業務下的新服務佔比上升。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	93,457	94,580	85,968	89,516	93,354
息稅折舊攤銷前利潤	4,777	3,183	8,209	9,270	9,675
經營利潤	3,765	2,111	7,367	8,397	8,788
純利（報告／實際）	4,065	2,994	6,406	6,979	7,396
純利（經調整）	7,198	5,019	8,621	9,189	9,587
每股收益	204.3	144.5	248.4	263.5	273.5
市盈率	19.0	26.9	15.7	14.8	14.2
市賬率	1.9	1.9	2.0	1.4	1.2
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤	24.7	37.0	14.4	12.7	12.2
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
純利率	4.3	3.2	7.5	7.8	7.9
債務／（現金）淨額與權益	(28.1)	(23.7)	(24.9)	(44.5)	(47.6)
股本回報率	5.7	4.3	9.7	8.8	7.5
市場預期純利	-	-	5,635.5	6,738.5	7,046.7
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.53	1.36	1.36

來源：貝殼、彭博、大華繼顯

分析師

潘夢遙

juliapan@uobkh.com

+86 21 5404 7225 內線 808

買入（維持）

股價	港幣 45.38 元
目標價	港幣 60 元
上升空間	32.2%
早前目標價	港幣 53 元

股票數據

行業	房地產
股份代號	2423 HK
已發行股份（百萬股）	3,300.9
市值（美金 1 百萬元）	156,391.8
市值（美金 1 百萬元）	19,947.2
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	66.0

價格表現(%)

52 週最高 / 最低		港幣 59.90 元/港幣 35.38 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
2.9	0.4	0.2	(5.3)	9.3

主要股東（%）

Propitious Global	25.74
-------------------	-------

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值（人民幣 \$）	19.71
2026 財年每股淨債項（人民幣 \$）	4.92

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

貝殼營運線上線下一體化的房產交易及服務平台。該公司提供二手房及新房買賣、房屋租賃、家居裝修、房地產金融解決方案以及其他服務。貝殼在中國開展業務。

- **利潤率概覽**。貝殼公佈 2026 年第 2 季度毛利為人民幣 48 億元，按年增長 23.1%，毛利率按年提升 6.7 個百分點至 28.6%，此乃受惠於各主要業務線的貢獻利潤率改善，並得到人員與材料成本下降、成本優化，以及較高利潤率的平台和租賃服務業務佔比提升所支持。非美國通用會計準則營業利潤按年增長 124%至人民幣 36 億元，而非美國通用會計準則營業利潤率按年上升 8.5 個百分點至 14.6%，均為三年來最高水平。按分部劃分，存量房 / 新房 / 家裝家居 / 新興及其他服務於 2026 年第 2 季度的貢獻利潤率分別錄得 46.1% / 28.8% / 39.6% / 74.1%。
- **平台營運指標依然疲弱**。門店總數按年減少 0.4%至 60,300 間，而活躍門店數目則按年減少 1.5%至 57,800 間。代理人人數按年下跌 3.1%至 540,600 人，其中活躍代理人人數按年減少 7.5%至 454,600 人。平均月活躍用戶數按年減少 6.2%至 4,570 萬。
- **營運效率持續改善**。貝殼強調於 2026 年第 2 季度具備更穩固的營運基礎及更深度的組織變革，專業服務提供者、其平台與人工智能之間亦展現更緊密的協同合作。該公司繼續專注於提升消費者體驗、服務提供者生產力、營運效率及單位經濟效益，同時利用人工智能將專業服務能力在不同城市及服務場景中予以標準化並重複應用。該等舉措旨在支持更具擴展性及更具可持續性的長遠增長。
- **2026 年第 3 季度指引**。管理層給出的收入指引為至少人民幣 205 億元，按年下降約 11%，低於我們及市場預期，非美國通用會計準則營運利潤率則高於 10%。該指引乃基於相對保守的市場假設，同時預期貝殼的營運超額收益（alpha）將保持完好。二手房及新房的總交易額（GTV）均假設為同比大致持平；對於新房而言，這仍然意味著顯著跑贏大市，此前貝殼 7 月份的 GTV 同比增長 9%，而大市則同比下跌 14%。儘管管理租賃單位目標預期將超過 900,000 個，但家裝收入預計按年下降 25%至 30%，租賃收入則預計按年下降約 20%。營運費用預期將按季下降，部分原因是無須計提 2026 年第 2 季度入賬的融創相關壞賬撥備。
- **2026 年下半年物業市場前景依然審慎**，但管理層認為二手住宅交易正呈現結構性復甦。管理層表示，成交量正在回升，而價格仍在築底，其中一線城市及優質物業表現出最佳的韌性。重要的是，管理層表示 2026 年下半年的營運不會依賴市場復甦，而是會維持靈活的資源調配及嚴格的投資回報率紀律，而非重回激進擴張。
- **股份購回**。於 2026 年第 2 季度，貝殼回購了約美金 2.5 億元的股份，並首次進行香港股份回購。截至 2026 年 6 月底，在其有效期至 2028 年 8 月的美金 50 億元回購計劃下，於紐約證券交易所的累計回購金額達美金 29.7 億元，另於香港回購港幣 2.015 億元。該公司亦持有人民幣 560 億元（美金 83 億元）的現金、受限制現金及短期投資，相當於其市值約 43%。

估值／建議

- **維持「買入」評級，並基於 20 倍市盈率 2027 年預測 市盈率，將目標價上調至港幣 60 元（美金 23 元）**。貝殼現以 15 倍 2026 年預測 市盈率 交易。鑑於 2026 年下半年市場氣氛轉弱，我們保持審慎。

盈利預測調整/風險

- 我們將 2026 年第 3 季度 / 2026 年的收入預測分別下調 6.7% / 4.3%，同時將盈利預測分別調整+7.0% / -2.6%。我們目前預測貝殼 2026 年的收入將按年下降 9%至人民幣 860 億元，而經調整純利則按年上升 63%至人民幣 80 億元，意味著經調整純利率約為 10%，高於 2025 年的 5.3%。
- **風險**：a)房地產行業的週期性，以及中國住宅市場經紀滲透率增長放緩；b)經紀佣金率面臨的壓力及嚴格監管；以及 c)新業務舉措執行不力。

股價催化劑

- a)變現率提高；b)競爭減少；c)政府頒布有利政策以刺激房屋交易，以及物業發展商的融資環境改善；及 d)新業務的增長前景強勁。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
淨營業額	94,580.2	85,968.3	89,516.3	93,353.7
息稅折舊攤銷前利潤	3,183.2	8,208.6	9,270.0	9,675.0
折舊及攤銷	1,072.4	841.2	872.6	887.0
息稅前利潤	2,110.9	7,367.4	8,397.4	8,788.1
總其他非經營收入	1,386.0	1,049.2	1,035.6	1,035.6
聯營公司貢獻	372.7	195.1	(15.8)	(15.8)
淨利息收入／(支出)	807.5	574.0	686.4	849.6
除稅前溢利	4,677.1	9,185.7	10,103.5	10,657.4
稅項	(1,686.1)	(2,782.0)	(3,127.1)	(3,263.9)
少數股東權益	2.5	2.5	2.5	2.5
純利	2,993.5	6,406.2	6,979.0	7,396.0
純利 (經調整)	5,019.5	8,621.1	9,189.4	9,586.8

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
經營	(376.2)	12,466.2	14,114.4	10,025.0
本年度溢利	4,677.1	9,185.7	10,103.5	10,657.4
稅項	(1,686.1)	(2,782.0)	(3,127.1)	(3,263.9)
折舊及攤銷	1,072.4	841.2	872.6	887.0
聯營公司	(372.7)	(195.1)	15.8	15.8
營運資金變動	6,914.0	152.0	3,732.0	(304.3)
非現金項目	0.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	(10,980.8)	5,264.4	2,517.6	2,033.1
投資	5,894.3	(1,701.1)	(971.8)	(1,213.8)
資本支出(增長)	1,725.2	1,726.2	1,726.2	1,726.2
投資	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	4,169.2	(3,427.3)	(2,697.9)	(2,940.0)
融資	(9,793.2)	191.7	(14.6)	0.6
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	0.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他／已付利息	(9,793.2)	191.7	(14.6)	0.6
現金流入(流出)淨額	(4,275.0)	10,956.8	13,128.0	8,811.8
年初現金及現金等價物	21,441.9	17,084.3	28,041.1	41,169.1
因外匯影響所致的變動	(82.6)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	17,084.3	28,041.1	41,169.1	49,980.9

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
固定資產	2,069.6	1,866.9	2,600.0	2,831.8
其他長期資產	46,478.4	40,162.9	41,955.8	43,501.9
現金／短期投資	15,943.8	16,426.1	41,169.1	49,980.9
其他流動資產	52,176.4	53,921.2	49,225.0	48,808.0
資產總額	116,668.2	112,377.2	134,949.8	145,122.6
短期債務	207.7	85.8	85.8	85.8
其他流動負債	42,199.5	41,196.8	42,210.0	42,905.2
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	7,731.1	5,518.2	5,518.2	5,518.2
股東權益	66,441.3	65,516.9	92,289.0	104,916.9
少數股東權益	88.5	59.5	57.0	54.5
負債及權益總額	116,668.2	112,377.2	140,160.0	153,480.6

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	3.4	9.5	10.4	10.4
稅前利潤率	4.9	10.7	11.3	11.4
純利率	3.2	7.5	7.8	7.9
資產回報率	2.4	5.6	5.6	5.3
股本回報率	4.3	9.7	8.8	7.5
增長				
營業額	1.2	(9.1)	4.1	4.3
息稅折舊攤銷前利潤	(33.4)	157.9	12.9	4.4
除稅前溢利	(31.9)	96.4	10.0	5.5
純利	(26.4)	114.0	8.9	6.0
純利 (經調整)	(30.3)	71.8	6.6	4.3
每股收益	(29.3)	71.9	6.1	3.8
槓桿比率				
債務佔總資本比率	0.3	0.1	0.1	0.1
債務權益比率	0.3	0.1	0.1	0.1
債務／(現金)淨額與權益	(23.7)	(24.9)	(44.5)	(47.6)

藍思科技（6613 HK）

2026 年第 2 季度：儘管受智能手機收入拖累，利潤率擴張仍推動盈利勝預期

重點摘要

- 在市場預期偏低的情況下，純利超出市場預期 48.7%至人民幣 7.26 億元，主要受惠於收益率提升及高價值產品組合帶動各主要業務分部的利潤率顯著改善。
- 智能手機業務的逆風正在見底，而汽車業務板塊的利潤率擴張及新興科技項目的推進將支持長期增長。
- 維持買入。目標價下調至港幣 43.1 元。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 （人民幣 1 百萬元）	2025 年第 2 季度	2026 年第 1 季度	2026 年第 2 季度	按年 （%）	按季 （%）
收入	15,897	14,140	14,727	(7.4)	4.2
毛利	2,503	2,058	2,684	7.2	30.4
經營利潤	701	289	1,028	46.8	255.3
呈報純利	714	(150)	726	1.8	不適用
毛利率（%）	15.7	14.6	18.2	2.5	3.7
經營利潤率（%）	4.4	2.0	7.0	2.6	4.9
純利率（%）	4.5	(1.1)	4.9	0.4	6.0

來源：藍思科技，大華繼顯

分析

- 利潤率擴張推動 2026 年第 2 季度的利潤表現穩健超預期。收入按年下跌 7.4%，但按季增長 4.2%至人民幣 147 億元，略低於市場預期的人民幣 149 億元，主要歸因於消費設備出貨量疲弱。毛利率按年擴大 2.5 個百分點、按季擴大 3.7 個百分點至 18.2%，較市場預期高出 2.5 個百分點，主因是削減低毛利的組裝業務以及良率提升。這推動了純利按年增長 1.8%至人民幣 7.26 億元，自 2026 年第 1 季度的人民幣 1.5 億元淨虧損轉虧為盈，較市場共識預期高出 48.7%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 （人民幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
淨營業額	69,897	74,410	73,779	88,207	104,902
息稅折舊攤銷前利潤	9,404	10,068	11,245	13,455	16,154
經營利潤	4,251	5,090	5,295	7,177	9,544
純利（報告 / 實際）	3,624	4,018	4,736	6,430	8,555
純利（經調整）	3,624	4,018	4,736	6,430	8,555
每股收益（分）	73.0	80.9	95.4	129.5	172.3
市盈率（倍）	27.4	24.7	21.0	15.5	11.6
市賬率（倍）	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	16.5	15.4	13.8	11.6	9.6
股息收益率（%）	1.5	1.9	2.4	3.2	4.3
純利率（%）	5.2	5.4	6.4	7.3	8.2
債務／（現金）淨額與權益（%）	7.1	0.0	(2.4)	(13.4)	(19.1)
利息保障倍數（倍）	(199.1)	476.0	111.4	149.6	204.6
股本回報率（%）	7.6	7.8	8.4	10.7	13.2
市場預期純利	-	-	4,676	6,685	8,622
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.01	0.96	0.99

來源：藍思科技，彭博，大華繼顯

分析師

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李澍謙

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

買入（維持）

股價	港幣 22.96 元
目標價	港幣 43.10 元
上升空間	+87.7%
早前目標價	港幣 43.70 元

股票數據

行業	專業科技硬件
股份代號	6613 HK
已發行股份（百萬股）	4,964
市值（港幣 1 百萬元）	156,824
市值（美金 1 百萬元）	20,023
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	77.9

價格表現(%)

52 週最高 / 最低		港幣 33.94 元 / 港幣 15.68 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
5.0	5.3	(15.8)	(5.4)	(9.0)

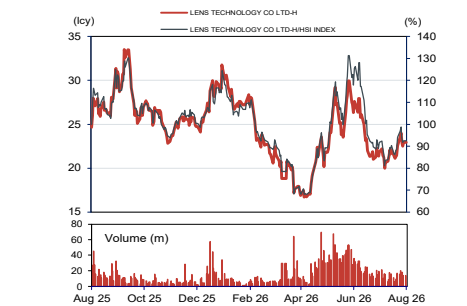
主要股東（%）

藍思科技（香港）有限公司	53.13
長沙群信投資	5.38

資產負債表指標

2026 年每股資產淨值（人民幣）	1.71
2026 年每股淨現金（人民幣）	(0.27)

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

藍思科技股份有限公司是精密玻璃、藍寶石及陶瓷組件製造領域的全球領導者。該公司由周群飛於 2003 年創立，主要為蘋果（約佔收入 50%）、三星及小米等主要消費電子品牌供應防護玻璃、玻璃後蓋、金屬機殼及超薄玻璃（UTG）。藍思科技已拓展業務至智能汽車、人工智能伺服器組件（透過收購源特科技）以及用於衛星應用的航天級超薄柔性玻璃。

- 管理層認為其傳統智能手機業務板塊最壞的時期已經過去，並預期隨着記憶體供應限制改善、主要客戶產能提升，以及 Android 出貨量回升，未來數季將迎來復甦。受惠於其主要客戶推出摺疊式產品前，高階配置價值提升（UTG 柔性玻璃、3D 玻璃及鈦金屬中框），毛利率將於 2026 年下半年擴充。旗艦產品出貨量 Apple 智能手機仍嚴格按計劃於 2026 年第 4 季度推出，而基礎後續型號則預計延展至 2027 年第 1 季度。
- 汽車業務板塊已做好準備，在 2026 年後期至 2027 年間持續擴大利潤率。隨着墨西哥廠房初期的設立效率低下問題現已得以解決，海外業務將由負累轉變為明顯的利潤推動力。與此同時，國內核心設施擴大產能，加上產品組合轉向複雜、高價值的一體化解決方案（例如曲面抬頭顯示器（HUD）模組、中控顯示面板及結構性 B 柱），將持續為利潤率提供上升動力。
- 具身智能、人工智能基礎設施、商業航天以及 TGV 玻璃基板勢將推動長期增長。在具身智能領域，藍思科技已建立了一條關鍵具身機械人模組的全自動化生產線，年產能達 40 萬套，並已取得智元機械人的兩大重要設計定點。在人工智能伺服器基礎設施方面，藍思科技已完成 36,000 套機櫃結構件及 50,000 套液冷系統的生產線建設。3 至 4 家北美客戶的認證進展順利，預計量產將於 2026 年第 4 季度開始。在 TGV 玻璃基板方面，一座 30,000 平方米的無塵室正與英特爾（Intel）及三星（Samsung）合作興建。該公司目前目標是在 2026 年底前完成首條試產線的建設，隨後於 2027 年開始量產。

估值 / 建議

- 維持藍思科技-H「買入」評級，並將藍思科技-A 由「持有」上調至「買入」。我們將藍思科技 A 股的目標價下調至人民幣 48.4 元，因我們將目標市盈率更新為較低的 37.4 倍 2027 年預測市盈率，即較歷史平均值高出 2 個標準差。我們將藍思科技 H 股的目標價下調至港幣 43.1 元，此估值乃基於 29.9 倍 2027 年預測市盈率以及較藍思科技 A 股折讓 20%。

盈利預測調整/風險

- 由於我們上調了汽車業務及智能手機零部件業務的利潤率假設，我們將 2026 年至 2028 年的預測分別上調 11.6% / 1.4% / 0.1% 至人民幣 47.36 億元 / 人民幣 64.3 億元 / 人民幣 85.55 億元。這被組裝收入假設較低以及智能裝置利潤率假設較低所部分抵銷。

2026 至 2028 年預測之變動

截至12月31日止年度 (人民幣1百萬元)	舊估計			最新估計			差異(%)		
	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
收入	75,152	90,877	107,664	73,779	88,207	104,902	(1.8)	(2.9)	(2.6)
智能手機及電腦	60,662	74,462	89,044	59,289	71,792	86,281	(2.3)	(3.6)	(3.1)
智能汽車與智能座艙	7,108	8,174	9,400	7,108	8,174	9,400	0.0	0.0	0.0
智能頭戴式顯示器及智能穿戴裝置	4,774	5,490	6,313	4,774	5,490	6,313	0.0	0.0	0.0
其他智能裝置	1,209	1,330	1,463	1,209	1,330	1,463	0.0	0.0	0.0
利潤率(%)	15.1	16.5	17.6	16.6	17.5	18.5	1.5	1.0	0.9
智能手機及電腦	14.8	16.0	17.4	17.2	17.9	18.6	2.4	1.9	1.2
智能汽車與智能座艙	10.0	15.0	15.0	13.0	15.0	17.0	3.0	0.0	2.0
智能頭戴式顯示器及智能穿戴裝置	20.0	20.0	20.0	12.0	15.0	18.0	(8.0)	(5.0)	(2.0)
其他智能裝置	25.0	30.0	30.0	12.0	15.0	18.0	(13.0)	(15.0)	(12.0)
息稅前利潤(人民幣1百萬元)	4,729	7,065	9,522	5,295	7,177	9,544	12.0	1.6	0.2
純利(人民幣1百萬元)	4,243	6,338	8,543	4,736	6,430	8,555	11.6	1.4	0.1

來源：藍思科技、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
淨營業額	74,410	73,779	88,207	104,902
息稅折舊攤銷前利潤	10,068	11,245	13,455	16,154
折舊及攤銷	4,978	5,950	6,278	6,610
息稅前利潤	5,090	5,295	7,177	9,544
總其他非經營收入	(556)	211	252	300
聯營公司貢獻	93	-	-	-
淨利息收入／（支出）	(21)	(101)	(90)	(79)
除稅前溢利	4,605	5,405	7,339	9,764
稅項	(545)	(643)	(873)	(1,161)
少數股東權益	(23)	(27)	(37)	(49)
純利	4,037	4,736	6,430	8,555
純利（經常性）	4,018	4,736	6,430	8,555

現金流量

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
營運	11,465	8,602	14,501	12,934
除稅前溢利	4,605	5,405	7,339	9,764
稅項	(545)	(643)	(873)	(1,161)
折舊／攤銷	4,978	5,950	6,278	6,610
聯營公司	3	4	5	6
營運資金變動	1,725	(2,211)	1,667	(2,358)
非現金項目	217	211	252	300
其他營運現金流量	481	(114)	(167)	(227)
投資	(9,617)	(5,317)	(5,318)	(5,317)
資本支出（增長）	(8,511)	(5,317)	(5,318)	(5,317)
投資	-	-	-	-
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(1,105)	-	-	-
融資	(2,964)	(2,951)	(3,456)	(4,290)
支付股息	(1,482)	(1,850)	(2,368)	(3,215)
發行股份	-	-	-	-
借款所得款項	5,000	5,000	5,001	5,002
償還貸款	(6,000)	(6,000)	(5,999)	(5,998)
其他／已付利息	(482)	(101)	(90)	(79)
現金流入（流出）淨額	(1,115)	334	5,728	3,326
年初現金及現金等價物	10,937	9,653	9,988	15,715
因外匯影響所致的變動	(168)	-	-	-
年末現金及現金等價物	9,653	9,988	15,715	19,042

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度（人民幣 1 百萬元）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
固定資產	42,622	42,012	41,086	39,838
其他長期資產	12,244	12,221	12,187	12,142
現金／短期投資	9,653	9,988	15,715	19,042
其他流動資產	19,820	19,737	26,539	27,469
資產總額	84,339	83,957	95,528	98,491
短期債務	5,292	4,292	3,294	2,298
其他流動負債	18,432	16,138	24,607	23,178
長期債務	4,367	4,367	4,367	4,367
其他長期負債	1,161	1,161	1,161	1,161
股東權益	55,023	57,909	61,971	67,311
少數股東權益	64	91	128	177
負債及權益總額	84,339	83,957	95,528	98,491

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
盈利能力				
毛利率	16.0	16.6	17.5	18.5
稅前利潤率	6.2	7.3	8.3	9.3
純利率	5.4	6.4	7.3	8.2
資產回報率	4.9	5.6	7.2	8.8
股本回報率	7.8	8.4	10.7	13.2
增長				
營業額	6.5	(0.8)	19.6	18.9
毛利	7.1	2.8	26.5	25.4
除稅前溢利	19.2	17.9	35.8	33.0
純利	10.9	17.9	35.8	33.0
純利（經調整）	10.9	17.9	35.8	33.0
每股收益	10.9	17.9	35.8	33.0
槓桿比率				
債務佔總資本比率	11.5	10.3	8.0	6.8
債務權益比率	17.6	15.0	12.4	9.9
淨債項與權益比率	0.0	(2.4)	(13.4)	(19.1)
利息保障倍數（倍）	476.0	111.4	149.6	204.6

李寧 (2331 HK)

2026 年上半年：純利優於預期；下調收入及純利率指引

重點摘要

- 李寧 2026 年上半年的純利好於預期。展望未來，面對充滿挑戰的消費環境，管理層將全年收入增長指引由高個位數下調至低個位數。
- 此外，由於 2026 年下半年主要受 Stephen Curry 的合作關係所帶動的廣告及推廣費用增加，純利率預期由原先的高單位數區間下調至中至高單位數區間。
- 維持買入，下調目標價 6%至港幣 21.8 元。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年上半 年	2025 年下半 年	2025 年上半 年	按年變動 (%)	按半年變動 (%)
總收入	15,235	14,782	14,817	2.8	3.1
毛利	7,751	7,074	7,415	4.5	9.6
毛利率 (%)	50.9	47.9	50.0	0.9	3.0
經營利潤	2,452	1,460	2,438	0.5	68.0
經營利潤率 (%)	16.1	9.9	16.5	(0.4)	6.2
應佔純利	1,816	1,198	1,737	4.5	51.6
應佔純利率 (%)	11.9	8.1	11.7	0.2	3.8

來源：李寧、大華繼顯

分析

- 2026 年上半年純利優於預期。李寧公布 2026 年上半年收入為人民幣 152.35 億元（按年+3%；按半年+3%）。毛利率為 50.9%（按年升 0.9 個百分點，按半年升 3.0 個百分點），主因批發及電子商務渠道的成本優化，足以抵銷直營零售渠道更大幅度折扣的影響。經營利潤為人民幣 24.52 億元（按年增長 1%，按半年增長 68%），經營利潤率為 16.1%（按年下降 0.4 個百分點，按半年上升 6.2 個百分點）。經營利潤率按年下降，主要由於廣告及宣傳費用增加（廣告及宣傳費用比率為 11.2%，按年上升 2.2 個百分點），因公司繼續專注於奧運會及國家隊合作，同時深化專業體育領域。純利為人民幣 18.16 億元（按年+5%，按半年+52%），較 VA 市場預期高出 5%，純利率為 11.9%（按年+0.2 個百分點，按半年+3.8 個百分點），主要得益於所得稅下降（實際稅率由 2025 年上半年的 33.3%降至 25.8%）。經營活動現金淨流入為人民幣 9.54 億元，按年下跌 60%，主要由於廣告及推廣開支增加（包括 Stephen Curry 合作關係的預付款項），以及政府補貼減少。該公司宣派中期股息每股人民幣 35.12 元分，意味派息比率為 50%（相比之下 2025 年上半年為 50%）。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
淨營業額	28,676	29,598	30,501	31,717	32,971
息稅折舊攤銷前利潤	6,379	6,161	4,739	5,263	5,770
經營利潤	3,678	3,898	3,171	3,540	3,920
純利 (報告/實際)	3,013	2,936	2,418	2,682	2,958
純利 (經調整)	3,013	2,936	2,418	2,682	2,958
每股收益 (分)	116.5	113.5	93.5	103.7	114.4
市盈率 (倍)	10.5	10.8	13.1	11.8	10.7
市賬率 (倍)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
企業價值/息稅折舊攤銷前利潤 (倍)	3.8	2.4	3.1	2.6	2.2
股息收益率 (%)	4.8	4.7	3.8	4.3	4.7
純利率 (%)	10.5	9.9	7.9	8.5	9.0
債務/(現金)淨額與權益 (%)	(71.9)	(74.3)	(71.8)	(71.2)	(71.0)
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 (%)	11.9	10.9	8.6	9.1	9.6
市場預期純利	-	-	2,733.9	3,079.9	3,430.6
大華繼顯/市場預期 (倍)	-	-	0.88	0.87	0.86

來源：李寧、彭博、大華繼顯

分析師

郭一辰

stella.guo@uobkh.com
+852 2236 6798

邱一展

hejann@uobkh.com
+603 2147 1995

買入 (維持)

股價	港幣 14.25 元
目標價	港幣 21.80 元
上升空間	+53.0%
早前目標價	港幣 23.30 元

股票數據

行業	非必需消費品
股份代號	2331 HK
已發行股份 (百萬股)	2,584.8
市值 (港幣 1 百萬元)	36,833.6
市值 (美金 1 百萬元)	4,697.4
3 個月平均每日成交額 (美金 1 百萬元)	44.5

價格表現(%)

52 週最高 / 最低		港幣 23.42 元/港幣 13.93 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(4.0)	(22.1)	(33.7)	(22.4)	(23.7)

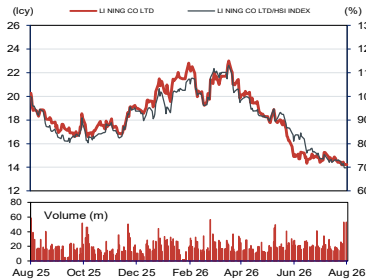
主要股東 (%)

非凡中國	10.40
布朗兄弟哈里曼	6.00

資產負債表指標

2026 財年每股資產淨值 (人民幣)	11.15
2026 財年每股淨現金 (人民幣)	7.85

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

李寧是中國領先的體育用品品牌之一。李寧品牌為其主要品牌。

- **2026 年下半年面臨日益嚴峻的挑戰；將收入增長指引下調至低個位數。**於 2026 年上半年，該公司錄得低個位數的零售流水增長。管理層指出，自 2026 年第 2 季度以來，頻繁的天氣干擾、需求疲弱以及折扣幅度加深均對售罄率造成壓力。**2026 年第 3 季度至今，該壓力未見任何緩和跡象，且零售流水低於內部目標，導致管理層預計 2026 年下半年將面臨日益嚴峻的經營挑戰。**因此，管理層已將全年收入增長指引下調至低單位數（相比此前的高單位數增長）。
- **毛利率改善受成本優化所帶動；目標為全年實現持平至微正數的毛利率水平。**於 2026 年上半年，毛利率按年上升 0.9 個百分點至 50.9%，主要受成本優化帶動（批發渠道+0.8 個百分點、電商渠道+0.2 個百分點、直營零售渠道-0.3 個百分點、其他+0.2 個百分點），而隨着競爭加劇，折扣幅度亦告加深。線下折扣於 2026 年上半年擴大約 3.5 個百分點，而電商折扣則加深低單位數個百分點。面對充滿挑戰的消費環境，管理層的目標是維持全年毛利率水平持平至錄得輕微正增長。
- **廣告及宣傳費用將於 2026 年下半年大幅增加；下調純利率指引至中至高單位數區間。**管理層觀點將廣告及推廣視為獲取體育資源和提升品牌價值的重要途徑，並將簽約 **Stephen Curry** 視為長期戰略品牌合作夥伴關係，而非特定產品線的近期銷售推動力。於 2026 年下半年，來自 **Curry** 合作關係的成本將大部分開始確認，加上新簽約的國家隊項目，預計廣告及宣傳費用將按年大幅增加。因此，純利率指引下調至中至高單位數區間（先前則為高單位數區間）。

盈利預測調整/風險

- **將我們對 2026/27 年度的盈利預測分別下調 17%/15%。**我們將 2026/27 年度的收入預測均下調 2%，以反映遜於預期的需求。為反映成本優化，我們將 2026/27 年度的毛利率預測均上調 0.1 個百分點。我們將 2026/27 年度的經營開支預測分別上調 1.6 個百分點 / 1.3 個百分點，以反映較高的廣告及推廣成本。因此，我們將 2026/27 年度的盈利預測分別下調 17%/15%。

估值 / 建議

- **維持「買入」評級，但下調目標價 6%至港幣 21.8 元。**我們基於現金流折現法（DCF）計算的目標價，意味着其對應 2026 年預測 市盈率 的 20.7 倍以及 2027 年預測 市盈率 的 18.7 倍。該股票目前的交易估值為 2026 年預測 市盈率 的 13.1 倍及 2027 年預測 市盈率 的 11.8 倍。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
淨營業額	29,598.4	30,500.8	31,716.6	32,970.6
息稅折舊攤銷前利潤	6,160.9	4,739.1	5,263.4	5,770.2
折舊及攤銷	2,004.8	1,439.0	1,591.6	1,716.3
息稅前利潤	3,898.2	3,171.4	3,540.4	3,919.8
總其他非經營收入	0.0	0.0	0.0	0.0
聯營公司貢獻	257.9	128.8	131.4	134.0
淨利息收入／(支出)	33.1	150.5	154.8	166.6
除稅前溢利	4,189.2	3,450.6	3,826.6	4,220.5
稅項	(1,253.5)	(1,032.5)	(1,145.0)	(1,262.8)
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
純利	2,935.7	2,418.1	2,681.7	2,957.6
純利 (經調整)	2,935.7	2,418.1	2,681.7	2,957.6

現金流

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
營運	4,851.5	2,883.2	3,308.4	3,697.1
除稅前溢利	4,189.2	3,450.6	3,826.6	4,220.5
稅項	(1,253.5)	(1,032.5)	(1,145.0)	(1,262.8)
折舊及攤銷	2,004.8	1,439.0	1,591.6	1,716.3
營運資金變動	162.3	26.1	35.1	23.1
非現金項目	657.0	0.0	0.0	0.0
其他營運現金流量	(942.2)	(1,000.0)	(1,000.0)	(1,000.0)
投資	6,634.0	(1,300.0)	(1,300.0)	(1,300.0)
資本支出 (增長)	(1,293.0)	(1,300.0)	(1,300.0)	(1,300.0)
投資	(69.4)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
出售資產所得款項	14.9	0.0	0.0	0.0
其他	7,981.4	50.0	50.0	50.0
融資	(2,155.0)	(1,315.6)	(1,286.6)	(1,422.0)
支付股息	(1,399.9)	(1,315.6)	(1,286.6)	(1,422.0)
發行股份	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款項	5,920.0	0.0	0.0	0.0
償還貸款	(5,920.0)	0.0	0.0	0.0
其他 / 已付利息	(755.1)	0.0	0.0	0.0
現金流入 (流出) 淨額	9,330.5	267.6	721.8	975.1
年初現金及現金等價物	7,498.6	16,716.6	16,984.1	17,705.9
因外匯影響所致的變動	(112.5)	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等價物	16,716.6	16,984.1	17,705.9	18,681.0

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
固定資產	4,753.7	5,191.7	5,573.7	5,906.7
其他長期資產	10,010.7	10,433.8	10,760.2	11,010.8
現金 / 短期投資	16,716.6	16,984.1	17,705.9	18,681.0
其他流動資產	6,233.1	6,389.8	6,600.9	6,818.7
資產總額	37,714.1	38,999.4	40,640.7	42,417.2
短期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流動負債	8,061.1	8,243.9	8,490.1	8,731.0
長期債務	0.0	0.0	0.0	0.0
其他長期負債	2,025.5	2,025.5	2,025.5	2,025.5
股東權益	27,627.5	28,730.1	30,125.1	31,660.7
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0
負債及權益總額	37,714.1	38,999.4	40,640.7	42,417.2

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	20.8	15.5	16.6	17.5
稅前利潤率	14.2	11.3	12.1	12.8
純利率	9.9	7.9	8.5	9.0
資產回報率	8.0	6.3	6.7	7.1
股本回報率	10.9	8.6	9.1	9.6
增長				
營業額	3.2	3.0	4.0	4.0
息稅折舊攤銷前利潤	(3.4)	(23.1)	11.1	9.6
除稅前溢利	1.9	(17.6)	10.9	10.3
純利	(2.6)	(17.6)	10.9	10.3
純利 (經調整)	(2.6)	(17.6)	10.9	10.3
每股收益	(2.6)	(17.6)	10.9	10.3
槓桿比率				
債務佔總資本比率	不適用	不適用	不適用	不適用
債務權益比率	不適用	不適用	不適用	不適用
債務／(現金) 淨額與權益	(74.3)	(71.8)	(71.2)	(71.0)
利息保障倍數 (倍)	不適用	不適用	不適用	不適用

中國平安保險（集團）股份有限公司

（2318 HK）

2026 年上半年：穩健增長

重點摘要

- 平安於 2026 年上半年錄得營運利潤（OPAT）增長加快至 8%，得益於資產管理及銀行業務強勁復甦，而壽險及產險分部業績則受較高稅率拖累。
- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 75 元不變。

2026 年上半年業績

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2026 年上 半年	2025 年上 半年	按年%	2026 年第 2 季度	按年%
集團營運稅後利潤	84,196	77,732	8.3	43,416	9.0
人壽及健康保險	52,885	52,435	0.9	24,790	-3.1
財產及意外保險	8,772	10,010	-12.4	5,970	-11.9
銀行業務	14,894	14,414	3.3	6,476	3.7
資產管理	9,172	2,723	236.8	5,990	265.7
科技	132	811	-83.7	202	-23.5
集團純利	92,585	68,047	36.1	67,563	64.7
首年保費	101,825	85,574	19.0	35,485	-11.3
新業務價值	24,847	22,335	11.2	9,273	-1.8

來源：平安、大華繼顯

分析

- 符合預期。中國平安保險集團（平安）於 2026 年上半年歸屬於母公司的稅後經營利潤（OPAT）按年大增 8%至人民幣 842 億元，佔我們全年預測的 60%。純利按年增長 36%，增速加快，主要受以下因素推動：a)人民幣 42 億元的正向短期投資偏差，以及 b)平安發行的可換股債券的重估收益。宣派中期每股派息人民幣 0.98 元，按年增加 3.2%。
- 新業務價值增長略遜於預期。新業務價值（NBV）增長於 2026 年上半年放緩至按年 11%，意味着 2026 年第 2 季度按年下降 2%（2026 年第 1 季度：+21%）。2026 年上半年的增長受到銷量增長 19%所帶動，但部分被利潤率受壓 1.6 個百分點所抵銷，主要由於 2025 年底的不利營運假設變動，以及產品組合轉向利潤率較低的分紅產品。按渠道劃分，代理及銀行保險渠道於 2026 年上半年錄得新業務價值（NBV）同比增長 5%/18%。儘管因費用率監管收緊（《65 號文》）導致銀保渠道在 2026 年第 2 季度的銷售受阻，但在渠道持續多元化及產品組合優化的支撐下，管理層對新業務價值（NBV）增長給出了更強勁的指引。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2024	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
保險收入（人壽及健康保險）	86,031	84,035	86,899	87,926	89,954
保險收入（產險）	328,146	338,912	372,853	396,984	418,774
銀行業務收入	146,695	131,442	146,708	151,834	158,400
歸屬於母公司的 OPAT	121,863	134,415	141,463	146,700	153,845
純利（報告／實際）	126,607	134,778	150,996	156,411	162,149
每股收益（分）	695.3	740.1	829.2	858.9	890.4
市盈率（倍）	7.3	6.9	6.2	5.4	6.4
市帳率（倍）	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
股息收益率（%）	4.5	4.5	5.1	5.3	5.6
綜合成本率（%）	98.3	96.8	96.8	96.6	96.3
股本回報率（%）	13.9	14.0	14.4	13.6	12.9
市場預期純利	-	-	147,823	160,204	174,212
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	1.02	0.98	0.93

來源：平安、彭博、大華繼顯

分析師

林錠輝

kennylim@uobkh.com
+603 2147 1924

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com
+852 2236 6799

買入（維持）

股價	港幣 56.20 元
目標價	港幣 75 元
上升空間	33.5%

股票數據

行業	金融
股份代號	2318 HK
已發行股份（百萬股）	7,447.6
市值（港幣 1 百萬元）	1,082,058.3
市值（美金 1 百萬元）	137,998.3
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	253.0

價格表現(%)

52 週最高 / 最低		港幣 74.70 元/港幣 50 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(0.1)	(7.6)	(20.5)	(2.8)	(13.7)

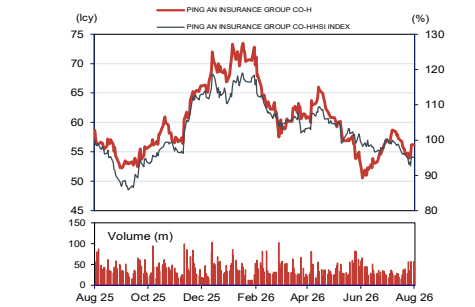
主要股東（%）

深圳市投資控股有限公司	5.3
中央匯金資產管理有限責任公司	2.6

資產負債表指標

2026財年每股企業價值（人民幣）	89.2
2026財年股本回報率（%）	14.4

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

中國平安保險集團是中國最大的金融集團之一。其透過人壽及健康保險、財產及意外保險、銀行業務、資產管理以及科技業務分部提供產品與服務。

- 在稅款增加的背景下，壽險分部的營運稅後利潤增長受壓。壽險分部營運稅後利潤（OPAT）按年僅微升 1%，主要由於正向營運偏差及投資服務業績的增長，在很大程度上被合約服務邊際（CSM）釋放放緩（按年-3%）以及實際稅率上升（+6.3 個百分點至 11.8%）所抵銷。CSM 餘額按半年增長 2%，符合管理層於 2026 年實現正增長的目標。
- 儘管承保及投資表現穩健，但財產及意外保險業務亦受到較高稅率的拖累。Ping 平安產險的承保利潤按年增長 6%，受綜合成本率改善 0.1 個百分點所帶動，主要來自汽車險分部（綜合成本率：按年-0.6 個百分點）。投資收益亦按年增長 8%，但由於實際稅率上升（按年增加 12 個百分點至 32%），導致財產及意外保險營運稅後利潤（P&C OPAT）按年下降 12%。管理層表示，稅率較高是由於確認銀行股持倉的免稅股息收入時出現時間差異所致。
- 平安銀行盈利持續錄得正增長。Ping 平安銀行於 2026 年上半年錄得營業收入 / 盈利按年增長 2% / 3%，主要受以下因素支持：a)淨息差保持穩定；b)非利息收入增長 6%；以及 c)信貸成本下降（按年減少 5 個基點）。資產質素大致保持穩定，不良貸款（NPL）比率及撥備覆蓋率按季持平，分別為 1.05%及 220%。管理層亦提及不良貸款生成率有所改善（按年下降 49 個基點至 1.15%）。
- 資產管理分部是 2026 年上半年營運稅後利潤增長的核心推動力。在有利的資本市場環境及減值減少帶動下，資產管理業務的營運稅後利潤（OPAT）於 2026 年上半年按年急增 2.4 倍至人民幣 92 億元。其中，受惠於 A 股市場成交量上升，平安證券盈利按年增長 32%至人民幣 40 億元。
- 投資表現好壞參半。總投資收益按年大增 42%至人民幣 1,369 億元，但由於高股息股票表現欠佳，綜合收益率按年下降 1.0 個百分點，而淨投資收益率亦因固定收益收益率下降而下跌 0.4 個百分點。我們亦注意到投資減值虧損達人民幣 15 億元（相較於 2025 年上半年撥回人民幣 4.01 億元）。Ping 平安亦將非標準債權投資按季削減 4%至人民幣 2,840 億元，佔總投資組合的 4.3%。

估值 / 建議

- 維持「買入」評級，目標價維持港幣 75 元不變。我們的目標價乃基於分部估值法（SOTP）得出，這意味著其相當於 2026 年預測集團內含價值（企業價值）的 0.8 倍。平安現時估值為 0.6 倍 2026 年預測 P/企業價值（-0.9 個標準差），股息率達 5%，具備吸引力。

盈利預測調整/風險

- 無變更。

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
保險收入（人壽及健康保險）	84,035	86,899	87,926	89,954
保險收入（產險）	338,912	372,853	396,984	418,774
索償及保險利益	-328,195	-360,766	-383,383	-403,375
承保利潤 /（虧損）	110,600	113,936	116,793	121,426
投資收益	39,228	41,547	43,028	46,139
利息收入（銀行業務）	88,021	100,312	103,721	108,497
其他收入	40,162	42,493	43,891	45,255
非保險業務的一般及行政費用	-84,607	-94,611	-97,659	-101,172
公司應佔 OPAT	134,415	141,463	146,700	153,845
公司應佔純利	134,778	150,996	156,411	162,149
新業務價值	36,897	47,526	52,571	57,871
CSM 基準	725,119	727,502	734,673	747,010

營業比率

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
資本相關				
償付能力比率	212.2	214.3	216.4	218.6
股東資金/資產總額	7.2	7.5	7.8	8.0
資產總額 / 權益（倍）	13.9	13.4	12.9	12.4
流動性				
速動資產 / 短期負債	89.8	90.5	93.0	94.7
流動資產 / 資產總額	36.6	35.7	35.5	35.0
估值				
P/企業價值（倍）	0.6	0.6	0.5	0.5
經調整市盈率（倍）	6.9	6.2	5.4	6.4
股息收益率	4.5	5.1	5.3	5.6
派息比率	34.5	34.7	34.7	35.1

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
現金	1,440,035	1,500,599	1,641,665	1,738,611
貸款及墊款	3,409,074	3,492,565	3,597,342	3,705,262
投資（股票及固定收益）	8,340,260	8,946,905	9,488,534	10,118,419
再保險公司應佔保險負債份額	25,515	28,067	30,873	33,960
聯營公司及合營企業	141,251	155,376	170,914	188,005
固定資產（包括物業）	175,193	165,098	171,504	178,456
其他資產	394,620	408,218	416,655	425,514
資產總額	13,925,948	14,696,828	15,517,488	16,388,229
已售出資產（回購協議）	643,547	675,724	709,511	744,986
客戶存款	3,809,246	3,876,419	3,936,967	3,996,005
應付保險賬款	106	107	108	109
保險合約負債	5,360,910	5,789,783	6,252,965	6,753,203
次級債務	853,661	896,344	941,161	988,219
其他負債	1,814,582	1,882,500	1,953,175	2,026,731
負債總額	12,482,052	13,120,877	13,793,887	14,509,252
股東資金	1,000,419	1,099,074	1,205,433	1,317,316
少數股東權益 - 累計	415,569	445,159	488,238	533,554
權益及負債總額	13,387,519	14,380,731	14,380,732	14,380,733
L&H 企業價值	928,631	1,018,079	1,123,190	1,242,668
集團企業價值	1,504,288	1,624,340	1,763,859	1,919,246

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
增長				
毛保費，按年變動	6.7	7.6	7.6	7.7
首年保費，按年變動	1.5	17.4	9.0	9.0
新業務保費，按年變動	29.3	28.8	10.6	10.1
投資收益，按年變動	0.4	17.5	2.9	5.3
純利，按年變動	6.5	12.0	3.6	3.7
盈利能力				
綜合成本率（財產及意外保 險）	96.8	96.8	96.6	96.3
淨投資收益率	3.1	3.6	3.4	3.3
總投資收益率	3.8	3.4	3.3	3.3
NBM 佔 FYP 百分比	23.4	25.5	26.1	26.5
呈報股本回報率	14.0	14.4	13.6	12.9

中興通訊（763 HK）

2026 年第 2 季度：營運商網絡利潤率遜預期加劇組合拖累；人工智能伺服器業務維持穩健；維持持有

重點摘要

- 中興通訊 2026 年第 2 季度收入按年增長 11.5%，按季增長 23.0%至人民幣 430 億元。毛利率按年急跌 7.7 個百分點，按季急跌 5.1 個百分點至 23.2%，而純利按年下跌 44.6%至人民幣 14.42 億元（按季增長 10.1%），低於我們預期，主要由於運營商網絡盈利能力疲弱所致。
- 在 6G 建設全面展開之前的未來數年，利潤率的惡化似乎具有結構性。盈利能力很可能會繼續保持疲弱。
- 維持持有。下調目標價至港幣 22.3 元。

2026 年第 2 季度業績

截至 12 月 31 日止年度 （人民幣 1 百萬元）	2025 年第 2 季度	2026 年第 1 季度	2026 年第 2 季度	按年（%）	按季%
收入	38,585	34,988	43,037	11.5	23.0
毛利	11,921	9,893	9,991	(16.2)	1.0
經營利潤	1,658	1,571	691	(58.3)	(56.0)
純利	2,604	1,310	1,442	(44.6)	10.1
利潤率（%）					
毛利率	30.9	28.3	23.2	(7.7)	(5.1)
經營毛利率	4.3	4.5	1.6	(2.7)	(2.9)
純利率	6.8	3.7	3.4	(3.4)	(0.4)

來源：中興通訊、大華繼顯

分析

- 由於組合變動導致營運商網絡利潤率急劇惡化，2026 年第 2 季度業績未達預期。2026 年第 2 季度收入按年增長 11.5%，按季增長 23.0%至人民幣 430 億元，銷量主要由政府及企業（G&C）業務分部帶動。毛利率按年惡化 7.7 個百分點及按季惡化 5.1 個百分點至 23.2%，此乃由於以下各項綜合因素所致：a) 因業務分部內部組合變動，營運商網絡盈利能力大幅下滑；以及 b) 毛利率亦顯著較低的政府及企業（G&C）分部貢獻增加。受較低的經營開支比率部分抵銷，經營利潤按年下降 58.3%及按季下降 56.0%至人民幣 6.91 億元，而純利為人民幣 14.42 億元，遠低於市場預期，按年下降 44.6%。

主要財務資料

截至 12 月 31 日止年度 （人民幣 1 百萬元）	2024	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
淨營業額	121,299	133,895	155,478	176,864	198,845
息稅折舊攤銷前利潤	12,045	7,567	6,596	9,090	10,288
經營利潤	7,403	3,215	3,361	5,648	6,880
純利（報告 / 實際）	8,425	5,618	4,876	6,753	7,716
每股收益（分）	178.0	117.4	101.9	141.2	161.3
市盈率（倍）	12.2	17.5	20.2	14.6	12.8
市賬率（倍）	1.7	1.7	2.0	2.2	2.3
企業價值／息稅折舊攤銷前利潤（倍）	10.0	14.9	17.6	13.0	11.7
股息收益率（%）	1.7	1.7	1.5	2.1	2.4
純利率（%）	6.9	4.2	3.1	3.8	3.9
債務／（現金）淨額與權益（%）	31.7	20.7	31.0	37.2	44.1
利息保障倍數（倍）	(28.0)	(14.2)	(209.9)	29.7	19.8
股本回報率（%）	12.0	7.6	7.1	11.3	13.8
市場預期純利	-	-	5,942	6,970	7,897
大華繼顯／市場預期（倍）	-	-	0.82	0.97	0.98

來源：中興通訊、彭博、大華繼顯

分析師

任仲民

johnny.yum@uobkh.com
+852 2235 6760

李樹謙

murphy.li@uobkh.com
+852 2826 4867

持有（維持）

股價	港幣 23.86 元
目標價	港幣 22.30 元
上升空間	-6.7%
早前目標價	港幣 23.20 元

股票數據

行業	資訊科技
股份代號	763 HK
已發行股份（百萬股）	4,783
市值（港幣 1 百萬元）	114,128
市值（美金 1 百萬元）	14,632
3 個月平均每日成交額（美金 1 百萬元）	82.2

價格表現(%)

52 週最高 / 最低		港幣 46.46 元 / 港幣 21.52 元		
1 個月	3 個月	6 個月	1 年	年初至今
(2.2)	0.3	(11.7)	(23.8)	(12.0)

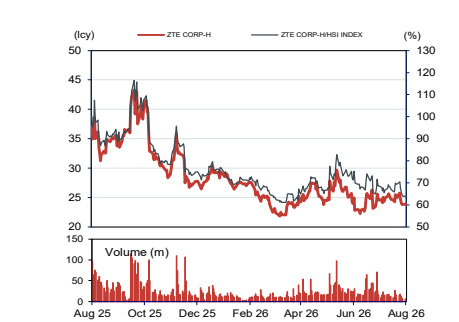
主要股東（%）

中興新	20.09
-----	-------

資產負債表指標

2026 年每股資產淨值（人民幣）	10.74
2026 年每股淨債項（人民幣）	4.75

股價圖表



來源：彭博

公司介紹

中興通訊股份有限公司開發及銷售交換機、接入伺服器、視像會議系統、流動通訊系統、數據通訊設備以及光通訊設備。

- 2026 年上半年按分部劃分的業績：a)營運商網絡業務收入按年下跌 9.4%，但按半年回升 14.3%至 2026 年上半年的人民幣 318 億元，已低於預期。此外，毛利率按年急挫 14.9 個百分點，按半年跌 3.9 個百分點至 38.1%，主要由於國內電訊資本支出持續疲弱，且收入結構進一步轉向海外項目及國內市場的非核心網絡銷售，而兩者的利潤率均明顯較低；b)受人工智能相關銷售帶動，政府及企業業務收入於 2026 年上半年按年增長 43.5%，按半年增長 53.8%至人民幣 276 億元。值得注意的是，受惠於規模效益改善，以及毛利率較高的人工智能伺服器相關業務開支佔比上升，2026 年上半年毛利率顯著改善，按年上升 7.6 個百分點，按半年上升 2.0 個百分點至 15.8%；及 c)2026 年上半年，消費者業務收入按年增長 8.1%，按半年增長 12.3%至人民幣 186 億元，略高於我們的預期，毛利率按年微升 0.6 個百分點至 18.3%（按半年下降 0.5 個百分點）。
- 營運商網絡利潤率指引預期維持疲弱，且該跌幅屬於結構性而非競爭所致。預計全年營運商網絡毛利率約為 40%（2026 年上半年：38.1%）。然而，上述海外 / 非核心網絡業務組合的轉變將在 6G 到來之前持續，且這在可預見的未來可能會繼續壓抑其盈利能力。
- 政府及企業業務仍為主要增長動力，其動能並延伸至 2026 年下半年及 2027 年持續增強。伺服器目前貢獻約 80%的板塊收入，管理層指引 2026 年下半年板塊收入至少按半年持平並可能更好（2026 年上半年：人民幣 276 億元，按年+43.5%）；超級節點產品將於 2026 年下半年開始出貨，預計 2027 年進行大規模國內部署，為 2027 年起強勁的板塊增長提供支撐。由於上游零部件成本通脹推高伺服器定價帶動平均售價（ASP）走強，加上自家研發零部件佔比隨時間推移而增加，分部毛利率（2026 年上半年：15.8%）應會保持上升趨勢。
- 就消費者業務而言，管理層預期 2026 年收入將按年增長 5-10%，利潤率維持穩定，主要受惠於平均售價（ASP）上升（海外電競 / 功能型手機對價格較不敏感，而家居終端價格隨記憶體成本上漲）、成本較低的記憶體庫存儲備，以及利潤率較高的 AI 智能顯示屏所帶來的產品組合優化。

估值 / 建議

- 維持「持有」評級，由於我們將估值基礎順延至 2027 年預測 市盈率，目標價下調至港幣 22.3 元。我們的目標價仍基於 13.6 倍 2027 年預測 市盈率，較其五年歷史平均值低 2 個標準差。

盈利預測調整/風險

- 由於我們計入營運商網絡業務低得多的利潤率，我們將 2026-28 年純利預測分別大幅下調 34.3%/14.3%/12.4%至人民幣 48.76 億元/人民幣 67.53 億元/人民幣 77.16 億元。這部分被更佳的成本控制、人工智能伺服器及消費類產品的強勁銷量，以及非營運商網絡業務在價格上調和穩健庫存管理帶動下的更佳盈利能力所抵銷。

2026 至 2028 年預測之變動

截至12月31日止年度 (人民幣百萬元)	舊估計			最新估計			差異(%)		
	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測	2026 年預測	2027 年預測	2028 年預測
收入	148,930	168,506	186,367	155,478	176,864	198,845	4.4	5.0	6.7
毛利	43,679	47,574	52,729	41,142	46,326	52,017	(5.8)	(2.6)	(1.3)
經營利潤	6,298	7,133	8,374	3,361	5,648	6,880	(46.6)	(20.8)	(17.8)
呈報純利	7,427	7,880	8,809	4,876	6,753	7,716	(34.3)	(14.3)	(12.4)
毛利率 (%)	29.3	28.2	28.3	26.5	26.2	26.2	(2.9)	(2.0)	(2.1)
經營利潤率 (%)	4.2	4.2	4.5	2.2	3.2	3.5	(2.1)	(1.0)	(1.0)
純利率 (%)	5.0	4.7	4.7	3.1	3.8	3.9	(1.9)	(0.9)	(0.8)

來源：中興通訊、大華繼顯

損益表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
淨營業額	133,895	155,478	176,864	198,845
息稅折舊攤銷前利潤	7,567	6,596	9,090	10,288
折舊及攤銷	(4,352)	(3,235)	(3,442)	(3,408)
息稅前利潤	3,215	3,361	5,648	6,880
總其他非經營收入	2,488	1,627	1,627	1,627
聯營公司貢獻	373	373	373	373
淨利息收入／（支出）	227	16	(190)	(348)
除稅前溢利	6,303	5,377	7,458	8,532
稅項	(738)	(538)	(746)	(853)
少數股東權益	53	37	41	37
純利	5,618	4,876	6,753	7,716

現金流量

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
營運	3,919	18,372	11,484	12,519
除稅前溢利	6,303	5,377	7,458	8,532
稅項	(7,648)	(7,648)	(7,648)	(7,648)
折舊 / 攤銷	4,352	3,235	3,442	3,408
聯營公司	(373)	(373)	(373)	(373)
營運資金變動	(7,769)	55	(4,810)	(4,905)
非現金項目	9,055	17,726	13,415	13,506
其他營運現金流量	-	-	-	-
投資	(6,876)	(11,759)	(12,072)	(12,420)
資本支出（增長）	(3,893)	(4,321)	(4,463)	(4,622)
投資	(1,422)	(5,720)	(5,720)	(5,720)
出售資產所得款項	-	-	-	-
其他	(1,561)	(1,717)	(1,889)	(2,078)
融資	530	(1,951)	(1,689)	(2,347)
支付股息	(4,368)	(1,951)	(1,689)	(2,347)
發行股份	-	-	-	-
淨額借款所得款項	5,473	-	-	-
其他 / 已付利息	(575)	-	-	-
現金流入（流出）淨額	(2,427)	4,663	(2,278)	(2,249)
年初現金及現金等價物	28,026	25,482	30,145	27,867
因外匯影響所致的變動	(117)	-	-	-
年末現金及現金等價物	25,482	30,145	27,867	25,619

資產負債表

截至 12 月 31 日止年度 (人民幣 1 百萬元)	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年預 測
固定資產	13,422	13,208	12,907	12,560
其他長期資產	60,384	61,345	61,377	61,590
現金 / 短期投資	25,482	30,145	27,867	25,619
其他流動資產	118,451	118,014	129,572	141,281
資產總額	217,739	222,712	231,724	241,049
短期債務	3,629	3,629	3,629	3,629
其他流動負債	75,631	94,235	107,370	120,738
長期債務	45,713	45,713	45,713	45,713
其他長期負債	17,126	17,126	17,126	17,126
股東權益	75,426	61,831	57,748	53,743
少數股東權益	216	179	138	101
負債及權益總額	217,739	222,712	231,724	241,049

關鍵指標

截至 12 月 31 日止年度（%）	2025	2026 年預 測	2027 年預 測	2028 年 預測
盈利能力				
毛利率	30.3	26.5	26.2	26.2
稅前利潤率	4.7	3.5	4.2	4.3
純利率	4.2	3.1	3.8	3.9
資產回報率	2.6	2.2	2.9	3.2
股本回報率	7.6	7.1	11.3	13.8
增長				
營業額	10.4	16.1	13.8	12.4
毛利	(11.9)	1.6	12.6	12.3
除稅前溢利	(31.7)	(14.7)	38.7	14.4
純利	(33.3)	(13.2)	38.5	14.3
純利（經調整）	(33.3)	(13.2)	38.5	14.3
每股收益	(34.0)	(13.2)	38.5	14.3
槓桿比率				
債務佔總資本比率	22.7	22.2	21.3	20.5
債務權益比率	65.4	79.8	85.4	91.8
淨債項與權益比率	20.7	31.0	37.2	44.1
利息保障倍數（倍）	(14.2)	(209.9)	29.7	19.8

恒生指數及恒生科技指數展望

分析師

大中華區研究團隊

research-hk@uobkh.com

譚文漢，特許財務分析師

munhon.tham@uobkh.com

+852 2236 6799

週線圖



來源: TradingView

日線圖



來源: TradingView

恒生指數

上日收市: 26,009.46

預期移動範圍: 25,090-28,050

技術觀點:

週線圖: 周线图上, 价格行为强势突破了一个持续数周的旗形整理形态, 确认了大周期主升趋势的高确定性延续。技术动能与大周期的上行扩张形成高度共振, 周线 RSI 稳定运行于 50 中轴上方, 并持续维持向上轨迹。这一源自周线级别整合形态的结构性突破, 标志着底层机构需求的强劲与持续, 预示着指数将展开向下一个上方主要阻力目标的延续性上攻。

日線圖: 价格行为在成功稳守转换支撑区域上方后, 进一步强力冲破了看涨旗形整理形态。多层结构的成功防守确认了买方的积极吸收, 维持了主升趋势的完整度。技术动能与价格扩张保持高度共振, RSI 稳定运行于偏多区域并持续向上倾斜。随着价格进一步上攻并测试前方主要阻力区, 结构性突破与动能扩张的共振将优先支持盘面展开延续性的向上推升。

週線圖



來源: TradingView

日線圖



來源: TradingView

恒生科技指數

上日收市: 4,766.16

預期移動範圍: 4,600-5,230

技術觀點:

週線圖: 价格行为在周线缺口阻力区域受到严密压制, 确认了上方强劲的筹码供给。技术动能持续遭受重压, RSI 运行于 50 中轴下方的空头区域。只要价格始终被压制在这一周线阻力底座下方, 盘面的最小阻力路径将优先支持向下扩展, 并向下一个支撑区域延伸。

日線圖: 价格行为目前依然被压制在即时阻力区域下方, 但卖方尚未驱动盘面跌破前期低点以确立结构性新低。技术动能维持中性盘整状态, RSI 指标围绕 50 中轴线震荡。当前的上方阻力区代表着关键的技术枢纽——若能向上有效突破, 价格将面临上方更为密集的阻力屏障; 反之, 若在该阻力位再次受阻, 则可能引发向下方基础支撑区的阶段性回调。

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."