

## 买入

## 外部环境致 FY23 收入承压，内销有望率先修复

敏华控股 (1999.HK)

2023-05-22 星期一

### 投资要点

目标价: **7.50 港元**  
 现价: 5.48 港元  
 预计升幅: 36.9%

### 重要数据

| 日期          | 2023/05/22 |
|-------------|------------|
| 收盘价 (港元)    | 5.48       |
| 总股本 (亿股)    | 39.22      |
| 总市值 (亿港元)   | 214.9      |
| 净资产 (亿港元)   | 125.5      |
| 总资产 (亿港元)   | 196.4      |
| 52 周高低 (港元) | 10.18/4.33 |
| 每股净资产 (港元)  | 2.95       |

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

敏华投资有限公司 61.1%

### 相关报告

敏华控股 (1999.HK) 深度报告: 功能沙发龙头, 领跑赛道, 潜力仍大-20201111

敏华控股 (1999.HK) 更新报告: 盈利能力显著改善, 静待内外销需求修复-20221125.pdf

### 研究部

姓名: 何丽敏

SFC: BTG784

电话: 0755-82846267

Email: helm@gyqz.com.hk

➤ **FY23 因疫情及地产景气度、海外库存高企影响，内外销承压：**  
 FY2023 公司主营收入同比-19.3%至 173.5 亿港元；归母净利润同比-14.8%至 19.1 亿港元。(1) **内销：** FY23 中国市场收入同比-15.9%至 110.9 亿港元 (人民币-10.2%)，国内市场占总收入 64%。**分品类，**内销沙发/床垫分别实现收入 75.5/27.3 亿港元，分别-12.5%/-19.8%；**分渠道，**内销线下/线上年分别实现收入 77.0/ 25.7 亿港元，同比分别-16.3%/ -8.9%。**线下门店方面，**内销市场门店数同比+8%至 6,471，净开店 503 个，闭店率个位数。**量价方面，**全年内销沙发 89.1 万套，同比+1%，ASP 下降是由于高性价比产品受欢迎、疫情促销增加。(2) **外销：** FY23 海外市场收入同比-24.8%至 59.6 亿港元，北美/欧洲及其他/HG 分别实现收入 41.9/11.6/6.1 亿港元，同比分别-26.1%/-15.5%/-31.2%。北美占总收入 24%。**销量方面，**海外沙发销售套数同比-40%至 61.1 万套，其中北美同比-44%至 50.0 万套，欧洲及其他同比-7%至 11.2 万套。期内海外客户处于去库进程，订单相对不足。

➤ **稳步拓店，内销有望改善，预计外销的显著好转仍需等待时机：**

受益于原材成本下行，毛利率同比+1.8pp 至 38.5%，国内/北美/欧洲及其他/HG 毛利率分别为 40.3%/36.4%/23.6%/23.5%，分别同比+4.2pp/-4.1pp/0.8pp/-1.8pp。北美毛利率下行是由于年内海运正常化及海运费大幅下降，但对该板块的利润率影响有限。销售/管理/财务费用率分别为 19.1%/6.0%/1.0%，分别同比-0.4pp/+1.1pp/+0.6pp。归母净利润率同比+0.5pp 至 11%。

**展望：**(1) 内销方面，预计全年门店新增有望达 800-1000 个，在一二线及部分三线空白市场布局以提升市占率；渠道支持措施从过往的开店补助，转为聚焦提货补助，经销商信心提升，推行渠道精细化管理。今年 3 月以来内销现好转信号，预计 3-4 月内销或恢复至双位数的同比增长。预计全年有望受益于住宅竣工边际修复。(2) 外销方面，当前欧美终端需求仍相对疲弱，预计仍处于调整期。但随着海外客户库存水位下降，外销有望逐步修复。

➤ **维持买入评级，目标价 7.50 港元：**

**我们的观点：**考虑到内销有望受益于住宅竣工好转，而外销需求修复仍需时间，预计 FY24E 至 26E 营收分别为 198.1/225.1/254.4 亿港元，同比+14.2%/+13.6%/+13.0%；归母净利润分别为 23.3/27.1/30.5 亿港元，同比+21.5%/+16.6%/+12.5%。维持买入评级，目标价 7.50 港元，对应 FY24E PE 12 倍。

| 百万港元       | FY22A  | FY23E  | FY24E  | FY25E  | FY26E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入     | 21,497 | 17,351 | 19,813 | 22,513 | 25,441 |
| 同比增长 (%)   | 30.8%  | -19.3% | 14.2%  | 13.6%  | 13.0%  |
| 归母净利润      | 2,247  | 1,915  | 2,327  | 2,714  | 3,054  |
| 同比增长 (%)   | 16.8%  | -14.8% | 21.5%  | 16.6%  | 12.5%  |
| 归母净利润率     | 10.5%  | 11.0%  | 11.7%  | 12.1%  | 12.0%  |
| 每股收益(港元)   | 0.57   | 0.49   | 0.59   | 0.69   | 0.78   |
| PE@5.48HKD | 9.4    | 10.9   | 9.0    | 7.7    | 6.9    |

数据来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

## 报告正文

### 敏华控股公布 FY23 全年业绩：

FY2023 公司实现主营收入 173.5 亿港元，同比-19.3%；归母净利润 19.1 亿港元，同比-14.8%。剔除俄乌冲突造成的 Home Group 商誉减值拨备 1.3 亿港元、以及 6300 万港币的一次性政府补助，扣非归母净利润为 21.2 亿港元，同比-6.4%。

### FY23 因疫情及地产景气度、海外库存高企影响，内外销承压：

**(1) 内销：**于 FY23 公司中国市场收入同比-15.9%至 110.9 亿港元（人民币口径-10.2%），其中 1H/2H 分别-11%/-21%，国内市场占总收入之比为 64%。分品类，内销沙发/床垫分别实现收入 75.5/27.3 亿港元，分别-12.5%/-19.8%；分渠道，内销线下/线上年分别实现收入 77.0/25.7 亿港元，同比分别-16.3%/-8.9%。其中内销线下 1H/2H 的下滑幅度分别为-9.7%/-23.1%。线下门店方面，内销市场门店数同比+8%至 6,471，期内净开店 503 个，闭店率良好地控制在个位数水平。量价方面，全年内销沙发套数为 89.1 万套，同比+1%，ASP 下降是由于高性价比产品受欢迎、以及疫情致促销有所增加。

**(2) 外销：**于 FY23 公司海外市场收入同比-24.8%至 59.6 亿港元，其中北美/欧洲及其他/ HG 分别实现收入 41.9/ 11.6/ 6.1 亿港元，同比分别-26.1%/-15.5%/-31.2%，其中北美市场占总收入比为 24%。销量方面，海外市场沙发销售套数同比-40%至 61.1 万套，其中北美市场同比-44%至 50.0 万套，欧洲及其他市场同比-7%至 11.2 万套。外销承压的主要原因为，期内海外客户处于去库进程，采购订单相对不足。

### 稳步拓店及精细化渠道管理，内销有望改善，预计外销的显著好转仍需等待时机：

受益于原材料成本下行，毛利率同比+1.8pp 至 38.5%，其中国内/ 北美/ 欧洲及其他/ Home Group 毛利率分别为 40.3%/ 36.4%/ 23.6%/ 23.5%，分别同比+4.2pp/ -4.1pp/ 0.8pp/ -1.8pp。北美毛利率的下行是由于此前 FY22 海运不畅时公司收取海运附加费，此部分计入销售收入导致报表毛利率提升；年内海运正常化及海运费大幅下降导致北美毛利率下滑，但对该板块的利润率影响有限。期内收入承压导致期间费用率有所增加，期内销售费用率/ 管理费用率/ 财务费用率分别为 19.1%/ 6.0%/ 1.0%，分别同比-0.4pp/ +1.1pp/ +0.6pp。归母净利润率同比+0.5pp 至 11%。

**展望未来：**（1）内销方面，预计全年门店新增有望达 800-1000 个，在一二线核心城市及部分三线空白市场布局以提升市占率；渠道支持措施从过往的开店补助为主，转为聚焦提货补助，经销商信心提升，推行渠道精细化管理。今年 3 月以来内销现好转信号，预计 3-4 月内销或恢复至双位数的同比增长。22 年 4 月以来住宅竣工基数较

低，预计全年有望受益于住宅竣工的边际修复。(2) 外销方面，尽管在当前的全球宏观经济形势下，欧美需求依然相对疲弱，预计仍处于调整期。但随着海外客户库存水位的下降，外销订单有望逐步修复。

#### 维持买入评级，目标价 7.50 港元：

考虑到内销有望受益于住宅竣工的边际好转，而外销需求修复仍需时间，预计 FY24E 至 26E 营收分别为 198.1 / 225.1 / 254.4 亿港元，同比+14.2% / +13.6% / +13.0%；归母净利润分别为 23.3 / 27.1 / 30.5 亿港元，同比+21.5% / +16.6% / +12.5%。维持买入评级，目标价 7.50 港元，对应 FY24E PE 12 倍。

表 1：敏华控股收入拆分

| 收入拆分 (百万港元) | FY21    | FY22    | FY23    | FY23H1  | FY23H2  |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 中国市场        | 9,976   | 13,193  | 11,093  | 5,713   | 5,379   |
| yoy         | 61.9%   | 32.3%   | -15.9%  | -10.7%  | -20.8%  |
| 占总收入比       | 60.7%   | 61.4%   | 63.9%   | 60.2%   | 66.7%   |
| 中国市场(不含铁架)  | 9,100   | 12,026  | 10,273  | 5,341   | 4,932   |
| yoy         | 68.0%   | 32.2%   | -14.6%  | -7.9%   | -20.8%  |
| 按产品：沙发      | 6,852   | 8,628   | 7,547   | 3,835   | 3,712   |
| yoy         | 66.5%   | 25.9%   | -12.5%  | -11.5%  | -13.6%  |
| 沙发占中国市场收入   | 75.3%   | 71.7%   | 73.5%   | 71.8%   | 75.3%   |
| 按产品：床垫      | 2,248   | 3,398   | 2,727   | 1,506   | 1,221   |
| yoy         | 72.6%   | 51.2%   | -19.8%  | 2.8%    | -36.9%  |
| 按渠道：线下门店    | 6,910   | 9,201   | 7,700   | 4,187   | 3,513   |
| yoy         | 76.8%   | 33.1%   | -16.3%  | -9.7%   | -23.1%  |
| 按渠道：线上电商    | 2,189   | 2,826   | 2,573   | 1,155   | 1,419   |
| yoy         | 45.2%   | 29.1%   | -8.9%   | -0.9%   | -14.6%  |
| 电商占中国市场收入   | 24.1%   | 23.5%   | 25.1%   | 21.6%   | 28.8%   |
| 海外市场        | 6,220   | 7,933   | 5,962   | 3,514   | 2,449   |
| yoy         | 19.9%   | 27.5%   | -24.8%  | -4.6%   | -42.4%  |
| 北美市场        | 4,579.5 | 5,667.5 | 4,188.8 | 2,564.1 | 1,624.8 |
| yoy         | 31%     | 24%     | -26%    | 0%      | -48%    |
| 欧洲及其他       | 876.6   | 1,374.5 | 1,161.1 | 670.1   | 491.0   |
| yoy         | -7%     | 57%     | -16%    | 2%      | -32%    |
| Home Group  | 764.1   | 890.9   | 612.6   | 279.5   | 333.1   |
| yoy         | 3%      | 17%     | -31%    | 7%      | -22%    |
| 其他营业收入      | 238     | 371     | 296     | 62.1    | 233.803 |
| 主营收入总计      | 16,434  | 21,497  | 17,351  | 9,289   | 8,062   |
| yoy         | 35.3%   | 30.8%   | -19.3%  | -9.1%   | -28.5%  |

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**表 2：敏华控股功能沙发销量及门店数量**

| 收入拆分 (百万港元) | FY21         | FY22         | FY23          | FY23H1       | FY23H2        |
|-------------|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 沙发销量 (千套)   | <b>1,648</b> | <b>1,897</b> | <b>1,502</b>  | <b>754</b>   | <b>748</b>    |
| yoy         | <b>30.1%</b> | <b>15.1%</b> | <b>-20.8%</b> | <b>-8.0%</b> | <b>-30.5%</b> |
| 国内          | 786          | 883          | 891           | 419          | 472           |
| yoy         | 56%          | 12%          | 1%            | -2%          | 3%            |
| 海外          | 862          | 1014         | 611           | 334          | 277           |
| yoy         | 13%          | 18%          | -40%          | -2%          | -55%          |
| 其中：北美       | 746          | 892          | 499           | 274.6        | 224.4         |
| yoy         | 27%          | 20%          | -44%          | -19%         | -59%          |
| 其中：欧洲及其他    | 116          | 121          | 112           | 60           | 52            |
| yoy         | -34%         | 4%           | -7%           | 11%          | -23%          |
| 国内线下门店收入    | <b>6,910</b> | <b>9,201</b> | <b>7,700</b>  | <b>4,187</b> | <b>3,513</b>  |
| yoy         | 77%          | 33%          | -16%          | -10%         | -23%          |
| 门店数量        | <b>4,122</b> | <b>5,968</b> | <b>6,471</b>  | <b>6,230</b> | <b>6,471</b>  |
| 同比净增        | 1248         | 1846         | 503           | 861          | 503           |
| yoy         | 43%          | 45%          | 8%            | 16%          | 8%            |

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**表 3：敏华控股财务费用率**

| 财务费用率       | FY21         | FY22         | FY23         | FY23H1       | FY23H2       |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 整体毛利率       | <b>36.1%</b> | <b>36.7%</b> | <b>38.5%</b> | <b>38.8%</b> | <b>38.1%</b> |
| 中国市场        | 37.1%        | 36.1%        | 40.3%        | 39.9%        | 40.7%        |
| 北美市场        | 36.3%        | 40.5%        | 36.4%        | 41.8%        | 27.9%        |
| 欧洲及其他市场     | 21.4%        | 22.8%        | 23.6%        | 21.3%        | 26.7%        |
| Home Group  | 34.7%        | 25.3%        | 23.5%        | 22.5%        | 24.3%        |
| 销售费用率       | 19.0%        | 19.5%        | 19.1%        | 19.8%        | 18.3%        |
| 管理费用率       | 4.7%         | 4.9%         | 6.0%         | 6.1%         | 6.0%         |
| 有效税率        | 14.3%        | 17.8%        | 21.1%        | 21.5%        | 20.6%        |
| 归母净利润率      | 11.7%        | 10.5%        | 11.0%        | 11.8%        | 10.2%        |
| 归母净利润 (百万元) | <b>1,925</b> | <b>2,247</b> | <b>1,915</b> | <b>1,092</b> | <b>822</b>   |
| yoy         | 17.5%        | 16.8%        | -14.8%       | 10.5%        | -34.7%       |

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**风险提示：**

房地产和内销需求复苏不及预期、欧美市场经济疲弱导致外销承压、渠道开拓及新品类孵化不及预期、原材料成本大幅波动、汇率波动等。

## 财务报表摘要

### 资产负债表

| 单位: 百万港元       | FY2022A       | FY2023A       | FY2024E       | FY2025E       | FY2026E       |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | 9,341         | 8,415         | 9,458         | 10,774        | 12,314        |
| 现金             | 2,826         | 3,738         | 3,881         | 4,493         | 5,277         |
| 应收账款           | 2,245         | 1,598         | 1,998         | 2,298         | 2,642         |
| 其他应收款          | 775           | 944           | 859           | 902           | 881           |
| 存货             | 2,699         | 1,450         | 2,030         | 2,395         | 2,826         |
| 其他             | 796           | 684           | 690           | 687           | 689           |
| <b>非流动资产</b>   | 11,181        | 11,226        | 11,669        | 11,986        | 12,283        |
| 固定资产-物业, 厂房及   | 6,051         | 6,743         | 6,869         | 6,982         | 7,084         |
| 投资性房地产         | 496           | 465           | 465           | 465           | 465           |
| 于合营公司的投资       | 68            | 73            | 73            | 73            | 73            |
| 无形资产           | 1,003         | 816           | 816           | 816           | 816           |
| 其他             | 3,562         | 3,129         | 3,446         | 3,650         | 3,846         |
| <b>资产总计</b>    | <b>20,521</b> | <b>19,640</b> | <b>21,126</b> | <b>22,760</b> | <b>24,598</b> |
| <b>流动负债</b>    | 7,444         | 6,786         | 7,153         | 7,482         | 7,852         |
| 短期借款           | 4,335         | 4,176         | 4,176         | 4,176         | 4,176         |
| 应付账款           | 1,156         | 951           | 1,189         | 1,367         | 1,572         |
| 合同负债           | 355           | 364           | 359           | 362           | 361           |
| 应交税费           | 267           | 241           | 277           | 319           | 367           |
| 其他             | 1,331         | 1,054         | 1,151         | 1,259         | 1,377         |
| <b>非流动负债</b>   | 329           | 327           | 349           | 376           | 406           |
| 长期借款           | 1             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 递延税项负债-非流动     | 161           | 152           | 175           | 201           | 231           |
| 其他             | 167           | 175           | 175           | 175           | 175           |
| <b>负债合计</b>    | <b>7,773</b>  | <b>7,113</b>  | <b>7,502</b>  | <b>7,858</b>  | <b>8,258</b>  |
| 股本             | 1,571         | 1,568         | 1,568         | 1,568         | 1,568         |
| 储备             | 10,138        | 9,988         | 11,152        | 12,509        | 14,036        |
| 少数股东权益         | 1,038         | 971           | 903           | 824           | 735           |
| 归属于母公司所有者权益    | 11,710        | 11,557        | 12,720        | 14,077        | 15,604        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>20,521</b> | <b>19,640</b> | <b>21,126</b> | <b>22,760</b> | <b>24,597</b> |

### 现金流量表

| 单位: 百万港元       | FY2022A | FY2023E | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2,324   | 3,626   | 2,606   | 3,169   | 3,511   |
| 除税前溢利          | 2,819   | 2,355   | 2,860   | 3,336   | 3,753   |
| 折旧摊销           | 531     | 525     | 674     | 687     | 698     |
| 利息收入           | -71     | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 无形资产摊销         | 54      | 52      | 50      | 50      | 50      |
| 营运资金变动         | -776    | 1,353   | -511    | -349    | -356    |
| 其它             | -234    | -659    | -468    | -554    | -634    |
| <b>投资活动现金流</b> | -1,099  | -1,061  | -1,300  | -1,200  | -1,200  |
| 资本支出           | -1,738  | -1,217  | -800    | -800    | -800    |
| 其他投资           | 638     | 156     | -500    | -400    | -400    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -844    | -1,447  | -1,164  | -1,357  | -1,527  |
| 借款变动           | 718     | -209    | 0       | 0       | 0       |
| 股利分配           | -1,147  | -980    | -1,164  | -1,357  | -1,527  |
| 回购及其他          | -415    | -259    | 0       | 0       | 0       |
| <b>现金净增加额</b>  | 380     | 1,117   | 142     | 612     | 784     |
| <b>现金期初金额</b>  | 2,404   | 2,826   | 3,738   | 3,881   | 4,493   |
| <b>现金期末金额</b>  | 2,826   | 3,738   | 3,881   | 4,493   | 5,277   |

### 利润表

| 单位: 百万港元       | FY2022A      | FY2023A      | FY2024E      | FY2025E      | FY2026E      |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>    | 21,497       | 17,351       | 19,813       | 22,513       | 25,441       |
| 营业成本           | -13,606      | -10,673      | -12,210      | -13,830      | -15,612      |
| 毛利             | 7,891        | 6,678        | 7,603        | 8,683        | 9,828        |
| 销售费用           | -4,190       | -3,318       | -3,903       | -4,413       | -4,961       |
| 管理费用           | -1,053       | -1,047       | -1,129       | -1,270       | -1,435       |
| 其他             | 242          | 196          | 438          | 438          | 438          |
| <b>营业利润</b>    | <b>2,890</b> | <b>2,510</b> | <b>3,009</b> | <b>3,439</b> | <b>3,870</b> |
| 财务收入/(费用)净额    | -80          | -165         | -159         | -113         | -127         |
| 应占共同控制实体损益     | 10           | 10           | 10           | 10           | 10           |
| <b>利润总额</b>    | <b>2,819</b> | <b>2,355</b> | <b>2,860</b> | <b>3,336</b> | <b>3,753</b> |
| 所得税            | -503         | -497         | -601         | -700         | -788         |
| 净利润            | 2,317        | 1,858        | 2,259        | 2,635        | 2,965        |
| 少数股东损益         | 28           | 39           | 37           | 0            | 0            |
| <b>归母净利润</b>   | <b>2,247</b> | <b>1,915</b> | <b>2,327</b> | <b>2,714</b> | <b>3,054</b> |
| <b>EPS (元)</b> | <b>0.57</b>  | <b>0.49</b>  | <b>0.59</b>  | <b>0.69</b>  | <b>0.78</b>  |

### 主要财务比率

|                 | FY2022A | FY2023A | FY2024E | FY2025E | FY2026E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>年成长率</b>     |         |         |         |         |         |
| 营业收入            | 30.8%   | -19.3%  | 14.2%   | 13.6%   | 13.0%   |
| 营业利润            | 17.9%   | -13.1%  | 19.9%   | 14.3%   | 12.6%   |
| 归母净利润           | 16.8%   | -14.8%  | 21.5%   | 16.6%   | 12.5%   |
| <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |         |
| 毛利率             | 36.7%   | 38.5%   | 38.4%   | 38.6%   | 38.6%   |
| 净利率             | 10.8%   | 10.7%   | 11.4%   | 11.7%   | 11.7%   |
| 归母净利率           | 10.5%   | 11.0%   | 11.7%   | 12.1%   | 12.0%   |
| ROE             | 19.2%   | 16.6%   | 18.3%   | 19.3%   | 19.6%   |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |         |
| 资产负债率           | 37.9%   | 36.2%   | 35.5%   | 34.5%   | 33.6%   |
| 负债权益比           | 61.0%   | 56.8%   | 55.1%   | 52.7%   | 50.5%   |
| 流动比率            | 125.5%  | 124.0%  | 132.2%  | 144.0%  | 156.8%  |
| 速动比率            | 89.2%   | 102.6%  | 103.8%  | 112.0%  | 120.8%  |
| <b>营运能力</b>     |         |         |         |         |         |
| 资产周转率           | 1.0     | 0.9     | 0.9     | 1.0     | 1.0     |
| 应收帐款周转率         | 11.0    | 9.0     | 11.0    | 10.5    | 10.3    |
| 应付帐款周转率         | 12.8    | 10.1    | 11.4    | 10.8    | 10.6    |
| <b>每股资料 (元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益            | 0.57    | 0.49    | 0.59    | 0.69    | 0.78    |
| 每股经营现金          | 0.59    | 0.92    | 0.66    | 0.81    | 0.89    |
| 每股净资产           | 2.96    | 2.95    | 3.24    | 3.59    | 3.98    |
| <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |         |
| PE@5.48HKD      | 9.6     | 11.2    | 9.2     | 7.9     | 7.0     |
| PB              | 1.8     | 1.9     | 1.7     | 1.5     | 1.4     |

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

|     |                             |
|-----|-----------------------------|
| 买入  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%   |
| 持有  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出  | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%   |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断           |

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>