

**买入**
**国内与海外双轮驱动，基本面有明显好转**
**名创优品 (MNSO.US)**

2025-08-28 星期四

目标价: **31.60 美元**  
 现价: **24.87 美元**  
 预计升幅: **27.1%**

**重要数据**

日期	2025-08-27
收盘价 (美元)	24.87
总股本 (亿股)	12.42
总市值 (亿美元)	80.7
净资产 (亿美元)	15.3
总资产 (亿美元)	37.5
52 周高低 (美元)	27.15/ 12.26
每 ADS 净资产 (美元)	4.88

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

叶国富和杨云云夫妇 63.2%

**相关报告**

名创优品(MNSO)-首发报告-20211229  
 名创优品(MNSO)-更新报告-20230825、  
 20231127、20241213

**研究部**

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gzyq.com.hk

**【投资要点】**
**➤ 季度业绩超预期，从“规模扩张”到“质量提升”转型：**

公司二季度财报显示总营收 49.7 亿元，同比增长 23.1%，其中海外市场营收 19.4 亿元，同比增长 28.6%。本季度得益于“大店战略”与“IP 生态”双轮驱动，提升产品力，同时发展自有 IP，构建内生增长驱动力，带动二季度毛利率小幅提升 0.2 个百分点，实现战略从“规模扩张”到“质量提升”转型。

**➤ 国内业务战略升级驱动高质量增长：**

MINISO 中国上半年实现营收 51.15 亿元，同比增长 11.4%，其中二季度可比同店销售同比增长低单位数。上半年公司在国内共拥有门店 4305 家，较年初净减少 80 家，其中，二季度单季度门店净增加 30 家，目前公司不再单纯追求门店数量的线性增长，而是将重心放在了提升单店质量和优化门店网络结构上。二季度国内新增 30 家门店主要集中在三线及以下下沉市场，而一线城市则以优化门店位置、小店改大店为主。

**➤ 海外业务全球化 2.0 战略推进：**

MINISO 海外上半年实现营收 35.34 亿元，同比增长 29.4%，其中，2025Q2 可比同店销售同比降低单位数。截至 2025H1 末，名创优品海外市场门店合计为 3307 家，较年初净增加 189 家，目前海外直营门店比例提升至 17.5%。其中美国市场表现亮眼，收入同比增长超 80%，这既有同店提升贡献也有高质量新店拉动，新店店效是老店 1.5 倍，坪效提升近 30%。

**➤ 维持买入评级，给予目标价 31.60 美元：**

名创优品在 2025 年上半年展现了强劲的业绩复苏与增长势头。公司通过坚定执行“超级门店”战略、深化全球化布局以及强化 IP 设计核心能力，成功实现了收入和利润的双重增长。基于当前业绩表现和未来战略规划，我们维持对公司的积极看法。预计 3 季度营收及 Non-IFRS 归母净利润分别为 52.3/7.3 亿元。预计公司 FY25E 至 FY27E 营收为 206.0/246.1/291.5 亿元，同比+21.2%/+19.5%/+18.4%；Non-IFRS 归母净利润为 34.4/41.5/48.8 亿元，同比+27.2%/+20.5%/+17.8%。现价对应 Non-IFRS 的 FY25E PE 约 16.1 倍，给予目标价 31.6 美元，拥有 27.1% 的上涨空间，对应 FY25E PE 约 21 倍。

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,839	16,994	20,595	24,607	29,147
同比增长 (%)	39.4%	22.8%	21.2%	19.5%	18.4%
毛利率	41.2%	44.9%	41.8%	42.0%	42.0%
经调整归母净利润	2,336	2,703	3,439	4,146	4,884
同比增长 (%)	107.7%	15.7%	27.2%	20.5%	17.8%
经调整归母净利润率	16.9%	15.9%	16.7%	16.8%	16.8%
每 ADS 净利润	7.52	8.69	11.06	13.34	15.71
Non-IFRS PE@24.87USD	23.8	20.5	16.1	13.4	11.4

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 季度业绩超预期，国内同店销售额同比转正

公司二季度财报显示总营收 49.7 亿元，同比增长 23.1%，其中海外市场营收 19.4 亿元，同比增长 28.6%，值得注意的是美国市场营收同比增速超 80%，这主要得益于公司在海外侧借鉴国内大店策略，通过在标志商圈开设直营店，使得新开门店坪效提升超 30%。本季度得益于大店战略与 IP 生态双轮驱动，通过贯彻大店和 IP 产品升级策略，与迪士尼、漫威等合作推出热门系列，同时发展自有 IP，使得 IP 类产品收入占比提升，构建内生增长驱动力，从而带动二季度毛利率小幅提升 0.2 个百分点，实现战略从“规模扩张”到“质量提升”转型。

### ➤ 国内业务战略升级驱动高质量增长，同店复苏趋势明确

MINISO 中国上半年实现营收 51.15 亿元，同比增长 11.4%，其中二季度可比同店销售同比增长低单位数。上半年公司在国内共拥有门店 4305 家，较年初净减少 80 家，其中，二季度单季度门店净增加 30 家，目前公司不再单纯追求门店数量的线性增长，而是将重心放在了提升单店质量和优化门店网络结构上。二季度国内新增 30 家门店主要集中在三线及以下下沉市场，而一线城市则以优化门店位置、小店改大店为主。在品牌矩阵方面，公司正全力构建包括 MINISO LAND、旗舰店、主题店在内的五层门店矩阵。旗下标杆店型 MINISO LAND 全球壹号店开业 9 个月，单店累计销售额破 1 亿元。截至 6 月末，全国布局 11 家门店，平均月店效数百万，坪效高于常规门店，单店利润率超平均水平。随着公司 IP 生态完成布局，优化渠道结构，提升品牌形象和消费体验，增长势能在二季度释放，带动同店销售额正增长，这一趋势标志着国内业务走出了调整期，进入依靠内生增长驱动的新阶段，增长质量显著提高。

### ➤ 海外业务全球化 2.0 战略推进，“开好店、开大店”成效显著

海外市场依然是名创优品增长最强劲的板块，“全球化 2.0”战略持续推进，同时聚焦高势能商圈开设标杆大店。报告期内，公司韩国首尔江南大道 MINISO FRIENDS 店、澳大利亚墨尔本 Swanston 旗舰店、泰国曼谷 bangkapi 旗舰店等相继盛大开业，以“超级 IP+超级门店”模式强化品牌全球形象，同步推动海外市场实现强劲增长。根据公司披露数据显示，MINISO 海外上半年实现营收 35.34 亿元，同比增长 29.4%，其中，2025Q2 可比同店销售同比降低单位数。截至 2025H1 末，名创优品海外市场门店合计为 3307 家，较年初净增加 189 家，目前海外直营门店比例提升至 17.5%。分区域看，北美、拉美、亚洲（除中国）、

欧洲、其它区域门店分别为 394、661、1695、319、238 家，较年初净增加 44、24、84、24、13 家。其中美国市场表现亮眼，收入同比增长超 80%，这既有同店提升贡献也有高质量新店拉动，新店店效是老店 1.5 倍，坪效提升近 30%。

### ➤ TOP TOY 第二增长曲线确立，产品创新构建品牌护城河

TOP TOY 在 2025 年上半年继续实现高增长，其作为独立增长引擎的地位已然确立，其中二季度实现了业绩的强劲增长与战略的纵深推进。二季度实现营收达 4 亿元，同比大增 87.0%，门店总数达 293 家，较年初净增加 17 家，其中二季度同店销售同比增长低单位数。TOP TOY 正从渠道商向品牌商转型。通过提升自有 IP 和独家产品的比例，其毛利率得到显著改善。自研产品不仅贡献了超过三分之一的销售额，还享有更高的利润空间。随着规模效应的显现和运营效率的提升，TOP TOY 的盈利能力已进入上升通道，并已开始探索海外市场扩张，为其长期发展打开了新的想象空间。

表 1：名创优品公司季度门店数量变动（截至 2025/6/30）

对应财季	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
<b>MINISO 品牌</b>	<b>6,115</b>	<b>6,413</b>	<b>6,630</b>	<b>6,712</b>	<b>7,186</b>	<b>7,661</b>	<b>7,488</b>	<b>7,612</b>
<b>中国</b>	<b>3,802</b>	<b>3,926</b>	<b>4,034</b>	<b>4,115</b>	<b>4,250</b>	<b>4,386</b>	<b>4,275</b>	<b>4,305</b>
直营店	20	26	29	29	29	25	20	20
第三方	3782	3900	4005	4086	4221	4361	4229	4285
<b>海外</b>	<b>2,313</b>	<b>2,487</b>	<b>2,596</b>	<b>2,597</b>	<b>2,936</b>	<b>3,275</b>	<b>3,213</b>	<b>3,307</b>
直营店	202	238	281	343	422	503	548	579
第三方	2111	2249	2315	2410	2541	2615	2665	2728
其中：国内季净增	198	124	108	81	135	136	-111	30
其中：海外季净增	126	174	109	1	339	339	-62	94
<b>TOP TOY 品牌</b>	<b>122</b>	<b>148</b>	<b>160</b>	<b>195</b>	<b>234</b>	<b>276</b>	<b>280</b>	<b>293</b>
直营店	9	14	17	21	29	40	40	38
第三方	113	134	143	174	205	236	240	255
<b>公司总计</b>	<b>6,237</b>	<b>6,561</b>	<b>6,790</b>	<b>6,907</b>	<b>7,420</b>	<b>7,937</b>	<b>7,768</b>	<b>7,905</b>
<b>公司季净增</b>	<b>328</b>	<b>324</b>	<b>229</b>	<b>117</b>	<b>513</b>	<b>517</b>	<b>-169</b>	<b>137</b>

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 海外收入占比提升，毛利率持续提升：

二季度毛利率达历史新高，原因：(1) 名创优品中国内地的毛利率同比微增。(2) 海外收入占比提升。(3) 名创优品海外和 TOPTOY 毛利率有提升。费用率方面，FY25Q2 销售费用率同比+2.9pp 至 23.4%，管理费用率同比-0.3pp 至 5.3%。

**表 2：名创优品公司季度财务要点及测算**

对应财季	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3 E
总收入(百万元)	3,791	3,841	3,724	4,035	4,523	4,713	4,427	4,966	5,253
YOY	37%	54%	26%	24%	19%	23%	19%	23%	16%
国内收入	2,496	2,347	2,502	2,525	2,711	2,580	2,834	2,621	2,966
YOY	35%	56%	16%	18%	9%	10%	13%	4%	9%
海外收入	1,295	1,494	1,222	1,510	1,811	2,132	1,592	1,942	2,287
海外收入占比	34%	39%	33%	37%	40%	45%	36%	39%	44%
YOY	41%	52%	53%	35%	40%	43%	30%	29%	26%
<b>MINISO 单店收入及门店数同比变动 (MINISO 单店收入单位：万元)</b>									
MINISO 单店收入	60.5	58.3	53.8	57.2	61.1	62.9	57.9	63.7	65.3
YOY	21%	32%	5%	5%	1%	8%	8%	11%	7%
总门店数 YOY	15%	18%	21%	17%	19%	21%	14%	14%	4%
毛利(百万元)	1,584	1,657	1,616	1,773	2,030	2,217	1,958	2,199	2,333
销售费用	-641	-722	-696	-826	-996	-1,001	-1,021	-1,160	-1,224
管理费用	-171	-187	-191	-227	-236	-277	-242	-262	-273
营业利润	788	765	743	752	853	968	710	836	837
经调整归母净利	636	658	613	621	679	788	587	692	734
YOY	50%	80%	28%	10%	7%	20%	-4%	11%	8%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**表 3：名创优品公司季度财报及测算**

对应财季	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3 E
毛利率	41.8%	43.1%	43.4%	43.9%	44.9%	47.0%	44.2%	44.3%	44.4%
销售费用率	16.9%	18.8%	18.7%	20.5%	22.0%	21.2%	23.1%	23.4%	23.3%
管理费用率	4.5%	4.9%	5.1%	5.6%	5.2%	5.9%	5.5%	5.3%	5.2%
营业利润率	20.8%	19.9%	20.0%	18.6%	18.9%	20.5%	16.0%	16.8%	15.9%
归母净利润率	16.2%	16.6%	15.6%	14.6%	14.2%	17.1%	9.4%	9.9%	11.7%
经调整净利润率	16.9%	17.2%	16.6%	15.5%	15.2%	16.8%	13.3%	13.9%	14.0%
经调整归母净利率	16.8%	17.1%	16.5%	15.4%	15.0%	16.7%	13.3%	13.9%	14.0%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ **维持买入评级，给予目标价 31.60 美元：**

**我们的观点：**名创优品在 2025 年上半年展现了强劲的业绩复苏与增长势头。公司通过坚定执行“超级门店”战略、深化全球化布局以及强化 IP 设计核心能力，成功实现了收入和利润的双重增长。国内业务在门店升级和产品创新的驱动下，同店销售实现稳健复苏；海外业务则继续扮演增长核心引擎的角色，贡献了显著的收入增量。旗下潮玩品牌 TOP TOY 作为第二增长曲线，表现尤为亮眼，收入实现高速增长，盈利能力持续改善。我们认为，名创优品正从一家传统的“极致性价比”零售商，成功转型为全球领先的 IP 设计零售集团，其品牌势能和长

期增长潜力值得高度关注。基于当前业绩表现和未来战略规划，我们维持对公司的积极看法。预计3季度营收及 Non-IFRS 归母净利润分别为 52.3/7.3 亿元。预计公司 FY25E 至 FY27E 营收为 206.0/246.1/291.5 亿元，同比+21.2%/+19.5%/+18.4%；Non-IFRS 归母净利润为 34.4/41.5/48.8 亿元，同比+27.2%/+20.5%/+17.8%。现价对应 Non-IFRS 的 FY25E PE 约 16.1 倍，给予目标价 31.6 美元，拥有 27.1% 的上涨空间，对应 FY25E PE 约 21 倍。

**表 1：多品类零售行业估值比较（20250827）**

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS		市盈率PE		市净率PB	市销率PS
			2026E	2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM
Five.O	FIVE BELOW	619.3	3.1	3.4	50.7	46.7	4.2	2.0
DG.N	达乐 (DOLLAR GENERAL)	1,906.0	1.0	1.9	118.3	109.0	3.2	0.6
DLTR.O	美元树 (DOLLAR TREE)	1,834.5	2.6	-3.2	52.0	43.4	6.0	1.3
2782.T	SERIA	123.8	22.4	453.5	167.4	137.4	2.2	1.0
7453.T	良品计划	1,003.6	3.4	798.3	2,452.4	1,983.5	6.0	2.5
9983.T	迅销	7,982.8	3.4	725.7	17,210.9	13,920.6	7.1	4.5

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

### 【风险提示】

1. 消费趋势变动风险；
2. 行业竞争加剧风险；
3. 拓店进展不及预期风险；
4. 新业态拓展不及预期风险；
5. 国际关系风险等。

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>10,328</b>	<b>11,656</b>	<b>14,383</b>	<b>17,311</b>	<b>20,732</b>
现金	6,415	6,328	8,305	10,463	13,072
应收账款	1,518	2,207	2,541	2,884	3,245
其他投资	253	100	100	100	100
存货	1,922	2,750	3,167	3,594	4,044
其他	219	270	270	270	270
<b>非流动资产</b>	<b>4,158</b>	<b>6,465</b>	<b>6,764</b>	<b>7,079</b>	<b>7,410</b>
物业、厂房及设备	769	1,437	1,509	1,584	1,663
资产使用权	2,901	4,172	4,381	4,600	4,830
递延税项资产	104	182	200	220	242
无形资产	20	9	9	10	10
其他	364	665	665	665	665
<b>资产总计</b>	<b>14,485</b>	<b>18,120</b>	<b>21,146</b>	<b>24,390</b>	<b>28,142</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,407</b>	<b>5,727</b>	<b>6,804</b>	<b>7,697</b>	<b>8,674</b>
短期借款	1	567	567	567	567
应付账款	3,390	3,944	4,800	5,429	6,109
合同负债	324	323	398	492	591
应交税费	238	252	303	363	436
租赁负债	454	641	736	846	972
<b>非流动负债</b>	<b>887</b>	<b>2,037</b>	<b>2,325</b>	<b>2,655</b>	<b>3,034</b>
合同负债	41	35	37	39	41
非流动租赁负债	798	1,903	2,189	2,517	2,894
<b>负债合计</b>	<b>5,294</b>	<b>7,765</b>	<b>9,128</b>	<b>10,352</b>	<b>11,709</b>
股本及股本溢价	9,191	10,356	12,018	14,038	16,433
少数股东权益	23	41	63	91	124
归母所有者权益	9,168	10,315	11,954	13,947	16,309
<b>负债及权益合计</b>	<b>14,485</b>	<b>18,120</b>	<b>21,146</b>	<b>24,390</b>	<b>28,142</b>

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,330</b>	<b>2,168</b>	<b>4,089</b>	<b>4,575</b>	<b>5,336</b>
投资活动现金流	-268	-533	-773	-782	-788
筹资活动现金流	-366	-1,721	-1,339	-1,635	-1,939
现金净增加额	1,696	-86	1,977	2,158	2,609
现金期初金额	5,187	6,415	6,328	8,305	10,463
现金期末金额	6,415	6,328	8,305	10,463	13,072

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>13,839</b>	<b>16,994</b>	<b>20,595</b>	<b>24,607</b>	<b>29,147</b>
营业成本	-8,140	-9,357	-11,986	-14,272	-16,905
毛利	5,698	7,637	8,609	10,335	12,242
销售费用	-2,281	-3,520	-3,419	-4,060	-4,809
管理费用	-677	-932	-989	-1,181	-1,399
其他	84	130	72	82	82
<b>营业利润</b>	<b>2,824</b>	<b>3,316</b>	<b>4,273</b>	<b>5,175</b>	<b>6,115</b>
财务收入/(费用)净额	161	26	206	246	291
可赎回优先股公允价值变动	0	6	0	0	0
应占股权投资损益	0	0	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	<b>2,985</b>	<b>3,348</b>	<b>4,479</b>	<b>5,422</b>	<b>6,407</b>
所得税	-707	-712	-1,097	-1,328	-1,570
<b>持续经营净利润</b>	<b>2,278</b>	<b>2,635</b>	<b>3,382</b>	<b>4,093</b>	<b>4,837</b>
少数股东损益	21	18	23	28	33
归母净利润	2,253	2,618	3,359	4,066	4,804
<b>Non-IFRS归母净利润</b>	<b>2,336</b>	<b>2,703</b>	<b>3,439</b>	<b>4,146</b>	<b>4,884</b>

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入yoy	39.4%	22.8%	21.2%	19.5%	18.4%
营业利润yoy	106.1%	17.4%	28.9%	21.1%	18.2%
Non-IFRS归母净利润yoy	107.7%	15.7%	27.2%	20.5%	17.8%
<b>盈利能力及费用</b>					
毛利率	41.2%	44.9%	41.8%	42.0%	42.0%
Non-IFRS归母净利率	16.9%	15.9%	16.7%	16.8%	16.8%
销售费用率	16.5%	20.7%	16.6%	16.5%	16.5%
管理费用率	4.9%	5.5%	4.8%	4.8%	4.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	36.5%	42.9%	43.2%	42.4%	41.6%
流动比率	2.3	2.0	2.1	2.2	2.4
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	75	90	89	85	81
<b>每股资料 (人民币元)</b>					
每普通股净利润 (Non-IFRS)	1.88	2.17	2.77	3.33	3.93
每ADS净利润(Non-IFRS)	7.52	8.69	11.06	13.34	15.71
<b>估值比率</b>					
Non-IFRS PE@24.87USD	23.8	20.5	16.1	13.4	11.4
PB	6.1	5.5	4.7	4.0	3.4

# 投资评级定义及免责条款

## 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>