

**买入**
**会员体系及零售渠道健全，FY26 目标持续增长**
**江南布衣 (3306.HK)**

2025-09-26 星期五

**【投资要点】**

目标价:	<b>22.90 港元</b>
现 价:	<b>18.38 港元</b>
预计升幅:	<b>24.6%</b>

**重要数据**

日期	2025-09-26
收盘价 (港元)	18.38
总股本 (亿股)	5.19
总市值 (亿港元)	94.93
净资产 (亿港元)	24.08
总资产 (亿港元)	45.28
52 周高低 (港元)	22.44/12.64
每股净资产 (港元)	4.55

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

Ninth Investment Limited	31.61%
Ninth Capital Limited	29.78%

**相关报告**

江南布衣 (3306.HK) 更新报告-  
20250303

**➤ FY25 财年营收+4.6%，净利润+6.0%，业绩符合预期**

公司 FY25 财年营收 55.48 亿元, 同比+4.6%; 毛利润 36.39 亿元, 同比+4.1%, 毛利率 65.6%, 同比-0.3pts; 净利润 8.98 亿元, 同比+6.0%, 归母净利润率 16.2%, 同比+0.2pts。末期股息每股 0.93 港元/股, 年度股息支付率 75%, 公司收入利润增速和派息均符合先前指引。

品牌收入, 成熟品牌 JNBY 30.13 亿元, 同比+2.3%; 成长品牌中男装速写收入-4.6%, 童装 jnby by JNBY 收入+2.9%, 女装 LESS 收入+0.2%; 新兴品牌及其他收入+107.4%。

毛利率, 成熟品牌 JNBY 68.6%, 同比+0.4pts; 成长品牌中男装速写 66.2%, 同比-0.1pts, 童装 jnby by JNBY 57.9%, 同比+1.3pts, 女装 LESS 69.0%, 同比-0.9pts; 新兴其他品牌 51.5%, 同比+8.6pts。

**➤ 公司维持 FY26 “百亿零售目标”, 业绩仍具增长潜力**

根据业绩会信息, 展望 26 财年, 公司维持先前的“百亿零售目标”, 对应营业收入约 60 亿元, 毛利率保持 65%以上, 净利润率保持 15%以上的业绩目标, 并且保持 75%的分红指引。

我们认为, 公司长期估值仍有提升空间, 同时业绩仍具备增长潜力。运营效率方面, FY25 应收帐款天数 8.2 天、库存周转天数原先约 190 天下降至 FY24-25 的约 160 天, 体现出了与经销商的合作紧密度, 降低了库存风险。渠道方面, FY25 公司进行小范围渠道调整, 部分直营门店转为经销商门店, 实现“一线城市和重点二线城市直营, 其他城市经销”布局, 有助于公司精细化资源投入, 为 FY26 及未来的增长铺路。

会员方面, FY25 公司活跃会员总数超 56.8 万人, 同比+1.2 万人, 年消费金额超 5000 元的活跃会员数超 33.7 万人, 同比+1.8 万人, 贡献线下零售总额超 60%。会员不仅提升用户复购粘性, 还体现了品牌和用户的强链接属性。

**➤ 维持“买入”评级, 目标价为 22.90 港元**

我们预计, 公司 FY26-FY28E 营收分别为 60.2、65.3、70.1 亿元, 同比+8.5%、+8.5%、+7.2%; 预计归母净利润分别为 9.6、10.7、11.6 亿元, 同比+7.3%、+11.2%、+9.3%。

维持买入评级, 给予目标估值 PE (2026E) 11 倍, 对应 PE (TTM) 12 倍, 提升目标价至 22.90 港元, 对应现价预计升幅 24.6%, 维持“买入”评级。

**研究部**

姓名: 冯浩  
SFC: BUQ780  
电话: 755-2151 9167  
Email: fenghao@gyzq.com.hk

百万人民币	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
营业额	5,303	5,548	6,020	6,534	7,005
同比增长 (%)	18.8%	4.6%	8.5%	8.5%	7.2%
归母净利润	847	893	958	1,065	1,164
同比增长 (%)	36.4%	5.3%	7.3%	11.2%	9.3%
净利润率(%)	16.0%	16.1%	15.9%	16.3%	16.6%
每股盈利 (港元)	1.67	1.74	1.87	2.08	2.27

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【報告正文】

### ➤ FY25 营收+4.6%，净利润+6.0%，业绩符合预期

公司 FY25 (202406-202506) 实现营收 55.48 亿元，同比+4.6%；实现毛利润 36.39 亿元，同比+4.1%，期间毛利率为 65.6%，同比-0.3pts；实现净利润 8.98 亿元，同比+6.0%，期间归母净利润率为 16.2%，同比+0.2pts。拟派发末期股息每股 0.93 港元/股，全年合计派发股息 1.38 港元/股，年度股息支付率为 75%，公司收入利润增速和派息均符合先前指引。

- 收入部分，除男装外其余品牌均保持正增长。具体信息如下：成熟品牌 JNBY 录得 30.13 亿元，同比+2.3%，占比 54.3%（同比-1.2pts）；成长品牌 录得 7.20 亿元，同比-4.6%，占比 39.2%（同比-2.0pts），其中男装速写收入 -4.6%，童装 jnby by JNBY 收入+2.9%，女装 LESS 收入+0.2%；新兴品牌及其他收入 3.61 亿元，同比+107.4%，占比 6.5%（同比+3.2pts）。
- 毛利率部分，成熟品牌 JNBY 毛利率微增，成长品牌期内因部分店铺直营转经销而毛利率下降。具体信息如下：成熟品牌 JNBY 毛利率 68.6%，同比+0.4pts；成长品牌毛利率 63.8%，同比-0.9pts，其中男装速写毛利率 66.2%，同比-0.1pts，童装 jnby by JNBY 毛利率 57.9%，同比-1.3pts，女装 LESS 毛利率 69.0%，同比-0.9pts；新兴其他品牌毛利率 51.5%，同比+8.6pts。
- 费用及其他部分，销售费用率同比增长，净利润率 16.1% 维稳。具体信息如下：销售费用率为 35.6%，同比+0.6pts，管理费用率为 9.6%，同比+0.1pts。净利润率 16.1%，维持平稳。

表 1：公司按品牌收入和毛利率情况

单位：百万元	2021-06-30	2022-06-30	2023-06-30	2024-06-30	2025-06-30
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
<b>成熟品牌</b>					
-JNBY 收入	<b>2,299</b>	<b>2,312</b>	<b>2,513</b>	<b>2,944</b>	<b>3,013</b>
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	31%	1%	9%	17%	2%
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	<b>67.2%</b>	<b>68.2%</b>	<b>67.2%</b>	<b>68.2%</b>	<b>68.6%</b>
成熟品牌占总收入	56%	57%	56%	56%	54%
成长品牌收入	<b>1,740</b>	<b>1,699</b>	<b>1,866</b>	<b>2,184</b>	<b>2,174</b>
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	38%	-2%	10%	17%	0%
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	<b>62.8%</b>	<b>63.2%</b>	<b>63.7%</b>	<b>64.7%</b>	<b>63.8%</b>
成长品牌占总收入	42%	42%	42%	41%	39%
-Less 收入	391	461	526	622	623
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	50%	18%	14%	18%	0%
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	<b>66.4%</b>	<b>67.4%</b>	<b>68.7%</b>	<b>69.9%</b>	<b>69.0%</b>
-男装速写 收入	692	645	676	755	720
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	24%	-7%	5%	12%	-5%
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	<b>61.9%</b>	<b>63.9%</b>	<b>64.7%</b>	<b>66.3%</b>	<b>66.2%</b>
-童装 jnby by JNBY 收入	657	593	665	807	831
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	48%	-10%	12%	21%	3%
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	<b>61.6%</b>	<b>59.2%</b>	<b>58.6%</b>	<b>59.2%</b>	<b>57.9%</b>
新兴品牌收入	<b>87</b>	<b>75</b>	<b>85</b>	<b>174</b>	<b>361</b>
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	16%	-14%	13%	104%	107%
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	<b>51.0%</b>	<b>57.2%</b>	<b>46.4%</b>	<b>42.9%</b>	<b>51.5%</b>
新兴品牌占总收入	2%	2%	2%	3%	7%
总收入	<b>4,126</b>	<b>4,086</b>	<b>4,465</b>	<b>5,303</b>	<b>5,548</b>
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	33%	-1%	9%	19%	5%
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	<b>62.9%</b>	<b>63.8%</b>	<b>65.3%</b>	<b>65.9%</b>	<b>65.6%</b>
归母净利润	<b>647</b>	<b>559</b>	<b>621</b>	<b>847</b>	<b>893</b>
<sub>毛利</sub> <sub>率</sub>	87%	-14%	11%	36%	5%
归母净利润率	15.7%	13.7%	13.9%	16.0%	16.1%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 公司运营数据：库存和周转、渠道和门店、粉丝和会员

- 库存方面，周转维持在健康范围。期内公司库存同比+24.2%，其中制成品同比+21.7%，应收账款周转天数8.2天，存货周转天数160.9天，现金循环周期为121.3天，均维持在健康范围。
- 渠道方面，零售门店净开92家至2117家。其中成熟品牌JNBY增加37家，成长品牌共增加39家；净增门店均为经销渠道，根据业绩会信息，期内公司主要对LESS和童装品牌进行了渠道优化，将部分直营门店转为了经销门店。

渠道收入，实体门店可比同店销售额基本持平，同比-0.1%。直营门店收入同比-6.2%，毛利率同比+0.7pts 至 73.9%，经销门店收入同比+9.6%，毛利率同比-0.5pts 至 58.8%，电商收入同比+18.3%，毛利率同比+0.4pts 至 64.0%。经销和直营渠道的收入增减同样主要因为期内部分品牌直营门店转经销门店导致。

- 粉丝会员方面，社交平台粉丝量超 996 万人，会员贡献零售额超 80%。期内公司各社交平台粉丝总量超 996 万人，其中，微信及视频号粉丝达 511 万人，抖音平台粉丝 264 万人，均保持增长。

活跃会员总数为 56.8 万人，同比增加 1.2 万人；年购买金额超过 5000 元以上的会员总数超过 33.7 万人，同比增加 1.8 万人，其年消费金额超过 48.6 亿元，占线下渠道零售额超 60%。

表 2：公司会员和关键经营数据

	2021-06-30 FY2021	2022-06-30 FY2022	2023-06-30 FY2023	2024-6-30 FY2024	2025-6-30 FY2025
<b>会员数单位：万名</b>					
会员数	490	598	691	897	996
yoy	17%	22%	16%	30%	11%
<b>活跃会员(过去12个月内连续180天内消费2次及以上)</b>					
	<b>43.0</b>	<b>42.0</b>	<b>50.8</b>	<b>55.6</b>	<b>56.8</b>
yoy	0%	-2%	21%	9%	2%
<b>年购买金额5000元以上会员数</b>					
	<b>20.9</b>	<b>21.1</b>	<b>25.9</b>	<b>31.9</b>	<b>33.7</b>
yoy	17%	1%	23%	23%	6%
<b>关键经营数据</b>					
总门店数	1931	1956	1990	2024	2117
可比同店销售增长	<b>19.3%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>9.1%</b>	<b>10.7%</b>	<b>-0.1%</b>
存货周转天数	192	190	191	156	161
应收账款周转天数	10	10	9	9	8

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 未来展望

根据业绩会信息，展望 26 财年，公司维持先前的“百亿零售目标”，对应营业收入约 60 亿元，毛利率保持 65% 以上，净利润率保持 15% 以上的业绩目标，并且保持 75% 的分红指引。公司长期估值仍有提升空间，同时业绩仍具备增长潜力。

### ➤ 我们的观点

通过效率、渠道和会员理解公司硬软实力。我们认为，公司的渠道和货品管理硬实力；消费者链接软实力均优于行业平均水平。

- **运营效率方面**, FY25 应收帐款天数为 8.2 天, 而 FY21-24 的应收帐款天数均小于 10 天, 作为一家线下销售超过 50%收入来自经销门店的服装品牌公司这体现出了其与经销商的合作紧密度, 以及对终端门店库存的把控力, 降低了库存风险。此外, 公司库存周转天数也由 FY21-23 的约 190 天下降至 FY24-25 的约 160 天。
- **渠道方面**, FY25 公司进行了小范围渠道调整, 将部分直营门店转为经销商门店从而实现“一线城市和重点二线城市直营, 其他城市经销”布局。我们认为, 这有助于公司精细化资源投入, 为 FY26 及未来的增长铺路。
- **会员方面**, FY25 公司活跃会员总数超 56.8 万人, 同比+1.2 万人, 年消费金额超 5000 元的活跃会员数超 33.7 万人, 同比+1.8 万人, 贡献线下零售总额超 60%。我们认为, 会员体系不仅提升用户复购粘性, 还体现了品牌和用户的强链接属性。

➤ 维持“买入”评级, 目标价为 22.90 港元

我们预计, 公司 FY26-FY28E 营收分别为 60.2、65.3、70.1 亿元, 同比+8.5%、+8.5%、+7.2%; 预计归母净利润分别为 9.6、10.7、11.6 亿元, 同比+7.3%、+11.2%、+9.3%。维持买入评级, 给予目标估值 PE (2026E) 11 倍, 对应 PE (TTM) 12 倍, 提升目标价至 22.90 港元, 对应现价预计升幅 24.6%, 维持“买入”评级。

表 3: 行业可比公司估值

代码	简称	最新价 (港元/元)	市值 (亿港元/元)	PE			
				2024/25	25/26E	26/27E	27/28E
<b>港股</b>							
6288.HK	迅销-DRS	24.10	7,789.0	35.4	35.9	33.9	30.9
1913.HK	普拉达	46.26	1,183.7	15.3	13.7	11.9	11.6
3998.HK	波司登	4.55	526.7	13.8	12.2	11.0	9.9
3709.HK	赢家时尚	7.70	54.2	10.4	8.6	7.7	8.6
0210.HK	达芙妮国际	0.46	9.0	7.1	—	—	—
2298.HK	都市丽人	0.33	7.4	6.7	—	—	—
<b>A股</b>							
600177.SH	雅戈尔	7.40	342.1	13.1	12.2	11.0	12.2
603587.SH	地素时尚	12.50	59.3	23.6	18.6	16.8	18.6
<b>平均值</b>			1,246.4	15.7	16.9	15.4	15.3
<b>3306.HK</b>	<b>江南布衣</b>	<b>18.38</b>	<b>95.3</b>	<b>9.8</b>	<b>9.0</b>	<b>8.1</b>	<b>7.4</b>

资料来源: WIND、国元证券经纪(香港)整理

### 【风险提示】

零售消费环境进一步波动

行业竞争格局恶化

线上电商消费环境恶化

服装行业库存管理不及预期

## 【财务报表摘要】

### 财务报表摘要

#### 资产负债表

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>流动资产</b>	<b>2,638</b>	<b>2,763</b>	<b>2,942</b>	<b>3,140</b>	<b>3,351</b>
现金	699	263	350	460	578
应收账款	122	126	133	141	150
应收关联方款项及预付款	362	652	672	691	712
存货	751	933	998	1,058	1,121
短期银行存款	680	724	724	724	724
<b>非流动资产</b>	<b>1,809</b>	<b>1,765</b>	<b>1,892</b>	<b>2,032</b>	<b>2,187</b>
物业、厂房及设备	458	434	499	574	661
有使用权资产	642	634	679	726	777
递延税项资产	261	267	275	283	291
无形资产	126	127	134	140	147
其他	321	303	305	308	311
<b>资产总计</b>	<b>4,447</b>	<b>4,528</b>	<b>4,834</b>	<b>5,172</b>	<b>5,538</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,822</b>	<b>1,760</b>	<b>1,813</b>	<b>1,872</b>	<b>1,933</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	261	239	246	254	261
应付关联方款及应计费用	908	844	883	924	967
合同负债	459	463	473	482	492
其他	194	213	211	212	213
<b>非流动负债</b>	<b>415</b>	<b>361</b>	<b>373</b>	<b>387</b>	<b>401</b>
递延税项负债	34	31	32	34	36
租赁	181	156	164	173	181
应付关联款及应计费用	199	173	177	180	184
<b>负债合计</b>	<b>2,237</b>	<b>2,120</b>	<b>2,187</b>	<b>2,259</b>	<b>2,333</b>
股本	5	5	5	5	5
储备	2,163	2,356	2,596	2,862	3,153
少数股东权益	42	47	47	47	47
归属于母公司所有者权益	2,210	2,408	2,648	2,914	3,205
<b>负债及权益合计</b>	<b>4,489</b>	<b>4,576</b>	<b>4,882</b>	<b>5,220</b>	<b>5,586</b>

#### 现金流量表

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>除税前盈利</b>	<b>1,211</b>	<b>1,218</b>	<b>1,300</b>	<b>1,445</b>	<b>1,580</b>
折旧摊销	129	134	224	244	267
利息收入	-45	-44	0	0	0
营运资金变动	215	-313	-39	-32	-35
已付所得税	-341	-323	-342	-380	-416
其它	430	461	419	416	409
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,600</b>	<b>1,133</b>	<b>1,561</b>	<b>1,693</b>	<b>1,806</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-286</b>	<b>-517</b>	<b>-531</b>	<b>-559</b>	<b>-591</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,147</b>	<b>-1,051</b>	<b>-943</b>	<b>-1,023</b>	<b>-1,097</b>
现金净增加额	167	-435	87	110	118
现金期初金额	530	699	263	350	460
<b>现金期末金额</b>	<b>699</b>	<b>263</b>	<b>350</b>	<b>460</b>	<b>578</b>

#### 利润表

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>营业收入</b>	<b>5,303</b>	<b>5,548</b>	<b>6,020</b>	<b>6,534</b>	<b>7,005</b>
营业成本	-1,807	-1,909	-2,065	-2,222	-2,361
毛利	3,496	3,639	3,955	4,313	4,644
销售费用	-1,855	-1,977	-2,137	-2,313	-2,473
管理费用	-506	-530	-578	-614	-651
其他损益	58	65	60	60	60
<b>营业利润</b>	<b>1,193</b>	<b>1,197</b>	<b>1,300</b>	<b>1,445</b>	<b>1,580</b>
财务收入/(费用)净额	20	23	0	0	0
<b>除税前盈利</b>	<b>1,211</b>	<b>1,218</b>	<b>1,300</b>	<b>1,445</b>	<b>1,580</b>
所得税	-365	-321	-342	-380	-416
净利润	847	898	958	1,065	1,164
少数股东损益	-1	5	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>847</b>	<b>893</b>	<b>958</b>	<b>1,065</b>	<b>1,164</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.67</b>	<b>1.74</b>	<b>1.87</b>	<b>2.08</b>	<b>2.27</b>

#### 主要财务比率

会计年度	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>成长性</b>					
营业收入yoy	18.8%	4.6%	8.5%	8.5%	7.2%
营业利润yoy	39.0%	0.4%	8.6%	11.2%	9.3%
归属净利润yoy	36.4%	5.3%	7.3%	11.2%	9.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	65.9%	65.6%	65.7%	66.0%	66.3%
净利率	16.0%	16.2%	15.9%	16.3%	16.6%
归属净利润率	16.0%	16.1%	15.9%	16.3%	16.6%
ROE	40.4%	38.7%	37.9%	38.3%	38.1%

#### 偿债能力

资产负债率	50.3%	46.8%	45.2%	43.7%	42.1%
负债权益比	101.2%	88.0%	82.6%	77.5%	72.8%
流动比率	1.4	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2

#### 营运能力

存货周转天数	156	161	153	169	168
应收账款天数	8.5	8.2	7.7	7.7	7.6

#### 每股资料 (元)

每股收益	1.67	1.74	1.87	2.08	2.27
每股净资产	4.4	4.7	5.2	5.7	6.3

#### 估值比率

PE@16.44HKD	8.2	7.8	7.3	6.6	6.0
PB	3.8	3.5	3.2	2.9	2.6

# 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

## 免责条款

### 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着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受到任何形式的补偿。

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>