

Lushang Health Industry Development (600223)

LSHID's planned divesting of real estate and rapid growth of the cosmetics business lead to promising prospect in "big health" industry Buy (Initiation)

6 January 2023

 Research Analyst
 Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	12,363	13,203	14,360	15,579
Growth (YoY %)	-9%	7%	9%	8%
Net profit (RMB mn)	362	427	568	725
Growth (YoY %)	-43%	18%	33%	28%
EPS (RMB)	0.36	0.42	0.56	0.71
P/E (X)	29.58	25.07	18.86	14.77

Key words: # new products, new technique, new clients

Investment Thesis

- **With continuous focus on the "big health" industry, Lushang Health industry development (LSHID) achieves high growth in cosmetics business.** Initially starting from real estate development, operation, and property management, LSHID entered fields including pharmaceutical, cosmetics, and raw materials, by acquiring Shandong Freda Pharmaceutical Group in 2018 and Shandong Focus Biotech in 2019. To accelerate the smooth transformation to "big health" industry, LSHID introduced 5 strategic investors including Tencent and OneChance in 2021 end and changed chairman in early 2022.
- **Cosmetics: driven by "4+N" strategy with the rapid development of Rellet & Dr. Alva.** "4+N" strategy mainly covers fields including skin care, fragrance, beauty makeup and other segments, with revenue of RMB1.495bn (+117% yoy) in 2021. **1) Dr. Alva:** as flagship brand covering micro-ecological skin care, its major competitiveness lies in strong customer mind and excellent products. It strengthens consumers' awareness of micro-ecological skin care from "building mind" to "extending and expanding mind", while converting products from "hot-seller" to "large-volume" as well as expanding multiple channels including T-mall and Douyin. **2) Rellet:** as a pioneer of domestic Hyaluronic Acid (HA) skin care, it specializes in HA skin care for 20 years and completes 6 iterations for its core technology, leading to ultimate high price-performance ratio of spray products. It consolidates industry position of the spray by iteration and category enrichment, while expanding categories and customer bases by "HA+" strategy. **3) Eprhan & SHENAN:** key incubated brands with broad growth potential. Eprhan mainly covers the natural fragrance industry, while SHENAN focuses on "skin care customization".
- **Raw material: starting from HA business, LSHID completes a diversified layout in raw materials.** 1) Focusfreda: mainly produces food- and cosmetic-grade HA with annual capacity of 420 ton, which ranks second only to Bloomage Biotech. 2) New categories: LSHID continues to expand into new categories to seize the food-grade market. In early 2022, Freda launched a new brand of raw material business called Baifu, covering cosmetic-grade HA, revitalizing small molecules, etc.
- **Biopharma: healthy growth momentum with solid competitiveness in ophthalmology & orthopedics.** LSHID's biopharma revenue in 2021 reached RMB541mn (+8.6% yoy), mainly coming from Mingren Freda and Bausch & Lomb Freda. Mingren Freda is mainly engaged in modern traditional Chinese medicine, chemical medicine, and healthcare food, while Bausch & Lomb Freda mainly covers HA ophthalmic & orthopedic medicine and ranks top in the market segments.
- **Earnings Forecast & Rating:** We forecast LSHID's net profit to be RMB430/570/720mn (+18%/33%/27.6% yoy) in 2022-2024 (without excluding real estate business), indicating P/E of 25x/19x/15x. We initiate with a "Buy" rating.
- **Risks:** Intensified competition, pandemic resurgence, large fluctuation in short term.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	10.53
52-week Range (RMB)	6.26/15.59
P/B (X)	2.78
Market Cap (RMB mn)	10,704.47

Basic Data

BVPS (RMB)	3.79
Liabilities/assets (%)	90.06
Total Issued Shares (mn)	1,016.57
Shares outstanding (mn)	1,016.57

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Jincao Wu* (吴劲草) and *Jiaxuan Zhang* (张家璇).

拟剥离地产，化妆品业务快速崛起，转型大健康前景可期

买入（首次）

2023 年 1 月 6 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	12,363	13,203	14,360	15,579
同比	-9%	7%	9%	8%
归属母公司净利润（百万元）	362	427	568	725
同比	-43%	18%	33%	28%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.36	0.42	0.56	0.71
P/E（现价&最新股本摊薄）	29.58	25.07	18.86	14.77

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **持续聚焦大健康产业，化妆品业务成长较快。**公司起初的业务主要为房地产开发、经营与物业管理，之后逐步切入医药、化妆品、原料等板块，包括 2018 年收购了山东福瑞达医药集团，2019 年底收购山东焦点生物等。此外，2021 年底引入腾讯、壹网壹创等五家战投以及 2022 年初公司换帅加速公司大健康的顺利转型。

■ **化妆品业务：“4+N”战略驱动发展，颐莲、瑷尔博士快速崛起。**“4+N”战略覆盖护肤、香氛、美妆等细分领域，2021 年实现营收 14.95 亿元，同增 117%。（1）**瑷尔博士**：专注微生态护肤的旗舰品牌，强心智&强产品打造护城河，一方面强化消费者对于微生态护肤定位的认知，正在从“建立心智”向“延伸和拓展心智”发展；另一方面产品上由爆品向大单品转化、渠道上天猫、抖音等多渠道拓展。（2）**颐莲**：专研玻尿酸护肤二十年，国内玻尿酸护肤开拓者，其核心技术历经六次迭代，喷雾大单品具有行业内极致性价比，目前一方面通过迭代和类型丰富深化喷雾地位，另一方面通过“玻尿酸+”实现品类延展和客群拓展。（3）**伊帕尔汗、善颜**：重点孵化品牌，成长空间广阔，伊帕尔汗专注天然香氛产业，善颜主打“量肤定制”。

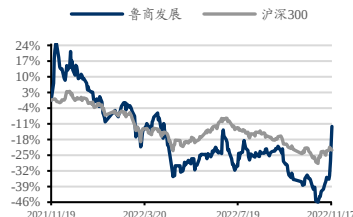
■ **原料业务板块：玻尿酸业务起家，原料产品多样布局。**（1）**焦点福瑞达**：主要生产食品级和化妆品级透明质酸，截至 2021 年年底拥有食品级和化妆品级原料产能 420 吨/年，产能规模仅次于华熙生物。（2）**新品类**：持续拓展新品类，抢占食品级原料赛道。2022 年初福瑞达医药发布了原料业务新品牌百阜，包括化妆品级透明质酸钠、焕活小分子等。

■ **生物医药：发展趋势良好，眼科、骨科竞争力较强。**2021 年生物医药板块实现营收 5.41 亿元，同比增加 8.6%。公司主要通过明仁福瑞达和博士伦福瑞达来布局医药板块，二者分别侧重不同领域。明仁福瑞达主要从事现代中药、化学药和保健食品，博士伦福瑞达主要涵盖透明质酸眼科和骨科药品品类，在眼科治疗和骨科的透明质酸产品市场排名靠前。

■ **盈利预测与投资评级：**公司聚焦大健康产业，化妆品业务高成长，渠道精细化运营、产品力趋于提升。我们预计公司 2022-24 年分别实现归母净利润 4.3/5.7/7.2 亿元（暂不剔除地产业务），分别同增 18.0%/33.0%/27.6%，当前市值对应 2022-24 年 PE25/19/15X，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧，疫情反复，可能存在短期大幅波动的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.53
一年最低/最高价	6.26/15.59
市净率(倍)	2.78
流通 A 股市值(百万元)	10,704.47
总市值(百万元)	10,704.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.79
资产负债率(% LF)	90.06
总股本(百万股)	1,016.57
流通 A 股(百万股)	1,016.57

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢吴劲草和张家璇的指导。

1. 公司概况：持续聚焦大健康，化妆品业务成长较快

1.1. 发展历程：拟置出房地产业务，打造领先的大健康产业运营商

拟置出房地产业务，打造国内领先的大健康产业运营商。公司以房地产公司为起点，2006 年整合八家房地产企业成立鲁商置业。2015 年起，开始尝试健康养老产业，从地产项目向大健康方向转型。2018 年收购了山东福瑞达医药集团有限公司，聚焦药品和化妆品，打造了“润舒”、“润洁”、“施沛特”、“明仁”、“颐莲”、“瑷尔博士”、“善颜”等多个知名品牌，在医药健康领域树立了“福瑞达”品牌形象。2019 年底，收购山东焦点生物科技股份有限公司，进一步完善透明质酸产业链，拓展原料及添加剂行业。2022 年 11 月，公司发布公告拟置出房地产业务，持续聚焦大健康业务，打造领先的大健康产业运营商。

1.2. 股权结构：国资背景股权集中，换帅彰显赋能大健康决心

国资背景股权集中，有望获得较好的资源支持。鲁商发展由山东省国资委下属的山东省商业集团控股，截至 2022Q3 持股比例达 51.62%。换帅彰显赋能大健康决心，利于公司成功转型。2022 年 1 月，公司公告贾庆文接任葛健成为公司新任董事长。我们认为，此次换帅彰显公司赋能大健康的坚定决心，前任董事长葛健个人经历主要在于地产行业管理运营方面，而新任董事长贾庆文具有资深医药研究背景，2019 年起任福瑞达医药总经理。我们相信此次换帅将提升公司在大健康行业的综合竞争实力，利于公司实现从地产到大健康的顺利转型。

引入腾讯、壹网壹创等五家战投，依托渠道平台为销售营销赋能。2021 年 12 月，旗下子公司福瑞达生物增资扩股引入战略投资。我们认为，此次引入战投不仅能够为福瑞达生物提供资金支持，还能够从多方面为发展赋能。例如，腾讯系在私域管理方面的优势、壹网壹创在全域管理的优势都将加速其化妆品业务的长期发展。

2. 化妆品业务：“4+N”战略驱动发展，颐莲、瑷尔博士快速崛起

“4+N”战略覆盖护肤、香氛、美妆等细分领域，品牌矩阵完善。公司坚持“4+N”战略，其中“4”是指四大主力品牌及相对应的护肤赛道，即专研玻尿酸护肤品牌“颐莲”，专注微生态护肤品牌“瑷尔博士”，以油养肤品牌“伊帕尔汗”，精准护肤品牌“善颜”。除此之外，公司基于强大的产业链、创新链、供应链、价值链，力图实现全年龄段护肤产品的拓展。

化妆品业务营收保持高增，2022Q1~Q3 营收占比达 16.8%。自 2018 年公司正式布局化妆品业务以来，板块收入保持高增，营收从 2018 年的 2.21 亿元提升至 2021 年的 14.95 亿元，2018~2021 年营收增速 CAGR 达 89.1%。化妆品营收占比由 2018 年的 2.5% 提升至 2021 年的 12.1%，2022Q1~Q3 营收占比进一步提升至 16.8%。从毛利率看，2018~2022Q3 化妆品业务毛利率范围为 58%~64%。

2.1. 瑗尔博士：专注微生态护肤的旗舰品牌，强心智&强产品打造护城河

瑗尔博士 2021 年实现营收 7.4 亿元，营收高速增长。凭借微生态差异化的定位、爆款产品以及优异的线上推广能力，2018 年成立的新锐品牌瑗尔博士成长迅速，2021 年实现营收 7.4 亿元，同比增长 272.1%。2021Q1~Q3 实现营收 7.5 亿元，同比增长 52.7%，考虑 Q4 为销售旺季，年内品牌销售收入有望过十亿。

瑗尔博士线上线下全面布局，线上渠道占比更高。2021 年瑗尔博士线上、线下分别实现营收 7.3/0.2 亿元，营收占比分别为 98%/2%。线上渠道以天猫渠道为主，抖音渠道 2021 年下半年以来起量较快。线下渠道目前占比较低，拟以单品牌店“瑗尔博士皮肤研究院”+商圈店布局。

2.2. 颐莲：专研玻尿酸护肤品牌，注重产品升级迭代

颐莲品牌专研玻尿酸护肤二十年，国内玻尿酸护肤开拓者。颐莲品牌成立于 2003 年，依托于福瑞达医药集团和山东药学院学院的玻尿酸研发背书，始终定位于专业玻尿酸护肤。2021 年颐莲实现营收 6.5 亿元，同增 73.1%。2022Q1~Q3，颐莲实现营收 5.4 亿元，同增 26.5%。

颐莲以线上渠道为主，线下渠道为辅。2021 年，颐莲品牌线上/线下渠道分别实现营收 6.2/0.2 亿元，营收占比分别为 96.2%/3.8%。其中，线上渠道以自营为主，天猫、京东、抖音平台均有所布局，线下渠道包括 KA 和 CS 集合店（KKV、调色师等）。

2.3. 伊帕尔汗、善颜：重点孵化品牌，成长空间广阔

伊帕尔汗是国内首家以天然香料为核心，集产地种植、研发、生产、销售、旅游观光于一体的香料企业。品牌依托世界最大的薰衣草产业种植基地（6 万亩），不断推出太空蓝薰衣草修护精华液、薰衣草修护沐浴油等系列产品。

3. 原料业务板块：玻尿酸业务起家，原料产品多样布局

3.1. 透明质酸行业：市场高度集中，行业地位领先

2020 年全球透明质酸原料销量为 600 吨，化妆品级和食品级透明质酸占比达九成。根据弗若斯特沙利文报告，全球透明质酸原料销售量已从 2016 年的 350 吨上升到 2020 年的 600 吨。化妆品级和食品级透明质酸占到总市场需求量的 90%以上，其中，2019 年食品级规模已超越化妆品级成为占比最大的品类；医药级透明质酸占比虽然较小，但 2016-2020 年以 16.6%的 CAGR 快速增长。受到疫情的影响，2020 年全球销量受到短期影响，增速有所放缓，但在逐渐管控得当的趋势下，长期仍有望较快增长，沙利文预计 2021-2025 年增速 CAGR 达到 24%。

中国坐拥全球透明质酸原料市场的龙头企业。2020 年，中国企业的透明质酸原料销量占全球总额的 73%以上，份额基本由四家龙头企业贡献，华熙生物、鲁商发展、阜丰

生物与安华生物，2020 年按销量份额依次为 43%、15%、8%、7%。

3.2. 收购焦点福瑞达，迅速扩张原料业务

接连收购福瑞达医药与焦点生物，布局原料业务。2018 年，鲁商发展收购福瑞达医药，向大健康领域迈进。2019 年，福瑞达医药以 2.59 亿元收购焦点生物 60.11% 股权，对其实现控制。自此原料业务开始快速发展，2021 年公司原料板块实现收入 2.41 亿元，同比增加 21.9%，发展势头亮眼；毛利率方面，2020 年至今公司原料业务板块毛利率保持在 35% 以上，盈利状况稳定。

2021 年，焦点福瑞达产能规模已达到 420 吨/年。2019 年被收购时，焦点福瑞达产能为 120 吨/年，其投资新建的产能 300 吨/年的化妆品透明质酸生产线已经于 2019 年 11 月投产。截至 2021 年年底，公司拥有食品级和化妆品级原料产能 420 吨/年，是全球领先的生产基地，产能规模仅次于华熙生物。

3.3. 新品类持续拓展，抢占食品级原料赛道

2022 年初，福瑞达医药发布了原料业务新品牌百阜。2022 年 1 月，福瑞达在 2022 品牌发布会暨焦点福瑞达十周年盛典上发布了新品牌——百阜，其承接了新推出的原料产品，包括化妆品级透明质酸钠、焕活小分子、麦角硫因等。据发布会介绍，几类新产品都在市面已有产品上加以提升和创新。化妆品级透明质酸钠解决了纯度、过敏、吸收等问题。麦角硫因解决了市面上类似产品杂质较多、纯化困难的问题，而且其作为较高端的抗衰原料，通过自身极强的抗氧化性以及与其它成分的协同效应来发挥功能，近年来逐渐被用于各大化妆品、护肤品、防晒的添加。

4. 生物医药：发展趋势良好，眼科、骨科竞争力较强

疫情后发展趋势良好，毛利率基本稳定。2020 营收规模受疫情冲击较大，而在 2021 年疫情缓和后，公司通过组织学术会议、加强开发医疗终端、推进代理商拓展市场等方式增加市场份额，拓展产品销售渠道促使收入增加，2021 年鲁商发展生物医药板块实现营收 5.41 亿元，同比增加 8.6%，规模稳健增长。2021 年该板块毛利率有所回落，但整体仍稳定在 60% 左右，回落主要是受到产品结构调整的影响。

公司通过明仁福瑞达和博士伦福瑞达来布局医药板块，二者分别侧重不同领域。公司明仁福瑞达主要从事现代中药、化学药和保健食品的，博士伦福瑞达则主要涵盖透明质酸眼科和骨科药物品类。

5. 地产下行拖累业绩，若置出资产结构有望优化

拟剥离房地产开发业务，聚焦大健康领域。2022 年 11 月 5 日，公司公告拟将持有的房地产开发业务相关资产及负债转让至公司控股股东山东省商业集团有限公司。本次交易资产涉及的具体资产范围尚需交易双方进一步协商确定。本次交易不涉及发行股份。

交易若顺利完成，则公司将聚焦于生物医药、化妆品、原料及衍生品、添加剂等大健康业务。

6. 盈利预测与投资建议

公司聚焦大健康产业，化妆品业务高成长，渠道精细化运营、产品力趋于提升。我们预计公司 2022-24 年分别实现归母净利润 4.3/5.7/7.2 亿元（暂不剔除地产业务），分别同增 18.0%/33.0%/27.6%，当前市值对应 2022-24 年 PE25/19/15X，首次覆盖给予“买入”评级。

7. 风险提示

（1）行业竞争加剧。若更多新品牌进入市场，且同质化较为严重，则行业竞争有可能加剧，造成整体盈利水平下降。

（2）疫情反复。若疫情反复次数较为频繁，则可能影响整体消费水平以及物流、原料等方面。

（3）可能存在短期大幅波动的风险。若收盘价短期涨跌幅较大，存在短期大幅波动风险。

鲁商发展三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	58,670	60,460	61,349	62,588	营业总收入	12,363	13,203	14,360	15,579
货币资金及交易性金融资产	5,139	5,278	5,284	5,219	营业成本(含金融类)	9,187	9,554	9,751	9,918
经营性应收款项	2,305	2,328	2,472	2,458	税金及附加	588	753	818	888
存货	48,204	50,457	50,238	52,174	销售费用	1,253	1,829	2,348	2,905
合同资产	0	0	0	0	管理费用	380	462	574	698
其他流动资产	3,023	2,397	3,355	2,738	研发费用	119	158	244	343
非流动资产	2,745	2,855	2,962	3,065	财务费用	91	-14	-27	-36
长期股权投资	730	830	930	1,030	加:其他收益	28	26	29	31
固定资产及使用权资产	1,304	1,312	1,315	1,313	投资净收益	201	132	144	156
在建工程	41	51	61	71	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	210	212	215	219	减值损失	-297	0	0	0
商誉	160	158	156	154	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	28	20	12	4	营业利润	678	619	823	1,050
其他非流动资产	272	272	273	273	营业外净收支	-34	0	0	0
资产总计	61,415	63,315	64,311	65,653	利润总额	644	619	823	1,050
流动负债	51,093	52,835	53,555	54,491	减:所得税	250	155	206	263
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,529	5,329	5,129	4,929	净利润	394	464	617	788
经营性应付款项	8,694	9,070	9,060	9,380	减:少数股东损益	32	37	49	63
合同负债	21,686	22,553	23,018	23,410	归属母公司净利润	362	427	568	725
其他流动负债	15,184	15,884	16,349	16,773	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.42	0.56	0.71
非流动负债	3,823	3,623	3,423	3,223	EBIT	571	473	652	858
长期借款	3,751	3,551	3,351	3,151	EBITDA	673	576	760	972
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.69	27.63	32.09	36.34
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	2.93	3.23	3.95	4.65
其他非流动负债	64	64	64	64	收入增长率(%)	-9.20	6.79	8.76	8.49
负债合计	54,916	56,458	56,978	57,714	归母净利润增长率(%)	-43.34	17.99	32.95	27.64
归属母公司股东权益	4,727	5,047	5,473	6,017					
少数股东权益	1,773	1,810	1,859	1,922					
所有者权益合计	6,500	6,857	7,332	7,939					
负债和股东权益	61,415	63,315	64,311	65,653					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6,848	868	750	699	每股净资产(元)	6.39	6.75	7.21	7.81
投资活动现金流	-452	-81	-71	-61	最新发行在外股份(百万股)	1,017	1,017	1,017	1,017
筹资活动现金流	-6,789	-647	-673	-704	ROIC(%)	2.07	2.25	3.10	4.04
现金净增加额	-393	140	6	-66	ROE-摊薄(%)	7.66	8.46	10.37	12.04
折旧和摊销	102	103	108	114	资产负债率(%)	89.42	89.17	88.60	87.91
资本开支	-281	-118	-120	-122	P/E (现价&最新股本摊薄)	29.58	25.07	18.86	14.77
营运资本变动	6,142	292	37	-169	P/B (现价)	1.40	1.32	1.24	1.14

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

