

买入

利润率改善，外销恢复弹性可期，看好中长期潜力

敏华控股 (1999.HK)

2023-12-07 星期四

投资要点

目标价：**7.00 港元**
 现价：**5.14 港元**
 预计升幅：**36.2%**

重要数据

日期	2023/12/06
收盘价 (港元)	5.14
总股本 (亿股)	39.07
总市值 (亿港元)	200.8
净资产 (亿港元)	124.7
总资产 (亿港元)	199.7
52 周高低 (港元)	10.18/4.65
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 61.8%

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

研究部

姓名: 何丽敏

SFC: BTG784

电话: 0755-82846267

Email: helm@gyzq.com.hk

➤ **FY24H1 内销复苏, 北美去库达尾声, 补库需求驱动近期外销订单转正:** 期内公司收入同比-4%至 89.4 亿港元, 归母净利润同比+4%至 11.4 亿港元。

(1) **内销:** FY24H1 中国市场收入同比+5%至 60 亿港元 (人民币+11%)。量价方面, 期内内销沙发销量同比+28%至 53 万套, ASP 下滑因性价比产品推出及营销活动增加、低线城市渠道开拓。分品类, 内销沙发/床具分别实现收入 38.9/14.9 亿港元, 人民币口径同比+7.1%/+13.3%; 分渠道, 内销线下/线上收入分别为 41.0/12.9 亿港元, 人民币口径同比+6.3%/+17.5%。门店方面, 内销于期内净开店 417 个门店至 6,888 个, 闭店率 7%。

(2) **外销:** FY24H1 北美/欧洲及其他/HG 收入分别为 20.4/5.3/3.0 亿港元, 同比分别-21%/-21%/+7%; 若剔除海运费大幅回落的影响, 北美/欧洲市场收入分别-5.4%/-8.8%。期内北美沙发销量转正, 同比+4.4%至 28.7 万套。

展望未来: (1) **内销以量增为主要驱动力,** 预计下半财年门店新增 600 个, 未来 3-5 年 10,000 店目标不变, 以实现下沉市场的触达; 今年采取了返点的渠道支持政策, 明年有望延续此政策, 稳住经销商盈利能力。我们测算 10 年后, 内销沙发年存量更替需求达 2,400-3,000 万套 (见正文), 随着功能沙发渗透率提升, 仅计算存量更替需求, 中长期敏华内销沙发年销量较当前有 2-3 倍空间。(2) **外销态势乐观——北美去库步入尾声,** 下半年以来外销订单已转为正增长, 呈逐月转好趋势。补库需求及海运费改善将驱动增长。

➤ **原材料成本下行及海运费回落, 盈利能力提振:**

期内原材料成本同比-7% (真皮/钢材/木/包装纸/化学品/印花布的单位平均成本同比-14%/-16%/-22%/-2%/-4%), 海运费同比-43%。整体毛利率同比+0.2pp 至 39.1%, 其中中国市场毛利率同比+1.3pp 至 41.2%, 剔除海运费影响后的北美毛利率同比+5.1%。销售/管理费用率分别为 17.9%/5.0%, 分别同比-1.9pp/-1.0%, 归母净利润率同比+1.0pp 至 12.7%。

➤ **维持买入评级, 目标价 7.00 港元:**

我们的观点: 看好敏华长期增长潜力, 内销功能沙发渗透率仍有充足提升空间, 存量替换需求将逐步增长; 外销步入尾声, 订单拐点已现, 恢复性增长可期。预计 FY24E 至 26E 营收分别为 187.1/207.7/229.5 亿港元, 同比+7.9%/+11.0%/+10.5%; 归母净利润分别为 22.8/26.0/28.8 亿港元, 同比+19.1%/+13.8%/+10.9%。维持买入评级, 目标价 7.00 港元, 对应 FY25E PE 11 倍。

百万港元	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
主营业务收入	21,497	17,351	18,714	20,773	22,947
同比增长 (%)	30.8%	-19.3%	7.9%	11.0%	10.5%
归母净利润	2,247	1,915	2,280	2,595	2,878
同比增长 (%)	16.8%	-14.8%	19.1%	13.8%	10.9%
归母净利润率	10.5%	11.0%	12.2%	12.5%	12.5%
每股收益 (港元)	0.57	0.49	0.58	0.66	0.73
PE@5.14HKD	9.0	10.5	8.8	7.8	7.0

数据来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

➤ FY24H1 内销复苏，北美去库达尾声，补库需求驱动近期外销订单转正：

期内公司收入同比-4%至 89.4 亿港元，归母净利同比+4%至 11.4 亿港元。

(1) 内销：FY24H1 中国市场收入同比+5%至 60 亿港元（人民币口径同比+11%）。量价方面，期内内销沙发销量同比+28%至 53 万套，ASP 下滑因性价比产品推出及营销活动增加、低线城市渠道开拓。分品类，内销沙发/床具分别实现收入 38.9/ 14.9 亿港元，人民币口径同比+7.1%/+13.3%；分渠道，内销线下/线上收入分别为 41.0/ 12.9 亿港元，人民币口径同比+6.3%/+17.5%。门店方面，内销于期内净开店 417 个门店至 6,888 个，闭店率为 7%。

(2) 外销：FY24H1 北美/欧洲及其他/HG 收入分别为 20.4/ 5.3/ 3.0 亿港元，同比分别-21%/ -21%/ +7%；若剔除海运费大幅回落的影响，北美/欧洲市场收入分别-5.4%/ -8.8%。期内北美沙发销量转正，同比+4.4%至 28.7 万套。

展望未来：

(1) 内销以量增为主要驱动力，预计下半财年门店新增 600 个，未来 3-5 年 10,000 店目标不变，以实现品牌对下沉市场的触达；今年采取了返点的渠道支持政策，明年有望延续此政策，稳住经销商盈利能力。我们测算 10 年后，内销沙发年存量更替需求达 2,400-3,000 万套(见正文)，随着功能沙发渗透率提升，仅计算存量更替需求，中长期敏华内销沙发年销量较当前有 2-3 倍空间。

(2) 外销态势乐观——北美去库步入尾声，下半年以来外销订单已转为正增长，呈逐月转好趋势。补库需求及海运费改善将驱动增长。

➤ 原材料成本下行及海运费回落，盈利能力提振：

期内原材料成本同比-7%（真皮/钢材/木/包装纸/化学品/印花布的单位平均成本同比-14%/ -16%/ -22%/ -2%/ -4%），海运费同比-43%。整体毛利率同比+0.2pp 至 39.1%，其中中国市场毛利率同比+1.3pp 至 41.2%，剔除海运费影响后的北美毛利率同比+5.1%。销售费用率/管理费用率分别为 17.9%/ 5.0%，分别同比-1.9pp/ -1.0%，归母净利润率同比+1.0pp 至 12.7%。

公司成长空间展望——中长期内销沙发及功能沙发存量更替需求测算：

我们预期中长期的沙发年存量替换需求达 **2,400-3,000 万套**，其中功能沙发年替换需求达 **600 万套**（假设 10 年后功能沙发渗透率达 20%）。仅计算存量更替需求（暂不考虑新房需求），敏华沙发内销中长期年销量较当前仍有至少 **2-3 倍空间**。我们认为，**中长期软体存量市场潜力广，存量市场潜力的挖掘取决于品牌商的破局**——不同于新房，存量软体替换为可选需求，行业需要有一个强有力的龙头，在存量替换的营销打法及产品上进行破局，推动消费者进行存量软体家具的更换。

核心数据及假设：

(1) 根据国家统计局，1998-2022 年房地产商品房住宅的销售面积共 **210 亿平方米**。假设每套 100-110 平，存量商品房住宅约 2 亿套。考虑部分商住物业及农村自建房，保守假设具备购买力的存量住宅房共 **3 亿套**；

(2) 保守假设按 10-12 年更换一次沙发，对应 **8-10% 的替换率**。根据假设 1，有 3 亿套存量住宅房具备购买力，乘以替换率，得出 **2,400-3,000 万套** 年存量沙发替换需求。

(3) 假设 10 年后功能沙发渗透率达到 **20%**（2023 年约 7-8%）， $3000 * 20\% = 600$ 万套；

(4) 假设 10 年后敏华在功能沙发的市占率在 40%-60% 区间，仅计算存量更替需求（暂不考虑新房需求），中长期敏华功能沙发的内销年销量天花板空间在 **240 万-360 万套**。而 FY23 敏华控股的内销沙发销量为 89 万套。

表 1：中长期内销沙发及功能沙发需求测算

1. 存量更替需求测算				
(1) 根据国家统计局，1998-2022 年房地产商品房住宅的销售面积共为 210 亿平方米。假设每套 100-110 平，存量商品房住宅约 2 亿套。考虑部分商住物业及农村自建房，保守假设具备购买力的存量住宅房共 3 亿套；				
(2) 假设 10-12 年更换一次沙发，对应 8-10% 的替换率；假设 10 年后功能沙发渗透率 20%				
存量住宅房(万套)	沙发更替率	存量沙发更替需求(万套)	10 年后功能沙发渗透率	功能沙发存量更替年需求(万套)
30000	8%	2400		480
	10%	3000	20%	600
	12%	3600		720
2. 新房沙发需求				
(1) 住宅新房销售套数：根据国家统计局，全国 2016-2021 年住宅新房年销售量为 1300 万套，2012-2014 年均约 1000 万套。全国住宅新房年销量从 2005 年为 423 万套，2010 年提升至 881 万套，2005-2010 年均 632 万套。2022 年中国城市化率达 65.2%。保守假设中长期新房市场年销量需求为 600 万套。				
3. 中长期内销沙发市场年需求				
沙发存量更替需求 (万套)		新房沙发需求 (万套)		合计 (万套)
2400-3000		600		3000-3600

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

表 2：敏华控股收入拆分

	2020/3/31	2021/3/31	2022/3/31	2023/3/31	2021/9/30	2022/9/30	2023/9/30
收入拆分 (百万港元)	FY20	FY21	FY22	FY23	FY22HI	FY23HI	FY24HI
中国市场	6,163	9,976	13,193	11,093	6,400	5,713	6,005
yoy	12.3%	61.9%	32.3%	-15.9%	52.6%	-10.7%	5.1%
占总收入比	50.7%	60.7%	61.4%	63.9%	62.7%	61.5%	67.2%
中国市场(不含铁架)	5,416	9,100	12,009	10,273	5,799	5,224	5,383
yoy	17.9%	68.0%	32.0%	-14.5%	52.4%	-9.9%	3.0%
按产品：沙发	4,114	6,852	8,628	7,547	4,333	3,835	3,891
yoy	2.6%	66.5%	25.9%	-12.5%	47.7%	-11.5%	1.5%
沙发占中国市场收入	76.0%	75.3%	71.8%	73.5%	74.7%	73.4%	72.3%
按产品：床垫	1,302	2,248	3,382	2,727	1,465	1,390	1,491
yoy	145.3%	72.6%	50.4%	-19.4%	68.2%	-5.1%	7.3%
按渠道：线下门店	3,909	6,910	9,184	7,700	4,634	4,070	4,098
yoy	4.5%	76.8%	32.9%	-16.2%	60.7%	-12.2%	0.7%
按渠道：线上电商	1,508	2,189	2,826	2,573	1,165	1,155	1,285
yoy	76.0%	45.2%	29.1%	-8.9%	26.5%	-0.9%	11.3%
电商占中国市场收入	27.8%	24.1%	23.5%	25.0%	20.1%	22.1%	23.9%
海外市场	5,190	6,220	7,933	5,962	3,684	3,514	2,868
yoy	-10.0%	19.9%	27.5%	-24.8%	61.9%	-4.6%	-18.4%
北美市场	3,507.9	4,579.5	5,667.5	4,188.8	2,562.3	2,564.1	2,037.4
yoy	-15%	31%	24%	-26%	0%	0%	0%
欧洲及其他	937.6	876.6	1,374.5	1,161.1	656.5	670.1	532.0
yoy	18%	-7%	57%	-16%	89%	2%	-21%
Home Group	744.1	764.1	890.9	612.6	464.9	279.5	298.2
yoy	-10%	3%	17%	-31%	6%	7%	6%
其他营业收入	792	238	371	296	131	62.1	64.6
主营收入总计	12,144	16,434	21,497	17,351	10,214	9,289	8,938
yoy	7.9%	35.3%	30.8%	-19.3%	53.9%	-9.1%	-3.8%
归母净利润 (百万元)	1,638	1,925	2,247	1,915	988	1,092	1,136

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 3：敏华控股功能沙发销量及门店数量

	2020/3/31	2021/3/31	2022/3/31	2023/3/31	2021/9/30	2022/9/30	2023/9/30
沙发销量及国内门店数量	FY20	FY21	FY22	FY23	FY22HI	FY23HI	FY24HI
沙发销量 (千套)	1,267	1,648	1,896	1,502	820	754	882
yoy	3.3%	30.1%	15.0%	-20.8%	23.8%	-8.0%	17.0%
国内	503	786	883	891	425.8	419.3	534.9
yoy		56%	12%	1%	24%	-2%	28%
海外	764	862	1013	611	394.1	334	347.1
yoy		13%	18%	-40%	23%	-2%	4%
其中：北美	588	746	892	499	340.2	274.6	286.8
yoy		27%	20%	-44%	24%	-19%	4%
其中：欧洲及其他	176	116	121	112	53.9	60	60.3
yoy		-34%	4%	-7%	20%	11%	0%
国内线下收入 (不含铁架)	3,909	6,910	9,184	7,700	4,634	4,070	4,098
yoy	5%	77%	33%	-16%	61%	-12%	1%
门店数量	2,874	4,122	5,968	6,471	5,369	6,230	6,888
同比净增	260	1248	1846	503	1837	861	658
yoy	10%	43%	45%	8%	52%	16%	11%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 4：敏华控股财务费用率

财务费用率	2020/3/31	2021/3/31	2022/3/31	2023/3/31	2021/9/30	2022/9/30	2023/9/30
	FY20	FY21	FY22	FY23	FY22HI	FY23HI	FY24HI
整体毛利率	36.4%	36.1%	36.7%	38.5%	36.2%	38.8%	39.1%
中国市场	39.8%	37.1%	36.1%	40.3%	35.7%	39.9%	41.2%
北美市场	34.2%	36.3%	40.5%	36.4%	41.1%	41.8%	35.9%
欧洲及其他市场	25.6%	21.4%	22.8%	23.6%	24.2%	21.3%	27.4%
Home Group	28.2%	34.7%	25.3%	23.5%	25.6%	22.5%	28.8%
销售费用率	16.5%	19.0%	19.5%	19.1%	19.7%	19.8%	17.9%
管理费用率	5.1%	4.7%	4.9%	6.0%	5.2%	6.1%	5.0%
有效税率	19.8%	14.3%	17.8%	21.1%	18.8%	21.5%	16.2%
归母净利润率	13.5%	11.7%	10.5%	11.0%	9.7%	11.8%	12.7%
归母净利润（百万元）	1,638	1,925	2,247	1,915	988	1,092	1,136

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ **维持买入评级，目标价 7.00 港元：**

我们的观点：看好敏华长期增长潜力，内销功能沙发渗透率仍有充足提升空间，存量替换需求将逐步增长；外销步入尾声，订单拐点已现，恢复性增长可期。预计 FY24E 至 26E 营收分别为 187.1/ 207.7/ 229.5 亿港元，同比+7.9%/ +11.0%/ +10.5%；归母净利润分别为 22.8/ 26.0/ 28.8 亿港元，同比+19.1%/ +13.8%/ +10.9%。维持买入评级，目标价 7.00 港元，对应 FY25E PE 11 倍。

风险提示：

内销需求恢复不及预期、欧美需求疲弱导致外销承压、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
流动资产	9,341	8,415	9,435	10,696	12,153
现金	2,826	3,738	4,098	4,778	5,630
应收账款	2,245	1,598	1,758	1,934	2,127
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
非流动资产	11,181	11,226	11,669	11,986	12,283
固定资产-物业、厂房及设备	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
资产总计	20,521	19,640	21,104	22,681	24,436
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	7,773	7,113	7,502	7,858	8,258
股本	1,571	1,568	1,568	1,568	1,568
储备	10,138	9,988	11,128	12,426	13,865
少数股东权益	1,038	971	905	829	745
归属于母公司所有者权益	11,710	11,557	12,697	13,994	15,433
负债及权益合计	20,521	19,640	21,104	22,681	24,436

现金流量表

单位: 百万港元	FY2022A	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	2,324	4,059	2,799	3,178	3,491
除税前溢利	2,819	2,355	2,805	3,193	3,541
折旧摊销	531	525	674	687	698
利息收入	-71	-114	0	0	0
无形资产摊销	54	52	50	50	50
营运资金变动	-1,199	1,820	-431	-401	-398
其它	189	-579	-299	-352	-400
投资活动现金流	-1,099	-1,661	-1,300	-1,200	-1,200
资本支出	-1,738	-1,555	-800	-800	-800
其他投资	638	-106	-500	-400	-400
筹资活动现金流	-844	-1,335	-1,140	-1,297	-1,439
借款变动	718	48	0	0	0
股利分配	-1,147	-1,256	-1,140	-1,297	-1,439
回购及其他	-415	-127	0	0	0
现金净增加额	380	1,063	359	680	852
现金期初金额	2,404	2,826	3,619	4,098	4,778
现金期末金额	2,826	3,619	4,098	4,778	5,630

利润表

单位: 百万港元	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	21,497	17,351	18,714	20,773	22,947
营业成本	-13,606	-10,673	-11,453	-12,671	-14,014
毛利	7,891	6,678	7,261	8,101	8,933
销售费用	-4,190	-3,318	-3,556	-3,905	-4,291
管理费用	-1,053	-1,047	-1,104	-1,205	-1,331
其他	242	196	400	400	450
营业利润	2,890	2,510	3,001	3,391	3,761
财务收入/(费用)净额	-80	-165	-206	-208	-229
应占共同控制实体损益	10	10	10	10	10
利润总额	2,819	2,355	2,805	3,193	3,541
所得税	-503	-497	-592	-674	-747
净利润	2,317	1,858	2,213	2,519	2,794
少数股东损益	28	39	37	0	0
归母净利润	2,247	1,915	2,280	2,595	2,878
EPS (元)	0.57	0.49	0.58	0.66	0.73

主要财务比率

	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
年成长率					
营业收入	30.8%	-19.3%	7.9%	11.0%	10.5%
营业利润	17.9%	-13.1%	19.6%	13.0%	10.9%
归母净利润	16.8%	-14.8%	19.1%	13.8%	10.9%
获利能力					
毛利率	36.7%	38.5%	38.8%	39.0%	38.9%
净利率	10.8%	10.7%	11.8%	12.1%	12.2%
归母净利率	10.5%	11.0%	12.2%	12.5%	12.5%
ROE	19.2%	16.6%	18.0%	18.5%	18.6%
偿债能力					
资产负债率	37.9%	36.2%	35.6%	34.6%	33.8%
负债权益比	61.0%	56.8%	55.2%	53.0%	51.0%
流动比率	125.5%	124.0%	131.9%	142.9%	154.8%
速动比率	89.2%	102.6%	103.5%	110.9%	118.8%
营运能力					
存货周转天数	63	71	55	64	68
应收帐款周转天数	33	40	33	32	32
应付帐款周转天数	29	36	34	37	38
每股资料 (元)					
每股收益	0.57	0.49	0.58	0.66	0.73
每股经营现金	0.59	1.03	0.71	0.81	0.89
每股净资产	2.96	2.95	3.24	3.57	3.93
估值比率					
PE@5.14HKD	9.0	10.5	8.8	7.8	7.0
PB	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3

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>