

巨子生物 (2367 HK)

双十一收官，双品牌强势增长

2024年双十一收官，公司两大核心品牌可复美与可丽金线上增速靓丽。双十一期间（10月8日至11月11日），可复美与可丽金的线上全渠道GMV分别同比增长超80%和超150%，较今年“618”均有提速。可复美和可丽金在抖音平台爆发式增长，双十一期间分别同比增长超100%和超500%。根据《天下网商》联合天猫发布的品牌成交排行榜（10月21日至11月11日），可复美在天猫快消品牌销售榜名列第14，护肤品牌销售榜名列第12，在国货品牌排名第三。可复美在抖音电商双十一大促护肤品牌总榜中名列第四，国货品牌第三。

■ **双十一大促于10月拉开序幕，可复美和可丽金增长强劲。**2024年各大平台双十一大促较往年均有所提前，普遍从10月中上旬开启，较2023年提前约10天。叠加双十一大促开启以及错期影响，据魔镜数据库统计，10M24可复美线上GMV同比强劲增长90%，其中天猫淘宝和抖音平台GMV分别同比增长83%和120%。可复美在抖音平台进行成功的营销投入，如搭建抖音自播间矩阵，因此驱动可复美在抖音平台快速增长。

■ **可复美胶原棒延续高增长，新品表现亮眼。**经典产品可复美重组胶原蛋白敷料蝉联天猫伤口敷料类目TOP1。核心大单品可复美胶原棒蝉联天猫面部精华和液态精华类目TOP1，并荣登抖音液态精华类目TOP1。根据魔镜数据库统计，10M24，可复美面部精华品类在天猫淘宝的GMV同比增长156%，我们认为这主要由胶原棒贡献，胶原棒延续高速增长。24年4月推出的焦点面霜位列天猫修复面霜热卖榜国货TOP2。据魔镜数据库统计，10M24，可复美乳液/面霜品类在天猫淘宝的GMV同比增长333%，成为可复美品牌GMV体量第二大的品类，我们认为这主要得益于焦点面霜的快速放量。此外，公司6月推出的可复美秩序点痘棒名列京东平台平衡水油面部精华热卖榜TOP1。我们认为，不断丰富的产品矩阵将推动品牌长期增长。

■ **可丽金新品发力，增长潜力快速释放。**据魔镜数据库统计，10M24可丽金线上GMV同比强劲增长109%，增速高于可复美品牌；其中天猫淘宝和抖音平台GMV分别同比增长65%和138%。可丽金新品胶卷面霜和胶卷眼霜带来增长新动力。魔镜数据库显示，受益于胶卷系列新品拉动，可丽金乳液/面霜品类和眼部护理品类在10M24的天猫淘宝的GMV分别同比大增180%和6,549%。

■ **维持“买入”评级，目标价66.15港元。**我们继续看好公司护肤品类的快速增长，预期注射类胶原蛋白产品将于1Q25E获批。我们小幅上调了公司FY24-26的盈利预测，基于DCF模型，上调目标价66.15港元（WACC: 10.9%，永续增长率：3.0%），目标价对应25x FY25E经调整市盈率，20x FY26E经调整市盈率。

财务资料

(截至12月31日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	2,364	3,524	5,099	6,874	9,187
同比增长(%)	52.3	49.0	44.7	34.8	33.6
调整后净利润(百万人民币)	1,056	1,452	1,971	2,485	3,130
同比增长(%)	24.1	37.4	35.7	26.1	26.0
调整后市盈率(倍)	44.5	31.2	24.0	19.1	15.1
净负债比率(%)	(46.8)	(57.2)	(69.9)	(72.5)	(75.3)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	66.15 港元
(此前目标价)	62.07 港元
潜在升幅	29.2%
当前股价	51.20 港元

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	52,644.9
3月平均流通量(百万港元)	206.6
52周内股价高/低(百万港元)	56.85/29.30
总股本(百万)	1028.2

资料来源：FactSet

股东结构

Juzi Holding Co., Ltd	56.5%
-----------------------	-------

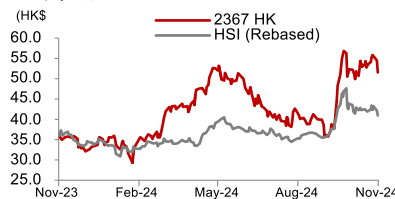
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.1%	5.0%
3-月	22.5%	6.1%
6-月	-1.5%	-5.1%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

巨子生物线上销售表现

图 1: 2024 年天猫双十一 (10.21-11.11) 品牌成交排行榜-护肤品牌销售榜

排名	品牌名
1	珀莱雅
2	兰蔻
3	巴黎欧莱雅
4	海蓝之谜
5	雅诗兰黛
6	赫莲娜
7	修丽可
8	SK-II
9	薇诺娜
10	玉兰油
11	娇兰
12	可复美
13	娇韵诗
14	科颜氏
15	资生堂

资料来源：天猫，天下网商，招银国际环球市场

注：榜单计算规则：根据本行业参与 2024 年天猫双 11 活动期间的品牌支付 GMV 从高到低进行排序，若因特殊原因造成空缺则由其他品牌补位。计算时间为 10 月 21 日 0 点-11 月 11 日 24 点。

图 2: 2024 年抖音电商双十一大促护肤品牌总榜 (10.8-11.11)

排名	品牌名
1	珀莱雅
2	韩束
3	欧莱雅
4	可复美
5	后
6	自然堂
7	雅诗兰黛
8	玉兰油
9	薇诺娜
10	SK-II

资料来源：抖音，招银国际环球市场

注：榜单计算规则：按照抖音电商平台在 2024 年 10 月 8 日-11 月 11 日期间，结合品牌支付金额综合表现，选取护肤行业品牌进行排序。

图 3: 可复美和可丽金在“618”及“双11”的GMV增速

		可复美	可丽金
全渠道	2024年双11	80+%	150+%
	2024年618	60+%	100+%
	2023年双11	100+%	50+%
天猫	2024年双11	50+%	100+%
	2024年618	50+%	70+%
	2023年双11	80+%	100+%
抖音	2024年双11	100+%	500+%
	2024年618	65+%	300+%
	2023年双11	200+%	-
京东	2024年双11	200+%	200+%
	2024年618	100+%	200+%
	2023年双11	100+%	60+%

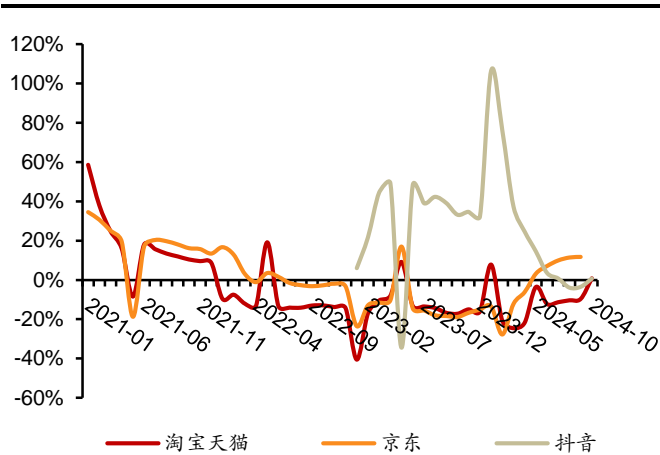
资料来源: 巨子生物, 招银国际环球市场

图 4: 可复美和可丽金重点产品在双十一期间的折扣力度

品牌	产品	单位	原价 (元)	双11 价格 (元)	折扣	李佳琦直播间价格 (元)	折扣
可复美	焦点面霜	罐/50g	419	369	-12%	359	-14%
	胶原棒	30支	419	369	-12%	358	-15%
	焕能舒润柔肤水	瓶/500ml	145	135	-7%	128	-12%
	胶原贴	5片/盒*2	362	289	-20%	276	-24%
	重组胶原蛋白敷料	5片/盒*2	376	286	-24%		
	胶原乳	瓶/40ml	198	168	-15%		
	平均				-15%		-16%
可丽金	大膜王	20颗	188	171	-9%	169	-10%
	胶卷眼霜	瓶/20g	359	299	-17%	299	-17%
	嘭嘭次抛	30支	419	359	-14%	357	-15%
	胶卷面霜	瓶/50g	429	369	-14%		
	平均				-14%		-14%

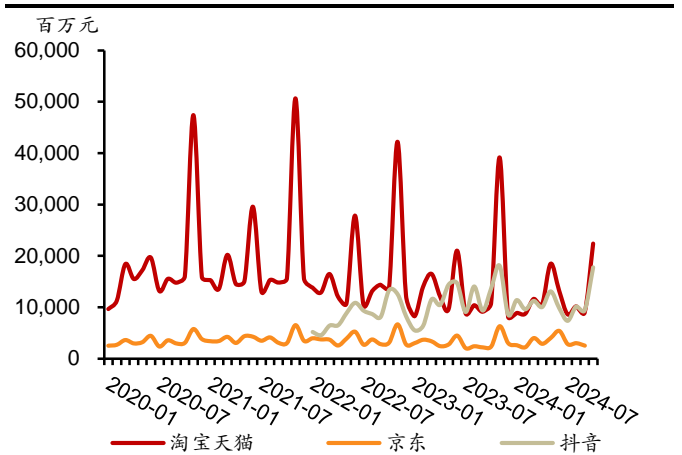
资料来源: 巨子生物, 招银国际环球市场

图 5: 电商平台护肤品类累计销售额同比增速



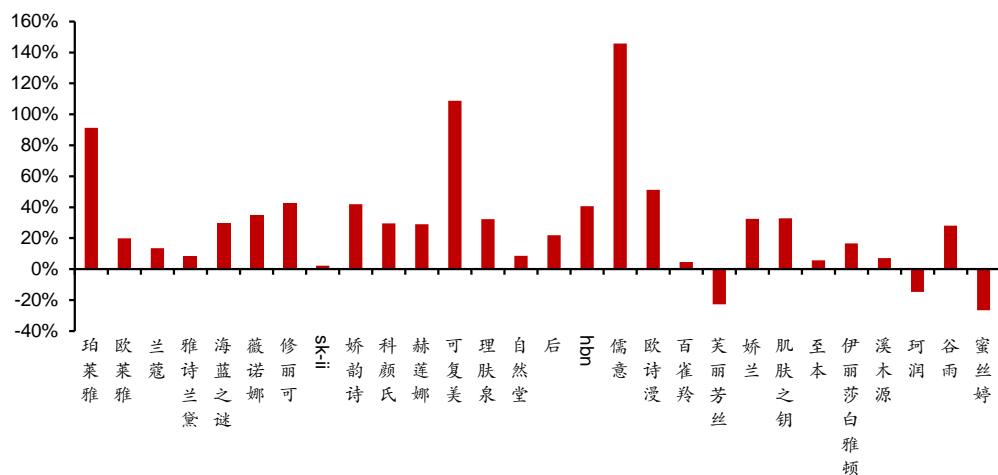
资料来源: 魔镜市场情报, 招银国际环球市场

图 6: 电商平台护肤品类单月销售额



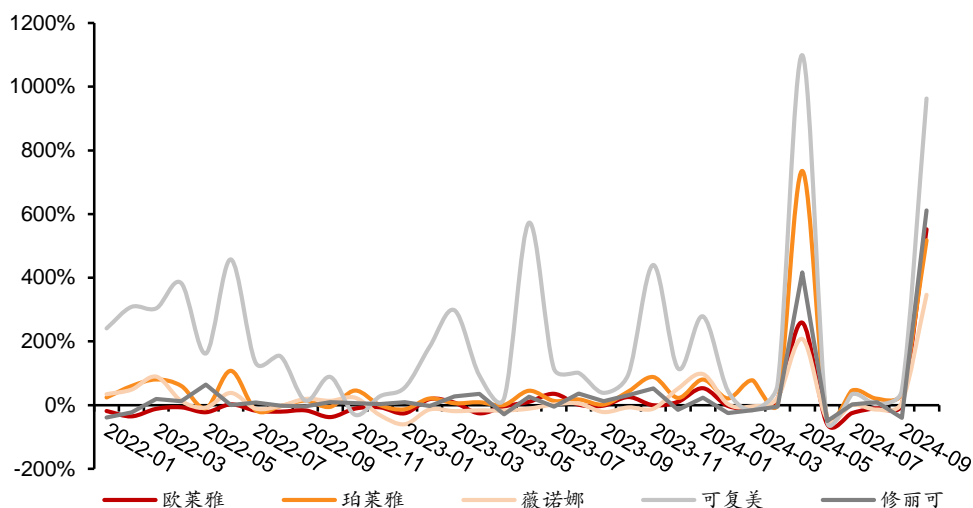
资料来源: 魔镜市场情报, 招银国际环球市场

图 7: 2024 年 1-10 月天猫淘宝美容护肤品牌销售额同比增速



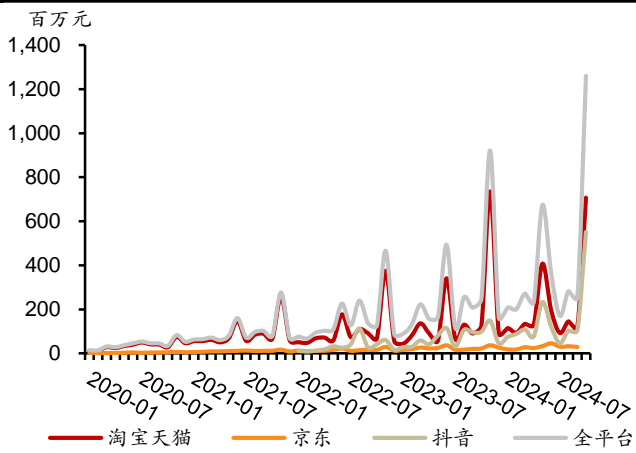
资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异

图 8: 天猫淘宝美容护肤品牌单月销售额同比增速



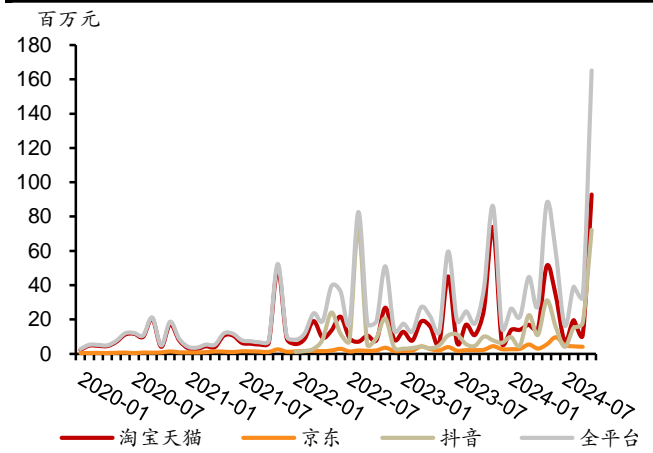
资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异

图 9: 可复美电商平台单月销售额



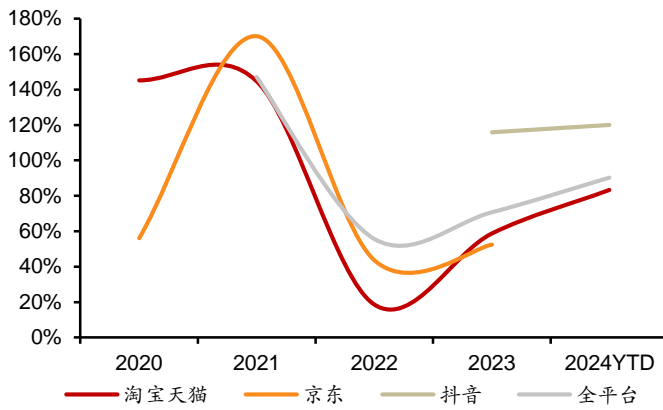
资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异

图 10: 可丽金电商平台单月销售额



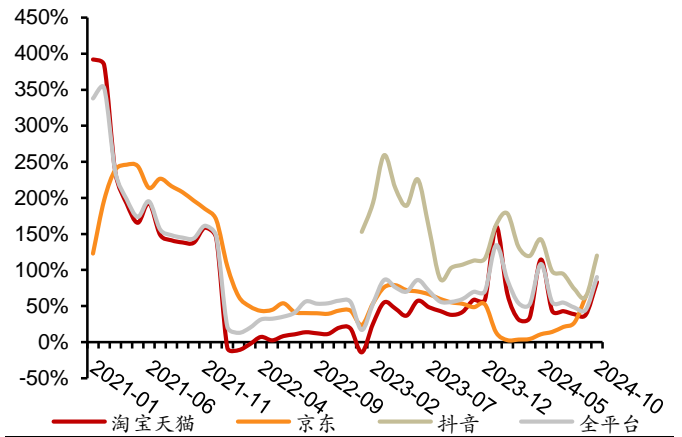
资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异

图 11: 可复美电商平台年销售额同比增速



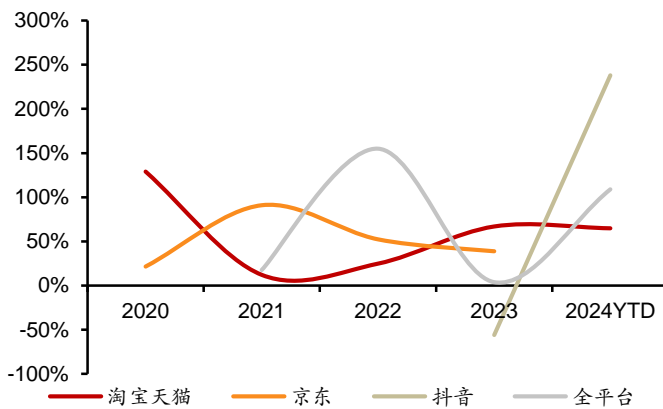
资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异

图 12: 可复美电商平台单月累计销售额同比增速



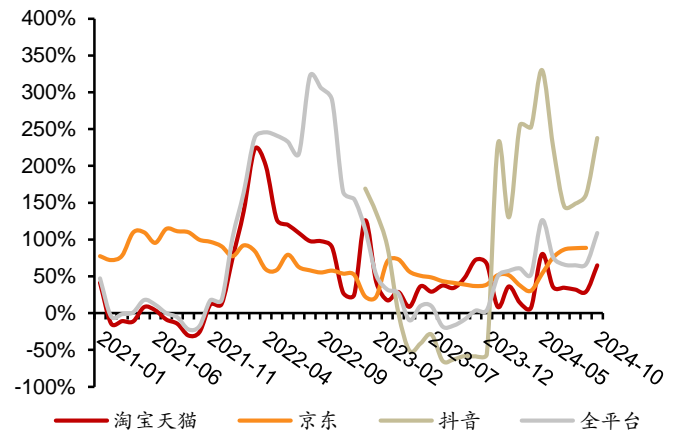
资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异

图 13: 可丽金电商平台年销售额同比增速



资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异

图 14: 可丽金电商平台单月累计销售额同比增速



资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异

图 15: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	5,099	6,874	9,187	5,089	6,860	9,166	0.2%	0.2%	0.2%
毛利	4,191	5,570	7,379	4,184	5,558	7,363	0.2%	0.2%	0.2%
归母净利润	1,881	2,440	3,115	1,877	2,435	3,108	0.2%	0.2%	0.2%
基本每股收益 (元)	1.83	2.37	3.03	1.83	2.37	3.02	0.2%	0.2%	0.2%
毛利率	82.20%	81.03%	80.33%	82.20%	81.03%	80.33%	+0.00 ppt	0.00 ppt	0.00 ppt
净利润率	36.88%	35.50%	33.91%	36.88%	35.50%	33.91%	0.00 ppt	0.00 ppt	0.00 ppt

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 16: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
息税前利润	2,132	2,749	3,510	4,297	5,157	6,085	7,059	8,047	9,012
税率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润*(1-税率)	1,812	2,337	2,983	3,653	4,383	5,172	6,000	6,840	7,661
+ 折旧与摊销	41	48	54	59	70	83	96	110	123
- 营运资金变化	-178	-150	-192	-207	-249	-293	-340	-388	-435
- 资本支出	-200	-180	-150	-150	-180	-212	-246	-281	-315
自由现金流	1,475	2,055	2,695	3,354	4,025	4,749	5,509	6,280	7,034
终值									91,191
永续增长率									3.0%
加权平均资本成本 WACC									10.9%
股本成本									14.6%
债务成本									5.0%
市场风险系数 β									1.1
无风险利率									3.0%
市场风险溢价									10.5%
目标负债率									35.0%
有效公司税率									15.0%
终值 (百万元人民币)									35,808
现值 (百万元人民币)									56,097
净负债 (百万元人民币)									-5,126
少数股东权益 (百万元人民币)									5
股权价值 (百万元人民币)									61,217
股权价值 (百万港元)									68,019
股份数 (百万股)									1,028
DCF 每股价值 (港元)									66.15

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 17: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		9.9%	10.4%	10.9%	11.4%	11.9%
永续增长率	4.0%	85.24	78.17	72.15	66.96	62.44
	3.5%	80.59	74.34	68.95	64.26	60.14
	3.0%	76.61	71.02	66.15	61.88	58.10
	2.5%	73.17	68.12	63.68	59.77	56.28
	2.0%	70.16	65.56	61.49	57.88	54.64

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 18: 招银国际与市场预测

人民币百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	5,099	6,874	9,187	5,101	6,614	8,305	0.0%	3.9%	10.6%
毛利	4,191	5,570	7,379	4,216	5,445	6,815	-0.6%	2.3%	8.3%
归母净利润	1,881	2,440	3,115	1,954	2,473	3,057	-3.8%	-1.3%	1.9%
基本每股收益 (元)	1.83	2.37	3.03	1.93	2.43	3.00	-5.4%	-2.2%	0.9%
毛利率	82.20%	81.03%	80.33%	82.65%	82.32%	82.06%	-0.45 ppt	-1.30 ppt	-1.73 ppt
净利润率	36.88%	35.50%	33.91%	38.31%	37.39%	36.81%	-1.42 ppt	-1.89 ppt	-2.90 ppt

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 19: 可比公司估值对比

公司	股票代码	评级	股价 (LC)	市值 (\$mn)	PE		PB		ROE	
					FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
H 股										
巨子生物	2367 HK	买入	51.20	6,768	25.2	19.4	6.5	5.2	32.1	29.8
A 股										
爱美客	300896 CH	N/A	231.99	9,720	32.8	27.3	8.5	6.9	27.7	27.2
珀莱雅*	603605 CH	买入	95.92	5,266	25.1	20.1	7.2	5.9	31.8	33.0
华熙生物	688363 CH	N/A	65.25	4,354	53.0	40.3	4.3	4.0	8.1	9.9
锦波生物	832982 CH	N/A	242.00	2,967	31.0	22.7	13.4	8.6	44.0	39.5
敷尔佳	301371 CH	N/A	36.36	2,015	19.6	18.0	2.3	2.1	11.6	11.6
				平均	31.1	24.6	7.0	5.5	25.9	25.1

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测, 截至 2024 年 11 月 14 日收盘。* 由招银国际研究部必选消费组覆盖

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	1,552	2,364	3,524	5,099	6,874	9,187
销售成本	(198)	(369)	(577)	(908)	(1,304)	(1,807)
毛利润	1,354	1,995	2,947	4,191	5,570	7,379
销售费用	(346)	(706)	(1,164)	(1,795)	(2,523)	(3,509)
行政费用	(72)	(111)	(97)	(127)	(165)	(211)
研发费用	(25)	(44)	(75)	(97)	(137)	(184)
其他收入	33	69	103	126	167	201
其他费用	(3)	(1)	(0)	(90)	(45)	(15)
其他盈亏	32	(23)	31	0	0	0
利息支出	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	(0)	(1)	1	0	0	0
税前利润	973	1,178	1,745	2,208	2,866	3,660
所得税	(145)	(176)	(297)	(331)	(430)	(549)
税后利润	828	1,002	1,448	1,877	2,436	3,111
非控股权益	0	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)
归母净利润	828	1,002	1,452	1,881	2,440	3,115
调整后净利润	851	1,056	1,452	1,971	2,485	3,130

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	7,441	2,538	4,135	6,952	8,624	10,824
现金与现金等价物	7,103	1,331	2,504	5,128	6,572	8,482
应收账款	66	69	102	140	188	252
存货	89	184	200	298	429	594
以公允价值计入损益的资产	156	866	1,275	1,275	1,275	1,275
其他流动资产	28	87	54	111	160	221
非流动资产	437	600	838	996	1,128	1,223
物业及厂房及设备 (净额)	274	491	663	823	956	1,053
使用权资产	59	60	48	46	44	42
递延税项	1	1	1	1	1	1
无形资产	8	7	7	8	9	9
其他非流动资产	94	41	118	118	118	118
总资产	7,878	3,138	4,973	7,949	9,751	12,047
流动负债	6,843	281	531	546	623	722
应付账款	24	55	133	149	214	297
应付税款	71	75	117	117	117	117
其他流动负债	6,732	138	243	243	243	243
租赁负债	0	1	2	2	2	2
合同负债	16	12	36	35	47	63
非流动负债	18	20	71	71	71	71
递延收入	18	18	20	20	20	20
其他非流动负债	1	2	52	52	52	52
总负债	6,861	301	602	617	695	793
普通股股本	0	0	0	0	0	0
优先股股本	0	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	1,017	2,833	4,362	7,326	9,055	11,256
少数股东权益	0	4	9	5	2	(2)
股东权益总额	1,017	2,837	4,371	7,332	9,057	11,254
总负债和股东权益	7,878	3,138	4,973	7,949	9,751	12,047

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	973	1,178	1,745	2,208	2,866	3,660
折旧摊销	24	28	34	41	48	54
税款	(218)	(173)	(206)	(331)	(430)	(549)
营运资金变化	(58)	(132)	128	(178)	(150)	(192)
其他	(29)	31	(54)	(53)	(94)	(127)
净经营现金流	692	932	1,647	1,687	2,241	2,846
投资现金流						
资本开支	(75)	(153)	(226)	(200)	(180)	(150)
其他	1,638	(706)	(301)	74	115	148
净投资现金流	1,563	(859)	(527)	(126)	(65)	(2)
融资现金流						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	0	508	0	0	0	0
其他	4,475	(6,298)	52	1,063	(732)	(934)
净融资现金流	4,476	(5,790)	52	1,063	(732)	(934)
净现金流变动						
年初现金	368	7,103	1,331	2,504	5,128	6,572
汇率变动	4	(55)	1	0	0	0
年末现金	7,103	1,331	2,504	5,128	6,572	8,482
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	30.4%	52.3%	49.0%	44.7%	34.8%	33.6%
毛利润	34.5%	47.3%	47.7%	42.2%	32.9%	32.5%
净利润	0.2%	21.0%	44.9%	29.5%	29.7%	27.7%
调整后净利润	2.9%	24.1%	37.4%	35.7%	26.1%	26.0%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	87.2%	84.4%	83.6%	82.2%	81.0%	80.3%
调整后净利润率	54.8%	44.7%	41.2%	38.6%	36.2%	34.1%
股本回报率	112.3%	52.0%	40.3%	32.1%	29.8%	30.7%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(7.0)	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.8)
流动比率 (倍)	1.1	9.0	7.8	12.7	13.8	15.0
应收账款周转天数	na	na	na	na	na	na
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付账款周转天数	na	na	na	na	na	na
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	54.2	46.6	31.0	25.2	19.4	15.2
经调整市盈率	54.2	44.5	31.2	24.0	19.1	15.1
市帐率	44.2	11.4	10.3	6.5	5.2	4.2
企业价值/销售额	25.9	19.5	12.7	8.3	5.9	4.2
企业价值/EBITDA	40.8	38.6	25.9	19.4	14.6	10.9
企业价值/EBIT	41.8	39.5	26.4	19.8	14.8	11.1
股息 (%)	0.0	0.0	1.9	1.2	1.5	2.0

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。