

首次覆盖报告

波司登

波司登：中国羽绒服行业龙头，增长韧性强劲，品牌向上空间广阔

报告要点

波司登凭借多品牌矩阵及持续品牌引领，稳居中国羽绒服市场绝对龙头地位。自1995年起，波司登主品牌市场份额连续位居中国羽绒服行业第一，旗下子品牌雪中飞、冰洁分别跻身行业前三与前十。除自有品牌外，公司通过战略投资与合资合作（包括慕瑟纳可与博格纳）持续夯实高端羽绒服领域布局。集团以品牌引领为核心战略，构建差异化多品牌矩阵以覆盖更广泛的市场需求。我们认为，上述举措将有助于提升波司登的品牌力与国际品牌认知度，助力其向时尚科技功能服饰集团转型。

产品创新与渠道升级是波司登增长韧性的核心支撑。产品端，公司坚持科技创新与时尚设计双轮驱动，持续推动产品升级，兼顾功能性与消费吸引力。2025年，波司登与前知名奢侈品牌创意总监 Kim Jones 合作，推出高级产品线波司登 AREAL；再度联手被誉为“机能教父”的设计师 Errolson Hugh，推出 VERTEX 羽绒服系列。渠道端，公司持续优化门店网络，拓展头部势能店，打造具有波司登基因的、有特色的门店（包括近期推出的登峰店），同时推行围绕做实单店经营，构建分店态精细化运营体系以提升单店产出与经营效率。尽管 2025–2026 年冬季气温偏暖，公司经营表现依然稳健，彰显了产品与渠道战略的有效性及强大的季节性波动应对能力。

柔性供应链是波司登在羽绒服品类的核心竞争护城河。依托五十年行业积淀，公司构建了一套高效的供应链体系，深度适配羽绒服品类的季节性与需求不确定性。通过施小单快反的拉式补货机制，公司可在 14 天内完成从下单到发货的全流程，同时将首批大单比例控制在 40% 以内。该模式有助于降低库存风险，并增强对天气变化与消费需求波动的响应能力。我们认为，波司登的供应链依托规模效应、深厚的品类专注度及数十年运营积淀，竞争对手难以复制。

雪中飞正成为新的增长引擎，ESG 评级领先与丰厚的股东回报进一步提升波司登的投资吸引力。2025 年起，公司重塑雪中飞品牌，强化其“冰雪”与“运动”基因，精准卡位年轻消费群体及户外/运动生活方式市场的增长需求。除增长端布局外，波司登已跻身全球服装行业 ESG 领军行列，获 MSCI ESG AAA 评级、入选标普全球可持续发展年鉴 2026 及道琼斯同类最佳指数。股东回报方面，公司近年股息支付率持续维持在 70%–80% 的高位，当前股息率接近 6.7%。我们认为，公司兼具盈利可持续增长、行业领先的 ESG 表现与可观的股东回报，长期投资价值突出。

2026 年 7 月 14 日

Gelonghui Research
Chujie (Jack) Sun, CFA
Senior Research Analyst
sunchujie@guru.hk.com

Yuecong (Marco) Zhang
Senior Research Analyst
zhangyuecong@guru.hk.com

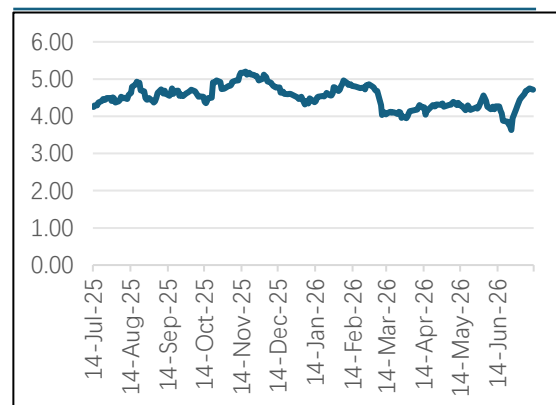
关键数据

交易所: HKEX
代码: 3998
目前股价: HK\$4.71
52 周价格: HK\$3.55–HK\$5.37
三个月平均交易量: 28.02 M
总股数（百万）: 11,685
市值（百万）: HK\$55,040
财年结束: 3 月

关键财务数据

单位: 人民币百万元	FY25A	FY26	FY27E	FY28E
收入	25,902	27,350	29,242	31,274
毛利	14,840	15,651	16,763	17,916
EBIT	4,967	5,294	5,633	5,949
净利润	3,514	3,994	4,298	4,604

股价表现



营收与利润稳健增长、执行力强且估值合理，是我们看好波司登投资价值的核心逻辑。FY24–FY26 期间，公司营收与利润复合增速分别达 9%与 14%，展现出强劲的经营韧性。考虑到羽绒服企业的行业属性，我们采用 EV/EBITDA 作为核心估值指标，并选取两组同业公司进行对比。基于波司登当前股价 4.71 港元、市值约 550 亿港元，我们预测 FY27E/FY28E 营收分别为 290 亿元与 310 亿元，对应 EV/EBITDA 为 5.0x/4.8x，低于同业均值 5.3x/5.0x。我们认为，波司登的行业龙头地位、持续推进的品牌高端化、高效的供应链、可观的股息率及稳健的盈利基本面，支撑其估值具备修复空间。

在功能性需求提升、消费持续升级及冰雪经济快速发展的驱动下，中国羽绒服市场规模持续扩容。2025 年中国羽绒服市场规模达 2,800 亿元，预计 2028 年增至 3,300 亿元，2025–2028 年复合增速为 5.6%。增长动力来自居民生活水平提升、消费者对保暖与舒适需求增加，以及对功能性与时尚性的持续追求。尽管市场持续增长，2025 年中国羽绒服渗透率仅为 18%，远低于发达市场的 35%，提升空间广阔。与此同时，2025–2026 冰雪季中国冰雪经济规模约 4,500 亿元；根据国务院办公厅规划，2030 年冰雪产业规模目标突破 1.5 万亿元，复合增速 8.3%。凭借博格纳、慕瑟纳可、波司登、雪中飞构成的层次分明、差异化的品牌矩阵，公司有望从高端到大众市场全面受益于上述行业趋势。

中高端市场是中国羽绒服行业结构性增长最明确的赛道。市场已形成较为清晰的分层格局：盟可睐、加拿大鹅、慕瑟纳可、博格纳等国际奢侈与高端品牌主导 5,000 元以上高端市场；艾莱依、慕瑟纳可等品牌主要布局 1,000–2,000 元价格带；千元以下市场则由雪中飞、坦博尔、鸭鸭、雅鹿、千仞岗、寒思等大众品牌构成，竞争激烈。波司登主品牌战略卡位 1,000–3,000 元价格带。中高端及品质大众市场更青睐品牌力强、产品创新差异化、具备技术实力与渠道执行力的品牌，行业进入壁垒更高。

公司概况

波司登创立于 1976 年，现已发展为全球领先的羽绒服专家，聚焦羽绒服核心业务的同时，向时尚科技功能服饰领域拓展。集团下设四大业务板块：品牌羽绒服业务、贴牌加工管理业务、女装业务及多元化服装业务。核心羽绒服品牌包括波司登、雪中飞与冰洁；女装品牌涵盖杰西、邦宝、柯利亚诺、柯罗芭，此外还拥有校服品牌飒美特。品牌羽绒服为集团核心业务，FY26 实现收入 235.60 亿元，占总营收 86.1%；贴牌加工管理、女装、多元化服装业务收入分别为 30.94 亿元、5.58 亿元与 1.38 亿元。数十年来，波司登始终稳居中国羽绒服市场龙头地位，定位为全球领先的羽绒服专家。

图表 1: 公司管理层

执行董事	职务	任职日期	出生年份	简介
高德康	董事长/执行董事	上市前	1952	集团创办人，负责本集团的整体策略发展，为第十至十二届全国人大代表及全国劳动模范。
梅冬	执行董事	2006	1968	于2006年获任执行董事，负责本集团全面运营管理工作，在羽绒服行业拥有30多年经验。梅女士为高德康先生的配偶和高晓东先生的母亲。
黄巧莲	执行董事	2007	1965	于2007年获任执行董事，负责羽绒服流行趋势研究与服装产品设计。
芮劲松	执行董事	2013	1973	于2013年获任执行董事，全面负责本集团主品牌波司登的经营管理业务。
高晓东	执行董事	2017	1976	于2017年3月获任执行董事，全面负责管理本集团的多元化服装业务。高先生是高德康先生和梅冬女士的儿子。

数据来源：格隆汇研究院；波司登。

发展历程

创业起步阶段（1976 – 1994）：1976 年，波司登前身山泾村服装厂成立；1990 年注册 “波司登” 商标；1994 年改组为江苏康博集团，为后续品牌发展奠定基础。

品牌扩张阶段（1995 – 2007）：1995 年波司登品牌成为全国销量第一的羽绒服品牌，随后通过品牌多元化与四季化拓展业务版图。2007 年公司于香港联交所成功上市，成为企业发展的重要里程碑。

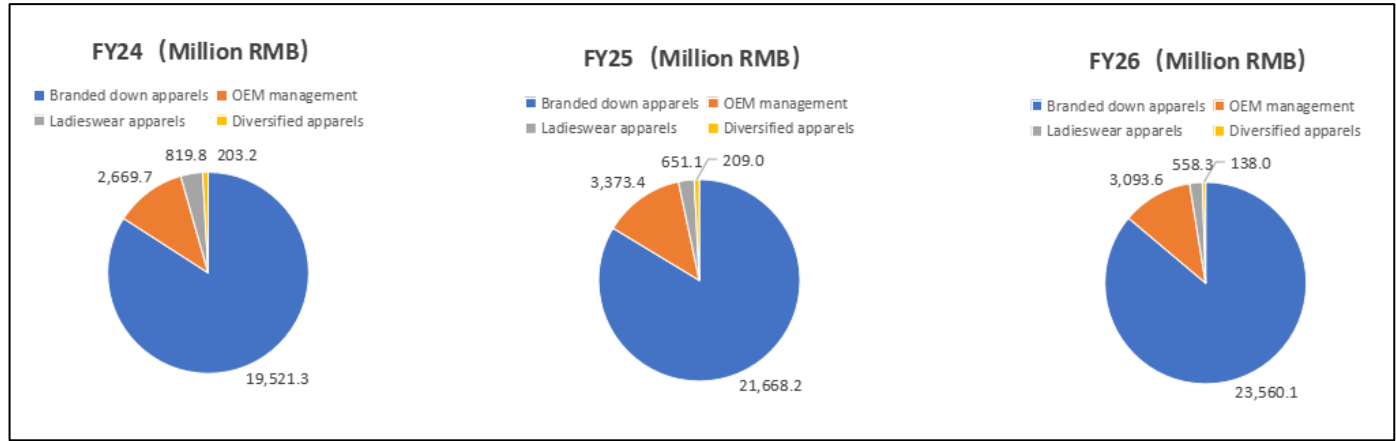
多元化发展阶段（2008 – 2017）：集团推行四季化、多品牌发展战略，业务从羽绒服延伸至男装、女装、童装等多品类。

战略升级阶段（2018 至今）：集团提出 “聚焦羽绒服主航道、聚焦时尚科技功能主赛道” 的 “双聚焦” 战略方向。

企业文化

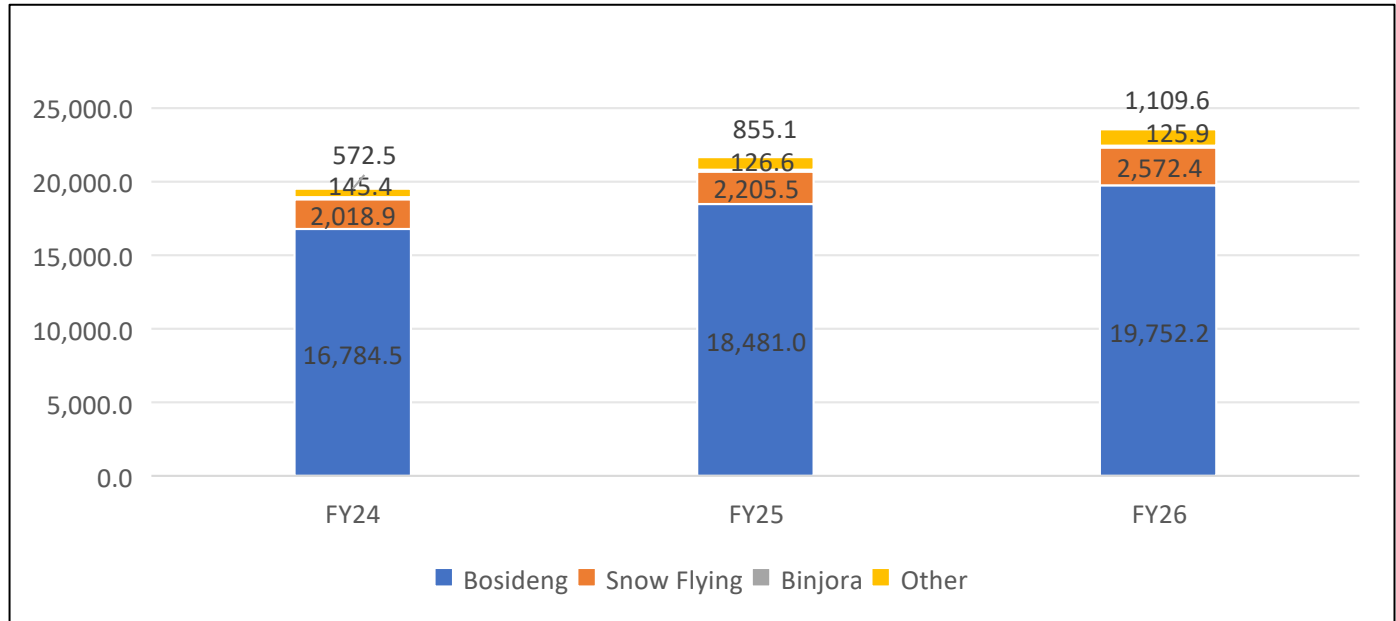
公司始终秉持 “温暖全世界” 的初心使命，致力于成为世界领先的时尚、科技、功能服装集团。打造 “用户第一的导向，开放创新的文化土壤、价值成果的评价激励、永争第一的奋斗精神”，专注于羽绒服研发、品牌升级与可持续发展。

图表 2: 公司收入构成



数据来源：格隆汇研究院；波司登。

图表 3: 品牌羽绒服业务各品牌收入



数据来源：格隆汇研究院；波司登。

图表 4: 公司各项业务毛利率

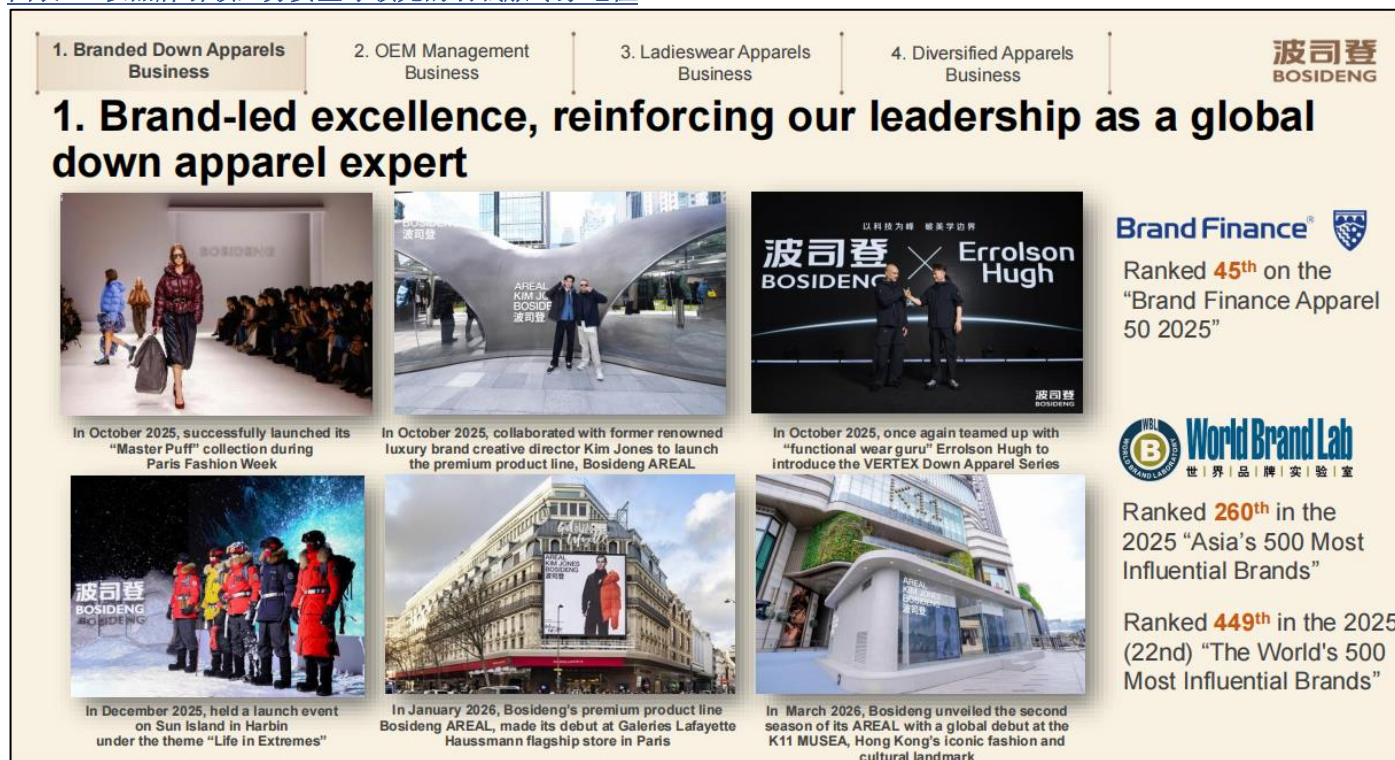
业务类型	FY24	FY25	FY26
品牌羽绒服	65.00%	63.40%	62.7%
贴牌加工管理	20.60%	19.10%	19.5%
女装	67.50%	63.20%	45.9%
多元化服装	20.20%	21.70%	20.2%
集团整体	59.60%	57.30%	57.2%

数据来源：格隆汇研究院；波司登。

品牌端

品牌建设是波司登长期竞争战略的核心驱动力。集团持续夯实“全球领先的羽绒服专家”品牌形象，坚持品牌引领的发展模式，不断丰富品牌内涵与情感联结，提升品牌价值，强化“羽绒服第一品牌”的心智认知。2025 年，波司登与前知名奢侈品牌创意总监 Kim Jones 合作，推出高级产品线波司登 AREAL；再度联手被誉为“机能教父”的设计师 Errolson Hugh，推出 VERTEX 羽绒服系列，打造差异化高端产品矩阵。同时，公司通过巴黎时装周走秀、北京国际电影节专场发布等持续提升时尚话语权与影响力。上述举措进一步品牌引领，增强全球知名度。

图表 5: 以品牌引领, 夯实全球领先的羽绒服专家地位

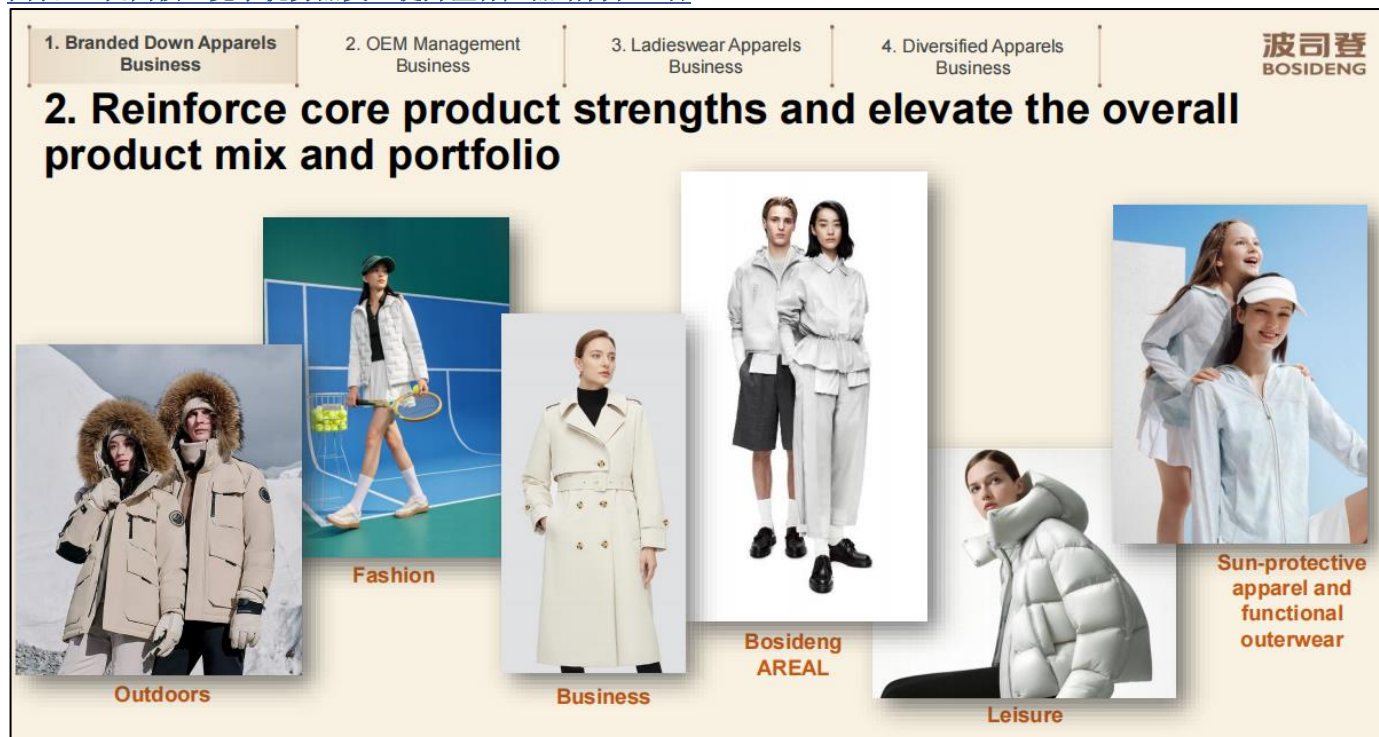


数据来源: 格隆汇研究院; 波司登。

产品端

产品创新与品类运营是波司登品牌发展的基石。公司坚持科技创新与时尚设计双轮驱动, 持续提升产品竞争力, 兼顾功能性与时尚属性。波司登主品牌已构建覆盖户外、休闲、商务、时尚四大消费场景的产品矩阵。FY26, 波司登主品牌进一步聚焦极寒、泡芙、户外三大核心优势品类。

图表 6: 巩固核心竞争优势品类, 提升整体产品结构和组合



数据来源: 格隆汇研究院; 波司登。

渠道端

波司登持续优化渠道质量、提升渠道运营效率并打造高品质门店。第一，拓展头部势能门店，打造具有波司登基因的、有特色的门店。第二，扩大品牌形象大店布局，持续完善 TOP 店体系。第三，聚焦强化单店运营，基于客群分层构建精细化门店运营体系。2025 年 3 月 31 日至 2026 年 3 月 31 日，波司登主品牌自营门店由 1,138 家增至 1,148 家，第三方经销商店由 2,069 家增至 2,141 家。尽管 2025–2026 年冬季暖冬超预期，优化后的线下渠道矩阵仍展现出稳健的经营韧性。

集团持续强化全渠道能力，重点提升线上平台运营效率。FY26，集团线上销售收入同比增长 15.8%至约 87.7 亿元。直播电商仍是核心销售渠道，抖音渠道贡献波司登主品牌约 77.5%的收入。截至 2026 年 3 月 31 日，波司登主品牌天猫与京东官方旗舰店合计会员约 2,310 万，抖音会员约 1,700 万。

图表 7: 精细化渠道结构与质量，打造盈利能力与效率双升格局

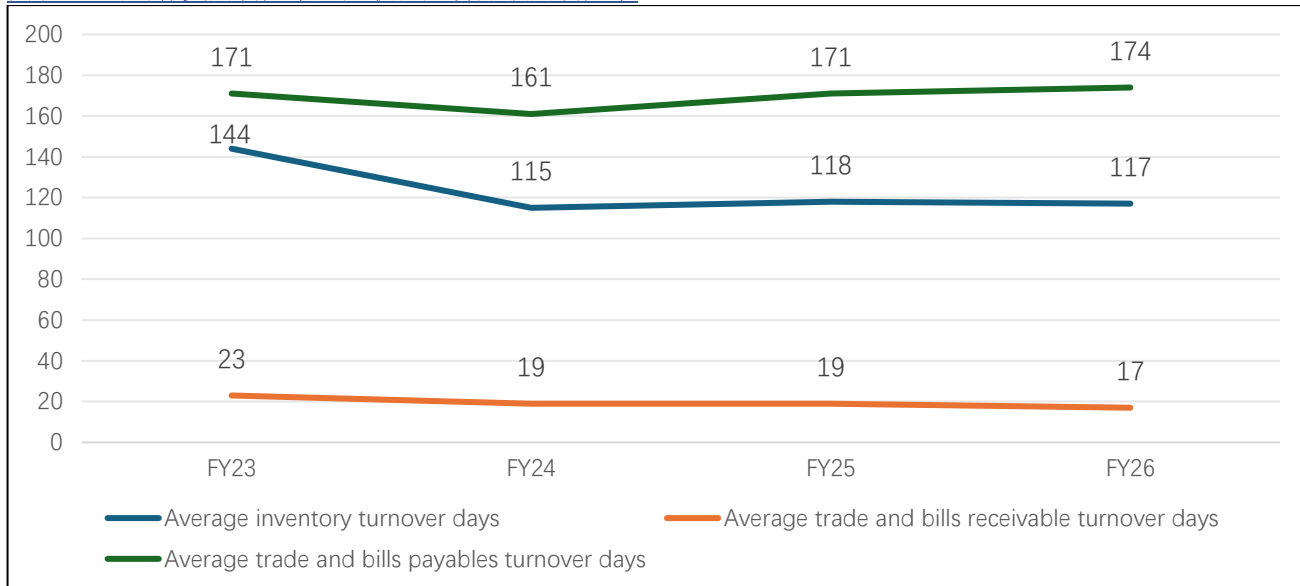


数据来源：格隆汇研究院；波司登。

供应链端

公司供应链具备显著的竞争护城河。通过小单快反的拉式补货机制，公司可在 14 天内完成从下单到发货的全流程，将首期订单控制在 40%以内，旺季后续库存根据实时市场反馈动态调整。品牌实现 7–14 天稳定的快反周期，既保障爆款供应充足，又避免滞销和过度生产。以需求为中心的运营模式推动存货周转效率显著改善：平均存货周转天数由 FY23 的 144 天降至 FY26 的 117 天。存货周转改善主要得益于：（1）公司严格管控终端整体折扣，同时主动有效应对天气波动；（2）通过强化商品运营管理、柔性供应链管理及产销高效协同，提升全渠道商品运营能力与库存调配效率。

图表 8: 公司存货周转天数、应收及应付账款周转天数



数据来源：格隆汇研究院；波司登。

雪中飞打造集团第二增长曲线

雪中飞是公司战略培育的第二增长曲线，在冰雪经济蓬勃发展的背景下实现快速扩张。品牌重塑后，雪中飞充分发挥冰雪运动基因，坚持高性价比定位，全面推进年轻化升级。品牌定位为“中国冰雪羽绒服专家”，深挖品牌“冰雪”、“运动”的基因。品牌融合运动功能与潮流美学，推出滑雪、露营等户外场景专业产品线，并通过 IP 联名与潮流设计触达消费者，核心客群为 18–30 岁年轻群体。作为公司差异化布局的重要组成部分，雪中飞聚焦大众市场，与定位中高端的波司登主品牌形成互补。品牌持续丰富品类、拓展客群，稳步释放增长潜力，为公司打造新的增长引擎。

战略投资及合资品牌

公司通过战略投资与合资合作，持续扩充国际高端品牌矩阵。公司与德国奢侈运动品牌博格纳达成合作——该品牌专注专业滑雪与户外服饰，在全球高端滑雪服市场占据重要地位。双方于 2021 年底成立合资公司，波司登获得博格纳在中国大陆的独家运营权，成功补齐高端运动服饰领域短板。此外，公司引入加拿大奢侈羽绒服品牌慕瑟纳可，该品牌主打高端潮流户外服饰，面向高净值潮流人群。两大国际品牌与波司登自有品牌形成强劲协同，构建覆盖不同价格带与消费群体的完整品牌矩阵。该布局优化了公司多层次品牌结构，增强了高端市场竞争力，为羽绒服业务长期发展奠定基础。

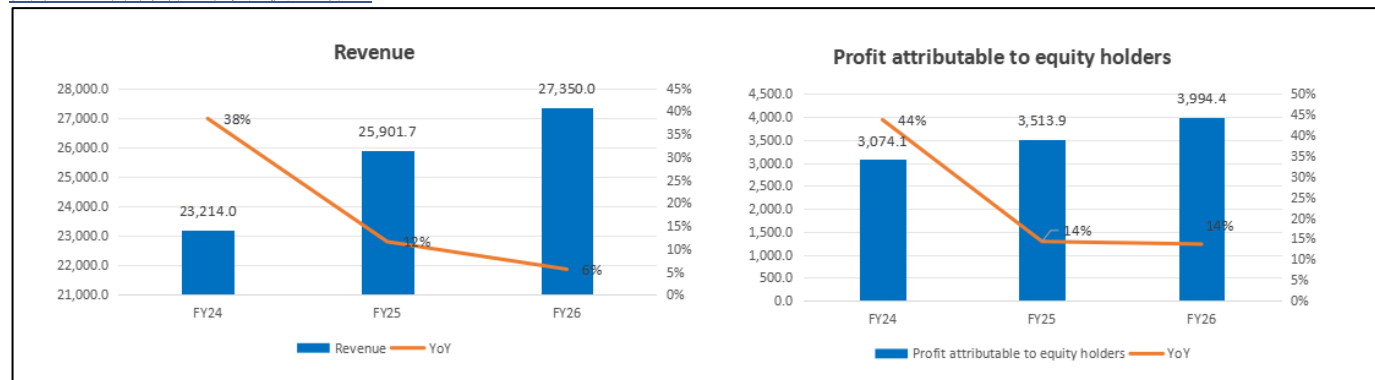
ESG 获得国际权威认可

波司登 ESG 竞争力位居行业顶尖水平，领跑全球同业。在“1+3+X”战略发展框架下，公司明确提出 2038 年实现运营净零排放的目标。2025 年，公司获得 MSCI ESG AAA 评级，成为亚洲纺织服装行业首家获此最高评级的企业。公司将可持续发展理念贯穿产品全链路：产品所用羽绒全部通过 RDS 负责任羽绒标准认证；自主研发生物基含量超 70% 的创新环保面料；旗舰 CIRCULAR 3.0 系列实现服装全闭环循环模式。除可持续制造外，公司积极践行长期社会责任，深度参与生态环保、乡村振兴与公益慈善事业。截至目前，累计捐款捐物价值超 15.5 亿元。

财务数据和估值

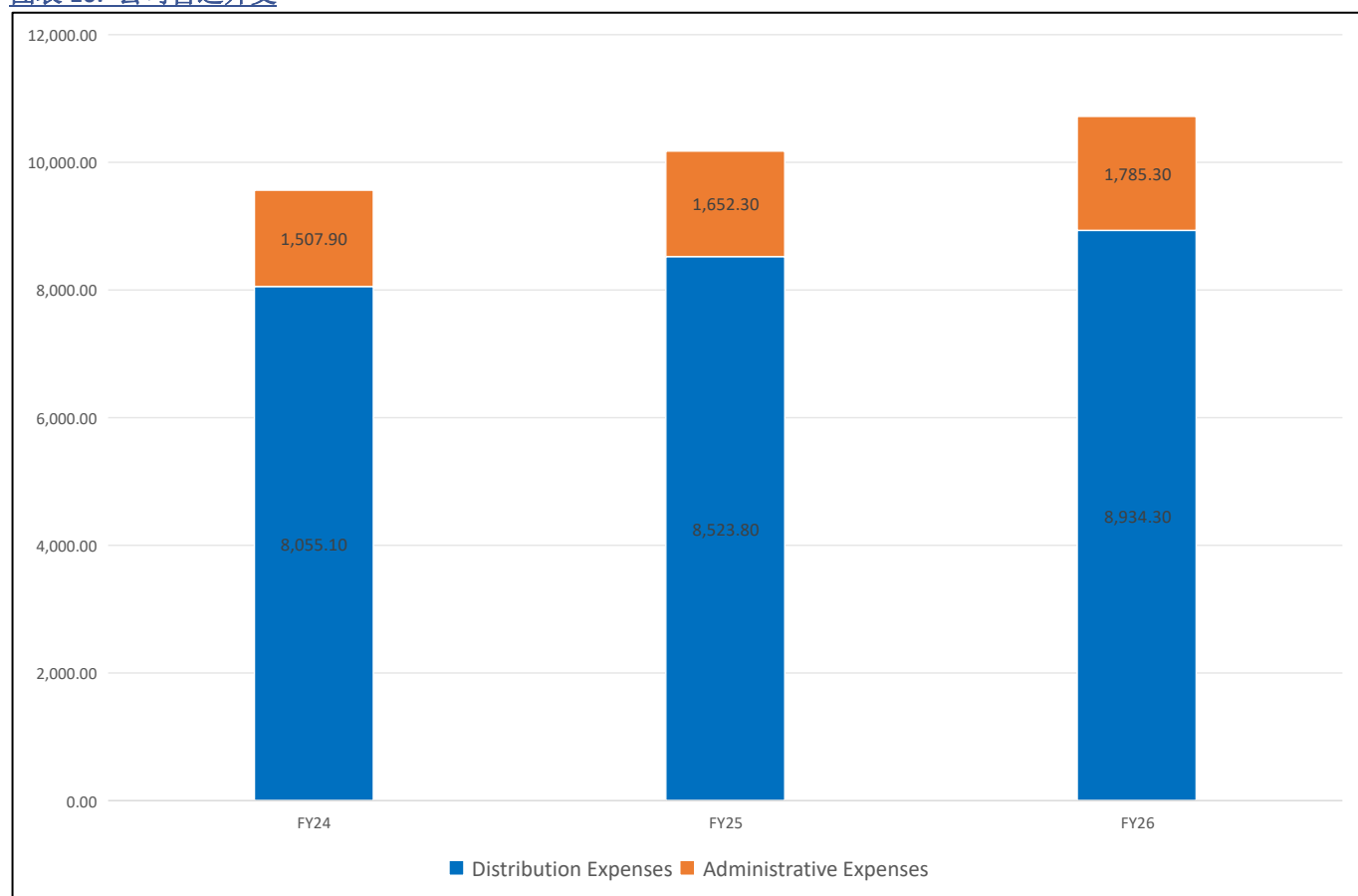
波司登 FY26 实现营收 274 亿元（同比+5.6%），归母净利润 40 亿元（同比+13.7%），连续九年利润增速高于收入增速，盈利增长态势稳健。分板块看，品牌羽绒服收入强劲增长（同比+8.7%），女装与 OEM 收入分别同比下滑 14.3%与 8.3%。我们认为 OEM 收入承压主要受关税扰动与海外消费疲软影响。公司宣派末期股息每股 0.25 港元，全年派息率维持约 80.2%。我们看好公司坚守羽绒服主业、聚焦科技时尚功能服饰的战略方向，预计产品创新与品牌势能推动核心业务盈利增长，同时公司精细化渠道运营、高效供应链管理及可观的股息率亦具备吸引力。

图表 9: 利润增速高于收入增速



数据来源: 格隆汇研究院; 波司登。

图表 10: 公司营运开支



数据来源: 格隆汇研究院; 波司登。

图表 11: 公司现金总值及净现金值

单位: 人民币百万元	FY24	FY25	FY26
现金及现金等价物	6,227.0	4,184.8	2,977.0
到期日超过三个月之定期存款	3,668.7	3,112.8	4,870.7
已抵押银行存款	671.4	442.8	403.4
其他金融资产	3,963.0	6,214.4	8,135.7
现金总值	14,530.1	13,954.8	16,386.8
减: 借贷	-768.4	-896.1	-957.0
减: 可换股债券	-1,714.5	0	0
净现金值	12,047.2	13,058.7	15,429.8

数据来源: 格隆汇研究院; 波司登。

图表 12: 波司登历史财务数据及格隆汇预测

单位: 百万元人民币	FY25	FY26	FY27E	FY28E
Ending in	Mar-25	Mar-26	Mar-27	Mar-28
收入	25,902	27,350	29,242	31,274
销售成本	-11,062	-11,699	-12,479	-13,358
毛利	14,840	15,651	16,763	17,916
其他收入	492	552	553	558
销售及分销开支	-8,524	-8,934	-9,584	-10,186
行政开支	-1,652	-1,785	-1,909	-2,136
有关商誉的减值亏损	-171	-148	-145	-155
其他开支	-18	-41	-45	-48
经营溢利	4,967	5,294	5,633	5,949
融资收入净额	204	371	429	435
应占联营公司及合营企业亏损	-22	-32	-101	-108
除税前溢利	5,149	5,633	5,961	6,276
所得税	-1,596	-1,586	-1,633	-1,640
年内溢利	3,553	4,047	4,327	4,635
非控股股东权益	39	53	29	31
归母净利润	3,514	3,994	4,298	4,604

数据来源: 格隆汇研究院; 波司登。

对于羽绒服企业, 投资者通常采用 **EV/EBITDA** 倍数进行估值。我们选取两组同业公司进行对比分析。波司登当前股价为 4.71 港元, 市值 550 亿港元。我们预测 FY27 与 FY28 营收分别为 290 亿元与 310 亿元, 对应 FY27/FY28 EV/EBITDA 为 5.0x/4.8x, 同业均值为 5.3x/5.0x。

股东回报方面, 波司登近年股息支付率持续维持在 70%–80% 的高位, 当前股息率接近 6.7%。叠加股份回购举措, 我们认为公司兼具增长确定性、ESG 优质属性与收益型防御特征。

图表 13: 同行估值对比。

			EBITDA			EV/EBITDA			Category
Company	Ticker	EV	FY26A	FY27E	FY28E	FY26A	FY27E	FY28E	
ANTA Sports Products Limited	SEHK:2020	195,253	29,668	32,014	34,713	6.6x	6.1x	5.6x	Chinese Apparel Companies
Li Ning Company Limited	SEHK:2331	18,831	6,221	6,851	7,453	3.0x	2.7x	2.5x	Chinese Apparel Companies
Xtep International Holdings Limited	SEHK:1368	8,153	2,534	2,837	3,087	3.2x	2.9x	2.6x	Chinese Apparel Companies
Canada Goose Holdings Inc.	TSX:GOOS	1,728	192	299	302	9.0x	5.8x	5.7x	International Down Clothes Companies
Moncler S.p.A.	BIT:MONC	13,231	1,338	1,445	1,567	9.9x	9.2x	8.4x	International Down Clothes Companies
						Median	6.6x	5.8x	5.6x
						Mean	6.3x	5.3x	5.0x
Bosideng International Holdings Limited	SEHK:3998	38,970	7,010	7,755	8,184	5.6x	5.0x	4.8x	

Notes:
 1. Data as of 7/13/2026.
 2. For H-shares, EVs and EBITDAs are in HKD Million; for Canadian stock, EVs and EBITDAs are in C\$; for Italian stock, EVs and EBITDAs are in Euro.
 3. EBITDAs are in calendar year and estimates are provided by analyst consensus on Capital IQ.

数据来源: 格隆汇研究院; 波司登。

冬季天气异常风险。冬季气温对羽绒服销售影响显著，若天气出现异常波动，可能影响公司业绩表现。

国内需求复苏不及预期风险。当前国内需求处于复苏进程中，但未来仍存在不确定性，若内需恢复不及预期，可能影响公司产品销售。

新品市场接受度不及预期风险。轻薄款与户外款羽绒服为公司新推产品，若市场接受度低于预期，可能影响公司业绩表现。

孙楚杰, CFA

资深分析师

孙楚杰 (Jack Sun) 是格隆汇研究院的资深分析师。自 2017 年以来, 孙楚杰曾担任香港守正基金管理有限公司的投资分析师、香港第一上海集团的 TMT 分析师和格隆汇研究院 TMT 分析师。他专注于 TMT 行业, 在美国、香港等地上市的中国公司, 擅长买方和卖方股票研究。孙楚杰拥有美国俄亥俄州立大学的经济学学士学位和香港城市大学的金融硕士学位。

张越聪

资深分析师

张越聪 (Marco Zhang) 是格隆汇中概研究院院长。此前, Marco 曾在 Watertower Research 担任高级分析师, 在华盛证券投资银行部担任执行董事, 在国信证券 (香港) 担任副总裁, 并在美国 Roth Capital Partners 担任高级经理。在 Roth Capital 期间, 他完成了 35 笔以上投行交易, 包括首次公开募股 (IPO)、增发和并购, 总交易价值超过 35 亿美元, 涉及中国和美国的中小型公司。他主导了 6 家中国企业在纳斯达克和纽约证券交易所的 IPO, 总交易价值超过 2.6 亿美元。Marco 拥有华北电力大学的金融管理学学士学位和佩珀代因大学的应用金融硕士学位。

Gelonghui Research ("GLH") is a professional publisher of investment research reports on public companies and, to a lesser extent, private firms ("the Companies"). GLH provides investor-focused content and digital distribution strategies designed to help companies communicate with investors.

GLH is not a FINRA registered broker/dealer or investment adviser and does not provide investment banking services. This report is not disseminated in connection with any distribution of securities and is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security. GLH operates as an exempt investment adviser under the so called "publishers' exemption" from the definition of investment adviser under Section 202(a)(11) of the Investment Advisers Act of 1940. GLH does not provide investment ratings/recommendations or price targets on the companies it reports on. Readers are advised that the research reports are published and provided solely for informational purposes and should not be construed as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy securities or the rendering of investment advice. The information provided in this report should not be construed in any manner whatsoever as personalized advice. All users and readers of GLH's reports are cautioned to consult their own independent financial, tax and legal advisors prior to purchasing or selling securities.

Statements included in this report may constitute forward-looking statements within the meaning of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995. Any statements that express or involve discussions with respect to predictions, expectations, beliefs, plans, projections, objectives, goals, assumptions or future events or performance are not statements of historical fact and may be "forward looking statements". Such statements are based on expectations, estimates and projections at the time the statements are made and involve many risks and uncertainties such as competitive factors, technological development, market demand and the company's ability to obtain new contracts and accurately estimate net revenues due to variability in size, scope and duration of projects, and internal issues, which could cause actual results or events to differ materially from those presently anticipated.

The analyst who is principally responsible for the content of this report has represented that neither he/she nor members of his/her household have personal or business-related relationships to the subject company other than providing digital content and any ancillary services that GLH may offer. Unless otherwise indicated, GLH intends to provide continuing coverage of the covered companies. GLH will notify its readers through website postings or other appropriate means if GLH determines to terminate coverage of any of the companies covered.

GLH is being compensated for its research by the company which is the subject of this report. GLH may receive up to US\$200,000 in total within a year for research and potentially other services from a given client and is required to have at least a 1-year commitment. None of the earned fees are contingent on, and GLH's client agreements are not cancellable for the content of its reports. GLH does not accept any compensation in the form of warrants or stock options or other equity instruments that could increase in value based on positive coverage in its reports. GLH or an affiliate may seek to receive compensation for non-research services to covered companies, such as charges for presenting at sponsored investor conferences, distributing press releases, advising on investor relations and broader corporate communications and public relations strategies as well as performing certain other related services ("Ancillary Services"). The companies that GLH covers in our research are not required to purchase or use Ancillary Services that GLH or an affiliate might offer to clients.

The manner of GLH's potential research compensation and Ancillary Services to covered companies raise actual and perceived conflicts of interest. GLH is committed to manage those conflicts to protect its reputation and the objectivity of employees/analysts by adhering to strictly-written compliance guidelines. The views and analyses included in our research reports are based on current public information that we consider to be reliable, but no representation or warranty, expressed or implied, is made as to their accuracy, completeness, timeliness, or correctness. Neither we nor our analysts, directors, officers, employees, representatives, independent contractors, agents or affiliate shall be liable for any omissions, errors or inaccuracies, regardless of cause, foreseeability or the lack of timeliness of, or any delay or interruptions in the transmission of our reports to content users. This lack of liability extends to direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, losses, lost income, lost profit or opportunity costs. All investment information contained herein should be independently verified by the reader or user of this report. For additional information, all readers of this report are encouraged to visit GLH's website <https://www.gelonghui.com>.