

江南布衣 (3306 HK)

收入增幅稳定，股息回报诱人

江南布衣持续发展其粉丝经济，提升粉丝对品牌的忠诚度。公司在微信平台推出了“不止盒子”小程序，提供一对一的造型设计服务。该项目推出后首3个月营业额即超过人民币100万元。江南布衣于2018年推出新服饰品牌“SAMO”及“REVERB”。公司将在新品牌初期将重点落在“粉丝参与度”上，而非提升销量增幅。因此，江南布衣原有品牌将成为其FY2019E/FY2020E的主要收入增长动力。我们对公司前景持积极态度，预计FY2019E股息回报率将表现诱人，达6.3%。我们维持“买入”评级，但将目标股价从17.6港元下调至16.6港元。

- 品牌多样化。**每一个设计师品牌受其品牌独特性及消费群体所限，形成自然的品牌壁障。我们认为公司将持续推出新品牌以满足不同目标消费群体的品味及需求。2018年，公司推出新服饰品牌“SAMO”及“REVERB”。江南布衣旗下目前共有8个品牌。
- 线上销售增幅显著。**FY2014至FY2018线上渠道销售收入按年均复合增长率18.2%增长，达到人民币2.66亿元，占公司总收入比重的9.3%。我们认为线上销售收入贡献将持续增长。2018年双十一购物狂欢节上，公司旗舰品牌JNBY线上销售达人民币1.37亿元，同比增长74%。
- 股息派发率维持在75%可能性大。**公司现金流强劲，股息丰厚。我们认为公司将可维持75%的派息率。公司FY2019E股息收益率将维持在6.3%，表现诱人。这将限制未来股价进一步下跌。
- 受高基数效应影响，收入增幅或将减缓。**公司旗舰品牌JNBY将保持高单位数或中单位数的增幅稳步增长。公司未来几年收入的主要增长动力来自其旗下4个品牌：CROQUIS（速写），jnby by JNBY，Less及Pomme de terre（蓬马）。我们预计该等品牌FY2018/2019财年将合计同比增长逾20%。
- 估值吸引，维持“买入”评级。**我们下调公司基本净利润，依据DCF模型将目标股价从17.6港元下修至16.6港元，目标股价所隐含的FY19预测市盈率为17.6倍，FY19预测市净率为6.1倍。然而，依据我们报告第四页的情景分析测试，我们认为江南布衣内在价值远高于其市值，其收入增幅被低估。我们维持“买入”评级。

投资总结

年结于6月30日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收（人民币百万元）	2,332	2,864	3,380	3,887	4,392
变化（%）	23%	23%	18%	15%	13%
净利润（人民币百万元）	332	411	485	562	647
变化（%）	39%	24%	18%	16%	15%
每股盈利（人民币）	0.711	0.801	0.946	1.096	1.262
变化（%）	14%	13%	18%	16%	15%
市盈率（倍）	18.0	16.0	13.5	11.7	10.1
市净率（倍）	5.1	4.7	4.2	3.8	3.5
价格/经营活动现金流（倍）	4.4	3.0	2.8	2.1	1.8
企业价值/息税折摊前利润（倍）	18.3	14.7	12.9	11.0	9.3
每股股息（人民币）	0.479	0.589	0.709	0.822	0.946
收益率（%）	4.3	5.2	6.3	7.3	8.4

资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

买入

目前股价	目标股价
HK\$12.8	HK\$16.6

中国 / 消费品 / 服装

2018年12月10日

戴伟豪 (SFC CE: BKJ685)

(852) 3519 1292

Cyrus.tai@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数（百万股）	513
市值（百万港元）	6,563
企业价值（百万港元）	6,957
12个月内日成交额（百万港元）	21.3
12个月波动率（%）	55.3
FY18-20财年预测市盈增长率（倍）	0.9
FY18-20财年预测平均净资产收益率（%）	34
FY19财年预测市净率（倍）	4.2
FY19财年预测净负债/股东权益（%）	净现金

股价表现 (%)

	1个月	本年12个月
绝对值	(12)	34
相对恒生指数	(11)	48

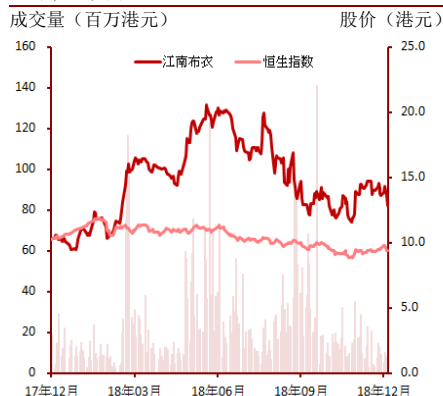
主要股东持股 (%)

Ninth Investment Limited	30
Ninth Capital Limited	29

审计师

安永会计师事务所

股价走势图



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

收入增幅将维持强劲

江南布衣预计将持续推进其品牌及产品组合多样化

受其品牌独特性及消费群体所限，江南布衣旗下每个设计师品牌均形成天然的品牌壁垒。尽管江南布衣旗下有 8 个品牌，但每个品牌均对准特定消费群体。我们认为江南布衣将持续推出新品牌以满足不同消费者群体的品味及需要。因此，我们预计其每年将推出 1-2 个新品牌，预计每个品牌成本约在人民币 1,600-2,000 万元。

据江南布衣管理层称，其研发团队将进行全面的市场研究，确保该新品牌市场空间超过人民币 10 亿元。为了削减测试及错误成本，公司将在两年内为每个新品牌开设 20-25 家新店铺，以从消费者回馈中获得有价值的信息。

了解消费者行为以提升粉丝对品牌的忠诚度

公司于 2018 年 7 月在微型平台推出一个叫“不止盒子”的小程序。消费者支付人民币 199 元年费即可享受 6 次一对一造型设计服务。公司会让用户填写一张问卷调查，然后会依据用户喜好提供最适合对方的产品。用户在支付前有 5 天试用时间。此外，产品均免运费，其中包含退运费（倘若消费者对产品不满意要求退回产品）。

良好的用户体验提升粉丝对品牌的忠诚度。江南布衣推出该程序首 3 个月内共有超过 2,000 名用户参与，营业额超过人民币 100 万元。

新品牌发展需时日

江南布衣旗下每个新品牌预计需耗时 2-3 年方能达成收支平衡。公司在新品牌创立初期，将重点落在“粉丝参与度”上，而非追求销售增长。其 2018 年推出新服饰品牌“SAMO”及“REVERB”，这两个品牌目前均设有 3 家门店。

收入保持良好增幅

自 2018 年 1 月至 10 月，中国服饰、鞋类、帽类、针织类的零售额同比名义增长稳健。公司将于 FY2019E 增设 200-250 家门店，但不包括其新服饰品牌“SAMO”及“REVERB”的店铺扩张。江南布衣旗舰品牌 JNBY 推出 24 年后收入仍录得 18.7% 的增幅。受品牌高基数影响及消费群体有限，我们预计其旗舰品牌 JNBY 收入将持续按中单位数或高位数的增幅增长。因此，我们预计公司整体收入增幅 FY2019 将从 22.8% 降至 18%，但仍保持良好状态。江南布衣同其 DAZZLE 及 Broadcast 相比，其收入增幅远高于业内同侪。

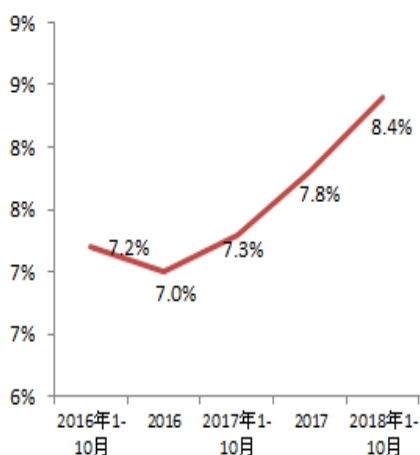
- 一方面，从长期来看，盲目追求销售增幅（如过度扩充店铺）及批量生产服饰将有损公司收入增长。我们发现江南布衣零售店铺同店销售增幅维持增势，其 FY2018 增幅达 8.9%。我们预计其后将迎来高单位数增幅。
- 另一方面，其粉丝数及粉丝对品牌的忠诚度维持稳定增幅。FY2018 其会员数超过 250 万人，其中包括超过 210 万人的微型平台用户（用户数统计无重叠）。
- 线上销售保持显著增幅；2018 年双十一购物狂欢节公司旗舰品牌 JNBY 线上销售达人民币 1.37 亿元，同比增长 74%。

图 1: 微信平台小程序









资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 2: 中国服饰、鞋类、帽类、针织类零售总额增幅



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

多元化的产品组合适合不同目标客户群
图 3: 江南布衣各品牌系列 (针对中高端客户)

发布年份	品牌	品牌理念	设计理念	目标客户	零售价范围 (人民币/件)
1999		Just Naturally Be Yourself	现代、活力、意 趣及坦然	25 至 40 岁的女士	上装:160-15,800 下装:360-1,695 裙装:330-2,280 配饰:27-2,850
2005		Follow your heart	当代、质感、玩 味及优雅	30 至 45 岁的男士	上装:350-9,500 下装:490-3,790 配饰:55-2,990
2011		Free Imagination	自由、想象力、 快乐及真实	3 至 10 岁的儿童	上装:160-1,990 下装:185-795 裙装:220-1,165 配饰:29-895
2011		Less is more	简约、精致、独 立及理性	30 至 45 岁的职业 女性	上装:560-11,800 下装:290-2,890 裙装:890-2,890 配饰:62-2,750
2016		Don't be serious	质感、俏皮、鬼 马及雅痞	6 至 14 岁的儿童 及青少年	上装:260-1,690 下装:390-890 裙装:490 配饰:35-640
2016		Live Lively	多样性、舒适、 自我、好奇心	用积极自由的 心境追求高质量 生活的人	床上用品: 230-2,190 毛巾及毯类: 25-2,490 拖鞋、坐垫、靠垫套 等: 120-490
2018		Simplified, but better	典雅、简洁、趣 味、实用	30-40 岁的先锋 职业男士	平均售价约为人民币 2,400 元
2018		Circular fashion	运动休闲风、无 性别及再生、灵 动	年轻时尚的千禧 一代	价格介乎人民币 400-3000 元

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

模型修订, 维持买入评级

我们预计 2019 年推出 1-2 个品牌, 将引致销售及营销费用增长。因此, 预计 2019 年净利润增长将与收入增长情况相若。我们认为旗舰品牌 JNBY 将继续保持稳定增长。未来几年收入增长动力将主要来自四个品牌: CROQUIS、jnby by JNBY、Less 及 Pomme de terre。我们预计该等品牌 2019/2020 财年将合计同比增长逾 20%。然而, 这四个品牌不能像过往那样支持收入整体增长。由于我们下调 2019/2020 财年的收入预测, 我们将目标价由 17.6 港元下修至 16.6 港元。

图 4: 收入明细 (按品牌)

(人民币百万元)		2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
JNBY	收入	1030	1111	1198	1366	1622	1768	1892
	同比		8%	8%	14%	19%	9%	7%
Less	收入	74	90	123	169	238	328	424
	同比		21%	36%	38%	41%	38%	29%
CROQUIS	收入	238	298	380	489	565	667	766
	同比		25%	27%	29%	16%	18%	15%
jnby by JNBY	收入	42	114	203	294	394	520	658
	同比		175%	77%	45%	34%	32%	27%
Pomme de terre	收入	-	-	-	13	39	77	113
	同比					199%	95%	48%
JNBYHOME	收入	-	-	-	2	6	16	28
	同比					269%	170%	70%
SAMO	收入	-	-	-	-	-	2	4
	同比							100%
REVERB	收入	-	-	-	-	-	1	2
	同比							70%

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

预计这四个品牌 2019/2020 财年
将合计同比增长逾 20%。

图 5: 盈利预测修订

人民币百万元	2019E				2020E			
	修订	初始	变化(%)	同比(%)	修订	初始	变化(%)	同比(%)
收入	3,380	3,466	(2.5)	18.0	3,887	4,159	(6.5)	15.0
毛利	2,161	2,216	(2.5)	18.4	2,485	2,659	(6.5)	15.0
息税前利润	652	669	(2.5)	19.3	761	815	(6.6)	16.8
税前利润	673	689	(2.3)	18.1	780	833	(6.4)	15.9
净利润	485	497	(2.4)	18.1	562	601	(6.9)	15.9
毛利率(%)	64.0	64.0	0.0ppt	0.3ppt	64.0	64.0	0.0ppt	0.0ppt
经营利润率(%)	19.3	19.3	0.0ppt	(0.1ppt)	19.6	19.6	0.0ppt	0.3ppt
净利润率(%)	14.3	14.3	0.0ppt	0.0ppt	14.5	14.4	0.1ppt	0.2ppt

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

就江南布衣股价作情景分析

通过情景分析, 我们可以得出江南布衣 2019-2022 财年预测收入在股价区间内的增长情况, 假设除 10% 的目标资产净值折让率外, 其他因素与基本情景分析保持一致。我们看到市值并不合理。维持买入评级。

图 6: 情景分析-收入增长

(港元)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
19.0	22.8%	18.0%	16.0%	15.0%	11.0%
18.0	22.8%	18.0%	14.0%	12.0%	10.0%
17.0	22.8%	18.0%	12.0%	10.0%	8.0%
16.6	22.8%	18.0%	11.0%	9.0%	8.0%
16.0	22.8%	18.0%	10.0%	8.0%	6.0%
15.0	22.8%	18.0%	8.0%	5.0%	4.0%
14.0	22.8%	18.0%	5.0%	3.0%	2.0%
13.0	22.8%	18.0%	2.0%	1.0%	0.0%

基本情景: 10% 的目标资产净值折让率
情景分析: 0% 的目标资产净值折让率

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

同业公司估值比较

图 7: 同业估值比较

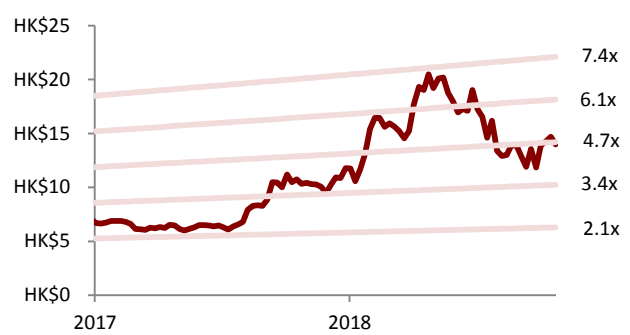
公司名称	彭博代码	报告货币	收市价	目标价	市值	市盈率(倍)			市盈率增长率	市净率(倍)		股息收益率(%)		企业价值/息税折摊前利润(倍)	
			(本币)	(港元)		(十亿本币)	历史	FY1	FY2	历史-FY2	历史	FY1	历史	FY1	历史
A 股时尚服装品牌															
日播时尚	603196 CH	人民币	10.18	-	2.4	26.2	24.5	21.0	(0.3)	-	-	-	-	17.1	-
歌力思	603808 CH	人民币	16.70	-	5.6	18.4	15.0	12.3	0.8	2.3	2.3	1.6	2.2	10.7	8.3
安正时尚	603839 CH	人民币	11.58	-	4.7	16.2	13.1	10.1	0.6	1.8	1.7	3.1	11.5	10.3	7.1
搜于特	002503 CH	人民币	2.51	-	7.8	12.6	10.3	9.0	0.7	1.4	1.4	8.0	2.8	7.6	5.7
朗姿股份	002612 CH	人民币	9.32	-	3.7	19.9	14.9	13.0	0.8	1.3	1.3	1.6	1.4	26.3	-
柏堡龙	002776 CH	人民币	15.87	-	5.7	44.2	37.8	32.4	2.6	2.6	-	0.4	-	29.9	-
美邦服饰	002269 CH	人民币	2.51	-	6.3	(20.9)	125.5	45.6	-	2.2	2.2	-	-	-	32.1
海澜之家	600398 CH	人民币	8.53	-	38.3	11.5	10.6	9.8	1.4	3.1	3.0	5.6	6.0	7.9	7.0
九牧王	601566 CH	人民币	12.91	-	7.4	15.0	14.0	12.5	1.5	1.6	1.4	7.7	6.8	11.1	8.2
七匹狼	002029 CH	人民币	5.95	-	2.5	19.8	12.7	10.8	0.6	1.0	-	1.0	-	9.6	-
平均值						16.3	27.8	17.7	1.0	1.9	1.9	3.6	5.1	14.5	11.4
香港时尚服装品牌															
江南布衣	3306 HK	人民币	12.80	16.6	6.6	16.0	13.5	11.7	0.9	4.7	4.2	5.2	6.3	14.7	12.9
拉夏贝尔	6116 HK	人民币	6.80	-	3.7	6.1	7.1	6.2	(6.0)	0.8	0.8	9.2	8.5	5.4	5.4
珂莱蒂尔	3709 HK	人民币	9.77	-	4.8	16.5	-	-	-	3.7	-	2.3	-	10.6	-
佐丹奴国际	709 HK	港元	3.85	-	6.1	12.1	11.3	10.7	1.9	2.1	2.2	9.1	8.9	6.1	6.1
I.T.	999 HK	港元	4.28	-	5.2	11.9	8.6	7.3	0.4	1.6	1.3	4.2	5.6	4.0	3.5
包浩斯国际	483 HK	港元	1.28	-	0.5	11.5	-	-	-	0.6	-	5.9	-	2.6	-
中国利郎	1234 HK	人民币	6.70	-	8.0	11.6	9.2	7.8	0.5	2.2	2.1	4.4	7.9	7.3	5.9
平均值						12.2	9.9	8.6	(0.5)	2.2	2.1	4.5	7.4	7.2	6.8
国外奢侈品品牌															
LVMH	MC FP	欧罗	253.4	-	128.0	24.8	19.9	18.3	1.5	4.3	3.9	2.0	2.3	13.0	11.3
平均值						24.8	19.9	18.3	1.5	4.3	3.9	2.0	2.3	13.0	11.3
国外快时尚品牌															
迅销集团	9983 JP	日元	58,990	-	6,257.3	38.9	35.1	31.5	3.5	7.0	6.0	0.7	0.8	20.6	18.0
H&M	HMB SS	瑞典克朗	160.1	-	264.9	16.4	19.7	18.7	(2.5)	4.8	4.7	6.1	5.7	9.1	10.1
INDITEX	ITX SM	欧罗	27.2	-	84.8	25.1	24.1	22.0	3.7	6.7	5.8	2.8	2.9	14.5	14.0
GAP	GPS US	美元	27.6	-	10.5	12.8	10.7	10.4	1.2	3.1	3.1	3.3	3.5	4.9	5.3
平均值						23.3	22.4	20.7	1.5	5.4	4.9	3.2	3.2	12.3	11.9

资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

Figure 8: P/E band



Figure 9: P/B band



资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)



财务报表及预测

损益表 (合并报表)

年结于 6 月 30 日(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	2,332	2,864	3,380	3,887	4,392
女装	1,535	1,842	1,943	2,138	2,503
男装	489	562	750	890	1,054
青少年及童装	307	426	659	836	988
家居用品	2	6	10	16	44
新品牌	-	-	17	39	66
销货成本	(858)	(1,038)	(1,218)	(1,401)	(1,572)
毛利	1,475	1,826	2,161	2,485	2,820
其他收入	42	18	22	25	28
销售和分销开支	(859)	(1,037)	(1,234)	(1,419)	(1,603)
行政开支	(198)	(251)	(297)	(330)	(365)
经营利润	460	556	652	761	880
财务收入	10	13	21	18	17
财务费用	(1)	-	-	-	-
税前利润	468	569	673	780	897
所得税开支	(137)	(159)	(188)	(218)	(250)
净利润	332	411	485	562	647
息税折摊前利润	493	606	681	791	911
息税前利润	460	556	652	761	880
每股盈利 (人民币)	0.711	0.801	0.946	1.096	1.262
每股股息 (人民币)	0.479	0.589	0.709	0.822	0.946

现金流量表 (合并报表)

年结于 6 月 30 日(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	468	569	673	780	897
已付税项	(157)	(181)	(193)	(233)	(268)
折旧及摊销	34	50	29	29	31
营运资本变动	(42)	(50)	(130)	(64)	(61)
其他	(13)	(13)	26	26	29
经营活动现金流	291	376	405	538	630
资本支出	(60)	(119)	(133)	(133)	(144)
出售	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)
投资	(321)	(51)	15	13	13
其他	(5)	23	(36)	(37)	(37)
投资活动现金流	(387)	(149)	(156)	(159)	(171)
股本变动	648	-	-	-	-
负债变动	-	-	-	-	-
已付股息	(230)	(302)	(364)	(422)	(485)
其他	-	(77)	-	-	-
融资活动现金流	417	(379)	(364)	(422)	(485)
自由现金流	230	256	271	404	485
净现金流	327	(161)	(115)	(42)	(27)

半年度明细

年结于 6 月 30 日(人民币百万元)	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18E
收入	832	1,310	1,022	1,654	1,210
毛利	521	843	648	1,035	790
经营利润	79	322	137	427	129
税前利润	80	324	144	433	101
税项	(25)	(96)	(41)	(121)	(38)
经调整净利润	55	228	103	312	99
毛利率 (%)	62.6	64.4	63.4	62.6	65.3
经营利润率 (%)	9.6	24.5	13.4	25.8	10.7
实际税率 (%)	30.9	29.6	28.6	28.0	37.3
经调整净利润率 (%)	6.7	17.4	10.1	18.9	8.2
每股盈利 (人民币)	0.622	0.600	0.711	0.731	0.070
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.479	0.200	0.389

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

资产负债表 (合并报表)

年结于 6 月 30 日(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,716	1,805	1,890	2,042	2,199
存货	570	764	896	1,031	1,157
应收账款	83	95	123	141	160
预付款项、按金及其他应收款项	224	231	270	311	349
应收关联方款项	10	8	9	11	12
可供出售金融资产	131	50	50	50	50
初始期限超过 3 个月的定期存款	203	323	323	323	323
受限制现金	1	-	-	-	-
现金及现金等价物	494	333	218	176	149
非流动资产	209	318	440	564	697
不动产、厂房及设备	59	142	243	344	452
无形资产	7	9	10	12	14
土地使用权	49	48	47	46	45
预付款项、按金及其他应收款项	6	9	9	10	11
递延所得税资产	88	111	131	152	175
总资产	1,925	2,122	2,330	2,607	2,897
流动负债	654	823	897	1,029	1,153
应付账款及应付票据	151	204	240	276	310
所得税负债	8	12	13	14	16
递延收入	26	20	22	24	27
应计费用及其他流动负债	461	576	609	701	786
其他	8	11	11	14	14
非流动负债	13	11	24	28	32
递延税项负债	13	11	24	28	32
其他非流动负债	-	-	-	-	-
总负债	668	834	921	1,057	1,186
股本	5	5	5	5	5
股份溢价及储备	770	771	771	771	771
留存收益	482	513	634	774	936
总权益	1,257	1,288	1,409	1,550	1,711
总负债及权益	1,925	2,122	2,330	2,607	2,897
净现金/(负债)	494	333	218	176	149
营运资本	239	288	418	482	543
已动用资本总额	1,271	1,299	1,434	1,578	1,743
净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
每股账面值 (人民币)	2.695	2.512	2.748	3.022	3.338
主要比率					
年结于 6 月 30 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
收入	23	23	18	15	13
毛利	24	24	18	15	13
息税折摊前利润	32	23	12	16	15
息税前利润	34	21	17	17	16
净利润	39	24	18	16	15
每股盈利	14	13	17	16	15
利润率 (%)					
毛利	63.2	63.7	64.0	64.0	64.2
息税折摊前利润	21.2	21.1	20.1	20.3	20.7
息税前利润	19.7	19.4	19.3	19.6	20.0
净利润	14.2	14.3	14.3	14.5	14.7
其他 (%)					
实际税率	29	28	28	28	28
派息率	0	74	75	75	75
已动用资本回报率	26	32	34	36	37
平均净资产收益率	26	32	34	36	38
平均总资产收益率	17	19	21	22	22
利息覆盖倍数 (倍)	452	-	-	-	-

主要假设

年结于 6 月 30 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营数据					
店铺数量	1,591	1,831	2,071	2,301	2,521
线上销售 (人民币百万元)	187	266	381	500	649

分析员核证

分析员，戴伟豪，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告期内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。