

## 訓修實業集團有限公司 (1962.HK)

疫情打擊中獲強勁訂單支持，產品結構優化迎接美國經濟復蘇

訓修實業(01962.HK)發盈警，預計2020年止年度收入較2019年度增加約12%，但預期錄得稅後虧損約1,500萬元，相對上年度利潤8,620萬元。主要由於COVID-19爆發所帶來的重大負面影響，導致就產品銷售向客戶提供特別折扣；及不利市況導致產品組合轉向銷量較高但利潤較低的辮子產品。但受惠訂單恢復強勁，預期2020下半年及2021全年分別同比增長約36%及20%。2021年受惠於人髮產品銷售恢復，毛利率大幅提升，我們預計當前銷售模式下2022年ROE恢復至17%，與此同時，D2C銷售模式對公司利潤水準促進較大，將成為公司下一個盈利增長點。我們認為公司目標股價為每股HK\$2.90，對應2022E 10倍 P/E。

公司銷售額從COVID-19疫情中恢復並重拾高速增長。2020年上半年營業收入同比下降1.9%，銷售收入表現優於同業及市場，主要因為公司高品質產品的性質屬必需品，收入下降因為物流受阻，產品延遲交付所致。2020年5月下旬及6月航運物流恢復後公司逐漸恢復產品交付。公司2020年下半年營業收入同比增長24%，主要因為因某些國家(如：馬來西亞、中國等)的競爭對手受新冠肺炎影響生產線，訂單及業務轉移到公司的孟加拉工廠，預計公司2020年及2021年年複合增長率20%及以上。

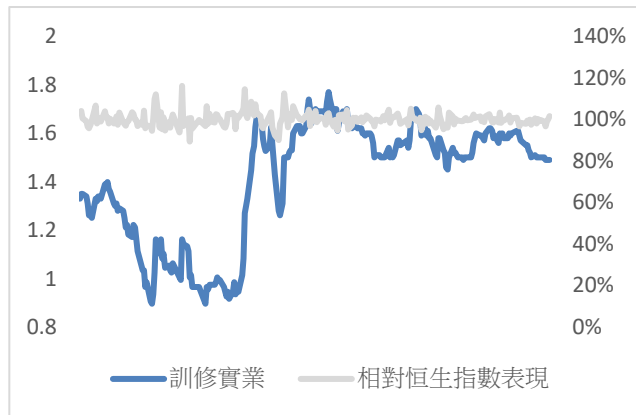
### 投資評級

12個月評級	買入
12個月目標價	HK\$2.90
當前價格	HK\$1.41

### 交易數據

貝塔值(過去5年月度數據)	0.3
最近52周變動	9.63%
恒生指數最近52周變動	42.82%
52 周最高	1.82
52 周最低	0.81
50天移動平均	1.549
200天移動平均	1.583
3個月平均交易量	6.68M
10天平均交易量	4.8M
股份數量	686.08M

**產品結構優化，高檔人髮產品比例增加大幅提升公司毛利水準。**真人髮產品的毛利率約為40%-45%，高於合成髮產品20%-30%的毛利率。隨著疫苗普及率提升及髮型屋重新營業，真人髮需求反彈迅速，公司在真人髮產品的產能將迅速釋放。我們預計2020年真人髮占比全年可恢復至17.2%水準，2022年增長至約25%的均衡水準。



訓修實業集團有限公司成立於1962年，是全球領先的髮飾品製造商之一。主要從事髮製品的生產與交易。公司產品主要為假髮、假髮配件及其他飾品，產品種類包含合成纖維和真髮製成的假髮、髮絲片、髮辮、高端真髮接髮和其他髮絲產品及萬聖節產品。公司產品市場主要為美國，客戶群體主要為非裔女性。產品生產主要位於孟加拉及中國。公司在全球雇員人數超過24,000名，分佈於孟加拉、中國香港、中國、美國、日本、烏克蘭及泰國等多個國家及地區。

**D2C銷售模式有望為公司帶來高增長紅利。**直接面對消費者（D2C）線上銷售模式近兩年內呈現倍數增長，D2C模式下平均產品售價可提升2倍，且運營成本隨電商規模擴大呈遞減趨勢，雙向促進毛利率大幅提升。公司已於D2C銷售方面取得初步成效，公司目前運營的7個網站及品牌，2020年在美國和日本運行網站訪問量達分別達到250%和300%的增長。我們預計2021年D2C銷售收入55.06百萬港元，銷售占比增長幅度達393%。D2C銷售收入對公司利潤水準促進較大，預計2023年公司總體毛利率可由目前的33%提升至57%。

**盈利預測與估值。**在現有產品銷售結構及業務模式下，我們預計公司於2022年ROE可恢復至2018年水準。公司已加大並投產利潤率較高的高端人髮產品的生產及銷售，我們預計2021年至2022年疫情狀況進一步改善情況下公司在此方面的銷售將有靚麗的表現。預計2021及2022年淨利潤分別為127百萬港元及198百萬港元，分別扭虧為盈及增長及57%，對應EPS分別為0.18港元及0.29港元。以現價計算對應PE分別為6.33及4.86倍。充分考慮COVID-19疫情的不利因素，及高檔人髮接髮產品對毛利水準的帶動作用，我們給予2021年公司目標價格HK\$2.90港元，市值1,990百萬港元，對應2022年盈利10倍PE。

## 財務摘要:

財務年度12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
營業收入 (百萬港元)	732	777	866	989	1,175
毛利潤 (百萬港元)	256	257	188	301	397
淨利潤 (百萬港元)	111	90	-15	127	198
年複合增長率(%)	0.75	N/A	N/A	N/A	56.55
每股淨利潤 (港元)	0.18	0.14	-0.02	0.18	0.29
每股股息 (港元)	0.07	0.03	N/A	0.04	0.06
股息收益率 (%)	4.45	1.95	N/A	2.62	3.76
股本回報率 (%)	15.61	10.43	N/A	12.50	16.35
市盈率 (x)	8.36	10.96	N/A	6.33	4.86

資料來源：公司財務數據及研究預測

## **訓修實業集團是一家全球領先的髮飾品製造商**

**公司產品主要為假髮、假髮配件及其他飾品。**

產品種類包含合成纖維和真髮製成的假髮、髮絲片、髮辮、高端真髮接髮和其他髮絲產品及萬聖節產品。2019年公司收入中，假髮、假髮配件及其他占比71.67%，高檔人髮接髮產品占比23.83%，萬聖節產品等其他產品占比4.92%。

假髮、假髮配件及  
其他飾品



高檔人髮接發產品



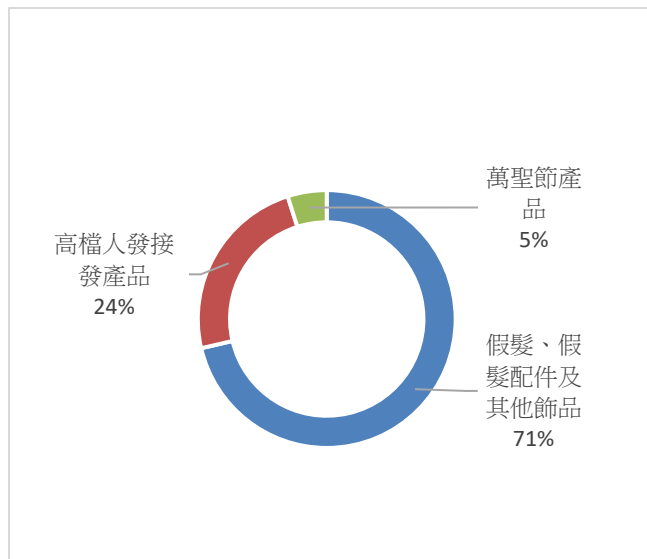
萬聖節產品



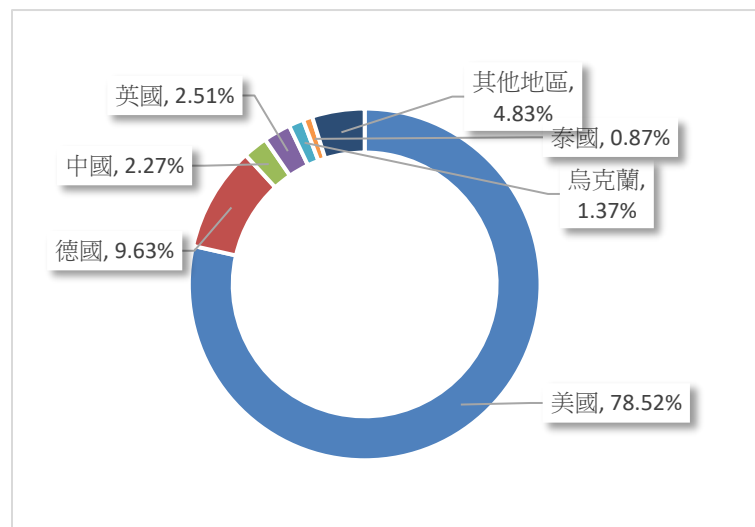
**公司產品市場主要為美國。** 2019年公司收入中，78.52%來源於美國，其次是德國9.63%，中國2.27%，英國2.51%，烏克蘭1.37%，泰國0.87%及其他地區4.83%。

**公司營運主要位於中國及孟加拉。** 公司於中國擁有三個生產中心，於孟加拉擁有兩個生產中心。孟加拉工廠為公司主要生產基地，生產量占公司銷售總額的95%。公司在全球雇員人數超過24,000名，分佈於孟加拉、中國香港、中國、美國、日本、烏克蘭及泰國等多個國家及地區。

### 公司產品按結構分類



### 公司產品按市場分類



資料來源：公司2019年財務報表

## 公司銷售額從COVID-19疫情中恢復並重拾高速增長

**COVID-19疫情影響下銷售收入表現優於同業及市場。** 公司2020年上半年營業收入受疫情影響同比下降1.9%，優於市場同業及總體下滑水準。據中國大陸假髮供應商瑞貝卡2020年上半年財務數據顯示，因2-5月份中國部分地區疫情下美髮店處於歇業狀態，其2020年上半年營業收入減少至499.17百萬人民幣，較上年同期946.37百萬人民幣下滑約47.25%。

### 受疫情影響同行業比較

財政年度2020年6月30日	訓修實業 (1962.HK)	瑞貝卡 (600439 SH)
貨幣單位	百萬港元	百萬人民幣
<b>營業收入</b>	368.2	499.17
毛利潤	87.55	173.68
營業利潤	7.1	17.91
淨利潤	6.55	17.62
每股收益	0.01	0.015
<b>比率指標</b>		
毛利率	23.8%	34.8%
營業利潤率	1.9%	3.6%
淨利率	1.8%	3.5%



**環比增長率**

營業收入增長率	-1.90%	-47.25%
毛利潤增長率	-30.30%	-73.64%
營業利潤增長率	-77%	-85.51%
淨利潤增長率	-86.40%	-73.64%

**按地區分類收入變化**

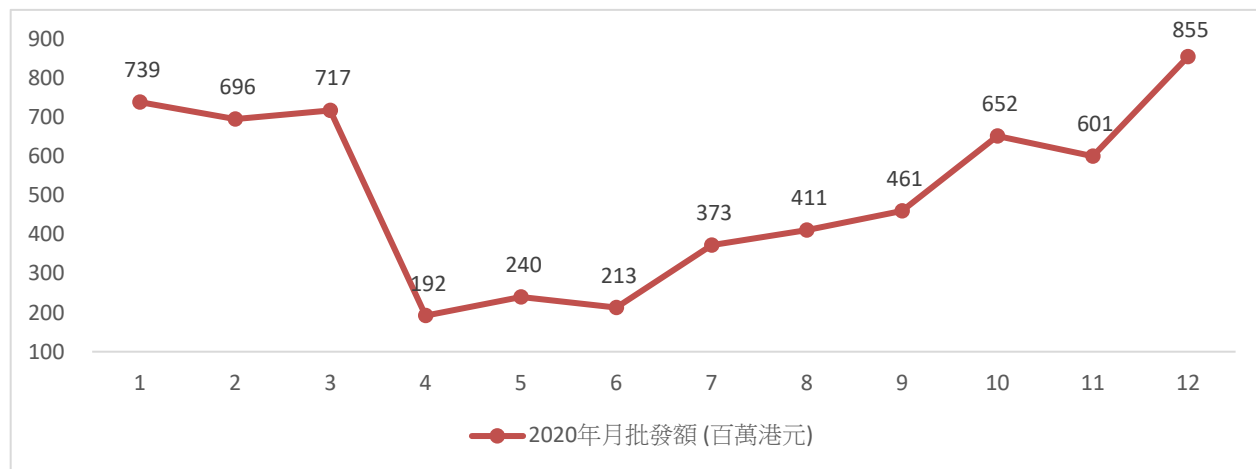
美國	2.29%	-35.17%
歐洲	-60.25%	-60.88%
非洲	-28.22%	-57.37%
中國	99.82%	-34.22%

---

**公司獲強勁訂單支持，預計2020年下半年業績取得24%的恢復性增長。** 公司2020年上半年業績受挫，主要因物流受阻及航運中斷等因素導致訂單交付延遲所致，但隨著物流和航運恢復，第三季度或第四季度將逐步回復正常。公司2020年下半年獲強勁訂單支持，因某些國家(如：馬來西亞、中國等)的競爭對手受新冠肺炎影響生產線，訂單及業務已轉移到公司的孟加拉工廠，預計2020年下半年業績取得24%的恢復性增長。

**我們預計2021年整體銷售增長約20%。** 因：(1)至2021年3月的訂單已滿(2021年首3個月：估計同比增長超15%)；(2)低基數效應(2020年4至6月銷售：估計同比下跌約45%) (3) COVID-19疫苗在美國及全球各地注射率大幅增加，美國經濟將強勢復蘇。

### 公司2020年訂單變化

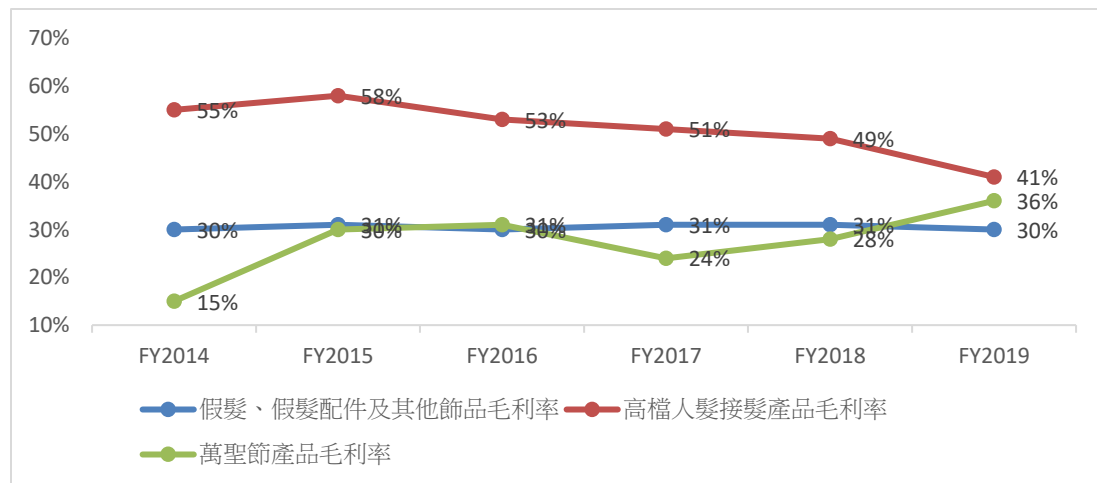


資料來源：公司資料

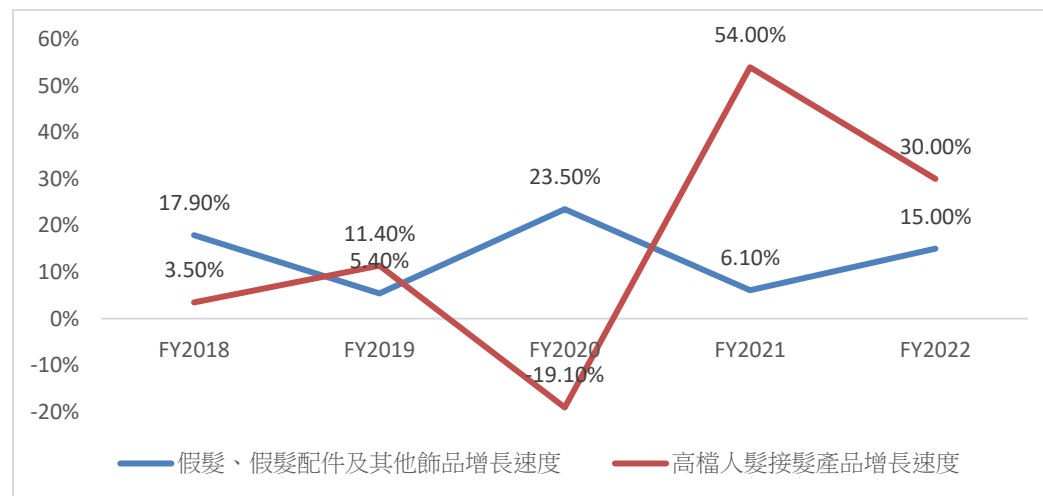
## 高檔人髮產品比例增加大幅提升公司毛利水準

**高檔人髮接髮產品毛利率高，反彈速度快。**公司2014-2019年高檔人髮接髮產品平均毛利率為51.1%，而假髮、假髮配件等產品及萬聖節產品的平均毛利率分別為30.5%及27.3%，高檔人髮水平顯著高於33%的平均毛利率。其銷售額增長將迅速帶動總體毛利率提高。公司2019年高端人髮產品銷售收入增長速度為11.4%，高於假髮及假髮配件的5.4%，因疫情影響2020年增速驟減，2020年6月份隨著髮型屋開門營業，公司真人髮銷售在第三季度及第四季度逐步恢復正常，預計2021年迎來反彈性增長。因此高檔人髮產品銷售額的提升將有效帶動平均毛利率上升。

### 產品毛利率比較



### 高端人髮產品與假髮產品反彈速度比較

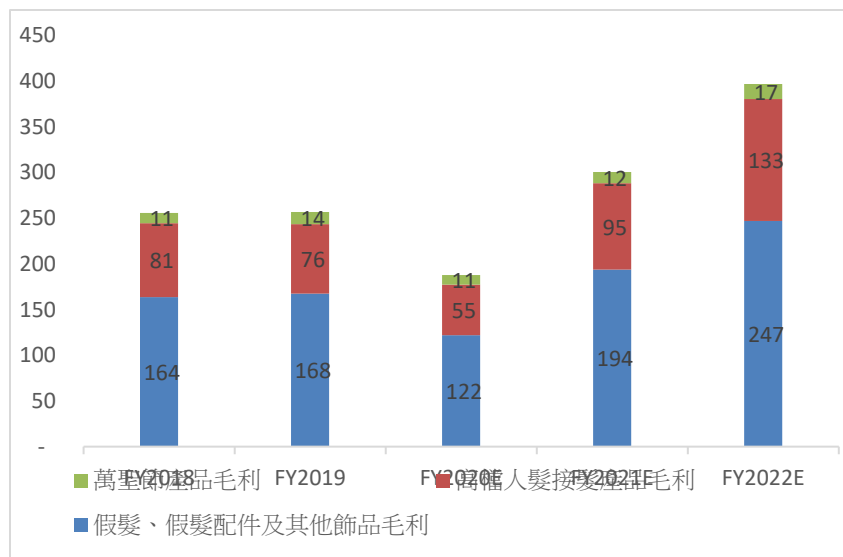


資料來源：公司財務數據及研究預測

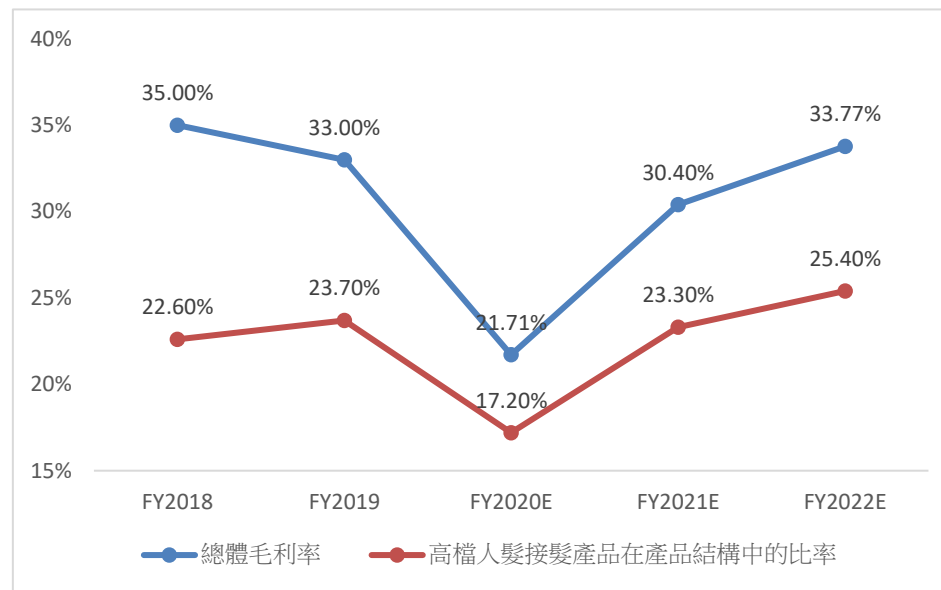
**擴大高檔接髮產品生產能力。** 公司於孟加拉建造的專以人髮作為原材料進行加工的漂染綜合設施已投入使用，並將新雇用勞工分配到手工綁紮的工廠，以生產更高利潤率的真髮接髮產品。

**高檔人髮產品收入比例增加。** 全球高檔接髮產品市場份額增加及公司生產能力的提升大大促進公司高檔人髮產品銷售增長，僅2020年1月份公司銷售額同比增長36.1%。受疫情打擊真人髮業務占比在2020年上半年下降至13.9%，我們預計2020年全年在營業收入占比可恢復至17.2%水準，2022年增長至約25%的均衡水準。

### 毛利潤來源的產品結構(百萬港元)



### 毛利率受高端人髮產品占比的影響



資料來源：公司財務數據及研究預測

## D2C銷售模式有望為公司帶來高增長紅利

**直接面對消費者（D2C）線上銷售模式呈現倍數增長。**根據eMarketer的最新報告，D2C網站的網絡訪問量在兩年內翻了一番，全球疫情爆發為網購及電商平臺的發展帶來契機，網購已成為一種消費趨勢。在美國消費者調查網站INVESEP 調查數據顯示，消費者未來五年內從D2C品牌購買商品的比例可快速增長至32.5%。

**D2C模式下，毛利率有望大幅提升至80%。**D2C銷售大大減少中間商及傳統電商平臺拆利，公司可以零售價格向客戶銷售產品，產品售價為批髮價格的2倍，可大幅提升毛利率。據日本最大的B2C假髮供應商MBO財務數據顯示，電商平臺銷售產品的毛利率達80%，而據中國大陸假髮供應商Rebecca2020年中期財務數據顯示，其線上銷售毛利率為72.37%。

**公司正採取措施大力促進D2C模式業務發展。**1) 已建立一個專注於行銷預算、分析、廣告監控等的電商團隊，在美國借助谷歌廣告及網紅影響力增強其營銷和跨平臺數字推廣活動；2) 公司正在與Shadow Factory合作，使用最新的電子科技（AR增強現實 / VR虛擬現實）創建尖端的自有網購平臺，以通過自營電商平臺推廣促銷公司產品。

### 公司運營網站品牌

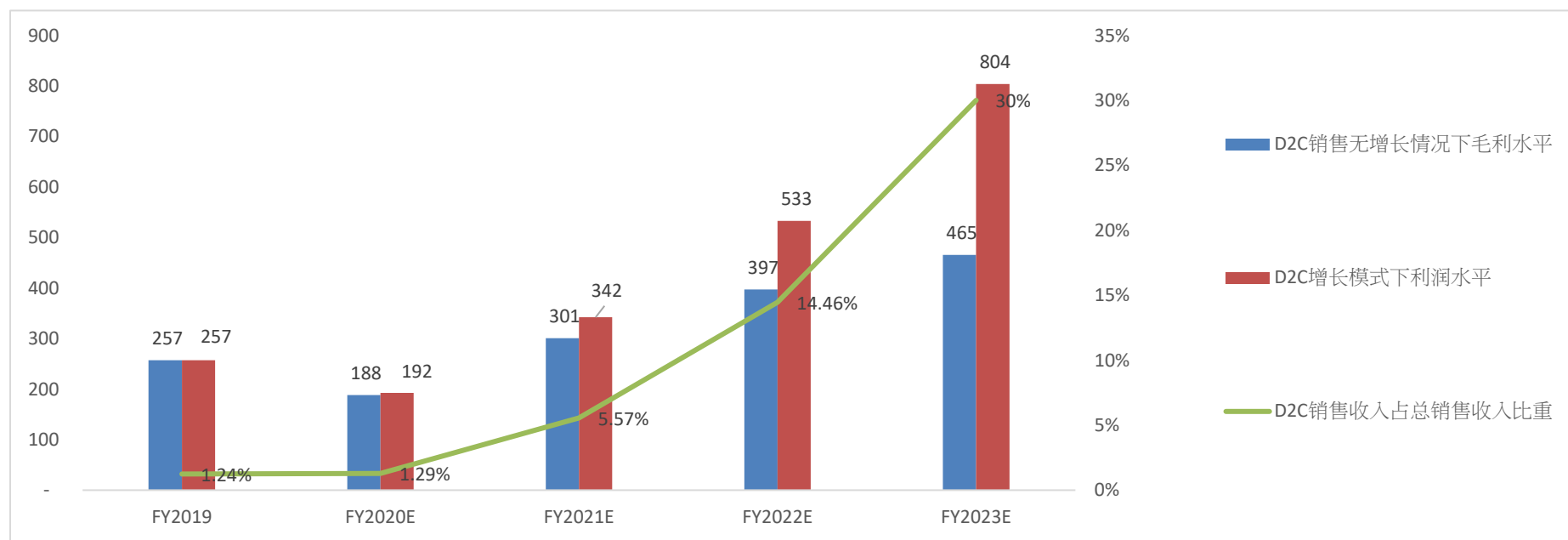


資料來源：公司資料

**公司已於D2C銷售方面取得初步成效，D2C銷售額及占比逐年上升。**公司目前運營7個網站及品牌，2020年在美國和日本運行網站訪問量達分別達到250%和300%的增長。公司預計2019年-2021年可分別實現D2C銷售收入9.67百萬港元、11.17百萬港元及55.06百萬港元，2021年D2C銷售收入增長幅度達393%。D2C銷售收入占總收入的比率分別為1.24%、1.29%及5.56%。

**D2C銷售收入對公司利潤水準促進較大，將成為公司下一個盈利增長點。**我們以公司2019年銷售情況為例，假設50%銷售收入來自於D2C銷售模式，毛利可由257百萬港幣增加至645.7百萬港幣，毛利水準為實際毛利水準的2.51倍。我們就公司目前D2C銷售發展情況做樂觀估計，預計2023年D2C銷售收入占銷售總額的30%水準，公司總體毛利率可由目前的33%提升至57%。

**圖9：D2C銷售收入對毛利水準的影響（百萬港元）**



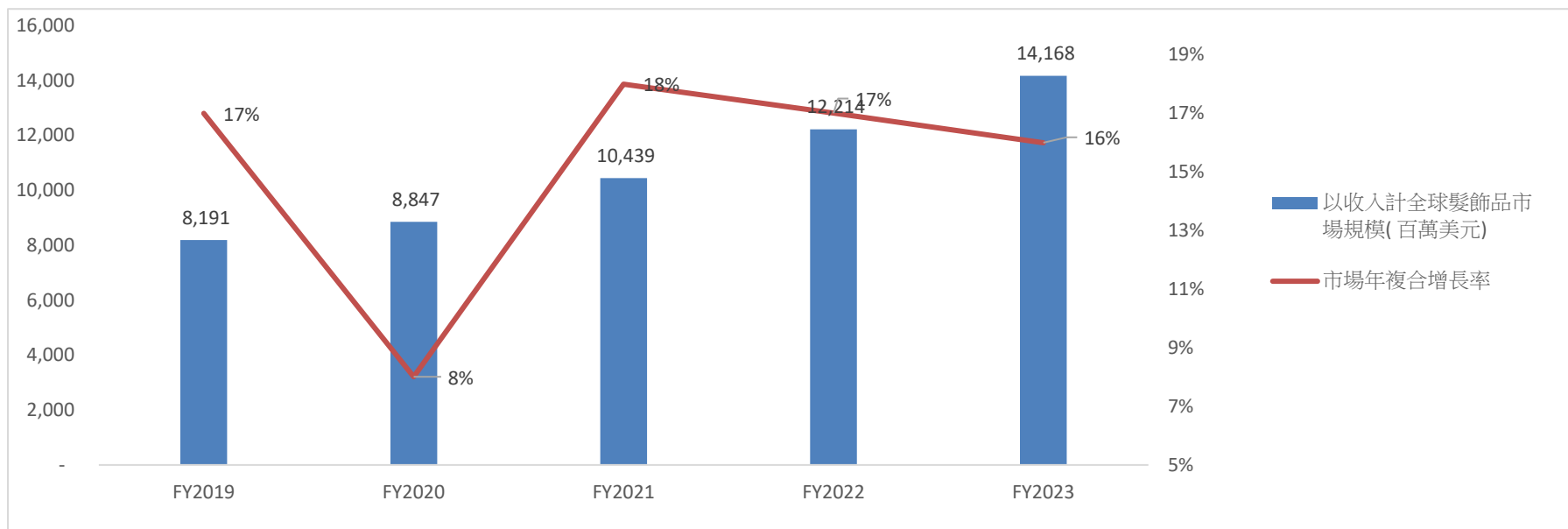
資料來源：公司資料及研究預測

## 行業概況

### **全球髮飾品市場年複合增長率為16.7%，2023年市場規模有望達142億美元**

隨著全球經濟的發展和消費水準的提高，消費者對形象改造和時尚的需求不斷增加，受益於社交媒體（網紅）影響力，及男性和女性脫髮增加，假髮產品尤其是高端人髮需求發展迅速。根據弗若斯特沙利文報告，按收入計，全球髮飾品市場規模從2011年的2,487.6百萬美元迅速擴大至2016年的5,038.7百萬美元，年複合增長率為15.2%。根據弗若斯特沙利文報告，於未來三年內，受全球經濟增長推動及隨著髮飾品作為時尚配件在亞洲及非洲消費者以及北美洲及歐洲非裔消費者中日益盛行，全球髮飾品市場規模預計於2023年達到14,168百萬美元，年複合增長率為16.7%。

### 按收入計的全球髮飾品市場規模及增長速度



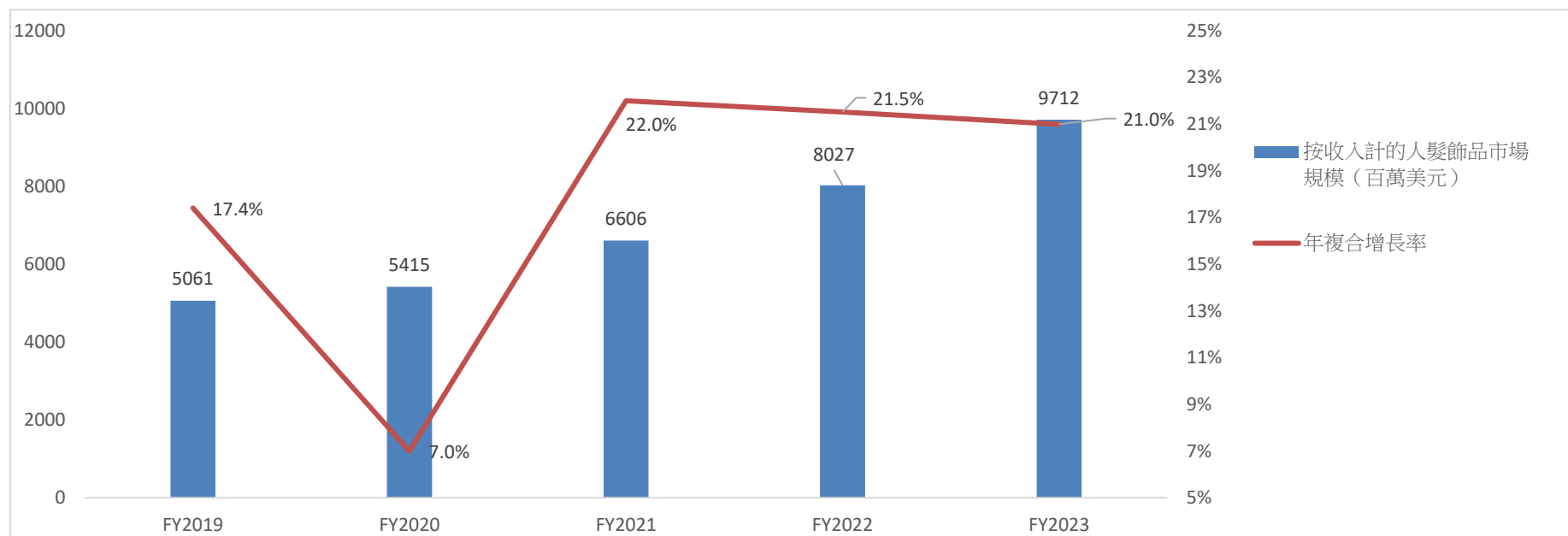
資料來源：弗若斯特沙利文報告



## 高檔人髮產品增速較快，疫情後有望重拾高速增長

根據弗若斯特沙利文報告，人髮接髮產品的全球收入從2011年的881.5百萬美元增至2016年的2,255.1百萬美元，年複合增長率為20.7%。人髮接髮產品市場增長迅速，在很大程度上促進了全球假髮接髮市場的擴張。然而受COVID-19疫情的影響，2020年人髮市場受到嚴重打擊，銷售額大幅減少，市場需求有望在疫情後復蘇迎來反彈性增長。根據弗若斯特沙利文報告，自2021年至2023年，按收入計，人髮飾品的市場規模預計將以17.0%的年複合增長率增長，並於2023年達到9,712.7百萬美元。

### 按收入計的人髮飾品市場規模及增長速度

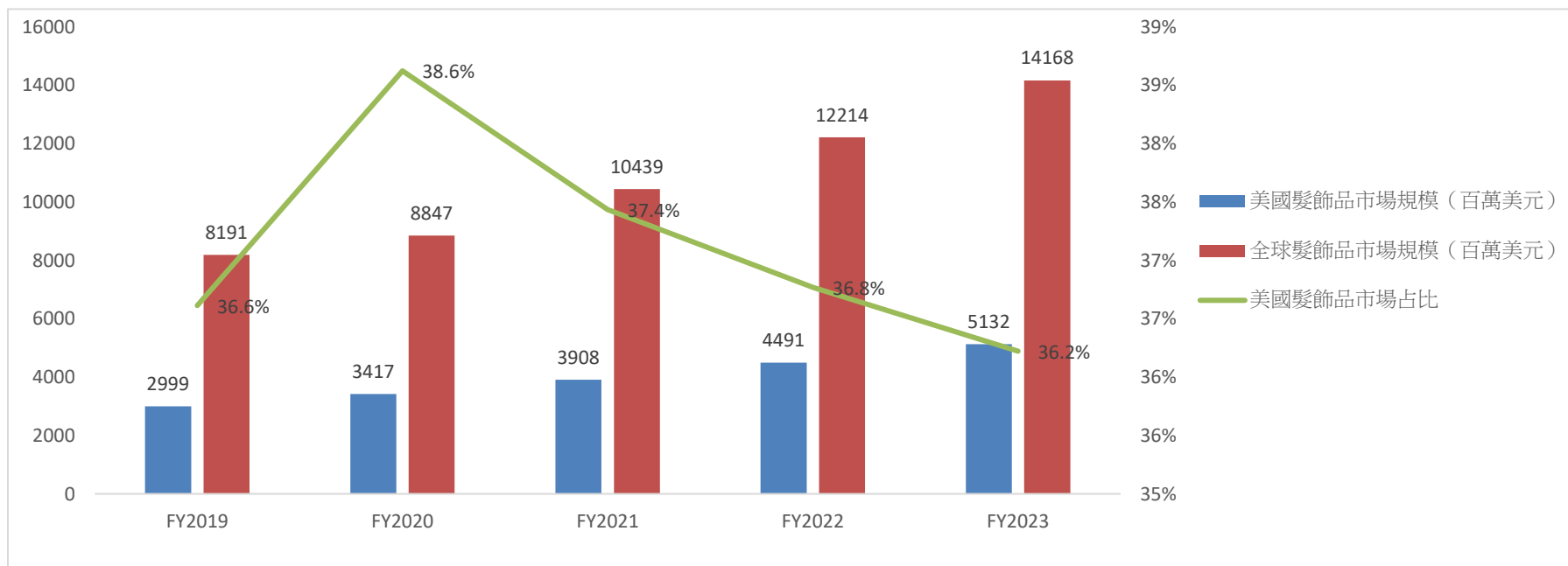


資料來源：弗若斯特沙利文報告

## 美國為全球最大的髮飾品市場

根據弗若斯特沙利文報告，美國乃全球最大的髮飾品市場，於2016年佔全球市場的39.8%，年複合增長率為13.7%。美國大部分髮飾品乃由對髮飾品的需求相對缺乏彈性且具經常性質的非裔消費者消費。白種人消費者的消費（主要為人髮產品，尤其是以更高價售出的假髮接髮產品）亦推動該市場的增長。根據弗若斯特沙利文報告，美國髮飾品的市場規模預計於未來數年將持續增長。該增長預計將受消費者（尤其是非裔消費者）對髮飾品的持續大量需求以及萬聖節慶祝活動日益盛行所推動。根據弗若斯特沙利文報告，預計市場將於2023年達到5,178.8百萬美元，2017年至2023年的年複合增長率為14.6%。

### 按收入計的髮飾品市場規模（美國及全球）



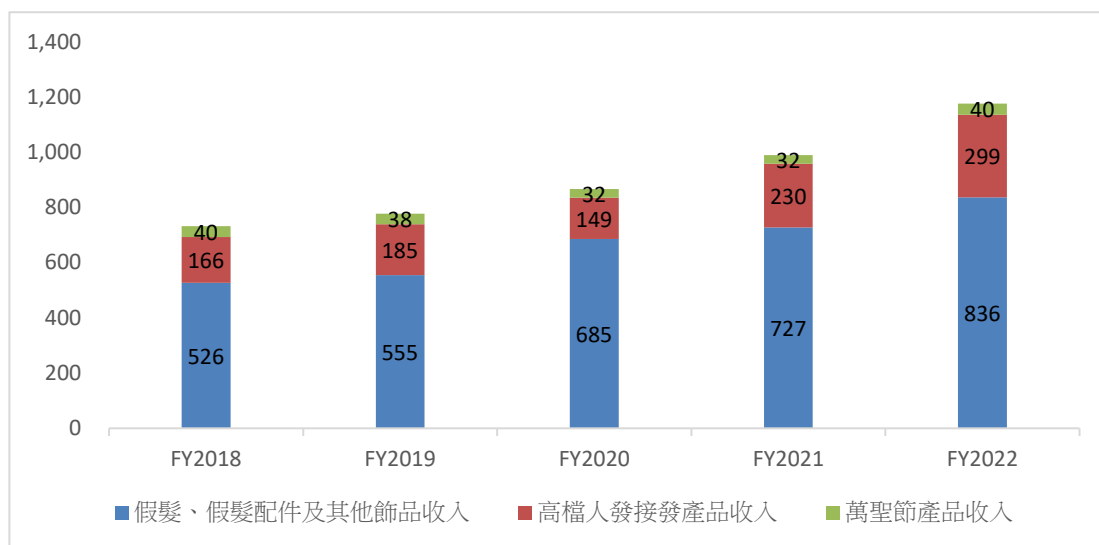
資料來源：弗若斯特沙利文報告

## 盈利預測與估值

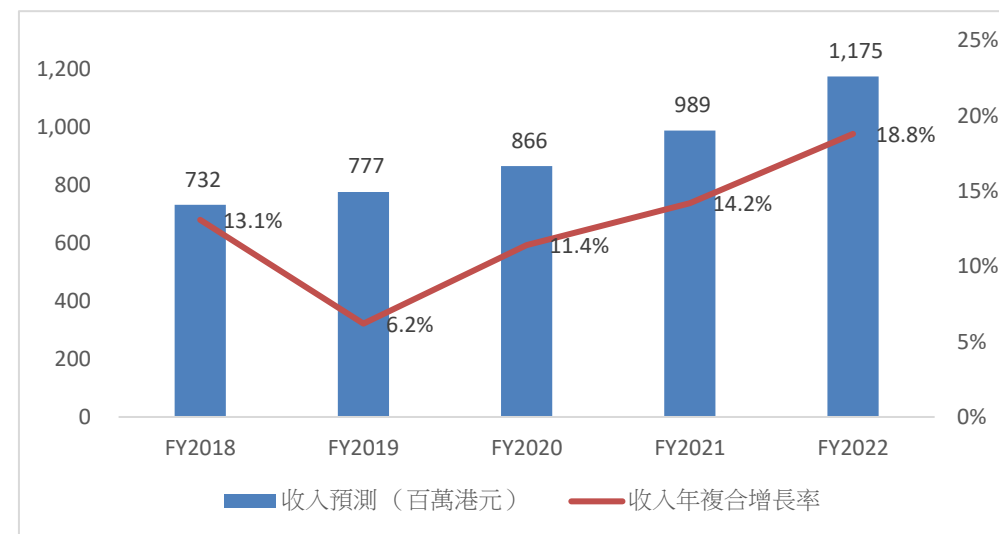
**公司2020年上半年錄得營業收入368百萬港元，同比下降1.9%。**主要因為第二季度COVID-19疫情於公司的主要市場美國蔓延，航運公司推遲接單物流受阻等因素，訂單交付推遲到2020年下半年所致。公司上半年錄得毛利8.75百萬港元，同比減少30.31%，毛利率由2019年同期的33.5%減少9.7%至23.8%，主要因為公司產品組合較2019年同期有所轉變，毛利率相對較低的辮子產品銷售額大幅增加，而受疫情影響較大的高檔人髮接髮產品銷量減少所致。公司於2020年上半年錄得純利大幅減少至約650萬港元，同比減少86.4%，較毛利進一步下跌的原因為本期公司位於孟加拉工廠發生火災銷毀若干機器及存貨所產生的非經常性損失所致，我們認為此原因導致的淨利率大幅下降對長期不構成重大影響。

**我們預計公司銷售收入受益於強勁訂單支持年複合增長率20%。**基於公司目前客戶基礎及孟加拉工廠產能提升，公司獲強勁訂單支持，預計2020年下半年業績取得24%的恢復性增長。預計公司2020年銷售收入為866百萬港元，較2019年增長11.4%。2021年疫情的負面影響將進一步減弱，我們預計2021年及2022年銷售收入為989.27及1,175.37百萬港元，對應增長速度分別為14.2%及18.8%。

### 收入來源及結構假設(百萬港元)



### 收入預測及增長率水準



資料來源：公司財務數據及研究預測

預計公司2020年錄得虧損15百萬港元，2021及2022年淨利潤分別為127百萬港元及198百萬港元，2022年增長速度為57%，對應EPS分別為HK\$0.18及HK\$0.29。以現價計算對應PE分別為6.33及4.86倍。我們統計了全球髮飾品行業主要的可比公司，2019-2020年平均P/E為34.4倍。充分考慮COVID-19疫情的不利因素，及高檔人髮接髮產品對毛利水準的帶動作用，我們給予2021年每股目標價格HK\$2.90，市值1,990百萬港元，對應2022年盈利10倍PE。

我們非常看好公司在D2C業務模式下的出色表現。如D2C業務模式成功運行，在2021-2023年可預期的幾年內分別給公司帶來55-423百萬港元收入，毛利率可由目前的33%大幅提升至57%，則2021年整體目標市值將大幅提高。

#### 同行業上市公司估值水準

公司名称	上市代码	市值 (百万)	市净率	市销率	市盈率	企业价值/息税折 摊前利润	营业收入 (百万)	净利润 (百 万)	每股净收 益	财政年度	货币
Artnature	7823.T	21,265	0.87	0.62	N/A	7.97	3,415	(829)	-25.55	31/03/20	日元
Godrej	GODREJCP.BO	794,170	1.05	0.80	53.53	36.36	99,108	14,965	14.6	31/03/20	印度卢比
瑞贝卡	600439.SH	2,751	0.89	2.21	73.64	20.4	1,819	37	0.033	31/12/19	人民币
训修实业	1962.HK	1,042	1.21	1.34	10.86	7.02	777	87	0.14	31/12/19	港元

資料來源：公司資料、雅虎金融，彭博資訊

# 财务预测表:

資料來源: 公司資料及研究预测

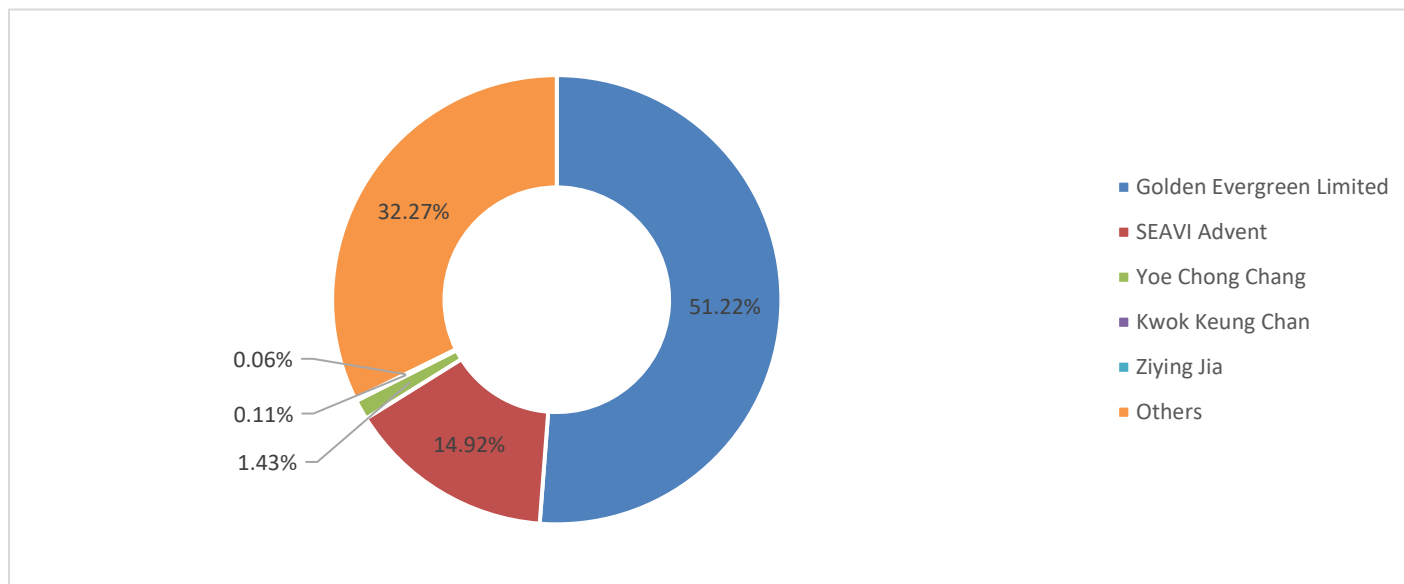
財務年度12月31日	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E	財務年度12月31日	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
<b>利潤表 (百萬港元)</b>						<b>資產負債表</b>					
營業收入	732	777	866	989	1,175	資產					
銷售成本	(476)	(520)	(678)	(689)	(778)	+ 現金及現金等價物	69	36	34	67	55
毛利	256	257	188	301	397	+ 應收賬款	162	184	195	234	278
銷售及管理費用	(135)	(146)	(184)	(145)	(157)	+ 存貨	431	477	507	607	721
營業利潤	120	111	4	156	240	+ 其他流動資產	194	230	244	292	347
財務費用	(9)	(24)	(19)	(21)	(29)	流動資產總額	856	926	979	1,199	1,400
稅前利潤	111	87	(15)	135	211	+ 固定資產	572	751	726	702	678
稅款	0	4	-	(8)	(13)	+ 長期投資及應收	25	26	26	26	26
淨利潤	111	90	(15)	127	198	+ 其他長期投資	21	20	20	20	20
每股盈利 (港元)	0.18	0.15	(0.02)	0.18	0.29	非流動資產總額	618	796	772	747	723
稀釋每股盈利 (港元)	0.18	0.14	(0.02)	0.18	0.29	資產總額	1,474	1,722	1,751	1,947	2,123
<b>年成長指標</b>						負債及股東權益					
營業收入	13%	6%	11%	14%	19%	+ 應付賬款	107	117	124	148	176
毛利率	11%	0%	-27%	60%	32%	+ 短期貸款	647	717	717	717	717
營業利潤	12%	-8%	-96%	3794%	54%	+ 其他短期負債	5	4	4	4	4
稅前利潤	1%	-22%	N/A	N/A	57%	流動負債總額	759	837	845	869	897
淨利潤	1%	-19%	N/A	N/A	57%	+ 長期借款	0	13	9	59	9
每股盈利	-25%	-17%	N/A	N/A	57%	+ 其他長期負債	5	5	5	5	5
稀釋後每股盈利	20%	-22%	N/A	N/A	57%	長期負債總額	5	19	14	64	14
現金流量表	<b>FY2018</b>	<b>FY2019</b>	<b>FY2020E</b>	<b>FY2021E</b>	<b>FY2022E</b>	總負債	763	856	858	933	911
<b>經營活動現金流</b>						+ 已發行股本及資本公積	415	485	485	485	485
+ 淨利潤	111	90	33	128	206	+ 留存收益	285	354	380	501	700
+ 折舊攤銷	28	43	44	44	44	+ 其他權益儲備	12	24	24	24	24
+ 非現金專案	(15)	(20)	(14)	(48)	(55)	不含少數股東權益之股東權益	712	863	890	1,011	1,210
+ 運營資金變動	(65)	(100)	(34)	(114)	(130)	+ 少數股東權益	(1)	3	3	3	3
經營活動現金流淨值	59	13	29	10	65	股東權益	711	866	892	1,014	1,213
<b>投資活動現金流</b>						負債及權益合計	1,474	1,722	1,751	1,947	2,123
+ 固定資產投資變動	(163)	(160)	(20)	(20)	(20)						
+ 長期投資變動	0	0	0	0	0	<b>主要假設指標</b>					
+ 收購及兼併損益	0	0	0	0	0	<b>成長指標</b>					
+ 其他投資活動	(4)	(24)	0	0	0	營業收入	13%	6%	11%	14%	19%
投資活動現金流淨值	(167)	(185)	(20)	(20)	(20)	假髮、假髮配件及其他飾品	18%	5%	24%	6%	15%
<b>融資活動現金流</b>						高檔人髮接髮產品	4%	11%	-19%	54%	30%
+ 支付股息	(76)	(22)	(7)	(7)	(7)	萬聖節產品	-2%	-5%	-17%	1%	25%
+ 償還債務	141	49	(5)	50	(50)	<b>占營業收入比率</b>					
+ 其他融資活動	23	112	0	0	0	假髮、假髮配件及其他飾品	72%	71%	79%	74%	71%
融資活動現金流淨值	88	140	(12)	44	(56)	高檔人髮接髮產品	23%	24%	17%	23%	25%
匯兌差額	(2)	(0)	0	0	0	萬聖節產品	6%	5%	4%	3%	3%
淨現金流量	(22)	(33)	(3)	33	(12)						

## 附錄1：股東結構

Evergreen Holdings將直接合共擁有本公司已發行股本的約51.22%。Evergreen Holdings為Golden Evergreen的直接全資附屬公司。Golden Evergreen 49%及51%的已發行股本分別由張之龍先生及張有滄先生通過FC Investment及CLC Investment投資信託擁有。張之龍先生為公司創辦人、名譽主席兼非執行董事，負責規劃策略方向及對管理及營運進行高層監督，張之龍先生為張有滄先生的父親，張有滄先生 55歲為集團主席、行政總裁兼執行董事，負責整體業務策略及主要業務決策並監督營運。

### 股東結構

資料來源：公司資料及聯交所網站



## 免責聲明

本報告僅供參考及討論，當中載任何意見並不構成由高寶集團證券任何成員、其董事、代表及 / 或僱員（不論作為委託人或代理）向他人作出買賣任何證券、期貨、期權或其他融資類工具的要約或招攬。本報告旨在由獲高寶集團證券提供本報告者收取，不擬向在有關分發或使用會抵觸當地司法權區或國家法律及規例之任何人士或實體，或使高寶集團證券受當地法權區或國家任何監管規定限制之任何人士或實體分發或由其使用。任何擁有本報告或打算依賴或根據其所載的資料作出行動之人士或實體，必須確保其本身不受任何對其作出有關行動有所限制或禁止之本地規定所限制。雖然本報告資料來自或編寫自高寶集團證券相信為可靠之來源，惟並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、有效性、時間性或完整性。對於任何依賴本報告之第三者而言，高寶集團證券對某特定用途的適用性、或對謹慎責任的任何明示或隱含的保證均卸棄責任。本報告所載資料可隨時變更，而高寶集團證券並不承諾提供任何有關變更之通知。本報告所載意見及估計反映相關分析員於本報告注明日期之判斷，並可隨時更改。高寶集團證券並不承諾提供任何有關變更之通知。如有疑問，您應諮詢您的合資格財務顧問及 / 或其他專業顧問。本報告所論述工具及投資未必適合所有投資者，而本報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、投資經驗、財務狀況或需要。投資者必須按其本身投資目標及財務狀況自行作出投資決定。高寶集團證券建議投資者應獨立評估本報告所論述個別發行商、投資或工具，而投資者應諮詢所需之獨立顧問，以瞭解該等工具或投資，及作出適當決定。投資價值和收入或因利率或外幣匯率變動、證券價格或指數變動、公司經營或財務狀況變動及金融的其他因素而有所不同。本報告所論述之工具及投資或其相關權利之行使時間或設期限。過往表現不一定是未來表現之指引。高寶集團證券任何其他成員在任何情況下，均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任，即使高寶集團證券在有關作為或不作為發生時已有所知悉亦然。

(分析員：由 高寶集團證券有限公司 執行董事 李慧芬 撰文)

Rm.1509, The Centre, 99 Queen' s Road Central, Central, Hong Kong 香港中環皇后大道中 99 號中環中心 1509 室

Email 電郵: stella.lee@ggs.com.hk | Direct Line 直線: (852) 2387 1966 | Website 網站: www.ggs.com.hk