

买入

月活数攀升，专业化医美社区优势凸显

新氧(SY.O)

2021-05-26 星期三

目标价:	12.16 美元
现价:	9.57 美元
预计升幅:	27.06%

重要数据

日期	2021-05-26
收盘价 (美元)	9.57
总股本 (亿股)	1.07
总市值 (亿美元)	10.26
净资产 (亿元)	26.07
总资产 (亿元)	32.81
52 周高低 (美元)	27.40/6.93
每股净资产 (元)	24.36

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

ATCG Holdings Limited (19.10%)

相关报告

深度报告: 基于医美社区的垂直电商龙头平台-LXQ-20210226

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519164

Email: linxq@gyzq.com.hk

► 营收稳健增长，现金余额充足，平台营销价值释放：

公司 20 年营业收入实现人民币 12.95 亿元，尽管受到上半年疫情限制终端机构医美活动的负面影响，与 19 年同期相比还是增长了 12.4%，20 年全年净利润为 490 万元人民币。截至 20 年年底，现金及现金等价物为 26.76 亿元，现金充足。21 年第一季度收入达 3.6 亿人民币，超过公司给的业绩指引上限近 3 千万元，同比上涨了 97%，Non-GAAP 的净亏损为 2.74 千万元，公司持续加大品牌建设和市场投放，提高获客效率，营销价值体现在合作终端机构数持续增加及机构投放于新氧的营销费用力度加大。公司营销投入全年管控严格，一季度将部分营销费用提前投入市场，后续净利润有望达到较好的改善，预计二季度 Non-GAAP 净利润将扭亏达到 6 千万左右。

► 平台月活用户数持续增长，机构营销投放比例扩大：

新氧月活用户数维持强劲增长势头，21 年第一季度 MAU 达到 840 万人次，同比增长 101%，新氧作为医美专业平台，用户精准度较纯流量综合平台更高，平台能够持续高效转化潜在消费者，对于医美机构营销投放价值更高，因此加大了对新氧的投放预算，从而信息服务收入高速增长，21 年第一季度较 20 年同期增长 120.5%，期间平台的付费医疗机构数达 4702 家，同比增长 42.7%，其中信息服务付费机构有 2191 家，同比增长 17.7%。

► 名医+精细化运营保障传统手术优势，美次卡打造标准化轻医美：

新氧在传统医美手术领域具有较大优势，针对手术类医美，通过绿宝石医生榜单扩大平台医生供给；增强平台互动，建立分品类独立的运营团队进行针对性推广；继续扩大覆盖面广优势；建设线下的共享医院。非手术类轻医美领域，通过美次卡助力服务的标准化；借助体验官和自媒体矩阵，加强与上游厂商的联动，携手华熙生物，保证用药安全；组织“抗衰老”、“瘦瘦节”活动，刺激消费，树立专业形象。未来新氧希望打破医美电商平台团购模式本质，打造线上线下联通的、闭环的新模式。

► 给予“买入”评级，目标价 12.16 美元：

新氧作为专业的互联网医美第一股，机构对平台营销投放价值凸显，月活用户数和机构合作数持续增长，针对性高质量导流能力较强，由于公司持续加大品牌建设力度，21 年 Q1 前置了部分营销投入，预测 21 年 Q2-Q4 的 Non-GAAP 的净利润将随着行业医美消费需求增加，营销投入占比减轻，分别达到 0.67、0.88、1.22 亿元人民币；年度预测方面，我们调整了 21-23 年收入预测至 18.46、25.45、34.77 亿元人民币，对应的 EPS 分别为 1.55、2.16、3.05 元人民币，对应 22 年预测的 36 倍 PE，调整目标价至 12.16 美元，较现价有 27.06% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	1151.64	1294.99	1845.92	2545.35	3476.77
同比增长 (%)	86.58%	12.45%	42.54%	37.89%	36.59%
净利润	176.72	5.81	126.52	176.91	249.81
同比增长 (%)	220.83%	-96.71%	2078.69%	39.83%	41.21%
净利润率 (%)	15.3%	0.4%	6.9%	7.0%	7.2%
Non-GAAP 净利润	280.9	97.0	249.2	330.9	486.8
每股盈利 (元)	2.13	0.07	1.55	2.16	3.05
PE@9.57USD	31.34	892.05	39.48	28.40	20.11

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

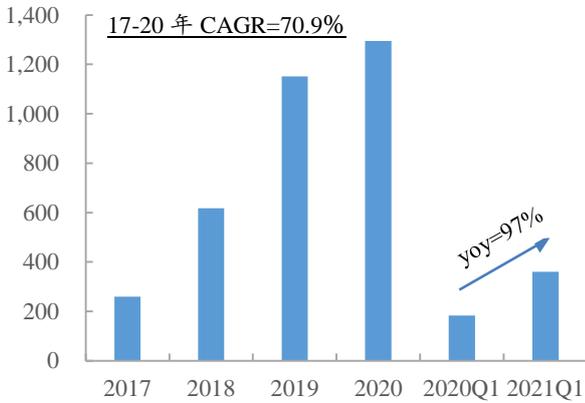
報告正文

营收稳健增长，现金余额充足，平台营销价值释放：

公司 20 年营业收入实现人民币 12.95 亿元，尽管受到上半年疫情限制终端机构医美活动的负面影响，与 19 年同期相比还是增长了 12.4%，其中信息服务收入为 9.62 亿元，同比增长了 15.4%，主要得益于医美机构投放于新氧平台的营销预算更多，尤其第四季度信息服务收入较 19 年同期同比增长了 27%；预定服务收入为 3.33 亿元，同比增长了 4.6%，信息服务收入增长得益于，预定服务收入增长得益于平台购买医美服务的用户数持续增加。成本为人民币 2.12 亿元，同比增长 6.8%；由于在线平台开发相关的服务成本增加，总运营支出达到 11.4 亿，同比增长 41.1%，其中营销费用为 7.26 亿元，同比增长了 54.5%，占营业收入比重为 56%，行政管理费用支出为 1.84 亿元，同比增长 14.6%，研发费用投入 2.29 亿元，同比增长 29.3%。**20 年全年净利润为 490 万元人民币，较 20 年前三季度亏损 3.29 千万元，成功扭亏，较 19 年 1.76 亿元净利润仍有一定差距。截至 20 年年底，现金及现金等价物为 26.76 亿元，基本每股收益为 0.07 元。**

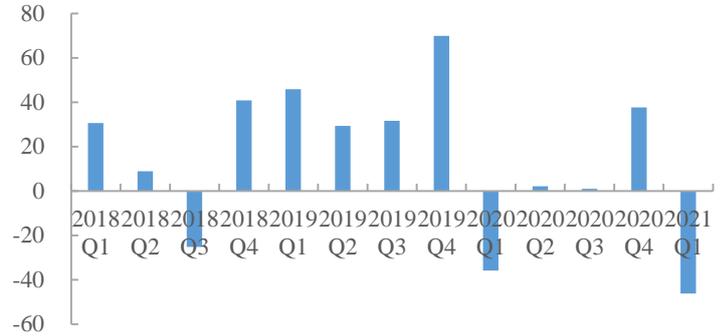
21 年第一季度收入达 3.6 亿人民币，超过公司给的业绩指引上限近 3 千万元，相较于 20 年第一季度同期上涨了 97%，其中信息服务收入实现 2.78 亿元，同比增长 120.5%；预定服务收入实现 8.18 千万元，同比增长 44.7%。生产成本为 5.24 千万元，同比增长 21.5%；由于第一季度新氧增加了较多的品牌建设营销投资，如 21 年初同浙江卫视合作的跨年晚会以及参与制作湖南卫视综艺节目《怦然的心动》，旨在通过品牌曝光和市场推广，不断提高获客效率，所以 21 年第一季度的营销费用大幅的提高，总支出达到 2.42 亿元，同比增长 122.1%；行政管理费用支出第一季度达到 5.52 千万元，同比增长 62.5%；研发费用为 6.98 千万元，同比增长 63.1%，行政费用和研发费用的增加主要由于相关人员薪酬增加。21 年第一季度净亏损为 4.63 千万元，Non-GAAP 的净亏损为 2.74 千万元，主要原因是营销费用投入过大，公司对于营销费用全年有较严格的控制，全年投入市场的预算占比将不超过总收入的 40%，一三季度的营销投放相对较大，二四季度投放力度相对会有所减少，公司给出的二季度收入预测在 4.3 亿元至 4.5 亿元之间，由于一季度将一部分的营销费用提前投放于市场，预计二季度 Non-GAAP 净利润将扭亏达到 6 千万左右。

图 1: 公司近几年收入情况 (百万元)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

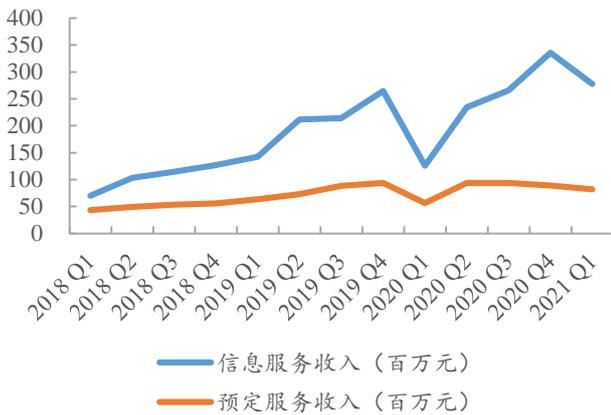
图 2: 公司归母净利润情况 (百万元)



	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利润 (百万元)	17.2	55.1	176.7	4.9

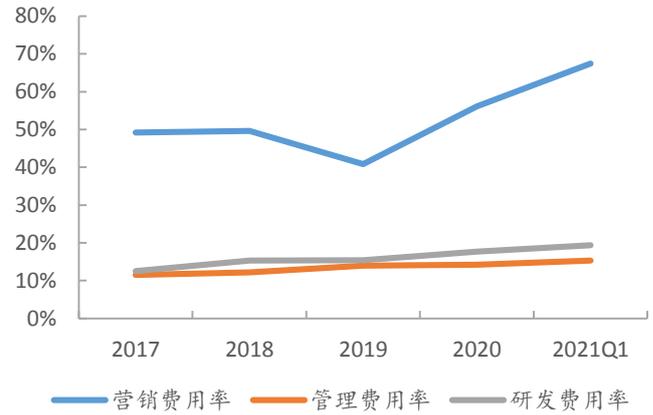
资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 3: 平台分业务收入情况



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 4: 公司营销费用率、管理费用率和研发费用率情况



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

平台月活用户数持续增长, 机构营销投放比例扩大:

用户活跃度构建平台核心竞争力, 新氧用户数维持强劲增长势头, 20 年第四季度移动端平均月活达 890 万, 相比去年同期增长 142.3%, 20 年第三季度环比增长 2.5%, 21 年第一季度 MAU 达到 8.4 百万, 同比增长 101%, 由于第一季度是医美消费的淡季, 较 20 年三四季度环比略有下滑。MAU 的稳定增长主要得益于新氧不断扩大平台内容优势, 丰富优质内容和创造高价值的专业信息, 截至 20 年底, 平台的医美日记总数达 470 万篇, 全年分发给在各大社交平台上的文章月平均阅读量达到 13.2 亿, 相比 19 年同比增长 150%, 除此外, 公司持续推进诸如“VR 看店”“视频面诊”等技术创新服务, 以此满足用户需求, 提高用户参与度, 不断改进算法, 在优先推送高品质的原创内容的同时, 确保推荐内容与用户需求匹配, 利用先进的技术手段服务用户, 缩短了消费者为自身需求选择合适治疗的决策周期。平台月活用户数的增长保证了社区活跃的氛围, 助力构建良好的社区生态, 平台引流潜在医美消费者效果显著。对于医美机构营销活动来说, 是否能够精准抓住消费客群进行广告

投放尤为关键，新氧作为医美专业平台，用户精准度较纯流量综合平台更高，用户群体对医美专业知识和信息了解更为充分，更倾向于研究对比不同的治疗方案，以满足自身的消费需求，因此月活用户数的提升也证明了新氧平台能够持续高效转化潜在消费者，建立客户粘性，对于医美服务机构而言的营销投放价值也更高。

得益于医美机构对于平台的营销投放预算增加，信息服务收入 21 年第一季度较 20 年同期增长 120.5%，20 年全年同比增长 15.4%，医美机构对于新氧的信息服务付费占他们营销费用预算比重增加也从侧面论证了医美机构更加认识到新氧用户群体的价值。针对机构客户，公司通过会员产品帮助中小机构获取用户流量和销售线索，以解决它们现金流有限且缺乏线上运营能力的难题，精准定向并获得用户关注，从使更多机构加入新氧、建立合作，在运营策略上，新氧根据各个机构客户的专业技能优势和侧重点，按照手术、非手以及新客户拓展划分为不同的团队进行管理，优化服务。21 年第一季度平台的付费医疗机构数达 4702 家，同比增长 42.7%，其中信息服务付费机构有 2191 家，同比增长 17.7%。

图 5：新氧 MAU 情况 (万人)

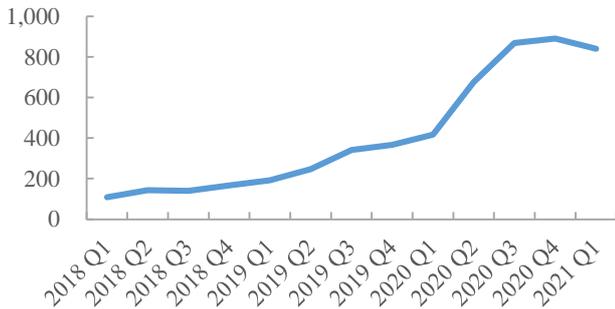
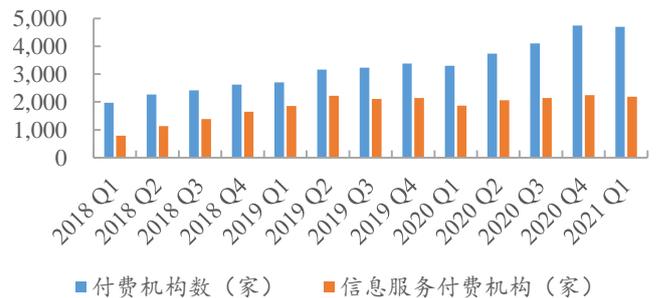


图 6：新氧付费医疗服务机构和信息服务付费机构



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

名医+精细化运营保障传统手术优势，美次卡打造标准化轻医美：

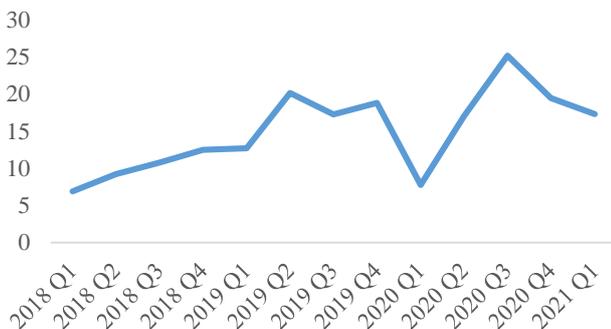
相较于其他电商平台布局轻医美，新氧凭借其专业性在传统医美手术领域具有较大优势，拥有较好的品牌定位和形象，针对手术类医美，公司在运营上侧重通过**绿宝石医生榜单**吸引优质的整形医生，扩大平台医生供给；通过**医生号、视频面诊问答**等功能，打造**差异化服务平台**；针对各细分品类医美项目及各区域服务点建立**独立的运营团队**，针对性推广；根据疫情控制情况和出境政策变化，重新启动**韩国和日本等出境整形的业务**，发挥**覆盖面广优势**；建设**线下的共享医院**，通过**共享手术室**的模式，为优质医生提供线下治疗场地，从而形成线上线下的闭环，加强对履约环节的把控。

非手术类轻医美领域，公司的营销策略主要有以下几点，（1）完善线上商品的用户体验，加强平台和用户之间的信任，包括增加 SKU 的供给；（2）完善产品的

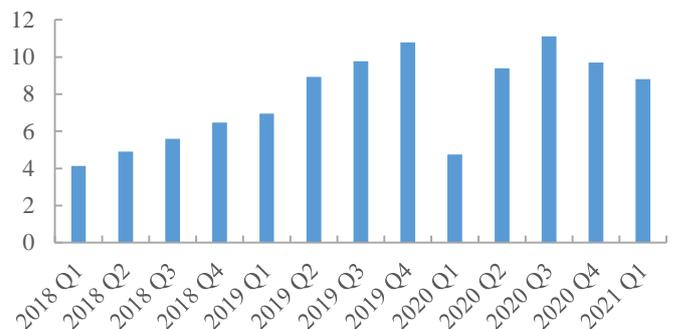
数据库，增强服务商品的标准化；（3）完善支付和售后的保障体系。针对低客单价的项目，新氧持续加强 **SKU 数量和价格的领先优势**，并且加强 SKU 在地域、品类上覆盖的领先优势；针对中高客单价的项目，通过**美次卡助力服务的标准化**，提升履约的质量，吸引中高端收入人群；借助体验官和自媒体矩阵，加强与上游厂商的联动，增加在社区上非手术内容上的覆盖；组织医美项目对应的活动，如“抗衰节”、“瘦瘦节”等，以此强化消费者对新氧轻医美品类专业优势的认知。

美次卡作为新氧针对轻医美的创新模式，跟新氧的医美电商平台模式有显著的不同，传统的电商模式只要机构符合资质便可入驻，平台不承担筛选服务和技术的角色，但仅通过互联网用户的评价，缺少专业化的分析，消费者依旧很难判定机构水平及服务质量，而**美次卡突破了原有电商模式的局限**，新氧首先挑选一部分比较标准化、非常安全、消费者需要持续去消费的医美项目，如水光针、除皱针等，其次根据这些项目定制操作的 SOP，定期举办选品会，精细化选择和打磨每个品项，在非手术产品标准化方面，已经实现了从 0 到超过 30 个品项的扩展，**不断增强、建立和强化在追求领域里的产品的标准化和透明化**；严格筛选出针对指定医美项目有特长的机构进入美次卡服务体系；最后新氧平台决定最终价格，并通过神秘人和用户评价机制进行优胜劣汰，加强用户到店后治疗管控，**保证整个服务品质的标准化**。

目前市场上包括新氧在内的医美电商平台的本质还是一种团购模式，未来新氧希望打造线上线下联通的、闭环的新模式，将产品及服务标准化、产品库存和医生排期线上化；使电商平台和医美机构的 SAAS 数据实时互通。20 年第四季度，平台购买预定服务用户数已经高于 19 年同期水平，达到了 19.48 万人，共促成 9.69 亿元线上交易，21 年第一季度，平台预定服务用户数达到 17.3 万人，同比增长了 123.3%，促成医美交易 8.8 亿元，同比增长 85.2%。

图 7：预定医美项目用户数


资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 8：平台促成医学美容支付交易（亿元）


资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

携手华熙生物，从上游端把控用户的消费体验：

5月6日，在以“振国货·立产业·惠天下”为主题的全球发布会上，华熙生物·润致重磅推出爆品体系“御龄双子针”，并**与中国领先的垂直医美医疗服务平台新氧科技签署水光针产品唯一全面战略合作协议**。新氧将会全面支持华熙生物在本次发布会上正式宣布的两大战略举措：“玻尿酸自由行”和“未来医美共生联盟”落地。

新氧《2020中国女性医美消费趋势报告》显示注射类医美项目增速排名第三，成为医美消费者追捧的项目，也称为新氧平台预定较多的项目，美次卡的试点项目。目前整体医美市场上游端药物市场混乱，**医疗美容假药的现象普遍，医美药品渠道价格差异较大**，新氧作为打造安全医美环境的领军者，企图通过和华熙的合作消除消费者对于医美用药安全性的顾虑，**推动平台医美消费安全化、规范化、透明化，进一步提升轻医美领域的竞争力**。未来新氧将会成为华熙生物管理下游医美机构的战略合作伙伴，在后台产品研发、新产品培训等方面提供全方位的支持。另一方面，新氧已经为华熙生物的“玻尿酸自由行”计划制定了一揽子的解决方案，新氧作为国内最大的医美平台，高效连接C端和B端的用户，会继续发挥行业的领导力，实现此次合作的双赢。

维持“买入”评级，目标价 12.16 美元：

新氧作为专业的互联网医美第一股，机构对平台营销投放价值凸显，月活用户数和机构合作数持续增长，针对性高质量导流能力较强，由于公司持续加大品牌建设力度，21年Q1前置了部分营销投入，预测21年Q2-Q4的Non-GAAP的净利润将随着行业医美消费需求增加，营销投入占比减轻，分别达到0.67、0.88、1.22亿元人民币；年度预测方面，我们调整了21-23年收入预测至18.46、25.45、34.77亿元人民币，对应的EPS分别为1.55、2.16、3.05元人民币，对应22年预测的36倍PE，调整目标价至12.16美元，较现价有27.06%的涨幅空间，维持“买入”评级。

风险提示：

机构留存率不及预期；

MAU增长停滞，消费转化率不及预期；

营销费用控制不当

損益表

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	617.23	1151.64	1294.99	1845.92	2545.35	3476.77
銷售成本	-91.56	-198.63	-212.21	-287.96	-397.07	-542.38
毛利	525.66	953.01	1082.78	1557.96	2148.27	2934.39
其他收入	0	0	0	0	0	0
分銷開支	-306.36	-470.03	-726.30	-922.96	-1247.22	-1668.85
行政費用	-75.44	-160.53	-183.99	-254.74	-351.26	-479.79
經營盈利	49.14	145.18	-56.69	95.99	157.81	250.33
財務開支	10.88	45.05	39.67	39.67	39.67	39.67
權益性投資損益	0.00	0.00	-4.28	-5.13	-6.16	-7.39
其他非經常性損益	-1.76	36.24	21.40	21.61	21.83	22.05
稅前盈利	58.25	226.46	0.09	152.13	213.15	304.65
所得稅	-3.17	-49.74	4.78	-24.34	-36.23	-54.84
少數股東應占利潤	0	0	0.93	-1.275	0	0
其他全面收入	0	0	0	0	0	0
淨利潤	55.08	176.72	5.81	126.52	176.91	249.81
折舊及攤銷	1.67	6.13	14.09	15.50	17.05	18.75
EBITDA	50.801	151.30	-42.60	111.49	174.86	269.08
增長						
總收入(%)	138.03%	86.58%	12.45%	42.54%	37.89%	36.59%
EBITDA(%)		197.84%	-128.16%	-361.68%	56.84%	53.88%
淨利潤(%)	220.21%	220.83%	-96.71%	2078.69%	39.83%	41.21%

資產負債表

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
現金	563.38	901.19	1127.06	1580.59	2101.50	2745.09
其他短期投資	643.54	1942.86	1527.09	1710.34	1915.58	2145.45
應收賬款	71.08	105.45	119.73	145.07	170.03	197.41
存貨	0	0	0	0	0	0
其他流動資產	0.45	24.04	22.14	24.35	26.79	29.47
流動資產	1278.45	2957.03	2796.02	3460.35	4213.90	5117.42
固定資產	3.25	32.34	29.83	30.72	31.65	32.60
商譽及無形資產	0	0	108.53	112.87	117.39	122.08
土地使用權	0	0	0	0	0	0
其他非流動資產	32.52	194.61	191.54	193.46	195.39	197.34
非流動資產	62.09	272.93	496.00	392.67	400.04	408.64
總資產	1340.54	3229.95	3292.01	3853.02	4613.94	5526.06
流動負債	302.16	466.51	570.87	581.69	592.71	603.96
應付帳款及票據	0	0	0	0	0	0
短期銀行貸款	0	0	0	0	0	0
其他短期負債	302.16	466.51	570.87	581.69	592.71	603.96
非流動負債	0	120.80	101.57	110.92	110.92	111.92
長期銀行貸款	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他負債	0	120.80	101.57	110.92	110.92	111.92
總負債	302.16	587.32	672.44	692.61	703.63	715.88
少數股東權益	0	0	23.21	0	0	0
股東權益	1038.38	2642.64	2619.58	3160.41	3910.30	4810.18

財務分析

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力						
毛利率(%)	85.17%	82.75%	83.61%	84.40%	84.40%	84.40%
EBITDA 利率(%)	8.23%	13.14%	-3.29%	6.04%	6.87%	7.74%
淨利率(%)	8.92%	15.35%	0.45%	6.85%	6.95%	7.19%
ROE	5.30%	6.69%	0.22%	4.00%	4.52%	5.19%
ROA	4.11%	5.47%	0.18%	3.28%	3.83%	4.52%
營運表現						
SG&A/收入(%)	12.22%	13.94%	14.21%	13.80%	13.80%	13.80%
實際稅率(%)	5.44%	21.96%	-5144.09%	16.00%	17.00%	18.00%
股息支付率(%含優先股)						
庫存周轉天數	0	0	0	0	0	1
應付賬款天數	0	0	0	0	0	0
應收賬款天數	42.03	33.42	33.75	28.68	24.38	20.72
財務狀況						
資產負債率	22.54%	18.18%	20.43%	17.98%	15.25%	12.95%
收入/總資產	46.04%	35.65%	39.34%	47.91%	55.17%	62.92%
總資產/股本	1.29	1.22	1.26	1.22	1.18	1.15

現金流量表

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
淨利潤	55.08	176.72	5.81	126.52	176.91	249.81
折舊及攤銷	1.67	6.13	14.09	15.50	17.05	18.75
營運資本變動	130.78	57.08	52.09	59.90	68.89	79.22
其他非現金調整	11.46	143.89	107.19	12.86	1.54	0.19
營運現金流	198.99	383.82	179.18	214.78	264.39	347.97
資本開支	-6.41	-37.54	-36.96	-37.70	-38.45	-39.22
其他投資活動	-562.96	-1297.47	160.81	237.22	274.37	313.24
投資活動現金流	-569.37	-1335.01	123.85	199.52	235.92	274.02
負債變化	0	0	0	0	0	1
股本變化	485.41	1268.40	0.70	0.00	0.00	0.00
股息	0	0	0	0	0	0
其他融資活動	0	0	0	0	0	0
融資活動現金流	485.41	1268.40	-5.80	0.00	0.00	0.00
匯率變動影響	7.50	20.60	-52.72	20.60	20.60	21.60
現金變化	122.52	337.80	244.50	434.90	520.91	643.59
期初持有現金	440.86	563.38	901.19	1145.69	1580.59	2101.50
期末持有現金	563.38	901.19	1145.69	1580.59	2101.50	2745.09

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>