

## 港股研究 公司報告

2021年8月12日

### 电动两轮车行业龙头，业务规模持续攀升

- **研究结论：**中短期受益于新国标后供给侧出清和换购带来的市场利好，长期东南亚等海外市场开拓以及产品线多样化高端布局发展战略，雅迪控股盈利能力有望进一步提升。
- **宏观政策推动电动两轮车行业快速发展，**1)“十四五”规划指出经济结构向环保低碳方向不断转型升级的发展目标，政府先后推出新的机动车限行政策，以及疫情影响共享单车市场发展，市场在多重因素推动下迅速崛起。2)新国标政策实施后，各地政府先后提出新老车型的过渡政策，禁止超标车辆上路的时间集中在2021-2024年，换购迎来电动两轮车行业发展上升期。政策推动电动车行业标准化、规范化，雅迪控股作为龙头企业在行业竞争中占据有利地位。
- **雅迪控股是行业内第一家上市的龙头公司；**产品方面，走科技创新通道，引用新型纳米材料石墨烯技术，提高电池续航，推出冠能、冠智等差异化产品线，获得广泛的市场认可度；销售渠道方面，雅迪控股持续下沉，深耕中小城市乃至乡镇的消费市场，截至2020年经销商数量达3000家，销售网点达3.5万家，专卖店达1.7万家，销量和市场占有率都有大幅增长。我们预计2021年有望实现市场份额27%的经营目标。
- **上半年雅迪控股呈现强劲的增长态势，销量、核心盈利指标增速均显著跑赢行业。**营业收入有较大增长，根据集团发布的中期报告，截至2021年6月30日止六个月期间所录得纯利将较去年同期增加不少于月40%，业绩增长符合预期，高端线产品带来更大利润率，看好下半年弹性盈利。我们预期2021全年净利润将达到15亿元人民币，按年增58.50%。
- **估值评级：**基于自由现金流估值模型的目标价为28.00港元，运用加权平均成本8.4%计算，采用终端增长率3.0%，相等于2021/2022年预测市盈率41.70/26.80倍，给予**买入**评级。

### 财务指标

单位：人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万元）	11,968	19,360	27,943	35,602	42,723
变动（%）	20.69%	61.76%	44.33%	27.41%	20.00%
归母净利润（百万元）	505	957	1,520	2,366	2,976
变动（%）	17.12%	88.65%	58.50%	55.70%	26.00%
每股盈利（元）	0.17	0.33	0.52	0.81	1.02
总资产回报率（%）	4.75%	5.99%	7.63%	10.00%	10.01%
市盈率	9.70	20.00	41.70	26.80	21.20
市账率	1.62	5.32	15.87	18.35	19.46
毛利率	17.40%	15.90%	17.00%	17.70%	18.10%

数据来源：公司年报、中州国际证券研究部

投资评级：买入  
目标價：28.00 港元

#### 最新主要资料

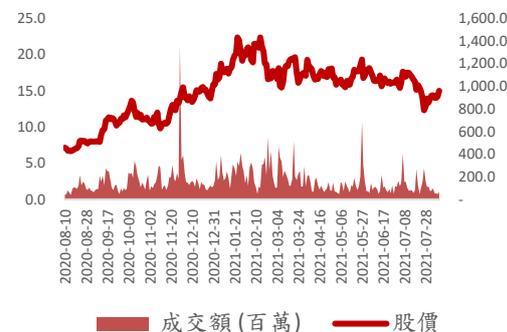
(截止于2021年8月10日)

股价（港元）	14.98
已发行股份总数（百万股）	2,995
市值（亿港元）	449.0
3个月平均成交额（百万港元）	125.2
52周股价波幅（港元）	5.49-23.73

#### 股价表现（%）

	1个月	3个月	12个月
绝对值	(11.5)	(8.4)	125.7
相对恒生指数	(8.8)	(2.7)	120.1

#### 股价及成交额走势图



数据来源：WIND

#### 中州国际证券研究部

黄伟健, CFA  
中央编号：BIC832  
+852 2500 1352  
ken.wong@ccnew.com.hk

## 行業概況

行业政策带动市场需求，电动自行车将迎来替代高峰，市场发展空间大，集团具有品牌优势。

新国标于2019年起正式实施，各省市先后发布了不超过5年的过渡期政策，河南、浙江、上海等地截止日设定为2021年，广东、湖北、陕西、重庆、山东等城市过渡期将持续到2022年，而湖南、云南、广西、安徽等部分城市将延续其持续到2023年，持续到2024年的有山西、江西部分城市。因此，2021年将迎来电动自行车第一段替代高峰。同时，CCC认证和电摩生产资质等要求加速了电动车行业整合，鼓励消费者购买符合新标准的产品，提高了电动两轮车行业竞争门槛，加速资质不达标中小企业的清退，集团行业龙头地位因此凸显，市场份额在政策的推动下加速集中。

图表1：行业政策整理

时间	政策	要点概括
2015年5月	《中国制造2025》	明确提出要把可持续发展作为建设制造强国的重要着力点，加强节能环保技术、工艺、装备推广应用，构建绿色制造体系，走生态文明发展道路。
2016年7月	《中华人民共和国节约能源法》	县级以上地方各级人民政府应当优先发展公共交通，加大对公共交通的投入，完善公共交通服务体系，鼓励利用公共交通工具出行；鼓励使用非机动交通工具出行。
2016年8月	《轻工业发展规划（2016-2020）年》	指出要推动自行车工业向轻量化、多样化、时尚化、智能化方向发展。加快高强度轻型材料、变速器、传动系统、新能源、智能传感技术和互联网技术等研发与应用。重点发展时尚休闲、运动健身、长途越野和高性能折叠等多样化自行车以及符合标准的锂离子电池电动自行车和智能电动自行车。
2016年11月	“十三五”国家战略性新兴产业发展规划	指出要把握全球能源变革发展趋势和我国产业绿色转型发展要求，着眼生态文明建设和应对气候变化，以绿色低碳技术创新和应用为重点，引导绿色消费，推广绿色产品，大幅提升新能源交通工具和新能源的应用比例，全面推进高效节能、先进环保和资源循环利用产业体系建设，推动新能源交通工具、新能源和节能环保等绿色低碳产业成为支柱产业。
2018年5月	《电动自行车安全技术规范》（GB 17761-2018）	新发布的《电动自行车安全技术规范》（GB 17761-2018），规定了电动自行车的整车安全、机械安全、电气安全、防火性能、阻燃性能、无线电骚扰特性和使用说明书的主要技术要求及相应的试验方法，引导中国电动自行车行业转型升级。
2019年3月	《关于加强电动自行车国家标准实施监督意见的通知》	提出加强监管、推进新标准实施、进一步规范电动自行车生产、销售和使用管理。
2021年3月	“十四五”规划和2035远景目标纲要	明确能源结构体系优化是中国能源战略改革的方向，“提倡绿色生产生活方式”，指出要推动绿色转型，合理配置能源资源，优化经济结构，提升创新能力，全社会研发经费投入年均增长达到7%以上、力争投入强度高于“十三五”时期，同时完善科技创新机制，实现产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高。
2021年6月	《强制性产品认证实施规则——电动自行车》CNCA-C11-16:2021	确定了新版CCC认证管理细则；新增企业质量保证能力和产品一致性检查要求。

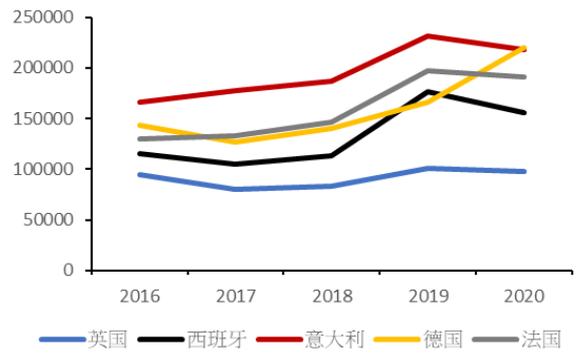
数据来源：中州国际证券研究部整理

图表 2：中国电动两轮车市场保有量及增长率



数据来源：国家统计局、中国自行车协会、中州国际证券研究部整理

图表 3：欧洲主要国家轻摩新登记数量 单位：辆



数据来源：CEIC、欧洲摩托车制造协会

**中国是最大的电动两轮车生产国和消费国**，电动两轮车在全国交通工具年产量中排名第二，仅次于脚踏自行车。研究资料显示，中国电动两轮车保有量连续几年保持增长，截至目前累计总保有量约 3.4 亿辆。从长期来看，中国是世界上经济增速最快的发展中国家，目前仍处于工业化和城镇化快速发展阶段，人均 GDP、人均可支配收入有较大的上升空间，电动两轮车市场具有巨大的增长潜力。从短期来看，随着疫情后的经济回暖，各地政府积极推动新国标政策的落地实施，政府的大力宣传带来人们绿色环保出行方式意识的加强，外卖、快递等行业的迅速崛起，以及共享电动车市场投放需求的增加，推动电动两轮车市场进入结构化增量阶段。预计未来市场保有量将保持现有增速至 4 亿左右。

**东南亚、欧洲市场发展前景良好，有望成为未来扩展业务的重点。**

欧洲市场是全球摩托车行业重要的出口目的地和消费地，市场需求大，具有强劲的发展潜力。2020 年受疫情影响，欧洲各国新增轻摩用户数量稍有下降，2021 年上半年已逐步恢复增速。2020 年欧盟摩托车出口数量仅为 59.56 万台，较 2019 年增加了 3.83 万台；进口数量为 632.30 万台，较 2019 年增加了 34.92 万台。

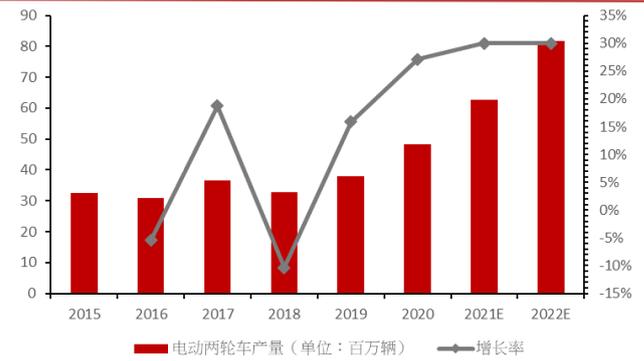
而人口规模大、经济发展速度快且汽车保有量较低的东南亚各国，未来有望成为业务的新增长点，印度批准了电动车相关国家计划，电动车税率从 12% 下调至 5%；泰国降低新能源汽车消费税；印尼紧跟电动车潮流；菲律宾大力推进电动车产业；越南政府宣布即将在国内实行“禁摩令”，其中，胡志明市从 2021 年起将全面禁摩。电动轻摩将代替摩托车，成为主要出行工具，因此，我们预测，东南亚电动两轮车市场规模未来几年将迎来爆发式增长，到 2022 年达到 25 亿美元的销售额。此外，近期东南亚疫情反弹将加快电动两轮车行业景气度的高涨。

图表 4：中国电动两轮车产量及增长率



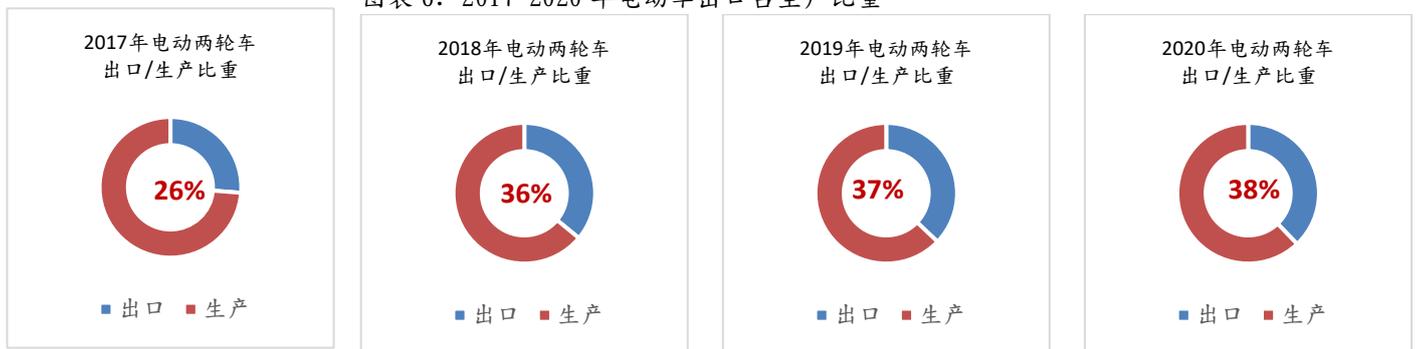
数据来源：Wind、工信部、中州国际证券研究部整理

图表 5：中国电动两轮车出口量及增长率



数据来源：Statista、国家统计局

图表 6：2017-2020 年电动车出口占生产比重



数据来源：Wind，国家统计局、工信部、中州证券研究部整理

国内市场而言，新国标实施带来大规模的替换需求，推动电动两轮车的销量不断走高，而海外市场受中国共享经济的影响，对中国企业在国外市场投放的两轮车接受度较高，市场需求不亚于国内。由于受到新冠疫情的冲击，海外工厂停工，产能收窄的影响，形成较大的电动两轮车需求窗口，预计 2021 年及 2022 年中国电动两轮车出口量将分别增长至 25 和 30 百万辆。

## 公司简介

雅迪集团控股有限公司创建于2001年，于2016年5月19日在香港联交所主板上市，是一家专注于设计、研究、开发、制造及销售电动踏板车、电动自行车及相关配件服务厂商。连续六年入选中国轻工业百强企业（荣膺中国轻工业电动自行车行业十强企业第一名）；连续15年高端销量领先，是行业唯一一家产品覆盖5大洲，畅销83个国家的品牌。

截至2020年12月31日，公司拥有91款电动踏板车型号及82款电动自行车型号，7个自营生产设施，分别位于无锡、天津、慈溪、清远、安徽、重庆及越南。截至2020年12月31日，公司的电动两轮车产能为每年约15百万台，由超过8,000名雇员所支持。同时公司拥有位于上海及无锡的强大研发团队，就电动两轮车聘用626名具有多种产品设计背景的专业研发人员。

公司的国内网络覆盖中国接近全部行政区域，由2,955家分销商及其子分销商组成，截至2020年12月31日，销售点超过17,000个。公司亦透过其国际分销网络于逾80个国家进行出口销售。

## 股权结构

股东	持股比例	实际控制人
大为投资有限公司	46.72%	董经贵（集团董事会主席）
方圆投资有限公式	16.85%	钱静红（集团董事会副主席）

## 公司业务分析

**雅迪控股豪华款电动两轮车产品销售占比60%以上，远高于传统竞争对手。**

2021年，电动车行业进入新的分水岭，品牌集中度不断提升，小企业的清退使得龙头企业成为市场最大受益者。雅迪控股自2015年提出“更高端”的品牌定位以来，围绕产品结构制定了一系列的配套战略；首先明确了电动两轮车的市场定位，放弃三轮、四轮产品；其次是致力于新产品的研发和核心技术的升级，2019年推出G5系列，2020年推出T9、U3、锐界、M8等多款热销产品，2021年推出的VFLY全系列6款产品，提升公司在高端智能化领域的竞争力，上市单价普遍在4K以上，领跑同行业其他竞品，成功塑造高端品牌形象。

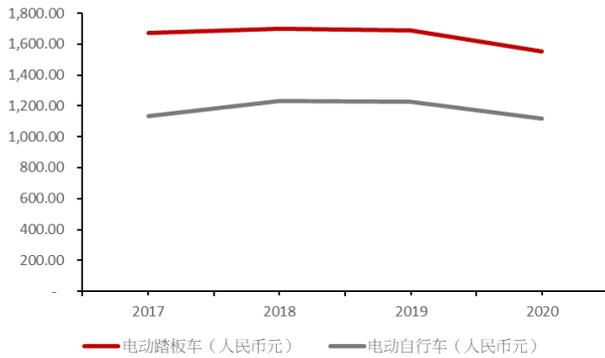
图表7：2021年新国标电动车竞品对比分析

品牌	产品	参考售价（人民币元）	特点
雅迪	VFLY-L100 MAX	6990-19800	配备48V26Ah TTFAR碳纤维锂电池、GTR4.0高效自研电机和汽车级的动力电芯，以此来确保车辆纯电续航可超过100公里。另外，该车还拥有V-SMART智显大屏、全场景AI智能语音助手、双液压减震等配置。

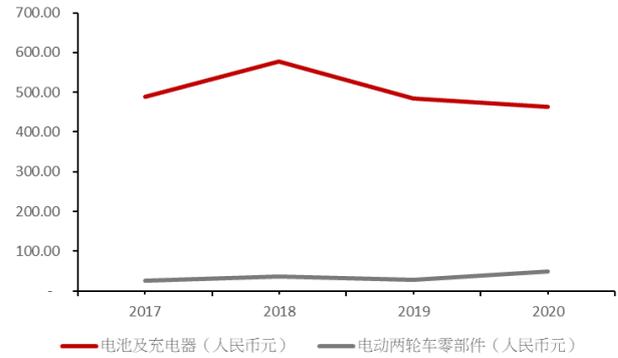
爱玛	E 客 D380	4500	采用聚能电机与聚能电池，可保证车辆一次充电能跑 100 公里。另外，该车还拥有 USB 充电、双透镜大灯、CES 能量回收系统等。
台铃	N8 超能版	7000	采用 72V23Ah 石墨烯电池和磁感云电机，一次充电，车辆可跑 130 公里。另外，该车还配备了液晶仪表、液压阻尼舒适减震等配置。
绿源	INN07	4400	采用 48V26Ah 锂电池与 400W 液冷电机，可保证车辆最大续航超过 110 公里。另外，该车还配备了石墨烯增程钢丝胎、高精一体刹车、陶瓷刹车等配置。
小刀	XD800DQT	4600	采用大容量石墨烯电池与航天恒磁电机，以此来确保车辆能跑 105 公里以上。另外，该车还配有日行灯、7 寸纯平数码仪表、透镜高亮前灯等配置。
小牛	F2	4199	采用 48V20Ah 锂电池与 400W 电机，这保证了车辆续航超过 70 公里。另外，该车还拥有近场感应钥匙、边撑感应、全视角智慧双联屏等配置。

数据来源：公司官网

图表 8：产品销售均价



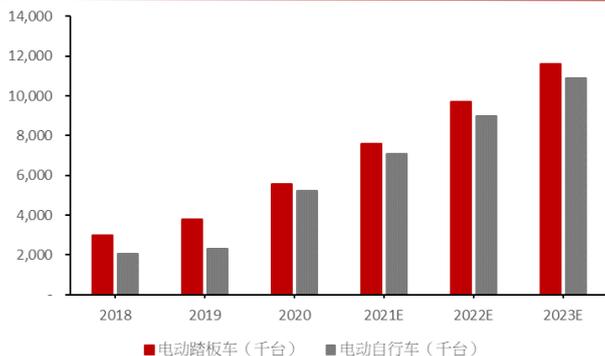
图表 9：配件销售均价



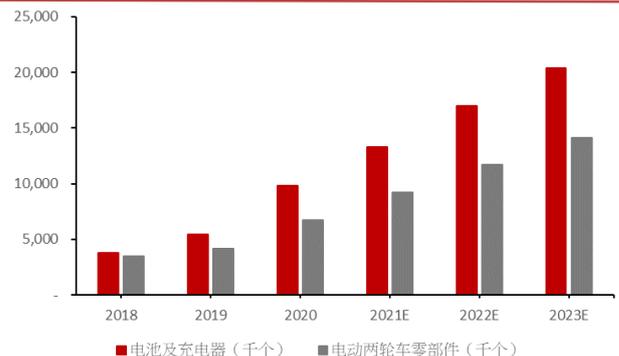
数据来源：公司年报

集团主营产品由电动踏板车和电动自行车构成，其中，电动踏板车以电轻摩和电摩为主，属于机动车辆，无最高车速限制，相对价值更高。我们根据产品类别对营业总收入进行拆分，估算出产品销售均价，可以看出，电踏和电自销售均价有小幅下滑，电动踏板车的平均售价由 2019 年的人民币 1,690 元下降至 2020 年年的人民币 1,552 元，电动自行车的平均价格由 2019 年的人民币 1,228 元下降至 2020 年的人民币 1,118 元，主要是由于公司持续推出成本效益高的产品，令市场需求增加所致。

图表 10：产品销量预测



图表 11：配件销量预测



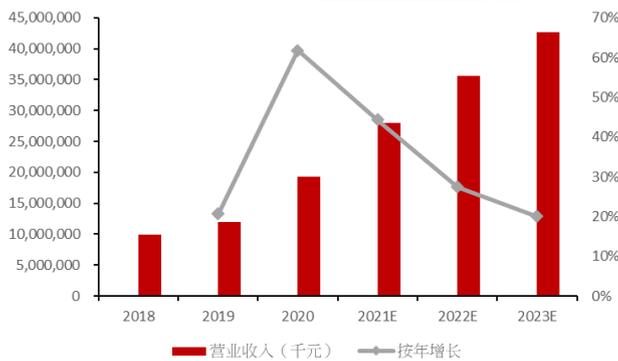
数据来源：公司年报、中州国际证券研究部

2020年，集团实现综合收入人民币193.60亿元，按产品类型分类，电踏收入贡献占比从2019年的53.4%下降至2020年的44.7%；电自的收入贡献占比从2019年23.7%提升到了2020年30.2%。其中，电自销量同比增速达126%，对应收入增速为106%；电踏销量增速为47%，对应收入增速为35%。**销量增速大于利润增速，主要系电自收入贡献比例同比提升的影响。**

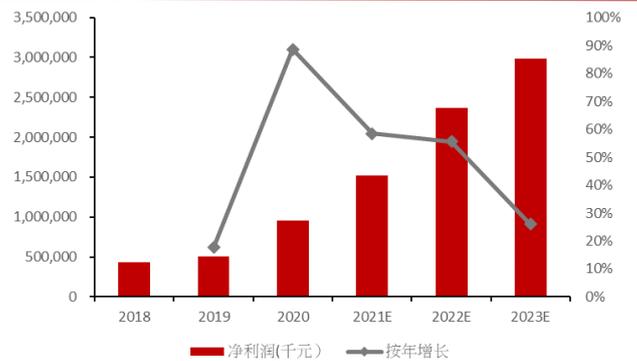
下半年，受到外部因素，即市场充分受益于新国标换购，和内部因素，新产品的发布引发的市场需求的双重刺激下，我们预计集团2021年电动踏板车和电动自行车的总销量将达到14.7百万台，同比增长36%。2022年和2023年随着各地政府新国标换购措施逐步完成，预计增速逐渐放缓，增长率分别在27%，20%，预计总销量分别为18.7百万台和22.5百万台。

## 财务分析

图表 12：营业收入预测



图表 13：净利润预测



数据来源：公司年报

**近三年业绩持续稳定提升，营收和净利润高速增长，现金流良好。**2018/2019/2020年，实现营收人民币99.17/119.68/193.60亿元，同比增速26%/20%/62%，净利润4.32/5.09/9.59亿元，同比增速6%/17%/88%。尤其是2020年，产品差异化配置战略发挥出了规模优势，营收和净利润大举提升。**集团上下游议价能力强**，平均应收账款周转天数在一周左右，平均应付账款周转天数超过三个月，资金周转状况远优于竞争对手企业。费用方面，销售费用跟随门店数量和销售人员的增加而保持增长；2020年由于高端产品线的布局导致研发费用增加56%。

根据集团预告2021H1净利同比增速40%，所对应的净利润为人民币6.71亿。而销量增速在60%-70%之间，预期业绩高于预告，盈利能力稳步提升。

根据业务拆分、销量拆分预测，单价约为人民币1,654元/辆和1,178元/辆的条件下，我们预计集团2021-2023年营业收入预计为279.43/356.03/427.23亿元，同比增长44%/27%/20%，预计净利润为15.20/23.66/29.81亿元，同比增长58%/55%/26%，预计毛利率将有小幅度上升，分别为17.0%/17.7%/18.1%。对应P/E指标为41.70X、26.80X、21.20X。

## 盈利预测、估值及投资建议

2020 年集团在新型冠状病毒疫情的全面影响下，依然实现了 62% 的销售收入增长率，进一步巩固了其在中国电动两轮车市场的领先地位。考虑到 2021 年疫情缓解所带来的经济回暖，刺激电动两轮车市场的成交量，以及集团作为行业龙头所带来的规模效应，我们预测 2021 年市场份额进一步提升，同比销售收入增长约 44%，2022 年至 2023 年逐步恢复至正常水平，因此我们预测 2022 年和 2023 年销售收入增长率分别为 27% 和 20%。

我们预期集团 2021 年全年收入按年增 44% 至人民币 279.43 亿元，净利润按年增 71% 至约人民币 16.20 亿元，每股基本盈利按年增至 0.52 元人民币。我们预期集团 2023 年收入增至人民币 427.23 亿元，五年复合年增长率约 33.92%，拥有人净利润将增至人民币 29.81 亿元，五年复合年增长率约 48.00%，高持续增长态势将会保持。

根据集团稳定强健的历史现金流表现特点，本次估值采用折现现金流方式。基于折现现金流估值模型的目标价为 28.00 港元，运用加权资本成本率 8.0%，考虑到流动性溢价和行业风险溢价，确定折现率为 8.4%，终端增长率采用 3.0%，给予买入评级。

图表 14：估值关键指标取值

关键指标	取值	备注	关键指标	取值	备注
无风险利率 $R_f$	3.11%	10 年国债利率均值	$\beta$ 值	0.99	彭博终端提供
市场回报率 $R_m$	8%		贴现率 WACC	8.0%	

数据来源：中州国际证券研究部

## 主要風險

- 新产品定价过高，销售不及预期风险；
- 政策风险，新国标政策落实不及时；
- 战略风险，海外市场开拓不及预期。

附录 1：预测集团利润表

利润表 人民币：千元 财务年度截至 12 月底

日期	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,916,652	11,968,238	19,360,315	27,943,061	35,602,515	42,723,018
销售成本	(8,297,067)	(9,890,100)	(16,287,085)	(23,201,124)	(29,318,671)	(34,990,152)
毛利	1,619,585	2,078,138	3,073,230	4,741,937	6,283,844	7,732,866
其他收益	164,415	187,405	258,085	361,319	462,488	554,986
研发费用	(305,448)	(386,137)	(605,224)	(978,007)	(1,068,075)	(1,281,691)
销售费用	(581,800)	(792,800)	(934,911)	(1,355,621)	(1,626,745)	(1,952,094)
行政开支	(417,199)	(484,173)	(597,480)	(860,371)	(1,075,464)	(1,290,557)
经营溢利	479,553	602,433	1,193,700	1,909,257	2,976,048	3,763,511
融资成本	(809)	(2,216)	(4,550)	(9,100)	(18,200)	(36,400)
除所得税前利润	478,744	600,219	1,186,778	1,900,158	2,957,849	3,727,112
所得税开支	(46,427)	(91,524)	(227,488)	(380,032)	(591,570)	(745,422)
净利润(千元)	432,317	508,695	959,290	1,520,127	2,366,279	2,981,689
公司拥有人应占溢利	431,036	504,833	957,389	1,517,114	2,361,590	2,975,781
非控股权益	1,281	3,859	1,900	3,012	4,689	5,909

附录 2：预测集团资产负债表

资产负债表 人民币：千元 财务年度截至 12 月底

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	1,163,301	1,242,263	1,499,772	2,174,669	2,761,830	3,286,578
预付租赁款项	286.17	-	-	-	-	-
使用权资产	0	326,347	492,713	689,798	827,758	993,309
无形资产	14,862	17,619	57,113	79,958	87,954	96,749
使用权益法列账的投资	0	0	3,076	3,500	5,000	7,000
按公允价值计入其他全面收益的股本投资	15,305	18,731	20,519	26,675	32,010	35,211
递延税项资产	6,846	12,919	46,047	50,652	55,717	61,289
预付款项及其他应收款项	82,166	76,976	302,512	423,517	465,868	512,455
收购物业、厂房、设备的预付款项	65,939	127,620	48,712	51,635	54,733	58,017
其他长期资产		45,752	172,127	197,946	213,782	230,884
非流动资产总额	1,634,586	1,868,227	2,642,591	3,698,350	4,504,652	5,281,492
存货	259,492	638,935	680,246	1,067,425	1,360,016	1,632,019
理财产品及结构性存款	1,967,487	3,582,866	3,962,963	4,359,259	4,795,185	5,274,704
应收账款	278,079	181,874	377,146	698,577	890,063	1,068,075
以公允价值计入损益的股本投资	0	0	45,000	50,000	50,000	50,000
以公允价值计入其他全面收益的债务工具	79,024	167,318	349,180	488,852	537,737	591,511
预付款项及其他应收款项	579,599	387,220	329,812	379,284	436,176	501,603
超过三个月定期存款	0	0	100,000	100,000	110,000	121,000
已抵押银行存款	987,530	1,244,267	4,108,483	4,930,180	5,916,216	7,099,459
现金及现金等价物	1,973,390	2,636,553	3,420,934	4,146,934	4,905,934	5,651,734

流动资产总额	6,124,601	8,839,033	13,373,764	16,220,510	19,001,327	21,990,105
资产总额	7,759,187	10,707,260	16,016,355	19,918,860	23,505,979	27,271,597
递延税项负债	0	0	26,181	27,752	29,417	31,182
租赁负债	35,442	35,442	53,689	64,427	77,312	92,775
复原、复垦及环保费用拨备	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	97,671	105,485	113,923	123,037
非流动负债总额	35,442	35,442	177,541	197,663	220,653	246,994
应付账款及应付票据	4,580,418	6,858,431	10,786,030	14,021,839	17,807,736	21,369,283
其他应付款及应计费用	290,242	503,071	920,268	1,085,916	1,281,381	1,512,030
应缴所得税	20,209	84,570	142,715	168,404	198,716	234,485
银行及其他借贷—一年内到期	0	0	0	0	0	0
租赁负债	0	10,998	22,819	25,101	27,611	30,372
合同负债	48,600	147,266	364,139	436,967	524,360	629,232
流动负债总额	4,939,469	7,604,336	12,235,971	15,738,227	19,839,804	23,775,402
负债总额	4,974,911	7,639,778	12,413,512	15,935,890	20,060,457	24,022,396
公司拥有人应占权益	2,812,133	3,055,851	3,589,312	3,967,038	3,431,740	3,236,204
非控股权益	7,585	11,444	13,344	15,932	13,782	12,997

来源：企业年报、中洲国际研究部

## 投资评级体系和免责声明

### 行业投资评级

强于大市：未来 6-12 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；  
同步大市：未来 6-12 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；  
弱于大市：未来 6-12 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6-12 个月内公司股价潜在涨幅 15% 以上；  
增持：未来 6-12 个月内公司股价潜在涨幅 5% 至 15%；  
中性：未来 6-12 个月内公司股价潜在涨幅-5% 至 5%；  
减持：未来 6-12 个月内公司股价潜在涨幅-5% 至 15%；  
卖出：未来 6-12 个月内公司股价潜在跌幅-15% 以上。

### 并无要约/建议/受信关系

本报告所载数据及资料只供参考用途，并不构成任何证券、金融产品或工具要约、招揽、建议、意见或任何保证。相关的数据及资料亦未有考虑任何特定个人的投资目标、财务状况及具体需要。

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、或其他注册或发牌的规例。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。

### 分析师声明

本报告准确表述了分析员及其发行人对所提及的证券之个人观点及意见。

分析员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与本报告所表述的具体建议或观点相联系；分析员独立于任何业务部门并不直接受监管及汇报予投资银行业务等业务部门。本报告所述任何上市公司或其他第三方都没有或没有承诺向他们提供与本报告有关的任何补偿或其他利益。本报告的分析师并无担任本报告所述上市公司之高级职员。

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持牌人或注册人操守准则》的相关定义)没有担任本报告所述的高级职员；亦无拥有有关证券的任何权益；并没有在发表本报告 30 日前处置或买卖该等证券；不会在发表本报告后 3 个工作日内处置或买卖本报告中所提及的该等股票。

### 风险披露

投资涉及风险，金融产品价格有可能会大幅波动，价格可升亦可跌，更可变得毫无价值。投资未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失，往绩数字并非未来表现的指标。结构性产品可能并无抵押品，如发行人无力偿债或违约投资者可能无法收回全部或部分应收款项，产品价格可以急升或急跌，投资者有机会蒙受投资全部损失。投资前应考虑投资产品是否切合本身的投资需要。若有需要应咨询其他独立专业人士之意见，方可作出有关投资决定。

### 权益披露

中州国际证券有限公司(“中州国际”或“本公司”)，为香港证监会第一类及第四类受规管活动之持牌机构。中州国际及其关联公司作为一家综合性、从事投资银行、经纪人业务的金融集团，在过去 12 个月内与报告中提到的公司可能存在投资银行业务/财务顾问的关系。因此，本公司在于编制本报告时，会尽可能避免利益冲突及影响对相关公司的评价的事件。唯投资者应注意本报告可能存在的可能影响客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。

中州国际及其关联公司可能持有本报告所述上市公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

### 冲突披露

中州国际、其关联公司和/或其关联公司的管理人员、董事及员工可能持有本报告所提及的任何证券或任何相关的投资。并可能不时增持或减持此类证券或投资。中州国际和其关联公司可能是本报告中所提及的任何公司证券或投资的造市商，或者曾经承销这些公司的证券，或者为这此公司提供或寻求提供任何投资银行或承销服务。

互联网通讯并不完全稳妥或保密，相关通讯可能会被截断、干扰或在传送时失败以及亦可能会被误解或出现错误。

### 所载资料并无核查

内容纯粹为提供数据而编写，并未经过任何司法管辖区的任何监管机构审阅。

所述数据及资料均来自本公司认为可靠的公开来源所得。然而，我们并无核查有关数据，而有关数据可能并不完整或准确。本公司所提供的数据所载的意见、估计及其他信息可在未经事先通知的情况下更改或撤回。

本公司及其关联公司、其董事或雇员(「相关方」)并不就本报告所载之声明、数据及内容的准确性、及时性和完整性做出任何明示或隐含之声明或保证。

### 商标及版权

本报告所载的商标、标识及服务商标乃数据的所有内容的版权均属于本公司拥有，任何人士及机构在未取得本公司书面同意前不得更改、复制、发放、刊登或下载，或用于商业或公众用途。

地址：香港中环康乐广场 8 号交易广场二期 1505-1508 室  
電話：+852 2500 1375