

**买入**
**从规模扩张到高质量增长，全球 IP 运营平台价值重估**
**名创优品 (MNSO.US)**

2026-06-29 星期一

**【投资要点】**

目标价: **14.00 美元**  
 现价: **11.41 美元**  
 预计升幅: **22.7%**

**重要数据**

日期	2026-06-26
收盘价 (美元)	11.41
总股本 (亿 ADS)	3.03
总股本 (亿股)	12.21
总市值 (亿美元)	34.6
净资产 (亿美元)	15.6
总资产 (亿美元)	42.0
52 周高低 (美元)	25.80/ 11.31
每 ADS 净资产 (美元)	5.20

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

备注: 1ADS=4 股

**主要股东**

叶国富 63.9%

**相关报告**

名创优品(MNSO)-首发报告-20211229  
 名创优品(MNSO)-更新报告-20230825、  
 20231127、20241213、20250827

**研究部**

姓名: 李承儒  
 SFC: BLN914  
 电话: 0755-21519182  
 Email: licr@gzyq.com.hk

**➤ 一季度营收高速增长，同店销售额同比增长复苏：**

2026 年第一季度，公司实现总营业收入 56.88 亿元，同比增长 28.5%，全球门店总数达到 8,565 家，门店数量稳步增加，为公司带来了显著的增量收入。报告期内，中国市场收入同比增速高达 29.6%，且已连续五个季度同比加速增长，同店销售实现高单位数增长，显示出公司通过 IP 联名产品、门店升级改造等措施有效提振了单店效率和消费者吸引力。本季度公司实现净利润达 12.48 亿元，同比增幅接近 200%，增长主要源于公司对 MiniMax 投资所带来的非经常性收益，而经调整净利润约为 6.33 亿元，同比增长 8.1%。

**➤ TOP TOY 表现良好，打造泛 IP 孵化平台：**

2026 年第一季度，TOPTOY 品牌收入达到 5.15 亿元，同比增长 51.4%，TOPTOY 全球门店总数达到 355 家，当前已充分证明了其在潮玩赛道中强大的市场能力。目前 TOPTOY 已连续多个季度实现盈利，标志着其商业模式已经跑通，不再需要母公司持续输血，成为开始贡献利润的增长引擎。公司目前与主品牌 MINISO 在客群和产品上形成互补，共同构建了一个覆盖更广泛年轻消费者的消费生态。由于 TOPTOY 本身就是一个强大的 IP 孵化和集合平台，与集团的“全球 IP 运营平台”战略高度协同。

**➤ 战略从“IP 联名”到“IP 生态”的进化，维持买入评级：**

公司的 IP 战略持续推进，例如 2 月公司与中央广播电视总台达成合作，成为《2026 年春节联欢晚会》的潮玩合作品牌，并推出了以马年生肖为灵感的系列产品，公司开始深度挖掘具有国民级影响力的本土文化 IP，一定程度上体现了公司对潮流文化的洞察和商业转化能力。公司正在从过去的“IP 整合—供应链转化—渠道变现”的线性模式，升级为构建一个能够自我循环、自我生长的自有 IP 生态，投入更多资源孵化自有 IP，如 YOYO、右右酱等，并计划提升自有 IP 产品的销售占比，来实现从零售公司向文化创意公司转型。基于当前业绩表现和未来战略规划，我们看好公司未来发展潜力。预计公司 FY26E 至 FY28E 营收为 254.7/299.5/348.9 亿元，同比+18.8%/+17.6%/+16.5%；Non-IFRS 归母净利润为 28.8/34.4/40.9 亿元，同比-0.5%/+19.6%/+18.8%。现价对应 Non-IFRS 的 FY26E PE 约 8.3 倍，给予目标价 14.0 美元，拥有 22.7% 的上涨空间，对应 FY26E PE 约 10.2 倍。

百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	16,994	21,444	25,467	29,950	34,881
同比增长 (%)	22.8%	26.2%	18.8%	17.6%	16.5%
毛利率	44.9%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
经调整归母净利润	2,703	2,893	2,880	3,444	4,093
同比增长 (%)	15.7%	7.1%	-0.5%	19.6%	18.8%
经调整归母净利润率	15.9%	13.5%	11.3%	11.5%	11.7%
每 ADS 净利润	8.69	9.38	9.33	11.16	13.27
Non-IFRS PE@11.41USD	8.9	8.3	8.3	7.0	5.9

数据来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

## 【报告正文】

### ➤ 一季度营收高速增长，同店销售额同比增长复苏

2026 年第一季度，公司实现总营业收入 56.88 亿元，同比增长 28.5%，公司增长主要由以下两大因素驱动，首先是全球门店网络持续扩张，一季度全球门店总数达到 8,565 家，门店数量稳步增加，尤其是在海外市场的加密布局，为公司带来了显著的增量收入。其次是国内市场同店销售开始复苏，中国市场收入同比增速高达 29.6%，且已连续五个季度同比加速增长，其中同店销售实现高单位数增长，显示出公司通过 IP 联名产品、门店升级改造等措施有效提振了单店效率和消费者吸引力。本季度公司毛利润同比增长 25.8%，毛利率为 43.3%，同比微降 0.9 个百分点，这主要与公司产品组合变化、促销活动力度等因素有关。但总体来看，公司毛利率在行业内仍处于领先水平，凭借其强大的供应链议价能力和品牌溢价，未来有望维持健康毛利水平。公司季度净利润高达 12.48 亿元，同比增幅接近 200%，增长主要源于公司对 MiniMax 投资所带来的非经常性收益，而经调整净利润约 6.33 亿元，同比增长 8.1%。本季度增收不增利反映了公司在新店开设、市场推广、门店升级以及 IP 内容投入等方面的费用增长较快，对当期利润形成了一定的挤压。这符合公司当前从追求规模转向深耕质量战略阶段的特征，通过打造长期品牌护城河来进一步获取市场份额。

### ➤ 国内业务 IP 化升级成效显著，海外区域表现显著分化

公司国内市场业务本季度表现优异，收入同比增长 29.6%，实现了连续五个季度的加速增长，驱动核心是同店销售稳健增长，反映出公司的存量市场深耕策略取得了显著成效，随着公司 IP 产品矩阵的持续丰富，目前已经与迪士尼、三丽鸥等全球顶级 IP 达成深度合作，自有 IP 也在持续孵化，一季度推出几个爆款产品，有效吸引了客流并提升了客单价。同时公司大力推进门店升级，计划将 80% 的门店升级为“IP 乐园”店型。这种沉浸式的购物环境不仅增强了消费者的购物体验，也强化了品牌的文化属性，将门店从单纯的零售渠道转变为品牌心智的占领阵地，门店购物体验进一步升级。

另一方面，公司海外板块整体增长出现放缓。2026 年第一季度，公司来自海外市场收入为 19.4 亿元，同比增长 21.9%，增速较去年同期有所放缓，其主要原因是北美地区增速持续下滑，同时该地区目前仍然受到通胀等因素影响。因此管理层对北美市场 2026 全年的同店增长指引也调整为“低个位数”。随着品牌知名度提升，来自北美本地及其他国际品牌的竞争压力也在增加。同时在直营

模式下，公司门店快速扩张对本地化运营、供应链管理提出了更高的要求。而欧洲、拉丁美洲和印尼市场的同店销售均有所改善，这表明公司在这些区域的本地化运营调整和产品策略优化可能已初见成效。尽管管理层维持 2026 年全年海外收入增长不低于 20%，但我们认为在当前宏观环境下，除了需要继续在海外开设新店外，还需加速其在海外市场的本地化进程，包括更精准的本地化产品开发、更深入的本地化 IP 合作以及更精细化的门店运营，才能重新激活同店增长，保证目标实现。

### ► TOP TOY 表现良好，打造泛 IP 孵化平台

2026 年第一季度，TOP TOY 品牌收入达到 5.15 亿元，同比增 51.4%，增速远超公司整体水平，充分证明了其在高速成长的潮玩赛道中强大的市场运营能力。目前 TOPTOY 已连续多个季度实现盈利，其商业模式已经跑通，不再需要母公司持续输血，成为开始贡献利润的增长引擎。截至季度末，TOP TOY 全球门店总数达到 355 家，稳步的线下扩张为其接触更广泛的消费群体提供了物理基础。公司目前与主品牌 MINISO 在客群和产品上形成互补，共同构建了一个覆盖更广泛年轻消费者的消费生态。由于 TOP TOY 本身就是一个强大的 IP 孵化和集合平台，与集团的“全球 IP 运营平台”战略高度协同。我们预计，未来几年 TOPTOY 将继续保持高速增长，其在集团总收入中的占比有望持续提升，成为驱动公司估值提升的关键因素。

表 1：名创优品公司季度门店数量变动（截至 2026/3/31）

对应财季	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
<b>MINISO 品牌</b>	<b>6,712</b>	<b>7,186</b>	<b>7,504</b>	<b>7,488</b>	<b>7,612</b>	<b>7,831</b>	<b>8,151</b>	<b>8,210</b>
<b>中国</b>	<b>4,115</b>	<b>4,250</b>	<b>4,386</b>	<b>4,275</b>	<b>4,305</b>	<b>4,407</b>	<b>4,568</b>	<b>4,593</b>
直营店	29	29	25	20	20	21	18	15
第三方	4086	4221	4361	4229	4285	4386	4522	4552
<b>海外</b>	<b>2,597</b>	<b>2,936</b>	<b>3,118</b>	<b>3,213</b>	<b>3,307</b>	<b>3,424</b>	<b>3,583</b>	<b>3,617</b>
直营店	343	422	503	548	579	637	700	745
第三方	2410	2541	2615	2665	2728	2787	2883	2872
其中：国内季净增	81	135	136	-111	30	102	161	25
其中：海外季净增	1	339	182	95	94	117	159	34
<b>TOP TOY 品牌</b>	<b>195</b>	<b>234</b>	<b>276</b>	<b>280</b>	<b>293</b>	<b>307</b>	<b>334</b>	<b>355</b>
直营店	21	29	40	40	38	42	35	35
第三方	174	205	236	240	255	265	269	281
<b>公司总计</b>	<b>6,907</b>	<b>7,420</b>	<b>7,780</b>	<b>7,768</b>	<b>7,905</b>	<b>8,138</b>	<b>8,485</b>	<b>8,565</b>
<b>公司季净增</b>	<b>117</b>	<b>513</b>	<b>360</b>	<b>-12</b>	<b>137</b>	<b>233</b>	<b>347</b>	<b>80</b>

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**表 2：名创优品公司季度财务要点及测算**

对应财季	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2E
收入 (百万元)	4,035	4,523	4,713	4,427	4,966	5,797	6,254	5,688	5,729
YOY	24%	19%	23%	19%	23%	28%	33%	28%	15%
国内收入	2,525	2,711	2,580	2,834	2,621	3,486	3,473	3,735	3,297
YOY	18%	9%	10%	13%	4%	29%	35%	32%	26%
海外收入	1,510	1,811	2,132	1,592	1,942	2,312	2,782	1,941	2,432
海外收入占比	37%	40%	45%	36%	39%	40%	44%	34%	42%
YOY	35%	40%	43%	30%	29%	28%	31%	22%	25%
<b>MINISO 单店收入及门店数同比变动 (MINISO 单店收入单位: 万元)</b>									
MINISO 单店收入	57.2	61.1	63.6	57.9	63.7	69.5	72.2	65.9	65.8
YOY	5%	1%	9%	8%	11%	14%	13%	14%	3%
总门店数 YOY	17%	19%	19%	14%	14%	10%	9%	10%	5%
毛利 (百万元)	1,773	2,030	2,217	1,958	2,199	2,590	2,901	2,464	2,544
销售费用	-826	-996	-1,001	-1,021	-1,160	-1,430	-1,655	-1,471	-1,430
管理费用	-227	-236	-277	-242	-262	-344	-378	-297	-298
营业利润	752	853	968	710	836	847	911	1,521	816
经调整归母净利润	621	679	788	587	692	763	863	552	745
YOY	10%	7%	20%	-4%	11%	12%	9%	-6%	8%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**表 3：名创优品公司季度财报及测算**

对应财季	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2E
毛利率	43.9%	44.9%	47.0%	44.2%	44.3%	44.7%	46.4%	43.3%	44.4%
销售费用率	20.5%	22.0%	21.2%	23.1%	23.4%	24.7%	26.5%	25.9%	23.3%
管理费用率	5.6%	5.2%	5.9%	5.5%	5.3%	5.9%	6.0%	5.2%	5.2%
营业利润率	18.6%	18.9%	20.5%	16.0%	16.8%	14.6%	14.6%	26.7%	14.2%
归母净利润率	14.6%	14.2%	17.1%	9.4%	9.9%	7.6%	-2.3%	22.0%	10.9%
经调整净利润率	15.5%	15.2%	16.8%	13.3%	13.9%	13.2%	13.8%	9.7%	13.0%
经调整归母净利率	15.4%	15.0%	16.7%	13.3%	13.9%	13.2%	13.8%	9.7%	13.0%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 战略从“IP 联名”到“IP 生态”的进化，维持买入评级：

我们的观点：公司的 IP 战略持续推进，例如 2 月公司与中央广播电视总台达成合作，成为《2026 年春节联欢晚会》的潮玩合作品牌，并推出了以马年生肖为灵感的系列产品，公司开始深度挖掘具有国民级影响力的本土文化 IP，一定程度上体现了公司对潮流文化的洞察和商业转化能力。公司正在从过去的“IP 整合—供应链转化—渠道变现”的线性模式，升级为构建一个能够自我循环、自我生长的自有 IP 生态，通过投入战略资源成功孵化自有 IP，如 YOYO、右右酱等，并计划提升自有 IP 产品销售占比，来实现从零售公司向文化创意公司转型。

基于当前业绩表现和未来战略规划，我们看好公司未来发展潜力。预计公司 FY26E 至 FY28E 营收为 254.7/299.5/348.9 亿元，同比+18.8%/+17.6%/+16.5%；Non-IFRS 归母净利润为 28.8/34.4/40.9 亿元，同比-0.5%/+19.6%/+18.8%。现价对应 Non-IFRS 的 FY26E PE 约 8.3 倍，给予目标价 14.0 美元，拥有 22.7% 的上涨空间，对应 FY26E PE 约 10.2 倍。

**表 1：多品类零售行业估值比较（20260626）**

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS (港元)				市盈率PE			市净率PB 市销率PS	
			2025	2026E	2027E	2024A	2025A	2026E	2027E	2026TTM	2026TTM
Five.O	FIVE BELOW	808.8	35.9	61.3	68.6	34.4	40.9	23.9	21.3	4.5	2.0
DG.N	达乐 (DOLLAR GENERAL)	2,032.8	39.9	57.7	62.5	15.6	23.2	15.9	14.7	2.9	0.6
DLTR.O	美元树 (DOLLAR TREE)	1,780.8	-109.4	52.9	59.0	-22.8	-7.5	17.2	15.6	6.5	1.2
2782.T	SERIA	135.1	7.8	9.0	9.2	26.4	23.0	19.7	19.3	3.0	1.1
7453.T	良品计划	958.9	5.1	5.2	5.8	42.6	35.5	32.7	29.5	5.2	2.4
9983.T	迅销	12,986.9	75.0	71.9	80.1	61.4	53.2	56.7	51.0	10.2	7.3

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

### 【风险提示】

1. 消费趋势变动风险；
2. 行业竞争加剧风险；
3. 拓店进展不及预期风险；
4. 新业态拓展不及预期风险；
5. 国际关系风险等。

**财务报表摘要**
**资产负债表**

单位：百万元人民币 元人民币 元人民币

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>11,656</b>	<b>14,086</b>	<b>16,225</b>	<b>18,829</b>	<b>21,864</b>
现金	6,328	6,817	8,058	9,737	11,833
应收账款	2,207	3,307	3,731	4,169	4,612
其他投资	100	0	0	0	0
存货	2,750	3,691	4,165	4,653	5,148
其他	270	271	271	271	271
<b>非流动资产</b>	<b>6,465</b>	<b>14,547</b>	<b>14,942</b>	<b>15,359</b>	<b>15,797</b>
物业、厂房及设备	1,437	2,109	2,215	2,326	2,442
资产使用权	4,172	5,121	5,377	5,646	5,928
递延税项资产	182	289	318	349	384
无形资产	9	95	100	105	110
其他	665	6,933	6,933	6,933	6,933
<b>资产总计</b>	<b>18,120</b>	<b>28,634</b>	<b>31,167</b>	<b>34,188</b>	<b>37,662</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,727</b>	<b>8,473</b>	<b>9,227</b>	<b>10,123</b>	<b>11,076</b>
短期借款	567	1,751	1,751	1,751	1,751
应付账款	3,944	4,516	5,095	5,692	6,298
合同负债	323	389	364	429	503
应交税费	252	291	349	419	503
租赁负债	641	1,525	1,668	1,832	2,021
<b>非流动负债</b>	<b>2,037</b>	<b>9,441</b>	<b>9,850</b>	<b>10,319</b>	<b>10,858</b>
合同负债	35	22	24	25	26
非流动租赁负债	1,903	2,714	3,121	3,589	4,127
<b>负债合计</b>	<b>7,765</b>	<b>17,914</b>	<b>19,077</b>	<b>20,442</b>	<b>21,934</b>
股本及股本溢价	10,356	10,719	12,090	13,746	15,728
<b>少数股东权益</b>	<b>41</b>	<b>101</b>	<b>112</b>	<b>125</b>	<b>141</b>
归母所有者权益	10,315	10,619	11,979	13,621	15,587
<b>负债及权益合计</b>	<b>18,120</b>	<b>28,634</b>	<b>31,167</b>	<b>34,188</b>	<b>37,662</b>

**现金流量表**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,168</b>	<b>2,578</b>	<b>3,126</b>	<b>3,781</b>	<b>4,445</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-533</b>	<b>-7,020</b>	<b>-995</b>	<b>-1,012</b>	<b>-1,029</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,721</b>	<b>4,969</b>	<b>-890</b>	<b>-1,090</b>	<b>-1,319</b>
现金净增加额	-86	528	1,241	1,678	2,097
现金期初金额	6,415	6,328	6,817	8,058	9,737
现金期末金额	6,328	6,817	8,058	9,737	11,833

**利润表**

单位：百万元人民币 元人民币 元人民币

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>16,994</b>	<b>21,444</b>	<b>25,467</b>	<b>29,950</b>	<b>34,881</b>
营业成本	-9,357	-11,796	-14,007	-16,473	-19,185
毛利	7,637	9,648	11,460	13,478	15,697
销售费用	-3,520	-5,266	-6,239	-7,338	-8,546
管理费用	-932	-1,225	-1,452	-1,707	-1,953
其他	130	146	19	19	19
<b>营业利润</b>	<b>3,316</b>	<b>3,303</b>	<b>3,788</b>	<b>4,452</b>	<b>5,217</b>
财务收入/(费用)净额	26	-327	255	300	349
可赎回优先股公允价值变动	6	-534	0	0	0
应占股权投资损益	0	-530	-530	-530	-530
<b>除税前溢利</b>	<b>3,348</b>	<b>1,913</b>	<b>3,513</b>	<b>4,222</b>	<b>5,036</b>
所得税	-712	-704	-703	-844	-1,007
<b>持续经营净利润</b>	<b>2,635</b>	<b>1,210</b>	<b>2,811</b>	<b>3,377</b>	<b>4,029</b>
少数股东损益	18	5	11	13	16
归母净利润	2,618	1,205	2,800	3,364	4,013
<b>Non-IFRS归母净利润</b>	<b>2,703</b>	<b>2,893</b>	<b>2,880</b>	<b>3,444</b>	<b>4,093</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入yoy	22.8%	26.2%	18.8%	17.6%	16.5%
营业利润yoy	17.4%	-0.4%	14.7%	17.5%	17.2%
Non-IFRS归母净利润yoy	15.7%	7.1%	-0.5%	19.6%	18.8%
<b>盈利能力及费用</b>					
毛利率	44.9%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
Non-IFRS归母净利率	15.9%	13.5%	11.3%	11.5%	11.7%
销售费用率	20.7%	24.6%	24.5%	24.5%	24.5%
管理费用率	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	42.9%	62.6%	61.2%	59.8%	58.2%
流动比率	2.0	1.7	1.8	1.9	2.0
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	90	98	101	96	92
<b>每股资料 (人民币元)</b>					
每普通股净利润(Non-IFRS)	2.17	2.34	2.33	2.79	3.32
每ADS净利润(Non-IFRS)	8.69	9.38	9.33	11.16	13.27
<b>估值比率</b>					
Non-IFRS PE@11.41USD	8.9	8.3	8.3	7.0	5.9
PB	2.3	2.3	2.0	1.8	1.5

# 投资评级定义及免责条款

## 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>