

训修实业集团有限公司 (1962. HK)

疫情打击中获强劲订单支持，产品结构优化迎接美国经济复苏

训修实业(01962.HK)发盈警，预计2020年止年度收入较2019年度增加约12%，但预期录得税后亏损约1,500万元，相对上年度利润8,620万元。主要由于COVID-19爆发所带来的重大负面影响，导致就产品销售向客户提供特别折扣；及不利市况导致产品组合转向销量较高但利润较低的辫子产品。但受惠订单恢复强劲，预期2020下半年及2021全年分别同比增长约36%及20%。2021年受惠于人发产品销售恢复，毛利率大幅提升，我们预计当前销售模式下2022年ROE恢复至17%，与此同时，D2C销售模式对公司利润水平促进较大，将成为公司下一个盈利增长点。我们认为公司目标股价为每股HK\$2.90，对应2022E 10倍 P/E。

公司销售额从COVID-19疫情中恢复并重拾高速增长。2020年上半年营业收入同比下降1.9%，销售收入表现优于同业及市场，主要因为公司高质量产品的性质属必需品，收入下降因为物流受阻，产品延迟交付所致。2020年5月下旬及6月航运物流恢复后公司逐渐恢复产品交付。公司2020年下半年营业收入同比增长24%，主要因为因某些国家(如：马来西亚、中国等)的竞争对手受新冠肺炎影响生产线，订单及业务转移到公司的孟加拉国工厂，预计公司2020年及2021年年复合增长率20%及以上。

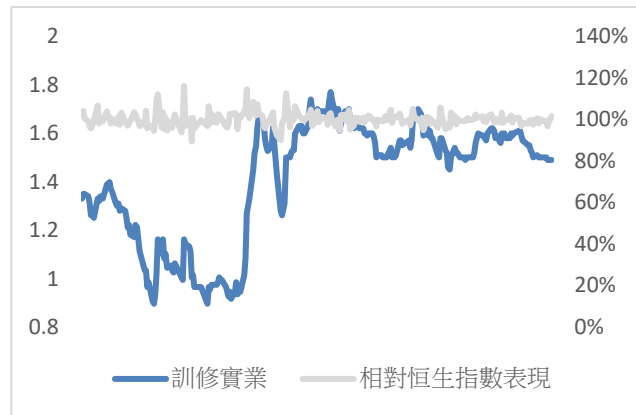
投资评级

12个月评级	买入
12个月目标价	HK\$2.90
当前价格	HK\$1.41

交易数据

贝塔值(过去5年月度数据)	0.3
最近52周变动	9.63%
恒生指数最近52周变动	42.82%
52 周最高	1.82
52 周最低	0.81
50天移动平均	1.549
200天移动平均	1.583
3个月平均交易量	6.68M
10天平均交易量	4.8M
股份数量	686.08M

产品结构优化，高档人发产品比例增加大幅提升公司毛利水平。真人发产品的毛利率约为40%-45%，高于合成发产品20%-30%的毛利率。随着疫苗普及率提升及发型屋重新营业，真人发需求反弹迅速，公司在真人发产品的产能将迅速释放。我们预计2020年真人发占比全年可恢复至17.2%水平，2022年增长至约25%的均衡水平。



訓修实业集团有限公司成立于1962年，是全球领先的发饰品制造商之一。主要从事发制品的生产与交易。公司产品主要为假发、假发配件及其他饰品，产品种类包含合成纤维和真发制成的假发、发丝片、发辫、高端真发接发和其他发丝产品及万圣节产品。公司产品市场主要为美国，客户群体主要为非裔女性。产品生产主要位于孟加拉国及中国。公司在全球雇员人数超过24,000名，分布于孟加拉国、中国香港、中国、美国、日本、乌克兰及泰国等多个国家及地区。

D2C销售模式有望为公司带来高增长红利。直接面对消费者（D2C）在线销售模式近两年内呈现倍数增长，D2C模式下平均产品售价可提升2倍，且运营成本随电商规模扩大呈递减趋势，双向促进毛利率大幅提升。公司已于D2C销售方面取得初步成效，公司目前运营的7个网站及品牌，2020年在美国和日本运行网站访问量达分别达到250%和300%的增长。我们预计2021年D2C销售收入55.06百万港元，销售占比增长幅度达393%。D2C销售收入对公司利润水平促进较大，预计2023年公司总体毛利率可由目前的33%提升至57%。

盈利预测与估值。在现有产品销售结构及业务模式下，我们预计公司于2022年ROE可恢复至2018年水平。公司已加大并投产利润率较高的高端人发产品的生产及销售，我们预计2021年至2022年疫情状况进一步改善情况下公司在此方面的销售将有靓丽的表现。预计2021及2022年净利润分别为127百万港元及198百万港元，分别扭亏为盈及增长及57%，对应EPS分别为0.18港元及0.29港元。以现价计算对应PE分别为6.33及4.86倍。充分考虑COVID-19疫情的不利因素，及高档人发接发产品对毛利水平的带动作用，我们给予2021年公司目标价格HK\$2.90港元，市值1,990百万港元，对应2022年盈利10倍PE。

财务摘要:

财务年度12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万港元)	732	777	866	989	1,175
毛利润 (百万港元)	256	257	188	301	397
净利润 (百万港元)	111	90	-15	127	198
年复合增长率(%)	0.75	N/A	N/A	N/A	56.55
每股净利润 (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
股本回报率 (%)	15.61	10.43	N/A	12.50	16.35
市盈率 (x)	8.36	10.96	N/A	6.33	4.86

数据源: 公司财务数据及研究预测

训修实业集团是一家全球领先的发饰品制造商

公司产品主要为假发、假发配件及其他饰品。

产品种类包含合成纤维和真发制成的假发、发丝片、发辫、高端真发接发和其他发丝产品及万圣节产品。2019年公司收入中，假发、假发配件及其他占比71.67%，高档人发接发产品占比23.83%，万圣节产品等其他产品占比4.92%。

假髮、假髮配件及
其他飾品



高檔人髮接發產品



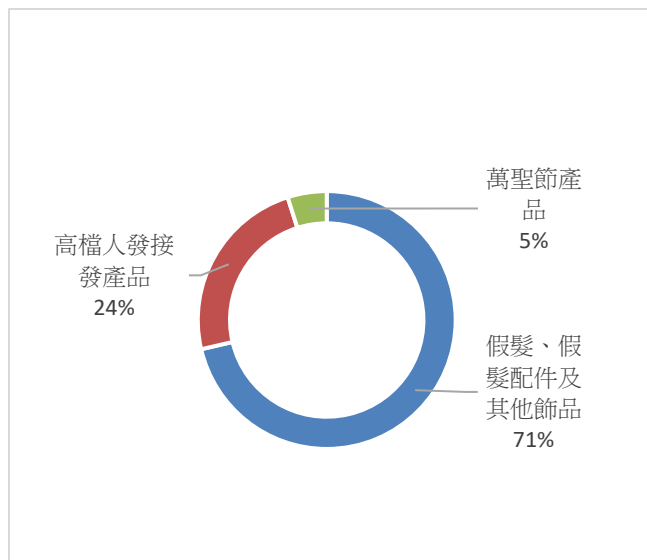
萬聖節產品



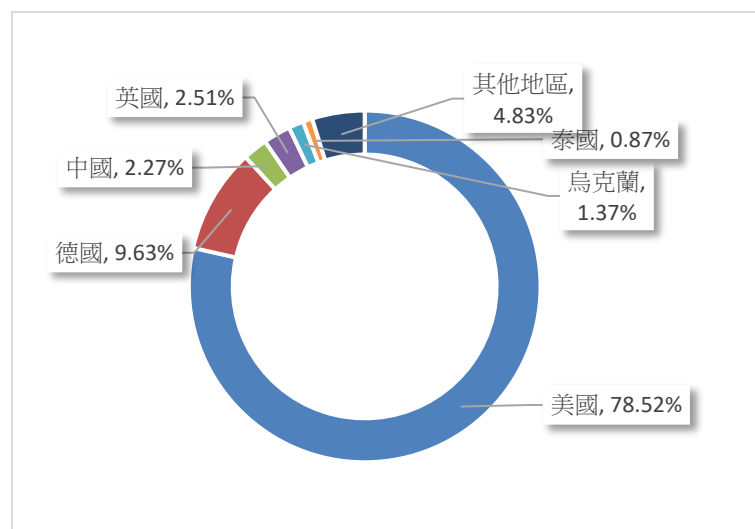
公司产品市场主要为美国。 2019年公司收入中，78.52%来源于美国，其次是德国9.63%，中国2.27%，英国2.51%，乌克兰1.37%，泰国0.87%及其他地区4.83%。

公司营运主要位于中国及孟加拉国。 公司于中国拥有三个生产中心，于孟加拉国拥有两个生产中心。孟加拉国工厂为公司主要生产基地，生产量占公司销售总额的95%。公司在全球雇员人数超过24,000名，分布于孟加拉国、中国香港、中国、美国、日本、乌克兰及泰国等多个国家及地区。

公司产品按按结构分类



公司产品按市场分类



数据源：公司2019年财务报表

公司销售额从COVID-19疫情中恢复并重拾高速增长

COVID-19疫情影响下销售收入表现优于同业及市场。 公司2020年上半年营业收入受疫情影响同比下降1.9%，优于市场同业及总体下滑水平。据中国大陆假发供货商瑞贝卡2020年上半年财务数据显示，因2-5月份中国部分地区疫情下美发店处于歇业状态，其2020年上半年营业收入减少至499.17百万人民币，较上年同期946.37百万人民币下滑约47.25%。

受疫情影响同行业比较

财政年度2020年6月30日	训修实业 (1962.HK)	瑞贝卡 (600439 SH)
货币单位	百万港元	百万人民币
营业收入	368.2	499.17
毛利润	87.55	173.68
营业利润	7.1	17.91
净利润	6.55	17.62
每股收益	0.01	0.015
比率指标		
毛利率	23.8%	34.8%
营业利润率	1.9%	3.6%
净利率	1.8%	3.5%

环比增长率

营业收入增长率	-1.90%	-47.25%
毛利润增长率	-30.30%	-73.64%
营业利润增长率	-77%	-85.51%
净利润增长率	-86.40%	-73.64%

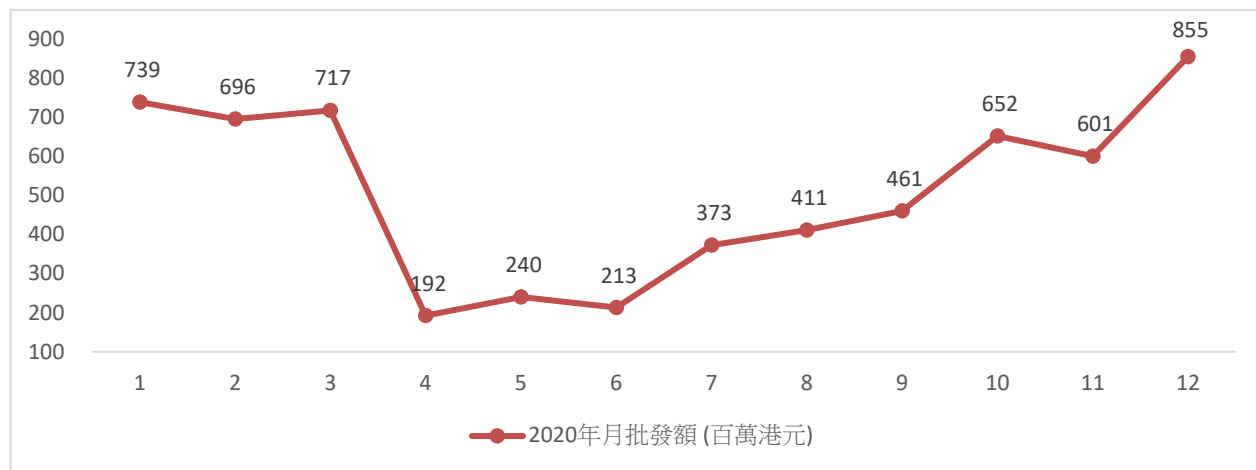
按地区分类收入变化

美国	2.29%	-35.17%
欧洲	-60.25%	-60.88%
非洲	-28.22%	-57.37%
中国	99.82%	-34.22%

公司获强劲订单支持，预计2020年下半年业绩取得24%的恢复性增长。 公司2020年上半年业绩受挫，主要因物流受阻及航运中断等因素导致订单交付延迟所致，但随着物流和航运恢复，第三季度或第四季度将逐步回复正常。公司2020年下半年获强劲订单支持，因某些国家(如：马来西亚、中国等)的竞争对手受新冠肺炎影响生产线，订单及业务已转移到公司的孟加拉国工厂，预计2020年下半年业绩取得24%的恢复性增长。

我们预计2021年整体销售增长约20%。 因：(1)至2021年3月的订单已满(2021年首3个月：估计同比增长超15%)；(2)低基数效应(2020年4至6月销售：估计同比下跌约45%) (3) COVID-19疫苗在美国及全球各地注射率大幅增加，美国经济将强势复苏。

公司2020年订单变化

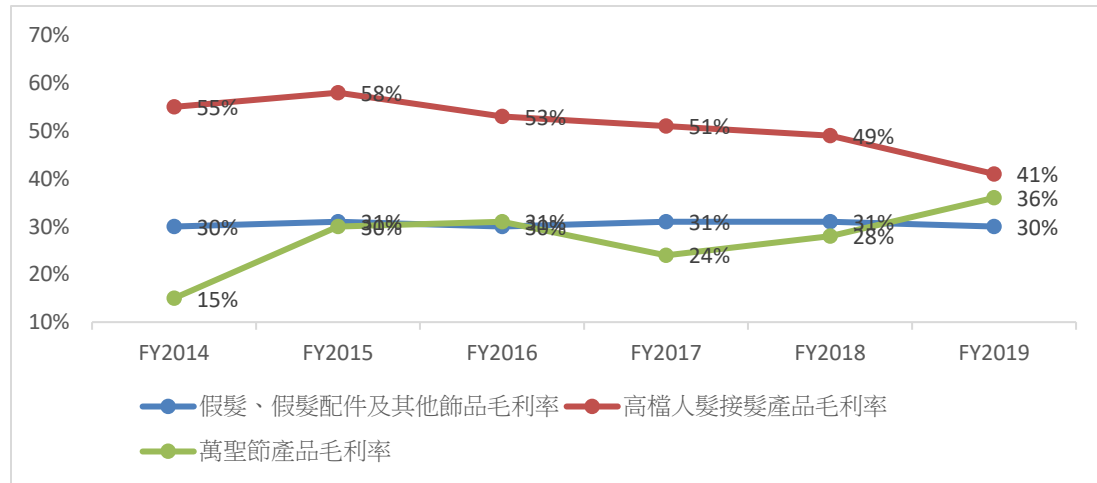


数据源: 公司资料

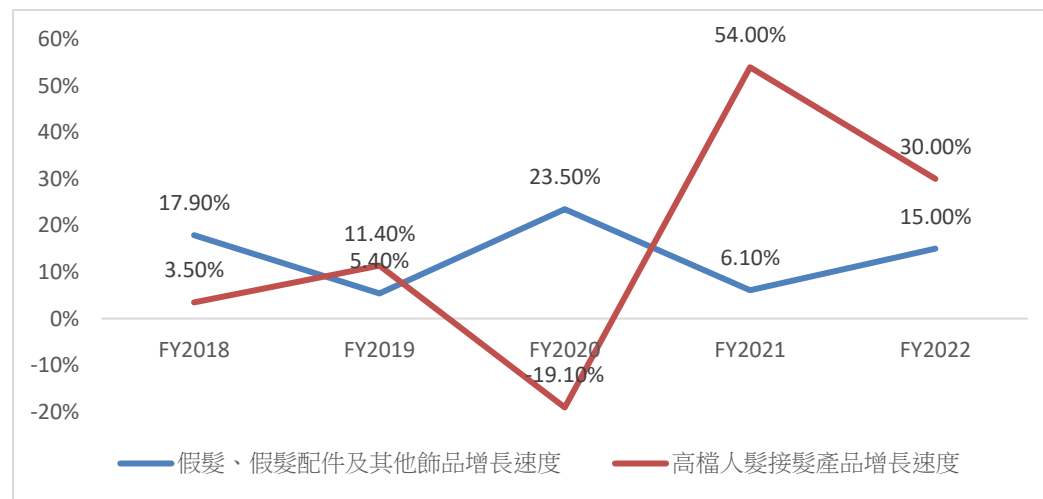
高档人发产品比例增加大幅提升公司毛利水平

高档人发接发产品毛利率高，反弹速度快。公司2014-2019年高档人发接发产品平均毛利率为51.1%，而假发、假发配件等产品及万圣节产品的平均毛利率分别为30.5%及27.3%，高档人发水平显著高于33%的平均毛利率。其销售额增长将迅速带动总体毛利率提高。公司2019年高端人发产品销售收入增长速度为11.4%，高于假发及假发配件的5.4%，因疫情影响2020年增速骤减，2020年6月份随着发型屋开门营业，公司真人发销售在第三季度及第四季度逐步恢复正常，预计2021年迎来反弹性增长。因此高档人发产品销售额的提升将有效带动平均毛利率上升。

产品毛利率比较



高端人发产品与假发产品反弹速度比较

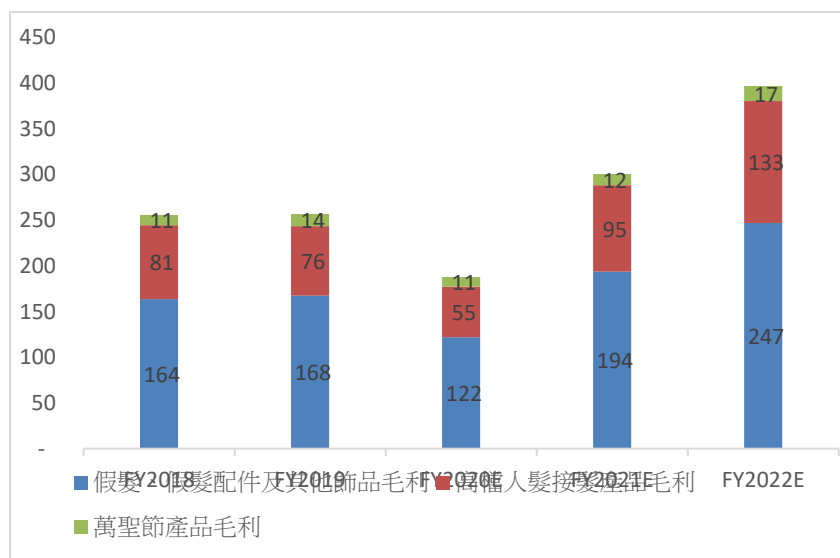


数据源：公司财务数据及研究预测

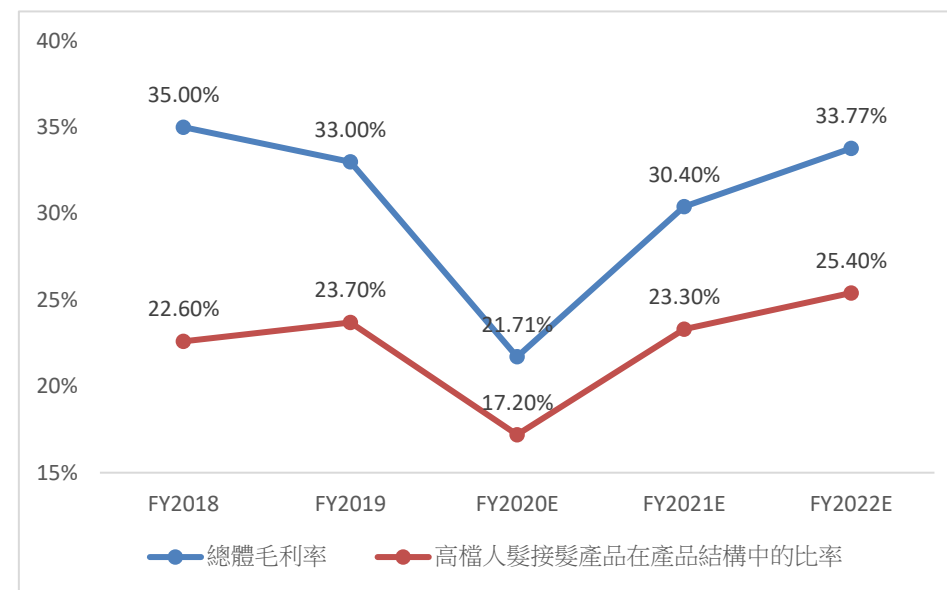
扩大高档接发产品生产能力。公司于孟加拉国建造的专以人发作为原材料进行加工的漂染综合设施已投入使用，并将新雇用劳工分配到手工绑扎的工厂，以生产更高利润率的真发接发产品。

高档人发产品收入比例增加。全球高档接发产品市场份额增加及公司生产能力的提升大大促进公司高档人发产品销售增长，仅2020年1月份公司销售额同比增长36.1%。受疫情打击真人发业务占比在2020年上半年下降至13.9%，我们预计2020年全年在营业收入占比可恢复至17.2%水平，2022年增长至约25%的均衡水平。

毛利润来源的产品结构(百万港元)



毛利率受高端人发产品占比的影响



数据源：公司财务数据及研究预测

D2C销售模式有望为公司带来高增长红利

直接面对消费者（D2C）在线销售模式呈现倍数增长。根据eMarketer的最新报告，D2C网站的网络访问量在两年内翻了一番，全球疫情爆发为网购及电商平台的发展带来契机，网购已成为一种消费趋势。在美国消费者调查网站INVESESP 调查数据显示，消费者未来五年内从D2C品牌购买商品的比例可快速增长至32.5%。

D2C模式下，毛利率有望大幅提升至80%。D2C销售大大减少中间商及传统电商平台拆利，公司可以零售价格向客户销售产品，产品售价为批发价格的2倍，可大幅提升毛利率。据日本最大的B2C假发供货商MBO财务数据显示，电商平台销售产品的毛利率达80%，而据中国大陆假发供货商Rebecca2020年中期财务数据显示，其在线销售毛利率为72.37%。

公司正采取措施大力促进D2C模式业务发展。1) 已建立一个专注于营销预算、分析、广告监控等的电商团队，在美国借助谷歌广告及网红影响力增强其营销和跨平台数字推广活动；2) 公司正在与Shadow Factory合作，使用最新的电子科技（AR增强现实 / VR虚拟现实）创建尖端的自有网购平台，以通过自营电商平台推广促销公司产品。

公司运营网站品牌

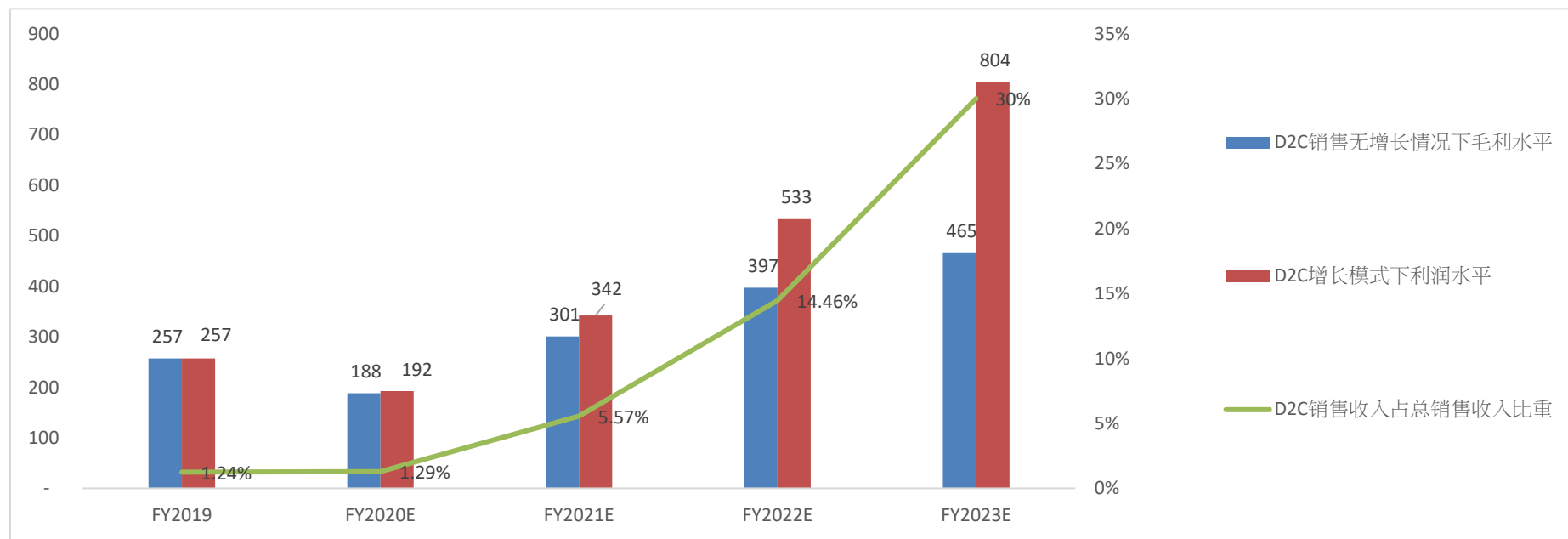


数据源：公司资料

公司已于D2C销售方面取得初步成效，D2C销售额及占比逐年上升。公司目前运营7个网站及品牌，2020年在美国和日本运行网站访问量达分别达到250%和300%的增长。公司预计2019年-2021年可分别实现D2C销售收入9.67百万港元、11.17百万港元及55.06百万港元，2021年D2C销售收入增长幅度达393%。D2C销售收入占总收入的比率分别为1.24%、1.29%及5.56%。

D2C销售收入对公司利润水平促进较大，将成为公司下一个盈利增长点。我们以公司2019年销售情况为例，假设50%销售收入来自于D2C销售模式，毛利可由257百万港币增加至645.7百万港币，毛利水平为实际毛利水平的2.51倍。我们就公司目前D2C销售发展情况做乐观估计，预计2023年D2C销售收入占销售总额的30%水平，公司总体毛利率可由目前的33%提升至57%。

图9：D2C销售收入对毛利水平的影响（百万港元）



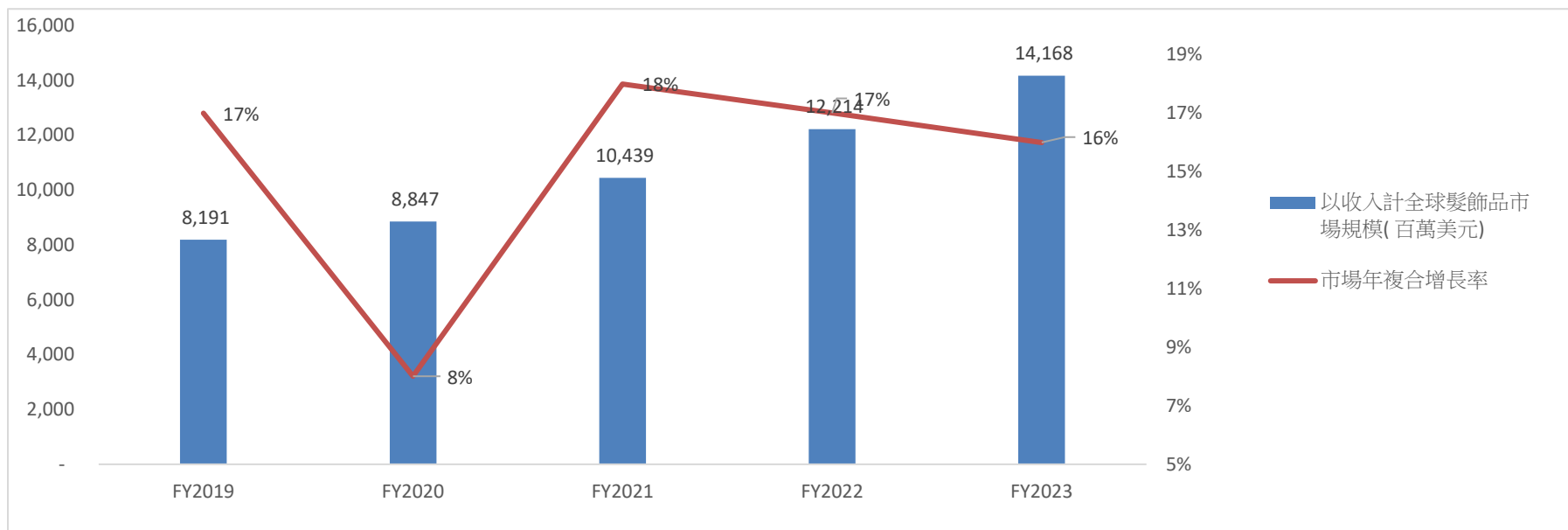
资料来源：公司资料及研究预测

行业概况

全球发饰品市场年复合增长率为16.7%，2023年市场规模有望达142亿美元

随着全球经济的发展和消费水平的提高，消费者对形象改造和时尚的需求不断增加，受益于社交媒体（网红）影响力，及男性和女性脱发增加，假发产品尤其是高端人发需求发展迅速。根据弗若斯特沙利文报告，按收入计，全球发饰品市场规模从2011年的2,487.6百万美元迅速扩大至2016年的5,038.7百万美元，年复合增长率为15.2%。根据弗若斯特沙利文报告，于未来三年内，受全球经济增长推动及随着发饰品作为时尚配件在亚洲及非洲消费者以及北美洲及欧洲非裔消费者中日益盛行，全球发饰品市场规模预计于2023年达到14,168百万美元，年复合增长率为16.7%。

按收入计的全球发饰品市场规模及增长速度

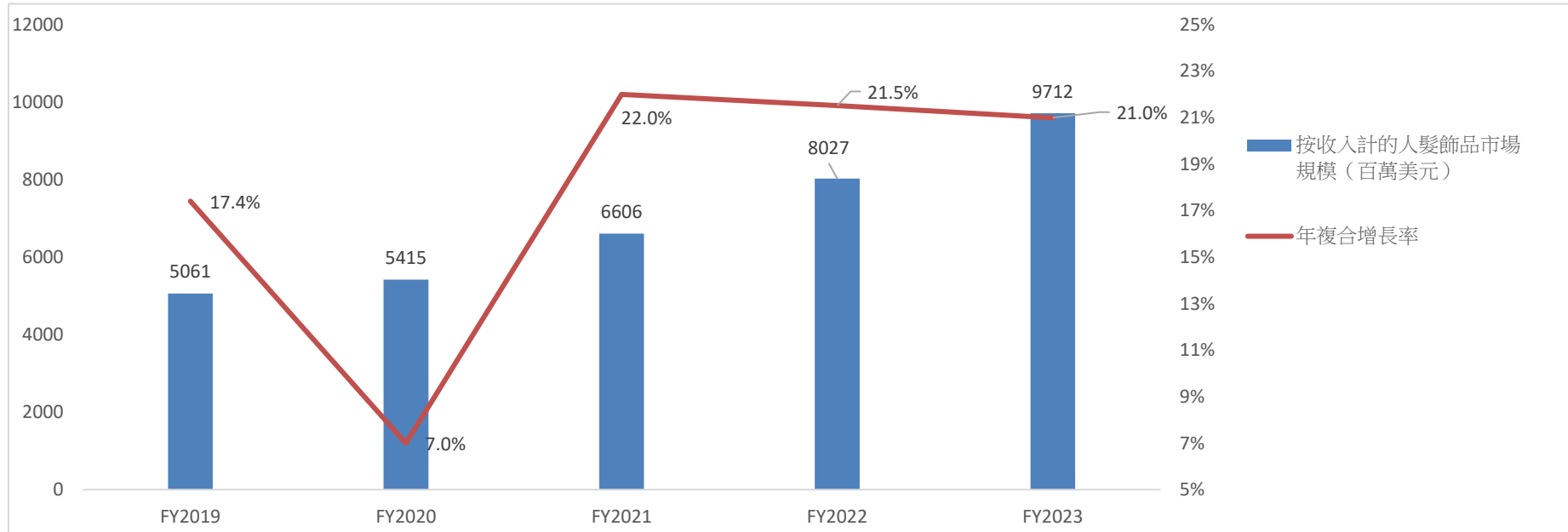


数据源：弗若斯特沙利文报告

高档人发产品增速较快，疫情后有望重拾高速增长

根据弗若斯特沙利文报告，人发接发产品的全球收入从2011年的881.5百万美元增至2016年的2,255.1百万美元，年复合增长率为20.7%。人发接发产品市场增长迅速，在很大程度上促进了全球假发接发市场的扩张。然而受COVID-19疫情的影响，2020年人发市场受到严重打击，销售额大幅减少，市场需求有望在疫情后复苏迎来反弹性增长。根据弗若斯特沙利文报告，自2021年至2023年，按收入计，人发饰品的市场规模预计将以17.0%的年复合增长率增长，并于2023年达到9,712.7百万美元。

按收入计的人发饰品市场规模及增长速度

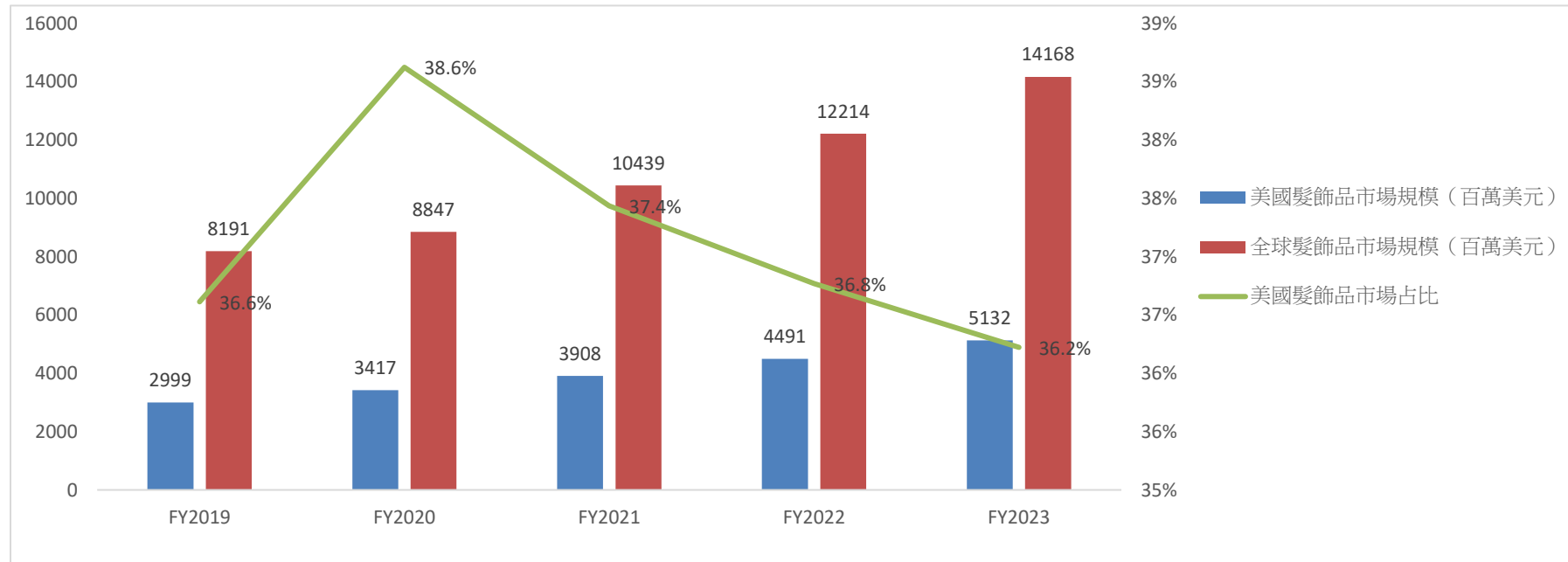


数据源：弗若斯特沙利文报告

美国为全球最大的发饰品市场

根据弗若斯特沙利文报告，美国乃全球最大的发饰品市场，于2016年占全球市场的39.8%，年复合增长率为13.7%。美国大部分发饰品乃由对发饰品的需求相对缺乏弹性且具经常性质的非裔消费者消费。白种人消费者的消费（主要为人发产品，尤其是以更高价售出的假发接发产品）亦推动该市场的增长。根据弗若斯特沙利文报告，美国发饰品的市场规模预计于未来数年将持续增长。该增长预计将受消费者（尤其是非裔消费者）对发饰品的持续大量需求以及万圣节庆祝活动日益盛行所推动。根据弗若斯特沙利文报告，预计市场将于2023年达到5,178.8百万美元，2017年至2023年的年复合增长率为14.6%。

按收入计的发饰品市场规模（美国及全球）



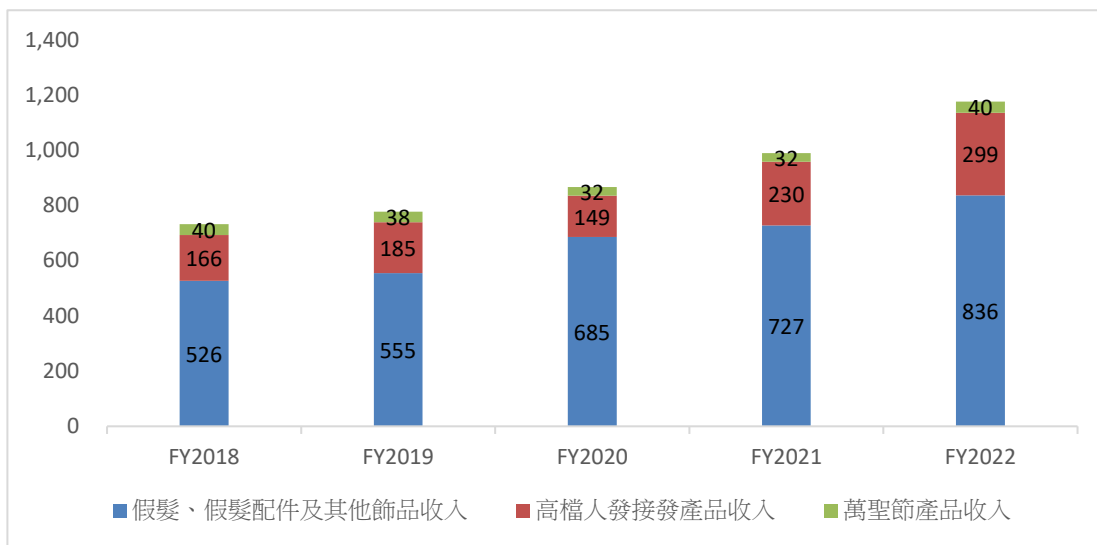
数据源：弗若斯特沙利文报告

盈利预测与估值

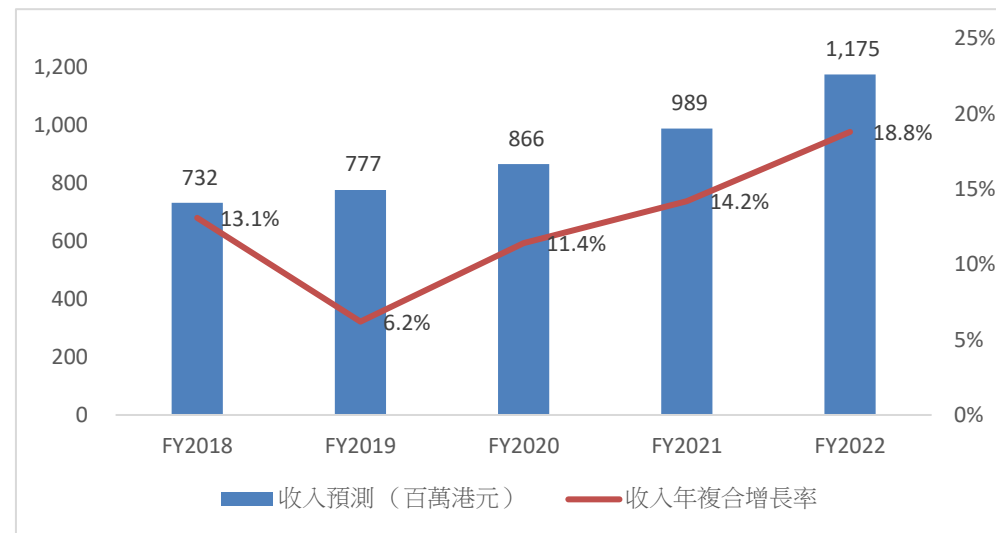
公司2020年上半年录得营业收入368百万港元，同比下降1.9%。主要原因为第二季度COVID-19疫情于公司的主要市场美国蔓延，航运公司推迟接单物流受阻等因素，订单交付推迟到2020年下半年所致。公司上半年录得毛利8.75百万港元，同比减少30.31%，毛利率由2019年同期的33.5%减少9.7%至23.8%，主要原因为公司产品组合较2019年同期有所转变，毛利率相对较低的辫子产品销售额大幅增加，而受疫情影响较大的高档人发接发产品销量减少所致。公司于2020年上半年录得纯利大幅减少至约650万港元，同比减少86.4%，较毛利进一步下跌的原因为本期公司位于孟加拉国工厂发生火灾销毁若干机器及存货所产生的非经常性损失所致，我们认为此原因导致的净利率大幅下降对长期不构成重大影响。

我们预计公司销售收入受益于强劲订单支持年复合增长率20%。基于公司目前客户基础及孟加拉国工厂产能提升，公司获强劲订单支持，预计2020年下半年业绩取得24%的恢复性增长。预计公司2020年销售收入为866百万港元，较2019年增长11.4%。2021年疫情的负面影响将进一步减弱，我们预计2021年及2022年销售收入为989.27及1,175.37百万港元，对应增长速度分别为14.2%及18.8%。

收入来源及结构假设(百万港元)



收入预测及增长率水平



数据源: 公司财务数据及研究预测

预计公司2020年录得亏损15百万港元，2021及2022年净利润分别为127百万港元及198百万港元，2022年增长速度为57%，对应EPS分别为HK\$0.18及HK\$0.29。以现价计算对应PE分别为6.33及4.86倍。我们统计了全球发饰品行业主要的可比公司，2019-2020年平均P/E为34.4倍。充分考虑COVID-19疫情的不利因素，及高档人发接发产品对毛利水平的带动作用，我们给予2021年每股目标价格HK\$2.90，市值1,990百万港元，对应2022年盈利10倍PE。

我们非常看好公司在D2C业务模式下的出色表现。如D2C业务模式成功运行，在2021-2023年可预期的几年内分别给公司带来55-423百万港元收入，毛利率可由目前的33%大幅提升至57%，则2021年整体目标市值将大幅提高。

同行业上市公司估值水平

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

数据源：公司数据、雅虎金融，彭博信息

财务预测表:

数据源: 公司资料及研究预测

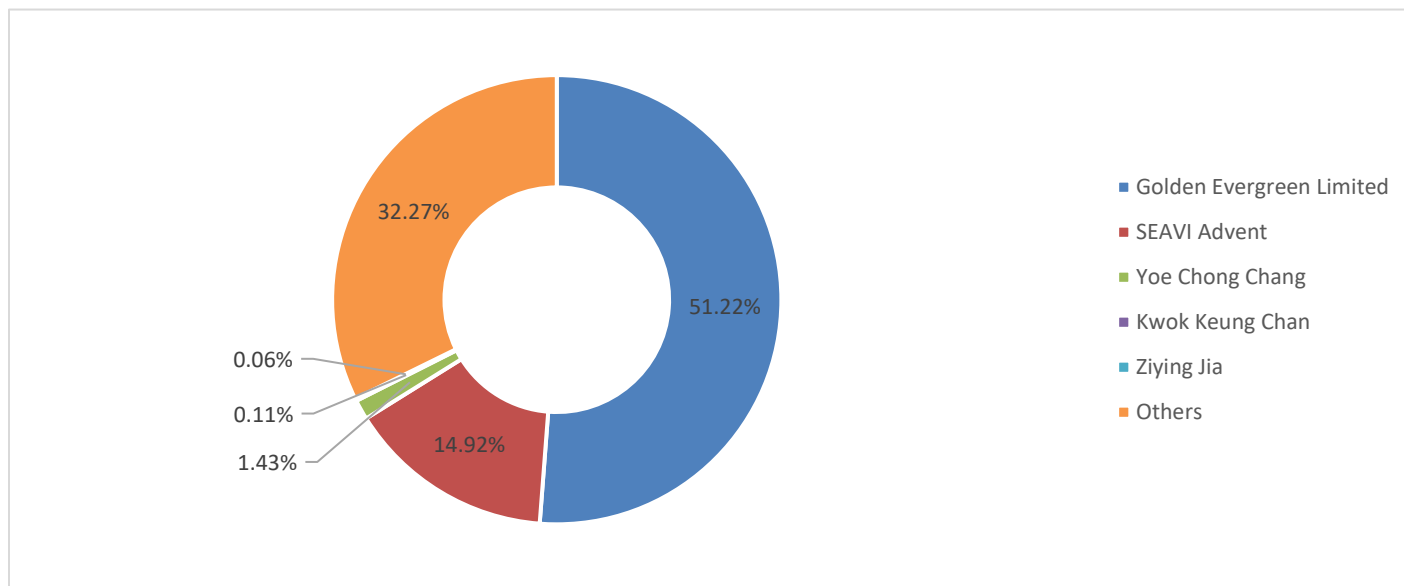
财务年度12月31日	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E	财务年度12月31日	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
利润表 (百万港元)						资产负债表					
营业收入	732	777	866	989	1,175	资产					
销售成本	(476)	(520)	(678)	(689)	(778)	+ 现金及现金等价物	69	36	34	67	55
毛利	256	257	188	301	397	+ 应收账款	162	184	195	234	278
销售及管理费用	(135)	(146)	(184)	(145)	(157)	+ 存货	431	477	507	607	721
营业利润	120	111	4	156	240	+ 其他流动资产	194	230	244	292	347
财务费用	(9)	(24)	(19)	(21)	(29)	流动资产总额	856	926	979	1,199	1,400
税前利润	111	87	(15)	135	211	+ 固定资产	572	751	726	702	678
税款	0	4	-	(8)	(13)	+ 长期投资及应收	25	26	26	26	26
净利润	111	90	(15)	127	198	+ 其他长期投资	21	20	20	20	20
每股盈利 (港元)	0.18	0.15	(0.02)	0.18	0.29	非流动资产总额	618	796	772	747	723
稀释每股盈利 (港元)	0.18	0.14	(0.02)	0.18	0.29	资产总额	1,474	1,722	1,751	1,947	2,123
年成长指标						负债及股东权益					
营业收入	13%	6%	11%	14%	19%	+ 应付账款	107	117	124	148	176
毛利率	11%	0%	-27%	60%	32%	+ 短期贷款	647	717	717	717	717
营业利润	12%	-8%	-96%	3794%	54%	+ 其他短期负债	5	4	4	4	4
税前利润	1%	-22%	N/A	N/A	57%	流动负债总额	759	837	845	869	897
净利润	1%	-19%	N/A	N/A	57%	+ 长期借款	0	13	9	59	9
每股盈利	-25%	-17%	N/A	N/A	57%	+ 其他长期负债	5	5	5	5	5
稀释后每股盈利	20%	-22%	N/A	N/A	57%	长期负债总额	5	19	14	64	14
现金流量表	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E	总负债	763	856	858	933	911
经营活动现金流						+ 已发行股本及资本公积	415	485	485	485	485
+ 净利润	111	90	33	128	206	+ 留存收益	285	354	380	501	700
+ 折旧摊销	28	43	44	44	44	+ 其他权益储备	12	24	24	24	24
+ 非现金项目	(15)	(20)	(14)	(48)	(55)	不含少数股东权益之股东权益	712	863	890	1,011	1,210
+ 运营资金变动	(65)	(100)	(34)	(114)	(130)	+ 少数股东权益	(1)	3	3	3	3
经营活动现金流净值	59	13	29	10	65	股东权益	711	866	892	1,014	1,213
投资活动现金流						负债及权益合计	1,474	1,722	1,751	1,947	2,123
+ 固定资产投资变动	(163)	(160)	(20)	(20)	(20)	主要假设指标					
+ 长期投资变动	0	0	0	0	0	成长指标					
+ 收购及兼并损益	0	0	0	0	0	营业收入	13%	6%	11%	14%	19%
+ 其他投资活动	(4)	(24)	0	0	0	假发、假发配件及其他饰品	18%	5%	24%	6%	15%
投资活动现金流净值	(167)	(185)	(20)	(20)	(20)	高档人发接发产品	4%	11%	-19%	54%	30%
融资活动现金流						万圣节产品	-2%	-5%	-17%	1%	25%
+ 支付股息	(76)	(22)	(7)	(7)	(7)	占营业收入比率					
+ 偿还债务	141	49	(5)	50	(50)	假发、假发配件及其他饰品	72%	71%	79%	74%	71%
+ 其他融资活动	23	112	0	0	0	高档人发接发产品	23%	24%	17%	23%	25%
融资活动现金流净值	88	140	(12)	44	(56)	万圣节产品	6%	5%	4%	3%	3%
汇兑差额	(2)	(0)	0	0	0						
净现金流量	(22)	(33)	(3)	33	(12)						

附录1：股东结构

Evergreen Holdings将直接合共拥有本公司已发行股本的约51.22%。Evergreen Holdings为Golden Evergreen的直接全资附属公司。Golden Evergreen 49%及51%的已发行股本分别由张之龙先生及张有沧先生通过FC Investment及CLC Investment投资信托拥有。张之龙先生为公司创办人、名誉主席兼非执行董事，负责规划策略方向及对管理及营运进行高层监督，张之龙先生为张有沧先生的父亲，张有沧先生 55岁为集团主席、行政总裁兼执行董事，负责整体业务策略及主要业务决策并监督营运。

股东结构

数据源：公司资料及联交所网站



免责声明

本报告仅供参考及讨论，当中所载任何意见并不构成由高宝集团证券任何成员、其董事、代表及 / 或雇员（不论作为委托人或代理）向他人作出买卖任何证券、期货、期权或其他融资类工具的要约或招揽。 本报告旨在由获高宝集团证券提供本报告者收取，不拟向在有关分发或使用会抵触当地司法权区或国家法律及规例之任何人士或实体，或使高宝集团证券受当地法权区或国家任何监管规定限制之任何人士或实体分发或由其使用。任何拥有本报告或打算依赖或根据其所载的资料作出行动之人士或实体，必须确保其本身不受任何对其作出有关行动有所限制或禁止之本地规定所限制。 虽然本报告资料来自或编写自高宝集团证券相信为可靠之来源，惟并不明示或暗示地声明或保证任何该等数据之准确性、有效性、时间性或完整性。对于任何依赖本报告之第三者而言，高宝集团证券对某特定用途的适用性、或对谨慎责任的任何明示或隐含的保证均卸弃责任。本报告所载资料可随时变更，而高宝集团证券并不承诺提供任何有关变更之通知。本报告所载意见及估计反映相关分析员于本报告注明日期之判断，并可随时更改。高宝集团证券并不承诺提供任何有关变更之通知。如有疑问，您应咨询您的合资格财务顾问及 / 或其他专业顾问。 本报告所论述工具及投资未必适合所有投资者，而本报告并无顾虑任何特定收取者之特定投资目标、投资经验、财务状况或需要。投资者必须按其本身投资目标及财务状况自行作出投资决定。高宝集团证券建议投资者应独立评估本报告所论述个别发行商、投资或工具，而投资者应咨询所需之独立顾问，以了解该等工具或投资，及作出适当决定。投资价值 and 收入或因利率或外币汇率变动、证券价格或指数变动、公司经营或财务状况变动及金融的其他因素而有所不同。本报告所论述之工具及投资或其相关权利之行使时间或设期限。过往表现不一定是未来表现之指引。 高宝集团证券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，即使高宝集团证券在有关作为或不作为发生时已有所知悉亦然。

(分析员：由 高宝集团证券有限公司 执行董事 李慧芬 撰文)

Rm.1509, The Centre, 99 Queen' s Road Central, Central, Hong Kong 香港中环皇后大道中 99 号中环中心 1509 室

Email 电邮: stella.lee@ggs.com.hk | Direct Line 直线: (852) 2387 1966 | Website 网站: www.ggs.com.hk