



宏光半导体(6908.HK)

成功战略转型，业务迎高速增长期

今年上半年，内地疫情再度爆发，对内地整体经济产生不利影响，宏光半导体(6908.HK)的业务亦受到波及，令期内收入及毛利表现均未如理想。集团去年实现战略转型，将其业务扩展至第三代半导体芯片设计制造及系统应用解决方案。惟上半年间，氮化镓(GaN)及其他半导体产品尚未为集团贡献收入，预计徐州厂房将于2024年初前开始投产，届时芯片业务将为集团带来收入贡献。

另一方面，集团积极布局 GaN 产业链，策略性投资第三代半导体 GaN 设计的龙头企业 VisIC Technologies Limited 及 GaN Systems Inc. 集团不断从多方面建设 GaN，加快实现 GaN 业务产能落地。低基数效应下，相信相关业务收入将迎高速增长期。

名人加持看好发展，估值具重估空间

2022年上半年业绩未如理想，惟集团已实施战略转型。基于市场对第三代半导体产品需求殷切，国策推动下，甚具发展机遇。加上获股东赵国雄增持及协鑫科技(3800.HK)创办人朱共山入股，两位强大股东背景支持下，估值具一定的重估空间，因此维持其「买入」评级。集团2024年市销率为1.73倍，落后于同业平均2024年市销率5.26倍。惟集团的业务刚转型，属起步的阶段，因此把同业平均水平折让60%去计算，推算其目标价为4.74港元，上升空间21.23%。

风险

1) 转型成效不及预期; 2) 环球经济下行; 3) 通胀压力上升导致成本增加

主要数据

	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
每股利润	0.01	-0.78	-0.12	-0.11	0.02
每股净资产	0.30	1.06	0.94	0.83	0.85
市销率(x)	20.28	19.62	23.08	9.23	1.73
市帐率(x)	18.21	5.14	5.77	6.55	6.42
净资产收益率(%)	2.65	-73.79	-13.72	-14.17	1.59
资产收益率(%)	2.48	-143.00	-28.05	-20.47	2.06

资料来源: 彭博截至2022年9月16日, 安里研究

2022年9月19日

公司资料

主要从事半导体产品之设计、开发、制造、分包服务及销售业务，包括发光二极管（「LED」）灯珠及快速充电产品。集团的产品包括LED、氮化镓(GaN)组件、快充产品及其他类型的半导体相关产品。

基础数据

行业	半导体
评级	买入
目标价格	HK\$4.74
潜在升幅 +/- (%)	21.23%
当前价格 (港元)	HK\$3.91
(截至2022年9月16日)	
52周波幅 (港元)	2.91-7.75
总市值 (亿港元)	22.41
发行股份(百万)	573.02
主要股东	Profit Act Limited、 Profit Times International Limited、朱共山 (21.29%) Wide Yield Investment Holding Limited、 秦安琪(17.83%) 庄焯玲、赵奕文(17.62%) First Global Limited (17.54%)

股价表现



资料来源: 彭博截至2022年9月16日, 安里研究

安里证券研究部

LED 业务受疫情拖累；芯片业务将迎爆发期

宏光半导体主要从事半导体产品之设计、开发、制造、分包服务及销售业务，包括发光二极管（「LED」）灯珠及快速充电产品。集团的产品包括 LED、氮化镓(GaN)组件、快充产品及其他类型的半导体相关产品。截至今年6月底止中期业绩，营业额为 4,343.7 万元(人民币，下同)，按年跌 42.3%。亏损扩大至 5,151.5 万元，上年同期蚀 4,115.8 万元；不派息。

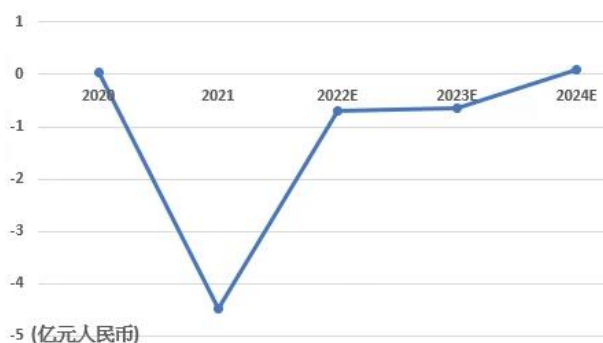
今年上半年，新冠疫情持续反复、地缘政治局势紧张和通胀压力的影响下，物流成本上升及运输延迟，令全球供应链受阻。多家半导体、晶圆制造与封装测试等生产型企业，亦受到区域封控及其他疫情防控措施等影响以致产线停工。集团亦因为内地疫情再度爆发，珠海及上海实施封城，导致旗下的 LED 灯珠厂房局部停产。集团目前的收益全部来自 LED 灯珠销售，因此，LED 销售收入减少，令上半年营业额按年跌近四成。

而上半年录得亏损主要受到新冠疫情持续反复、地缘政治局势紧张及通胀压力等因素影响，令需求下跌，集团之中国客户的采购计划被推迟。憧憬下半年 LED 灯珠的需求回升，同时快速充电产品录得收入，盈利能力有望改善，预期 2022 年/23 年亏损分别为 0.7 亿元/0.64 亿元，2024 年将录得盈利 0.1 亿元。(见图 1)

至今，集团旗下厂房已复工复产，加上市场需求回升，预期下半年 LED 灯珠销售收入会出现改善。另外，疫情导致全球在家办公或遥距办公的情况增加，推动计算机需求提升，预期集团的暖色系 LED 灯珠订单将会回升，带动整体收入表现。

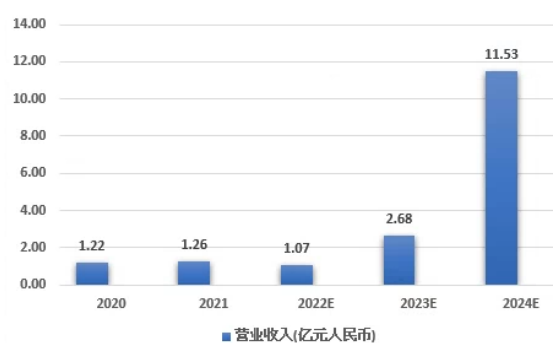
面对市场庞大需求，集团将不断扩大产能及提升技术，配合客户需要制造更多迎合市场需要的芯片。预计今年年底前将有半成品外延片产出，明年第二季芯片将开始试产，而到了明年第四季开始集中正式投产。而在 2024 年，陆续开始制造芯片。芯片业务在今年内未能入账，但预计在 2023 年将开始提供收入贡献，预料 2023 年/24 年的收入将分别按年上升 150%/330%，至分别 2.68 亿元/11.53 亿元。(见图 2)

图 1：亏损按年收窄；2024 年将录盈利



资料来源：安里研究

图 2：收入将步入高增长期



资料来源：安里研究

积极拓展第三代半导体业务；研发开支不断上升

因应原材料成本、直接劳工及生产日常开支等销售成本上涨，加上 LED 灯珠的平均售价下降，导致集团上半年毛利率按年收窄 1.9 个百分点至 18.6%。预计下半年原料价格仍然高企，但由于内地的疫情相对稳定，销售料会增加，且集团有能力调高部份产品售价，毛利率有待回升，料 2022 年/23 年/24 年的毛利率分别为 20%/40%/48%。

另一方面，集团致力实践策略性转型，持续加大对半导体相关产品的研发力度，积极布局发展第三代半导体业务。上半年研发成本按年大幅增长 4.6 倍至 1,690 万元。集团在中国江苏省徐州经济技术开发区设立面积逾 7,000 平方米的半导体生产工厂（「徐州厂房」），并在深圳设立研发中心，加强材料和器件的设计制作，积极提升产能以迎合未来市场的需求。自去年将业务拓展至第三代半导体业务以来，集团的研发能力不断增强，除了去年获取六项关于充电站的快速充电蓄电池系统、充电转换系统及充电模块以及适用于电动汽车充电站的快速充电设备的专利外，今年上半年亦申请注册五个发明专利、一个实用新型以及一个外观专利。

集团将继续推进徐州厂房生产线的建设及调试，目前厂房正处于装修及添置机器阶段，期望于 2024 年初开始投产。集团亦加强现有业务及其研发实力，继续与优秀企业合作并招揽更多半导体人才，务求加快步伐研发及拓展 GaN 相关产品的应用。(见图 3)随徐州厂房及深圳研发中心的专业人员数量不断增加，未来研发开支将继续呈上升趋势，预计 2023 年/24 年的行政开支分别按年增加 87.5%/222.5%，至分别 1.61 亿元/5.19 亿元。

为了应对未来的研发及行政成功大幅上升，集团在今年 9 月 13 日宣布配售最多 2,000 万股，相当于现有已发行股本约 3.49%，并建议将配售所得款项约 5,200 万港元用于加强 LED、Mini LED、快速电池充电产品、GaN 装置及相关半导体产品的研发能力，其中包括设立研发中心、招聘研发人员，以及采购设备及物料以开发及/或获取专利及技术；其余他款项则用于一般营运。

图 3： GaN 产品之应用场景



资料来源: 公司资料

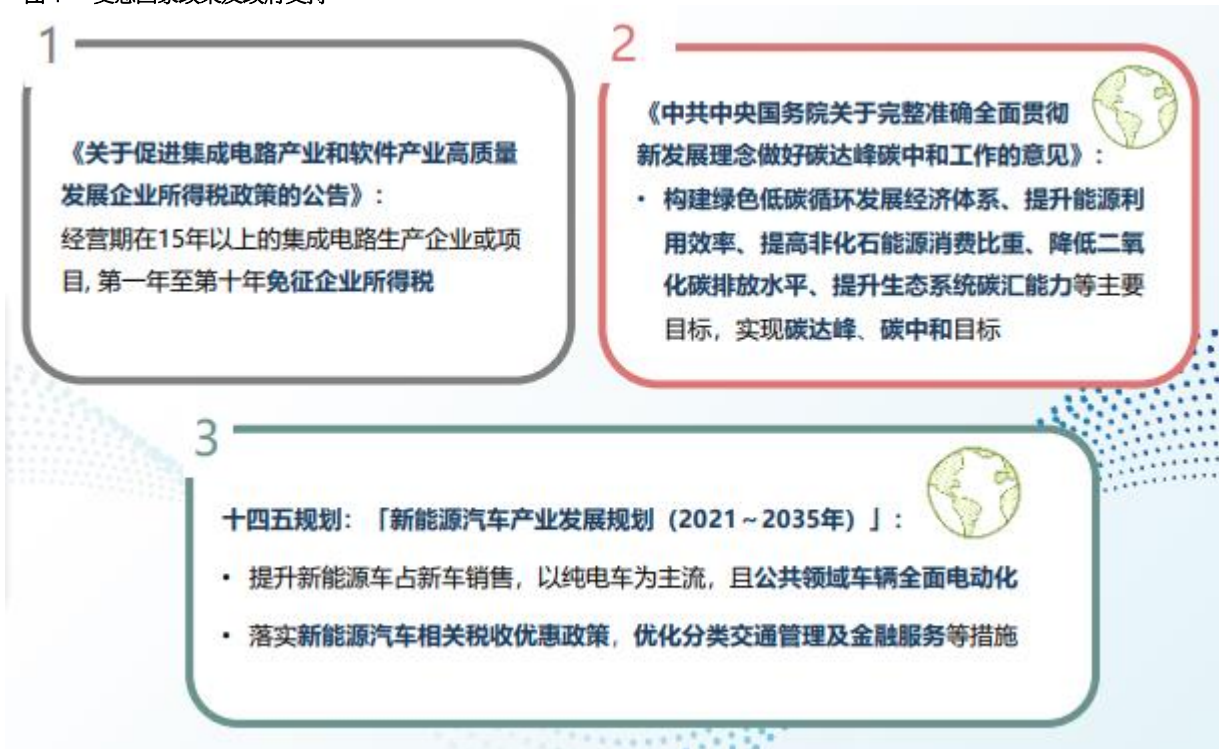
第三代半导体应用广泛，未来需求大

「双碳」概念持续在市场上发酵，相关行业亦涉及到硅基芯片。由于内地硅基芯片制造领域大幅落后外国同业，因此，政府多次推出政策推动其技术发展。(见图 4)

以往中国的半导体材料过度依赖进口，无法自给自足的半导体产业限制了中国信息技术产业的发展。第三代半导体产业技术创新战略联盟发布的《第三代半导体产业技术发展报告》指，2024 年中国第三代半导体电子器件应用市场规模将近 200 亿元人民币，未来五年复合年增长率超过 40%。另外咨询公司 Grand View Research 预测，2027 年全球 GaN 半导体装置市场规模将达到 58.5 亿美元，2020 年至 2027 年复合年增长率为 20%，料高效能、低能耗的第三代半导体将掀起受追捧的热潮。

随国家政策支持、产业、创新链以及下游产业带动下，第三代半导体行业技术及产品创新将不断迎来突破。GaN 作为第三代半导体材料，有更高的禁带宽度，理论上是电光、光电转换效率最高的材料体系。目前 GaN 器件已进入新能源汽车、光伏逆变、5G 基站、电力传输及快充等应用领域。可见其技术应用范围广，未来需求很大。

图 4：受惠国家政策及政府支持



资料来源: 公司资料

策略性投资充电业务，年底前景贡献收入

眼见及此，近年集团加快步伐研发及拓展第三代半导体及系统应用的设计制造业务，致力成为大中华区市场第三代半导体 GaN 领域的龙头供货商。集团积极布局新能源汽车及快速充电桩板块，全速推进 GaN 业务发展。(见图 5)集团与多间第三代半导体企业订立战略及框架合作协议，其全资附属公司 FastSemi Holding Limited 分别于 2021 年 8 月及 11 月投资第三代半导体 GaN 设计的龙头企业 VisIC Technologies Limited 及 GaN Systems Inc.。

VisIC 拥有数十年的 GaN 产品经验、超过 20 项核心原始专利，且专注高电压新能源汽车领域，并具备出色设计能力。VisIC 创始人兼 CEO Tamara Baksht 博士更拥有 20 多年 GaN 高频高功率领域技术经验。透过 VisIC 制造流程方面之专业知识，可提升集团工厂有关 GaN 解决方案之产能的同时，从而推动第三代半导体器件在汽车领域上的应用。集团更可借此进入中国电动汽车市场，成为电动汽车企业以第三代半导体 GaN 解决方案之主要可行供应链之提供商。

至于 GaN Systems，本身专注民用产品领域，且具备自家厂房，在芯片生产质量监控方面甚有经验。其客户包括全球汽车、消费者、工业及数据中心。集团与 GaN Systems 于互联网数据中心电力基础设施已进行首次公开 GaN 实地试验，测试结果显示新电源比传统硅基电源高 4%；将互联网数据中心的总能耗降低 10%；在 IDC 中采用新技术以提高能效和减少碳排放；与传统硅基功率半导体相比，预计互联网数据中心的节能效果将达 20%(测试为新电源在 50%负载下进行)。而以上试验已成为 GaN 于互联网数据中心的广泛应用之重要里程碑。

集团通过策略投资 GaN Systems，成为其代工合作伙伴，使用若干 GaN 技术，在国内制造半导体组件，打开中国新市场之关键技术，吸引当地潜在下游客户，当中包括获得 BMW、Vitesco Technologies 及 Apple 的汽车、手机等快速充电订单。Vitesco Technologies 为德国知名汽车零部件制造商，主要生产电动汽车与内燃机零部件。透过相关合作，有助集团进一步掌握新一代电动汽车转型。

集团预期，今年下半年将推出快速充电产品如火牛、充电桩等产品，并开始提供收入贡献。惟相关新项目仍处初步发展阶段，料初期收入占比不高，长远则仍有望成为主要收入增长动力之一。

图 5：GaN 电子器件应用系统



资料来源: 公司资料

强大股东背景，吸引市场资金青睐

第三代半导体扶持的政策持续落地，半导体相关企业成为市场资金关注的对象，集团今年先后受到著名投资者的资金关注。先在今年 7 月，股东赵国雄以每股均价 3.7 港元增持 150 万股。增持后，赵国雄持股比例达至 5.15%，成为主要股东之一。

其后，获协鑫科技(3800.HK)的创办人兼执行董事朱共山先生入股。集团另与协鑫集团订立战略合作框架协议，双方拟于氮化镓(GaN)功率芯片在新能源领域的应用展开密切合作，双方将成立新能源合营公司布局 GaN 芯片在新能源领域的应用，包括充电/换电技术及设备，储能技术及其设施，分布式光伏逆变器等。宏光将向合营公司提供技术支持，共同开发基于硅基功率芯片及第三代半导体之应用产品，协鑫将基于其在新能源产业之领先地位及全面布局，协助集团及其合营公司进入新能源产业供应链市场。

两者业务可产生协同效应(i)光伏逆变器可将太阳能板产生的可变直流电压转换为市电频率交流电，在光伏逆变器采用氮化镓可提升转换效率，同时提升储电量。(ii)集团的快速充电桩可与协鑫的太阳能板作为储能结合，以达到环保及慳电的效果。

内地第三代半导体市场属发展初期的阶段，未来成长性高。集团积极加强核心设备及各项研发和生产配套 迈向一站式 IDM 布局(见图 6)，加上获强大股东背景加持，看好集团战略转型后，业务具增长前景。

图 6：强大的技术优势及迈向完善的生产布局



资料来源: 公司资料

估值

集团战略转型后，从发展机遇去看，具备一定卖点。集团加快拓展 GaN 相关产品的应用，国策推动下，业务收成可期。加上在强大股东背景支持下，吸引市场资金青睐，估值具一定的重估空间，维持其「买入」评级。集团 2024 年市销率为 1.73 倍，落后于同业平均 2024 年市销率 5.26 倍。惟集团业务在刚转型阶段，因此把同业平均水平折让 60%去计算，推算其目标价为 4.74 港元，上升空间 21.23%。

同业估值

		市值(百万元)	企业价值	最新股价(元)	2024年市销率(X)	2023年市账率(X)	2022年资产回报率(%)	2022年净资产收益率(%)	股价				
									5日变动(%)	一周变动(%)	年初至今变动(%)	1年变动(%)	
6908 HK EQUITY	宏光半导体	HK\$ 2,240.50	1961.02	3.91	1.73	5.77	(0.20)	(0.14)	(4.40)	(4.40)	(46.29)	(47.02)	
981 HK EQUITY	中芯国际	CNY 184,553.35	30954.72	16.3	1.39	0.90	5.00	10.61	2.26	2.26	(12.65)	(27.23)	
1347 HK EQUITY	华虹半导体	CNY 27,396.61	4122.97	20.95	1.16	1.20	5.73	11.65	(6.67)	(6.89)	(51.16)	(46.83)	
1385 HK EQUITY	复旦微电	CNY 59,059.01	51851.35	38.65	2.01	7.60	21.23	29.24	(0.51)	(0.51)	52.17	89.46	
300046 CH EQUITY	台基股份	CNY 3,728.33	3012.17	15.72	N/A	3.54	2.85	3.10	(8.55)	(8.55)	(32.45)	(32.76)	
603290 CH EQUITY	斯达半导	CNY 67,323.79	63885.49	394.3	11.94	12.86	15.54	18.19	(4.96)	(4.96)	3.49	8.79	
688375 CH EQUITY	国博电子	CNY 40,529.01	40975.96	101.32	N/A	14.30	8.14	15.57	0.10	0.10	N/A	N/A	
WOLF US EQUITY	Wolfspeed公司	USD 14,936.53	14817.63	120.26	9.78	6.10	(5.46)	(8.82)	5.30	5.30	7.60	36.19	

资料来源: 彭博截至 2022 年 9 月 16 日, 安里研究

宏光半导体(6908.HK): 财报概要

损益表(人民币千元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收益	121,995	126,137	107,216	268,041	1,152,577
销售成本	(95,624)	(100,630)	(85,773)	(160,825)	(599,340)
毛利	26,371	25,507	21,443	107,216	553,237
其他收入及收益	2,428	409	450	675	2,000
销售及分销开支	(1,877)	(2,259)	(2,033)	(4,473)	(17,289)
行政及其他开支	(16,823)	(98,605)	(85,773)	(160,825)	(518,660)
收购无形资产所得亏损	0	(374,410)	0	0	0
应收贸易及票据款项之预期信贷亏损					
拨备拨回/(拨备)	(2,926)	2,881	(2,881)	(2,881)	(2,881)
财务成本	(779)	(1,147)	(2,294)	(4,588)	(6,882)
除所得税抵免/(开支)前(亏损)/溢利	6,394	(447,624)	(71,088)	(64,875)	9,526
所得税抵免/(开支)	(1,831)	798	600	550	600
本公司拥有人应占之年内(亏损)/溢利	4,563	(446,826)	(70,488)	(64,325)	10,126
其他全面收益:					
换算海外业务之汇兑差额	(2)	(4,125)	(4,538)	(4,084)	(3,675)
按公允价值计入其他全面收益的金融资产的公允价值变动	0	1,309	1,047	1,152	1,267
本公司拥有人应占之年内全面收益总额	4,561	(449,642)	(73,978)	(67,257)	7,717

资产负债表(人民币千元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产及负债					
非流动资产					
物业、厂房及设备	33,591	58,632	87,948	105,538	139,126
无形资产	898	63,951	67,149	70,506	71,211
按公允价值计入其他全面收益的金融资产	0	186,333	167,820	169,496	159,863
预付款项及按金	653	40,843	44,927	51,041	52,061
递延税项资产	1,835	1,688	1,762	1,725	1,743
	36,977	351,447	369,605	398,305	424,005
流动资产					
存货	38,413	35,615	32,054	40,067	50,084
应收贸易及票据款项	114,421	97,378	87,640	109,550	120,505
预付款项、按金及其他应收款项	19,360	42,373	38,136	47,670	59,587
按公允价值计入损益的金融资产	2,230	25,383	20,306	24,368	29,241
可收回当期税项	0	37	0	0	0
现金及现金等价物	9,174	113,640	85,602	106,871	115,349
	183,598	314,426	263,738	328,526	374,766
流动负债					
应付贸易及票据款项	22,794	18,640	16,776	20,970	23,067
其他应付款项及应计费用	5,806	6,373	5,736	7,170	7,887
银行借贷	13,000	7,000	35,000	70,000	63,000
租赁负债	1,028	6,651	9,977	19,953	18,948
当期税项负债	4,663	0	0	0	0
	47,291	38,664	67,488	118,093	112,902
流动资产净值	136,307	275,762	196,250	210,433	261,864
非流动负债					
租赁负债	1,127	17,868	26,802	134,010	201,015
资产净值	172,157	609,341	539,053	474,728	484,853
权益					
本公司拥有人应占权益					
股本	3,580	4,937	5,137	5,137	5,137
储备	168,577	604,404	533,916	469,591	479,716
权益总额	172,157	609,341	539,053	474,728	484,853

现金流量表(人民币千元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动之现金流量					
除所得税前(亏损)/溢利	6,394	(447,624)	(71,088)	(64,875)	9,526
就下列各项作出调整：					
物业、厂房及设备折旧	6,385	8,149	9,779	14,668	22,002
无形资产摊销	682	681	749	824	906
利息收入	(301)	(61)	39	43	47
财务成本	779	1,147	6,882	27,528	33,034
应收贸易及票据款项的预期信贷亏损(拨备拨回)/拨备	2,926	(2,881)	119	131	144
收购无形资产所得亏损	0	374,410	0	0	0
按公允价值计入损益的金融资产的公允价值变动	0	63	63	63	63
以股份为基础的付款	0	53,999	0	0	0
营运资金变动前之经营(亏损)/溢利	16,865	(12,117)	(53,457)	(21,618)	65,722
存货减少/(增加)	(15,026)	2,798	3,562	(8,013)	(10,017)
应收贸易及票据款项减少	19,833	19,924	9,738	(21,910)	(10,955)
预付款项、按金及其他应收款项(增)	(11,688)	(63,203)	4,237	(9,534)	(11,917)
应付贸易及票据款项、其他应付款项以及应计费用减少	(31,842)	(3,587)	(2,501)	5,628	2,814
经营所用之现金	(21,858)	(56,185)	(38,422)	(55,448)	35,647
已付所得税	0	(3,755)	(3,755)	(3,755)	(3,755)
经营活动所用现金流量净额	(21,858)	(59,940)	(42,177)	(59,203)	31,892
投资活动之现金流量					
购置物业、厂房及设备(附注)	(8,214)	(9,280)	(150,000)	(180,000)	(90,000)
(购置按公允价值计入损益的金融资产)/按公允价值计入损益的金融资产所得款项净额	10,960	(23,216)	(27,859)	(19,501)	(13,651)
购置按公允价值计入其他全面收益的金融资产	0	(185,024)	0	0	0
收购无形资产	0	52	0	0	0
已收利息	301	61	67	74	81
投资活动(所用)/产生之现金流量净额	3,047	(217,407)	(177,792)	(199,428)	(103,570)
融资活动之现金流量					
已付利息	(779)	(1,147)	(1,262)	(1,514)	(1,817)
配售新股份所得款项	0	394,603	62,400	0	0
偿还银行借贷	(12,850)	(13,000)	(13,000)	(13,000)	(13,000)
银行借贷所得款项	13,000	7,000	150,000	300,000	100,000
偿还租赁负债之本金部分	(1,858)	(1,651)	(1,816)	(1,634)	(1,471)
融资活动产生/(使用)之现金流量净额	(2,487)	385,805	196,322	283,851	83,712
现金及现金等价物增加/(减少)净额	(21,298)	108,458	(23,647)	25,221	12,034
现金及现金等价物汇率变动影响	187	(3,992)	(4,391)	(3,952)	(3,557)
年初之现金及现金等价物	30,285	9,174	113,640	85,602	106,871
年末之现金及现金等价物	9,174	113,640	85,602	106,871	115,349

比率分析	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入(%)	-49.85%	3.40%	-15.00%	150.00%	330.00%
股东应占溢利(%)	-73.59%	-9892.37%	-84.22%	-8.74%	N/A
毛利率(%)	21.62%	20.22%	20.00%	40.00%	48.00%
净利率(%)	3.74%	-354.24%	-65.74%	-24.00%	3.78%
净资产收益率(%)	2.65%	-73.79%	-13.72%	-14.17%	1.59%
资产收益率(%)	2.48%	-143.00%	-28.05%	-20.47%	2.06%
流动比率(%)	388.23%	813.23%	390.79%	278.19%	331.94%
资产负债率(%)	0.61%	5.68%	10.16%	40.79%	53.64%
每股盈利	0.01	-0.78	-0.12	-0.11	0.02
每股资产净值	0.30	1.06	0.94	0.83	0.85
市销率	19.87	19.21	22.60	9.04	1.73
市帐率	17.70	5.00	5.65	6.42	6.28

重要的法律披露

一般披露

本研究报告由安里证券有限公司（“ASL”）编制和分发，及其在香港从事受规管活动业务。本报告或其任何部分不得分发，未经 ASL 事先书面批准，不得复制或披露给任何其他人。特别是，本研究报告无意分发给美国、加拿大、澳大利亚或其分发将违反适用法律、规则和法规的任何司法管辖区或国家的任何个人或实体，也无意由其使用。此报告包含的信息、数据、材料、预测、估计或意见仅供参考，如有更改，恕不另行通知。对于上述信息、数据、材料、预测、估计、意见的公平性、正确性、准确性、合理性或完整性，ASL 不作任何陈述或保证（无论是明示、暗示或以其他方式），但已尽最大努力获得来自被认为可靠的来源的信息、数据和材料。ASL 对信息、数据、材料、预测、估计或意见的更新、完整性、正确性、可靠性或准确性不作任何陈述、承诺或保证。本研究报告的发表并没有考虑涉及任何具体的财务状况、投资目标、投资经验或其他需要，因此预计投资者不应依赖本报告中的信息、数据、材料、预测、估计或意见作出投资决策。如有需要请寻求专业和独立的建议。对于所有持份者在本研究报告提供的信息、数据、材料、预测、估计或意见而可能遭受的任何直接或间接损失或损害，ASL 绝不承担任何责任和义务。在任何情况下，本研究报告不构成任何司法管辖区的任何证券和投资产品的任何出售或认购要约、征求或邀请购买，以及认购任何证券和投资产品的要约。

在发行本研究报告时，ASL 不会提供专业的投资建议。除非另有说明，否则截至本研究报告发布之日，ASL 或其关联公司（“ASL 集团”）对本研究报告中提及的公司的证券并无权益。ASL 集团的董事、职员可能在本研究报告中提及的所有或任何证券或投资中拥有任何职位，并可以为自己的账户进行交易。此外，ASL 集团可能已提供投资服务并可能已承销这些证券，或可能充当与这些证券相关的市场标记。ASL 集团可能会就与这些证券或投资相关的服务赚取或收取佣金、费用或其他利益（无论是货币还是非货币）。

风险

本研究报告中提及的证券或投资可能并不适合所有投资者。特别是，没有考虑任何投资者的任何特定投资目标或经验、财务状况或其他需求。上述提到，对于此报告提及的任何证券和/或投资对于任何特定投资者的情况的适用性或适当性，ASL 不承担任何责任。投资者需根据自身的投资经验、投资目标、财务状况和特殊需要做出投资决定，并在必要时咨询自己的专业顾问，然后再做出投资决定。本研究报告无意提供任何专业建议，并不应依赖本研究报告。投资价值可升亦可跌，过去的表现并不代表期货的未来表现。此处披露的风险并非详尽列出与证券或投资相关的风险。建议投资者先阅读并充分理解本研究报告中提及的与证券或投资有关的所有发行或其他相关文件，以及其中所涉及的风险披露声明和风险警告，然后再做出任何投资决定。

ASL 的资信

ASL 获香港证券及期货事务监察委员会发牌，可根据《证券及期货条例》（第 571 章）经营第 1 类及第 4 类受规管活动，对于香港法律，根据所有适用的法律、规则和规定，提供与一系列研究产品相关的服务，包括但不限于基本面分析、宏观经济分析、定量分析和交易思路、规定。

Anli 之评级说明

买入 - 我们期望在 12 个月内提供 15% 或更多总回报（价格升值加股息）的证券。

持有 - 我们期望在 12 个月内提供正 15% 或负 10% 的总回报（价格升值加股息）的证券。

卖出 - 我们期望在 12 个月内提供-10% 或更少总回报（价格升值加股息）的证券。

NC - 未涵盖