

主題報告 電子商務

無評級

產業報告

中國電子商務 - 面對監管，重新出發

阿里巴巴處罰創紀錄 182 億元

處罰創紀錄的 182 億元人民幣之後，阿里巴巴業務營運一切如常。不明朗因素仍然存在，但維持現狀已可接受。我們預期未來罰款陸續有來，好消息是投資者情緒極具韌性。

電子商務支持經濟，防控疫情

電子商務一直是中國經濟的強力支柱，在低迷的全球經濟中，這是一個亮點。特別是現時中國製造業面臨商品價格飆升與及半導體等關鍵部件短缺。電子商務表現良好，能最大限度減少人員流動和互動，有助疫情控制。

網紅經濟過火越線

網紅推廣等領域政策收緊迫在眉睫。在這些網紅中，許多都是靠出格行為吸引眼球。但公眾對這些行為相當接受，而粉絲亦狂熱追捧偶像。發展方向并不健康。對於電子商務業者，網紅帶貨令產品暢銷，成為電子商務重要組成部分。

一石二鳥是否可行

打破現在寡頭壟斷的最快捷途徑是培養一個由國家隊支持的電子商務平台。通過從每個寡頭業者分拆出一個核心組件，即可組成此平台。而在剝離其中一個核心組件後，現有寡頭業者利用市場支配地位的能力亦減弱。然而我們傾向較溫和的方式，通過監管和行政命令規管中國電子商務業者。

加強監管只會損傷，不會殺死電子商務平台。

H. C. Kwan
(852) 2159-4506
kwan.hc@hooraysec.com.hk

2021年5月31日	收市價 (港元)	市值 (十億港元)
0700 HK 騰訊控股	619.000	5,939.3
9988 HK 阿里巴巴-SW	211.000	4,576.3
3690 HK 美團-W	294.000	1,796.6
9618 HK 京東集團-SW	291.200	911.3

總覽

由螞蟻集團暫停在香港和上海的雙重首次公開發行上市作為標誌，中國政府瞄準電子商務的打擊行動陸續有來。最震撼的當然是國家市場監督管理總局迅速完成對阿里巴巴集團反壟斷調查，判罰創紀錄的 182.28 億元人民幣罰款。

美團、滴滴出行、拼多多、唯品會、騰訊以及其他較小的電子商務業者都被處以數百萬元人民幣罰款，但這些都只傷及皮毛。股票市場對這些處罰反應平靜，數以百億元計的股票配售如常進行，音樂椅照常轉動。

然而暗湧仍在。這體現在美團創始人和首席執行官引述一首千年歷史唐詩。詩意表面無害，但一些網紅對其潛在意義的深度解釋延續了美團股票多天的跌勢。

除了罰款之外，各電子商務業者均承諾檢視運營手法，以各種方式的補救措施糾正錯誤行為。然而，政府監管機構仍未觸動電子商務行業的主要基石，亦沒有發出限制營運方面的禁令，電子商務業者如常營運。監管機構下一步行動有待觀察。

阿里巴巴判罰 182.28 億元人民幣

2021 年 4 月 10 日，國家市場監督管理總局在調查三個多月後發布了對阿里巴巴集團反壟斷調查的行政處罰決定。

市監總局認定阿里巴巴集團違反了反壟斷法規定。當中規定禁止具有市場支配地位的經營者沒有正當理由，對交易相對人進行排他性限制。責令阿里巴巴集團停止違法行為，並處以人民幣 182.28 億元（約美金 28 億元）罰款，相當於阿里巴巴集團 2019 自然年度中國境內銷售額人民幣 4,557.12 億元（約美金 696 億元）的 4%。同時，市監總局要求阿里巴巴集團嚴格落實平台企業主體責任、加強內控合規管理、維護公平競爭、保護平台內商家和消費者合法權益等方面進行全面整改，並連續三年向市監總局提交自查合規報告。

阿里巴巴集團亦表示對處罰誠懇接受，堅決服從。承諾將強化依法經營，進一步加強合規體系建設，立足創新發展，更好履行社會責任。

一切都是樣板式陳述。

螞蟻集團整改方案到位

在阿里巴巴宣布國家市場監督管理總局處罰後兩天，其非併表關聯方螞蟻集團宣佈在金融管理部門的指導下，全面對標監管要求，近期已完成整改方案的研究和制定工作。

螞蟻集團將整體申設金融控股公司，實現金融業務全部納入監管；支付業務回歸支付本源，堅持小額便民、服務小微定位；申設個人徵信公司，依法持牌、合法合規經營個人徵信業務，加強個人資訊保護，有效防範數據濫用；將「借唄」「花呗」全部納入消費金融公司，依法合規開展消費金融業務；強化消費者權益保護，加強金融消費者適當性管理；完善公司治理，遵守公平競爭的法律規則，規範關聯交易，加強風險防控，營造公平競爭的市場環境，進一步增強社會責任體系建設等。上述事項將根據監管規定及螞蟻集團公司章程等相關約定，在履行相應程序後具體執行。

一切都是樣板式陳述。

業務運作一切如常

可喜的是各電子商務業者業務運作一切如常。螞蟻集團準備申請成立金融控股公司，但在獲批之前，其業務如常。同時，它亦將成立公司並申請個人徵信業務牌照，但沒有提及現時需要停止這一業務，故可能存在無牌經營的情況。亦沒有提及從兩家持牌公司，即百行徵信和朴道徵信，採購個人信用服務。數年前螞蟻集團或阿里巴巴曾申請此牌照，但未有獲批發。

公告中亦沒有提到具體措施解決國家市場監督管理總局調查的最關鍵問題：即在加入阿里巴巴電子商務平台時的排他條款。當然，更激烈的行動，例如拆解阿里巴巴集團以從根本解決壟斷問題，則無需過慮。

總而言之，罰款可以作為繼續參與遊戲的門票，一切業務如常。

尚未脫離困境

雖然阿里巴巴及其他業者業務如常運作，但股市對負面新聞較為敏感，對新聞的負面解釋亦然。

冷灰再燃

只因引用一首千年歷史唐詩，美團創始人兼首席執行官導致美團的股價延續了多天跌勢。詩意表面無害，但一些網紅對該詩潛在意義的深度解釋，提醒投資者阿里巴巴創始人馬雲本在教育監管機構而被上一課的教訓。可喜的是，美團剛剛完成了股票配售，最近亦沒有分拆計劃。京東和它的創始人和首席執行官則保持安靜。

或者是巧合，數天後新聞播出火炬燒湖畔大學石頭牌匾的報導。顯然，校名並不符合對大學命名的最新法規。此次是繼早前行政命令停止湖畔大學新招生的又一行動。數年前，馬雲創立湖畔大學，他曾經說過他將再次擔任老師。

股票市場反應平靜，阿里巴巴股價仍處於 20 天低位水平。

騰訊一向低調，有待觀察。

圖示 1：馬雲創立的湖畔大學 - 火燒牌匾



資料來源：caixinglobal.com

支付寶和芝麻信貸 - 主軸仍在

在迅速完成對阿里巴巴調查及作出判罰決定時，國家市場監督管理總局似乎只抓住皮毛，而留下阿里巴巴壟斷的核心問題。阿里巴巴享有壟斷地位的根本原因之一是其支付系統 - 支付寶。即使不再訂立違法的商家排他條款合約，阿里巴巴仍然可以通過提供與支付寶捆綁福利等方式來排除其他電子商務平台運營商。

與芝麻信用的無縫連接及其大數據庫中的個人信用評分服務創造了電子商務 DNA - 粘性。除非在電子商務產業鏈中的每個模塊中均提供基於開放系統架構的無縫接口，否則其他業者如騰訊微信支付，無法評

估涉及交易的信貸風險及無法回應支付寶的支付請求。這需要時間、協調和合作，但現在這些都不存在該產業的 DNA 中。

最好的策略 - 維持現狀

阿里巴巴沒有提及實施對國家市場監督管理總局承諾的執行情況。實際上，政府監管機構是否發出牌照在阿里巴巴控制之外。數年前它已申請個人徵信業務牌照，但關於該申請是否仍在審批過程中、已暫停或失敗則未有再提及。只要業務如常運作，維持現狀就可以了。其實要迅速結束此局面，只要與百行徵信和朴道徵信兩家持牌公司合作即可解決此問題。

當然，再次向阿里巴巴處以億元計罰款，也是國家市場監督管理總局的專權。

每人 2,000 元乘以五億人的儲備需求

阿里巴巴另一個承諾是成立金融控股公司，令其金融業務全部納入監管。而要滿足央銀規定的資本儲備，可能需要預備金額鉅大的資本金。確切的金額難以估計，但鑑於五億個人用戶及平均結餘人民幣 2,000 元，阿里巴巴可能需要削減其中一項或兩者以減少資本金需求。當然，重新激活螞蟻集團首次公開發行亦可以補充資本金，但此舉自 2020 年 11 月 20 日暫停後，沒有進一步更新資訊。

DCEP - 顛覆性技術?

經過數月的沉寂後，中國人民銀行的數字人民幣開放加入阿里巴巴旗下網商銀行成為第七家參與公測試點的商業銀行。有別於早前用戶使用測試所涉及的金額僅為每個地點數千萬元，所涉及的用戶數量只有數萬人，平均金額約為 500 元人民幣，此次接入電子商務平台，擴大測試規模。

隱藏的祝福 - 清除反壟斷門檻

然而，數字人民幣可能挑戰支付寶和微信支付，特別是以行政命令推行。這可能從兩個市場領導者手中分攤市場份額，然而不太可能傷害中國電子商務市場的基本面。樂觀看法，這可能是隱藏的祝福，因為單個業者的 50% 門檻和兩家合計共佔三分之二市場份額將不復存在。雖然在線支付只是監管部門關注的一個領域，與商家簽訂的排它條款等其他領域是更為根本的問題，但可減少其中一個量化硬指標。

另一個問題是數字人民幣基礎設施的建設成本部份是由中國電子商務業者支付與否。支付寶和微信支付在建立支付網絡的初始階段投入巨大，但那已是沉沒成本。然而，數字人民幣將需要大規模全國性部署

基礎設施，且基於對所有公民的公平原則，可能需要在農村等欠發達地區部署。

此外，數字人民幣應具有更嚴格的安全措施和控制，以配合其法定貨幣地位。這更需要巨大投資，支付寶和微信支付用戶已習慣少至數元紅包支付網紅等交易。交易高頻率及宗數是重要考量。

這都涉及成本而支付寶和微信支付如何為數字人民幣部署做出貢獻，要進一步跟進。當然，可實施行政命令在電子商務交易中收取費用，如按交易額比例計算等。

目前沒有關於數字人民幣實施的詳細信息，故其對支付寶和微信支付的影響難以估算，具體取決於數字人民幣如何支援支付寶和微信支付的付款服務，更重要的是否收取費用。如果只是通過支付寶和微信支付進行數字人民幣付款，那麼兩者在移動支付市場中目前的寡頭壟斷地位可以維持，只是架床疊屋增加多一層。

網紅逆襲 - 粉絲助力

中國電子商務平台的一個關鍵特徵是用網紅吸引眼球及流量。然而，在他們能有效為商家促銷產品之前，他們必須利用粉絲的貪婪、迷色、美食、憐憫等心理推銷自己。然而，逆襲出現了。

蒙牛推廣活動變質

最新的醜聞是蒙牛贊助的青春有你 3 節目宣傳活動，蒙牛讓粉絲們投票選他們喜歡的偶像。粉絲購買專屬偶像的牛奶飲品，通過掃描包裝內的二維碼投票，令他們的偶像獲勝。這本是很古老的廣告推銷手法。

圖示 2：蒙牛推廣活動變質

資料來源：hket.com

然而，當包裝內的二維碼比牛奶飲品本身更有價值時，或者如一些內幕知情人士所描述的是有統籌者策劃事件捧紅偶像，事情就變質了。消費者出現價值逆轉，買櫝還珠，而溝渠中則牛奶成河。或者是情人眼里出西施吧。

公眾意見反響強烈，央媒跟進，導致蒙牛公開道歉。

參考以往案件，政府可能會收緊網紅廣告推廣。特別是主要電子商務業者現正身處風口浪尖時。這將損害中國電子商務的發展，因為消費者已習慣被網紅帶風向。

當然，網紅在促銷方面的積極作用不應低估。敏華原是一家 OEM 瞄準海外市場，現成功轉營國內零售的沙發製造商，其中國銷售已佔一半份額，線上交易及網紅帶貨是重要渠道。

醫療互助平台相繼關閉

更多的醫療互助平台關閉。曾與阿里巴巴的相互寶分佔市場前三位的輕鬆互助和水滴互助，以及規模較小的悟空互助和 360 互助近期宣佈關閉。小米集團的小米互助亦同一命運。

即使是市場首位的阿里巴巴相互寶亦出現參與成員萎縮情況，這在一個需要成員數量支援的平台是令人擔憂的標誌。分析指出飆升的會員分攤金額，以及平台剔除覆蓋的疾病是罪魁禍首。中國政府自始至終對這些醫療互助平台持保留態度，不視它們為保險產品，但亦因此不受規管。此外，成員眾多數以千萬計，甚至阿里巴巴相互寶上億，如其失控則成為社會麻煩熱點。

因一人同時加入多個這樣的互助平台十分常見，其他業者關閉平台可能不會令其成員轉移至阿里巴巴相互寶，另外已有新聞報導稱其參與成員數目已跌穿一億人。阿里巴巴是否成功重組將所有金融業務放入有待成立的金融控股公司之下，將成為相互寶能否成功的關鍵。最好的情況是其互助計劃恢復歸入保險，回歸至 2018 年阿里巴巴當初創立相互寶時模式。或者它可以轉營為交叉銷售好醫保健康保險的平台，希望不會落得共享單車的命運。阿里巴巴在二十年歷史中，已經歷過數輪監管沖擊而存活了下來。

結論：在岩石與漩渦間前行

在國家市場監督管理總局處罰創紀錄的 182 億元人民幣之後，阿里巴巴業務營運一切如常。其業務重組的詳細信息，特別是獲得相關牌照的時間表，均為未知數。但只要可如往常一樣開展業務則已是無關緊要。壟斷行為是阿里巴巴特有，還是於中國電子商務市場中普通實踐，那是在監管機構的判斷。我們預期未來罰款陸續有來，好消息是投資者情緒極具韌性。

電子商務一直是中國經濟的強力支柱，在低迷的全球經濟中，這是一個亮點。特別是中國在製造業面臨商品價格飆升與及如半導體等關鍵部件短缺的時候，其嚴重程度不僅損害企業利潤，已至影響生產程度。實際上，電子商務表現良好，確實可以最大限度減少人員流動和互動，有助疫情控制。

然而，在網紅推廣等領域政策收緊是迫在眉睫。在這些網紅中，許多人都是靠出格行為吸引眼球。但公眾對這些行為相當接受，而粉絲亦狂熱追捧偶像。發展方向并不健康。對於電子商務業者，網紅帶貨令產品暢銷，成為電子商務重要組成部分。

現時可能是重新思考混合所有制改革的好時機。五年前中國聯通和私人投資者合作，允許如互聯網巨頭阿里巴巴、騰訊、百度、京東等投資持有其 35% 股權。中國聯通重新振興並成為 5G 通信服務的強勢業者。其他國企亦可以接入互聯網巨頭的現金池，加強其在資本市場的知名度。

引用互聯網術語，政府的殺手應用程式是培養一個由國家隊支持的電子商務平台，這可能是打破現在寡頭壟斷的快捷途徑。通過從每個寡頭業者分拆出一個核心組件，即可組成一個新的平台，至少形式如此，希望實質亦如是。而在剝離其中一個核心組件後，現有寡頭業者在利用市場支配地位的能力削弱。這可能達至一石二鳥的效果。當然，風險是在過渡期間，經濟可能受到損害，特別是在中國和全世界均面對眾多不確定性的時間點。我們當然傾向溫和的方式，通過監管和行政命令規管中國電子商務業者。

加強監管只會損傷，不會殺死電子商務平台。

ANALYST CERTIFICATION

THE RESEARCH ANALYST, H. C. KWAN, WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR THE CONTENT OF THIS RESEARCH REPORT, IN WHOLE OR IN PART, CERTIFIES THAT WITH RESPECT TO THE SECURITIES OR ISSUER THAT THE ANALYST COVERED IN THIS REPORT: (1) ALL OF THE VIEWS EXPRESSED ACCURATELY REFLECT HIS OR HER PERSONAL VIEWS ABOUT THE SUBJECT SECURITIES OR ISSUER; AND (2) NO PART OF HIS OR HER COMPENSATION WAS, IS, OR WILL BE, DIRECTLY OR INDIRECTLY, RELATED TO THE SPECIFIC VIEWS EXPRESSED BY THAT ANALYST IN THIS REPORT.

BESIDES, THE ANALYST CONFIRMS THAT NEITHER THE ANALYST NOR HIS/HER ASSOCIATES (AS DEFINED IN THE CODE OF CONDUCT ISSUED BY THE HONG KONG SECURITIES AND FUTURES COMMISSION) (1) HAVE DEALT IN OR TRADED IN THE SECURITIES COVERED IN THIS RESEARCH REPORT WITHIN 30 CALENDAR DAYS PRIOR TO THE DATE OF ISSUE OF THIS REPORT; (2) WILL DEALT IN OR TRADED IN THE SECURITIES COVERED IN THIS RESEARCH REPORT 3 BUSINESS DAYS AFTER THE DATE OF ISSUE OF THIS REPORT; (3) SERVE AS AN OFFICER OF ANY OF THE HONG KONG LISTED COMPANIES COVERED IN THIS REPORT; AND (4) HAVE ANY FINANCIAL INTERESTS IN THE HONG KONG LISTED COMPANIES COVERED IN THIS REPORT.

RECOMMENDATION DEFINITIONS

BUY: SHARE PRICE EXPECTED TO APPRECIATE 20% OR MORE IN THE NEXT 12-MONTH
HOLD: SHARE PRICE EXPECTED TO APPRECIATE BETWEEN 5% AND 20% IN THE NEXT 12-MONTH
SELL: SHARE PRICE EXPECTED TO APPRECIATE LESS THAN 5% IN THE NEXT 12-MONTH
NOT RATED: NO SPECIFIC SHARE PRICE ESTIMATIONS ARE MADE

DISCLOSURES OF RELEVANT BUSINESS RELATIONSHIP

HOORAY SECURITIES LIMITED (THE "HOORAYSEC") AND ITS AFFILIATE HOORAY CAPITAL LIMITED (TOGETHER THE "HOORAY GROUP") ARE LICENSED CORPORATIONS UNDER THE SECURITIES AND FUTURES ORDINANCE (THE "SFO"), MAY, UNDER CIRCUMSTANCES PERMITTED BY LAW, PARTICIPATE IN THE OFFERINGS OF SECURITIES MENTIONED IN THIS REPORT.

HOORAY GROUP MAY, TO THE EXTENT PERMITTED BY LAW, OWN OR HAVE A POSITION IN THE SECURITIES OF (OR OPTIONS, WARRANTS OR RIGHTS WITH RESPECT TO, OR INTEREST IN, THE SHARES OR OTHER SECURITIES OF) THE COMPANY MENTIONED IN THIS REPORT. HOORAY GROUP MAY ADD TO OR DISPOSE OF ANY SUCH SECURITIES OR MAKE A MARKET OR ACT AS A PRINCIPAL IN ANY TRANSACTION IN SUCH SHARES OR OTHER SECURITIES. HOORAY GROUP MAY FROM TIME TO TIME PROVIDE INVESTMENT BANKING, UNDERWRITING OR OTHER SERVICE TO, OR SOLICIT INVESTMENT BANKING, UNDERWRITING, OR OTHER BUSINESS FROM THE COMPANY.

HOORAY GROUP HAS NO MORE THAN 1% FINANCIAL INTERESTS IN THE COMPANY AS AT MAY 31, 2021.

HOORAY GROUP DOES NOT ACT AS A MARKET MAKER FOR THE COMPANY ON MAY 31, 2021.

NO EXECUTIVE STAFF OF HOORAY GROUP SERVES AS AN OFFICER OF THE COMPANY AS AT MAY 31, 2021.

HOORAY GROUP ACTS NO INVESTMENT BANKING ROLES FOR THE COMPANY WITHIN THE PAST 12 MONTHS.

DISCLAIMER

THIS DOCUMENT MAY NOT BE DISTRIBUTED TO THE PRESS OR OTHER MEDIA, AND MAY NOT BE REPRODUCED IN ANY FORM, AND MAY NOT BE TAKEN OR TRANSMITTED INTO THE UNITED STATES OR PROVIDED OR TRANSMITTED TO ANY U.S. PERSON (WITHIN THE MEANING OF REGULATIONS UNDER THE U.S. SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED), INCLUDING ANY BRANCH OR AGENCY OF A NON-U.S. PERSON(S) LOCATED IN THE UNITED STATES. FAILURE TO COMPLY WITH THIS RESTRICTION MAY CONSTITUTE A VIOLATION OF UNITED STATES SECURITIES LAWS. THIS REPORT MAY NOT BE SENT INTO CANADA OR TO ANY CANADIAN PERSON. THIS REPORT MAY NOT BE SENT INTO JAPAN. THIS REPORT MAY NOT BE DISTRIBUTED OR PASSED TO ANY PERSON OTHER THAN A PERSON WHOSE ORDINARY BUSINESS IS TO BUY OR SELL SHARES OR DEBENTURES, WHETHER AS PRINCIPAL OR AS AGENT. THE DISTRIBUTION OF THIS REPORT IN OTHER JURISDICTIONS MAY BE RESTRICTED BY LAW, AND PERSONS INTO WHOSE POSSESSION THIS REPORT COMES SHOULD INFORM THEMSELVES ABOUT, AND OBSERVE, ANY SUCH RESTRICTIONS. BY ACCEPTING THIS REPORT, THE RECIPIENT AGREES TO BE BOUND BY THE FOREGOING LIMITATIONS.

THIS REPORT HAS BEEN PREPARED BY HOORAY GROUP SOLELY FOR INFORMATION PURPOSES. IT HAS BEEN PRODUCED INDEPENDENTLY OF THE COMPANY, AND THE FORWARD-LOOKING STATEMENTS, OPINIONS, AND EXPECTATIONS CONTAINED HEREIN ARE ENTIRELY THOSE OF HOORAY GROUP AND ARE GIVEN AS PART OF ITS NORMAL RESEARCH ACTIVITIES AND NOT IN CONNECTION WITH ANY OFFERING OF SECURITIES OR AS AN AGENT OF THE COMPANY, ITS SHAREHOLDERS OR ANY OTHER PERSONS. THE READER IS CAUTIONED THAT ACTUAL RESULTS MAY DIFFER MATERIALLY FROM THOSE SET FORTH IN ANY FORWARD-LOOKING STATEMENTS HEREIN. WHILE ALL REASONABLE CARE HAS BEEN TAKEN TO ENSURE THAT THE FACTS STATED HEREIN ARE ACCURATE AND THAT THE FORWARD-LOOKING STATEMENTS, OPINIONS AND EXPECTATION CONTAINED HEREIN ARE BASED ON FAIR AND REASONABLE ASSUMPTIONS, NONE OF HOORAY GROUP, ITS ASSOCIATES INCLUDING HOORAYSEC, AND THE COMPANY HAS INDEPENDENTLY VERIFIED ANY OF THE INFORMATION HEREIN. IF THE COMPANY SHOULD AT ANY TIME COMMENCE AN OFFERING OF SECURITIES, ANY DECISION TO INVEST IN ANY SUCH OFFER TO SUBSCRIBE FOR OR ACQUIRE SECURITIES OF THE COMPANY MUST BE BASED WHOLLY ON THE INFORMATION CONTAINED IN THE FINAL OFFERING MEMORANDUM ISSUED OR TO BE ISSUED BY THE COMPANY IN CONNECTION WITH ANY SUCH OFFER AND NOT ON THE CONTENTS HEREOF. THIS REPORT SHALL NOT BE CONSTRUED AS AN OFFER (OR SOLICITATION OF AN OFFER) TO BUY OR SELL THE SECURITIES/INSTRUMENTS MENTIONED. THE SECURITIES OR INSTRUMENTS MENTIONED MAY NOT BE SUITABLE FOR ALL INVESTORS, THE RECIPIENT OF THIS REPORT SHOULD UNDERSTAND AND TAKE INTO ACCOUNT THEIR INVESTMENT OBJECTIVES, INVESTMENT EXPERIENCES, FINANCIAL SITUATION AND ALL RELATED RISKS, AND WHERE NECESSARY CONSULT THEIR OWN INDEPENDENT FINANCIAL ADVISERS PRIOR TO ANY INVESTMENT DECISION.

HOORAY GROUP DOES NOT REPRESENT THIS IS ACCURATE OR COMPLETE AND WE MAY NOT UPDATE THIS. ACCORDINGLY, NONE OF THE COMPANY, ANY UNDERWRITER OF SECURITIES OF THE COMPANY, OR ANY OF THEIR RESPECTIVE DIRECTORS, OFFICERS OR EMPLOYEES, SHALL IN ANY WAY BE RESPONSIBLE FOR THE CONTENTS HEREOF, OR SHALL BE LIABLE FOR ANY LOSS ARISING FROM USE OF THIS REPORT OR OTHERWISE ARISING IN CONNECTION THEREWITH. BY ACCEPTING THIS REPORT, THE RECIPIENT AGREES TO BE BOUND BY THE FOREGOING LIMITATIONS.

© 2021 HOORAY SECURITIES LIMITED ALL RIGHTS RESERVED

NO PART OF THIS MATERIAL MAY BE REPRODUCED OR REDISTRIBUTED WITHOUT THE PRIOR WRITTEN CONSENT OF HOORAY SECURITIES LIMITED.

OPINIONS AND INFORMATION PRESENTED IN THIS DOCUMENT HAVE BEEN OBTAINED OR DERIVED FROM SOURCES BELIEVED BY HOORAY SECURITIES LTD. (HOORAYSEC) AS RELIABLE, BUT HOORAYSEC MAKES NO REPRESENTATION AS TO THEIR ACCURACY OR COMPLETENESS. HOORAYSEC ACCEPTS NO LIABILITY FOR LOSS ARISING FROM THE USE OF THIS DOCUMENT WHERE PERMITTED BY LAW AND/OR REGULATION.

聯絡我們

H. C. Kwan	kwan.hc@hooraysec.com.hk	(852) 2159 – 4506
研究部	research@hooraysec.com.hk	(852) 2159 – 4500
好盈證券有限公司 香港干諾道中148號 粵海投資大廈1樓		
總機：		(852) 2159 – 4500
客戶服務：		(852) 2159 – 4515
交易專線：		(852) 2159 – 4511
傳真：		(852) 2110 – 4044