

买入

介入器械集采放量，研发持续推进

康德莱医械(1501.HK)

2022-04-14 星期四

目标价:	27.39 港元
现价:	15.86 港元
预计升幅:	72.70%

重要数据

日期	2022-04-13
收盘价 (港元)	15.86
总股本 (亿股)	1.66
总市值 (亿港元)	26.33
净资产 (亿元)	14.38
总资产 (亿元)	16.22
52 周高低 (港元)	44.80/10.80
每股净资产 (元)	8.66

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

康德莱 (25.82%);
 宁波怀格泰益 (9.25%);
 OrbiMed Capital LLC (6.91%);

相关报告

深度报告: 心内介入器械领域龙头国产品牌-20200908

更新报告: 业绩稳步增长, 在研产品丰富-20210414

介入类器械部分集采放量贡献收入，业绩快速增长：

21 年公司总收入同比增长 29.6% 至 4.65 亿，其中介入类医疗器械产生收入 4.36 亿元，同比增长 63.7%，占总收入比重达到 93.9%。盈利能力保持稳定，21 年综合毛利为人民币 2.76 亿元，毛利率为 59.3%，期间年内利润同比增长超过 20.5% 至人民币 1.4 亿元，净利率实现 30.2%。公司产品受益于集采放量，治疗类的产品如造影导丝、造影导管、球囊导管及指引导丝等在集采下销量增长达到 75%，辅助类的产品如压力泵、Y 阀、压力延长管等整体销量增长在 58% 左右，22 年集采最低签约量已经超过了 3000 万，较 21 年有十倍的增长，出厂价几乎不受影响。PTFE 内衬管、不锈钢丝等进口原材料已基本实现自主化生产，以应对原材料上涨及供应周期长等问题，有效控制生产成本。

销售渠道优化，璞霖医疗助力内贸发展，外贸可发展空间较大：

截至 21 年底，公司拥有覆盖中国 23 个省、4 个直辖市及 5 个自治区的中国分销商，累积覆盖 2100 家中国境内医院，同时拥有覆盖 51 个国家及地区的 184 家海外客户。21 年介入类产品内贸的收入增幅超过了 80%，主要得益于 21 年引进新的内贸销售团队与现有的销售团队进行整合，成立了新的国内销售平台上海璞霖，外贸整体同比增长约为 15%（不含委托出口收入），22 年公司有望在外贸销售商实现超 30% 增长，未来三年外贸销售预计能达到 5 亿。

研发稳定推进，注册证陆续获批，产能即将释放：

21 年研发开支约为人民币 1.1 亿元，同比增长 65.9%，其中约人民币 1985 万元已资本化。21 年公司获得 8 项三类注册证及 3 项二类注册证，预计 22 年获 9 项三类证和 6 项二类证，于 21 年底共拥有 189 项注册专利、166 项申请中的专利及 5 个注册软件著作权。22 年处于临床试验阶段的产品共有 12 项。预计 22 年上半年完成 TAVR 双适应症（返流和狭窄）的 FIM 试验，弗若斯特沙利文预计中国 TAVR 产品规模达到 63.3 亿元；近期拿证的骨科干细胞产品已完成医保编码的申请，市场无同类产品，预计未来三年能贡献 6000 万以上的收入；镁合金可降解支架预计今年年底前会进入人体实验阶段，独有的镁合金材料于去年攻克强度和降解速度快难题；外周介入产品与公司冠脉产品线吻合度较高，已推出外周专用微导丝、微导管，外周收入有望快速增长。

给予“买入”评级,目标价 27.39 港元：

公司受益于集采，产品快速放量，新品陆续推入市场，即将进入收获期，我们调整了 22-24 年收入预测至 6.45、8.57、11.23 亿元人民币，对应的 EPS 分别为 1.12、1.48、1.91 元人民币，对应 24 年预测的 15 倍 PE，调整目标价至 27.39 港元，较现价有 72.70% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	358.43	464.68	645.10	856.70	1123.03
同比增长 (%)	25.12%	29.64%	38.83%	32.80%	31.09%
净利润	116.52	140.44	185.92	246.49	317.81
同比增长 (%)	20.69%	20.53%	32.38%	32.58%	28.93%
净利润率 (%)	32.51%	30.22%	28.82%	28.77%	28.30%
每股盈利 (元)	0.73	0.86	1.12	1.48	1.91
PE@27.39HKD	31.57	26.04	19.83	15.00	11.62

数据来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)预测

報告正文

介入类器械部分集采放量贡献收入，业绩快速增长：

21年公司总收入同比增长29.6%至4.65亿。得益于21年公司积极开拓分销网络，持续将研发并已商业化的产品推向医院和医疗器械制造商客户，介入类器械销量显著增长，弥补了因为疫情得到控制口罩收入的下降，期间销售介入类医疗器械产生收入4.36亿元，同比增长63.7%，占总收入比重达到93.9%，比20年增长了19.53个百分点。其中心血管器械实现4.27亿元，占介入器械收入的97%，较20年同比增加60.9%，指引导管、微导丝、微导管和球囊导管等产品销售额都比前几年有比较大幅的提升，公司销售额最好的三个产品分别为压力泵、导管鞘和造影导管，压力泵在国内市占率能达到15%左右，导管鞘和造影导丝的市占率在8%-10%的水平，这三个产品所对应的市场规模占整个国内心血管介入器械市场20%左右，根据《中国心血管病报告2018》数据预计24年中国心血管介入器械行业市场规模将达到380.9亿元；新增神经器械收入贡献712.3万元；骨科及其他器械实现收入187.2万元，同比增长107.5%。销售医疗标准件收入1202.4万元，基本与20年收入持平；口罩贡献收入35.1万元，较20年7039万元有较大幅度的下滑，主要是疫情得到了有效的控制；模具及其他实现收入1614.2万元，同比20年增长71.9%。

盈利能力保持稳定，21年综合毛利为人民币2.76亿元，毛利率为59.3%，较20年减少6个百分点，主要是由于减少了高毛利率的口罩收入，其中介入类产品的毛利率由20年的65.5%下降至62.5%，主要由于部分产品受到集采的影响，减少了一定的毛利率，同时新收入准则将运费计入了成本中，从而冲减了部分收入，此外，由于疫情的影响，政策上对公司社保费用进行了减免，21年随着疫情得到控制，不再享有这个政策导致成本上升。

期间年内利润同比增长超过20.5%至人民币1.4亿元，净利率实现30.2%，较20年下滑了2.3个百分点，剔除疫情突发性事件造成的口罩销售收入波动的影响，公司的净利率在21年有所改善。

公司现金管理策略稳健，21年年末的现金余额约6.41亿元，经营性现金流入为7276万元，资本开支约3.4亿元，主要用于构建厂房、购置设备、无形资产以及对外投资，每股基本盈利为人民币0.86元，每股派息0.26元。

图 1: 18-21 年营业收入 (百万元)

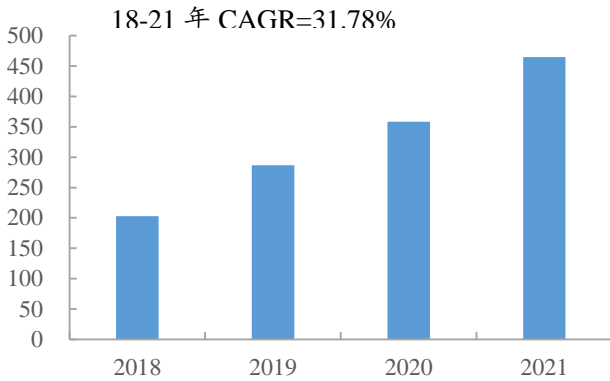
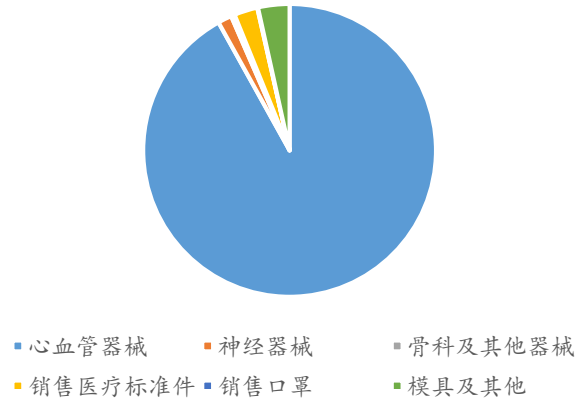


图 2: 21 年各品类收入占比



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 3: 18-21 年毛利及毛利率情况

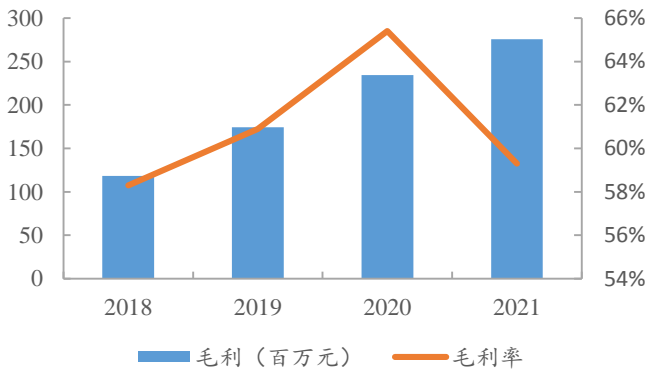
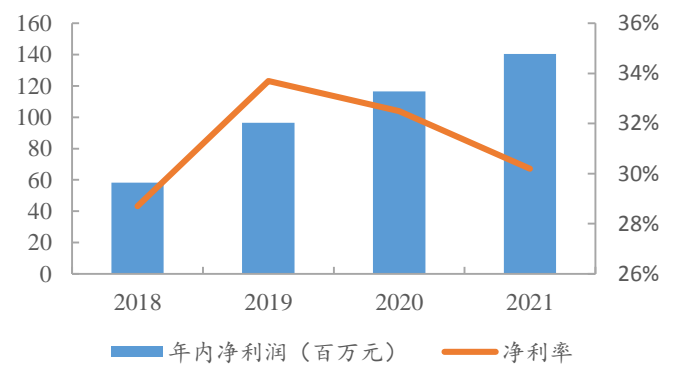


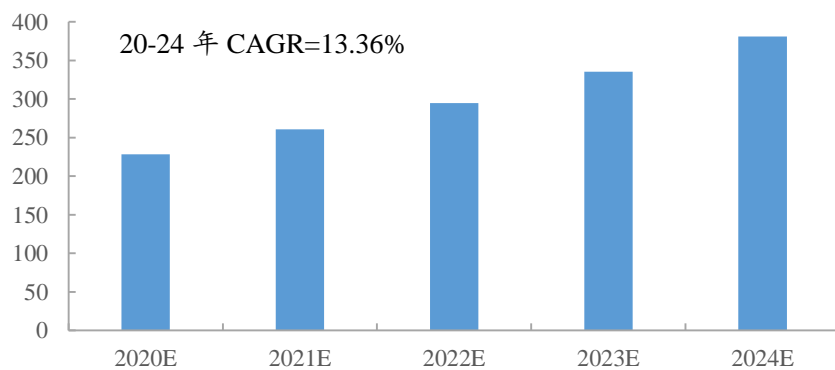
图 4: 18-21 年年内净利润及净利率情况



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 5: 20-24 年中国心血管介入器械市场规模预测 (亿元)



资料来源: 《中国心血管病报告 2018》、国元证券经纪(香港)整理

集采下部分产品放量。指引导丝、指引导管、球囊扩张压力泵、球囊导管这些产品通过集采销量得到大幅提升, 治疗类的产品如造影导丝、造影导管、球囊导管及指引导丝等在集采下销量增长达到 75%, 辅助类的产品如压力泵、Y 阀、压力延长管等整体销量增长在 58% 左右。21 年集采的签约量只有 300 万左右, 22 年

最低签约量已经超过了 3000 万，在集采规则及价格没有出现大变动的前提下，整体对公司现有产品出厂价没有什么影响，预计公司还将继续获益于集采。

应对原材料上涨，部分进口原材料已积极布局自有产业链。21 年销售成本从 20 年的 1.24 亿元上升到了 1.89 亿元，料工费的各项占比基本保持稳定，21 年的成本中包含了运费，剔除运费的影响，料工费的占比大致是 57: 30: 13，料和工都略有上升，主要是由于原材料成本略有上升和社保不减免。公司产品微导管、指引导管，其最核心原材料是 PTFE 内衬管，PTFE 内衬管制作工艺水平和精度都有较高要求，因此目前国产化率仍较低的，基本依赖进口，全球的供货周期长，已经达到了 6-9 个月，国际供应形势给国内的企业也带来了一定的压力，公司就 PTFE 内衬管做了相关布局，耗时 14 个月从日本引进了生产设备，生产 PTEF 内衬管除了对生产设备有要求，同时其生产工艺打磨的工程团队和技术团队有更高的要求，公司于去年年底完成了整个的工艺路线的确认，已经能够实现自产。市面上做导丝用的不锈钢丝基本上依赖于进口，公司去年完成了不锈钢丝产线的引入并于去年 10 月份投产，现在所有的不锈钢丝，包括扁丝都能够实现完全的自主化生产，对今年原材料成本稳定及供货稳定非常有利。据公司统计，如果特氟龙管、PTFE 钢丝和不锈钢微丝完全自产后，预计节省的采购成本能够超过 500 万。

销售渠道优化，璞霖医疗助力内贸发展，外贸可发展空间较大：

21 年分销成本为 1302 万元，同比增长 39.8%，占总收入 6.46%，较 20 年的 5.99% 略有上升，分销成本的增加主要是由于参加中国及其他国家的展会费用增加，以及公司持续优化销售及分销网络并同时提高市场上品牌知名度，销售团队从 84 人增加至 110 人。

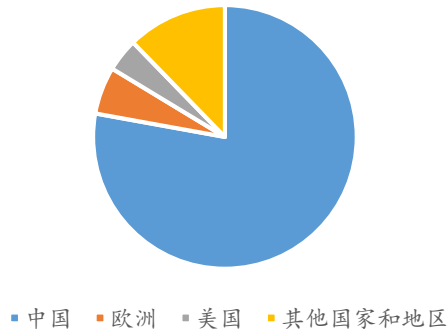
公司拥有广泛的分销网络并与分销商建立了稳定的关系。截至 21 年底，公司拥有覆盖中国 23 个省、4 个直辖市及 5 个自治区的中国分销商，新增覆盖了境内医院 664 家，累积覆盖 2100 家中国境内医院，其中包括三甲医院新增覆盖 156 家，累积覆盖 820 家。境外地区公司还拥有覆盖 51 个国家及地区的 184 家海外客户。

21 年介入类产品的收入同比增幅 63.7%，其中内贸的收入增幅超过了 80%，主要得益于 21 年引进新的内贸销售团队与现有的销售团队进行整合，成立了新的国内销售平台上海璞霖，进一步加大了国内销售渠道的建设和学术营销力度，从而使介入类产品的内贸销售额取得很好的增长，璞霖医疗不仅仅承接康德莱医械销售平台任务，最主要是把所有子公司的销售放在平台上，心内领域的团队同时帮助做外周和神经领域的拓展，起很好人员过渡和承接的作用。此外国际业务在受

国外新冠疫情影响及重点市场手术量减少的情况下，依然保持增长，**外贸整体同比增长约为 15%（不含委托出口收入）。**

关于介入类器械分区域销售情况，21 年在美国市场获得的介入类产品的销售收入金额为 1888 万元，同比增长 34%，**增长主要来自指引导丝、指引导管等产品**；在欧洲市场获得的收入为 2972 万元，同比略有下降 1%；在其他国家和地区取得的收入为 7800 万元，同比增长约 34%；在中国境内取得的收入为 3.1 亿元，同比增长约 89%，上述境外销售额已经包括了委托出口销售额。外贸方面产品已经基本得到了客户的高度认同，**22 年公司有望在外贸销售商实现超 30% 的增长。**就指引导丝和指引导管这两个产品的国际竞争情况来看，泰尔茂、ASAHI、美敦力和 Cordis 这四家竞争对手占据了 60% 的市场，中国产品在欧美市场仍处于起步的阶段，未来有较好的发展空间。公司在海外品牌建设方面做了十几年的准备，建立了客户对公司产品的信任，增加了他们对中国产品的接纳度。从整个 PCI 手术量来看，中国现在是 150 万例，欧洲和美国加起来超过了 200 万例，其他国家也较多均保持在两位数的增长，**公司预测出口和内贸的介入类产品的销售体量未来应该会趋于一致，随着更多高附加值的产品推入海外，未来三年内外贸销售应该能达到 5 亿左右。**

图 6：公司收入按地区划分



资料来源：公司公告、国元证券经纪(香港)整理

研发稳定推进，注册证陆续获批，产能即将释放：

21 年研发开支约为人民币 1.1 亿元，同比增长 65.9%，其中约人民币 1985 万元已资本化为无形资产，余下约人民币 8996 万元已自损益扣除，同比 20 年增长 39.3%，增加主要由于公司持续开发及商业化现有管线产品及新产品所致，在研发费用中，人力成本占比和服务检测费的占比都有所提高。

公司研发能力较强，研发管线全面。团队涵盖博士、硕士等专业人才及为数众多的 10 余年生产研发经验的复合型人才，具备充足的开发创新型产品及持续改善研

发的能力。研发团队人数从 20 年底的 201 位增长到了 278 位，增幅超过了 38%，目前公司现有获批的产品管线主要涵盖了心内介入、神经介入、外周介入和骨科介入等诸多的产品线和领域，于 21 年底公司共拥有 189 项注册专利、166 项申请中的专利及 5 个注册软件著作权，21 年全年共获得 11 项新产品注册证，其中 8 项产品获得国家药品监督管理局颁发的三类医疗器械注册证，分别是璞慧医疗获取的神经介入领域的微导管和支撑导管，医械获取的应用于心内介入领域的亲水涂层造影导丝，非顺应性球囊扩张导管，应用于外周介入领域的多环测量灌注导管以及应用于外周和神经领域的血管鞘，此外还获取了输液连接管路和骨髓血穿刺循环器械，其中输液连接管路是国内首个用于正电子类放射性药物分装注射设备的一次性使用管路，骨髓血穿刺抽吸循环器械也是国内首个用于骨修复的骨髓血细胞过滤富集器械；3 项产品获得上海药品监督管理局颁发的二类医疗器械注册证，分别为七木医疗获取的应用于外周介入治疗的胆道用斑马导丝，医械母公司获取的用于心内介入领域的气囊式股动脉止血带和用于外周介入领域的取石网篮。医械的微导管、造影导管、血管成形术工具包、导管鞘工具包及德瑞医疗的安全推进器这 5 项产品已取得美国食品药品监督管理局的认证。主动脉瓣膜及可吸收流体明胶已在临床实验中。

在研管线丰富，22 年处于临床试验阶段的产品总共有 12 项，包括棘突球囊扩张导管、西罗莫司球囊扩张导管、可控弯导管、 β -磷酸三钙人工骨、电子压力导尿控制器、便携式非重力输注设备、可吸收流体凝胶基质、血栓抽吸导管、取栓器械、主瓣、自定位瓣膜扩张球囊导管和可扩张血管鞘。

产品陆续获证，丰富产品线。22 年预计获 6 项二类证和 9 项三类证，二类证的产品包括取石球囊、微创筋膜闭合器、球囊加压装置、负压吸引器、瓣膜扩张球囊导管和可降解鼻窦支架，其中一次性取石球囊已经获证；三类证包括了高压延长管、血栓抽吸系统、加硬导丝、支持导管、亲水涂层血管造影导管、指引延长导管、球囊导引导管、输尿管负压导引鞘和泌尿结石取石网篮。除此外，公司还预计将获取 8 张有源类的二类证，包括数显球囊、扩张压力泵、脐带件、骨髓血细胞过滤富集蠕动泵、智能灌注抽吸系统、电子内窥镜图像处理器、输尿管电子内窥镜导管、硬性电子输尿管镜和测压输尿管内窥镜导管。

中国 TAVR 市场进入了快速发展阶段，根据弗若斯特沙利文的预测，我国 TAVR 产品市场预期将由 2018 年的 1.97 亿元增至 2025 年的 63.3 亿元，复合年增长率为 64.2%，根据中山医院对于 65 岁以下的患者统计，狭窄和返流所占市场的比例达到 3:2。公司的 TAVR 申请的是双适应症，分别是治疗返流和治疗狭窄，去年已经完成了一些植入，原本预计今年 3 月底完成所有的 FIM 临床研究，因上海疫情有所耽误，待控制后会相继完成返流及狭窄的 FIM 研究。

对于近期拿证的骨科的干细胞产品，已经完成了国家医保编码的申请，正在申请各个省相关的物价和医保。这个产品在过去的 11 年当中一共做了超过 279 例的临床，临床效果在治疗骨缺损领域、骨不连领域有不可替代性的优势。这个产品因为国内还没有，所以申请医保物价和各个省的备案需要时间，今年这个产品预期贡献一两千万收入，未来三年左右预期能达到 6000 万以上的销售水平。

镁合金可降解支架预计今年年底之前会进入到人体实验阶段。公司的镁合金体系是以镁锌钙为主元素做冶炼，没有添加稀土，与人体相容性更好，同时有效的改善了市面上镁合金材料做支架强度和降解太快的两大问题，21 年年底已经做了首批的预实验，已经达到了预期的实验结果。

我国外周介入市场高速发展，渗透率逐步提升，未来有很大的发展机会和市场空间，预计 30 年市场规模将达到 300 亿元。目前公司在外周领域的销售额不及 1000 万，未来三年有望销售收入迅速增长。外周主要产品是微导管、微导丝、造影导管、造影导丝、指引导管、压力泵和 Y 阀等，整体和公司所主要布局的冠脉产品线吻合度比较高，其中外周领域用量最多的产品有指引导丝和微导管，公司 21 年和中泰医院介入科做了大量的合作，今年也陆续推出了几款外周专用的微导丝和微导管，并已取证，辅助类的产品，如造影导丝、造影导管都是可以直接在外周使用的，没有限制。外周领域公司已经建立了专门的团队，未来会加速推入市场。外周领域还有多环标测导管、血管长鞘、胆道的取石球囊及斑马导丝已获证；七木医疗的可降解鼻窦支架有望今年获证。

图 7：中国 TAVR 产品市场规模及预测（亿元）

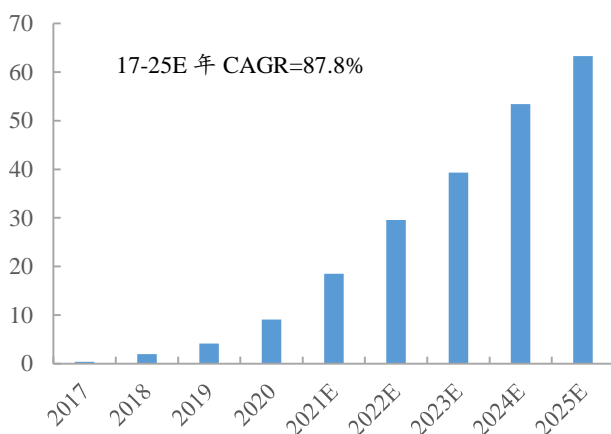
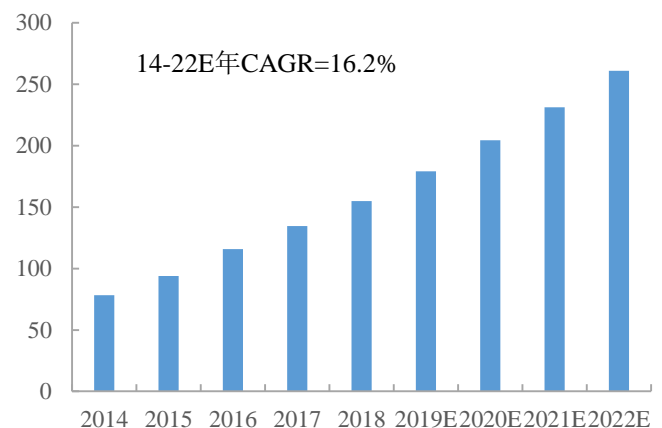


图 8：我国心脏支架行业市场规模及预测（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：CIFF、华经产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

根据公司的指引，22 年整体的研发费用总投入大约在 2.05 亿元，占到整个销售额的比重大约是 30% 以上，未来三年整体的研发投入的占销售额的比例都会维持在 30% 左右的情况，结合每个研发管线的产品以及进入到不同的研发的阶段，预

计会有 50%，即 1.02-1.03 亿元的研发费用进行资本化处理，未来几年的比重可能在 40-60%之间波动。

产能方面，22 年预计第三季度珠海新厂房将投入使用，第四季度上海研发基地也将建成并投入使用，这将极大程度的缓解现有的产能压力，同时也为新产品的拓展提供产能的保障。

维持“买入”评级，目标价 27.39 港元：

公司受益于集采，产品快速放量，新品陆续推入市场，即将进入收获期，我们调整了 22-24 年收入预测至 6.45、8.57、11.23 亿元人民币，对应的 EPS 分别为 1.12、1.48、1.91 元人民币，对应 24 年预测的 15 倍 PE，调整目标价至 27.39 港元，较现价有 72.70%的涨幅空间，维持“买入”评级。

风险提示：

研发不及预期；

集采政策变化；

技术升级带来的潜在产品替代风险

損益表

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
收入	286.46	358.43	464.68	645.10	856.70	1123.03
銷售成本	-112.02	-124.01	188.93	-251.59	-329.83	-429.00
毛利	174.44	234.42	275.75	393.51	526.87	694.03
其他收入	4.03	0.00	50.17	0.00	0.00	0.00
分銷開支	-23.96	-21.48	-30.02	-50.32	-66.82	-85.35
行政費用	-34.18	-35.97	-49.05	-64.70	-85.93	-112.64
經營盈利	89.60	112.43	156.32	176.03	245.66	327.63
財務開支	8.13	24.01	13.89	13.89	13.89	13.89
應占聯營公司利潤						
其他開支	5.77	-15.43	-51.80	5.77	5.77	5.77
稅前盈利	111.92	137.09	155.69	213.70	283.32	365.29
所得稅	-15.38	-20.57	-15.25	-27.78	-36.83	-47.49
少數股東應占利潤	-3.08	-4.84	-2.52	-4.84	-4.84	-4.84
其他全面收入	0	0	0	0	0	0
淨利潤	96.54	116.52	140.44	185.92	246.49	317.81
折舊及攤銷	18.64	21.96	30.22	36.26	43.51	52.21
EBITDA	108.24	134.39	186.54	212.29	289.17	379.84
增長						
总收入(%)	41.07%	25.12%	29.64%	38.83%	32.80%	31.09%
EBITDA(%)	56.30%	24.16%	38.80%	13.81%	36.21%	31.36%
淨利潤(%)	65.78%	20.69%	20.53%	32.38%	32.58%	28.93%

資產負債表

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
現金	1036.78	870.13	640.55	273.95	197.27	207.37
其他短期投資	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
應收賬款	14.94	31.15	82.77	97.68	110.26	122.85
存貨	43.42	55.21	92.49	77.04	61.39	48.28
其他流動資產	7.12	20.18	42.49	46.74	51.41	56.55
流動資產	1123.66	1048.12	858.44	495.54	420.46	435.20
固定資產	114.57	199.25	458.15	471.90	486.05	500.64
商譽及無形資產	15.27	108.52	119.38	124.16	129.12	134.29
土地使用權	35.25	0.00	15.32	7.66	11.49	9.57
其他非流動資產	9.83	17.74	40.09	40.49	40.89	41.30
非流動資產	174.92	374.57	763.11	644.20	667.55	685.80
總資產	1298.58	1422.68	1621.55	1139.74	1088.01	1121.00
流動負債	59.20	88.31	153.22	154.58	155.67	156.91
應付帳款及票據	16.43	15.86	26.82	27.08	27.35	27.63
短期銀行貸款	0	0	0	0	0	0
其他短期負債	36.54	64.28	114.19	116.47	118.80	121.18
非流動負債	5.09	6.72	30.40	5.09	6.09	7.09
長期銀行貸款	0	0	0	0	0	0
其他負債	5.09	6.72	30.40	5.09	6.09	7.09
總負債	64.29	95.04	183.63	159.67	161.76	164.00
少數股東權益	17.91	22.00	42.45	17.91	18.91	19.91
股東權益	1234.29	1327.65	1437.92	980.07	926.25	956.99

財務分析

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
盈利能力						
毛利率(%)	60.90%	65.40%	59.34%	61.00%	61.50%	61.80%
EBITDA 利率(%)	37.78%	37.49%	40.14%	32.91%	33.75%	33.82%
淨利率(%)	33.70%	32.51%	30.22%	28.82%	28.77%	28.30%
ROE	7.82%	8.78%	9.77%	18.97%	26.61%	33.21%
ROA	7.43%	8.19%	8.66%	16.31%	22.66%	28.35%
營運表現						
SG&A/收入(%)	11.93%	10.03%	10.56%	10.03%	10.03%	10.03%
實際稅率(%)	13.74%	15.01%	9.79%	13.00%	13.00%	13.00%
股息支付率(%含優先股)	55.29%	24.93%	33.69%	30.54%	27.64%	25.72%
庫存周轉天數	134.30	145.15	-142.68	122.98	76.60	46.66
應付賬款天數	53.53	46.68	-51.80	39.29	30.27	23.51
應收賬款天數	19.03	31.72	65.02	55.27	46.98	39.93
財務狀況						
資產負債率	4.95%	6.68%	11.32%	14.01%	14.87%	14.63%
收入/總資產	0.22	0.25	0.29	0.57	0.79	1.00
總資產/股本	1.05	1.07	1.13	1.16	1.17	1.17

現金流量表

百萬元人民幣，財務年度截至12月31日

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
淨利潤	96.54	121.35	142.96	185.92	246.49	317.81
折舊及攤銷	18.64	21.96	30.22	36.26	43.51	52.21
營運資本變動	-4.53	-30.54	-59.32	-68.21	-78.45	-90.21
其他非現金調整	-18.57	-17.06	-41.10	-4.93	-0.59	-0.07
營運現金流	92.08	95.71	72.76	149.03	210.96	279.74
資本開支	-109.82	-149.89	-303.11	-520.00	-300.08	-294.08
其他投資活動	-3.96	-71.98	35.03	47.96	67.25	92.77
投資活動現金流	-113.77	-221.87	-268.08	-472.04	-232.83	-201.31
負債變化	-1.88	-0.40	-0.32	-0.36	-0.40	-0.45
股本變化	803.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息	53.38	29.05	47.31	56.77	68.13	81.75
其他融資活動	6.30	1.50	16.56	16.73	16.89	17.06
融資活動現金流	754.19	-27.95	-31.07	-40.40	-51.63	-65.14
匯率變動影響	6.12	-12.55	-3.19	-3.19	-3.19	-3.19
現金變化						
期初持有現金	298.16	1036.78	870.13	640.55	273.95	197.27
期末持有現金	1036.78	870.13	640.55	273.95	197.27	207.37

投资评级定义和免责条款

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。