

买入

蔓迪、特比澳持续高增长，研发管线丰富

三生制药 (1530. HK)

2023-07-31 星期三

目标价:	9.03 港元
现价:	5.94 港元
预计升幅:	52%

重要数据

日期	2024-7-30
收盘价 (港元)	5.94
总股本 (亿股)	24.17
总市值 (亿港元)	143.56
净资产 (亿元)	153.62
总资产 (亿元)	258.65
52周高低 (港元)	9.10/4.58
每股净资产 (元)	6.3

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

TMF (Gayman) Ltd. (23.66%)
Decade Sunshine Limited (19.55%)
BlackRock, Inc. (6.1%)

相关报告

深度报告: 三生制药-20200924
更新报告: 三生制药-20210401
更新报告: 三生制药-20220404
更新报告: 三生制药-20230328

研究部

姓名: 林兴秋
 SFC: BLM040
 电话: 0755-21519193
 Email: linxq@gyzq.com.hk

核心品种推动业绩稳定增长

2023 年实现收益 78.16 亿人民币, 同比上升 13.8%; 毛利额为 66.42 人民币, 同比增长 17.1%, 净利润为 15.49 亿元, 同比下降 19.1%; 正常化归母净利润 19.52 亿元, 同比增长 17.1%, 研发费用为 7.9 亿元。核心品种快速增长, 特比澳收入同比上升 23.8% 至 42.05 亿人民币; 特比澳的未来增长可能来自: 1) 基于安全和疗效优势对于住院患者的市场地位稳固, 临床持续取代传统 IL 升血小板药物; 2) 覆盖医院数量持续增加; 及 3) 适应症的拓展。蔓迪收入大幅增长 25.8% 至 11.24 亿元, 稳居米诺地尔市场第一, 蔓迪泡沫新剂型获批上市, 有望进一步拓展市场空间。rhEPO 板块整体收入同比上升 0.9% 至 11.29 亿元, 市占率 42.2% 稳居第一; 益赛普收入 5.65 亿元, 同比上升 10.5%; 赛普丁收入显著增长 41.8% 至 2.26 亿元; CDMO 业务同比增长 4.9% 至 1.74 亿元。

创新研发管线丰富, 研发团队实力深厚

公司在创新药物研发领域表现强劲, 在研产品种类涵盖肾科、肿瘤、自身免疫等共 29 种在研产品。公司拥有 13 项血液/肿瘤科在研产品; 11 项在研产品的目标为自身免疫疾病 (包括类风湿关节炎); 4 项肾科在研产品; 以及 1 项皮肤科在研产品。合作产品 Winlevi 是全球首款上市的针对 12 岁及以上的寻常痤疮患者的外用雄激素受体抑制剂, 于 2021 年 11 月获得 FDA 批准上市, 国内的桥接试验已经开展, 有望于 25 年上市销售, 市场空间广阔。创新的生物药包括 SSS06 是用于治疗贫血的第二代 rhEPO 产品、608 是用于治疗自身免疫性疾病及其他炎症性疾病的抗 IL-17A 抗体有望于 2024 年上市。611 (一种用于治疗特应性皮炎的抗 IL4R α 抗体)、610 (一种用于治疗严重哮喘的抗 IL-5 抗体) 有望于 2026、2027 年上市, 创新产品的推进, 将促进公司持续增长。

再次覆盖给予买入评级, 目标价 9.03 港元

公司持续加大研发投入, 在研产品线丰富。蔓迪泡沫剂型上市, 蔓迪将维持高速增长, 核心生物药特比澳、益赛普价格未来两年保持平稳, 业绩将会继续保持增长, 预计公司 2024-2026 年收入分别是人民币 87.07 亿元、97.31 亿元、107.1 亿元, EPS 分别为人民币 0.84 元、0.98 元、1.10 元, 给予公司 2024 年 10 倍 PE, 对应目标价为 9.03 港元, 较现价有 52% 的上涨空间, 给予“买入”评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	6382.0	6862.6	7712.1	8707.3	9730.9	10710.0
同比增长 (%)	14.21%	7.53%	12.38%	12.90%	11.76%	10.06%
净利润	1,651.25	1,908.00	2,263.49	1979.91	2325.09	2606.46
同比增长 (%)	97.6%	15.5%	18.6%	12.53%	17.43%	12.10%
每股盈利 (元)	0.68	0.79	0.66	0.84	0.98	1.10
PE@5.94HKD	8.68	7.29	8.33	6.53	5.57	4.98

数据来源: wind、三生制药年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

业绩稳定增长：

2023 年实现收益 78.16 亿人民币，同比上升 13.8%；毛利额为 66.42 亿人民币，同比增长 17.1%，净利润为 15.49 亿元，同比下降 19.1%；正常化归母净利润 19.52 亿元，同比增长 17.1%，研发费用为 7.9 亿元。

图 1：2019 至 2023 年收入情况及预测（人民币百万元）

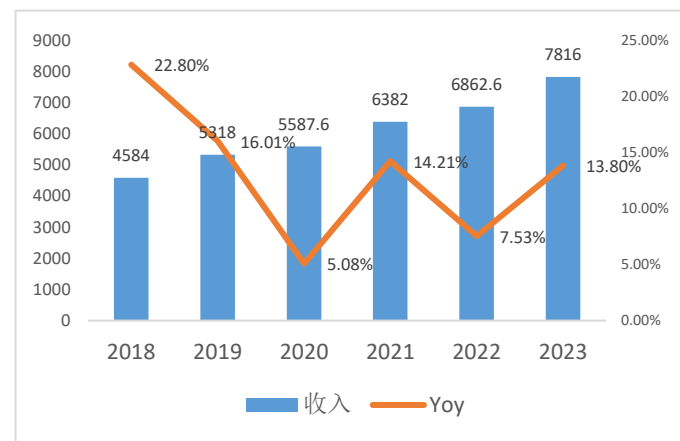
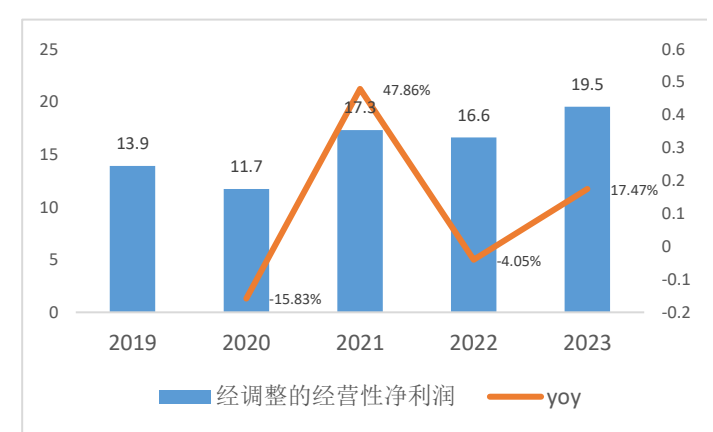


图 2：2019 至 2023 年经调整经营净利润情况（人民币亿元）



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

2023 年度公司核心产品业绩稳定增长：

公司核心产品包括 rhTPO 产品特比澳、rhEPO 产品益比奥与赛博尔、益赛普、曼迪。

1) **特比澳**销售额同比增长 23.8%至 42.05 亿人民币，在中国内地血小板减少症治疗市场的份额为 65.0%。凭借两种 rhEPO 产品，二十多年里，公司一直为中国内地 rhEPO 市场龙头，2023 年共占 42.2%的总市场份额。2023 年 5 月 22 日所公布，特比澳用于治疗拟择期行侵入性手术的慢性肝病相关血小板减少症患者的 III 期临床研究已完成首例受试者入组。血小板减少是慢性肝病常见的并发症，其程度与肝病的严重程度相关。肝硬化患者中约 78%发生不同程度的血小板减少。每年 1.3 万新发儿童 ITP 患者 1 以及 35 万+CLDT 患者 2，临床充分验证安全性及有效性；获《肝病相关血小板减少症临床管理中国专家共识》推荐用于治疗肝病相关血小板减少症（HRT），特比澳为公司自主研发的专利产品，于 2006 年推出后成为全球唯一商业化的 rhTPO 产品。特比澳已获国家药监局批准用于两种适应症：治疗化疗引起的血小板减少症（“CIT”）及 ITP。特比澳与 CIT 及 ITP 的替代疗法相比具更好疗效、血小板恢复更快及副作用更少。特比澳自 2017 年起被纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（“《国家医保目录》”）乙类药，用于治疗实体瘤患者的 CIT 或 ITP。《中国临床肿瘤学会（CSCO）肿瘤治疗所致血小板减少症诊疗（“CTIT”）指南（2022 年版）》中将 rhTPO 列为最高级别推荐的治疗选择-I 级推荐。根据《成人原发免疫性血小板减少症诊断与治疗中国指南（2020 年版）》，rhTPO 是 ITP 紧急治疗方法之一，也是 ITP 及妊娠合并 ITP 二线治疗的首选推荐药物。根据《中国肿瘤化疗相关性血小板减少症专家

诊疗共识（2019年版）》，rhTPO是CIT主要治疗手段之一。就某些其他疾病的诊疗，rhTPO在数种中国内地全国性指南和专家共识文件中也获得了类似的专业认可。于2023年1月18日，特比澳已通过医保谈判纳入2022年《国家医保目录》。特比澳的未来增长可能来自：1) 基于安全和疗效优势对于住院患者的市场地位稳固，临床持续取代传统IL升血小板药物；2) 覆盖医院数量持续增加；及3) 适应症的拓展。于2023年，以销量计特比澳占据治疗血小板减少症的中国内地市场份额的33.4%；以销售额计，其市场份额则为65.0%。用于治疗儿童或青少年的持续性或慢性原发ITP的补充NDA已于2024年4月2日获得国家药监局批准。诚如2023年5月22日所公布，特比澳治疗拟择期行侵入性手术的慢性肝病相关血小板减少症患者的III期临床研究已完成首例受试者入组。目前，特比澳正在亚洲、非洲及南美洲多个国家进行注册。

2) **益比奥&赛博尔**双品牌销售总额同比下降16.8%至9.4亿元，市占率42%，稳居EPO产品市占率第一。益比奥及赛博尔的总销售额占公司收入总额约12.0%。其质量标准达到欧洲药典标准，获得临床充分认可。并且随着围手术期贫血适应症纳入2023版医保支付范围，打开千万人群潜在市场

3) **益赛普**销售额同比上升10.5%至5.65亿人民币，益赛普（注射用重组人II型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白）是TNF α 抑制剂产品，于2005年首次在中国内地推出，用于治疗类风湿关节炎（RA）。其适应症在2007年扩展至强直性脊柱炎（“AS”）和银屑病。自2017年起，益赛普被纳入《国家医保目录》乙类药物，用于治疗RA和AS（两者均需遵守特定医疗先决条件），并自2019年起用于治疗成人重度斑块状银屑病患者。益赛普是中国内地市场推出的首个TNF α 抑制剂产品，填补了国内企业在全人源治疗性抗体类药物的空白。与竞争者相比，益赛普的有效性和安全性已在中国市场经过近二十年的验证。2023年，益赛普在中国内地TNF α 抑制剂市场的市场份额为22.7%。在CMA发布的权威文件《2018年中国类风湿关节炎诊疗指南》中，益赛普被纳入“TNF α 抑制剂”通称下作为RA的治疗选择之一，并且TNF α 抑制剂被视为在RA治疗中证据较为充分、应用较为广泛的生物制剂。益赛普预充式注射剂的上市为患者提供了便利，并增强了益赛普的整体市场竞争力。

4) **赛普汀**2022年收入2.26亿元，同比上涨41.8%。赛普汀（伊尼妥单抗）是中国内地第一个Fc段修饰及生产工艺优化的创新抗HER2单抗。三生国健药业（上海）有限公司（“三生国健”）利用自身平台技术自主研发此产品。于2020年6月，赛普汀获得国家药监局批准，并与化疗联合用于治疗HER2阳性的转移性乳腺癌，因其被证明可以延缓HER2阳性的转移性乳腺癌患者疾病进展，并带来生存获益。赛普汀自2020年起被纳入《国家医保目录》。伊尼妥单抗已被纳入多项临床指南及专家共识。根据《中华医学会临床肿瘤学会（CSCO）乳腺癌诊疗指南（2022年版）》，伊尼妥单抗（赛普汀）被列为HER2阳性晚期乳腺癌患者的最高级别推荐治疗选择——I级推荐。根据中国国家卫生健康委员会发布的《乳腺癌诊疗指南（2022年版）》，伊尼妥单抗（赛普汀）为晚期乳腺癌治疗方案之一。伊尼妥单抗也开展了大量真实世界研究以及临床专家发起的研究，不断获得新的循证证据。伊尼妥单抗（赛普汀）的多份临床研究已经被遴选于2023年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会发布。凭借出色的疗效和安全性以及越来越多的临床应用，医生及患者对赛普汀的接受度一直稳步上升。

5) 蔓迪销售额同比增长 25.8%至 11.24 亿人民币。蔓迪用于治疗雄激素性脱发和斑秃。蔓迪 2023 年占内地市场份额的 73%。米诺地尔作为科学、有效、安全、便捷的生发用药认可度持续提升，蔓迪荣登 2023 年 OTC 皮肤类化药榜。米诺地尔是全球唯一获得美国食品药品监督管理局（“FDA”）和国家药监局批准上市的用于治疗男女脱发的外用非处方药物。外用米诺地尔通过：1) 促进血管生成，增加局部血液供应并扩张头皮血管，改善微循环；2) 直接刺激毛囊上皮细胞的增殖和分化，延长毛发生长期；及 3) 通过调节钙钾离子平衡等作用，共同促进毛发生长。在《中国人雄激素性脱发诊疗指南》（中国医师协会发布）中，米诺地尔对于 AGA 的防脱发及改善效果、安全性都优于其他种类治疗药物，获得指南最高推荐等级。在《女性雄激素性脱发诊断与治疗中国专家共识（2022 年版）》中，5%米诺地尔在女性雄激素性脱发（FAGA）中亦获得最高推荐等级。

创新研发管线丰富，多款产品已提交上市申请：

公司在创新药物研发领域表现强劲，在研产品种类涵盖肾科、肿瘤、自身免疫等共 29 种在研产品。公司拥有 13 项血液/肿瘤科在研产品；11 项在研产品的目标为自身免疫疾病（包括类风湿关节炎）；4 项肾科在研产品；以及 1 项皮肤科在研产品。合作产品 Winlevi 是全球首款上市的针对 12 岁及以上的寻常痤疮患者的外用雄激素受体抑制剂，于 2021 年 11 月获得 FDA 批准上市，国内的桥接试验已经开展，有望于 25 年上市销售，市场空间广阔。创新的生物药包括 SSS06 是用于治疗贫血的第二代 rhEPO 产品、608 是用于治疗自身免疫性疾病及其他炎症性疾病的抗 IL-17A 抗体有望于 2024 年上市。611（一种用于治疗特应性皮炎的抗 IL4R α 抗体）、610（一种用于治疗严重哮喘的抗 IL-5 抗体）有望于 2026、2027 年上市，这些创新产品的推进，将促进公司业绩持续增长。1) MN709 的临床研究显示其效果与 ROGAINE[®]相当，已获得国家药监局批准上市。2) 盐酸纳呋拉啡（TRK820）获得批准用于改善血液透析和慢性肝病患者的瘙痒症，相关的 III 期试验和 NDA 申请也在按计划进行。3) 特比澳（TPO）在治疗儿童或青少年的慢性原发性 ITP 方面的 NDA 已获批准，同时在慢性肝病相关血小板减少症的 III 期试验中取得了进展。4) Pegsiticase（SSS11）的 III 期试验已完成，公司正在中国开展 SSS11 的 I 期试验。5) NuPIAO（SSS06）的 III 期试验结果良好，计划在 2024 年申请上市。6) 抗 IL-17A 单抗（608）和抗 VEGF 单抗（601A）在相关适应症的临床试验中达到了主要终点，预计将于 2024 年申请 BLA。7) 抗 IL-4R α 单抗（611）在多种适应症的临床研究中取得了显著进展，包括 AD、CRSwNP 和 COPD 等。8) 抗 IL-1 β 抗体（613）在治疗急性痛风性关节炎的试验中达到了主要终点，并计划在 2024 年完成全部受试者入组。9) 克拉考特酮（WS204）的 III 期临床试验已获得批准，预计于 2024 年开展。10) 抗 IL-5 单抗（610）在治疗重度嗜酸性粒细胞哮喘的 Ib 期 32 周数据揭盲中显示疗效积极，II 期临床研究已于 2023 年 7 月完成入组，并在 2023 年 12 月获得主要终点数据。

再次覆盖给予买入评级, 目标价 9.03 港元:

公司持续加大研发投入, 在研产品线丰富。蔓迪泡沫剂型上市, 蔓迪系列将维持高速增长, 核心生物药特比澳、益赛普价格未来两年保持平稳, 业绩将会继续保持增长, 预计公司 2024-2026 年收入分别是人民币 87.07 亿元、97.31 亿元、107.1 亿元, EPS 分别为人民币 0.84 元、0.98 元、1.10 元, 给予公司 2024 年 10 倍 PE, 对应目标价为 9.03 港元, 较现价有 52% 的上涨空间, 给予“买入”评级。

风险提示:

药品降价风险;

新产品上市进度、研发进度低于预期;

药品销售量的低于预期。

财务报表摘要:
损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	6382.0	6862.6	7712.1	8707.3	9730.9	10710.0
销售成本	-1106.3	-1187.9	-1174.3	-1602.1	-1790.5	-1970.6
毛利	5275.7	5674.7	6370.2	7105.1	7940.4	8739.4
其他收入	330.1	750.0	500.0	370.0	450.0	455.0
分销开支	-2324.02	-2577.60	-2753.22	-3091.09	-3454.47	-3802.05
行政费用	-371.49	-384.31	-516.71	-565.97	-632.51	-696.15
经营盈利	1972.37	2413.79	2757.18	2584.45	2990.25	3330.67
财务开支	-66.53	-101.00	-109.08	-214.42	-216.57	-218.73
应占联营公司利润						
研发费用	-753.87	-693.00	-783.09	-818.63	-843.19	-868.49
其他开支	-184.02	-356.00	-60.00	-415.00	-470.00	-497.00
税前盈利	1868.74	2279.79	2638.10	2360.03	3450.10	3450.10
所得税	-241.19	-366.00	-374.61	-335.12	-392.58	-439.48
少数股东应占利润	-23.67	6.90	-10.00	-45.00	-47.00	-49.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1651.25	1908.00	2263.49	1979.91	2325.09	2606.46
折旧及摊销	338.00	300.00	300.00	320.00	320.00	320.00
EBITDA	2310.37	2713.79	3057.18	2904.45	3310.25	3650.67
增长						
总收入 (%)	14.22%	7.53%	12.38%	12.90%	11.76%	10.06%
EBITDA (%)	58.47%	17.46%	12.65%	-5.00%	13.97%	10.28%
净利润 (%)	97.57%	15.55%	18.63%	-12.53%	17.43%	12.10%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	2868.08	2150.29	3981.70	3211.72	4258.78	5565.64
交易性金融资产	1900.02	4861.05	1100.00	3335.63	3368.98	3402.67
应收账款	2147.48	1829.03	1747.12	2249.91	2272.41	2295.13
存货	690.52	712.16	480.19	785.32	793.17	801.10
其他流动资产	249.41	208.39	229.23	198.12	200.10	202.10
流动资产	7855.52	9760.92	7538.24	9780.69	10893.44	12266.64
固定资产	3440.22	4086.10	4208.68	4334.94	4464.99	4465.99
贷款	7981.66	8141.69	8456.35	8784.12	9125.56	9125.56
非流动资产	11421.88	12227.79	12665.03	13119.06	13590.55	13591.55
总资产	19277.39	21988.71	20203.27	22899.75	24484.00	25858.20
流动负债	1419.99	1793.39	1808.89	2334.47	2469.73	2613.05
应付账款	230.41	249.50	252.00	263.00	257.06	257.06
短期银行贷款	150.19	363.00	384.78	407.87	432.34	432.34
其他短期负债	1039.39	1180.89	1172.11	1663.60	1780.33	1923.66
非流动负债	3134.79	4794.32	4150.48	4151.48	4151.48	4151.48
长期银行贷款	2435.75	4065.48	4065.48	4065.48	4065.48	4065.48
其他负债	699.04	728.84	85.00	86.00	86.00	86.00
总负债	4554.78	6587.71	5959.37	6485.95	6621.21	6764.53
少数股东权益	2430.35	2430.35	263.65	263.65	264.65	265.65
股东权益	14722.62	15401.00	14243.91	16413.80	24484.00	25858.20

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力						
毛利率 (%)	82.7%	82.7%	82.6%	81.6%	81.6%	81.6%
EBITDA 利率 (%)	36.2%	39.5%	39.6%	33.4%	34.0%	34.1%
净利润率 (%)	25.9%	27.8%	29.3%	22.7%	23.9%	24.3%
ROE	11.22%	12.39%	15.89%	12.06%	9.50%	10.08%
ROA	8.57%	8.68%	11.20%	8.65%	9.50%	10.08%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	5.82%	5.60%	6.70%	6.50%	6.50%	6.50%
实际税率 (%)	12.91%	16.05%	14.20%	14.20%	11.38%	12.74%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	-9.94%	-12.49%	-11.70%	-11.48%
库存周转天数	216.11	215.49	162.16	97.36	58.16	59.16
应付账款天数	76.02	76.66	78.33	59.92	52.40	47.61
应收账款天数	122.82	97.28	82.69	94.31	85.24	78.22

财务状况

净负债/资产负债率	0.24	0.30	0.29	0.28	0.27	0.26
收入/总资产	0.33	0.31	0.38	0.38	0.40	0.41
总资产/股本	1.31	1.43	1.42	1.40	1.00	1.00

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1651.25	1908.00	2263.49	1979.91	2325.09	2606.46
折旧与摊销	338.00	300.00	300.00	320.00	320.00	320.00
营运资本变动	-332.04	-200.00	-162.03	-200.00	-200.00	-200.00
其他非现金调整	-78.00	200.00	344.19	200.00	120.00	120.00
营运现金流	1579.21	2208.00	2745.65	2299.91	2565.09	2846.46
资本开支	-1108.98	-1131.16	-704.34	-718.43	-732.80	-747.45
其他投资活动	-177.53	-181.08	-641.02	-667.68	-681.04	-694.66
投资活动现金流	-1286.51	-1312.24	-1345.36	-1386.11	-1413.83	-1442.11
负债变化	-108.76	-110.94	-2.51	-2.56	-2.61	-2.66
股本变化	-408.77	-416.95	0.34	0.35	0.35	0.36
股息	0.00	0.00	224.88	247.37	272.10	299.32
其他融资活动	36.41	37.14	-575.69	-605.19	-403.11	-432.94
融资活动现金流	-481.12	-490.74	-352.98	-360.04	-133.26	-135.93
汇率变动影响	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	7.00
现金变化	-188.42	405.02	459.41	600.56	1047.06	1306.85
期初持有现金	3090.84	2868.08	2151.75	2611.16	3211.72	4258.78
期末持有现金	2868.08	3263.39	2611.16	3211.72	4258.78	5565.64

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>