

**买入**
**中药配方颗粒快速增长，企业现金流充沛**
**神威药业 (2877.HK)**

2020-11-26 星期四

## 投资要点

目标价：**8.67 港元**  
 现价：**5.35 港元**  
 预计升幅：**62.06%**

➤ **中药注射液占比下降，口服产品贡献公司毛利达 72.3%：**

公司口服类产品包括软胶囊、颗粒剂、中药配方颗粒及其他剂型，2019 年口服类产品持续发力实现 14.8 亿元营业收入，同比增速 20.8%，占总营收 54.7%，占公司 68.8% 的毛利比例，2020 年中进一步上升为 72.3%，中药注射液在公司毛利额中的占比仅为 27.7%，产品结构更趋合理。配方颗粒不受集采影响，其他产品都是低价药，公司也大力加强 OTC 渠道，影响较小。

## 重要数据

日期	2020-11-26
收盘价 (港元)	5.35
总股本 (百万股)	827
总市值 (百万港元)	4,400
净资产 (百万元)	5,836
总资产 (百万元)	7,433
52 周高低 (港元)	7.69/4.57
每股净资产 (元)	7.06

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ **中药配方颗粒持续快速增长，塞络通胶囊等在研新药空间大：**

中药配方颗粒持续高速发展，2019 年实现 60% 增速，创 5 亿元营收，2020 年第二季度中药配方颗粒同期营收增长 10.7%，第三季度增长扩展至 25.4%。未来随着政策开放，公司也将继续加大中药配方颗粒的市场布局，预计在 2021 年在北方一个沿海省份建设生产设备。截止 2020 年中期，中药配方颗粒销售新覆盖河北省医院 68 家、云南省 41 家。公司目前获得三项临床试验的突破性创新药物：塞络通胶囊、Q-B-Q-F 浓缩丸、JC 胶囊，塞络通胶囊治疗血管性痴呆及阿尔茨海默症，目前正于澳洲和中国开展 III 期临床，预计将于 2022 年和 2023 年完成。预计 2025 年中国老年痴呆患者患者将突破 1000 万人，目前针对该治疗领域尚无有效治疗药物，未来市场空间可期。

➤ **营销数字化模式转型，现金流充沛，覆盖总市值 106%：**

19 年公司继续加强目标终端覆盖，实现拥有包括各级医院和零售药店 50 万家以上的终端客户，同比增长 140.4%。同时，公司开启销售数字化模型转型，创建互联网数字营销事业部，与多家主流电商展开平台合作。公司保证稳定股息的同时，现金流持续多年保持增长，2020 年中期公司持有人民币 40.83 亿元现金，公司市值 45 亿港元，现金占市值比重 106%。

➤ **首次覆盖给予买入评级，目标价 8.67 港元：**

预计 2020-22 年 EPS 分别为 0.56、0.67、0.80，公司目前的 PE 8.6 倍，低于港股行业平均 15.67 倍。给予公司 2021 年 11 倍目标 PE，对应目标价为 8.67 港元，较现价有 62.06% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

## 主要股东

富威投资有限公司 (66.12%)

## 研究部

姓名：林兴秋

SFC: BLM040

电话：0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	2,570.20	2,706.00	2,580.51	3,036.60	3,616.28
同比增长	33.89%	5.28%	-4.64%	17.67%	19.09%
净利润	505.88	503.14	460.00	551.93	657.80
同比增长	12.03%	-0.54%	-8.57%	19.99%	19.18%
净利润率	19.68%	18.59%	17.83%	18.18%	18.19%
每股盈利	0.61	0.61	0.56	0.67	0.80
PE@5.35HKD	7.89	7.89	8.60	7.19	6.02

数据来源：Wind、神威药业年报、国元证券经纪（香港）整理

# 目录

<b>1. 神威药业：国内最大现代化中药注射液及软胶囊制造商</b> .....	<b>6</b>
1.1 公司简介.....	6
1.2 公司股权结构.....	7
1.3 公司主营业务.....	8
<b>2. 中医药行业发展趋势</b> .....	<b>10</b>
2.1 国家政策正推动中医药发展，新冠疫情成加速器.....	10
2.2 扩大基本药物使用占比，公司国家基本药物产品预计受益.....	11
2.3 中成药带量采购来临，公司打造新增长点.....	11
<b>3. 公司业务板块介绍</b> .....	<b>12</b>
3.1 现代中药注射液产品.....	12
3.2 现代中药口服类产品.....	14
3.3 中药配方颗粒.....	16
<b>4. 公司研发方向：聚焦领域及创新产品</b> .....	<b>17</b>
4.1 立足优质赛道，聚焦八大治疗领域.....	18
4.2 保持研发投入，开发创新产品.....	19
4.3 深耕老年用药，创新研发塞络通胶囊.....	21
<b>5. 公司管理层团队经验丰富，战略定位清晰且极具前瞻性</b> .....	<b>22</b>
5.1 公司管理团队经验丰富、专业性强、分工明确.....	23
5.2 战略定位清晰且极具前瞻性.....	23
<b>6. 财务分析</b> .....	<b>24</b>
<b>7. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>29</b>
7.1 关键假设.....	29
7.2 行业估值及目标价.....	30
<b>风险提示</b> .....	<b>31</b>

## 图目录

图 1: 公司股权结构.....	8
图 2: 各业务板块营业收入 (百万元) .....	9
图 3: 公司历年注射液和口服产品毛利率贡献占比.....	9
图 4: 公司历年研发费用状况.....	10
图 5: 我国历年中成药工业总产值情况.....	11
图 6: 公司主要注射液产品.....	12
图 7: 三大注射液历年营收 (百万元) 情况.....	13
图 8: 公司 2015-2016 年注射液销售收入 (百万元) 及同比增速.....	14
图 9: 公司 2015-2019 年原料药营收 (百万元) 及同比增速.....	15
图 10: 2019 年各类口服产品销售收入 (百万元) 情况.....	15
图 11: 公司历年各类口服类产品销售变化 (百万元) .....	15
图 12: 中药配方颗粒销售收入 (百万元) 及增速状况.....	16
图 13: 中药配方颗粒销售占比.....	16
图 14: 历年我国中成药临床终端主要用药占比情况.....	18
图 15: 2019 年八大领域营收占比.....	19
图 16: 公司现有产品状况.....	20
图 17: 公司历年研发费用 (百万元) 情况.....	20
图 18: 公司目前产品创新情况.....	21
图 19: 中国 60 岁及以上人口数 (百万人) 及占比情况.....	22
图 20: 中国老龄人口数预测情况.....	22
图 21: 2010-2030E 中国老年痴呆患病人数 (百万人) .....	22
图 22: 公司 2019 年终端覆盖数 (家) .....	24
图 23: 公司线上销售额.....	24
图 24: 公司历年营收变化 (百万元) 及增速.....	24
图 25: 公司历年净利润 (百万元) 及增速.....	25
图 26: 公司历年毛利率、净利率变化情况.....	26
图 27: 公司历年销售费用 (亿元) 及毛利占比.....	26

---

图 28: 公司历年营业收入及销售费用增速.....	26
图 29: 公司历年 ROE、ROA 变动情况.....	27
图 30: 公司历年派息情况.....	27
图 31: 公司历年流动比率、速动比率和现金比率.....	28
图 32: 公司历年资产负债率情况.....	28
图 33: 公司历年现金及现金等价物/总负债情况.....	28
图 34: 公司近五年 PE-BAND 变化情况.....	30

## 表目录

表 1: 公司发展历程.....	7
表 2: 国内有关中药配方颗粒相关政策文件.....	17
表 3: 公司收入预测.....	29
表 4: 行业可比公司估值（截至 2020 年 11 月 25 日）.....	30

# 1. 神威药业：国内最大现代化中药注射液及软胶囊制造商

## 1.1 公司简介

神威药业全称为中国神威药业集团有限公司，2002年成立于河北省石家庄市，于2004年12月在香港联合交易所上市，是恒生综合指数成份股之一。公司目前投资控股 Yuan Da Investment Ltd (HK)、远大国际有限公司和宏展国际有限公司三家公司，其中远大国际有限公司和宏展国际有限公司投资控股多家药品生产与销售公司。公司专注发展现代中药产品，产品主要涉及注射液和口服产品，成为集现代中药研发、生产、销售于一体的大型医药企业，并创立“神威”中国驰名商标。

公司是一家专门从事现代中药注射液和口服产品研发、生产与销售的大型企业集团。公司拥有强大研发能力，现拥有400多种产品，22项独家产品，10项研究专案正在进行试验。公司注重从源头抓好中药材品质，先后在国内多地建立绿色中药材种植基地，引进国内外先进生产设备与工艺。针对中老年用药、儿童用药和抗病毒用药三大高增长目标市场，公司形成现代中药注射剂、中药软胶囊及中药颗粒三大特色优势的产品组合。其中，中药配方颗粒继续保持高速增长态势。公司前后荣获中国驰名商标企业、全国医药百强企业、中国中成药五十强企业和全国“五一”劳动奖状等光荣称号。

公司未来将继续聚焦优质和卓越产品系列，把握口服类产品增长动力，完善市场布局；加大创新，强化核心竞争力；推动企业数字化战略转型，实现营销和运营管理数字化，推进营销升级转型，关注终端建设、加强学术推广与循证医学研究力度。

**表 1：公司发展历程**

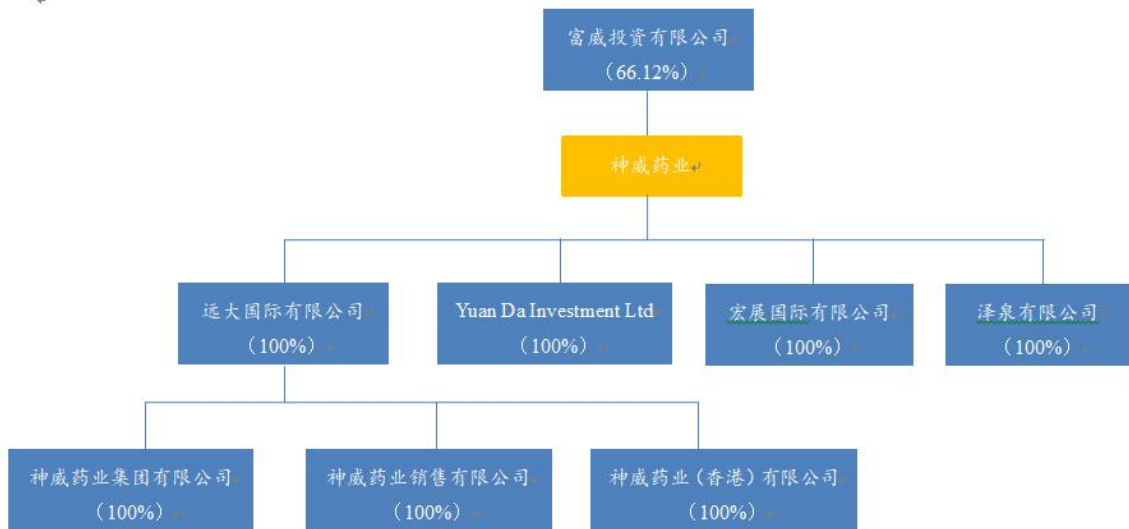
时间	大事记
1991 年	心脑血管软胶囊获生产批文
1993 年	参麦注射液及清开灵注射液获生产许可证
1998 年	石家庄生产设施软胶囊药物生产车间获 GMP 认证；并获进出口资格
2001 年	神威廊坊取得药品生产许可证，并取得 GMP 证书
2002 年	神威药业在开曼群岛注册，公司进行重组，神威药业成为集团控股公司
2003 年	神威营销分别成立处方药销售部门和非处方销售部门
2004 年	神威营销获 GSP 认证证书；降脂通络软胶囊获生产许可证
2004 年	12 月，神威药业在港交所上市
2010 年	4 月，公司收购张家口长城药业全部权益
2015 年	9 月，公司附属公司收购北京万特药全部股权
2016 年	7 月，公司出售精力源生物科技有限公司全部股份
2017 年	10 月，神威入选国家第一批绿色制造示范名单
2018 年	8 月，公司中药配方颗粒年产能提升 3 倍至 20 亿袋
2020 年	1 月，神威清开灵注射液和舒血宁注射液入选“中成药循证评价证据指数”
2020 年	6 月，神威 5 款独家药品纳入 2020 版《中国药典》
2020 年	8 月，西藏神威取得药品生产许可证

资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

## 1.2 公司股权结构

中国神威医药集团有限公司股权结构清晰，公司第一大股东富威投资有限公司从 2008 年持股至 2019 年始终保持在 55% 以上，截止 2019 年持股比例达到 66.12%。截至 2019 年底，神威药业附属公司共 22 家，集团采取投资控股形式全资控股 Yuan Da Investment Ltd (HK)、远大国际有限公司和宏展国际有限公司三家公司，各子公司又下设中药研发、生产与销售子公司，公司布局涉及中国内陆及中国香港，有助于产品生产、推广与销售。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

### 1.3 公司主营业务

神威药业以现代中药注射液和口服类药品的研发、生产与销售为一体，实现现代化技术与传统中药结合。公司主要针对中老年用药、儿童用药和抗病毒用药三大高增长目标市场，从注重中药材品质出发，持续聚焦优质产品的研发与生产，形成现代中药注射剂、中药软胶囊及中药颗粒三大特色优势的产品组合；同时，进行数字化战略转型，追求优质营销升级。公司现有 400 多种产品，22 个独家品种，77 个国家医保产品，34 个国家基药产品。口服类产品主要包括软胶囊、颗粒剂和中药配方颗粒，根据 2019 年年报，口服类产品持续发力，业务销售额占销售额的 54.7%，实现同比 20.8% 的增长，毛利贡献率占比 68.8%，各类口服产品均实现营收增长，其中中药配方颗粒同比增速为 60%，软胶囊同比增长 13.9%；注射剂产品销售额占比为 45.3%，由于受到医疗政策与产品原高销售基数影响，同比增长下降了 8.8%，毛利贡献率为 31.2%。截止 2020 年中期，由于受到新冠疫情的影响，口服类产品实现营收 7 亿元，同比小幅下降 2.2%，但继续维持高毛利贡献，2020 年中期贡献 72.3% 的毛利；注射液产品影响较大，实现营收 4.89 亿元，同比下降 24.9%，整体符合市场预期，也展现出公司口服类产品的市场优势。



图 2：各业务板块营业收入（百万元）

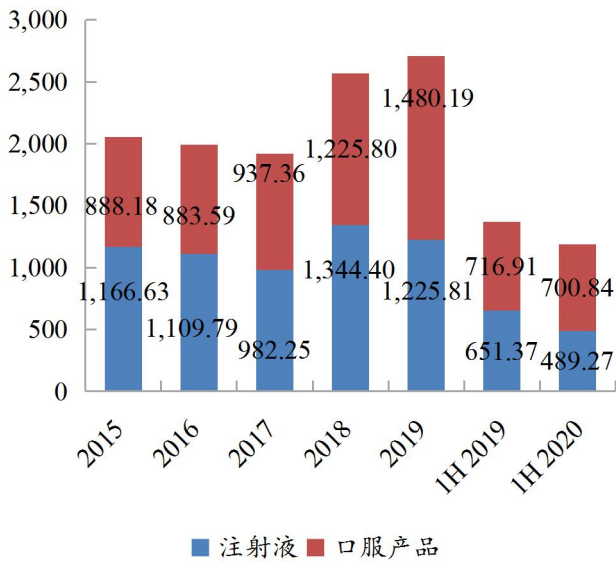
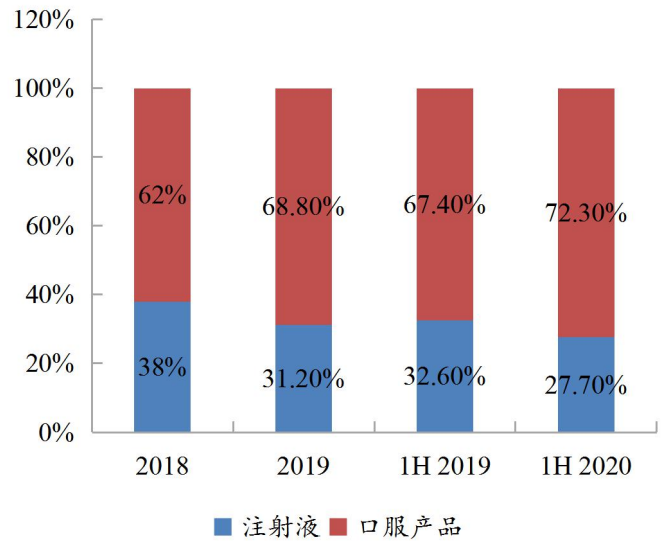


图 3：公司历年注射液和口服产品毛利贡献占比

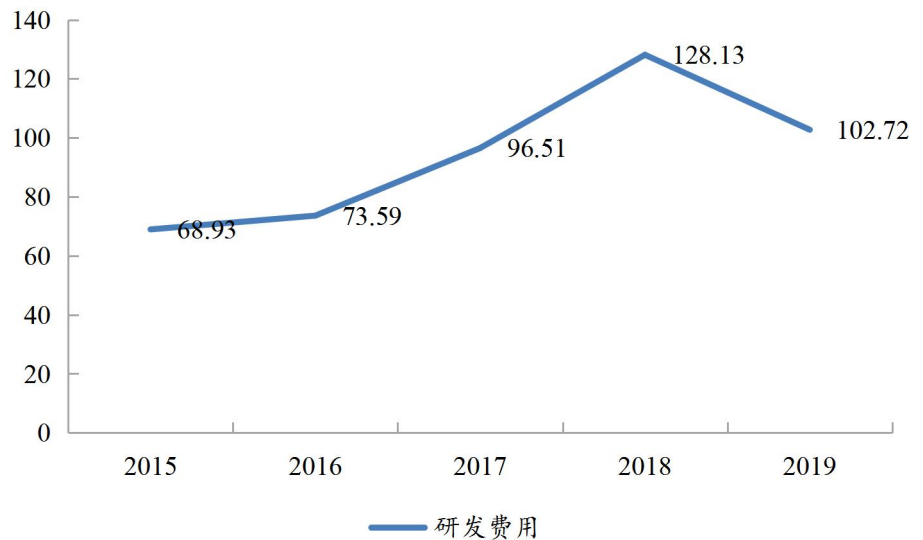


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

从研发实力来看，公司现有 400 多种产品，涵盖 10 个以上治疗领域，其中包括 22 个独家品种，根据公司 2020 年中报显示，公司目前共有 7 项研究专案正在陆续进行医学及临床试验，其中包括 3 种独家突破性创新药物，1) 塞络通胶囊，重点治疗血管性痴呆和阿尔兹海默病，预计在 2021 年和 2022 年分别完成澳洲和中国的第三期临床试验；2) 是 Q-E-Q-F 浓缩丸，重点治疗儿童支原体肺炎，预计于 2021 年完成中国第三期临床试验。3) JC 胶囊为中药复方制剂，通过透表解毒法组方用于上呼吸道感染，目前该方式在流通感冒中成药市场上并未出现，并预计在 21 年完成第三期临床试验。从研发费用角度来看，公司每年都有研发费用支出，整体呈现上涨趋势。

图 4：公司历年研发费用状况



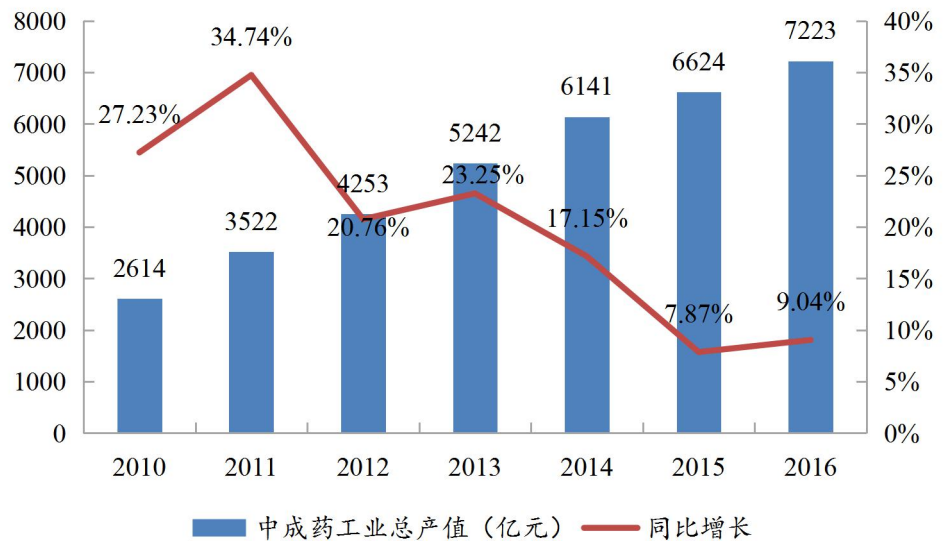
数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

## 2. 中医药行业发展趋势

### 2.1 国家政策正推动中医药发展，新冠疫情成加速器

2019年10月，国务院印发《关于促进中医药传承创新发展的意见》提出健全中药服务体系；同月，国家领导人对中医药工作做出重要指示，强调要加快推荐中医药现代化、产业化，坚持中西医并重，推动两者相互补充，协调发展，充分发挥中医药防病治病的独特优势和作用。同时，自新冠病毒肺炎疫情以来，国家多次要求各地建立健全中西医协作机制，强调坚持中西医结合治疗，促进中医药深度介入诊疗全过程。近年来，我国中医药快速发展，截止2016年我国中成药工业总产值达7223亿元，同比增长9.04%，从2010-2016年实现复合增长率18.46%。

图 5：我国历年中成药工业总产值情况



资料来源：《2017 年度中国医药市场发展蓝皮书》、国元证券经纪（香港）整理

在国家卫健委发布新冠肺炎诊疗方案中，神威药业生产的 8 种药品被纳入省份诊疗方案推介目录；疫情期间神威积极响应国家抗疫行动，加班加点确保物质供应充足，捐赠防治药品，期间担任河北省指定疫情控制防控重点物质企业、同石家庄市中医院等单位开发“中医药健康服务流动舱车”、同京东健康等机构打造新冠肺炎免费在线义诊平台。

## 2.2 扩大基本药物使用占比,公司国家基本药物产品预计受益

2019 年 10 月国务院出台《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》，提出促进基本药物优先配置使用，扩大基本药物使用占比，逐步实现基层公立医疗机构、二级公立医院和三级公立医院基本药物配备品种数量占比分别不低于 90%、80%、60%。截止目前，神威药业有 34 种药品列入了国家基本药品目录；公司自主研发的独家产品“芪黄通秘软胶囊”被纳入《国家医保药品谈判目录（2019 版）》。

## 2.3 中成药带量采购来临，公司打造新增长点

2020 年 7 月 23 日，青海省药品带量采购开标，带量采购首次纳入中成药尤其是中药注射液，这预示着中成药带量采购的来临，围绕中成药的重点监控与

质量标准也在逐步改善。相对于化学药而言，中成药具有自身特殊性，虽国家卫健委未见中药注射液纳入国家首批重点监控目录，但已被多省份及医疗机构列为重点监控对象，于此同时随着中成药带量采购的来临，将对这部分产品在未来发展产生影响。神威药业在行业发展方面极具前瞻性，2019年年内，在战略上积极打造口服制剂新增长点，加大口服产品增长动力，降低对注射液产品利润贡献集中度；并在19年首次实现口服类产品营收占比超过注射液产品，实现口服类产品营收占比同比增长20.8%，创造了68.8%的毛利。

于此同时，针对此次中成药带量采购行业倾向认为，中成药中竞争较为充分的药品入选采购项目的概率较大，而独家品种可能暂时不会。目前，神威药业有22个独家品种，10项研究专案正在试验（其中包括2项独家突破性创新药物），在面对中成药带量采购影响方面，具有较强风险应对能力。

### 3. 公司业务板块介绍

#### 3.1 现代中药注射液产品

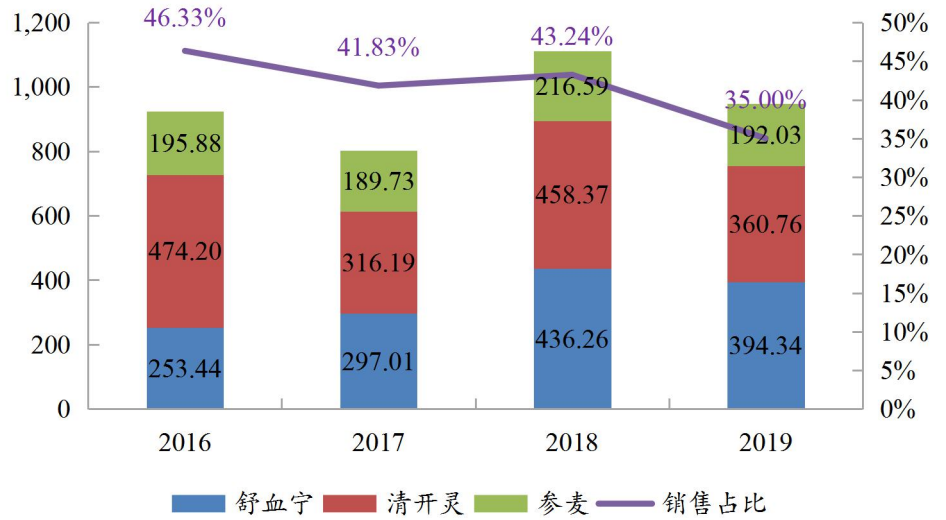
神威药业的现代中药注射液产品包括清开灵注射液、舒血宁注射液和参麦注射液等注射液产品，公司注射液产品均被保留在2019年国家医保目录当中。其中，清开灵注射液、舒血宁注射液和参麦注射液三项产品主要针对冠心病和脑血栓等现代常见病症，临床使用广泛，多年来始终占据企业重点产品行列，参麦注射液排在2019年心脑血管中成药市场份额的前10名。

图6：公司主要注射液产品



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

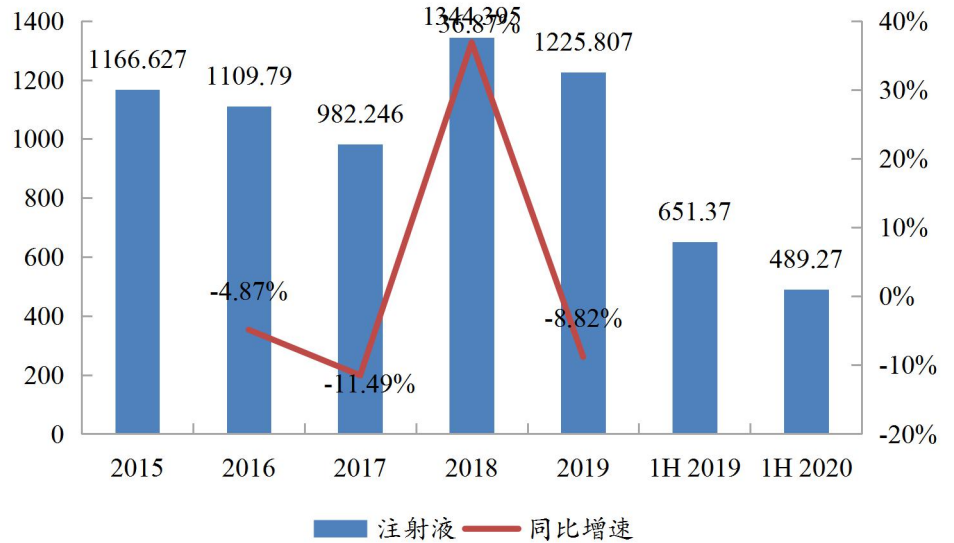
图 7：三大注射液历年营收（百万元）情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

2015年至2019年，公司注射液销售收入分别为11.67亿元、11.1亿元、9.82亿元、13.44亿元和12.26亿元；销售收入同比增速-4.87%、-11.49%、36.87%和-8.82%。近年来看，注射液板块销售收入整体在10亿元以上进行波动；销售收入增速在18年高位之后，在19年有所回调，主要受到医疗政策影响，2019年7月1日卫健委对西医开中药发出禁令，及产品自身同比销售基数影响。截止2020年中期，由于受到新冠疫情的影响，医院就诊率的下降，导致注射液实现营收4.89亿元，同比下降24.9%。

图 8：公司 2015-2016 年注射液销售收入（百万元）及同比增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 3.2 现代中药口服类产品

神威药业口服类产品包括软胶囊、颗粒剂、中药配方颗粒及其他剂型。2015年至2019年公司口服类产品销售收入分别为8.88亿元、8.84亿元、9.37亿元、12.26亿元和14.8亿元，同比增幅为-0.5%、6.1%、30.8%和20.8%，实现了高速增长发展。于此同时，口服类产品还贡献了更多的毛利，根据2019年企业年报，公司口服类产品贡献了68.8%的毛利，同比增长6.8%。截止到2020年中期，公司口服类实现营收7亿元，同比下降2.2%，在受到疫情冲击下，业务板块小幅下降，也展现出口服类产品的市场优势。

图 9：公司 2015-2019 年原料药营收（百万元）及同比增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司现有制剂产品 11 大系列、60 多个品种、120 多个品规，公司主要的制剂各类口服产品均保持销售贡献持续增加，根据 2019 年年报，软胶囊类、颗粒剂类、中药配方颗粒类及其他剂型销售同比增长 13.9%、2.5%、60%、2.1%。截止 2020 年中期，受新冠疫情影响各剂型口服药销售收入实现 2.56、1.47、2.4、0.58 亿元，软胶囊同比增长 5.4%，中药配方颗粒保持与去年同期持平，展现出公司两类口服制剂的市场需求粘性。

图 10：2019 年各类口服产品销售收入（百万元）情况

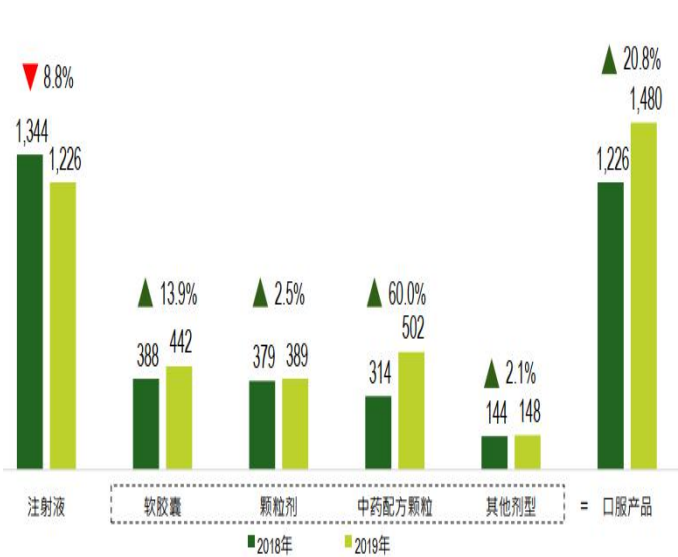
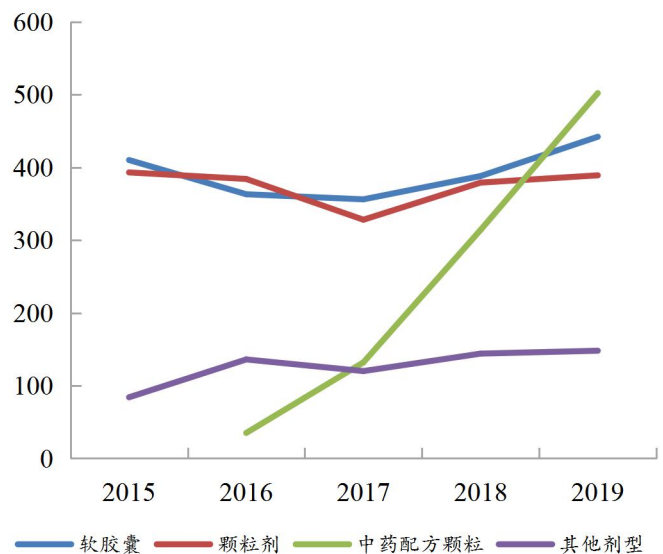


图 11：公司历年各类口服类产品销售变化（百万元）



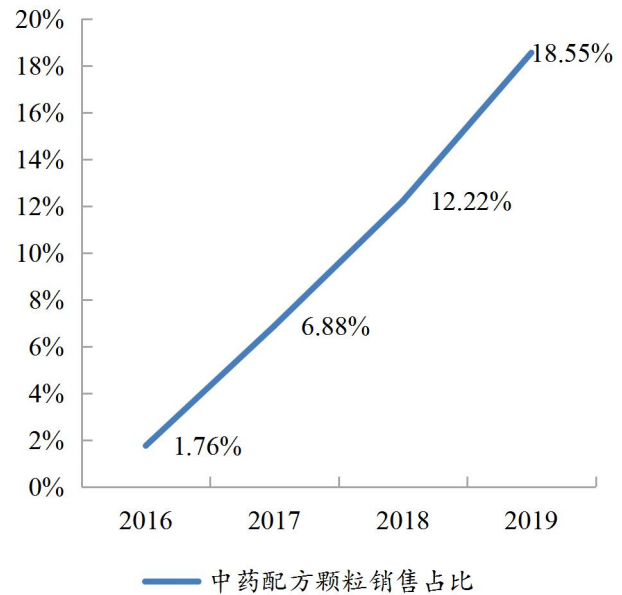
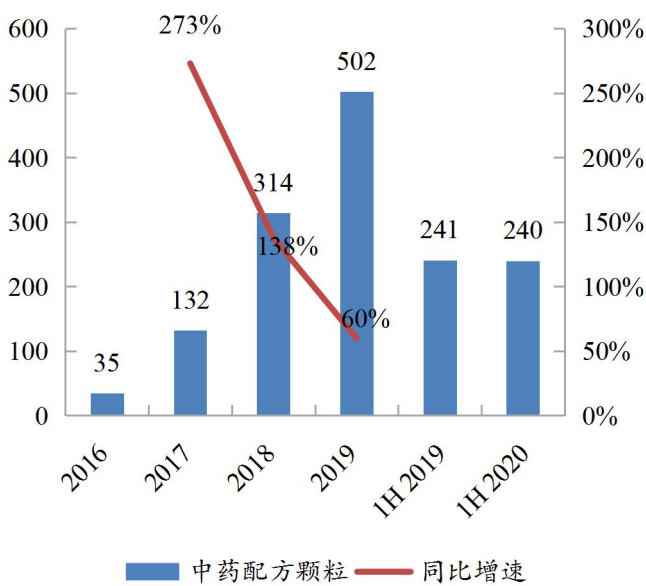
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

### 3.3 中药配方颗粒

公司口服类产品中药配方颗粒保持高速增长态势,2016至2019年销售收入实现273%、138%和60%的高增速,总销售收入占比实现从1.76%到18.55%的快速发展,成为2019年总销售收入占比最高的产品类型,国内销售额排名实现第6位。截止到2020年上半年,由于受到新冠疫情的影响,中药配方颗粒实现营收2.4亿元,与去年同期持平,总营收占比达到20.1%;但在国内疫情恢复下,中药配方颗粒继续展现出强势发展态势,从单季度角度来看,2020年第二季度中医药配方颗粒同期营收增长10.7%,第三季度相比同期营收增长进一步扩展至25.4%。

图 12: 中药配方颗粒销售收入(百万元)及增速状况      图 13: 中药配方颗粒销售占比



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

2019年底河北省中药配方颗粒降价,公司产品以价换量,使得中药配方颗粒的产品优势凸显为公司带来大量产品增量,后续随着相关中药配方颗粒政策开放未来市场有望将继续放量。根据《中药饮片行业发展研究蓝皮书》显示,我国中药配方颗粒市场规模从2010年20亿元增长至2018年150亿元,复合增长率28.64%;同时,国家积极加强中药配方颗粒质量保证并逐步放开中药配方颗粒市场,2019年11月国家药典委员会发布《关于中药配方颗粒品种试点统一标准的公示》,对160个品种形成了试点统一标准,神威药业也作为9



家参与企业之一参与了标准的制定。

**表 2：国内有关中药配方颗粒相关政策文件**

发布时间	文件名称	主要内容
1996 年 8 月	《中药配方颗粒研制指南》	配方颗粒研制指南
1997 年 7 月	《中药配方颗粒研制指南》	对研制指南进行论证
2001 年 7 月	《中药配方颗粒管理暂行规定》	中药配方颗粒纳入中药饮片管理范畴
2002 年 10 月	《关于中药现代化发展纲要（2002-2010 年）》	建立中药配方颗粒的标准及治理管理
2003 年 10 月	《中药配方颗粒注册管理办法（试行）》	规范中药配方颗粒的生产、使用
2010 年 12 月	《关于规范中药配方颗粒管理的通知》	使用限制放宽，试点医院范围扩大至二级及以上的中医院
2013 年 6 月	《关于严格中药饮片炮制规范及中药配方颗粒试点研究管理等有关事宜的通知》	停止中药配方颗粒生产企业
2015 年 12 月	《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》	征求意见，拟开发试点管理
2016 年 2 月	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	强化中药配方颗粒的标准及质量管理
2016 年 8 月	《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求（征求意见稿）》	拟制定中药配方颗粒的国家统一标准
2017 年 6 月	《“十三五”中医药科技创新专项规划》	开展中医配方颗粒及饮片的有效性、安全性评价
2018 年 2 月	《关于设立中药配方颗粒标准统一工作咨询日的通知》	开放中药配方颗粒标准统一工作咨询
2019 年 11 月	《关于中药配方颗粒品种试点统一标准的公示》	对 160 个中药配方颗粒品种形成了试点统一标准

资料来源：国家食品药品监督管理局网站、国元证券经纪（香港）整理

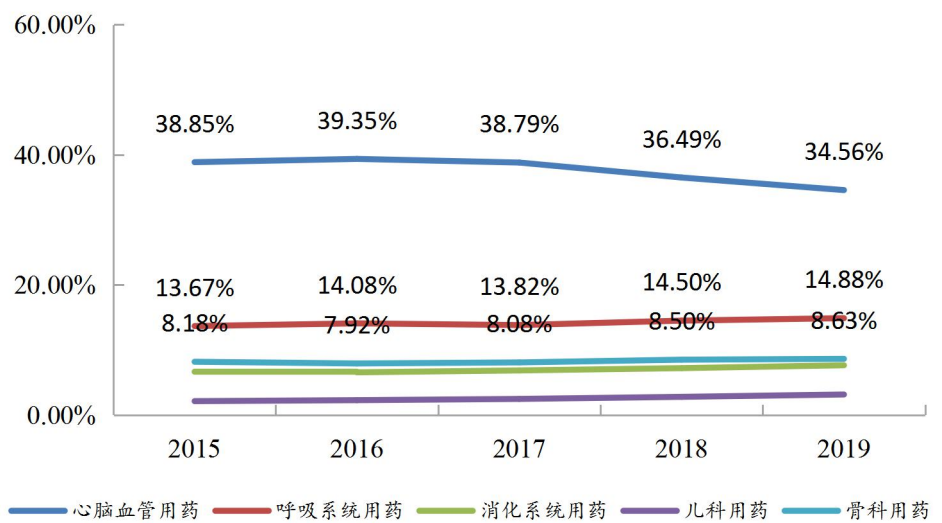
随着政策开放，公司未来也将继续加大中药配方颗粒的市场布局，预计在 2021 年在北方一个沿海省份建设生产设备，并积极探索与其他省份的合作模式加速市场进入速度，该产品未来市场和发展进程明朗。截止 2020 年中期，中药配方颗粒销售新覆盖河北省医院 68 家、云南省 41 家，展现出产品强劲的势头。

## 4. 公司研发方向：聚焦领域及创新产品

#### 4.1 立足优质赛道，聚焦八大治疗领域

立足战略市场、聚焦八大领域、重点培育独家产品。公司主要定位老年用药、儿童用药、抗病毒用药市场，重点聚焦心脑血管用药、呼吸系统用药、消化系统用药、儿科用药、骨科用药、扶正补益用药、神经系统用药和妇科用药八大治疗领域。根据米内网数据表明，心脑血管用药、呼吸系统用药、骨科用药分别多年排在中成药临床终端用药的前三位。其中，心脑血管中成药用药始终占中成药用药的35%以上，排在首位。根据《中国人口老龄化发展趋势预测报告》显示，2001年到2020年是快速老龄化阶段，到2020年可达到2.48亿老年人口，随着老龄人口增加心脑血管发病率将逐步上升，将进一步扩大心脑血管用药需求。

图 14：历年我国中成药临床终端主要用药占比情况



资料来源：米内网、国元证券经纪（香港）整理

根据公司2019年年报，八大领域共占总销售收入的77.1%，其中心脑血管用药、呼吸系统用药、消化系统用药、儿科用药分别占比为39.4%、21.7%、6.4%和5.8%，占据公司重要营收地位。受到心脑血管等老年病的年轻化趋势及人口老龄化影响，未来有关用药市场庞大，公司产品定位及市场优势明显；同时，受到国家医疗政策及新冠疫情影响，推动中西医协助，引导中成药全面进入诊疗，发挥中成药独特治疗与预防功能，也为公司呼吸系统用药带来新的市场需求及创新动力；儿童用药对产品要求更为严格，中药的独特性也使

得其较西药而言更有优势，并且随着二胎政策持续实施，立足儿童用药市场也是正确选择。相对此四大领域而言，骨科用药、扶正补益用药、神经系统用药和妇科用药领域销售占比较小，公司未来发展空间更大。

公司战略清晰，未来将重点聚焦此八大治疗领域，重点培育独家产品、加大市场投入、转变营销模式、全面推行学术推广。

图 15：2019 年八大领域营收占比

人民币 百万		2019年 销售额	销售占比
心脑血管用药	} 重点培育独家产品 加大市场投入 全面推行学术推广	1,064.9	39.4%
呼吸系统用药		587.5	21.7%
消化系统用药		173.4	6.4%
儿科用药		156.5	5.8%
骨科用药		87.1	3.2%
扶正补益用药		9.2	0.3%
神经系统用药		5.9	0.2%
妇科用药		1.7	0.1%
		2,086.2	77.1%
配方颗粒		501.9	18.5%
其他治疗领域		117.9	4.4%
总销售额		2,706.0	100.0%

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

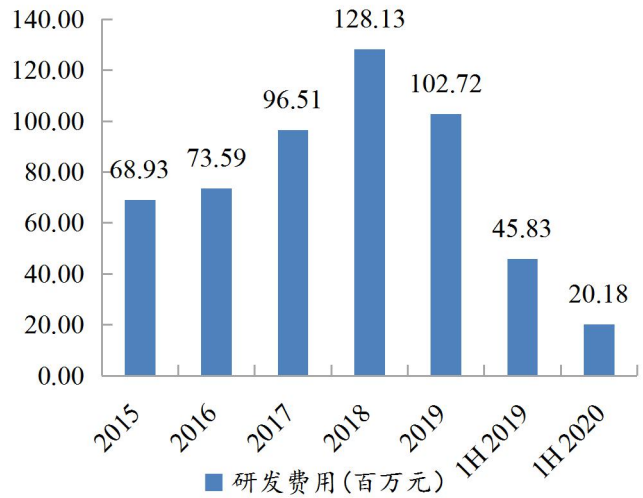
## 4.2 保持研发投入，开发创新产品

保持研发投入，获得临床试验的突破性创新药物。截止当前，公司共生产 400 多种产品，涵盖 10 个以上领域，其中包含 22 项独家品种。公司每年持续支出研发费用，研发投入整体呈现上涨趋势，研发费用占净利润比重近 3 年持续保持在 20% 以上，表明企业并不没有因为扩大净利润而降低研发支出。2020 年上半年由于受到疫情影响，研发进程暂缓相应导致研发支出下降。

图 16：公司现有产品状况



图 17：公司历年研发费用（百万元）情况

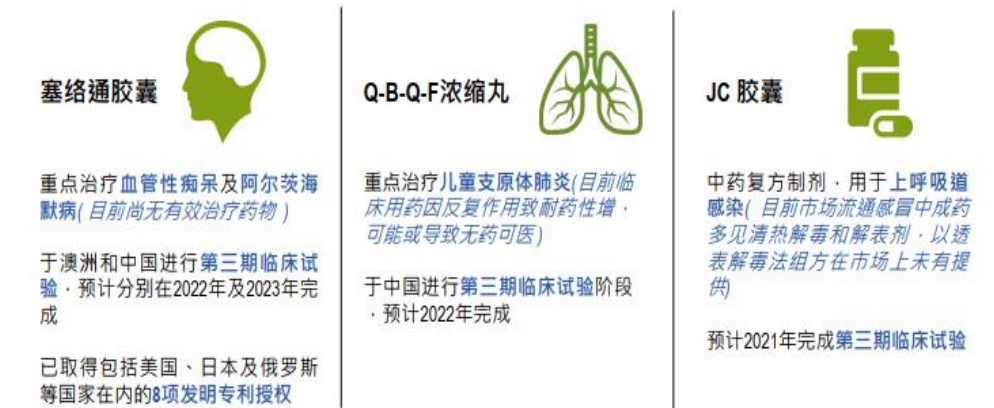


资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

根据 2020 年中期报告，公司目前共有 7 项研究专案正在陆续进行医学及临床试验，其中包括 3 种独家突破性创新药物：塞络通胶囊、Q-E-Q-F 浓缩丸、JC 胶囊。塞络通胶囊将重点治疗血管性痴呆和阿尔兹海默症，目前针对该病症并没有有效的治疗药物。Q-E-Q-F 浓缩丸重点治疗儿童支原体肺炎，针对此病症目前临床用药因反复作用导致耐药性增强，存在无药可求风险，神威药业研制的 Q-E-Q-F 浓缩丸如果上市，预估其将作为阿奇霉素儿童市场替代，收益 12 亿到 18 亿人民币，市场收益可观。JC 胶囊为中药复方制剂，通过透表解毒法组方用于上呼吸道感染，目前该方式在流通感冒中成药市场上并未出现，并预计在 21 年完成第三期临床试验。截止 2020 年中期，由于受到疫情影响，公司预计分别在 2022 年和 2023 年完成塞络通胶囊在澳洲和中国两地的第三期临床试验，2022 年完成 Q-E-Q-F 浓缩丸在中国的第三期临床试验。

图 18：公司目前产品创新情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

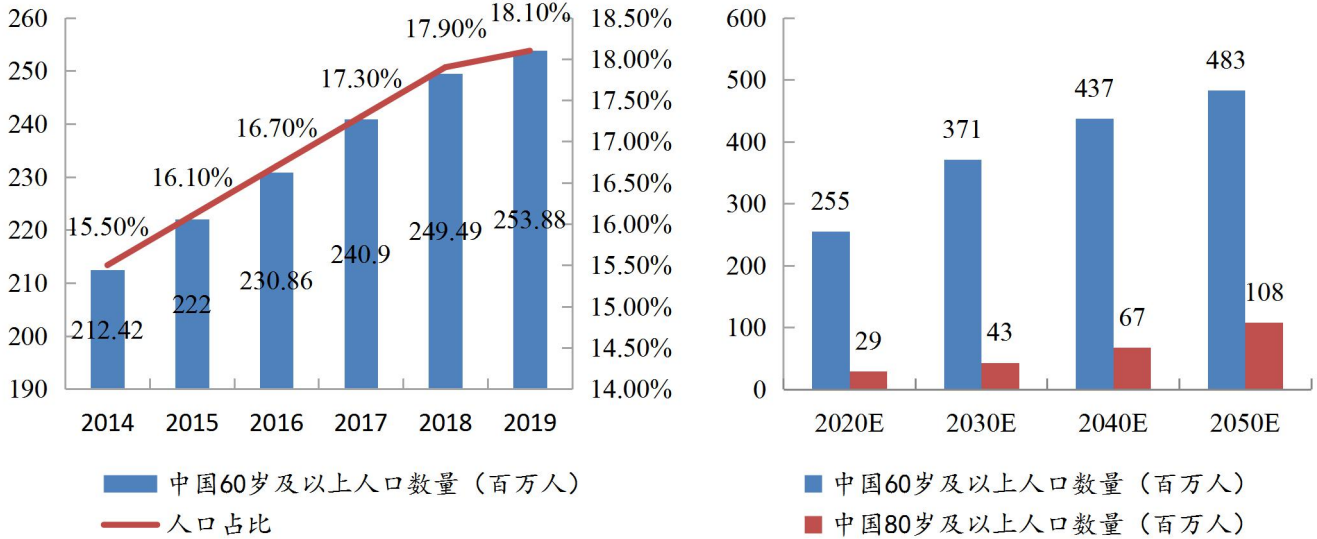
### 4.3 深耕老年用药，创新研发塞络通胶囊

深耕老年用药，创新研发塞络通胶囊，重点治疗血管性痴呆及阿尔茨海默症。塞络通胶囊是一款借助现代分离提纯技术从西红柿、人参、银杏叶提取有效成分并进行科学配比研制而出的现代中药，适应于治疗血管性痴呆及阿尔兹海默症，已获得美国、日本、俄罗斯等国的 8 项发明专利授权。

目前，针对该治疗领域尚未有有效治疗药物，随着世界人口老龄化、人均寿命提升及阿尔茨海默症的意识加强，针对该领域的创新药物将更具竞争价值。根据国家统计局统计，截止 2019 年年末，我国 60 岁以上的人口达到 253.88 百万人，占总人口 18.1%，较 2014 年 212.42 百万人实现年复合增长率 3.63%，并预计未来老龄现状将继续持续，2030 年预计达到 371 百万人，2050 年达到 483 百万人；同时超高龄人群也将持续保持增长态势，预计 2030 年 80 岁及以上人口达到 43 百万人，并在 2050 年将达到 108 百万人，实现 4.71% 的年复合增长率。痴呆能够缩短患者寿命，根据公司公告显示阿尔茨海默症的中位存活期是 7.1 年，血管性痴呆为 3.9 年。且目前针对该类市场并无有效治疗药物，现有西药只能延缓病情，相对副作用较多，根据世界卫生组织 2017 年报告显示，当年全球治疗痴呆的医疗费用估计高达 8180 亿美元。据相关数据显示，中国阿尔茨海默症患者人数位居世界第一，《2010-2030 年中国老年期痴呆的预测》预计 2025 年中国老年痴呆患者患者将突破 1000 万人，所占 60 岁及以上比重将达到 3% 以上，表明未来产品市场空间广阔。

该产品目前正于澳洲和中国开展III期临床，预计将于2022年和2023年完成，有望成为公司新的创新增长点。

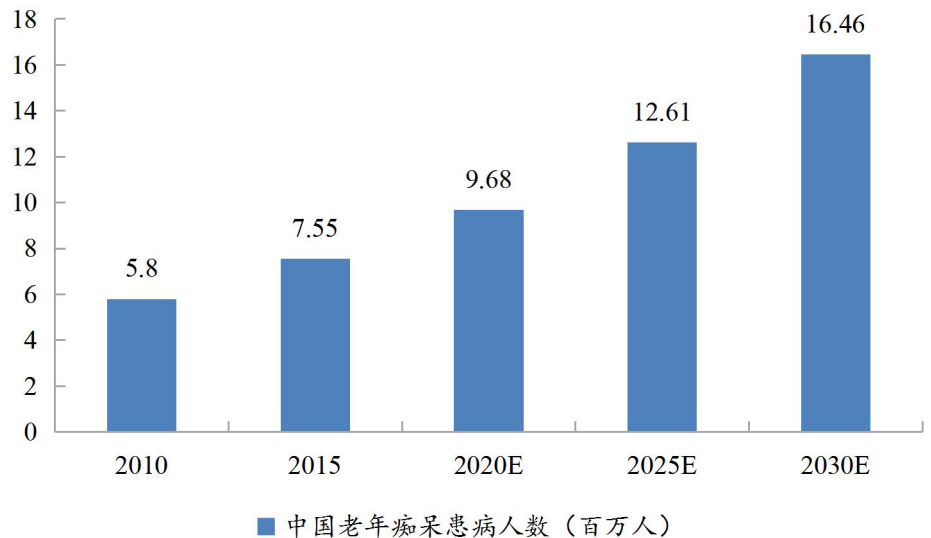
图 19：中国 60 岁及以上人口数（百万人）及占比情况      图 20：中国老龄人口数预测情况



资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：中国产业研究院、国元证券经纪（香港）整理

图 21：2010-2030E 中国老年痴呆患病人数（百万人）



资料来源：《2010-2030 年中国老年期痴呆的预测》、国元证券经纪（香港）整理

## 5. 公司管理层团队经验丰富，战略定位清晰且极具前瞻性

## 5.1 公司管理团队经验丰富、专业性强、分工明确

公司管理团队在公司任职多年，多数参与公司创办，具有较强专业性，团队内部分工明确、术业专攻。李振江先生系公司执行董事及创办人之一，多年负责公司业务发展及策划，自身拥有相关业务超 20 年经验。信蕴霞女士系公司执行董事及创办人之一，负责公司人力资源管理及运营工作，相关业务管理经验超 20 年。李惠民先生系公司执行董事，自 1992 年加入公司前身就一直专注于销售与市场营销，相关销售管理能力有超 15 年经验。陈钟先生系公司执行董事，拥有正高级工程师及执业药师资格证，负责公司生产质量控制及技术管理，有超 20 年经验。

## 5.2 战略定位清晰且极具前瞻性

公司立足行业前景，清晰制定战略目标：锁定目标市场，全力打造新增长点；及时进行营销战略转型。公司始终立足于老年用药、儿童用药及抗病毒用药三类高增长目标市场，进行现代中药的研发、生产与销售；并且洞悉行业发展前景，及时布局与加速口服类产品发展，应对注射液市场的竞争压力及风险。2019 年年内公司积极打造口服制剂新增长点，加大口服产品增长动力，降低对注射液产品利润贡献集中度，并实现了口服类产品销售占比达到 54.7%，具体公司未来将持续聚焦八大治疗领域及中药配方颗粒，优化优质系列产品，加速市场布局与重点产品研发。

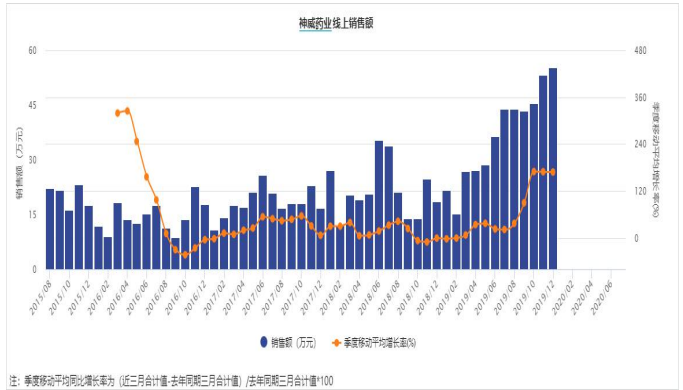
在营销战略方面，开启数字化战略转型，推动营销与运营管理数字化，进行科学和高效管理升级，建立互联网数字营销事业部，并与主流电商平台达成战略合作，线上销售额逐年新增。于此同时加强目标终端覆盖，与优质零售终端合作，创新与推广学术营销。在 2019 年实现包括二级及以上医院、基层医疗机构和零售药店 506371 家的项目覆盖。

图 22：公司 2019 年终端覆盖数（家）

覆盖数目	2018年	2019年
二级及以上医院	6,900	6,414
基层医疗机构	*127,118	330,151
零售药店	*76,617	169,806
总计	210,635	506,371

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 23：公司线上销售额

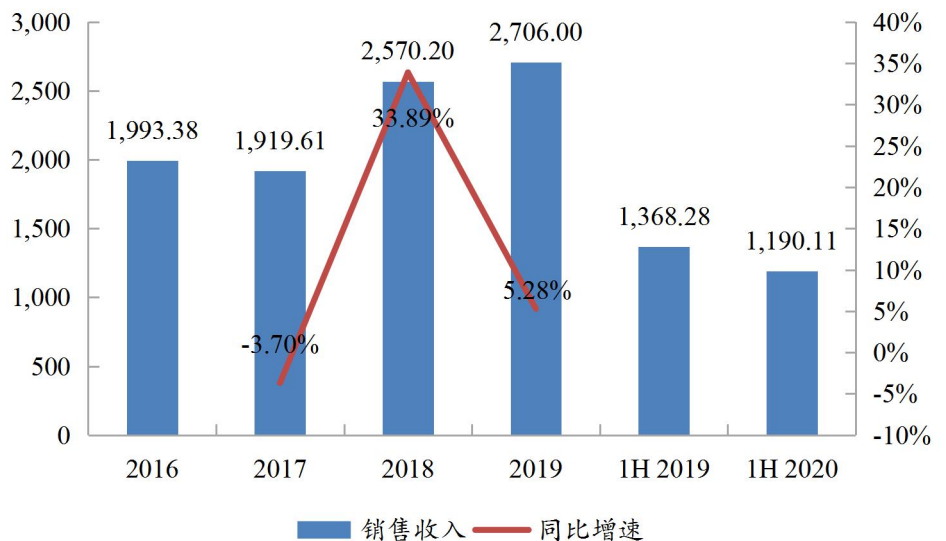


数据来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

## 6. 财务分析

公司营业收入较 2017 年触底之后，于 2018 年高升实现 33.85% 营收增速，在 2019 年继续保持上涨态势，但是增速明显出现了回调，增速下降为 5.29%。更多可能受到国家前期医疗政策影响，但是公司积极打造新增长点，加速市场布局，保持了营收增长态势。截止 2020 年中期，公司业务受到疫情影响，实现营业收入 11.9 亿元，同比下降 13%，但整体符合市场预期。

图 24：公司历年营收变化（百万元）及增速



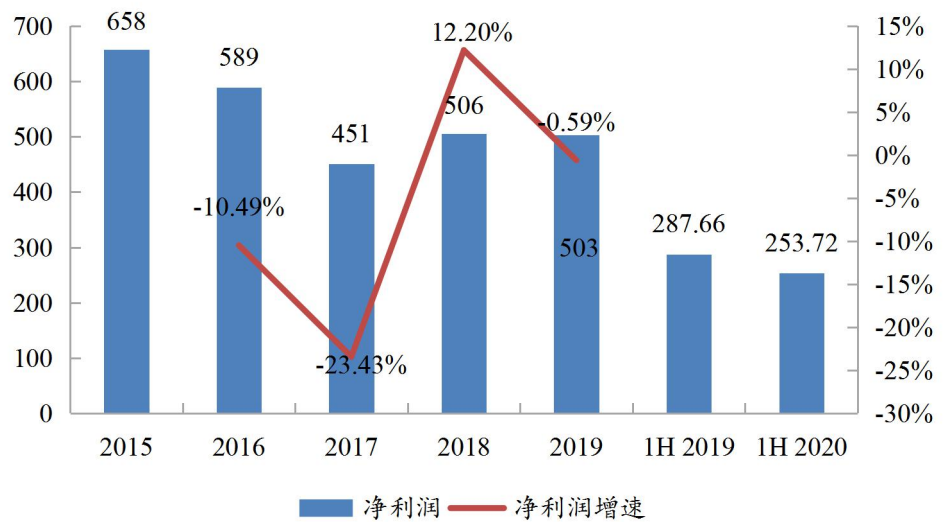
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司净利润同营业收入一样，在 2017 年触底之后，实现 2018 年 12.2% 的增速，于 2019 年进行回调，使得净利润增速下降为 -0.59%，基本同去年净利润



持平，保持在 5 亿水平。根据 2019 年年报，公司净利润增速下降主要源于公司一项专利开发终止与国际会计准则要求对银行存款及贸易应收款减值准备导致，若没有二者影响净利润将较 2018 年实现 8.3% 上升，继续保持上升态势。截止 2020 年中期，公司营收受到疫情影响，实现 2.54 亿元净利润，同比下降 11.8%。

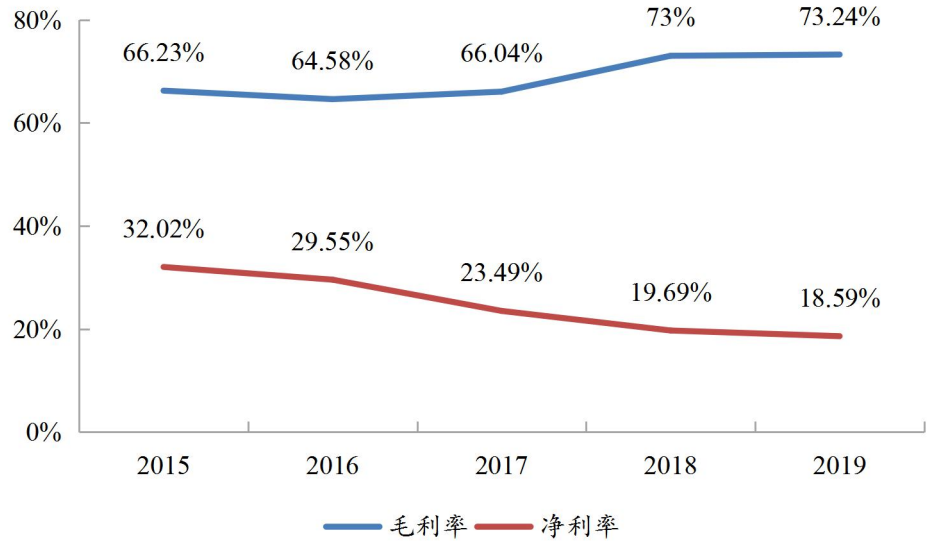
图 25：公司历年净利润（百万元）及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

根据 2015 年至 2019 年年报，公司毛利率保持稳定上升趋势，历年分别实现 66.23%、64.58%、66.04%、73% 及 73.24% 的高毛利。相对毛利率而言，公司净利率反而呈现出持续下滑趋势，2015 年至 2019 年净利率从 32.03% 逐步下降为 18.59%，究其主要原因，主要来自于公司销售费用的连年持续增长，2019 年公司销售费用达到 11.27 亿元，占毛利润的 75.98%。同时，通过对比 2016 年至 2019 年公司营业收入增速及销售费用增速，二者保持同增同减态势，销售收入增速明显高于营收增幅，凸显出公司继续布局市场目标，但在一定程度上需要谨慎考虑公司收入模式及产品自身吸引力。

图 26：公司历年毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 27：公司历年销售费用（亿元）及毛利占比



图 28：公司历年营业收入及销售费用增速

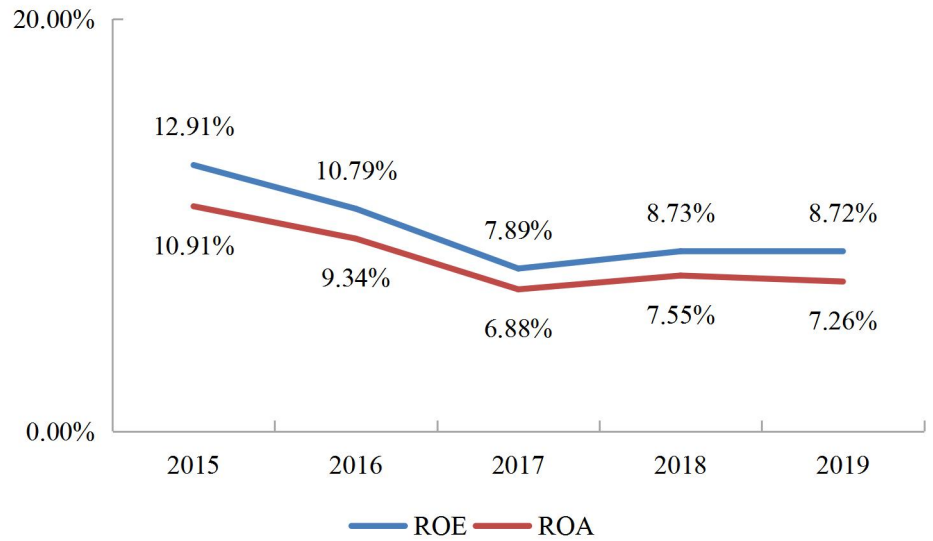


资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

根据 2015 年-2019 年年报，ROE 历年为 12.91%、10.79%、7.89%、8.73%和 8.72%；ROA 历年为 10.91%、9.34%、6.88%、7.55%和 7.26%。公司 ROE、ROA 保持同趋势，在经历 2015 年至 2017 年三年触底之后，在 2018 年实现小幅提升，2019 年继续保持回稳状态。

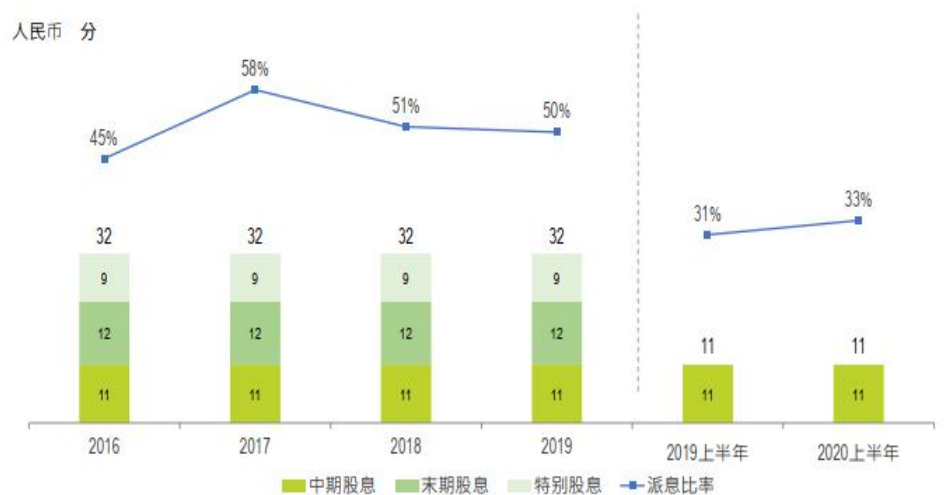
图 29：公司历年 ROE、ROA 变动情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

同时，公司始终保持 40%-60% 的派息率，将股息固定在每股 0.32 元水平，较当前股价保持在 6.66% 的股息率水平，也从侧面反映公司业绩平稳。截止 2020 年中期，即使受到疫情影响，公司依旧持续保持 11 分派发中期股息，也说明公司在经营业绩上继续保持平稳态势。

图 30：公司历年派息情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

根据 2015 年至 2019 年年报，公司流动比率、速动比率及现金比率都保持在

3.5 以上，公司有充足的现金及现金等价物，可以完全覆盖公司总负债；公司负债水平处于低位，历年保持在 20% 以内，2019 年较大增长主要来自短期借款从无到有的增加，因此公司无论在短期偿债能力还是长期偿债能力方面都没有压力。2019 年公司持有 39.46 亿元现金及现金等价物，截止 2020 年 8 月 9 日公司市值为 44 亿元，存在明显低估；但同时需要关注持有大量现金在应对贬值及后续使用方面的能力。

图 31：公司历年流动比率、速动比率和现金比率

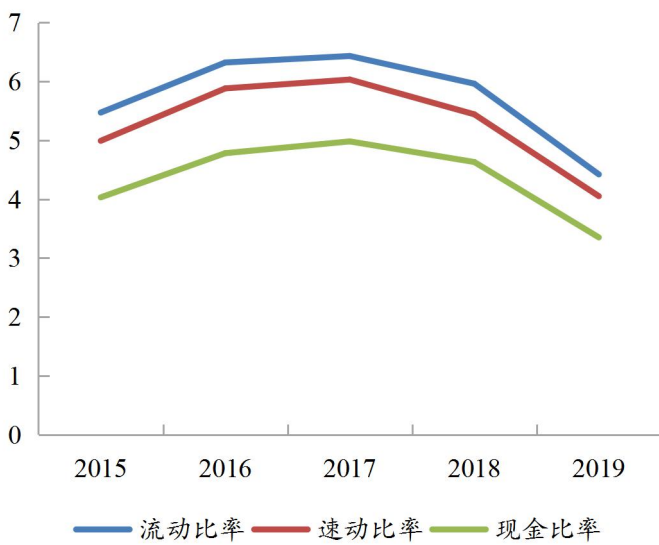
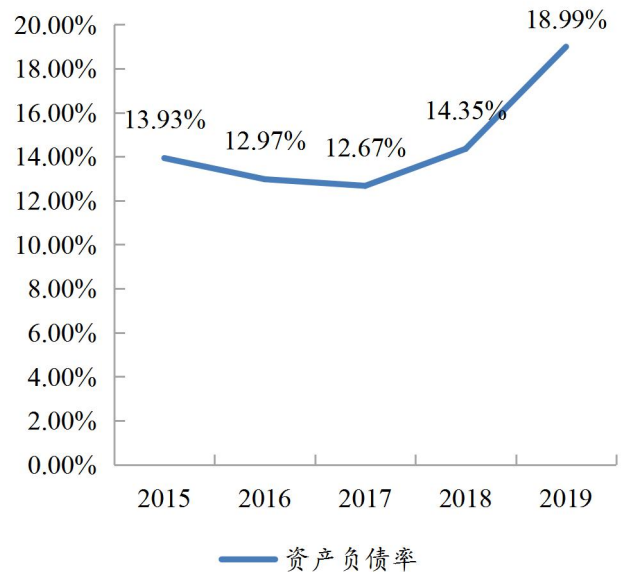


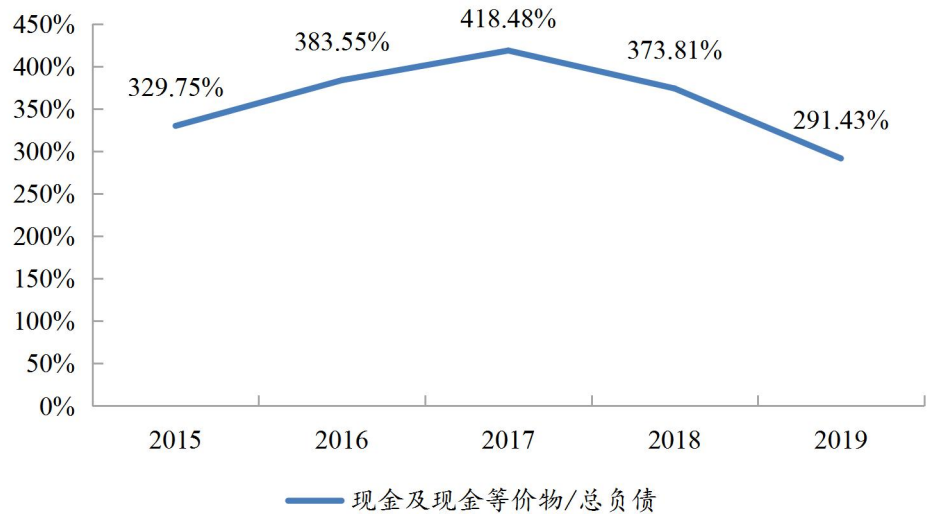
图 32：公司历年资产负债率情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

图 33：公司历年现金及现金等价物/总负债情况



资料来源：联邦制药年报、国元证券经纪（香港）整理

## 7. 盈利预测与投资建议

### 7.1 关键假设

我们预测公司 2020-2022 年收入分别为 2581、3037、3616 百万元，分别同比增长-4.64%、17.67%、19.09%，其中：

- 注射液：预计 2020-2022 年增速为-18.00%、7.00%、7.00%；
- 口服类产品：预计 2020-2022 年增速为 6.21%、24.83%、25.88%；

其中，预计软胶囊 2020-2022 年增速为 10.00%、20.00%、20.00%；

颗粒剂 2020-2022 年增速为-6.00%、15.00%、15.00%；

中药配方颗粒 2020-2022 年增速为 23.90%、38.00%、38.00%

表 3：公司收入预测

单位：人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	2,570.20	2,706.00	2,580.51	3,036.60	3,616.28
同比增长 (%)	33.89%	5.28%	-4.64%	17.67%	19.09%
注射液	1344.395	1225.807	1008.3546	1074.0633	1145.8159
同比增长 (%)	37%	-9%	-18%	7%	7%
口服类产品	1225.801	1480.189	1572.15098	1962.54163	2470.46
同比增长 (%)	30.78%	20.75%	6.21%	24.83%	25.88%
软胶囊	388.218	442.031	486.2341	583.48092	700.1771
同比增长 (%)	9%	14%	10%	20%	20%
颗粒剂	379.378	388.752	365.42688	420.24091	483.27705
同比增长 (%)	15%	2%	-6%	15%	15%
中药配方颗粒	314.00	502.00	622.00	858.36	1184.54
同比增长 (%)	137.88%	59.87%	23.90%	38.00%	38.00%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

基于收入预测，我们预测公司 2020-2022 年归属股东净利润为人民币 460/551.93/657.80 百万元，同比增长-8.57%/19.99%/19.18%。

## 7.2 行业估值及目标价

公司目前的 PE8.68 倍，低于港股行业平均 15.67 倍 PE。我们给予公司 2021 年 11 倍目标 PE，对应目标价为 8.67 港元，较现价有 62.06% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：行业可比公司估值（截至 2020 年 11 月 25 日）

代码	证券简称	市值(百万)	TTM	市盈率 PE		市净率 PB(MRQ)	企业价值 /EBITDA(倍)
				20E	21E		
2877.HK	神威药业	3.78	8.68	--	--	0.70	6.80
	<b>港股平均</b>	<b>7.04</b>	<b>15.67</b>	<b>8.46</b>	<b>7.34</b>	<b>0.96</b>	<b>10.32</b>
0874.HK	白云山	27.08	10.44	8.20	7.37	1.08	12.51
0570.HK	中国中药	14.10	10.39	8.28	6.97	0.89	7.43
2186.HK	绿叶制药	12.32	10.39	7.78	6.79	1.73	9.72
1666.HK	同仁堂科技	5.88	20.64	12.99	11.39	1.13	6.99
0587.HK	华瀚健康	3.23	5.14	--	--	0.44	6.81
1681.HK	康臣药业	2.20	60.30	5.05	4.19	1.17	4.94
3737.HK	中智药业	1.20	10.15	--	--	1.62	7.42
0897.HK	位元堂	0.40	4.95	--	--	0.21	-253.56
1498.HK	培力控股	0.24	--	--	--	0.62	30.23

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 34：公司近五年 PE-Band 变化情况



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 风险提示

- 1) 中成药帶量采购来临；
- 2) 口服类产品销售增速低于预期；
- 3) 新产品研发进度低于预期；
- 4) 持有大量现金及现金等价物应对贬值及增值能力不足；

## 财务报表摘要

<b>损益表</b>						
百万人民币, 财务年度截止12月31日						
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售收入	1,920	2,570	2,706	2,581	3,037	3,616
成本	(653)	(694)	(724)	(689)	(841)	(1,002)
毛利	1,267	1,876	1,982	1,892	2,195	2,615
经营费用	(515)	(997)	(1,127)	(1,203)	(1,324)	(1,577)
行政开支	(247)	(256)	(276)	(232)	(273)	(325)
其他收入净额	180	175	169	156	184	220
研发费用	(97)	(128)	(103)	(52)	(109)	(130)
经营利润	684	797	748	613	782	932
财务成本	0	0	(3)	0	0	0
其他收入净额	0	0	0	1	2	3
税前利润	684	797	745	614	784	935
所得税	(136)	(163)	(140)	(101)	(121)	(144)
年内股东溢利	452	506	503	460	552	658
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
EBITDA	883	999	953	787	956	1,126
净利润	452	506	503	460	552	658
每股收益(人民币元, 基本)	1	1	1	1	1	1
每股收益(人民币元, 摊薄)	1	1	1	1	1	1
收入增长(%)	-3.68%	33.89%	5.28%	-4.64%	17.67%	19.09%
毛利增长(%)	-1.47%	48.06%	5.62%	-4.54%	16.07%	19.09%
经营利润增长(%)	-1.39%	16.50%	-6.16%	-18.12%	27.72%	19.17%
净利润增长(%)	-23.34%	12.03%	-0.54%	-8.57%	19.99%	19.18%
每股收益增长(%)	-23.10%	12.03%	-0.54%	-8.57%	19.99%	19.18%

<b>现金流量表</b>						
百万人民币, 财务年度截止12月31日						
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	684	797	745	614	784	935
折旧与摊销	199	202	205	174	174	194
财务费用	0	0	(3)	0	0	0
运营资本变动	(32)	16	(37)	(30)	(31)	(31)
税金	(143)	(140)	(157)	(101)	(121)	(144)
其他经营现金流	(217)	(343)	(60)	(50)	(49)	(48)
经营活动所产生现金流	491	533	368	534	625	750
购买固定资产净值	(92)	(127)	(88)	(100)	(99)	(98)
其他投资现金流	176	240	158	139	142	145
投资活动所产生现金流	84	113	70	39	43	47
净增权益	0	0	0	1	2	3
净增债务	0	0	398	200	50	50
支付股息	(265)	(261)	(249)	(253)	(304)	(362)
其他融资现金流	0	(304)	(250)	(96)	(97)	(98)
融资活动所产生现金流	(265)	(565)	(101)	(148)	(349)	(407)
现金变动	310	80	337	425	319	390
年初现金	3,218	3,532	3,611	3,946	4,371	4,690
汇兑变动影响	4	(1)	2	0	0	0
期末现金和现金等价物	3,532	3,611	3,946	4,371	4,690	5,080

<b>财务分析</b>						
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
获盈利能力						
毛利率	66.01%	72.99%	73.23%	73.30%	72.30%	72.30%
经营利润率	35.65%	31.02%	27.65%	23.74%	25.77%	25.78%
净利润率	23.52%	19.68%	18.59%	17.83%	18.18%	18.19%
ROE	7.80%	8.77%	8.71%	7.53%	8.86%	10.55%
ROA	6.77%	7.51%	7.06%	6.30%	7.54%	8.96%
偿还能力						
资产负债率	11.56%	14.35%	18.99%	16.34%	14.95%	15.08%
净资产负债率	13.24%	16.75%	23.45%	19.54%	17.58%	17.76%
流动比率	6.43	5.96	4.42	5.31	5.95	5.94
速动比率	6.03	5.44	4.05	4.88	5.45	5.43
营运能力						
总资产周转率	0.29	0.38	0.39	0.36	0.42	0.49
应收账款周转率	8.53	11.58	13.44	12.85	13.50	15.14
应付账款周转率	2.90	3.13	3.60	3.43	3.74	4.19
存货周转率	2.27	2.02	1.73	1.58	1.87	2.16
每股指标(人民币元)						
每股收益	0.55	0.61	0.61	0.56	0.67	0.80
每股净资产	7.03	6.97	6.99	7.39	7.53	7.54
估值比率(倍)						
P/E	12.30	10.98	11.04	12.08	10.06	8.44
P/B	0.90	0.96	0.96	0.91	0.89	0.89
EV/EBITDA	3.31	2.85	2.64	3.00	2.47	2.09
股息率	4%	4%	4%	4%	5%	6%

<b>资产负债表</b>						
百万人民币, 财务年度截止12月31日						
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
固定资产	1,402	1,404	1,494	1,464	1,435	1,406
无形资产	308	288	248	253	258	263
其他非流动资产	395	387	186	190	194	197
非流动资产总计	2,105	2,079	1,928	1,907	1,887	1,867
存货	280	405	431	444	457	471
应收账款及应收票据	531	532	674	695	715	737
现金及现金等价物	3,532	3,611	3,946	4,100	4,101	4,102
其他流动资产	217	104	152	156	161	166
流动资产总计	4,560	4,653	5,203	5,395	5,435	5,476
总资产	6,665	6,732	7,131	7,302	7,321	7,343
应付账款及票据	231	213	189	212	238	240
短期债务	135	0	398	200	0	0
其他流动负债	344	567	590	603	675	682
流动负债总计	709	780	1,178	1,015	913	922
长期借款	0	0	0	0	1	2
其他非流动负债	61	186	176	178	181	184
非流动负债总计	61	186	176	178	182	186
股东权益	5,816	5,766	5,777	6,108	6,226	6,235
少数股东权益	0	0	0	0	1	2
总权益	5,816	5,766	5,777	6,108	6,227	6,237



# 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>