

## 买入

## 朴欣汀销售快速放量，CDMO 业务快速推进

**东曜药业-B (1875.HK)**

2022-08-18 星期四

目标价:	<b>5 港元</b>
现价:	2.95 港元
预计升幅:	69.5%

### 重要数据

日期	2022-08-17
收盘价 (港元)	2.95
总股本 (亿股)	7.65
总市值 (亿港元)	22.57
净资产 (亿元)	3.83
总资产 (亿元)	8.1
52 周高低 (港元)	4.78/2.46
每股净资产 (元)	0.5

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

Vivo Capital Fund VIII,L.P.(28.68%)
晟德大药厂股份有限公司(28.66%)
钧信国际有限公司 (7.39%)
Advantech Capital Investment V Limited (6.42%)
Tricor Trust (Hong Kong) Limited (4.50%)

### 相关报告

深度报告: 东曜药业-B-20201229
更新报告: 东曜药业-B-20210329
更新报告: 东曜药业-B-20211208
更新报告: 东曜药业-B-20220414

### 研究部

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

#### ➤ 3 款上市产品正进行商业化推广，业绩增长迅速：

公司 2022 年上半年营业收入为 1.82 亿元人民币，同比增长 687%，净亏损大幅缩减至 1572 万元，同比下降 86%。3 款上市产品在今年开始商业化推广，目前朴欣汀已覆盖除西藏以外的全国所有省份和自治区，拥有两万升产能和 100% 的生产合格率；替至安目前通过两个渠道模式销售：1) 集采方面，公司被成功中选十三省联盟以及江苏省及河北省集采续约供应企业；2) 非集采方面，通过与济民可信合作加速拓展市场份额，预计下半年业绩会有显著增长；针对美适亚，公司正与前沿生物签订战略合作，精准定位艾滋病群体，细分市场推广销售。临床进展方面，ADC 药物 TAA013 临床试验入组完成，正在进行受试者的随访；与兆科眼科合作的抗 VEGF 单抗 TAB014 III 期临床试验完成首例受试者入组；TAC020 (创新靶点) 正与和铂医药进行联合开发，目前进展顺利。

#### ➤ CDMO 业务发展迅速，竞争优势明显：

上半年公司 CDMO 业务实现收入 2266 万元，同比上升 94%，在手订单超过 8500 万，项目合计 23 个，项目如期交付率达 100%，预计 2022 年全年营收将超一亿。ADC 项目 8 个，单抗项目 10 个，化药及其它 5 个，覆盖临床前到临床 III 期不同阶段。订单主要来自 ADC 和单抗项目，新增订单数和存续订单数各占 50%，展现 CDMO 持续发展的态势。公司 CDMO 业务竞争优势明显：1) 公司拥有核心偶联工艺和放大的技术优势以及 ADC 关键质量属性的自主分析能力，在 ADC 领域位于国内第一梯队；2) 产能、产线灵活，商业化布局完善，公司可针对客户需求提供定制化服务，覆盖小试、中试及商业化等不同规模，目前公司已建立了单抗原液和制剂、ADC 原液、冻干制剂一体化生产及商业化车间，同时符合高标准的质量管理体系、满足 GMP 标准的商业化能力和合规性。

#### ➤ 再次覆盖给予买入评级，目标价 5 港元：

随着三款产品的商业化销售推广以及 CDMO 业务的快速发展，业绩将会大幅度增长，我们预计公司 2022-2024 年收入分别是人民币 3.7 亿元、5.42 亿、7.02 亿元，EPS 分别为人民币 -0.02、0.06、0.15 元，基于现金贴现法及市盈率估值，给予公司目标价为 5 港元，对应 2024 年 PE 为 28 倍，较现价有 69.5% 的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	22.5	76.3	370.0	541.5	702.2
同比增长 (%)	-50.4%	239.4%	384.7%	46.4%	29.7%
净利润	-288.5	-261.2	-13.7	44.6	112.8
同比增长 (%)	-	-	-	-	152.9%
净利润率 (%)	-1282.8%	-342.3%	-3.72%	8.24%	15.92%
每股盈利 (元)	-0.51	-0.46	-0.02	0.06	0.15
PE@2.95HKD	-5.78	-6.41	-147.50	49.17	19.67

数据来源: wind、东曜药业年报、国元证券经纪(香港)整理

## 報告正文

### 2022 年業績簡述：

公司 2022 年上半年營業收入為 1.82 億元人民幣，同比增長 687%，主要來源於三部分：1) 產品銷售收入達 1.04 億元，得益於朴欣汀的商業化銷售；2) CDMO 業務收入達 2266 萬元，同比上升 94%；3) 授權金收入達 4943 萬元；淨虧損為大幅縮減至 1572 萬元，同比下降 86%。上半年經營活動現金流為 2424 萬元。

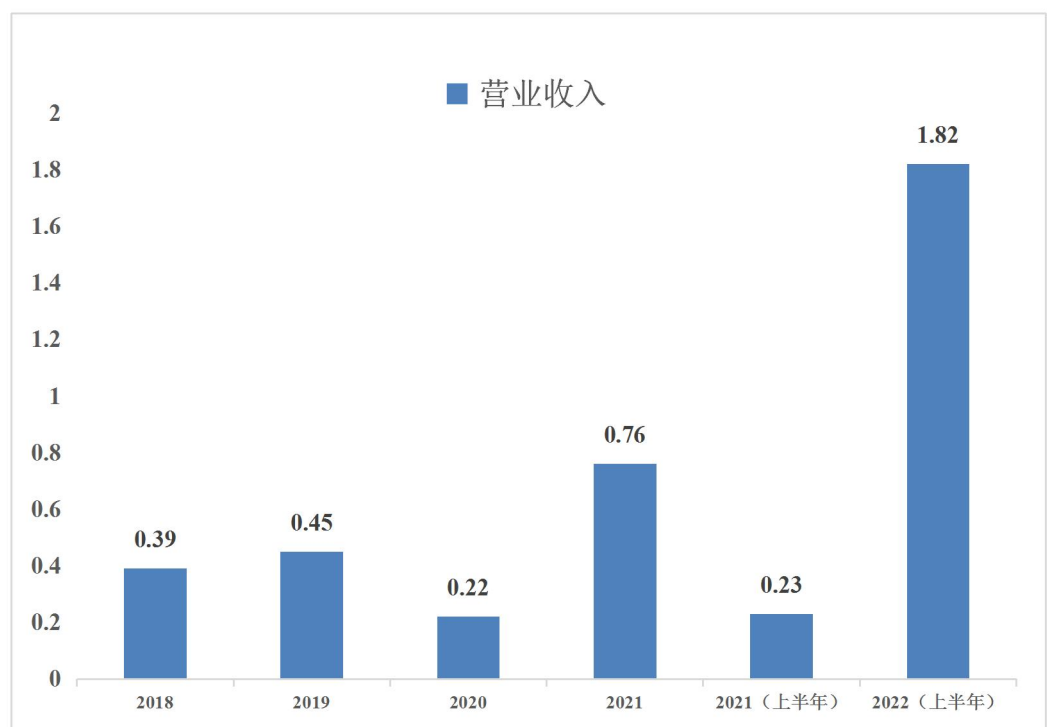
2022 上半年研發費用為 0.703 億元，2021 上半年為 0.887 億元，同比下降 21%，主要由於管線優化、合作共享等實現研發材料成本與臨床費用等同比下降，臨床實驗成本得到有效控制。除此之外，由於 TAA0013 項目 III 期臨床入組完成，相關研發材料顯著減少。

2022 上半年營業成本為 0.23 億元，2021 年上半年 0.091 億元，同比增長 157%，主要為部分 CDMO 項目成本按照履約進度投入法計量以及自研產品銷量增加，成本隨之增加。

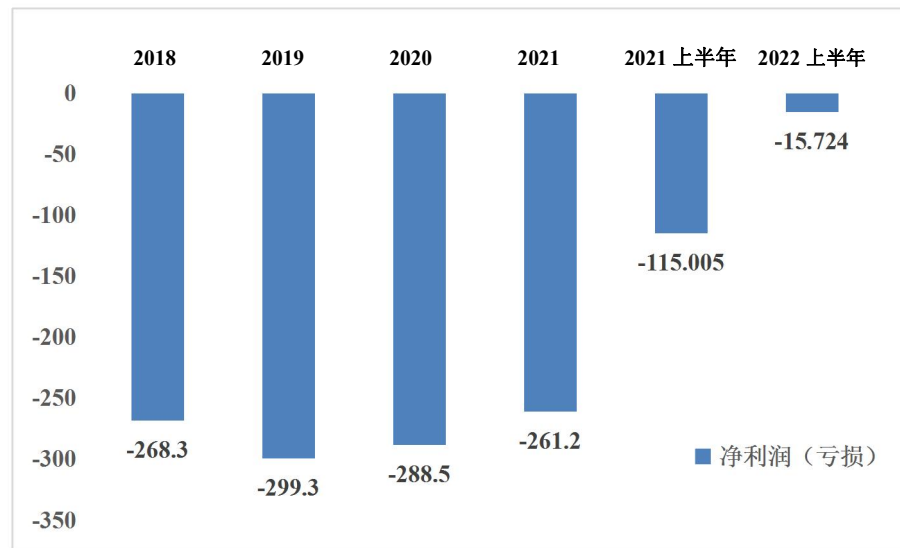
2022 上半年銷售費用為 0.701 億元，2021 年上半年 0.112 億元，同比增加 526%，主要為自研產品銷量增加，營銷顧問費用同比增加。

公司 EPS 為 -0.03，同比下降 17.67%。

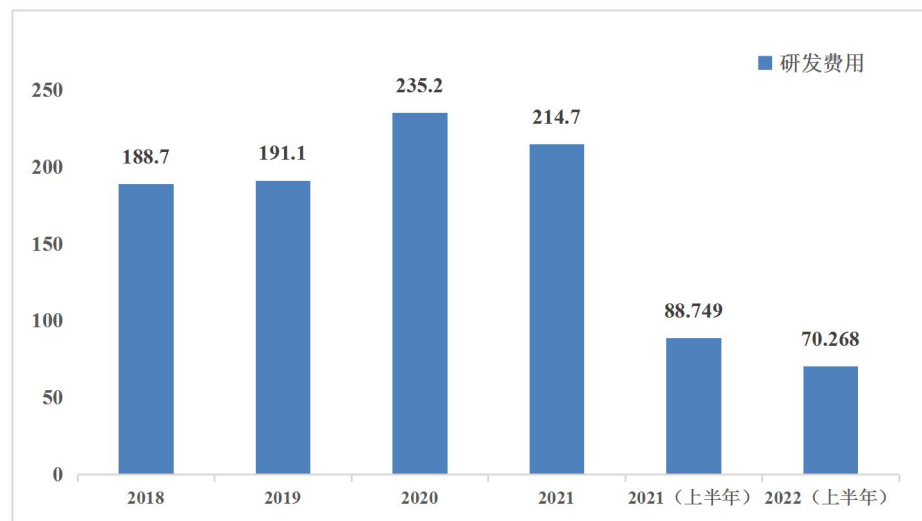
圖 1：2018 年至 2022 上半年營業收入情況（單位：億元）



資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

**图 2: 2018 年至 2021 年净利润（亏损）情况（单位：百万元）**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 3: 2018 年至 2022 上半年研发费用情况（单位：百万元）**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 朴欣汀等 3 款产品获批上市后开始推广销售，业绩增长迅速：

公司三款核心药物将在未来为公司带来丰厚收益和提供新的发展动力：

1) 朴欣汀（贝伐珠单抗注射液）上半年销售业绩主要来源于第二季度，得益于和济民可信的合作，二季度看到明显的业绩增长。基于市场的刚性需求，下半年销售势头优于上半年，成为中国市场下一个突破 100 亿的产品。产品不仅市场覆盖率高，目前已覆盖除西藏之外的全国所有省份，而且产能充足，拥有 2 万升规模一次性生物反应器，满足市场稳定供应。除此之外，质量十分优质，拥有 100% 生产合格率，受广大消费者青睐。目前在国内覆盖六个适应症，国外八个适应症，包括结直肠癌、非小细胞肺癌、胶质母细胞瘤、上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌、宫颈癌，其中肝癌适应症已获批。不仅如此，由于药物特殊的机理，朴欣汀可以和其他药物

产生协同作用，大大提升其市场竞争力。销售模式方面，公司通过国内外授权来布局市场营销。对国内市场，公司选择与济民可信合作，重点布局市场空间巨大的二三线城市及药店双通道省份，加强渗透三四线及县域级城市。通过减少配送供应流通环节来提高流通效率，降低销售成本，借助病患支持活动提高品牌知名度；对海外市场，2022上半年公司与科兴制药签订了产品在海外市场独家商业化许可的合作协议，目前已与10多个国家达成初步合作意向，完成数个国家注册申报资料的手续，首批区域超过20个，合计超过100多个国家和地区。实现广覆盖，国内外同步市场推广。

2) **替至安**（替莫唑胺胶囊）目前有两个渠道模式——集采和非集采渠道。集采方面，公司成功中选为十三省联盟，成为江苏省、河北省集采续约供应企业。积极筹备其他省份续约，持续提高集采渠道市场占有率。目前根据15省联盟，签约订单已突破千万。非集采市场方面，通过与济民可信的子公司济鑫医药合作，加速拓展市场份额，瞄准公司二、三甲医院，通过灵活、多元的营销活动提升品牌知名度。预计下半年将会有大幅度的增长。

3) **美适亚**（醋酸甲地孕酮口服混悬液），中国大陆地区首个获批上市的高浓度醋酸甲地孕酮口服混悬液。在今年3月份公司与前沿生物达成艾滋病适应症的推广战略合作，通过精准定位病人群体，细分市场推广渠道来加深美适亚市场认知和品牌提升。

#### **CDMO 业务发展迅速，竞争优势明显：**

公司 CDMO 业务上半年实现收入 2266 万元，同比上升 94%，在手订单超过 8500 万，项目合计 23 个，8 个 ADC 项目，10 个单抗项目，5 个化药及其它项目，其中 10 个项目如期完成交付，项目如期交付率达 100%。近 83% 的项目来自 IND 项目，19 个中包含 16 个中美双报项目，2 个美国项目，1 个欧洲项目。订单总数 30 个，主要来自 ADC 和单抗项目，双管齐下，新增订单数和存续订单数各占 50%，展现了 CDMO 持续发展的态势。受国内疫情影响，上半年部分客户新增订单、订单签署计划延后至下半年，预计 2022 年全年营收将超过一亿。

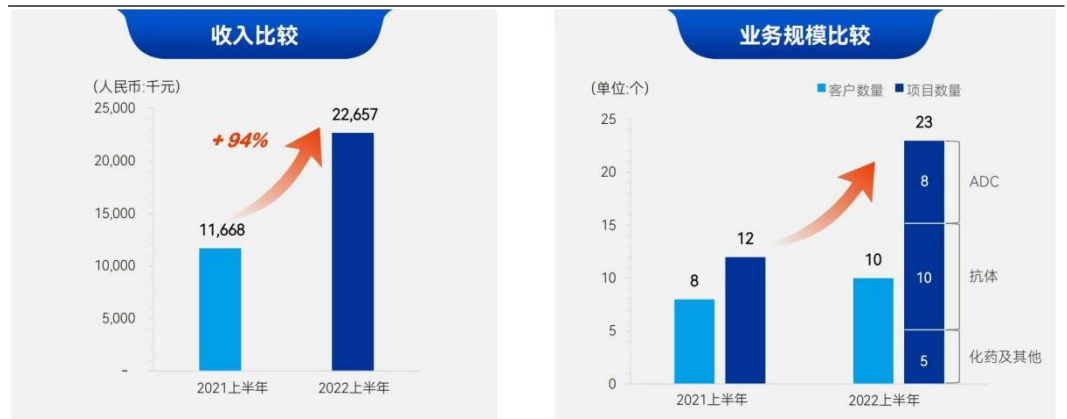
创新型 ADC 项目较项目计划提前交付，从立项至顺利完成中试级别 GMP 生产并提交 IND 申报相较客户预期提前 6 个月完成，得到客户高度认可。其间公司跟客户密切沟通，从开始到最后评估风险，从自身经验、项目增效、研发原辅料、采购方面等提供建议帮助客户节省时间和研发成本。公司具有行业领先的 ADC 的一站式产业化平台，有符合 GMP 标准的集 ADC 原液、制剂和 ADC 裸抗于一体的完整的 ADC 商业化生产车间和高标准的质量管理体系、满足 GMP 标准的商业化体系，原液总产能突破两万升。厂区规划创造生产弹性，满足多样、灵活性的产能，其中 GMP 标准的 ADC 中试生产线包括 1,000g/批的 ADC 原液产能和 6,000 瓶/批的 ADC 冻干注射液产能；

GMP 标准的 ADC 商业化生产车间包括 3,000g/批的 ADC 原液产能和 50,000 瓶/批的 ADC 冻干注射液产能；还有 OEB-5 活性级别冻干粉针/水针制剂。与此同时，平台符合国际化和生产保证质量体系的标准，不仅满足 GMP 标准的质量控制，符合中国、美国、欧盟 GMP 质量保证法规标准，还有丰富的实战经验，拥有可追溯的记录及成功项目经验，稳定的偶联工艺技术，包含 10 多项不同 ADC 技术的药物开发，工艺优化和产品质量的把控，成熟的生产技术包括 9 个 ADC 项目生产经验，覆盖 I 期和 III 期临床项目，均为 CDMO 的以后的发展打下良好的基础。未来公司将会深化 ADC 产能布局，预计 2022 下半年推进扩建 ADC 中试原液生产车间，2023 年上半年推进扩建 ADC 商业化制剂车间。

公司 ADC 类项目现有团队有 30 多人，抗体类生产团队达上百人，超 120 人的质量团队从研发到商业化阶段进行质量管理，以保证研发及商业化生产的质量合规要求，公司目前可以同时完成 3-4 大规模的 III 的临床项目，10 多个 I、II 临床项目。得益于完善的产业价值链，公司可为客户提供一站式的 CDMO 服务，增强与客户的长期价值绑定，创造持续的业务增长。因应行业发展变化，早期新药研发公司对临床阶段和商业化生产的后端需求依赖性增强，东曜从新药研发公司向 CDMO 业务转型，对药品生命周期有着深刻的理解和研究，为客户提供从非临床到临床阶段、商业化生产的全方位增值服务。但如果因为客户原因取消订单，基于投入的人力、物理、材料等费用，公司也会要求客户支付相关费用，支付占整个合同一定比例的违约金。

公司 CDMO 业务竞争优势主要体现在：1) 公司拥有核心偶联工艺和放大的技术优势，ADC 关键质量属性的自主分析能力以及 ADC 商业化比较系统的布局，在 ADC 领域位于国内第一梯队。有优质的体系加持，在 ADC 领域业绩实现蓬勃爆发式增长；2) 产能、产线灵活，商业化布局完善，公司可针对客户需求提供定制化服务，为客户提供小试、中试及商业化等不同规模的 CDMO 服务，这是很多行业龙头公司不具备的。相较于平台式服务，定制化服务更能抓住需求痛点，获得人心。目前公司已建立了单抗原液和制剂、ADC 原液、冻干制剂一体化生产及商业化车间，产品符合高标准的质量管理体系、满足 GMP 标准的商业化能力和合规性；3) 公司不断自我改革，完善围绕 CDMO 业务的组织结构及财务体系，聚焦资源，加强人才引进，团队建设，提高运营效率，优化成本控制。



**图 4：2022 上半年 CDMO 业绩情况**


资料来源：公司路演材料、国元证券经纪（香港）整理

### 产品管线更新情况：

- 1) **TAA013**: 2022 上半年 TAA013 III 期临床试验入组完成，目前正在进行受试者的随访。438 例病患入组完成，已有 290 例病人出组，目前临床医学团队正通过病人随访等研究数据来推动 III 临床的中期分析。上半年疫情防控导致整体数据上传时出现了延误，预计今年 11 月可以完成中期分析，明年上半年提交 BLA，并在 2024 下半年获批上市。产品定价方面，公司会参考赫赛车，Kadcyla 的定价方式，基于之后的市场竞争态势来做最优化定价。产品竞争格局方面，Enhertu 8201 产品在今年已经上市，针对新的 HER2 靶点，整体效果十分亮眼，预计将来与 TAA013 有一定竞争性，但基于性价比，中国市场病人治疗的可负担性，TAA013 还是有很大的市场空间和获利空间。如果选择 ADC 治疗，大部分病患还会选择价格实惠的 TAA013。与此同时，公司也在控制生产成本，减少财务压力。
- 2) **TAB014**: 今年上半年与兆科眼科完成 TAB014 中国商业化授权的签订，完成 III 期临床首例病人入组，公司将继续负责临床阶段产品的供应和未来上市商业化的生产。
- 3) **TAE020** (创新靶点)：位于临床前阶段。
- 4) **TAC020** (创新靶点)：与和铂医药联合开发，位于临床前阶段。

### 财务情况：

公司在 2022 年 7 月 29 日完成 IPO 后首轮股权融资，获得大股东维梧资本及晟德大药厂的鼎力支持，所得款项净额为 4.7 亿元（认购价 3.15 港元/股）。这次融资为公司短期、中期的重点业务发展带来了充沛的资金支持。与此同时公司也正与国内外一系列金融机构建立长期友好的合作，包括短期、中期，长期银行授信、贷款以支持公司后续的发展，目前公司在银行授信额度超过 6 亿元。未来公司将持续优化资本结构，通过多元化融资及战略合作，支持公司战略转型及 CDMO 业务的加速发展。

**再次覆盖给予买入评级，目标价 5 港元：**

随着三款产品的商业化销售推广以及 CDMO 业务的快速发展，业绩将会大幅度增长，我们预计公司 2022-2024 年收入分别是人民币 3.7 亿元、5.4 亿、7.02 亿元，EPS 分别为人民币 -0.02、0.06、0.15 元，基于现金贴现法及市盈率估值，给予公司目标价为 5 港元，对应 2024 年 PE 为 28 倍，较现价有 69.5% 的上涨空间，给予“买入”评级。

**财务报表摘要:**
**损益表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	45.3	22.5	76.3	370.0	541.5	702.2
销售成本	(11.3)	(7.0)	(48.9)	(51.8)	(119.1)	(154.5)
毛利	34.0	15.5	27.5	318.2	422.3	547.7
其他收入	14.1	3.8	6.5	11.0	11.0	11.0
分销开支	(31.5)	(26.0)	(22.8)	(135.0)	(181.4)	(235.2)
行政费用	(95.1)	(46.9)	(56.3)	(55.0)	(57.8)	(60.6)
经营盈利	(269.6)	(288.7)	(259.9)	(9.0)	56.4	134.7
财务开支	(2.3)	(1.7)	(2.5)	(2.7)	(3.0)	(3.2)
应占联营公司利润						
研发及其他	(191.1)	(235.2)	(214.7)	(148.1)	(137.8)	(128.1)
税前盈利	(299.3)	(288.5)	(261.2)	(13.7)	52.5	131.5
所得税	0.0	0.0	0.0	0.0	7.9	19.7
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
净利润	(299.3)	(288.5)	(261.2)	(13.7)	44.6	112.8
折旧及摊销	27.4	32.1	32.7	33.4	34.0	34.7
EBITDA	(242.3)	(256.6)	(227.1)	24.4	90.5	169.4
增长						
总收入 (%)	15.5%	-50.4%	239.4%	384.7%	46.4%	29.7%
EBITDA (%)	-10.9%	-5.9%	11.5%	110.7%	271.2%	87.3%
净利润 (%)	11.6%	3.6%	9.5%	94.7%	424.5%	152.9%

**资产负债表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	539.2	225.5	152.8	247.2	384.5	591.6
其他短期投资	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款	25.3	13.9	31.8	176.6	176.6	176.6
存货	15.3	8.1	29.6	77.7	77.7	78.7
其他流动资产	2.5	0.9	91.8	101.0	111.1	122.2
流动资产	614.4	248.4	306.0	602.5	750.0	969.2
固定资产	300.2	290.4	307.7	316.9	326.4	336.2
贷款	102.8	101.6	96.6	98.4	100.3	102.2
非流动资产	403.0	392.0	404.3	415.3	426.7	438.4
总资产	1017.4	641.2	710.3	1017.9	1176.7	1407.6
流动负债	146.8	52.7	260.8	238.2	249.8	261.9
应付账款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
短期银行贷款	60.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
其他短期负债	86.8	52.7	260.8	238.2	249.8	261.9
非流动负债	12.3	6.1	114.4	229.0	229.0	231.0
长期银行贷款	0.0	0.0	120.0	220.0	220.0	221.0
其他负债	12.3	6.1	(5.6)	9.0	9.0	10.0
总负债	159.1	58.8	375.2	467.2	297.9	298.9
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
股东权益	858.3	582.4	335.1	550.7	1006.8	1007.8

**财务分析**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力						
毛利率 (%)	75.0%	69.1%	36.0%	86.0%	78.0%	78.0%
EBITDA 利率 (%)	-534.7%	-1141.0%	-297.6%	6.6%	16.7%	24.1%
净利率 (%)	-660.6%	-1282.8%	-342.2%	-3.7%	8.2%	16.1%
ROE	-34.9%	-49.5%	-78.0%	-2.5%	4.4%	11.2%
ROA	-29.4%	-45.0%	-36.8%	-1.4%	3.8%	8.0%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	209.9%	208.4%	73.8%	14.9%	10.7%	8.6%
实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%含优先)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	296.0	612.5	140.7	378.1	238.2	184.9
应付账款天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4
应收账款天数	204.1	225.1	152.0	174.2	119.0	91.8
财务状况						
净负债资产负债率	0.2	0.1	0.5	0.5	0.3	0.2
收入/总资产	0.0	0.0	0.1	0.4	0.5	0.5
总资产/股本	1.2	1.1	2.1	1.8	1.2	1.4

**现金流量表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
净利润	(299.3)	(288.5)	(261.2)	(13.7)	44.6	112.8
折旧与摊销	27.4	32.1	32.7	33.4	34.0	34.7
营运资本变动	(32.5)	(19.7)	25.4	(32.7)	(42.2)	(54.4)
其他非现金调整	53.1	13.0	1.6	0.2	0.0	0.0
营运现金流	(251.3)	(263.1)	(201.6)	(12.9)	36.5	93.1
资本开支	(37.3)	(22.2)	(22.6)	(23.1)	(23.5)	(24.0)
其他投资活动	(13.8)	34.7	81.9	64.0	61.0	79.2
投资活动现金流	(51.1)	12.5	59.3	40.9	37.5	55.2
负债变化	57.9	(61.7)	90.0	66.4	63.4	59.9
股本变化	542.0	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0
股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
其他融资活动	(16.9)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	583.0	(61.7)	93.0	66.4	63.4	59.9
汇率变动影响	1.8	(1.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
现金变化	282.4	(313.7)	(72.7)	94.4	137.3	207.1
期初持有现金	256.8	539.2	225.5	152.8	247.2	384.5
期末持有现金	539.2	225.5	152.8	247.2	384.5	591.6



# 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>