

2024年6月20日

康臣药业 (1681.HK)

首次覆盖

证券研究报告

医药

康臣药业：“高股息+稳增长”的肾科中成药领先企业

康臣药业深耕肾科逾26年，以肾科为旗舰，持续拓展妇儿、影像、骨伤、皮肤、肝胆、消化系列产品，是肾科中成药龙头。核心品种尿毒清颗粒销售规模稳健增长，右旋糖酐铁口服溶液及益肾化湿颗粒成新增长曲线。在研管线步入收获期，3款产品预计于今年上市，5款产品于今年提交上市注册申请。公司高度重视股东回报，年均派息比例超30%，2023年派息比率和股息率分别高达42%和9%，分红水平在医药上市公司中处于前列。

报告摘要

核心品种尿毒清颗粒销售规模稳健增长，右旋糖酐铁口服溶液和益肾化湿颗粒成后起之秀。尿毒清颗粒作为中国首个完成循证医学研究的肾病中成药，市场份额稳居肾病口服现代中成药品类首位，每年保持双位数销售增长。右旋糖酐铁口服溶液是唯一进入国家基药、医保目录的第三代口服补铁剂，口感好、吸收率高、剂型灵活，转换高规格后更契合临床指南推荐剂量，并具有DRG/DIP药品准入优势。在2023年版医保目录解除限儿童缺铁性贫血的医保报销限制后，为市场开拓再添动力。另一独家中成药——益肾化湿颗粒有望成为继尿毒清颗粒后又一明星大品种。自2019年纳入医保目录，益肾化湿颗粒保持较快的增长势头，2023年收入同比增长26%。与尿毒清颗粒学术推广路径相似，公司正在准备其基药目录准入工作，并开始循证医学研究。

在研管线步入收获期，3款产品预计于今年上市。公司通过自主研发、联合研发和合作研发等模式来拓宽新品，在研产品共14个，其中创新药6个，仿制药8个。仿制药中，碘克沙醇注射液、碘普罗胺注射液和罗沙司他胶囊预计于2024年获批上市；碳酸铜、恩格列净、钆特酸葡胺注射液、钆塞酸二钠注射液和八氟丙烷脂质微球注射液将提交上市注册申请。创新药中，黄芪散微丸正在进行II期临床数据统计，SK-07进入Ib期临床。

高股息高分红，在手现金充沛。公司上市十年累计派息超19亿港元（不含今年特别股息），达上市以来融资金额的2倍，年均派息比例超30%，2023年派息比率和股息率分别高达42%和9%（按2023年12月31日收盘价）。公司高度重视股东回报，2024年5月董事局决议继续宣派每股0.3港元的特别股息，分红水平在医药上市公司中处于行业前列。2023年公司现金及现金等价物（含银行大额存单）达35.8亿元，经营性现金流净额达8.2亿元，现金储备充裕。

投资建议：我们预计公司2024-2026年收入分别为28.5亿元、31.6亿元和35.4亿元，对应增幅10.0%、10.9%和11.8%，归母净利润分别为8.9亿元、10.1亿元和11.4亿元，对应增幅13.4%、13.6%和12.9%，对应PE分别为4.6x、4.0x和3.6x，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：政策风险；集采放量不及预期；研发进展不及预期；产品商业化不及预期；行业竞争加剧。

(31/12 年结)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,590	2,849	3,161	3,535
增长率(%)	10.7%	10.0%	10.9%	11.8%
归母净利润(百万元)	785	889	1,010	1,141
增长率(%)	14.9%	13.4%	13.6%	12.9%
毛利率(%)	74.2%	73.4%	73.5%	73.5%
净利率(%)	30.3%	31.3%	32.1%	32.4%
每股收益(元)	0.99	1.12	1.28	1.44
市盈率(倍)	5.2	4.6	4.0	3.6
市净率(倍)	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	8.1%	6.5%	7.4%	8.4%

注：数据截至2024年6月19日收盘 数据来源：Wind、安信国际预测

投资评级： 增持

目标价格： 5.9 港元

现价(2024-6-19): 5.55 港元

总市值(百万港元)	4,685.98
总股本(百万股)	844.32
12个月低/高(港元)	4.36/7.16
近3个月平均成交额(百万港元)	10.09

股东结构

安猛	26%
黎倩	19%
其他	55%

股价表现(截至2024/6/19)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-6.59	-6.63	32.15
绝对收益	-12.33	4.78	24.70

数据来源：Wind、安信国际

谢欣洙 医药行业分析师
xiexr1@essence.com.cn
+86-0755-8168 2613

目录

康臣药业：“高股息+稳增长”的肾科中成药领先企业	1
1 康臣药业：深耕肾科超二十年，妇儿、影像等多板块齐头并进.....	4
1.1 历史进程	4
1.2 管理层及股权架构	4
2 业绩稳健增长，每年分红回报股东.....	5
2.1 利润增速远超收入，肾科收入占比近七成	5
2.2 高股息高分红，在手现金充沛	6
3 【1+6】产品线逐步丰富，打造新增长曲线.....	7
3.1 核心产品之尿毒清颗粒	7
3.2 核心产品之益肾化湿颗粒	8
3.3 核心产品之右旋糖酐铁口服溶液	8
3.4 在研产品.....	8
4 投资建议.....	10
5 风险提示.....	11
财务报表分析和预测	12

图表索引

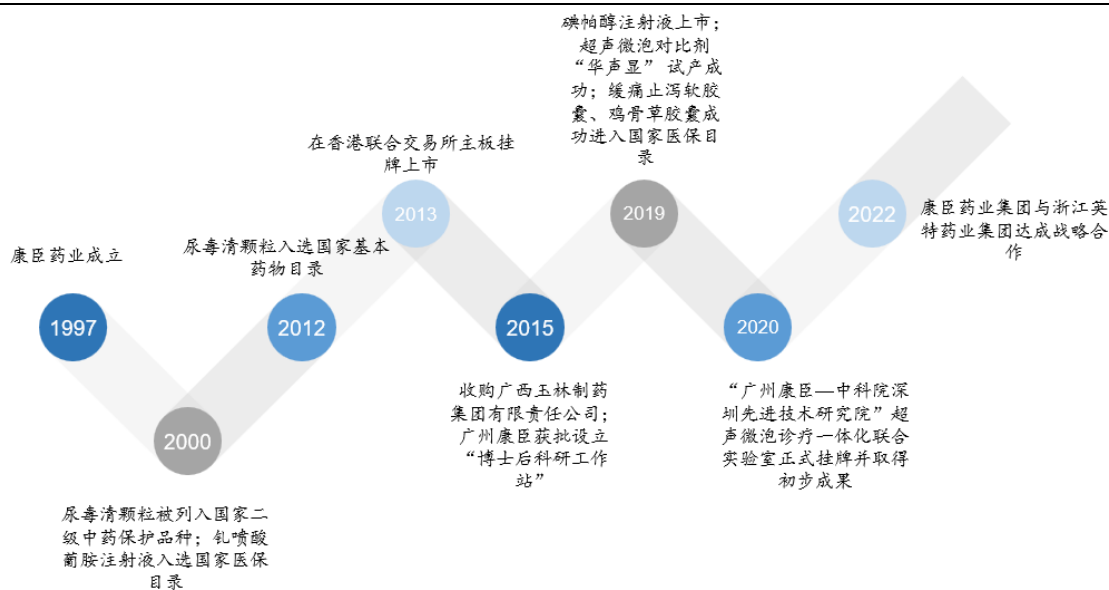
图 1: 公司历史沿革 (截至 2024 年 6 月 20 日)	4
图 2: 2019-2023 年公司收入及净利润情况	5
图 3: 2023 年公司收入拆分	5
图 4: 2019-2023 年公司销售费用率及管理费用率情况	5
图 5: 2019-2023 年公司毛利率及净利率	5
图 6: 2018-2023 年康臣药业和玉林制药收入占比	6
图 7: 2018-2023 年玉林制药毛利率情况	6
图 8: 上市以来派息比率及股息率	6
图 9: 【1+6】产品集群	7
图 10: 王牌产品尿毒清发展历程	8
图 11: 研发布局及模式	9
表 1: 公司管理层情况	4
表 2: 在研管线	9

1 康臣药业：深耕肾科超二十年，妇儿、影像等多板块齐头并进

1.1 历史进程

康臣药业（以下简称“公司”）深耕肾科领域逾 26 年，是中国肾病市场领先制药企业。公司总部位于广州，2013 年在香港联交所主板上市，旗下拥有广州康臣药业有限公司、广西玉林制药集团有限责任公司等企业。

图 1：公司历史沿革（截至 2024 年 6 月 20 日）



数据来源：公司官网、安信国际

1.2 管理层及股权架构

管理层经验丰富，股权架构稳定。公司董事会主席、执行董事兼首席执行官安猛在财产保险、互联网健康、创业投资行业拥有逾 30 年从业经验，其通过中成发展有限公司合计持有公司 26.12% 的股权。前执行董事兼首席执行官黎倩通过 Double Grace 合计持有公司 18.66% 的股权。

表 1：公司管理层情况

姓名	职务	负责领域	基本情况
安猛	董事会主席、执行董事、首席执行官	负责全面战略规划和整体运营管理	加入公司前，曾任职于中国人民保险集团、中国太平保险集团、深圳市千乘资本控股等公司，并投资参与创办亚希彼斯、开发儿童健康管理小程序【疫苗宝】
徐瀚星	执行董事	集团、广州康臣、内蒙古康臣、霍尔果斯康臣和玉林制药董事	加入公司前，曾在香港罗兵咸永道会计师事务所任职，担任高级审计师
李政海	副总裁兼药研中心总经理	负责药物研究	加入公司前，曾任职于深圳新鹏生物、美国东方生物、北京岐黄药品临床研究中心、健帆生物。取得中山大学生物化学专业硕士和北京大学工商管理硕士
方培城	副总裁兼财务总监	负责财务、投资管理及数据中心	加入公司前，于科达制造、美维控股及西陇化工等公司担任内部审计师工作。持有审计专业资格证书（中级）及 CIA 资格

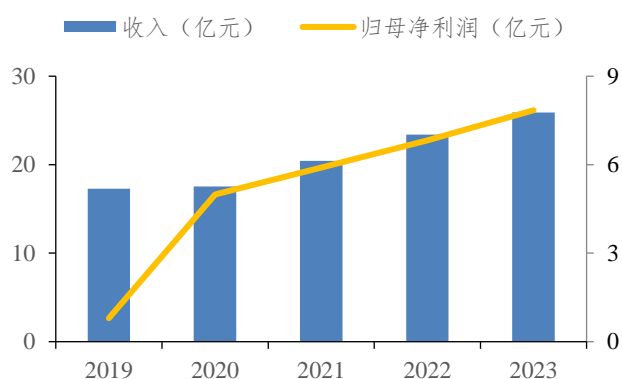
数据来源：Wind、安信国际

2 业绩稳健增长，每年分红回报股东

2.1 利润增速远超收入，肾科收入占比近七成

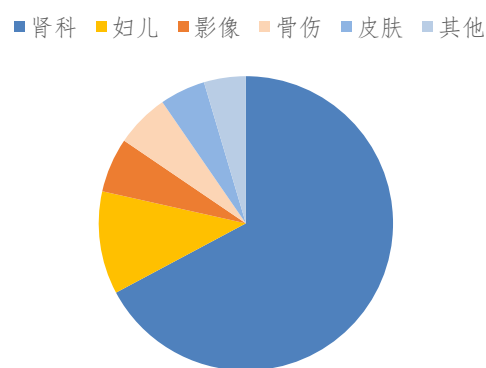
公司收入从 2019 年的 17.3 亿元增长至 2023 年的 25.9 亿元，CAGR 达 10.6%，归母净利润从 2019 年的 0.8 亿元大幅增长至 2023 年的 7.9 亿元，CAGR 达 77.1%，剔除 2019 年的商誉减值因素，收入增长主要是由于尿毒清稳健增长，益肾化湿颗粒和源力康的快速增长。近五年公司销售费用率和管理费用率基本保持稳定，分别维持在 32% 和 12%。2023 年公司毛利率和净利率分别为 74.2% 和 30.3%。公司第一大板块肾科收入占比达 67.2%，其次是妇儿板块和影像板块，分别占比 11.3% 和 6.0%。

图 2：2019-2023 年公司收入及净利润情况



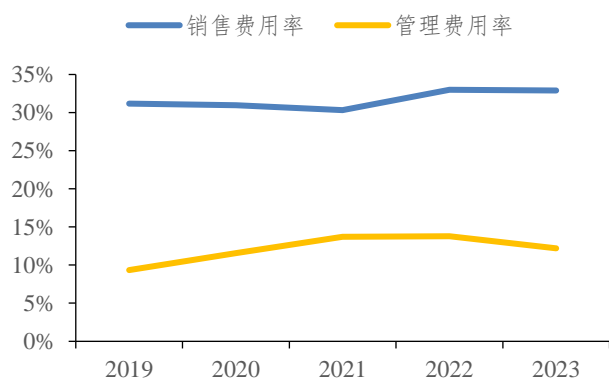
数据来源：财报、安信国际

图 3：2023 年公司收入拆分



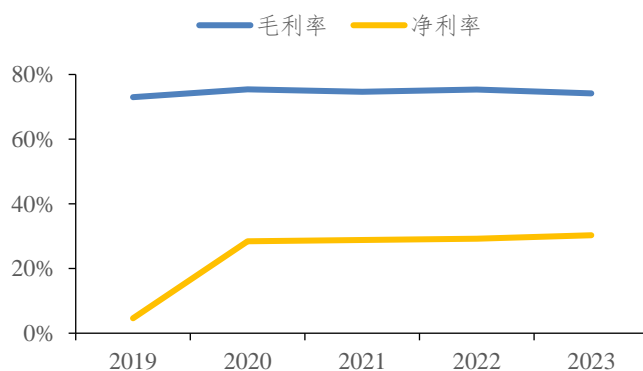
数据来源：财报、安信国际

图 4：2019-2023 年公司销售费用率及管理费用率情况



数据来源：财报、安信国际

图 5：2019-2023 年公司毛利率及净利率

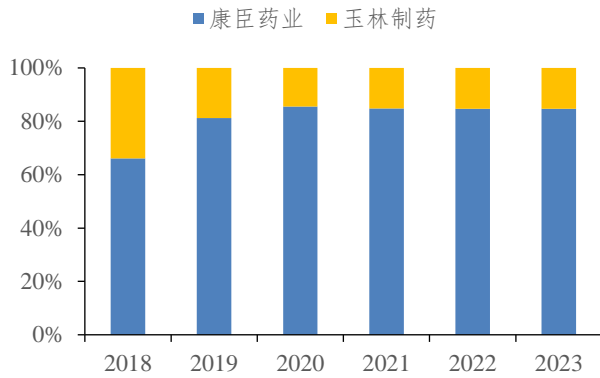


注：净利率的分子为归母净利润 数据来源：财报、安信国际

业务分布来看，康臣药业占总收入的 84.7%，主要生产及销售现代中成药及医用成像对比剂，以处方药为主；玉林制药 2023 年实现收入 4.0 亿元，同比增长 10.2%，主要生产及销售传统中成药，以 OTC 为主。

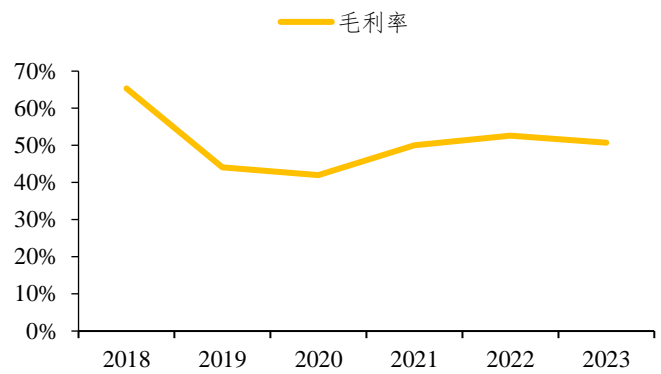
玉林制药在 2019 年受非处方药市场环境发生变化及竞争加剧的影响收入同比下滑 48.1%，在经历人员、市场、产品结构、制度等调整后收入恢复增长。玉林制药不断加强临床研究，优化传播矩阵，终端标准化管理。鸡骨草胶囊治疗酒精性肝病最新研究成果亮相 2023 年第 58 届欧洲肝脏研究学会国际肝脏病大会，通过学术研究、病症研究等专业化背书皮肤系列、肝胆系列产品，巩固细分品类在 OTC 的领先地位。玉林制药还联合知名连锁（大参林、海王星辰、健之佳、老百姓等）探索品牌共建推广新模式，根据季节性营销主题，在楼宇、公交、电视等媒介投放产品广告，形成多层次宣传覆盖，线上+线下药店促销紧密联动。

图 6: 2018-2023 年康臣药业和玉林制药收入占比



数据来源: 财报、安信国际

图 7: 2018-2023 年玉林制药毛利率情况

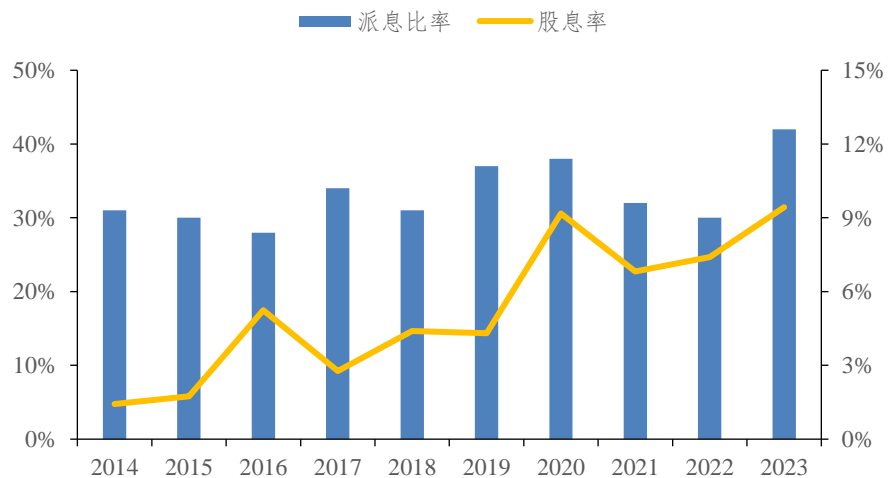


数据来源: 财报、安信国际

2.2 高股息高分红, 在手现金充沛

公司上市 10 年累计派息超 19 亿港元 (不含今年特别股息), 达上市以来融资金额的 2 倍, 年均派息比例超 30%, 2023 年派息比率和股息率分别高达 42% 和 9% (按 2023 年 12 月 31 日收盘价)。公司高度重视股东回报, 2024 年 5 月董事局决议继续宣派每股 0.3 港元的特别股息, 分红水平在医药上市公司中处于行业前列。2023 年公司现金及现金等价物 (含银行大额存单) 达 35.8 亿元, 经营性现金流净额达 8.2 亿元, 现金储备充裕。

图 8: 上市以来派息比率及股息率



注: 2016 年派息 0.2 港元 (含特别股息 0.1 港元), 实际派息比率高达 55.2%; 2019 年的 EPS 为 0.09 元, 加回商誉减值, EPS 调整为 0.48 元

数据来源: 财报、安信国际

3 【1+6】产品线逐步丰富，打造新增长曲线

公司以“1+6”模式构建产品集群，加大院内院外市场布局，推动肾科、影像产品线向纵深发展，持续拓展妇儿、骨伤、皮肤、肝胆、消化系列产品。公司共 67 个品种进入 2023 年版国家医保目录，其中甲类药品 36 个，乙类药品 31 个，彰显产品营销价值。

公司自建营销团队，稳定且富有竞争力，2023 年规模近 2000 人，多渠道并行，覆盖全国 4.8 万家医院、43 万家药店，为新产品的销售增长提供强力支撑。

图 9: 【1+6】产品集群



数据来源：公司资料、安信国际

肾科板块：尿毒清颗粒每年保持双位数销售增长，是公司第一大品种。益肾化湿颗粒正在积极开展循证医学研究，有望成为公司第二增长曲线。在研产品罗沙司他目前已申报生产批件。

妇儿板块：右旋糖酐铁口服溶液是公司第二大品种，也是唯一进入国家基药、医保目录的口服液补铁剂，剂型从 25mg 转换成 50mg 规格，大规格更契合临床指南推荐剂量，有望成为公司第三增长曲线。

影像板块：2023 年 MRI 造影剂钆喷酸葡胺注射液（首仿）销售收入同比增长 4.1%，市场份额排名第二。受未能参与国家带量采购的影响，2023 年碘帕醇注射液的收入下降。在研产品中碘克沙醇注射液、碘普罗胺注射液预计于 2024 年上市，2 个 MRI 造影剂将于 2025 年上市。

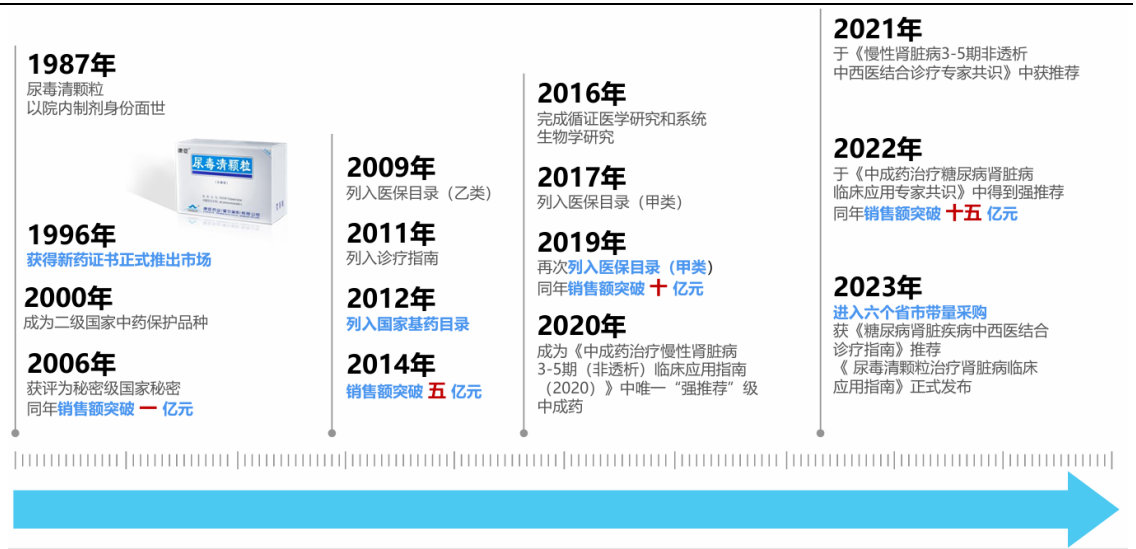
3.1 核心产品之尿毒清颗粒

拳头产品尿毒清颗粒是公司第一大品种，被纳入国家医保甲类和基药目录，年销售额达 16 亿元，市场份额稳居肾病口服现代中成药品类首位。尿毒清颗粒呈稳定增长的态势，并能保持双位数增长，即使在 2023 年进入省际联盟集采，集采省份仍实现正收入增长，同时，在集采省份，科室使用的限制被解除，能够加快覆盖未入院的领域，所以公司启动新疆霍尔果斯基地二期生产线，进一步提高产能。

公司持续进行学术研究，提升产品核心竞争力，尿毒清颗粒获得专家认可和推荐。2016 年公司完成尿毒清颗粒循证医学研究、系统生物学研究，分别从疗效和作用机理上证明尿毒清颗粒能延缓慢性肾脏病进展，产品学术地位进一步巩固。2021 年荣登《中成药治疗慢性肾脏病 3-5 期（非透析）临床应用指南（2020）》唯一“强推荐”级中成药，助力营销一线。2023 年获《糖尿病肾脏疾病中西医结合诊疗指南》推荐，《尿毒清颗粒治疗肾脏病临床应用指南》正式发布，均明确尿毒清颗粒的临床定位和优势，为临床科学、合理地使用尿毒清

颗粒提供重要参考。

图 10：王牌产品尿毒清发展历程



数据来源：公司资料、安信国际

3.2 核心产品之益肾化湿颗粒

另一独家中成药——益肾化湿颗粒有望成为继尿毒清颗粒后又一明星大品种。自 2019 年纳入医保目录后，保持较快的增长趋势，2023 年收入同比增长 26%。

与尿毒清颗粒推广路径相似，公司持续加大学术研究。2019 年-2023 年期间，公司出资设立“益肾化湿颗粒临床应用研究和基础研究开放课题”，研究发现其可有效抑制肾小球纤维化，降低尿蛋白，改善肾功能，并进一步验证益肾化湿颗粒治疗糖尿病肾病的疗效及作用机制。2020 年，《益肾化湿颗粒治疗肾脏病临床应用专家共识》在《中华肾病研究电子杂志》刊登。益肾化湿颗粒 2021 年获得《糖尿病肾病病症结合诊疗指南》1A 级强推荐，2023 年获《糖尿病肾脏病中西医结合诊疗指南》、《IgA 肾病中西医结合诊疗指南》推荐。目前公司正在准备基药目录准入工作，并开始循证医学研究。

3.3 核心产品之右旋糖酐铁口服溶液

公司深耕儿童、孕产妇 IDA 预防及治疗赛道，妇儿板块在右旋糖酐铁口服溶液（源力康）拉动下快速增长，是公司贡献收入的第二大板块，2023 年收入同比增长 23%，终端覆盖医疗机构数量 1.7 万家，药店 13 万家。

右旋糖酐铁口服溶液表现亮眼，已成为公司第二大品种，是唯一进入国家基药、医保目录的口服液补铁剂，适用于慢性失血、营养不良、妊娠、儿童发育期等引起的缺铁性贫血。其口感好、吸收率高、剂型灵活，剂型从 25mg 转换成 50mg 规格，更加契合临床指南推荐剂量。作为《铁缺乏症和缺铁性贫血诊治和预防多学科专家共识》、《儿童铁缺乏和缺铁性贫血防治专家共识》、《营养性贫血临床路径》和《慢性失血性贫血临床路径》推荐用药，其剂型、剂量、口感在妇儿领域处于领先地位且具有 DRG/DIP 药品准入优势。另外，在 2023 年版医保目录中解除限儿童缺铁性贫血的医保报销限制后，也为后续市场开拓再添动力。

3.4 在研产品

公司通过自主研发、联合研发和合作研发等模式来拓宽新品，在研产品共 14 个，其中，创新药 6 个，仿制药 8 个。仿制药中，碘克沙醇注射液、碘普罗胺注射液和罗沙司他胶囊 3 个品种预计于今年获批上市；碳酸镧、恩格列净、钆特酸葡胺注射液、钆塞酸二钠注射液和八氟丙烷脂质微球注射液 5 个品种将提交上市注册申请。创新药中，黄芪散微丸正在进行 II 期临床数据统计，SK-07 进入 Ib 期临床。

对外，公司与药明康德、倍特药业在肾科新药与影像线新品研发及原料药保障能力方面合作。在超声微泡造影剂领域，与上海交通大学医学院附属第六人民医院建立战略合作伙伴关系，共同研制国产超声造影剂及其升级产品；与中科院深圳先进技术研究院联合设立“超声微泡诊疗一体化联合实验室”。

图 11：研发布局及模式



数据来源：公司资料、安信国际

表 2：在研管线

领域	产品	适应症	临床阶段
肾科	黄芪散微丸	DKD	II 期临床数据统计
肾科	碳酸酞	高磷血症	完成原料药生产验证 和片剂制剂中试
肾科	罗沙司他	肾性贫血	完成药学研究及 BE 等效，提交 CDE，申请生产批件
肾科	恩格列净	DKD	完成制剂生产验证
肾科	SK-06	AKI	PCC 前研究
肾科	SK-07	尿毒症瘙痒	完成 Ia 期，启动 Ib 期临床试验
肾科	SK-08	DKD/HTN	完成 preIND 研究
肾科	SK-09	FSGS	preIND 研究
MRI	钆特酸葡胺注射液	环形对比剂	完成制剂中试
MRI	钆塞酸二钠注射液	肝特异性对比剂	完成制剂中试
CT	碘克沙醇注射液	血管、尿路及静脉造影增强检查	注册审评中，完成发补资料提交
CT	碘普罗胺注射液	静脉、尿路造影	注册审评中
US	八氟丙烷脂质微球注射液	超声检查	完成制剂生产验证及稳定性研究
US	US-02	药物靶向释放	PCC 前研究

数据来源：公司资料、安信国际

4 投资建议

假设未来三年肾科板块收入增速分别为 11%、12%和 13%，妇儿板块收入增速分别为 23%、22%和 21%，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 28.5 亿元、31.6 亿元和 35.4 亿元，对应增幅 10.0%、10.9%和 11.8%，归母净利润分别为 8.9 亿元、10.1 亿元和 11.4 亿元，对应增幅 13.4%、13.6%和 12.9%，对应 PE 分别为 4.6x、4.0x 和 3.6x，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险提示

1. 政策风险；
2. 集采放量不及预期；
3. 研发进展不及预期；
4. 产品商业化不及预期；
5. 行业竞争加剧。

财务报表分析和预测

利润表					资产负债表				
(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2,590	2,849	3,161	3,535	现金及现金等价物	2,748	3,300	3,931	4,648
销售成本	-668	-757	-839	-937	应收账款	310	325	342	359
毛利	1,922	2,092	2,322	2,598	存货	367	404	444	489
销售费用	-852	-937	-1,031	-1,134	其他流动资产	853	896	942	990
管理费用	-316	-347	-382	-420	流动资产总额	4,278	4,926	5,659	6,486
财务成本净额	48	52	57	63	固定资产	739	813	894	984
税前盈利	864	979	1,112	1,256	无形资产	283	283	283	283
所得税	-77	-87	-99	-112	其他非流动资产	208	228	251	276
净利润	787	892	1,013	1,144	非流动资产总额	1,230	1,325	1,429	1,543
归母净利润	785	889	1,010	1,141	总资产	5,508	6,250	7,088	8,029
EPS (元, 最新摊薄)	0.99	1.12	1.28	1.44	应付账款	942	1,037	1,140	1,254
同比增长率					短期银行贷款	503	529	555	583
收入 (%)	10.7%	10.0%	10.9%	11.8%	其他流动负债	49	49	49	49
归母净利润 (%)	14.9%	13.4%	13.6%	12.9%	流动负债总额	1,495	1,614	1,744	1,886
财务指标					递延税项负债	71	71	71	71
盈利能力					其他非流动负债	23	23	24	24
毛利率	74.2%	73.4%	73.5%	73.5%	非流动负债总额	94	95	95	96
净利率	30.3%	31.3%	32.1%	32.4%	总负债	1,589	1,709	1,839	1,982
ROE	21.6%	19.7%	18.3%	17.9%	现金流量表				
营运能力					经营活动现金流	819	986	1,137	1,312
行销费用/收入 (%)	45.1%	45.1%	44.7%	44.0%	投资活动现金流	-232	-27	-24	-21
存货周转天数	173	183	182	182	融资活动现金流	-280	-398	-473	-566
资本结构					现金净增加额	298	552	631	717
资产负债率	28.9%	27.3%	26.0%	24.7%	期初持有现金	2,450	2,748	3,300	3,931
					期末持有现金	2,748	3,300	3,931	4,648

数据来源: Wind、安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限集团（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母集团和/或附属集团或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母集团或其任何附属集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的集团的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何集团存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的集团提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母集团和/或附属集团的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的集团的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或北美，或直接或间接分发至北美或任何北美人士（根据 1933 年北美证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市集团的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市集团有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市集团的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市集团的财务权益。

集团评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限集团

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010