

三生制药 (1530 HK)

预期特比澳持续快速增长，创新品种蓄势待发

2024 年国家医保目录结果公布，特比澳成功续约并新增儿童 ITP 适应症、伊尼妥（HER2 单抗）成功续约，盐酸纳呋拉啡口崩片新进入医保目录。由于医保基金持续支持创新药，我们预期公司续约品种的价格将较为稳定，为公司的稳健增长提供支撑。此外，公司在研管线推进顺利，多款创新品种已进入 NDA 或临床 III 期，预计将在 2025E-27E 陆续获批，为公司增长提供新动能。我们预计公司 2024E 和 2025E 收入将分别同比增长 12.8% 和 12.2%，当前市值对应 6.6 倍 2025E PE，估值极其吸引。我们预期公司将维持 30% 的分红比例，目前股价对应 2025E 股息率为 4.5%。

■ **2024 年医保目录更新，多款产品成功续约/纳入医保。**特比澳和伊尼妥单抗（HER2）成功续约，且特比澳新增儿童 ITP（原发免疫性血小板减少）适应症。由于医保基金持续支持创新药，我们预期公司续约品种的价格将较为稳定。我们认为，受益于适应症的拓展和渗透率的提升，特比澳在 2025E 有望持续快速增长。此外，公司 2023 年获批上市的新药盐酸纳呋拉啡口崩片（丽美治）也通过谈判成功进入医保，用于改善血液透析患者的瘙痒症。

■ **创新研发与合作引进并行，后期管线不断丰富。**三生制药在血液、肿瘤、肾科、风湿科和 OTC、电商等多个渠道构建了完善的销售能力。基于此，公司持续丰富创新管线。2024 年，公司的长效 EPO（SSS06）和 608（IL-17A）均完成递交上市申请，有望在 2025E 获批上市。611（IL-4R）、613（IL-1β）、（IL-5）均已进入 III 期临床阶段，有望在 2026E-27E 相继获批。707（PD-1/VEGF）正在开展针对三种适应症的临床 II 期试验。此外，公司引入多款临床后期产品，与现有管线具备较强的协同效应。在皮肤毛发领域，公司引进了外用痤疮药物 Winlevi 和司美格鲁肽（减重适应症），目前均处于临床 III 期阶段。在血液/肿瘤领域，公司在 2024 年引进了苯磺酸克立福替尼和紫杉醇口服溶液。紫杉醇口服溶液在 24 年 9 月获批用于治疗晚期胃癌，针对 HER2 阴性乳腺癌的 III 期临床正在进行中。苯磺酸克立福替尼处于临床 III 期阶段，用于治疗复发/难治 AML。我们预期，新产品将自 2026 年开始逐步成为公司重要的增长引擎。

■ **维持买入评级，目标价 9.81 港元。**我们预计公司收入和归母净利润在 2025E 将分别同比增长 12.2% 和 13.6%。基于 9 年 DCF 模型，给予目标价 9.81 港元（WACC：11.83%，永续增长率：2.0%），对应 9.8 倍 25 年市盈率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	6,866	7,816	8,815	9,892	10,765
同比增长(%)	7.6	13.8	12.8	12.2	8.8
归母净利润(百万人民币)	1,916	1,549	1,916	2,177	2,464
同比增长(%)	16.0	(19.1)	23.7	13.6	9.1
每股收益(人民币)	0.78	0.64	0.79	0.90	0.98
市盈率(倍)	7.6	9.4	7.5	6.6	6.0
净负债比率(%)	(18.3)	(0.4)	(12.4)	(10.6)	(16.5)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	9.81 港元
(此前目标价)	9.46 港元)
潜在升幅	54.5%
当前股价	6.35 港元

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	15,346.7
3 月平均流通量(百万港元)	65.8
52 周内股价高/低(百万港元)	7.82/4.94
总股本(百万)	2416.8

资料来源：FactSet

股东结构

TMF (Cayman) Ltd.	23.7%
Mighty Decade	1.7%

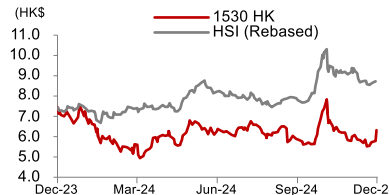
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	9.7%	14.3%
3 - 月	9.5%	-3.2%
6 - 月	-0.5%	-7.0%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

我们预期，特比澳将于 2024 年实现 51.1 亿元收入，占公司整体收入的 58.0%。我们估计中国每年有约 108~110 万 CITI 新增患者。假设肿瘤治疗所致血小板减少症（CTIT）的收入占特比澳整体收入的 80%，CTIT 患者平均用药时长为 9 天，以此估算，2023 年特比澳在 CTIT 患者人群的渗透率约为 29%，2024 年有望达到 35%，渗透率仍有提升空间。

图 1: 三生制药重点在研管线

	2023	2024E
特比澳收入（百万元）	4,205	5,109
假设：来源于CTIT病例的收入比例	80%	
75kg患者单日用药费用（元）	1,184	
假设：患者平均用药时长（天）	9	
使用特比澳的CTIT患者数（万）	31.6	38.4
中国新发癌症病例数（万）	493.5	506.4
CTIT发生率	21.8%	21.8%
CTIT病例数（万）	107.6	110.4
特比澳在CTIT患者中的渗透率	29%	35%

资料来源：三生制药，弗若斯特沙利文，医药魔方，中国抗癌协会肿瘤临床化疗专业委员会《中国肿瘤药物相关血小板减少诊疗专家共识（2023 版）》，招银国际环球市场预测

注：中国新发癌症病例数来源于弗若斯特沙利文的预测，CTIT 发生率来源于《中国肿瘤药物相关血小板减少诊疗专家共识（2023 版）》

目前，中国已经获批的促血小板生成药物主要包括 rhTPO、罗普司亭（Romiplostim）、艾曲泊帕（Eltrombopag）、海曲泊帕（Hetrombopag）、阿伐曲泊帕（Avatrombopag）、芦曲泊帕（Lusutrombopag）、重组人白介素-11。目前，只有 rhTPO 和重组人白介素-11 在我国获批肿瘤化疗相关性血小板减少症（CIT）。

根据《CSCO 肿瘤治疗所致血小板减少症诊疗指南（2024）》，当 CTIT 发生时，首选治疗为输注血小板或使用 rhTPO、rhIL-11 等经典的用药方案。皖南医学院学报的文献报道指出，血小板输注的有效率随输注次数增加而降低，且有感染性疾病发生风险（HIV，乙肝和丙肝等）；rhIL-11 在用药时会发生严重的超敏反应，一旦发生将需永久停药。因此，特比澳（rhTPO）是经典安全的 I 级治疗推荐方案。尽管促血小板生成素受体激动剂（TPO-RA）如罗普司亭、艾曲泊帕等尚未获批 CIT 适应症，但现有循证医学证据表明，TPO-RA 可有效提高肿瘤患者血小板计数。在《CSCO 肿瘤治疗所致血小板减少症诊疗指南（2024）》中，海曲泊帕联用 rhTPO 被列为治疗 CIT 的 II 级推荐，阿伐曲泊帕、艾曲泊帕、芦曲泊帕、罗普司亭被列为 III 级推荐。

图 2: 国内已获批 ITP 适应症的促血小板生成药物

药物靶点/机制	药品通用名	公司	获批适应症/时间	剂型	2024 年最低挂网单价	标准疗程用量	患者单周用药费用 (元)	医保
rhTPO	重组人血小板生成素	三生制药	2011	注射	1ml: 1.5 万单位: 789 元/支; 1ml: 7,500 单位: 464.12 元/支	每日一次	5,523 (患者体重 50kg) 8,772 (患者体重 75kg)	国家谈判品种
口服小分子非肽类 TPO-RA	艾曲泊帕乙醇胺	诺华 (原研)	ITP (2018) 儿童 ITP (2022)	口服	135 元/片/25mg	每日一次	945	国家谈判品种
		齐鲁制药 (仿制)	2024		103.98 元/片/25mg		728	
		正大天晴 (仿制)			92.11 元/片/25mg		645	
	马来酸阿伐曲泊帕	AkaRx/复星医药	CLDT (2020) ITP (2024)	口服	476 元/片/20mg	每日一次	3,332	国家谈判品种
		正大天晴 (仿制)	2023	口服	456 元/片/20mg		3,192	
	海曲泊帕乙醇胺	恒瑞医药	ITP (2021) SAA (2021)	口服	116.57/片/2.5mg	每日一次	816	国家谈判品种
小分子拟肽类 TPO-RA	罗普司亭	协和麒麟	ITP (2022)	注射	1,536 元/支/250 μg	每周一次	1,536	国家谈判品种
		齐鲁制药 (仿制)	2024	注射	2,980 元/支/250 μg		2,980	
IL-11	注射用重组人白介素 IL-11	齐鲁制药	CIT (2003~2008)	注射	52 元/支/1.5mg (京津冀 3+N 集采)	每日一次	879	常规目录乙类
		厦门特宝			70.93 元/支/1.5mg (京津冀 3+N 集采)		645	
		华润昂德			78.25 元/支/1.5mg (京津冀 3+N 集采)		2,296	

资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

注: 艾曲泊帕目前有 9 家仿制药厂商; 阿伐曲泊帕目前有 10 家仿制药厂商, IL-11 目前有 7 家厂商, 表格中未完全列举。

图 3: 国内在研的促血小板生成创新药

药物靶点/机制	药品通用名/研发代码	公司	适应症	临床阶段	剂型
Syk 抑制剂	索乐匹尼布	和黄医药	ITP	2024 年提交 NDA	口服, 每日一次
BTK 抑制剂	Rilzabrutinib	赛诺菲	ITP	III 期 (美国 III 期临床成功)	口服, 每日两次
	奥布替尼	诺诚健华	ITP	III 期	口服, 每日一次

资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

目前, 海曲泊帕针对 CIT 适应症正处于临床开发阶段。跨试验结果对比显示, 相对于海曲泊帕, rhTPO 能更快速地提高 CIT 患者的血小板计数, 血小板计数恢复到 $\geq 75 \times 10^9/L$ 和 $\geq 100 \times 10^9/L$ 所需的中位时间更短。因此, 我们认为特比澳具备独特的竞争优势, 市场领先地位稳固。

图 4: rhTPO 与海曲泊帕的跨试验研究结果比较

	rhTPO	海曲泊帕
血小板计数恢复到 $\geq 75 \times 10^9/L$ 所需的中位时间 (天)	3	5
血小板计数恢复到 $\geq 100 \times 10^9/L$ 所需的中位时间 (天)	6	8

资料来源: [Yunhua Xu et al, A Randomized Controlled Study of rhTPO and rhIL-11 for the Prophylactic Treatment of Chemotherapy-Induced Thrombocytopenia in Non-Small Cell Lung Cancer. J Cancer. 2018](#), [恒瑞医药](#), 招银国际环球市场

公司即将进入创新管线收获期。2024 年下半年, 公司相继提交了特比澳针对肝病引起的血小板减少和 608 (IL-17) 针对中重度斑块状银屑病的上市申请, 我们预计这两款药物将有望于 2025E 获批。613 (IL-1 β)、611 (IL-4R) 和 610 (IL-5) 均已开启 III 期临床, 预计将在 2025E-27E 陆续提交 NDA。中国自免市场广阔, 增长潜力巨大。虽然在银屑病

生物制剂、特应性皮炎等领域的竞争较为激烈，但我们认为三生制药自 2005 年益赛普获批上市后已在自免领域建立了专业的营销团队和渠道优势，将助力公司自免新药在上市后抢占市场份额。

公司也在持续拓展皮肤毛发领域的产品布局。公司引进的痤疮外用药物克拉考特酮乳膏正在进行中国 III 期桥接临床试验，有望在 2025 年提交 NDA 申请，于 2026 年获批上市。中国寻常痤疮患者基数庞大，2021 年患病人数已达到 1.21 亿，而当前主流外用药物如维 A 酸类药物、过氧化苯甲酰和抗菌药物存在刺激皮肤或引发耐药等痛点，尚未能满足市场需求。我们乐观/中性/悲观预计克拉考特酮乳膏剂的峰值销售额将于 2032 年达到 37.1/ 21.6/ 9.9 亿元。该预测基于如下假设：1) 中国寻常痤疮患者数持续增长，2032 年达到 123.5 百万人；2) 克拉考特酮乳膏剂渗透率在 2032 年达到 4%/ 5%/ 6%；3) 克拉考特酮乳膏剂的定价为 200/ 350/ 500 元/支。此外，公司引进的司美格鲁肽（减重适应症）也已进入 III 期临床阶段。三生制药在脱发领域建立的多元化的线上、线下协同销售策略已取得成功，蔓迪（米诺地尔酊）在国内脱发市场具有较强的品牌认知，在中国米诺地尔酊的市场份额稳居第一。因此，我们认为公司有望借助线上、线下协同的销售渠道拉动克拉考特酮乳膏和司美格鲁肽的销售放量。

图 5: 三生制药重点在研管线

领域	研发代码/靶点	适应症	所处阶段	2024年最新进展	预计NDA时间
自免	608 (IL-17)	中重度斑块状银屑病	NDA	11月提交上市申请获受理	-
	611 (IL-4R)	特应性皮炎	III期	完成III期入组	2026E
	613 (IL-1β)	痛风性关节炎	III期	-	2025E
	610 (IL-5)	重度嗜酸性粒细胞哮喘	III期	1H24完成III期首例患者入组	2027E
皮肤毛发	WS204 克拉考特酮乳膏 (Winlevi)	寻常痤疮	III期	-	2025E
	司美格鲁肽	减重	III期	9月获批III期	2026E
血液/肿瘤	特比澳	肝病引起的血小板减少 (CLDT)	NDA	8月提交NDA	-
	707 (VEGF/PD-1)	非小细胞肺癌、结直肠癌、晚期妇科肿瘤	II期	1H24启动2项针对NSCLC的II期临床，并开启针对结直肠癌和晚期妇科肿瘤的II期临床	-

资料来源：三生制药，招银国际环球市场预测

图 6: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	8,815	9,892	10,765	8,944	9,675	10,712	-1.4%	2.2%	0.5%
毛利	7,537	8,458	9,150	7,692	8,175	8,998	-2.0%	3.5%	1.7%
营业利润	2,787	3,087	3,327	2,754	2,831	3,082	1.2%	9.0%	7.9%
归母净利润	1,916	2,177	2,376	1,885	2,020	2,248	1.6%	7.8%	5.7%
基本每股收益 (元)	0.79	0.90	0.98	0.78	0.83	0.93	1.6%	7.9%	5.9%
毛利率	85.50%	85.50%	85.00%	86.00%	84.50%	84.00%	-0.5ppt	+1ppt	+1ppt
营业利润率	31.62%	31.21%	30.91%	30.79%	29.26%	28.77%	+0.82ppt	+1.95ppt	+2.13ppt
净利润率	21.74%	22.01%	22.07%	21.08%	20.88%	20.99%	+0.66ppt	+1.12ppt	+1.08ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

图 7: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	2,789	3,063	3,172	3,331	3,481	3,620	3,747	3,859	3,956
税率	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
息税前利润*(1-税率)	2,147	2,358	2,443	2,565	2,680	2,788	2,885	2,972	3,046
+折旧与摊销	382	397	412	433	452	470	487	501	514
-营运资金变化	-232	-210	-103	-108	-113	-118	-122	-126	-129
-资本支出	-680	-680	-680	-680	-680	-680	-680	-680	-680
自由现金流	1,617	1,865	2,072	2,209	2,339	2,460	2,570	2,667	2,751
终值									28,553

永续增长率	2.00%
加权平均资本成本 WACC	11.83%
股本成本	15.08%
债务成本	5.00%
市场风险系数 β	1.15
无风险利率	3.00%
市场风险溢价	10.50%
目标负债率	30.00%
有效公司税率	15.00%

终值 (百万元人民币)	10,440
现值 (百万元人民币)	22,139
净负债 (百万元人民币)	-1,784
少数股东权益 (百万元人民币)	2,586
股权价值 (百万元人民币)	21,337
股权价值 (百万港元)	23,707
股份数 (百万股)	2,417
DCF 每股价值 (港元)	9.81

资料来源：招银国际环球市场预测

图 8: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		10.83%	11.33%	11.83%	12.33%	12.83%
永续增长率	3.00%	11.84	11.08	10.41	9.80	9.27
	2.50%	11.41	10.71	10.09	9.53	9.03
	2.00%	11.04	10.39	9.81	9.29	8.81
	1.50%	10.70	10.10	9.55	9.06	8.62
	1.00%	10.39	9.83	9.32	8.86	8.44

资料来源：招银国际环球市场预测

图 9: 招银国际与市场预测

人民币百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	8,815	9,892	10,765	8,900	9,694	10,599	-1.0%	2.0%	1.6%
毛利	7,537	8,458	9,150	7,644	8,281	9,037	-1.4%	2.1%	1.3%
营业利润	2,787	3,087	3,327	2,675	2,881	3,102	4.2%	7.2%	7.3%
归母净利润	1,916	2,177	2,376	2,046	2,267	2,536	-6.4%	-4.0%	-6.3%
基本每股收益 (元)	0.79	0.90	0.98	0.80	0.89	0.98	-0.9%	1.2%	0.3%
毛利率	85.50%	85.50%	85.00%	85.89%	85.43%	85.26%	-0.39ppt	+0.08ppt	-0.26ppt
营业利润率	31.62%	31.21%	30.91%	30.06%	29.72%	29.27%	+1.56ppt	+1.49ppt	+1.64ppt
净利润率	21.74%	22.01%	22.07%	22.99%	23.39%	23.93%	-1.25ppt	-1.38ppt	-1.86ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	6,382	6,866	7,816	8,815	9,892	10,765
销售成本	(1,106)	(1,194)	(1,174)	(1,278)	(1,434)	(1,615)
毛利	5,276	5,672	6,642	7,537	8,458	9,150
销售费用	(2,324)	(2,581)	(3,006)	(3,438)	(3,858)	(4,198)
行政费用	(371)	(393)	(481)	(511)	(564)	(603)
研发费用	(754)	(694)	(795)	(956)	(1,063)	(1,130)
其他	146	413	(139)	156	115	109
运营利润	1,972	2,417	2,221	2,787	3,087	3,327
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	(37)	(34)	(30)	(45)	(45)	(45)
净利息收入(支出)	(67)	(103)	(212)	(187)	(144)	(116)
税前利润	1,869	2,280	1,978	2,555	2,899	3,166
所得税	(241)	(371)	(392)	(588)	(667)	(728)
非控股权益	(24)	(7)	37	51	55	62
净利润	1,628	1,909	1,586	1,968	2,232	2,438

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	7,791	9,751	9,193	9,629	9,360	10,494
现金与现金等价物	2,868	2,152	2,611	2,734	2,107	2,889
应收账款	1,379	1,312	1,095	1,357	1,523	1,658
存货	691	713	778	805	896	1,000
预付款项	769	505	1,132	1,156	1,258	1,371
以公允价值计入损益的资产	1,900	4,861	3,303	3,303	3,303	3,303
其他流动资产	185	208	274	274	274	274
非流动资产	11,422	12,258	14,432	14,697	14,945	15,178
物业及厂房及设备 (净额)	3,440	4,114	4,692	5,044	5,378	5,696
无形资产	1,849	1,578	1,554	1,531	1,507	1,483
商誉	3,844	4,140	4,199	4,199	4,199	4,199
其他非流动资产	2,289	2,426	3,986	3,923	3,861	3,799
总资产	19,213	22,009	23,625	24,326	24,305	25,671
流动负债	1,420	1,844	3,728	4,262	2,662	2,303
短期债务	150	413	2,112	1,612	1,112	612
应付账款	230	250	212	197	221	249
应付税款	74	112	33	33	33	33
其他流动负债	966	1,069	1,371	2,420	1,296	1,410
非流动负债	3,135	4,801	3,384	2,158	2,158	2,158
长期债务	164	1,902	1,463	1,463	1,463	1,463
应付公司债	0	0	1,226	0	0	0
递延收入	397	423	412	412	412	412
其他非流动负债	2,574	2,477	283	283	283	283
总负债	4,555	6,645	7,111	6,419	4,819	4,461
股本	0	0	0	0	0	0
股份溢价	4,152	3,693	3,517	3,517	3,517	3,517
其他储备	8,075	9,468	10,752	12,093	13,617	15,280
股东权益总额	12,227	12,926	14,034	15,375	16,899	18,562
少数股东权益	2,430	2,438	2,480	2,531	2,586	2,648
总负债和股东权益	19,213	22,009	23,625	24,326	24,305	25,671

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,869	2,280	1,978	2,555	2,899	3,166
折旧摊销	338	398	351	366	382	397
税款	(287)	(346)	(471)	(588)	(667)	(728)
营运资金变化	(332)	31	(162)	(505)	(232)	(210)
其他	(9)	(228)	386	86	84	63
净经营现金流	1,578	2,134	2,083	1,914	2,465	2,687
投资现金流						
资本开支	(1,109)	(975)	(704)	(680)	(680)	(680)
其他	(178)	(2,748)	(641)	151	110	104
净投资现金流	(1,287)	(3,723)	(1,345)	(529)	(570)	(576)
融资现金流						
已支付股息	0	(417)	(225)	(575)	(653)	(713)
净借贷	(94)	1,928	1,188	(500)	(500)	(500)
其他	(387)	(748)	(1,316)	(187)	(1,370)	(116)
净融资现金流	(481)	763	(353)	(1,262)	(2,523)	(1,329)
净现金流变动						
年初现金	3,091	2,868	2,152	2,611	2,734	2,107
汇率变动	(33)	109	75	0	0	0
年末现金	2,868	2,152	2,611	2,734	2,107	2,889
增长率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
销售收入	14.2%	7.6%	13.8%	12.8%	12.2%	8.8%
毛利润	16.6%	7.5%	17.1%	13.5%	12.2%	8.2%
经营利润	80.9%	22.5%	(8.1%)	25.5%	10.8%	7.8%
净利润	111.1%	17.3%	(16.9%)	24.0%	13.4%	9.2%
盈利能力比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
毛利率	82.7%	82.6%	85.0%	85.5%	85.5%	85.0%
营业利益率	30.9%	35.2%	28.4%	31.6%	31.2%	30.9%
股本回报率	14.2%	15.2%	11.8%	13.4%	13.8%	13.7%
资产负债比率	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.4)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
流动比率 (倍)	5.5	5.3	2.5	2.3	3.5	4.6
应收账款周转天数	67.5	71.5	56.2	56.2	56.2	56.2
存货周转天数	216.1	214.5	231.6	230.0	228.0	226.0
应付帐款周转天数	71.5	73.3	71.7	71.7	71.7	71.7
估值指标	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日						
市盈率	9.1	7.6	9.4	7.5	6.6	6.0
市盈率 (摊薄)	9.6	8.0	9.5	7.5	6.6	6.0
市帐率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
股息 (%)	2.8	1.5	3.8	4.0	4.5	5.0
企业价值 / 销售额	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2
企业价值 / EBIT	7.0	5.8	6.4	5.5	4.7	4.3
企业价值 / EBITDA	6.0	5.0	5.5	4.8	4.2	3.8

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。