

中国医药

2025 展望：行业宏观环境改善，看好估值修复

MSCI 中国医疗保健指数自 2021 年 7 月以来累计下跌 69.0%，板块估值具备吸引力。受益于海外降息以及国内宏观环境改善，医药作为高弹性行业有望跑赢市场。我们认为，宏观经济的表现与医保基金的收支、医疗健康消费息息相关。随着政策焦点转向刺激经济，我们认为医疗设备更新政策有望加速落地。医保基金持续支持创新药，商保有望加大对高价创新药/械的覆盖。CXO 板块有望受益于海外研发需求复苏。

■ **创新药出海蓬勃发展。**受医保控费、集采等因素影响，国内整体药品销售增长乏力。根据米内网统计，2024 年上半年我国三大终端六大市场药品销售额达 9,477 亿元，同比下滑 1.9%。由于国内药品市场增长乏力，企业纷纷布局出海。中国创新药出海初步取得了较好的进展。已经成功在欧美商业化的中国创新药当中，泽布替尼（BTK 抑制剂）9M24 实现 18.2 亿美元全球销售额，同比增长 107%。对外授权许可以及被并购是中国创新药出海的主要方式，全球相关交易市场规模较大。从结构来看，中国 Biotech 企业的资金来源发生了深刻的变化，从股权融资为主，发展为股权融资、资产交易、药品销售共同驱动。根据医药魔方的统计，2022 年以来，中国 license-out 交易总金额逐年上升并超过融资金额；license-out 交易成为国内企业增厚资金的重要途径。国内的创新药企在研发模式上逐渐从 Fast-follow 转变为注重差异化，Best-in-class、First-in-class 潜质的创新药项目不断涌现，从而驱动创新药出海蓬勃发展。

■ **全球医药健康融资趋稳，CXO 行业需求复苏有望。**根据动脉橙的数据，今年前三季度全球医疗健康融资总额为 455 亿美元，同比增长 0.7%，相比于 2022 年和 2023 年的同比下降 43% 和 21% 呈现复苏趋势。我们预计美国进入利率下降通道后，全球医疗健康融资额将随之增长，并将驱动全球医药研发需求的改善，特别是早期研发需求。除了融资金额，药企的研发投入也是驱动全球医药研发重要的资金来源。历史数据体现大药企的研发投入持续增长，很好地对冲了生物医药融资额的波动对于行业整体研发需求的影响。尽管国内医疗健康融资复苏仍需时间，基于海外投融资的复苏以及 MNC 药企研发投入的韧性，国内深度参与全球医药研发产业链的 CXO 公司已感受到海外客户需求的增长。例如，药明康德截至 9 月底的在手订单同比增长 35%，其中 TIDES 订单（多肽和寡核苷酸）同比增长 196%。

■ **医疗设备招标显现复苏趋势。**2024 年中国医疗器械市场承压。据 IQVIA 统计，2024 年前三季度中国医疗器械市场规模同比下滑 2.4%。医疗行业整顿的持续推动导致临床非必要产品和高价低值耗材使用量下降，政策周期性变化也持续影响医疗设备的采购活动。目前，全国大规模设备更新进入加速落地阶段，设备招标活动已现复苏趋势。据医装数胜统计，截至 9 月 25 日，全国已批复的医疗设备更新项目已超过 1,000 个，总预算金额已突破 412 亿元。自 8 月以来，各省陆续公布采购意向，并逐步进入招标环节。据众成医械统计，截至 11 月 17 日，全国医疗领域设备更新采购意向预算总金额已达 177 亿元。我们预计医疗设备更新的相关订单将在 4Q24 至 1H25 落地，推动全国医疗设备市场复苏。考虑到 2024 年的业绩基数较低，我们预计龙头医疗设备企业将在 2025 年展现良好的业绩修复弹性。

优于大市
(维持)

中国医药行业

武煜, CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

王银朋

(852) 3657 6288
andywang@cmbi.com.hk

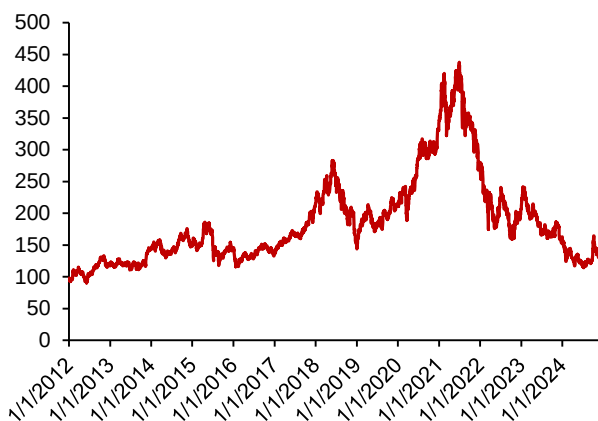
王云逸

(852) 3916 1729
cathywang@cmbi.com.hk

医药板块低位反弹可期

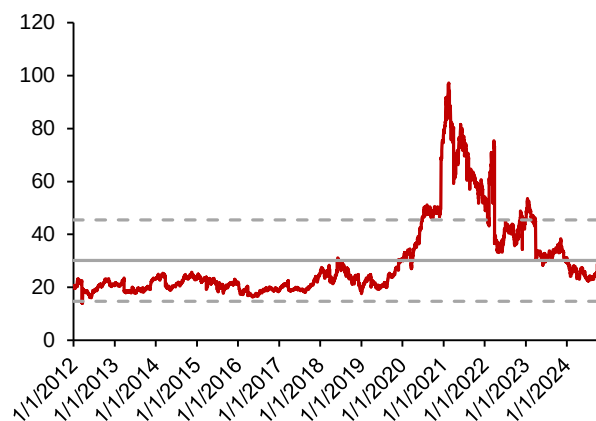
MSCI 中国医疗保健指数自 2021 年 7 月以来累计下跌 69.0%，板块估值具备吸引力。受益于海外降息以及国内宏观环境改善，医药作为高弹性行业有望跑赢市场。我们认为，宏观经济的表现与医保基金的收支、医疗健康消费息息相关。随着政策焦点转向刺激经济，我们认为医疗设备更新政策有望加速落地。医保基金持续支持创新药，商保有望加大对高价创新药/械的覆盖。CXO 板块有望受益于海外研发需求复苏。

图 1: MSCI 中国医疗保健指数



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 11 月 29 日

图 2: MSCI 中国医疗保健指数历史动态 PE



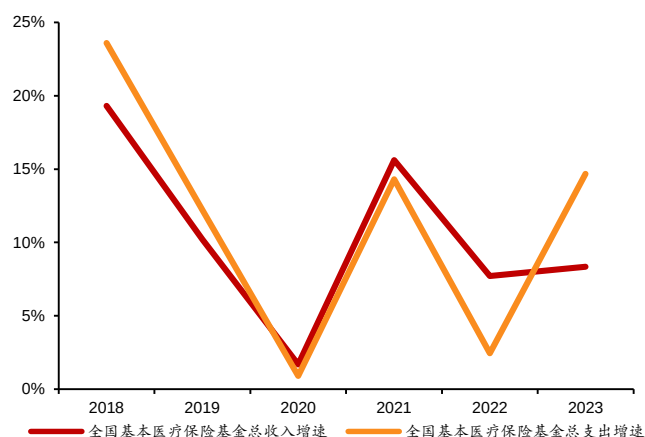
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 11 月 29 日

医保基金支出稳健增长，基金监管趋严

2023 年，由于疫情后诊疗需求恢复，基本医疗保险（含生育保险）基金支出同比大幅增长 14.7%（vs 2022 年+2.4%）。2023 年基金支出增速超过收入增速，全年基金收入同比增加 8.3%（vs 2022 年+7.7%）。因此，全国基本医疗保险基金累计结余金额下降至 3.4 万亿元，累计结余/年支出的比例从 2022 年的 1.7 下降至 2023 年的 1.2。

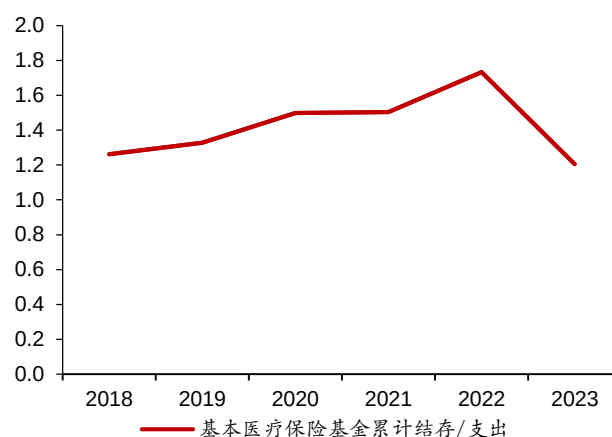
根据我们的预测，中国 20-60 岁劳动人口数量将从 2022 年的 8.3 亿人减少到 2035 年的 7.5 亿人。同时，我们预计中国退休城镇职工基本医疗保险参保人数将从 2022 年的 9600 万人增加到 2035 年的 1.2 亿人；在职参保人数将从 2022 年的 2.7 亿人减少到 2035 年的 2.4 亿人。医保基金存在长期收支压力，我们认为财政托底是必然选择。

图 3: 全国基本医疗保险收入及支出增速



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

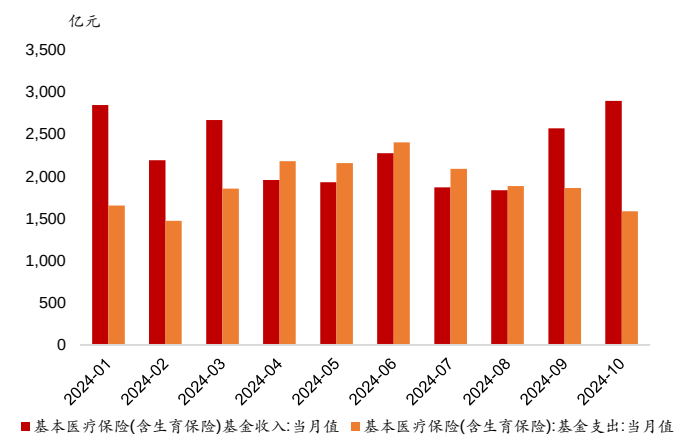
图 4: 医保基金年度结余/支出



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

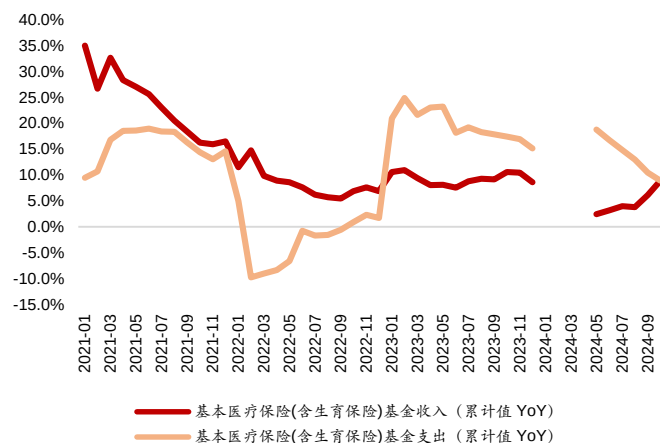
24 年 1-10 月基本医疗保险（含生育保险）统筹基金累计收入同比增长 8.9%，与支出增速基本一致，基本医疗保险（含生育保险）基金累计结余实现正增长。由于人口老龄化的长期趋势，医疗需求较为刚性，我们预期医保支出将保持增长趋势。

图 5: 2024 年全国基本医疗保险统筹基金当月收入及支出



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

图 6: 全国基本医疗保险统筹基金累计收入及支出增速



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

注：2024 年基本医疗保险基金收入和支出增速为统筹基金口径

在医保基金给付压力的背景下，医保监管趋严，具体表现在：1) 加大打击骗保行为，包含药店、医疗机构、药企等各环节的骗保行为；2) 打击药品营销环节的非法行为，例如虚开发票用于药品回扣；3) 严格监管药品、耗材、医疗服务等价格。

国家医保局透露，截至 9 月，国家医保基金飞行检查已覆盖所有省份，检查定点医药机构 500 家，查出涉嫌违规金额 22.1 亿元。其中，根据大数据模型线索，开展专项飞检的定点医药机构达到 185 家，查实欺诈骗保机构 111 家。今年 1 月至 9 月，全国各级医保部门共追回医保资金 160.6 亿元。

此外，国家医保局越来越重视药品追溯码的普及，并要求 2024 年底前，全国范围全面展开医保药品耗材扫码入库工作，涉及全国近 50 万家定点药店。此举将有效识别出追溯码重复等异常情况，防止药品串换、“回流药”等骗保行为。

药企的营销行为也正在被严格监管。除了阿斯利康的“骗保案”持续发酵，11 月 4 日央视报道了一起总额高达 60 亿元的医药领域虚开发票案。

为了监管部分零售渠道药价虚高的问题，国家医保局推进药品比价系统的上线。截至 2024 年 10 月 31 日，河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、上海、江苏、福建、山东、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、云南、陕西、甘肃、青海等 19 个省（自治区、直辖市），已推出覆盖全省的定点药店比价小程序。年底前，定点药店比价小程序将覆盖全部定点药店。公众可通过当地医保局 App（手机应用程序）、微信小程序、微信公众号、支付宝小程序等途径对不同药店的药品进行实时查询比价。

为了规范医疗服务价格，国家医保局正编制出台医疗服务价格项目立项指南，统一指导各地规范医疗服务价格项目，目前已经印发超声检查、放射检查、康复等。

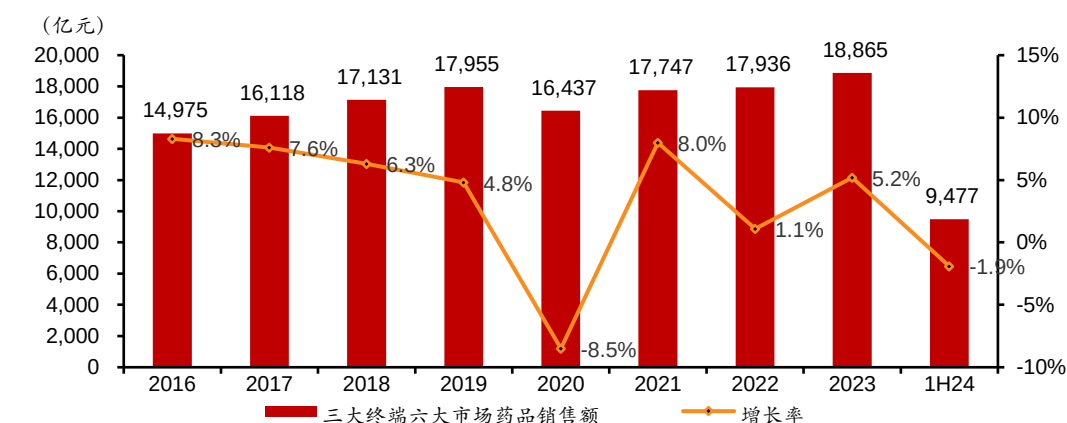
我们认为，医保监管趋严不可避免。在行业合规程度逐步提升，利好符合“院内、刚需、医保”三个特征的药品、器械。

创新药出海蓬勃发展

出海孕育蓝海市场

受医保控费、集采等因素影响，国内整体药品销售增长乏力。根据米内网统计，2024 年上半年我国三大终端六大市场药品销售额达 9,477 亿元，同比下滑 1.9%，其中公立医院终端占比 60.5%，零售药店终端占比 29.8%，公立基层医疗终端占比 9.7%。

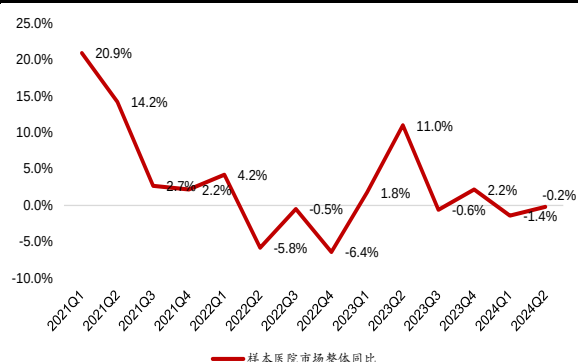
图 7：中国药品销售额



资料来源：米内网，招银国际环球市场

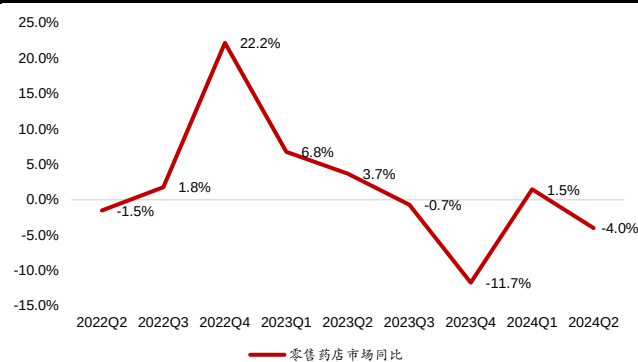
IQVIA 数据显示，2Q24 中国医院医药市场增速趋于平缓，总销售额季度同比增长率为-0.2%（≥100 张床位的机构）。基于 12 个月 MAT 销售额（滚动全年），2Q24 的 MAT 总销售额同比下降 0.1%。2024 年上半年，全国地级市零售药店市场销售规模达到了 1,056.9 亿元人民币，较去年同期累计规模下降 1.2%，消费者购药需求持续低迷。去年上半年，由于疫情放开后诊疗需求爆发，药品销售额存在较高的基数，对今年上半年的同比数据造成一定影响。

图 8：样本医院市场药品销售额同比



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

图 9：零售药店市场药品销售额同比



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

由于国内药品市场增长乏力，企业纷纷布局出海。中国创新药出海初步取得了较好的进展。已经成功在欧美商业化的中国创新药当中，泽布替尼（BTK 抑制剂）、西达基奥仑赛（BCMA CAR-T）和呋喹替尼（VDGFR1/2/3 抑制剂）的销售表现优异。泽布替尼 9M24 实现 18.2 亿美元全球销售额，同比增长 107%。西达基奥仑赛 9M24 实现 5.7 亿美元全球

销售额，同比增长 74%。呋喹替尼 2023 年 11 月在美国获批上市，今年前三季度在美国已录得约 2.0 亿美元销售额。

图 10: 国产创新药美国获批情况

公司	产品	合作伙伴	美国 FDA 批准时间
百济神州	替雷利珠单抗 (PD-1 单抗)	自主销售	3/2024
百济神州	泽布替尼 (BTK 抑制剂)	自主销售	11/2019
传奇生物	西达基奥仑赛 (BCMA CAR-T)	J&J	2/2022
和黄医药	呋喹替尼 (VEGFR1/2/3 抑制剂)	武田	11/2023
亿帆医药	艾贝格司亭 α 注射液 (长效 G-CSF 升白药)	Acrotech	11/2023

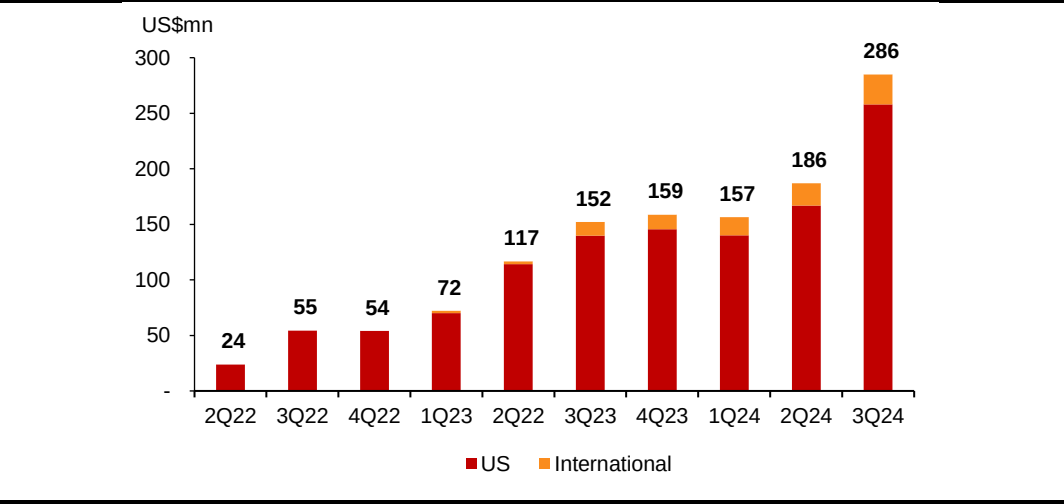
资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

图 11: 泽布替尼季度销售情况



资料来源：百济神州，招银国际环球市场

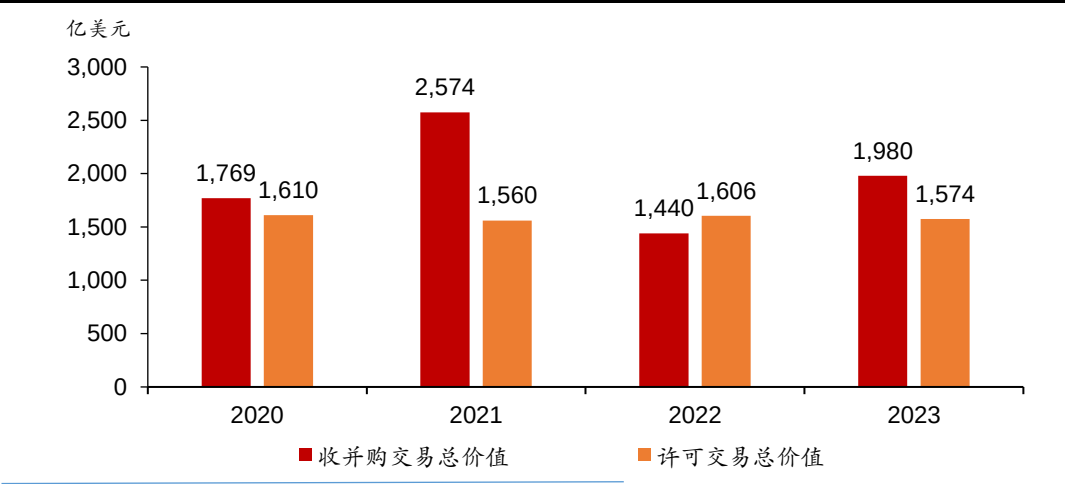
图 12: 西达基奥仑赛季度销售情况



资料来源：传奇生物，招银国际环球市场

对外授权许可以及被并购是中国创新药出海的主要方式，全球相关交易市场规模较大。根据 IQVIA 统计，2023 年全球生命科学领域的所有收并购总交易价值（包括或有对价）为 1,980 亿美元，同比上升 37%；同期收并购交易数量同比下降 27%，意味着单笔交易金额上升（约 64%）。2023 年全球生命科学领域的许可交易潜在价值总额为 1,574 亿美元，与 2022 年基本持平；2023 年单笔许可交易金额上升 7%。

图 13: 2020-2023 年全球收并购交易及许可交易总价值



资料来源：米内网，招银国际环球市场

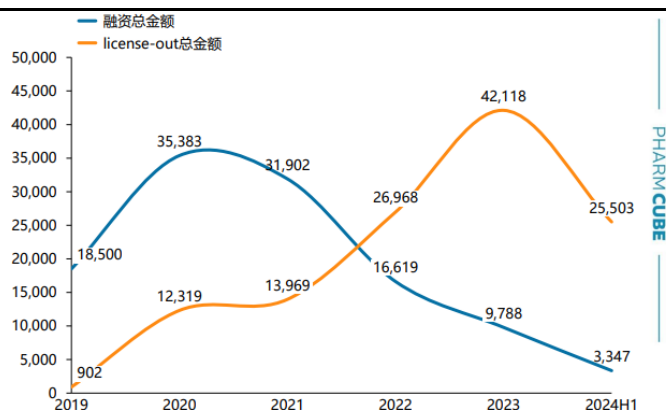
图 14: 2024 年全球生命科学领域并购交易

被收购方	收购方	总金额(亿美元)	首次披露时间
Catalent	Novo Nordisk	165.0	2024/2/5
Alpine Immune Sciences	Vertex Pharmaceuticals	49.0	2024/4/10
CymaBay Therapeutics	Gilead Sciences	43.0	2024/2/12
Axonics	Boston Scientific	37.0	2024/11/15
Morphic Therapeutic	Eli Lilly	32.0	2024/7/8
EyeBio	Merck & Co.	30.0	2024/5/29
MorphoSys	Novartis	29.2	2024/2/5
Longboard Pharmaceuticals	Lundbeck	26.0	2024/10/14
Fusion Pharmaceuticals	AstraZeneca	24.0	2024/3/19
Deciphera	Ono Pharmaceutical	24.0	2024/4/29
Evotec	Halozyne Therapeutics	21.6	2024/11/14
Ambrx	Johnson & Johnson	20.0	2024/1/8
普方生物	Genmab	18.0	2024/4/3
HI-Bio	Biogen	18.0	2024/5/22
Mariana Oncology	Novartis	17.5	2024/5/2
Inhibrx	Sanofi	17.0	2024/1/23
Aliada Therapeutics	AbbVie	14.0	2024/10/28
Modifi Bio	Merck & Co.	13.3	2024/10/23
Nerio Therapeutics	Boehringer Ingelheim	13.0	2024/7/29
Yellow Jersey Therapeutics	Johnson & Johnson	12.5	2024/5/28

资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

从结构来看，中国 Biotech 企业的资金来源发生了深刻的变化，从股权融资为主，发展为股权融资、资产交易、药品销售共同驱动。根据医药魔方的统计，2022 年以来，中国 license-out 交易总金额逐年上升并超过融资金额；license-out 交易成为国内企业增厚资金的重要途径。

图 15: 中国企业融资总金额与 license-out 交易总金额对比，2019-1H24（百万美元）



资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

国内的创新药企在研发模式上逐渐从 Fast-follow 转变为注重差异化，Best-in-class、First-in-class 潜质的创新药项目不断涌现，从而驱动创新药出海蓬勃发展。

2023 年，中国创新药出海授权总计首付款金额为 35 亿美元（同比+42%），总计交易金额为 421 亿美元（同比+52%），交易数量高达 106 笔（同比+51%）。2024 年 1-11 月，中国创新药出海 license-out 交易共 101 笔，接近去年全年水平，披露总交易金额达 456 亿美元，总体首付款达到 38 亿美元，均已超过去年全年水平。

此外，创新药出海模式逐渐丰富。2024 年 1-11 月，中国 2024 年有 5 起并购出海事件，涉及普方生物（18 亿美元）、普米斯（9.5 亿美元）、广州昂科免疫、葆元医药和信瑞诺。2024 年，中国创新药领域亦出现多项 NewCo 出海案例，已先后有恒瑞医药、康诺亚、嘉和生物和岸迈生物成功利用 NewCo 实现产品出海。

我们认为，在未来几年，中国创新药出海仍将以授权交易为主导，同时 NewCo 和收并购等出海案例也将持续涌现。

图 16: 2024 年中国创新药出海授权交易（交易总额在 10 亿美金以上的交易）

交易日期	许可方	项目	技术、靶点	受让方	首付款	交易总额	交易类型
2024/11/14	礼新医药	LM-299	PD-1/VEGF 双抗	MSD	5.88 亿美元	32.88 亿美元	许可
2024/11/13	普米斯	PM8002 等诸多项目	PD-L1/VEGF 双抗等	BioNTech	9.5 亿美元	(收购)	公司收购
2024/10/16	百裕制药	小分子抗肿瘤药物	-	Novartis	7000 万美元	11.7 亿美元	许可
2024/10/7	石药集团	YS2302018	小分子脂蛋白(a) 抑制剂	AstraZeneca	1 亿美元	20.2 亿美元	许可
2024/8/9	同润生物	CN201	CD3/CD19 双抗	MSD	7 亿美元	13 亿美元	资产收购
2024/8/1	宜明昂科	IMM2510、IMM27M	PD-L1/VEGF 双抗、CTLA-4 抗体	Instil Bio	1000 万美元	21.5 亿美元	许可
2024/7/23	三迭纪	3D 打印药物技术	-	BioNTech	1000 万美元	12.1 亿美元	合作
2024/7/11	昱言科技	FS001	ADC	Ipsen	-	10.3 亿美元	许可
2024/6/18	麦科思生物	MTX-13	PTK7 ADC	Day One Biopharma	5500 万美元	12.07 亿美元	许可
2024/6/14	亚盛医药	奥雷巴替尼	Bcr-Abl T315I 抑制剂	Takeda	1 亿美元选择权付款	13 亿美元	期权、投资
2024/6/13	明济生物	FG-M701	TL1A 单抗	AbbVie	1.5 亿美元	17.1 亿美元	许可
2024/5/27	宜联生物	基于 TMALIN ADC 平台开发特定的 ADC	ADC	BioNTech	2500 万美元	18.25 亿美元	期权
2024/5/23	达歌生物	多个新型分子胶降解剂	分子胶降解剂	Takeda	-	12 亿美元	期权、投资、许可
2024/5/16	恒瑞医药	GLP-1 产品组合 (HRS-7535、HRS9531、HRS-4729)	GLP-1	Hercules	1 亿美元	60.35 亿美元	许可、NewCo
2024/4/3	普方生物	rinatabart sesutecan、ADC 平台、PRO1160、PRO1107 等	FRα ADC 、 CD70 ADC、 PTK7 ADC 等	Genmab	18 亿美元	(收购)	公司收购
2024/1/7	船望制药	多个心血管疾病项目	-	Novartis	1.85 亿美元	41.65 亿美元	许可、合作、期权
2024/1/2	宜联生物	YL211	cMET ADC	Roche	5000 万美元	10.5 亿美元	许可
2024/1/4	安锐生物	ATTs-021 和另一个分子	CDK2 抑制剂	Avenzo	4000 万美元	超过 10 亿美元	许可、期权

资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

医保政策持续利好创新药

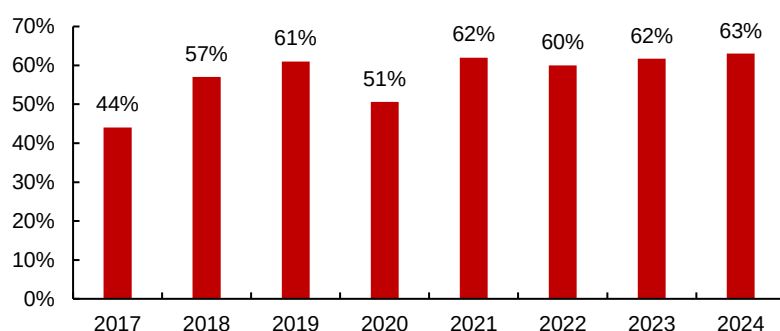
2024 年医保目录调整结果已公布，新增 91 种药品。在谈判/竞价环节中，117 种目录外药品参与，89 种成功加入，平均降价 63%，降幅与 2023 年的 62% 及过去五年的平均 59% 基本相当。叠加谈判降价和医保报销因素，预计 2025 年将为患者减负超 500 亿元。新增的 91 种药品中，65 种来自国内企业，占比超 70%，且这一比例逐年上升。新版医保目录将于 2025 年 1 月生效。医保局要求定点医疗机构原则上应于 2025 年 2 月底前召开药事会议，不得以医保总额限制、医疗机构用药目录数量、药占比为由影响药品进院。

医保政策持续支持创新品种。2024 年医保目录调整在坚持“保基本”的基础上，进一步强化了对真创新的支持。无论评审还是谈判阶段，创新药的成功率都显著高于总体水平。在谈判阶段，创新药的成功率超过了 90%，比总体成功率高出 16 个百分点。此次调整亦新增 38 种创新药进入目录，创历史新高。自医保局成立以来，经过 7 轮调整，累计有 149 种创新药被纳入医保目录。截至 2024 年 10 月，医保基金已为协议期内谈判药品支付超过 3500 亿元，带动相关药品销售额超过 5100 亿元。2024 年前 10 个月，医保基金对协议期内谈判药品的支付额约为 920 亿元，相比 2019 年同期增长了 21 倍。

2024 年医保谈判中，多款重磅创新药进入医保。颇受关注的创新品种中，康方生物的卡度尼单抗（PD-1/CTLA4）和依沃西单抗（PD-1/VEGF）、第一三共/阿斯利康的德曲妥珠单抗（HER2 ADC）、迪哲医药的舒沃替尼（EGFR exon 20 抑制剂）、信达生物的托莱西单抗（PCSK9）等品种成功进入医保。在三代 EGFR TKI 中，瑞齐替尼和瑞厄替尼被纳入医保用于二线治疗，同时贝福替尼的一线适应症新增医保，奥希替尼一线联用化疗新增医保，阿美替尼成功续约，预计国产厂商将持续替代奥希替尼。替雷利珠单抗新增多项一线适应症进入医保，包括肝癌、ES-SCLC 和胃癌（全人群），进一步巩固其在 PD-1 市场领先地位。特瑞普利单抗亦新增 NSCLC 辅助治疗、一线肾细胞癌、一线 ES-SCLC 和一线 TNBC 进入医保。本次调整亦新增了恩朗苏拜单抗和赛帕利单抗两个国产 PD-1 品种进入医保，覆盖小适应症。此外，石药集团的恩必普注射液续约降价 12.5%，恩必普胶囊续约降价 3.6%。我们估计其他创新药续约降价较温和。

医保基金积极赋能商保，预计将覆盖高价创新药/械。对于一些昂贵的细胞治疗和基因治疗药物，仅靠基本医保难以完全覆盖，医保局正致力于构建“1+3+N”的多层次医疗保障体系，为创新药拓展更大的发展空间。医保局正在探索推进医保数据赋能商业保险公司、实现医保基金与商业保险同步结算等支持政策，预计将大幅降低商保公司核保成本，推动商保公司提升赔付水平的基础上，更多覆盖创新药耗和器械。我们认为，未来类似 CART 疗法和 TAVR 手术的高价创新药械将通过医保与商业保险的协同获得更好的报销覆盖。

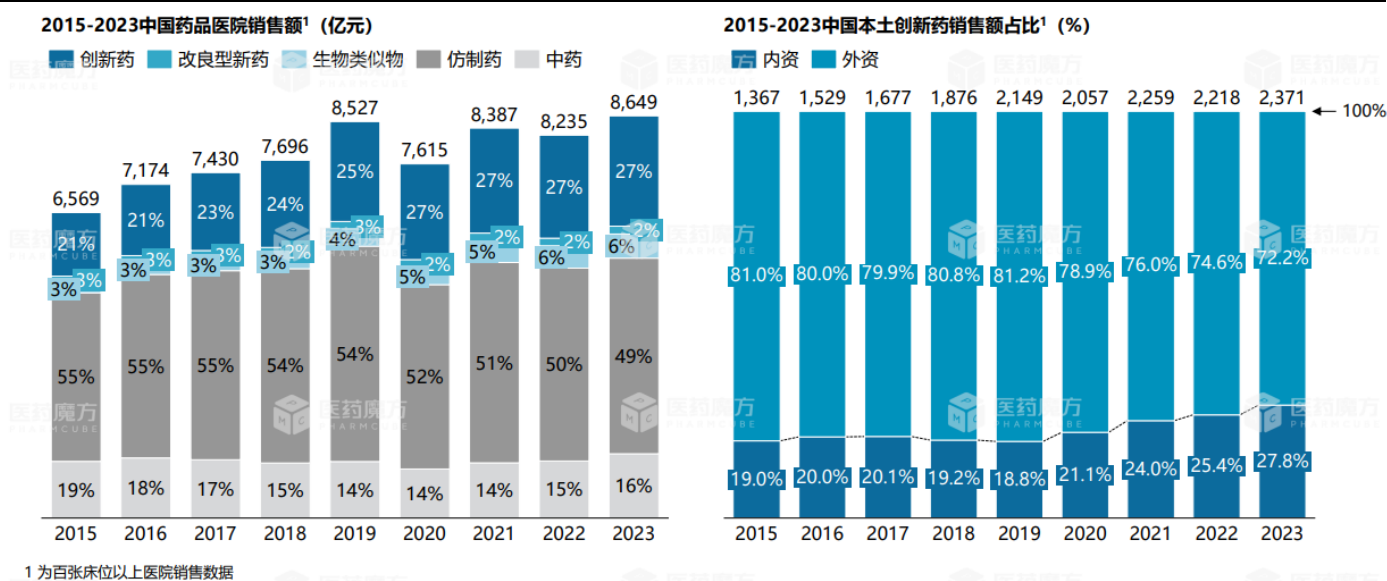
图 17: 历年医保谈判平均降价幅度



资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

中国药品市场中仿制药仍占据主导地位，创新药占比不断提升，尤其是本土企业的创新药销售占比显著增加。医药魔方数据显示，2023 年，创新药占中国医院药品销售额的 27%，其中内资企业在本土创新药销售额占比为 27.8%。

图 18: 本土创新药销售额占比持续提升



资料来源: IPM 数据库, 医药魔方, 招银国际环球市场

中国的新药上市数量已连续第六年超过 30 款, 近五年来中国的新药上市总数仅次于美国, 超过了欧洲四国和英国。近年来中国本土公司是大多数新药产品的主力军, 过去三年中, 105 个新药产品中有 50 个由本土公司上市。从 2014 到 2018 年, 美国的 NAS 上市数量为 224 个, 比中国的 99 个多出 125 个; 而在过去五年中, 美国的 NAS 上市数量为 267 个, 比中国的 192 个多出 75 个。

图 19: 中国创新药 (NAS) 获批数量 (2014-2023)



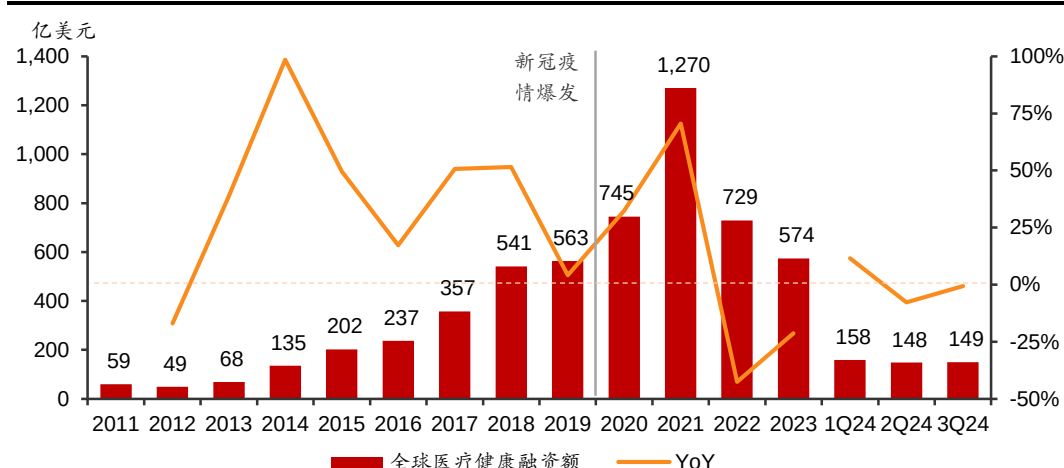
资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

近年来国家推行的药品耗材集中带量采购腾出了超过 5000 亿元的医保资金空间, 为更多创新药纳入医保提供了有力支撑。国家医保局至今共开展九批国家组织药品集采, 共纳入 374 种药品, 平均价格降幅超 50%。值得注意的是, 第九批国家药品集采的采购周期长达 4 年, 此前普遍为 2 年。采购周期延长让企业有更稳定的预期, 有利于企业保证药品高质量交付。2024 年 11 月, 国家宣布将开展第十批药品集采, 此轮集采品种主要集中于化药注射剂。目前, 国家药品集采的品种覆盖面已经非常广泛, 新批次的集采对于企业的业绩影响边际减弱。

全球医药健康融资趋稳，CXO 行业需求复苏有望

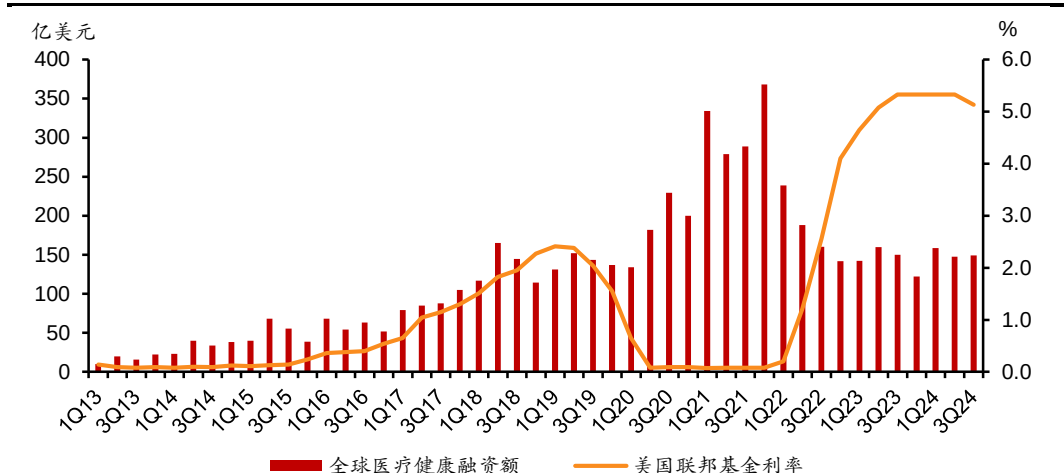
根据动脉橙的数据，全球医药健康融资金额自 2022 年起大幅降低，但今年开始有企稳趋势。今年前三季度全球医疗健康融资总额为 455 亿美元，同比增长 0.7%，相比于 2022 年和 2023 年的同比下降 43% 和 21% 有显著复苏。今年 9 月 18 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点。我们注意到全球医疗健康融资快速反弹，24 年 9 月的融资额环比显著增长 141%，为 24 年 2 月以来的单月最高融资额。因此，我们预计美国进入利率下降通道后，全球医疗健康融资额将随之增长，并将驱动全球医药研发需求的改善，特别是对于早期研发需求而言。

图 20: 全球医疗健康融资金额



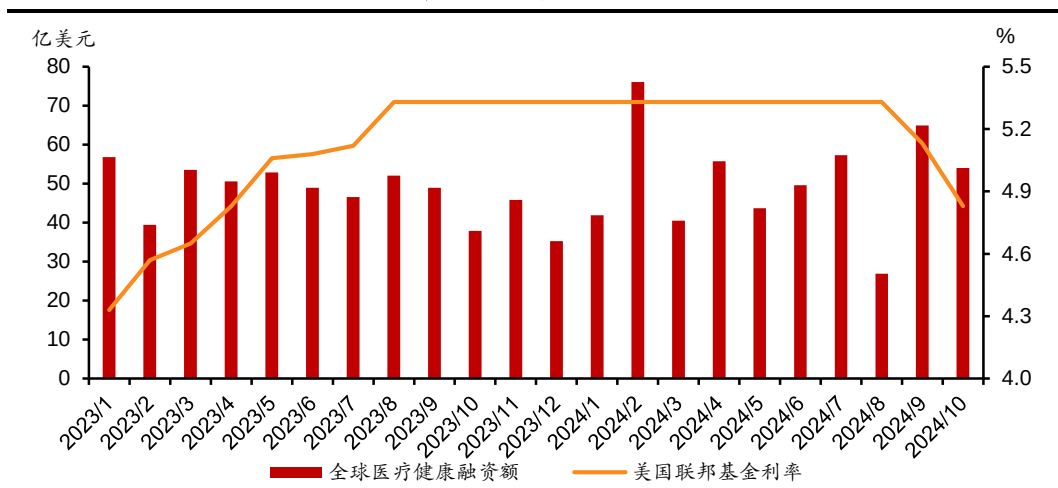
资料来源：动脉橙，招银国际环球市场

图 21: 全球医疗健康融资金额和利率的关系（季度）



资料来源：动脉橙，Wind，招银国际环球市场

图 22: 全球医疗健康融资金额和利率的关系（月度）



资料来源: 动脉橙, Wind, 招银国际环球市场

类似全球趋势，中国医疗健康领域投融资自 2022 年起也呈现下降趋势。根据动脉橙数据，2024 年前三季度中国医疗健康融资总额为 60 亿美元，同比下降 26.8%，这主要由于 2Q 和 3Q 投融资持续走弱。随着国内逐步推出并落地一批重要宏观经济刺激政策，我们预计国内医疗健康融资有望逐步修复。

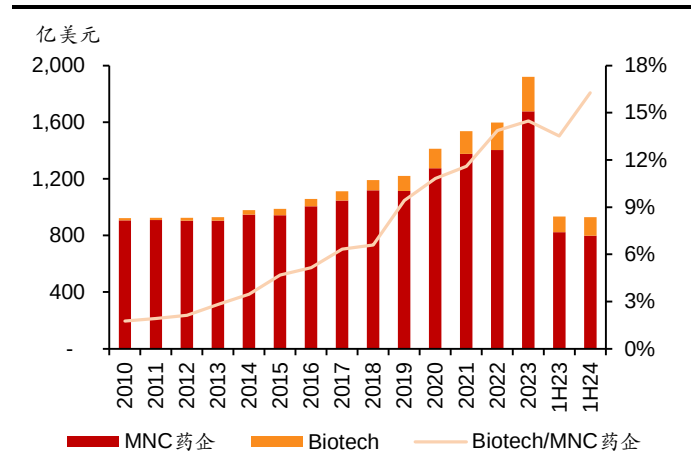
图 23: 中国医疗健康融资金额



资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

除了融资金额，药企的研发投入也是驱动全球医药研发重要的资金来源。大药企仍是全球医药研发的主要投入来源。历史数据体现，大药企的研发投入持续增长。我们整理了全球具有代表性的 20 家跨国药企的研发费用，2023 年这些企业的研发费用合计达到 1,677 亿美元，同比增长 19.5%，远远高于 2010-2023 年 4.8% 的 CAGR。虽然大药企的研发投入受到 IRA 以及新冠疫情后药物销售收入增速放缓的影响在 1H24 同比减少了 2.9%，但其研发投入金额绝对值仍远高于 biotech 公司，可以很好的对冲宏观经济因素导致的 biotech 融资额的波动，是全球医药研发创新的压舱石。

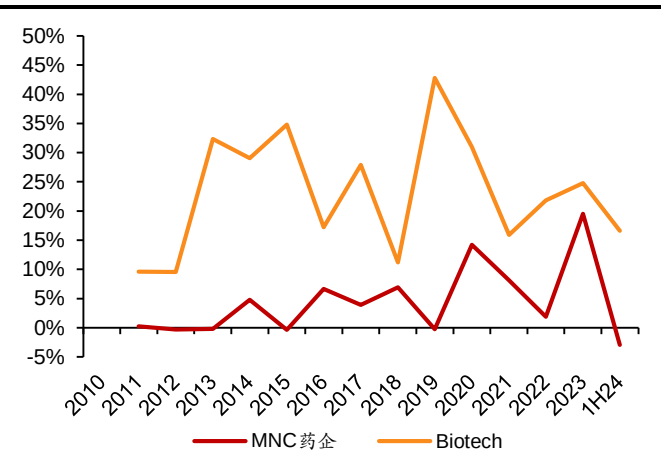
图 24: 全球主要 MNC 药企和 biotech 历年研发费用



资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：选取了收入、市值、研发投入大的 20 家药企和 biotech 公司。

图 25: 全球主要 MNC 药企和 biotech 历年研发费用增速



资料来源：彭博，招银国际环球市场

尽管国内医疗健康融资复苏仍需时间，基于海外投融资的复苏以及 MNC 药企研发投入的韧性，国内深度参与全球医药研发产业链的 CXO 公司已感受到海外客户需求的增长。例如，药明康德截至 9 月底的在手订单同比增长 35%，其中 TIDES（多肽和寡核苷酸）同比增长 196%；康龙化成前三季度新签订单同比增长超过 18%，其中小分子 CDMO 板块新签订单同比增长超过 30%。

图 26: 国内 CXO 公司近期订单情况

公司	主要业务	在手订单	新签订单
药明康德	一站式 CXO	3Q24: 同比增长 35%，其中 TIDES 同比增长 196%	
康龙化成	一站式 CXO		9M24: 同比增长超过 18%，其中 CDMO 业务同比增长超过 30%
泰格医药	临床 CRO		9M24: 同比双位数增长（剔除新冠疫苗收入）
普蕊斯	临床 CRO	2Q24: 同比增长 4%	2Q24: 环比增长 112%
药明生物	生物药 CDMO	1H24: 同比持平	
凯莱英	化学药 CDMO	1H24: 同比增长 7%	1H24: 同比增长超过 20%，其中欧美订单增长超过公司整体； 3Q24: 持续保持良好态势
博腾股份	化学药 CDMO	3Q24: 同比增长超过 40%	
药石科技	化学药 CDMO	1H24: 同比增长超过 20%	3Q24: 继续保持向好趋势
和元生物	CGT CDMO		1H24: CDMO 业务订单同比增长 62%
美迪西	临床前 CRO		1H24: 同比下降，其中境外同比有所增长
昭衍新药	临床前 CRO	3Q24: 同比下降 28%	3Q24: 同环比均持平

资料来源：公司财报，招银国际环球市场

图 27: 全球 CXO 和生命科学上游估值比较

公司	股票代码	评级	市值	收入	净利润	P/E (x)			PEG (x)	PB (x)	ROE	股息率
			US\$bn	23-26E	23-26E	24E	25E	26E	24E	24E	24E	24E
海外												
Thermo Fisher	TMO US	买入	204.4	4.7%	4.9%	24.7	23.0	20.6	5.0	4.2	16.8%	0.3%
Danaher	DHR US	未评级	174.0	4.2%	6.8%	32.1	28.7	25.6	4.7	3.3	9.8%	0.5%
Samsung Bio	207940 KS	未评级	48.4	17.4%	20.7%	66.3	55.1	45.6	3.2	6.3	10.0%	0.0%
Lonza	LONN SW	未评级	42.8	9.1%	15.1%	38.2	31.9	26.7	2.5	4.0	9.5%	0.8%
IQVIA	IQV US	未评级	36.4	4.5%	8.3%	18.0	16.7	14.8	2.2	5.3	28.2%	0.0%
LabCorp	LH US	未评级	20.1	5.8%	6.9%	16.6	15.1	13.7	2.4	2.4	15.3%	1.2%
ICON	ICLR US	未评级	17.6	3.6%	8.7%	15.2	14.2	12.7	1.7	1.8	9.9%	0.0%
Sartorius	SRT GR	未评级	15.4	5.7%	9.3%	44.2	35.6	27.5	4.7	3.3	11.1%	0.4%
Catalent	CTLT US	未评级	11.2	5.3%	20.7%	nm	54.5	35.2	na	3.0	0.6%	0.0%
Medpace	MEDP US	未评级	10.5	9.9%	17.5%	28.3	26.9	23.4	1.6	10.8	48.0%	0.0%
Charles River	CRL US	未评级	10.2	1.7%	1.8%	19.5	19.4	17.3	10.7	2.6	12.7%	0.0%
Bachem	BANB SW	未评级	5.6	19.6%	18.9%	41.9	34.9	26.3	2.2	3.6	8.8%	1.3%
海外平均				7.6%	11.6%	31.4	29.7	24.1	3.7	4.2	15.1%	0.4%
国内												
药明康德	603259 CH	买入	20.3	6.9%	7.5%	14.3	12.7	11.0	1.9	2.5	16.6%	2.0%
药明生物	2269 HK	买入	9.0	9.7%	6.3%	14.4	12.9	11.5	2.3	1.4	11.3%	0.0%
泰格医药	300347 CH	买入	7.0	9.7%	7.2%	38.8	36.4	30.3	5.4	2.6	6.6%	0.6%
康龙化成	300759 CH	未评级	6.1	10.0%	11.1%	26.2	25.3	21.6	2.4	3.4	13.4%	0.8%
凯莱英	002821 CH	未评级	3.9	-0.9%	-11.2%	28.8	23.2	18.5	na	1.6	5.7%	1.0%
国内平均				7.1%	4.2%	24.5	22.1	18.6	3.0	2.3	10.7%	0.9%

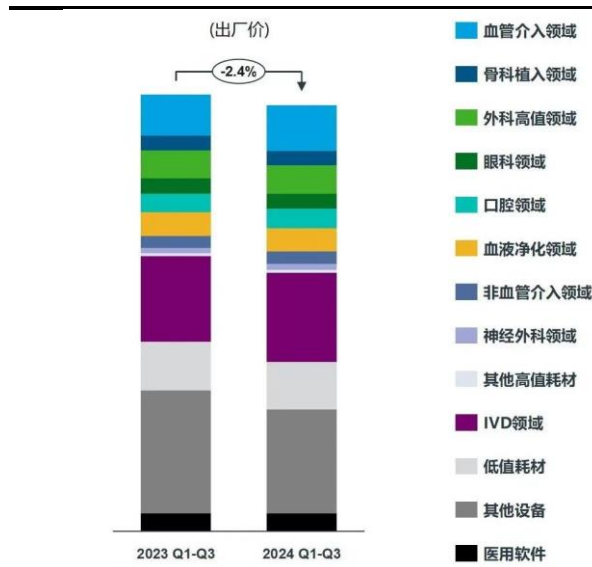
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: Thermo Fisher、药明康德、泰格医药、药明生物数据基于招银国际环球市场最新预测, 其他公司数据基于彭博一致预测 (截至 2024 年 12 月 4 日)。

医疗设备招标显现复苏趋势

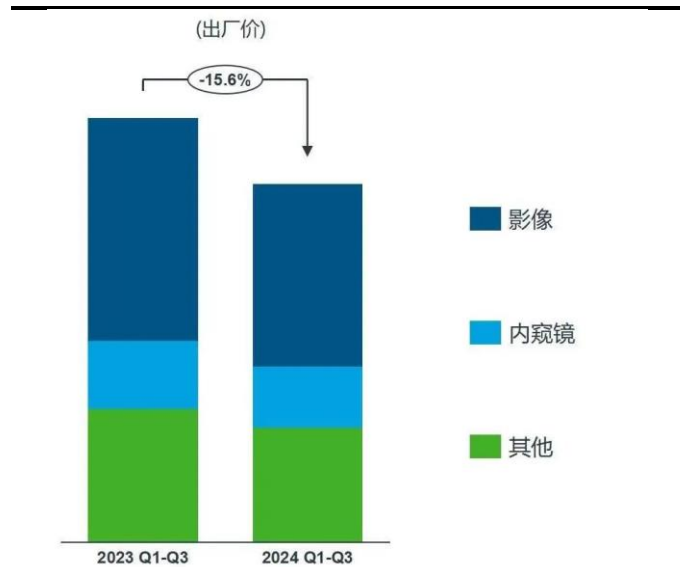
2024 年，中国医疗器械市场承压。据 IQVIA 统计，2024 年前三季度中国医疗器械市场规模同比下滑 2.4%。医疗行业整顿的持续推动导致临床非必要产品和高价低值耗材使用量下降，医保控费和 DRG2.0 的全面落地进一步限制了耗材尤其是非集采品类的使用。行业整顿和政策周期性变化也持续影响医疗设备的采购活动。影像类等设备受到行业整顿以及设备更新政策落地进度缓慢的影响，使得医院设备采购观望情绪浓厚致招标数量减少，而急重症相关的设备则面临着疫情释放后的需求低迷。此外，2022 年底的贴息贷款政策在 22 年底至 23 年初落地，使得需求提前释放，也影响了今年上半年的设备市场表现。IQVIA 的统计数据显示，2024 年前三季度中国医疗设备市场规模同比下滑 15.6%。

图 28: 中国医疗器械市场规模



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

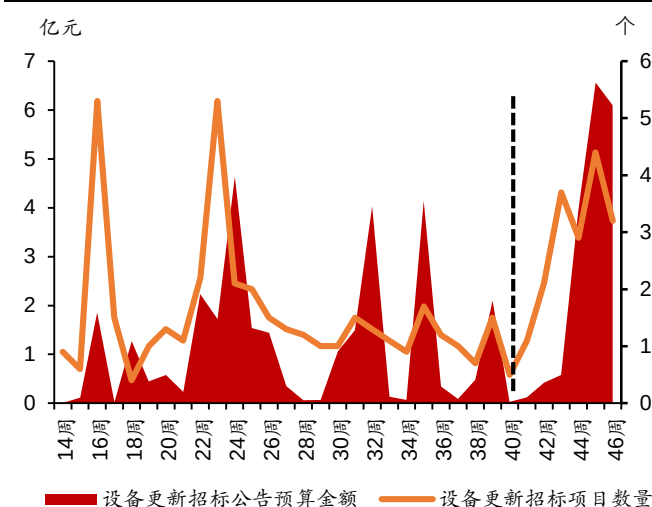
图 29: 中国医疗设备市场规模



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

全国大规模设备更新进入加速落地阶段，设备招标活动已现复苏趋势。据医装数胜统计，截至 9 月 25 日，全国已批复的医疗设备更新项目已超过 1,000 个，总预算金额已突破 412 亿元，其中各省申报的重点产品包括超声、CT、MR、DSA 和 DR。自 8 月以来，各省陆续公布采购意向，并逐步进入招标环节。据众成医械统计，截至 11 月 17 日，全国医疗领域设备更新采购意向预算总金额已达 177 亿元。大量设备更新项目从 10 月开始进入招标阶段，众成医械的数据显示，设备更新的招标项目数量及公告预算金额自 40 周（9 月 30 日）开始快速增长，截至 11 月 17 日，全国医疗领域设备更新招标项目已披露的预算总金额已达 48 亿元。根据众成数科估计，项目采购意向至招标采购的周期一般是 2-3 个月。我们预计医疗设备更新的相关订单将在 4Q24 至 1H25 落地，推动全国医疗设备市场复苏。考虑到医疗设备企业在 2024 年的业绩基数较低，我们预计医疗设备企业将在 2025 年展现良好的业绩修复弹性。

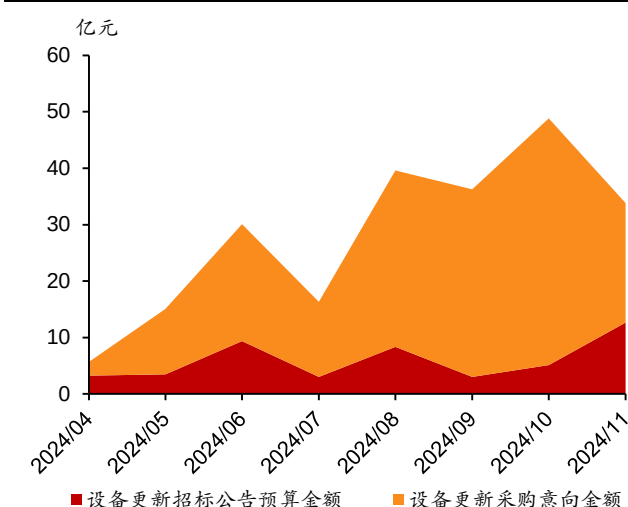
图 30: 全国医疗设备更新招标情况



资料来源：众成医械，招银国际环球市场

注：数据统计时间范围为第 14 周（4 月 1 日）至第 46 周（11 月 17 日）。

图 31: 全国医疗设备更新及采购意向情况

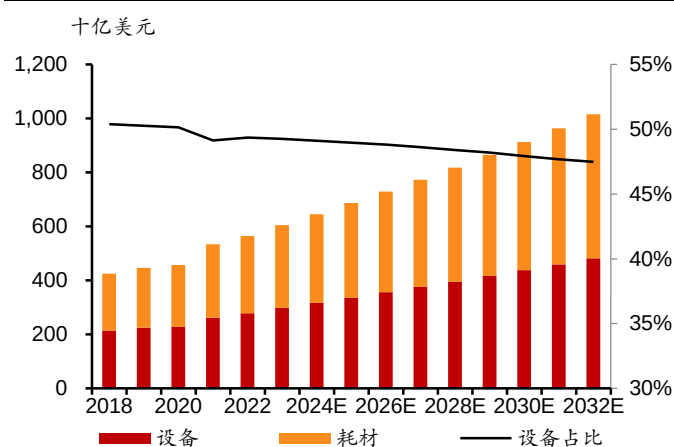


资料来源：众成医械，招银国际环球市场

注：根据第 14 周（4 月 1 日）至第 46 周（11 月 17 日）的周数据统计。11 月仅包含上半月。

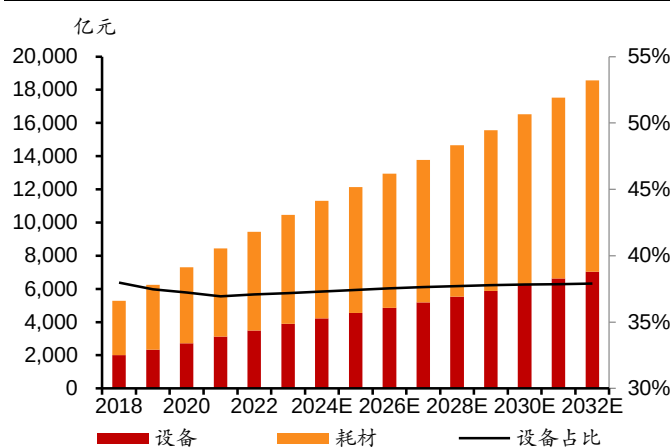
中国医疗设备市场持续扩容，增长空间大。2022 年，全球医疗器械市场规模约 5,647 亿美元，其中医疗设备占比超 49%；中国医疗器械市场规模约 9,437 亿元，其中医疗设备占比仅约 37%。相较于全球，中国医疗设备占比有提升空间。

图 32: 全球医疗器械市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，招银国际环球市场

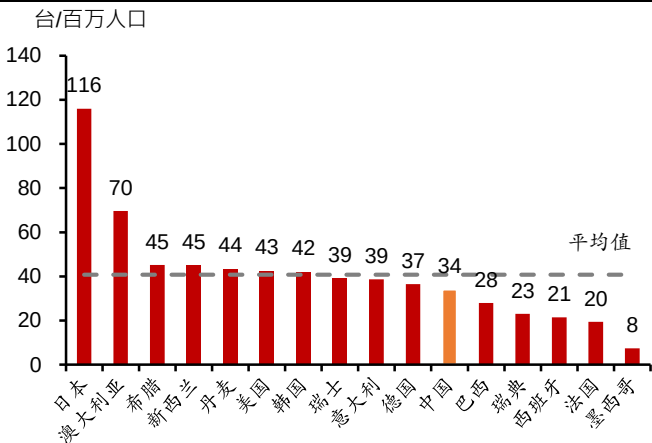
图 33: 中国医疗器械市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，招银国际环球市场

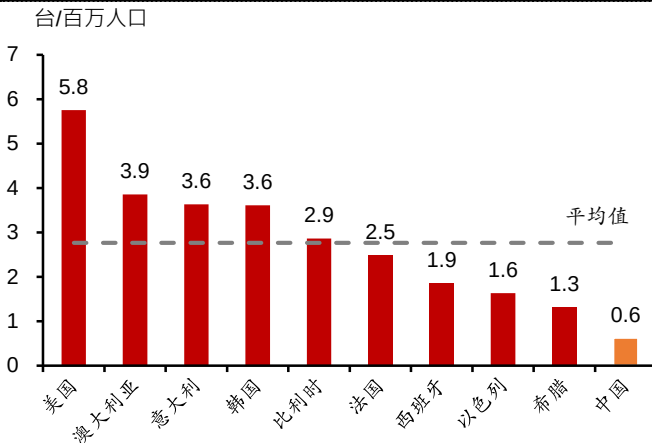
中国各类大型医疗设备的人均保有量和发达国家相比仍较低，具有较高成长空间。根据医工研习社和 OECD 的数据，截至 2021 年底，中国 CT 的人均保有量为每百万人 34 台，而美国 CT 的人均保有量达到每百万人 43 台。中国 MR 和 PET 的人均保有量分别为每百万人 9 台和 0.6 台，仅约为发达国家的 1/3 和 1/5。我们认为随着老龄化趋势的持续，中国医疗需求将长期增长，从而推动中国医疗设备需求的长期稳健增长。

图 34: 2021 年各国 CT 人均保有量



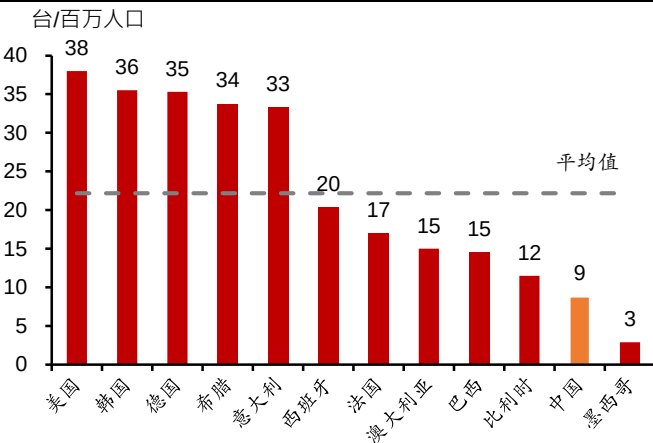
资料来源: OECD, 联影医疗, 招银国际环球市场
注: 除中国以外的其他国家数据来源于 OECD (日本为 2020 年数据), 中国数据来源于联影医疗数据 (2021 年 47,600 台) 计算得出

图 36: 2020 年各国 PET 设备人均保有量



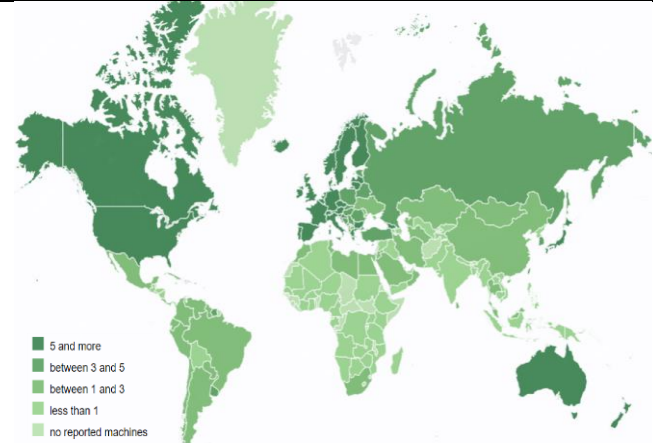
资料来源: OECD, 招银国际环球市场
注: 除中国以外的其他国家数据来源于 OECD, 中国数据用《“十四五”大型医用设备配置规划》公布的 PET/CT 和 PET/MR 公布的保有量及 14 亿人口数计算得出, 招银国际环球市场

图 35: 2021 年各国 MR 人均保有量



资料来源: OECD, 医工研习社, 招银国际环球市场
注: 除中国以外的其他国家数据来源于 OECD, 中国数据来源于医工研习社的全国 MR 保有量数据 (2021 年 12,361 台) 并用 14 亿人口数计算得出, 招银国际环球市场

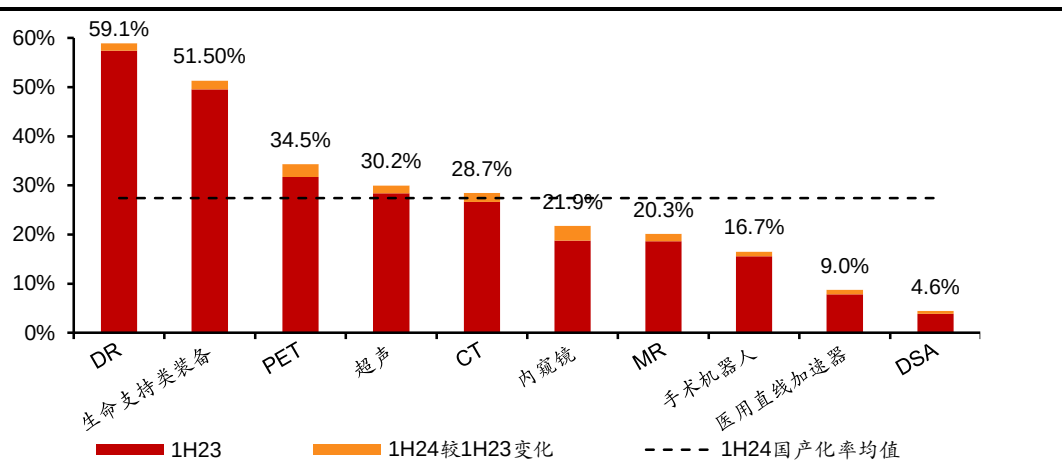
图 37: 各国放疗设备人均保有量



资料来源: DIRAC, 医工研习社, 招银国际环球市场
注: 最新更新日期为 2023.9.3

中国医疗设备的国产化率提升空间广阔。据众成医械统计, 截至 1H24, 全国公开采购的医疗设备国产化率平均仅为 27%。近年来, 国产医学影像设备研发及创新水平持续进步, 逐步攻克核心技术, 产品性能逐渐获认可。在国家鼓励高端医疗装备发展及鼓励国产替代的政策大背景下, 国内医疗设备公司迈向发展黄金期, 在 DR、生命支持类设备等部分领域, 国产化率快速提升, 已超 50%。但医学影像类设备 (25.6%)、外科手术设备 (22.2%) 和放疗设备 (10.4%) 的国产化率提升仍有较大空间。

图 38: 全国公开采购医疗设备的国产化率 (截至 1H24)

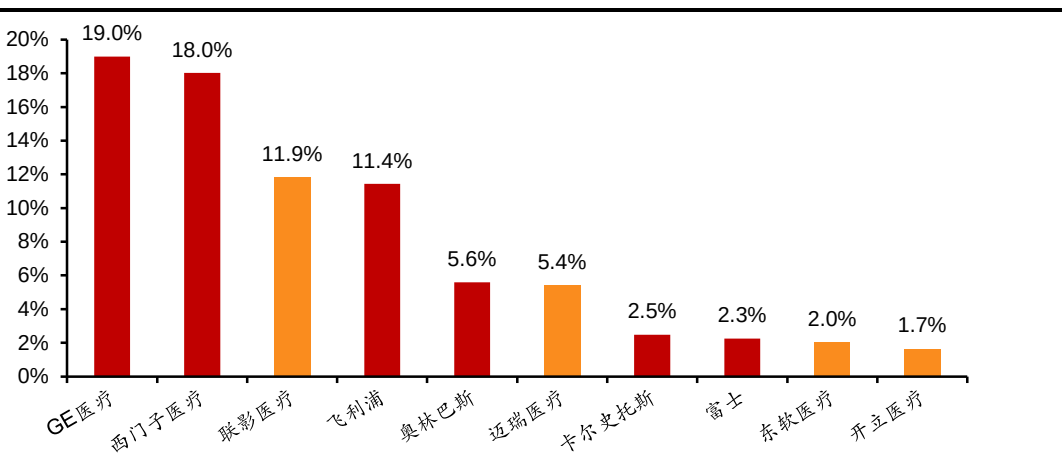


资料来源: 众成数科, 招银国际环球市场

注: 均值计算包含了生命支持类设备 (如排痰机、输液泵、监护仪、除颤仪、呼吸机等)、医学影像设备 (如 CT、MR、PET、超声、DSA 等)、外科手术设备 (激光手术设备、内窥镜、手术机器人等)、放射治疗设备 (如医用电子加速器、伽玛射线远距离治疗放疗模拟系统等)。

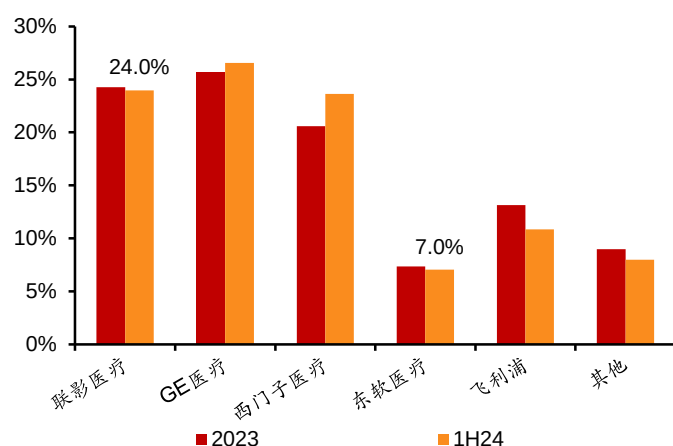
具体看医学影像设备领域, 超声的国产化率为 30.2%, CT 的国产化率仅为 28.7%, MR 的国产化率仅为 20.3%, 具备极大的国产替代潜力。国产龙头长期进行自主研发创新, 完善产品线布局, 已逐步打破进口品牌的垄断局面, 市场份额持续提升。比如, 联影医疗的产品线已全面覆盖除超声外的医疗影像设备及放射治疗直线加速器, 应用场景覆盖实现高中低端市场全覆盖, 超声系列产品也临近上市。迈瑞医疗在超高端超声领域陆续取得突破, 继 2023 年推出超高端全身超声 Resona A20 系列后, 在 2024 年推出超高端妇产超声 Nueva A20。据众成数科统计, 1Q24 联影医疗已成功超越飞利浦, 在中国医学影像设备市场的占有率达到 11.9%, 排名上升至第三位, 迈瑞医疗在中国医学影像设备市场占有率也达到 5.4%。

图 39: 1Q24 中国医学影像设备市场占有率 TOP10



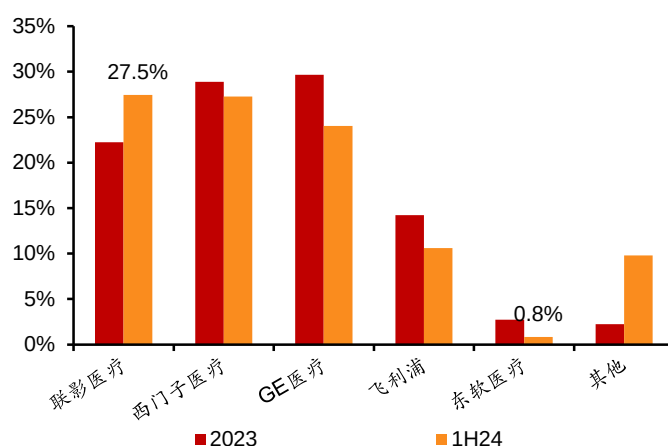
资料来源: 众成数科, 招银国际环球市场

图 40: 1H24 中国 CT 市场份额



资料来源：医招采，招银国际环球市场

图 41: 1H24 中国 MR 市场份额



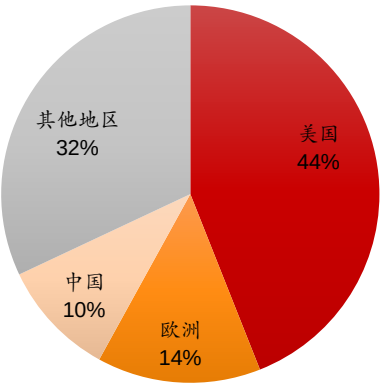
资料来源：医招采，招银国际环球市场

医疗设备海外市场空间广阔，看好中国医疗设备企业的出海发展潜力。弗若斯特沙利文的数据显示，2022 年全球医疗设备市场规模约 2,800 亿美元，其中中国市场仅占 17-18%。然而，中国医疗设备企业的海外市场收入普遍较小。以龙头企业联影医疗和迈瑞医疗为例，1H24 海外收入仅分别占公司整体收入的 39%和 17%，而全球龙头 GE 医疗和西门子医疗的非中国区收入均超过 85%，反映出海外市场仍是医疗设备市场竞争的主战场。中国医疗设备龙头企业不断通过自主创新和海外并购实现技术突破，部分产品的性能已达到甚至赶超全球行业龙头。优秀的产品性能和强大的成本优势为龙头企业的持续海外拓展提供坚实基础。

全球医疗设备市场与药品市场的格局存在差异。美国在全球药品市场占据 44%的份额，占主导地位，主要是由于处方药在美国的价格昂贵。然而，医疗设备在各国价差相对较小，美国市场的占比相对较小。以全球医疗设备巨头西门子医疗的收入占比为例，FY24 美国仅贡献西门子医疗整体收入的 36%。由于海外非美国市场在医疗设备市场容量较大，我们认为中美地缘政治因素对中国医疗设备企业的海外拓展影响相对有限。例如，联影医疗 1H24 的海外收入中，北美市场占比 27.9%，欧洲市场占比 10.0%，亚太市场占比 50.6%，海外收入来源分布相对均衡。

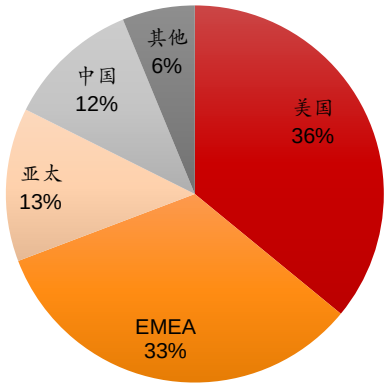
中国医疗设备龙头公司不断加强自身的海外本地化和服务能力，打造自主可控的供应链体系。比如联影医疗的 MR、MI 的主要核心零部件已实现全线自研自产，CT 的核心零部件也部分实现自产。迈瑞医疗通过收购 Hytest 和 DiaSys，实现了在化学发光原材料领域的核心技术自主可控和体外诊断的海外供应链平台。因此，我们认为中国医疗设备龙头企业的全球竞争力有望持续提升，并能更好地应对地缘政治挑战，推动海外收入持续快速增长。

图 42: 全球药品市场按地域拆分 (2023 年)



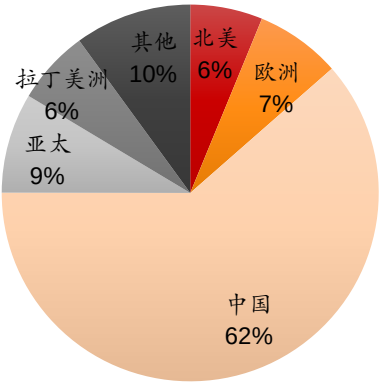
资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

图 43: 西门子医疗收入按地域拆分 (FY24)



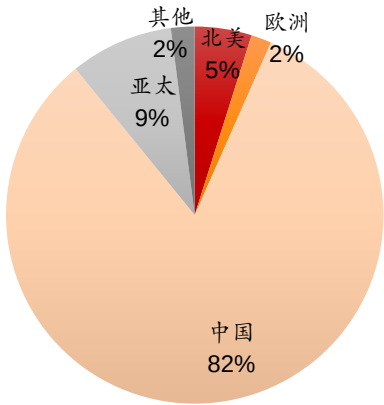
资料来源: 西门子医疗, 招银国际环球市场

图 44: 迈瑞医疗收入按地域拆分 (1H24)



资料来源: 迈瑞医疗, 招银国际环球市场

图 45: 联影医疗收入按地域拆分 (1H24)



资料来源: 联影医疗, 招银国际环球市场

估值

图 46：中国医药行业可比公司

公司	代码	评级	市值 (百万美元)	股价 (LC)	目标价 (LC)	上/下行 空间	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		净资产回报率(%)	
							FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
医疗服务												
锦欣生殖	1951 HK	买入	1,044	2.96	3.33	13%	15.6	13.5	0.7	0.7	4.5	5.0
爱尔眼科	300015 CH	未评级	18,486	14.41	N/A	N/A	35.0	27.4	5.5	4.8	18.4	18.4
海吉亚医疗	6078 HK	未评级	1,252	15.58	N/A	N/A	9.5	7.8	1.2	1.0	12.8	13.3
固生堂	2273 HK	买入	1,025	33.05	56.50	71%	15.6	11.9	2.5	2.1	16.3	18.2
希玛眼科	3309 HK	未评级	318	2.96	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
						平均	18.9	15.2	2.4	2.1	13.0	13.7
生物科技												
信达生物	1801 HK	买入	7,923	37.65	55.21	47%	308.5	37.0	4.6	4.1	1.4	10.7
和黄医药	13 HK	买入	2,973	26.55	35.61	34%	59.8	19.4	4.1	3.4	5.1	14.1
诺诚健华	9969 HK	买入	1,814	6.67	9.07	36%	N/A	N/A	1.8	2.0	(7.1)	(5.0)
百济神州	BGNE US	买入	22,113	199.09	276.02	39%	3,263.8	44.1	7.0	5.7	2.4	15.1
再鼎医药	ZLAB US	未评级	3,075	28.31	N/A	N/A	N/A	N/A	8.7	4.3	(43.2)	0.5
荣昌生物	9995 HK	买入	2,226	16.92	21.09	25%	N/A	N/A	4.6	5.3	(55.3)	(43.6)
						平均	1,210.7	33.5	5.1	4.1	(16.1)	(1.4)
CXO												
药明康德	603259 CH	买入	20,264	51.64	72.37	40%	14.0	12.5	2.1	1.9	15.7	15.6
康龙化成	300759 CH	未评级	6,139	27.46	N/A	N/A	25.4	21.6	3.1	2.7	12.4	12.8
凯莱英	002821 CH	未评级	3,904	79.59	N/A	N/A	23.0	18.4	1.5	1.4	6.7	7.7
						平均	20.8	17.5	2.2	2.0	11.6	12.0
医疗器械												
璞泰医疗	1501 HK	买入	616	27.25	35.04	29%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
微创医疗	853 HK	未评级	1,376	5.80	N/A	N/A	N/A	124.2	1.8	1.8	(10.3)	(14.8)
微创机器人	2252 HK	未评级	1,021	8.18	N/A	N/A	N/A	177.7	N/A	N/A	(45.9)	9.1
威高股份	1066 HK	未评级	2,830	4.87	N/A	N/A	9.1	8.4	0.8	0.7	9.2	9.1
迈瑞医疗	300760 CH	买入	42,705	256.09	328.81	28%	20.0	17.0	6.1	5.1	32.6	32.0
联影医疗	688271 CH	买入	15,870	140.00	162.81	16%	50.6	40.1	4.9	4.4	10.1	11.5
						平均	26.5	73.5	3.4	3.0	(0.9)	9.4
制药企业												
石药集团	1093 HK	买入	7,408	4.93	5.97	21%	9.8	9.0	1.3	1.2	14.0	13.8
恒瑞医药	600276 CH	未评级	42,903	48.90	N/A	N/A	47.2	39.7	6.2	5.5	13.4	14.2
中国生物制药	1177 HK	未评级	7,798	3.23	N/A	N/A	17.5	15.3	1.7	1.6	9.0	9.7
翰森制药	3692 HK	买入	14,383	18.86	24.11	28%	27.2	24.0	3.2	2.9	12.3	12.5
三生制药	1530 HK	买入	1,905	6.19	9.81	58%	6.3	5.8	0.8	0.7	12.7	12.5
						平均	21.6	18.8	2.6	2.4	12.3	12.5
医美企业												
爱美客	300896 CH	未评级	8,652	208.00	N/A	N/A	24.5	20.6	6.2	5.1	27.2	26.5
巨子生物	2367 HK	买入	6,288	47.60	66.15	39%	18.1	14.7	5.7	4.4	32.9	30.9
时代天使	6699 HK	未评级	1,256	57.55	N/A	N/A	55.5	36.9	2.5	2.3	4.0	6.3
						平均	32.7	24.1	4.8	3.9	21.4	21.2

资料来源：彭博、招银国际环球市场 (基于 2024 年 12 月 5 日午市收市价)

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个人。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士。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。