

三生制药 (1530 HK)

PD-1/VEGF 双抗早期临床数据公布，展现优效潜力

- **707 (PD-1/VEGF) 展现优效潜力。**三生制药近期公布了 707 (PD-1/VEGF) 的 II 期临床早期数据：1) 在单药一线治疗 PD-L1+、EGFR/ALK WT NSCLC 的试验中，10mg/kg Q3W 剂量组有 24 例患者经历了至少 2 次肿瘤评估，ORR 达到 70.8%，高于依沃西单抗（康方生物，AK112）在 Ib 期（HARMONi-5, [Link](#)）和 III 期（HARMONi-2, [Link](#)）临床试验中的 60.0%和 50.0% ORR，707 展现出优效潜力。3 级以上 TRAE 为 23.5%，略低于依沃西单抗在 III 期临床中的 29.4%。2) 在联合化疗一线治疗 EGFR/ALK WT NSCLC 的试验中，10mg/kg Q3W 剂量组共入组 28 例患者，其中非鳞癌和鳞癌患者人群的 ORR 分别为 58.3%和 81.3%，分别高于依沃西单抗的 54.2%和 71.4% ORR ([Link](#))。3 级以上 TRAE 为 8.9%，显著低于依沃西单抗 (25.0%和 44.4%)。3) 在治疗 mCRC 的试验中，7 例 mCRC 患者接受 707 (10mg/kg Q2W) 单药的三线或以上治疗，ORR 为 33.3%。61 例初治的 mCRC 患者接受 707 (10mg/kg Q2W 或 Q3W) 联合化疗治疗，ORR 为 36.3%。我们将持续关注后续 PFS 等数据读出。公司计划在今年启动 707 治疗 NSCLC 和 CRC 的 III 期临床试验。
- **全球 PD-(L)1/VEGF 双抗授权交易活跃。**2024 年 6 月，康方生物将依沃西单抗对 Summit (SMMT US) 的许可地区扩大至中、南美洲，中东地区及非洲，首付款达 7,000 万美元。24 年 8 月，宜明昂科将 IMM2510 (PD-L1/VEGF) 和新一代 IMM27M (CTLA-4) 的大中华区以外的权益授予 Instil Bio (TIL US)，总交易金额超 20 亿美元。11 月，默沙东 (MRK US) 引进礼新医药的 PD-1/VEGF 双抗，总交易金额可达 32.88 亿美元。707 开发进度处于全球前列，早期临床数据展现出优效潜力。我们预期 707 有望在未来实现海外授权。
- **多项早期管线进入临床阶段。**三生制药近期在研发日公布了多项早期临床管线，包括临床 I 期阶段的 706 (PD-1/HER2)、SSS40 (NGF) 和自免领域的 626 (BDCA2)、627 (TL1A) 等。相较于辉瑞的他尼珠单抗，SSS40 显示出初步的临床优效和良好安全性，SSS40 在 Ib 期试验中第 8 周的 NRS 平均疼痛评分较基线变化超 3.5 (vs. 他尼珠单抗的 2.03)，且在骨转移癌痛患者中暂未发生他尼珠单抗所出现的关节安全性事件（病理性骨折）。公司计划在今年 2 月启动 SSS40 的 II 期临床。
- **维持买入评级，目标价 9.91 港元。**我们认为公司估值吸引、盈利增长稳健、创新管线具备出海潜力。我们预期公司 25 年收入/归母净利润将分别同比增长 12%/13%。基于 9 年 DCF 模型，给予目标价 9.91 港元 (WACC: 12.20%，永续增长率: 2.0%)，对应 10.0 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	10,766
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	1,909	2,147	2,239
同比增长 (%)	16.0	(19.1)	23.2	12.5	4.3
每股收益 (人民币)	0.78	0.64	0.79	0.89	0.93
市盈率 (倍)	7.4	9.2	7.4	6.6	6.3
净负债比率 (%)	(18.3)	(0.4)	(10.5)	(8.6)	(14.3)

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	9.91 港元
(此前目标价)	9.81 港元)
潜在升幅	58.9%
当前股价	6.24 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)	15,080.8
3 月平均流通量(百万港元)	57.9
52 周内股价高/低(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.	23.9%
BlackRock, Inc	5.1%

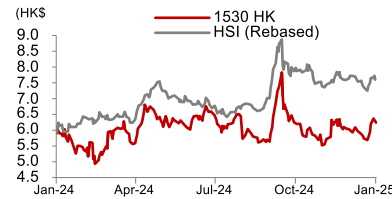
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	3.5%	4.4%
3 - 月	-0.8%	4.5%
6 - 月	-2.5%	-13.5%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 三生制药 707 (PD-1/VEGF) II 期临床早期数据对比

适应症		707		依沃西单抗	
一线单药治疗PD-L1阳性 非小细胞肺癌 (EGFR/ALK野生型, ECOG 0-1, PD-L1 TPS ≥ 1%)	临床试验阶段	Ph II		Ph III	Ph Ib
	临床登记号	NCT06361927		NCT05499390 (HARMONI-2)	NCT04900363 (HARMONI-5)
	剂量	10 mg/kg Q3W		20 mg/kg Q3W	20 mg/kg Q3W
	该实验组入组患者数	34		198	15
	ORR	70.8% (n=24)* 59% (n=34)		50.0%	60.0%
	DCR	100.0% (n=24)* 97% (n=34)		89.9%	93.3%
	TRAE	88.2%		89.8%	89.7% (n=29, 包括1L TPS≥ 1%, 2L TPS≥ 1%, 1/2L TPS <1%)
	TRAE (Gr3+)	23.5%		29.4%	17.2% (n=29, 包括1L TPS≥ 1%, 2L TPS≥ 1%, 1/2L TPS <1%)
	参考资料	-		Link1	Link2
一线联合化疗治疗非小细胞肺癌 (EGFR/ALK野生型, ECOG 0-1, PD-L1 TPS ≥ 1%)	类型	非鳞癌	鳞癌	非鳞癌	鳞癌
	临床试验阶段	Ph II		Ph II	
	临床登记号	NCT06412471		NCT04736823	
	剂量	10 mg/kg Q3W+pemetrexed + carboplatin	10 mg/kg Q3W+ paclitaxel + carboplatin	10 或 20mg/kg Q3W+pemetrexed + carboplatin	10 或 20mg/kg Q3W+paclitaxel + carboplatin
		12	16	72	63
	ORR	58.3%	81.3%	54.2%	71.4%
	DCR	100%	100%	95.8%	90.5%
	TRAE	55.6%			
	TRAE (Gr3+)	8.9%		25.0%	44.4%
	参考资料			Link3	
转移性结直肠癌	临床试验阶段	Ph II		Ph II	
	临床登记号	NCT06493760		NCT05382442	
	治疗方式	三线及以上单药治疗	一线联合化疗治疗	一线联合化疗治疗	
	剂量	10 mg/kg Q2W	10 mg/kg Q3W 或 Q2W + chemo	20 mg/kg Q2W + chemo	
	该实验组入组患者数	6	22	22	
	ORR	33.3%	36.3%	81.8%	
	DCR	100%	100%	100%	
	参考资料	-		Link4	

资料来源：三生制药，医药魔方，招银国际环球市场
注：*为基线后至少经历了 2 次肿瘤评估的患者数据。

图 2: 中国已实现授权交易的获批及在研 PD-(L)1/VEGF 靶点药物 (不含生物类似物)

靶点	通用名/研发代码	公司	中国获批时间/最高临床阶段	对应适应症	国内或海外授权时间及地区	国内或海外授权金额	国内或海外授权对象
PD-1/VEGF	依沃西单抗/AK112	康方生物	2024.5	非鳞状非小细胞肺癌	2022.12: 美国、加拿大、欧洲及日本 2024.6: 扩大许可地区至中美洲、南美洲、中东地区及非洲	2022: 首付款 5 亿美元, 总交易金额最高可达 50 亿美元 2024: 7,000 万美元首付款和里程碑付款	Summit Therapeutics (SMMT US)
	LM-299	礼新医药/默沙东	Ph I/II	实体瘤	2024.11: 全球	首付款 5.88 亿美元+最高 27 亿美元里程碑付款	默沙东 (MRK US)
	PM8002	普米斯	Ph III	三阴性乳腺癌、非小细胞肺癌、小细胞肺癌	2023.11: 全球 (大中华区除外)	5,500 万美元首付款+超 10 亿美元里程碑付款	BioNTech (BNTX US)
PD-L1/VEGF	AP505/ B1962	圆祥生命科技 (台湾)	Ph I	实体瘤	2019.9: 大中华区	-	天士力 (600535 CH)
	IMM2510	宜明昂科	Ph I	实体瘤	2024.8: 全球 (大中华区除外)	5,000 美元的首付款及潜在近期付款+不超过 21 亿美元里程碑付款	Instil Bio, Inc (TIL US)

资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 3: 三生制药公布重点早期在研管线

治疗领域	靶点	药物类型	研发代码	适应症	最高临床阶段
肿瘤	PD-1/HER2	双抗	705	实体瘤	Ph I
	PD-1/PD-L1	双抗	706	实体瘤	Ph I
	EGFR/VEGF	双抗	712	-	-
	MUC17/CD3/CD28	三抗	SSS59	消化道肿瘤	IND
	NGF	单抗	SSS40	癌症疼痛、骨转移疼痛	Ph Ib
	HER2 domain3	单抗	612	HER2阳性晚期实体瘤	Ph I
	C3b (补体靶向)	PROTAC	SSS55	-	IND
肾病	-	双抗	SSS68	多种肾病	预计2025年申报IND
	-	新型长效红细胞生成素	SSS57	-	预计2025年申报IND
	-	双抗	SSS67	肥胖	预计2025年完成IND申请
自免	BDCA2	单抗	626	系统性红斑狼疮、皮肤红斑狼疮	Ph I
	TL1A	单抗	627	炎症性肠病	Ph I

资料来源: 三生制药, 医药魔方, 招银国际环球市场

图 4: 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	10,766	8,815	9,892	10,765	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	7,537	8,458	9,151	7,537	8,458	9,150	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,777	3,049	3,152	2,787	3,087	3,327	-0.3%	-1.2%	-5.3%
归母净利润	1,909	2,147	2,239	1,916	2,177	2,376	-0.4%	-1.4%	-5.8%
基本每股收益 (元)	0.79	0.89	0.93	0.79	0.90	0.98	0.0%	-1.3%	-5.5%
毛利率	85.50%	85.50%	85.00%	85.50%	85.50%	85.00%	0ppt	0ppt	0ppt
营业利润率	31.51%	30.82%	29.27%	31.62%	31.21%	30.91%	-0.11ppt	-0.39ppt	-1.64ppt
净利率	21.65%	21.71%	20.80%	21.74%	22.01%	22.07%	-0.09ppt	-0.3ppt	-1.27ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

图 5: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
息税前利润	2,759	2,896	3,037	3,364	3,667	3,857	3,969	4,158	4,270	4,375	4,474
税率	23.00%	23.00%	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)	2,125	2,230	2,338	2,591	2,824	2,970	3,056	3,202	3,288	3,369	3,445
+折旧与摊销	382	397	412	426	439	452	464	475	486	497	507
- 营运资金变化	-242	-218	-214	-263	-225	-146	-54	-74	-6	-1	6
- 资本支出	-680	-680	-680	-680	-680	-680	-680	-680	-680	-680	-680
自由现金流	1,585	1,729	1,856	2,074	2,358	2,596	2,786	2,924	3,088	3,185	3,277
终值											32,787

永续增长率	2.00%
加权平均资本成本 WACC	12.20%
股本成本	15.60%
债务成本	5.00%
市场风险系数 β	1.20
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)	9,247
现值 (百万元人民币)	22,722
净负债 (百万元人民币)	-1,430
少数股东权益 (百万元人民币)	2,586
股权价值 (百万元人民币)	21,565
股权价值 (百万港元)	23,962
股份数 (百万股)	2,417
DCF 每股价值 (港元)	9.91

资料来源：招银国际环球市场预测

图 6: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		11.20%	11.70%	12.20%	12.70%	13.20%
永续增长率	3.00%	11.88	11.11	10.42	9.81	9.26
	2.50%	11.51	10.80	10.16	9.58	9.06
	2.00%	11.19	10.52	9.91	9.37	8.87
	1.50%	10.90	10.27	9.70	9.18	8.71
	1.00%	10.63	10.04	9.50	9.01	8.56

资料来源：招银国际环球市场预测

图 7: 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	10,766	8,854	9,693	10,588	-0.4%	2.1%	1.7%
毛利	7,537	8,458	9,151	7,546	7,419	8,114	-0.1%	14.0%	12.8%
营业利润	2,777	3,049	3,152	2,675	2,881	3,102	3.8%	5.8%	1.6%
归母净利润	1,909	2,147	2,239	2,021	2,244	2,580	-5.6%	-4.3%	-13.2%
基本每股收益 (元)	0.79	0.89	0.93	0.80	0.88	0.98	-1.8%	0.5%	-5.5%
毛利率	85.50%	85.50%	85.00%	85.23%	76.54%	76.63%	+0.27ppt	+8.96ppt	+8.37ppt
营业利润率	31.51%	30.82%	29.27%	30.21%	29.72%	29.30%	+1.29ppt	+1.1ppt	-0.02ppt
净利润率	21.65%	21.71%	20.80%	22.83%	23.15%	24.37%	-1.17ppt	-1.44ppt	-3.57ppt

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	10,766
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	9,151
销售费用	(2,324)	(2,581)	(3,006)	(3,438)	(3,888)	(4,339)
行政费用	(371)	(393)	(481)	(511)	(564)	(603)
研发费用	(754)	(694)	(795)	(956)	(1,063)	(1,157)
其他	146	413	(139)	146	106	99
运营利润	1,972	2,417	2,221	2,777	3,049	3,152
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	2,546	2,860	2,991
所得税	(241)	(371)	(392)	(585)	(658)	(688)
非控股权益	(24)	(7)	37	51	55	64
净利润	1,628	1,909	1,586	1,960	2,202	2,303

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	9,397	9,109	10,151
现金与现金等价物	2,868	2,152	2,611	2,411	1,753	2,433
应收账款	1,379	1,312	1,095	1,449	1,626	1,770
存货	691	713	778	805	896	1,000
预付款项	769	505	1,132	1,156	1,258	1,372
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	24,094	24,054	25,328
流动负债	1,420	1,844	3,728	4,275	2,676	2,320
短期债务	150	413	2,112	1,612	1,112	612
应付账款	230	250	212	210	236	265
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	6,433	4,834	4,478
股本	0	0	0	0	0	0
库存股份	0	-236	-236	-236	-236	-236
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	11,848	13,351	14,919
股东权益总额	12,227	12,926	14,034	15,130	16,633	18,200
少数股东权益	2,430	2,438	2,480	2,531	2,586	2,650
总负债和股东权益	19,213	22,009	23,625	24,094	24,054	25,328

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	2,546	2,860	2,991
折旧摊销	338	398	351	366	382	397
税款	(287)	(346)	(471)	(585)	(658)	(688)
营运资金变化	(332)	31	(162)	(584)	(242)	(218)
其他	(9)	(228)	386	96	93	72
净经营现金流	1,578	2,134	2,083	1,838	2,435	2,554
投资现金流						
资本开支	(1,109)	(975)	(704)	(680)	(680)	(680)
其他	(178)	(2,748)	(641)	141	101	94
净投资现金流	(1,287)	(3,723)	(1,345)	(539)	(579)	(586)
融资现金流						
已支付股息	0	(417)	(225)	(573)	(644)	(672)
净借贷	(94)	1,928	1,188	(500)	(500)	(500)
其他	(387)	(748)	(1,316)	(427)	(1,370)	(116)
净融资现金流	(481)	763	(353)	(1,499)	(2,514)	(1,288)
净现金流变动						
年初现金	3,091	2,868	2,152	2,611	2,411	1,753
汇率变动	(33)	109	75	0	0	0
年末现金	2,868	2,152	2,611	2,411	1,753	2,433
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%)	25.1%	9.8%	3.4%
净利润	111.1%	17.3%	(16.9%)	23.6%	12.4%	4.6%
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%
营业利润率	30.9%	35.2%	28.4%	31.5%	30.8%	29.3%
股本回报率	14.2%	15.2%	11.8%	13.4%	13.9%	13.2%
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)	(0.1)
流动比率 (倍)	5.5	5.3	2.5	2.2	3.4	4.4
应收账款周转天数	67.5	71.5	56.2	60.0	60.0	60.0
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	9.0	7.4	9.2	7.4	6.6	6.3
市盈率 (摊薄)	9.4	7.8	9.3	7.4	6.6	6.3
市帐率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
股息 (%)	2.8	1.6	3.9	4.1	4.6	4.8
企业价值 / 销售额	1.8	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
企业价值 / EBIT	6.2	5.1	5.6	4.8	4.2	4.0
企业价值 / EBITDA	5.3	4.4	4.8	4.2	3.7	3.5

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策。

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策。

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。