

中国医药

2024 年度业绩回顾：创新药独占鳌头

优于大市
(维持)

我们统计了 A 股和港股上市的 142 家医药公司 2024 年业绩情况，行业整体增长疲弱，平均收入增长 4.2%，平均净利润增长 1.0%，毛利率和净利率同比基本持平。由于医保控费的影响，企业回款周期拉长，行业平均应收天数大幅增加，平均增加 4.2 天，经营现金流平均同比下降 8.9%。

- **创新药板块收入增长强劲。**分板块来看，表现最好的是创新药（Biotech），收入平均增长 36.8%，主要由于创新药享受较为积极的医保支付环境，以及部分创新药企业实现了品种出海授权，获得授权收入。大部分 Biotech 企业仍处于亏损状态。但是由于快速增长的商业化收入以及丰厚的出海授权收入，多家 Biotech 企业大幅减亏，或者首次实现经营利润转正。制药（Pharma）板块的业绩稳健，2024 年平均收入持平，平均净利润增长 2.6%。受益于丰富的创新药管线储备，多家龙头制药企业预期出海授权将成为可持续的盈利来源。未来集采政策或将迎来优化，有利于仿制药业务实现稳定的盈利预期。
- **医疗耗材类公司业绩企稳。**2024 年医疗器械板块（主要是医疗耗材类公司）平均收入同比增长 8.9%，平均净利润同比增长 2.6%。尽管集采扩面仍然持续给医疗耗材行业带来价格压力，板块平均毛利率下滑 1.1ppts，但部分已被集采充分覆盖的领域如骨科企业已逐渐消化高基数的压力，盈利企稳。此外，海外业务提供了额外的增长引擎，欧洲、亚太以及发展中国家成为主要的出海市场。
- **行业展望：**我们认为，受益于国内药品价格政策优化、国内宏观环境改善以及创新药和器械出海持续增长，医药行业有望在 2025 年继续迎来估值修复。丙类医保目录年内即将落地，创新药将获得更好的支付环境。医疗设备招标加速复苏，将推动国产医疗设备企业盈利复苏。推荐买入信达生物（1801 HK）、百济神州（ONC US）、三生制药（1530 HK）、巨子生物（2367 HK）、药明康德（603259 CH）、科伦博泰（6990 HK）。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值	目标价	上行/	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
			(百万美元)	(LC)	下行空间	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
信达生物	1801 HK	买入	10,587.8	61.71	23%	173.5	102.1	5.5	5.0	0.0	0.1
百济神州	ONC US	买入	25,452.2	359.47	51%	194.0	36.7	85.6	66.7	0.0	0.2
巨子生物	2367 HK	买入	9,513.1	79.96	12%	27.8	22.5	7.8	6.3	0.3	0.3
药明康德	603259 CH	买入	25,091.6	94.05	48%	14.5	13.2	2.7	2.4	0.2	0.2

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测；数据截至 2025 年 4 月 3 日收盘

中国医药行业

武煜, CFA
(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

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

A 股及港股医药上市公司业绩统计

我们统计了 A 股和港股上市的 142 家医药年度业绩情况，2024 年行业整体增长疲弱，平均收入增长 4.2%，平均净利润增长 1.0%，毛利率和净利率同比基本持平。其中 2H24 平均收入增长相较 1H24 有所提速，但净利润增长承压。

由于医保控费的影响，企业回款周期拉长，行业平均应收天数增加，平均增加 4.2 天，经营现金流同比下降 8.9%。

图 1: A 股及港股医药行业 2024 业绩总结及 2025E 业绩展望

中位数平均	2024 收入同比 (%)	2H24 收入同比 (%)	2025E 收入同比 (%)	2024 净利润同比 (%)	2H24 净利润同比 (%)	2025E 净利润同比 (%)
A 股及港股医药公司	4.2	4.8	14.1	1.0	-3.1	23.7
疫苗	-15.2	-10.3	36.1	-76.1	-35.7	212.4
中药	-0.7	3.3	10.0	-10.8	-35.5	22.9
制药	0.1	1.1	10.9	2.6	-3.7	18.6
医疗服务	0.6	-4.1	19.9	0.1	-16.2	36.2
医疗器械 (除 IVD)	8.9	5.3	19.8	2.6	5.0	27.8
互联网医疗	5.5	12.9	13.6	64.9	17.3	120.1
商业流通	1.8	0.7	4.3	0.6	-3.9	13.1
CXO	-2.7	13.1	13.1	-11.6	-9.8	31.9
血制品	-18.0	-24.5	17.4	39.6	9.7	33.0
Biotech	36.8	50.4	35.1	-62.6	41.9	45.0
原料药	3.0	0.5	9.5	-2.3	-10.6	17.3
医美	31.3	26.7	20.8	23.7	15.5	19.2
其他	-3.5	-11.0	6.8	-11.9	-17.5	5.3

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：绿色表示 2H24 和 2025E 的收入及净利润增速分别快于 2024 年的收入及净利润增速，红色表示 2H24 和 2025E 的收入及净利润增速分别慢于 2024 年的收入及净利润增速；2025E 收入和净利润增速预测来自彭博一致预期

图 2: A 股及港股医药行业 2024 利润率及现金流情况总结

中位数平均	2024 毛利率 同比变化 (%)	2024 净利率同 比变化 (%)	2024 应收天数同 比变化 (天)	2024 经营现金 流同比 (%)	2H24 毛利率 同比变化 (%)	2H24 净利率 同比变化 (%)	2H24 应收天数 同比变化 (天)	2H24 经营现 金流同比 (%)
A 股及港股医药公司	-0.6	0.3	4.2	-8.9	-0.6	0.3	4.2	-12.0
疫苗	158.6	35.3	-107.3	-41.1	48.9	143.9	-107.3	-53.9
中药	-1.4	-0.9	8.5	-6.0	-2.6	-2.8	8.5	-17.2
制药	0.1	-0.3	4.4	-10.6	-0.2	-0.7	3.2	-22.4
医疗服务	-1.6	-1.7	2.9	4.0	-3.1	-1.5	4.7	-20.3
医疗器械 (除 IVD)	-1.1	0.9	3.8	-0.8	-1.0	2.2	3.9	16.3
互联网医疗	-0.1	8.0	-1.6	31.9	-0.8	4.1	-3.9	-50.3
商业流通	-0.6	0.0	12.1	13.7	-0.8	-0.2	12.1	-3.6
CXO	-1.3	-2.4	4.2	-8.6	0.2	-1.4	5.3	12.4
血制品	3.9	4.3	23.2	-44.7	0.7	4.0	23.2	-59.0
Biotech	2.1	30.0	10.4	-110.9	2.1	52.4	10.4	128.2
原料药	-1.4	0.9	0.5	20.1	-2.0	-0.8	2.8	-19.4
医美	-1.0	-2.0	0.3	-0.1	-0.9	-3.6	0.3	-17.7
其他	-3.0	0.6	-3.4	-16.3	-3.7	-1.8	4.2	1.2

资料来源：彭博，招银国际环球市场

Biotech/Pharma 板块：

分板块来看，表现最好的是创新药（Biotech），收入平均增长 36.8%，其中 2H24 的收入平均增速达到 50.4%。主要由于创新药享受较为积极的医保支付环境，以及多家创新药企业实现了品种出海授权，获得授权收入。大部分 Biotech 企业仍处于亏损状态。但是由于快速增长的商业化收入以及丰厚的出海授权收入，多家 Biotech 企业大幅减亏乃至实现经营利润转正，包括百济神州、信达生物、再鼎医药、复宏汉霖等。

制药 (Pharma) 板块的业绩稳健, 2024 年平均收入持平, 平均净利润增长 2.6%。受益于丰富的创新药管线储备, 多家龙头制药企业预期出海授权将成为可持续的盈利来源。未来集采政策或将迎来优化, 有利于仿制药业务实现稳定的盈利预期。

中国逐渐成为全球创新药的研发引擎, 创新出海成果丰硕。根据医药魔方数据库, 2024 年中国创新药出海交易总金额高达 508 亿美元 (同比+30%), 首付款总额高达 40.9 亿美元 (同比+18%)。我们认为, 未来中国将成为 MNC 外部遴选研发管线的必选之地, 因为中国创新药企 (包含 Pharma) 具备领先的创新研发能力、丰富的管线储备、极高的研发效率和极具竞争力的研发成本。

2025 年 1 月, 国家医保局提出第一版丙类药品目录预计将于今年内发布。在药品范围上, 丙类目录作为基本医保药品目录的有效补充, 主要聚焦创新程度很高、临床价值巨大、患者获益显著, 但因超出“保基本”定位暂时无法纳入基本医保目录的药品。在使用范围上, 国家医保局将采取多种激励措施, 积极引导支持商业健康保险将丙类目录药品纳入保障范围。我们预计, 丙类药品目录的协商预计将突破“30 万不进”的原则, 但年治疗费用是否能突破“50 万”还未见确切说法。我们认为, 丙类医保目录将打破国内创新药定价的天花板, 同时为创新药行业新增多元化的支付方, 为创新药市场扩大规模提供重要的增长引擎。

医疗器械 (除 IVD) 板块:

医疗器械公司 (主要是医疗耗材类企业) 增长稳健, 平均收入同比增长 8.9%, 平均净利润同比增长 2.6%。尽管集采扩面对医疗耗材行业仍持续带来价格压力, 平均毛利率下滑 1.1ppts, 但部分已被集采充分覆盖的领域如骨科企业已逐渐消化集采前业绩高基数的压力, 业绩企稳。此外, 海外业务提供了额外的增长引擎, 欧洲、亚太以及发展中国家成为了主要的出海市场。

商业流通:

医疗反腐、集采以及医保控费导致整体药品和耗材需求仍然承压, 表现在商业流通企业在 2024 年收入平均增长 1.8%, 净利润平均增长 0.6%。去年初新冠疫情导致了高基数, 对今年同比数据有一定影响。此外, 商业流通企业平均应收天数大幅增加 12.1 天, 反映了较大的医保回款压力。

医疗服务板块:

受医保控费及行业整顿的影响, 医疗服务在 2024 年下半年业绩承压, 2H24 平均收入下滑 4.1%, 平均净利润下滑 16.2%。整体而言, 受到医保影响较大的医疗服务企业的压力也相对更大。

CXO 板块:

由于新冠基数的影响仍在, 2024 年 CXO 板块平均收入下降 2.7%, 平均净利润下降 11.6%; 但下半年业绩复苏显著, 2H24 板块平均收入增长 13.1%。以海外业务为主的 CXO 龙头企业看到显著的订单复苏, 预示着 25 年的业绩有望迎来恢复。全球强劲的 GLP-1 需求带动了部分 CXO 企业的多肽相关 CDMO 收入增长。ADC 的研发和生产外包需求也强劲增长。分板块来看, CDMO 的需求相对强劲, 而临床 CRO 和早期 CRO 的需求及价格压力相对较大。

疫苗板块业绩下滑明显，2024 年板块平均收入下降 15.2%，平均净利润大幅下降 76.1%，主要是由于需求疲弱、竞争激烈导致价格大幅下降。

医药行业展望：

我们认为，受益于国内药品价格政策优化、国内宏观环境改善以及创新药和器械出海持续增长，医药行业有望在 2025 年继续迎来估值修复。丙类医保目录年内即将落地，创新药将获得更好的支付环境。医疗设备招标加速复苏，将推动国产医疗设备企业盈利复苏。推荐买入信达生物（1801 HK）、百济神州（ONC US）、三生制药（1530 HK）、巨子生物（2367 HK）、药明康德（603259 CH）、科伦博泰（6990 HK）。

医保基金收支压力持续，监管持续趋严

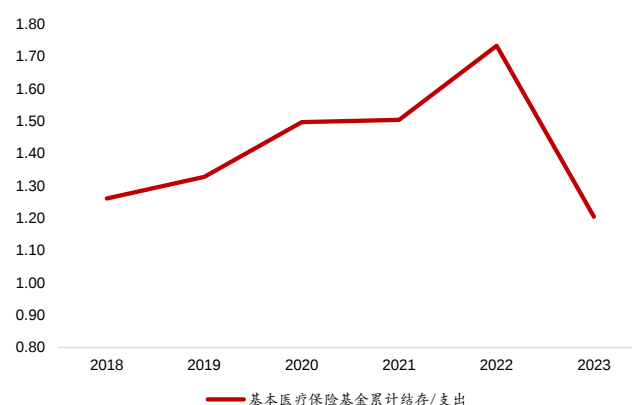
2024 年，医保基金收支承压，基本医疗保险（含生育保险）基金收入同比仅增长 3.9%（vs 2023 年+8.3%），基金支出增速超过收入增速，全年基金支出同比增加 5.2%（vs 2023 年+14.7%）。

图 3: 基本医疗保险（含生育保险）基金年度收支增速



资料来源：Wind，招银国际环球市场

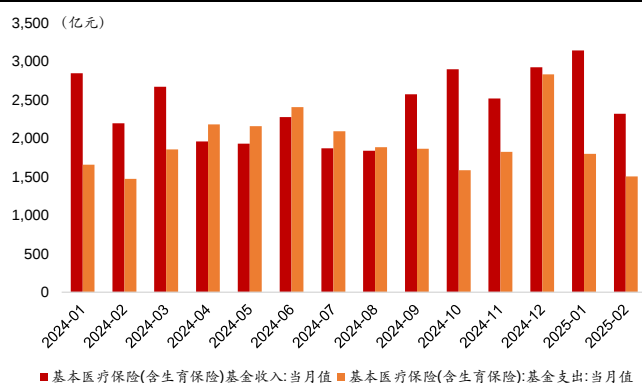
图 4: 基本医疗保险（含生育保险）基金累计结存/支出



资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

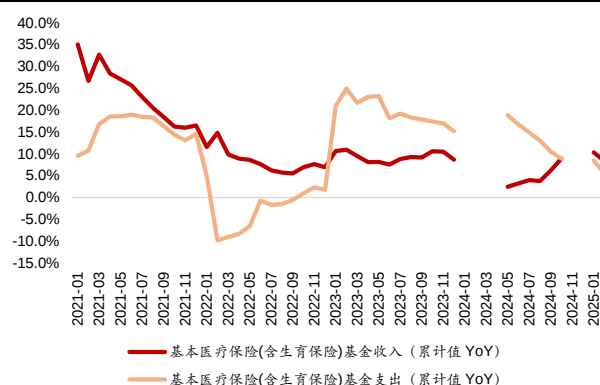
2024 年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为 3.48 万亿元、2.97 万亿元，收入总额仍然超过了支出总额，医保基金当年仍有结余。

图 5:基本医疗保险(含生育保险)统筹基金月收入 vs 支出



资料来源: 国家医保局, 招银国际环球市场

图 6: 医保统筹基金累计收入及支出同比



资料来源: 国家医保局, 招银国际环球市场

2024 年整体药品销售疲弱

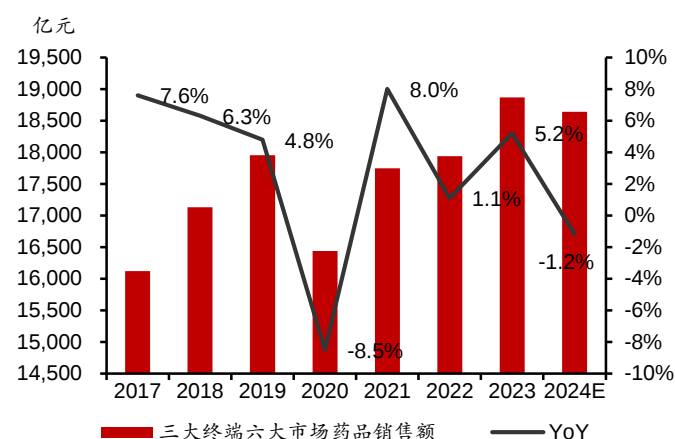
米内网预测, 2024 年我国三大终端六大市场的药品销售额预计达 18,638 亿元, 同比下滑 1.2%, 反映出药品市场受医保控费、集采、强监管等政策因素, 以及宏观经济环境等多重因素的影响。从三大终端的销售额分布来看, 公立医院终端市场份额最大, 占比为 59.8%; 零售药店终端市场份额为 30.8%, 比 2023 年增加 1.5 个百分点; 公立基层医疗终端市场份额为 9.4%, 与 2023 年持平。

公立医院终端药品市场尽管依旧占据最大份额, 占比达 59.8%, 但销售额同比下降 3.5%, 为 11,152 亿元。这与医保支付方式改革、药品集中带量采购、药品价格整治、医疗反腐等政策的持续推进相关。尽管整体药品销售疲弱, 创新药市场贡献仍在快速提升, 并且将持续受益于医保的支持政策。

零售药店终端药品市场份额则达到 30.8%, 比 2023 年增加了 1.5 个百分点; 药品销售额为 5,740 亿元, 同比增长 3.7%。线上渠道渗透率持续提升。网上药店药品市场销售额在 2024 年达到 758 亿元, 同比增长 14.4%。值得注意的是, 医保管理趋严、个账改革、宏观消费疲弱等因素, 使得部分实体药店的药品销售额承压。

公立基层医疗终端药品市场份额为 9.4%, 与 2023 年持平; 销售额为 1,747 亿元, 同比下滑 1.7%。

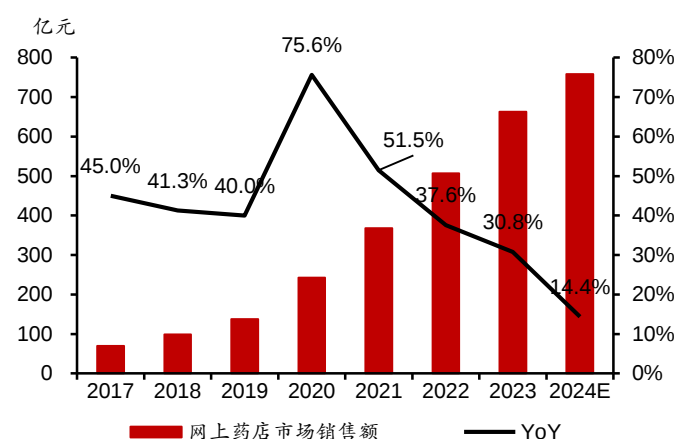
图 7: 2024 年中国三大终端药品销售额



资料来源：米内网，招银国际环球市场

注：三大终端指公立医院终端、零售药店终端及公立基层医疗终端。其中公立医院终端包括城市公立医院市场、县级公立医院市场。零售药店终端包括实体药店市场及网上药店市场。公立基层医疗终端包括城市社区卫生中心/站市场及乡镇卫生院市场。

图 8: 2024 年网上药店市场药品销售额



资料来源：米内网，招银国际环球市场

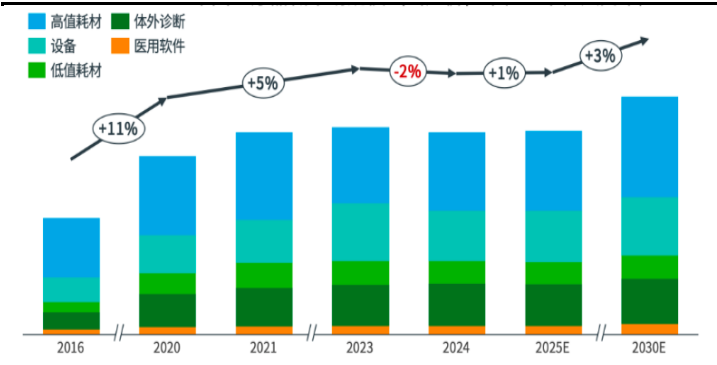
2024 年医疗器械销售规模下降，25 年有望企稳

IQVIA 估计，2024 年中国医疗器械市场规模同比下滑 2.4%，规模为 4,847 亿元，主要是受到医疗设备需求萎缩和高价格低值耗材销售额显著下滑的影响。同时，IQVIA 预计，2025 年中国医疗器械市场规模将持平，2025-2030 年复合增长速度 3.1%，其中高值耗材渗透率提升和创新技术将驱动市场增长。

中国医疗设备市场规模 2024 年同比下降 12.3%，主要是受到医疗反腐及设备更新政策延迟落地的影响，使得医院设备招标活动放缓，采购数量减少。此外，医院的预算仍旧面临挑战，各类设备的平均中标金额同比有所下滑，叠加设备集中采购的扩面，预计设备中标价格将持续下滑。但相较于 9M24 同比下滑 15.6%，医疗设备市场规模 2024 全年的降幅有所收窄，主要是自 2024 年 11 月以来各省市的设备更新政策开始陆续落地，推动设备招标活动的复苏。2025 年 1 月初，国家发改委明确加大医疗等领域设备更新项目支持力度，将在 2025 年安排 100 亿元支持紧密型县域医共体建设，为县级医院和乡镇卫生院更新 CT、超声、血液透析等医疗设备，预计医疗设备市场需求将在 2025 年逐渐释放。据医装数胜统计，2025 年初，国内医学影像设备市场规模显著回暖，1 月及 2 月分别同比增长超 47% 和 89%。

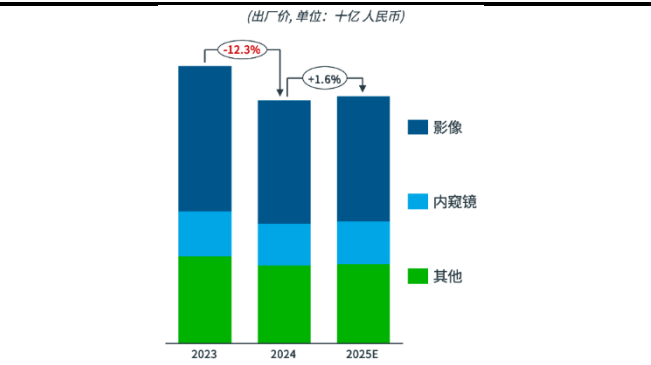
集采加速扩面导致高值耗材市场承压，而医保控费及 DRG/DIP 支付改革进一步限制非集采品类的使用，包括使用数量或者总金额限制。2024 年医疗保障基金飞行检查对所有医保覆盖的耗材产品，尤其是临床必要性较低的耗材使用有所影响。由于医保控费、集采以及全国耗材价格联动等政策影响，医疗耗材的使用和价格持续受到限制。

图 9: 2016-2030E 全国医疗器械市场规模变化趋势（按出厂价）



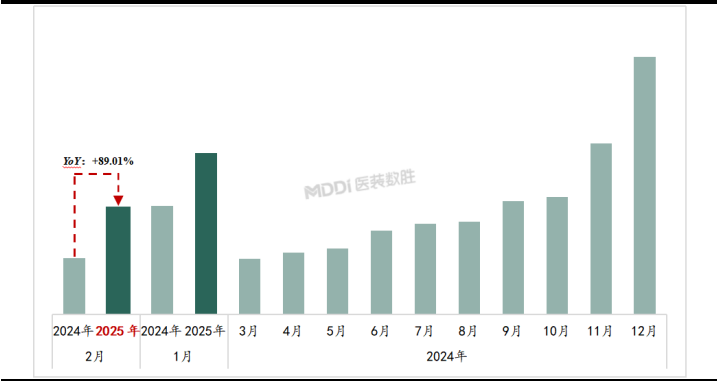
资料来源：IQVIA，招银国际环球市场
注：单位为十亿人民币

图 10: 2023-2025E 医疗设备市场规模变化趋势（按出厂价）



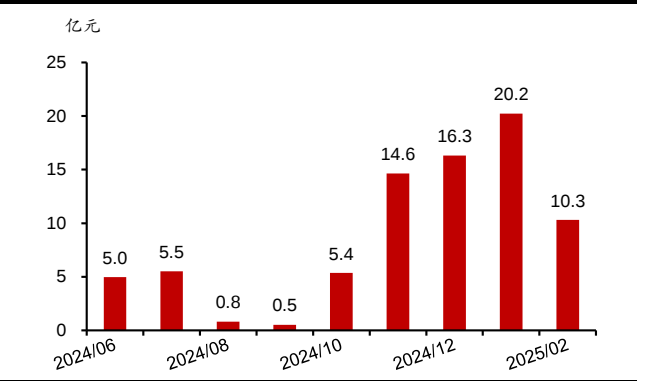
资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

图 11: 中国医学影像设备市场规模月度变化趋势（按金额）



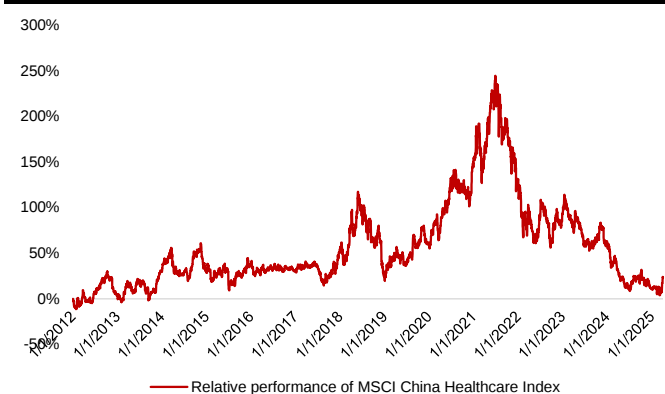
资料来源：医装数胜，招银国际环球市场

图 12: 设备更新招标公告预算金额



资料来源：众城数科，招银国际环球市场
注：截至 2025 年 3 月 2 日

图 13: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



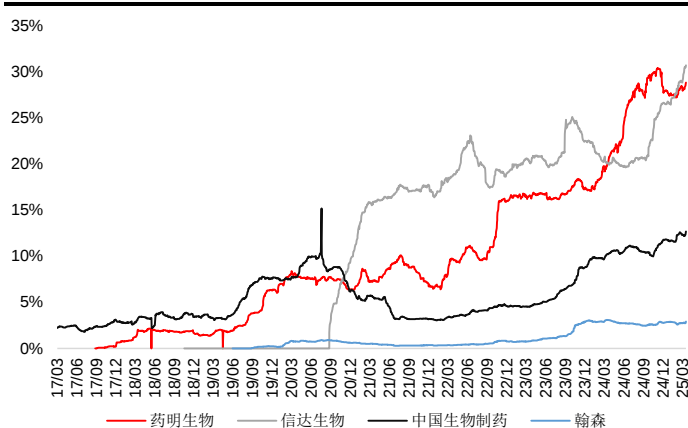
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 4 月 3 日收盘

图 14: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



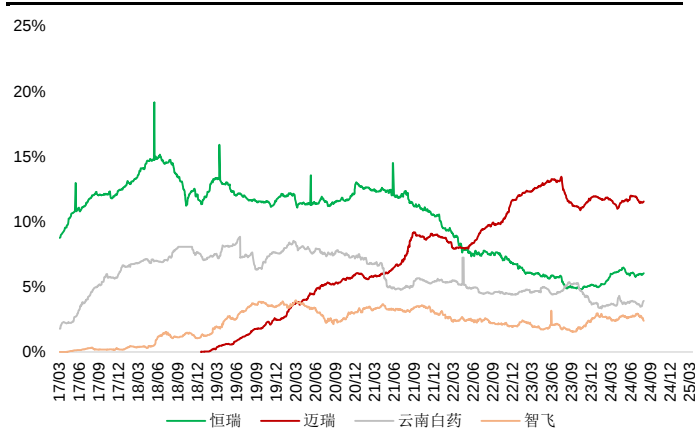
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 4 月 3 日收盘

图 15: 南下持股比例



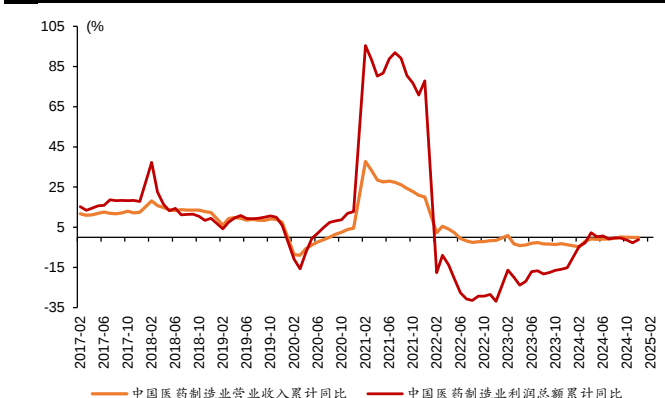
资料来源：Wind，招银国际环球市场，截至 2025 年 4 月 2 日收盘

图 16: 北上持股比例



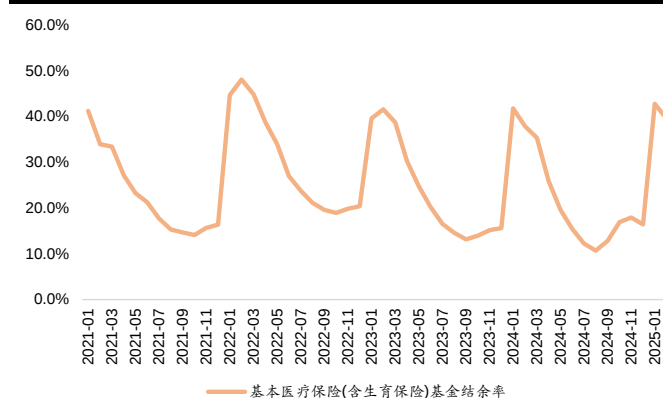
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 8 月 16 日收盘

图 17: 医药制造业营业收入及利润总和累计同比



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 18: 基本医疗保险（含生育保险）结余率



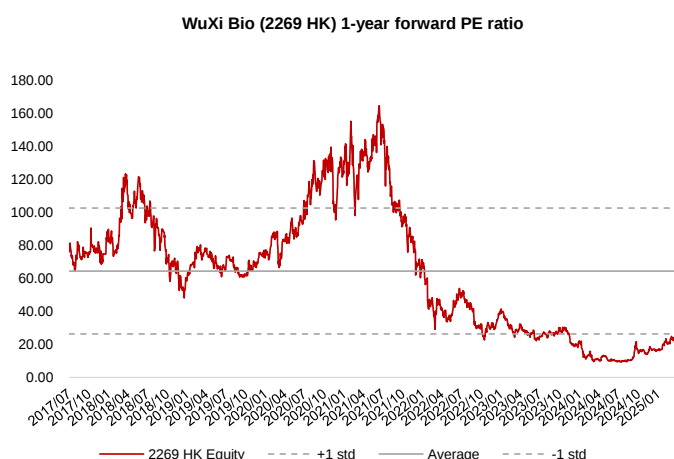
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

图 19: H/A 股价差

公司名称	H 股代码	H 股股价 (港元)	A 股代码	A 股股价 (人民币)	H/A 价差
康希诺	6185 HK Equity	33.65	688185 CH Equity	60.61	-47.87%
康龙化成	3759 HK Equity	15.78	300759 CH Equity	27.05	-45.23%
泰格医药	3347 HK Equity	30.35	300347 CH Equity	51.30	-44.45%
上海医药	2607 HK Equity	11.26	601607 CH Equity	18.94	-44.18%
昭衍新药	6127 HK Equity	12.18	603127 CH Equity	19.80	-42.24%
复星医药	2196 HK Equity	15.70	600196 CH Equity	25.51	-42.21%
百济神州	6160 HK Equity	162.90	688235 CH Equity	250.78	-39.01%
白云山	874 HK Equity	17.48	600332 CH Equity	26.88	-38.94%
凯莱英	6821 HK Equity	55.75	002821 CH Equity	77.72	-32.65%
丽珠集团	1513 HK Equity	27.95	000513 CH Equity	36.19	-27.48%
药明康德	2359 HK Equity	64.15	603259 CH Equity	63.52	-5.17%

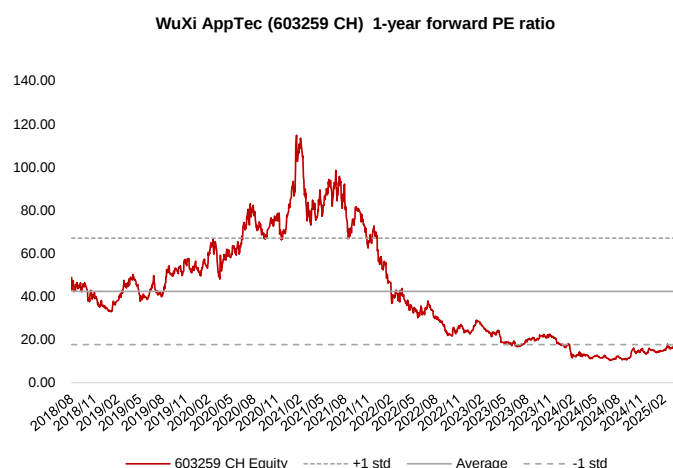
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2025 年 4 月 3 日收盘

图 20: 药明生物动态市盈率



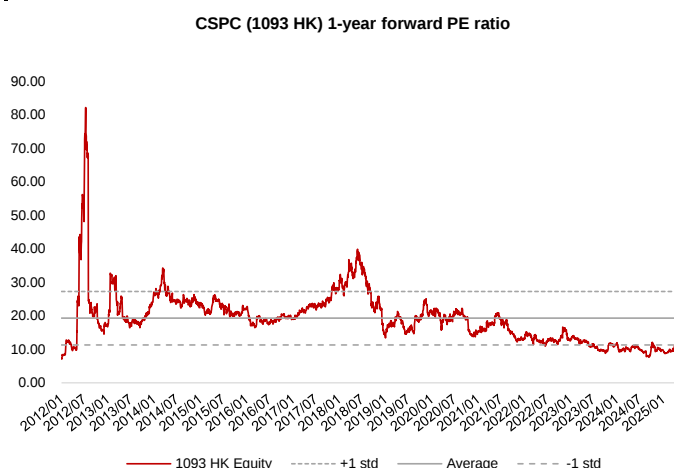
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 4 月 3 日

图 21: 药明康德动态市盈率



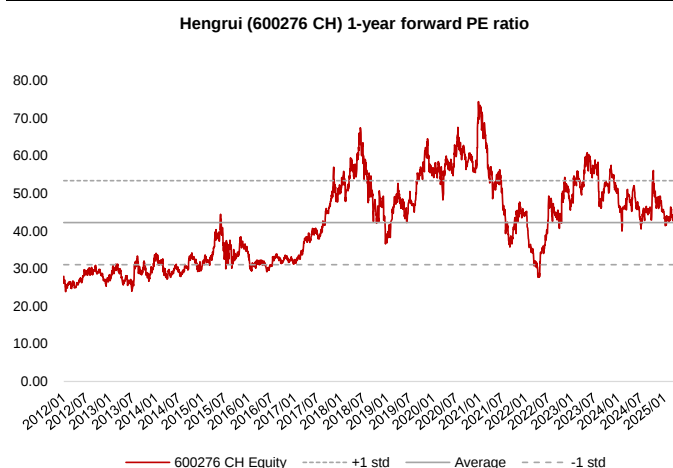
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 4 月 3 日

图 22: 石药集团动态市盈率



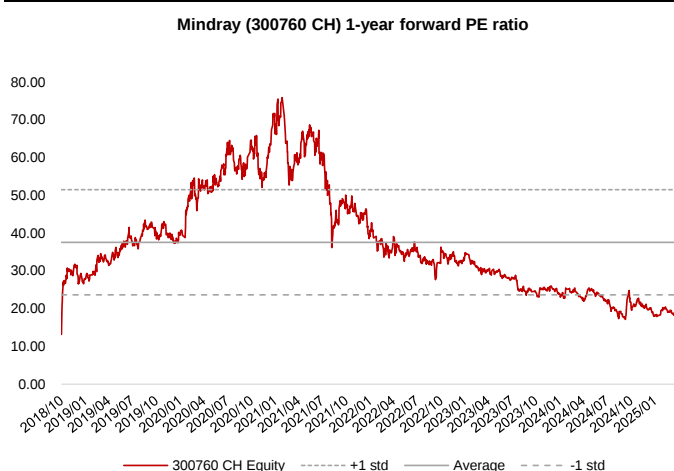
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 4 月 3 日

图 23: 恒瑞医药动态市盈率



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 4 月 3 日

图 24: 迈瑞医疗动态市盈率



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 4 月 3 日

图 25: 智飞生物动态市盈率



资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 4 月 3 日

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定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。