

# 中国医药

## 1H25 业绩回顾：创新药保持强势，行业需求疲弱

我们统计了 A 股和港股上市的 393 家医药公司 2025 年上半年业绩情况，行业整体增长疲弱，平均收入增长 1.6%，平均净利润下滑 3.2%，收入和利润相较于 2024 年全年均有所恶化。我们认为，行业整体业绩改善仍需时间，国内集采政策优化，对于创新药械的支持政策持续落地，以及创新药和器械出海，全球生物医药融资改善，将驱动医药行业的业绩修复。

- **创新药板块收入增长强劲。**分板块来看，表现最好的仍是创新药（Biotech），收入平均增长 35%，维持强劲势头，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。多家 Biotech 企业大幅减亏乃至实现经营利润转正。制药（Pharma）板块的业绩稳健，1H25 平均收入增长 0.8%，平均净利润增长 3.4%。受益于丰富的创新药管线储备，多家龙头制药企业实现了多个创新药的海外 BD 合作，并且预期出海授权将成为可持续的盈利来源。然而，仿制药的业务仍处于萎缩或者持平的状态，集采的影响边际减弱但是仍然拖累业绩。随着国家集采政策的优化，我们认为未来仿制药的价格压力将得到缓解。
- **CXO 迎来业绩改善，主要由于低基数以及商业化生产需求旺盛。**1H25，CXO 板块收入平均增长 15.5%，净利润平均增长 32.7%。全球强劲的 GLP-1 需求带动了部分 CXO 企业的多肽 CDMO 收入增长。ADC 的研发和生产外包需求也强劲增长。然而，海外及中国的早期研发需求仍较为疲弱，主要是由于全球生物医药融资环境的负面影响。我们认为，早期需求的恢复仍然需要时间。
- **医疗器械板块表现分化，主要受医保政策和价格竞争影响。**1H25，IVD 板块业绩明显走弱，平均收入下滑 14%，试剂集采、IVD 套餐解绑、IVD 服务价格治理等医保政策的执行导致量价齐跌。尽管医疗设备招标出现了复苏，但中低端医疗设备的价格竞争日趋激烈，且部分企业仍处于清库存周期，因此 1H25 收入承压。部分创新属性较大的医疗器械企业收入增速较快。
- **行业展望：**我们认为，受益于创新药出海交易、国内集采政策优化等积极因素推动，医药行业有望持续上涨。短期来看，由于市场对于出海交易的频次和交易规模预期较高，创新药的估值持续攀升，需理性看待股价上升空间。展望未来，我们认为创新药的持续上涨动力将主要来源于海外合作伙伴对于已授权管线的临床推动。此外，我们看好消费医疗的估值修复机会。推荐买入三生制药（1530 HK）、巨子生物（2367 HK）、药明合联（2268 HK）、固生堂（2273 HK）、中国生物制药（1177 HK）、信达生物（1801 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 |
| 三生制药   | 1530 HK | 买入 | 11,117.3 | 37.58  | 5%   | 8.6     | 30.0  | 3.1     | 2.9   | 0.5     | 0.1   |
| 巨子生物   | 2367 HK | 买入 | 8,029.9  | 71.30  | 22%  | 24.6    | 20.2  | 5.3     | 4.4   | 0.3     | 0.2   |
| 药明合联   | 2268 HK | 买入 | 10,046.2 | 74.00  | 13%  | 47.4    | 35.5  | 8.7     | 6.9   | 0.2     | 0.2   |
| 固生堂    | 2273 HK | 买入 | 1,023.3  | 48.28  | 47%  | 16.8    | 12.6  | 2.7     | 2.3   | 0.2     | 0.2   |
| 中国生物制药 | 1177 HK | 买入 | 21,425.6 | 9.40   | 6%   | 24.1    | 37.3  | 3.1     | 2.8   | 0.2     | 0.1   |
| 信达生物   | 1801 HK | 买入 | 22,633.8 | 109.48 | 6%   | 162.1   | 112.5 | 8.7     | 7.8   | 0.1     | 0.1   |

资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

优于大市  
(维持)

### 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 393 家医药企业 2025 年上半年的业绩情况，行业整体增长延续疲弱，平均收入增长 1.6%，平均净利润下滑 3.2%。收入和利润相较于 2024 年全年均有所恶化，24 年行业平均收入增长 3.2%，平均净利润下滑 1.4%。根据彭博一致预期，2025 年全年行业平均收入将增长 13.1%，平均净利润将增长 20.3%。我们认为，彭博一致预期偏乐观，医药行业整体业绩改善仍需时间。

图 1: A 股及港股医药行业 1H25 业绩总结及 2025E 业绩展望

| 中位数平均      | 24A收入同比 (%) | 1H25A 收入同比 (%) | 25E收入同比 (%) | 24A净利润同比 (%) | 1H25A 净利润同比 (%) | 25E净利润同比 (%) |
|------------|-------------|----------------|-------------|--------------|-----------------|--------------|
| A股及港股医药公司  | 3.2         | 1.56           | 13.14       | -1.4         | -3.19           | 20.33        |
| 疫苗         | -23.7       | -11.83         | 6.11        | -66.1        | -76.00          | 17.94        |
| 中药         | -8.7        | -6.64          | 5.29        | -10.3        | -6.05           | 9.40         |
| 制药         | 1.6         | 0.84           | 11.03       | 2.6          | 3.38            | 18.15        |
| 线下药房       | 5.0         | -0.93          | 7.44        | -32.9        | -0.56           | 35.37        |
| 医疗服务       | 1.3         | -1.20          | 9.80        | -6.1         | 0.76            | 12.56        |
| 医疗器械（除IVD） | 8.9         | 6.20           | 16.06       | 11.9         | 5.03            | 21.34        |
| 生命科学       | 12.9        | 14.96          | 18.02       | -53.1        | 21.61           | 69.50        |
| IVD        | 0.2         | -14.13         | 4.58        | -10.4        | -42.96          | 8.43         |
| 互联网医疗      | 2.9         | 11.67          | 15.14       | 64.9         | 72.45           | 118.30       |
| 商业流通       | 1.4         | -1.26          | 5.68        | -13.1        | -6.98           | 15.32        |
| CXO        | -0.3        | 15.50          | 15.04       | -17.8        | 32.66           | 47.76        |
| 血制品        | 8.3         | 3.94           | 13.73       | 22.5         | -14.94          | 14.27        |
| Biotech    | 36.6        | 34.56          | 48.87       | -75.5        | -91.89          | 94.28        |
| 原料药        | 4.1         | -1.93          | 13.89       | 12.6         | -6.54           | 23.16        |
| 医美         | 4.9         | -7.64          | 7.01        | 3.2          | -19.93          | 21.37        |

资料来源：彭博，招银国际环球市场

注：绿色表示收入及净利润增速改善，红色表示恶化；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 1H25 利润及现金流情况总结

| 中位数平均       | 1H25 收入同比 (%) | 1H25 净利润同比 (%) | 1H25 毛利率同比变化 (%) | 1H25 净利率同比变化 (%) | 1H25 应收天数同比变化 (天) | 1H25 经营现金流同比 (%) |
|-------------|---------------|----------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|
| A股及港股医药公司   | 1.6           | -3.2           | -0.5             | 0.0              | 2.3               | -16.5            |
| 疫苗          | -11.8         | -76.0          | -2.7             | -9.6             | 21.9              | -51.1            |
| 中药          | -6.6          | -6.0           | -0.8             | -0.3             | 7.6               | -1.2             |
| 制药          | 0.8           | 3.4            | -0.1             | 0.3              | 1.9               | -25.5            |
| 线下药房        | -0.9          | -0.6           | 0.2              | 0.2              | 2.0               | 85.0             |
| 医疗服务        | -1.2          | 0.8            | -0.9             | -0.9             | 1.3               | -10.0            |
| 医疗器械（除 IVD） | 6.2           | 5.0            | -1.0             | -0.1             | 3.8               | -8.7             |
| 生命科学        | 15.0          | 21.6           | -1.5             | 0.4              | 5.1               | -22.0            |
| IVD         | -14.1         | -43.0          | -1.2             | -3.8             | 8.5               | -28.7            |
| 互联网医疗       | 11.7          | 72.5           | 1.4              | 0.5              | -0.3              | 13.1             |
| 商业流通        | -1.3          | -7.0           | -0.4             | -0.1             | 2.8               | -48.3            |
| CXO         | 15.5          | 32.7           | 3.0              | 4.2              | -6.2              | 47.5             |
| 血制品         | 3.9           | -14.9          | -2.9             | -4.0             | 26.9              | -60.0            |
| Biotech     | 34.6          | -91.9          | -1.1             | 28.3             | -0.1              | -5.6             |
| 原料药         | -1.9          | -6.5           | -0.5             | 1.1              | 4.9               | -57.8            |
| 医美          | -7.6          | -19.9          | -0.8             | -4.0             | 4.1               | -26.0            |

资料来源：彭博，招银国际环球市场

国内整体医药需求疲弱，导致 IVD、疫苗、中药、医药流通、医疗服务、医美等板块业绩呈现压力。需求疲软的主要原因是医保控费的压力，以及国内宏观消费环境的疲弱。上半

年业绩表现最弱的板块是疫苗和 IVD。疫苗板块 1H25 平均收入下滑 12%，平均净利润大幅下滑 76%，平均应收天数大幅增长 22 天，主要是由于国内消费环境疲弱以及疫苗产品同质化竞争较为严重。IVD 板块 1H25 平均收入下滑 14%，平均净利润大幅下滑 43%，平均应收天数大幅增长 8.5 天，主要由于医保改革导致量价齐跌，以及海外收入增速放缓。

创新药板块仍是一枝独秀，收入快速增长，1H25 平均收入增长 35%，相较于 2024 年平均 37% 的收入增速仍维持强劲势头。多家龙头创新药公司进入持续盈利阶段，例如百济神州、信达生物、复宏汉霖。

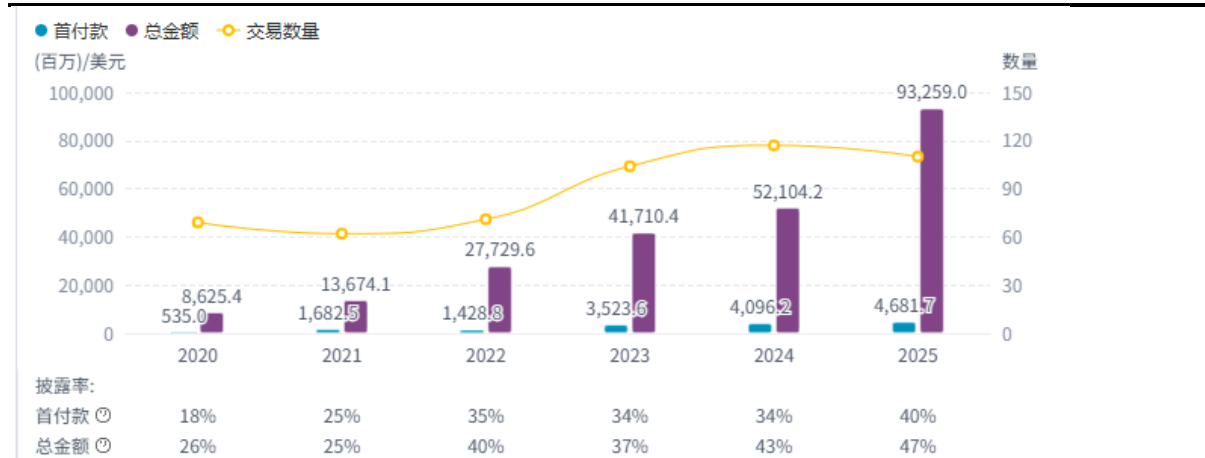
### 创新药 Biotech/制药 Pharma 板块：

分板块来看，业绩表现最好的仍是创新药（Biotech），1H25 平均收入增长 35%，相较于 2024 年平均 37% 的收入增速仍维持强劲势头。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、复宏汉霖。

制药（Pharma）板块的业绩稳健，1H25 平均收入增长 0.8%，平均净利润增长 3.4%。受益于丰富的创新药管线储备，多家龙头制药企业实现了多个创新药的海外 BD 合作，并且预期出海授权将成为可持续的盈利来源。然而，仿制药以及传统品种的业绩压力抵消了创新药出海 BD 的新增收入。仿制药的业务仍处于萎缩或者持平的状态，集采的影响边际减弱但是仍然拖累业绩。随着国家集采政策的不断优化，对于低价中标加强监管，我们认为未来仿制药的价格压力将得到缓解，仿制药将为传统制药企业提供较为稳定的现金流。

2025 年至今，中国创新药的出海 BD 交易规模达到 933 亿美元，其中首付款规模达到 47 亿美元，交易规模已经远超去年全年（521 亿美元）。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。然而，值得注意的是，创新药的研发具备高风险、长周期的特性，出海授权的分子是企业过往长期研发积累的体现。因此，我们难以将今年创新药出海 BD 的爆发体量进行线性外推。我们认为，未来创新药的板块的上涨动力主要来源于已授权分子在海外临床进展的持续推进。

图 3: 中国创新药出海 BD 交易规模



资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

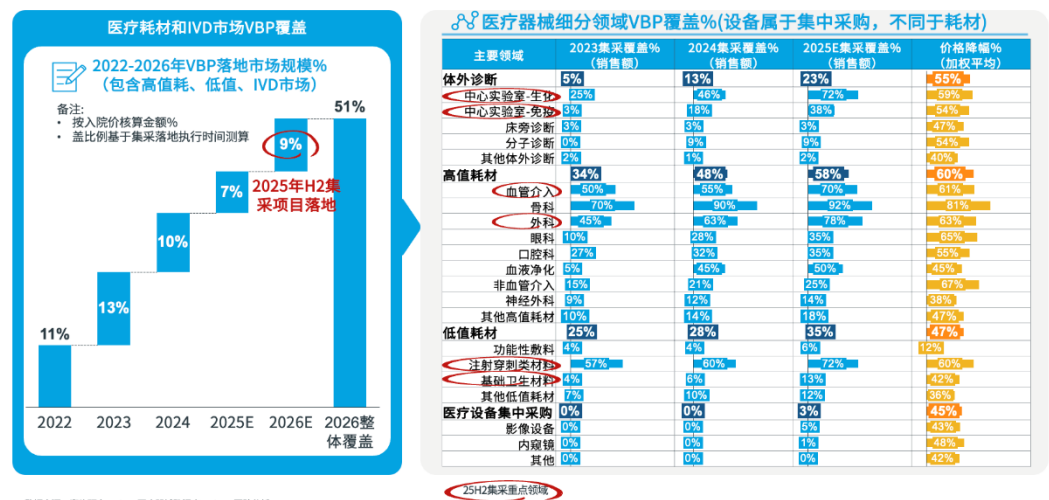
医疗器械板块：

医疗器械板块的业绩明显走弱。IVD 板块受到了较大的医保政策影响，例如试剂集采、IVD 套餐解绑、IVD 服务价格治理等，因此出现了量价齐跌的情况。尽管医疗设备招标出现了复苏，但是从招标到订单落地的周期拉长，核心原因仍是常态化的医疗行业整顿，以及医疗机构及地方财政的资金压力。此外，我们注意到中低端医疗设备的价格竞争日趋激烈，县域设备集采也加剧了这一趋势的发展。此外，部分企业仍处于清库存周期，因此1H25收入承压。上半年设备招标市场快速复苏，且7-8月中国设备更新招标市场仍保持较高景气度，预计将推动医疗设备企业2H25E业绩逐步修复。耗材企业的业绩分化较大，部分创新属性较大的高值耗材收入增速较快，例如惠泰医疗、先瑞达及归创通桥。部分龙头医疗器械企业的出海增速放缓，主要由于高基数以及地缘摩擦对供应链造成影响。我们认为，中国医疗器械出海仍然是长期增长动力，核心市场主要是欧洲、亚太、新兴国家，而美国由于贸易摩擦的原因或将难以贡献较大收入比例。

IQVIA 估计，2025 年上半年医疗器械市场同比增长 0.6%（其中 Q2 同比下降 0.5%，Q1 同比增长 1.8%），整体医疗器械市场规模达 2,390 亿元（不含税，按出厂价计算），主要得益于高值耗材的稳步增长和医疗设备采购的阶段性反弹，预计 2025 年全年增长 1%。

2023 年以来，医疗器械市场带量采购覆盖范围加速扩大，血管介入、外科和体外诊断试剂预计将是 2025 年下半年的集采重点，预计 2026 年上半年 VBP 将覆盖超过 50% 的市场。

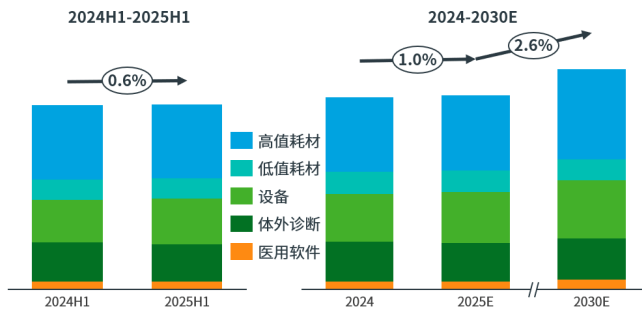
图 4：中国医疗器械市场带量采购进度



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

图 5: 全国医疗器械市场规模 (按出厂价)

中国医疗器械市场规模 (出厂价, 不含税, 单位: 十亿人民币)

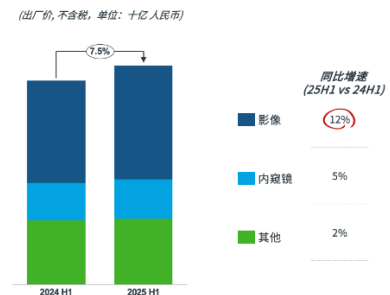


资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

注: 单位为十亿元人民币

图 6: 医疗设备市场规模 (按出厂价)

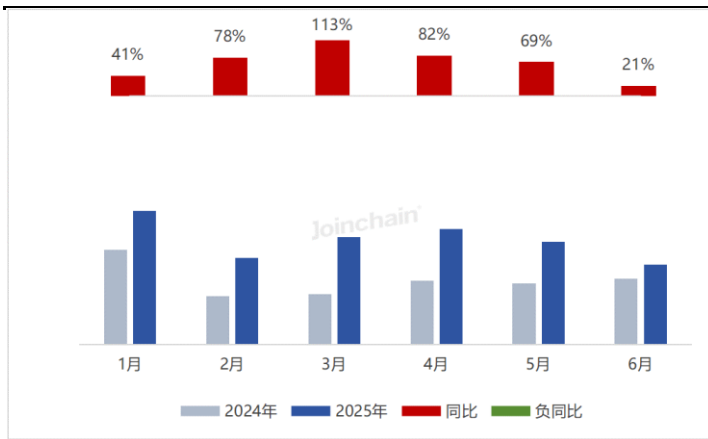
医疗设备市场规模 - 出厂金额  
2024H1-2025H1



资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

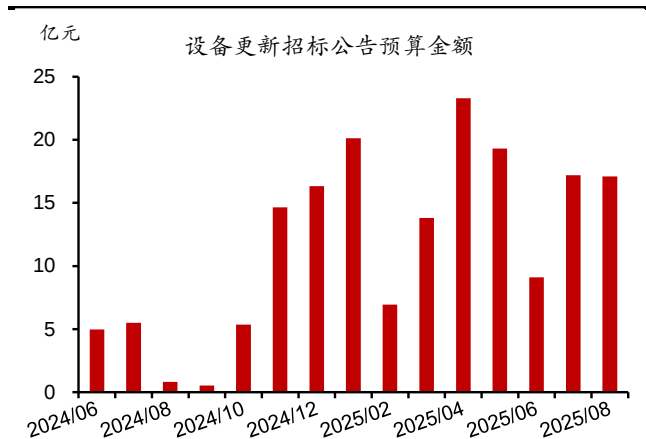
注: 单位为十亿元人民币。

图 7: 1H25 医疗器械招标市场规模月度趋势 (按金额)



资料来源: 众城数科, 招银国际环球市场

图 8: 中国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 8 月 24 日

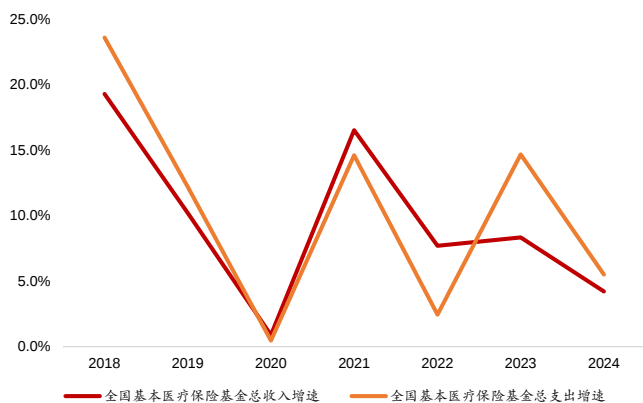
## 商业流通:

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 1H25 收入平均下滑 1.3%, 净利润平均下滑 7.0%, 业绩表现相较于 2024 年有所恶化。此外, 商业流通企业平均应收天数同比增加 2.8 天, 反映回款压力仍持续存在。我们认为, 由于商业流通企业的议价能力较弱, 因此在医疗机构经营存在压力的情况下, 流通企业往往会承担更大的回款压力。随着国内集采政策的缓和以及宏观消费环境的改善, 流通企业的经营有望逐步改善。

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 4.2% (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 5.5% (vs 2023 年+14.7%)。

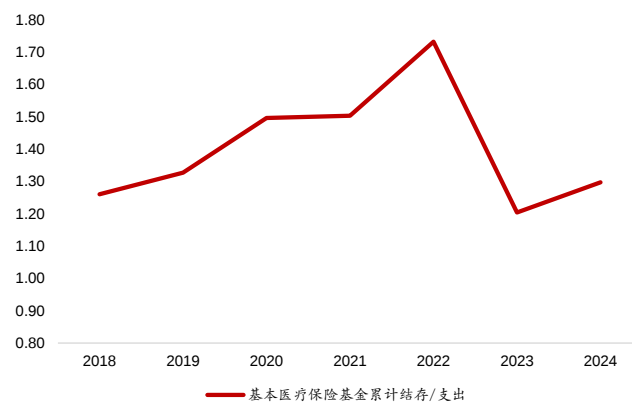
2024 年, 基本医疗保险基金 (含生育保险) 总收入、总支出分别为 3.49 万亿元、2.98 万亿元, 收入总额仍然超过了支出总额, 医保基金当年仍有结余。

图 9: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

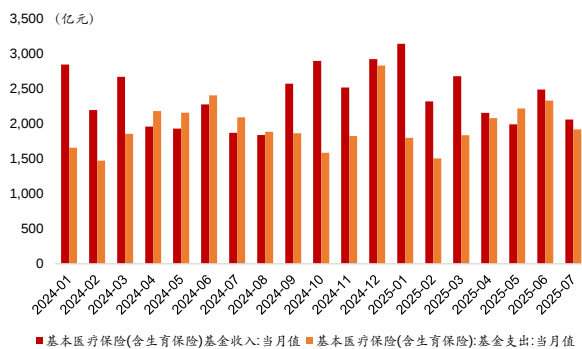
图 10:基本医疗保险(含生育保险)基金累计结存/支出



资料来源: 国家医保局, 招银国际环球市场

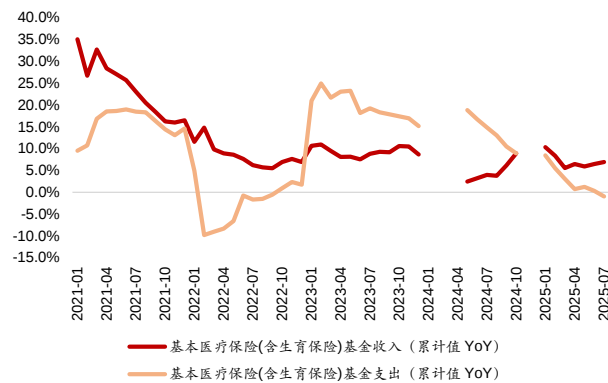
随着医保改革的深化和基金监管的强化, 2025 年医保统筹基金收支情况有所好转。2025 年 1-7 月, 基本医疗保险(含生育保险)统筹基金累计收入同比增长 6.9% (vs 7M24 +4.0%), 统筹基金累计收入增速超过支出增速, 7M25 统筹基金累计支出同比减少 1.0% (vs 7M24 年+14.9%)。除 5 月外, 医保统筹基金的单月收入均大于支出。7M25 医保统筹基金累计结余 3,150 亿元, 同比增长 63.5%, 结余率达 18.7%, 同比提升 6.5 个百分点。

图 11: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 12: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

## 医疗服务板块:

受医保控费、行业整顿以及宏观消费环境疲弱的影响, 医疗服务板块在 1H25 平均收入下滑 1.2%, 平均净利润增长 0.8%。出于对于业务前景的谨慎判断, 医疗服务企业普遍放缓了并购以及自建扩张的节奏, 开始进入资产负债表修复阶段, 也将有助于利润率的逐步修复。整体而言, 受到医保影响较大的医疗服务企业的业绩压力相对更大, 体现了医保控费压力的持续。DRG/DIP 等政策的实施导致了次均诊疗费用的下滑, 而诊疗量的需求较为刚性。

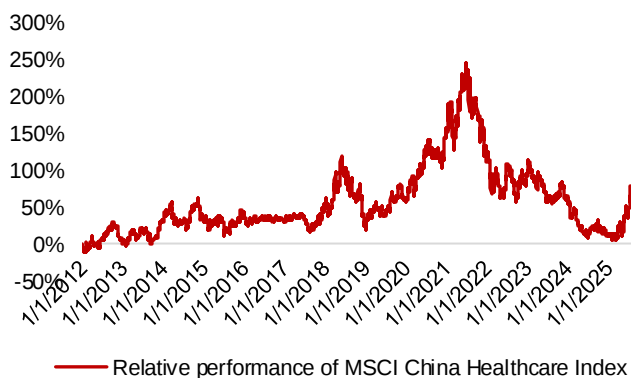
## CXO 板块:

CXO 板块的业绩显著复苏，1H25 的收入平均增长 15.5%，净利润平均增长 32.7%。一方面是低基数的影响，另一方面是由于海外商业生产外包的需求较为旺盛。全球强劲的 GLP-1 需求带动了部分 CXO 企业的多肽 CDMO 收入增长。ADC 的研发和生产外包需求也强劲增长。然而，海外及中国的早期研发需求仍较为疲弱，主要是由于全球生物医药融资环境的负面影响。我们认为，早期需求的恢复仍然需要时间。

#### 医药行业展望：

受益于创新药出海交易、国内集采政策优化等积极因素推动，医药行业有望持续上涨。短期来看，由于市场对于出海交易的频次和交易规模预期较高，创新药的估值持续攀升，需理性看待股价上升空间。创新药属于高风险、长周期、高回报的行业。中国创新药的研发实力具备全球竞争力，创新药出海趋势将长期持续。然而，由于创新药的长周期特征，导致出海交易的达成往往需要较长时间的研发积累。展望未来，我们认为创新药的持续上涨动力将主要来源于海外合作伙伴对于已授权管线的临床推动，从而带来管线价值的持续提升。此外，我们看好消费医疗的估值修复机会，其中不乏业绩增长强劲且估值吸引的个股。推荐买入三生制药 (1530 HK)、巨子生物 (2367 HK)、药明合联 (2268 HK)、固生堂 (2273 HK)、中国生物制药 (1177 HK)、信达生物 (1801 HK)。

图 13: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



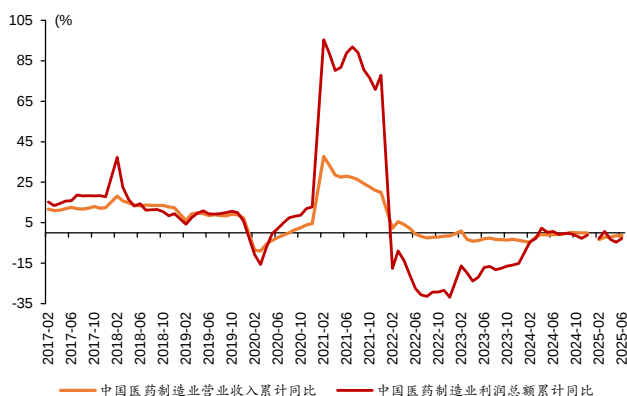
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 9 月 5 日收盘

图 14: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



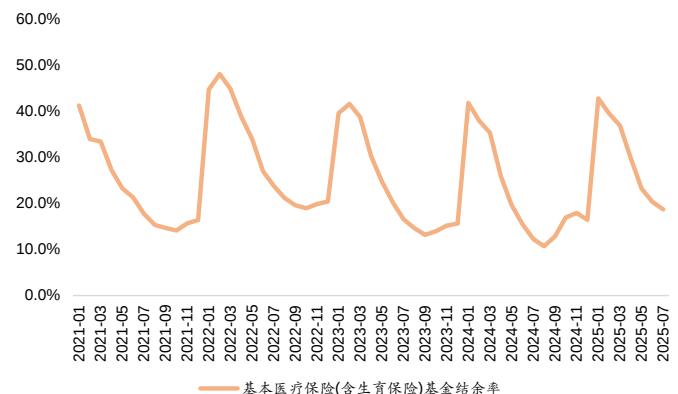
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 9 月 5 日收盘

图 15: 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 16: 基本医疗保险（含生育保险）结余率



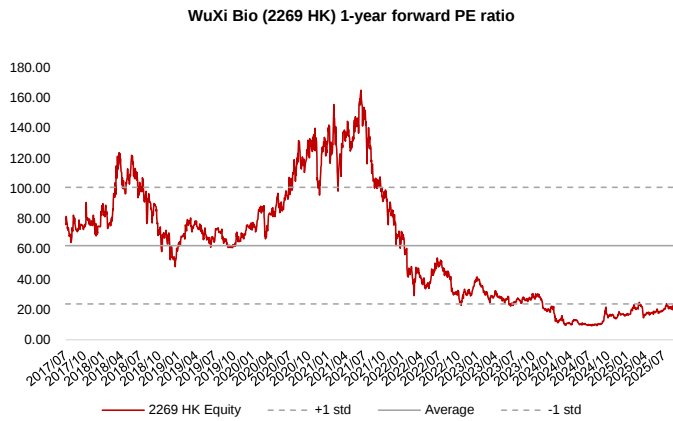
资料来源：国家医保局，招银国际环球市场

图 17: 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 | 51.90      | 688185 CH Equity | 82.90       | -42.72% |
| 百济神州 | 6160 HK Equity | 202.00     | 688235 CH Equity | 319.80      | -42.21% |
| 上海医药 | 2607 HK Equity | 12.07      | 601607 CH Equity | 18.33       | -39.76% |
| 昭衍新药 | 6127 HK Equity | 22.78      | 603127 CH Equity | 34.01       | -38.72% |
| 白云山  | 874 HK Equity  | 18.47      | 600332 CH Equity | 26.48       | -36.19% |
| 康龙化成 | 3759 HK Equity | 23.36      | 300759 CH Equity | 31.30       | -31.72% |
| 泰格医药 | 3347 HK Equity | 51.65      | 300347 CH Equity | 66.58       | -29.03% |
| 复星医药 | 2196 HK Equity | 24.16      | 600196 CH Equity | 30.19       | -26.79% |
| 凯莱英  | 6821 HK Equity | 95.70      | 002821 CH Equity | 108.27      | -19.13% |
| 丽珠集团 | 1513 HK Equity | 37.94      | 000513 CH Equity | 41.60       | -16.56% |
| 药明康德 | 2359 HK Equity | 113.60     | 603259 CH Equity | 107.40      | -3.23%  |
| 恒瑞医药 | 1276 HK Equity | 86.20      | 600276 CH Equity | 72.47       | 8.82%   |

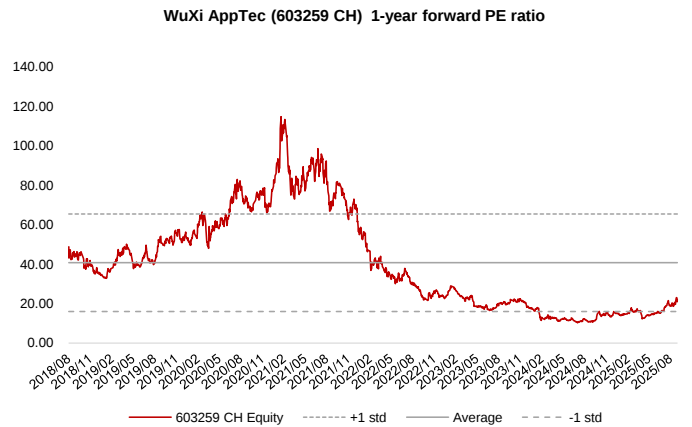
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2025 年 9 月 5 日收盘

图 18: 药明生物动态市盈率



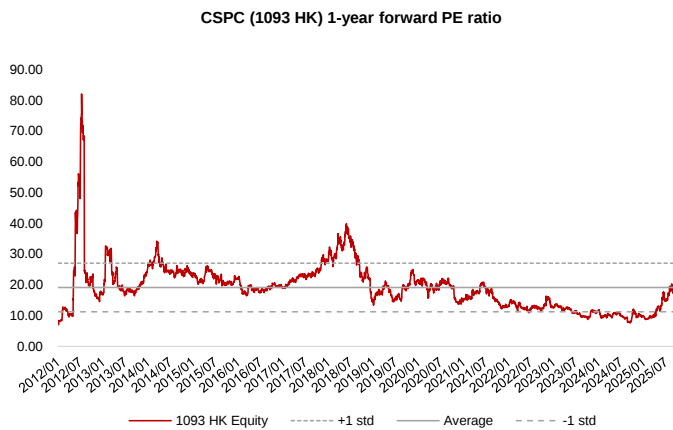
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2025 年 9 月 5 日

图 19: 药明康德动态市盈率



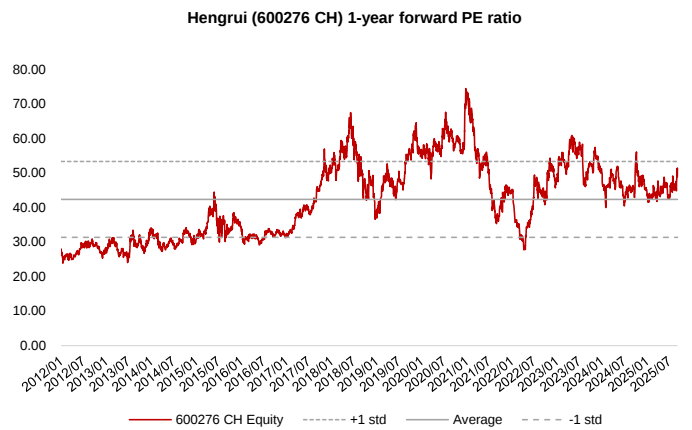
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2025 年 9 月 5 日

图 20: 石药集团动态市盈率



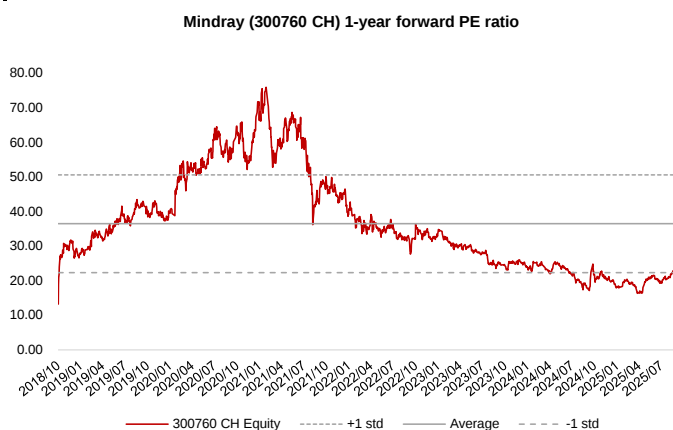
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2025 年 9 月 5 日

图 21: 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 9 月 5 日

图 22: 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 9 月 5 日

图 23: 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 9 月 5 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关于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作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错误、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撰写的报告。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。