

医药

海外 CXO/上游 1Q26 业绩剖析：宏观不确定性下维持 26 年业绩指引，早研需求弱复苏，商业化需求维持强劲

我们总结了海外主要 CXO 和生命科学上游公司的 1Q26 业绩。1Q26 业绩表明宏观利空对运营影响有限，绝大多数公司的 26 年业绩指引维持不变。C(D)MO 持续看到旺盛的商业化生产需求；临床前 CRO 观察到需求弱复苏；临床 CRO 订单收入比走低，且项目取消仍需警惕；上游业绩继续由生物工艺驱动，设备需求仍疲弱。此外，1Q26 医药融资维持增长趋势，全球大药企加码研发投入和资本支出，继续支撑全球医药研发生产需求。

■ **地缘波动对 26 全年预期影响可控。** 今年 2 月底爆发的中东地缘冲突对全球医药行业的运营带来一定挑战，但我们观察到主要海外 CXO 和上游公司的 1Q26 业绩以及 26 年展望受到的负面影响可控。1Q26 海外公司收入同比增速的中位数/平均数分别为+4.9%/+8.9%，净利润同比增速的中位数/平均数分别为+5.3%/+12.3%，延续了 2025 年内业绩逐季度改善的势头，C(D)MO 仍是增速最快的细分板块。如果剔除汇率影响，多家公司的 1Q26 业绩表现将更亮眼。在需求端，大多数公司的 1Q26 新签订单继续同比增长，但平均增速相比 4Q25 有所下滑，特别是临床 CRO 新签订单出乎意料地加速增长，但走低的订单收入比叠加仍处高位的项目取消数仍值得警惕。基于稳健的 1Q26 业绩以及客户需求趋势，几乎所有海外公司均维持 26 年业绩指引不变，表明了管理层在不确定的全球宏观环境下对于公司运营能力和行业需求趋势的信心。

■ **C(D)MO：商业化生产需求维持高位。** 新冠疫情至今，全球制药行业将业务重点转移至后期和商业化项目，驱动大规模商业化生产需求持续走高，C(D)MO 作为直接受益的细分赛道，持续投入产能建设以应对未来需求。1Q26，Lonza (LONN.SW, 未评级) 业务受益于生物药哺乳动物细胞生产和 DP 业务、偶联、小分子和微生物业务。Lonza 管理层认为中东地缘冲突、美国关税对公司财务不会产生实质影响，大药企在美投资不会影响对外包生产的需求，客户对于公司位于美国 Vacaville 的商业化产能有高度的兴趣。Lonza 管理层表示将持续建设产能，并对收购产能（特别是美国）持开放态度。三星生物 (207940.KS, 未评级) 1Q26 新签订单约 2 亿美元，同环比分别下降 86.7% 和 81.8%，我们认为这主要与项目签单节奏有关，并非需求不足。三星生物已公布长期产能建设计划，预计在 2034 年前合计投入超 100 亿美元建设 Bio Campus II&III，也预示着公司对于未来客户需求的乐观展望。

■ **临床前 CRO：早期研发需求延续弱复苏态势。** 伴随着美联储在 25 年 9 月再次开启降息通道，全球医药融资在 2H25 实现显著增长，带动早研需求增长。作为全球早研外包龙头，Charles River (CRL.US, 未评级) 的客户需求与全球融资趋势密切相关，公司 4Q25 新签订单同比大增 30.4% 至 6.7 亿美元，1Q26 同比增速虽下滑至 1.0%，但绝对金额 6.2 亿美元仍为疫情后的高点。Charles River 的 1Q26 订单收入比为 1.04x，仍处于健康水平。Labcorp (LH.US, 未评级) 早研业务的订单收入比仍旧低于 1x。我们认为全球早期研发需求实质复苏仍需待融资进一步增长，目前的需求复苏态势仍较弱。

■ **临床 CRO：订单收入比走低，项目取消仍需警惕。** 海外临床 CRO 公司的 1Q26 新签订单实现同比增长，其中 IQIVA (IQV.US, 未评级) 实现加速增长 (1Q26: +16.3% YoY; 2025: -1.8% YoY)，Medpace (MEDP.US, 未评级) 维持快速增长 (1Q26: +23.7% YoY; 2025: +18.7% YoY)。但 1Q26 的签单同比增长得益于去年同期的低基数，1Q26 签单绝对金额环比 2H25 出现明显

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

相关报告

1. [海外 CXO/生命科学上游 4Q25/2025 业绩剖析：早研需求现复苏端倪，2026 年业绩指引偏谨慎 - 2026 年 3 月 20 日](#)
2. [海外 CXO/生命科学上游 1H25 业绩剖析：关税影响小于预期，临床 CRO 订单意外增长，普遍上调业绩指引 - 2025 年 8 月 18 日](#)
3. [海外 CXO&生命科学上游 2024 和 4Q24 业绩剖析：C\(D\)MO 和生命科学上游表现亮眼，临床 CRO 需求滑坡 - 2025 年 3 月 12 日](#)
4. [药明康德\(603259 CH\)深度报告：地缘政治扰动有限，业绩企稳复苏 - 2024 年 10 月 21 日](#)
5. [海外 CXO/生命科学上游 2Q24 业绩剖析：生命科学上游继续预期需求复苏 - 2024 年 8 月 20 日](#)
6. [海外 CXO/生命科学上游 1Q24 业绩剖析：订单走弱，但 24 下半年需求复苏仍是共识 - 2024 年 5 月 28 日](#)
7. [海外 CXO/生命科学上游 2023 & 4Q23 业绩剖析：业绩分化贯穿全年；24 下半年需求复苏渐成共识 - 2024 年 3 月 15 日](#)
8. [海外 CXO 行业 3Q23 业绩剖析：业绩继续分化；融资复苏仍需时间；临床需求展望持续改善 - 2023 年 12 月 11 日](#)
9. [GLP-1 产业链蕴藏巨大潜力 - 解析全球研发趋势，把握产业链投资机遇 - 2023 年 11 月 16 日](#)
10. [海外 CXO 2Q23 业绩综述：业绩出现分化；融资复苏尚需时间；需求展望有所改善 - 2023 年 8 月 23 日](#)

下降，导致订单收入比下滑至仅稍高于 1x 的水平。虽然 IQVIA 管理层表示客户的项目取消仍在正常区间内，但客户主要为 biotech 的 Medpace 项目取消数在 1Q26 达到过去一年的最高值（特别是肿瘤、心血管和代谢领域），显示出 biotech 脆弱的临床需求。我们认为海外临床 CRO 仍将面临需求的波动。

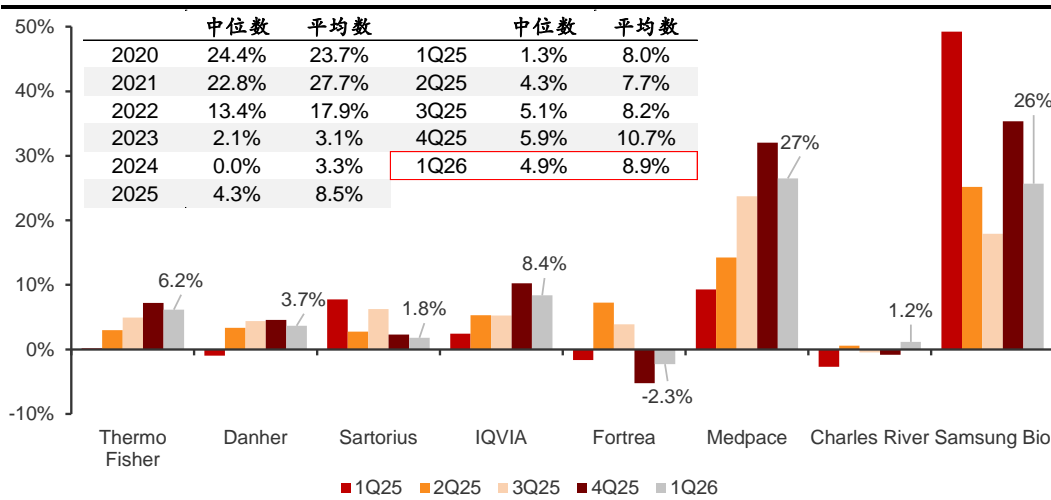
- **生命科学上游：生物工艺延续高需求，设备需求恢复仍需时间。** 基于疫情后全球药物商业化生产旺盛的需求，提供上游产品和服务的生物工艺业务获得了持续增长的客户需求，成为上游公司业绩增长的核心驱动力。Thermo Fisher (TMO.US, 买入) 管理层强调生物工艺业务是 1Q26 公司三个增速最快的板块之一，且增速领先同行。Danaher (DHR.US, 未评级) 的生物工艺业务核心收入在 1Q26 同比高单位数增长，远高于公司整体的增速 (+0.5% YoY)。与之形成鲜明对比的是仍旧疲弱的设备需求，疫情时期产能投资过剩叠加目前中美政府采购需求走弱仍制约设备需求复苏。但随着现有产能利用率提升以及跨国药企在美建厂的逐步落地，设备需求有望迎来复苏。Danaher 的设备订单在 1Q26 同比增长超 30%，Thermo Fisher 管理层表示大药企在美建厂已形成实际订单，将在 27-28 年带来设备收入。
- **宏观利空未影响医药投资信心。** 根据动脉橙数据，1Q26 全球医疗健康融资额同比下降 9.6%，未能延续 2H25 同比增长 29.5% 的趋势。但 1Q26 融资绝对金额在全球宏观波动下仍维持了韧性，环比 4Q25 基本持平，26 年 3 月和 4 月的单月融资额也基本恢复至中东冲突爆发前的水平。我们认为美国目前利率已显著低于 24-25 年，可能为融资带来持续的边际改善。在创新药领域，全球融资在 1Q26 继续加速复苏。根据医药魔方数据，1Q26 全球创新药融资额同比增长 61.9%，相比 3Q25 (+11.7% YoY) 和 4Q25 (+43.6% YoY) 继续加速。中国继续成为全球创新药融资增长的重要推手，1Q26 中国创新药融资额同比大增 137.0%，延续了 25 年下半年高达 215.4% 的同比增长趋势。中国药物出海在 1Q26 继续高歌猛进，我们认为，这一趋势不仅将推动中国创新药融资重回可持续增长轨道，也将为全球生物医药融资提供有力支撑。
- **大药企稳健投入支撑全球医药研发生产需求。** 新冠疫情至今，得益于全球大药企的稳健投入，全球医药行业的研发和资本支出 (capex) 总体上仍呈稳健增长趋势，为 CXO 和上游公司的长期业绩增长奠定了坚实基础。1Q26 全球大药企延续了投入强度，我们统计的 10 家全球大药企的合计研发支出同比增长 43.5%，合计 capex 同比增长 8.0%。众多全球大药企在 25 年宣布对美国的长期投资计划，包括产能建设。我们认为，25 年至 1Q26 大药企 capex 增长主要由全球旺盛的商业化生产需求推动，对美国的投资承诺仍需较长时间才会落地，具有不确定性。美国政府主张的“制造业回流”政策将推动全球医药产能的调整以及美国产能的扩张，但考虑到在美建厂需要较长时间，我们认为中短期内对于 C(D)MO 不会产生负面影响。此外，我们统计的 10 家全球头部 biotech 的合计研发支出在 1Q26 同比下降 4.6%，但其中 7 家仍同比增长。同时，biotech 持续降低 capex 投入，1Q26 合计 capex 同比下降 14.5%，延续 25 年趋势，biotech 对 capex 的谨慎预计将提升对 CXO 的依赖。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值	目标价	上行/	收入 CAGR	净利润 CAGR	P/E (x)			PEG
			US\$bn	(LC)	下行空间	25-28E	25-28E	26E	27E	26E	
Thermo Fisher	TMO US	买入	172.8	620	+33.3%	6.6%	6.2%	18.9	17.7	3.1	
Danaher	DHR US	未评级	121.1	na	na	5.6%	8.6%	20.3	18.8	2.4	
Samsung Bio	207940 KS	未评级	46.0	na	na	14.8%	15.6%	35.0	30.5	2.2	
Lonza	LONN SW	未评级	43.8	na	na	11.6%	18.2%	27.3	22.7	1.5	
IQVIA	IQV US	未评级	29.8	na	na	5.8%	7.7%	14.0	12.6	1.8	
Charles River	CRL US	未评级	8.6	na	na	1.1%	8.2%	16.0	14.4	2.0	

资料来源：公司资料、彭博、招银国际环球市场预测。数据截至 2026 年 5 月 11 日

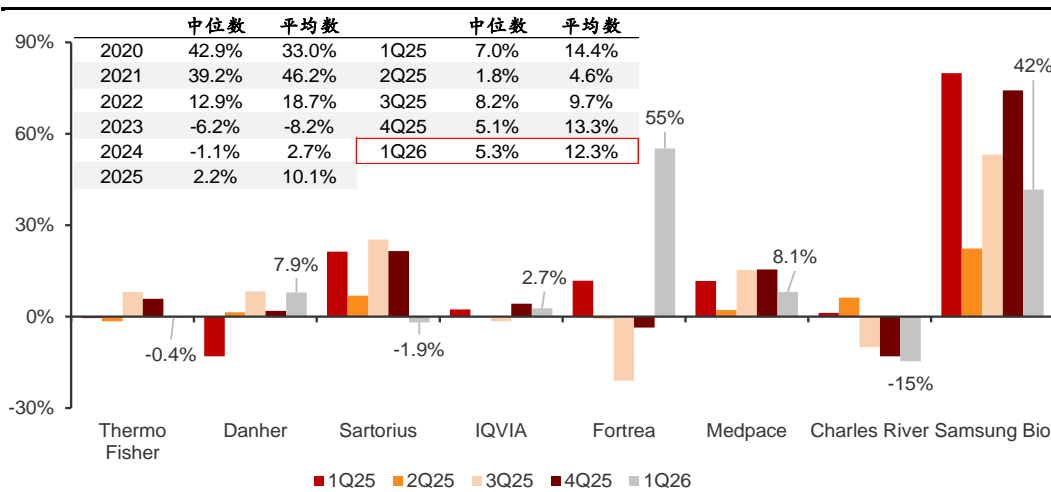
图 1: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司收入增速 (季度)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 所有公司的收入增速均基于表观收入。

图 2: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司净利润增速 (季度)



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 对于 Medpace 和 Samsung Bio, 利润增速基于表观净利润; 对于 Sartorius, 利润增速基于核心净利润; 对于 Fortrea, 利润增速基于 non-GAAP EBITDA; 其余公司利润增速基于 non-GAAP 净利润。

图 3: 海外主要 CXO 和生命科学上游公司披露 1Q26 业绩后股价表现

公司	核心业务	1Q26 业绩发布后股价变化			季度收入 vs 一致预期	季度利润/EPS vs 一致预期
		1 天	1 周	2 周	1Q26	1Q26
Thermo Fisher	生命科学上游、CXO	-9.2%	-9.3%	-8.0%	Beat	Beat
Danaher	生命科学上游	-0.5%	-7.6%	-11.0%	In-line	Beat
Sartorius	生命科学上游	-9.0%	-11.6%	-5.5%	In-line	In-line
IQVIA	临床 CRO、数据服务	9.6%			Beat	Beat
Fortrea	临床 CRO	18.6%			Beat	Beat
Medpace	临床 CRO	-22.6%	-18.7%	-16.1%	Beat	Beat
Charles River	药物发现和安评、动物模型	-0.0%			Beat	Beat
Lonza	C(D)MO	-0.1%			NA	NA
Samsung Bio	CMO	-3.0%	-5.6%	-5.2%	In-line	Beat

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

注: 实际增速相比一致预期的差异在-1%至 1%内的季度业绩为符合预期 (inline)。

图 4: 海外主要 CXO 和生命科学上游 2026 年业绩指引变化情况

公司	核心业务	2026 收入指引变化		2026 利润指引变化	
		1Q26 业绩时更新		1Q26 业绩时更新	
Thermo Fisher	生命科学, 临床 CRO, C(D)MO	—	—	—	↑
Danaher	生命科学上游	—	—	—	↑
	- 生物科技板块	—	—	—	—
	- 生命科学板块	—	↑	—	—
Sartorius	生命科学上游	—	—	—	—
	- 生物工艺板块	—	—	—	—
	- 实验室产品&服务板块	—	—	—	—
IQVIA	临床 CRO, 数据服务	—	—	—	↑
Fortrea	临床 CRO	—	—	—	—
Medpace	临床 CRO	—	—	—	—
Labcorp (实验室业务)	实验室业务	—	↑	—	—
Charles River	药物发现和安全性评价 (DSA), 动物模型	—	—	—	—
	- RMS 板块	—	—	—	—
	- DSA 板块	—	—	—	—
	- 生产板块	—	—	—	—
Samsung Bio	CMO	—	—	—	—
Lonza	CDMO	—	—	—	—

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 对于 Thermo Fisher、Danaher 和 Charles River, 收入指引变化基于内生增速; 对于 Sartorius 和 Lonza, 收入指引变化基于固定汇率下增速; 其余公司收入指引变化基于表观增速。对于 Medpace, 利润指引变化基于

GAAP EPS; 对于 Fortrea 和 Sartorius, 利润指引变化基于 non-GAAP EBITDA; 对于 Lonza, 利润指引变化基于核心 EBITDA 利润率; 其余公司利润指引变化基于 non-GAAP EPS。

图 5: 新签订单变化趋势

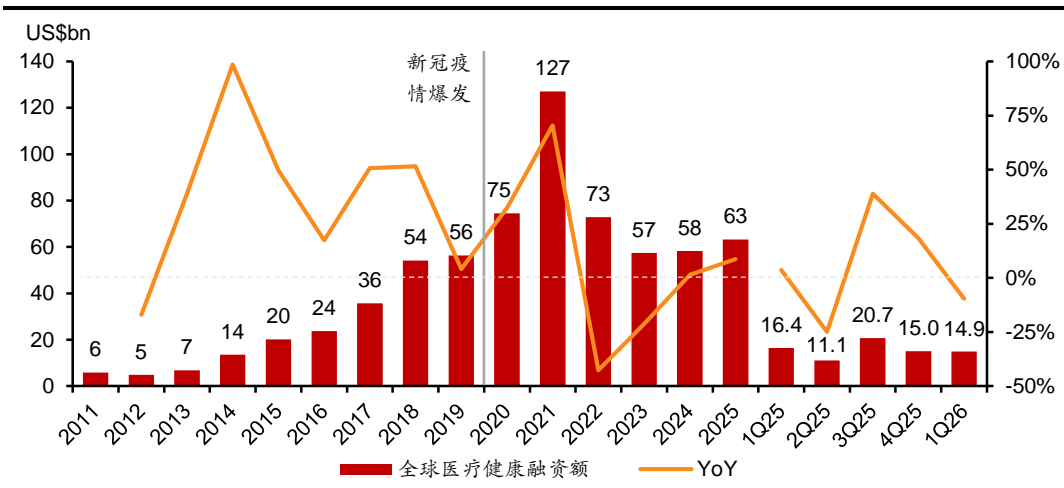
新签订单YoY	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Thermo Fisher			32.0%	46.8%	-20.3%	-1.8%	-5.2%	18.0%	2.6%	-1.6%	-16.9%	-2.6%	5.1%	7.5%	30.8%	27.7%	21.4%
Danaher			29.3%	32.9%	3.3%	-26.2%	-0.5%	8.5%	-2.6%	-2.9%	-0.5%	3.8%	4.3%	12.3%	6.2%	10.9%	1.9%
IQVIA			13.6%	15.7%	5.6%	-0.3%	-5.6%	-1.8%	-0.6%	1.6%	0.2%	-9.6%	-16.8%	-9.6%	-1.5%	8.1%	16.3%
Fortrea					10.1%	8.9%	-20.8%	-11.2%			-6.0%	2.0%	-9.6%	-11.8%	-4.5%	-20.0%	10.2%
Medpace	111.1%	21.7%	7.4%	37.1%	13.6%	28.8%	-5.4%	18.7%	10.8%	-4.1%	-12.7%	-13.8%	-18.8%	12.6%	47.9%	39.1%	23.7%
Charles River	59.9%	5.6%	30.2%	38.9%	2.9%	-40.1%	5.6%	12.8%	-0.8%	4.0%	12.5%	7.2%	21.3%	5.0%	-5.4%	30.4%	1.0%
Labcorp (实验室板块)							0.7%	15.8%	-47.0%	-6.2%	74.4%	-46.6%	152.5%	80.9%	-30.1%	51.2%	-23.1%
Samsung Bio	62.3%	-14.5%	621.8%	-34.1%	41.5%	28.0%	69.7%	14.0%	19.6%	-2.6%	-15.4%	950.0%	200.0%	50.0%	27.3%	-47.6%	-86.7%

新签订单QoQ	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Thermo Fisher			32.0%	46.8%	-20.3%	-1.8%	-5.2%	18.0%	-10.9%	3.1%	-1.3%	7.4%	-3.8%	5.4%	20.1%	4.9%	-8.6%
Danaher			29.3%	32.9%	3.3%	-26.2%	-0.5%	8.5%	-8.2%	-0.9%	1.0%	13.0%	-7.7%	6.6%	-4.5%	17.9%	-15.2%
IQVIA			13.6%	15.7%	5.6%	-0.3%	-5.6%	-1.8%	-8.6%	5.8%	-3.3%	-3.4%	-15.8%	15.0%	5.4%	5.9%	-9.4%
Fortrea					10.1%	8.9%	-20.8%	-11.2%	-20.3%	-13.5%	30.5%	13.4%	-29.4%	-15.5%	41.2%	-5.0%	-2.8%
Medpace	111.1%	21.7%	7.4%	37.1%	13.6%	28.8%	-5.4%	18.7%	0.1%	-10.5%	-3.1%	-0.7%	-5.6%	24.1%	27.3%	-6.7%	-16.0%
Charles River	59.9%	5.6%	30.2%	38.9%	2.9%	-40.1%	5.6%	12.8%	6.8%	-5.1%	8.3%	-2.3%	20.8%	-17.9%	-2.4%	34.6%	-6.5%
Labcorp (实验室板块)							0.7%	15.8%	-68.7%	101.4%	31.7%	-35.6%	47.7%	44.3%	-49.1%	39.4%	-24.9%
Samsung Bio	62.3%	-14.5%	621.8%	-34.1%	41.5%	28.0%	69.7%	14.0%	150.0%	20.0%	83.3%	90.9%	-28.6%	-40.0%	55.6%	-21.4%	-81.8%

资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

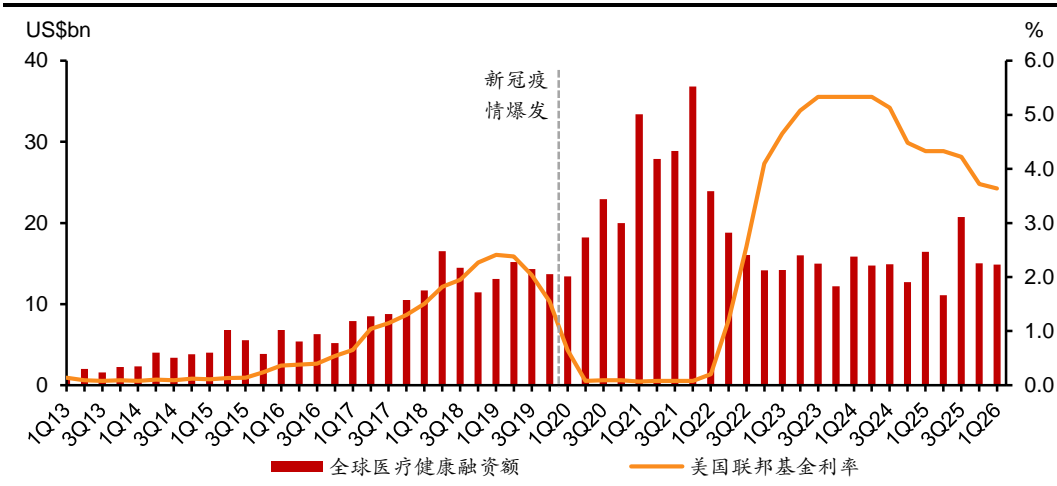
注: 对于 Thermo Fisher、Danaher 和 Labcorp (实验室板块), 新签订单基于在手订单计算而来; 对于其他公司, 新签订单基于公司披露数据。

图 6: 全球医疗健康融资额



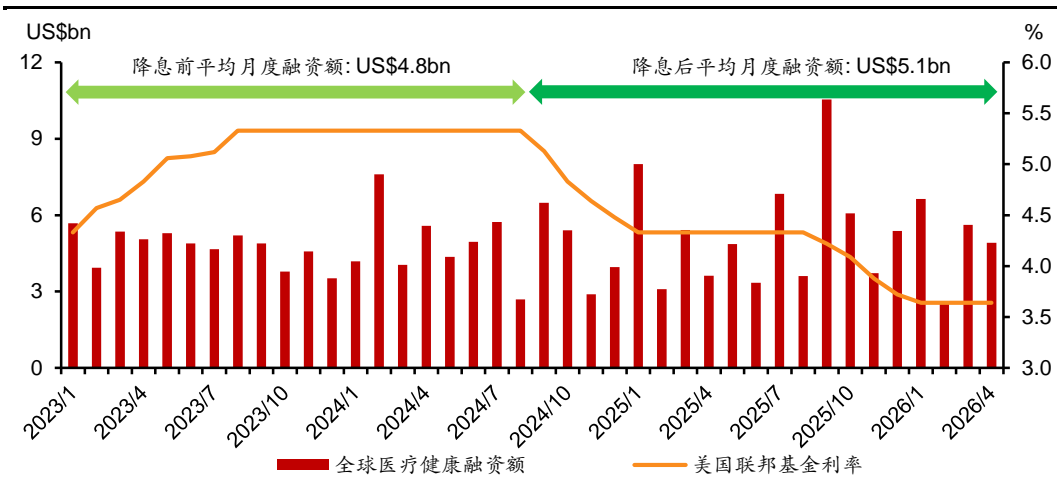
资料来源: 动脉橙, 招银国际环球市场

图 7: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率 (季度)



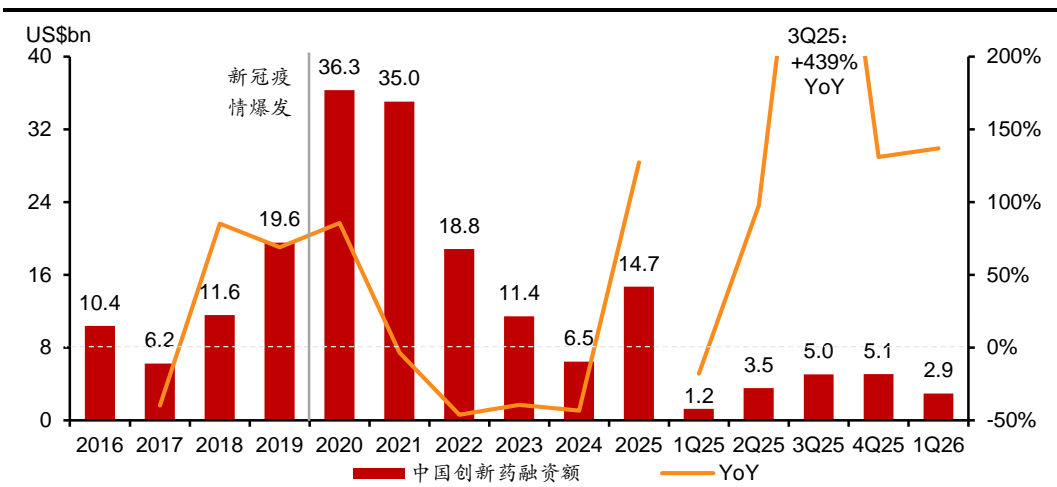
资料来源: 动脉橙, FRED, 招银国际环球市场

图 8: 全球医疗健康融资额与美国联邦基金利率 (月度)



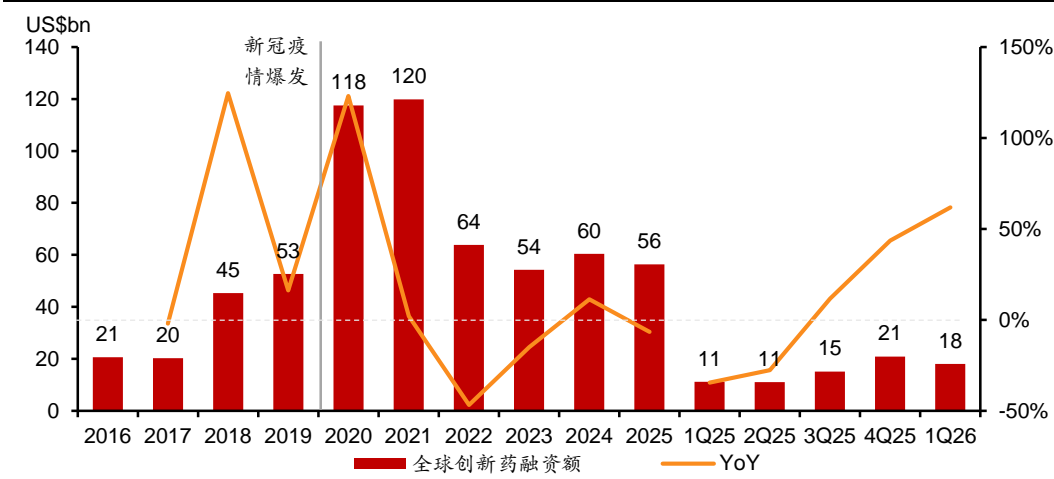
资料来源: 动脉橙, FRED, 招银国际环球市场

图 9: 中国创新药融资额



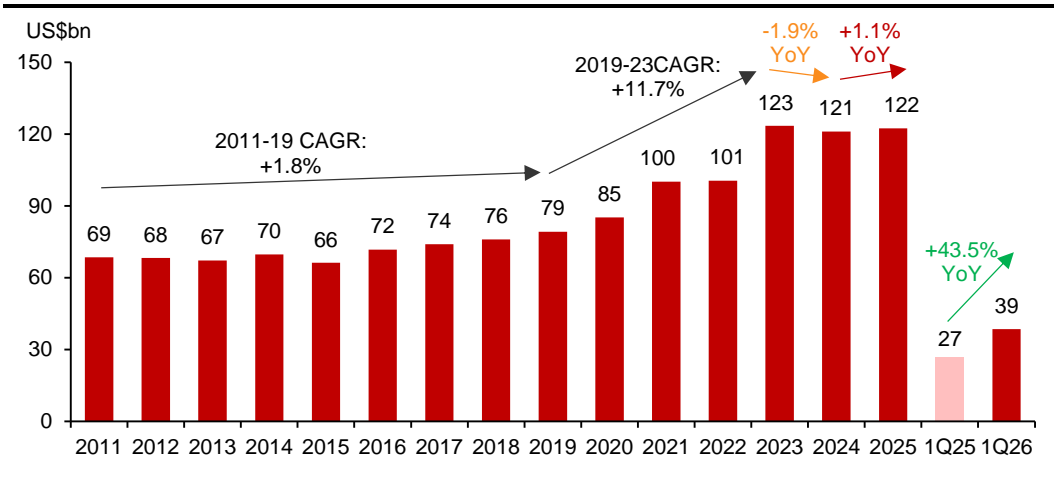
资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

图 10: 全球创新药融资额



资料来源: 医药魔方, 招银国际环球市场

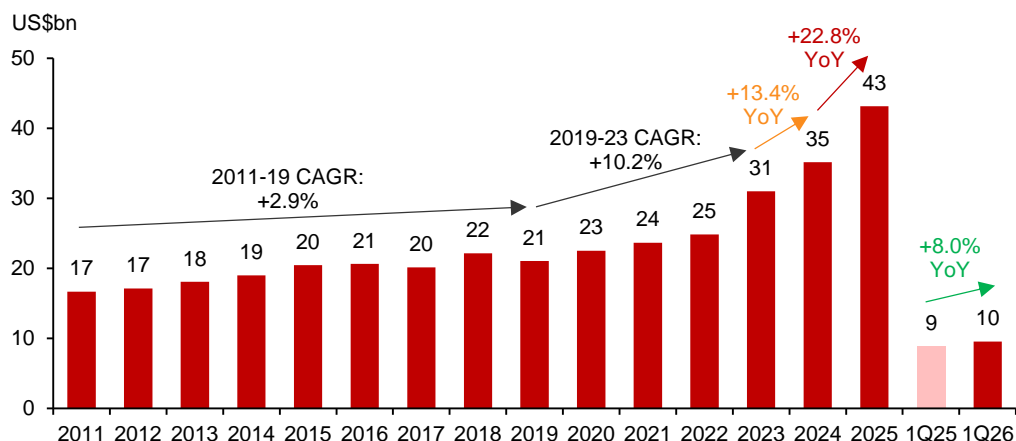
图 11: 全球主要大药企的研发费用



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 选取了收入、市值、研发投入大的 10 家 MNC 药企, 分别为: Pfizer (PFE US, 买入)、J&J (JNJ US, 未评级)、Roche (ROG SW, 未评级)、Novartis (NOVN SW, 未评级)、GSK (GSK LN, 未评级)、Sanofi (SAN FP, 未评级)、Astrazeneca (AZN LN, 未评级)、Eli Lilly (LLY US, 未评级)、Novo Nordisk (NVO US, 未评级)、Merck & Co (MRK US, 未评级), 下同。由于 Roche 不披露一季度数据, 故假设 1Q26&1Q25 研发费用均为 2025 年全年的 1/4。上述 10 家公司中的 7 家的 1Q26 年研发费用同比增长。

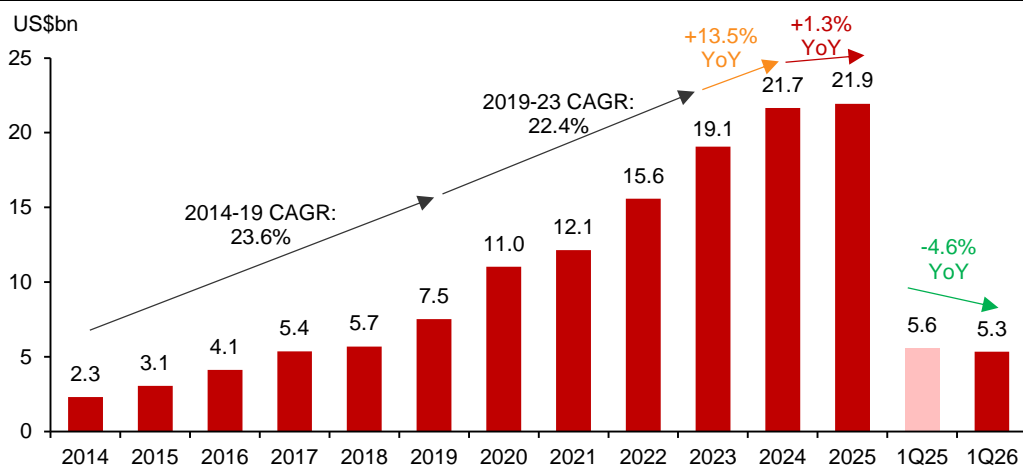
图 12: 全球主要大药企的资本支出



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 由于 Roche 不披露一季度数据, 故假设 1Q26&1Q25 资本支出均为 2025 年全年的 1/4。上述 10 家公司中的 6 家的 1Q26 资本支出同比增长。

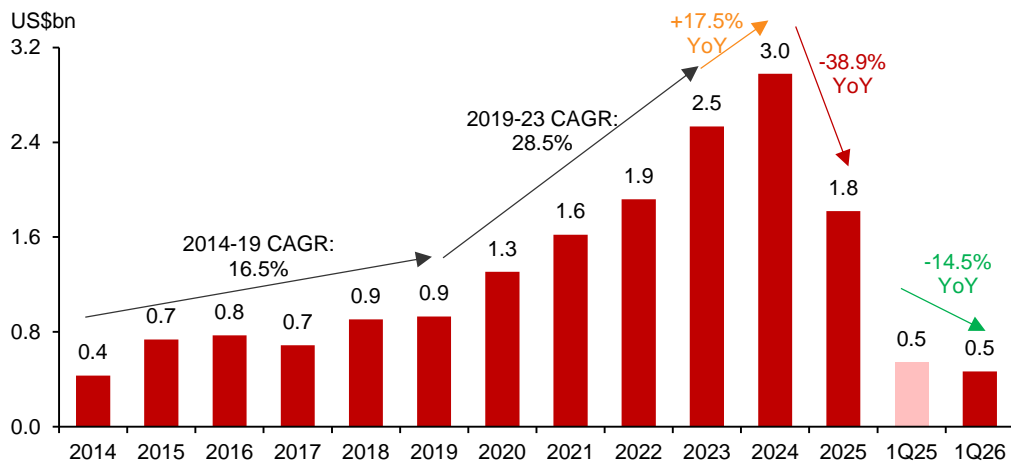
图 13: 全球头部 biotech 公司的研发费用



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 选取了收入、市值、研发投入大的 10 家 biotech 公司, 分别为: Regeneron (REGN US, 未评级)、Moderna (MRNA US, 未评级)、BioNtech (BNTX US, 未评级)、Alnylam (ALNY US, 未评级)、Incyte (INCY US, 未评级)、Genmab (GMAB US, 未评级)、Beigene (ONC US, 买入)、Neurocrine (NBIX US, 未评级)、Sarepta (SRPT US, 未评级)、Ionis (IONS US, 未评级), 下同。上述 10 家公司中的 7 家的 1Q26 研发费用同比增长。

图 14: 全球头部 biotech 公司的资本支出



资料来源: 公司财报, 招银国际环球市场

注: 上述 10 家公司中的 5 家的 1Q26 年资本支出同比增长。

图 15: 全球估值比较

公司	股票代码	评级	市值 US\$bn	收入 CAGR 24-27E	净利润 CAGR 24-27E	P/E(x)		PEG(x) 26E	PB(x) 26E	ROE 26E	股息率 26E
						26E	27E				
海外											
Thermo Fisher	TMO US	买入	172.8	6.6%	6.2%	18.9	17.7	16.3	3.1	3.1	16.2%
Danaher	DHR US	未评级	121.1	5.6%	8.6%	20.3	18.8	17.2	2.4	2.2	10.3%
Samsung Bio	207940 KS	未评级	46.0	14.8%	15.6%	35.0	30.5	27.4	2.2	7.2	22.8%
Lonza	LONN SW	未评级	43.8	11.6%	18.2%	27.3	22.7	19.6	1.5	3.7	13.5%
IQVIA	IQV US	未评级	29.8	5.8%	7.7%	14.0	12.6	11.3	1.8	4.2	27.8%
LabCorp	LH US	未评级	20.8	5.0%	7.4%	14.1	13.1	12.1	1.9	2.2	15.3%
Sartorius	SRT GR	未评级	17.2	8.4%	16.0%	32.2	26.7	22.5	2.0	4.0	10.6%
Medpace	MEDP US	未评级	12.1	7.9%	9.8%	24.9	22.9	20.1	2.5	12.5	68.9%
Charles River	CRL US	未评级	8.6	1.1%	8.2%	16.0	14.4	13.2	2.0	2.6	14.6%
Bachem	BANB SW	未评级	7.7	25.4%	22.0%	33.0	26.4	22.3	1.5	3.8	12.1%
海外平均				9.2%	12.0%	23.6	20.6	18.2	2.1	4.5	21.2%
国内											
药明康德	603259 CH	买入	48.6	15.4%	19.9%	17.2	14.6	12.6	0.9	3.5	19.5%
药明生物	2269 HK	买入	17.5	15.3%	16.5%	18.5	15.7	13.8	1.1	2.1	14.2%
药明合联	2268 HK	买入	8.8	32.6%	32.9%	32.0	24.3	18.3	1.0	4.8	17.7%
康龙化成	300759 CH	买入	7.0	15.9%	17.6%	23.8	20.2	17.4	1.4	2.8	11.6%
凯莱英	008821 CH	未评级	6.8	19.7%	28.3%	33.3	26.5	21.4	1.2	2.5	7.6%
泰格医药	300347 CH	买入	6.3	31.1%	25.0%	45.1	34.6	26.5	1.8	2.0	4.6%
昭衍新药	603127 CH	未评级	4.0	18.7%	36.5%	71.8	56.6	38.0	2.0	3.5	4.9%
国内平均				21.2%	25.2%	34.5	27.5	21.2	1.3	3.0	11.4%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

注: Thermo Fisher、药明康德、药明生物、药明合联和康龙化成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 (数据截至 2026 年 5 月 11 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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。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。