

三生制药 (1530 HK)

辉瑞全速推进 707 全球临床，ADC 联用蓄势待发

辉瑞 (PFE US) 日前在 J.P. Morgan 医疗健康大会上披露了关于与三生制药合作的 707/PF'4404 (PD-1/VEGF) 的重磅研发计划，其推进速度与广度超出我们预期。辉瑞明确将在 2026 年启动 4 项全球 3 期临床，覆盖 5 大一线适应症，并将首次启动与 ADC 药物联用的 3 期临床研究。我们认为 PD-(L)1/VEGF 双抗有望成为下一代肿瘤免疫治疗的基石药物，而辉瑞有望凭借“IO+ADC”的内部管线协同优势及强大的临床执行力，在抢位赛中占据领先优势。707/PF'4404 的全球价值释放也将成为推动三生制药上行的关键催化剂。

■ **MNC 竞逐下一代 IO 基石药物，辉瑞“速度+广度+深度”占优。**目前，已经有 4 家 MNC 跻身 PD-(L)1/VEGF 的抢位赛，包括辉瑞（合作三生制药）、BMS（合作 BioNTech）、默沙东（合作礼新）、艾伯维（合作荣昌生物）。我们认为，临床的竞争将是关键，辉瑞有望以“速度+广度+深度”优势脱颖而出。尽管 Summit 已向 FDA 提交依沃西单抗的 BLA，但鉴于 Harmoni 研究仅显示 OS 获益趋势，审批仍存不确定性，且二线 EGFRm 非小细胞肺癌（NSCLC）适应症的覆盖范围有限。BMS/BioNTech 虽公布了广泛的临床计划，但在核心适应症的进度（如一线 NSCLC 和 mCRC）落后于辉瑞。辉瑞正全速推进 707 的临床开发：计划在 2026 年启动 4 项 III 期临床，瞄准一线鳞状/非鳞状 NSCLC、结直肠癌（mCRC）、子宫内膜癌及尿路上皮癌。目前，针对一线 NSCLC 及 mCRC 的 3 期和一线 ES-SCLC 的 2/3 期临床均已完成首例患者入组。更为关键的是，辉瑞将快速开展 707 与多种 ADC 联用的临床。例如，辉瑞计划开展 707 联用 Padcev 用于一线治疗尿路上皮癌的 III 期临床。这种基于内部管线协同的“下一代 IO + ADC”策略，构成了辉瑞独有的护城河。

■ **在研创新管线丰富。**除 707 之外，三生制药还在加大研发投入，多个管线有望迎来临床数据读出。705 (PD-1/HER2)、706 (PD-1/PD-L1) 正在中国开展 2 期临床，SPGL008 (B7H3/IL-15) 和 SSS59 (MUC17/CD3/CD17) 处在临床 1 期阶段。随着临床数据逐渐成熟，部分早期资产或将具备对外授权 (BD) 的潜力，持续验证公司研发平台的能力。

■ **核心业务基本面稳健，提供安全边际。**控股子公司三生国健 (688336 CH，未评级) 日前披露业绩预告，预计 2025 年实现收入约 42 亿元，其中包含 707 授权许可首付款确认收入约 28.9 亿元。据我们测算，剔除首付款影响后，三生国健内生业务收入同比增长约 9%。此外，我们估计三生制药核心品种特比澳保持稳健，蔓迪持续增长，从而带来稳定的内生利润。

■ **维持“买入”评级，目标价 37.43 港元。**我们估计公司目前在手净现金约 130 亿元。鉴于辉瑞超预期的临床推进力度，我们重申对于 707 成为全球重磅品种的信心。考虑到竞争加剧，我们调整了 Beta 和永续增长率，并基于 10 年 DCF 模型，给予目标价 37.43 港元 (WACC: 10.11%，永续增长率: 2.0%)。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	7,816	9,108	17,972	9,581	9,883
同比增长 (%)	13.8	16.5	97.3	(46.7)	3.1
归母净利润 (百万人民币)	1,549	2,090	9,741	2,134	2,287
同比增长 (%)	(19.1)	34.9	366.0	(78.1)	7.2
每股收益 (人民币)	0.64	0.86	3.84	0.84	0.90
市盈率 (倍)	33.8	24.9	5.6	25.6	23.8

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	37.43 港元
(此前目标价)	37.58 港元)
潜在升幅	55.5%
当前股价	24.08 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)	61,115.2
3 月平均流通量(百万港元)	752.6
52 周内股价高/低(港元)	35.90/6.01
总股本 (百万)	2538.0

资料来源：FactSet

股权结构

TMF (Cayman) Ltd.	22.8%
Decade Sunshine	19.6%

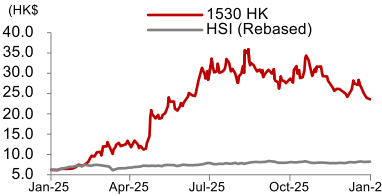
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-7.0%	-11.4%
3 - 月	-16.2%	-18.3%
6 - 月	-15.4%	-20.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 全球 PD-(L1)/VEGF 靶点药物已登记的 2/3 期及 3 期临床试验梳理

通用名/研发代码	公司	临床阶段	适应症	计划入组人数	主要临床终点	实验方案	登记号
依沃西单抗 (AK112)	康方生物 / Summit	III 期 (2023.5.4)	联合化疗治疗 EGFR 突变 EGFR-TKI 耐药 (≥2L) 的 nsq-NSCLC (HARMONi)	420	Dual Primary endpoints: PFS, OS	AK112 (20mg/kg Q3W)+ Chemo vs Placebo + Chemo	NCT06396065
		III 期 (2023.10.26)	联合化疗 1L WT sq-NSCLC (HARMONi-3)	600	Dual Primary endpoints: PFS, OS	AK112 (20mg/kg Q3W)+ Chemo vs Keytruda + Chemo	NCT05899608
		III 期 (2025.Q1)	联合化疗 1L WT nsq-NSCLC (HARMONi-3)	1000	Dual Primary endpoints: PFS, OS	AK112 (20mg/kg Q3W)+ Chemo vs Keytruda + Chemo	
		III 期 (2025.2.27)	单药 1L 治疗 PD-L1+(≥50%) NSCLC (HARMONi-7)	780	Dual Primary endpoints: PFS, OS	AK112 (20mg/kg Q3W) vs Keytruda	NCT06767514
		III 期 (2025.11.18)	联合化疗 1L 治疗 mCRC (HARMONi-GI3)	600	Primary endpoints: PFS	AK112 (20mg/kg Q2W) + mFOLFOX6 vs BEVACIZUMAB + FOLFOX	NCT07228832
707/ PF'4404	三生制药/ 辉瑞	III 期 (2026.1.6)	联合化疗 1L NSCLC (Part 1: sq, Part 2: nsq)	1500 (700 for sq, 800 for nsq)	Dual Primary endpoints: PFS, OS	PF'4404 (10mg/kg Q3W) + Chemo vs Keytruda + Chemo	NCT07222566
		III 期 (2025.12.11)	联合化疗 1L mCRC (Non-MSI-H 或 pMMR) (Symbiotic-GI-03)	800	Dual Primary endpoints: PFS, OS	PF'4404 (10mg/kg Q2W) + Chemo vs BEVACIZUMAB + Chemo	NCT07222800
		II/III 期 (2025.12.9)	联合化疗 1L ES-SCLC	Ph2 (40), Ph3 (500)	Primary endpoints of Ph3: OS	PF'4404 + Chemo vs Atezolizumab + Chemo	NCT07226999
Pumitamidg (BNT327)	BioNTech / BMS	III 期 (2025.2.3)	联合化疗 1L 治疗 ES-SCLC (ROSETTA LUNG-01)	621	BioNTech 发起 Primary endpoints of Ph3: OS	BNT327+ Chemo vs Atezolizumab + Chemo	NCT06712355、CTR20251195
		III 期 (2025.10.30)	联合化疗 1L 治疗 TNBC (ROSETTA Breast-01)	558	BioNTech 发起 Dual Primary endpoints: PFS, OS	BNT327+ Chemo vs Placebo + Chemo	NCT07173751
		III 期 (2026.04)	单药 1L 治疗 PD-L1+(≥50%) NSCLC (ROSETTA Lung-202)	750	BMS 发起 Dual Primary endpoints: PFS, OS	BNT327 vs Keytruda	NCT07361510
		III 期 (2026.04)	单药治疗三期不可切除 NSCLC	850	BMS 发起 Primary endpoints: PFS	BNT327 vs Durvalumab (PD-L1)	NCT07361497
		II/III 期 (2025.1.7)	联合化疗 1L 治疗 WT NSCLC (ROSETTA Lung-02)	982	BioNTech 发起 Dual Primary endpoints of Ph3: PFS, OS	Ph2: BNT327+Chemo Ph3: BNT327+ Chemo vs Keytruda+Chemo	NCT06712316
		II/III 期 (2026.03)	联合化疗 1L 晚期或转移性胃、胃食管交界处或食管腺癌 (ROSETTA GI 204)	690	BMS 发起 Dual Primary endpoints of Ph3: PFS, OS	BNT327+ Chemo vs Nivolumab + Chemo	NCT07221149
		II/III 期 (2025.12.31)	联合化疗 1L mCRC	990	BMS 发起 Primary endpoints of Ph3: PFS	BNT327 + Chemo vs BEVACIZUMAB + Chemo	NCT07221357

资料来源: clinicaltrials.gov, 招银国际环球市场

注: 标粗为已正式启动患者招募

图 2: 辉瑞已公布的 707/PF'4404 的全球临床计划

临床阶段	适应症	计划入组人数	主要临床终点	实验方案	登记号
III 期	联合化疗 1L NSCLC (Part 1: sq, Part 2: nsq)	1500 (700 for sq, 800 for nsq)	Dual Primary endpoints: PFS, OS	PF'4404 (10mg/kg Q3W) + Chemo vs Keytruda + Chemo	NCT07222566
III 期	联合化疗 1L mCRC (Non-MSI-H 或 pMMR)	800	Dual Primary endpoints: PFS, OS	PF'4404 (10mg/kg Q2W) + Chemo vs BEVACIZUMAB + Chemo	NCT07222800
III 期	1L EC	-	-	-	-
III 期	联合 PADCEV (Nectin-4 ADC) 1L mUC	-	-	-	-
II/III 期	联合化疗 1L ES-SCLC	Ph2 (40), Ph3 (500)	Primary endpoints of Ph3: OS	PF'4404 + Chemo vs Atezolizumab + Chemo	NCT07226999
Ib/II 期	单药或联合 2 种其他药物 1L 治疗局部晚期或转移性肾细胞癌 (Ia/mRCC)	224	Primary endpoints: ORR、AEs&SAEs、DLT	Monotherapy or + other 2 drugs	NCT07227415
Ib/II 期	联合其他药物治疗 NSCLC (包括联合 SV(IB6 ADC)1L 治疗 NSCLC)	162	Primary endpoints: ORR、AEs&SAEs、DLT	Part A: + SV Part B: + other anticancer agent	NCT07227298
Ib/II 期	单药或联合伊匹木单抗治疗局部晚期或转移性肝癌 (Ia/mHCC)	138	Primary endpoints: ORR、AEs&SAEs、DLT、Recommended dose of PF'4404 in combination with ipilimumab	Monotherapy or + ipilimumab	NCT07227012

资料来源: clinicaltrials.gov, 辉瑞, 招银国际环球市场

注: 标粗为已正式启动患者招募

图 3: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	17,972	9,581	9,883	17,528	9,557	9,883	2.5%	0.2%	0.0%
毛利	16,640	8,221	8,496	16,202	8,203	8,499	2.7%	0.2%	0.0%
营业利润	12,044	2,741	2,905	11,442	3,371	3,512	5.3%	-18.7%	-17.3%
归母净利润	9,741	2,134	2,287	9,244	2,645	2,768	5.4%	-19.3%	-17.4%
基本每股收益 (元)	3.84	0.84	0.90	3.80	1.09	1.14	1.0%	-22.7%	-20.8%
毛利率	92.59%	85.80%	85.97%	92.43%	85.83%	85.99%	+0.15ppt	-0.02ppt	-0.02ppt
营业利润率	67.02%	28.61%	29.40%	65.28%	35.27%	35.53%	+1.74ppt	-6.66ppt	-6.13ppt
净利率	54.20%	22.27%	23.14%	52.74%	27.68%	28.01%	+1.46ppt	-5.41ppt	-4.87ppt

资料来源: 招银国际环球市场预测

展望未来, 鉴于公司核心在研管线, 包括 705 (PD-1/HER2)、706 (PD-1/PD-L1)、SPGL008 (B7H3/IL-15) 及 SSS59 (MUC17/CD3/CD17) 等双/多抗品种正快速推进临床, 我们预计公司将持续加大研发投入以驱动管线价值兑现。基于此, 我们上调了 2026E-2027E 的研发费用率假设 (剔除 707 相关里程碑付款), 并相应下调了短期的盈利预测。然而, 随着辉瑞全力推进 707 的全球临床布局, 707 的全球商业化潜力有望被充分释放, 这将显著增厚公司的远期利润。

图 4: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
息税前利润	2,195	2,358	2,650	3,016	3,815	5,119	6,880	8,854	11,075	13,436
税率	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
息税前利润*(1-税率)	1,800	1,934	2,173	2,473	3,128	4,197	5,642	7,260	9,082	11,017
+折旧与摊销	395	405	415	425	434	442	451	458	466	473
- 营运资金变化	-4	-66	-133	-183	-265	-324	-335	-252	-271	-283
- 资本支出	-600	-600	-600	-600	-600	-600	-600	-600	-600	-600
自由现金流	1,591	1,673	1,856	2,115	2,697	3,715	5,158	6,867	8,677	10,607
终值										133,347

永续增长率	2.00%
加权平均资本成本 WACC	10.11%
股本成本	13.50%
债务成本	4.50%
市场风险系数 β	1.00
无风险利率	3.00%
市场风险溢价	10.50%
目标负债率	35.00%
有效公司税率	15.00%

终值 (百万元人民币)	50,882
现值 (百万元人民币)	73,783
净负债 (百万元人民币)	-14,430
少数股东权益 (百万元人民币)	2,707
股权价值 (百万元人民币)	85,507
股权价值 (百万港元)	95,007
股份数 (百万股)	2,538
DCF 每股价值 (港元)	37.43

资料来源：招银国际环球市场预测

图 5: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		9.11%	9.61%	10.11%	10.61%	11.11%
永续增长率	3.00%	48.49	44.35	40.81	37.77	35.13
	2.50%	45.87	42.19	39.01	36.26	33.84
	2.00%	43.62	40.31	37.43	34.92	32.69
	1.50%	41.67	38.67	36.04	33.72	31.67
	1.00%	39.95	37.21	34.80	32.65	30.74

资料来源：招银国际环球市场预测

图 6: 招银国际与市场预测

招银国际环球市场预测				彭博一致预期			差值 (%)		
人民币百万元	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	17,972	9,581	9,883	18,534	11,438	11,979	-3.0%	-16.2%	-17.5%
毛利	16,640	8,221	8,496	17,154	9,962	10,422	-3.0%	-17.5%	-18.5%
营业利润	12,044	2,741	2,905	11,531	4,131	4,025	4.5%	-33.6%	-27.8%
归母净利润	9,741	2,134	2,287	9,563	3,420	3,446	1.9%	-37.6%	-33.6%
基本每股收益 (元)	3.84	0.84	0.90	3.60	1.39	1.42	6.6%	-39.6%	-36.4%
毛利率	92.59%	85.80%	85.97%	92.55%	87.10%	87.01%	+0.03ppt	-1.29ppt	-1.03ppt
营业利润率	67.02%	28.61%	29.40%	62.22%	36.12%	33.60%	+4.8ppt	-7.51ppt	-4.2ppt
净利润率	54.20%	22.27%	23.14%	51.60%	29.90%	28.77%	+2.6ppt	-7.63ppt	-5.63ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	6,866	7,816	9,108	17,972	9,581	9,883
销售成本	(1,194)	(1,174)	(1,280)	(1,332)	(1,360)	(1,386)
毛利	5,672	6,642	7,828	16,640	8,221	8,496
销售费用	(2,581)	(3,006)	(3,351)	(3,372)	(3,487)	(3,649)
行政费用	(393)	(481)	(502)	(562)	(557)	(566)
研发费用	(694)	(795)	(1,327)	(1,160)	(1,963)	(1,933)
其他	413	(139)	(89)	499	527	557
运营利润	2,417	2,221	2,560	12,044	2,741	2,905
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	(34)	(30)	349	0	0	0
净利息收入(支出)	(103)	(212)	(191)	(101)	(73)	(44)
税前利润	2,280	1,978	2,718	11,944	2,668	2,861
所得税	(371)	(392)	(501)	(2,150)	(480)	(515)
非控股权益	(7)	37	127	53	54	59
归母净利润	1,916	1,549	2,090	9,741	2,134	2,287

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	9,751	9,193	9,347	20,023	20,935	21,973
现金与现金等价物	2,152	2,611	2,143	12,607	13,552	14,566
应收账款	1,312	1,095	1,305	1,332	1,312	1,354
存货	713	778	795	808	814	818
预付款项	505	1,132	741	913	894	874
以公允价值计入损益的资产	4,861	3,303	3,769	3,769	3,769	3,769
其他流动资产	208	274	594	594	594	594
非流动资产	12,258	14,432	14,866	15,082	15,287	15,482
物业及厂房及设备 (净额)	4,114	4,692	4,993	5,238	5,470	5,691
无形资产	1,578	1,554	1,685	1,675	1,665	1,655
商誉	4,140	4,199	4,253	4,253	4,253	4,253
其他非流动资产	2,426	3,986	3,935	3,917	3,900	3,883
总资产	22,009	23,625	24,213	35,105	36,222	37,455
流动负债	1,844	3,728	5,464	3,661	3,125	2,583
短期债务	413	2,112	2,244	1,744	1,244	744
应付账款	250	212	180	183	186	190
应付税款	112	33	50	50	50	50
其他流动负债	1,069	1,371	2,990	1,685	1,645	1,600
非流动负债	4,801	3,384	713	713	713	713
长期债务	1,902	1,463	38	38	38	38
应付公司债	0	1,226	0	0	0	0
递延收入	423	412	390	390	390	390
其他非流动负债	2,477	283	285	285	285	285
总负债	6,645	7,111	6,176	4,374	3,838	3,296
股本	0	0	0	0	0	0
其他储备	9,468	10,752	12,942	25,584	27,184	28,899
其他	3,458	3,282	2,494	2,494	2,494	2,494
股东权益总额	12,926	14,034	15,436	28,077	29,678	31,393
少数股东权益	2,438	2,480	2,600	2,653	2,707	2,766
总负债和股东权益	22,009	23,625	24,213	35,105	36,222	37,455

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	2,280	1,978	2,718	11,944	2,668	2,861
折旧摊销	398	351	413	384	395	405
税款	(346)	(471)	(506)	(2,150)	(480)	(515)
营运资金变化	31	(162)	566	(287)	(4)	(66)
其他	(228)	386	11	(344)	(400)	(459)
净经营现金流	2,134	2,083	3,201	9,546	2,179	2,226
投资现金流						
资本开支	(975)	(704)	(963)	(600)	(600)	(600)
其他	(2,748)	(641)	(394)	444	473	503
净投资现金流	(3,723)	(1,345)	(1,358)	(156)	(127)	(97)
融资现金流						
已支付股息	(417)	(225)	(555)	(584)	(533)	(572)
净借贷	1,928	1,188	(1,264)	(500)	(500)	(500)
其他	(748)	(1,316)	(434)	2,158	(73)	(44)
净融资现金流	763	(353)	(2,253)	1,074	(1,107)	(1,116)
净现金流变动						
年初现金	2,868	2,152	2,611	2,143	12,607	13,552
汇率变动	109	75	(59)	0	0	0
年末现金	2,152	2,611	2,143	12,607	13,552	14,566
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	7.6%	13.8%	16.5%	97.3%	(46.7%)	3.1%
毛利润	7.5%	17.1%	17.9%	112.6%	(50.6%)	3.3%
经营利润	22.5%	(8.1%)	15.3%	370.5%	(77.2%)	6.0%
净利润	16.0%	(19.1%)	34.9%	366.0%	(78.1%)	7.2%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	82.6%	85.0%	86.0%	92.6%	85.8%	86.0%
营业利润率	35.2%	28.4%	28.1%	67.0%	28.6%	29.4%
股本回报率	15.2%	11.5%	14.2%	44.8%	7.4%	7.5%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
流动比率 (倍)	5.3	2.5	1.7	5.5	6.7	8.5
应收账款周转天数	71.5	56.2	48.1	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	214.5	231.6	224.3	221.3	218.3	215.3
应付账款周转天数	73.3	71.7	55.9	55.9	55.9	55.9
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	27.4	33.8	24.9	5.6	25.6	23.8
市盈率 (摊薄)	28.9	34.4	25.4	5.6	25.6	23.8
市帐率	3.4	3.2	2.9	1.8	1.7	1.6
股息 (%)	0.4	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
企业价值 / 销售额	7.8	6.8	5.9	3.0	5.6	5.4
企业价值 / EBIT	23.5	25.8	20.7	4.6	24.3	22.6
企业价值 / EBITDA	20.0	22.0	17.9	4.5	20.6	19.3

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守守则的相关定义）（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或赔偿责任。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。