

# 每日投资策略

## 宏观、公司点评

### 全球市场观察

- 中国股市在鲍威尔讲话前上涨，港股资讯科技、可选消费与医疗领涨，能源、必选消费与地产建筑下跌，南向资金净买入51.66亿港元，3个月Hibor小幅降至2.84%。恒生指数将纳入泡泡玛特、京东物流和中国电信。A股持续跑赢港股，电子、通信与计算机涨幅居前，银行、纺织服装与煤炭跑输市场。商品多数上涨，债券价格下跌，人民币兑美元走强。
- 中国持续释放反内卷和促消费信号。《互联网平台价格行为规则（征求意见稿）》发布，防止无序竞争扭曲资源配置和价格信号；快递费上涨，广东、浙江电商客户单价率先调价；磷酸铁锂行业闭门会召开，讨论产能出清。
- 美股上涨，可选消费、能源与通讯服务领涨，必选消费、公用事业、医疗保健等防御性板块跑输。科技七巨头大幅反弹，英特尔大涨，美国政府获得公司10%股权。英伟达推出Spectrum-XGS以太网，助力分布式数据中心迈入十亿瓦级AI超级工厂；英伟达将公布人形机器人“黑科技”；消息人士称英伟达正为中国市场开发B30A AI芯片，其性能超过先前H20芯片。
- 美债收益率与美元指数下跌，黄金与加密货币上涨，原油震荡上行。鲍威尔讲话比预期鸽派，发出谨慎降息信号，强调就业风险，预计关税一次性推升价格。但很快有两位地区联储主席出面给市场降温，暗示9月是否降息仍取决于经济数据，经济不确定性和美联储内部分歧意味着未来降息可能克制而渐进。
- 我们预计美国8月通胀可能反弹，移民劳工减少可能抵消劳工需求放缓对失业率影响，失业率将仍在低位。如果8月通胀升幅小于失业率升幅，那么9月美联储可能选择降息。如果8月通胀升幅超过失业率升幅，那么美联储可能保持利率不变而推迟至10月降息。预计美联储12月可能再次降息，明年降息两次。

### 宏观点评

#### ■ 美国经济 - 鲍威尔鸽派信号仍需数据支持

鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会的讲话比预期鸽派，被市场理解为发出9月降息的信号，美股、美债和加密货币上涨，美元指数下跌。但很快有两位地区联储主席出面给市场降温，暗示9月是否降息仍取决于经济数据。我们预计8月通胀可能反弹，移民劳工减少可能抵消劳工需求放缓对失业率影响，失业率将仍在低位。如果8月通胀升幅小于失业率升幅，那么9月美联储可能选择降息。如果8月通胀升幅超过失业率升幅，那么美联储可能保持利率不变而推迟至10月降息。我们预计美联储12月可能再次降息，明年降息两次。

([链接](#))

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto:research@cmbi.com.hk)

#### 环球主要股市上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,339	0.93	26.32
恒生国企	9,080	1.17	24.56
恒生科技	5,648	2.71	26.40
上证综指	3,826	1.45	14.14
深证综指	2,393	1.49	22.26
深圳创业板	2,683	3.36	25.26
美国道琼斯	45,632	1.89	7.26
美国标普500	6,467	1.52	9.95
美国纳斯达克	21,497	1.88	11.32
德国DAX	24,363	0.29	22.37
法国CAC	7,970	0.40	7.98
英国富时100	9,321	0.13	14.05
日本日经225	42,633	0.05	6.86
澳洲ASX	8,967	-0.57	9.91
台湾加权	23,764	-0.82	3.17

资料来源: 彭博

#### 港股分类指数上市日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	45,133	0.19	28.45
恒生工商业	14,213	1.45	26.34
恒生地产	18,583	0.03	24.61
恒生公用事业	36,188	-0.17	1.47

资料来源: 彭博

## 公司点评

### ■ 哔哩哔哩 (BILI US, 买入, 目标价: 30.0 美元) - 2Q25 业绩符合预期; 尽管收入增速放缓, 2H25 盈利前景仍然良好

哔哩哔哩公布 2Q25 业绩: 总营收同比增长 20% 至人民币 73.4 亿元, 符合一致预期; 经调整净利润达 5.62 亿元 (2Q24 净亏损 2.72 亿元), 较一致预期高出 8%, 这主要得益于销售费用控制好于预期 (同比增长 1%)。展望 3Q25, 我们预计总营收同比增长 4%, 增速放缓主要由于手游业务面临高基数压力, 也引发投资者对 2H25 营收增长前景的担忧。尽管如此, 我们预计广告和增值服务业务将保持韧性, 且 2H25 公司利润率扩张趋势将持续。考虑良好的利润率提升趋势, 我们将 FY25-27 年非 GAAP 盈利预测上调 1-7%。我们将基于 SOTP 的目标价从 28.8 美元上调至 30.0 美元, 维持“买入”评级。 ([链接](#))

### ■ 伟仕佳杰 (856 HK, 买入, 目标价: 14.2 港元) - 1H25: 强劲的 AI 需求支撑云收入快速增长

伟仕佳杰公布 1H25 业绩: 总营收同比增长 14% 至 455 亿港元, 相当于我们 FY25 预测的 44%; 净利润同比增长 36% 至 6.49 亿港元, 相当于我们 FY25 预测的 49%。AI 算力需求强劲推动云计算业务营收高增 (同比+68%)。作为亚洲领先的 AI 芯片及算力分销商之一, 我们预计伟仕佳杰将持续受益于 AI 算力需求的增长。我们维持 FY25-27 盈利预测基本不变。我们将目标价上调至 14.2 港元, 基于 15x FY25 PE (前值: 7.60 港元基于 8x FY25 PE), 主要反映 AI 相关业务占比提升。维持“买入”评级。 ([链接](#))

### ■ 石药集团 (1093 HK, 买入, 目标价: 12.11 港元) - 预计 2H25 将达成额外两项大型 BD 交易

管理层预计 2025 年下半年产品销售将实现回升。石药集团于 2025 年上半年录得总收入 133 亿元人民币, 其中包括来自外部授权 (BD) 收入的 108 万元人民币。剔除 BD 收入后, 核心收入为 122 亿元人民币, 同比下降 25%、环比下降 4%, 相当于我们此前 FY25 全年预测的 44%, 整体符合预期。2025 年第二季度, 核心收入环比下降 6%、同比下降 22%, 主要受恩必普销售持续疲软 (因医院处方限制趋严) 及多美素和津优力执行集采价格的影响。管理层预计 2025 年下半年产品销售将实现至少 5% 的环比增长。成本方面, 销售费用同比下降 18% 至 30 亿元人民币, 反映出集采执行后市场推广力度的减弱。1H25 归母净利润为 25 亿元人民币, 为此前全年预测的 45%。

预计 2025 年下半年将达成额外两项大型 BD 交易。自 2024 年底以来, 公司已完成六项外部授权交易, 涵盖多种资产, 包括脂蛋白(a)、MAT2A 抑制剂、ROR1 ADC、口服 GLP-1、伊立替康脂质体, 以及近期与阿斯利康签署的 AI 驱动小分子药物发现平台授权协议 (总交易金额超过 50 亿美元)。管理层预计将在 2025 年下半年再完成两项大型 BD 交易, 每项交易金额均将超过 50 亿美元, 其中一项涉及 EGFR ADC, 另一项为平台型授权。除小分子平台外, 公司还建立了多项核心技术平台, 涵盖纳米颗粒制剂、ADC、siRNA、抗体/融合蛋白等。管理层表示, 公司拥有 40-50 个具有 BD 潜力的管线资产, 其中重点候选资产包括 EGFR ADC、PD-1/IL-15 双特异性抗体、GFRAL 单抗、ActRII 单抗、B7-H3 ADC 等。我们预计石药将在中长期内实现可持续的 BD 收入增长。

EGFR ADC (SYS6010)：短期内的BD催化剂。SYS6010目前处于全球III期临床开发阶段。在中国正在进行两项关键性试验：一项为III期研究，比较SYS6010与化疗在EGFR TKI耐药的二线NSCLC患者中的疗效；另一项为Ib/III期研究，评估SYS6010联合奥希替尼与奥希替尼单药在EGFR突变的初治NSCLC中的疗效，III期部分预计将于2025年底启动。公司还在与国家药监局沟通，拟在EGFR野生型的二线及以上NSCLC患者中启动研究，并计划在食管鳞癌(ESCC)和头颈鳞癌(HNSCC)中开展III期临床试验。在美国，公司计划于2025年下半年启动两项III期临床研究：一项为三线及以上EGFR突变NSCLC患者（主要终点为ORR），另一项为二线及以上EGFR野生型NSCLC患者（包括免疫治疗耐药人群），比较SYS6010与多西他赛的疗效。在中国的I期临床中，SYS6010单药治疗TKI及化疗失败后的EGFR突变非鳞NSCLC患者，获得令人鼓舞的mPFS为7.6个月。值得关注的是，在5例EGFR表达中高、且免疫治疗耐药的EGFR野生型NSCLC患者中，SYS6010(4.8mg/kg)实现了80%的客观缓解率（4例部分缓解）。

维持“买入”评级。我们认为石药集团的BD交易将成为其盈利增长的可持续驱动因素。考虑到BD交易带来的积极贡献，我们将基于DCF估值的目标价上调至12.11港元(WACC: 9.15%, 永续增长率: 2.0%; 前值: 10.08港元)。(链接)

■ **李宁(2331 HK, 买入, 目标价: 23.02 港元) -下半年仍然面临挑战, 但我们看法转趋正面**

2025年7月至8月中表现疲弱, 因此零售折扣扩大及门店关闭的风险依然存在。根据管理层披露, 2025年上半年(对比2024财年)的线下客流下滑已有所改善。然而, 这一趋势在2025年7月停止, 并在8月截至目前出现逆转。根据我们的渠道调研, 2025年7月的电商销售增速也较6月及二季度更差。因此, 我们认为零售销售增速在2025年7月至8月中, 相较二季度可能进一步恶化。同时, 2025年7月至8月零售折扣(无论是线下还是线上)同比均出现扩大。如果线下单店销售进一步下滑, 更多门店在2025年下半年或将面临关闭。

2025财年指引维持不变。管理层维持2025财年业绩指引(销售保持平稳增长, 净利率维持高个位数)不变。我们认为指引合理, 因为销售动力(包括优化现有产品线、推出更多新产品及系列)可能被偏弱的宏观环境以及电商增速放缓(去年基数较高)所抵消。在利润率方面, 2025年下半年存在多重压力: 1) 去库存压力, 意味着零售折扣或将进一步同比扩大, 毛利率或低于去年, 2) 推广费用大幅上升, 主要因与中国奥委会的合作(现金赞助在下半年进入6个月全额支付, 而上半年仅支付2个月; 同时设备赞助将会更多), 3) 员工成本提高, 主要来自股权激励(上半年有人民币7,700万元的冲回, 下半年或将支付人民币1亿元, 因新一轮股权激励启动), 4) 投资物业及门店关闭相关减值风险(房地产市场及线下单店销售可能仍然承压), 以及5) 潜在税率上升风险(招银国际预估2025财年税率为31%), 主要源于境外现金转移。

维持“买入”评级, 上调目标价至23.02港元, 对应19倍2026年预测市盈率(之前为18倍2025财年市盈率)。我们下调2025/26/27财年净利润预测5%/1%/4%, 主要基于: 1) 上半年销售优于预期, 2) 毛利率及折扣假设下调, 3) 潜在经营杠杆负面影响较大, 4) 减值损失与有效税率可能高于预期。

虽然未来几季净利润可能仍受压，但核心经营利润已于2025年上半年改善。此外，随着非凡中国（Viva China）加大回购李宁股份，以及中国政府推动消费的意愿提升，我们对未来几年的潜在反转的看法变得更加正面。目前估值为20倍/16倍2025年/2026年预测市盈率，明显低于其10年平均的25倍。

2025年上半年业绩好于市场预期。剔除非经营性损失后，核心经营表现略为正面。2025年上半年，李宁收入同比增长3%至人民币148亿元，符合招银国际预期，比市场预期高出2%，净利润同比下滑11%至人民币17.4亿元，较招银国际预估低6%，但高于市场预测4%。我们认为业绩超预期主要归功于费用控制优于预期（虽然推广费同比上升7%，但员工成本/租金/折旧摊销分别下降6%/9%/25%）。即便净利润同比下滑，但若扣除非经营性项目及损失（包括人民币1.06亿元的投资物业减值、人民币1.53亿元的门店关闭减值、人民币7,600万元的子公司公允价值减值以及33%的实际税率（高于招银国际预估的26%）），核心经营利润本可同比增长15%，因此我们认为实质表现良好。但同时需注意，存货在上半年同比增长6%（增速快于销售），平均库龄延长，应收账款同比增长11%等等。（[链接](#)）

■ **滨江服务 (3316 HK, 买入, 目标价: 31.79 港元) - 1H25 基础物管稳健, 5S 业务切换动能; 计划 FY26 年冲刺入通**

公司1H25净利润增速12.2%，显著高于我们预计的行业平均LSD。总收入同比增22.7%，其中基础物管表现强劲，同比增27.9%，受益于退盘率下降带来的在管面积稳健增长、收缴率提升及物业费的提升。5S增值服务收入同比增32% (vs. 1H24 同比+159%) 主要受增长动能从硬装业务向软装及社区生活服务切换影响。主要拖累来自非业主增值，收入同比降15%；该业务毛利率同比下降8.3ppt 拖累综合毛利率同比下降3.1ppt，且趋势可能继续。我们将目标价下调3%至31.79港元，主要反映对业绩预期的轻微下调，目标价对应不变的13x 2025E P/E。

基础物管表现强劲。1H25基础物管收入同比增27.9%受益于在管面积的稳健增长(+19%)、收缴率同比提升0.55ppt、物业费率的提升(1H25: 4.20元 vs. 1H24: 4.17元)。以上积极变化主要归功于1) 过去2-3年公司对低质量项目的主动清退，公司FY23/FY24在管面积退盘率高达4.5/5.2%，1H25降至0.8% (vs. 1H24的1.7%) 说明低质量项目逐渐出清；2) 公司1H25在10个项目逆势提价14.1%，反映高端小区受物业费限价影响有限。板块毛利率下降1.5ppt 主要系公司在管项目楼龄上升导致成本增加；除此之外，强制缴纳社保政策或将为毛利率带来一定下行压力，即使在母公司后续交付项目毛利率有提升的背景下。

5S增值服务增长动能切换。板块增速由硬装业务驱动逐步向软装、社区生活等切换。由硬装作为主要增长驱动的优居业务在22-24年收入复合增速达183%，该板块在1H25的增速降至36.7%，其中硬装业务增34.4%，软装业务增503%，随着未来母公司交付商改住大平层体量减少，公司将更多在软装、二手房装修、设备换新等方面发力。除此之外优享业务（社区生活服务）1H25增速自1H24/FY24的13%/9%提升至42%，意味着公司在入室服务、社区生活服务及定制化服务方面提高渗透率。

70%派息比例，FY26冲刺入通。派息比例较1H24提高10个百分点至70%，与FY24派息比例吻合，同时公司表示未来不排除继续提高的可能性。另外公司为加入港股通设置了目标，期待FY26年能够完成入通。

维持“买入”评级。我们下调目标价3%至31.79港元，主要反映业绩预期轻微下调，目标价对应13x 2025E PE。风险提示：1) 增值服务增速不及预期；2) 毛利率受社保缴费政策影响超预期；2) 三方拓展不及预期等。（[链接](#)）

■ **卓胜微 (300782 CH, 持有, 目标价: 人民币 81.5 元) - 业务模式转型带来盈利压力; 维持“持有”评级**

卓胜微公布2025年二季度业绩。公司实现营业收入人民币9.48亿元，环比增长25%（因一季度基数较低），同比下降13%，反映终端市场需求持续疲弱及竞争加剧。二季度毛利率降至27%（较1Q25/2Q24分别下降4/14个百分点），低于彭博一致预期的34%，主要原因包括：1) 价格压力持续，2) 折旧影响，3) 产能利用率低于预期。二季度净亏损扩大至1.01亿元（净利率-11%），较一季度的亏损4700万元（净利率-6%）进一步扩大。我们将2025/26年营收预测下调21%/22%，以反映需求弱于预期及价格压力持续。同时，我们也将2025/26年毛利率预测下调9/7个百分点至32%/37%，考虑到折旧高企对短期盈利的拖累。维持“持有”评级，目标价人民币81.5元，基于45倍2026E EV/EBITDA（前值：人民币82.0元）。（[链接](#)）

## 招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	现价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
<b>长仓</b>											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	19.98	25.00	25%	11.4	10.9	1.8	20.0	2.6%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	71.00	80.00	13%	102.9	30.5	7.9	7.7	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.56	7.40	13%	12.9	11.5	0.9	7.2	5.8%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.15	8.70	22%	10.2	8.2	1.6	17.4	4.0%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.48	10.54	41%	9.8	8.5	4.0	49.6	3.7%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.88	18.68	N/A	10.9	9.8	3.4	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.88	44.95	19%	23.2	18.7	0.8	27.7	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	88.26	133.86	52%	4.5	16.7	5.1	31.0	1.6%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.87	18.61	57%	49.5	62.5	2.1	17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医药	买入	313.67	359.47	15%	105.3	38.3	13.4	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	31.08	37.67	21%	7.4	23.2	3.1	37.1	1.8%
中国平安	2318 HK	保险	买入	58.10	65.10	12%	7.7	7.3	1.0	13.4	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.46	15.80	N/A	11.4	10.5	1.3	13.4	3.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	600.00	705.00	18%	22.1	19.6	4.3	20.9	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	122.94	141.20	15%	1.7	1.5	0.3	9.9	7.2%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	64.92	70.00	8%	2.6	2.4	0.3	10.3	1.5%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	5.09	6.13	20%	18.9	15.9	1.8	11.4	4.4%
小米集团	1810 HK	科技	买入	52.55	62.96	20%	30.4	23.8	5.2	19.6	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	45.36	60.55	33%	20.9	16.5	1.9	10.4	0.7%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	39.50	43.22	9%	16.3	13.1	2.2	15.1	1.9%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.66	8.90	16%	N/A	N/A	9.1	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	136.83	176.00	29%	32.2	22.5	5.9	19.2	0.3%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	66.80	93.00	39%	19.3	14.8	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	383.40	379.26	N/A	37.2	29.1	7.2	21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	248.29	388.00	56%	22.0	18.9	4.0	11.2	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至2025年8月22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。

招銀國際環球市場或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

### 招銀國際環球市場投資評級

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	: 招銀國際環球市場并未给予投資評級

### 招銀國際環球市場行業投資評級

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

### 招銀國際環球市場有限公司

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

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

## 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。招銀國際環球市場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。招銀國際環球市場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銀國際環球市場编写，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。招銀國際環球市場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，未经招銀國際環球市場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

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場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，未在美国金融监管机构(“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。