

中国医药

1H24 业绩回顾：整体增长疲弱，创新药表现强劲

我们统计了 A 股和港股上市的 309 家医药公司上半年业绩情况，行业整体增长疲弱，平均收入增长 2.6%，平均净利润增长 2.7%，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 7.0 天，经营现金流同比下降 8.5%。为了更好地回报股东，多家医药公司宣布将进行中期分红。在我们统计的 309 家医药上市公司当中，共有 65 家宣派中期股息，占比达到 21%，多家企业首次宣布中期派息等。

- **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 25.3%，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，多家 Biotech 企业大幅减亏甚至盈利大幅增长。制药（Pharma）板块的业绩稳健，1H24 平均收入增长 1.6%，平均净利润增长 7.4%。创新药收入快速增长，部分龙头制药企业成功完成品种出海，实现了显著的利润提升。仿制药逐渐消化集采压力，降幅收窄。
- **医疗设备类和医疗耗材类公司的业绩存在分化。**医疗设备类企业存在明显的业绩压力，主要是由于设备招标受到了医疗反腐以及设备更新政策落地缓慢的影响。对于耗材类企业，整体仍然存在价格压力，已经执行集采的品类相对业绩压力较小，主要由于需求较为刚性。部分医疗器械企业的同比表现仍受到了去年上半年新冠收入基数的影响。不论是医疗设备还是耗材企业，海外业务均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。IVD 板块的业绩表现相对稳健，主要是由于诊疗需求相对刚性，1H24 平均收入增长 4.7%，平均净利润增长 13.5%。国产化学发光龙头有望随着集采推进而持续扩张份额。
- **行业展望：**我们认为，受到宏观环境的影响，医保基金支付承压，基金监管趋严，预计下半年整体国内医疗需求偏弱。但由于老龄化的趋势，医保基金支出以及诊疗需求长期仍将稳健增长。受益于政策支持，预计国内创新药销售将保持强劲增长。海外降息预期或将推动高弹性的创新药板块估值反弹。我们继续看好龙头创新药（包含 Pharma/Biotech）、业绩扎实且估值吸引的消费医疗企业、龙头医疗器械企业。推荐买入百济神州（BGNE US、6160 HK、688235 CH）、信达生物（1801 HK）、三生制药（1530 HK）、固生堂（2273 HK）、科伦博泰（6990 HK）、巨子生物（2367 HK）、迈瑞医疗（300760 CH）。

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	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
百济神州	BGNE US	买入	19,949.5	288.9	51%	N/A	373.6	80.1	72.2	(0.2)	0.0
信达生物制药	1801 HK	买入	8,983.5	55.2	28%	N/A	N/A	5.1	4.9	(0.1)	(0.0)
三生制药	1530 HK	买入	1,811.0	9.5	62%	6.8	6.4	0.7	0.7	0.1	0.1
固生堂	2273 HK	买入	1,135.0	67.9	88%	24.5	15.5	2.9	2.6	0.1	0.2
科伦博泰	6990 HK	买入	4,849.4	243.4	44%	N/A	N/A	10.7	15.4	(0.1)	(0.4)
巨子生物	2367 HK	买入	5,224.4	62.1	57%	19.7	15.2	5.1	4.1	0.3	0.3
迈瑞医疗	300760 CH	买入	41,326.6	352.8	46%	21.4	18.0	7.6	6.5	0.4	0.4

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

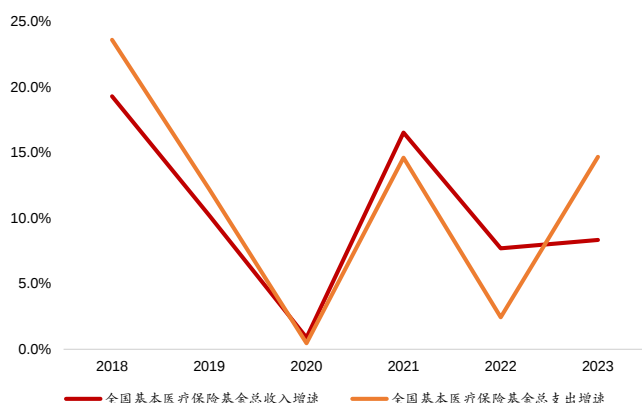
过往报告:

1. [【行业研究】中国医药 - 行业估值吸引，看好创新龙头](#)
2. [【行业研究】中国医药 - 期待创新支持政策落地 - 招银国际金融有限公司](#)
3. [【行业研究】中国医药 - 创新政策持续落地，期待全国性指导文件出台](#)
4. [【行业研究】中国医药 - 行业持续反弹可期，政策环境全面改善](#)
5. [【行业研究】中国医药 - 行业支持政策有望落地，业绩复苏可期](#)
6. [【行业研究】中国医药 - 重视设备更新的政策机遇](#)
7. [【行业研究】中国医药 - 业绩复苏将带来估值修复](#)
8. [【行业研究】中国医药 - 医药行业估值吸引，看好医药新消费](#)
9. [【行业研究】中国医药 - 创新药重磅利好政策落地](#)
10. [【行业研究】中国医药 - 政策利好持续兑现](#)
11. [【行业研究】中国医药 - DRG/DIP 2.0 版本分组方案公布，持续利好创新](#)
12. [【行业研究】中国医药 - 反弹趋势基本确定，业绩有望复苏](#)

医保基金收支压力增加，控费力度加大

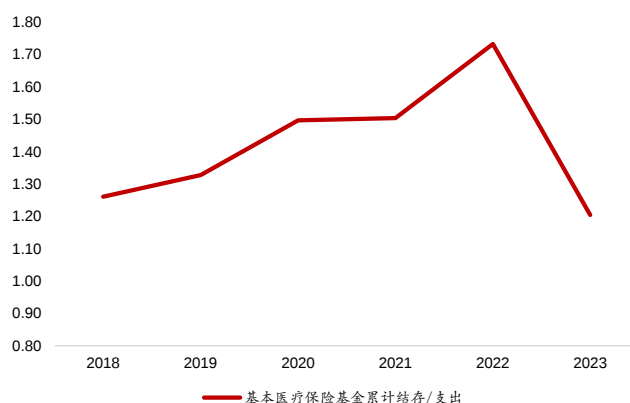
2023 年，由于疫情后诊疗需求恢复，基本医疗保险（含生育保险）基金支出同比大幅增长 14.7%（vs 2022 年 +2.4%）。2023 年基金支出增速超过收入增速，全年基金收入同比增加 8.3%（vs 2022 年 +7.7%）。因此，全国基本医疗保险基金累计结余金额下降至 3.4 万亿元，累计结余/年支出的比例从 2022 年的 1.7 下降至 2023 年的 1.2。

图 1: 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

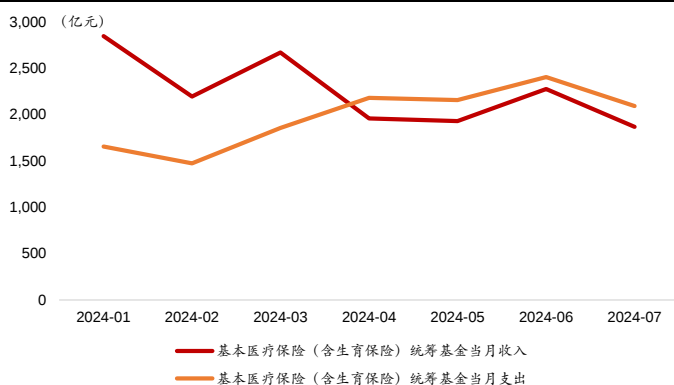
图 2: 基本医疗保险（含生育保险）基金累计结余/支出



资料来源: 国家医保局, 招银国际环球市场

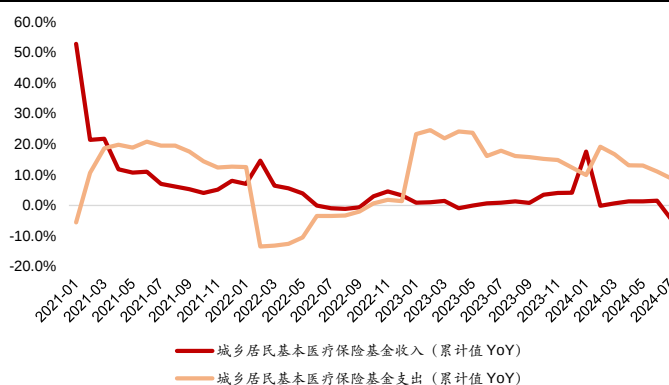
今年 1-7 月，由于宏观环境的影响，基本医疗保险的收入端存在一定压力。由于职工医疗保险的披露口径出现变化，我们可以通过城乡居民基本医疗保险的收支情况来判断整体趋势。今年 1-7 月，城乡居民基本医疗保险收入同比下降 4.5%，支出同比增长 8.9%，支出金额为 6,291 亿元，高于收入金额 5,481 亿元。同时，我们注意到，基本医疗保险（含生育保险）统筹基金自 2024 年 4 月以来连续 4 个月的当月支出金额高于当月收入金额，显示了医保统筹基金存在一定的收支压力。

图 3: 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: NSHA, 招银国际环球市场

图 4: 城乡居民基本医疗保险基金累计收入及支出同比



资料来源: NSHA, 招银国际环球市场

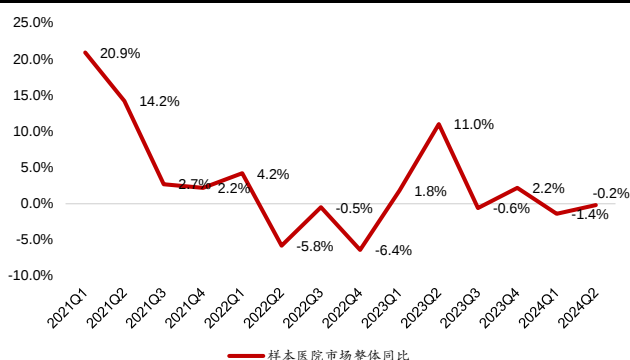
2024 年上半年整体药品销售增长疲弱，存在一定基数影响

IQVIA 数据显示，2Q24 中国医院医药市场增速趋于平缓，总销售额季度同比增长率为 -0.2%（≥100 张床位的机构）。基于 12 个月 MAT 销售额（滚动全年），2Q24 的 MAT 总销售额同比下降 0.1%。其中，跨国企业在 2Q24 的销售额同比增长 6.7%；而本土企业的销售额同比下降 2.7%。跨国企业 MAT 年销售额同比增长 2.5%；本土企业 MAT 年销售额同比下降 1.0%。

2024 年上半年，全国地级市零售药店市场销售规模达到了 1,056.9 亿元人民币，较去年同期累计规模下降 1.2%，消费者购药需求持续低迷。按不同企业类型来看，本土企业占据超 72% 的零售药店市场份额，2024 年上半年规模同比降低 2.5%。跨国企业零售药店市场份额占比近 28%，规模同比增长 2.2%。2024 年上半年，全国地级市零售非处方药市场的销售规模达到了 451 亿元人民币，同比下降 0.4%。2024 年上半年，全国地级市市辖区零售处方药市场的销售规模达到了 523 亿元人民币，同比增长 0.6%。

去年上半年，由于疫情放开后诊疗需求爆发，药品销售额存在较高的基数，对今年上半年的同比数据造成一定影响。此外，医疗反腐也对药品销售额产生一定影响，但是影响并不明显，主要是由于药品消费具有较强的刚需属性。

图 5: 样本医院市场药品销售额同比



资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

图 6: 样本医院市场分治疗领域销售额同比

1	其他类 (主要为中成药)	0.9%
2	抗肿瘤和免疫调节剂	9.4%
3	消化道和新陈代谢药	-2.5%
4	全身性抗感染药	-9.7%
5	神经系统	-2.3%
6	心血管系统	-5.4%
7	医用溶液	-3.0%
8	血液和血液形成器官	-4.8%
9	呼吸系统	8.4%
10	骨骼肌肉系统	5.5%

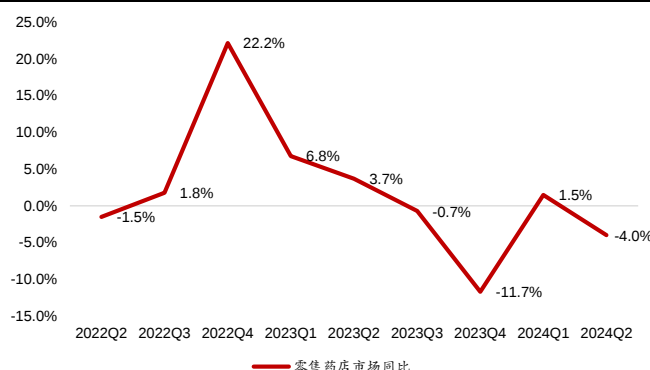
资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

图 7: 跨国企业和本土企业样本医院市场销售额同比



资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

图 8: 零售药店市场药品销售额同比



资料来源: IQVIA, 招银国际环球市场

2024 年上半年医疗器械销售规模下降，受到行业整顿、设备招标放缓、集采等影响

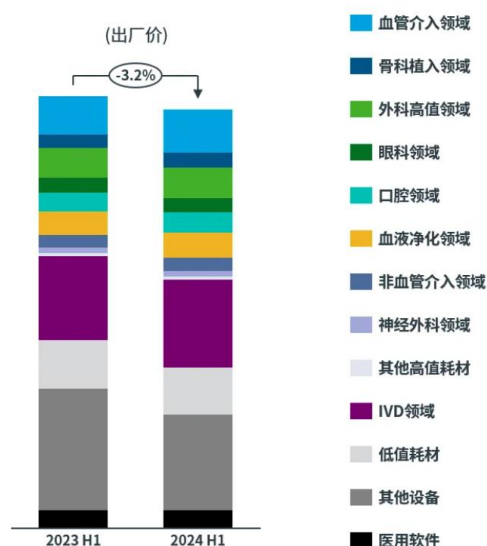
IQVIA 估计，2024 年上半年中国医疗器械市场规模同比下滑 3.2%，主要是受到医疗反腐、医疗设备招标放缓、高价低值耗材使用量的下降影响。

医疗设备市场 2024 年上半年同比下降 21.1%，其中影像类等设备受到医疗反腐的影响，使得医院设备采购更加谨慎导致招标数量减少，而急重症相关的设备则面临着疫情释放后的需求低迷。由于 2023 年的贴息贷款政策，使得需求提前释放，也影响了今年上半年的设备市场表现。此外，国家于 2024 年初开始推进医疗设备更新政策，但落地进度缓慢。截至目前，全国医疗设备更新的第一批补贴规模为 200 亿元，尚未落地。设备更新政策导致了医疗机构放缓正常的采购进度，等待补贴落地，对上半年的设备招标造成了影响。

医疗反腐的持续推进使临床非必要产品的使用量以及高价低值耗材使用量有所减少。医保控费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临床必要性较低的耗材使用有所影响，尤其是

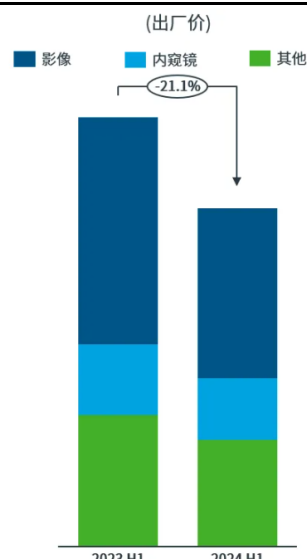
高价格低值耗材。由于带量采购以及医院控费限制，再加上低值耗材较低的技术壁垒，使得低值耗材的入院价格仍在持续下降。

图 9: 全国医疗器械市场规模



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

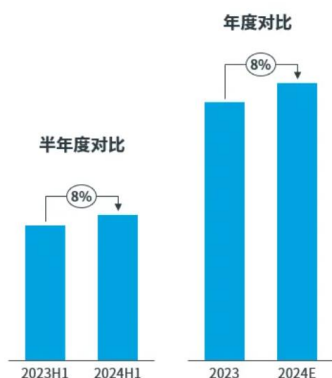
图 10: 医疗设备市场规模



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

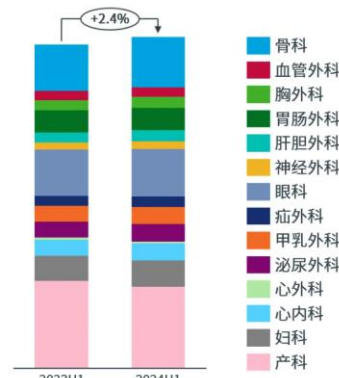
IQVIA 估计，排除产科，2024 年上半年的手术量同比增长 8%；预计 2024 年全年手术量也将增长 8%。受益于带量采购及人口老龄化影响，2024 上半年，骨科手术量增速仍领跑其他科室，同比增长超过 9%。6 月份运动医学国采落地，上半年手术增速超 20%。关节手术量在国采落地后保持 10% 以上的增长。脊柱、创伤增速放缓。

图 11: 全国手术量同比增速（剔除产科）



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

图 12: 全国手术量科室拆分



资料来源：IQVIA，招银国际环球市场

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 309 家医药公司上半年业绩情况，今年上半年行业整体增长疲弱，平均收入增长 2.6%，平均净利润增长 2.7%，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 7.0 天，经营现金流同比下降 8.5%。

在疲弱的宏观环境下，医药上市公司的经营整体稳健，为了更好地回报股东，多家医药公司宣布将进行中期分红。在我们统计的 309 家医药上市公司当中，共有 65 家宣派中期股息，占比达到 21%。首次宣布中期派息的公司包括迈瑞医疗、片仔癀、联影医疗、上海医药、华东医药、科伦药业、同仁堂、华润医药等。

图 13: A 股及港股医药行业 1H24 业绩总结

中位数平均	1H24 收入同比 (%)	1H24 净利润同比 (%)	1H24 毛利率同比变化 (%)	1H24 净利率同比变化 (%)	1H24 应收天数同比变化 (天)	1H24 经营现金流同比 (%)
A 股及港股医药公司	2.6	2.7	-0.4	0.2	7.0	-8.5
疫苗	-13.0	-55.0	-2.9	-3.2	20.9	-35.0
中药	-6.1	-0.1	-1.8	0.3	10.2	-45.7
制药	1.6	7.4	0.0	1.2	8.1	6.3
线下药房	8.6	-15.2	-2.1	-2.7	1.2	5.3
医疗服务	6.7	3.4	-0.5	-0.3	1.2	-1.2
医疗器械 (除 IVD)	7.6	-6.6	-0.6	-1.1	7.8	0.1
IVD 服务	-9.8	-66.0	-4.9	-3.6	44.2	NA
IVD	4.7	13.5	2.2	0.5	11.7	-3.9
互联网医疗	4.6	48.6	0.7	3.4	1.7	85.3
商业流通	-1.8	-10.1	-0.6	-0.1	10.1	-98.2
CXO	-8.6	-23.6	-2.8	-3.6	8.2	-20.3
血制品	7.3	4.4	0.6	1.7	-16.1	-40.5
Biotech	25.3	-66.9	0.7	17.8	19.7	-112.1
原料药	2.9	13.2	1.0	2.2	3.6	-17.9
医美	35.9	31.9	-0.5	0.0	4.6	36.4

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 25.3%，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，多家 Biotech 企业大幅减亏甚至盈利大幅增长，包括百济神州、信达生物、复宏汉霖等。

制药（Pharma）板块的业绩稳健，1H24 平均收入增长 1.6%，平均净利润增长 7.4%。创新药收入快速增长，部分龙头制药企业成功完成品种出海，实现了显著的利润提升。仿制药逐渐消化集采压力，降幅收窄。医疗反腐环境下，传统品种的销售仍然稳健增长，销售费用率普遍下降，经营效率提升。

今年 7 月 5 日，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。在积极的政策支持环境下，我们预计在年底的医保谈判/续约当中，整体创新药的降价幅度仍可能延续较为温和的趋势。

本年医保目录更新将在年底启动，此轮目录更新重点关注品种包括：

1) 潜在首次进入医保品种：

国产品种：

康方生物：AK104（PD-1/CTLA4）、AK112（PD-1/VEGF）；

信达生物：托莱西单抗（PCSK9）、雷莫西尤单抗；

中国生物制药：贝莫苏拜单抗（PD-L1）、安奈克替尼（ROS1）、依奉阿克（ALK）；

石药集团：恩朗苏拜单抗（PD-1）、纳鲁索拜单抗（RANKL）；

恒瑞医药：阿得贝利单抗（PD-L1）、恒格列净+二甲双胍。

进口品种：英克司兰钠（PCSK9 siRNA）、德曲妥珠单抗（Enhertu, HER2 ADC）、戈沙妥珠单抗（TROP2 ADC）。

2) 续约品种：

石药集团：丁苯酚；翰森制药：阿美替尼；三生制药：重组人血小板生成素；恒瑞医药：卡瑞利珠单抗（PD-1）。

我们认为，Biotech 以及 Pharma 板块将继续反弹，出海交易、医保谈判/续约、高速商业化收入增长等将成为板块上涨的催化剂。接下来重点关注的具备国际化潜力的品种包括：百济神州的 Sonrotoclax（BCL-2），BGB-16673（BTK-CDAC），BGB-43395（CDK4）；科伦博泰的 SKB264（TROP2 ADC），SKB410（Nectin4 ADC），SKB571（双抗 ADC）；信达生物的 IBI363（PD-1/IL2），IBI343（CLDN18.2 ADC），IBI389（CLDN18.2/CD3）；翰森制药的 HS-20093（B7H3 ADC），HS-20089（B7H4 ADC）；康方生物的 AK112（PD-1/VEGF）等。

医疗器械（除 IVD）板块：

医疗设备类和医疗耗材类公司的业绩存在分化。医疗设备类企业存在明显的业绩压力，主要是由于设备招标受到了医疗反腐导致以及设备更新政策落地缓慢的影响。对于耗材类企业，整体仍然存在价格压力，已经执行集采的品类相对业绩压力较小，主要由于需求较为刚性。部分医疗器械企业的同比表现仍受到了去年上半年新冠收入基数的影响。不论是医疗设备还是耗材企业，海外业务均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。

IVD 板块：

IVD 板块的业绩表现相对稳健，主要是由于诊疗需求相对刚性，1H24 平均收入增长 4.7%，平均净利润增长 13.5%。部分 IVD 的同比表现仍受到去年上半年新冠收入基数的影响。安徽联盟化学发光集采目前执行缓慢。下半年，随着安徽联盟化学发光集采逐步执行，以及化学发光集采进一步扩展品类，国产化学发光龙头有望进一步增加市场份额。

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上半年收入平均下滑 1.8%，净利润平均下滑 10.1%。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 10.1 天，反映了较大的医保回款压力。

医疗服务板块：

医疗服务的业绩较为稳健，平均收入增长 6.7%，平均净利润增长 3.4%。综合性医疗服务的表现略好于消费类医疗服务。在挑战的宏观环境下，综合性医疗需求较为刚性，而消费型需求则较为疲弱。值得注意的是，上半年医保支付压力较大，部分医疗服务公司确认了一部分相关坏账，以及部分公司的应收天数增加。

线下药店板块 1H24 平均收入增长 8.6%，平均净利润下降 15.2%。医保监管趋严、个账改革、医保局对于药价“五同”的要求，以及整体消费环境疲弱，导致线下药店业绩承压。

CXO 板块 面临较大的业绩压力，主要由于国内外融资复苏趋势尚未站稳，国内竞争激烈导致价格压力，板块平均收入下降 8.6%，平均净利润大幅下降 23.6%；新冠基数仍有一定影响。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。CXO 企业的新签订单在上半年有所复苏，但是对下半年展望仍然偏谨慎，主要是由于行业需求复苏仍处于早期阶段。

疫苗板块业绩下滑明显，板块平均收入下降 13.0%，平均净利润大幅下降 55.0%，主要是由于竞争激烈导致价格大幅下降。疫苗板块的平均应收天数大幅增加 20.9 天，体现了较大的回款压力。

医药行业展望：

我们认为，受到宏观环境的影响，医保基金支付承压，基金监管趋严，预计下半年整体国内医疗需求偏弱。但由于老龄化的趋势，医保基金支出以及诊疗需求长期仍将稳健增长。受益于政策支持，预计国内创新药销售将保持强劲增长。海外降息预期或将推动高弹性的创新药板块估值反弹。

我们继续看好龙头创新药（包含 Pharma/Biotech）、业绩扎实且估值吸引的消费医疗企业、龙头医疗器械企业。推荐买入百济神州（BGNE US、6160 HK、688235 CH）、信达生物（1801 HK）、三生制药（1530 HK）、固生堂（2273 HK）、科伦博泰（6990 HK）、巨子生物（2367 HK）、迈瑞医疗（300760 CH）。

图 14: MSCI 中国医疗保健指数相对收益率



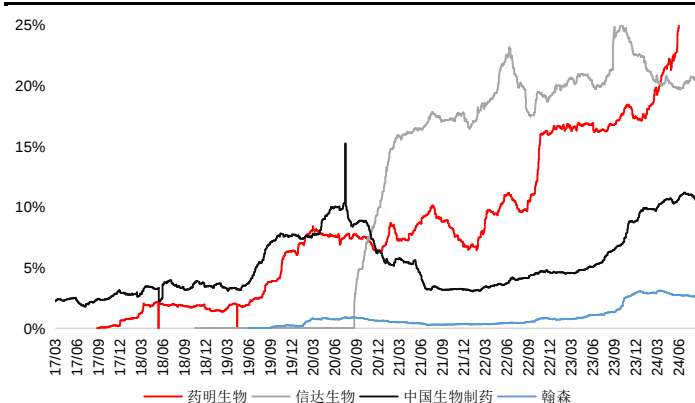
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 9 月 7 日

图 15: MSCI 中国医疗保健指数动态市盈率



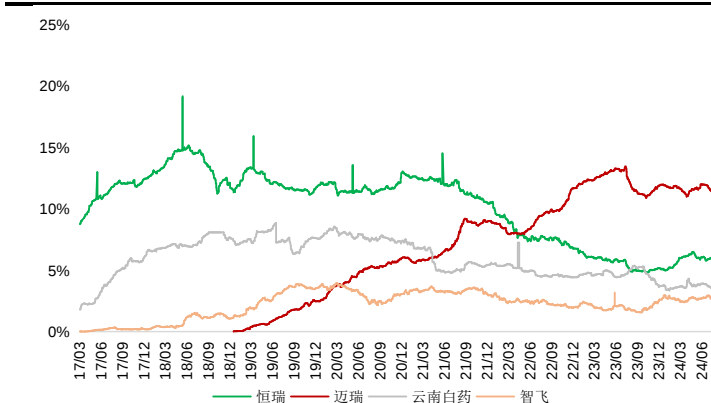
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 9 月 7 日

图 16: 南下持股比例



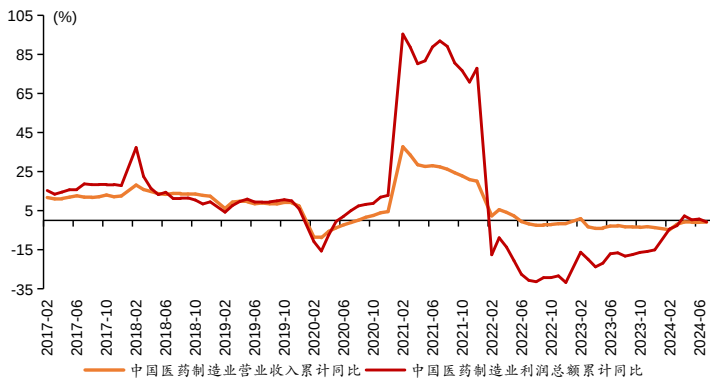
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 9 月 5 日收盘

图 17: 北上持股比例



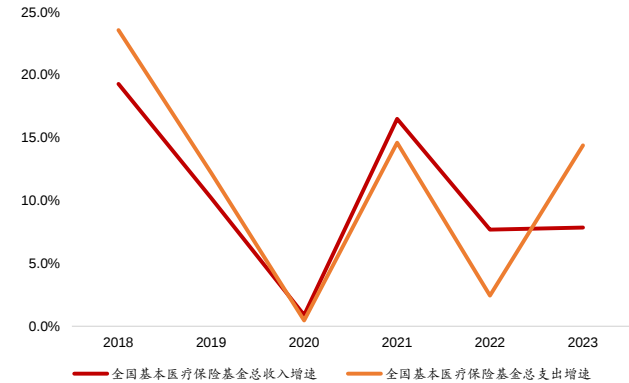
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 8 月 16 日收盘

图 18: 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 19: 基本医疗保险（含生育保险）年度收支增速



资料来源: 国家医保局, 招银国际环球市场

图 20: 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
康龙化成	3759 HK Equity	8.88	300759 CH Equity	19.37	-58.26%
康希诺	6185 HK Equity	18.58	688185 CH Equity	39.11	-56.74%
昭衍新药	6127 HK Equity	6.65	603127 CH Equity	13.20	-54.13%
复星医药	2196 HK Equity	12.12	600196 CH Equity	22.51	-50.97%
上海医药	2607 HK Equity	10.52	601607 CH Equity	19.25	-50.24%
泰格医药	3347 HK Equity	27.70	300347 CH Equity	48.73	-48.24%
凯莱英	6821 HK Equity	40.20	002821 CH Equity	60.84	-39.84%
白云山	874 HK Equity	17.72	600332 CH Equity	26.29	-38.63%
丽珠集团	1513 HK Equity	25.40	000513 CH Equity	36.56	-36.74%
药明康德	2359 HK Equity	34.60	603259 CH Equity	38.80	-18.80%

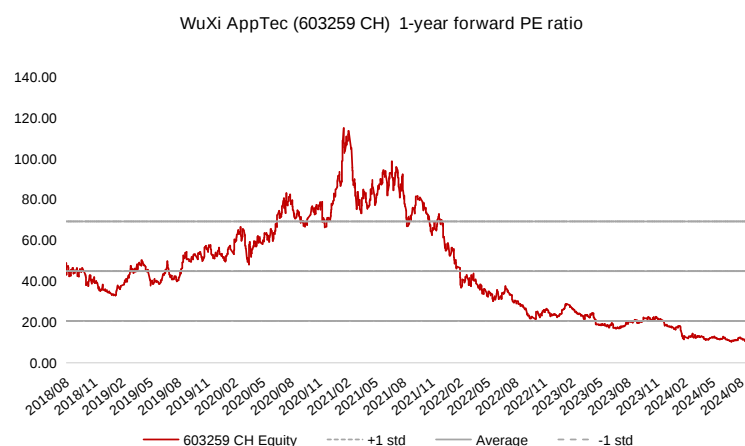
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场, 截至 2024 年 9 月 7 日

图 21: 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 2024 年 9 月 7 日

图 22: 药明康德动态市盈率



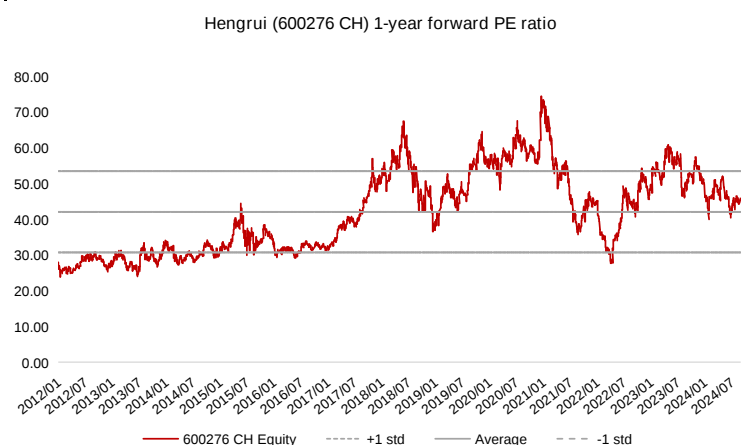
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 9 月 7 日

图 23: 石药集团动态市盈率



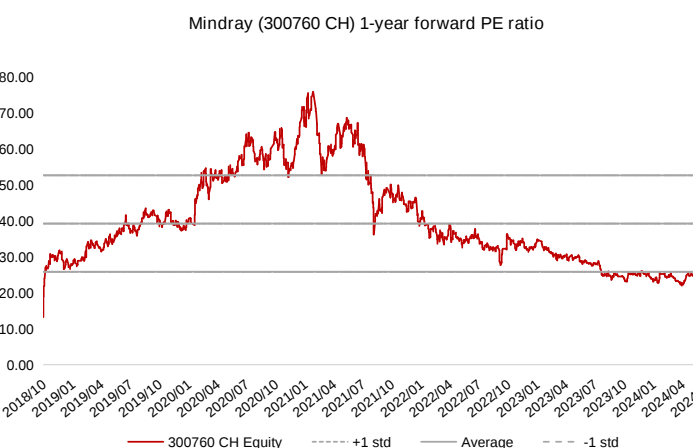
资料来源：彭博，招银国际环球市场，截至 2024 年 9 月 7 日

图 24: 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 2024 年 9 月 7 日

图 25: 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 2024 年 9 月 7 日

图 26: 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 2024 年 9 月 7 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作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。