

关注国内低估值优质公司及创新药出海机会

——医药生物行业2025年投资策略

报告日期：2024-12-11

研究部

姓名：林兴秋

SFC：BLM040

电话：0755-21519193

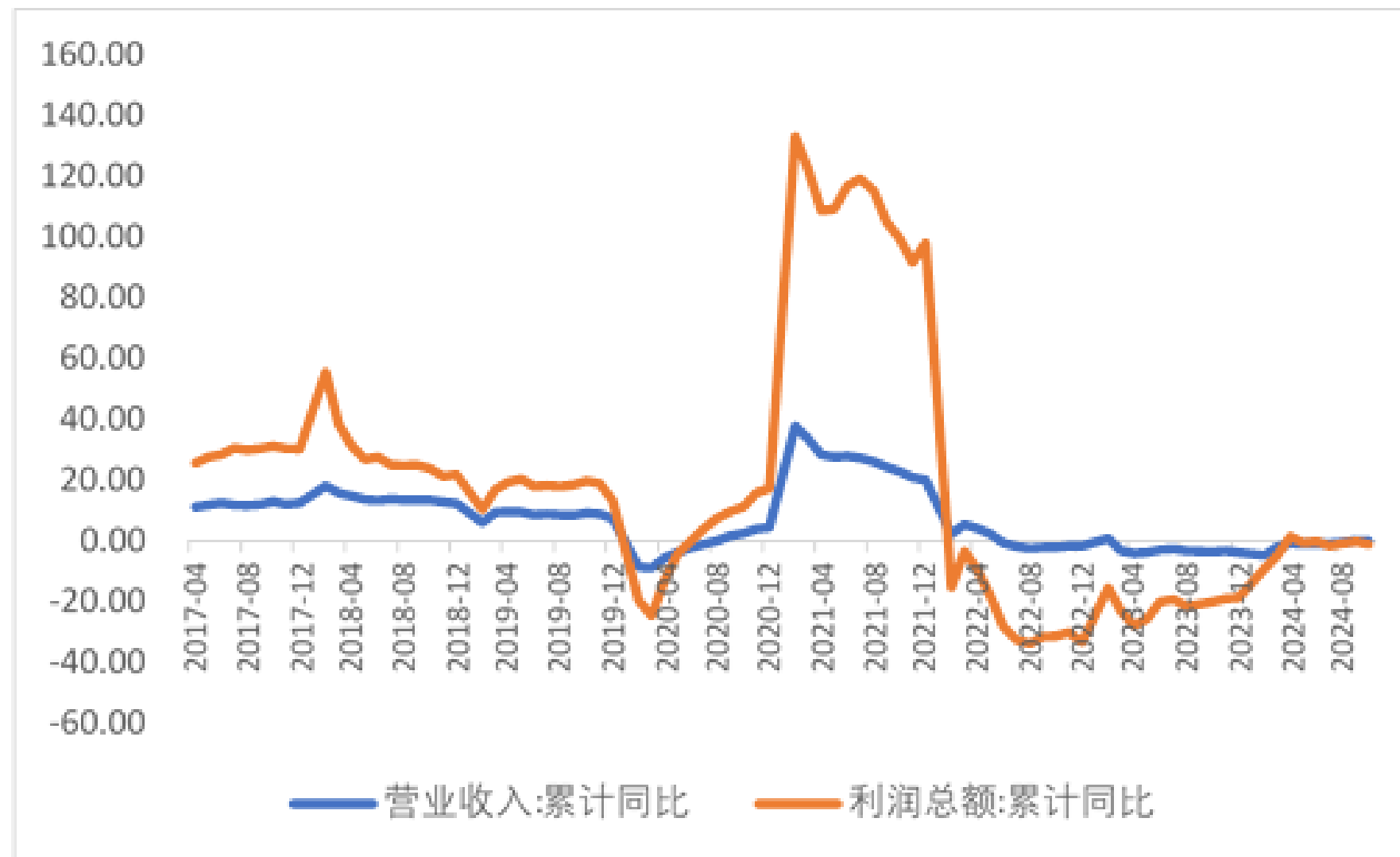
Email: linxq@gyzq.com.hk

- 1、医药行业整体增长情况及医药行业政策分析
- 2、医药行业出海的必要性及广阔前景
- 3、值得关注的新兴领域
- 4、港股医药行业估值情况
- 5、投资策略及重点公司分析
- 6、风险提示

1.1 医药行业整体增长乏力

➤ 医药行业目前已经进行了十批国家药品集中带量采购以及六轮医保谈判，随着药品带量采购的常态化进行，仿制药行业的下降趋势无法避免，对制药行业有一定的影响。2024年1-10月医药制造业实现营业收入同比略增长0.10%，利润总额同比略下降1.30%，而2023年医药制造业实现营业收入同比下降3.7%，利润总额同比下降15.10%，下降的态势有所缓和。受集采、医保谈判的影响，仿制药的前景平淡，需要创新药来推动增长。

医药制造业收入及利润增速情况



资料来源: wind、国元证券经纪(香港)整理

1.2 医药行业政策

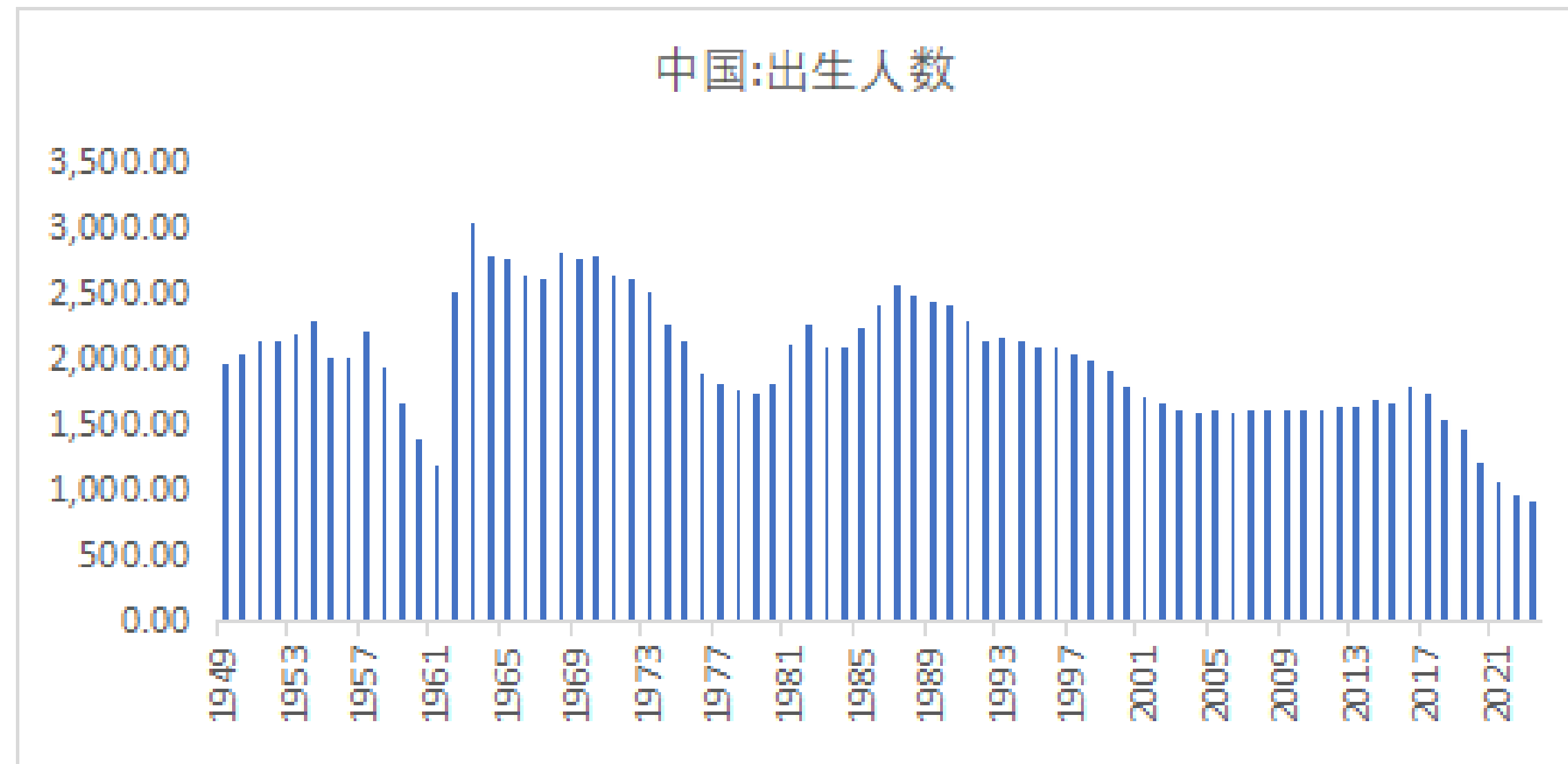
- 2024年国家医保药品目录调整已经完成，此次新版目录共增添了91种药品，并将于2025年1月1日起全面施行。平均降幅63%，和2023年基本持平。新增91种药品中，有38个是“全球新”创新药，涵盖了26种肿瘤用药、15种糖尿病等慢性病用药、13种罕见病用药、7种抗感染用药、11种中成药。
- DRG政策旨在通过将同质的疾病、治疗方法和资源消耗相近的住院病例分入一组，并确定每个组的打包价格，从而实现打包收费，有利于控制医疗费用，促使医生使用真正有临床疗效的药物。
- 2023年中国医保的药品支出约1.2-1.5万亿，目前创新药的医保支出在5-10%，国内创新药的占比提升空间广阔。国内医保资金总体有压力，但结构上有机会，在DRG这个指挥棒的作用下，真正解决临床痛点的创新药迎来机会。

- 1、医药行业整体增长情况及医药行业政策分析
- 2、医药行业出海的必要性及广阔前景
- 3、值得关注的新兴领域
- 4、港股医药行业估值情况
- 5、投资策略及重点公司分析
- 6、风险提示

2.1 创新药 为什么要出海？

- 因为出生人口的原因，医保资金可能会紧张，1962-1964年出生的人群，逐步进入退休生活，而接替的人群是2001-2003年以及之后的人群，我国1962-1964年出生的人口数量分别是2505万、3016万、2773万，2001-2003年出生的人口数量分别是1702万、1647万、1599万，医保资金长期看，面临一定的压力，对医保用药的支出也有一定的影响。

中国历年出生人口数量（万人）

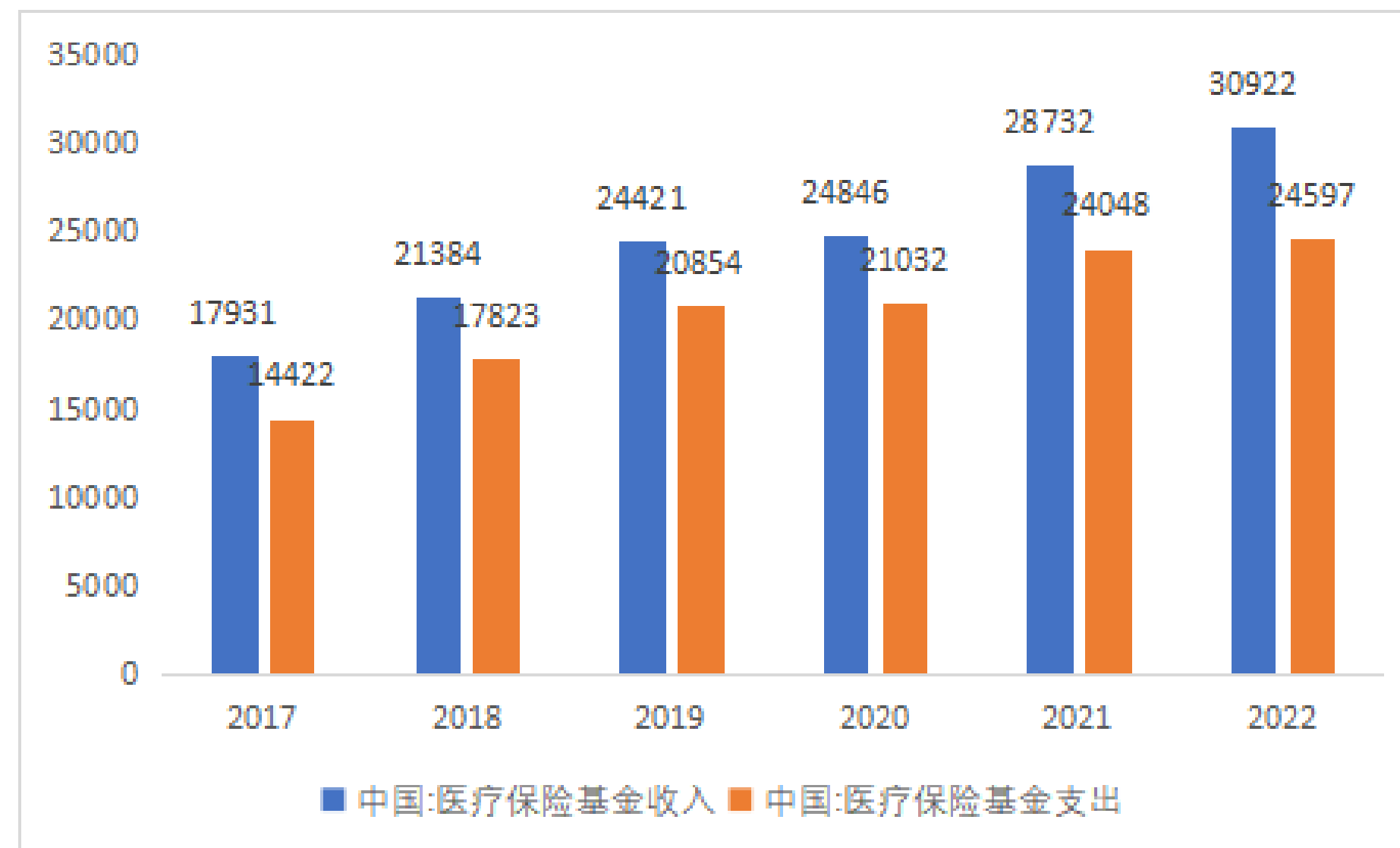


资料来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

2.2 创新药 为什么要出海? - 医保资金紧张

➤ 2023年全国医保基金总收入（包括统筹和个人）33501.36亿元，同比8.3%，总支出28208.38亿元（同比14.7%），累计结存33979.75亿元。医保支出同比增速超过收入增速。2024H1统筹基金收入13884.28亿元，同比增长17.4%，支出11735.75亿元。从长期角度看，医保局会量入为出，谨慎进行医保支出，以应对未来人口结构及数量的变化，我们认为国内医药行业整体增长有压力。

中国医保基金收入及支出（人民币亿元）

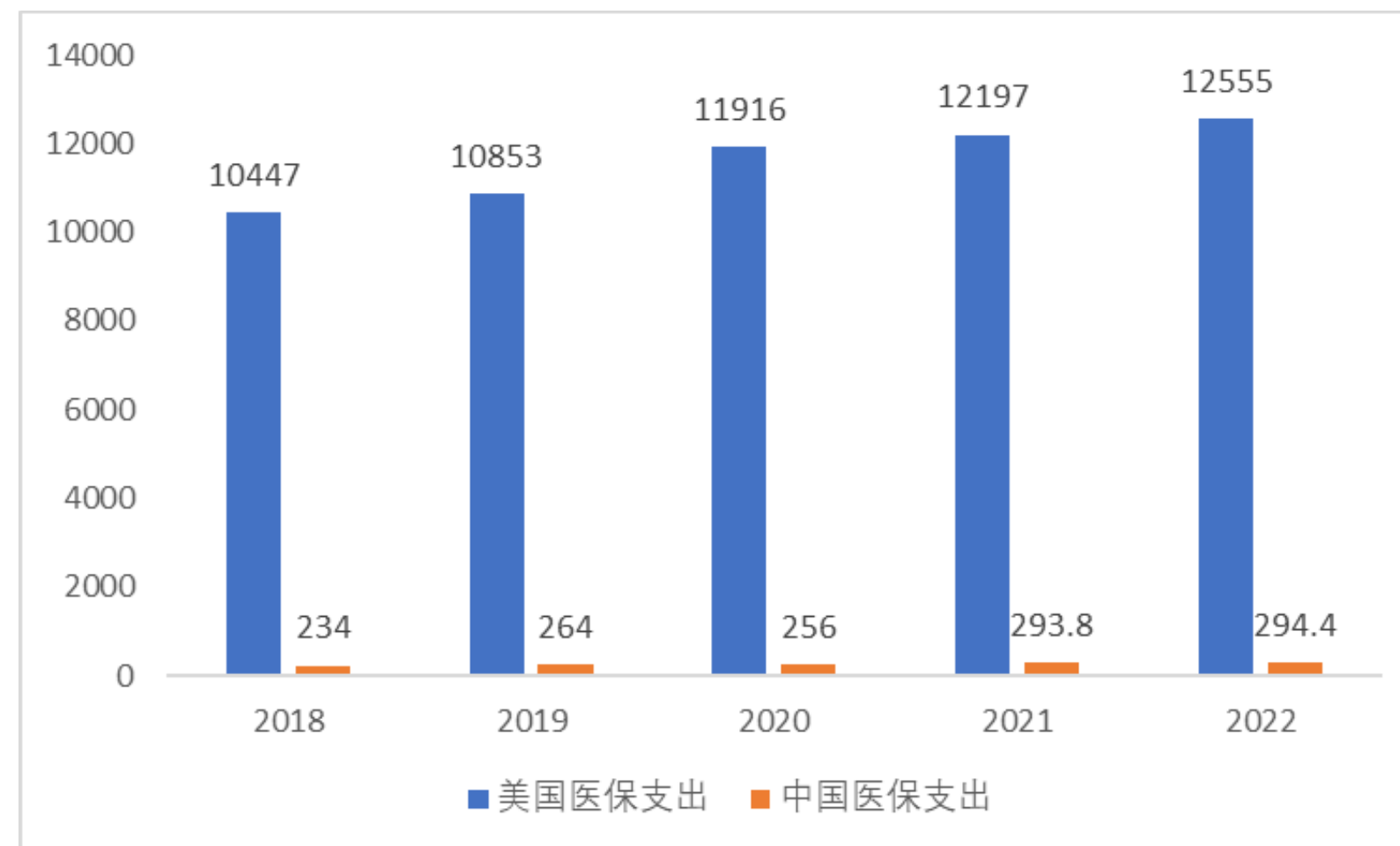


资料来源: wind、国元证券经纪（香港）整理

2.3 创新药为什么要出海？-美国医疗支出高

- 中美医疗支出差异巨大：2022年美国人均医疗费用1.26万美元，而中国是294美元，相差42倍。从总医疗支出来看，美国是4.46万亿美元，中国是3131亿美元，差距14倍，原因是中国目前是医保资金，美国是商业保险，短期难以改变，所以出海是必要的，空间是广阔的，目前通过BD方式较为有利。
- 大体来看，美国药品价格水平为100%，而英国、欧盟和日本的平均药价约为美国的20%-25%。中国的创新药价格体系定价水平处于相对较低位置，平均药价为美国的10%。

中国及美国医保支出（美元）



资料来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

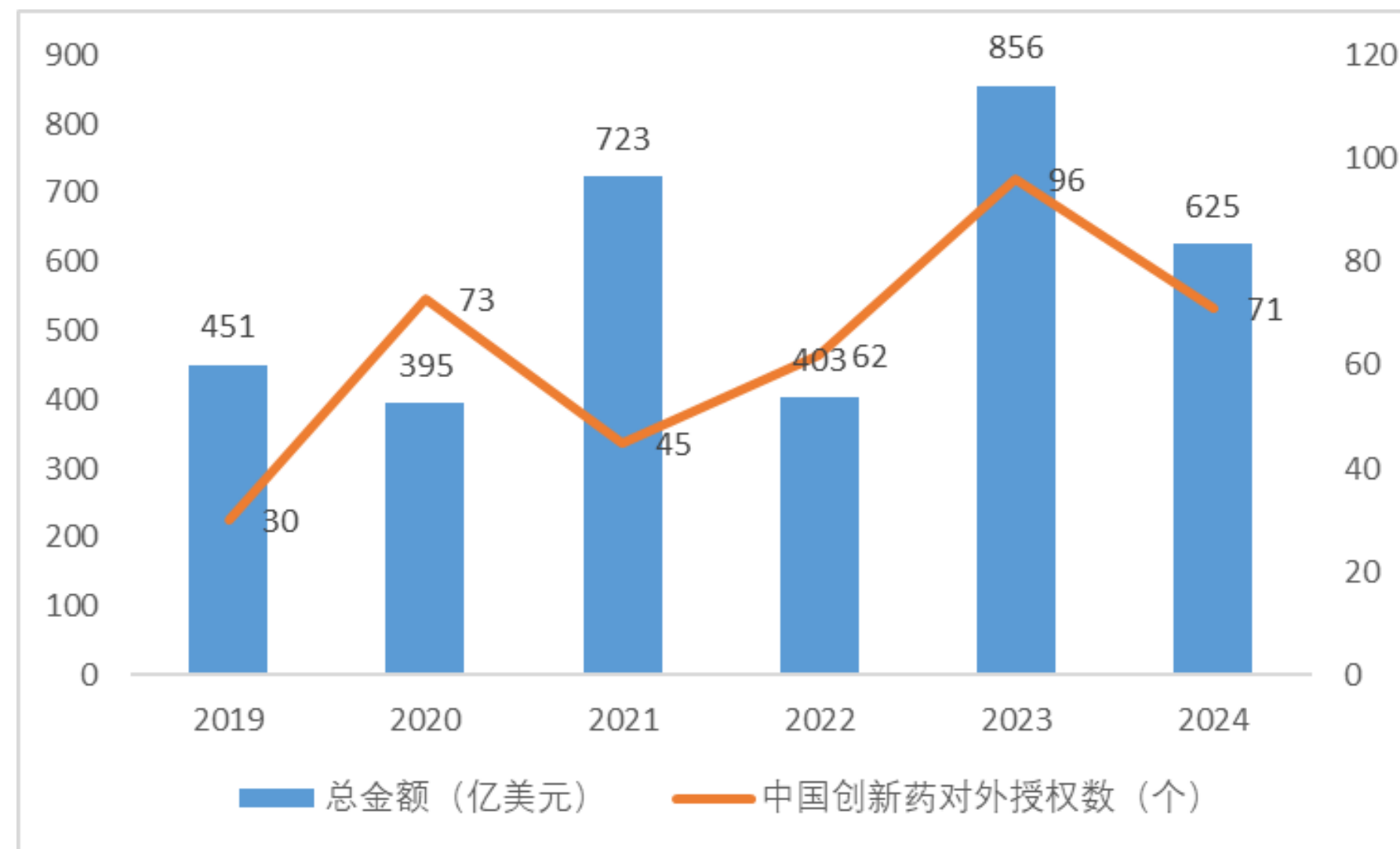
2.4 创新药 - 出海是可行的

- 亚盛医药、和誉医药、石药集团出海的BD较为成功，受大药企追捧，市场广阔。比如亚盛医药于6月与武田签署了一项独家选择权协议，就奥雷巴替尼（耐立克®）达成独家许可协议。武田将获得开发及商业化奥雷巴替尼的除大中华区等以外的全球权利许可。公司在协议签署后将收到1亿美元的首付款，并有资格获得最高约12亿美元的选择权行使费和额外的潜在里程碑付款，以及基于年度销售额的双位数比例提成。
- 和誉医药在2023年12月，与Merck签署的许可协议授予其在中国、香港、澳门和台湾对Pimicotinib及相关产品的独家商业化权利，并提供全球商业化的选择权。协议总金额达605.5百万美元，包括首付款7000万美元、行权款及研发与商业化里程碑付款。还将收取年净销售额的两位数比例作为销售提成。
- 10月7日，阿斯利康和石药集团达成独家授权协议，推进开发一款临床前创新小分子脂蛋白(a) (Lp(a)) 抑制剂，以增强心血管产品管线。阿斯利康称将向石药集团支付高达19.2亿美元的里程碑和特许权使用费以及 1亿美元的预付款。

2.5 中国创新药-对外授权逐步增长

➤ 2023年全年，中国创新药对外授权数量为96个，总金额达到856亿美元，创历史新高，中国创新药研发工程师素质及数量全球领先，国内三甲医院提供良好的临床研究基地，未来中国创新药扎根国内，走向全球的趋势会延续。

中国创新药对外授权数量及总金额（亿美元）



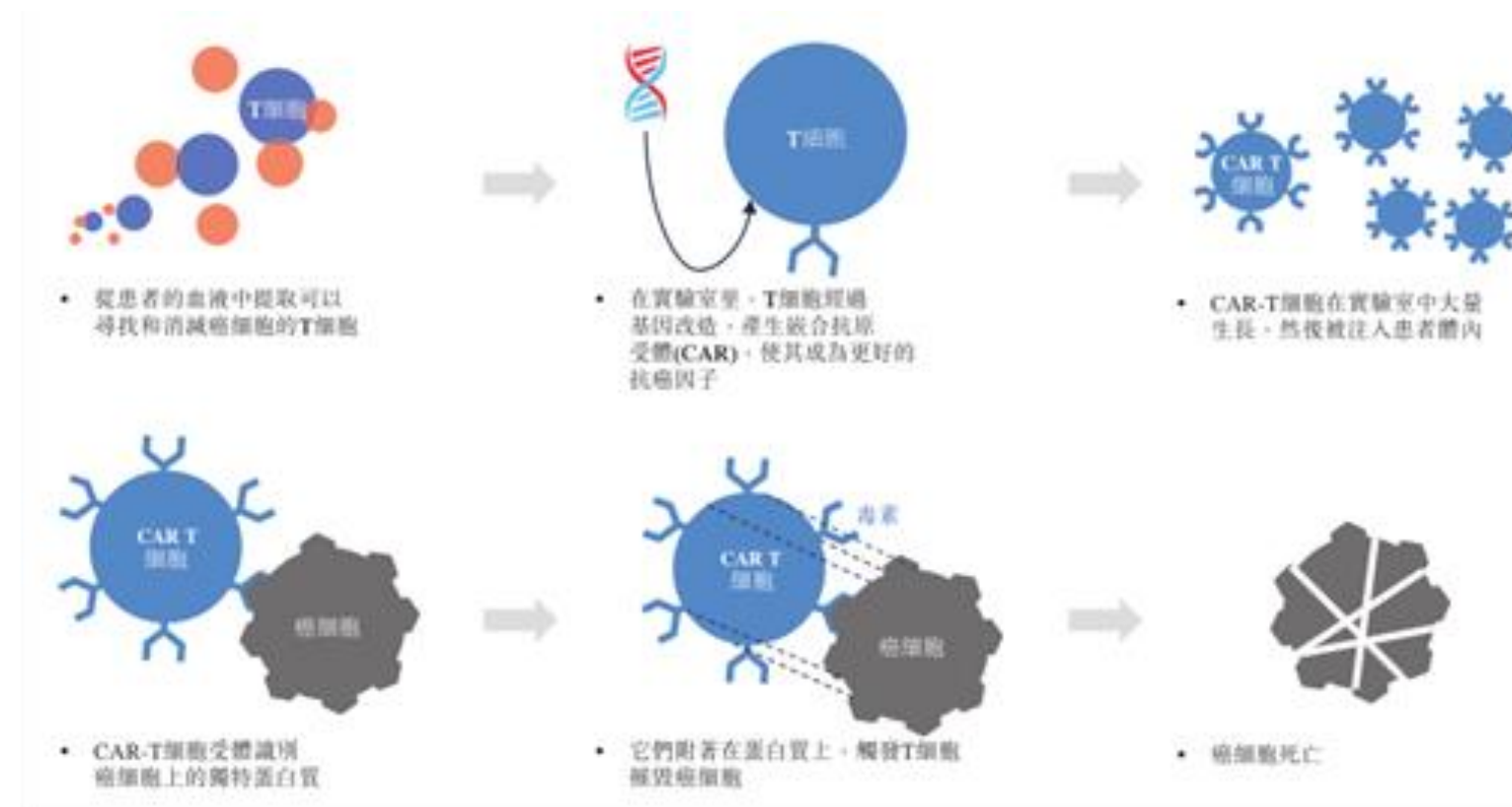
资料来源: wind、国元证券经纪(香港)整理

- 1、医药行业整体增长情况及医药行业政策分析
- 2、医药行业出海的必要性及广阔前景
- 3、值得关注的新兴领域
- 4、港股医药行业估值情况
- 5、投资策略及重点公司分析
- 6、风险提示

3.1 值得关注的新兴领域：CAR-T

- CAR-T细胞是经基因改造的T细胞，配备有嵌合抗原受体(CAR)，它能使T细胞识别并消灭表达相应抗原的细胞。自体CAR-T细胞是通过从患者血液中取出T细胞，并通过带有对CAR结构编码的质粒的病毒载体转染等方式，使T细胞表达所需的CAR而产生的。
- CAR-T疗法还具有以下具体优势：治疗潜力大：CAR-T疗法能够透过其作用机理克服该等众多挑战并有望能够完全根除待解决的表达肿瘤相关抗原的细胞，从而产生疗效。活细胞：CAR-T细胞于注入患者体内时是活细胞，其能够在患者体内增殖。与摄入后经患者代谢并相对快速地从患者体内被清除的化学药物或生物药相比，CAR-T细胞可在患者体内维持有效长达数周或数月。适应性：CAR-T细胞疗法已显示出其比常见癌症治疗方法更适合靶向特定疾病或按所需功能定制潜力。

CART细胞的治疗机制

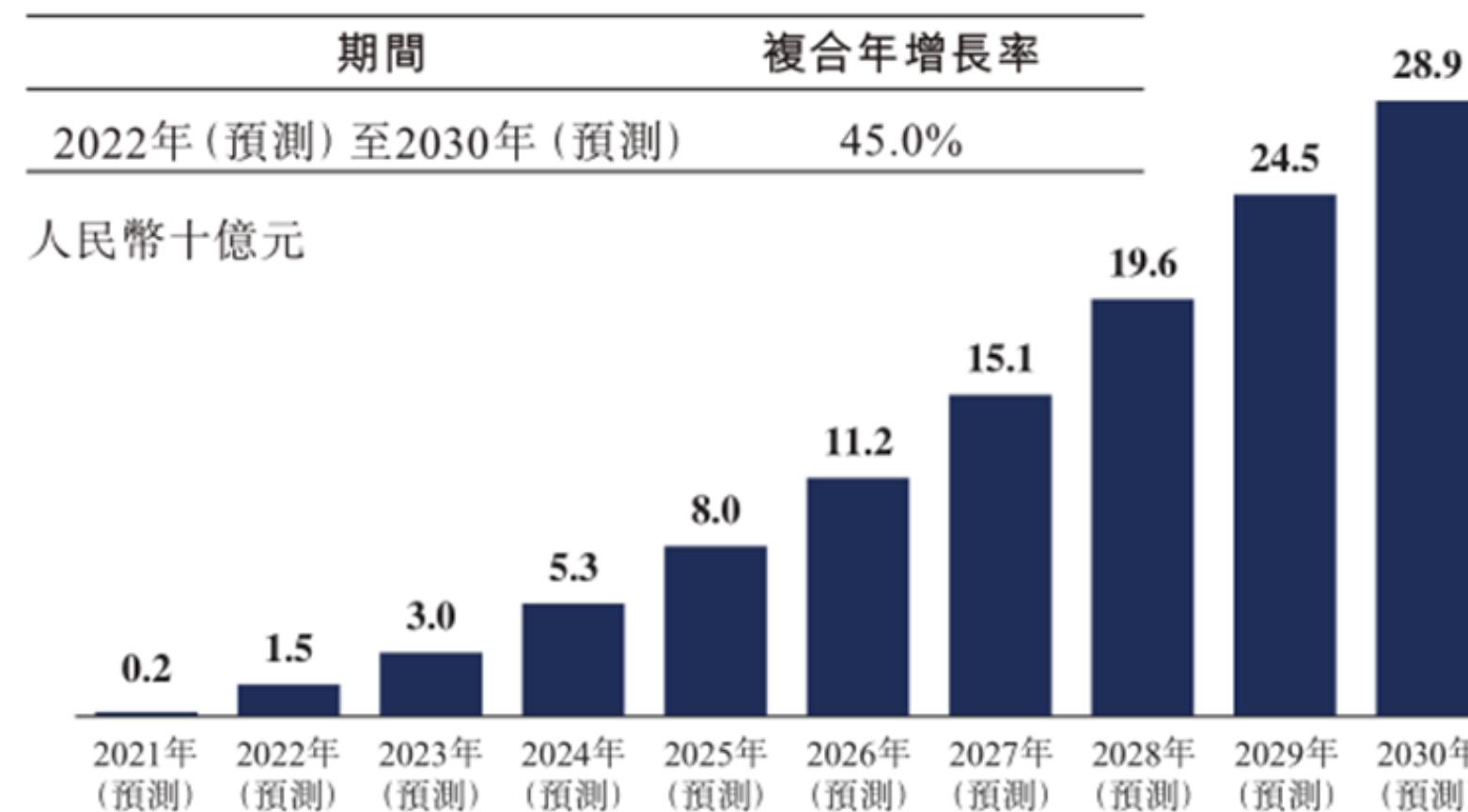


资料来源：科济药业招股书、弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

3.2 值得关注的新兴领域：CAR-T

- CAR-T的临床优势明显，未来将迎来快速增长，由于CAR-T细胞疗法在治疗血液恶性肿瘤方面减少未被满足医疗需求的潜力以及该等治疗的可负担性提高，按销售额计，全球CAR-T市场规模已从2017年的0.1亿美元增长到2019年的7亿美元，预计全球CAR-T细胞疗法市场的销售价值达至2024年的66亿美元，2019年至2024年的复合年增长率为55.0%。截至2030年，按销售价值计，全球CAR-T市场规模预计达至218亿美元，2024年至2030年的复合年增长率为22.1%。
- 随着复星凯特及药明巨诺、科济药业的产品上市，中国CAR-T疗法的市场规模为人民币2亿元。预计中国CAR-T细胞疗法市场规模将增长至2024年的人民币53亿元，并进一步增长至2030年的人民币289亿元，2022年至2030年的复合年增长率为45.0%。

2021-2030年中国CAR-T细胞疗法销售额（人民币十亿元）

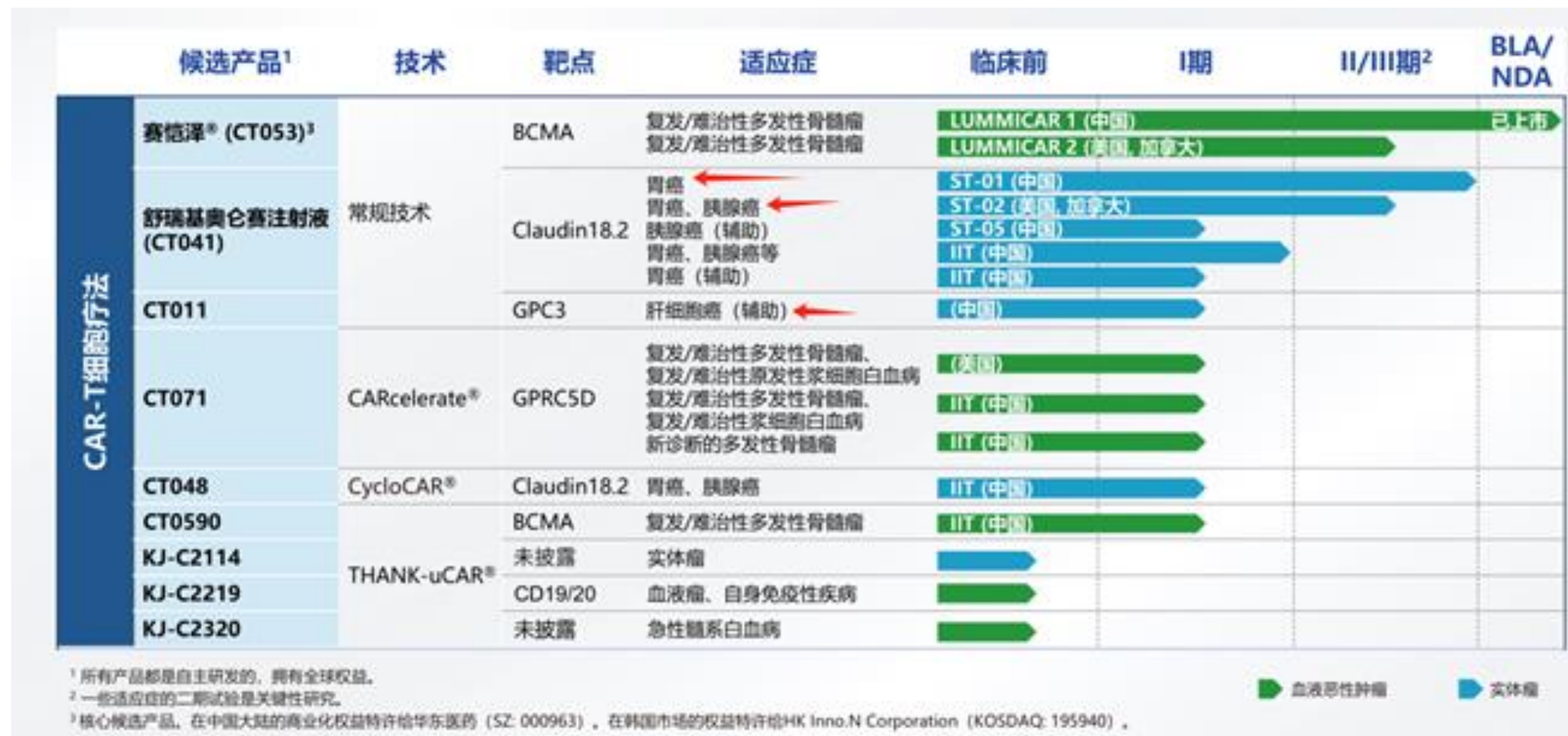


资料来源：科济药业招股书、弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

3.3 值得关注的新兴领域：CAR-T

- ▶ 尽管以CAR-T疗法作为一种治疗模式用于治疗血液恶性肿瘤取得可喜进展，但成功实现以CAR-T疗法治疗实体瘤因多种因素仍面对巨大挑战，科济药业目前在实体瘤CART领域走在全球前列，解决CAR-T疗法治疗实体瘤的主要挑战，例如由于肿瘤微环境不利，CAR-T细胞在肿瘤肿块中的浸润、持久性或有效性有限。
- ▶ 科济药业的CT041在实体瘤中取得很好的临床疗效，18例既往接受至少2线治疗失败的胃癌/食管胃结合部腺癌患者接受 2.5×10^8 CT041 CAR-T细胞治疗，取得了很好的结果：ORR为61.1%，mOS9.5个月，比其他单抗等药物治疗组有明显差异。公司CT0590在异体细胞CART取得不错的进展，密切跟踪进一步的成果，成本有望大幅下降90%，市场空间广阔。

科济药业CAR-T产品线



资料来源：科济药业年报、国元证券经纪（香港）整理

3.4 值得关注的新兴领域：XDC

➤ ADC是一种创新的生物制剂药物治疗方法，由通过专门设计的连接子将小分子药物（即细胞毒性有效载荷）连接到生物成份（即抗体）上组成。生物偶联药物正在扩展到ADC形式以外，首先将化学药物以外的各种有效载荷与抗体偶联，然后进一步将抗体以外的各种载体与各种有效载荷偶联（「XDC」）。RDC是指抗体和放射性核素偶联的药物。

从ADC到XDC



资料来源：药明合联招股书、国元证券经纪（香港）整理

3.5 值得关注的新兴领域：XDC

- RDC在临床上具有显著的优势，体现在以下几个方面：1. 精准靶向与强杀伤力：RDC药物集精准靶向和强力杀伤于一体，能够在肿瘤早期诊断、分期分型和治疗评估中发挥重要作用。“看得准、看得早、看得清”的显像优势。2. 无创性高且准确性高。3. 多种适应症应用潜力。4. 减少对专业人员依赖。
- RDC临床优势明显，未来发展前景广阔。诺华在RDC领域进行了大量投资，拥有两款获批的治疗性RDC。Pluvicto于2022年获得批准，并在上市首年实现2.71亿美元的销售额。自2017年以来，诺华已投资逾70亿美元于RDC，非常看好前景。远大医药搭建了具有国际一流水平的肿瘤介入研发平台和放射性核素偶联药物（RDC）研发平台储备14款创新产品，涵盖6种核素，覆盖7个癌种。

远大医药核药产品管线

方向	产品	适应症	研发进度						
			临床前	IND/型检	I期	II期	III期	NDA/注册	上市
介入治疗	钇[90Y]微球注射液	原发性肝癌					●		
	温敏栓塞剂	富血管性实质脏器肿瘤		●					
	Lava	外周血管动脉出血							●
	Kona	脑动静脉畸形						●	
	AuroLase	前列腺癌						●	
放射性核素偶联药物 (RDC)	TLX591	前列腺癌	●				●		
	TLX591-CDx	前列腺癌-诊断					●		●
	TLX599-CDx	前列腺癌-诊断	●				●		
	TLX250	肾透明细胞癌	●			●			
	TLX250-CDx	肾透明细胞癌-诊断					●	●	
	TLX101	脑胶质瘤			●	●			
	TOCscan®	胃肠胰神经内分泌瘤-诊断	●						●
	ITM-11	胃肠胰神经内分泌瘤			●		●		
	ITM-41	恶性肿瘤骨转移	●		●				

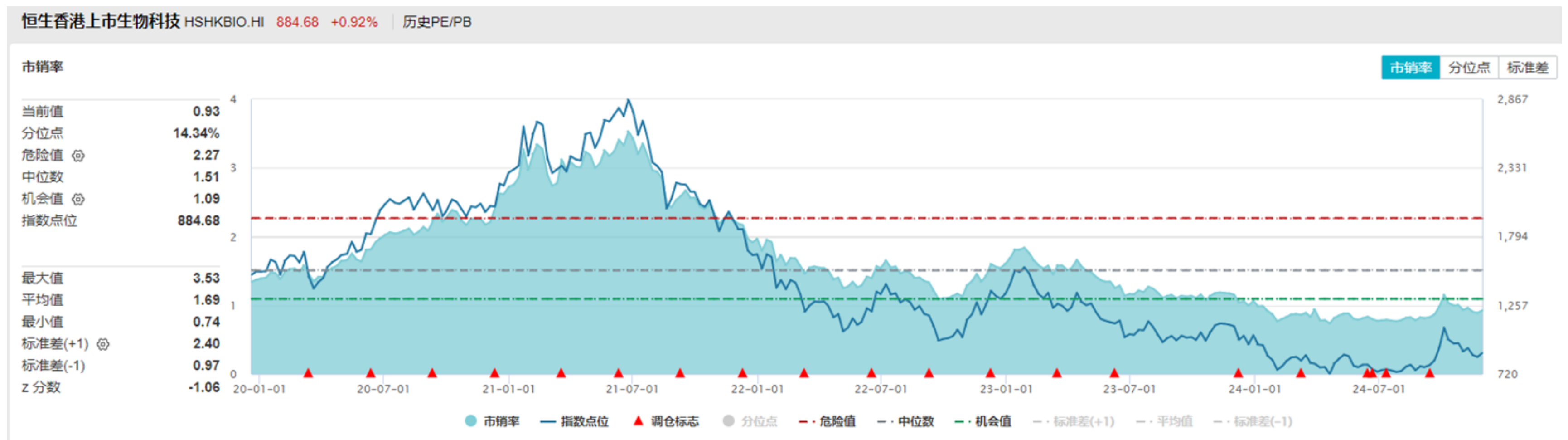
资料来源：远大医药公告、国元证券经纪（香港）整理

- 1、医药行业整体增长情况及医药行业政策分析
- 2、医药行业出海的必要性及广阔前景
- 3、值得关注的新兴领域
- 4、港股医药行业估值情况
- 5、投资策略及重点公司分析
- 6、风险提示

4.1 行业指数及估值

➤ 随着美联储降息的开启，创新药对利率是最敏感的板块，将充分受益，而且恒生香港上市生物科技指数，截止11月29日市销率是0.93，处于最近5年的低位，分位点14.3%。从2020年至今，平均值为1.69，最大值为3.53，估值明显处于低位，对于港股医药，使用市销率更为准确，因为很多生物药公司未盈利。行业的利空基本出来了，边际逐步向好，行业指数及估值处于低位，美元利率开始下行趋势，未来行业分化明显，寻找优质大品种的创新药公司。选择管线优质的公司，安全边际较高，弹性大。

恒生香港上市生物科技指数估值情况 (PS)

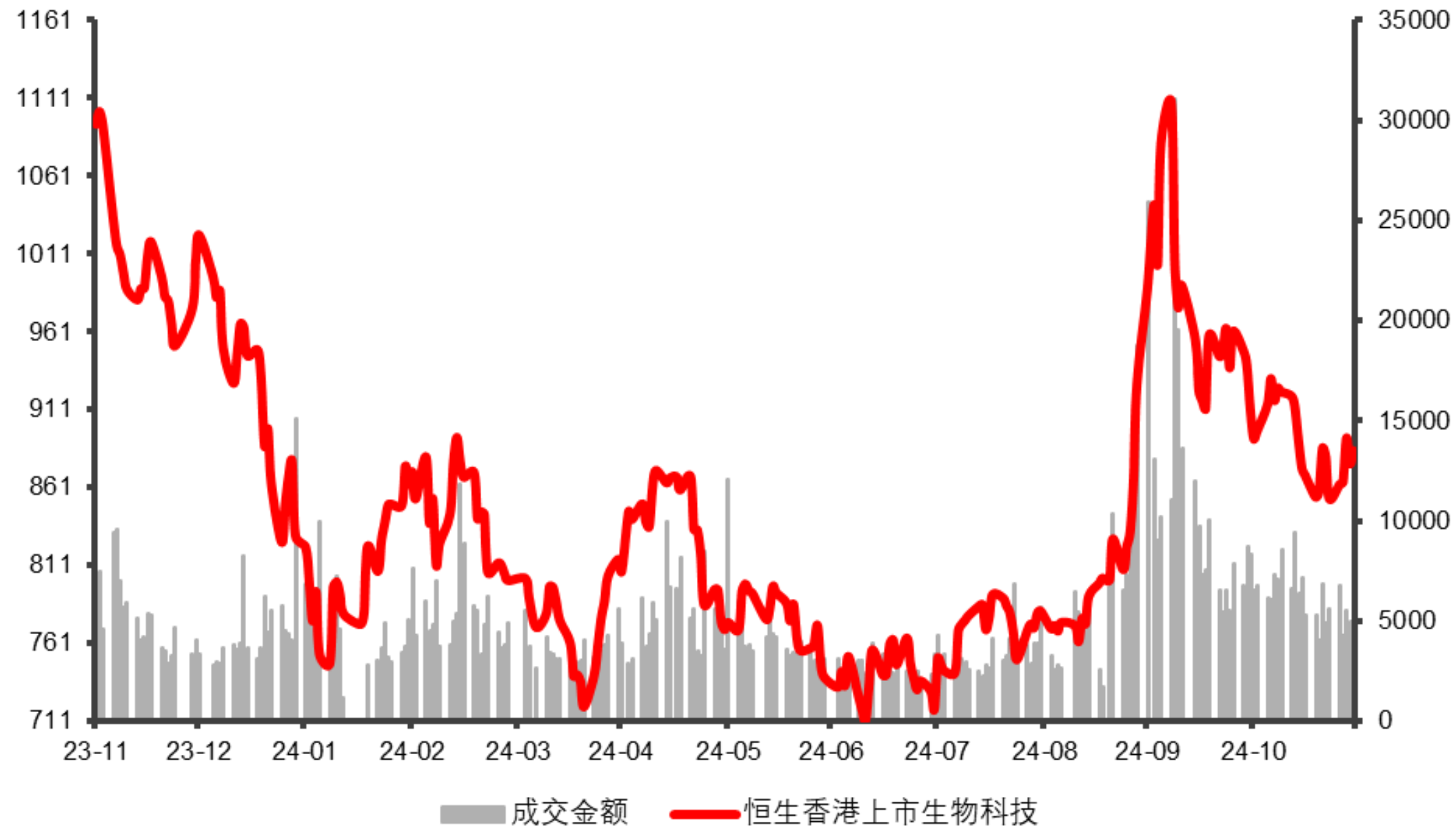


资料来源: wind、国元证券经纪(香港)整理

4.2 行业指数走势回顾

- 恒生香港上市生物科技指数最近1年的跌幅为19%，行业的利空基本出来了，边际逐步向好，行业指数及估值处于低位，研发成果BD的步伐加快，未来行业分化明显，寻找优质大品种的创新药公司。选择管线优质的公司，安全边际较高，弹性大。

恒生香港上市生物科技指数走势



资料来源: wind、国元证券经纪(香港)整理

- 1、医药行业整体增长情况及医药行业政策分析
- 2、医药行业出海的必要性及广阔前景
- 3、值得关注的新兴领域
- 4、港股医药行业估值情况
- 5、投资策略及重点公司分析
- 6、风险提示

5.1 投资策略

- 医药行业集采及医保降价、控费的政策趋缓，医疗反腐边际缓和，对医药行业整体冲击已见底，DRG的实施也促进真正有临床疗效的创新药推广。医药行业的需求依然强劲，行业的结构性机会非常明显。创新药出海的空间非常广阔。
- 基于目前的医药生物行业发展趋势，可以关注：一、在创新药研发前沿技术方面有重大突破的，并能进行出海BD的公司如和誉-B（2256.HK，未覆盖）、亚盛医药-B（6855.HK，已覆盖）、科济药业-B（2171.HK，未覆盖）、康方生物（9926.HK，已覆盖）。
- 二、创新药合作研发及商业化领域资源丰富团队强大、产品市场空间广阔、避开过度竞争，从而可以产生持续现金流的康哲药业（867.HK，已覆盖）、远大医药（512.HK，已覆盖）。
- 三、价值严重低估的、产品出海竞争力强、研发管线丰富的药企如联邦制药（3933.HK，已覆盖）。
- 四、中药行业中，可关注中药配方颗粒份额逐步增加，业绩稳定，分红率高，有新产品即将上市的神威药业（2877.HK，已覆盖）。

5.2 重点公司-和誉-B

- 自2016年成立以来，公司开发出由16种主要专用于肿瘤学的候选药物组成的产品管线，包括10种处于临床阶段的候选药物。公司的候选药物主要为专注于小分子肿瘤精准治疗及小分子肿瘤免疫治疗领域的小分子药物。
- 在2023年12月，与Merck签署的许可协议授予其在中国、香港、澳门和台湾对匹米替尼(ABSK021)及相关产品的独家商业化权利，并提供全球商业化的选择权。协议总金额达605.5百万美元，包括首付款7000万美元、行权款及研发与商业化里程碑付款。还将收取年净销售额的两位数比例作为销售提成。2024年11月完成国际多中心关键临床数据的读出：第25周匹米替尼的客观缓解率(ORR)为54.0%，而安慰剂组为3.2% ($p < 0.0001$)。
- ASH年会公布匹米替尼治疗慢性移植物抗宿主病患者的初步II期研究结果。尽管大多数入组患者尚未完成cGvHD缓解评估所需的6个月治疗期，但是其中接受匹米替尼20毫克QD 治疗患者亚组的初步数据显示ORR已达64%。

5.3 重点公司-和誉-B

- Irpagratinib (011) 是高选择性小分子FGFR4抑制剂，正在中国对其进行晚期肝癌的临床试验。在2024年ESMO-GI大会上展示了irpagratinib联合阿替利珠单抗治疗晚期HCC的最新II期临床数据。irpagratinib 220mg BID联合阿替利珠单抗在FGF19过表达HCC患者中显示出良好的疗效，ORR为50%。
- 研发是公司未来发展的核心，研发团队由约221名专业人员组成，专注于肿瘤领域，其中70%拥有研究生或以上学位，21%持有博士学位。药物发现由徐耀昌博士、喻红平博士和陈椎博士领导，他们在多个成功商业化的药物项目中做出了重要贡献。公司已在多个国家和地区获得近30项IND或临床试验批准，涵盖了多个药物和适应症。公司在小分子药物方面具有强大的竞争力，有望在肿瘤领域取得突破，BD也会根据临床进展进行推进。公司24年上半年公司斥资5600万港币回购，充分注重投资者回报。

5.4 重点公司-康哲药业

- 3款创新药地西泮鼻喷雾剂、替瑞奇珠单抗注射液、甲氨蝶呤注射液-银屑病均全部纳入国家医保目录，第四个创新药蔗糖羟基氧化铁咀嚼片（维福瑞）于24年2月获的授权，为中国首个铁基-非钙磷结合剂，用于控制透析的慢性肾病患者的血清磷水平。这4款新药2024年保守估计贡献4-5个亿元收入。
- 第5款创新药亚甲蓝肠溶缓释片于今年6月获批上市，用于在接受结肠镜检查筛查或监测的成人患者中增强结直肠病变的可视化，成为中国首个口服亚甲蓝肠溶缓释片。公司在近1年的时间内，有5款创新药上市，充分体现公司研发的高效率，这些创新药有望推动业绩快速增长。
- 获得治疗痛风及高尿酸血症的1类新药ABP-671在中国大陆、香港及澳门的独家商业化权利。其填补了康哲痛风治疗产品空白，并可与风湿免疫、内分泌和骨科等资源协同增效。产品正分别在中国和境外开展关于痛风的2b/3期临床。

5.5 重点公司-康哲药业

- 芦可替尼乳膏已经开始在博鳌开始使用，在香港、澳门获批上市。NDA已于今年9月24日获NMPA受理，若产品于中国大陆获批上市，其有望成为首个经NMPA批准用于白癜风复色的处方药，上市进度有望快于市场预期。治疗白癜风市场空间广阔，中国有1400万患者，东南亚650万患者。芦可替尼用于治疗特应性皮炎（AD）的中国III期桥接试验已完成首例受试者给药。中国AD患者约2600万，其中轻中度约2300万。
- 公司业绩短暂下降，而公司未来每年至少3款新药获批上市，未来随着创新药不断上市，2025年业绩恢复到双位数增长。从半年的角度来看，公司的业绩拐点出现。公司的产品结构大幅优化，以创新药为主。我们预计公司2024-2026年收入分别为人民币79.25亿元、89.49亿元、108.85亿元，EPS分别为0.71、0.80、1.01元。

5.6 重点公司-远大医药

- 公司拥有5大技术平台和8大研发中心，目前141个在研项目，其中创新药为49个，24年上半年研发投入为14.8亿港元，加速研发创新和高端人才培养；
- 目前已有四款RDC获批开展临床试验，治疗胃肠胰腺神经内分泌瘤的全球创新RDC药物ITM-11获得药监局批准开展III期临床研究。创新药STC3141治疗脓毒症于23年在中国进入临床二期，目前进展顺利，市场空间广阔。
- 易甘泰®钇[90Y]微球注射液对国内外肝癌患者带来了巨大的临床改善，ORR62.6%，钇[90Y]微球注射液快速放量，上半年销售2亿港元。
- 液体栓塞剂LavaTM、呼吸及危重症板块的恩卓润®比斯海乐®和恩明润®比斯海乐®、心脑血管急救板块的能气朗®辅酶Q10片已进入快速放量阶段。
- 公司创新产品逐步上市，推动业绩持续增长。预计未来公司业绩增速维持20%左右，PE仅为7.7倍，价值严重低估。

5.7 重点公司-亚盛医药-B

- 公司与武田签署了一项独家选择权协议，就奥雷巴替尼（耐立克®）达成独家许可协议。武田将获得开发及商业化奥雷巴替尼的除大中华区等以外的全球权利许可。公司在协议签署后将收到1亿美元的首付款，并有资格获得最高约12亿美元的选择权行使费和额外的潜在里程碑付款，以及基于年度销售额的双位数比例提成。
- 重点研发进展：1) 新型口服Bcl-2选择性抑制剂APG-2575研发进展：在中国进行的注册性试验进展顺利，2024年11月递交NDA；预计25年在中国上市，有望成为全球第二款上市BCL-2抑制剂。APG-2575获美国FDA批准进行全球性的注册三期临床试验，2575海外市场空间大。2) MDM2-p53 PPI的小分子抑制剂APG-115获得FDA授予的快速通道资格，该产品用于针对免疫治疗后复发难治、不可切除/转移性黑色素瘤，目前公司在中国和美国正进行单药或者与2575合用的临床试验。3) 公司原创1类新药APG2449，获CDE许可开展针对非小细胞肺癌III期临床研究。
- 和武田的深度合作，新增资金足够持续研发，借助武田的团队和资源，大力推进全球创新，公司专注于细胞凋亡领域，随着核心产品如奥雷巴替尼和2575在中美的研发持续推进并商业化，公司业绩将快速增长。

5.8 重点公司-联邦制药

- 公司2024年上半年营业收入71.76亿元，同比增长3.9%，拥有人应占溢利14.91亿元，同比增长16.1%。中间体：营收13亿元，同比增长25%。动保业务增长25.7%，达到6.7亿，未来增长有亮点。胰岛素业务营收5.5亿元，同比增长9.5%。
- 减重领域新药方面，GLP - 1/GIP/GCG三靶点激动剂获批临床，较现有GLP - 1类似物有更优疗效，糖尿病、体重管理适应症于2023年9月获美国FDA临床试验批准。2023年10月启动中国I期临床试验。糖尿病管线方面，利拉鲁肽和德谷胰岛素完成III期临床，已经递交了生产申报，预计分别于2024年和2025年上市。司美格鲁肽的糖尿病适应症进入三期临床试验阶段，司美格鲁肽的体重管理适应症已于23年4月17日获批开展临床。
- 公司研发平台布局全面，通过成立联邦生物科技专注生物研发。费用化研发投入为约4.47亿元，资本化研发投入为3260万元。该集团已建立全面的研发体系，包括生物研发、化药研发、创新药研发、动保研发、临床研究及对外合作等多个平台。集团开发中的人用药新产品达44项，其中19项为1类新药，聚焦内分泌、代谢、自身免疫、眼科和抗感染等领域。动保开发中的新产品共60项，覆盖宠物、畜类、禽类及水产。公司在抗生素领域优势明显，目前PE仅为6倍。

- 1、医药行业整体增长情况及医药行业政策分析
- 2、医药行业出海的必要性及广阔前景
- 3、值得关注的新兴领域
- 4、港股医药行业估值情况
- 5、投资策略及重点公司分析
- 6、风险提示

6. 风险提示

- 研发进度可能不及预期
- 集采及医保谈判风险
- 产品价格可能下降风险
- 创新药出海进度不及预期

免责声明



一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司

香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼

电 话：(852) 3769 6888

传 真：(852) 3769 6999

服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>