

# 中国医药研发竞争力不断增强，关注创新药出海机会

## ——医药生物行业2026年投资策略

报告日期：2025-12-1

研究部

姓名：林兴秋

SFC：BLM040

电话：0755-21519193

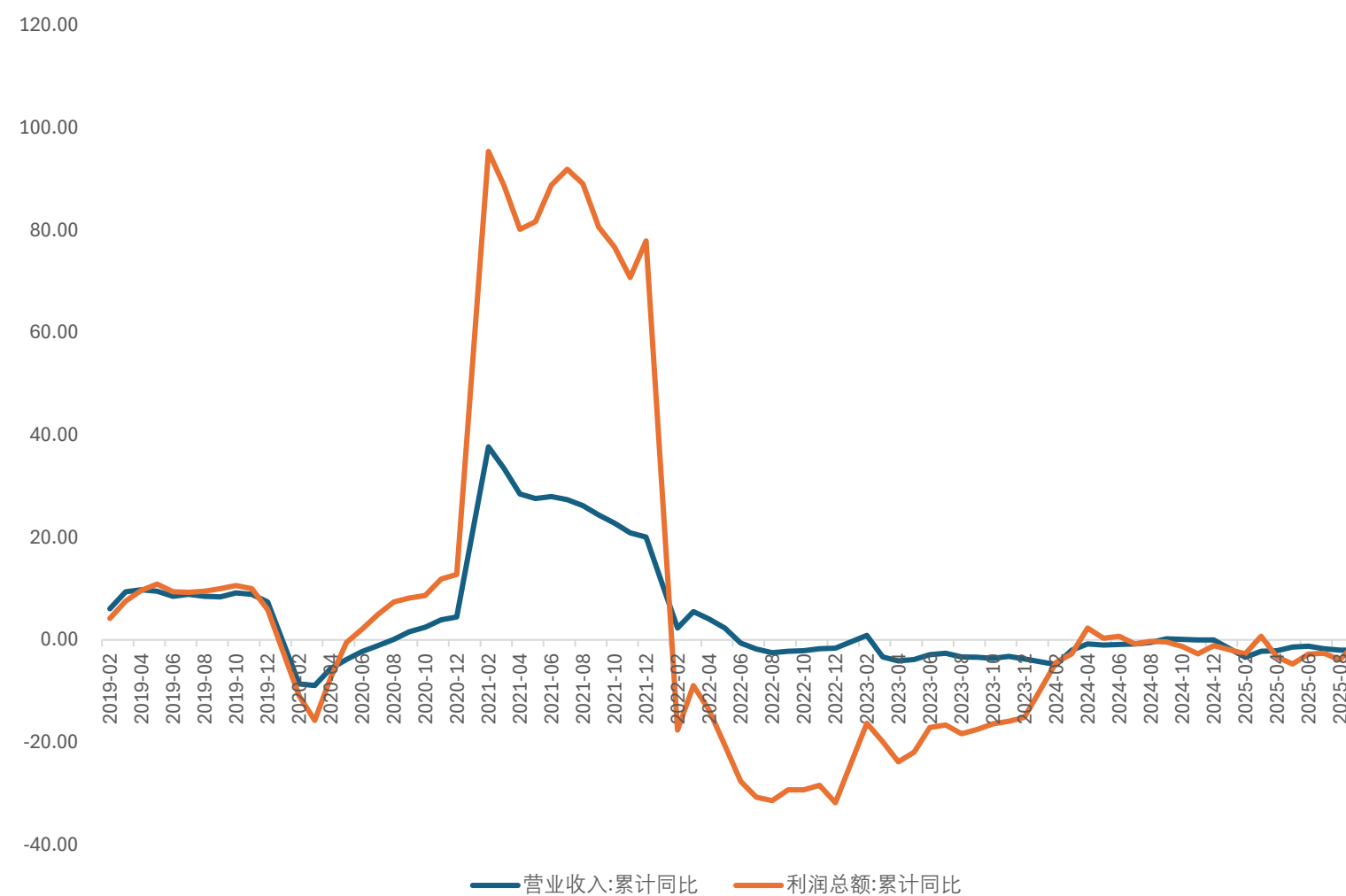
Email: [linxq@gyzq.com.hk](mailto:linxq@gyzq.com.hk)

- 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、港股医药行业估值情况
- 4、投资策略及重点公司分析
- 5、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十一批国家药品集中带量采购以及多轮医保谈判，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。2025年1-9月医药制造业实现营业收入同比略下降2.0%，利润总额同比略下降0.7%，整体比较平稳。受集采、医保谈判的影响，仿制药的前景平淡，未来行业的发展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

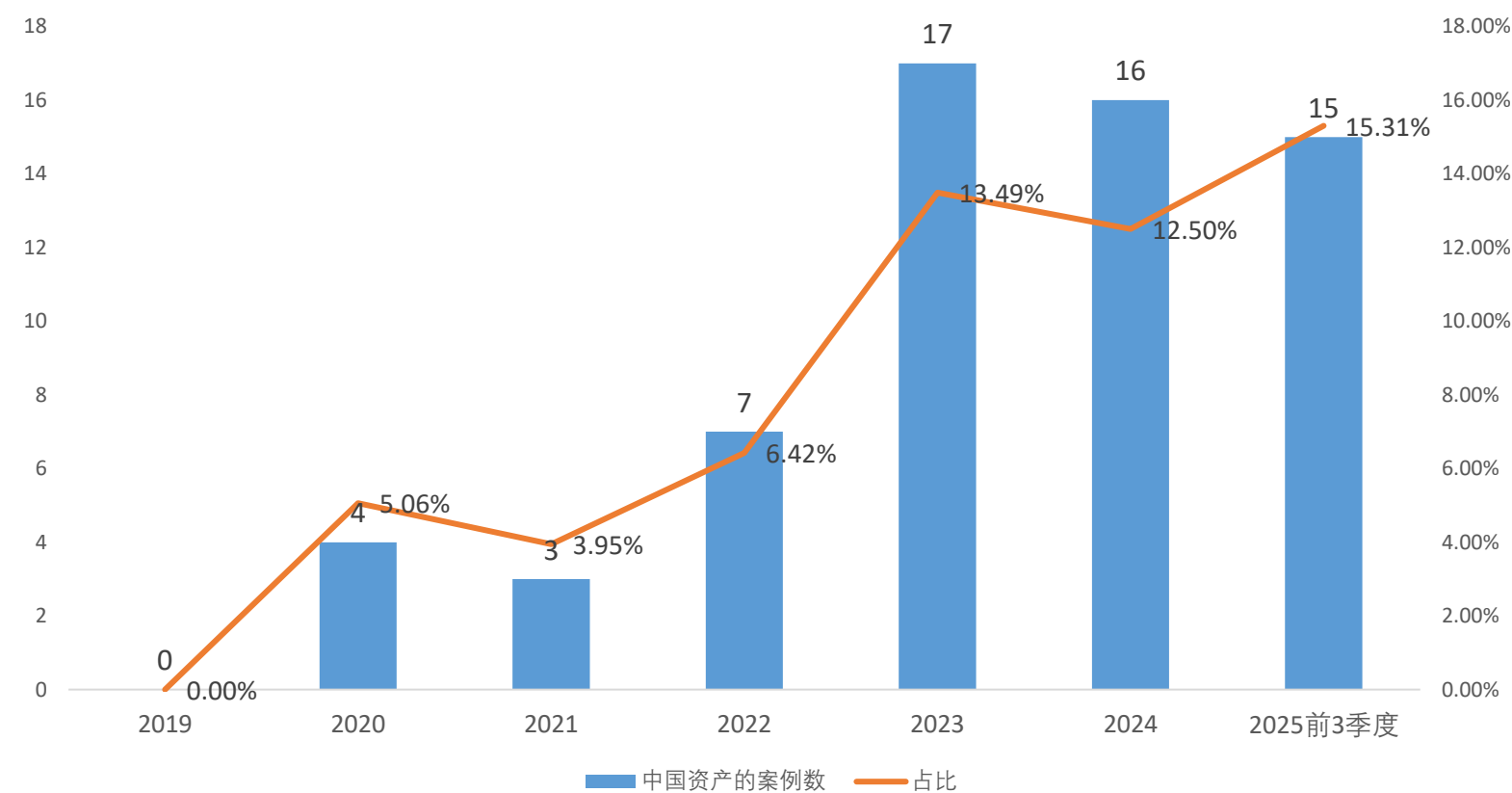
- 集采政策的规则明显缓和：第十一批国家药品集采 (2025年9月发布)规则出现了系统性调整，与前几批相比，从“唯低价论”向“质量与价格并重”转变，明确提出“稳临床、保质量、反内卷、防围标”原则。重点有：1.不再以单一最低价为基准，而是取“入围均价 50% 与最低价中的较高值”作为价差控制锚点，防止极端低价。2.报价最低的中选企业必须提交成本构成说明，承诺不低于成本报价。3.引入“复活机制”：未入围但市场需求大的药品，如接受中选价可获得二次中选机会，避免恶性价格竞争。
- 商业健康保险的潜力巨大：25年9月国家金融监督管理总局发布关于推动健康保险高质量发展的指导意见，强调积极发展商业医疗保险。构建全覆盖、多层次的商业医疗保险产品体系，积极将医疗新技术、新药品、新器械纳入保险保障范围。中国商业健康保险的潜力巨大，后续有望逐步推广，将有力推动创新药的发展。

- 1、医药行业整体增长情况及医药行业政策分析
- 2、创新药出海成果突出
- 3、港股医药行业估值情况
- 4、投资策略及重点公司分析
- 5、风险提示

## 2.1 创新药出海成果突出

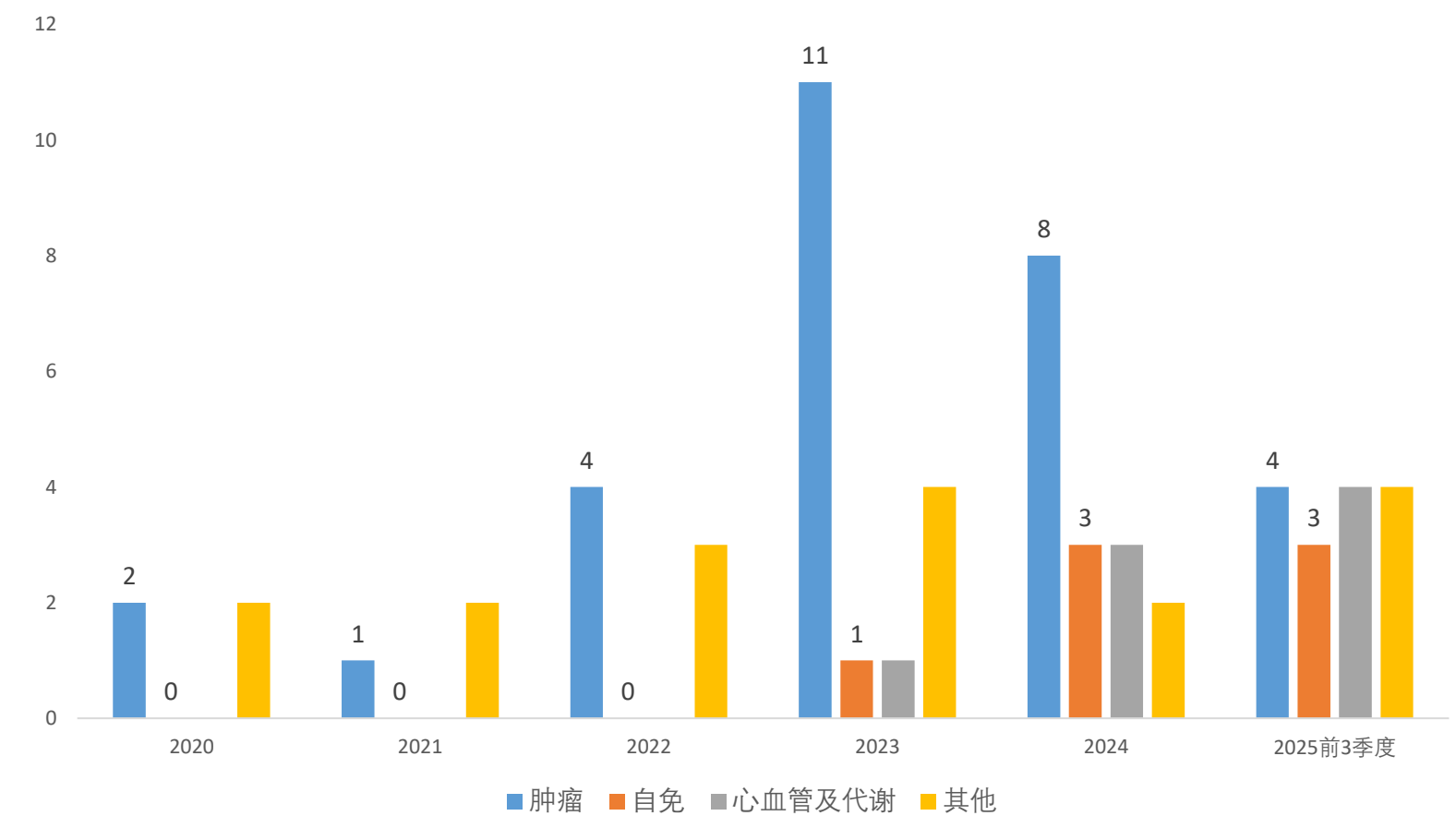
- 中国资产在MNC创新药交易案例数及占比快速上升，交易案例数从2020年4例上升到2025年前3季度的15例，占比从2020年的5.1%，提升到15.3%。
- 从治疗领域来分析，肿瘤、自免、心血管及代谢是重点领域，近3年自免领域快速增长。自免领域值得重点关注。

中国资产在MNC创新药交易案例数及占比



资料来源：insight、国元证券经纪（香港）整理

MNC创新药交易案例中的中国资产的领域分类

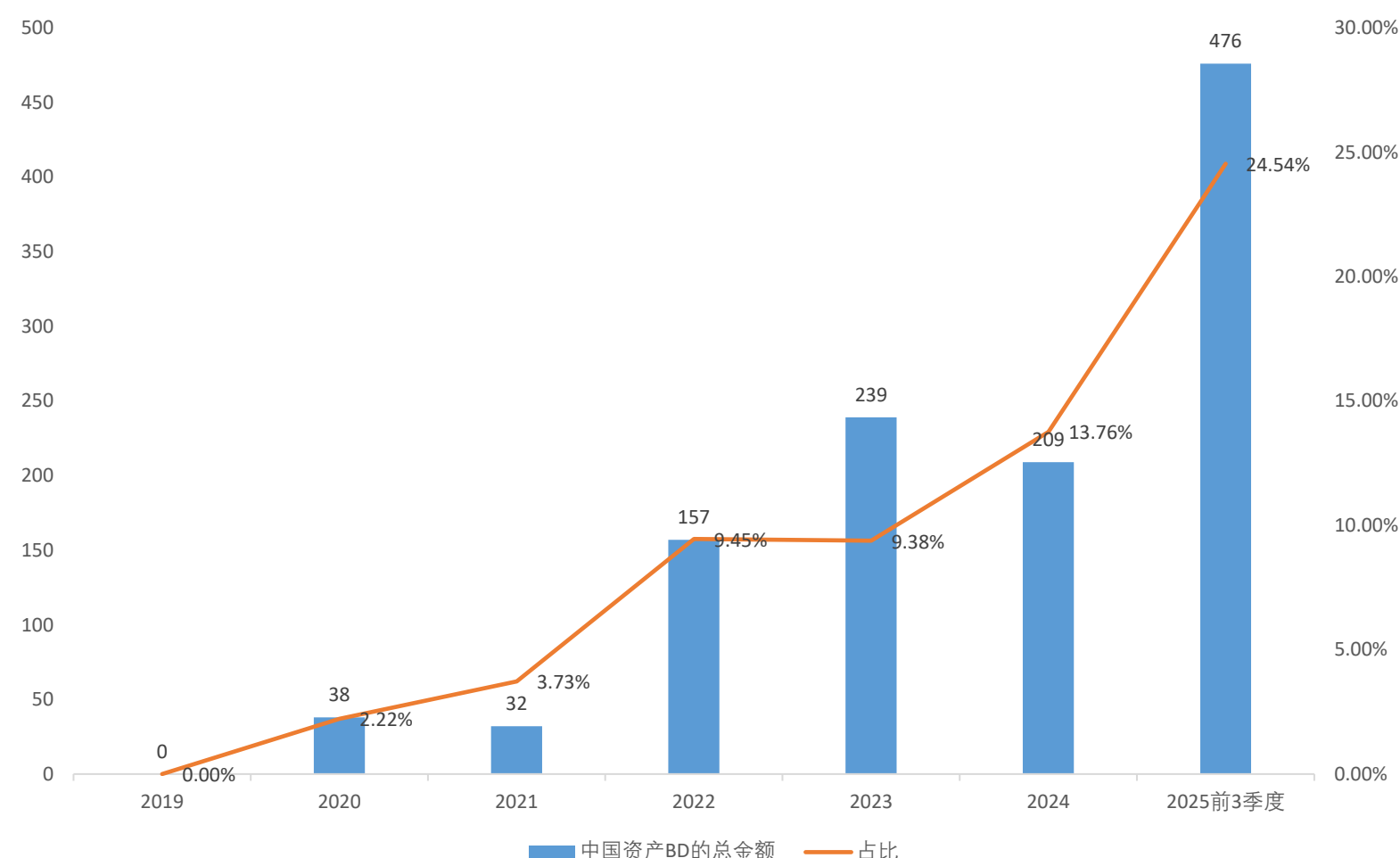


资料来源：insight、国元证券经纪（香港）整理

## 2.1 创新药出海成果突出

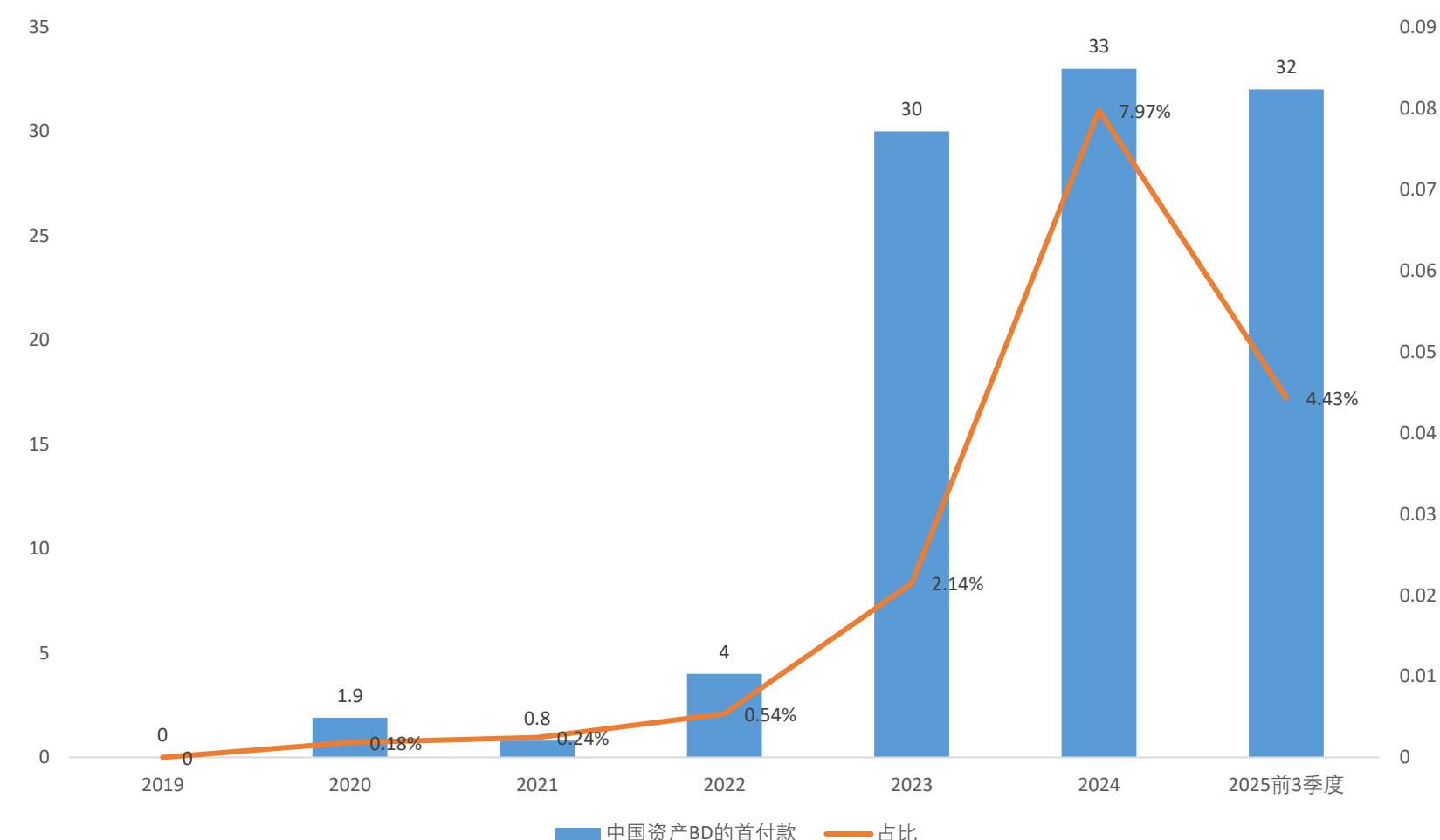
- 中国资产在MNC创新药交易总金额及首付款快速上升，交易总金额从2020年38亿美元上升到2025年前3季度的476亿美元，占比从2020年的2.2%，提升到24.5%。首付款从2020年1.9亿美元上升到2025年前3季度的32亿美元，占比从2020年的0.2%，提升到4.4%。

中国资产在MNC创新药交易总金额及占比（亿美元）



资料来源：insight、国元证券经纪（香港）整理

MNC创新药交易案例中的中国资产的首付款及占比（亿美元）



资料来源：insight、国元证券经纪（香港）整理



## 2.1 创新药出海成果突出

➤ 中国创新药产业链经过多年的发展，形成了临床前的优秀高效工程师、临床环节的众多患者资源和优秀三甲医院及临床医生，中国创新药的大品种的临床试验在中国及美国快速推进，石药集团、和誉、复宏汉霖、宜明昂科等均有大BD的潜力品种，创新药的出海有望持续快速发展。

重点港股公司的BD潜力品种

公司	BD潜力品种	靶点	国内临床进度	美国临床进度	适应症
石药集团	CP0301	EGFR ADC	三期	一期	非小细胞肺癌
和誉-B	ABSK043	口服PDL1	二期	二期	非小细胞肺癌等实体瘤
复宏汉霖	HLX43	PDL1 ADC	二期	二期	非小细胞肺癌等实体瘤
君实生物	JS207	PD1/VEGF	二期	批准临床	非小细胞肺癌等实体瘤
宜明昂科	IMM2510	PDL1/VEGF	三期	一期	非小细胞肺癌等实体瘤
九源基因	JY54	AMYR	临床前		减重
诺诚健华	soficitinib	TYK2/JAK1	三期	一期	特应性皮炎
中国抗体	SM17	IL25受体	一期	一期	特应性皮炎

资料来源：丁香园数据库、国元证券经纪（香港）整理



## 2.2 创新药出海的扰动因素

➤ 美国的药品关税是否征收存在不确定，对医药行业仅是扰动：

美国方面对药品关税的征收近期反复过多次。药品关税是否征收存在不确定，即使征收对港股医药行业来说，影响很小，医药公司仅有些原料药及少量仿制药在美国销售，即使征收对医药行业仅是扰动，实质性影响很小，对创新药完全没影响

➤ 创新药BD完全不受关税影响：

创新药出海最佳方式是BD，BD是一种服务合约，不受商品关税的影响。目前美国服务业是顺差，不太可能制定服务业的关税；BD对大药企有利，可以以非常有吸引力的价格购买中国创新药企业的商业化权益，中国创新药产业链经过多年的发展，核心竞争力不断提升，产生的成果得到了MNC的认同，关税方面，即使考虑最差的情景假设，美国对BD进行征税，中国企业还有很多欧洲及亚洲药企可以选择，据《制药经理人》公布2024年度《全球制药企业50强》，欧洲有罗氏、诺华、阿斯利康、诺和诺德等19家企业，占比为38%，亚洲企业占26%，美国企业占44%，对于优质的创新药品，可以选择合作的大药企肯定不止一家，所以不受美国方面的影响。而且大的跨国药企一般在美国都有生产基地，后续的创新药销售也不受关税影响，中国创新药企业是收取销售分成，对其业绩没影响。

## 2.2 创新药出海的扰动因素

➤ 美国药品降价之路较为复杂和困难：

美国IRA第二批医保药品价格谈判结果于2025年11月公布，15种药物价格降幅在38%-85%之间。这些药品都是专利到期或者即将到期的，小分子创新药在获批后9年内可以豁免价格谈判，大分子创新药豁免时间则为13年。随着2028年前后有大批专利药到期，MNC有极大的动力寻找优质的创新药，目前来看，中国创新药是全球最优质的资产。

美国医药体系是较为复杂的，全面大幅降药价的难度很大，医保体系有Medicaid（低收入人群医保）、Medicare（老年人医保）、商业保险，而产业链环节有制药企业、药品福利管理公司（PBMs）、保险公司、经销商、零售商、医院系统，还涉及联邦及各个州的医保医疗体系。定价系统非常复杂。大幅降价之路较为困难，而且特朗普降价的行政命令能影响Medicaid，这部分占比10%左右，对Medicare影响有限，而商业保险不受影响。

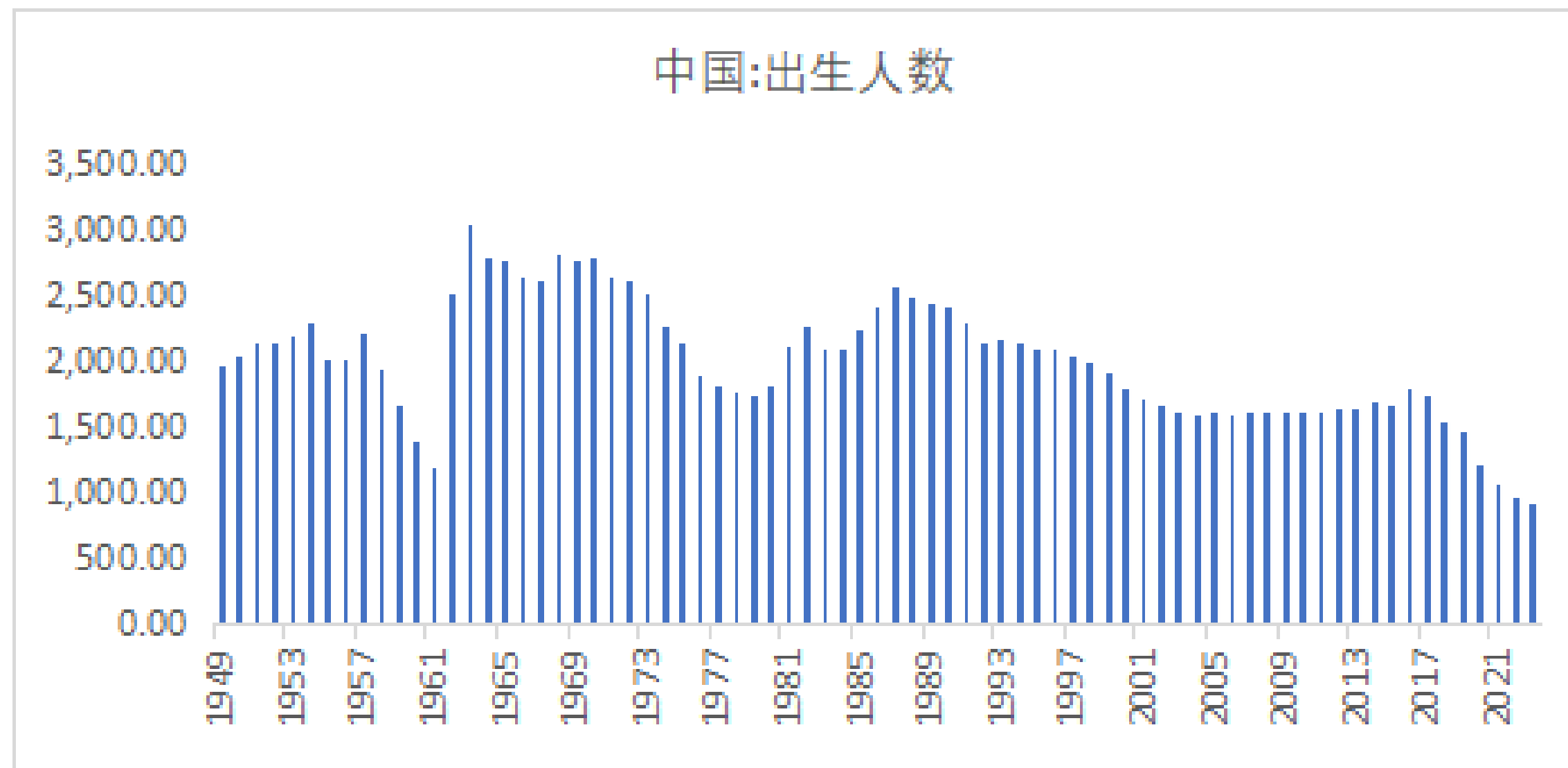
## 2.2 创新药出海的扰动因素

- 特朗普政府限制BD：2025年9月初，特朗普政府草拟了一项行政令，其中一项关键政策是：美国药企从中国药企购买创新药专利或权益的BD交易，将被强制要求接受美国外国投资委员会 (CFIUS) 审查，而此前这类交易通常无需审批。具体限制包括：切断中国创新药管线进入美国的渠道；对美国跨国药企从中国获取药物技术的交易设置“国家安全”审查障碍；增加交易时间成本和不确定性，使许多合作被迫终止或转向其他国家。
- 对中国创新药出海实质性影响很小，2028年美国大药企进入专利悬崖，从利润分配来分析，美国药企获取更多的利润，BD对他们更有利，也是他们更需要中国的创新药。此外，创新药企业通过美国子公司进行BD合作，受到的限制将会很少，未来随着中国创新药的竞争力不断提升，BD将会进一步快速增长。
- 药品关税、特朗普政府降药价以及限制BD等措施均是扰动因素，影响较小，都无法阻挡中国创新药在全球的崛起。中国创新药在全球的份额将快速上升。

## 2.3 创新药 为什么要出海？

- 1. 国内市场增速受限：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

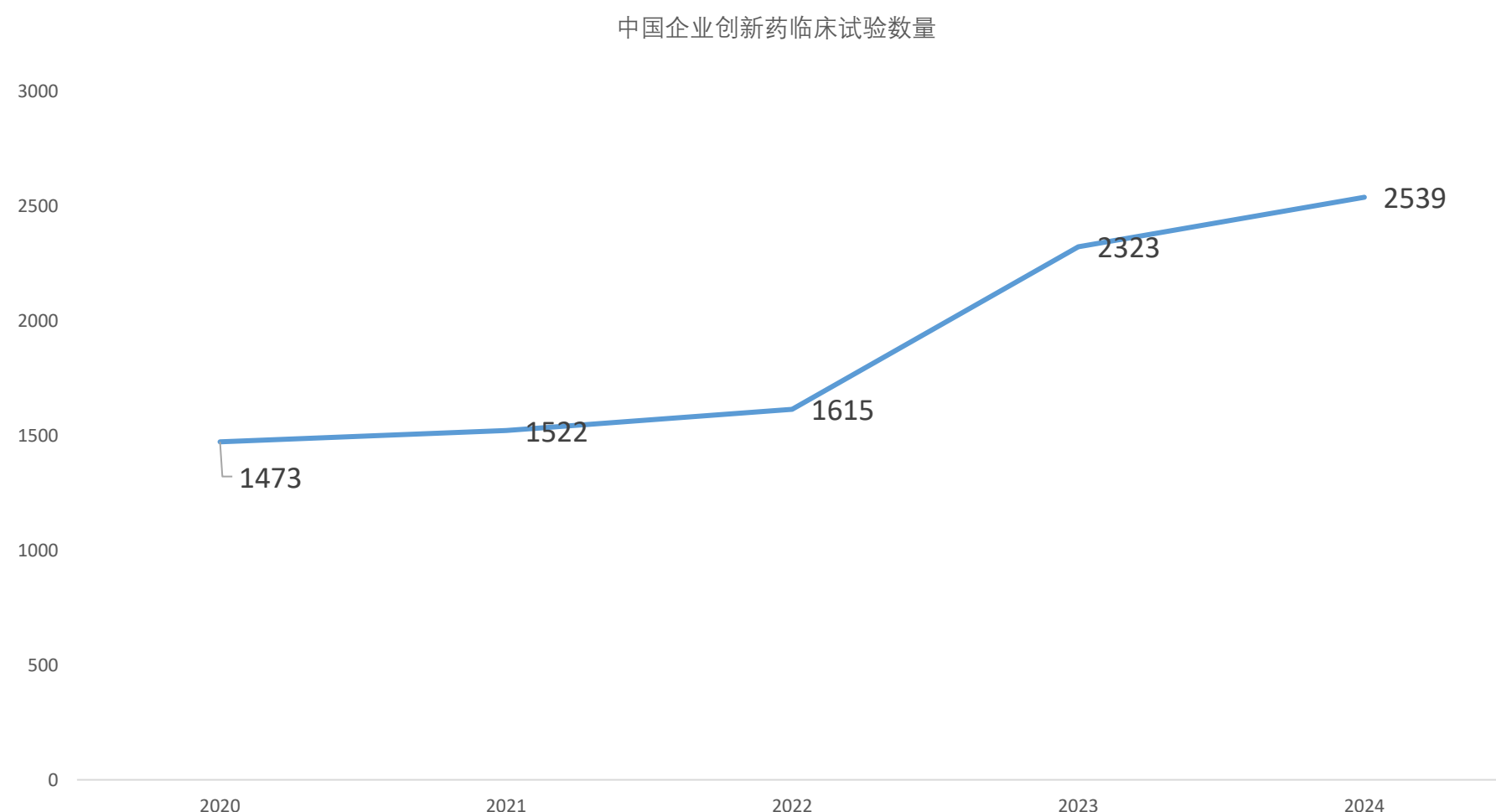
## 2.3 创新药 为什么要出海？

- 国家医保局官方数据显示，2024 年全国基本医疗保险基金（含生育保险）总收入 34913.37 亿元，同比增长 4.4%  
总支出 29764.03 亿元，同比增长 5.5%。医保支出同比增速超过收入增速。
- 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。中国创新药走向全球是必由之路，行业发展趋势值得期待。
- 2.海外市场空间广阔，利润率更高：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%。

## 2.4 创新药出海有望持续高增长

➤ 中国企业开展创新药临床试验数量从2020年的1473项，增长到2024年的2539项，年复合增长率达15%以上，呈持续上升趋势。创新药临床试验是指1类新药的临床试验，不包括仿制药、生物类似药的临床试验。2024年数据创新药临床试验登记数量达2539项，占当年药物临床试验登记总量(4900项)的51.8%，首次超过半数，充分说明中国临床试验的质量和数量都得到大幅提升，这些创新药临床试验的大幅增长，为未来出海BD的持续高增长奠定了坚实的基础。

中国企业创新药临床试验数量



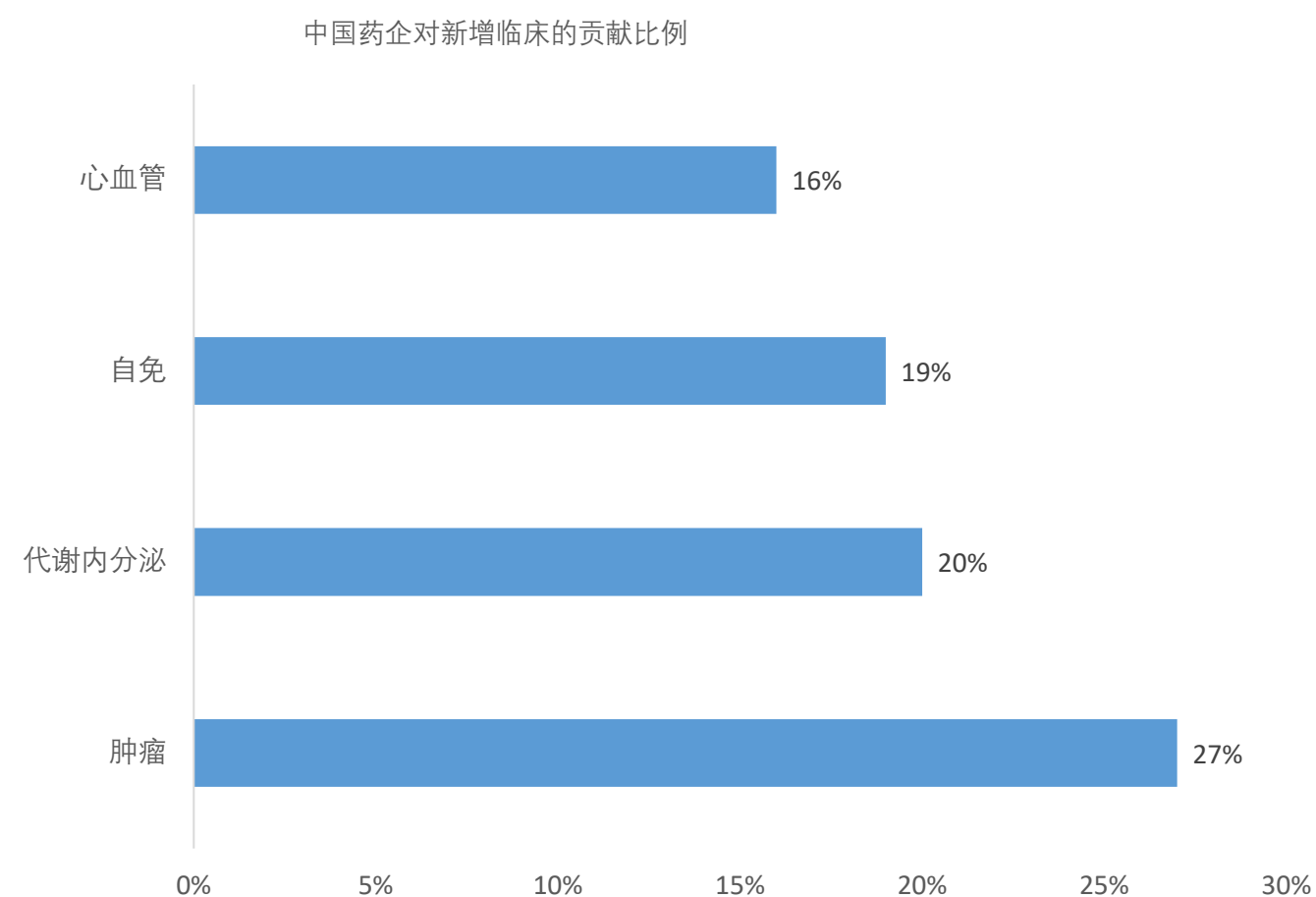
资料来源：CDE、国元证券经纪（香港）整理



## 2.4 创新药出海有望持续高增长

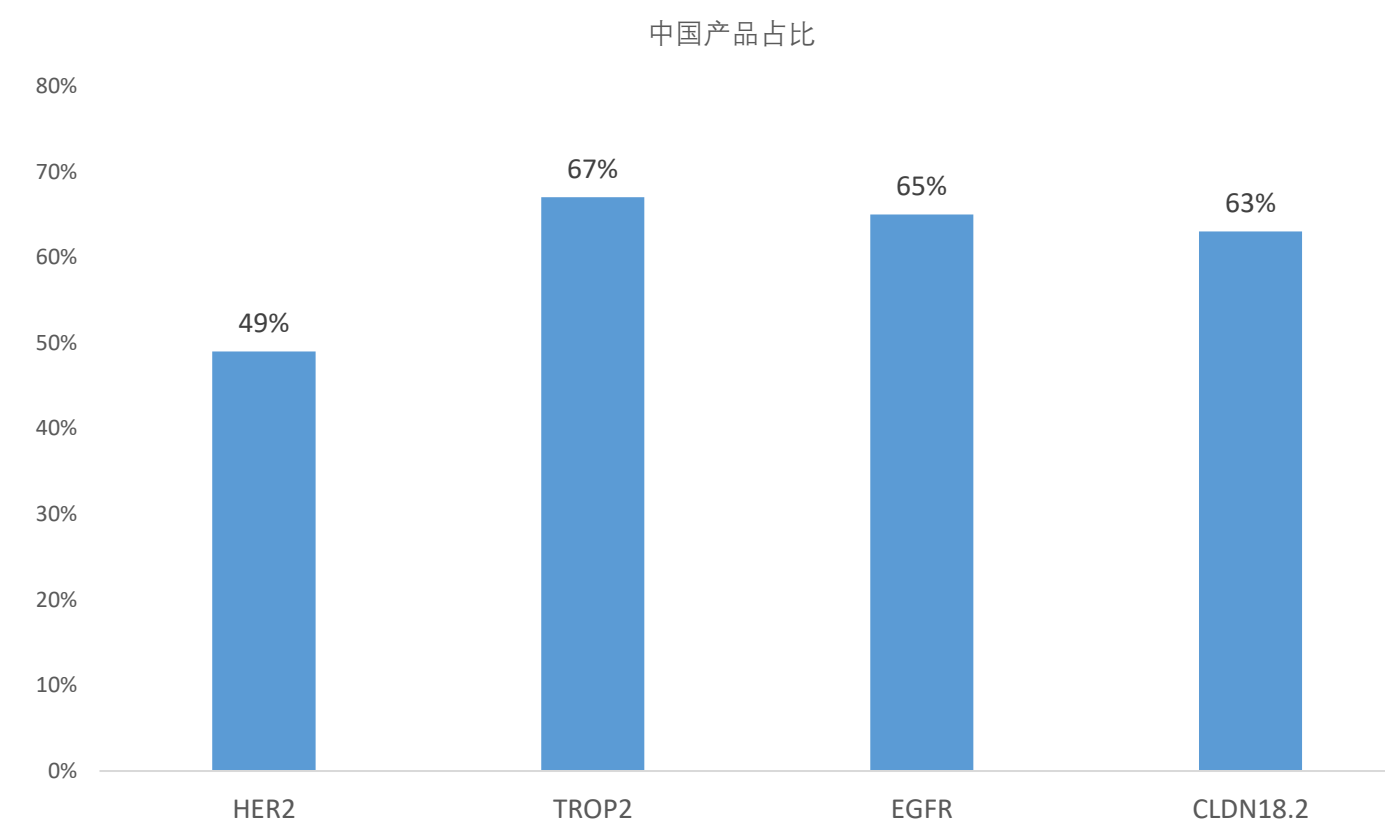
- 中国医药企业开展创新药临床试验数量大幅增长，在各个重点领域及热门靶点的研发在全球的地位也大幅上升。在肿瘤领域的贡献比例为27%，自免领域为19%。
- 中国医药企业在各个ADC热门靶点的研发在全球的地位重要，HER2的占比为49%，TROP2的占比为67%。

中国企业在各领域对新增临床的贡献比例



资料来源：CDE、国元证券经纪（香港）整理

中国企业在各个ADC热门靶点的研发比例



资料来源：CDE、国元证券经纪（香港）整理

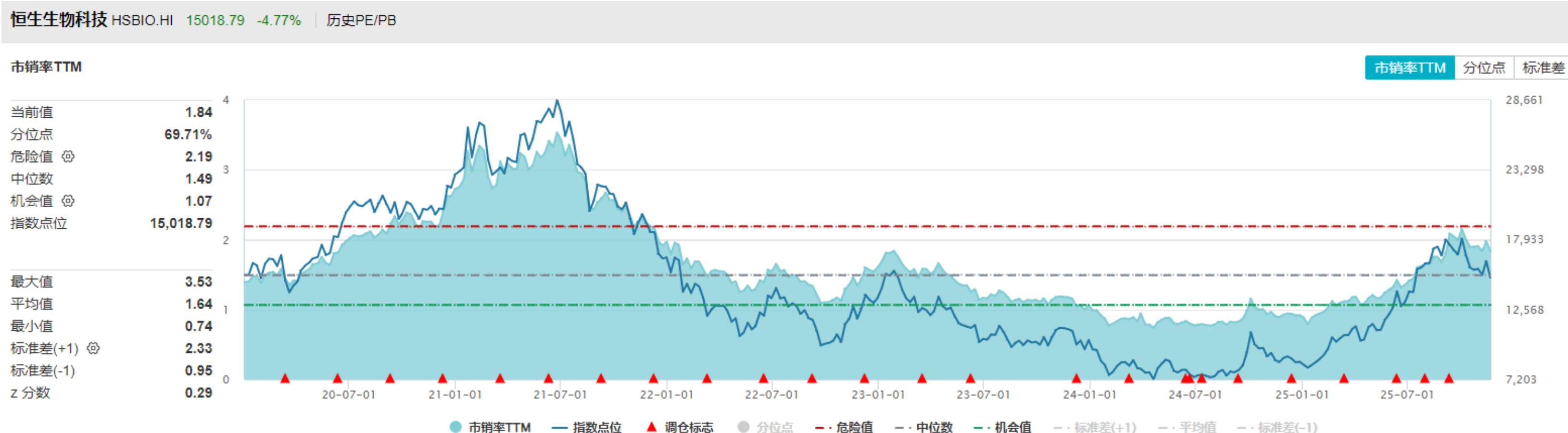


- 1、医药行业整体增长情况及医药行业政策分析
- 2、医药行业出海的必要性及广阔前景
- 3、港股医药行业估值情况
- 4、投资策略及重点公司分析
- 5、风险提示

## 3.1 行业指数估值

- 恒生香港生物科技指数，截止11月21日市销率是1.84，处于最近5年的低位，分位点69.7%。从2020年至今，平均值为1.64，最大值为3.53。今年估值有明显的修复，有过一轮普涨行情，指数涨幅为81%。目前行业估值没有明显低估，当然也没有高估，比最高的估值还有很大差距。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

- 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、港股医药行业估值情况
- 4、投资策略及重点公司分析
- 5、风险提示

## 4.1 投资策略

- 中国资产在MNC创新药交易总金额及首付款快速上升，交易总金额从2020年38亿美元上升到2025年前3季度的476亿美元，占比从2020年的2.2%，提升到24.5%。创新药出海的空间非常广阔。国内的集采政策趋缓，医药行业的需求依然强劲，行业的结构性机会非常明显。
- 基于目前的医药生物行业发展趋势，可以关注：一、创新药管线有全球竞争力并将进行BD的公司，如宜明昂科-B（1541.HK，已覆盖）、和誉-B（2256.HK，已覆盖）、石药集团（1093.HK，已覆盖）、信达生物（1801.HK，未覆盖）、诺诚健华（9969.HK，已覆盖）、亿胜生物科技（1061.HK，已覆盖）等优质公司。
- 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）。

## 4.2 重点公司-宜明昂科-B (1541.HK)

- IMM0306治疗SLE数据突出，安全性良好，具备BD潜力：Ib期临床试验中，截至2025年7月1日，有15例可评估有效性SLE患者，7例属0.8 mg/kg剂量组，8例属1.2mg/kg剂量组。在SLEDAI-2000评分降低 $\geq 4$ 分的患者比例方面，0.8 mg/kg组别达85.7% (6/7)，而1.2 mg/kg组别达87.5% (7/8)。在医生整体评估(PGA)分数未恶化的患者比例达100% (15/15)。治疗具有良好耐受性，未出现细胞因子释放综合症(CRS)病例，亦无重大感染事件发生。同时，0306针对视神经脊髓炎谱系疾病(NMOSD) Ib期试验的首例患者进行给药。
- CD47融合蛋白安全性及疗效优秀：具有IgG1 Fc的IMM01（CD47融合蛋白）能够通过双重作用机制充分激活巨噬细胞，IMM01的CD47结合结构域经过特别改造能够避免与红细胞结合。IMM01联合阿扎胞苷作为CMML一线治疗的II期临床试验在22例可评估有效性的患者中，ORR达72.7%，包括27.3% CR率，中位无进展生存期(PFS)为17.8个月。IMM01与替雷利珠单抗联用治疗PD-1抑制剂治疗后复发或难治性cHL患者的II期临床试验在33例可评估的患者中，8例达到CR，15例达到PR，因此，总体缓解率(ORR)为69.7%，完全缓解率(CR)为24.2%。中位缓解持续时间(mDoR)为21.2个月(95% CI, 7.5–NA)。中位无进展生存期(mPFS)为14.7个月(95% CI, 7.0–NA)，中位总生存期(OS)未达到，而18个月的OS率为91.6%。



## 4.2 重点公司-宜明昂科-B（1541.HK）

- 公司的PD-L1xVEGF双抗（IMM2510）数据优秀：IgG1 Fc可以激活ADCC，ADCC增强型抗体旨在诱导免疫抑制的PD-L1+肿瘤细胞的直接杀伤。与其他PD-(L)1xVEGF双特异性抗体相比，其VEGF阻断机制更为广泛，可结合多种VEGF受体配体。虽然VEGF/ PD-（L）1双抗竞争较为激烈，但公司的结构设计优势明显，有望取得更优异的疗效。在3线的肺鳞状非小细胞肺癌(sq-NSCLC)取得ORR为35.3%，疗效优于同类VEGF/ PD-（L）1双抗的33%、19%；PFS为9.4个月，在同类VEGF/ PD-（L）1及PD-1/IL-2双抗品种中处于前列。
- 公司研发管线不断丰富，抗风险能力提升：IMM72治疗肺动脉高压（PAH）的新药临床试验于25年6月获得批准，并已于8月启动健康受试者招募，研发效率高。CD47CD20双抗（IMM0306）临床疗效数据优秀，有望成为自免领域重磅药物。公司是CD47融合蛋白全球创新引领者，管线丰富，在肿瘤及自免领域应用前景广阔。目前市值仅31亿港元，价值严重低估。

## 4.3 重点公司-和誉-B (2256.HK)

- 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。
- 全球BIC产品匹米替尼数据优秀：匹米替尼已经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%( $p < 0.0001$ )。若以肿瘤体积评分(TVS)评估，ORR更是显著提升至61.9%(安慰剂组仅3.2%)。已递交国内NDA；FDA的NDA申报有序进行中，预计25年Q4递交。匹米替尼第二个适应症：治疗慢性移植物抗宿主病患者的II期研究顺利推进中。早在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。
- 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。



## 4.3 重点公司-和誉-B (2256.HK)

- 创新药管线丰富，肝癌新药依帕戈替尼前景广阔：依帕戈替尼单药已经开展用于治疗FGF19过表达的晚期肝细胞癌注册性临床试验。于2025年6月完成注册性研究的首例患者给药。计划入组约 141 名患者。目前晚期肝癌病人缺乏有效的治疗方案。FGF19过表达的患者往往预后更差，因此迫切需要新的治疗选择。全球约30%的HCC患者存在FGF19过表达。开发针对该信号通路的靶向疗法代表了治疗HCC的一种新颖的创新方法；联合阿替利珠单抗于25 年7月在 ESMO-GI 大会上发布的 II 期研究结果，220 mg BID 剂量组中  $ORR \geq 50\%$ ， $PFS \geq 7$  个月。依帕戈替尼成药概率极大，国内外峰值超100亿元。
- 创新药储备丰富，ABSK043在49名疗效可评估的未经肿瘤免疫治疗的患者中，在活性剂量中，ABSK043的ORR达20.4%。在PD-L1高表达( $TPS \geq 50\%$ )的NSCLC患者，ORR达41.7%。正在开展 ABSK043 联合伏美替尼治疗 EGFR 突变 NSCLC 的 II 期临床研究。ABSK061等处于二期临床阶段，061在软骨发育不全症及多种癌症方面潜力大。ABSK211（泛KRAS抑制剂）：已经进入IND申请阶段。ABSK141（KRAS G12D）：有望于2025年下半年获得IND批准。

## 4.4重点公司-亿胜生物科技（1061.HK）

- 业绩稳健增长：眼科及外科业务构成主要营收来源，眼科营业额达417.4百万港元，同比增加10.6%；外科营业额448.9百万港元，同比微增1.0%。毛利率88.8%，净利率18.6%。贝复舒®系列及单剂量滴眼液等产品销售表现强劲。
- 贝伐珠单抗三期临床试验达到主要临床终点，BLA已获受理：抗VEGF眼内注射液EB12-20145P（HLX04-O）的上市注册申请已获中国国家药品监督管理局药品审评中心受理。HLX04-O（贝伐珠单抗）中国患者三期临床研究显示，HLX04-O在第48周最佳矫正视力（BCVA）较基线改善的平均字母数变化上非劣于雷珠单抗，达到主要研究终点。国际多中心三期临床研究正在多个欧洲国家、澳大利亚、美国有序开展，目前进行数据统计阶段。预计于2025年递交新药申请。
- SkQ1已经取得全球独家权益，将进入第三阶段实验：公司从Mitotech获得SkQ1滴眼液全球独家权益，目前正在进行SkQ1的美国三期临床试验，通过VISTA-1和VISTA-2与安慰剂相比，SkQ1具有优秀的药物安全性和耐受性。目前在进行资产和知识产权上的操作，完成之后，将立即重启美国及全球的三期临床。
- 公司原有业务稳健增长，能提供较好的现金流，新产品贝伐珠单抗三期临床试验达到主要临床终点，该产品的国内以及海外市场空间广阔，随着创新药未来商业化顺利推进，将推动公司业绩上升。目前静态PE仅为7.6倍，价值低估。

## 4.5 重点公司-石药集团（1093.HK）

- 新药研发快速推进：公司已建成一支逾2000人的国际化研发团队，聚焦于抗肿瘤、精神神经、心血管等治疗领域。研发费用占成药收入27.1%，显示公司持续高强度投入创新，有近90个产品在临床试验的不同阶段，14款产品已递交上市申请，30余款处于注册临床阶段，为未来收入结构转型奠定基础。公司计划在未来5年内申报近50款新产品/新适应症上市。
- 2025年前三季度营收198.91亿元，同比下滑12.3%，实现净利润35.11亿元，同比减少7.06%。主因成药业务受集采与医保降价拖累，收入降至154.50亿元（-17.2%）。在医药行业集采降价背景下，公司将通过不断有新的产品线及强大的商业化团队及高效执行力强大的管理团队，推动业绩恢复增长。
- 创新管线加速兑现，授权费收入15.40亿元贡献新增长极，海外授权协议累计潜在里程碑付款超150亿美元，国际化战略成效初显。SYS6091（HER2 ADC）、SYS6010（EGFR ADC）、安尼妥单抗（HER2双抗）、SYS6093（TSLP单抗）等8款产品处于关键临床阶段，预计2025–2027年将密集迎来数据读出与上市申请。SYS6010（EGFR ADC）获FDA三项快速通道资格，获得NMPA突破性疗法认定，单药用于EGFR-TKI和含铂化疗治疗失败的EGFR突变阳性的NSCLC，目前进行三期临床，有望26年递交申请上市。SiRNA管线覆盖PCSK9、AGT、LP(a)等靶点，技术平台领先。公司董事长持续增持股票。明年有望持续推进大项目BD，目前PE为15.6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、港股医药行业估值情况
- 4、投资策略及重点公司分析
- 5、风险提示

## 5. 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。本报告清晰准确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>