



成长估值两相宜，聚焦医药优势赛道

——2020年联讯医药行业投资策略

分析师：李志新
执业编号：S0300518010002
电话：010-66235703
邮箱：lizhixin@lxsec.com

2019年11月4日



1

概述：医药产业链——药械、商业与服务

2

医药大局观

- 1、业绩篇：营收增速基本稳定，利润从2018H2开始增速大幅下滑
- 2、市场篇：创新高股票基本来自优势赛道

3

投资策略：聚焦生物药与非药优势赛道

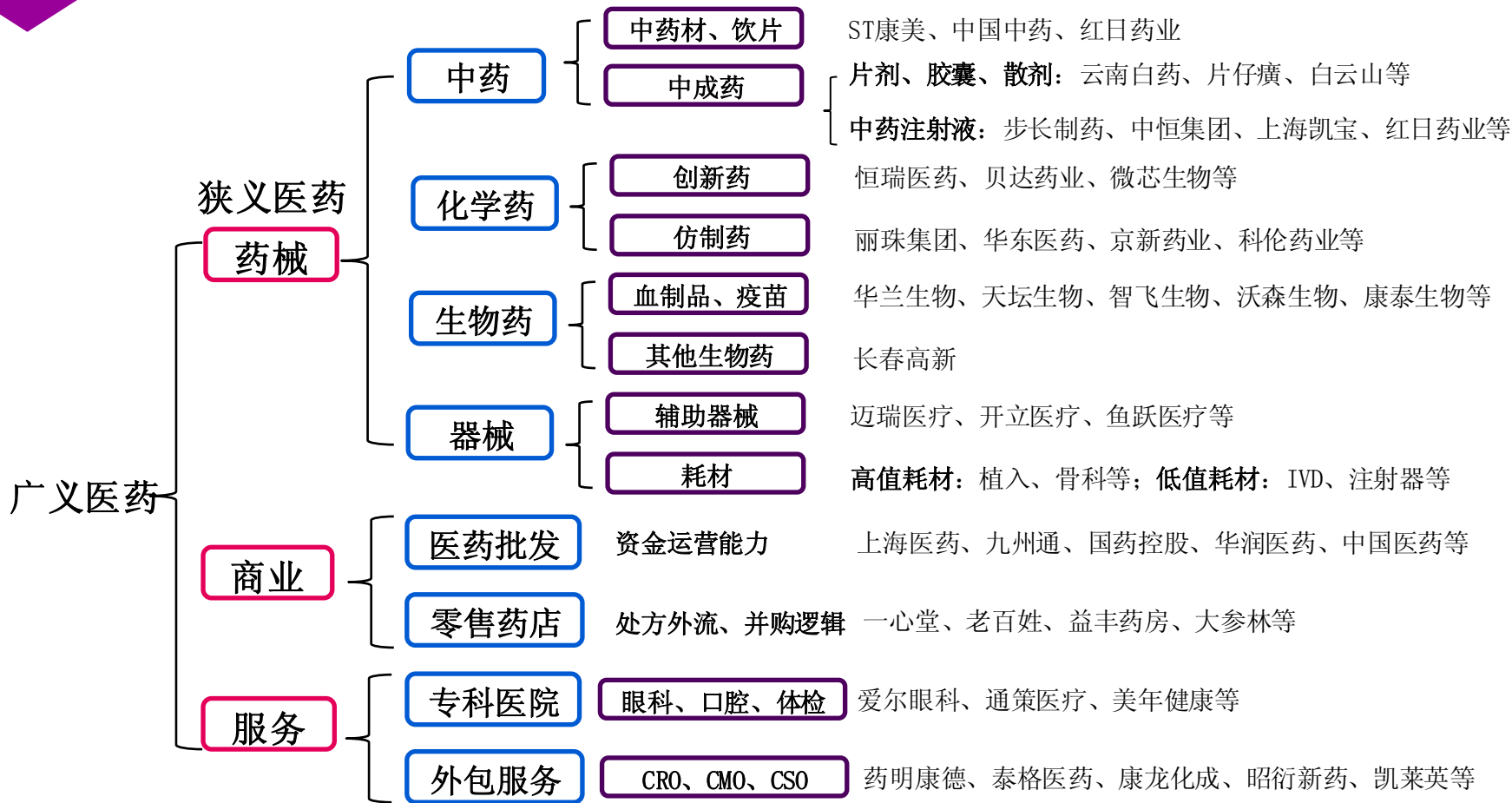
- 1、政策主基调：降价与供给侧改革
- 2、我们的基本判断：药械价格长期下降趋势不容改变
- 3、投资策略：紧跟政策，聚焦不受政策影响或受益的优势赛道

4

细分行业分析

- 1、生物制品：血制和疫苗一个都能不少
- 2、CRMO是全行业高增长。

一、概述：医药产业链——药械、商业、服务





1

概述：医药产业链——药械、商业与服务

2

医药大局观

- 1、业绩篇：营收增速基本稳定，利润从2018H2开始增速大幅下滑
- 2、市场篇：创新高股票基本来自优势赛道

3

投资策略：聚焦生物药与非药优势赛道

- 1、政策主基调：降价与供给侧改革
- 2、我们的基本判断：药械价格长期下降趋势不容改变
- 3、投资策略：紧跟政策，聚焦不受政策影响或受益的优势赛道

4

细分行业分析

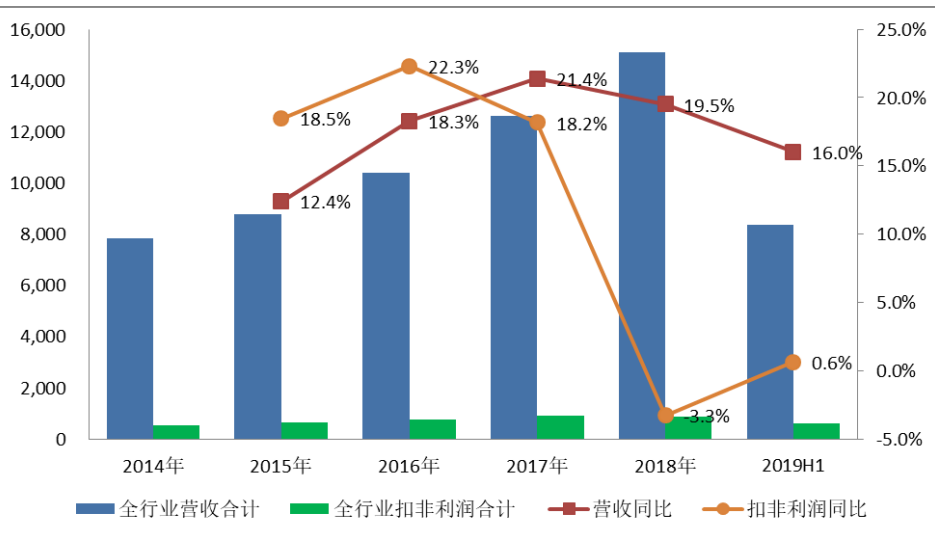
- 1、生物制品：血制和疫苗一个都不能不少
- 2、CRMO是全行业高增长。

二、医药大局观——业绩篇

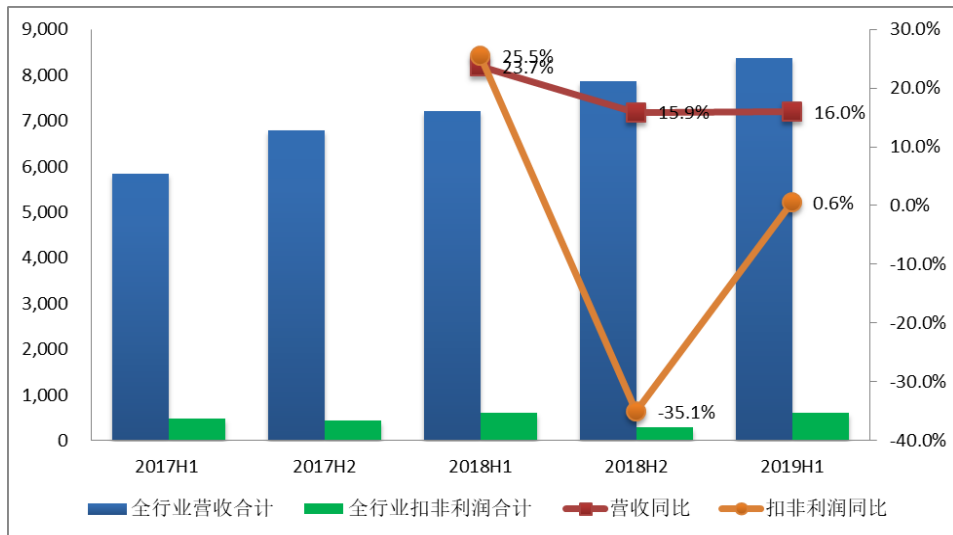
1、近年来医药行业整体业绩：营收增速基本稳定，利润从2018H2开始增速大幅下滑，原因？

- ✓ **营收不减速**：两票制全面铺开，低转高开被动拉升！
- ✓ **利润大减速**：2018年商誉集中大减值；费用增加（销售、研发）

图表1：近年来医药行业整体经营情况



图表2：分财季医药行业整体经营情况



资料来源：Wind，联讯证券研究院

资料来源：Wind，联讯证券研究院

二、医药大局观——业绩篇

2、细分行业冰与火：营收增速基本稳定，利润从2018H2开始增速大幅下滑，原因？

- ✓ **营收不减速**：两票制全面铺开，低转高开被动拉升！
- ✓ **利润大减速**：2018年商誉集中大减值；费用增加（销售、研发）

图表3：医药细分行业营收同比增速

营收同比增速	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1
1、中药	10.0%	11.1%	12.1%	14.6%	11.8%
2、化药	6.0%	16.8%	20.3%	23.2%	13.5%
3、生物制品	17.8%	18.9%	18.9%	36.4%	28.4%
其中：血制	15.2%	26.9%	4.7%	35.3%	23.0%
疫苗	19.1%	-26.8%	99.6%	156.1%	80.8%
4、医疗器械	14.6%	17.5%	24.7%	21.4%	14.6%
5、医疗服务	24.9%	26.9%	40.5%	18.1%	9.3%
其中：CDMO	14.5%	23.3%	22.2%	28.2%	34.1%
医院服务	34.3%	26.6%	48.1%	14.7%	1.0%
6、医药商业	17.1%	23.0%	25.2%	18.4%	19.8%
其中：零售药店	18.8%	24.2%	23.0%	25.2%	32.2%
医药批发	17.0%	23.0%	25.3%	18.0%	19.1%

资料来源：Wind，联讯证券研究院

- 备注**：1、血制营收与利润增速匹配，2018年不匹配是上海莱士资产减值原因；
 2、疫苗行业从2017年开始利润转正，迎来全行业机会；
 3、中药、化药降价与费用吞噬利润；零售全行业性增长；CRO全行业增长。

图表4：医药细分行业扣非净利润同比增速

扣非利润同比增速	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1
1、中药	10.7%	8.7%	15.8%	-16.4%	-14.3%
2、化药	28.9%	23.5%	13.5%	-4.7%	-1.4%
3、生物制品	17.8%	18.9%	18.9%	36.4%	28.4%
其中：血制	14.3%	53.7%	1.5%	0.6%	18.8%
疫苗	-38.8%	-73.2%	NA	397.7%	50.1%
4、医疗器械	10.4%	16.7%	22.3%	26.5%	19.5%
5、医疗服务	24.9%	26.9%	40.5%	18.1%	9.3%
其中：CDMO	-30.5%	394.5%	-10.8%	56.9%	27.1%
医院服务	33.0%	22.1%	22.5%	-64.1%	-19.6%
6、医药商业	17.1%	23.0%	25.2%	18.4%	19.8%
其中：零售药店	27.5%	13.5%	18.7%	19.6%	28.0%
医药批发	20.2%	40.1%	33.4%	-2.7%	5.0%

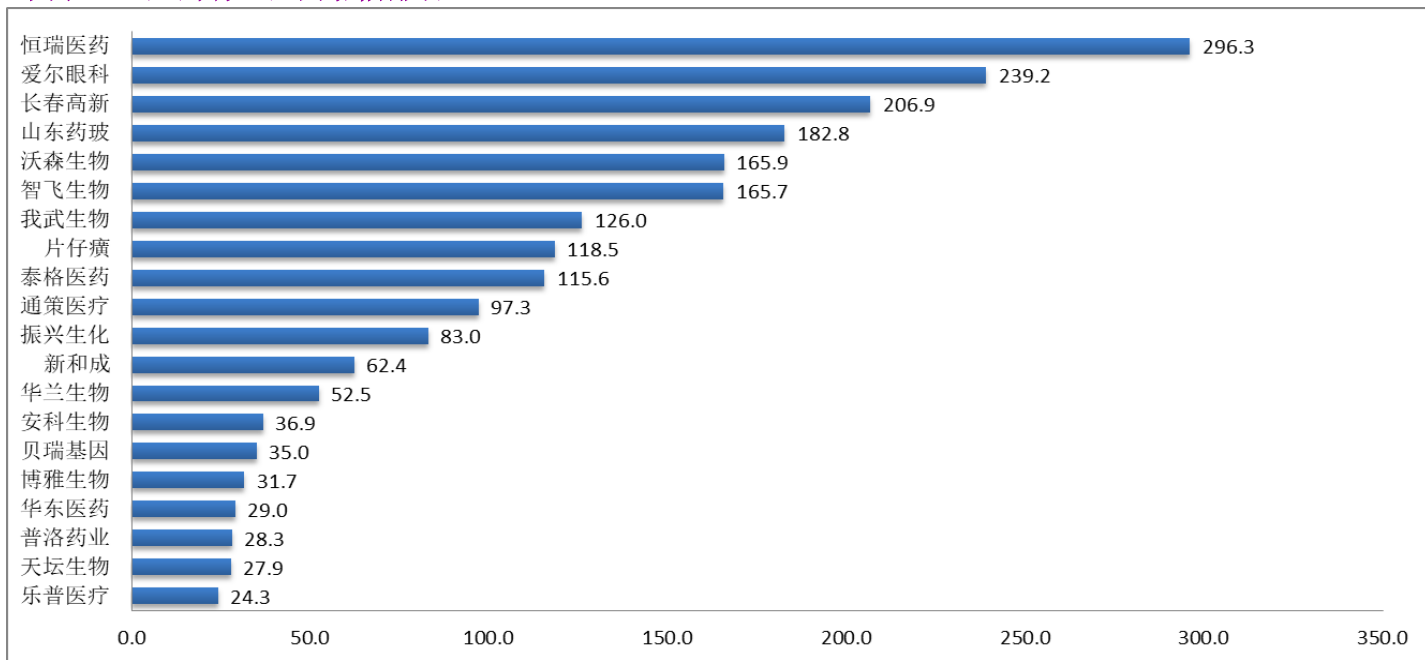
资料来源：Wind，联讯证券研究院

二、医药大局观——市场篇

3、生物制品、创新药和非药优势赛道标的大幅跑赢市场（2015/6/1-2019/10/18区间复权涨幅）

- ✓ **分化明显**：2015年前上市的206只医药股票，仅29只股票创出2015年6月份以来的新高！超过85%至今没有创新高。
- ✓ **行业集中**：涨幅前十大：化学药（1恒瑞医药）、医疗服务（3）、生物制品（4）、医疗器械（1）、中药（1片仔癀）。

图表5：医药行业区间涨幅排名



资料来源：Wind，联讯证券研究院



1

概述：医药产业链——药械、商业与服务

2

医药大局观

- 1、业绩篇：营收增速基本稳定，利润从2018H2开始增速大幅下滑
- 2、市场篇：创新高股票基本来自优势赛道

3

投资策略：聚焦生物药与非药优势赛道

- 1、政策主基调：降价与供给侧改革
- 2、我们的基本判断：药械价格长期下降趋势不容改变
- 3、投资策略：紧跟政策，聚焦不受政策影响或受益的优势赛道

4

细分行业分析

- 1、生物制品：血制和疫苗一个都不能不少
- 2、CRMO是全行业高增长。

三、政策导向决定投资方向

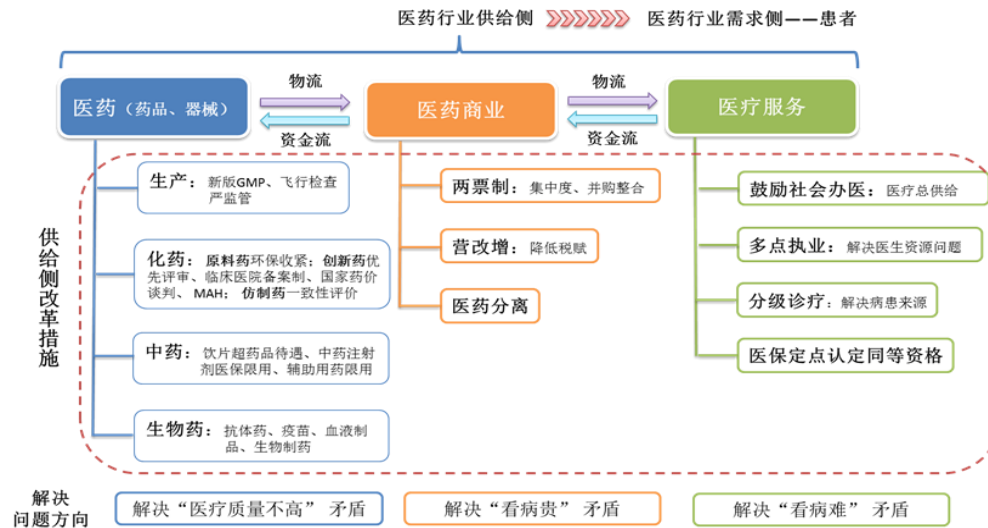
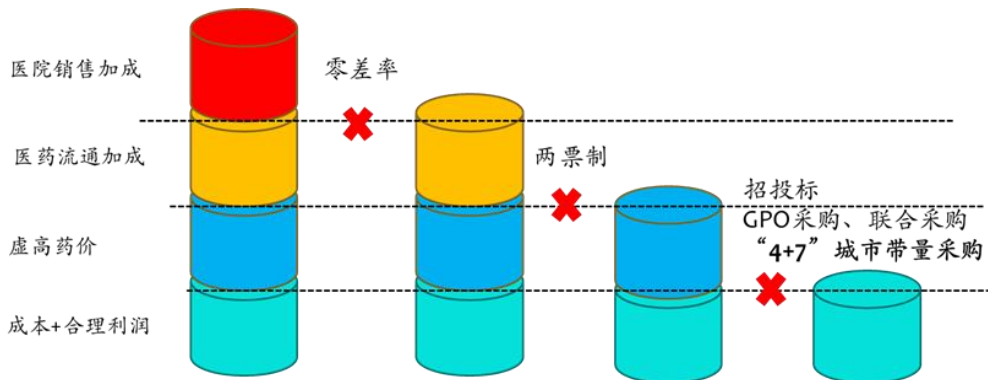
1、近年来的政策基调：

✓ **降价：**多层次促使药械降价。

- a) 出厂价：对药企；国家药价谈判、4+7带量采购；
- b) 流转费：对流通渠道；两票制；
- c) 终端价：医院终端（零加成）。

✓ **供给侧改革：**

- a) 医药：鼓励药械创新&仿制药一致性评价
- b) 商业：流通商遴选，促行业集中
- c) 服务：鼓励民营，扩大总量供给



三、投资策略：聚焦不受政策影响或受益的优势赛道

2、基本判断：

- ✓ 药价（包括创新药、仿制药等）长期下降趋势难以阻挡，**趋势有反复或彷徨。**

3、投资策略：

- ✓ **行业特点**：内需依赖，受国际外部环境影响较小，但受国内政策影响明显；
- ✓ **投资策略**：政策导向，聚焦优势赛道，重点看好药（生物制品&创新药）和非药（医疗器械&CRO）



1

概述：医药产业链——药械、商业与服务

2

医药大局观

- 1、业绩篇：营收增速基本稳定，利润从2018H2开始增速大幅下滑
- 2、市场篇：创新高股票基本来自优势赛道

3

投资策略：聚焦生物药与非药优势赛道

- 1、政策主基调：降价与供给侧改革
- 2、我们的基本判断：药械价格长期下降趋势不容改变
- 3、投资策略：紧跟政策，聚焦不受政策影响或受益的优势赛道

4

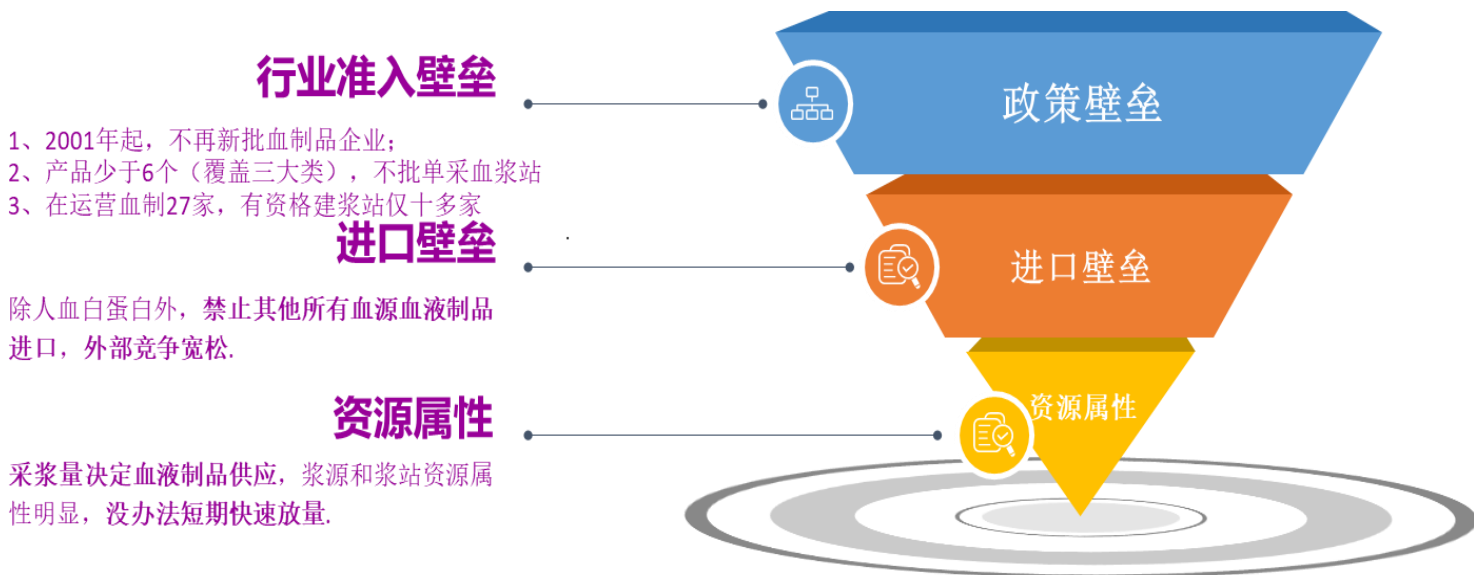
细分行业分析

- 1、生物制品：血制和疫苗一个都不能不少
- 2、CRMO是全行业机会。

四、细分行业之血制——资源为王，从采浆量&品种角度找机会

1、血制行业投资逻辑：

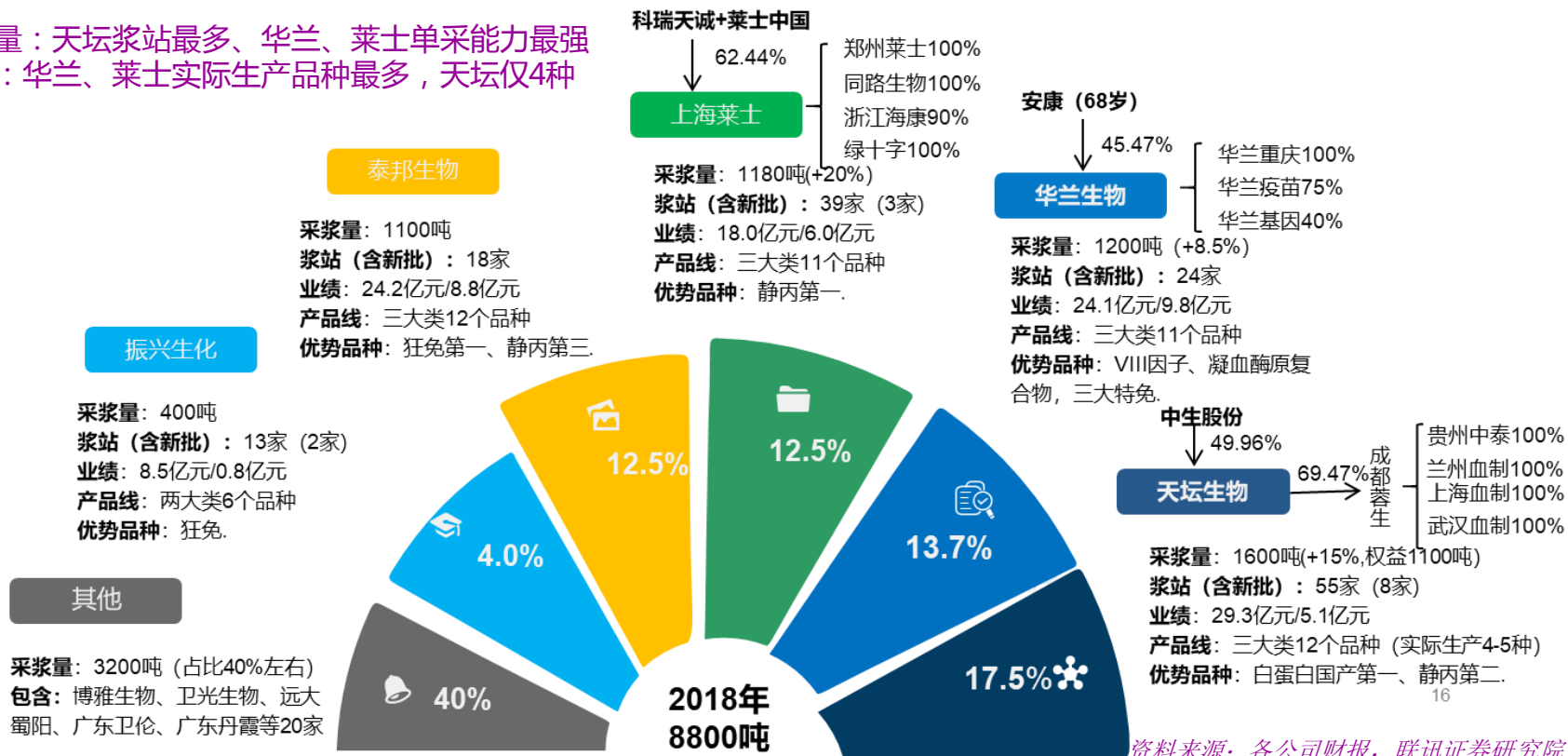
- ✓ 准入：不再新批血制企业，浆站设置向大企业倾斜；
- ✓ 进口：除白蛋白外，禁止进口其他人血制品；
- ✓ 属性：资源属性特征极强。



四、细分行业之血制——资源为王，从采浆量&品种角度找机会

2、行业：寡头垄断格局已经形成

- ✓ 采浆量：天坛浆站最多、华兰、莱士单采能力最强
- ✓ 品种：华兰、莱士实际生产品种最多，天坛仅4种



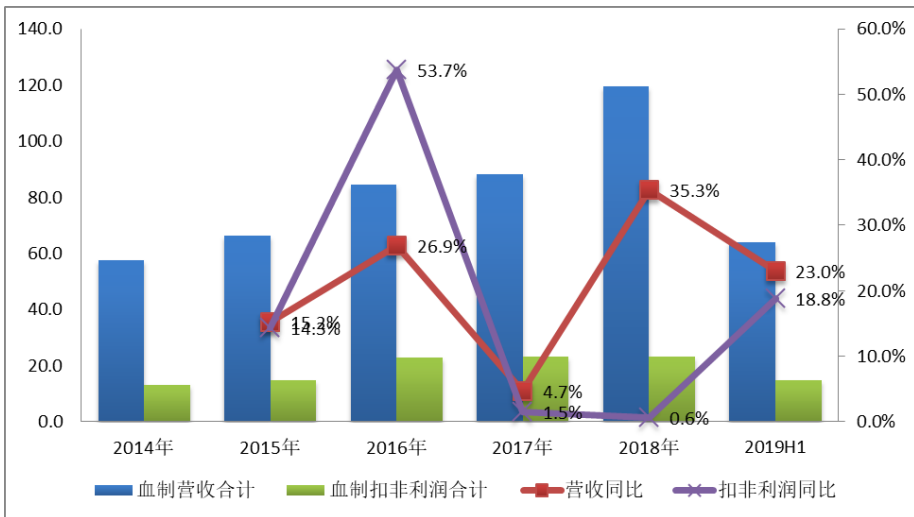
资料来源：各公司财报，联讯证券研究院

四、细分行业之血制——资源为王，从采浆量&品种角度找机会

3、行业：低潮已过，未来以来！

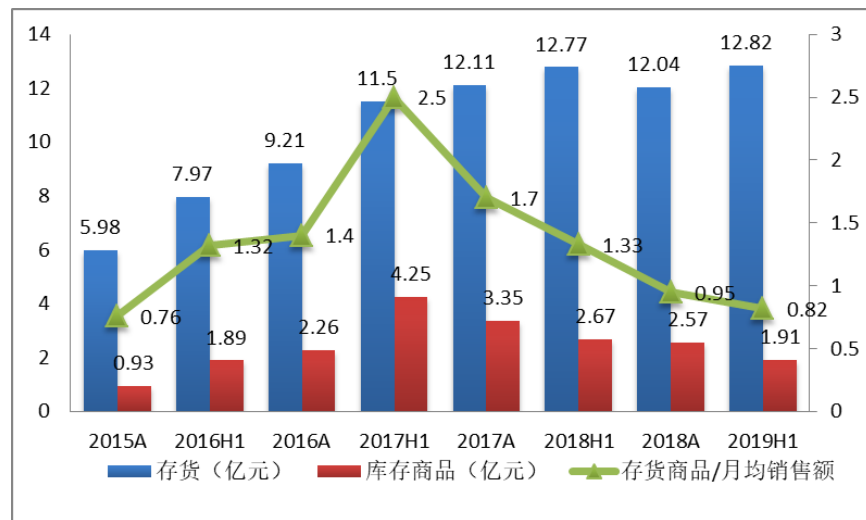
- ◆ 生产商库存水平、应收账款水平好转
- ◆ 2017年是全行业低点，2018年底行业去库存已经完成

图表6：近年来血制行业经营情况



资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表7：华兰生物存货水平好转



资料来源：公司历年财务报表，联讯证券研究院

4、华兰生物：生物制品（血制+疫苗+抗体药）

行业投资逻辑：

血制品资源属性明显；疫苗自主消费，医保控费影响极小，未来几年相继有重磅产品上市。

公司推荐逻辑：

- ✓ **血制业务**：年采浆量排行业CR3（2018年采浆量近1200吨），血制产品线丰富，多个产品市占率领先。
- ✓ **疫苗业务**：4价流感疫苗今年仍为国内准独家；新生产线GMP认证通过，主要用于生产4价流感疫苗，产能瓶颈解除；狂犬疫苗完成III期，进入最后申报上市阶段。
- ✓ **抗体药业务**：三个产品进入III期临床。
- ✓ **盈利预测与估值**：全年业绩前低后高，2019年EPS约1.00元，当前股价对应PE（2019E）仅36倍。

图表8：2019-2020接种季全国流感疫苗批签发数据（截止10月17日）

编号	公司	四价	三价（成人）	三价（儿童）	小计	市场占比
1	华兰生物	604.2	152.2	76.1	832.5	40.0%
2	北京科兴		289.2	102.0	391.2	18.8%
3	赛诺菲		235.2	127.9	363.1	17.4%
4	长春生物		347.3	149.2	496.5	23.8%
5	合计	604.2	1023.9	455.2	2083.3	100.0%

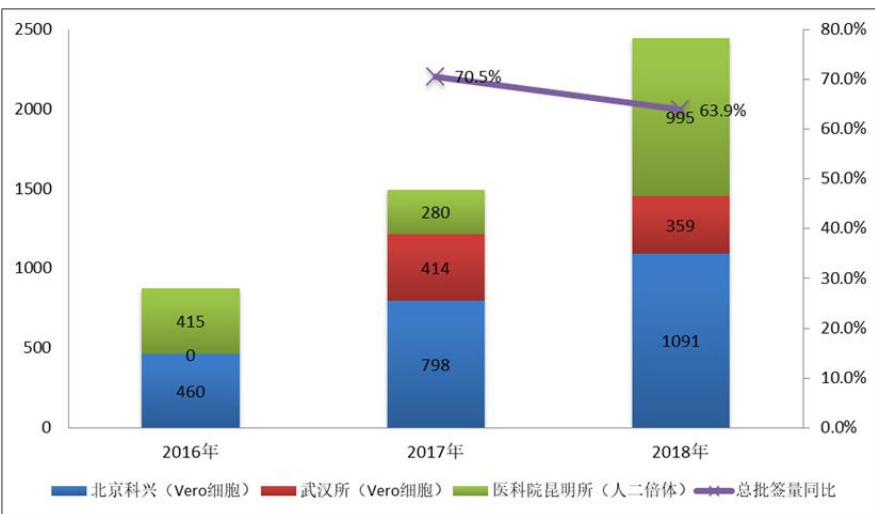
资料来源：中检院，联讯证券研究院

四、细分行业之疫苗——未来几年重磅产品陆续上市

1、行业：玩家稀少，门槛极高

- ✓ 行业发展方向：**多联化**：针对疾病型，AC流脑多糖疫苗+Hib结合疫苗=AC-Hib三联苗；**多价化**：针对血清型，4价/9价HPV疫苗）
- ✓ 行业特点：新产品变现极快，准强制免疫，自主付费（二类）

图表9：EV71疫苗上市后批签快速放量



图表10：国家免疫规划疫苗儿童免疫程序表

疫苗种类		接种年（月）龄														
名称	缩写	出生时	1月	2月	3月	4月	5月	6月	8月	9月	18月	2岁	3岁	4岁	5岁	6岁
乙肝疫苗	HepB	1	2					3								
卡介苗	BCG	1														
脊灰灭活疫苗	IPV			1												
脊灰减毒活疫苗	OPV				1	2								3		
百白破疫苗	DTaP				1	2	3				4					
白破疫苗	DT															1
麻疹疫苗	MR								1							
麻疹风疫苗	MMR										1					
乙脑减毒活疫苗	JE-L									1			2			
或乙脑灭活疫苗 ¹	JE-I									1, 2			3			4
A群流脑多糖疫苗	MPSV-A							1			2					
A群C群流脑多糖疫苗	MPSV-AC													1		2
甲肝减毒活疫苗	HepA-L											1				
或甲肝灭活疫苗 ²	HepA-I										1	2				

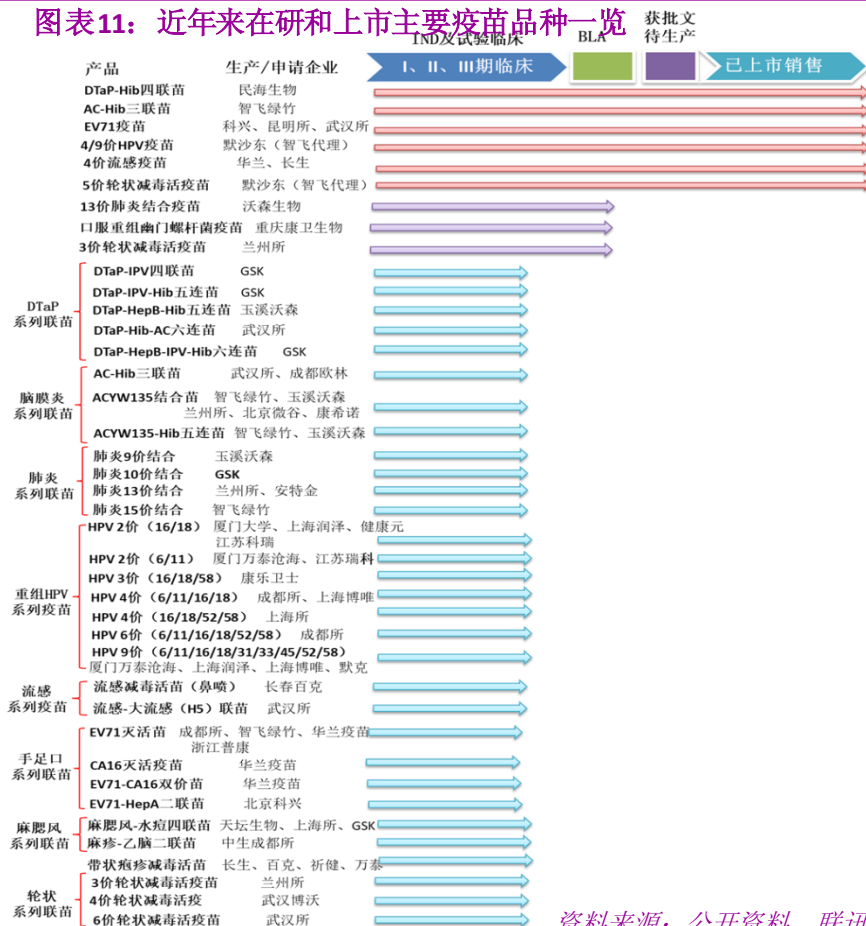
注：1. 选择乙脑减毒活疫苗接种时，采用两剂次接种程序。选择乙脑灭活疫苗接种时，采用四剂次接种程序；乙脑灭活疫苗第1、2剂间隔7~10天；
2. 选择甲肝减毒活疫苗接种时，采用一剂次接种程序。选择甲肝灭活疫苗接种时，采用两剂次接种程序。

四、细分行业之疫苗——未来几年重磅产品陆续上市

2、未来几年重磅新产品陆续上市：

- ✓ 13价肺炎结合疫苗：
沃森生物、康泰生物
- ✓ 肺结核疫苗：**智飞生物**
- ✓ 幽门螺杆菌疫苗：**康卫生物**
- ✓ 国产2价/4价HPV疫苗：
沃森生物、厦门万泰

图表11：近年来在研和上市主要疫苗品种一览



资料来源：公开资料，联讯证券研究院

疫苗行业重点推荐——智飞生物 (300122)

3、智飞生物 (300122) : 代理提供现金流+自研负责未来

公司推荐逻辑：

- ✓ **代理产品：**代理产品优秀，4价/9价HPV疫苗国内独代，未来2-3年内国内独家，供不应求；**五价轮状病毒疫苗**国内独家（兰州所是单价）。
- ✓ **自研产品：**AC-Hib疫苗再注册暂受阻，但不是致命的质量问题，属一过性事件，不影响19年业绩；**母牛分歧杆菌疫苗**进入生产最后审批阶段。
- ✓ **盈利预测与估值：**预计2019年EPS约1.52元，当前股价对应PE (2019E) 仅32倍，估值分位历史低位。

图表12：业绩预测（代理中性预测，自产悲观预测，不考虑肺结核疫苗）

类别	单位：亿元	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E	
主要代理产品	基础采购额		NA	22.82	61.57	92.79	108.80
	4价/9价HPV疫苗		NA	20.35	55.07	83.30	95.80
	五价轮状病毒疫苗		NA	2.47	6.50	9.49	13.00
	毛利率		NA	41.3%	35.0%	35.0%	35.0%
	协议终端销售额		NA	38.88	94.7	142.8	181.33
	协议销售净利润率		NA	23.6%	21.0%	21.0%	21.0%
	协议销售净利润		NA	9.20	19.89	29.98	38.08
自主产品 (智飞绿竹)	AC-Hib、ACYW135、AC结合、Hib结合		9.87	12.4	10.4	3	12
	毛利率		95.4%	95.4%	94.5%	90.0%	95.0%
	净利率		43.4%	42.9%	43.0%	42.0%	42.0%
	销售净利润		4.28	5.32	4.47	1.26	5.04
合计	营收			52.3	105.1	145.8	193.3
	营收同比				101.0%	38.7%	32.6%
	毛利率		82.8%	54.6%	40.9%	36.1%	38.7%
	净利润			14.52	24.36	31.24	43.12
	净利润同比				67.8%	28.2%	38.0%
	净利润率			27.70%	23.2%	21.4%	22.3%

资料来源：Wind，联讯证券研究院

四、细分行业之其他生物制品：重点推荐——长春高新（000661）

长春高新（000661）：业绩超预期，生长激素空间广阔

公司推荐逻辑：

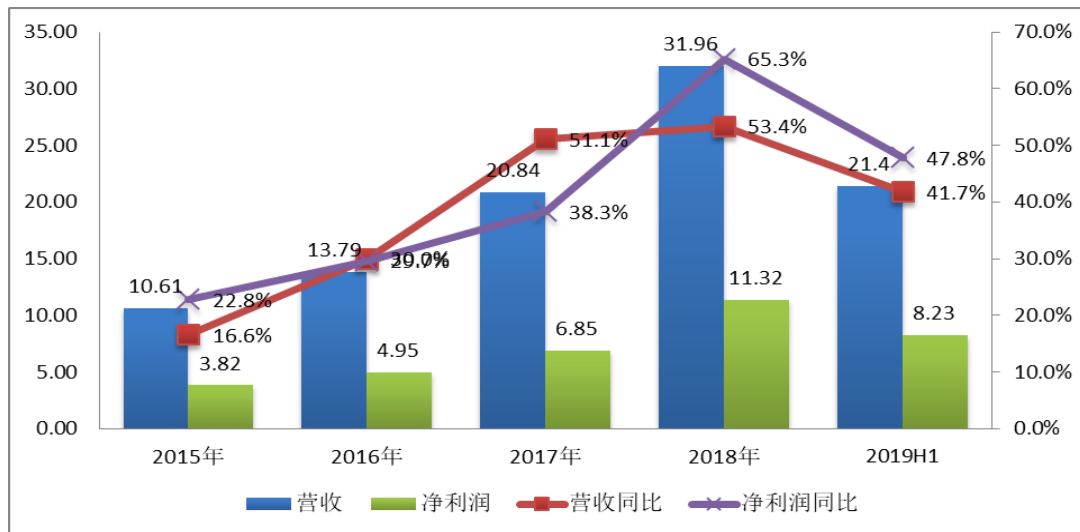
- ✓ **生长激素：金赛药业。**产品线最全（短效长效、长效、粉针、水针），导入期完成进入加速增长期，渗透率仍然较低（<8%），天花板尚远。
- ✓ **疫苗：长春百克、吉林迈丰。**今年疫苗业务是低点，Q3批签已经回升。鼻喷流感疫苗预计年底获批，小儿合孢病毒疫苗进入临床。
- ✓ **并购金赛29.5%股权：**接近落地，测算增厚每股收益14%。
- ✓ **盈利预测与估值：**暂不考虑后续募资和发行可转债，预计2019年EPS约8.5元，当前股价对应PE（2019E）49倍，未来几年保持25%-35%高速增长。

图表13：生长激素市场空间测算

测算模型	矮小症发病率	4-15岁需治疗儿童	其中病理性	潜在患者数	当前估算治疗人口（按粉针年治疗费用算）	渗透率
生长激素	3%	700	30%	210	10万-15万	<8%

资料来源：中华医学会儿科学分会，联讯证券研究院

图表14：2015-2019H1金赛药业业绩一览

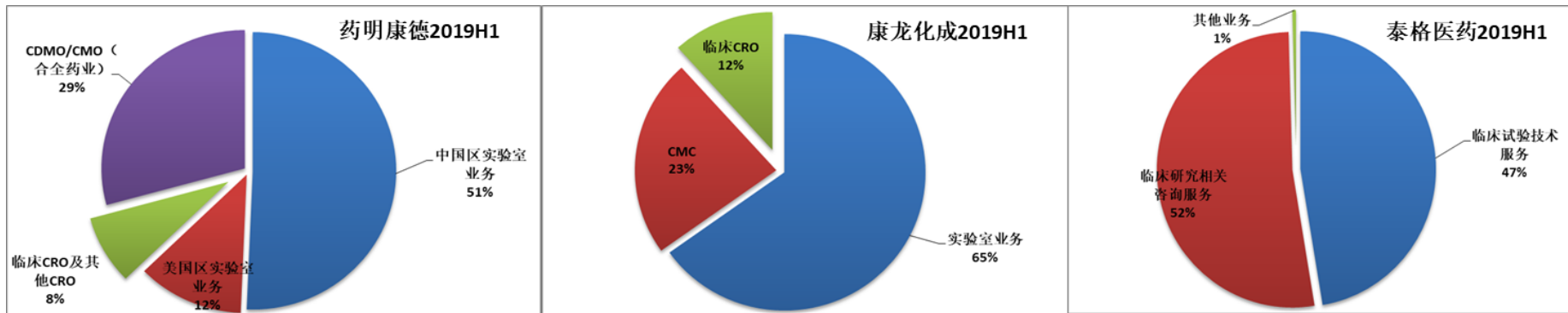


资料来源：公司财务报表，联讯证券研究院

四、细分行业之CRO/CMO——未来几年全行业性高增长

1、前言：医药外包服务产业链及主要代表公司：CRO、CMO和CSO

图15：医药外包服务产业链及主要代表公司

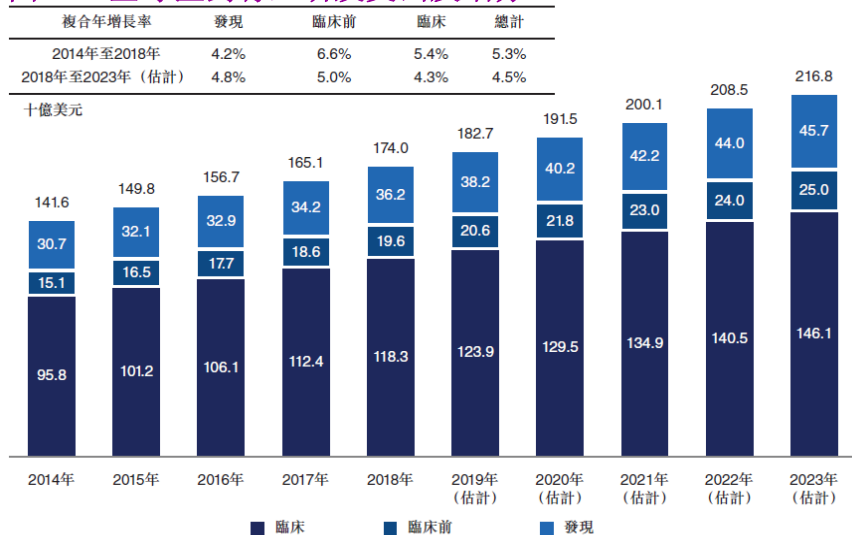


四、细分行业之CRO/CMO——未来几年全行业性高增长

2、我国医药行业进入创新研发高速时代

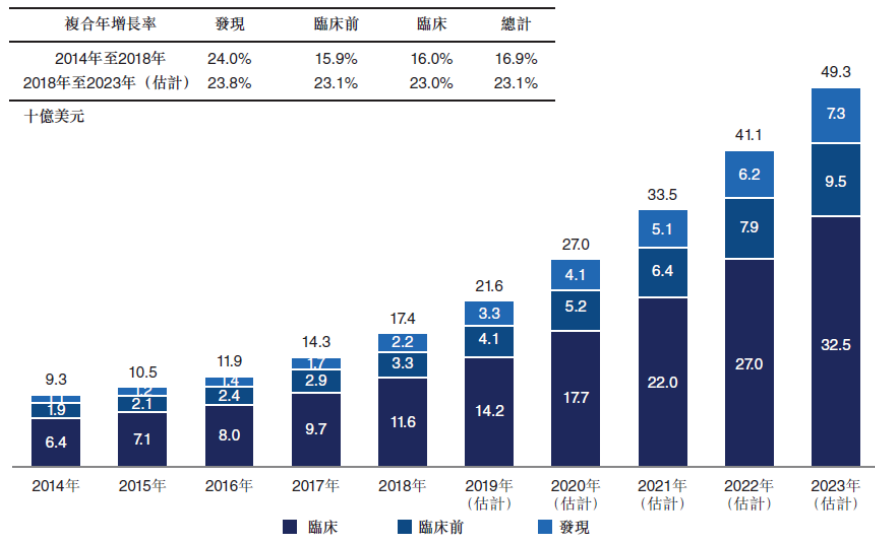
- ✓ 研发投入增速远超全球水平：23.1% VS 4.5%
- ✓ 大型医药企业将研发重点转向创新药：如恒瑞退出大部分仿制药研发
- ✓ 生物科技公司迅速增长及打通融资上市渠道：创新药企业大量上市

图16：全球医药行业研发支出及细分



资料来源：沙利文，康龙化成招股说明书

图17：我国医药行业研发支出及细分



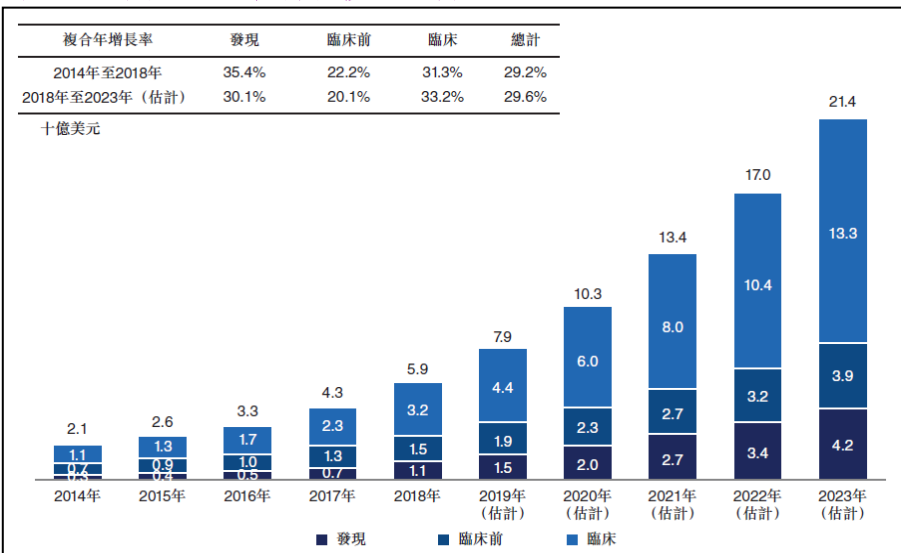
资料来源：沙利文，康龙化成招股说明书

四、细分行业之CRO/CMO——未来几年全行业性高增长

3、我国CRO行业进入黄金时代：

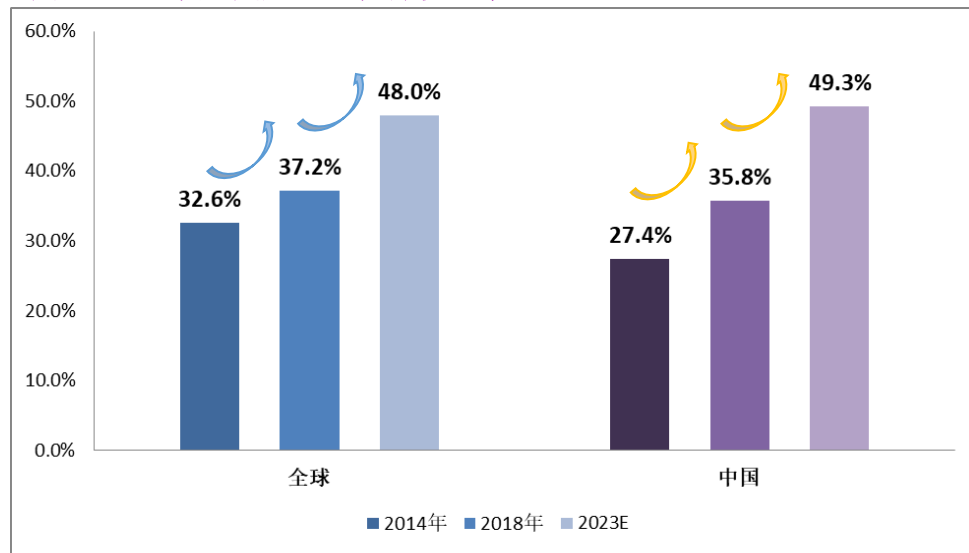
- ✓ CRO行业增速与医药企业研发支出相匹配，略高于研发支出增速（渗透率提升）
- ✓ 我国CRO行业增速显著高于全球：29.6% VS 10.5%
- ✓ CRO渗透率仍有较大提升空间：我国和全球相当，35.8%（2018年），预计49%左右（2023年）

图18：我国CRO市场规模及细分



资料来源：沙利文，康龙化成招股说明书

图19：全球及我国CRO市场渗透率



资料来源：沙利文，康龙化成招股说明书

四、细分行业之CRO/CMO——未来几年全行业性高增长

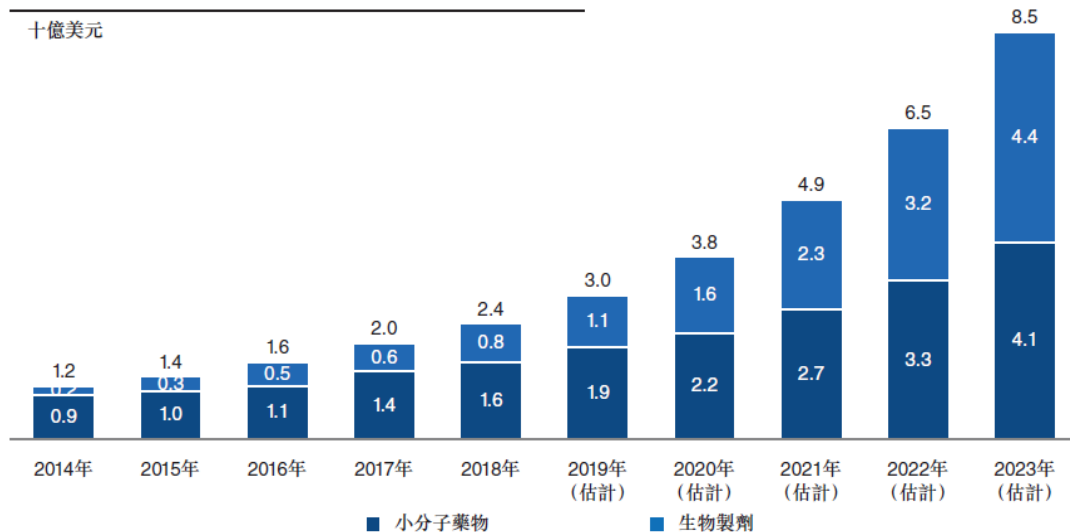
4、我国CMO行业进入黄金时代：

- ✓ 未来五年CMO行业增速加快（药品上市许可持有人）
- ✓ 生物制剂高增长：41.0% VS 20.8%
- ✓ 国内已上市CMO企业有：凯莱英（002821）、合全药业（三板退市）、博腾股份（300363）
- ✓ **营收结构**：临床前阶段：商业化阶段=1:2，临床阶段按服务收费，商业化阶段按量收费。

图20：我国CMO市场规模及细分

複合年增長率	小分子藥物	生物製劑	總計
2014年至2018年	14.1%	38.9%	19.8%
2018年至2023年（估計）	20.8%	41.0%	28.9%

十億美元



资料来源：沙利文，康龙化成招股说明书

四、细分行业之CRO/CMO——未来几年全行业性高增长

5、全球CRO/CMO 行业市场格局

- ✓ 全球CRO 市场竞争激烈：CR20 47.3%
- ✓ 全球药物发现市场分散：CR3 23.5%
- ✓ 全球外包服务 CR20：中国2（药明康德和康龙化成）
- ✓ 我国企业更趋向于全产业链发展

图21：全球CRMO行业市场格局

排名	公司	收益， 百万美元 ⁽²⁾	總部	業務覆蓋範圍			
				發現	臨床前	臨床	合同生產服務
1	昆泰医药	5,465.0	美國			√	
2	公司B	4,313.1	美國	√	√	√	
3	公司C	3,211.2	美國			√	
4	公司D	3,189.9	瑞士				√
5	公司E	2,622.4	美國			√	
6	公司F	2,463.4	美國				√
7	公司G	2,349.0	荷蘭				√
8	公司H	2,266.1	美國	√	√		√
9	公司I	2,244.7	美國			√	
10	公司J	2,217.6	美國				√
11	公司K	2,014.0	美國		√	√	
12	公司L	1,897.6	愛爾蘭			√	
13	药明康德	1,450.3	中國	√	√	√	√
14	公司N	879.1	德國				√
15	公司O	812.1	瑞士				√
16	公司P	734.0	瑞典				√
17	公司Q	515.0	美國				√
18	公司R	486.9	韓國				√
19	公司S	478.1	美國			√	
20	康龙化成	439.3	中國	√	√	√	√

资料来源：沙利文，康龙化成招股说明书

四、细分行业之CRO/CMO——未来几年全行业性高增长

6、我国CRMO行业市场格局：

- ✓ 我国CRO 市场竞争激烈：CR5 35.2%
- ✓ 药明康德遥遥领先：市占率17.6%
- ✓ 我国企业更趋向于全产业链发展

图22：我国医药外包服务行业市场格局

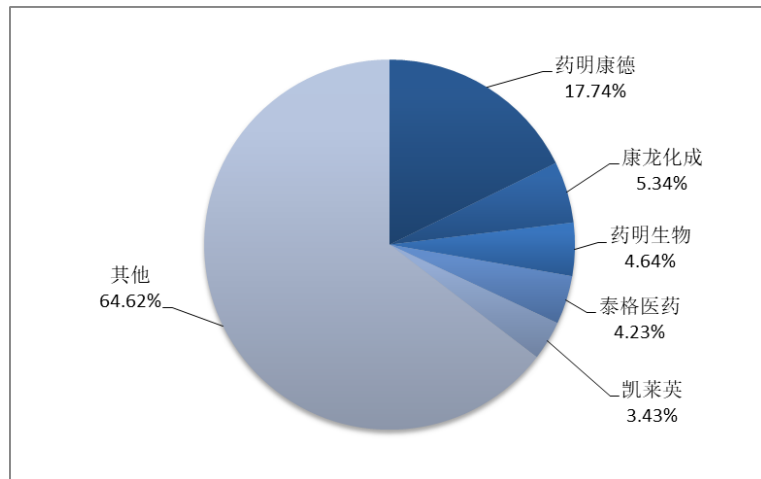


图23：我国CRMO行业主要经营及估值情况

排名	股票代码	公司简称	市场份额	经营		估值		业务覆盖范围			
				总市值 (亿)	净利润 (2019E)	PE (2019)	PEG (2019)	药物发现	临床前	临床	合同生产
1	603259	药明康德	17.6%	1,393	22.6	61.6	2.46	√	√	√	√
2	300759	康龙化成	5.3%	364	4.64	78.5	2.24	√	√	√	√
3	02269	药明生物	4.6%	1020	10.36	98.4	1.64	√	√	√	√
4	300347	泰格医药	4.2%	511	6.87	74.4	1.86		√	√	
5	002821	凯莱英	3.4%	283	5.70	49.7	1.60				√

资料来源：沙利文，康龙化成招股说明书

资料来源：Wind，联讯证券研究院

7、行业发展趋势思考

- ✓ **全行业黄金发展时期**：企业研发投入快速增长；政策鼓励创新与仿制药一致性评价；渗透率提升；企业研发更多转向创新药；新兴生物及创新药成立及打通融资渠道（科创板、H股上市）。
- ✓ **端对端服务偏好**：医药外包服务商向全产业链发展，药企更多选择大型、全流程一体化研发服务商（减少摩擦成本，提升研发效率，全球多中心临床）。
- ✓ **将有并购整合高峰**：全产业链发展需要，战国群雄争霸时代。
- ✓ **新兴合作模式**：目前仍以服务费模式收费，未来向服务费+销售分成、战略合作伙伴（风险共当）发展。
- ✓ **产业基金**：与新兴合作模式相配合，从资本端实现退出。

免责条款

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。