

医药生物

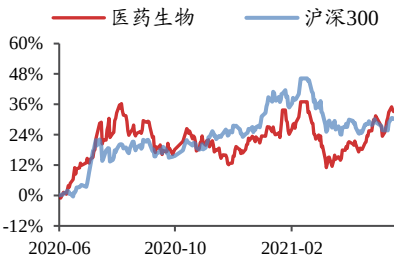
2021 年 05 月 30 日

处方流转平台逐步落地，院外市场加速发展

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《精选价值成长-医药行业 2021 年中期投资策略》-2021.5.11

《药店行业深度报告-短期因素影响 Q1 增速，仍看好药店龙头全年和中长期增长韧性》-2021.5.5

《行业深度报告-特色原料药：前景广阔的成长性行业，产业升级大幕开启》-2021.3.30

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

苑建（分析师）

yuanjian@kysec.cn

证书编号：S0790520070009

王斌（分析师）

wangbin@kysec.cn

证书编号：S0790520070005

● 一周观点：处方流转平台逐步落地，零售药店院外市场加速发展

2021 年 5 月 24 日，湖南省卫健委联合湖南省中医药管理局、湖南省药品监督管理局发布《关于印发湖南省处方流转与监管工作方案（试行）的通知》（下称《试行方案》），提出工作内容：（1）建立全省统一的处方流转与监管平台；（2）开展处方服务体系建设；（3）完成信息系统改造和平台对接。处方流转工作是深化医药卫生体制改革，推动“互联网+医疗健康”服务发展的具体措施，我们认为：（1）处方流转平台逐步落地，院外市场加速发展；（2）对于电子处方流转，头部药房具备承接优势；（3）慢病处方药是处方流转的重要切入点。

● 本周医药生物指数有所上涨，中药子板块涨幅最大

本周医药生物指数同比上涨 0.9%，报 13236.96 点，表现弱于上证 2.38 pct，弱于中小板 2.09 pct，弱于创业板 2.93 pct。本周医药生物子板块整体呈上涨趋势，其中中药板块涨幅最大，上涨 3.84%，子板块中仅生物制品板块下跌 1.76%。医药生物板块估值为 40.59 倍，与上周持平。全部 A 股估值为 14.53 倍，医药生物板块对全部 A 股溢价率为 181.82%，低于历史均值 11.3 pct（2011 年初至今）。

● CDMO、疫苗板块短期有波动，仍看好行业持续高景气

本周部分 CDMO 股价波动较大，反映市场对汇率、印度疫情和 2020 年第二季度高基数下，对 2021 年第二季度业绩增速的不确定，我们认为行业持续高景气下，CDMO 企业将分享新药研发和上市后红利，应当重视相关企业中长期快速成长的机遇，受益标的博腾股份、普洛药业、九洲药业等。疫苗板块前期涨幅较大后出现调整，我们认为未来 3-5 年是国产疫苗的黄金时代，重磅产品陆续获批，有望加速疫苗消费升级。新冠疫苗进入业绩兑现阶段，相关企业有望获得丰厚利润的同时打开海外市场，开启国产疫苗国际化征程，推荐头部疫苗企业康泰生物，受益标的智飞生物、万泰生物等。

● 推荐标的：康泰生物、人福医药、国际医学、翔宇医疗、爱帝宫；受益标的：以岭药业

（1）康泰生物：研发管线兑现元年，新冠疫苗有望显著增厚业绩；（2）人福医药：麻药龙一，步入高质量发展阶段，公司全体上下思想高度统一，工作方向十分明确，归核化坚决；（3）国际医学：医院板块业绩提升空间大，核心在于医生、设备、平台优势带来的获客能力提升；（4）翔宇医疗：康复医疗器械细分赛道领军企业，产品、服务全面覆盖市场需求，凭借产品齐全、一体化解决方案，充分享受医院建设康复中心红利；（5）以岭药业：以“络病理论”建立新药研发+学术推广体系，是中成药企业中少数具有学术推广和产品创新能力的企业；（6）爱帝宫：月子中心入住率稳定提升，新开门店有望加速。

● 风险提示：处方流转平台落地速度不及预期

目 录

1、一周观点：处方流转平台逐步落地，零售药店院外市场加速发展.....	3
2、本周医药生物指数有所上涨，中药子板块涨幅最大.....	3
2.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比上涨 0.9%，表现弱于上证 2.38 pct.....	3
2.2、子板块行情：本周医药生物子板块整体呈上涨趋势，其中中药板块涨幅最大，上涨 3.84%.....	4
2.3、医药市盈率行情：医药生物板块估值为 40.59 倍，对全部 A 股溢价率为 181.82%.....	4
3、推荐及受益标的	5
3.1、月度推荐及受益标的组合	5
3.2、本月深度报告：康泰生物、翔宇医疗、锦欣生殖.....	6
3.2.1、康泰生物深度：厚积薄发，逐浪疫苗新蓝海.....	6
3.2.2、翔宇医疗深度：把握康复养老行业机遇，迈入发展快车道.....	7
3.2.3、锦欣生殖深度：强运营、稳扩张，构建国际化辅助生殖服务版图	8
4、风险提示	9

图表目录

图 1：本周医药生物指数同比上涨 0.9%.....	4
图 2：本周中药板块涨幅最大，生物制品板块下跌幅度最大.....	4
图 3：医药生物板块估值为 40.59 倍，对全部 A 股溢价率为 181.82%	5
表 1：月度推荐及受益标的组合	5
表 2：康泰生物财务摘要和估值指标	7
表 3：翔宇医疗财务摘要和估值指标	8
表 4：锦欣生殖财务摘要和估值指标	9

1、一周观点：处方流转平台逐步落地，零售药店院外市场加速发展

政策动态：

2021年5月24日，湖南省卫健委联合湖南省中医药管理局、湖南省药品监督管理局发布《关于印发湖南省处方流转与监管工作方案（试行）的通知》（下称《试行方案》）。

《试行方案》提出工作内容：（1）建立全省统一的处方流转与监管平台，实现各医疗机构处方数据流转，开展医院处方外延、智能线上审方、慢性病续方、合理用药监测等工作；（2）开展处方服务体系建设，为广大患者提供处方外延、预约购药、用药咨询等“互联网+医疗健康”服务；（3）完成信息系统改造和平台对接，零售药店完成信息系统升级改造，主动对接监管平台，实现处方信息实时接收、处方线上审核、药品存销管理等功能。

点评：

（1）处方流转平台逐步落地，院外市场加速发展。处方流转工作是深化医药卫生体制改革，推动“互联网+医疗健康”服务发展的具体措施，随着政策加码，处方流转平台将成为处方外流的重要载体，药店、医院与医保在同一信息平台上，患者处方、药物、审方、医保支付等信息在各环节之中实时更新，实现处方外流提速，院外市场加速发展，也给承接的零售药店带来更多的机会。近年来，类似湖南的处方流转平台模式陆续在部分地区上线，山东、江西、甘肃、广东等多个省市都在积极探索建立在政府监管下的处方流转模式。随着处方流转平台在全国铺开，院外市场将进一步拓展规模。

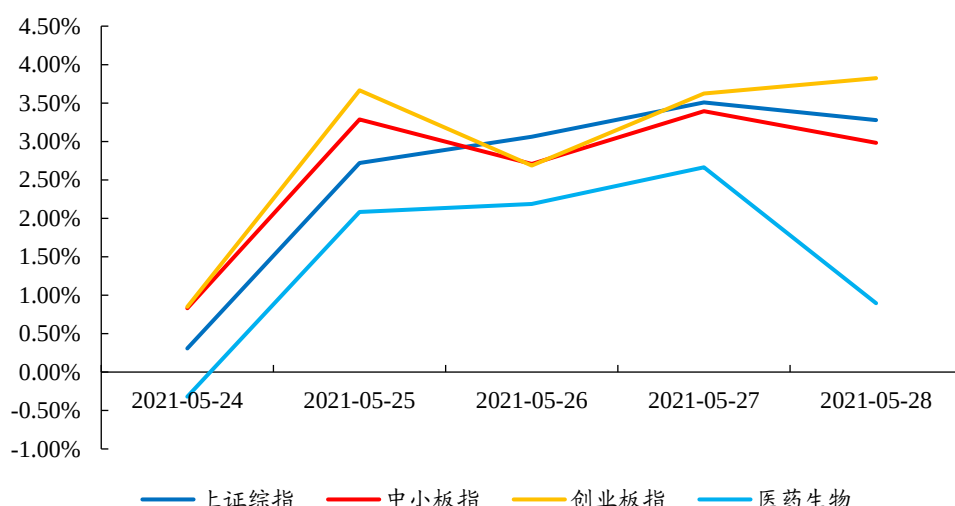
（2）对于电子处方流转，头部药房具备承接优势。在处方外流的大背景下，头部药房早已布局院边店、建设DTP药房、建设特慢病统筹医保资质门店等抢占市场先机，目前已初具规模，承接处方外流的能力更强。此外，近年来头部药房不断加强公司信息化能力，积极进行数字化转型，对于电子流转平台的接入具备更成熟的技术环境，能够更快的实现平台接入。

（3）慢病处方药是处方流转的重要切入点。《试行方案》明确：处方流转的药品应以慢性病、常见病的口服或外用制剂为主；基于湖南省处方流转与监管平台，患者可凭医院开具的常见病、慢性病为主的电子处方，经药师审核后，自主选择在医疗机构或者零售药店购买药品。慢病处方药是处方流转的重要切入点，药房通过提供专业化的慢病咨询、管理服务，能够提高客户黏性，长期来看有望实现医院客流在社区店的沉积，进一步提升竞争力。

2、本周医药生物指数有所上涨，中药子板块涨幅最大

2.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比上涨0.9%，表现弱于上证2.38pct

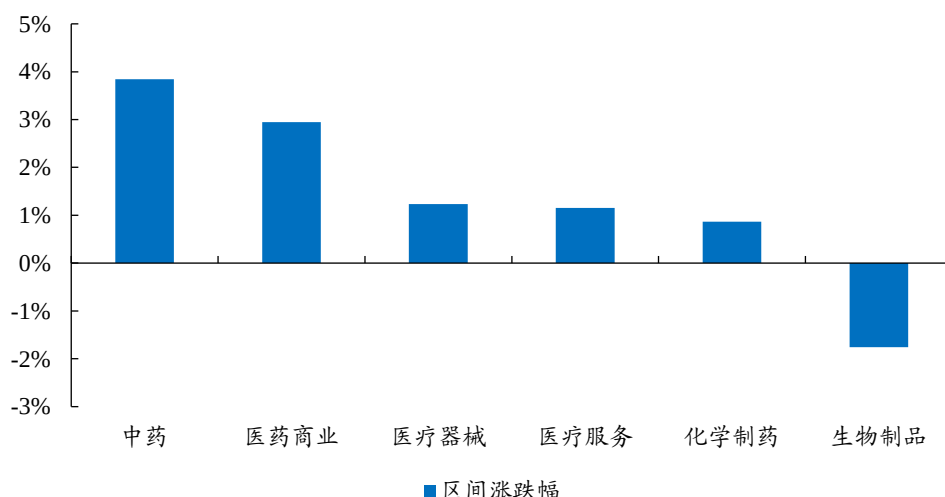
本周医药生物指数同比上涨0.9%，报13236.96点，表现弱于上证2.38pct，弱于中小板2.09pct，弱于创业板2.93pct。本周上证综指上涨3.28%，报3608.85点，中小板上涨2.98%，报9544.11点，创业板上涨3.82%，报3226.11点。

图1: 本周医药生物指数同比上涨 0.9%


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、子板块行情: 本周医药生物子板块整体呈上涨趋势, 其中中药板块涨幅最大, 上涨 3.84%

本周医药生物子板块整体呈上涨趋势, 其中中药板块涨幅最大, 上涨 3.84%; 医药商业板块上涨 2.95%, 医疗器械板块上涨 1.23%, 医疗服务板块上涨 1.15%, 化学制药板块上涨 0.86%; 仅生物制品板块下跌 1.76%。

图2: 本周中药板块涨幅最大, 生物制品板块下跌幅度最大


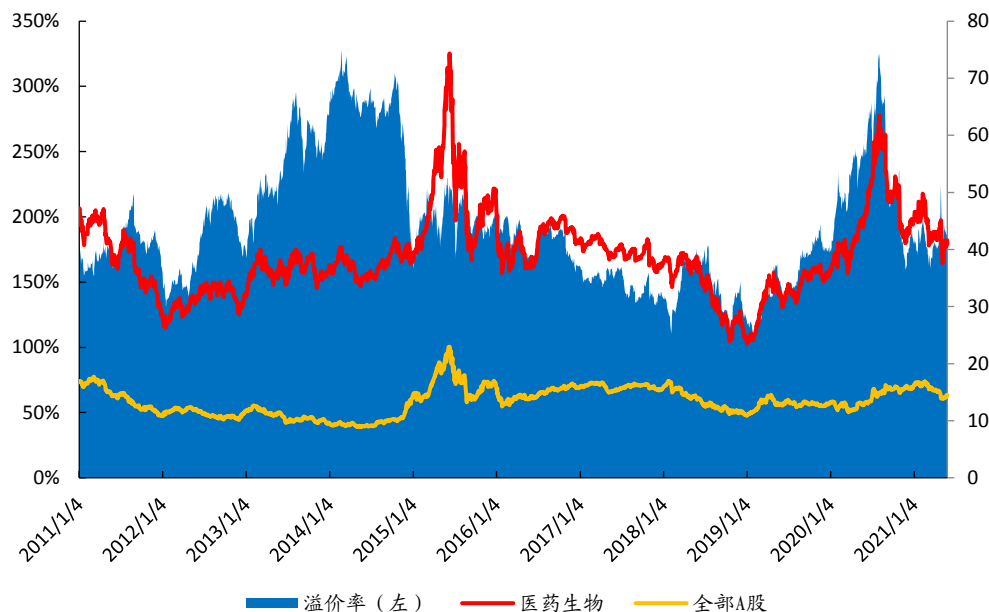
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、医药市盈率行情: 医药生物板块估值为 40.59 倍, 对全部 A 股溢价率为 181.82%

医药生物板块估值为 40.59 倍, 与上周持平。全部 A 股估值为 14.53 倍, 医药生物板块对全部 A 股溢价率为 181.82%, 低于历史均值 11.3pct (2011 年初至今)。各

子行业分板块具体表现为：化学制药 42.39 倍，中药 33.88 倍，生物制品 53.18 倍，医药商业 18.62 倍，医疗器械 26.9 倍，医疗服务 94.64 倍。

图3：医药生物板块估值为 40.59 倍，对全部 A 股溢价率为 181.82%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、推荐及受益标的

3.1、月度推荐及受益标的组合

表1：月度推荐及受益标的组合

代码	名称	核心逻辑	业绩驱动力	归母净利润（亿元）				评级
				2020	2020E	2021E	2022E	
300601.SZ	康泰生物	研发管线兑现元年，新冠疫苗有望显著增厚业绩。灭活新冠获批应急使用，贡献数 10 亿级别净利润（单支净利润 20-30 元计算，2021 年按照 1.5-2 亿剂次测算，30-60 亿净利润）；13 价肺炎 2021 年 6 月获批；二倍体狂犬苗已申报生产，2022 年一季度获批，研发收获季，发展新阶段，中期看疫苗业务有望做到 60 亿以上净利润。	灭活新冠应急使用，2021 年下半年有望贡献数 10 亿级别净利润；四联苗 2021 年量价齐升；13 价肺炎、二倍体等新品上市	6.79	11.83	19.53	27.06	买入
600079.SH	人福医药	麻药龙一，步入高质量发展阶段，公司全体上下思想高度统一，工作方向十分明确，归核化坚决。预期未来三年复合增速 30%，2021-2023 年 PE 32/25/20 倍。	麻药放量、归核化降低资产负债率、国际化超预期	11.49	15.49	19.6	24.4	买入
000516.SZ	国际医学	医院板块业绩提升空间大，中心医院门诊、住院病人快速增加，目前已入住超 1800 床，收入端环比持续提升，利润端呈现持续减亏	高新医院和中心医院的门诊及住院人次的提升、	0.45	0.6	4.09	5.75	买入

		趋势。核心在于医生、设备、平台优势带来的获客能力提升。	单床产出的提升					
688626.SH	翔宇医疗	公司为康复医疗器械细分赛道领军企业，产品、服务的能力，全面覆盖市场需求，拥有较大发展潜能，凭借产品齐全、一体化解决方案，充分享受医院建设康复中心红利，拿订单能力强，未来3年利润增速有望保持30%以上。	订单驱动，做整体的康复解决方案的客户数从2018年的10+家到2020年40家左右，2021年预计会过100家	1.96	2.58	3.31	4.26	买入
002603.SZ	以岭药业	连花清瘟胶系列产品在疫情中的良好大幅度提升了公司的品牌影响力和知名度，中长期利好对公司全系列产品推广。2020年公司销售人员数量大幅增加，进行渠道下沉。以“络病理论”为建立新药研发+学术推广体系，是中成药企业中少数具有学术推广和产	产品销售额不断提升。中成药口服剂型市场规模小幅平稳增长，预计公司市占率将逐步提升。	12.19	16.84	20.58	23.35	未评级
0286.HK	爱帝宫	爱帝宫在服务态度、服务能力、课程专业度、后期服务、前期咨询方面优势明显，品牌溢价使得公司客单价和入住率高于竞争对手；预计公司将更多地通过新的超轻资产模式快速发展月子服务市场，实现对高端及普	聚焦月子服务业，超轻资产新模式大幅降低开店周期，持续加大月子服务业务布局。	-381	135	280	219	买入
		通月子服务的全面覆盖。						

资料来源：Wind、开源证券研究所

注：以岭药业归母净利润参考 Wind 一致预期，收盘价日期为 2021/5/28。

3.2、本月深度报告：康泰生物、翔宇医疗、锦欣生殖

3.2.1、康泰生物深度：厚积薄发，逐浪疫苗新蓝海

（1）自主研发&技术引进，打造创新疫苗开发平台

公司自研加引进、整合创新（四联苗、二倍体狂犬、IPV、五价轮状、腺病毒载体新冠等），实现产品线的快速扩充。目前公司致力于搭建创新疫苗研发体系，在北京和深圳建造国际标准的研发中心，通过连接实验室研发、临床、产业化等环节，打通产业链上下游，打造全球领先的创新疫苗研发平台。不考虑新冠疫苗业绩贡献，预计 2021-2023 年净利润分别为 11.8 亿、19.5 亿和 27.1 亿元，同比增速 74.1%、65.1%、38.6%，对应 EPS 分别为 1.72 元、2.84 元和 3.94 元，当前股价对应 PE 分别为 98.55/58.87/43.23 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

（2）厚积薄发，有望开启新一轮高增长

消费升级与需求未满足，国内新型疫苗市场前景广阔。公司四联苗突破百白破系列联苗技术，带动整体收入突破 20 亿元。前瞻性布局多联多价疫苗等新型疫苗，经过多年研发积累，2021 年开始进入收获阶段，13 价肺炎结合疫苗、二倍体狂犬疫苗、水痘、IPV 等疫苗有望 2021-2022 年内陆续获批，将支撑未来 5 年业绩高成长。若考虑处于更早期阶段的五价轮状、四价流脑结合、五联苗、麻腮风水痘等品种，公司业绩长期高成长可期。灭活新冠疫苗临床 1/2 期数据靓丽，已纳入紧急使用，有望显著

贡献业绩弹性。

(3) 灭活新冠疫苗纳入紧急使用，携手阿斯利康有望加速国际化进程

多条技术路径布局新冠疫苗，其中灭活新冠疫苗中和抗体滴度与康复患者血清比达到 2.65，有望成为灭活路径中最佳品种，原液产能可达 6 亿剂次，近期已纳入紧急使用，有望显著贡献业绩弹性。腺病毒载体疫苗国内已申报临床，国内有望开展桥接实验。VSV 为已经大规模临床验证的疫苗技术路径，该路径的新冠疫苗处于临床前研究。公司携手阿斯利康，有望在疫苗领域实现互补，康泰疫苗管线堪比国际巨头，AZ 全球商业化能力领先，双方合作有望实现共赢，康泰国际化进程有望加速。

风险提示：销售低预期，研发进度低预期等。

表2：康泰生物财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,943	2,261	3,773	5,261	6,978
YOY(%)	-3.6	16.4	66.9	39.4	32.6
归母净利润(百万元)	575	679	1,183	1,953	2,706
YOY(%)	31.9	18.2	74.1	65.1	38.6
毛利率(%)	91.6	90.0	90.0	91.5	91.5
净利率(%)	29.6	30.0	31.3	37.1	38.8
ROE(%)	20.9	9.1	13.7	18.5	20.5
EPS(摊薄/元)	0.84	0.99	1.72	2.84	3.94
P/E(倍)	201.8	170.7	98.0	59.4	42.9
P/B(倍)	42.1	15.5	13.4	11.0	8.8

数据来源：贝格数据、Wind、开源证券研究所

注：收盘价日期为 2021/5/28

3.2.2、翔宇医疗深度：把握康复养老行业机遇，迈入发展快车道

(1) 康复医疗器械领军企业，全面覆盖市场需求，首次覆盖，给予“买入”评级

公司为康复医疗器械细分赛道领军企业，产品、服务的能力，全面覆盖市场需求，拥有较大发展潜能。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.58/3.31/4.26 亿元，EPS 分别为 1.61/2.07/2.66 元，当前股价对应 P/E 分别为 57.25/43.66/34.23 倍，与同类康复医疗器械公司相比具备估值性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

(2) 我国康复医疗器械市场空间广阔，增量空间大，行业集中度低

根据我们测算，当前我国康复器械需求总量达到约 1287 亿元，已设有康复科的综合医院占比不到 30%，增量市场达到约 906 亿元，增量空间大。康复器械新旧年限 5-8 年，新旧更替将会带来持续的设备投入需求。随着人们康复意识提升，康复治疗需求日新月异，“互联网+”康复医疗的兴起将带来康复器械的新机遇。康复行业政策推动行业快速发展。康复器械赛道厂商众多，市场集中度低，技术创新能力、需求捕捉能力、学术推广能力、渠道拓展与维护能力是企业的核心竞争因素。预计康复器械产品将趋于智能化、网络化、数字集成化、居家化，龙头企业有望率先走向产业链整合道路。

(3) 翔宇医疗：产品+研发+渠道齐发力领跑康复医疗器械赛道，成长空间大

翔宇医疗在国产康复医疗器械生产企业中经营规模、利润体量均在赛道领先，商业模式从单一产品生产销售转向康复评定、康复训练、康复理疗产品方面，公司产品线齐全，具备提供康复解决方案的能力，充分受益于医疗机构建设和升级康复中心带来的增量；研发方面，公司建立多个研发中心，与知名高校及其附属医院、科研院所合作，构建完善高效的研发体系，研发实力雄厚；渠道方面，公司构建了国内庞大的销售和售后服务网络，利于新产品快速进入终端市场，带来规模效应。此外，公司新建研究、销售中心，积极布局研发，有望持续推出重磅产品；打造康复医疗设备工业互联网平台，通过平台建设，整合产业链上下游资源，科技赋能康养一体化，成长空间大。

风险提示：综合医院康复科建设低于预期，公司新产品推广不及预期。

表3：翔宇医疗财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	427	496	647	829	1,065
YOY(%)	19.1	15.9	30.5	28.3	28.4
归母净利润(百万元)	129	196	258	331	426
YOY(%)	60.6	52.2	31.6	28.3	28.4
毛利率(%)	66.4	67.8	72.8	76.6	80.0
净利率(%)	30.2	39.6	39.9	39.9	39.9
ROE(%)	23.6	26.4	27.0	26.0	25.3
EPS(摊薄/元)	0.81	1.23	1.61	2.07	2.66
P/E(倍)	120.2	79.0	60.0	46.8	36.4
P/B(倍)	28.3	20.8	16.2	12.2	9.2

数据来源：贝格数据、Wind、开源证券研究所

注：收盘价日期为 2021/5/28

3.2.3、锦欣生殖深度：强运营、稳扩张，构建国际化辅助生殖服务版图

(1) 中国辅助生殖服务民营龙头，首次覆盖，给予“买入”评级

锦欣生殖经过多年深耕细作，在中国、美国、东南亚持续布局，已拥有 6 家（成都 2 家）辅助生殖服务中心，年取卵周期数国内民营第一、综合前三，美国西部第一。公司管理层医疗背景深厚，具备可复制管理输出能力，不断推进创新业务布局，长期成长空间大。预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 3.50/5.12/6.52 亿元，对应 EPS 分别为 0.14/0.20/0.26 元/股，当前股价对应 PE 分别为 98.83/72.51/59.27 倍，相比同类医疗服务公司估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

(2) 战略布局：国内外稳健扩张，优质标的、标准可复制体系助力长期稳健发展

着眼国内市场，公司在成都市占率超过 50%排名第一，在深圳市占率 2018 年排名第二，2020 年跃居第一；公司收购时更重视标的的质量，牌照整合能力强。展望国际，公司国外收购与合作并行，不仅为医生搭建国际化平台，更拓宽了获客渠道。公司品牌力不断提升，拥有较强的获客能力、运营能力，给予核心团队充分激励，核心竞争力（技术、医生、运营、品牌等）强。此外，成都西囡医院拥有成熟、系统化的

服务体系，该体系下医院发展模式可复制、可扩展，赋能新开医院团队提升接待能力和服务水平，缩短盈亏平衡周期，龙头地位稳固。

（3）业务亮点：重点发展辅助生殖服务，积极推进创新业务，突破业务天花板

公司以辅助生殖服务业务为主，辅助医疗服务（妇科、男科等）为辅，同时发展管理服务业务，不断突破医院接待能力天花板。如辅助生殖业务开展 VIP 服务增质提价，成都地区的 VIP 业务渗透率从 2019 年的 5.8% 提升至 2020 年的 10.8%；同时通过发展全周期生殖健康管理服务扩宽目标市场，拓宽 IVF 业务的导流入口；辅助科室潜力显现，定位备孕、亚健康人群市场，预计将快速增长。公司还推进互联网医院业务，实现线上+线下全流程布局；美国 HRC 开展 PGS 测试业务，在丰富业务内容的同时，也为医生提供了更好的科研平台。

风险提示：辅助生殖服务机构整合不及预期；美国子公司业绩恢复进度可能受疫情影响而不及预期。

表4：锦欣生殖财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,648	1,426	1,724	2,166	2,696
YOY(%)	78.8	-13.5	20.9	25.6	24.5
净利润(百万元)	410	252	350	512	652
YOY(%)	145.9	-38.6	39.0	46.3	27.4
毛利率(%)	49.5	39.7	42.6	44.3	44.7
净利率(%)	24.8	17.6	20.3	23.6	24.2
ROE(%)	5.4	3.5	4.6	6.3	7.4
EPS(摊薄/元)	0.19	0.10	0.14	0.20	0.26
P/E(倍)	95.8	156.0	112.2	76.7	60.2
P/B(倍)	5.2	5.4	5.1	4.8	4.5

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

注：表中 2020 年及之前的净利润包含可赎回利息开支等一次性费用；币种为人民币，汇率为 2021 年 5 月 28 日值，即港元:人民币=1.2:1；收盘价日期为 2021/5/28

4、风险提示

处方流转平台落地速度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn