

首款 CAR-T 获批，国内定价几何？

——CGT 行业系列报告

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 孙建 021-80105900
✉️ : sunjian@stocke.com.cn

行业评级

医药生物

看好

报告导读

2021年6月22日，复星凯特 CAR-T 产品益基利仑赛注射液正式获批，成为国内首款上市的 CAR-T 细胞治疗产品，开启国内细胞疗法的商业化道路。本篇报告我们通过成本效益的评估及参考目前竞争疗法的治疗收费标准试图解决市场最关心的 CAR-T 的定价问题，并对海外已有支付方式进行梳理，供投资者参考。

投资要点

□ 首款 CAR-T 获批，开启我国细胞基因治疗新篇章

国内首个上市的 CAR-T 产品来自于复星凯特，是公司对于已上市产品 Yescarta 的产品引进。该产品于 2017 年 10 月获得美国 FDA 批准上市，是美国首款针对特定非霍奇金淋巴瘤 (NHL) 的 CAR-T 细胞药物。上市至 2021Q1 总销售额 14.51 亿美元。NHL 市场较大，复发率高，预后差，国内靶向药选择极少，Yescarta 已被证实在 B-NHL 领域疗效显著。目前，Yescarta 已在欧、美、日近 30 个国家上市，2020 年在疫情影响下同比增长 23.46%。

□ 免疫疗法新型，CAR-T 获批有划时代意义

从技术平台来讲，CAR-T 是当今免疫疗法中的新星，对很多难治、复发类血液瘤展现出较强的治疗能力。从药物的治疗效果来讲，NHL 是血液瘤中市场空间较大，预后较差且目前已上市的治疗手段极为有限的适应症。NHL 是我国当前第九大癌症，发病率增长速度 5%，传统一线疗法复发率高，二线疗法适用人群有限，预后较差。相比之下，CAR-T 疗法适应人群广泛，能够显著延长中位生存期至 4-5 倍，总缓解率及完全缓解率远高于其他疗法，且费用或不高于 I 级推荐方案——异基因造血干细胞移植。

□ 海外：高价降低可及性，借医保抚平痛点

海外定价显示，CAR-T 定价除日本 (30.5 万美元) 外，均处于 36.5-47.5 万美元之间，降低疗法可及性。但经估算，CAR-T 疗法实际花销或为本身药品定价的 1.65 倍。为解决“天价药物”的可及性问题，诺华创新性的提出了“按疗效付费”的新模式，美国、英国、日本也纷纷将其纳入医保，极大的推动了其可及性。

□ 国内：定价或在 60-80 万

我们参照了两种定价模式，对其国内定价进行推演。

——**成本效益的评估**：通过参照药物经济学模型及目前海外已上市 CAR-T 药物的临床疗效和定价对国内市场 CAR-T 药物的可能定价区间进行了推演，估算合理定价为 61.41 万人民币；

——**参考竞争疗法的治疗收费标准**：异基因造血干细胞移植为传统推荐三线疗法，参考其定价，我们估算国内定价约为 60-80 万。

短期商保助力 CAR-T 国内市场前期开拓

相关报告

- 1《【浙商医药】医药行业周报：国内首个 CAR-T 即将获批，如何看 CGT 领域未来？》2021.06.19
- 2《【浙商医药】医药行业周报 20210613：外科与介入的产品未来》2021.06.13
- 3《【八部委确认高值集采！“中国优势”如何长期发展？》2021.06.05
- 4《医药行业周报 20210529：医药成“策略”投资，个股重视变化》2021.05.29
- 5《【浙商医药|孙建】医药创新，“金刚钻”企业有弹性——医药科创企业重点公司梳理》2021.05.24

我国虽然是第二大医药市场，但由于人均卫生事业花费低，CAR-T 政府医保难度大。我们认为短期仍需商保助力市场开拓。通过合理的价格支付使得将来能可持续合理发展以获得合理的创新的动力。

投资建议

随着复星凯特的益基利仑赛注射液即将上市，国内细胞基因疗法商业化征程将正式启程。作为受到广泛关注的革命性新疗法，CAR-T 以及细胞基因治疗领域随着技术的突破及生产能力的成熟有望在近年迎来收获期。我们推荐关注：①Biotech：复星医药、药明巨诺、科济药业、传奇生物等；②CDMO：药明康德、康龙化成、金斯瑞、博腾股份、和元生物等。

风险提示

CAR-T 细胞治疗目前在安全性、商业化、实体瘤治疗以及监管等方面仍存在较多挑战。临床试验具有失败的风险；产品价格较高，市场接受度存疑；且细胞治疗行业具有政策风险。

正文目录

1. 首款 CAR-T 获批，开启我国细胞基因治疗新篇章.....	4
1.1. 复星凯特：技术与资本强强联手，造就国产 CAR-T 先发者.....	4
2. 免疫疗法新星，定价是关键.....	6
2.1. 首个国内 CAR-T 疗法的获批具有划时代意义.....	6
2.2. 海外：高价降低可及性，借医保抚平痛点.....	7
2.3. 国内：定价或在 60-80 万元.....	10
2.4. 商保或助力前期拓展.....	11
3. 投资建议.....	11
4. 风险提示.....	11

图表目录

图 1: Yescarta 全球获批之路.....	4
图 2: Yescarta 上市至 2020 年销售额（亿美元）.....	4
图 3: 目前已上市的 CD19-CART 疗法.....	4
图 4: 嵌合抗原受体的结构图.....	6
图 5: CAR-T 治疗流程图.....	6
图 6: 美国、日本、中国医疗费用支付方式.....	10
表 1: 复星凯特获得授权的管线进展.....	5
表 2: 二线以上 r/r NHL 疗法临床数据.....	7
表 3: 已上市 CAR-T 全球定价.....	8
表 4: CAR-T 疗法与竞争疗法实际总花销对比.....	9
表 5: 国产 CAR-T 定价推演.....	11

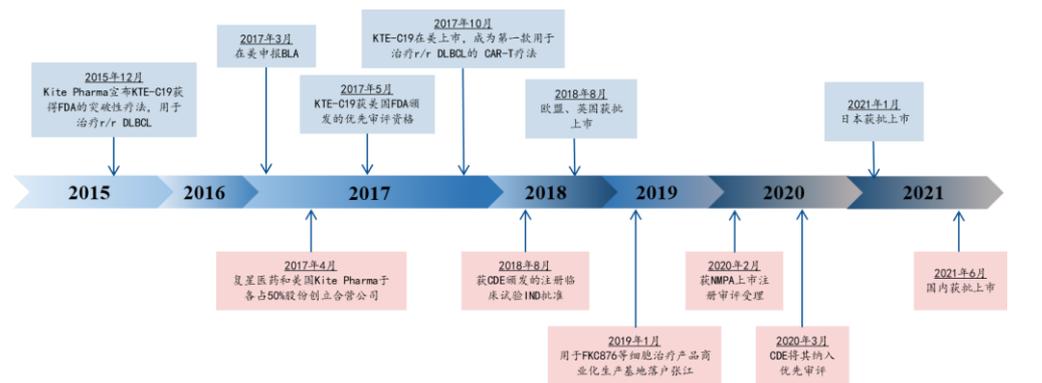
1. 首款 CAR-T 获批，开启我国细胞基因治疗新篇章

2021年6月22日，根据国家药监局（NMPA）最新公示，复星凯特 CAR-T 细胞治疗产品阿基仑赛注射液（又称：益基利仑赛注射液，代号：FKC876）已正式获得批准。这意味着中国迎来首款获批上市的 CAR-T 细胞治疗产品，正式开启了国内细胞疗法的商业化道路。

1.1. 复星凯特：技术与资本强强联手，造就国产 CAR-T 先发者

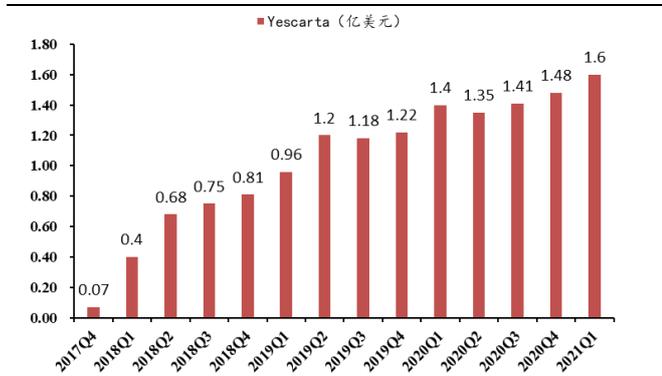
国内首个上市的 CAR-T 产品来自于复星凯特，是公司对已上市产品 Yescarta 的产品引进。益基利仑赛注射液（美国商品名称 Yescarta）是美国 Kite Pharma 开发的 CAR-T 细胞免疫治疗产品，2017年10月18日获得美国 FDA 批准上市，用于复发难治性大 B 细胞淋巴瘤患者的治疗，是美国 FDA 批准的首款针对特定非霍奇金淋巴瘤（NHL）的 CAR-T 细胞药物。2017年10月上市至 2021Q1 总销售额 14.51 亿美元。NHL 市场较大，复发率高，预后差，国内靶向药选择极少，Yescarta 已被证实实在 B-NHL 领域疗效显著。目前，Yescarta 已在欧、美、日近 30 个国家上市，2020 年在疫情影响下同比增长 23.46%。

图 1：Yescarta 全球获批之路



资料来源：浙商证券研究所

图 2：Yescarta 上市至 2020 年销售额（亿美元）



资料来源：浙商证券研究所

图 3：目前已上市的 CD19-CART 疗法

产品名	靶点	公司	获批适应症	获批地区	上市时间
Kymriah	CD19	诺华	儿童 R/R ALL	美国	2017
			成人 R/R DLBCL	美国	2018
			儿童 R/R ALL	欧盟	2018
			成人 R/R DLBCL	欧盟	2018
			儿童 R/R ALL	日本	2019
Yescarta	CD19	吉利德（凯特）	成人 R/R DLBCL	美国	2017
			R/R FL	美国	2021
			R/R LBCL	欧盟	2018
			R/R LBCL	日本	2021
			R/R LBCL	中国	2021
Tecartus	CD19	吉利德（凯特）	R/R MCL	美国	2020
			R/R MCL	欧盟	2020
Liso-cel	CD19	BMS（巨诺）	R/R LBCL	美国	2021

资料来源：浙商证券研究所

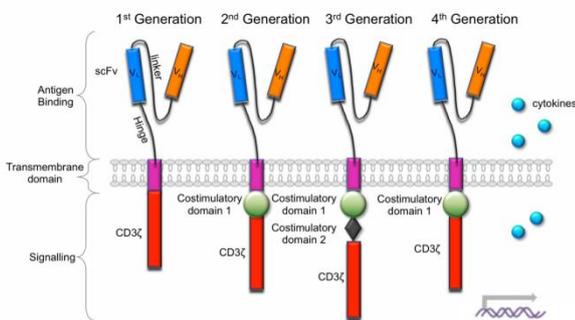
复星凯特是复星医药与美国凯特公司（吉利德）成立的合资公司。复星凯特成立于 2017 年 4 月，公司注册资本 4000 万美元，致力于推动凯特公司已上市产品 KTE-C19（益基利仑赛注射液）及后续产品（KITE-439 与 KITE-718）在中国的商业化。其中，复星医

2. 免疫疗法新星，定价是关键

2.1. 首个国内 CAR-T 疗法的获批具有划时代意义

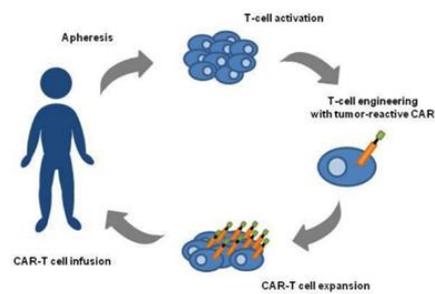
从技术平台来讲，CAR-T 是当今免疫疗法中的新星，对很多难治、复发类血液瘤展现出较强的治疗能力。CAR-T 疗法是一种通过改造病人自身的 T 细胞结构增强免疫系统对癌细胞识别能力的一种治疗手段。免疫细胞是人体的护卫队，负责识别和杀灭衰老细胞以及各种变异细胞，包括癌细胞。但癌细胞可以通过伪装和抑制免疫细胞功能的方法，令自己逃脱免疫系统的追杀。基于此，用于增强对肿瘤特异性抗原受体识别能力的嵌合抗原受体（CAR）应运而生。经过工程化改造的 T 细胞，在设计后回输到病人体内能够持续增殖，因此仅需进行一次输注治疗就能够达到持续杀伤抑制肿瘤细胞的效果。

图 4：嵌合抗原受体的结构图



资料来源：浙商证券研究所

图 5：CAR-T 治疗流程图



资料来源：浙商证券研究所

从药物的治疗效果来讲，NHL 是血液瘤中市场空间较大，预后较差且目前已上市的治疗手段极为有限的适应症。NHL 是我国当前第九大癌症，发病率增长速度 5%，传统一线疗法复发率高，二线疗法适用人群有限，预后较差。相比之下，CAR-T 疗法适应人群广泛，能够显著延长中位生存期至 4-5 倍，总缓解率及完全缓解率远高于其他疗法，且费用或不高于 I 级推荐方案——异基因造血干细胞移植。

表 2：二线城市以上 r/r NHL 疗法临床数据

疗法	机制	疗效	安全性	国内上市时间	是否加入医保		
异基因造血干细胞移植		mOS=4.7m 3y-OS=36% 18m-OS 52% 3y-PFS=30-40%			采集及移植阶段 部分 70-80% 报销		
疗法	机制	mPFS	ORR(CR)	安全性	国内上市时间	是否加入医保	
依布替尼	BTK 抑制剂	11.64m	37%	疲劳 40% 腹泻 38% 恶心 30%	2017.8.28	乙类 (不包含此适应症)	
福他替尼	Syk 抑制剂	2.7m	22(1)%		未上市		
苯达莫司汀	CD79b 抗体 偶联药物	5.0m	56%		未上市		
本妥昔单抗	CD30 抗体偶 联药物	NA	47(20)%	发热性中性粒细胞减少发 生率为 18%，CHOP 组为 15%，周围神经病变分别 为 52% 和 55%。	未上市		
来那度胺	TNF-alpha 免疫调节	4.6m	30 (8) %	主要副反应肺炎、上呼吸 道感染、尿路感染、中性 粒细胞减少、血小板减少	2017.11.21 未获批此适应 症	否	
奥妥珠单抗	CD20 单抗	2-3m	29%	中性粒细胞减少 60%，腹 泻 28%，疲劳 21%，恶心 19%，贫血 17% 和上呼吸 道感染 17 %	2019.9.28 NDA		
奥法木单抗	CD20 单抗	6.9m	11 (4) %	输液相关反应 39.9% 严重 感染 20.4%	未上市		
达西珠单抗	CD40 单抗	NA	12 (2) %	淋巴细胞减少 41%，粒细 胞减少 13%，血小板减少 19%。	未上市		
药品名称	机制	mPFS	ORR(CR)	mOS	安全性	国内上市时间	是否加入医保
Kymriah	CD19-CAR-T	3m	54 (40) %	11.1m	≥3 级 CRS 23% ≥3 级 ICANS 18%	IND	
Yescarta	CD19-CAR-T	5.9m	82 (54) %	25.8m	≥3 级 CRS 13% ≥3 级 ICANS 31%	已上市	
Liso-cel	CD19-CAR-T	6.8m	80 (59) %	21.1m	≥3 级 CRS 2% ≥3 级 ICANS 10%	BLA	

资料来源：《Bone Marrow Transplantation》，药智网，浙商证券研究院

2.2. 海外：高价降低可及性，借医保抚平痛点

对于 CAR-T，由于复杂的生产工艺及目前定制化的生产流程使得 CAR-T 疗法定价 30-47 万美元，降低了疗法的可及性。CAR-T 价格从上市以来一直颇受争议，虽然临床数据亮眼，缓解率高达 90%，但首个上市用于治疗 25 岁以下青少年 B-ALL 的 CAR-T 产品 Kymriah 定价 47.5 万美元（约合人民币 335.08 万元），令许多有临床需求的患者望而却步。随后，Yescarta 获批用于治疗 DLBCL，Kymriah 相同适应症也获批，两者将此适应症

定价 37.3 万美元（约合 264.24 万人民币）。自 2018 年 8 月起，Kymriah 率先完成四大洲细胞治疗全球布局，并先后在欧洲、加拿大、澳大利亚、日本等地陆续上市。除日本定价略低外（3350 万日元，约合 30.23 万美元），其余各国价格差距不大，均在 36.5-47.5 万美元之间，创下当时多个国家单药价格获批最高纪录。

表 3：已上市 CAR-T 全球定价

厂商	诺华	Kite (Gilead)	Kite (Gilead)	Juno (BMS)	Bluebird
商品名	Kymriah	Yescarta	Tecartus	Breyanzi	Abecma
定价					
美国	47.5 万美元 for B-cell ALL 37.3 万美元 for DLBCL	37.3 万美元	37.3 万美元	41.03 万美元	41.95 万美元
日本	初始定价 3350 万日元 (约 30.23 万美元)； 2021 年-4.3%，3265 万日元 (约 29.46 万美元)	3411 万日元 (约 30.78 万美元)			
欧盟（德国）	32 万欧元 (约 38.24 万美元)	35 万欧元 (41.83 万美元)	35 万欧元 (41.83 万美元)		
英国	28.2 万英镑 (39.45 万美元)	30 万英镑 (41.97 万美元)	30 万英镑 (41.97 万美元)		
支付方式 按疗效付费					
美国：	2019 年 2 月纳入医保，报销 80%，包含相关服务费用，如 药物管理，细胞收集，处理回收，门诊，住院等		2021 年 1 月纳入医保		
英国及苏格兰	2018 年 9 月加入 NHS 医 保并获得 NICE 推荐；		获得推荐，未加入医保		
日本	大部分费用将由日本的公共保险承担，患者最低只需负担 41 万日元(人民币 2.57 万元)的药费。且只要是持有合法签 证，加入日本医保并按期缴纳费用的外国人也适用				

资料来源：浙商证券研究所

CAR-T 疗法实际花销或为本身药品定价的 1.65 倍，两药物总花销或达到 66.68 和 61.69 万美元。加州科技评估论坛(CTAF)的独立审查小组-临床和经济审查研究所(ICER)的一项评价估算 CAR-T 药物在治疗 B-ALL 及 DLBCL 时，除了药物花销之外，还包括其他管理/监控成本，护理费用，副反应管理，及化疗用于淋巴细胞清除等预处理费用。研究中认为 Kymriah 及 Yescarta 治疗的总费用为 66.68 和 61.69 万美元，非药品费用为 19.18 和 24.39 万美元，约占据总体花销的 40%。

表 4：CAR-T 疗法与竞争疗法实际总花销对比

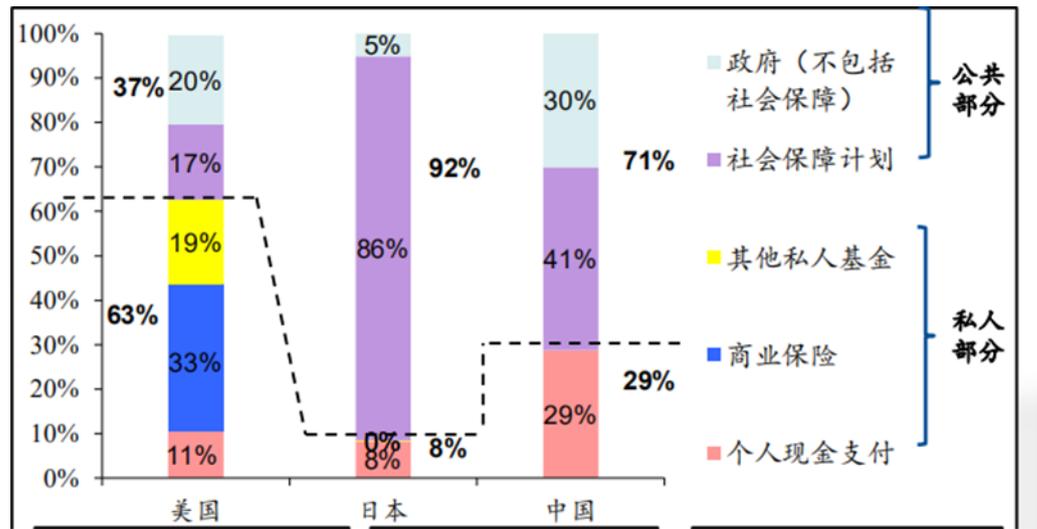
Cost Category	B-ALL		DLBCL	
	Kymriah	Clofarabine	Yescarta	Chemotherapy
CAR-T Treatment Costs	\$405490	\$0	\$438284	\$0
Chemotherapy Treatment Costs	\$15309	\$163686	\$0	\$40142
Palliative Chemotherapy Treatment Costs	\$2648	\$3973	\$3748	\$6103
Pre-Treatment Costs	\$2979	\$0	\$4585	\$0
SCT Costs	\$47744	\$64648	\$13345	\$620941
Adverse Event Costs*	\$33534	\$0	\$16029	\$7046
Administration/Monitoring Costs	\$111548	\$93032	\$44165	\$1045
Future Healthcare Costs	\$45901	\$9069	\$95223	\$36286
End of Life Costs	\$1602	\$2848	\$1547	\$2169
TOTAL COSTS	\$666754	\$337256	\$616927	\$155

资料·来源：《Chimeric Antigen Receptor T-Cell Therapy for B-Cell Cancers: Effectiveness and Value》，浙商证券研究所

诺华在 Kymriah 上市之前提出“按疗效收费”新模式，增加疗法的可及性。如若患者在一个月内对 CAR-T 细胞输注治疗有应答，即在第一个月末付费，否则无需付款。但 CAR-T 药物本身针对的患者已接受过两次或以上治疗，相信在选择新疗法时无论从经济还是心理上都已承受巨大压力。一个月的“试用期”，对于实际临床试验不足百人的天价药物来讲是否能产生足够的吸引力？尤其是淋巴瘤末线疗法选择极为有限且预后极差，药企只有通过医保或商保合作才有望从根本上解决天价药物渗透率的痛点。

美国、英国、日本均将 CAR-T 纳入医疗保障体系，合作提升可及性，同时显示出了其被政府认可的经济性及临床急需性。2018 年 4 月，美国医疗保险和医疗补助服务中心（CMS）宣布同意将 CAR-T 疗法纳入医保 Medicare（美国退休医疗保险）Part B（门诊保险），将为诺华的 Kymriah 向医院支付 50 万美元，为吉利德的 Yescarta 向医院支付约 40 万美元。患者仅需支付 20% 的治疗费用，这也就意味着包括相关服务费用，如药物管理，细胞收集，处理回收，门诊，住院等均能获得 CMS 的支持。我们在《今非昔比-论集采后的中国医药产业趋势》中提到，美国医疗保险结构 63% 由私人部分涵盖，由社会保障计划（如 Medicare，Medicaid 等）涵盖的部分仅占整体支付比例的 17%。上市仅半年左右的两款天价 CAR-T 疗法能够成功获得医保支持，有效的助力新疗法的市场推广及可及性，也显示出对其疗效、临床地位及经济性的认可。2018 年 9 月，英国在评估了其药物经济效用之后，也将 Kymriah 纳入英国国家医疗服务体系（NHS，全民免费医疗体系）并获得国家卫生与临床优化研究院（NICE）的推荐，为符合条件的淋巴瘤患者提供免费医疗。与我国医疗支付体系相似的日本，在 Kymriah 上市后也迅速将其纳入日本的公共保险范畴，部分患者最低只需负担 41 万日元（人民币 2.57 万元）的费用。且只要是持有合法签证，加入日本医保并按期缴纳费用的外国人也适用此优惠，致力将日本打造成为细胞治疗亚洲中心。

图 6：美国、日本、中国医疗费用支付方式



资料来源：浙商证券研究所

2.3. 国内：定价或在 60-80 万元

随着复星凯特首款 CAR-T 获批，如何让定价成为市场最关心的问题。我们通过两种方式推演 CAR-T 的定价范围，包括对其成本效益的评估及参考目前竞争疗法的治疗收费标准，比如同种异基因造血干细胞移植 (allo-HSCT) 的成本后，我们认为 CAR-T 在国内定价约 60-80 万元。

从成本效用角度考虑，药物定价约为 61.41 万人民币。美国药物定价参考药物可延长生命年限。调查认为每增加一个质量调整生命年 (QALY)，可以合理增加 5-15 万美元的成本，对于挽救性治疗的绝症患者加成可以略高。ICER 将 Yescarta 和化疗 (目前用于三线治疗反复发作的弥漫性大 B 细胞淋巴瘤的标准疗法) 作为比照，分别建立了药物经济学模型进行比较。模型显示接受 Yescarta 治疗的淋巴瘤患者总花销为 61.69 万美元，相较于化疗总花销增加 46.20 万美元。但总生存年限增加了 4.12 年，QALY 增加 3.39 年。由此计算得出每增加一年 QALY，患者多支付了 13.63 万美元。由于 NHL 末线疗法有限，且预后极差，凯特给出的定价虽高但相对合理。

基于此，我们对国内 CAR-T 疗法定价在以下假设下进行了推演：

1. **中美化疗与 CAR-T 总生存年限及质量调整生命年数据相同：**由于复星凯特桥接实验中已证明疗法临床数据没有明显的人种差异，因此我们借用了美国模型中总生存年限及 QALY 的值。
2. **表格中国内化疗总花销约等于披露的三线疗法总花销：**三线治疗主要分为化疗及 allo-HSCT，后者适用人群仅为 13%。因此我们假设国内化疗整体费用约等于《2019 淋巴瘤患者生存报告白皮书》中披露的三线疗法总花销 (62.52 万元)。
3. **每增加一年 QALY 所需花费金额与中美两国人均 GDP 正相关。**鉴于中美 GDP 比例，我们推算如果复星凯特在定价时使用同样的模型，将给出每增一年 QALY 14.58 万元的报价。
4. **我们按照公式：**

CAR-T 治疗总费用=化疗总费用+QALY 差值*每增加一年 QALY 所需花销

计算得出国内 CAR-T 总花销约为 101.33 万元。

5. 我们假设中美非药物花销占总体治疗的加成本相同，则总花销与药物定价的比例均为 1.65 倍。

最后，我们推算得出 CAR-T 的药物定价约为 61.41 万人民币。

表 5：国产 CAR-T 定价推演

	美国		中国	
	Yescarta	化疗	FKC876	化疗
总开支	61.69 万美元	15.49 万美元	N.A	62.52 万元
Life years	7.35	3.23	7.35	3.23
QALYs	5.87	2.48	5.87	2.48
2020 人均 GDP	6.4 万美元		1.05 万美元	
每增加一年 QALY 所需花费金额	13.63 万美元		2.23 万美元 (约 14.44 万元)	

资料来源：《Chimeric Antigen Receptor T-Cell Therapy for B-Cell Cancers: Effectiveness and Value》，《2019 淋巴瘤患者生存报告白皮书》，浙商证券研究所

从参考目前竞争疗法的治疗收费标准角度，我们预测国产 CAR-T 的定价可能在 60-80 万之间。因为 CAR-T 的治疗方式与目前三线推荐疗法的 allo-HSCT 相似，都是对细胞进行改造处理后回输体内。Allo-HSCT 由于排异、感染以及其它预后问题，住院时间长，响应率低，费用无法预估，可能高达百万。因此我们预测国产 CAR-T 的定价可能在 60-80 万之间，相比于国内现有疗法显示出了一定的经济效用，对比全球其他地区的定价，其价格优势有望迅速抢占三线治疗市场。

2.4. 商保或助力前期拓展

我国虽然是第二大医药市场，但由于人均卫生事业花费低，CAR-T 政府医保难度大。中国是除美国以外全球第二大药品市场，由于较高的人口基数及高增长性聚集了大量的大药企、医疗器械企业纷纷发力。但人均卫生事业花费较低，对于 CAR-T 等高价、患者人群相对较小的创新药物让政府医保全部买单难度较大。我们认为短期仍需商保助力市场开拓。通过合理的价格支付使得将来能可持续合理发展以获得合理的创新的动力

3. 投资建议

随着复星凯特的益基利仑赛注射液即将上市，国内细胞基因疗法商业化征程将正式启程。作为受到广泛关注的革命性新疗法，CAR-T 以及细胞基因治疗领域随着技术的突破及生产能力的成熟有望在近年迎来收获期。我们推荐关注：①Biotech：复星医药、药明巨诺、科济药业、传奇生物等；②CDMO：药明康德、康龙化成、金斯瑞、博腾股份、和元生物等。

4. 风险提示

CAR-T 细胞治疗目前在安全性、商业化、实体瘤治疗以及监管等方面仍存在较多挑战。临床试验具有失败的风险；产品价格较高，市场接受度存疑；且细胞治疗行业具有政策风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>