

医药生物

2021年07月18日

关注医疗服务、药店、原料药板块投资价值

——行业周报

投资评级：看好（维持）

蔡明子（分析师）

苑建（分析师）

王斌（分析师）

caimingzi@kysec.cn

yuanjian@kysec.cn

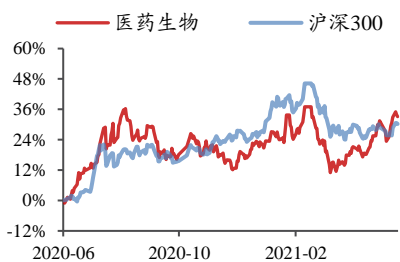
wangbin@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790520070009

证书编号：S0790520070005

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

● 一周观点：坚定看好医疗服务及药店下半年稳健增长

持续看好医疗服务：医疗服务板块受政策扰动较小，肿瘤、康复、眼科、齿科、医美等赛道民营医院特需及自费项目占比较高，消费属性强，投资价值凸显。2020年起公立医疗体系加速建设，进行扩张和高质量发展，提升行业标准，将对民营医院经营提出更高的要求。通过聚焦专科，民营医院能够更明确的定位需求，与公立医院形成互补，亦形成差异化。民营医疗服务龙头面对更高的标准，其长期积累的医师、技术资源、管理经验、口碑等将助力强者恒强，行业集中度有望提升。

看好药店板块：国家市场监督管理总局印发政策加强线上药品价格监管，我们预计未来对于线上渠道药品零售的监管将逐步形成体系，促进行业公平竞争，零售药店龙头企业凭借其统一化，标准化，规范化的经营管理，有望加速公司扩张战略，进一步提升行业集中度，零售药房龙头收益。

● 一周观点：持续看好特色原料药板块投资机会

目前特色原料药板块估值与成长性较为匹配，我们认为 3 季度有望迎来业绩拐点。中长期来看受益标的包括：（1）打入国际大客户供应链，凭借 EHS 体系的建设、质量体系、技术能力、项目管理能力等方面的优势积累，向 CDMO 转型初具规模的公司，包括普洛药业、九洲药业和美诺华等；（2）有新产能逐步释放，产能弹性大的公司，财务指标体现为“在建工程/固定资产原值”较大，包括富祥药业、美诺华、同和药业等；（3）制剂产品梯队丰富，借助集采有望进入放量期的公司，如美诺华（普瑞巴林、培垛普利 2021 年 2 月集采中标，后续仍储备有多个产品）、普洛药业、金城医药（头孢注射剂集采中标、烟碱项目有望贡献业绩增量）。

● 本周医药生物指数上涨 2.61%，细分子领域涨跌不一

本周上证综指上涨 0.43%，报 3545.20，中小板上涨 0.03%，报 9713.50，创业板上涨 0.68%，报 3432.65。医药生物上涨 2.61%，报 12729.17，表现强于上证 2.18 个 pct，强于中小板 2.58 个 pct，强于创业板 1.93 个 pct。本周生物制品板块上涨 6.36%；医疗服务板块上涨 4.51%；中药板块上涨 1.94%；化学制药板块上涨 0.68%；医药商业板块下跌 0.66%；医疗器械板块跌幅最大，下跌 1.76%。全部 A 股估值为 14.38 倍，医药生物估值为 40.6 倍，对全 A 股溢价率为 182.34%，低于历史均值 11.96 个 pct(2011 年初至今)。

● 推荐及受益标的

推荐标的：老百姓、普洛药业、康泰生物、国际医学、海吉亚医疗、信邦制药
受益标的：益丰药房、大参林、一心堂、健之佳、美诺华、九洲药业、金城医药、富祥药业、同和药业、智飞生物、万泰生物

● 风险提示：原料药企业产能释放不及预期、专科医院扩张速度不及预期

目 录

1、一周观点：持续看好医疗服务，公立医疗体系加速建设背景下民营医院仍具备成长潜力	3
2、一周观点：加强线上线下药品价格监管，促进行业公平竞争，利好药店龙头	4
3、本周医药生物指数上涨 2.61%，细分子领域涨跌不一。	5
3.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比上涨 2.61%，强于上证 2.18%	5
3.2、子板块行情：本周医药生物子板块涨跌不一，生物制品涨幅最大	5
3.3、医药市盈率行情：医药生物估值 40.6 倍，对全 A 股溢价率为 182.34%	6
4、本月深度报告：普洛药业、九州通深度报告、植发行业深度报告	6
4.1、普洛药业深度报告：API+制剂一体化布局，CDMO 业务快速成长	6
4.2、九州通深度：数字化转型+院外广布局，有望走出第二增长曲线	7
4.3、植发行业深度报告：需求因“秃”而衍生，价值由“生”而彰显	8
5、风险提示	9

图表目录

图 1：本周医药生物指数同比上涨 2.61%，强于上证 2.18%	5
图 2：本周医药生物子板块涨跌不一，生物制品涨幅最大	6
图 3：医药生物估值 40.6 倍，对全 A 股溢价率为 182.34%	6

1、一周观点：持续看好医疗服务，公立医疗体系加速建设背景下 下民营医院仍具备成长潜力

3月13日，中央人民政府网公布“十四五”规划纲要指出公立医疗及民营医疗的定位，以公立医疗机构为主体，提高保障基本医疗需求以及应对突发公共卫生事件能力，以非公立医疗机构为补充，扩大医疗服务资源供给。

(1) 从短期看，疾病高发季节趋近，三、四季度民营医院有望进入业绩加速爬坡期。秋冬季呼吸疾病、心脑血管疾病、消化疾病等多种疾病高发，随着疾病高发季节趋近，国际医学等大型综合民营医院有望迎来医院门诊量增长。冬季是恶性肿瘤死亡高发季节，在公立医院肿瘤科室超负荷运转的现状下，我们预计民营肿瘤医院将迎来更多诊疗需求。综上，疾病高发季节趋近，民营医院有望进入业绩加速爬坡期。

(2) 中长期来看，医疗服务板块受政策扰动小，消费属性强，具备长期投资价值。我国药品集采已进入常态化，受政策扰动小的板块将成为市场关注焦点。医疗服务板块肿瘤、康复、眼科、齿科、医美等赛道特需及自费项目丰富，消费属性强，在医保控费背景下，投资价值凸显。

民营医院通过聚焦专科与公立医院形成互补，亦形成差异化，提升获客能力。综合医院竞争是医师、设备等资源的综合博弈，拥有优质医生资源、长久良好口碑的公立医院具备一定竞争优势，非公医疗经营综合医院门槛较高。通过聚焦专科，民营医院能够更明确的定位需求，与公立医院形成互补，亦形成差异化。**眼科赛道：**眼科诊疗对设备依赖度更高，民营医院通过资金优势配置设备，并通过医生梯队管理体系、标准化服务流程，在国内不断扩张，形成规模化。**口腔赛道：**对于医师的依赖程度高，民营口腔专科医院及连锁的人才培养机制健全，能够更好的掌握医生核心资源，如通策医疗实行的蒲公英计划，对于当地优秀的医生合伙人团队，公司会提供品牌、管理、人才、技术、资金等支持，提升医师黏性。**康复赛道：**康复医疗住院周期长，公立医院存在床位周转提速需求，民营医院通过承接公立医院转诊，能够与公立医院形成互补。**肿瘤赛道：**我国肿瘤医疗服务供不应求，公立三级医院承担了超过80%的肿瘤治疗任务，肿瘤医院病床常年处于超负荷运转状态，公立医院溢出的肿瘤治疗需求向民营医院转移，民营医院是对公立医院的补充。**辅助生殖、月子中心赛道：**民营医疗机构能够提供更加个性化、高端化的服务项目，与公立医疗机构形成差异化。

民营医疗服务龙头强者恒强，行业集中度有望提升。2020年起公立医疗体系加速建设，进行扩张和高质量发展，提升行业标准，将对民营医院经营提出更高的要求。民营医疗服务龙头面对更高的标准，其长期积累的医师、技术资源、管理经验、口碑等将助力强者恒强，行业集中度有望提升。在基本医疗需求方面，通过提升技术水平，留住患者；而在非基本医疗需求方面，民营医院通过发展特需和自费项目，满足患者的多样化、个性化需求。此外，民营医院经营具备灵活性，能够更快地引入新技术，利用大数据等，在公立医院尚未挖掘的领域进行布局，创造更多的价值。

(3) 推荐标的及受益标的：

民营综合医院受益标的：国际医学；

眼科医疗服务受益标的：爱尔眼科；

口腔医疗服务受益标的：通策医疗；

肿瘤医疗服务推荐标的：海吉亚医疗、信邦制药；受益标的：盈康生命；

辅助生殖医疗服务推荐标的：锦欣生殖、麦迪科技；

康复医疗服务受益标的：三星医疗、华邦健康、大湖股份；

月子中心服务推荐标的：爱帝宫。

2、一周观点：加强线上线下药品价格监管，促进行业公平竞争，利好药店龙头

7月2日，国家市场监管总局印发《价格违法行为行政处罚规定（修订征求意见稿）》（以下称《意见稿》），规范药品零售行业的价格秩序，促进行业公平竞争，上市药房整体收益。

（1）规范药品合理定价，促进行业公平竞争，零售药店龙头企业受益

原文：“第四条【低价倾销】经营者为了排挤竞争对手或者独占市场，以低于成本的价格倾销，扰乱正常的生产经营秩序，损害国家利益或者其他经营者的合法权益的，责令改正，没收违法所得，并处以罚款；情节严重的，责令停业整顿，或者吊销营业执照。”

“第十三条【新业态中的价格违法行为】有下列情形之一的，给予警告，可以并处上一年度销售总额1‰以上5‰以下的罚款；情节严重的，责令停业整顿，或者吊销营业执照：（一）电子商务平台经营者利用大数据分析、算法等技术手段，对同一商品或服务在同等交易条件下设置不同价格的；（二）电子商务平台经营者通过补贴等形式以低于成本的价格倾销，扰乱正常的生产经营秩序的。”

点评：《意见稿》明确电商平台利用大数据分析进行差异定价、平台补贴等违规行为将受到处罚，对于违规定价的现象严厉打击，为零售药店行业建立稳定、公平的经营秩序，有利于零售药店展开良性竞争，在合规的基础上发挥自身优势开拓线上市场。

对于线上线下渠道均进行规范，打击违规低价倾销，规范行业定价，引导药店提高自身整体经营能力降低经营成本，提升专业能力为客户提供增值服务以创造利润增长点，促进药品零售行业公平竞争。《意见稿》亦明确存在价格歧视、价格串通、哄抬价格、不执行政府指导价等行为都将受到行政处罚，将为药品零售市场创造良好的竞争环境。在公平规范的环境下，零售药店龙头企业凭借其统一化，标准化，规范化的经营管理，有望加速公司扩张战略，进一步提升行业集中度。

（2）药品是具备特殊属性的商品，建立起专业体系的零售药店更具竞争力

药品是具备特殊属性的商品，通过简单的低价策略无法建立用户信任以及客户黏性，为客户提供专业化、个性化的药学服务才能取得长足发展。线下连锁药店深耕药品零售行业多年，在药品采购、供应、销售以及药事服务等方面积累了丰富的经验，已经建立起成熟的体系。此外，在药品集采、医保控费的背景下，处方药逐渐向院外市场转移，院外市场加速发展。政策将零售药店纳入医保统筹范围，叠加医保“两定”管理办法明确符合规定条件的定点零售药店可申请纳入门慢、门特资质，积极布局

特慢病药房和 DTP 药房，具备专业服务能力的零售药店更具竞争力。而头部连锁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。

(3) 推荐及受益标的

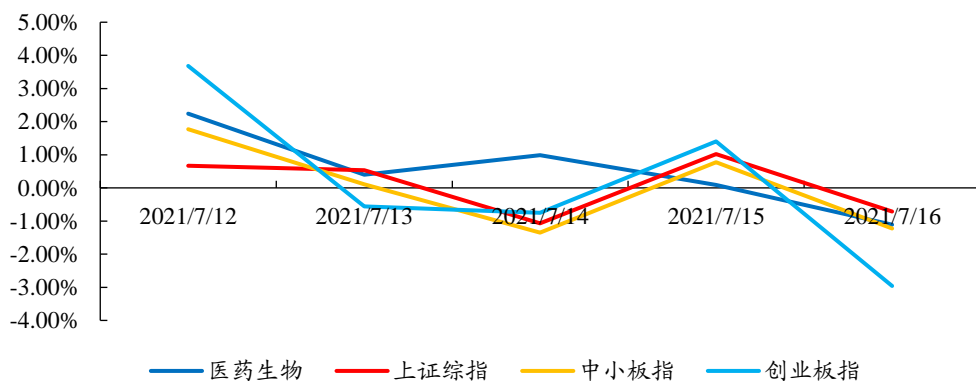
上市药房整体受益。推荐标的：老百姓；受益标的：益丰药房、大参林、一心堂、健之佳。

3、本周医药生物指数上涨 2.61%，细分子领域涨跌不一

3.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比上涨 2.61%，强于上证 2.18%

本周上证综指上涨 0.43%，报 3545.20，中小板上涨 0.03%，报 9713.50，创业板上涨 0.68%，报 3432.65。医药生物上涨 2.61%，报 12729.17，表现强于上证 2.18 个 pct，强于中小板 2.58 个 pct，强于创业板 1.93 个 pct。

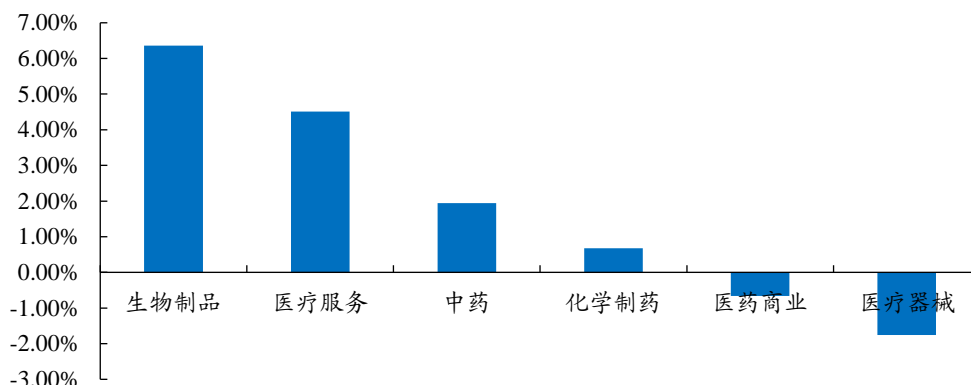
图1：本周医药生物指数同比上涨 2.61%，强于上证 2.18%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、子板块行情：本周医药生物子板块涨跌不一，生物制品涨幅最大

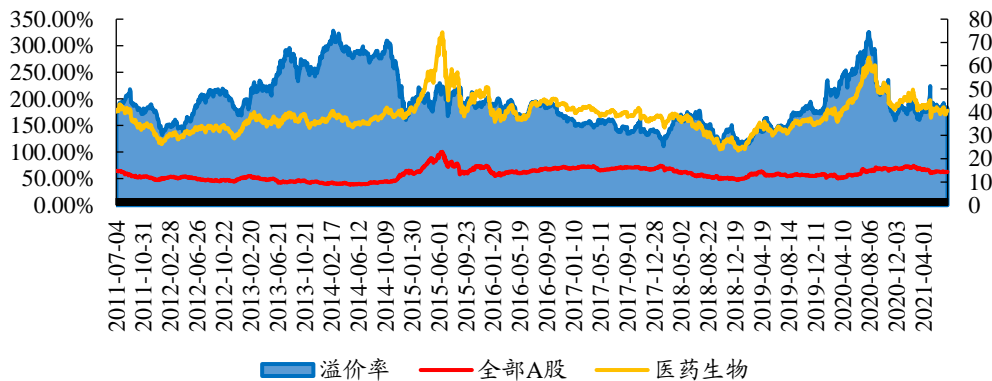
本周生物制品板块上涨 6.36%；医疗服务板块上涨 4.51%；中药板块上涨 1.94%；化学制药板块上涨 0.68%；医药商业板块下跌 0.66%；医疗器械板块跌幅最大，下跌 1.76%。

图2: 本周医药生物子板块涨跌不一, 生物制品涨幅最大


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3、医药市盈率行情: 医药生物估值 40.6 倍, 对全 A 股溢价率为 182.34%

全部 A 股估值为 14.38 倍, 医药生物估值为 40.6 倍, 对全 A 股溢价率为 182.34%, 低于历史均值 11.96 个 pct(2011 年初至今)。各子行业分板块具体表现为: 化学制药 39.70 倍, 中药 35.00 倍, 生物制品 52.20 倍, 医药商业 16.00 倍, 医疗器械 48.00 倍, 医疗服务 103.00 倍。

图3: 医药生物估值 40.6 倍, 对全 A 股溢价率为 182.34%


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、本月深度报告: 普洛药业、九州通深度报告、植发行业深度报告

4.1、普洛药业深度报告: API+制剂一体化布局, CDMO 业务快速成长

(1) 原料药、CDMO 和制剂三大板块协同发展

普洛药业坚定执行“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”的发展战略, 三大板块协同发展, 近年来公司经营效率不断提升, 业绩进入快速增长期。公司 CDMO 业务快速成长, API+制剂一体化布局在仿制药集采中

优势明显。我们预计 2021-2023 年收入分别为 91.66/106.26/122.02 亿元，同比增长 16.3%/15.9%/14.8%，归母净利润为 10.67/13.76/17.40 亿元，同比增长 30.7%/28.9%/26.5%，当前股价对应 PE 分别为 29.4/22.8/18.0 倍。

(2) CDMO 业务厚积薄发，有望进入快速增长期

公司与多家国际知名医药巨头和兽药龙头建立了长期合作关系，具有较好的客户认可度和信任度。公司在原料药领域深耕多年，具备“化学合成+生物发酵”双轮驱动的技术能力，在 CDMO 临床后期和商业化阶段的生产工艺、质量控制具有较大优势。目前公司各类、各阶段 CDMO 项目数量均呈现出快速增长态势，研发人员数量持续增加，承接临床前期项目能力将大大提升，产能扩充也在同步进行，我们认为公司 CDMO 业务成长动力充足。

(3) 原料药和中间体业务稳健增长，集采常态化下制剂业务迎来发展良机

原料药行业竞争格局持续优化，壁垒不断增强，目前公司多个品种市场份额领先，预计仍能保持较好的盈利能力，对应的下游制剂仍具有一定成长性，且近年来也有多个新品种陆续完成登记，有望提供新的业绩增量，预计原料药和中间体业务稳健增长。受到疫情和乌苯美司胶囊退出医保的影响，2020 年制剂业务收入出现下滑但结构出现积极变化，左乙拉西坦片于 2019 年 9 月集采中标后销售额快速提升。此外左氧氟沙星片也已经于 2021 年 2 月在集采中标，后续还有注射用头孢他啶、注射用头孢吡辛钠和盐酸金刚片等多个潜在市场空间较大的品种申报/通过一致性评价以及获批上市，在集采常态化背景下有望迎来放量良机。

4.2、九州通深度：数字化转型+院外广布局，有望走出第二增长曲线

(1) 院外市场发展空间大，“互联网+”以及提升综合服务能力成为必然趋势

据我们测算，随着院内药占比每年下降 1%，预计 2023 年将有 1726 亿元药品流入院外市场。院外市场持续扩容，流通龙头凭借仓网布局广、渠道覆盖全、配送范围广有望提升市场份额。在技术、市场和政策的驱动下，“互联网+”、信息化成为医药流通行业的确定发展趋势；同时，提升综合服务能力是药品流通企业突破纯销业务天花板的必然途径，高效运营是医药流通企业的核心竞争力。

(2) 过往积累优势赋能公司平台化、数字化、互联网化转型，提升整体运营效率

公司 2016-2020 年归母净利润 CAGR35.85%，盈利能力、营运能力稳步提升，现金流状况逐年好转。与此同时，公司过往优势赋能战略转型：全渠道布局终端覆盖范围广、全品类采购满足客户多需求，拥有全国最大医药线上 B2B 自营电商平台；强大的物流网络和高效的拆零技术保障公司高水平的供应链服务能力；3 大中台、财务共享平台、ERP 系统实现内部高效运作，助力业务灵活快速开展。

(3) 新生代管理层拥有丰富管理与实战经验，助力打造九州通大健康平台

新一届董事会成员拥有丰富的业务经验和管理经验，承接公司管理与文化体系但更具创造力；未来公司重点发展：院外市场分销端，大力推进

总代总销业务，向“配送+推广”综合服务商转型，提升盈利能力；零售端，拓展“万店联盟”计划，促进数字零售业务发展，提升终端市场占有率；工业端，以全产业链为基础，做强中药“九信”品牌，打造中药全产业链互联网平台；医疗健康及技术服务端，打造汇集C端消费者的社交、交易、医疗健康服务的大健康服务平台。

4.3、植发行业深度报告：需求因“秃”而衍生，价值由“生”而彰显

(1) 植发行业：发展初期渗透率低，需求、技术、产业链延伸助推行业快速扩容

我国植发行业处于初级发展阶段，2020年中国植发医疗服务市场规模为134亿元，其中民营占比约85%，规模较小但增速快，预计2020-2023年CAGR为25.36%。随着脱发年轻化带动需求增长、技术迭代更新提升治疗效果、政策驱动行业规范化等因素，预计植发行业将逐渐向透明化、个性化发展，并形成从植发到一站式综合毛发管理的产业链延伸，未来植发医疗服务行业成长空间广阔。

(2) 行业准入门槛偏低、复制性强，竞争大；机构收入爬坡快，盈亏平衡周期短

由于植发行业技术、医生、设备壁垒不高，集中度分散，标准化未建立，行业主要玩家均处于快速扩张阶段，高营销投入仍然是植发机构扩大业务、获客的主要手段，预计销售费用率在短期仍会保持较高水平。长期看龙头连锁机构将凭借累积客户优势降低获客成本，单店模型将得到优化；但新进入者和小单体竞争对手面临高获客成本，竞争力较弱，市场份额易被大连锁机构抢占，因此预计植发行业集中度将不断提升，领头植发连锁机构规模持续扩大。

植发连锁单店模型：(1) 收入爬坡快：根据雍禾植发招股书，新建院部单店年收入为600-900万元，1-2年院部1700-2600万元，2-3年院部2600-3000万元，大于3年的成熟院部5000万元以上（同店增速维持18%以上）。**(2) 盈亏平衡周期短：**单个门店开业筹建期约8个月，3个月首次录得月度净利润，14个月整体盈亏平衡。

(3) 单店收入提升：与医疗专业人员数量正相关，执业医师是进行植发服务的核心力量，优享类服务能有效提升平均客单价并提升品牌影响力。**(4) 盈利能力有较大提升空间：**平均毛利率超过70%，因销售费用率高达50%（预计门店端至少20%）导致净利率10%，有较大改善空间。

(3) 盈利能力有较大提升空间：当前获客成本高，未来龙头机构费用率有望下降

雍禾植发是国内规模最大的提供一站式毛发医疗服务的医疗集团。**管理团队方面**，公司拥有资深的核心管理团队，以保障公司扩张快速且有序推进，中信产业基金作为强大的股东赋能公司长远发展；**专业团队方面**，公司医护人员资源丰富，拥有丰富的行业经验，医师流失率低，有望促进门店快速扩张；**门店复制性方面**，公司通过实现服务标准化，依托丰富的连锁经验开店速度快，盈亏平衡周期较短，门店复制性强；**门店扩张方面**，公司积极拓展门店覆盖范围，在部分地区具备先发优势，有望通过品牌影响力辐射周边城市，进一步拓展门店布局；**服务项目方面**，公司提供一站式、多样化、多层次的服务项目，广泛覆盖市场需求，形成差异化竞争，拓展养固服务项目，为公司带来新的利润增长点。

受益标的：

考虑目前以雍禾医疗为代表的植发服务机构仍在拟上市/未上市阶段，受益标的主要为脱发药品板块：三生制药、振东制药、开拓药业。

5、风险提示

民营医院行业集中度提升不及预期、药店业绩增长不及预期。

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