

医药生物

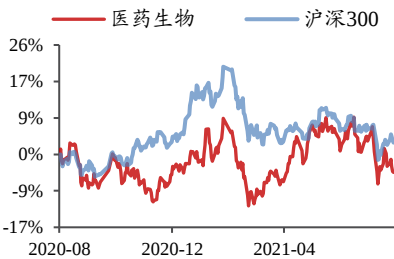
2021 年 08 月 15 日

坚定看好国内创新药产业链高景气

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业点评报告-零售药店：估值与业绩增速均处于低位，重视拐点机会》

-2021.8.10

《行业周报-政策明确继续鼓励社会办医，疫情反复继续关注防疫板块》

-2021.8.8

《行业周报-全球疫情加剧，建议关注防疫板块投资机会》-2021.8.1

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

古意涵（联系人）

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790121020007

● 一周观点：国内创新药出海项目涌现，创新药外包服务产业链持续受益

通过对国内创新药企业对外授权项目的梳理，我们发现近年来国内创新药公司逐步从引进来（license in）到走出去（license out），对外授权项目上在近两年更是快速涌现。在药物类型上，包含了小分子、单克隆抗体、双特异性抗体、细胞疗法、疫苗以及 ADC 药物等，各类技术创新药百花齐放。

新药研发是一个多学科、多领域合作的复杂工程，中小型制药公司没有时间或足够资本自行建设其研发项目所需的实验室和生产设施，对研发和生产的外包服务需求强烈，进一步带动创新药产业链持续高景气。

我们认为，国内创新药企业与医药外包公司的深度合作奠定了外包公司国内业务快速增长的基础。从时间上，国内创新药企业也是最近几年开始快速“走出去”，交易规模也越来越大，表明中国创新药自主研发能力快速增强，国产创新药正加速进入全球药品市场，行业高景气才刚刚开始。更深层次上看，创新药项目不断向海外授权，那么伴随着创新药企业成长的国内医药外包公司也会成为全球医药制造的深度参与者。

● 一周观点：持续看好医疗服务及药店下半年稳健增长

持续看好医疗服务：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。从估值来看，沪深医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 119.4/67.9/50.3 倍，PEG 分别为 3.9/1.8/1.6 倍；港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 115.4/56.0/1.5 倍，PEG 分别为 1.5/1.6/2.3 倍。从公司业绩来看，通策医疗 2021H1 公司实现营收 13.18 亿（+55.58%，同比 2019H1），归母净利润 3.51 亿（+68.82%），业绩延续高增长。我们仍然看好医疗服务下半年稳定增长。**看好药店板块：**当前估值处于历史地位，我们预计零售药店三、四季度同店增速有望环比提升，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，加速公司扩张，有望保持业绩稳健增长。

● 推荐及受益标的：

我们坚定看好创新药产业链的高景气，推荐为全球生物医药行业提供全方位、一体化的新药研发和生产服务龙头公司以及具有特色的全流程服务药品研发的技术平台公司；继续拥抱赛道价值高、有较深护城河、商业模式被证明成功的标的，低估值可遇不可求，应拉长时间维度去衡量公司成长性：

推荐标的：康泰生物、国际医学、爱帝宫、盈康生命、信邦制药、锦欣生殖、翔宇医疗、老百姓、药石科技、皓元医药、羚锐制药（以上排名不分先后）

受益标的：金域医学、达安基因、迪安诊断、振德医疗、奥美医疗、三星医疗、益丰药房、大参林、一心堂、健之佳、药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、博腾股份、昭衍新药、美迪西（以上排名不分先后）

● **风险提示：**行业黑天鹅事件、疫情恶化影响生产运营。

目 录

1、一周观点：国内创新药出海项目涌现，创新药外包服务产业链持续受益	3
2、看好估值合理、基本面向好标的未来成长性	6
3、本周医药生物指数下跌 1.47%，化药、中药板块持续回暖，医药商业增幅明显	10
3.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比下跌 1.47%，弱于上证 3.15pct	10
3.2、子板块行情：医药商业回暖，增幅最大，化药、中药延续增长态势	10
3.3、医药市盈率行情：医药生物估值 37.02 倍，对全 A 股溢价率为 158.44%	11
4、覆盖标的半年报业绩周度汇总	11
4.1、九典制药：半年度业绩符合预期，凝胶贴膏龙头前景广阔	11
4.2、富祥药业：业绩有望边际改善，关注新产能释放节奏	12
5、本月深度报告	13
5.1、盈康生命深度报告：肿瘤+康复全国连锁格局初现，借力海尔未来可期	13
5.2、羚锐制药深度报告：行稳致远中成药贴膏剂龙头	13
5.3、皓元医药深度报告：立足研发和品牌，一体化赋能新药开发	14
5.4、药石科技深度报告：征战外包服务蓝海的分子砌块设计与合成专家	15
6、风险提示	15

图表目录

图 1：近五年医药外包公司的国内业务复合增速较高	5
图 2：本周医药生物指数同比下跌 1.47%，弱于上证 3.15pct	10
图 3：医药商业增幅最大，化药、中药延续增长态势	11
图 4：医药生物估值 37.02 倍，对全 A 股溢价率为 158.44%	11
表 1：国内创新药公司对外授权创新药项目药物类型多样	3
表 2：创新药公司与医药外包公司进行了全面深入的合作	5
表 3：沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 119.4/67.9/50.3 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 3.9/1.8/1.6 倍	6
表 4：港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 115.4/56.0/1.5 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.5/1.6/2.3 倍	6
表 5：沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.6/15.1/12.3 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.0/0.7/0.6 倍	7
表 6：港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.9/6.0/5.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.5/0.4/0.3 倍	7
表 7：沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 30.1/23.8/19.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.3/1.3/1.1 倍	8
表 8：港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 10.2/8.9/9.6 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.7/0.7 倍	8

1、一周观点：国内创新药出海项目涌现，创新药外包服务产业链持续受益

（1）创新药出海项目涌现，各类技术创新药百花齐放

2021 年 8 月 8 日，荣昌生物与 ADC 治疗药物的全球领导者和开拓者—Seagen 达成一项全球独家许可协议，以开发和商业化一种新型靶向 HER2 的 ADC—维迪西妥单抗。根据协议条款，荣昌生物将获得 2 亿美元首付款和最高可达 24 亿美元的里程碑付款，总金额高达 26 亿美元。同时，荣昌生物将有权获得维迪西妥单抗在 Seagen 区域净销售额从高个位数到百分之十几的梯度销售提成。

通过对国内创新药企业对外授权项目的梳理，我们发现近年来国内创新药公司逐步从引进来（license in）到走出去（license out），对外授权项目上在近两年更是快速涌现。在药物类型上，包含了小分子、单克隆抗体、双特异性抗体、细胞疗法、疫苗以及 ADC 药物等，各类技术创新药百花齐放。

国内创新药的快速发展无疑是全面受益于我国在新药审批审评制度改革、带量采购、药品上市许可持有人（MAH）制度实施、港交所允许未盈利的生物科技公司上市、科创板开板等多重利好。

表1：国内创新药公司对外授权创新药项目药物类型多样

时间	交易项目	药物类型	原研企业	获授权企业
2011	沃利替尼	小分子	和记黄埔	阿斯利康
2013	BGB-283	小分子	百济神州	默克雪兰诺
2013	呋喹替尼	小分子	和记黄埔	Eli Lilly & Co
2013	BGB-290	小分子	百济神州	默克雪兰诺
2015	信迪利单抗	单克隆抗体	信达生物	Eli Lilly & Co
2015	AK-107	单克隆抗体	康方生物	默沙东
2016	TLR7 激动剂	小分子	正大天晴	强生
2016	IDO 激动剂	小分子	复旦大学	HUYA
2017	临床前肺癌候选药物	小分子	成都先导	英国癌症中心
2017	西达本胺	小分子	微芯生物	HUYA
2017	替雷西珠单抗	单克隆抗体	百济神州	新基
2017	肿瘤免疫单抗	单克隆抗体	科伦博泰	Piers
2017	赛帕利单抗	单克隆抗体	誉衡药业	Arcus BioSciences
2017	LCAR-B38M	细胞疗法	南京传奇	杨森
2018	SHR-0302	小分子	恒瑞医药	Arcutis
2018	SHR-1459/SHR-1266	小分子	恒瑞医药	TG Therapeutics
2020	Vorolanib (VEGFR 抑制剂)	小分子	贝达药业	EyePoint
2020	卡瑞利珠单抗	单克隆抗体	恒瑞医药	CrystalGenomics
2020	SARS-CoV-2 中和抗体	单克隆抗体	君实生物	Eli Lilly & Co
2020	JAB-3068 和 JAB-3312(SHP2 抑制剂)	小分子	北京加科思	AbbVie Inc
2020	阿美替尼(EGFR 抑制剂)	小分子	江苏豪森	EQRx
2020	新型轮状病毒重组蛋白疫苗	疫苗	万泰生物	赛诺菲

时间	交易项目	药物类型	原研企业	获授权企业
2020	TT-01025	小分子	药捷安康	LG Chem Ltd
2020	dorzagliatin	小分子	华领医药	拜耳
2020	Lemzoparlimab	单克隆抗体	天境生物	AbbVie Inc
2020	马来酸吡咯替尼片	小分子	恒瑞医药	HLB Life Science
2020	CS1001 (抗 PD-L1 单抗)、 CS1003 (抗 PD-1 单抗)	单克隆抗体	基石药业	EQRx
2020	FCN-338	小分子	复创医药	Eli Lilly & Co
2020	SHR-1701	双特异性抗体	恒瑞医药	韩国东亚
2020	HLX-35(EGFR/4-1BB 双抗)	双特异性抗体	复宏汉霖	Binacea Pharma Inc
2020	靶向蛋白降解的新化学实体	小分子	万春医药	Eli Lilly & Co
2021	替雷西珠单抗	单克隆抗体	百济神州	诺华
2021	特瑞普利单抗	单克隆抗体	君实生物	Coherus BioScience
2021	TD101	小分子	中国生物制药	Graviton Bioscience Corporation
2021	RET 激酶抑制剂项目 (A400)	小分子	科伦药业	Ellipses pharma LTD
2021	重组新型冠状病毒融合蛋白 疫苗	疫苗	丽珠药业	Searle
2021	PRG1801	细胞疗法	普瑞金生物	印度瑞迪博士实验室
2021	Galectin-9、CXCR、CCR8	单克隆抗体	高诚生物	FibroGen
2021	伏美替尼	小分子	艾力斯	ArriVent
2021	奥布替尼	小分子	诺诚健华	Biogen
2021	维迪西妥单抗	ADC 药物	荣昌生物	Seagen

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

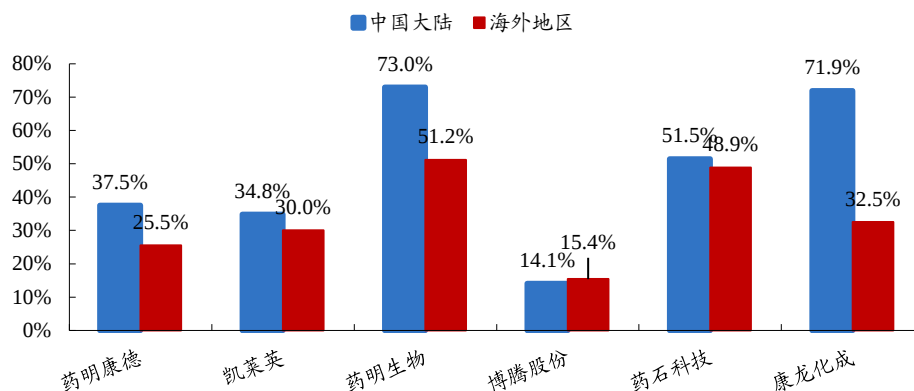
(2) 创新药企业与医药外包公司深度合作，行业高景气刚刚开始

从国家政策到资本市场对生物医药创新公司给予了多维度的支持，新兴创新医药公司如雨后春笋般出现，也带动了创新药产业链的快速发展。新药研发是一个多学科、多领域合作的复杂工程，中小型制药公司没有时间或足够资本自行建设其研发项目所需的实验室和生产设施，对研发和生产的外包服务需求强烈，进一步带动创新药产业链持续高景气。

我们也看到，诺诚健华、亚盛医药、荣昌生物、贝达药业等代表性的创新药公司与合全药业、药石科技、皓元医药以及凯莱英等外包服务公司分别建立了不同程度的合作，合作内容涵盖了药物发现、关键中间体的制备、原料药研发和委托生产以及制剂的研发生产等全流程业务。

我们认为，国内创新药企业与医药外包公司的深度合作奠定了外包公司国内业务快速增长的基础。从时间上，国内创新药企业也是最近几年开始快速“走出去”，交易规模也是越来越大，表明中国创新药自主研发能力快速增强，国产创新药正加速进入全球药品市场，行业高景气才刚刚开始。更深层次上看，创新药项目不断向海外授权，那么伴随着创新药企业成长的国内医药外包公司也会成为全球医药制造的深度参与者。

图1: 近五年医药外包公司的国内业务复合增速较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 创新药公司与医药外包公司进行了全面深入的合作

创新药企	合作的外包公司	合作内容
诺诚健华	合全药业	合全药业将成为诺诚健华首选 CDMO 合作伙伴, 为诺诚健华在研及后续管线产品 (包括小分子药物、多肽、寡核苷酸、复杂化学偶联药物等) 提供原料药研发及委托生产服务, 包括但不限于原料药的工艺开发、生产、分析, 以及支持准备等。
亚盛医药	合全药业	合全药业将成为亚盛医药在合作研究开发生产 (CDMO) 领域的首选合作伙伴, 为亚盛医药在研及后续管线项目提供原料药及制剂产品的工艺开发、生产, 新药申报支持以及后期上市药品生产等一站式 CMC 服务, 加快其创新药物的开发。
和记黄埔	凯莱英	在和记黄埔获批上市的索凡替尼等多个项目中, 作为战略合作伙伴, 凯莱英提供了从临床到商业化服务, 支持新药成功获批上市。针对后续项目, 凯莱英还将定制化提供从原料药到临床试验的一站式服务。
葆元医药	合全药业	合全药业将成为葆元医药在 CDMO (合作研究开发生产) 领域的重要战略合作伙伴, 提供从原料药到制剂的一体化 CMC (化学、生产和控制) 工艺研究及生产高质量的服务, 加速其引进的优质项目从临床试验到商业化生产的进程
丹诺医药	博腾股份	围绕原料药及制剂的研发及供应开展长期合作, 共同探索建立“原料药+制剂”一体化的服务新模式。
贝达药业	凯莱英	凯莱英先后为贝达药业三个 1 类新药提供了全面服务, 其中包括合作完成第三代 EGFR 抑制剂 BPI D-0316 的 API 药学研究。
荣昌生物	皓元医药	为维迪西妥单抗提供 linker 以及毒素中间体定制合成。
亚盛医药	药石科技	根据协议, 双方将针对现有服务项目及更多研发管线项目持续推进并逐步扩展各方面 CDMO 合作。

资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

(3) 推荐及受益标的

我们坚定看好创新药产业链的高景气, 推荐为全球生物医药行业提供全方位、一体化的新药研发和生产服务龙头公司以及具有特色的全流程服务药品研发的技术平台公司。**推荐标的:** 药石科技、皓元医药; **受益标的:** 药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、博腾股份、昭衍新药、美迪西等 (以上排名不分先后)。

2、看好估值合理、基本面向好标的未来成长性

(1) 沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 119.4/67.9/50.3 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 3.9/1.8/1.6 倍。

表3: 沪深股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 119.4/67.9/50.3 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 3.9/1.8/1.6 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
沪深医疗服务平均		119.4	67.9	50.3	3.9	1.8	1.6
000516.SZ	国际医学	484.8	71.1	50.6	15.0	0.1	1.2
300143.SZ	盈康生命	74.4	41.0	30.4	2.9	0.5	0.9
002044.SZ	美年健康	36.3	29.0	22.3	0.8	1.2	0.7
688222.SH	成都先导	151.3	84.3	58.0	10.2	1.2	1.4
688202.SH	美迪西	159.4	97.3	63.9	1.8	1.4	1.1
600763.SH	通策医疗	132.4	99.3	75.7	2.8	3.2	2.6
603127.SH	昭衍新药	130.4	99.8	76.4	3.5	3.4	2.6
300015.SZ	爱尔眼科	121.6	92.5	71.1	3.5	3.1	2.5
688315.SH	诺禾致源	128.2	90.4	65.0	0.3	2.1	1.7
300759.SZ	康龙化成	112.8	83.5	62.5	4.9	2.5	2.0
603259.SH	药明康德	95.9	72.9	55.5	2.4	2.4	1.9
300347.SZ	泰格医药	70.9	58.7	48.5	6.7	3.1	2.5
688076.SH	诺泰生物	79.5	55.3	38.5	1.7	1.2	0.8
688621.SH	阳光诺和	77.0	56.2	39.2	1.8	1.3	0.8
603882.SH	金域医学	42.0	44.5	38.5	(23.8)	(7.9)	2.5
603108.SH	润达医疗	13.9	10.8	8.8	0.5	0.4	0.4

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除美年健康、国际医学、盈康生命, 其余公司 PE 预测参考 Wind 一致预期; 收盘价日期 2021 年 8 月 13 日; 板块平均指标剔除负值计算。

(2) 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 115.4/56.0/1.5 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.5/1.6/2.3 倍。

表4: 港股医疗服务板块 2021-2023 年 PE 分别为 115.4/56.0/1.5 倍, 2021-2023 年 PEG 分别为 1.5/1.6/2.3 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	港股医疗服务平均	115.4	73.7	56.0	1.5	1.6	2.3
0286.HK	爱帝宫	48.7	32.4	25.4	0.4	0.6	0.9
6078.HK	海吉亚医疗	102.8	78.8	60.3	0.8	2.6	2.0
1951.HK	锦欣生殖	85.3	58.3	45.8	2.2	1.3	1.7
6618.HK	京东健康	232.4	133.7	83.9	2.2	1.8	1.4
0241.HK	阿里健康	225.3	126.3	108.9	3.0	1.6	6.8
2359.HK	药明康德	95.9	71.5	53.8	2.5	2.1	1.6
1515.HK	华润医疗	17.6	15.1	13.9	0.4	0.9	1.7

证券代码	证券简称	PE			PEG		
1833.HK	平安好医生	(38.0)	(42.6)	(60.0)	0.4	(3.9)	(2.1)

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除爱帝宫、锦欣生殖、海吉亚医疗，其余公司 PE 预测参考 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 8 月 13 日；板块平均指标剔除负值计算。

(3) 沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.6/15.1/12.3 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.0/0.7/0.6 倍。

表5：沪深股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 18.6/15.1/12.3 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.0/0.7/0.6 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	沪深医药商业平均	18.6	15.1	12.3	1.0	0.7	0.6
603883.SH	老百姓	22.7	18.3	14.5	0.9	0.8	0.5
600998.SH	九州通	8.5	7.3	6.2	3.8	0.4	0.4
301015.SZ	百洋医药	32.9	25.5	20.7	0.6	0.9	0.9
603939.SH	益丰药房	37.5	28.8	22.6	1.3	1.0	0.8
603233.SH	大参林	27.5	21.6	16.9	1.0	0.8	0.6
301017.SZ	漱玉平民	29.4	23.7	18.9	1.2	1.0	0.7
002727.SZ	一心堂	19.2	15.6	12.8	0.7	0.7	0.6
605266.SH	健之佳	17.5	14.6	12.1	0.9	0.7	0.6
600511.SH	国药股份	14.0	12.2	10.5	0.7	0.9	0.6
603368.SH	柳药股份	8.1	6.8	5.7	0.3	0.4	0.3
601607.SH	上海医药	9.9	8.8	7.6	0.5	0.7	0.5
000028.SZ	国药一致	9.4	8.3	7.1	0.7	0.6	0.4
200028.SZ	一致 B	4.8	4.2	3.6	0.3	0.3	0.2

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除九州通、老百姓，其余公司 PE 预测参考 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 8 月 13 日；板块平均指标剔除负值计算。

(4) 港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.9/6.0/5.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.5/0.4/0.3 倍。

表6：港股医药商业板块 2021-2023 年 PE 分别为 6.9/6.0/5.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.5/0.4/0.3 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	港股医药商业平均	6.9	6.0	5.2	0.5	0.4	0.3
1099.HK	国药控股	6.8	6.0	5.2	0.53	0.48	0.32
2607.HK	上海医药	6.9	5.9	5.2	0.39	0.36	0.35

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘价日期 2021 年 8 月 13 日；板块平均指标剔除负值计算。

(5) 沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 30.1/23.8/19.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.3/1.3/1.1 倍。

表7：沪深股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 30.1/23.8/19.2 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 1.3/1.3/1.1 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	沪深中药平均	30.1	23.8	19.2	1.3	1.3	1.1
002390.SZ	信邦制药	68.8	54.9	44.1	1.1	2.2	1.8
002603.SZ	以岭药业	19.5	16.3	13.8	0.5	0.8	0.8
600285.SH	羚锐制药	15.8	13.2	10.8	1.0	0.7	0.5
600535.SH	天士力	18.4	16.6	15.2	(2.4)	1.6	1.6
000423.SZ	东阿阿胶	33.6	19.8	14.7	0.0	0.3	0.4
000538.SZ	云南白药	21.1	19.1	17.4	5.3	1.9	1.7
000650.SZ	仁和药业	18.0	15.6	13.6	0.8	1.0	0.9
000999.SZ	华润三九	13.2	11.7	10.7	1.0	0.9	1.1
002287.SZ	奇正藏药	31.0	27.3	23.7	1.9	2.0	1.6
002317.SZ	众生药业	16.9	13.6	9.5	0.1	0.6	0.2
300181.SZ	佐力药业	32.6	21.6	15.6	0.5	0.4	0.4
600085.SH	同仁堂	39.7	35.7	32.8	2.9	3.2	3.7
600129.SH	太极集团	40.8	17.9	12.9	0.2	0.1	0.3
600211.SH	西藏药业	29.2	26.4	23.5	1.7	2.5	2.0
600329.SH	中新药业	27.8	22.7	18.7	1.1	1.0	0.9
600332.SH	白云山	13.7	11.7	0.0	0.6	0.7	0.0
600422.SH	昆药集团	12.1	10.4	8.8	0.5	0.7	0.5
600436.SH	片仔癀	112.8	91.4	75.1	4.7	3.9	3.4
600750.SH	江中药业	12.9	11.2	10.3	0.7	0.7	1.3
600976.SH	健民集团	27.1	20.4	15.8	0.3	0.6	0.5
603567.SH	珍宝岛	23.9	18.5	14.5	0.7	0.6	0.5
603896.SH	寿仙谷	32.5	26.6	21.6	1.2	1.2	0.9

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除以岭药业、天士力、信邦制药、羚锐制药，其余公司 PE 预测参考 Wind 一致预期；收盘价日期 2021 年 8 月 13 日；板块平均指标剔除负值计算。

（6）港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 10.2/8.9/9.6 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.7/0.7 倍。

表8：港股中药板块 2021-2023 年 PE 分别为 10.2/8.9/9.6 倍，2021-2023 年 PEG 分别为 0.8/0.7/0.7 倍

证券代码	证券简称	PE			PEG		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
	港股中药平均	10.1	8.9	9.6	0.8	0.7	0.7
0570.HK	中国中药	9.5	8.1	6.6	0.81	0.45	0.29
0874.HK	白云山	7.7	6.6		0.32	0.38	
1666.HK	同仁堂科技	12.0	10.9		1.13	1.15	
1681.HK	康臣药业	5.7	4.9		0.44	0.29	
3613.HK	同仁堂国药	15.7	14.0	12.6	1.29	1.16	1.15

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘价日期 2021 年 8 月 13 日；板块平均指标剔除负值计算。

我们继续拥抱赛道价值高、有较深护城河、商业模式被证明成功的标的，低估值可遇不可求，应拉长时间维度去衡量公司成长性：

国际医学：从历史看，下半年是医疗服务旺季，因此预计公司业绩在 2021Q3 有望迎来加速爬坡，维持中心医院年底住满 2500 床、高新医院 1500 床、商洛医院 600 床的预期不变。长期看，公司核心竞争力依然强劲：医院平台价值凸显，拟与泰格医药在临床医学人才培养、医院学科实力提升、医药临床研究项目合作、产业链资源整合及行业创新项目投资等领域展开深度合作，有助于增强公司的核心竞争力和可持续发展能力。

盈康生命：公司采用“1+N+n”发展规划，体内外在川渝、长三角、京津冀、西北、珠三角 5 个地区自上而下逐步布局中心旗舰医院、卫星医院、放疗中心，目前已经在“1”与“N”皆有布局，能够快速提升学术科研能力及增加医生资源，未来再进行“n”的基层下沉更为容易。

爱尔眼科：从行业看，国家近视防控战略推动、高端术士及高端晶体应用增加、消费升级、眼保健意识提升等因素长期驱动量价齐升；公司围绕眼科生态圈的各项经营业务规模的内生增长与外延并购双轮驱动，持续提升运营管理能力，完善平台化的医教研体系，促进了市场占有率持续提高。

通策医疗：公司各总院在区域具影响力，定位百年老店，稳扎稳打，围绕总院，将打造多个区域“总院+分院”。利用杭口平海院区、城西、宁口巩固省内优势，持续新开分院进一步打开省内空间。长期看，公司通过多渠道降低人才+资金+技术+品牌壁垒，未来成长能力强，业绩确定性高，空间大。

海吉亚医疗：公司是肿瘤医疗服务领军企业，优质医生资源及高端放疗设备形成导流，建立较好口碑，提升患者数量，单床产出亦持续提升；集中及标准化的管理体系带来规模效应提升。公司持续扩大医院布局：山东聊城、山东德州、江苏苏州、江苏无锡以及福建龙岩新建 5 家在建医院，床位规模 800-1000 张，有望陆续于 2021-2023 年开业，

三星医疗：公司主营业务主要由两大板块构成：智能配用电相关设备板块（行业龙头）、医疗服务板块（最具增长潜力）；目前公司拥有 6 家医院，聚焦康复医疗，布局医学研一体化，为公司医院进行人才储备；此外，还有 3 家体检医院。2020 年医疗板块收入 14 亿元，营收占比 20%。2020 年公司新开医院加速，未来将会继续保持较高的开院速度，带来业绩增量，未来成长空间大。

爱帝宫：公司治理、基本面改善明显，张伟权先生辞任，朱昱霏女士任唯一董事会主席，负责月子服务业务，认购股份后持股比例上升至 5.8%，若完成股权激励目标，持股比例将提升至超过 10%；公司持续剥离非主营业务，聚焦月子服务；大力发展超轻资产模式加速开店，自 4 月 10 日侨城店开业，7 月 29 日公告拟于深圳市南山区新建月子中心（94 间房），预计于 21 年 9 月正式开业。按照公司 5 年新规划，20-25 年房间数量 CAGR 50%，在深圳之外的城市实现目标城市 20%的市占率。

信邦制药：医院精细化管理能力在提升，采购成本、药耗占比下降，床位周转提速；公司短中长期战略目标和战术都很清晰，成长确定性强。

锦欣生殖：公司管理层医疗背景深厚，具备可复制管理输出能力，内生持续扩大产能、提升成功率，外延继武汉锦欣开业后持续布局，且公司不断推进创新业务布局，开展 VIP 业务、男科、产科等进行产业链延伸，长期成长空间大。

翔宇医疗：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，康复医院增量空间大，康复医院药占比较低，利润率较综合医院更高，且医院倾向于用设备进行治疗，节省人力成本，吸引设备投入；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。

羚锐制药：2021年7月12日公司发布股权激励授予公告，激励覆盖面广，解锁条件高（以2020年净利润为基数，2021-2023年净利润增速分别不低于20%/44%/65.6%），有望增强企业凝聚力，激发员工积极性，带来业绩提升。

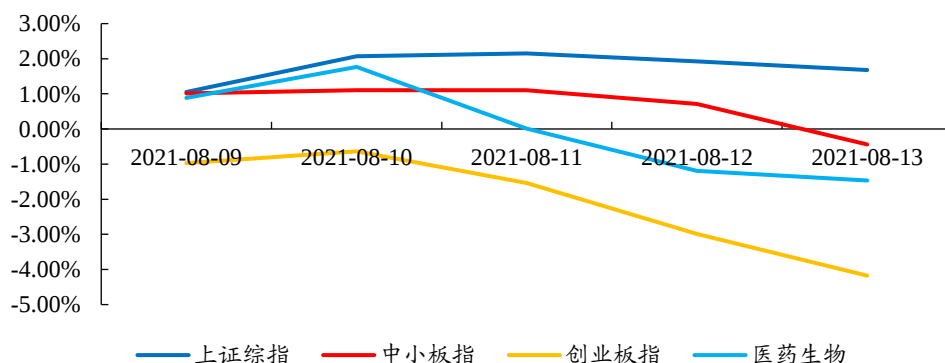
3、本周医药生物指数下跌 1.47%，化药、中药板块持续回暖，

医药商业增幅明显

3.1、医药生物板块行情：本周医药生物指数同比下跌 1.47%，弱于上证 3.15pct

本周上证综指上涨 1.68%，报 3516.3，中小板下跌 0.44%，报 9654.8，创业板下跌 4.18%，报 3345.13。医药生物同比下跌 1.47%，报 11815.84，表现弱于上证 3.15 个 pct，弱于中小板 1.03 个 pct，强于创业板 2.71 个 pct。

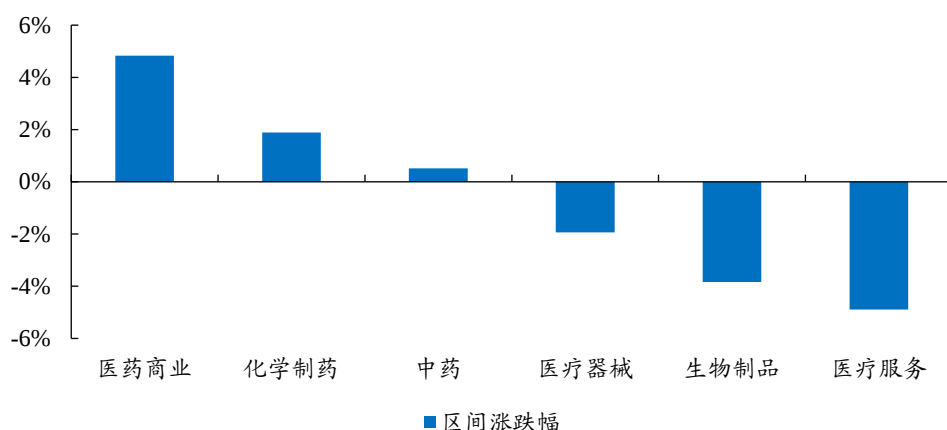
图2：本周医药生物指数同比下跌 1.47%，弱于上证 3.15pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、子板块行情：医药商业回暖，增幅最大，化药、中药延续增长态势

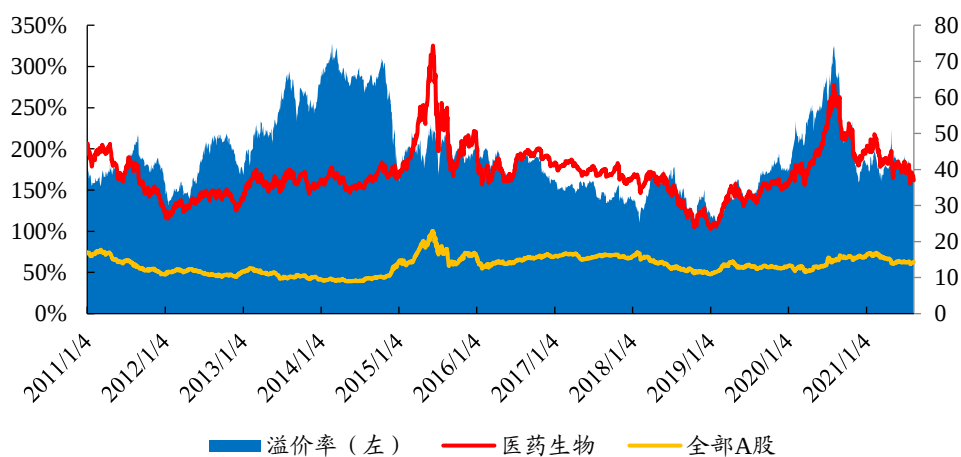
本周医药商业板块涨幅最大，上涨 4.83%；化学制药板块上涨 1.88%，中药板块上涨 0.52%，医疗器械板块下跌 1.93%，生物制品板块下跌 3.83%；医疗服务板块下跌幅度最大，下跌 4.9%。

图3: 医药商业增幅最大, 化药、中药延续增长态势


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 37.02 倍, 对全 A 股溢价率为 158.44%

全部 A 股估值为 14.32 倍, 医药生物估值为 37.02 倍, 对全部 A 股溢价率为 158.44%, 低于历史均值 34.42 个 pct(2011 年初至今)。各子行业分板块具体表现为: 化学制药 39 倍, 中药 32.5 倍, 生物制品 48.3 倍, 医药商业 15.7 倍, 医疗器械 22.6 倍, 医疗服务 87.9 倍。

图4: 医药生物估值 37.02 倍, 对全 A 股溢价率为 158.44%


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、覆盖标的半年报业绩周度汇总

4.1、九典制药: 半年度业绩符合预期, 凝胶贴膏龙头前景广阔

(1) 业绩符合预期, 公司业绩有望持续快速增长

公司发布 2021 年半年报, 实现营业收入 7.32 亿元 (+86.05%), 归母净利润 1.13 亿元 (+243.72%), 扣非后归母净利润 1.02 亿元(+272.51%)。考虑到洛索洛芬钠凝胶

贴膏快速放量，我们上调 2021 年盈利预测，维持 2022-2023 年盈利预测不变，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.09 (+0.29) 亿元、2.98 亿元和 3.82 亿元，EPS 分别为 0.89 (+0.12) 元、1.27 元和 1.63 元，当前股价对应 PE 为 33.5 倍/23.5 倍/18.3 倍，维持“买入”评级。

(2) 洛索洛芬钠凝胶膏放量迅速，持续受益于透皮给药贴剂市场扩容

公司上半年业绩高速增长，其中药品制剂收入为 6.10 亿元 (+97.98%)，主要由于：(1) 洛索洛芬钠凝胶贴膏快速放量，我们预计上半年该产品销售额同比增速仍保持较高水平，各季度间环比继续保持增长，预计全年洛索洛芬钠凝胶贴膏同比和环比均将保持增长态势；(2) 泮托拉唑钠肠溶片于 2021 年 2 月在全国集采中标，收入显著增长。目前氟比洛芬凝胶贴膏和酮洛芬巴布膏已经申报生产，吡罗昔美凝胶贴膏进入临床研究，透皮贴剂产品线持续丰富。随着我国老龄化趋势加速，骨关节炎等老年性疾病患病人数增加，消炎镇痛用药需求将持续增长，公司作为国内透皮给药贴剂龙头持续受益。

(3) 公司整体毛利率持续提升，辅料快速增长，原料药品种储备不断丰富

上半年公司整体毛利率为 21.24%，与 2020 年同期相比增加 5.06 个百分点，主要是由于高毛利的洛索洛芬钠凝胶贴膏收入占比增加。公司原料药收入为 3603 万元 (-9.98%)，毛利率为 46.91%，基本稳定，CDE 原辅包平台的信息显示，2021 年至今已有他达拉非、枸橼酸托法替布、帕拉米韦等 8 个新产品进行登记，随着原料药品种日益丰富，中长期来看原料药业务有较大潜力。在进行产品结构调整后，上半年公司辅料业务收入为 4513 万元 (+59.84%)，毛利率继续保持在较高水平 (28.05%)。

4.2、富祥药业：业绩有望边际改善，关注新产能释放节奏

(1) 半年度业绩有所下滑，公司开展回购、管理层增持彰显业绩增长信心

公司发布 2021 年半年报，实现营业收入 7.75 亿元 (-4.97%)，归母净利润 1.52 亿元 (-30.51%)，扣非后归母净利润 1.36 亿元 (-34.13%)。由于原材料价格上涨、疫情导致普通抗生素需求下滑等因素影响，我们下调 2021-2022 年盈利预测，并新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 3.41 (-1.44) 亿元、3.98 (-1.81) 亿元和 4.89 亿元，EPS 分别为 0.62 (-0.42) 元、0.72 (-0.53) 元和 0.89 元，当前股价对应 PE 为 19.6 倍/16.8 倍/13.7 倍。但考虑到公司培南系列产能即将逐步释放，以及公司近期公告将开展回购，管理层增持等，表明了对于未来业绩增长的信心，维持“买入”评级。

(2) 2021 年公司业绩有望逐季度改善

分季度看，2021 年 2 季度公司利润为 7806 万元，同比下滑 42.37%，主要是由于 2020 年同期业绩基数较高，但环比仍有所增长，表明公司业绩处于边际改善之中。公司毛利率受 6-APA 等原材料价格上涨、舒巴坦价格下滑等因素影响近几个季度均处于下滑态势，我们认为目前 6-APA 价格已经处于高位，未来成本压力继续上升的概率不大，舒巴坦需求边际改善也将带动价格回升，培南系列产品价格保持高位，销量稳定增长，由于 2020 年 3-4 季度因成本上升、疫情导致抗生素需求下滑等因素影响，业绩基数较低，我们认为 2021 年公司业绩有望逐季度改善。

(3) 新产能逐步落地，关注潜在业绩增长点

目前公司 600 吨 4-AA 及 200 吨美罗培南项目正在建设之中，项目完成后公司将

成为 4-AA 领域龙头，在碳青霉烯领域实现从起始原料到下游原料药全产业链布局。由于目前 4-AA 价格处于高位且需求量仍在持续增长之中，我们认为该项目建成后有望贡献可观的业绩增量。子公司潍坊奥通年产 616 吨那韦中间体项目（主要包括氯酮、氯醇和 2R 环氧化物）已经建成，并完成了竣工验收工作，目前已进入试生产阶段，抗病毒药物/中间体有望成为新的增长点。

5、本月深度报告

5.1、盈康生命深度报告：肿瘤+康复全国连锁格局初现，借力海尔未来可期

（1）海尔赋能，打造全国肿瘤+康复服务连锁品牌，首次覆盖，给予“买入”评级

海尔控股后公司聚焦肿瘤+康复医疗赛道，深入推进“1+N+n”布局，器械+服务一体化提升规模效应，未来扩张空间大；我们预计 2021-2023 年收入分别为 12.84/21.10/27.29 亿元，归母净利润分别为 1.61/2.92/3.94 亿元，EPS 分别为 0.25/0.46/0.61 元，当前股价对应 P/E 分别为 71.3/39.3/29.2 倍，与同类医疗服务公司相比具备估值性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

（2）服务+器械双轮驱动，全国布局蓝图框架初显，成长空间大

在医疗服务板块，公司实行“1+N+n”战略，目标在全国布局 10 家区域旗舰医疗中心（1），30 家卫星医院（N），60 家放疗中心（n），扩大服务半径，逐步实现医院的连锁化和品牌化。目前旗下共 4 家医院，其中四川友谊医院与拟注入的苏州广慈将作为旗舰医院，为后续布局打下人才储备基础，占领技术高地。2019 年初，海尔承诺在未来 60 个月内会将旗下相关医院资产注入上市公司或转给第三方，以消除同业竞争。医疗器械板块，公司为国内头部伽玛刀龙头，装机量国内市场第一，在国际市场率先实现大型放疗设备自主出口；持续加大直线加速器、小质子刀等高端设备的研发，丰富产品线。从肿瘤治疗服务和肿瘤治疗设备两个维度，以放疗为核心，逐步向肿瘤治疗全场景延伸。

（3）海尔强大的医院运营能力、丰富的医院资产等全方位赋能公司发展

苏州广慈医院于 2018 年被海尔被收购后，在海尔高效运营下，医院核心指标提升明显，如床位使用率从 2017 年的 88% 提升至 2021H1 的 98%，床位周转天数从 8.66 天下降至 7.51 天，住院门诊人次和诊疗能力明显提升，净利率超 7%，有望在其他医院得以复制。公司为旗下医院夯实基础，提供医疗事业、人才、科技、体验、供应链、投资拓展“六大平台”，提升医院标准化。资金方面，海尔通过非公开发行对公司进行资金支持，补充运营资金。同时，公司有望受益于海尔集团物联网等优势，打造“物联网肿瘤治疗康复综合生态品牌”。

5.2、羚锐制药深度报告：行稳致远中成药贴膏剂龙头

（1）公司发展迈入新阶段，首次覆盖给予“买入”评级

羚锐制药是国内贴膏剂龙头企业，在 2011 年完成改制后公司业绩稳健增长，经营质量不断提升。公司于近期实施限制性股票激励计划和员工持股计划，彰显出对

于未来业绩增长的信心。我们预计 2021-2023 年收入分别为 27.01/30.97/35.39 亿元，同比增长 15.8%/14.7%/14.3%，归母净利润为 3.77/4.53/5.54 亿元，同比增长 15.9%/20.0%/22.4%，当前股价对应 PE 分别为 15.0/12.5/10.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

（2）老龄化和消费升级将驱动贴膏剂市场持续增长

2020 年第七次全国人口普查数据显示，我国 65 岁及以上人口比重达到 13.50%。随着 60 后“婴儿潮”一代进入 60 岁以上年龄段，我国老龄化趋势仍将延续。骨关节炎、关节疼痛、骨质增生等疾病在老年人群中的发病率要高于年轻人群，预计外用贴膏剂需求将持续增长。另一方面在中成药贴膏剂市场中存在大量单价低但销量大的长尾产品，我们认为随着人均医疗保健支出的增加，中成药贴膏剂市场也将迎来消费升级，为品牌 OTC 药品在院外自费市场的拓展和产品升级换代带来的客单价提升奠定了良好的基础。公司核心产品通络祛痛膏未来有望凭借品牌和疗效优势进一步提升市占率，中长期看将持续稳健增长。

（3）产品梯队完善，多个品种均具有增长潜力

除通络祛痛膏外，公司多个二线品种也具有增长潜力。壮骨麝香止痛膏近年来销量在 7 亿贴/年左右，市场基础好，受众广泛，公司对原产品进行了升级，升级后毛利率和单帖毛利额也有所提升，预计其收入和毛利增速将超过销量增速。软膏剂产品在营销体系改革之后充分发挥公司在 OTC 渠道的销售优势，2020 年软收入实现快速增长。芬太尼透皮贴目前销售规模较小，但随着我国癌症患者疼痛管理水平的提升以及规范化疼痛治疗的推广，中长期来看芬太尼透皮贴仍有较大潜力。

5.3、皓元医药深度报告：立足研发和品牌，一体化赋能新药开发

（1）前后端一体化发展路径清晰，打造核心技术平台，全流程助力药品研发

公司前后端一体化布局，全流程助力药品研发，打造六大核心技术平台，为客户提供从前端到后端全方位药品研发服务。前端工具化合物已打造品牌优势，稳步增长可期；后端特色仿制药的原料药和中间体及特色创新药 CDMO 业务双轮驱动，预计快速增长。我们预计 2021-2023 年收入分别为 8.74/11.90/16.28 亿元，归母净利润分别为 2.01/2.75/3.96 亿元，EPS 分别为 2.70/3.70/5.32 元，当前股价对应 PE 分别为 135.4/99.0/68.9 倍，鉴于公司业绩确定性较高，给予一定的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

（2）前端高质量高效率服务药品研发，打造品牌优势

高超的化学合成能力奠定发展基础，公司创始人团队均为香港大学化学系有机化学博士，在分子砌块和工具化合物领域，公司产品种类较为新颖、齐全，已打造“MCE”、“乐研”等自主品牌，终端客户已涵盖全球大部分生物医药研究机构和医药公司（辉瑞、默沙东、礼来、NIH、中科院、上海药物所、北京大学、清华大学等），在行业内具有较高知名度。工具化合物产品被顶级期刊引用文献篇数逐年攀升，品牌效应不断积累，先发优势明显；起源于工具化合物的分子砌块业务快速发展。

（3）后端特色仿制药原料药和中间体与创新药 CDMO 双轮驱动

特色仿制药原料药和中间体的下游客户多处于研发注册阶段，随着产品上市，客户需求量将大幅增加。皓元医药全程协助荣昌生物开发 ADC 抗肿瘤药物 RC48 上市，提供小分子药学研究和批量供应小分子物料。公司已开发 7 类特色的 PROTAC

工具分子库，包括 400 多种 PROTAC 新药开发相关产品。公司以高难度的 ADC 和 PROTAC 等创新药项目为突破口，拓展附加值更高的创新药 CDMO 业务，长期空间进一步打开。

5.4、药石科技深度报告：征战外包服务蓝海的分子砌块设计与合成专家

（1）面向全球的创新型化学产品和服务的供应商

基于在创新分子砌块积累的优势，公司不断拓展创新药外包服务全产业链，纵向一体化布局“Non-GMP/GMP 中间体—原料药—制剂”等创新药 CDMO 业务，并进一步搭建了创新药物发现技术平台，为客户提供新药筛选服务。随着公司业务的不断发展，我们预计 2021-2023 年营业收入分别是 14.15/20.04/27.59 亿元，归母净利润分别为 5.23/4.36/5.85 亿元，EPS 分别为 2.62/2.18/2.93 元，当前股价对应 PE 分别为 68.0/81.5/60.8 倍，估值合理，首次覆盖，给予“买入”评级。

（2）分子砌块的壁垒在前端设计，公司为创新型分子砌块设计合成专家

我们认为创新分子砌块的壁垒在于前期的设计，而设计端更多的是来自科学家对药物化学的深刻理解，对创新药研发市场的敏锐的观察，这也是创新分子砌块设计开发的关键壁垒所在。药石科技现有分子砌块数量达到 86000 多种，在药物分子中扮演不同角色分子砌块的销售额均保持快速增长。

（3）CDMO 产能释放叠加先进的化学与工程技术，确保业绩增量和长期竞争优势

公司通过收购+自建的方式布局中间体、原料药和药物制剂全产业链产能，破解制约 CDMO 业务发展的瓶颈，随着产能的逐步释放，公司业绩确定性较高。CDMO 企业的核心价值是以较低的成本为客户提供优质高效的服务，而先进的化学与工程技术是 CDMO 企业保持长期竞争优势的关键因素。公司持续加码新技术开发与应用，长期看将有助于提高服务效率，并且提升公司的盈利能力。

（4）新药筛选崭露头角，募投项目进一步提升业务能力

2020 年 9 月，公司将 5 款苗头化合物转让给客户，单价为 200 万-300 万元；公司还以 1500 万元转让一款先导化合物给下游客户，两项合作验证了公司特色药筛平台的可行性和技术能力。南京研发中心升级改造建设项目投入运营，公司新药筛选平台业务能力将进一步提升，并为公司持续贡献业绩增量。

6、风险提示

行业黑天鹅事件、疫情恶化影响生产运营。

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（underperform）	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（underperform）	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