

天士力 (600535.SH)

2021 年 10 月 14 日

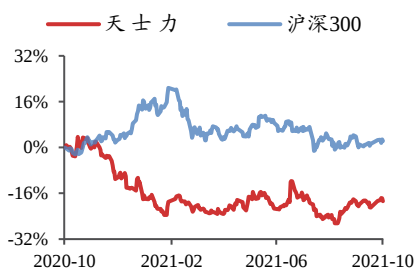
投资评级: 买入 (维持)

复方丹参滴丸新适应症获批, 产品竞争力进一步提升

——公司信息更新报告

日期	2021/10/14
当前股价(元)	13.68
一年最高最低(元)	18.21/12.31
总市值(亿元)	206.93
流通市值(亿元)	206.93
总股本(亿股)	15.13
流通股本(亿股)	15.13
近 3 个月换手率(%)	39.9

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-经营质量大幅好转, 生物药快速放量》-2021.4.24

《公司信息更新报告-医药工业重回增长, 3 季度业绩边际改善趋势明显》-2020.10.28

蔡明子 (分析师)

caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

● 复方丹参滴丸获批治疗糖尿病视网膜病变新适应症

10 月 13 日, 公司公告, 复方丹参滴丸 (27mg) 新增加“用于 2 型糖尿病引起的 I 期 (轻度)、II 期 (中度) 非增殖性糖尿病视网膜病变气滞血瘀证所致的视物昏花、面色晦暗、眼底点片状出血, 舌质紫暗或有瘀点瘀斑、脉涩或细涩。”的主治功能。本次增加中药功能获得批准, 有效扩充了公司产品复方丹参滴丸的适应症范围, 有利于进一步丰富公司产品管线, 提升公司市场竞争力。天士力聚焦于心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大治疗领域, 现代中药、生物药和化学药三大板块协同发展, 通过不断布局多层次的产品组合, 形成完善的产品梯队和研发管线。随着渠道库存调整结束后中药恢复增长, 普佑克脑梗等新适应症获批以及化学板块的稳健增长, 我们认为公司有望迎来业绩拐点。考虑到中药行业政策的影响, 我们维持预测, 预计 2021 年/2022 年/2023 年分别实现归母净利润 13.22 亿元/12.45 亿元/14.20 亿元, 同比增长 17.4%/-5.8%/14.0%, EPS 分别为 0.87 元/0.82 元/0.94 元, 当前股价对应 PE 分别为 15.8 倍/16.8 倍/14.8 倍, 具安全边际, 维持“买入”评级。

● 复方丹参滴丸糖尿病视网膜病变适应症销售峰值有望达到 15.36 亿元

复方丹参滴丸治疗糖尿病视网膜病变的临床试验临床 II 期试验结果已经于 2015 年发表在《Journal of Ethnopharmacology》杂志上, 眼底检查表明高剂量组、中剂量组“显著有效”和“有效”比例分别为 74%、77%, 明显高于安慰剂组 11%, 研究期间未观察到具有临床意义的不良反应事件。我国糖尿病患者数量为 1.14 亿人, 糖尿病视网膜病变患病率为 23%。III 期临床试验招募患者均处于非增生期, 患病率为 19.1%, 对应患者数量为 2177.4 万人, 数量约为冠心病 2 倍, 市场潜力大。假设复方丹参滴丸渗透率达到 5%, 服药方式、用药时间参照 III 期临床方案, 我们预计复方丹参滴丸糖尿病视网膜病变适应症的长期市场空间可达到 15.36 亿元。

● **风险提示:** 医保控费严格; 化药纳入集采大幅降价或未中标; 研发失败。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,998	13,576	8,025	8,910	10,058
YOY(%)	5.6	-28.5	-40.9	11.0	12.9
归母净利润(百万元)	1,001	1,126	1,322	1,245	1,420
YOY(%)	-35.2	12.4	17.4	-5.8	14.0
毛利率(%)	31.3	40.7	36.1	36.1	36.0
净利率(%)	5.3	8.3	16.5	14.0	14.1
ROE(%)	8.5	8.8	10.0	8.9	9.5
EPS(摊薄/元)	0.66	0.74	0.87	0.82	0.94
P/E(倍)	20.9	18.6	15.8	16.8	14.8
P/B(倍)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 复方丹参滴丸获批治疗糖尿病视网膜病变新适应症，产品竞争力进一步提升	3
2、 复方丹参滴丸糖尿病视网膜病变适应症销售峰值有望达到 15.36 亿元	3
3、 复方丹参滴丸临床价值得到国际认可，长期空间有望进一步打开	4
4、 盈利预测与投资建议	6
6、 风险提示	7
附：财务预测摘要	8

图表目录

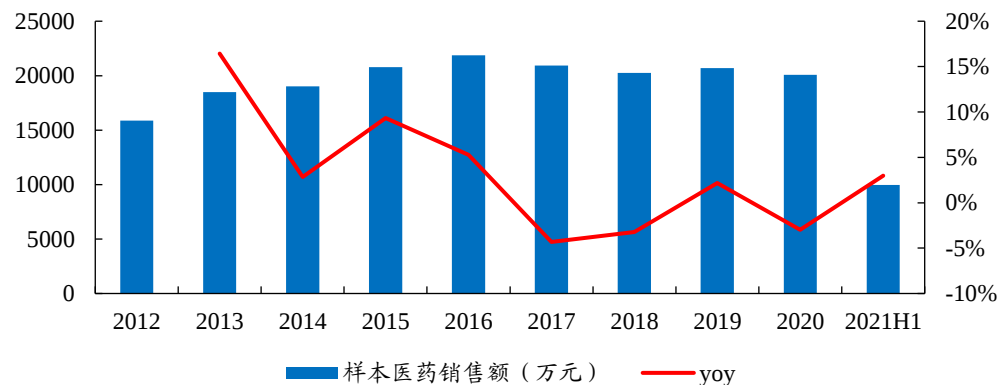
图 1： 2021H1 年复方丹参滴丸样本医院销售额小幅增长	3
表 1： 复方丹参滴丸糖尿病视网膜病变适应症销售峰值有望达到 15.36 亿元	4
表 2： 复方丹参滴丸已经开展新的 FDA 临床 III 期研究	5
表 3： 复方丹参滴丸美国市场销售峰值预计可达到 7.48 亿美元	6
表 4： 与可比公司相比，天士力估值性价比高	7

1、复方丹参滴丸获批治疗糖尿病视网膜病变新适应症，产品竞争力进一步提升

10月13日，公司公告，复方丹参滴丸（27mg）增加中药的功能主治，新增加的功能主治为“用于2型糖尿病引起的Ⅰ期（轻度）、Ⅱ期（中度）非增殖性糖尿病视网膜病变气滞血瘀证所致的视物昏花、面色晦暗、眼底点片状出血，舌质紫暗或有瘀点瘀斑、脉涩或细涩。”本次增加中药功能主治补充申请获得批准，有效扩充了公司产品复方丹参滴丸的适应症范围，有利于进一步丰富公司产品管线，提升公司市场竞争力。

复方丹参滴丸是由本公司独家开发研制的一种治疗心血管疾病的复方中药，于1993年获得新药证书和生产批件，1995年上市，为国家医保目录品种、国家基本药物目录品种、国家基药低价药品目录品种。复方丹参滴丸由丹参、三七、冰片组成，具有活血化瘀，理气止痛的功效，用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛等适应症，随着新适应症的获批，我们预计复方丹参滴丸销售将恢复增长。

图1：2021H1年复方丹参滴丸样本医院销售额小幅增长



数据来源：PBD、开源证券研究所

2、复方丹参滴丸糖尿病视网膜病变适应症销售峰值有望达到15.36亿元

在糖尿病并发症领域，复方丹参滴丸治疗糖尿病视网膜病变已纳入2017年版《中国2型糖尿病防治指南》，已完成临床Ⅲ期研究并于2019年1月提交增加新适应症申请，并于日前获得国家药监局的《药品补充申请批准通知书》。

复方丹参滴丸治疗糖尿病视网膜病变的临床试验临床Ⅱ期试验结果已经于2015年发表在《Journal of Ethnopharmacology》杂志上，试验设置高/中/低三个剂量组和安慰剂组，分别给予30粒/次，20粒/次和10粒/次复方丹参滴丸，3次/d，治疗24周，24周时行眼底荧光血管造影，高剂量组、中剂量组的“显著有效”和“有效”比例分别为74%、77%，明显高于安慰剂组28%。眼底检查表明高剂量组、中剂量组“显著有效”和“有效”比例分别为74%、77%，明显高于安慰剂组11%，研究期间未观察到具有临床意义的不良反应事件。

我国糖尿病患者数量为1.14亿人，糖尿病视网膜病变患病率为23%。Ⅲ期临床

试验招募患者均处于非增生期，患病率为 19.1%，对应患者数量为 2177.4 万人，数量约为冠心病 2 倍，市场潜力巨大。假设复方丹参滴丸渗透率达到 5%，服药方式、用药时间参照 III 期临床方案，我们预计复方丹参滴丸糖尿病视网膜病变适应症的市场空间可达到 15.36 亿元。

表1：复方丹参滴丸糖尿病视网膜病变适应症销售峰值长期有望达到 15.36 亿元

项目	数量/测算方法
中国糖尿病患者数量	1.14 亿人
糖尿病视网膜病变患病率	23%
其中：非增生性患者患病率	19.1%
非增生性患者数量	1.14 亿人*19.1%=2177.4 万人
服用复方丹参滴丸患者比例	5%
服用复方丹参滴丸患者数量	2177.4 万人*5%=108.87 万人
用量/日费用	1 日 3 次，每次 20 丸，每日费用 8.7 元（每丸价格按 0.14 元计算）
年费用	连续用药共计 24 周，费用为 1411 元
市场规模	1462 元/人*108.87 万人=15.36 亿元

资料来源：《糖尿病视网膜病变专家防治指南》、药智网、开源证券研究所（日用量、服药时间参考临床 III 期试验）

3、复方丹参滴丸临床价值得到国际认可，长期空间有望进一步打开

2018 年 9 月公司与 Arbor Pharmaceuticals 签署复方丹参滴丸（T89）临床研发 & 销售许可协议。Arbor 公司将出资最高 2300 万美金的研发付款，与公司共同进行 T89 美国 FDA 临床开发研究和药政申报；公司则将 T89 相关适应症在美国本土的独家销售权有偿许可给 Arbor 公司，产品上市后将获取最高 5000 万美元销售里程碑付款以及毛利的 8-50% 不等的销售分成。我们认为，与 Arbor 的合作显示出复方丹参滴丸临床价值得到国际认可，不仅能够解决一部分临床研究资金来源，更加高效地推进 T89 在美国的临床研究和申报进程，产品上市后还可以利用 Arbor 成熟的销售网络能够快速实现产品的市场导入。此外，复方丹参滴丸防治急性高原综合症在 FDA 也已经正式进入临床 III 期试验（代号 AMS 研究）。

由于不可抗力因素影响造成患者脱落，使得复方丹参滴丸首个慢性稳定性心绞痛 III 期临床试验（CAESA 试验）第四周的临床试验实际统计结果 p 值为 0.06，未达到 III 期临床方案中规定的在第四周首要观察终点时间统计学显著的要求（ $p < 0.05$ ），因此复方丹参滴丸仍需要增补一项再次验证六周统计显著的临床试验，满足 FDA 新药申请要求。

公司在美国开展一个多中心、双盲、随机对照的临床验证性研究（T89-08-ORESAs, NCT03789552），用于满足 FDA 对慢性稳定性心绞痛适应症的药政审批要求，该项研究已经开始患者入组。ORESAs 试验总计受试者为 765 名，参加试验的所有受试者将以 1:1:1 的比例随机分配到高剂量组、低剂量组以及安慰剂对照组，每组各 255 名。其中高剂量组为 300mg/天，低剂量组为 225mg/天，主要临床终点为第 57 天完成标准布鲁斯平板运动试验条件下，运动耐受时间（TED）相对于基线值改变的结果。公司前期已经积累起丰富的国际临床试验经验，有助于确保临床试验的进度和合规性。

复方丹参滴丸首次临床 III 期试验结果显示：6 周组显示对提高平板运动时间在

$p < 0.05$ 统计学水平上具有显著意义, 临床试验实际统计结果 p 值为 0.02, 显示出其对于慢性稳定性心绞痛有治疗效果; 但主要临床终点第 4 周组临床试验实际统计结果 p 值为 0.06, 未达到 III 期临床方案中规定的在第 4 周首要观察终点时间统计学显著的要求。我们认为可能与中药起效慢但作用时间持久有关。**新的临床 III 期试验将首要终点观察指标从第 6 周末改为第 8 周末 (即 57 天), 符合中药药理特性, 未来仍有较大概率达到预定临床终点。**

表2: 复方丹参滴丸已经开展新的 FDA 临床 III 期研究

试验	Outcome Research to Confirm the Anti-anginal Effect of T89 in Patients With Stable Angina (验证 T89 对稳定型心绞痛患者的抗心绞痛作用的临床研究)
时间节点	2019 年 8 月 1 日开始, 预计 2022 年 9 月 1 日结束
地点	美国
入组患者数量	756 人
实验概述	本研究是一项多中心、双盲、随机、安慰剂对照、平行组的 3 期临床研究, 以证实 T89 对稳定性心绞痛患者的安全性和有效性, 并延长开放标签期评估 T89 的长期安全性。本研究包括三个主要阶段: 第一阶段为 3 周单盲筛选期, 通过运动耐受试验(ETT)筛选稳定型心绞痛患者。第二个研究期为 8 周双盲治疗期, 通过 ETT 评估 T89 对稳定性心绞痛患者的疗效和安全性。最后一个研究期是观察 T89 长期使用安全性的 44 周开放标签期。
主要临床终点	第 57 天完成布鲁斯平板运动试验条件下, 运动耐受时间 (TED) 相对于基线值改变的结果
次要临床终点	TED 随时间变化趋势; 心绞痛发作频率变化等
分组	低剂量组: 225mg/天 高剂量组: 300mg/天 安慰剂: 每次 4 粒, 每日两次

资料来源: Clinaltrials、开源证券研究所

目前美国市场上慢性心绞痛治疗一线用药主要包括: (1) 硝酸酯类; (2) β 受体拮抗剂; (3) 钙拮抗剂, 这三类药物的临床应用已经较为成熟。2006 年, 美国 FDA 批准雷诺嗪与硝酸酯类、 β 受体拮抗剂和钙拮抗剂联合用于慢性心绞痛的治疗, 成为近年来获批上市的唯一慢性心绞痛新药。雷诺嗪的作用机制目前尚未完全明确, 有研究表明, 不同于传统药物, 雷诺嗪为部分脂肪酸氧化酶抑制剂, 能够减少脂肪酸氧化同时提高葡萄糖糖氧化, 由于葡萄糖氧化后提供给心脏的能量要高于脂肪酸, 因此能够起到抗缺血和抗心绞痛的作用, 对心率和血压也无影响。

在 ORESA 研究方案中, 患者在签署同意后将进入为期 3 周的单盲筛选磨合期。所有预防性抗心绞痛药物将停止使用, 只有一种受体阻滞剂或一种钙通道阻滞剂 (CCB) 保留使用。如果患者能耐受停用多种抗心绞痛药物, 则保留 1 个受体阻滞剂或 1 个 CCB 的剂量不变, 直至双盲治疗期结束。在此研究期间, 患者将按 Bruce 标准方案进行两次运动耐受试验 (ETTs), 间隔一周进行。舌下硝酸甘油可以缓解心绞痛发作的症状。患者在入组复方丹参滴丸 III 期临床试验后, 仍可以服用 β 受体阻滞剂等经典抗慢性心绞痛药物, 雷诺嗪在临床上可与 β -受体阻滞剂, 硝酸盐, 钙通道阻滞剂等联用。预计未来复方丹参滴丸会以联合用药为主, 临床地位可对标雷诺嗪。

我们对复方丹参滴丸慢性心绞痛适应症美国市场规模进行了测算。公司公告数据显示, 2012 年美国慢性心绞痛病人约 820 万人, 且每年新增确诊病人约 56.5 万人, 推算 2020 年病人数量为 1272 万人。雷诺嗪每日最小用量为 500mg 每次, 每日 2 次, 根据 durg.com 网站的数据, 雷诺嗪 500mg/片价格为 6.98 美元, 按最小用量计算, 雷诺嗪日均费用约 14 美元, 考虑到品牌之间市场竞争、雷诺嗪仿制药上市等因素, 假设复方丹参滴丸定价为雷诺嗪的 50%, 则日均费用为 7 美元, 患者用药 8 周为一疗程 (参考 ORESA 研究), 每年用药 1 个疗程。按 15% 的渗透率计算, 复方丹参滴丸销售峰值有望达到 7.48 亿美元。与化学药相比, 中成药组分复杂, 仿制难度大, 不

会遭遇“专利悬崖”，销售额在达到峰值后有望保持更长时间。

表3：预计复方丹参滴丸美国市场销售峰值长期可达到 7.48 亿美元

2020 年美国慢性心绞痛患者数量	1272 万人
服用复方丹参滴丸患者比例	15%
服用复方丹参滴丸患者数量	190.8 万人
雷诺嗪日均费用	14 美元
复方丹参滴丸日均费用	7 美元
用量	参考 ORESA 临床研究，8 周为一疗程，每年用药 1 个疗程
年费用	7 美元/天*56 天*1=392 美元
市场规模	392 美元/人*190.8 万人=7.48 亿美元

资料来源：Clinaltrial、durg.com、开源证券研究所

根据协议，公司将美国市场销售权益授予 Arbor 公司。根据 T89 未来年度毛利（即销售收入扣除进货成本）的范围划分，Arbor 公司按照约定比例向天士力方支付毛利的 8%-50% 不同比例的销售分成。在销售初期，由于公司不承担 T89 美国市场推广费用，虽然分成比例不高但仍具有获利空间。随着销售额提升，公司获得的毛利分成比例逐渐增长，获利空间较为可观。

Arbor Pharmaceuticals 销售超过 20 个 NDA 或 ANDA 批准的产品，主要包括心血管、神经科学和儿科用药。根据公司网站披露的信息，Arbor 研发项目包括新分子实体、新适应症或改进剂型的药品，此前提交的 4 项 NDA 申请全部获得 FDA 批准，目前还有多个药品处在临床阶段，其中 3 个品种进入临床 III 期。公司拥有约 400 名专业销售人员，覆盖全美市场。Arbor 公司在临床研究、上市申报、市场扩展等方面具有丰富的经验。一方面能够更加高效地推进 T89 在美国的临床研究和申报进程，另一方面复方丹参滴丸上市后可以利用 Arbor 成熟的销售网络快速实现产品的市场导入。

4、盈利预测与投资建议

天士力聚焦于心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大治疗领域，现代中药、生物药和化学药三大板块协同发展，通过不断布局多层次的产品组合，形成完善的产品梯队和研发管线。随着渠道库存调整结束后中药恢复增长，普佑克脑梗等新适应症获批以及化学板块的稳健增长，我们认为公司有望迎来业绩拐点。考虑到中药行业政策的影响，我们维持盈利预测，预计 2021 年/2022 年/2023 年分别实现归母净利润 13.22 亿元/12.45 亿元/14.20 亿元，同比增长 17.4%/-5.8%/14.0%，EPS 分别为 0.87 元/0.82 元/0.94 元，当前股价对应 PE 分别为 15.8 倍/16.8 倍/14.8 倍，具安全边际，维持“买入”评级。

表4: 与可比公司相比, 天士力估值性价比高

公司	代码	股价(元)	EPS(元)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021	2022	2023
天士力	600535	13.68	0.87	0.82	0.94	15.8	16.8	14.8
以岭药业	002603	16.70	1.00	1.20	1.42	16.6	13.9	11.8
中新药业	600329	25.50	1.14	1.41	1.73	22.37	18.02	14.76
康缘药业	600557	10.02	0.61	0.81	0.93	16.3	12.4	10.8
太极集团	600129	15.25	0.42	0.92	1.39	36.55	16.61	10.94
平均						35.3	22.7	17.4

数据来源: Wind、开源证券研究所(除天士力、以岭药业外其余公司盈利预测为 Wind 一致预期, 股价为 2020 年 10 月 14 日收盘价)

5、风险提示

医保控费严格; 化学药被纳入集采大幅降价或未中标; 研发失败。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	16542	9237	10813	10283	12465
现金	1890	1976	1581	2031	1883
应收票据及应收账款	8565	1872	4297	2553	5180
其他应收款	209	421	0	414	53
预付账款	558	98	290	140	346
存货	2547	1354	1129	1629	1486
其他流动资产	2773	3517	3517	3517	3517
非流动资产	7471	7256	5926	6172	6458
长期投资	630	922	1166	1411	1655
固定资产	3396	3480	2036	1974	1944
无形资产	1809	1646	1759	1879	2007
其他非流动资产	1635	1208	965	907	852
资产总计	24012	16494	16739	16455	18923
流动负债	8657	2832	3009	2198	3935
短期借款	2650	637	637	637	1172
应付票据及应付账款	2843	684	1561	934	1884
其他流动负债	3164	1510	812	627	879
非流动负债	3493	1278	518	314	125
长期借款	3232	1020	260	56	-132
其他非流动负债	261	258	258	258	258
负债合计	12150	4109	3527	2511	4060
少数股东权益	732	412	417	418	408
股本	1513	1513	1513	1513	1513
资本公积	1989	2321	2321	2321	2321
留存收益	7730	8359	9172	9912	10711
归属母公司股东权益	11130	11972	12795	13526	14454
负债和股东权益	24012	16494	16739	16455	18923

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1680	1791	859	1740	679
净利润	1003	1090	1327	1246	1410
折旧摊销	424	590	362	377	403
财务费用	435	273	91	95	118
投资损失	102	-221	-61	-118	-88
营运资金变动	-423	-17	-861	168	-1130
其他经营现金流	139	77	0	-28	-34
投资活动现金流	-493	866	1029	-477	-567
资本支出	731	409	-1574	1	43
长期投资	152	39	-244	-257	-244
其他投资现金流	389	1314	-789	-733	-768
筹资活动现金流	-2390	-2311	-2283	-813	-794
短期借款	-1154	-2013	0	0	0
长期借款	-1924	-2212	-760	-204	-188
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	60	332	0	0	0
其他筹资现金流	629	1582	-1523	-610	-605
现金净增加额	-1198	334	-395	450	-682

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18998	13576	8025	8910	10058
营业成本	13052	8055	5127	5696	6434
营业税金及附加	140	110	75	77	84
营业费用	2765	2672	1314	1473	1688
管理费用	640	596	309	352	401
研发费用	551	689	325	374	432
财务费用	435	273	91	95	118
资产减值损失	-56	-65	-17	-28	-31
其他收益	147	81	0	75	76
公允价值变动收益	-68	118	0	28	34
投资净收益	-102	221	61	118	88
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	1338	1472	863	1091	1130
营业外收入	2	10	850	532	731
营业外支出	10	25	13	14	15
利润总额	1331	1457	1700	1609	1846
所得税	328	367	373	363	435
净利润	1003	1090	1327	1246	1410
少数股东损益	2	-36	5	1	-9
归母净利润	1001	1126	1322	1245	1420
EBITDA	2072	2094	2069	1975	2244
EPS(元)	0.66	0.74	0.87	0.82	0.94

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	5.6	-28.5	-40.9	11.0	12.9
营业利润(%)	-31.2	10.0	-41.4	26.4	3.6
归属于母公司净利润(%)	-35.2	12.4	17.4	-5.8	14.0
获利能力					
毛利率(%)	31.3	40.7	36.1	36.1	36.0
净利率(%)	5.3	8.3	16.5	14.0	14.1
ROE(%)	8.5	8.8	10.0	8.9	9.5
ROIC(%)	6.4	7.5	9.4	8.4	8.8
偿债能力					
资产负债率(%)	50.6	24.9	21.1	15.3	21.5
净负债比率(%)	54.4	8.5	-1.8	-6.4	-2.7
流动比率	1.9	3.3	3.6	4.7	3.2
速动比率	1.2	1.6	2.0	2.3	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	1.9	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.74	0.87	0.82	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.18	0.57	1.15	0.45
每股净资产(最新摊薄)	7.36	7.91	8.46	8.94	9.56
估值比率					
P/E	20.9	18.6	15.8	16.8	14.8
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.6	10.6	10.1	10.3	9.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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