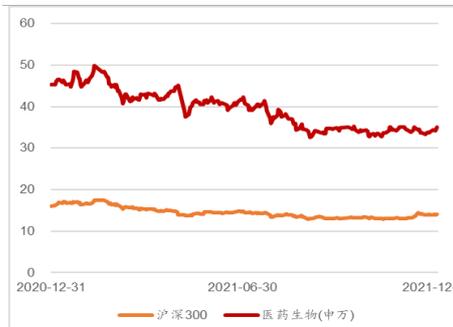


投资评级：看好(维持)
最近 12 月市场表现

分析师 张文录

 SAC 证书编号: S0160517100001
 zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

1. 《从产品布局出发寻找下一个艾尔建》
2022-01-05
2. 《生物医药行业周报》 2022-01-04
3. 《“药”倾听市场的声音第一百二十期》
2021-08-31

消费成长与深度价值

核心观点

● 医药 2022 年上半年投资焦距八字方针：消费成长、深度价值。

深度价值，可以理解为估值足够低、股价位置低、筹码结构好，有投资逻辑预期上的变化。估值低的行业有中药、血制品、药店、传统中化药大公司和流通等，这里边选择一些未来预期变化有想象空间的领域。

消费成长：不言而喻，医药受到医保支付高压，这个趋势无法缓解。国家医疗保险属于公共支出，每年增幅随着经济放缓，增速下滑，这部分增量资金主要还是用在医生的服务开支上，全行业依靠医保成长的或多或少都会受到影响。2019-2021 的牛市，上涨的主力基本是医保不相关的细分领域，CXO、疫苗、医疗服务等，他们的估值泡沫化也是市场避险的选择。公司的产品有能力离开医院和医保的，大部分企业或多或少的把自己的产品渠道往药店和互联网上转移。这里边能够转型成功的，绝大多数是中药消费品和消费型医疗器械。这也是我们未来选择的大方向，消费品属性的医药股，不谈医保色变。深度价值和消费成长结合比较好的，多是中药消费品和消费型医械保健产品。

● 各个细分领域的观点

疫情相关板块，仍然是新冠特效药产业链的公司，也可以关注低位的血制品公司。创新药，行业大幅分化，龙头已经跌出价值，但底部徘徊时间难以预测。国内外的政策环境的变化决定了要大幅调整 DCF 估值模型。CXO，受国内外货币与行业政策影响杀估值，2022H1 业绩不受影响，需要观察 2022H1 合同负债的变化。科学服务，整体估值较高，行业分散，体系稳定性不好，暂无法对标赛默飞和 BD 等公司。大部分与 CXO 同方向，可以关注一些低估值的、业务有延展性的公司。疫苗，关注 mRNA 等新技术和短期业绩爆发型公司。医疗服务，关注政策鼓励、复制性强的康复医疗。原料药，焦距新业务成长和周期翻转。中药，已经走出行业低谷，绝不只是短期的修复机会。一是寻找“茅、片”，相关产品也可以说是资源品；二是（类）OTC 消费品明确向上；三是中药配方颗粒，高 β 投资，市场很大，但不能匹配高估值，要看未来支付端医保干预、地方竞争的态势；四是处方药，医保是如何支持有待观察。但有一点可以肯定的是，中药处方药的龙头公司已经走出来了，多个独家品种战略，开始新一轮成长。化药，低估值，有避险功能，估值弹性不大。药店，估值合理，板块稳定性好。流通估值处于底部，但估值弹性不大。

● 重点关注公司：

重点推荐的关键词：中药消费品、中药处方药、消费型医疗、科学服务、药店、处方药和医药流通。中药板块：健民集团、华润三九、以岭药业、中新药业和福瑞股份等；消费型医疗：鱼跃医疗、正海生物等；大药企：华东医药等；创新产业链：楚天科技、新产业等；原料药：金城医药等；其他个股：人福医药、科伦药业、丽珠集团、国药股份、九州通等。

风险提示：短期上涨过快带来的市场波动风险；政策执行不及预期风险

内容目录

1. 2022 上半年医药投资聚焦消费成长与深度价值.....	4
1.1. 医药 2022 年上半年投资聚焦八字方针.....	4
1.2. 各个细分领域的观点.....	4
1.2.1. 疫情相关板块.....	4
1.2.2. 创新药-行业大幅分化.....	4
1.2.3. CXO-受国内外货币与行业政策影响.....	4
1.2.4. 科学服务-聚焦业务有延展性公司.....	5
1.2.5. 疫苗：关注 mRNA 等新技术.....	5
1.2.6. 医疗服务：关注康复医疗.....	5
1.2.7. 原料药：聚焦周期翻转.....	5
1.2.8. 中药：已经走出行业低谷，绝不只是短期的修复机会.....	5
1.2.9. 化药：低估值，有避险功能，.....	6
1.2.10. 药店：估值合理，板块稳定性好.....	6
1.2.11. 医药流通估值处于底部，但估值弹性不大.....	6
1.3. 重点关注公司.....	7
1.3.1. 中药板块.....	7
1.3.2. 大药企.....	7
1.3.3. 创新产业链.....	7
1.3.4. 原料药.....	7
1.3.5. 其他个股.....	7
2. 本周行业回顾.....	8
2.1. 医药生物行业一周表现.....	8
2.2. 子行业及个股一周表现.....	9
2.3. 行业估值变化.....	11
3. 周新闻资讯.....	11
3.1. 神经外科手术导航定位系统获批上市.....	11
3.2. 石药集团抗癌药盐酸米托蒽醌脂质体注射液获批上市.....	11
3.3. 西安高新医院、西安国际医学中心医院因延误救治停业整顿.....	11
3.4. 辉瑞或将裁撤销售团队.....	11
3.5. 九安医疗美国子公司签署 81 亿元新冠家用试剂盒采购合同.....	12
3.6. 美国追加 50 万剂阿斯利康新冠抗体鸡尾酒药物订单.....	12
3.7. 康洋生物拟赴港上市，专注冷冻消融微创治疗.....	12
3.8. 和元生物发行股票注册通过 科创板有望迎来基因治疗 CDMO 第一股.....	12
3.9. 我武生物葎草花粉点刺液上市许可申请获受理.....	12
3.10. 联影医疗强势登陆 A 股，或成今年首家盈利上市械企.....	12
3.11. 郑州金域一负责人涉嫌违反传染病防治法被采取强制措施.....	12
4. 风险提示.....	13

图表目录

图 1. 2014-2021H1 中药板块收入及增速.....	6
图 2. 2014-2021H1 中药板块利润及增速.....	6

图 3. 2014-2021H1 化药板块收入及增速	6
图 4. 2014-2021H1 化药板块利润及增速	6
图 5. 一年以来医药生物板块与沪深 300 和创业板涨幅比较	9
图 6. 上周各行业涨跌幅一览（单位：%）	9
图 7. 医药生物子行业涨跌幅（单位：%）	10
图 8. 2010 年至今医药生物板块估值变化（TTM、整体法、剔除负值）	11
表 1. 重点跟踪公司业绩与估值情况	8
表 2. 本周个股涨跌幅前十公司	10

1. 2022 上半年医药投资聚焦消费成长与深度价值

1.1. 医药 2022 年上半年投资聚焦八字方针

医药 2022 年上半年的投资，用八个字来总结就是：消费成长、深度价值。深度价值，可以理解为估值足够低、股价位置低、筹码结构好，有投资逻辑预期上的变化。估值低的行业有中药、血制品、药店、传统中化药大公司和流通等，这里边选择一些未来预期变化有想象空间的领域。

消费成长：不言而喻，医药受到医保支付高压，这个趋势无法缓解。国家医疗保险属于公共支出，每年增幅随着经济放缓，增速下滑，这部分增量资金主要还是用在医生的服务开支上，全行业依靠医保成长的或多或少都会受到影响。2019-2021 的牛市，上涨的主力基本是医保不相关的细分领域，CXO、疫苗、医疗服务等，他们的估值泡沫化也是市场避险的选择。公司的产品有能力离开医院和医保的，大部分企业或多或少的把自己的产品渠道往药店和互联网上转移。这里边能够转型成功的，绝大多数是中药消费品和消费型医疗器械。这也是我们未来选择的大方向，消费品属性的医药股，不谈医保色变。深度价值和消费成长结合比较好的，多是中药消费品和消费型医械保健产品。

1.2. 各个细分领域的观点

1.2.1. 疫情相关板块

上周五医药涨停近五十家，起因是九安医疗引爆美国新冠抗原快检短期大幅扩容带来的预期炒作，疫情相关公司换手率急速放大。后续还可以关注的，仍然是新冠特效药产业链的公司，也可以关注低位的血制品公司。诊断的逻辑预期需要紧密跟踪美国防疫策略和新冠确诊人数情况。

1.2.2. 创新药-行业大幅分化

龙头已经跌出价值，但底部徘徊时间难以预测。创新药所面临的环境已经发生比较明确的变化：专利输出到美国，这个需要评估已经大额交易的专利在美国新药获批的情况，美国对同靶点跟进式创新的审评是非常严格的；国内医保高压，导致上市后放量难。2016-2020 批了 25 个创新药，销售额 140 亿以上，国产四个 PD-1 销售额 80 亿以上，恒瑞还是最大赢家。国内外的政策环境的变化决定了要大幅调整 DCF 估值模型。

1.2.3. CXO-受国内外货币与行业政策影响

受美欧新冠大流行冲击过后订单回流的预期、美欧紧缩货币预期（紧缩预期将影响海外药企的各项支出）的影响，以海外收入占比 3/4 的头部 CDMO 杀估值。

2022H1 业绩不受影响，长期转移到国内逻辑没有变化，需要观察 2022 年上半年观察合同负债的变化，调整盈利预期。以国内临床和临床前服务为主的，直接受到国内新药审评政策影响比较大，同样不影响 2022H1 业绩，需要跟踪合同负债调整盈利预期。

1.2.4. 科学服务—焦距业务有延展性公司

整体估值较高，行业分散，体系稳定性不好，暂无法对标赛默飞和 BD 等公司。大部分与 CXO 同方向，可以关注一些低估值的、业务有延展性的公司，如楚天科技等，设备在全球市场扩展、国内填料与一次性反应器等上量。

1.2.5. 疫苗：关注 mRNA 等新技术

HPV、肺炎球菌等疫苗竞争预期激烈。关注 mRNA 新赛道、鼻喷雾等新剂型疫苗，此外可以关注业绩高增长低估值的，如二倍体狂苗放量的康华生物。

1.2.6. 医疗服务：关注康复医疗

关注政策鼓励、复制性强的康复医疗，国家重点投入的方向，可复制性强，如翔宇医疗等设备公司，康复医疗发展的试金石。

1.2.7. 原料药：焦距周期翻转

和化工有些相似，品类、竞争环境决定每年都有个股机会，自下而上选择 2021 业绩低，2022 年有大幅翻转能力的公司。如金城医药和华海药业等，关注金城医药在合成生物学、烟碱和新冠特效药产业链的变化。

1.2.8. 中药：已经走出行业低谷，绝不只是短期的修复机会

确定性较高，低估值，逻辑有变化。一是寻找“茅、片”，选出了健民集团、中新药业等，相关产品也可以说是资源品；二是(类)OTC 消费品明确向上，OTC 很多品种五年不涨价，现在渠道库存低，顺 CPI 涨价，同时药店之前推不知名的高毛利小品牌，现在认可度也低，推大品牌药店也获益。三是中药配方颗粒，高 β 投资，市场很大，但能不能匹配高估值，要看未来支付端医保干预、地方竞争的态势。四是处方药，医保是如何支持有待观察。但有一点可以肯定的是，中药处方药的龙头公司已经走出来了，多个独家品种战略，开始新一轮成长，如以岭药业、济川药业和步长制药等，成为中药的 Big pharma，如以岭药业的销售人员已经过万，多产品线策略，恒瑞医药销售人员也只是 17000 人以上。

中药估值超越医药行业平均，政策和产品特性决定中药估值将高于行业平均；化药板块收入和中药差不多，但净利润不及中药一半；扣除了化药所有大额商誉减值因素和科创板未盈利企业的影响后，化药盈利增速依然很羸弱，与集采和医保

谈判关系很大。中药已经走出新一轮增长态势，投资中药的消费品或中药的 Big Pharma。

图 1. 2014-2021H1 中药板块收入及增速



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 2. 2014-2021H1 中药板块利润及增速



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 3. 2014-2021H1 化药板块收入及增速



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 4. 2014-2021H1 化药板块利润及增速



数据来源：Wind、财通证券研究所

1.2.9. 化药：低估值，有避险功能，

估值弹性不大，关注华东医药、科伦药业和丽珠集团等。化药生物药未来投资很明确：中国的 Big Pharma，几大头部药企基本定型，研发跟不上，通过专利引进依然能有不错的增长。

1.2.10. 药店：估值合理，板块稳定性好

受到双通道政策影响，杀了一波估值，药店的盈利品类，中药消费品将成为很大品类，长期处方外流、龙头利好的逻辑没有变化，四大龙头性价比较好。

1.2.11. 医药流通估值处于底部，但估值弹性不大

估值弹性不大，主要原因还是行业长期增速下滑，关注头部国药股份和九州通等。

1.3. 重点关注公司

重点推荐公司的关键词：中药消费品、中药处方药、消费型医疗、科学服务、药店、处方药和医药流通。

1.3.1. 中药板块

华润三九：药店端最大的推广企业，占比收入 60%以上，配方颗粒的龙头之一；

以岭药业：借助连花清瘟二次上位，中药创新药获批最多的企业，销售队伍过万，直追恒瑞，中药界的 Big Pharma

中新药业：速效救心有能力成为下一个片仔癀

健民集团：牛黄卖水人，长期估值向上

福瑞股份：肝病领域的潜在消费品专家

消费型医疗

鱼跃医疗：家用医疗品牌知名度提升，海外业务进展快

正海生物：口腔修复材料的龙头之一

1.3.2. 大药企

华东医药：明确定义为 Big Pharma，糖尿病、肿瘤、医美等强产品线保证公司稳健成长；合成生物学底层技术丰富；

1.3.3. 创新产业链

楚天科技：制药装备国际化、新型科学服务业务追赶东富龙，低估值；

新产业：化学发光等业务出口欧洲，后疫情时代海外有明确增长的公司

1.3.4. 原料药

金城医药：业绩反转型原料药企业，关注公司在合成生物学、烟碱和新冠特效药产业链的变化。

1.3.5. 其他个股

人福医药：估值修复的麻药公司；**国药股份**：麻药流通，流通行业估值修复首选；**九州通**药店业务做的优秀；**科伦药业**：业绩向上拐点；**丽珠集团**：业绩平稳向上，低估值。

表 1. 重点跟踪公司业绩与估值情况

代码	名称	细分领域	总市值 (亿元)	2021E 净 利润(亿元)	2022E 净 利润(亿元)	2021PE	2022PE
000999.SZ	华润三九	中药消费品、配方颗粒	366	20.24	23.12	18	16
300181.SZ	佐力药业	中药消费品、配方颗粒	73	1.42	2.14	51	34
002603.SZ	以岭药业	中药消费品、处方药	424	16.40	20.44	26	21
600329.SH	中新药业	中药消费品	233	8.89	11.12	26	21
000650.SZ	仁和药业	中药消费品	134	7.24	8.53	19	16
600976.SH	健民集团	中药消费品	117	3.22	4.24	36	28
300049.SZ	福瑞股份	中药消费品	37	1.07	1.62	35	23
000963.SZ	华东医药	消费型医疗、处方药	682	27.71	32.96	25	21
002223.SZ	鱼跃医疗	消费型医疗	355	14.99	16.96	24	21
300653.SZ	正海生物	消费型医疗	84	1.61	2.09	52	40
300358.SZ	楚天科技	制药装备、科学服务	143	4.93	6.03	29	24
600521.SH	华海药业	原料药	347	7.10	11.39	49	30
300233.SZ	金城医药	原料药	136	2.43	3.96	56	34
603939.SH	益丰药房	线下药店	400	9.56	12.29	42	33
603233.SH	大参林	线下药店	339	11.62	14.68	29	23
002727.SZ	一心堂	线下药店	218	10.09	12.48	22	17
603883.SH	老百姓	线下药店	199	7.28	8.99	27	22
300832.SZ	新产业	体外诊断	390	10.09	14.25	39	27
688626.SH	翔宇医疗	康复医疗	94	2.34	3.08	40	30
600079.SH	人福医药	处方药	383	14.94	18.75	26	20
000513.SZ	丽珠集团	处方药	385	19.87	23.16	19	17
002422.SZ	科伦药业	处方药	285	11.01	12.85	26	22
600998.SH	九州通	医药流通	275	33.23	36.75	8	7
600511.SH	国药股份	医药流通	239	17.02	19.48	14	12
600998.SH	九州通	医药流通	275	33.23	36.75	8	7
603368.SH	柳药股份	医药流通	79	7.29	8.49	11	9

数据来源：Wind 一致预期、财通证券研究所

2. 本周行业回顾

2.1. 医药生物行业一周表现

本周沪深 300 指数下跌 1.63%、创业板指上涨 0.73%。行业板块有涨有跌，医药生物（2.41%）、电气设备（2.13%）、有色金属（1.69%）涨幅靠前，建筑材

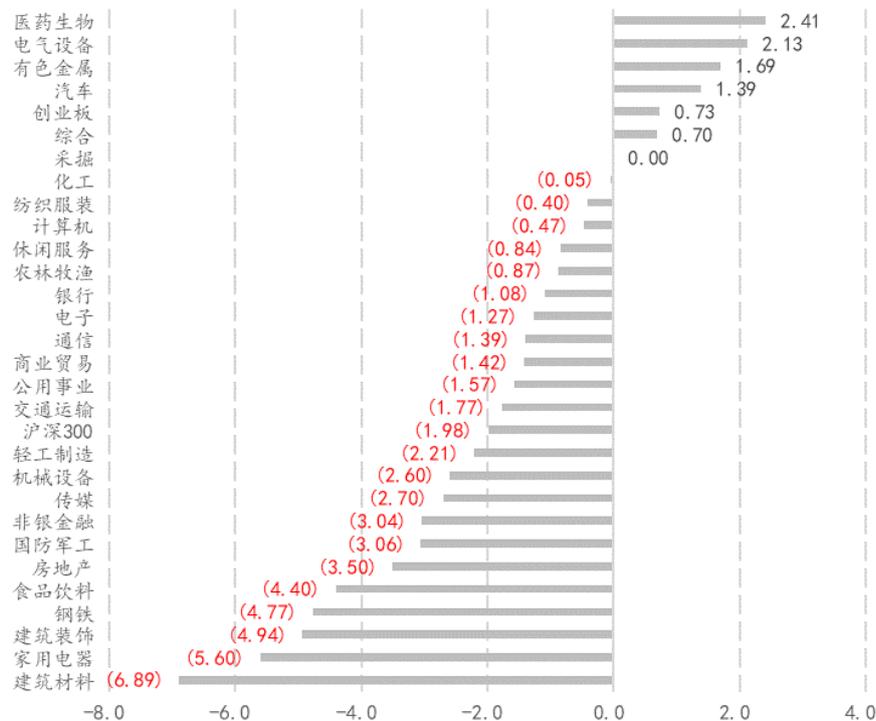
料 (-6.89%)、家用电器 (-5.60%)、建筑装饰 (-4.94%) 下跌较多, 医药生物 (+2.41%) 涨跌幅在 28 个子行业中排在第 1 位。

图 5. 一年以来医药生物板块与沪深 300 和创业板涨幅比较



数据来源: Wind、财通证券研究所

图 6. 上周各行业涨跌幅一览 (单位: %)

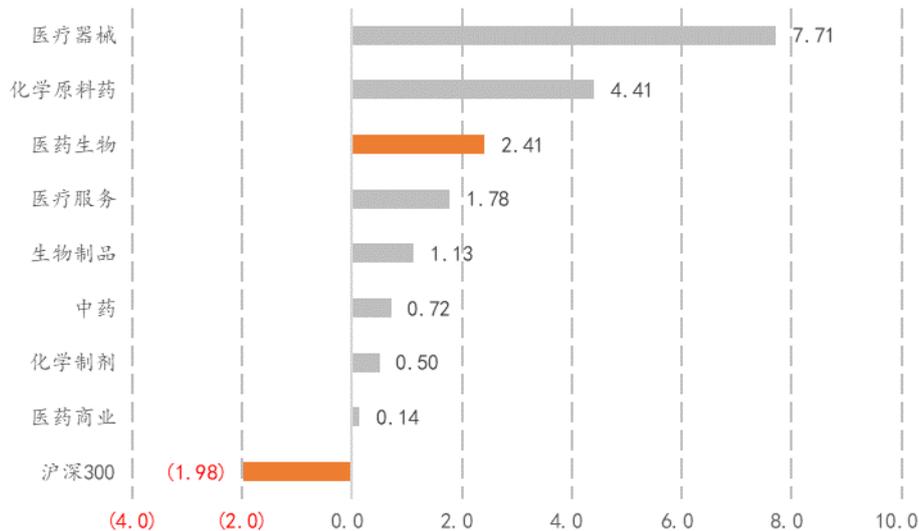


数据来源: Wind、财通证券研究所

2.2. 子行业及个股一周表现

医药生物子行业各板块表现全面上涨，医疗器械（7.71%）、化学原料药（+4.41%）、医疗服务（+1.78%）、生物制品（+1.13%）、中药（0.72%）、化学制剂（+4.15%）、医药商业（+0.14%）均收益为正。

图 7. 医药生物子行业涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind、财通证券研究所

个股方面，赛隆药业(+61.12%)、亚太药业(+60.90%)、海辰药业(+58.08%)涨幅居前；国新健康(-26.22%)、广誉远(-14.28%)、延安必康(-14.28%)相对表现不佳。

表 2. 本周个股涨跌幅前十公司

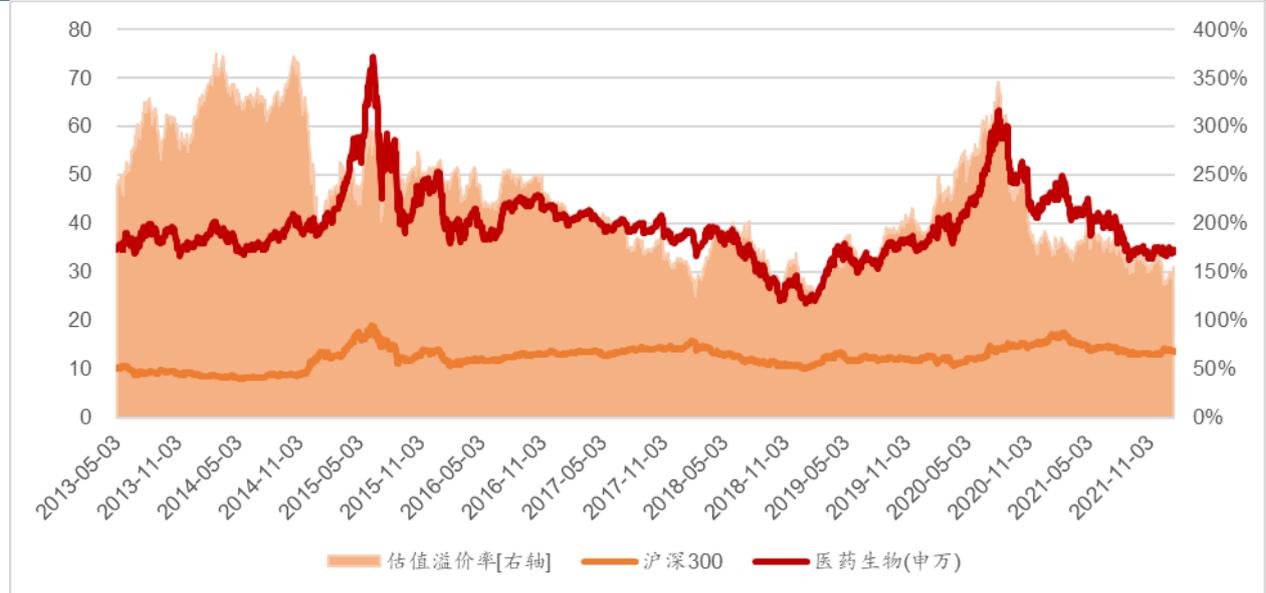
代码	简称	涨幅 (%)	代码	简称	跌幅 (%)
002898.SZ	赛隆药业	61.12	000503.SZ	国新健康	-26.22
002370.SZ	亚太药业	60.90	600771.SH	广誉远	-14.28
300584.SZ	海辰药业	58.08	002411.SZ	延安必康	-12.80
002550.SZ	千红制药	49.68	600529.SH	山东药玻	-10.66
002432.SZ	九安医疗	49.07	000963.SZ	华东医药	-10.16
300199.SZ	翰宇药业	41.12	603882.SH	金域医学	-8.56
600272.SH	开开实业	37.39	300015.SZ	爱尔眼科	-8.47
300204.SZ	舒泰神	36.86	600276.SH	恒瑞医药	-8.31
300482.SZ	万孚生物	34.97	000150.SZ	宜华健康	-8.29
002412.SZ	汉森制药	34.81	000423.SZ	东阿阿胶	-8.23

数据来源：Wind、财通证券研究所

2.3. 行业估值变化

医药生物行业 TTM-PE 34.48 倍，相对沪深 300 溢价率 155%，处于历史中低位置，由于疫情板块盈利能力较强，体现表观估值较低。

图 8. 2010 年至今医药生物板块估值变化（TTM、整体法、剔除负值）



数据来源：wind、财通证券研究所

3. 周新闻资讯

3.1. 神经外科手术导航定位系统获批上市

1 月 13 日，国家药监局官网显示，经审查，批准了华科精准（北京）医疗科技有限公司生产的创新产品“神经外科手术导航定位系统”的注册申请。

3.2. 石药集团抗癌药盐酸米托蒽醌脂质体注射液获批上市

1 月 11 日，中国国家药监局（NMPA）官网最新公示，石药集团中诺药业递交的“盐酸米托蒽醌脂质体注射液”上市申请已获得批准。根据优先审评公示信息，该药本次获批的适应症为复发或难治的外周 T 细胞淋巴瘤（PTCL）患者。

3.3. 西安高新医院、西安国际医学中心医院因延误救治停业整顿

1 月 13 日，西安市卫健委发布公告称，西安高新医院、西安国际医学中心医院因延误急危患者抢救和诊治，对其作出停业整顿、相关责任人免职、约谈医院主要负责人等处理意见。

3.4. 辉瑞或将裁撤销售团队

近日获悉，辉瑞预计将在新冠疫情大流行结束后，减少其美国的销售人员。

3.5. 九安医疗美国子公司签署 81 亿元新冠家用试剂盒采购合同

14 日，九安医疗发布公告称，美国子公司和美国 ACC 于当地时间 2022 年 1 月 13 日签订了《采购合同》，向其销售 iHealth 试剂盒产品，合同价税合计金额为 12.75 亿美元，约合人民币 81 亿元，已超过公司 2020 年度经审计主营业务收入的 50%。但美国反面有权单方面终止合同的进行，执行层面具有不确定性。

3.6. 美国追加 50 万剂阿斯利康新冠抗体鸡尾酒药物订单

12 日，据美国广播公司报道，美国政府向阿斯利康追加购买了 50 万剂新冠抗体鸡尾酒药物 Evusheld，用于在暴露新冠病毒之前服用。阿斯利康表示，美国此前已订购了 70 万剂，总供应量为 120 万剂，订单计划在 2022 年第一季度全部交付。对于追加订单的费用，阿斯利康并未详细透露。

3.7. 康泮生物拟赴港上市，专注冷冻消融微创治疗

1 月 12 日，康泮生物科技（上海）股份有限公司（以下简称“康泮生物”）向港交所递交招股书，拟赴港上市。

3.8. 和元生物发行股票注册通过 科创板有望迎来基因治疗 CDMO 第一股

1 月 11 日，证监会官网显示，同意和元生物技术（上海）股份有限公司（以下简称“和元生物”）科创板首次公开发行股票注册。这也意味着科创板有望迎来基因治疗 CDMO 第一股。

3.9. 我武生物葎草花粉点刺液上市许可申请获受理

1 月 13 日，我武生物发布公告称，公司日前获得国家药品监督管理局发出的《受理通知书》，“葎草花粉点刺液”上市许可申请已获得正式受理，用于点刺试验，辅助诊断因葎草花粉致敏引起的 I 型变态反应性疾病。

3.10. 联影医疗强势登陆 A 股，或成今年首家盈利上市械企

近日，上海联影医疗科技股份有限公司（下称“联影医疗”）于科创板递交上市申请，拟募 12.14 亿元人民币。根据招股书，所募资金将用于下一代产品研发、高端医疗影像设备产业化、营销服务网络建设、产研销体系信息化建设及补充流动资金。

3.11. 郑州金城一负责人涉嫌违反传染病防治法被采取强制措施

1 月 12 日凌晨，许昌市公安局发布通报称，经公安机关调查，郑州金城临床检验中心有限公司区域负责人张某东违反传染病防治法的规定，实施引起新型冠状病毒感染肺炎传播或者有传播严重危险的行为；禹州市公安局于 2022 年 1 月

10 日，对张某东以涉嫌刑事犯罪立案侦查并采取强制措施，目前该案正在进一步办理中。

4. 风险提示

短期上涨过快带来的市场波动风险；政策执行不及预期风险

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。