

医药生物

2024年01月28日

自免赛道成长性高，国产单品商业化元年即将开启

——行业周报

投资评级：看好（维持）

余汝意（分析师）

汪晋（联系人）

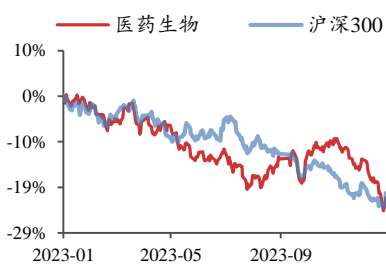
yuruyi@kysec.cn

wangjin3@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790123050021

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《国家政策支持银发经济发展，医药多板块有望受益——行业周报》-2024.1.21

《多家公司披露2023年业绩预告，整体表现积极——行业周报》-2024.1.14

《医疗服务：行业维持增长，估值性价比突出——行业周报》-2024.1.7

● 国内自免药品市场规模远小于肿瘤，对标海外有较大提升空间

供给端看，国内自免临床阶段管线数量相对较少，竞争格局相对更好。需求端看，肿瘤新患虽然数量较少，但具有刚性治疗需求，就诊率与用药意愿高，药品定价也有更大的空间；国内自免患者基数大，但就诊率与用药意愿目前处于较低水平。随着患者教育的普及、基层医疗市场的建设、人均可支配收入的提升以及药品单价的下降，自免类疾病的就诊意愿与治疗意愿将持续提升，市场规模有较大的提升空间。2023年国内多款自免单品申报NDA，2024年有望成为国产自免单品商业化元年。

● 供给端：国内自免与过敏临床阶段管线数量相对较少，竞争格局相对更好

从整体管线数量以及分热门靶点比较，国内自免类管线数量整体少于肿瘤类管线。我们统计了肿瘤领域热门靶点（如PD-1、EGFR、HER-2等）以及自免领域热门靶点（如JAK、IL-17A、IL-4R等）的国内临床管线布局，结果表明自免类靶点临床+上市管线数量整体小于肿瘤类靶点，竞争格局相对更好。

● 需求端：自免与过敏领域患者基数较大，就诊率与用药意愿预计将持续提升
就诊率、诊断率与治疗率是将潜在患者人群转化成实际用药人群的3个重要指标。肿瘤新患虽然数量较少，但由具有刚性治疗的需求，就诊率与用药意愿高，药品定价也有更大的空间，故肿瘤药品市场规模相对较大。自免与过敏类疾病为慢性病，虽然患者基数大但国内整体的就诊率、诊断率与治疗率仍处于较低水平，实际用药人群相对较少。由于需要长期服药，自免与过敏类疾病患者对药品单价的敏感度也较高。随着患者教育的普及、基层医疗市场的建设、人均可支配收入的提升以及药品单价的下降，自免及过敏类疾病的就诊意愿与治疗意愿有望持续提升，国内自免+过敏药品市场规模有较大的发展空间。

● 推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：九典制药、恩华药业、东诚药业、人福医药、华东医药、恒瑞医药、神州细胞；**CXO：**药明生物、百诚医药、阳光诺和、诺思格；**科研服务：**毕得医药、奥浦迈、皓元医药；**医疗器械：**翔宇医疗、可孚医疗、伟思医疗、迪安诊断；**零售药店：**益丰药房、健之佳；**中药：**悦康药业、太极集团、康缘药业、羚锐制药；**医疗服务：**海吉亚医疗、美年健康；**疫苗：**康泰生物。
受益标的：制药及生物制品：上海谊众、奥赛康、一品红、海思科、科伦药业、京新药业、仙琚制药、百济神州；**CXO：**万邦医药、诺泰生物；**科研服务：**药康生物、诺唯赞；**中药：**昆药集团、方盛制药；**零售药店：**大参林、漱玉平民；**医疗服务：**爱尔眼科、固生堂、华夏眼科；**医疗器械：**鱼跃生物、三诺生物、迪瑞医疗、普门科技、麦澜德、诚益通等、联影医疗、金域医学。**疫苗：**智飞生物、康华生物、百克生物；**原料药：**仙琚制药、奥锐特、健友股份、苑东生物。

● 风险提示：政策推进不及预期，市场竞争加剧，产品销售不及预期。

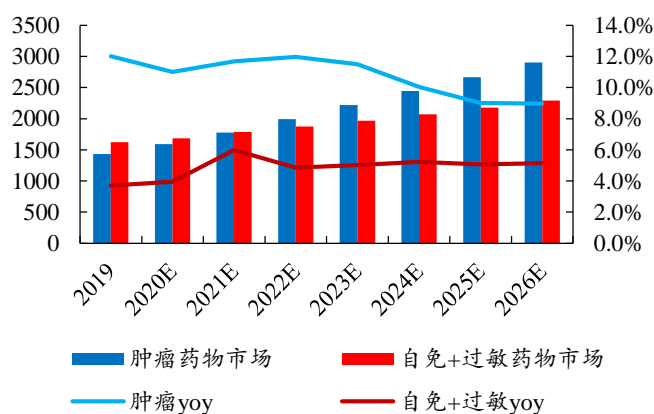
目 录

| | |
|--|----|
| 1、 中国自免+过敏药物市场规模远小于肿瘤，对标海外有较大提升空间..... | 3 |
| 1.1、 供给端：国内自免与过敏临床阶段管线数量相对较少，竞争格局相对更好..... | 3 |
| 1.2、 需求端：自免与过敏领域患者基数较大，就诊率与用药意愿预计将持续提升..... | 5 |
| 2、 1月第4周医药生物下跌2.73%，医药流通板块涨幅最大..... | 8 |
| 2.1、 板块行情：医药生物下跌2.73%，跑输沪深300指数4.69 pct..... | 8 |
| 2.2、 子板块行情：医药流通板块涨幅最大，医疗研发外包板块跌幅最大..... | 9 |
| 3、 风险提示..... | 11 |

1、中国自免+过敏药物市场规模远小于肿瘤，对标海外有较大提升空间

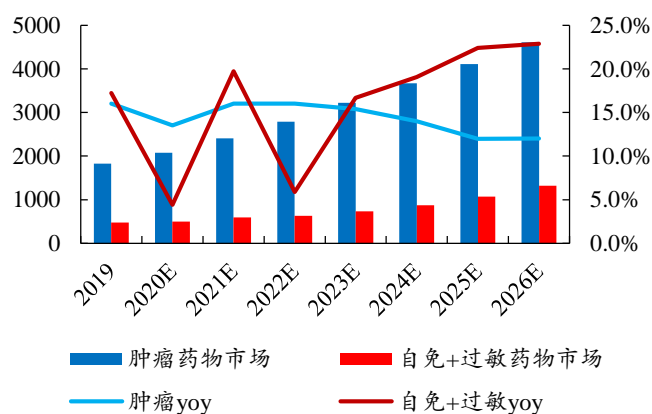
国内自免+过敏药物市场规模远小于肿瘤，对标海外有较大提升空间。根据 Frost & Sullivan 数据统计，2023 年全球肿瘤与自免+过敏药物市场规模预计分别为 2221/1969 亿美元，后者占比前者约 88%，两者规模整体相差较小；2023 年国内肿瘤与自免+过敏药物市场规模预计分别为 3221/735 亿元，后者仅占比前者的 23%，肿瘤药物市场规模远高于自免+过敏药物市场规模。究其原因，供给端看国内缺乏有效的上市治疗药物（目前已上市的靶向药物均为海外 MNC 旗下产品），需求端看国内自免+过敏类疾病的医患教育仍处于早期阶段。对标海外，国内自免+过敏药物市场还有较大的发展空间。

图1：全球肿瘤药物市场规模略高于自免药物（亿美元）



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图2：国内肿瘤药物市场规模远高于自免药物（亿元）



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

1.1、供给端：国内自免与过敏临床阶段管线数量相对较少，竞争格局相对更好

相较于肿瘤，国内自免与过敏管线数量相对较少，供给端看竞争格局相对更好。根据 Insight 数据统计，截至 2024 年 1 月 20 日，国内肿瘤/自免/过敏临床阶段与上市项目数量分别为 2825/340/106 个，后期临床+上市项目数量分别为 563/140/57 个。整体看国内自免与过敏临床阶段与已上市项目数量相对较少，竞争格局相对较好。

图3: 国内自免/过敏临床+上市项目数量整体较少 (个)

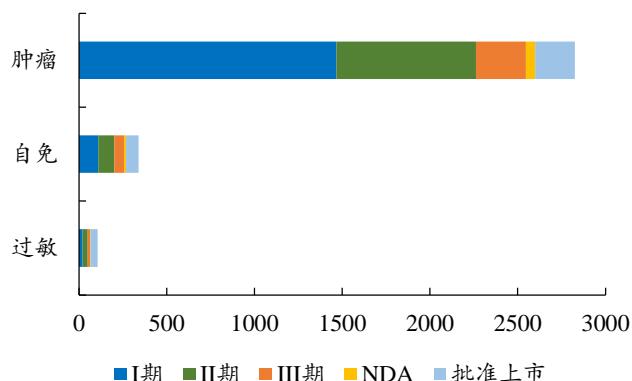
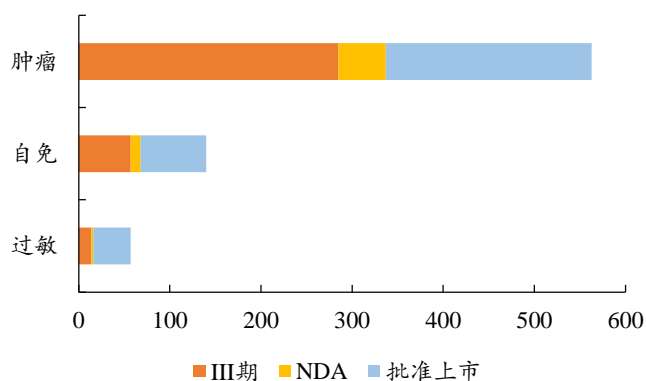


图4: 国内自免/过敏后期临床+上市项目数量较少 (个)

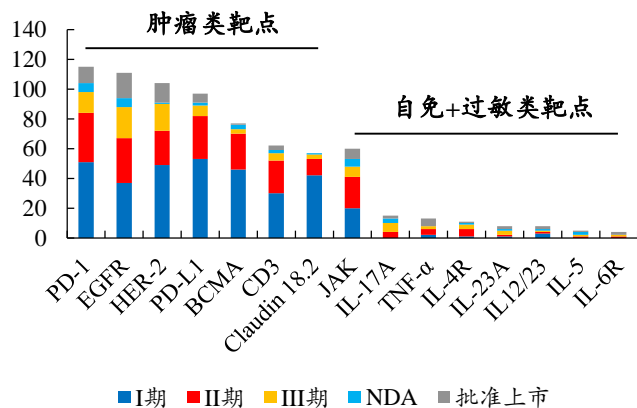


数据来源: Insight、开源证券研究所 注: 数据截至 2024.01.20

数据来源: Insight、开源证券研究所 注: 数据截至 2024.01.20

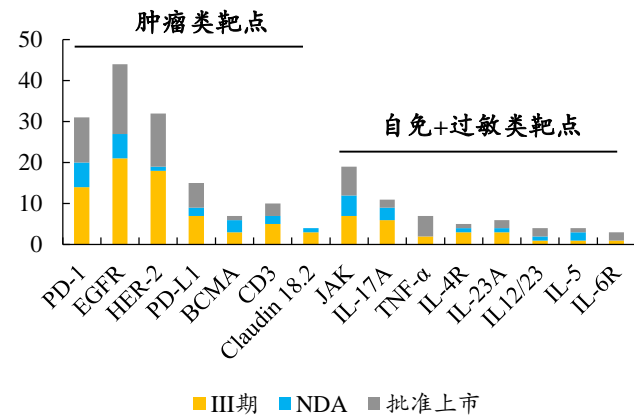
分靶点看, 国内自免类各靶点整体布局管线少, 竞争格局相对更好。我们统计了肿瘤领域热门靶点(如 PD-1、EGFR、HER-2 等)以及自免领域热门靶点(如 JAK、IL-17A、IL-4R 等)的国内临床管线布局, 结果表明自免类靶点临床+上市管线数量整体小于肿瘤类靶点。根据 Insight 数据统计, 截至 2024 年 1 月 20 日, 国内肿瘤类热门靶点 PD-1、EGFR、HER-2 与 PD-L1 临床+上市管线数量分别为 115/111/104/97 个, 其中后期临床+上市管线数量为 31/44/32/15 个; 自免类热门靶点 JAK/IL-17A/TNF- α /IL-4R 临床+上市管线数量分别为 60/15/13/11 个, 其中后期临床+上市管线数量为 19/11/7/5 个, 整体少于肿瘤类靶点管线数量, 竞争格局相对更好。

图5: 自免类靶点临床阶段+上市管线数量相对更少 (个)



数据来源: Insight、开源证券研究所 注: 数据截至 2024.01.20

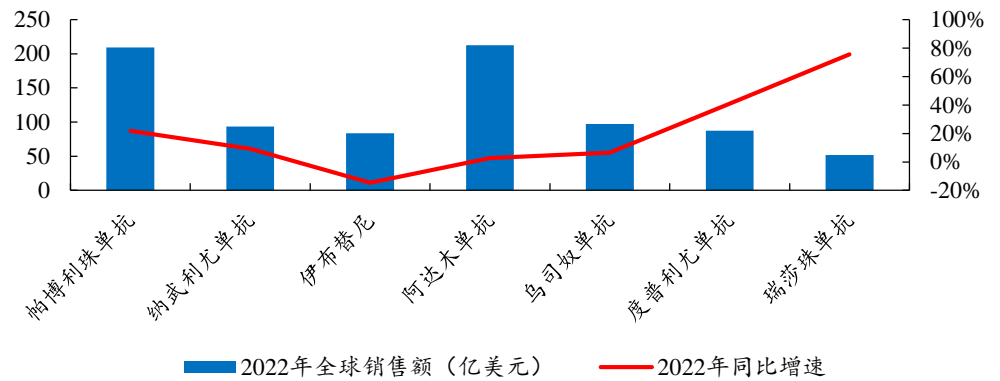
图6: 自免靶点后期临床+上市管线数量相对更少 (个)



数据来源: Insight、开源证券研究所 注: 数据截至 2024.01.20

肿瘤类靶点与自免类(过敏类)靶点都有诞生大单品的潜力。针对肿瘤领域热门管线以及自免(过敏)领域热门管线 2022 年全球销售额以及同比增速情况的统计结果表明, 肿瘤类销售额排名靠前的管线有帕博利珠单抗 (PD-1)、纳武利尤单抗 (PD-1) 与伊布替尼 (BTK), 2022 年全球销售额分别为 209/93/84 亿美元, 同比增长 21.8%/9.3%/-14.6%; 自免类销售额排名靠前的管线有阿达木单抗 (TNF- α)、乌司奴单抗 (IL-12/23)、度普利尤单抗 (IL-4R)、瑞莎珠单抗 (IL-23A), 2022 全年销售额分别为 212/97/87/52 亿美元, 同比增长 2.6%/6.5%/41.0%/75.7%。自免类(过敏类)靶点同样拥有发展成为大单品的潜力, 成长性较强。

图7: 肿瘤类靶点与自免类(过敏类)靶点都有诞生成为大单品的潜力



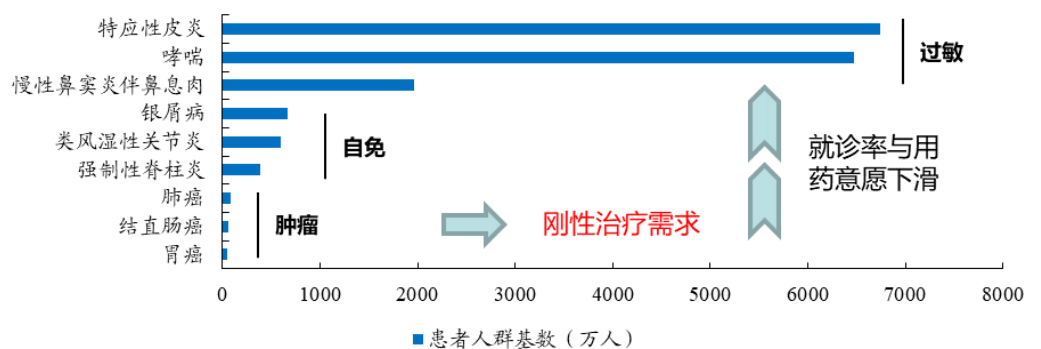
数据来源: Insight、开源证券研究所

1.2、需求端：自免与过敏领域患者基数较大，就诊率与用药意愿预计将持续提升

根据 Frost & Sullivan 披露的国内肿瘤、自免与过敏疾病领域的患者人群基数数据，2020 年国内肿瘤患者基数相对最小，各癌种每年新发患者数量仅几十万人；自免类疾病各病种患者基数整体达百万人；过敏类疾病患者基数最大，各病种患者数量整体达千万人。

国内自免与过敏领域患者基数较大，但就诊率、诊断率与治疗率整体处于较低水平。肿瘤新患虽然数量较少，但由具有刚性治疗的需求，就诊率与用药意愿高，药品定价也有更大的空间，肿瘤药品市场规模相对较大。自免与过敏类疾病为慢性病，虽然患者基数大但国内整体的就诊率、诊断率与治疗率仍处于较低水平，实际用药人群相对较少。

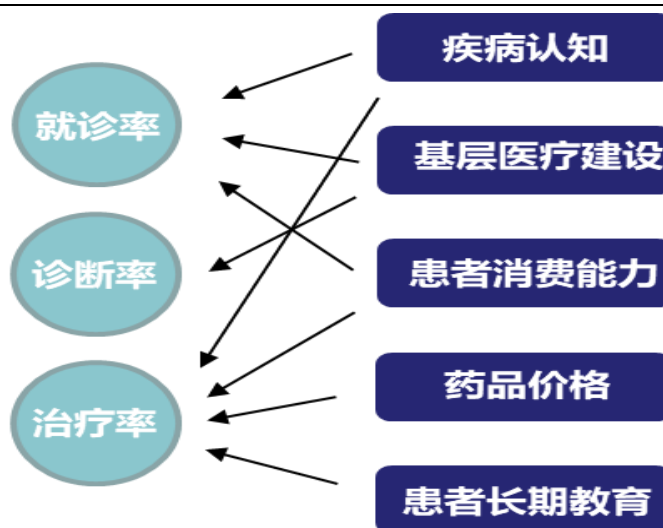
图8: 国内自免+过敏领域患者基数较大，但就诊率、诊断率、治疗率整体处于较低水平



资料来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

就诊率、诊断率与治疗率是将潜在患者人群转化成实际用药人群的 3 个重要指标。由于需要长期服药，自免与过敏类疾病患者对药品单价的敏感度较高。随着患者教育的普及、基层医疗市场的建设、人均可支配收入的提升以及药品单价的下降，自免及过敏类疾病的就诊意愿与治疗意愿将持续提升，国内自免+过敏药品市场规模有较大的发展空间。

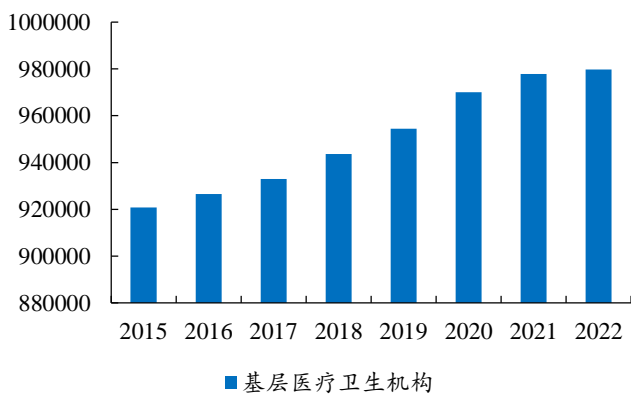
图9：就诊率、诊断率与治疗率是将潜在患者人群转化成实际用药人群的3个重要指标



资料来源：开源证券研究所

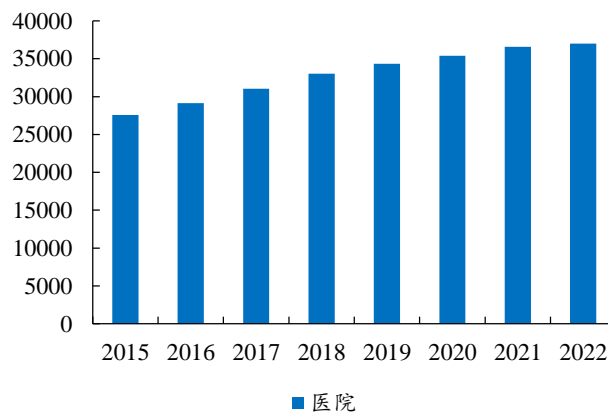
基层就医的便捷性与可及性增加，自免患者的就诊意愿将持续提升。相较于肿瘤患者具有向头部医疗机构集中的倾向，自免与过敏类患者相对更分散，患者对疾病的认知还处于早期阶段，就诊意愿较低。随着国家持续推进基层医疗卫生体系建设，加快构建分级诊疗就医格局，更多自免与过敏患者的就诊意愿将持续提升。根据国家卫健委数据，中国医院数量于2022年底达到36976个，较2021年底增加406个；中国基层医疗卫生机构数量于2022年底达到97.98万个，较2021年底增加1978个，基层就医的便捷性与可及性将持续增加。

图10：近年来中国基层医疗卫生机构数量持续增加（个）



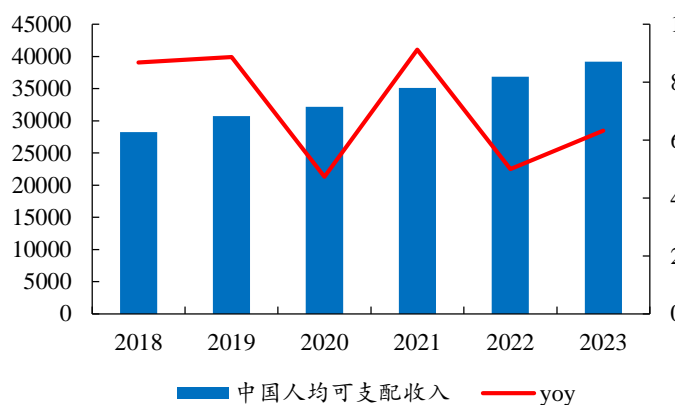
数据来源：国家卫健委、开源证券研究所

图11：近年来中国医院数量持续增加（个）

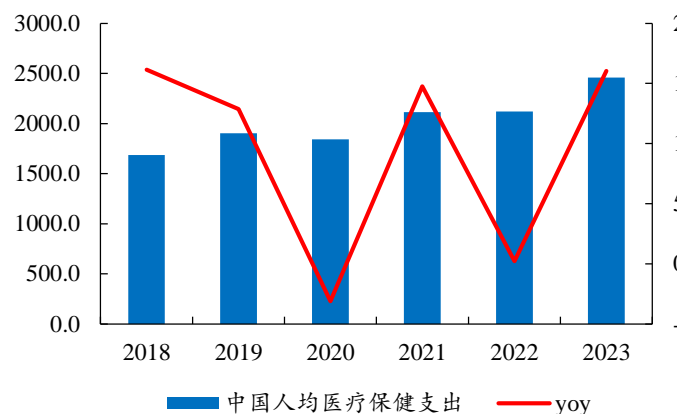


数据来源：国家卫健委、开源证券研究所

中国人均医疗保健支出持续提升，自免患者的用药意愿将持续提升。根据国家统计局数据，中国人均可支配收入从2018年的28228元快速提升至2023年的39218元，2018-2023 CAGR达6.8%；人均医疗保健支出从2018年的1685元提升至2023年的2460元，2018-2023 CAGR达7.9%。国内人均可支配收入持续提升，医疗卫生领域支付能力逐渐增强；出于一些社交属性以及对生活质量提升的需求，患者对于一些需要长期用药的自免与过敏性疾病的治疗意愿也正持续提升。

图12: 近5年中国人均可支配收入持续提升(元)


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图13: 近5年中国人均医疗保健支出持续提升(元)


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

海外自免单品持续降价, 患者用药负担大幅减轻, 用药意愿持续增加。针对自免及过敏性疾病, 中国目前已有多款海外自免大单品获批上市, 且均已纳入医保; 随着多轮医保谈判, 海外单品单价大幅降低。以司库奇尤单抗为例, 2019年国内上市时初始定价为2998元/150mg, 2023年底挂网价已降低至870元/150mg, 年治疗费用约27840元, 大幅提升了患者的用药意愿。司库奇尤单抗凭借较好的临床疗效以及较低的单价, 在国内市场正快速放量, 2022年国内同比增长约228.67%。未来国产自免新药陆续上市后, 预计将以更低的价格进一步提升自免靶向药物的市场渗透率, 减轻患者的用药负担。

表1: 中国已上市的海外自免大单品持续降价, 患者负担逐渐减轻

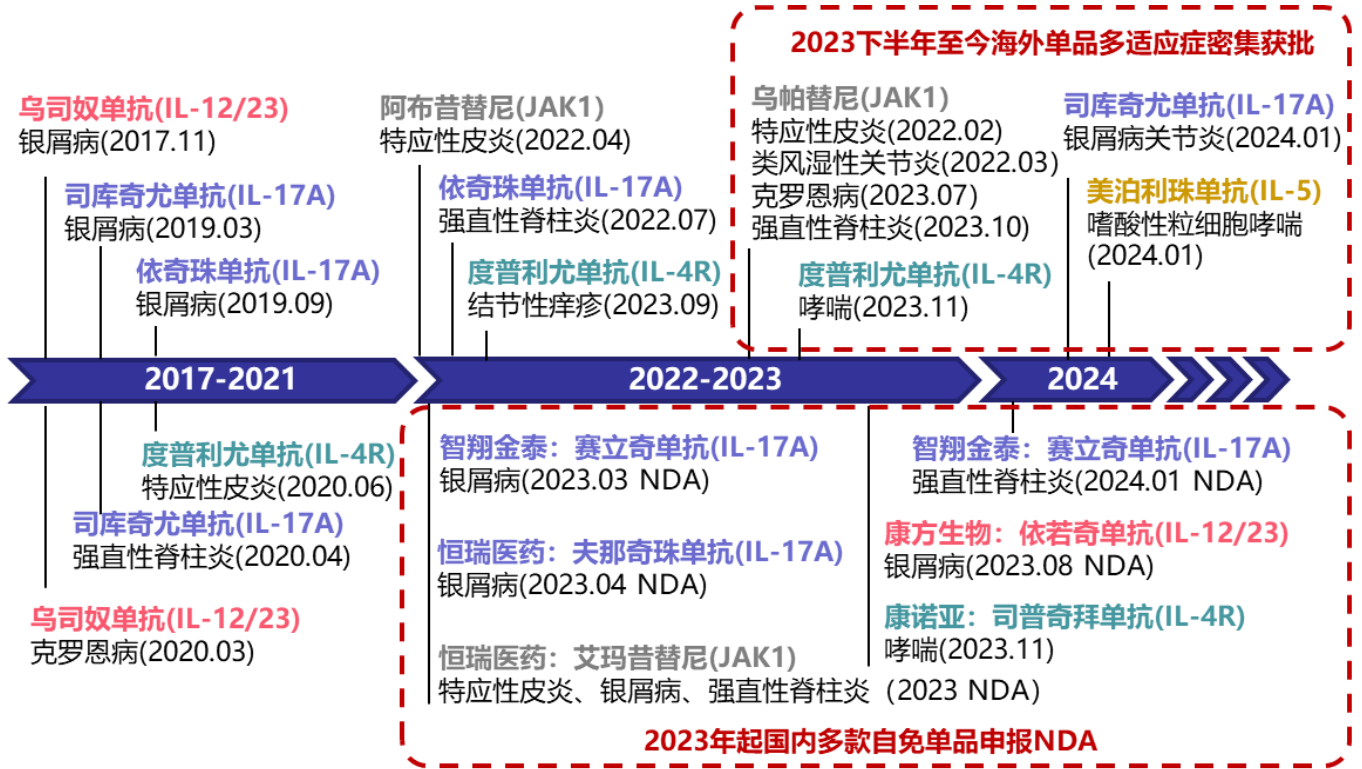
| 靶点 | 药品 | 国内上市时间 | 适应症 | 医保情况 | 国内初始定价 | 最新挂网价 | 年治疗费用(元) | 2022年国内销售额(亿元) | 同比增长 |
|----------|--------|--------|------------------|------|--------------|--------------|----------|----------------|---------|
| IL-17A | 司库奇尤单抗 | 2019年 | 银屑病/强直性脊柱炎 | 乙类 | 2998元/150mg | 870元/150mg | 27840 | 32.07 | 228.67% |
| IL-4R | 度普利尤单抗 | 2020年 | 特应性皮炎 | 乙类 | 6666元/300mg | 2780元/300mg | 75060 | 12.76 | 168.55% |
| IL-12/23 | 乌司奴单抗 | 2017年 | 银屑病/IBD | 乙类 | 39950元/45mg | 4015元/45mg | 24096 | 8.88 | 141.08% |
| JAK1 | 乌帕替尼 | 2022年 | 特应性皮炎/克罗恩病等 | 乙类 | 74.5元/15mg | 126.65元/30mg | 54385 | 0.03 | - |
| IL-17A | 依奇珠单抗 | 2019年 | 银屑病/强直性脊柱炎 | 乙类 | 6296元/80mg | 1218元/80mg | 21924 | 1.90 | 202.96% |
| IL-23A | 古塞奇尤单抗 | 2019年 | 银屑病 | 乙类 | 28000元/100mg | 4571元/100mg | 36568 | 0.33 | -77.86% |
| IL-6R | 托珠单抗 | 2013年 | 类风湿性关节炎/幼年特发性关节炎 | 乙类 | 1925元/80mg | 781元/80mg | 60918 | 2.40 | 24.60% |

资料来源: Insight、开源证券研究所

2023年国内多款自免单品申报NDA, 即将开启商业化进程。2023年下半年至今, 海外单品多适应症在国内密集获批, 我们推测在海外MNC企业的推动下, 国内各自免领域的医患教育将进一步加强, 靶向制剂在各细分适应症领域的渗透率将进一步

提升。2023 年国内多款自免大单品已申报 NDA，预计在 2024 年将陆续获批，2024 年将是国产自免单品商业化元年，国内自免领域广阔市场空间将不断打开。

图14：2023 年国内多款自免单品申报 NDA，即将开启商业化进程

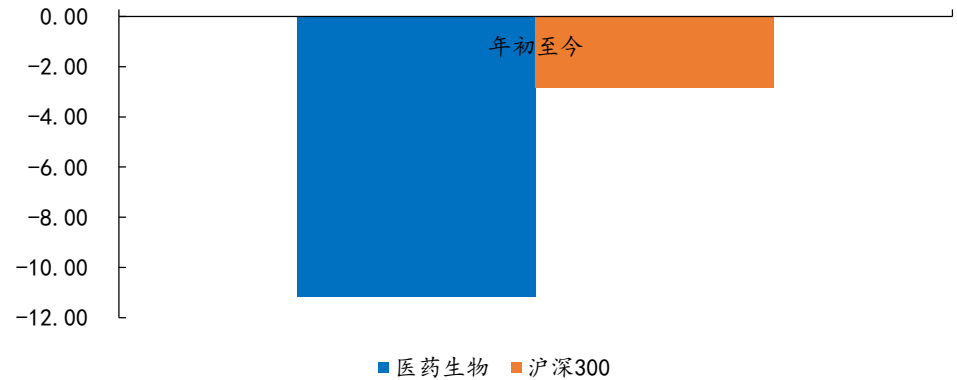


资料来源：Insight、开源证券研究所

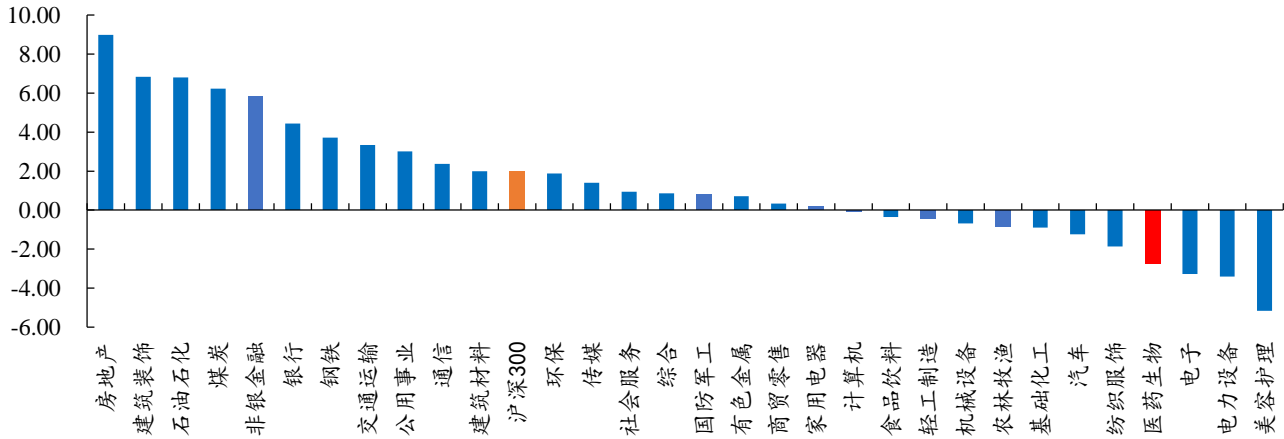
2、1月第4周医药生物下跌 2.73%，医药流通板块涨幅最大

2.1、板块行情：医药生物下跌 2.73%，跑输沪深 300 指数 4.69 pct

从月度数据来看，2024 年初至今沪深整体呈现下跌趋势，市场较为疲软。2024 年 1 月第 4 周美容护理、电力设备、电子等行业均出现明显下跌，房地产、建筑装饰、石油石化等行业上涨幅度较大。本周医药生物下跌 2.73%，跑输沪深 300 指数 4.69pct，在 31 个子行业中排名第 28 位。

图15: 1月医药生物指数下跌 11.16% (单位: %)


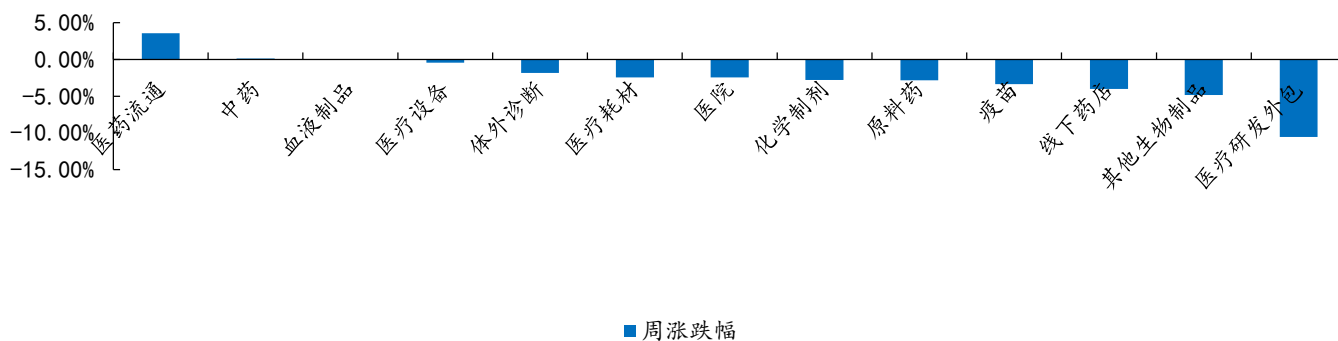
数据来源: Wind、开源证券研究所 (截止至 2024.01.26)

图16: 1月第4周医药生物下跌 2.73% (单位: %)


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、子板块行情: 医药流通板块涨幅最大, 医疗研发外包板块跌幅最大

2024年1月第4周大部分板块均下跌, 本周医药流通板块涨幅最大, 上涨3.58%; 中药板块上涨0.13%, 血液制品板块上涨0.06%, 医疗设备板块下跌0.45%, 体外诊断板块下跌1.82%; 医疗研发外包板块跌幅最大, 下跌10.57%, 其他生物制品板块下跌4.85%, 线下药店板块下跌4.03%, 疫苗板块下跌3.37%, 原料药板块下跌2.84%。

图17：本周医药流通板块涨幅最大，医疗研发外包板块跌幅最大


数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：1月以来医药流通位居领先

| 子板块 | M1 | M1 至今 | 年初至今 | 预测 PE (2024) | 预测 PEG (2024) |
|-------------|---------|---------|---------|--------------|---------------|
| 中药 | -5.59% | -5.59% | -5.59% | 24.36 | 0.88 |
| 化学制药 | -12.12% | -12.12% | -12.12% | 30.31 | 1.04 |
| 原料药 | -12.14% | -12.14% | -12.14% | 27.94 | 1.79 |
| 化学制剂 | -12.11% | -12.11% | -12.11% | 30.91 | 0.90 |
| 医药商业 | -3.94% | -3.94% | -3.94% | 17.19 | 1.15 |
| 医药流通 | -2.66% | -2.66% | -2.66% | 16.07 | 1.35 |
| 线下药店 | -6.23% | -6.23% | -6.23% | 19.67 | 0.85 |
| 医疗器械 | -9.27% | -9.27% | -9.27% | 26.31 | 2.31 |
| 医疗设备 | -7.28% | -7.28% | -7.28% | 26.51 | 1.56 |
| 医疗耗材 | -12.30% | -12.30% | -12.30% | 27.09 | 1.08 |
| 体外诊断 | -10.13% | -10.13% | -10.13% | 25.29 | -3.18 |
| 生物制品 | -16.39% | -16.39% | -16.39% | 22.02 | 0.30 |
| 血液制品 | -11.77% | -11.77% | -11.77% | 28.64 | 1.37 |
| 疫苗 | -17.95% | -17.95% | -17.95% | 21.70 | 0.63 |
| 其他生物制品 | -16.55% | -16.55% | -16.55% | 19.78 | 0.00 |
| 医疗服务 | -14.22% | -14.22% | -14.22% | 26.03 | 1.39 |
| 医院 | -12.74% | -12.74% | -12.74% | 57.53 | 0.25 |
| 医疗研发外包 | -14.80% | -14.80% | -14.80% | 19.11 | 1.93 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2024年预测PE和PEG来自wind一致预期）

表3: 子板块中个股涨跌幅(%)前5

| | 原料药 | | 化学制剂 | | 中药 | | 生物制品 | | 医药商业 | | |
|------|--------|------|---------|--------|---------|-------|---------|--------|---------|------|---------|
| 涨幅前5 | 1 | 圣达生物 | 3.84 | 江苏吴中 | 12.4281 | ST吉药 | 10.42 | 辽宁成大 | 4.50 | 开开实业 | 38.23 |
| | 2 | 冠福股份 | 3.77 | 康芝药业 | 7.3034 | 华润三九 | 8.88 | 三生国健 | 1.72 | 中国医药 | 10.40 |
| | 3 | 赛托生物 | 3.44 | 华润双鹤 | 6.9902 | ST康美 | 5.56 | 天坛生物 | 1.51 | 开开B股 | 10.00 |
| | 4 | 新和成 | 1.33 | 复旦复华 | 6.0491 | *ST目药 | 5.49 | 派林生物 | 1.32 | 合富中国 | 8.94 |
| | 5 | 奥锐特 | (1.06) | 华特达因 | 4.3712 | 上海凯宝 | 4.7218 | 卫光生物 | 0.49 | 国药一致 | 7.94 |
| 跌幅前5 | 1 | 美诺华 | (10.63) | 亚虹医药-U | (12.09) | 益盛药业 | (10.73) | 荣昌生物 | (20.69) | 荣丰控股 | (10.77) |
| | 2 | 海普瑞 | (9.65) | 海创药业-U | (10.96) | 龙津药业 | (10.32) | 君实生物-U | (11.78) | 开开实业 | (9.00) |
| | 3 | 圣达生物 | (8.79) | 莎普爱思 | (10.47) | ST吉药 | (10.00) | 康希诺 | (11.19) | 药易购 | (8.87) |
| | 4 | 纳微科技 | (8.20) | 常山药业 | (9.49) | 广誉远 | (8.85) | 优宁维 | (10.05) | 合富中国 | (8.32) |
| | 5 | 本立科技 | (7.98) | 振东制药 | (9.18) | 陇神戎发 | (8.12) | 沃森生物 | (9.18) | 海王生物 | (7.45) |
| | 医疗研发外包 | | 医疗服务 | | 医疗设备 | | 医疗耗材 | | 体外诊断 | | |
| 涨幅前5 | 1 | 泓博医药 | 10.56 | 美年健康 | 1.43 | 中科美菱 | 16.07 | 赛诺医疗 | 6.10 | 英诺特 | 9.05 |
| | 2 | 和元生物 | (1.68) | 华夏眼科 | 1.00 | 怡和嘉业 | 13.90 | 惠泰医疗 | 1.66 | 迪瑞医疗 | 4.73 |
| | 3 | 百花医药 | (1.73) | 金域医学 | 0.95 | 美好医疗 | 4.61 | 微电生理-U | 0.97 | 硕世生物 | 3.97 |
| | 4 | 诺泰生物 | (3.25) | 创新医疗 | 0.39 | 迈瑞医疗 | 2.79 | 乐普医疗 | 0.65 | 圣湘生物 | 3.00 |
| | 5 | 百诚医药 | (3.52) | 三博脑科 | (0.29) | 联影医疗 | 2.10 | 尚荣医疗 | 0.53 | 九强生物 | 2.99 |
| 跌幅前5 | 1 | 药康生物 | (19.89) | 迪安诊断 | (8.31) | 三诺生物 | (11.42) | 三友医疗 | (12.83) | 赛科希德 | (7.89) |
| | 2 | 美迪西 | (14.92) | 国际医学 | (6.60) | 奕瑞科技 | (9.86) | 康拓医疗 | (10.01) | 万孚生物 | (7.30) |
| | 3 | 普蕊斯 | (14.46) | 诺禾致源 | (6.40) | 翔宇医疗 | (8.74) | 安杰思 | (8.79) | 科美诊断 | (6.51) |
| | 4 | 康龙化成 | (13.92) | 澳洋健康 | (5.91) | 福瑞股份 | (8.04) | 南微医学 | (7.05) | 安必平 | (6.38) |
| | 5 | 药明康德 | (11.92) | 盈康生命 | (4.31) | 鹿得医疗 | (7.81) | 迈普医学 | (7.03) | 热景生物 | (6.12) |

数据来源: Wind、开源证券研究所

3、风险提示

政策推进不及预期, 市场竞争加剧, 产品销售不及预期。

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，属于商业秘密材料，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9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