

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 医药周报：短期市场求稳，建议为上半年布局三大主线

### 投资建议与估值

短期板块配置趋向平稳，一季报明朗后有望酝酿新行情主线

2024年以来，医药板块在A股所有板块中整体表现处于中下水平，很大程度上是由于1-2月是传统院内医疗和消费医疗业务淡季，24年业绩增长预期尚未彻底明确；但结合近期产业动态与我们的调研，我们认为医药板块整体政策预期明显趋稳（尤其是集采和医疗反腐预期趋于稳定），医药行业长期需求增长持续性强，估值处于历史性的较低位置，确定性强，性价比高，值得提高配置比例。

从短期数据维度看，一月和二月由于春节因素，同比参考价值有限，将1-3月业绩进行整体比较更具价值。短期市场整体对医药的投资配置偏保守稳健（如估值低、增长稳定、政策风险小的中药、医药商业等板块），待3月下旬或4月上旬一季度业绩预期进一步明确后，医药板块可能出现新的主线行情和子行业配置转换。

### 2024上半年医药建议布局三大方向

我们认为，2024医药板块的整体基调应该仍是：关注稳健的业绩持续增长+对过度政策忧虑修复+行业景气度恢复，上半年医药配置围绕高性价比赛道（比如拥有合理的估值/高确定性/不错的增长表现/景气度改善等属性的子行业）展开，建议布局三大方向：

- 中药（确定性强且估值低、高基数在Q1将要出清、可能受益于基药目录调整、现金流和分红好）
- 创新药和器械出海（如肿瘤ADC/自免/GLP-1等热门赛道的对外销售和商业授权，增量突出，成长性强，政策收缩风险小）
- 院内高性价比药品和器械复苏（如化学发光检验、精麻药品、长效干扰素、生长激素、大输液等）

**创新药：院内修复与业绩向上趋势确定，减重赛道与细胞治疗催化持续。**院内诊疗修复与创新药商业化兑现推进，业绩与估值双向上趋势，继续看好中国原研创新药企的国内商业化果实兑现与进入欧美市场的出海步伐。代谢领域患者高基数，继续看好减重赛道持续爆发。前沿创新突破不断，关注细胞治疗、ADC及自免领域创新。

**中药&药店：板块估值性价比高，滋补保健品表现回升。**估值方面，中药、医药商业在医药生物各子板块中仍处于较低水平。中药方面，滋补保健品表现良好，根据中康CMH数据，零售端23年滋补保健品同比增长超过10%。23年10月-12月，零售药店月度销售额环比持续增长，趋势整体向好。

**医疗器械：快报靓丽，出口改善。**院内需求的修复叠加创新发力和海外突破，部分高值耗材企业取得良好的收入与利润增长，2024年有望延续增长趋势。根据海关总署公布的数据，10-12月中国医疗仪器及器械出口数据逐月向好。设备更新政策，有望带动国产产品院内替代。

**生物制品：关注竞争格局良好、潜在市场空间大的潜力品种。**长效干扰素作为慢乙肝治愈基石药物，增长确定性强。带状疱疹疫苗当前市场竞争格局良好，看好未来市场教育得到多方共同推动，带动远期增长空间。

**CXO：关注行业确定性和困境反转两大主线。**一致性评价+集采+MAH制度带动仿制药赛道持续景气。展业阻力消除，SMO企业业绩较快增长。投融资环境见底在即，关注竞争格局优质的临床前CRO。

### 重点公司

特宝生物、太极集团、信达生物、安图生物、康恩贝等

### 风险提示

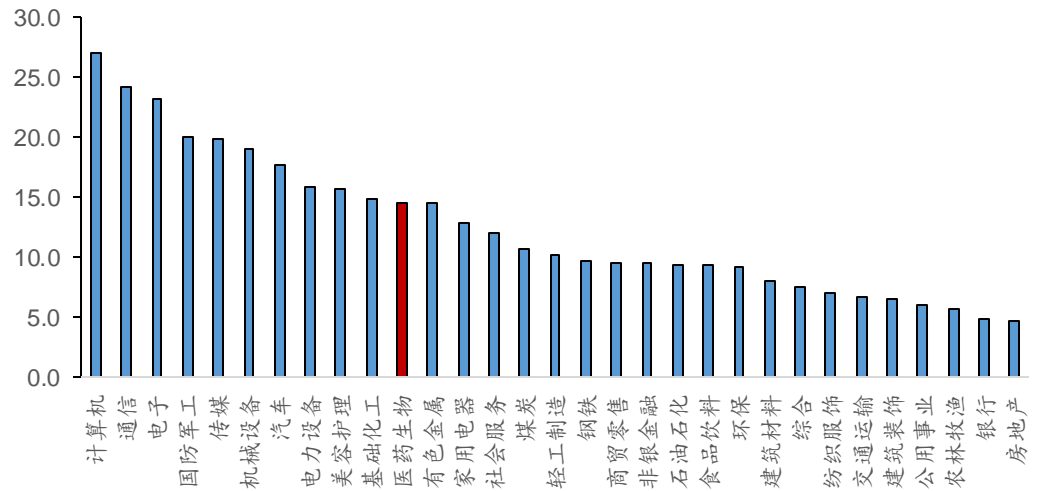
汇兑风险；医保控费政策风险；投融资周期波动风险等；在研项目推进不达预期风险；产品推广不达预期风险等。

## 短期板块配置趋向平稳，一季报明朗后有望酝酿新行情主线

2024年以来，医药板块在A股所有板块中整体表现处于中下水平，很大程度上是由于1-2月是传统院内医疗和消费医疗业务淡季，24年业绩增长预期尚未彻底明确；但结合近期产业动态与我们的调研，我们认为医药板块整体政策预期明显趋稳（尤其是集采和医疗反腐预期趋于稳定），医药行业长期需求增长持续性强，估值处于历史性的较低位置，确定性高，性价比高，值得提高配置比例。

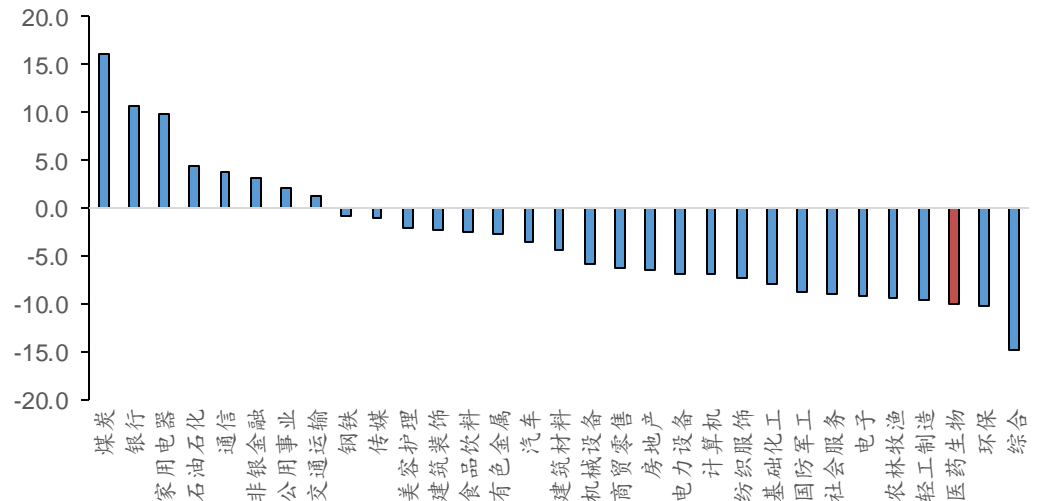
从短期数据维度看，一月和二月由于春节因素，同比参考价值有限，将1-3月业绩进行整体比较更具价值。短期市场整体对医药的投资配置偏保守稳健（如估值低、增长稳定、政策风险小的中药、医药商业等板块），待3月下旬或4月上旬一季度业绩预期进一步明确后，医药板块可能出现新的主线行情和子行业配置转换。

图1：A股各板块近20交易日涨跌幅（%）



来源：iFind，国金证券研究所

图2：A股各板块年初至今涨跌幅（%）



来源：iFind，国金证券研究所

图表3：中药、药店板块保持稳健表现

| 板块   | 年初至今   | 节后至今 | 周涨跌幅 | PE-TTM (剔除负值) |
|------|--------|------|------|---------------|
| 化学制药 | -11.3% | 5.7% | 1.3% | 28            |
| 生物制品 | -11.8% | 4.1% | 1.9% | 26            |
| 医疗器械 | -7.5%  | 1.5% | 0.5% | 30            |
| 医药商业 | -3.7%  | 1.9% | 0.6% | 16            |
| 中药   | -4.0%  | 3.6% | 1.4% | 22            |
| 医疗服务 | -17.1% | 4.8% | 0.9% | 25            |

来源：iFinD, 国金证券研究所

我们认为，2024 医药板块的整体基调应该仍是：关注稳健的业绩持续增长+对过度政策忧虑修复+行业景气度恢复，上半年医药配置围绕高性价比赛道（比如拥有合理的估值/高确定性/不错的增长表现/景气度改善等属性的子行业）展开，建议布局三大方向：

- 中药（确定性高且估值低、高基数在 Q1 将要出清、可能受益于基药目录调整、现金流和分红好）
- 创新药和器械出海（如肿瘤 ADC/自免/GLP-1 等热门赛道的对外销售和商业授权，增量突出，成长性强，政策收缩风险小）
- 高性价比药品和器械（如化学发光检验、精麻药品、长效干扰素、生长激素、大输液等）

## 创新药：院内修复与业绩向上趋势确定，减重赛道与细胞治疗催化持续

### 看点 1：院内诊疗修复与创新药商业化兑现推进，业绩与估值双向上趋势

院内诊疗持续修复，创新药企研发兑现与国际化提速。上市公司陆续发布的 2023 年业绩快报，多家创新药上市企业实现了营收增长与减亏。

- 中国药企国际化与原研创新药实力崛起中：国际化的创新药龙头百济神州 2023 年实现营收 174 亿，同比增长 82%；其中，产品收入 155.04 亿元，同比增长 82.2%。公司核心产品百悦泽全球销售额 91.38 亿元，同比增长 138.7%，在血液瘤领域的领先地位进一步夯实。而百泽安已在欧盟和英国获批 1 项适应症，在中国获批 12 项适应症，其中 11 项适应症已纳入国家医保目录。公司毛利率水平亦在 2023 年全年和 4 季度分别较 2022 年同期的 77.2%和 78.3%提升到 82.7%和 83.2%。
- 我们继续看好以百济神州为代表的一批中国原研创新药企的国内商业化果实兑现与进入欧美市场的出海步伐，关注已经在欧美市场商业化的突破的百济神州、金斯瑞生物科技、君实生物、百奥泰、和黄医药、亿帆医药和海外合作持续布局的恒瑞医药等。

图表4：中国已经或即将在美国获批的原研创新药与生物类似物

| 公司      | 药物     | FDA 批准/<br>PDUFA/ODAC | 适应症  |
|---------|--------|-----------------------|--|
| 百济神州    | 泽布替尼   | 2019/11/14            | 套细胞淋巴瘤   |
|         |        | 2021/9/1              | 华氏巨球蛋白血症   |
|         |        | 2021/9/15             | 复发或难治性边缘区淋巴瘤   |
|         |        | 2023/1/19             | 慢性淋巴细胞白血病  |
| 金斯瑞生物科技 | 西达基奥仑赛 | 2022/2/28             | 5L及以上-复发性或难治性多发性骨髓瘤患者  |
|         |        | 2024/3/15             | ODAC: 2L及以上-复发性或难治性多发性骨髓瘤患者  |
| 君实生物    | 特瑞普利单抗 | 2023/10/29            | 联合化疗2L 治疗鼻咽癌、单药一线治疗鼻咽癌   |
| 百奥泰     | 托珠单抗   | 2023/10/8             | 中重度类风湿性关节炎、多关节幼年特发性关节炎、全身型幼年特发性关节炎                                   |
|         | 贝伐珠单抗  | 2023/12/6             | 转移性结直肠癌；非小细胞肺癌；成人复发性胶质母细胞瘤；转移性肾细胞癌；持续性、复发性或转移性宫颈癌；上皮性卵巢癌；输卵管癌或原发性腹膜癌 |
| 和黄医药    | 呋喹替尼   | 2023/11/9             | 3L及以上-结直肠癌   |
| 亿帆医药    | 艾贝格司亭α | 2023/11/17            | 非髓性恶性肿瘤患者在接受容易引起发热性中性粒细胞减少症的骨髓抑制性抗癌药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染发生率     |
| 恒瑞医药    | 卡瑞利珠单抗 | 2024/5/31             | PDUFA: 联合甲磺酸阿帕替尼1L用于不可切除或转移性肝癌 胞癌                                    |
| 百济神州    | 替雷利珠单抗 | 2024/7                | PDUFA: 2L治疗不可切除或转移性食管鳞癌  |

来源：各公司公告，国金证券研究所

### 看点 2：代谢领域患者高基数，继续看好减重赛道持续爆发

海外市场诺和诺德司美格鲁肽与礼来替尔泊肽销售额实现爆发式增长，国内映射赛道与标的有望继续业绩与估值双升的表现。建议关注信达生物、华东医药、诺泰生物、圣诺生物、恒瑞医药、石药集团、翰森制药、博瑞医药、众生药业以及东阳光等。

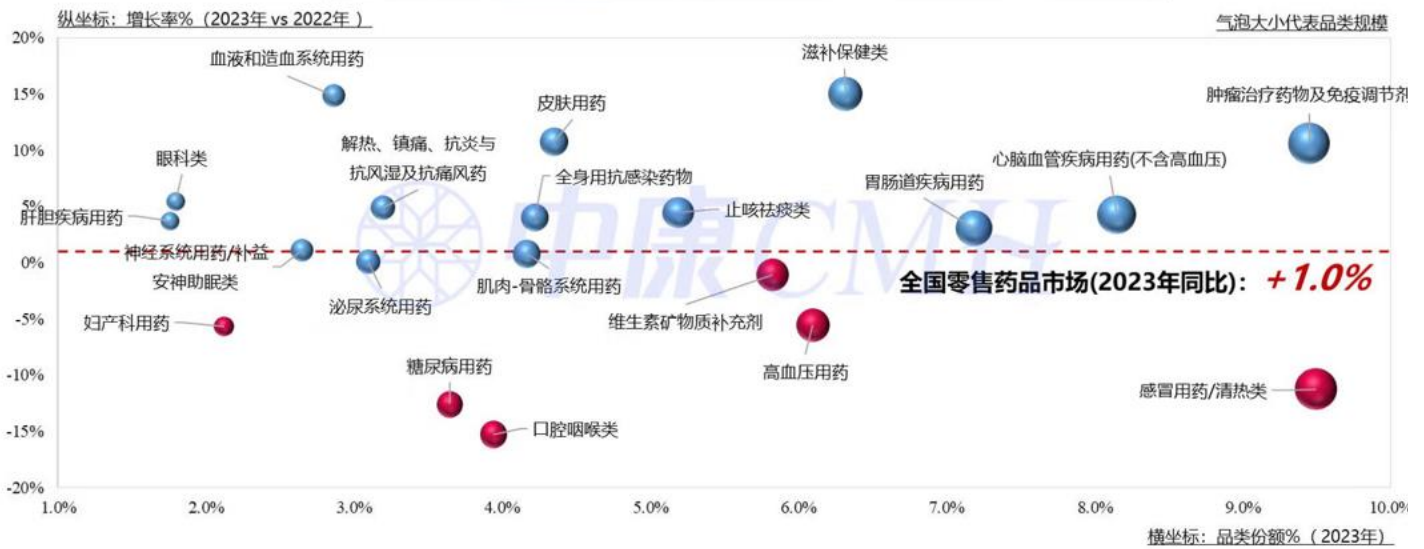
### 看点 3：前沿创新突破不断，关注细胞治疗、ADC 及自免领域创新

- lovance Biotherapeutics 的 AMTAGVI™ (lifileuce) 用于治疗黑色素瘤于 2024 年 2 月 16 日在美国食药监局 FDA 批准，成为首款用于治疗实体瘤的细胞治疗药物。在细胞治疗、ADC 等较前沿的医药创新赛道上，中国药企正向国际前沿水平不断接近。国内相关企业映射建议关注金斯瑞生物科技、科济药业、药明巨诺等。
- 继续关注 ADC 赛道翰森制药、百利天恒、荣昌生物、科伦博泰、华东医药、浙江医药、迈威生物等，以及康诺亚、恒瑞医药、三生国健等在自免领域的进展。

### 中药&药店：板块估值性价比高，滋补保健品表现回升

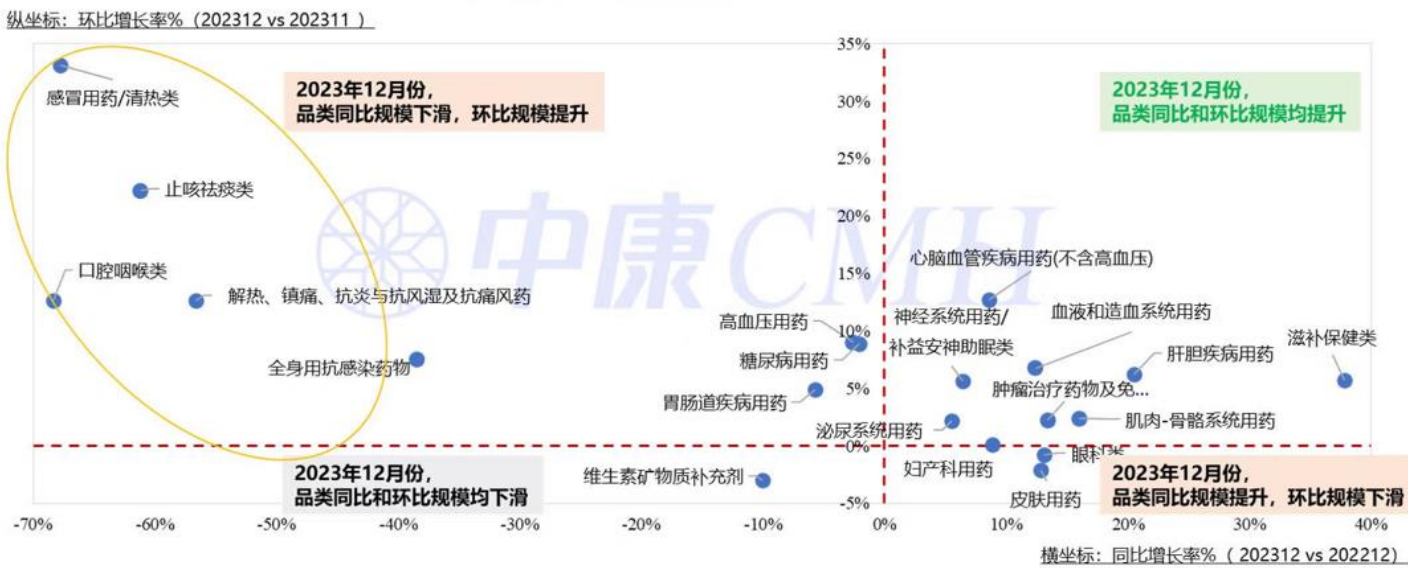
根据中康 CMH 数据，零售端 23 年滋补保健品同比增长超过 10%，感冒用药/清热类等在 22 年高基数情况下，同比有所下降。23 年 12 月，滋补保健类产品同比环比规模均有所提升；进入流感季，感冒用药/清热类、止咳祛痰类产品环比提升明显。滋补保健类产品中，阿胶表现亮眼，根据中康 CMH 数据，23 年其 OTC 端销售额同比+12%，23 年 12 月同比+44%。

图表5: 全国零售药店 TOP20 品类销售情况



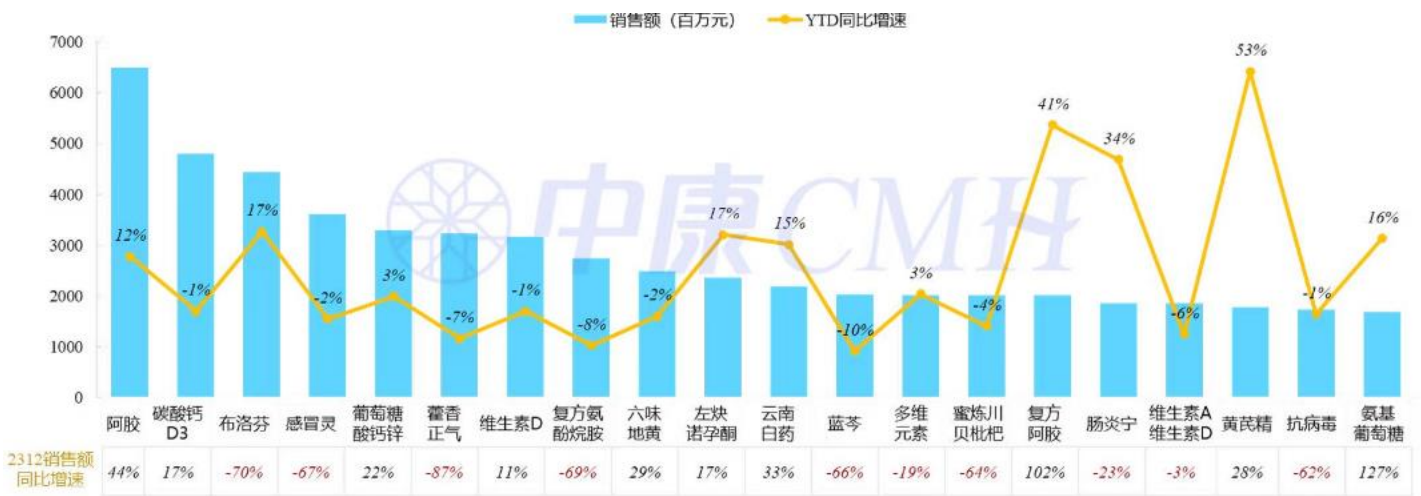
来源: 中康 CMH, 国金证券研究所

图表6: 全国零售药店 TOP20 品类 23 年 12 月销售情况



来源: 中康 CMH, 国金证券研究所

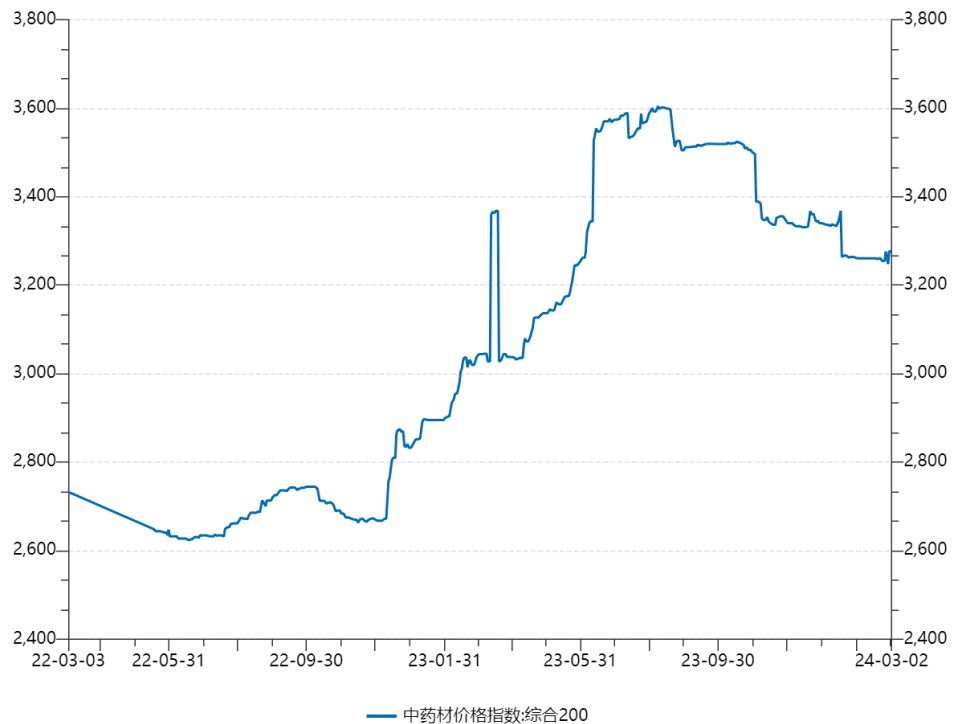
图表7: 2023年OTC-TOP20通用名销售额及增速方面, 阿胶表现亮眼



来源: 中康 CMH, 国金证券研究所

原材料方面, 中药材价格趋于稳定, 板块内中游制剂饮片企业毛利率有望提升。

图表8: 中药材价格趋于平稳

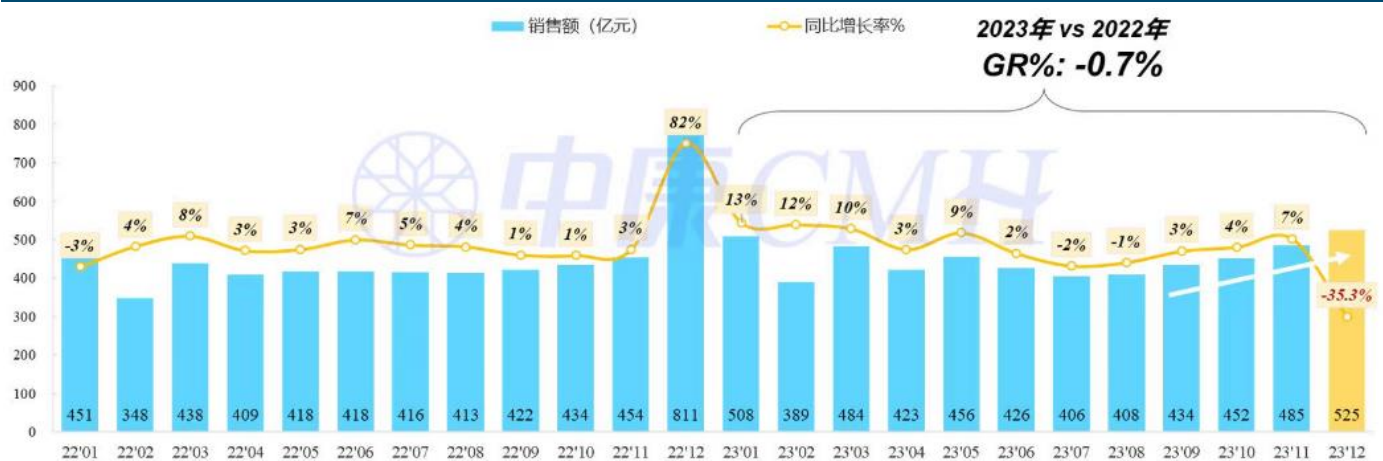


来源: Wind, 国金证券研究所

药店: 23年Q4环比持续向好

根据中康 CMH 数据, 在 22 年高基数下, 23 年全国零售药店市场规模为 5394 亿元, 同比-0.7%。23 年 10 月-12 月, 零售药店月度销售额环比持续增长, 趋势整体向好。

图表9：全国零售药店市场销售额 23 年 Q4 逐月环比持续增长



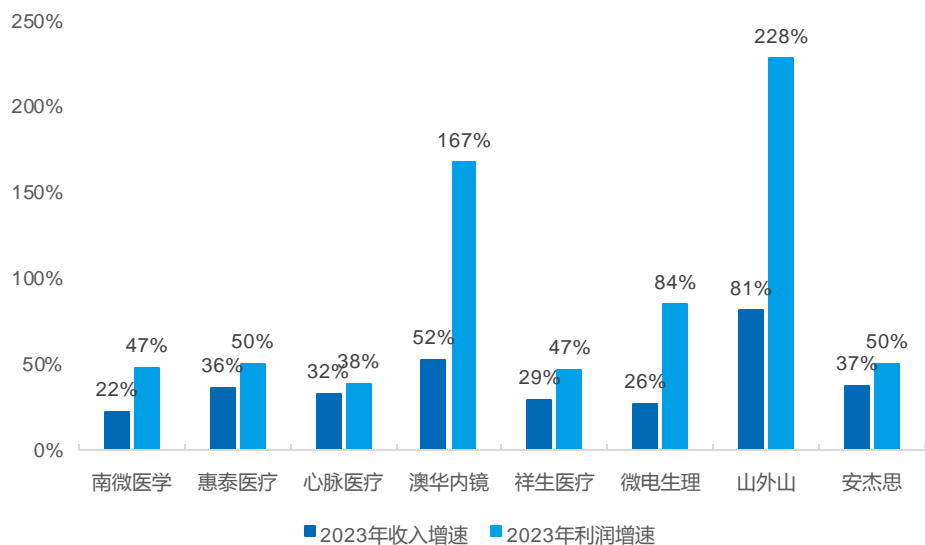
来源：中康 CMH，国金证券研究所

## 医疗器械：快报靓丽，出口改善

### 高值耗材企业快报预告靓丽

院内需求的修复叠加创新发力和海外突破，部分高值耗材企业取得良好的收入与利润增长，2024 年有望延续增长趋势。

图表10：医疗器械板块已公布 2023 年业绩快报增速情况

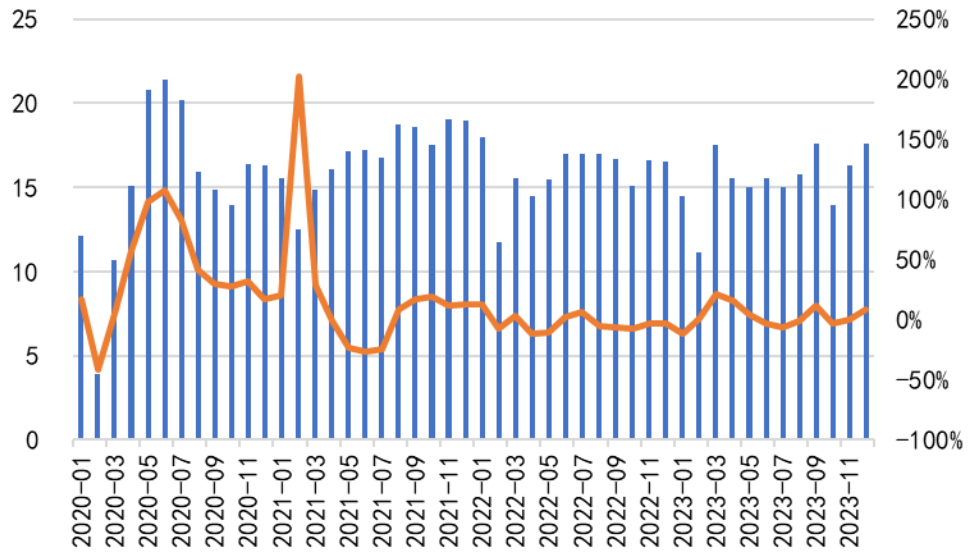


来源：Wind，国金证券研究所

### 医疗仪器及器械出口数据逐月向好

根据海关总署公布的数据，10-12 月中国医疗仪器及器械出口金额分别达到 13.98、16.30、17.56 亿美元，同比增长-3.6%、-0.3%、+9.0%，其中 12 月实现了较好增长。创新医疗器械及国内制造端具备优势的产品放量逻辑有望逐步印证，海外有一定客户拓展的企业有望获得较强的业绩增长。

图表11: 医疗仪器及器械出口金额(亿美元)及增速



来源: 海关总署, 国金证券研究所

国内市场建议关注老龄化及治疗渗透率提升的长期成长性赛道,主要集中在心血管、骨科、消化内镜诊疗等细分赛道。此外人工关节类产品接续采购即将落地,后续建议重点关注爱康医疗等头部公司院内需求恢复。

此外企业海外市场拓展有望迎来加速,基于海外市场旺盛的医疗需求、充足的产品盈利空间、国内企业制造优势和技术突破逐步成型等原因以及对外资医疗器械企业的复盘,我们看好未来国产医疗器械海外拓展的前景,建议重点关注在产品临床创新、制造供应、客户粘性、渠道布局方面具备优势的企业。

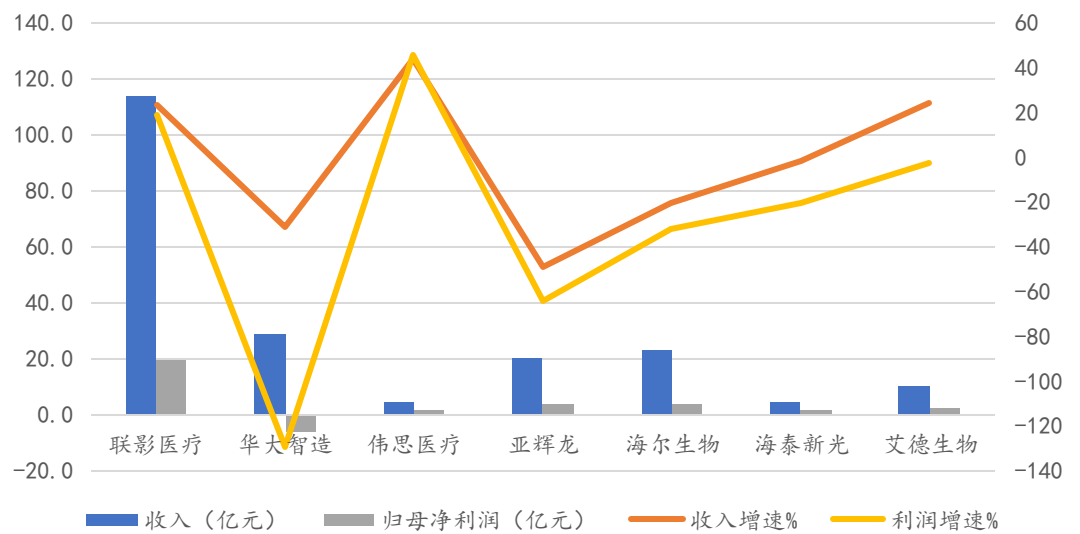
#### 设备更新政策,有望带动国产产品院内替代

2024年2月23日,中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央财经委员会主任习近平主持召开中央财经委员会第四次会议,研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题,研究有效降低全社会物流成本问题。会议指出,要推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造,鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新,推动耐用消费品以旧换新。

医疗设备行业有望在此次服务设备更新中受益,过去受行业宏观环境影响,设备类公司估值及业绩受到短期压制,随着院内市场逐步复苏,有国产替代逻辑的行业有望重新进入快速增长通道,典型的内窥镜(硬镜、软镜)赛道有望持续深化国产替代,高端领域替代的产品(大型医疗设备CT、MR、高端超声、高端呼吸机等)有望持续在技术+性价比驱动下带动企业的快速成长,在行业需求较大的领域如康复医疗设备、医美设备等有望同步实现复苏。



图表12：部分医疗设备及体外诊断企业2023年业绩及增速



来源：各公司公告，国金证券研究所

## 生物制品：关注竞争格局良好、潜在市场空间大的潜力品种

### 长效干扰素：慢乙肝治愈基石药物，增长确定性强

根据《慢性乙型肝炎临床治愈（功能性治愈）专家共识》，Peg IFN（长效干扰素）和 NAs（核苷(酸)类药物)和两类药物的联合治疗通过整合强效抑制病毒和恢复宿主免疫应答的效应，是现阶段最可能实现临床治愈的有前景的治疗策略。2022 年官方指南新增推荐意见，推荐在一些符合条件的患者中，如 NAs 治疗后 HBV DNA 定量<检测下限、HBeAg 阴转，且 HBsAg<1500 IU/mL 时，结合患者意愿可考虑加用 PEG IFN α 治疗，以追求临床治愈。

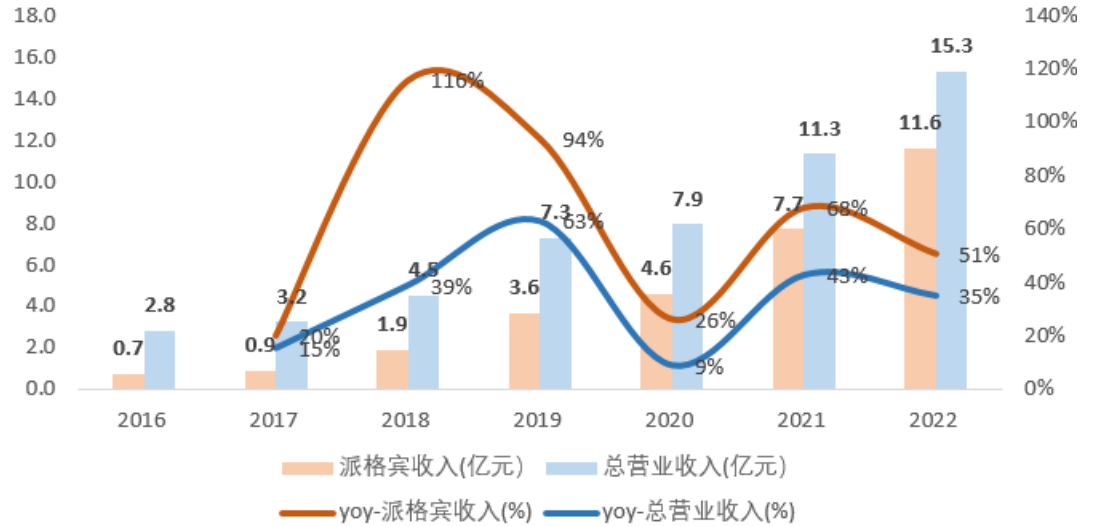
图表13：部分基于长效干扰素的慢乙肝治愈研究项目

| 项目名称 | 人群        | 入组人数   | 治愈率                 | 项目简介及最新进展  |
|------|-----------|--------|---------------------|--|
| 珠峰   | 核苷经治慢乙肝患者 | 29625例 | 33.2%<br>(48周)      | 自2018年4月启动，现今已执行5年，截至2023年5月，全国已有400余家医院、1000多位医生参与，已入组29625例患者，5258例慢乙肝患者实现临床治愈。  |
| 绿洲   | 慢乙肝全人群    | 32071例 | 28.0~33.3%<br>(48周) | 由复旦大学附属华山医院张文宏教授牵头的“绿洲项目”是亚洲最大的前瞻性慢乙肝真实世界队列之一，截至2022年10月，有295家医院参与，累计入组患者32071例。   |
| 星光   | 非活动期      | 5790例  | 53%<br>(累计清除率，36周)  | “星光计划”为全球最大样本的首个针对IHC人群临床治愈的乙肝临床治愈“星光计划”于2022年6月25日启动，预计入组15000例患者。截至2023年11月30日，已有303家医院参与项目，入组5790例患者。                     |
| 启航   | 免疫耐受期     | n/a    | 4.11%<br>(48周)      | “启航”项目是由中联肝健康促进中心发起、云南省第一人民医院牵头的多中心前瞻性队列研究，旨在评价不同抗病毒方案对免疫耐受期和HBeAg阴性不确定期患者的治疗效果。   |
| 领航   | 不确定期      | n/a    | n/a                 | 为南京大学医学院附属鼓楼医院牵头的我国首个针对“不确定期”乙肝患者的大型真实世界研究，旨在评价HBsAg>1000 IU/mL、HBeAg阴性、ALT正常、HBV DNA>2000 IU/mL的慢性HBV感染者的长期预后及抗病毒治疗的疗效和安全性。 |

来源：中联肝官网，EASL，AASLD，国金证券研究所

目前对于各类慢乙肝人群临床治愈的一系列研究探索正在不断深入，主要包括珠峰（核苷经治）、绿洲（慢乙全人群）、星光（非活动期）、容愈（非活动期）、领航（不确定期）、启航（免疫耐受期）、萌芽（儿童患者）等。目前对于各类慢乙肝人群临床治愈的一系列研究探索正在不断深入，多项研究证实核苷经治人群、非活动性 HBsAg 携带状态人群、儿童慢乙肝、孕妇产后采用基于聚乙二醇干扰素 α (Peg IFN α) 治疗的临床治愈率均可达 30% 以上甚至更高。

图表14: 特宝生物 2016~2022 年收入 (亿元) 及派格宾收入 (亿元)



来源:Wind, 国金证券研究所

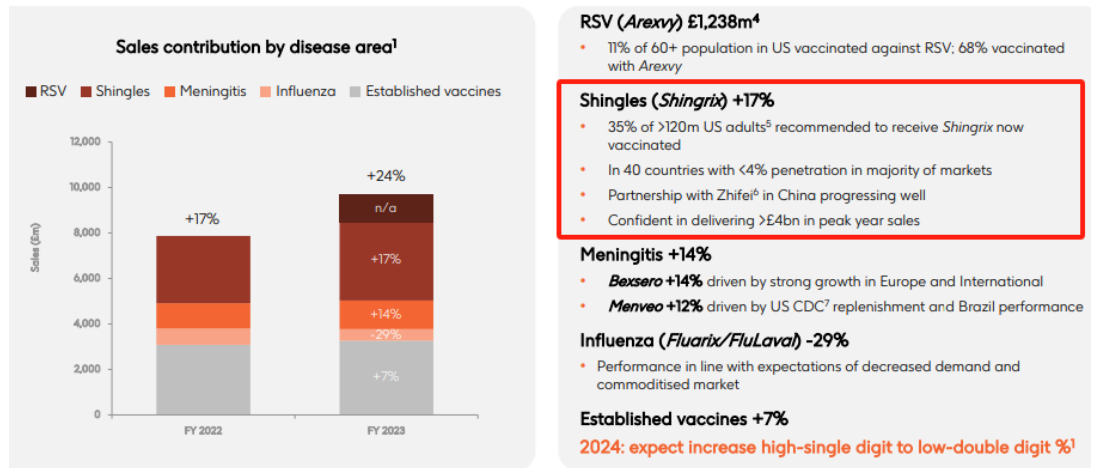
特宝生物核心产品派格宾为全球首个 40KD 聚乙二醇干扰素 α2b 注射液, 上市后在乙肝临床治愈领域应用广泛, 销售收入维持高速增长。公司持续推进以派格宾为基础的乙肝临床治愈研究, 相继支持了“珠峰”等多项乙肝临床治愈及肝癌防控公益项目, 深挖派格宾市场潜力。

根据特宝生物 2023 年度业绩快报, 2023 年公司预计实现收入 21.00 亿元, 同比增长 38%, 预计实现归母净利润 5.54 亿元, 同比增长 93%; 预计实现扣非归母净利润 5.80 亿元, 同比增长 74%。随着慢乙肝抗病毒治疗人群不断扩大、乙肝临床治愈科学证据的不断积累和认知的持续提升, 结合市场独占地位, 未来派格宾销售有望实现持续突破。

**带状疱疹疫苗: 市场教育有望得到共同推动, 带动渗透率快速提升**

根据 GSK 2023 年年报, 其重组带状疱疹疫苗 Shingrix 2023 年全球实现销售收入 34.46 亿欧元, 同比增长 17%, 其中除欧洲、美国以外的国际市场实现收入 6.58 亿欧元, 同比增速超过 100%。截至 2023 年底, 在美国超过 1.2 亿的接种适龄人群中, 重组带状疱疹疫苗接种率已达 35%; 而在全球主要市场中, 40 个国家的接种率均不足 4%。GSK 预计 Shingrix 未来销售峰值将超过 40 亿欧元。

图表15: GSK 预计重组带状疱疹疫苗峰值销售将超过 40 亿欧元



来源:GSK 官网, 国金证券研究所

目前在我国获批上市的带状疱疹疫苗仅 2 款, 分别是百克生物的带状疱疹减毒活疫苗感维以及 GSK 的重组带状疱疹疫苗 Shingrix。智飞生物于 2023 年 10 月 8 日与 GSK 签署独家

经销和联合推广协议，GSK 将指定公司为合作区域内重组带状疱疹疫苗的独家进口商和经销商，双方约定重组带状疱疹疫苗 2024-2026 年预计的最低年度采购金额分别为 34.40 亿元、68.80 亿元、103.20 亿元。

根据百克生物 2023 年度业绩快报，2023 年公司预计实现收入 18.25 亿元，同比增长 70%，预计实现归母净利润 5.01 亿元，同比增长 176%；预计实现扣非归母净利润 4.93 亿元，同比增长 196%，业绩增长主要系公司新产品带状疱疹减毒活疫苗（感维）上市后放量带动。

当前我国带状疱疹疫苗市场竞争格局良好，看好未来市场教育得到多方共同推动，带动远期增长空间。

## CXO：关注行业确定性和困境反转两大主线

**确定性：**龙头企业强者恒强，仿制药和 SMO 持续景气。一致性评价+集采+MAH 制度带动仿制药赛道持续景气。展业阻力消除，SMO 企业业绩较快增长。

**困境反转：**投融资环境见底在即，关注竞争格局优质的临床前 CRO。全球投融资环境震荡中前行，但预期较为充分下，关注临床前 CRO 困境反转机会。关注安评业务在 GLP 实验室和生物资产方面的弱供给弹性，及需求释放后的高业绩弹性。

CXO 企业陆续发布业绩快报，仿制药 CRO 持续景气：阳光诺和 2 月 26 日晚间发布 2023 年度业绩快报，营业收入约 9.54 亿元，同比增加 40.98%；归属于上市公司股东的净利润约 1.94 亿元，同比增加 24.43%；基本每股收益 1.73 元，同比增加 24.46%。皓元医药 2 月 23 日晚间发布 2023 年度业绩快报，营业收入约 18.79 亿元，同比增加 38.36%；归属于上市公司股东的净利润约 1.21 亿元，同比减少 37.45%；基本每股收益 0.81 元，同比减少 39.1%。美迪西 2 月 23 日晚间发布 2023 年度业绩快报，营业收入约 14.03 亿元，同比减少 15.45%；归属于上市公司股东的净利润亏损 3087.73 万元；基本每股收益亏损 0.24 元。

## 投资建议

我们认为，2024 医药板块的整体基调应该仍是：关注稳健的业绩持续增长+对过度政策忧虑修复+行业景气度恢复，上半年医药配置围绕高性价比赛道（比如拥有合理的估值/高确定性/不错的增长表现/景气度改善等属性的子行业）展开，建议布局三大方向：

- 中药（确定性强且估值低、高基数在 Q1 将要出清、可能受益于基药目录调整、现金流和分红好）
- 创新药和器械出海（如肿瘤 ADC/自免/GLP-1 等热门赛道的对外销售和商业授权，增量突出，成长性强，政策收缩风险小）
- 高性价比药品和器械（如化学发光检验、精麻药品、长效干扰素、生长激素、大输液等）

**重点标的：**特宝生物、太极集团、信达生物、安图生物、康恩贝等。

## 风险提示

**汇兑风险：**部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

**医保控费政策风险：**部分细分行业竞争相对激烈，如面临后续医保控费措施，可能出现较大力度降价。

**投融资周期波动风险：**医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

**在研项目推进不达预期风险：**创新产品研发难度高，周期较长，若推进速度缓慢，可能会影响产品上市节奏。

**产品推广不达预期风险：**产品推广需要时间，若市场环境发生变化，产品推广及放量可能不及预期。

**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                                | 深圳                                     |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                   | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                         | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |