

医药生物

2024年03月24日

多因素催化带来2024年创新药赛道板块性机会

——行业周报

投资评级：看好（维持）

余汝意（分析师）

汪晋（联系人）

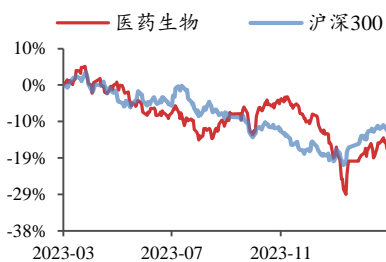
yuruyi@kysec.cn

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

《关注基药目录调整，中药放量可期——行业周报》-2024.3.16

《IVD 厂商国内国产替代+海外争市夺额内外开花——行业周报》-2024.3.10

《从业绩快报看医药板块的投资机会——行业周报》-2024.2.25

● 未满足的临床需求驱动需求持续增长，供给端创新带来高成长性

中国老龄化现象日益凸显，医药属于“刚需赛道”，受益于人口老龄化且不受制于经济周期波动；国谈形成固定模式后，国内专利药总规模回归稳定增长。同时，在创新的大趋势下，医药行业“消费”属性淡化，“科技”属性显现；政策端暖风频吹，已实现了从“鼓励大规模创新”到“鼓励高质量创新”的跨越，中国新药企业研发实力不断提升，供给端持续实现创新升级，项目管线价值也已得到全球市场的认可。随着美联储预期将进入降息周期、国内政策端利好、创新药出海火热等多重因素催化下，我们预计2024年创新药赛道将迎来板块性机会。

● 美联储预期降息修复创新药板块估值，利好政策频出支持创新药产业发展

美国基准利率对创新药指数影响最显著，两者走势基本呈现负相关趋势。目前美国基准利率仍处于高位，随着美联储将进入降息周期，流动性改善有助于优化投融资环境并提高新药研发景气度，有望给估值仍处于底部的创新药标的带来更大的估值修复空间。自2023年下半年起，针对国内创新药产业发展的利好政策频出，从审评提速、多元支付、合理定价等多维度做到了大力扶持，政策端实现了从“鼓励大规模创新”到“鼓励高质量创新”的跨越。

● 国产新药管线价值得到全球市场认可，出海交易火热

国内已有多款国产创新药获FDA批准上市，2023年已成为国产创新药出海丰收年。中国药企的研发实力不断提升，管线价值逐渐得到全球市场的认可，国内项目已实现从仿制药出海、化药出海到现阶段ADC出海、双抗出海的跨越式成长，全球竞争力逐渐凸显。海外新药具有更高的定价空间，出海有望进一步拓宽国产新药的海外市场空间。2023年中国创新药海外授权交易快速增长，海外大企业“席卷式”收购中国ADC管线。从创新药出海授权交易看，海外企业对国产创新药的重视度持续提升，国内ADC受到全球药企追捧。

● 推荐标的

推荐标的：制药及生物制品：九典制药、恩华药业、人福医药、康诺亚、恒瑞医药、丽珠集团、健康元、东诚药业、普洛药业、天坛生物、神州细胞；**中药：**昆药集团、康缘药业、羚锐制药、太极集团、悦康药业、新天药业、天士力；**医疗器械：**迈瑞医疗、翔宇医疗、可孚医疗、海尔生物、戴维医疗、澳华内镜、昌红科技；**零售药店：**益丰药房、健之佳、老百姓；**医疗服务：**海吉亚医疗、美年健康；**CXO：**百诚医药、阳光诺和、药明合联、药明生物、泰格医药、百诚医药、圣诺生物、诺思格、普蕊斯；**科研服务：**毕得医药、奥浦迈、药康生物、百普赛斯、皓元医药、阿拉丁、康为世纪；**疫苗：**康泰生物。

● **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、多因素催化带来 2024 年创新药赛道板块性机会.....	3
1.1、利率因素：美联储将进入降息周期，新药标的估值有望逐步修复.....	3
1.2、政策因素：近半年利好政策频出，支持国内创新药产业发展.....	4
1.3、出海因素：国产新药管线价值得到全球市场认可，出海交易火热.....	5
2、3 月第 3 周医药生物下跌 2.13%，体外诊断板块涨幅最大.....	8
2.1、板块行情：医药生物下跌 2.13%，跑输沪深 300 指数 1.43 pct.....	8
2.2、子板块行情：体外诊断板块涨幅最大，线下药店板块跌幅最大.....	9
3、风险提示.....	10

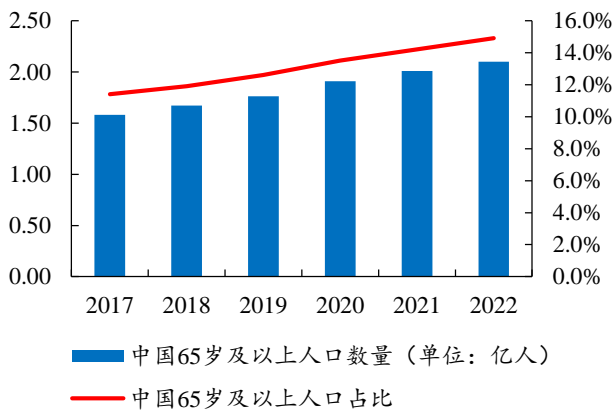
图表目录

图 1：2017-2022 年中国 65 岁及以上人口数量持续增长.....	3
图 2：全球及中国专利药市场稳健扩容（亿美元）.....	3
图 3：美国基准利率与国内创新药指数基本呈现负相关走势.....	4
图 4：2019 年起医保谈判降幅趋缓，成功率逐年提升.....	5
图 5：利好政策频出支持国内创新药产业发展.....	5
图 6：3 月医药生物指数下跌 0.21%（单位：%）.....	8
图 7：3 月第 3 周医药生物下跌 2.13%（单位：%）.....	8
图 8：本周体外诊断板块涨幅最大，线下药店板块跌幅最大.....	9
表 1：政策端从审评提速、多元支付、合理定价等多个维度支持国内创新药产业发展.....	5
表 2：国内已有多款国产创新药获 FDA 批准上市，2023 年成国产创新药出海丰收年.....	6
表 3：2023 年中国创新药海外授权交易快速增长，海外大药企“席卷式”收购中国 ADC 管线。.....	7
表 4：3 月以来化学制剂位居领先.....	9
表 5：子板块中个股涨跌幅（%）前 5.....	10

1、多因素催化带来 2024 年创新药赛道板块性机会

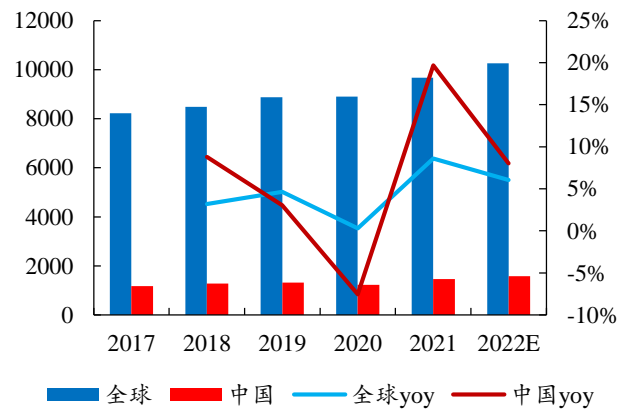
未满足的临床需求驱动需求持续增长，供给端创新带来高成长性。根据国家统计局数据，中国老龄化现象日益凸显，65 周岁以上人口占比从 2017 年的 11.4% 持续提升至 2022 年的 14.9%。医药属于“刚需赛道”，受益于人口老龄化且不受制于经济周期波动；国谈形成固定模式后，国内专利药总规模回归稳定增长。同时，在创新的大趋势下，医药行业“消费”属性淡化，“科技”属性显现；政策端暖风频吹，已实现了从“鼓励大规模创新”到“鼓励高质量创新”的跨越，中国新药企业研发实力不断提升，供给端持续实现创新升级，项目管线价值也已得到全球市场的认可。随着美联储预期将进入降息周期、国内政策端利好、创新药出海火热等多重因素催化下，我们预计 2024 年创新药赛道将迎来板块性机会。

图1：2017-2022 年中国 65 岁及以上人口数量持续增长



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图2：全球及中国专利药市场稳健扩容（亿美元）

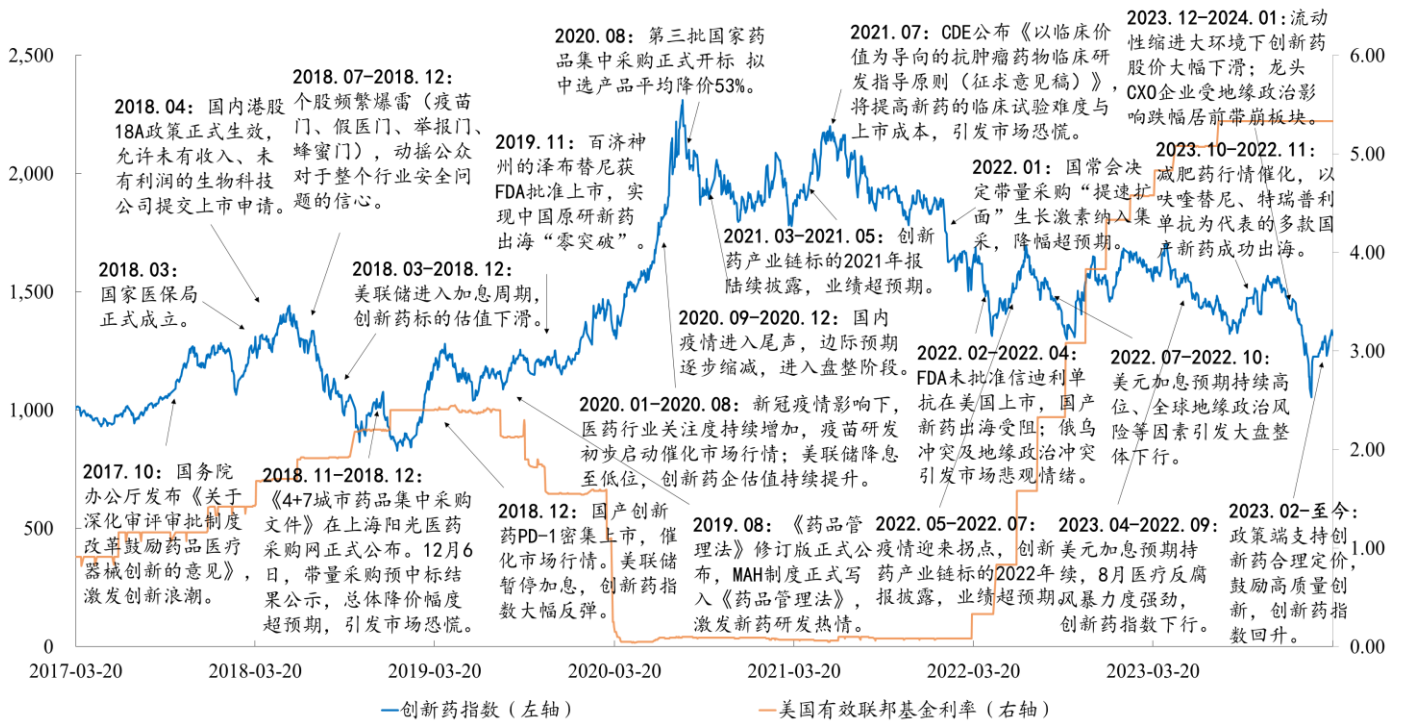


数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

1.1、利率因素：美联储将进入降息周期，新药标的估值有望逐步修复

我们梳理了 2017 年 3 月至今 A 股创新药指数的走势，影响其波动的主要因素包括美国基准利率、国内政策、突发性公共卫生事件（如新冠疫情等）、创新药项目交易及商业化出海等；其中，美国基准利率对创新药指数影响最显著，两者走势基本呈现负相关趋势。3 月 20 日，美联储公布 3 月利率决议，联邦基金利率目标区间连续第五次维持在 5.25%-5.5% 不变；美联储点阵图维持 2024 年 3 次降息预期不变，但在近期通胀上升后，2025 年降息预期有所缩减。目前美国基准利率仍处于高位，随着美联储将进入降息周期，流动性改善有助于优化投融资环境并提高新药研发景气度，有望给估值仍处于底部的创新药标的带来更大的估值修复空间。

图3：美国基准利率与国内创新药指数基本呈现负相关走势



资料来源：各政府网站、Insight、Wind 等、开源证券研究所

1.2、政策因素：近半年利好政策频出，支持国内创新药产业发展

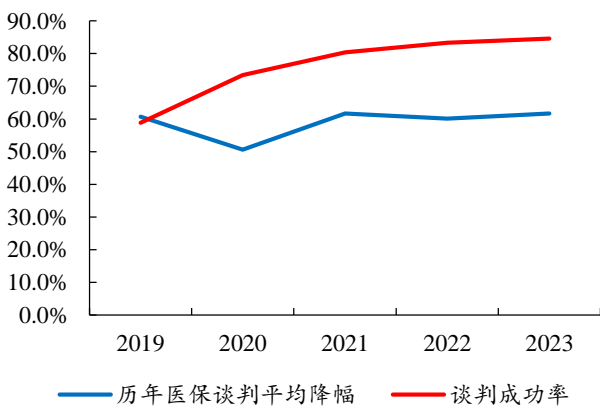
自 2023 年下半年起，针对国内创新药产业发展的利好政策频出，从审评提速、多元支付、合理定价等多维度做到了大力扶持，政策端实现了从“鼓励大规模创新”到“鼓励高质量创新”的跨越。同时，近 3 年医保谈判平均降幅趋缓，成功率逐年提升，未来创新药的价格机制有望从临床需求、药物稀缺性等多维度切入，支持高质量创新药获得“与高投入、高风险”相符的收益回报。

表1：政策端从审评提速、多元支付、合理定价等多个维度支持国内创新药产业发展

政策	发布时间	发文机关	创新药支持性内容
《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》	2023.04	国家药监局药审中心	此次审评审批提速针对的是纳入突破性治疗药物程序的创新药、儿童创新药和罕见病创新药三类创新药品，将加速这三类药品上市，满足相关患者的用药需求。
《谈判药品续约规则》、《非独家药品竞价规则》	2023.07	国家医疗保障局	《续约规则》提出对达到8年的谈判药纳入常规目录管理；对未达8年的谈判药，连续协议期达到或超过4年的品种以简易方式续约或新增适应症触发降价的，降幅减半；符合条件的药品可以申请谈判续约，谈判降幅可不必须高于按照简易规则确定的比例。
《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	2023.07	上海市医疗保障局	提出加强“医保、医疗、医药”联动协同，建立完善多元支付机制，推动将更多优质的创新药械纳入基本医保和商业健康保险支付范围，提升创新药械的可及性和可负担性。
《浦东新区综合改革试点实施方案（2023—2027年）》	2024.01	国务院办公厅	建立生物医药协同创新机制，推动医疗机构、高校、科研院所加强临床科研合作，依照有关规定允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展。
《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》	2024.02	国家医保局	坚持药品价格由市场决定的基本原则，把价格、挂网、采购等关键政策资源重点分配给真正具有创新性、高水平创新的企业。

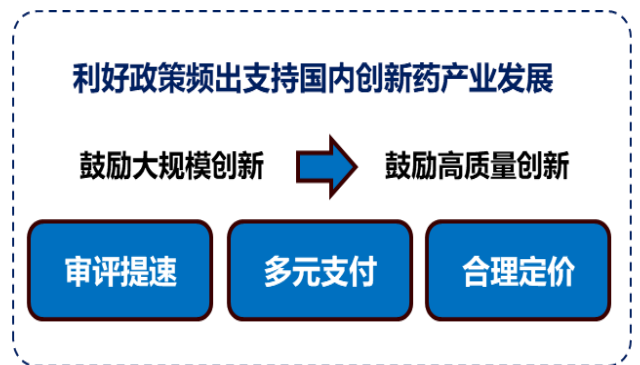
资料来源：各政府网站、开源证券研究所

图4：2019年起医保谈判降幅趋缓，成功率逐年提升



数据来源：国家医保局、开源证券研究所

图5：利好政策频出支持国内创新药产业发展



数据来源：各政府网站、开源证券研究所

1.3、出海因素：国产新药管线价值得到全球市场认可，出海交易火热

国内已有多款国产创新药获 FDA 批准上市，2023 年已成为国产创新药出海丰收年。中国药企的研发实力不断提升，管线价值逐渐得到全球市场的认可，国内项目已实现从仿制药出海、化药出海到现阶段 ADC 出海、双抗出海的跨越式成长，全球竞争力逐渐凸显。目前国内已有多款创新药获 FDA 上市批准上市，包括百济神州的泽布替尼与替雷利珠单抗、传奇生物的西达基奥仑赛、君实生物的特瑞普利单抗、和黄医药的呋喹替尼以及亿帆医药的艾贝格司亭α等，其中多款均在 2023 年下半年获批。海外新药具有更高的定价空间，出海有望进一步拓宽国产新药的市场空间。

表2：国内已有多款国产创新药获 FDA 批准上市，2023 年成国产创新药出海丰收年

药物名称	靶点	药物类型	FDA 最早 获批时间	企业	FDA 已获批适应症
泽布替尼	BTK	小分子	2019.11	百济神州	套细胞淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病、小淋巴细胞淋巴瘤等
西达基奥仑赛	BCMA	CAR-T	2022.02	传奇生物	复发和/或难治性多发性骨髓瘤
特瑞普利单抗	PD-1	单抗	2023.10	君实生物	联合吉西他滨/顺铂一线治疗晚期复发或转移性鼻咽癌；单药治疗二线复发或转移性鼻咽癌
托珠单抗生物类似药	IL-6R	单抗	2023.09	百奥泰	中到重度类风湿性关节炎、多关节型幼年特发性关节炎、全身型幼年特发性关节炎
呋喹替尼	VEGFR	小分子	2023.11	和黄医药	三线结直肠癌
艾贝格司亭 α	/	非抗体类融合蛋白	2023.11	亿帆医药	化疗导致的嗜中性粒细胞减少症
贝伐珠单抗生物类似药	VEGF	单抗	2023.12	百奥泰	非小细胞肺癌、结直肠癌、肾细胞癌、宫颈癌、胶质母细胞瘤
替雷利珠单抗	PD-1	单抗	2024.03	百济神州	既往接受过化疗的食管鳞状细胞癌

资料来源：Insight、开源证券研究所

2023 年中国创新药海外授权交易快速增长，海外大药企“席卷式”收购中国 ADC 管线。从创新药出海授权交易看，海外企业对国产创新药的重视度持续提升，国内 ADC 受到全球药企追捧。超过 5 亿美元的交易中，2021 年荣昌生物的维迪西妥单抗实现 26 亿美元的交易；2022 年，科伦药业将 7 款 ADC 项目授权默沙东，总金额近百亿美元。2023 年，百利天恒的 EGFR*HER3 的双抗 ADC 实现 84 亿美元的交易，打破了单品出海的记录。

表3: 2023年中国创新药海外授权交易快速增长, 海外大药企“席卷式”收购中国ADC管线。

时间	转让方	受让方	药品	交易总金额 (百万美元)	首付款 (百万美元)
2021年	荣昌生物	Seagen	纬迪西妥单抗	2600	200
	君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	1100	150
2022年	艾力斯	AriVent Biopharma	伏美替尼	805	40
	科伦药业	Merck	七个在研临床前 ADC 项目	9475	175
	康方生物	Summit	依沃西单抗 (AK112)	5000	500
	科伦药业	Merck	SKB-264	1410	47
	英矽智能	赛诺菲	不超过6个创新靶点的候选药物	1221.5	21.5
	石药集团	Elevation	SYSA1801	1195	27
	礼新医药	Turning Point	LM-302	1025	25
	科伦药业	MSD	早期 ADC 新药	936	35
	济民可信	罗氏	JMKX002992	650	60
	先声药业	Almirall	SIM0278	507	15
	诚益生物	阿斯利康	ECC5004	2010	185
	百力司康	卫材	BB-1701	2000	—
	百利天恒	BMS	BL-B01D1	8400	800
	映恩生物	BioNTech	DB-1303.DB-1311	1670	170
2023年	恒瑞医药	Merck KGaA	HRS-1167: SHR-A1904: SHR-A1904: HRS-1167	1669.8	171.3
	豪森药业	GSK	HS-20089	1570	85
	药明生物	GSK	四款 TCE 双抗/多抗	1500	40
	康诺亚/乐普生物	阿斯利康	CMG901	1188	63
	和黄医药	武田制药	咪喹替尼	1130	400
	恒瑞医药	One Bio	SHR-1905	1025	21.5
	启德医药	Pyramid Biosciences	GQ1010	1020	20
	宜联生物	BioNTech	HER3 ADC	1000	70
	高光制药	Biohaven	BHV-8000	970	20
	信诺维	AmMax Bio Inc.	新一代 ADC	871	—
	君实生物	瑞迪博士实验室	特瑞普利单抗	728	—
	恒瑞医药	Treeline BioSciences	SHR-2554	706	11
	石药集团	Corbus Pharmaceuticals	SYS6002	693	7.5
	复宏汉霖	PT Kalbe Farma	斯鲁利单抗	665	7
	赞荣医药	罗氏	ZN-A-1041	680	70
	和铂医药	Culinan Oncology	HBM7008	625	25
	礼新医药	阿斯利康	LM-305	600	55
恒瑞医药	Elevar	卡瑞利珠单抗	600	—	

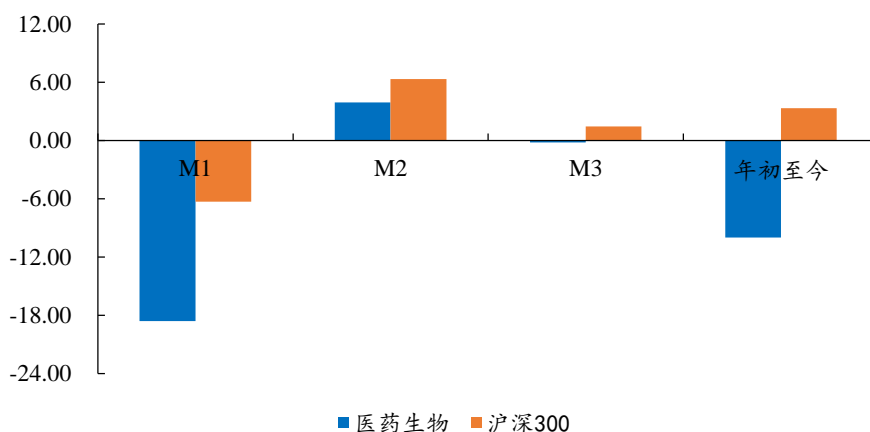
资料来源: 柏思荟、开源证券研究所

2、3月第3周医药生物下跌 2.13%，体外诊断板块涨幅最大

2.1、板块行情：医药生物下跌 2.13%，跑输沪深 300 指数 1.43 pct

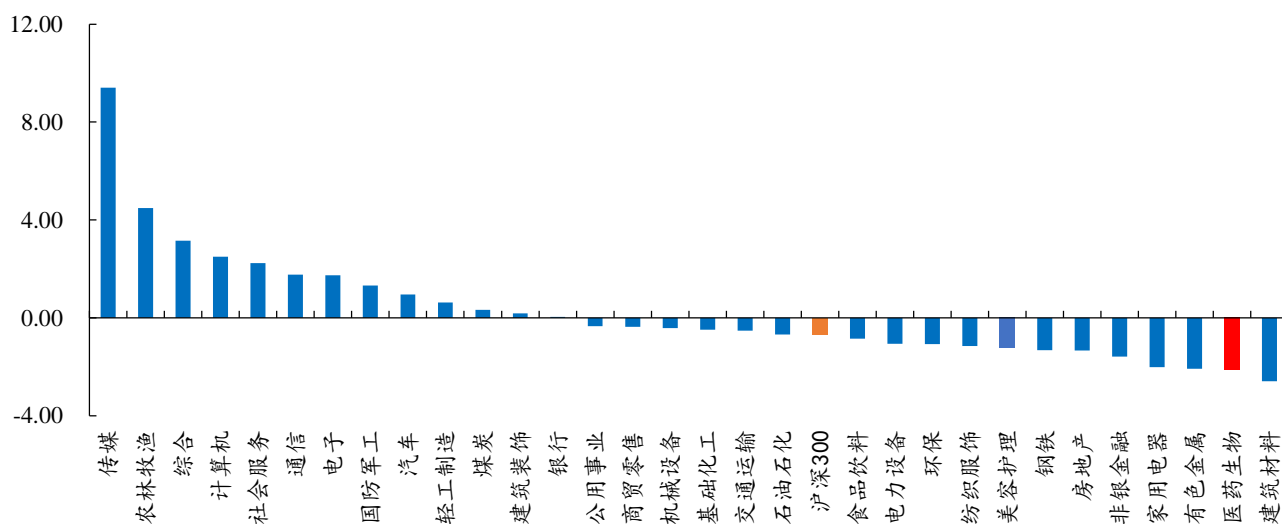
从月度数据来看，2024 年初至今沪深整体呈现下跌趋势。2024 年 3 月第 3 周建筑材料、医药生物、有色金属等行业均出现明显下跌，传媒、农林牧渔、综合等行业上涨幅度较大。本周医药生物下跌 2.13%，跑输沪深 300 指数 1.43pct，在 31 个子行业中排名第 30 位。

图6：3月医药生物指数下跌 0.21%（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所（截止至 2024.03.22）

图7：3月第3周医药生物下跌 2.13%（单位：%）

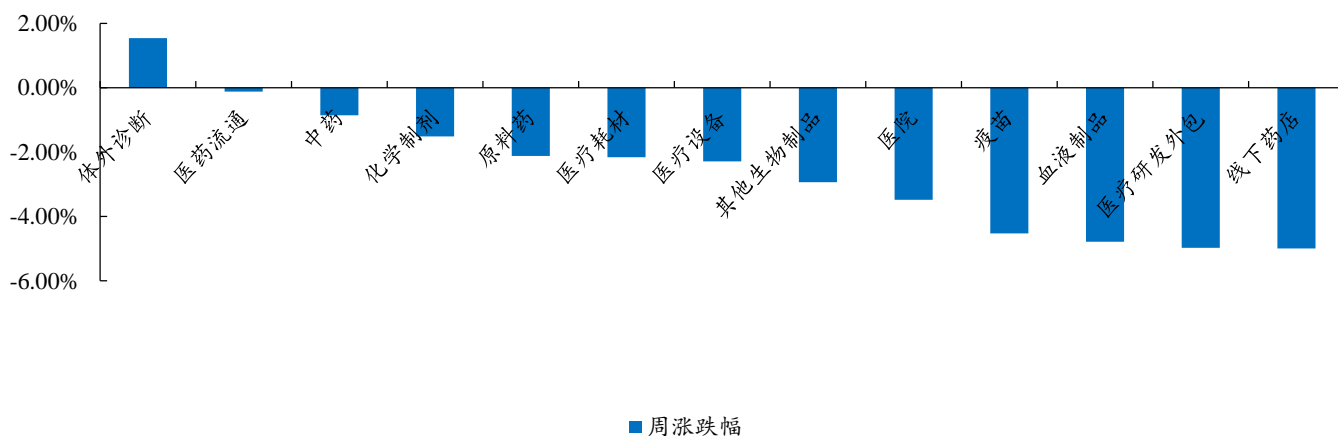


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2024.03.18-2024.03.22 为 3 月第 3 周）

2.2、子板块行情：体外诊断板块涨幅最大，线下药店板块跌幅最大

2024年3月第3周大部分板块均下跌，本周体外诊断板块涨幅最大，上涨1.55%；医药流通板块下跌0.11%，中药板块下跌0.85%，化学制剂板块下跌1.51%，原料药板块下跌2.11%，医疗耗材板块下跌1.94%，医疗设备板块下跌2.28%，其他生物制品板块下跌2.93%，医院板块下跌3.48%，线下药店板块跌幅最大，下跌4.99%。

图8：本周体外诊断板块涨幅最大，线下药店板块跌幅最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：3月以来化学制剂位居领先

子版块	M1	M2	M3 至今	年初至今	预测 PE (2024)	预测 PEG (2024)
中药	-12.46%	2.34%	2.17%	-2.24%	22.09	1.02
化学制药	-19.92%	3.57%	3.01%	-8.29%	20.49	1.35
原料药	-21.32%	2.73%	-0.38%	-13.20%	24.05	2.51
化学制剂	-19.59%	3.77%	3.79%	-7.14%	17.93	1.18
医药商业	-9.72%	1.63%	-0.53%	-3.86%	13.91	1.25
医药流通	-9.21%	1.40%	1.97%	-0.15%	12.86	1.50
线下药店	-10.63%	2.04%	-5.20%	-10.53%	19.89	0.87
医疗器械	-15.99%	4.84%	-0.61%	-7.48%	27.13	2.89
医疗设备	-13.68%	5.33%	-1.77%	-7.21%	27.19	1.83
医疗耗材	-18.67%	3.32%	-1.13%	-10.63%	28.74	1.26
体外诊断	-17.95%	5.52%	2.61%	-4.29%	24.71	-3.11
生物制品	-23.11%	8.62%	-2.99%	-14.29%	25.52	0.21
血液制品	-17.27%	4.92%	-1.62%	-11.19%	36.63	1.34
疫苗	-25.12%	10.98%	-7.52%	-18.46%	24.99	0.56
其他生物制品	-23.28%	7.90%	0.56%	-11.64%	24.56	0.00
医疗服务	-23.70%	0.93%	-5.02%	-21.08%	31.09	1.99
医院	-19.73%	4.44%	-6.16%	-15.87%	33.96	0.25
医疗研发外包	-25.82%	-1.60%	-5.34%	-24.92%	30.96	3.59

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5: 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	14.78	江苏吴中	13.7001	大理药业	31.71	万泽股份	12.85	塞力医疗	18.23
	2	本立科技	6.37	兴齐眼药	12.4175	ST康美	13.78	万泰生物	5.25	合富中国	6.77
	3	富祥药业	5.82	通化金马	9.7490	康惠制药	10.91	康为世纪	2.13	润达医疗	5.24
	4	河化股份	4.51	景峰医药	8.9744	龙津药业	6.20	诺思兰德	2.13	国药股份	3.26
	5	科源制药	4.42	ST三圣	7.9208	精华制药	4.4700	康辰药业	1.95	荣丰控股	3.16
跌幅前5	1	宏源药业	(16.24)	仟源医药	(12.20)	*ST太安	(12.57)	百克生物	(12.53)	健之佳	(9.33)
	2	欧康医药	(9.45)	赛隆药业	(11.61)	太极集团	(11.68)	康华生物	(10.35)	百洋医药	(7.60)
	3	哈一药业	(8.37)	益方生物-U	(10.18)	健民集团	(7.93)	百奥泰	(10.10)	益丰药房	(6.60)
	4	天宇股份	(7.66)	罗欣药业	(8.97)	寿仙谷	(7.26)	三生国健	(9.47)	老百姓	(6.43)
	5	仙琚制药	(7.16)	百利天恒-U	(8.19)	盘龙药业	(6.05)	奥浦迈	(8.19)	大参林	(3.79)
	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	21.35	贝瑞基因	41.54	理邦仪器	15.09	冠昊生物	13.18	九安医疗	21.82
	2	药石科技	15.32	兰卫医学	26.79	华康医疗	14.64	中红医疗	11.81	爱威科技	20.70
	3	成都先导	5.45	何氏眼科	9.21	祥生医疗	11.11	尚荣医疗	10.33	安必平	19.78
	4	睿智医药	4.44	光正眼科	6.44	阳普医疗	7.33	正川股份	8.69	硕世生物	17.88
	5	诺泰生物	4.19	南华生物	4.42	乐心医疗	6.06	ST南卫	7.43	明德生物	9.41
跌幅前5	1	药康生物	(10.19)	普瑞眼科	(8.64)	华大智造	(8.68)	爱博医疗	(6.95)	迪瑞医疗	(9.19)
	2	诺思格	(8.20)	金域医学	(5.95)	怡和嘉业	(7.34)	威高骨科	(6.72)	九强生物	(6.07)
	3	泰格医药	(8.02)	爱尔眼科	(4.94)	海尔生物	(6.41)	华兰股份	(5.86)	新产业	(6.05)
	4	和元生物	(7.83)	华夏眼科	(4.74)	联影医疗	(5.36)	采纳股份	(5.73)	万孚生物	(3.69)
	5	昭衍新药	(7.69)	美年健康	(3.69)	开立医疗	(4.80)	欧普康视	(5.66)	艾德生物	(3.03)

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

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

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

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