

## 医药生物

2024年05月05日

# GLP-1 单品持续放量，多肽产业链高景气发展

——行业周报

投资评级：看好（维持）

余汝意（分析师）

汪晋（联系人）

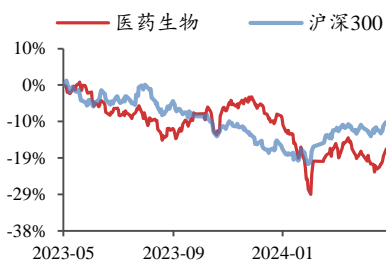
yuruyi@kysec.cn

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

《原料药行业量升价稳，拐点将至——行业周报》-2024.4.21

《全球医药投融资回暖，国内仍阶段性承压——行业周报》-2024.4.14

《医疗设备更新助力需求扩容，器械公司成长属性加强——行业周报》-2024.4.7

### ● 2024Q1 GLP-1 大单品销售额持续增长，产能已成为限速环节

2024Q1 司美格鲁肽与替尔泊肽销售额分别约 60.77/23.24 亿美元，同比增长约 47.8%/308.8%，其中减肥药产品 Wegovy 与 Zepbound 销售额均实现跨越式增长。随着 GLP-1 单品下游需求快速增加，产能目前已成为大单品放量的限速因素，诺和诺德与礼来正持续推进新产能的布局与建设。2024 年 2 月，诺和诺德宣布计划收购原属于 Catalent 的 3 家无菌灌装工厂，以增加司美格鲁肽产能；公司预计 2024 年资本支出将达到 450 亿丹麦克朗，大部分用于 API 产能建设。2024 年 4 月，礼来宣布计划从 Nexus Pharmaceuticals 收购一家制药厂，旨在进一步扩大 GLP-1 药物生产网络；同时，公司正在对印第安纳州、北卡罗来纳州、德国和爱尔兰的新工厂进行投资，预计未来几年的资本支出进一步提升。

### ● 海内外 GLP-1 新药布局火热，多肽 CDMO 产业成长潜力逐渐释放

以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的 GLP-1 单品快速放量，吸引国内多家企业布局以 GLP-1R 为靶点的药物管线。截至 2024 年 4 月底，国内共有 7 款 GLP-1 新药获批上市、5 款新药处于 NDA 阶段；海外共有 7 款新药获批上市、5 款新药处于 III 期临床阶段。随着越来越多的企业布局 GLP-1 新药产品，对多肽药物研发生产外包服务的需求将持续增强，国内多肽 CDMO 产业成长潜力将逐渐释放。

### ● GLP-1 单品专利即将到期，原料药需求预计大幅提升

根据诺和诺德公告，海外除美国外利拉鲁肽制剂专利将于 2024 年 11 月到期，国内司美格鲁肽专利将于 2026 年到期，届时仿制药产品上市，对原料药产品需求将大幅提升；预计下游企业实际采购时点将早于专利到期时点。海内外多家企业已布局司美格鲁肽生物类似物以及改良新药产品；九源基因产品目前已进入 NDA 阶段，丽珠集团、珠海联邦、正大天晴等多家企业的司美格鲁肽生物类似物以及齐鲁制药、石药集团的司美格鲁肽改良新药已进入 III 期临床阶段。随着海外利拉鲁肽与国内司美格鲁肽专利将陆续到期，早期管线持续向后端推进，以及多家企业开始布局口服司美格鲁肽产品，对上游原料药的需求将大幅提升。

### ● 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、康诺亚、恒瑞医药、神州细胞；**CXO：**泰格医药、百诚医药、圣诺生物、诺思格；**科研服务：**毕得医药、奥浦迈、药康生物；**医疗器械：**迈瑞医疗、翔宇医疗、可孚医疗、戴维医疗；**零售药店：**益丰药房、健之佳；**中药：**悦康药业、昆药集团、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。

● **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

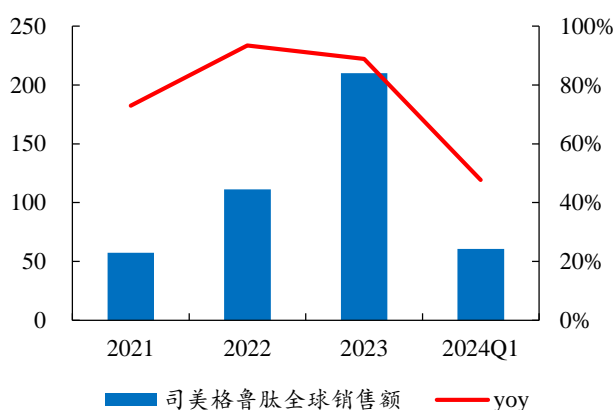
1、 2024Q1 GLP-1 单品持续放量，多肽产业链高景气发展.....	3
1.1、 2024Q1 GLP-1 大单品销售额持续增长，产能已成为限速环节.....	3
1.2、 海内外 GLP-1 新药布局火热，多肽 CDMO 产业成长潜力逐渐释放.....	4
1.3、 部分 GLP-1 单品专利即将到期，原料药需求预计大幅提升.....	6
2、 5 月第 1 周医药生物上涨 2.49%，原料药板块涨幅最大.....	7
2.1、 板块行情：医药生物上涨 2.49%，跑赢沪深 300 指数 1.92 pct.....	7
2.2、 子板块行情：原料药板块涨幅最大，血液制品板块跌幅最大.....	8
3、 风险提示.....	10

## 1、2024Q1 GLP-1 单品持续放量，多肽产业链高景气发展

### 1.1、2024Q1 GLP-1 大单品销售额持续增长，产能已成为限速环节

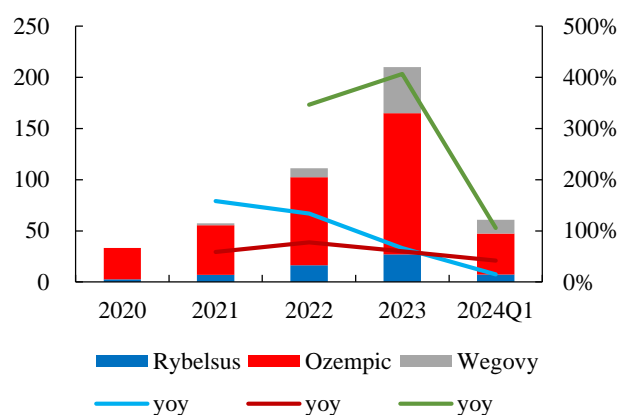
2024年5月2日，诺和诺德发布2024年一季报，大单品司美格鲁肽持续放量，其中减肥药产品Wegovy约实现翻倍增速。根据一季报信息，2024Q1司美格鲁肽全球销售额约60.77亿美元，同比增长47.8%；其中Rybelsus/Ozempic/Wegovy分别实现营收7.22/40.05/13.50亿美元，同比增长15.1%/41.6%/105.5%，减肥产品Wegovy约实现翻倍增长。2024Q1，诺和诺德已完成1.0mg司美格鲁肽的肾疗效试验，同时Wegovy被FDA批准用于降低肥胖患者的心血管风险，大单品适应症领域持续拓展。

图1：司美格鲁肽全球销售额快速增长（亿美元）



数据来源：诺和诺德公告、开源证券研究所 注：汇率按1丹麦克朗=0.144美元计算

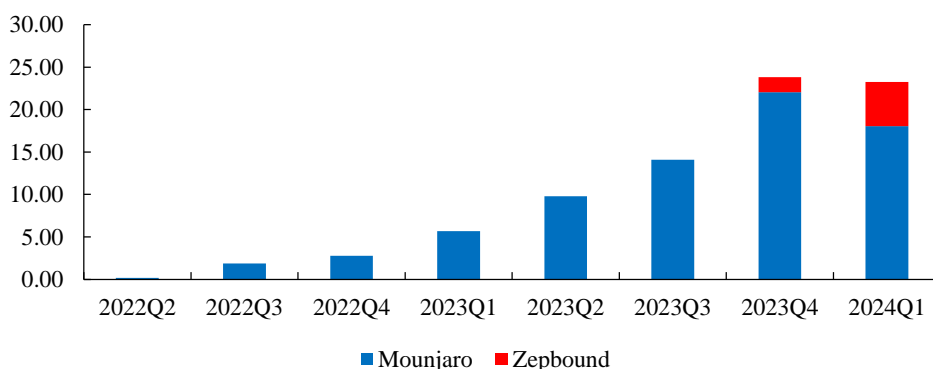
图2：司美格鲁肽减肥药产品Wegovy快速放量(亿美元)



数据来源：诺和诺德公告、开源证券研究所 注：汇率按1丹麦克朗=0.144美元计算

2024年4月30日，礼来发布2024年一季报，大单品替尔泊肽持续放量，其中新上市减肥药产品Zepbound销售实现跨越式增长。根据一季报信息，2024Q1替尔泊肽实现销售额约23.24亿美元，同比增长308.8%；其中，减肥药产品Zepbound于2023年11月获批上市，销售额从2023Q4的1.76亿美元快速增长至2024Q1的5.17亿美元。受产能紧张影响，公司预计中短期内替尔泊肽的销售增长将主要取决于公司的产能与运输量。

图3：2024Q1 替尔泊肽减肥药产品 Zepbound 快速放量（亿美元）



数据来源：礼来公告、开源证券研究所

随着 GLP-1 单品下游需求快速增加，产能目前已成为大单品放量的限速因素，诺和诺德与礼来正持续推进新产能的布局与建设。2024 年 2 月，诺和诺德宣布计划收购原属于 Catalent 的 3 家无菌灌装工厂，以增加司美格鲁肽产能；公司预计 2024 年资本支出将达到 450 亿丹麦克朗，大部分用于 API 产能建设。2024 年 4 月，礼来宣布计划从 Nexus Pharmaceuticals 收购一家制药厂，旨在进一步扩大 GLP-1 药物生产网络；同时，公司正在对印第安纳州、北卡罗来纳州、德国和爱尔兰的新工厂进行投资，预计未来几年的资本支出进一步提升。

**表1：诺和诺德与礼来正持续推进新产能的布局与建设**

公司	近期产能布局
诺和诺德	2024 年 2 月，公司宣布计划收购原属于 Catalent 的 3 家无菌灌装工厂，以增加司美格鲁肽产能，预计收购将于 2024 年底完成。公司预计 2024 年资本支出将达到 450 亿丹麦克朗，大部分用于 API 产能建设；预计在未来几年内，资本开支与营收比例仍将保持低双位数。
礼来	2024 年 4 月，礼来宣布计划从 Nexus Pharmaceuticals 收购一家制药厂，旨在进一步扩大 GLP-1 药物生产网络，计划在 2025 年底启动该工厂的商业生产；公司正在对印第安纳州、北卡罗来纳州、德国和爱尔兰的新工厂进行投资，预计未来几年的资本支出进一步提升。

资料来源：诺和诺德公告、礼来公告、开源证券研究所

## 1.2、海内外 GLP-1 新药布局火热，多肽 CDMO 产业成长潜力逐渐释放

以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的 GLP-1 单品快速放量，吸引国内多家企业布局以 GLP-1R 为靶点的药物管线。截至 2024 年 4 月底，国内共有 7 款 GLP-1 新药获批上市、5 款新药处于 NDA 阶段；海外共有 7 款新药获批上市、5 款新药处于 III 期临床阶段。随着越来越多的企业布局 GLP-1 新药产品，对多肽药物研发生产外包服务的需求将持续增强，国内多肽 CDMO 产业的成长潜力将逐渐释放。

**表2：国内多家企业布局 GLP-1 药物管线**

药物	公司	靶点	药物类型	适应症	国内进度	最早上市/公告时间
艾塞那肽	三生制药/ 阿斯利康/ 礼来制药等	GLP-1R	化药 (注射)	2 型糖尿病	获批上市	2009-05-08
利拉鲁肽	诺和诺德	GLP-1R	生物药 (注射)	2 型糖尿病	获批上市	2011-03-04
贝那鲁肽	上海仁会生物	GLP-1R	生物药 (注射)	2 型糖尿病 肥胖	获批上市 获批上市	2016-12-22 2023-07-27
利司那肽	赛诺菲	GLP-1R	化药 (注射)	2 型糖尿病	获批上市	2017-10-12
度拉糖肽	礼来制药	GLP-1R	生物药 (注射)	2 型糖尿病	获批上市	2019-02-22
洛塞那肽	江苏豪森	GLP-1R	化药 (注射)	2 型糖尿病	获批上市	2019-05-05
司美格鲁肽	诺和诺德	GLP-1R	生物药	2 型糖尿病	获批上市	2021-04-27

			(注射)	肥胖	NDA	2020-01-31
口服版司美格鲁肽	诺和诺德	GLP-1R	生物药 (口服)	2 型糖尿病 肥胖	获批上市 III 期	2024-01-26 2023-04-06
玛仕度肽	信达生物/ 礼来制药	GCGR / GLP1R	化药 (注射)	肥胖 2 型糖尿病	NDA III 期	2024-02-18 2023-12-26
替尔泊肽	礼来制药/ 田边三菱制药株式 会社	GLP1R/GIPR	化药 (注射)	2 型糖尿病 肥胖	NDA NDA	2022-09-07 2023-08-21
苏帕鲁肽	银诺医药集/ 智享生物	GLP-1R	生物药 (注射)	2 型糖尿病	NDA	2023-09-27
维派那肽	派格生物	GLP-1R	化药 (注射)	2 型糖尿病	NDA	2023-09-27
艾本那肽	常山生化药业	GLP-1R	化药 (注射)	2 型糖尿病	NDA	2024-04-25
格鲁塔珠单抗	鸿运华宁	GLP-1R	生物药 (注射)	2 型糖尿病	III 期	2021-07-30
IcoSema	诺和诺德	GLP1R / INSR	生物药 (注射)	2 型糖尿病	III 期	2021-10-27
伊诺格鲁肽	先为达/凯因科技	GLP-1R	生物药 (注射)	2 型糖尿病 肥胖	III 期 III 期	2022-12-23 2023-03-15
Orforglipron	礼来	GLP-1R	化药 (口服)	2 型糖尿病 肥胖	III 期 III 期	2023-05-24 2023-05-24
CagriSema	诺和诺德	AMYR/ GLP1R	生物药 (注射)	肥胖 2 型糖尿病	III 期 III 期	2023-07-05 2023-09-27
Survodutide	勃林格殷格翰	GCGR / GLP1R	化药 (注射)	肥胖	III 期	2023-10-04
TJ103	Genexine/ 石药/ 天境生物/ 天士力医药	GLP-1R	生物药 (注射)	肥胖 2 型糖尿病	III 期	2023-08-08 2024-01-31
JY09	东方百泰/精益泰翔	GLP-1R	生物药 (注射)	2 型糖尿病	III 期	2024-02-14

资料来源：Insight、开源证券研究所

**表3：海外多家企业布局 GLP-1 药物管线**

药物	公司	靶点	药物类型	适应症	海外进度	最早上市/公告时间
艾塞那肽	三生制药/ 阿斯利康/ 礼来制药等	GLP-1R	化药 (注射)	2 型糖尿病	FDA 获批	2005-04-28
					EMA 获批	2006-11-20
利拉鲁肽	诺和诺德	GLP-1R	生物药 (注射)	2 型糖尿病	FDA 获批	2012-04-06
				肥胖	EMA 获批	2014-03-21
利司那肽	赛诺菲	GLP-1R	化药 (注射)	2 型糖尿病	FDA 获批	2013-01-31
					EMA 获批	2016-07-27
度拉糖肽	礼来制药	GLP-1R	生物药 (注射)	2 型糖尿病	FDA 获批	2014-09-18
					EMA 获批	2014-11-21
司美格鲁肽	诺和诺德	GLP-1R	生物药 (注射)	2 型糖尿病	FDA 获批	2017-12-05
					EMA 获批	2018-02-08
				肥胖	FDA 获批	2021-06-04
口服版司美格鲁肽	诺和诺德	GLP-1R	生物药 (口服)	2 型糖尿病	FDA 获批	2019-09-20
					EMA 获批	2020-04-03
				肥胖	FDA 获批一线	2023-01-12
替尔泊肽	礼来制药/ 田边三菱制药株式 会社	GLP1R/GIPR	化药 (注射)	2 型糖尿病	FDA 获批	2022-05-13
					EMA 获批	2022-09-15
				肥胖	FDA 获批	2023-11-08
IcoSema	诺和诺德	GLP1R / INSR	生物药 (注射)	2 型糖尿病	III 期 (美欧等)	2021-08-12
Orforglipron	礼来	GLP-1R	化药 (口服)	肥胖	III 期 (中、美等)	2023-05-24
				2 型糖尿病	III 期 (中、美等)	2023-05-24
CagriSema	诺和诺德	AMYR/ GLP1R	生物药 (注射)	肥胖	III 期 (美日等)	2022-06-07
				2 型糖尿病	III 期 (中美等)	2023-09-27
retatrutide	礼来	GCGR / GIPR / GLP1R	化药 (注射)	肥胖	III 期 (美国等)	2023-05-31
				2 型糖尿病	III 期 (美国等)	2024-02-15
Survodutide	勃林格殷格翰	GCGR/ GLP1R	化药 (注射)	肥胖	III 期 (美国、欧洲等)	2023-10-04

资料来源：Insight、开源证券研究所

### 1.3、部分 GLP-1 单品专利即将到期，原料药需求预计大幅提升

海外利拉鲁肽与国内司美格鲁肽专利将陆续到期，原料药需求预计将大幅提升。根据诺和诺德公告，海外除美国外利拉鲁肽制剂专利将于 2024 年 11 月到期，国内司美格鲁肽专利将于 2026 年到期，届时仿制药产品上市，对原料药产品需求将大幅提升；预计下游企业实际采购时点将早于专利到期时点。

**表4：海外利拉鲁肽与国内司美格鲁肽专利将陆续到期**

产品	US	China	Japan	Europe
Victoza	Expired	Expired	Expired	Expired
Saxenda	Expired	Expired	Expired	Expired
Ozempic	2032	2026	2031	2031
Rybelsus	2032	2026	2031	2031
Wegovy	2032	2026	2031	2031

资料来源：诺和诺德年报、开源证券研究所 注：Victoza 海外制剂专利（除美国外）将于 2024 年 11 月到期，美国制剂专利将于 2026 年 2 月到期

海内外多家企业布局司美格鲁肽生物类似物以及改良新药产品。九源基因产品目前已进入 NDA 阶段，丽珠集团、珠海联邦、正大天晴等多家企业的司美格鲁肽生物类似物以及齐鲁制药、石药集团的司美格鲁肽改良新药已进入 III 期临床阶段。随着早期管线持续向后端推进，以及多家企业开始布局口服司美格鲁肽，对原料药的需求将大幅提升。

**表5：海内外内多家企业布局司美格鲁肽类似物或改良新药产品**

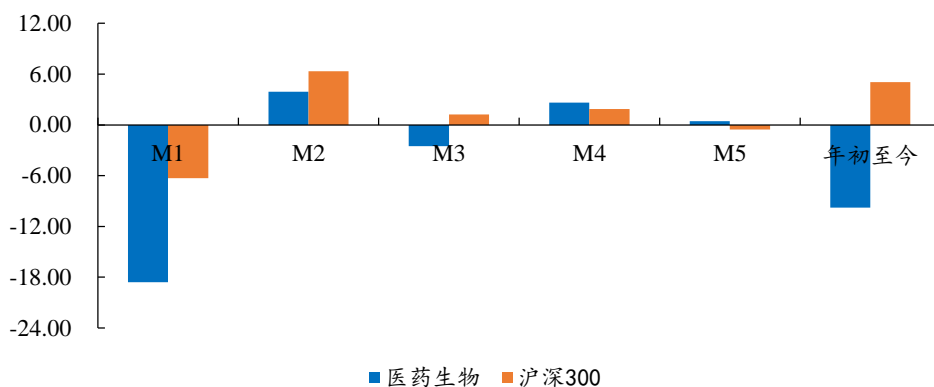
研发机构	最快临床进度	时间	类型
九源基因	NDA	2024-04-03	生物类似物
丽珠集团	III 期	2022-11-18	生物类似物
珠海联邦制药	III 期	2023-02-15	生物类似物
重庆宸安生物/上海博唯生物	III 期	2023-06-19	生物类似物
齐鲁制药	III 期	2023-07-13	改良新药
重庆派金/杭州中美华东	III 期	2023-08-02	生物类似物
四环医药/惠升生物	III 期	2023-08-30	生物类似物
石药集团/北京抗创联生物	III 期	2023-12-04	改良新药
正大天晴	III 期	2024-01-12	生物类似物
北京质肽生物/爱美客	III 期	2024-03-05	生物类似物
深圳翰宇	I 期	2024-01-08	改良新药
江苏万邦生化	I 期	2024-01-18	生物类似物
华润双鹤药业	I 期	2024-04-29	改良新药
苏州特瑞	获批临床	2024-04-19	改良新药
印度瑞迪博士实验室	申请临床	2024-04-04	改良新药

资料来源：Insight、开源证券研究所

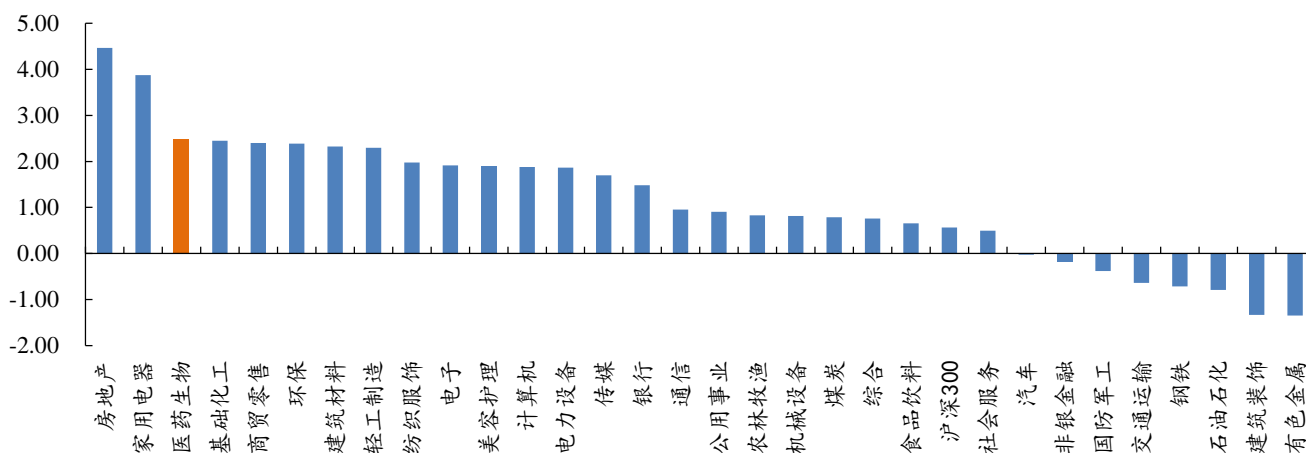
## 2、5月第1周医药生物上涨2.49%，原料药板块涨幅最大

### 2.1、板块行情：医药生物上涨2.49%，跑赢沪深300指数1.92 pct

从月度数据来看，2024年初至今沪深300整体呈现上涨趋势。2024年5月第1周有色金属、建筑装饰、石油石化等行业均出现明显下跌，房地产、家用电器、医药生物等行业上涨幅度较大。本周医药生物上涨2.49%，跑赢沪深300指数1.92pct，在31个子行业中排名第3位。

**图4：5月医药生物指数上涨0.43%（单位：%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所（截止至 2024.05.03）

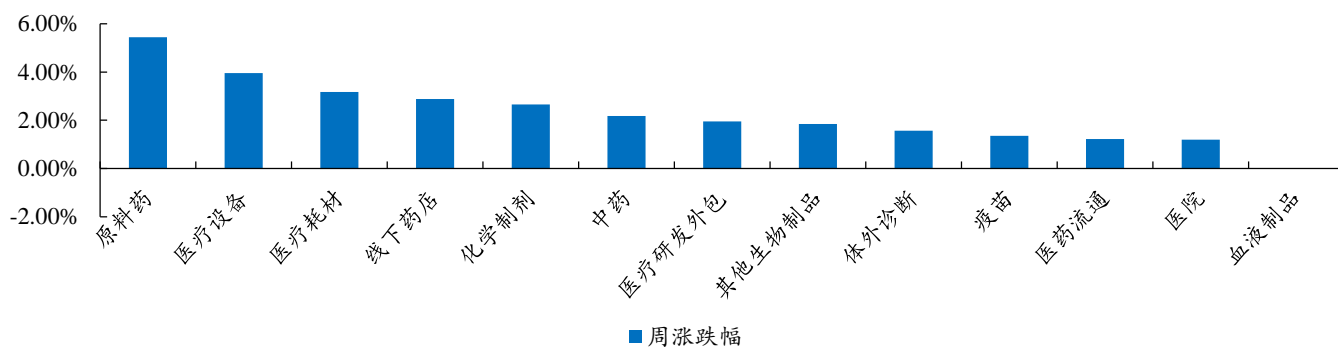
**图5：5月第1周医药生物上涨2.49%（单位：%）**


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2024.04.29-2024.05.03 为 5 月第 1 周）

## 2.2、子板块行情：原料药板块涨幅最大，血液制品板块跌幅最大

2024年5月第1周大部分板块均上涨，本周原料药板块涨幅最大，上涨5.45%；医疗设备板块上涨3.96%，医疗耗材板块上涨3.17%，线下药店板块上涨2.89%，化学制剂板块上涨2.65%；血液制品板块跌幅最大，下跌0.02%，医院板块上涨1.19%医药流通板块上涨1.22%，疫苗板块上涨1.36%，体外诊断板块上涨1.57%。



**图6：本周原料药板块涨幅最大，血液制品板块跌幅最大**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表6：5月以来原料药位居领先**

子版块	M1	M2	M3	M4	M5	年初至今	预测 PE (2024)	预测 PEG (2024)
<b>中药</b>	-12.46%	2.34%	2.17%	3.92%	0.94%	0.63%	23.98	1.59
<b>化学制药</b>	-19.92%	3.57%	3.01%	6.31%	1.28%	-4.22%	21.85	0.80
原料药	-21.32%	2.73%	-0.38%	11.46%	2.53%	-6.35%	24.67	1.00
化学制剂	-19.59%	3.77%	3.79%	5.18%	0.99%	-3.74%	19.44	0.74
<b>医药商业</b>	-9.72%	1.63%	-0.53%	3.66%	0.55%	0.22%	17.74	0.70
医药流通	-9.21%	1.40%	1.97%	1.29%	0.01%	0.82%	14.64	0.70
线下药店	-10.63%	2.04%	-5.20%	8.29%	1.55%	-0.88%	24.66	0.69
<b>医疗器械</b>	-15.99%	4.84%	-0.61%	4.09%	0.53%	-7.17%	29.20	0.98
医疗设备	-13.68%	5.33%	-1.77%	4.20%	0.53%	-6.51%	30.60	1.17
医疗耗材	-18.67%	3.32%	-1.13%	7.10%	1.31%	-6.17%	31.25	0.67
体外诊断	-17.95%	5.52%	2.61%	0.31%	-0.40%	-9.84%	24.59	1.03
<b>生物制品</b>	-23.11%	8.62%	-2.99%	-1.56%	-0.11%	-18.07%	25.92	0.53
血液制品	-17.27%	4.92%	-1.62%	4.21%	0.04%	-6.28%	31.67	0.98
疫苗	-25.12%	10.98%	-7.52%	-8.26%	-0.93%	-29.03%	20.99	0.67
其他生物制品	-23.28%	7.90%	0.56%	1.77%	0.44%	-12.30%	17.66	0.00
<b>医疗服务</b>	-23.70%	0.93%	-5.02%	-4.51%	-1.68%	-27.30%	31.85	1.17
医院	-19.73%	4.44%	-6.16%	-2.36%	-1.84%	-21.39%	38.62	0.90
医疗研发外包	-25.82%	-1.60%	-5.34%	-3.36%	-1.53%	-29.40%	29.87	1.55

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7：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	欧康医药	41.65	川宁生物	34.49	华神科技	14.29	奥浦迈	13.37	荣丰控股	11.52
	2	溢多利	38.63	鲁抗医药	15.72	*ST吉药	12.65	科兴制药	10.93	华人健康	10.89
	3	富士莱	25.40	奥赛康	14.08	汉森制药	10.33	君实生物-U	10.48	浙江震元	10.05
	4	富祥药业	18.95	金城医药	13.99	恩威医药	8.52	未名医药	9.44	一心堂	6.79
	5	圣达生物	17.97	海辰药业	11.72	华森制药	8.49	近岸蛋白	8.31	瑞康医药	6.35
跌幅前5	1	键凯科技	(2.73)	普利制药	(15.81)	*ST大药	(9.63)	艾迪药业	(4.89)	润达医疗	(2.16)
	2	奥锐特	(0.93)	上海谊众	(7.08)	*ST太安	(5.56)	通化东宝	(4.72)	国药股份	(0.54)
	3	纳微科技	0.14	华纳药厂	(5.52)	以岭药业	(3.83)	康泰生物	(2.65)	柳药集团	(0.44)
	4	新诺威	1.90	人福医药	(5.24)	ST九芝	(3.09)	派林生物	(1.94)	一致B	(0.41)
	5	国邦医药	2.46	常山药业	(2.51)	奇正藏药	(1.33)	智翔金泰-U	(1.78)	九州通	0.00
涨幅前5	医疗研发外包		医疗服务		医疗设备		医疗耗材		体外诊断		
	1	和元生物	12.39	南华生物	13.85	华大智造	11.07	正川股份	12.47	博拓生物	12.71
	2	南模生物	6.75	贝瑞基因	6.36	东富龙	8.95	冠昊生物	7.35	安旭生物	9.37
	3	睿智医药	6.46	诺禾致源	5.38	乐心医疗	6.89	ST南卫	7.30	博晖创新	9.00
	4	百花医药	6.14	澳洋健康	5.17	伟思医疗	5.98	安杰思	7.00	之江生物	8.43
跌幅前5	5	博济医药	5.75	国际医学	4.55	理邦仪器	5.71	尚荣医疗	6.93	利德曼	8.35
	1	昭衍新药	(5.64)	美年健康	(8.11)	华康医疗	(5.97)	山东药玻	(1.16)	奥泰生物	(11.33)
	2	普蕊斯	(1.83)	ST中珠	(2.67)	锦好医疗	(5.55)	正海生物	(1.01)	达安基因	(6.43)
	3	博腾股份	(1.00)	迪安诊断	(0.21)	康众医疗	(3.88)	迈普医学	(0.95)	九安医疗	(5.16)
	4	阳光诺和	(0.84)	通策医疗	0.58	万东医疗	(3.72)	昊海生科	(0.03)	*ST东洋	(4.49)
5	百诚医药	0.29	金城医学	0.66	澳华内镜	(3.59)	三友医疗	0.00	普门科技	(2.43)	

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