

医药生物

2024年05月26日

骨科关节国采顺利续标，国产替代和格局优化正当时

——行业周报

投资评级：看好（维持）

余汝意（分析师）

司乐致（分析师）

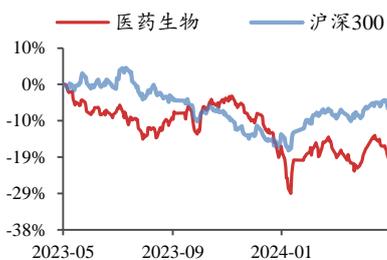
yuruyi@kysec.cn

silezhi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790523110003

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《把握政策机遇，关注新生儿人口相关投资机会—行业周报》-2024.5.19

《行业拐点将至，布局创新弹性及业绩确定性方向—2024年中期策略报告》-2024.5.8

《GLP-1 单品持续放量，多肽产业链高景气发展—行业周报》-2024.5.5

● 骨科关节国采顺利续标，国产替代和格局优化正当时

2024年5月21日国家医保局组织开展人工关节集采协议期满后接续采购，并在天津开标。本次接续采购全国共有6281家医院参加，填报需求量58.16万套，其中髌关节28.6万套、膝关节29.4万套，与首轮集采协议量相比增长了7.42%，其中国产报量份额整体提升到72%。本次接续采购中选价格稳中有降，平均下降6%左右，本次接续采购共有54家企业的167个产品中选，其中，有47家企业有产品进一步申报降价，中选产品中有2/3的产品价格下降。接续采购中选结果将于6月份在全国落地实施。

● 各厂商价格差异较小，需重点关注服务能力和产品矩阵丰富的骨科龙头

在续约原则上看：以适当的竞争“淘汰”率，引导首轮中选价格较高的产品进一步降价。引入“复活”机制，给予有让利患者意愿的企业更多中选机会，保障供应稳定多元。实行梯度带量，中选排名靠前、价格低的产品带量比例高。同时将首轮集采履约情况纳入考量，在中选排名和带量比例上，向履约良好的企业倾斜。

在续约策略上看：参标企业通过多品牌保证了价格梯度区间以满足不同层级的医院需求，同时确保更多的品牌进入排名分量的前40%，以获更多二次剩余量分配。比如威高骨科有海星和亚华，爱康医疗有爱康、天行、JRI；报价方面基本都在复活价以下，确保规则二中选，不脱标。

在续约结果上看：整体价格体系维持稳定，对各方都较为公平，首次集采报价较低的企业中选价格以上涨为主，通过适度提价提升竞争力，并拥有更大的空间让利经销商以增强合作吸引力，如爱康医疗的膝关节和陶对陶和陶对聚髌关节；而首次报价较高的企业中选价格以下降为主，降价的企业需要在维持利润和满足经销商利益之间找到平衡点，如春立医疗和大博医疗的髌关节。进口厂商参与集采的意愿正逐步走低，主要受限于进口厂商供货价格，同时很多经销商进行了国产品牌的切换，外资丢失了部分区域市场。国产小厂商正在逐步出清，格局正进一步优化。未来需重点关注以下能力较优的企业：产能和供应链稳定、反应速度和服务质量佳、创新产品研发和准入节奏好、产品质量优和工具保障更新及时满足临床需求、学术会议和临床资源丰富和标外产品布局体系完整。

● 推荐标的

制药及生物制品：九典制药、智翔金泰、康诺亚、恩华药业、京新药业、人福医药、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、三诺生物、可孚医疗、海尔生物、戴维医疗、澳华内镜、开立医疗、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；**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、骨科关节国采顺利续标，国产替代和格局优化正当时.....	3
1.1、人工关节续约报量和规则正式落地，国产替代不断深化.....	3
1.2、人工关节续约落地，价格梯度小有望优化竞争格局.....	5
2、5月第4周医药生物下跌3.74%，线下药店板块跌幅最小.....	6
2.1、板块行情：医药生物下跌3.74%，跑输沪深300指数1.66 pct.....	6
2.2、子板块行情：线下药店板块跌幅最小，其他生物制品板块跌幅最大.....	7
3、风险提示.....	9

图表目录

图 1：5月医药生物指数下跌2.91%（单位：%）.....	7
图 2：5月第4周医药生物下跌3.74%（单位：%）.....	7
图 3：本周线下药店板块跌幅最小，其他生物制品板块跌幅最大.....	8
表 1：人工关节续约总量略增，其中膝关节增长较为明显.....	3
表 2：关节集采顺利推动国产替代.....	3
表 3：爱康医疗、大博医疗等厂商续约报量份额上升较大.....	3
表 4：续约最高有效申报价相对初次集采已有调整.....	4
表 5：中选规则有望将各厂商价格拉到位置.....	5
表 6：爱康医疗髌（陶陶和陶聚）&膝关节涨价，春立医疗膝关节重新中选.....	5
表 7：5月以来线下药店位居领先.....	8
表 8：子板块中个股涨跌幅（%）前5.....	9

1、骨科关节国采顺利续标，国产替代和格局优化正当时

1.1、人工关节续约报量和规则正式落地，国产替代不断深化

2024年4月30日，国家高值耗材联采办发布《人工关节集中带量采购协议期满接续采购公告（第2号）》，文件公示相关接续内容：采购协议期满**接续采购产品**：初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节，含增材制造技术（即3D打印）类产品。其中髋关节包括陶瓷-陶瓷类髋关节产品系统、陶瓷-聚乙烯类髋关节产品系统、合金-聚乙烯类髋关节产品系统。**年度采购需求量**：按参加本次接续采购的每一家医疗机构报送的各产品系统采购需求量累加得出。其中髋关节产品系统年度采购需求量285995个（陶瓷-陶瓷类髋关节产品系统年度采购需求量102264个，陶脊-聚乙烯类髋关节产品系统年度采购需求量173303个，合金-聚乙烯类髋关节产品系统年度采购需求量10428个），膝关节产品系统年度采购需求量295567个，其中国产髋关节报量占比76%，膝关节报量占比68%，人工关节整体整体达72%。**采购期为3年**。

表1：人工关节续约总量略增，其中膝关节增长较为明显

产品类别	初次报量	续约报量	变化	%
髋关节	305542	285995	-19547	-6%
陶瓷-陶瓷	126797	102264	-24533	-19%
陶瓷-聚乙烯	142757	173303	30546	21%
合金-聚乙烯	35988	10428	-25560	-71%
膝关节	231976	295567	63591	27%
合计	537518	581562	44044	8%

数据来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室、开源证券研究所

表2：关节集采顺利推动国产替代，总报量国产占比达72%

产品类别	国产初次报量		国产续约报量		
	报量	占比	报量	占比	
髋关节	173698	57%	217195	76%	↑
陶瓷-陶瓷	64420	51%	74620	73%	↑
陶瓷-聚乙烯	81253	57%	133069	77%	↑
合金-聚乙烯	28025	78%	9506	91%	↑
膝关节	107137	46%	200668	68%	↑

数据来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室、开源证券研究所

表3：爱康医疗、大博医疗等厂商续约报量份额上升较大

厂商	产品类别	初次报量	占总报量比	续约报量	占总报量比	
天津正天医疗	髋关节	23853	8%	46445	16%	↑
	陶瓷-陶瓷	10634	8%	22162	22%	
	陶瓷-聚乙烯	10238	7%	23331	13%	
	合金-聚乙烯	2981	8%	952	9%	
	膝关节	14421	6%	48382	16%	↑
	合计	38274	7%	94827	16%	↑
爱康医疗	髋关节	45945	15%	41481	15%	
	陶瓷-陶瓷	15386	12%	14943	15%	
	陶瓷-聚乙烯	23911	17%	25308	15%	

	合金-聚乙烯	6648	18%	1230	12%	
	膝关节	30938	13%	46674	16%	↑
	合计	76883	14%	88155	15%	↑
春立医疗	髋关节	36566	12%	34924	12%	
	陶瓷-陶瓷	21138	17%	11385	11%	
	陶瓷-聚乙烯	10372	7%	21728	13%	
	合金-聚乙烯	5056	14%	1811	17%	
	膝关节	17621	8%	10544	4%	
	合计	54187	10%	45468	8%	
威高骨科	髋关节	28752	9%	30730	11%	↑
	陶瓷-陶瓷	8309	7%	9606	9%	
	陶瓷-聚乙烯	16600	12%	19943	12%	
	合金-聚乙烯	3843	11%	1181	11%	
	膝关节	14873	6%	22949	8%	↑
	合计	43625	8%	53679	9%	↑
大博医疗	髋关节	4532	1%	7717	3%	↑
	陶瓷-陶瓷	678	1%	2775	3%	
	陶瓷-聚乙烯	3313	2%	4714	3%	
	合金-聚乙烯	541	2%	228	2%	
	膝关节	1694	1%	12005	4%	↑
	合计	6226	1%	19722	3%	↑

资料来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室、开源证券研究所

续约最高有效申报价相对初次集采有较大调整，最高有效申报价更贴近当前市场终端价格体系，依次为标准做中选竞价相对更加合理。

表4：续约最高有效申报价相对初次集采已有调整

产品类别	续约最高有效申报价(元)	初次最高有效申报价(元)
陶瓷-陶瓷	8506	19000
陶瓷-聚乙烯	8480	18000
合金-聚乙烯	8306	16000
膝关节	6877	19000

资料来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室、开源证券研究所

中选规则有助于各厂商平衡中选价格，价格差异不会太大，后期更拼供应和服务能力。**规则一：竞价竞选。**竞价比价价格<同竞价单元最低竞价比价价格 1.2 倍的。b.竞价比价价格>同竞价单元最低竞价比价价格 1.2 倍，但竞价比价价格不高于表 4 所列价格的。**规则二：复活中选。**未按规则一获得中选资格的有效申报企业，若竞价比价价格不高于表 4 所列价格的，该企业获得复活中选资格，不受规则一的限制。

表5：中选规则有望将各厂商价格拉到位置

产品类别	规则一（b）	规则二
陶瓷-陶瓷	7588	7987
陶瓷-聚乙烯	6761	7117
合金-聚乙烯	5615	5910
膝关节	5162	5434

资料来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室、开源证券研究所

1.2、人工关节续约落地，价格梯度小有望优化竞争格局

2024年5月21日国家医保局组织全国各省份开展人工关节集采协议期满后接续采购，并在天津开标。本次接续采购全国共有6281家医院参加，填报需求量58.16万套，其中髌关节28.6万套、膝关节29.4万套，与首轮集采协议量相比增长了7.42%。本次接续采购中选价格稳中有降，平均下降6%左右，接续采购中选结果将于6月份在全国落地实施，与上一轮集采平稳有序衔接，让患者持续受益。

本次接续采购共有54家企业的167个产品中选，既包括首轮集采中选的主流内外资企业，也有部分新企业，中选产品供应更加多元。其中，有47家企业有产品进一步申报降价。中选产品中有2/3的产品价格下降，包括部分原中选产品以及首轮未中选及未参加集采的产品。

表6：爱康医疗髌（陶陶和陶聚）&膝关节涨价，春立医疗膝关节重新中选

厂商	产品类别	初次中标价（元）	续约中标价（元）	相比复活价	相比初次中标价	
天津正天医疗	陶瓷-陶瓷	9920	7927	-0.8%	-20%	
	陶瓷-聚乙烯	8480	7008	-1.5%	-17%	
	合金-聚乙烯	无公开	5896	-0.2%	无	
	膝关节	4416	5360	-1.4%	21%	↑
爱康医疗	陶瓷-陶瓷	6896	7946	-0.5%	15%	↑
	陶瓷-聚乙烯	6290	7041	-1.1%	12%	↑
	合金-聚乙烯	6730	5889	-0.4%	-12%	
	膝关节	4599	5323	-2.0%	16%	↑
春立医疗	陶瓷-陶瓷	8000	7972	-0.2%	0%	
	陶瓷-聚乙烯	7900	7094	-0.3%	-10%	
	合金-聚乙烯	8110	5895	-0.3%	-27%	
	膝关节	未中标	5408	-0.5%	无	↑
威高骨科	陶瓷-陶瓷	7521	7901	-1.1%	5.1%	↑
	陶瓷-聚乙烯	6628	7021	-1.3%	5.9%	↑
	合金-聚乙烯	6706	5908	0.0%	-11.9%	
	膝关节	5233	5343	-1.7%	2.1%	↑
大博医疗	陶瓷-陶瓷	9920	7956	-0.4%	-19.8%	
	陶瓷-聚乙烯	8480	7066	-0.7%	-16.7%	
	合金-聚乙烯	8306	5900	-0.2%	-29.0%	
	膝关节	4646	5266	-3.1%	13.3%	↑

资料来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室、开源证券研究所

在续约原则上看：坚持“量价挂钩、以量换价”原则，在巩固首轮集采降价成果基础上，优化采购规则。一是坚持竞价入围，以适当的竞争“淘汰”率，引导首

轮中选价格较高的产品进一步降价。二是稳定市场，引导有序竞争，未在竞争中入围的产品，如报价不高于首轮集采中选价平均水平也可“复活”中选，给予有让利患者意愿的企业更多中选机会，保障供应稳定多元。三是实行梯度带量，中选排名靠前、价格低的产品带量比例高，反之中选排名靠后、价格略高的产品带量比例低，充分体现量价挂钩的激励作用。四是将首轮集采履约情况纳入考量，在中选排名和带量比例上，向履约良好的企业倾斜，对履约不佳的企业予以约束。

在续约策略上看：不少企业通过多品牌保证了价格梯度区间以满足不同层级的医院需求，同时确保更多的品牌进入排名分量的 40%，以获更多二次剩余量分配。比如威高有海星和亚华，比如正天有正天、金兴达、纳通，再比如爱康有爱康、天行、JRI；报价方面基本都在复活价以下，确保规则二中选，不脱标。

在续约结果上看：首次集采形成合理价格后，续约整体维持稳定，对各方都较为公平，避免了价格大波动，有利于市场稳定，如首次集采中报价激进的企业，在此次接续采购中，报价策略以上涨为主，在保持竞争力的同时适度提价，以拥有更大的空间来为经销商提供让利，从而增强合作吸引力，如爱康医疗的膝关节和陶对陶和陶对聚髌关节；而初次报价相对保守的企业，此次则以积极降价为主，降价的企业可能需要在维持利润和满足经销商利益之间找到平衡点，如春立医疗和大博医疗的髌关节。进口厂商参与集采的意愿正逐步走低，主要受限于进口厂商供货价格，同时很多经销商进行了国产品牌的切换丢失了部分医院市场，小厂商正在逐步出清，格局有望进一步优化。

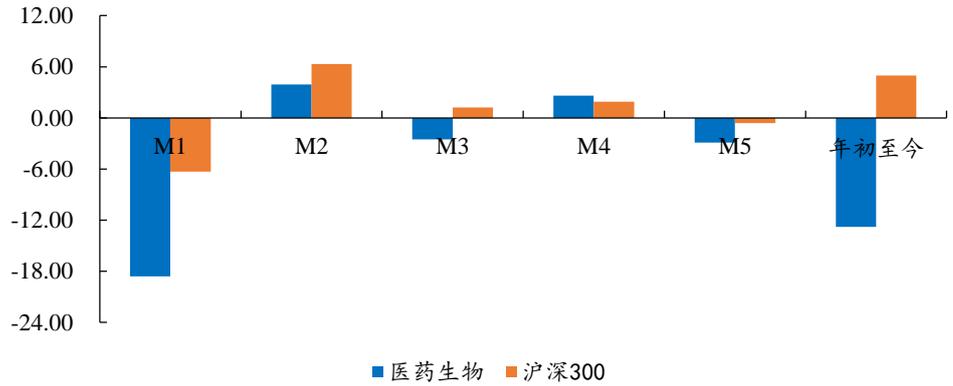
此次集采各厂商价格近乎齐平，需重点关注以下能力较优的企业：产能和供应链稳定、反应速度和服务质量佳、创新产品研发和准入节奏好、产品质量优和工具保障更新及时满足临床需求、学术会议和临床资源丰富和标外产品布局体系完整。

受益标的：爱康医疗、大博医疗、威高骨科、春立医疗

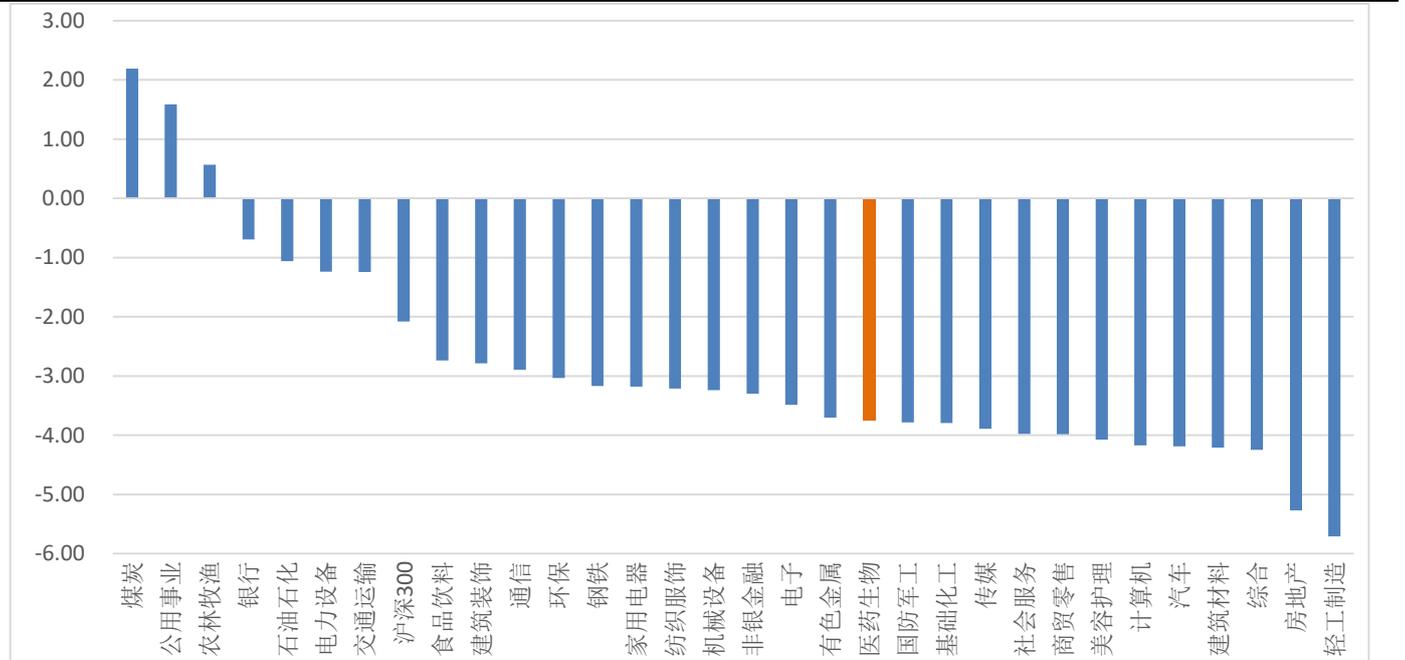
2、5月第4周医药生物下跌3.74%，线下药店板块跌幅最小

2.1、板块行情：医药生物下跌3.74%，跑输沪深300指数1.66pct

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4周轻工制造、房地产、综合等行业均出现明显下跌，煤炭、公共事业、农林牧渔等行业上涨幅度较大。本周医药生物下跌3.74%，跑输沪深300指数1.66pct，在31个子行业中排名第19位。

图1：5月医药生物指数下跌2.91%（单位：%）


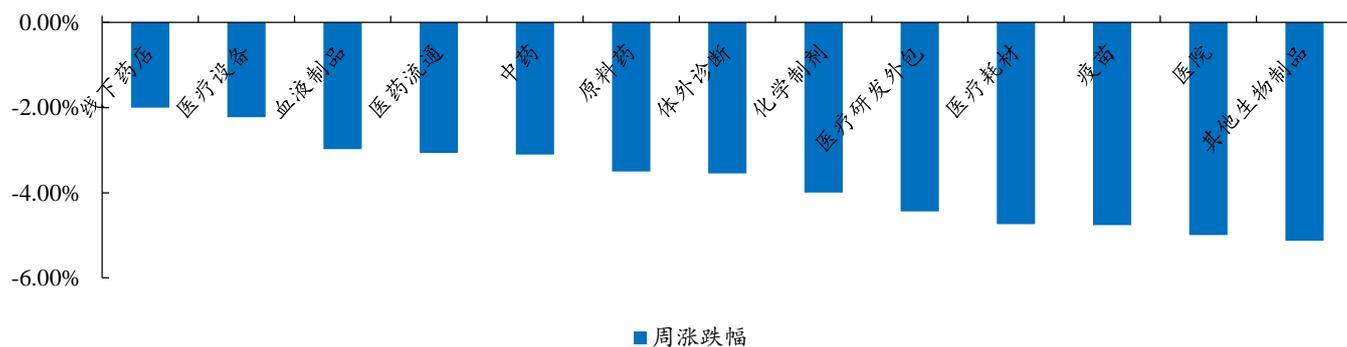
数据来源：Wind、开源证券研究所（截止至 2024.05.24）

图2：5月第4周医药生物下跌3.74%（单位：%）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2024.05.20-2024.05.24 为 5 月第 4 周）

2.2、子板块行情：线下药店板块跌幅最小，其他生物制品板块跌幅最大

2024年5月第4周所有板块均下跌，本周线下药店板块跌幅最小，下跌2.00%；医疗设备板块下跌2.23%，血液制品板块下跌2.98%，医药流通板块下跌3.07%，中药板块下跌3.10%；其他生物制品板块跌幅最大，下跌5.13%，医院板块下跌4.99%，疫苗板块下跌4.76%，医疗耗材下跌4.74%，医疗研发外包板块下跌4.44%。

图3：本周线下药店板块跌幅最小，其他生物制品板块跌幅最大


数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：5月以来线下药店位居领先

子版块	M1	M2	M3	M4	M5	年初至今	预测 PE (2024)	预测 PEG (2024)
中药	-12.46%	2.34%	2.17%	3.92%	-1.96%	-2.26%	23.95	1.55
化学制药	-19.92%	3.57%	3.01%	6.31%	-2.28%	-7.58%	21.06	0.71
原料药	-21.32%	2.73%	-0.38%	11.46%	1.68%	-7.12%	24.79	1.02
化学制剂	-19.59%	3.77%	3.79%	5.18%	-3.19%	-7.72%	18.36	0.63
医药商业	-9.72%	1.63%	-0.53%	3.66%	0.23%	-0.10%	17.72	0.75
医药流通	-9.21%	1.40%	1.97%	1.29%	-1.51%	-0.71%	13.89	0.75
线下药店	-10.63%	2.04%	-5.20%	8.29%	3.44%	0.97%	24.65	0.76
医疗器械	-15.99%	4.84%	-0.61%	4.09%	-1.99%	-9.50%	27.86	1.00
医疗设备	-13.68%	5.33%	-1.77%	4.20%	-1.32%	-8.22%	29.68	1.21
医疗耗材	-18.67%	3.32%	-1.13%	7.10%	-2.25%	-9.47%	30.50	0.73
体外诊断	-17.95%	5.52%	2.61%	0.31%	-3.21%	-12.38%	23.28	1.00
生物制品	-23.11%	8.62%	-2.99%	-1.56%	-5.25%	-22.29%	25.70	0.67
血液制品	-17.27%	4.92%	-1.62%	4.21%	-2.25%	-8.43%	30.63	1.00
疫苗	-25.12%	10.98%	-7.52%	-8.26%	-6.83%	-33.26%	19.50	0.74
其他生物制品	-23.28%	7.90%	0.56%	1.77%	-5.21%	-17.24%	17.66	0.49
医疗服务	-23.70%	0.93%	-5.02%	-4.51%	-5.64%	-30.23%	28.71	1.41
医院	-19.73%	4.44%	-6.16%	-2.36%	-6.17%	-24.86%	38.54	1.00
医疗研发外包	-25.82%	-1.60%	-5.34%	-3.36%	-5.16%	-32.00%	27.10	1.99

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8: 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	共同药业	10.22	哈三联	12.94	嘉应制药	4.72	三元基因	1.15	漱玉平民	14.17
	2	能特科技	3.88	立方制药	7.33	千金药业	4.06	康为世纪	0.26	益丰药房	1.56
	3	新天地	2.05	昂利康	7.17	*ST目药	1.59	康乐卫士	(0.40)	润达医疗	0.83
	4	圣达生物	2.04	仟源医药	6.70	健民集团	1.21	天坛生物	(0.70)	必康退(退市)	0.00
	5	同和药业	0.88	*ST景峰	4.81	*ST紫鑫(退市)	0.00	我武生物	(1.29)	一致B	(0.52)
跌幅前5	1	富士莱	(12.53)	ST长康	(22.81)	*ST龙津	(17.17)	百奥泰	(10.66)	荣丰控股	(12.80)
	2	富祥药业	(9.08)	迪哲医药-U	(10.07)	*ST大药	(11.27)	荣昌生物	(10.25)	大参林	(8.98)
	3	河化股份	(8.66)	川宁生物	(9.49)	新天药业	(10.80)	华兰疫苗	(9.35)	开开实业	(6.56)
	4	键凯科技	(8.53)	康芝药业	(9.37)	长药控股	(10.08)	未名医药	(9.29)	瑞康医药	(6.12)
	5	司太立	(8.23)	益方生物-U	(9.26)	益佰制药	(9.27)	百济神州-U	(8.92)	九州通	(5.82)
	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	诺思格	0.62	金域医学	(0.33)	三诺生物	12.68	ST南卫	20.64	*ST东洋	11.67
	2	诺泰生物	(0.40)	何氏眼科	(0.36)	美好医疗	6.00	佰仁医疗	(0.56)	博晖创新	0.74
	3	数字人	(0.41)	南华生物	(0.41)	辰光医疗	1.76	华兰股份	(1.06)	英诺特	(0.22)
	4	百诚医药	(1.83)	创新医疗	(1.14)	鱼跃医疗	1.02	可孚医疗	(2.33)	新产业	(0.66)
	5	诚达药业	(2.52)	ST中珠	(1.23)	锦好医疗	0.93	华强科技	(2.38)	硕世生物	(1.30)
跌幅前5	1	药康生物	(7.30)	诺禾致源	(9.10)	奕瑞科技	(7.63)	春立医疗	(13.45)	普门科技	(8.33)
	2	皓元医药	(6.83)	美年健康	(7.14)	祥生医疗	(6.78)	威高骨科	(10.50)	仁度生物	(8.27)
	3	成都先导	(6.57)	迪安诊断	(7.09)	东富龙	(6.61)	微电生理-U	(9.26)	睿昂基因	(7.39)
	4	睿智医药	(6.56)	光正眼科	(6.74)	天智航-U	(5.99)	心脉医疗	(8.16)	艾德生物	(6.85)
	5	美迪西	(6.41)	新里程	(6.56)	理邦仪器	(5.82)	蓝帆医疗	(7.86)	安必平	(6.75)

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