

证券研究报告

2024年06月21日

行业报告：行业专题研究

医药生物

2023年报和2024年1季报分析——创新药行业

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001

分析师 曹文清 SAC执业证书编号：S1110523120003



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

创新药板块：持续推荐，产业趋势较为明确，政策支持，呈现多主线投资机会

• 出海兑现商业化价值：高度创新品种，有望分享欧美高支付市场

中国创新药出海趋势较为明确，自 2020 年开始，无论是权益授出的形式亦或是产品获批上市的形式，均呈现出高速增长态势。据不完全统计，2023 年，上市公司已完成 20 余项药物/在研药物海外权益的授出并且有 6 款创新药在美国获批上市，6 款获批创新药为：贝伐珠单抗、F-627、味喹替尼、特瑞普利单抗、托珠单抗、利培酮缓释微球。

• 国内兑现商业化价值：政策支持态度较为明确，真创新药品种有望带来更丰厚的研发回报

4月9日至11日，医保局官方微信公众号连续三天，累计共发布8篇推文，内容涉及DRG/DIP政策的理解、对医疗行为的影响以及最为重要的群众利益受损监督举报电话渠道发布。此事体现了医保局对政策落地执行进一步加强监督的决心和行动。同时，近日医保局也发布2篇推文回顾了广西、福建两省医疗机构加速回款，纾解企业现金流压力的成果。此事体现了医保局对解决企业实际问题的关切和成果。此外，近期北京、广州黄埔等多地发布促进鼓励生物医药产业高质量发展相关政策，对创新药应用和支付的支持进一步较为明确提升，多地的政策均反映了地方医保局及相关部门在积极推动创新药落地使用，促进产业良性发展。

• 个股高速增长兑现价值，临床管线具有重大突破

每年有多个重磅学术会议举行，包括ASCO，ESMO，WCLC等。多家创新药公司将在会议上披露在研产品临床数据。首次POC产品以及显著优于现有临床治疗效果的产品更具有投资价值。

• 投资建议：我们认为创新药产业趋势较为明确，政策对“真创新”的支持态度较为明确。随着真创新好品种越来越多，商业化价值兑现呈现多元化，建议结合催化节奏和估值空间关注：

- 1) 海外商业化兑现为主：科伦博泰生物（H）、和黄医药（H）、和誉医药（H）、荣昌生物（H）、百奥泰、百济神州、百利天恒、迈威生物；
- 2) 国内商业化兑现为主：中国生物制药（H）、恒瑞医药、亿帆医药、信立泰、贝达药业、艾迪药业、康诺亚（H）；
- 3) 个股高速增长兑现为主：信达生物（H）、迪哲医药、康方生物（H）、泽璟制药、君实生物、绿叶制药（H）、益方生物、复宏汉霖（H）、加科思（H）、艾力斯

风险提示：个别公司研发进度不及预期，上市药物价格降幅超预期，商业化竞争风险，政策波动的风险，市场接受度风险

2023A&2024Q1创新药行业回顾

- **2023年创新药板块高速增长。**创新药板块合计25家上市公司，2023板块整体营业收入同比增长49.01%；利润端持续减亏。随创新品种放量，板块进入高速增长阶段。
- **2024Q1保持高速增长趋势。**2024Q1板块整体营业收入同比增长335.24%；归母净利润为18.63亿元，同比转正；扣非归母净利润为16.8亿元，同比转正。
- **创新药板块目前已进入商业化兑现阶段。**随着收入大幅增长，各项费用率有望大幅下降。2024年第一季度，销售费用率为24.53%，研发费用率为39.58%。

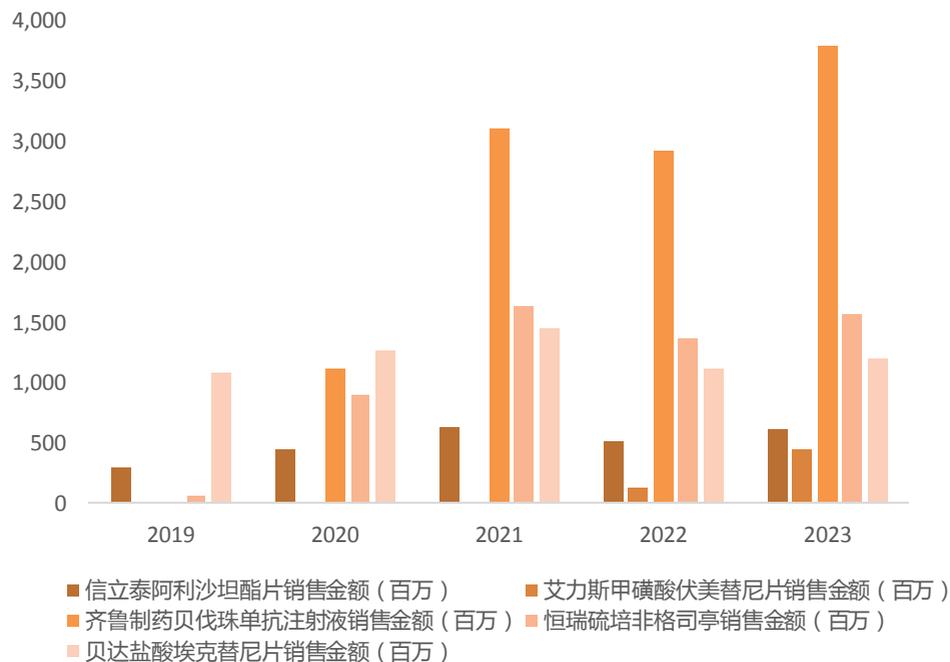
表：创新药行业2023A&2024Q1经营数据（百万元）

	2024Q1	2023A	2022A	2021A	2020A	2019A
营业收入	15621	35805	24028	23348	10482	10624
营业收入增速	335.24%	49.01%	2.91%	122.74%	-1.33%	43.01%
毛利率	87.93%	80.81%	76.11%	81.69%	78.43%	80.15%
销售费用率	24.53%	40.61%	48.64%	39.95%	60.55%	40.97%
管理费用率	51.37%	90.05%	117.28%	102.74%	204.33%	43.51%
研发费用率	39.58%	71.52%	93.08%	82.08%	163.30%	114.28%
归母净利润	1863	-15202	-22168	-13670	-18632	-14459
归母净利润增速	/	-31.43%	62.17%	-26.63%	28.87%	83.07%
扣非净利润	1680	-18792	-23334	-14668	-17996	-10815
扣非净利润增速	/	-19.47%	59.08%	-18.49%	66.39%	48.14%

创新药行业：国内创新品种进入医保快速放量，海外授权同样带来丰厚回报

- 创新药板块目前已形成两大商业化兑现模式。一是随在中国商业化品种数量的增多，纳入医保品种增加，整体进入高速商业化放量增长通道；二是海外授权已形成趋势，首付款以及里程碑的入账同样带来丰厚的回报。

图：2019-2023年五种内资企业代表性创新药销售金额



表：2023年1月至今交易总额在10亿美元以上的创新药出海BD

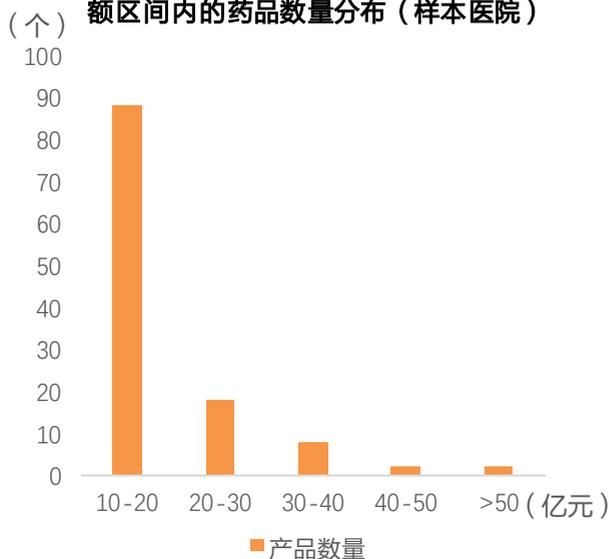
公司名称	产品名称	靶点	日期	合作伙伴
宜联生物	TMALIN ADC技术平台	/	2024.05	BioNTech
恒瑞医药	GLP-1产品组合 (HRS-7535, HRS9531, HRS-4729)	GLP1R, GIPR	2024.05	Hercules CM
上海铂望制药	多项目RNAi药物	AGT	2024.01	诺华制药
安锐生物医药	ARTS-021	CDK2	2024.01	Avenzo Therapeutics
宜联生物	YL211	MET	2024.01	罗氏制药
豪森药业	HS-20093	B7-H3	2023.12	葛兰素史克制药
诺纳生物	HBM9033	MSLN	2023.12	辉瑞制药
百利天恒	BL-B01D1	EGFR, HER3	2023.12	百时美施贵宝制药
南京传奇生物科技	CAR-T	DLL3	2023.11	诺华制药
诚益生物	ECC5004	GLP1R	2023.11	阿斯利康制药
恒瑞医药	SHR-A1904	CLDN-18.2, PARP1	2023.10	默克制药
宜联生物	ADC药物	HER3	2023.10	BioNTech
恒瑞医药	SHR-1905	TSLP	2023.08	Aiolos Bio
启德医药科技	GQ1010	TROP2	2023.04	Pyramid Biosciences
映恩生物制药	DB-1303、DB-1311	HER2, B7-H3	2023.04	BioNTech
康诺亚生物	CMG901	CLDN-18.2	2023.02	阿斯利康制药
药明生物技术	四款TCE双性抗体/多特异性抗体	CD3	2023.01	葛兰素史克制药

资料来源：医药魔方，丁香园insight，各公司官网，云南省医疗保障局官网，新华网，天风证券研究所，注：统计为手工统计，可能统计不全

创新药市场空间大，国产药物在自免领域的放量可期

- 创新药具有大单品属性，2023年样本医院数据显示年销售额过10亿单品超百款。**2023年在中国医院药品样本医院市场，有四款产品销量超过40亿，分别为石药集团的恩必普、辉瑞的舒普深、沈阳三生的特比澳和扬子江药业的加罗宁；其中除了辉瑞以外，其他三家都为内资企业，内资企业正在迅速崛起；同时，在2023年中国医院药品市场销售金额前十的产品中，内资企业沈阳三生的特比澳和齐鲁制药的安可达表现优秀，特比澳同比增长20.30%，安可达同比增长29.73%。
- 自免销售市场潜力大，近1-2年将有多款国产药品上市。**以针对银屑病的司库奇尤单抗和针对特应性皮炎的度普利尤单抗为例，两种进口药物自上市以来均维持着高速增长的速度，反映了自免市场的潜力。后续包括恒瑞医药、智翔金泰、康诺亚等均有自免领域创新药有望获批上市。

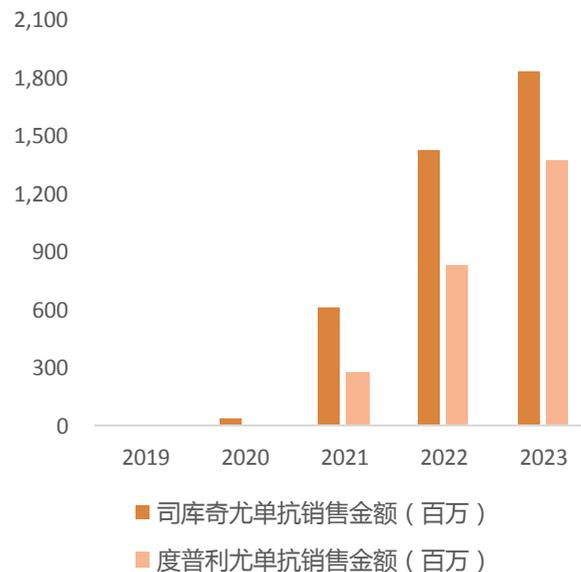
图：2023年中国医院药品市场各销售金额区间内的药品数量分布（样本医院）



表：2023年中国医院药品市场销售金额前十药品（样本医院）

药品名称	销售金额 (百万)	企业名称	企业类别	YOY%
恩必普	5394.81	石药集团	内资	-2.12%
舒普深	5211.65	辉瑞	外资	-14.34%
特比澳	4506.10	沈阳三生	内资	20.30%
加罗宁	4326.09	扬子江药业	内资	-18.43%
安可达	3802.04	齐鲁制药	内资	29.73%
泰瑞沙	3681.47	阿斯利康	外资	-16.15%
安博灵	3505.96	杰特贝林	外资	-9.37%
安达唐	3342.05	阿斯利康	外资	30.26%
诺雷得	3334.15	阿斯利康	外资	-0.43%
赫赛汀	3219.29	罗氏	外资	-11.40%

图：2019-2023年司库奇尤单抗和度普利尤单抗销售金额（样本医院）



全球化竞争力厚积薄发

从多个角度均能看出中国创新药产业国际竞争力提升：

- **授权范围包括北美的BD：**根据既往文献统计，在北美市场，BD的产品在通过FDA检查时往往成功率更高，其原因不仅由于授权项目通常本身为优质资产具有开发潜力，而且big pharma评估外部获得品种的标准也更加严格，更有可能识别在开发过程中早期失败的管线，提高了筛选成功率。BD的产品意味着已经通过了海外big pharma的考验，且更有希望通过FDA检验，侧面反映出产品优异的疗效、安全性、临床进度及市场价值。
- **美国/欧盟获批上市：**中国药企的产品在美国或欧盟获得批准上市，表明其产品质量和安全性达到了国际领先水平，得到了FDA等全球顶级监管机构的认可，能显著提升企业的全球竞争力和国际知名度，促进国际合作，成功进入这些重要市场，为企业带来了更多的资源和市场机会，进一步推动其全球业务的发展。
- **多地区临床试验（MRCT）：**MRCT是指在多个国家或地区同时进行的临床试验。这种试验设计可以加快数据收集过程，提高试验结果的普遍性和可靠性，满足不同国家和地区的监管要求。
- **FDA突破性疗法：**突破性疗法认定由FDA于2012年7月设立，是源于《美国食品和药物管理局安全及创新法案》（FDASIA）的规定，旨在加速该药品的开发和审评程序，是除快速通道、加速批准、优先审评之后，FDA又一重要的新药评审通道。获得突破性疗法需要有充分的临床数据表明其与现有治疗方式相比，有“突破性进展”，更具有优势。因此突破性疗法的认定代表着对该药品的肯定。

海外权益授出，更早阶段兑现商业化价值

- **授权范围包括北美的BD：**根据既往文献统计，在北美市场，BD的产品在通过FDA检查时往往成功率更高，其原因不仅由于授权项目通常本身为优质资产具有开发潜力，而且big pharma评估外部获得品种的标准也更加严格，更有可能识别在开发过程中早期失败的管线，提高了筛选成功率。BD的产品意味着已经通过了海外big pharma的考验，且更有希望通过FDA检验，侧面反映出产品优异的疗效、安全性、临床进度及市场价值。

表：2023年1月至今交易总额在10亿美元以上的创新药出海BD

公司名称	产品名称	靶点	日期	合作伙伴
宜联生物	TMALIN ADC技术平台	/	2024.05	BioNTech
恒瑞医药	GLP-1产品组合（HRS-7535, HRS9531, HRS-4729）	GLP1R, GIPR	2024.05	Hercules CM
上海舶望制药	多项目RNAi药物	AGT	2024.01	诺华制药
安锐生物医药	ARTS-021	CDK2	2024.01	Avenzo Therapeutics
宜联生物	YL211	MET	2024.01	罗氏制药
豪森药业	HS-20093	B7-H3	2023.12	葛兰素史克制药
诺纳生物	HBM9033	MSLN	2023.12	辉瑞制药
百利天恒	BL-B01D1	EGFR, HER3	2023.12	百时美施贵宝制药
南京传奇生物科技	CAR-T	DLL3	2023.11	诺华制药
诚益生物	ECC5004	GLP1R	2023.11	阿斯利康制药
恒瑞医药	SHR-A1904	CLDN-18.2, PARP1	2023.10	默克制药
宜联生物	ADC药物	HER3	2023.10	BioNTech
恒瑞医药	SHR-1905	TSLP	2023.08	Aiolos Bio
启德医药科技	GQ1010	TROP2	2023.04	Pyramid Biosciences
映恩生物制药	DB-1303、DB-1311	HER2, B7-H3	2023.04	BioNTech
康诺亚生物	CMG901	CLDN-18.2	2023.02	阿斯利康制药
药明生物技术	四款TCE双性抗体/多特异性抗体	CD3	2023.01	葛兰素史克制药

欧美地区获批上市的中国创新药品数量增多

□ **美国/欧盟获批上市**：中国药企的产品在美国或欧盟获得批准上市，表明其产品质量和安全性达到了国际领先水平，得到了FDA等全球顶级监管机构的认可，能显著提升企业的全球竞争力和国际知名度，促进国际合作，成功进入这些重要市场，为企业带来了更多的资源和市场机会，进一步推动其全球业务的发展。

表：在美国/欧盟获批上市的创新药

品种	公司	靶点	类型	上市适应症	上市时间	合作方	药物类别
F-627	亿帆医药	G-CSF	大分子	化疗致中性粒细胞减少症	2024.03 (欧盟)	/	创新药
贝伐珠单抗	百奥泰	VEGF	单抗	结直肠癌、小细胞肺癌等	2023.12	/	生物类似药
F-627	亿帆医药	G-CSF	大分子	化疗致中性粒细胞减少症	2023.11	/	创新药
呋喹替尼	和黄医药	VEGF1/2/3	小分子	结直肠癌	2023.11	武田	创新药
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	单抗	鼻咽癌	2023.10	Coherus	创新药
托珠单抗	百奥泰	IL-6R	单抗	中到重度类风湿性关节炎等	2023.10	Biogen International GmbH	生物类似药
帕利哌酮缓释注射液	绿叶制药	D2、5-HT2A		精神分裂症	2023.10 (NDA)	/	改良新药
卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	恒瑞医药	PD-1+VEGFR2	小分子	晚期肝细胞癌	2023.05 (NDA)	Elevar Therapeutics	创新药
曲妥珠单抗	复宏汉霖	HER2	单抗	乳腺癌	2023.02 (NDA)	AccordBioPharma Inc	生物类似药
利培酮缓释微球	绿叶制药	5-HT2、多巴胺D2受体、α肾上腺素受体	小分子	精神分裂症	2023.01	/	改良新药
泽布替尼	百济神州	BTK	小分子	边缘区淋巴瘤	2022.11 (欧盟)	/	创新药
本维莫德	天济医药	AHR	小分子	银屑病	2022.05	Dermavant Sciences	创新药
西达基奥仑赛	金斯瑞生物	BCMA	CAR-T	多发性骨髓瘤	2022.02	扬森	创新药
替雷利珠单抗	百济神州	PD-1	单抗	经治的晚期或转移性食管鳞状细胞癌	2021.09 (NDA)	/	创新药
马来酸左旋氨氯地平片	石药集团	钙通道	小分子	高血压	2019.12	/	仿制药
泽布替尼	百济神州	BTK	小分子	套细胞淋巴瘤	2019.11	/	创新药

多地区临床试验 (MRCT) 具有全球商业化潜力

□ **多地区临床试验 (MRCT)**: MRCT是指在多个国家或地区同时进行的临床试验。这种试验设计可以加快数据收集过程,提高试验结果的普遍性和可靠性,满足不同国家和地区的监管要求。

表: 开展MRCT的部分内资药企

临床登记号	适应症	疾病领域	公司名称	试验药	靶点	临床登记号	适应症	疾病领域	公司名称	试验药	靶点
NCT04948697 AdvanTIG-206	肝细胞癌	肿瘤	百济神州	替雷利珠单抗 欧司珀利单抗 贝伐珠单抗-BAT1706	PD-1, TIGIT, VEGF	NCT05184712	非鳞状非小细胞 肺癌	肿瘤	中山康方生 物	依沃西单抗	PD-1、 VEGFA
NCT04952597	小细胞肺癌	肿瘤	百济神州	欧司珀利单抗	TIGIT	NCT05244551	实体瘤	肿瘤	和誉生物	ABSK061	FGFR2 FGFR3
NCT04954001	I型神经纤维 瘤病	肿瘤, 罕见 病	复星医药	FCN-159	MAP2K1、 MAP2K2	NCT05263583	伯基特淋巴瘤, B细胞非霍奇金 淋巴瘤等	肿瘤	科赛睿生物	Sepantronium Bromide	MYC
NCT04973605	多发性骨髓 瘤	肿瘤	百济神州	BGB-11417	BCL2	NCT05279300	淋巴瘤	肿瘤	基石药业	CS5001	ROR1
NCT05006716	非霍奇金淋 巴瘤, 慢性 淋巴细胞白 血病等	肿瘤, 血液 系统疾病、 罕见病	百济神州	BGB-16673	BTK、BTK C481S	NCT05405595	实体瘤	肿瘤	天演药业	ADG126	CTLA4, PD-1
NCT05031494	实体瘤	肿瘤, 罕见 病	祐和医药	YH003	CD40	NCT05410145	非小细胞肺癌, 结直肠癌, 胰腺 癌	肿瘤	德昇济医药	D3S-001	KRAS G12C
NCT05065710	实体瘤	肿瘤	再创生物	ZL-1211	CLDN-18.2	NCT05417932 TCR-T	肝细胞癌	肿瘤	星汉德生物	SCG101	HBsAg
NCT05114759	实体瘤	肿瘤	盛迪亚生物	SHR-A2009	HER3	NCT05417321	实体瘤	肿瘤	华奥泰生物	HB0036	TIGIT、 PD-L1
NCT05113771 ENLIGHTEN	难治性抑郁 症	精神障碍疾 病	索元生物	Liafensine	SLC6A4、 SLC6A3、 SLC6A2	NCT05620134	黑色素瘤, 结直 肠癌, 乳腺癌, 实体瘤	肿瘤, 罕见 病	信立泰药业	JK08	IL2/15Rβ cCTLA4
NCT05150691	实体瘤, 子 宫内膜癌	肿瘤	映恩生物	DB-1303	HER2	NCT05653752	非小细胞肺癌, 乳腺癌	肿瘤	宜联生物	YL202	HER3
NCT05186818 SEQUOIA- HCM	梗阻性肥厚 型心肌病	心血管系统 疾病	Cytokinetics 筑星药业	CK-3773274	Myosin	NCT05718895 CLINCH	实体瘤	肿瘤	德琪医药	ATG-022	CLDN-18.2

多款药物获得FDA突破性疗法认证，临床获益具有突破性

- **FDA突破性疗法：**突破性疗法认定由FDA于2012年7月设立，是源于《美国食品和药物管理局安全及创新法案》（FDASIA）的规定，旨在加速该药品的开发和审评程序，是除快速通道、加速批准、优先审评之后，FDA又一重要的新药评审通道。获得突破性疗法需要有充分的临床数据表明其与现有治疗方式相比，有“突破性进展”，更具有优势。因此突破性疗法的认定代表着对该药品的肯定。

图：获得FDA突破性疗法认证的标的及企业

公司名称	产品名称	靶点	日期	获批适应症
和誉医药	ABSK-021	CSF-1R	2023.01	不可手术的腱鞘巨细胞瘤
迪哲医药	DZD9008	EGFR/HER2 20	2022.01	EGFR 20号外显子插入突变（EGFR 20 ins）非小细胞肺癌
诺诚健华	奥布替尼	BTK	2021.06	复发/难治性套细胞淋巴瘤
康方生物	派安普利单抗	PD-1	2021.03	三线治疗转移性鼻咽癌
基石药业	舒格利单抗	PD-L1	2020.10	成人复发或难治性结外自然杀伤细胞/T细胞淋巴瘤
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	2020.09	二线及以上鼻咽癌
荣昌生物	维迪西妥单抗	HER2	2020.09	HER2阳性局部晚期或转移性尿路上皮癌二线治疗
百济神州	泽布替尼	BTK	2019.01	既往已接受过至少一种疗法的套细胞淋巴瘤

多项头对头临床试验进行中，有望带来疗法升级迭代

- 此外，内资药企还通过在海外开展临床试验，和行业内畅销药物进行头对头试验等形式提高国际认可度。
- 头对头临床试验：**头对头试验，即已获批标准治疗的药物作为对照组，在临床试验中直接比较两款药物的安全性、有效性。我们认为，由于头对头试验拥有更高的时间成本、会计成本以及风险，因此头对头临床试验往往对药物的疗效、安全性提出了更高的要求。同时，头对头临床成功意味着后来者有望获得被挑战药物的原有市场。

表：在海外开展 III 期临床的药物

适应症	公司名称	药物名称	靶点
肝细胞癌	基石药业	Nofazanimab	PD-1
胃肠道间质瘤	基石药业	阿伐替尼	PDGFRA, KIT, PDGFRB, CSF1R
非小细胞肺癌	基石药业	普拉替尼	RET
结直肠癌	先声药业	曲拉西利	CDK4, CDK6
三阴性乳腺癌	先声药业	曲拉西利	CDK4, CDK6
食管鳞癌	信达生物	信迪利单抗	PD-1
系统性红斑狼疮	荣昌生物	泰它西普	APRIL, BAFF
肝细胞癌	恒瑞医药	阿帕替尼 卡瑞利珠单抗	VEGFR-2 PD-1
去势抵抗性前列腺癌	恒瑞医药	氟唑帕利	PARP
非鳞状非小细胞肺癌	恒瑞医药	吡咯替尼	HER2, EGFR, HER4
急性高山病	天士力	T89	--
稳定性心绞痛	天士力	T89	--
鼻咽癌	康方生物	派安普利单抗	PD-1
头颈部鳞状细胞癌	阿诺生物	Buparlisib	PI3K
去势抵抗性前列腺癌	海创药业	德恩鲁胺	AR
肝细胞癌	君实生物	仑伐替尼 特瑞普利单抗	PDGFA, KIT, RET, VEGFR, FGFR PD-1

表：内资企业的头对头临床试验

公司名称	产品名称	靶点	适应症	头对头品种
百济神州	泽布替尼	BTK	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤	伊布替尼
康方生物	AK112	PD-1, VEGFA	PD-1阳性局部晚期或转移性NSCLC	Pembrolizumab
正大天晴	TQB2450+安罗替尼	PD-L1	局部晚期或转移性NSCLC	Pembrolizumab
石药集团	DP303c	HER2	HER2阳性不可切除或转移性乳腺癌	T-DM1
翰中生物	普特利单抗	PD-1	局部晚期或转移性NSCLC	Pembrolizumab
科伦博泰	A166	HER2	HER2阳性不可切除或转移性乳腺癌	T-DM1
康方生物	AK104	PD-1, CTLA4	PD-L1阴性局部晚期或转移性NSCLC	替雷利珠单抗
誉衡生物 (其海外合作伙伴吉利德/Arcus biosciences申办)	赛帕利单抗	PD-1	非小细胞肺癌	Pembrolizumab
百济神州	替雷利珠单抗+TIGIT单抗	PD-1	局部晚期、不可切除或转移性NSCLC	Pembrolizumab
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗+法米替尼	PD-1	PD-L1阳性复发/转移性NSCLC	Pembrolizumab
齐鲁制药	QL1706	PD-1, CTLA4	一线PD-L1阴性局部晚期或转移性NSCLC	替雷利珠单抗

风险提示

□ 个别公司研发进度不及预期

公司的药物研发进展可能会因为人才流失、行业监管、研发资金不足、临床试验入组人数不足等原因而推迟，造成一定业绩波动

□ 上市药物价格降幅超预期

已经上市的药物价格可能会由于市场竞争、医保政策、集采政策等其他因素而大幅下降，超出原先的预期，影响公司的盈利能力

□ 商业化竞争风险

在将药物商业化过程中，可能面临来自其他企业的激烈竞争，可能导致市场份额的减少和利润的下降。

□ 政策波动的风险

国内外监管政策和法规的调整，如临床试验要求、审批流程、药品定价和报销政策等可能会对公司研发、审批和市场准入产生重大影响

□ 市场接受度风险

公司的药物可能会因为产品价格、副作用过大、获批临床适应症过于狭窄、替代疗法具有可见优势、市场引进时机不当等原因，市场认可度较低

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS