

医药生物

2024年08月11日

2024H1 GLP-1 单品快速放量，产业景气度持续提升

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《全链条支持创新产业发展，创新药再迎政策利好—行业周报》-2024.8.4
- 《DRG+DIP2.0 方案深度优化医保付费，助力医保+医疗+医药三医均衡发展—行业周报》-2024.7.28
- 《中药集采由点到面，规则逐步完善—行业周报》-2024.7.21

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

汪晋（联系人）

wangjin3@kysec.cn

证书编号：S0790123050021

● 2024H1 司美格鲁肽全球销售额持续增长，下半年 GLP-1 产品催化剂密集

2024H1 司美格鲁肽全球销售额约 129 亿美元，同比增长 42.6%；其中 Rybelsus/Ozempic/Wegovy 分别实现营收 16.0/82.8/30.7 亿美元，同比增长 31.0%/35.8%/74.1%，减肥产品 Wegovy 快速放量。国内司美格鲁肽销售额在 2023Q4 与 2024Q1 短暂承压后，于 2024Q2 快速放量，单季度贡献销售额约 2.97 亿美元，环比增长约 102.2%，主要由 Ozempic 放量贡献。2024 年下半年，诺和诺德 GLP-1 产品催化剂事件密集，除了有外周动脉疾病（PAD）、改善心血管结局（CVOT）、代谢功能障碍相关脂肪性肝炎（MASH）等适应症临床数据读出外，新型联合制剂 IcoSema（Icodec+司美格鲁肽）将在中国和欧盟递交 NDA，长效组合疗法 CagriSema（Cagrilintide+司美格鲁肽）的首个 III 期研究结果也将于 2024Q4 公布。

● 2024H1 替尔泊肽全球销售额环比快速增长，持续推进新产能的布局与建设

2024H1 替尔泊肽实现销售额约 66.6 亿美元，同比增长 329.9%；其中，降糖药产品 Mounjaro 2024Q2 实现销售额 30.91 亿美元，环比增长 71.1%；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 2024Q2 的 12.4 亿美元，环比正快速放量。同时，Zepbound 目前所有剂型在 FDA 短缺名单上已显示“Available”可供状态，礼来计划在未来几周时间内推出 Zepbound 2.5mg 与 5mg 单剂小瓶，进一步缓解药物短缺的状态。2024 年 5 月，礼来宣布在印第安纳州工厂追加 53 亿美元投资，总投资额接近 90 亿美元，用于提高替尔泊肽 API 的生产能力。

● GLP-1 单品专利即将到期，国内厂商加速司美格鲁肽产品布局

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，对原料药产品需求也将大幅提升。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。九源基因与丽珠集团产品目前已进入 NDA 阶段，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。

● 推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：九典制药、人福医药、恩华药业、和黄医药、泽璟制药、智翔金泰、康诺亚、三生国健、恒瑞医药、京新药业、健康元、丽珠集团、东诚药业、艾迪药业；**中药：**悦康药业、方盛制药、佐力药业、羚锐制药、昆药集团；**医疗器械：**可孚医疗、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、海泰新光、戴维医疗、海尔生物、振德医疗、安杰思、三诺生物；**原料药：**奥锐特、普洛药业；**CXO：**圣诺生物、诺泰生物、药明康德、药明合联、泰格医药、阳光诺和；**科研服务：**毕得医药、奥浦迈、药康生物、阿拉丁、皓元医药；**医疗服务：**海吉亚医疗、美年健康；**零售药店：**益丰药房；**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、 2024H1 GLP-1 单品快速放量，产业景气度持续提升	3
1.1、 2024Q2 替尔泊肽销售额环比加速增长，国内司美格鲁肽快速放量	3
1.2、 部分 GLP-1 单品专利即将到期，国内厂商加速司美格鲁肽产品布局	5
2、 8 月第 2 周医药生物下跌 0.41%，线下药店板块涨幅最大	6
2.1、 板块行情：医药生物下跌 0.41%，跑赢沪深 300 指数 1.15pct	6
2.2、 子板块行情：线下药店板块涨幅最大，医疗研发外包板块跌幅最大	7
3、 风险提示	9

图表目录

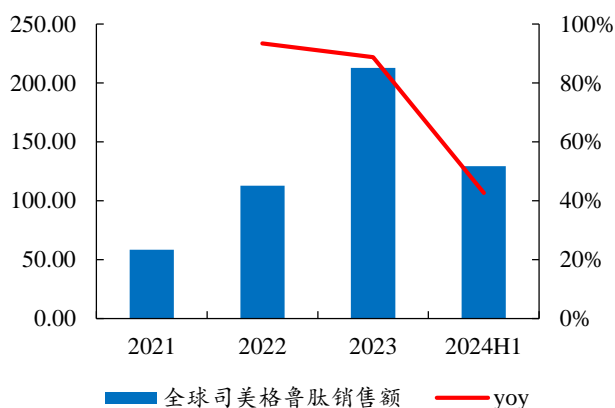
图 1： 司美格鲁肽全球销售额快速增长（亿美元）	3
图 2： 司美格鲁肽减肥药产品 Wegovy 快速放量（亿美元）	3
图 3： 2024Q2 国内司美格鲁肽销售额环比快速增长（百万美元）	3
图 4： 2024Q2 替尔泊肽环比快速放量（亿美元）	4
图 5： 8 月医药生物指数上涨 4.39%（单位：%）	6
图 6： 8 月第 2 周医药生物下跌 0.41%（单位：%）	7
图 7： 本周线下药店板块涨幅最大，医疗研发外包板块跌幅最大	7
表 1： 诺和诺德 GLP-1 产品 2024 下半年催化剂事件密集	4
表 2： 诺和诺德与礼来正持续推进新产能的布局与建设	5
表 3： 海外利拉鲁肽与国内司美格鲁肽专利将陆续到期	5
表 4： 海内外多家企业布局司美格鲁肽类似物或改良新药产品	6
表 5： 8 月以来原料药板块涨幅领先	8
表 6： 子板块中个股涨跌幅（%）前 5	8

1、2024H1 GLP-1 单品快速放量，产业景气度持续提升

1.1、2024Q2 替尔泊肽销售额环比加速增长，国内司美格鲁肽快速放量

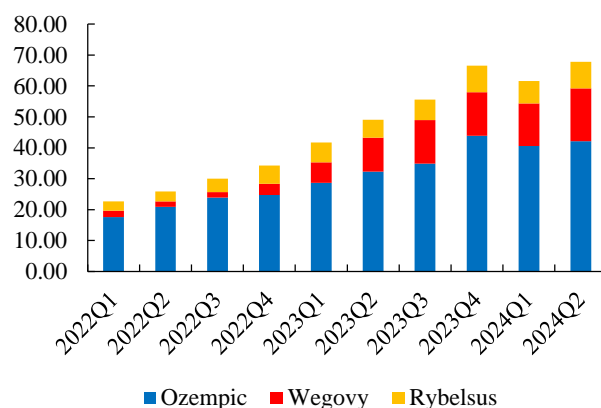
2024年8月7日，诺和诺德发布2024年半年报，大单品司美格鲁肽持续放量。根据2024半年报信息，2024H1 司美格鲁肽全球销售额约129亿美元，同比增长42.6%；其中 Rybelsus/Ozempic/Wegovy 分别实现营收 16.0/82.8/30.7 亿美元，同比增长 31.0%/35.8%/74.1%，减肥产品 Wegovy 快速放量。

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=0.146美元计算

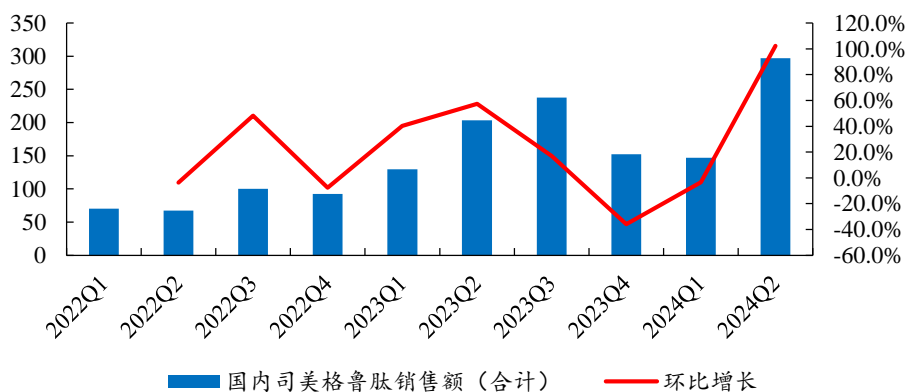
图2：司美格鲁肽减肥药产品 Wegovy 快速放量(亿美元)



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=0.146美元计算

2024Q2 国内司美格鲁肽销售额环比快速增长，主要由 Ozempic 放量贡献。国内司美格鲁肽销售额在2023Q4与2024Q1短暂承压后，于2024Q2快速放量，单季度贡献销售额约2.97亿美元，环比增长约102.2%。目前国内司美格鲁肽销售额主要由降糖注射剂产品 Ozempic 贡献，单2024Q2占比约97.4%。

图3：2024Q2 国内司美格鲁肽销售额环比快速增长（百万美元）



数据来源：诺和诺德公告、开源证券研究所

根据诺和诺德 2024 半年报,口服司美格鲁肽 Rybelsus(25mg)的减重 III 期 OASIS 4 研究已成功完成。结果显示,25mg 口服司美格鲁肽组受试者的体重下降了 13.6%,而安慰剂组这一比例为 2.2%;若所有受试者均坚持完成了治疗,则口服司美格鲁肽组的体重降幅为 16.6%,安慰剂组降幅为 2.7%。

2024 下半年,诺和诺德 GLP-1 产品催化剂事件密集,除了有外周动脉疾病(PAD)、改善心血管结局(CVOT)、代谢功能障碍相关脂肪性肝炎(MASH)等适应症临床数据读出外,新型联合制剂 IcoSema(Icodec+司美格鲁肽)将在中国和欧盟递交 NDA,长效组合疗法 CagriSema(Cagrilintide+司美格鲁肽)的首个 III 期研究结果也将于 2024Q4 公布。

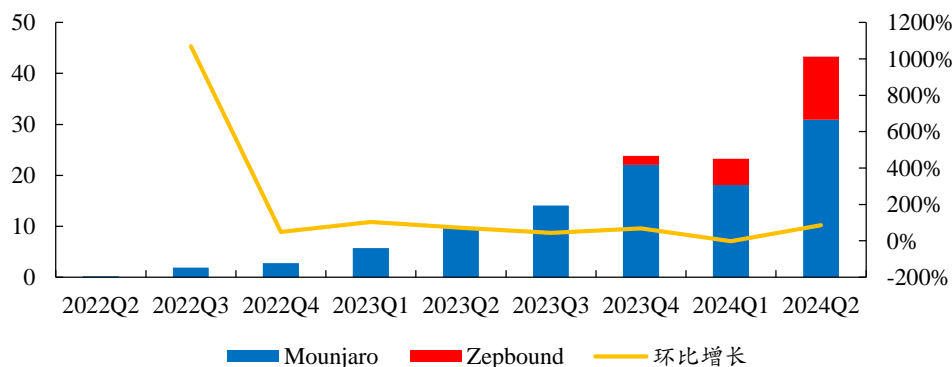
表1: 诺和诺德 GLP-1 产品 2024 下半年催化剂事件密集

时间	催化剂事件
2024Q3	中国递交司美格鲁肽 1mg 治疗慢性肾病 (CKD) 的新适应症上市申请
2024Q3	公布司美格鲁肽 1mg 治疗外周动脉疾病 (PAD) 的 III 期 STRIDE 研究结果
2024Q4	在中国和欧盟递交 IcoSema (Icodec+司美格鲁肽) 的上市申请
2024Q4	公布口服司美格鲁肽 14mg 改善心血管结局 (CVOT) 的 III 期 SOUL 研究结果
2024Q4	公布司美格鲁肽 7.2mg 治疗肥胖的 III 期 STEP UP 研究结果
2024Q4	公布 CagriSema (Cagrilintide+司美格鲁肽) 的首个 III 期研究结果
2024Q4	公布司美格鲁肽 2.4mg 治疗代谢功能障碍相关脂肪性肝炎 (MASH) 的 III 期 ESSENCE 研究结果

资料来源: 诺和诺德公告、开源证券研究所

2024 年 8 月 8 日,礼来发布 2024 年半年报,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 2024 半年报信息,2024H1 替尔泊肽实现销售额约 66.6 亿美元,同比增长 329.9%;其中,降糖药产品 Mounjaro 2024Q2 实现销售额 30.91 亿美元,环比增长 71.1%;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 2024Q2 的 12.4 亿美元,环比正快速放量。同时,Zepbound 目前所有剂型在 FDA 短缺名单上已显示“Available”可供状态,礼来计划在未来几周时间内推出 Zepbound 2.5mg 与 5mg 单剂量小瓶,进一步缓解药物短缺的状态。

图4: 2024Q2 替尔泊肽环比快速放量 (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 5 月，礼来宣布在印第安纳州工厂追加 53 亿美元投资，总投资额接近 90 亿美元，用于提高替尔泊肽 API 的生产能力。

表2：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。
	2024 年 5 月，礼来宣布在印第安纳州工厂追加 53 亿美元投资，总投资额接近 90 亿美元，用于提高替尔泊肽 API 的生产能力。

资料来源：诺和诺德公告、礼来公告、开源证券研究所

1.2、部分 GLP-1 单品专利即将到期，国内厂商加速司美格鲁肽产品布局

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3：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。九源基因与丽珠集团产品目前已进入 NDA 阶段，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，对原料药的需求也将大幅提升。

表4：国内多家企业布局司美格鲁肽类似物或改良新药产品

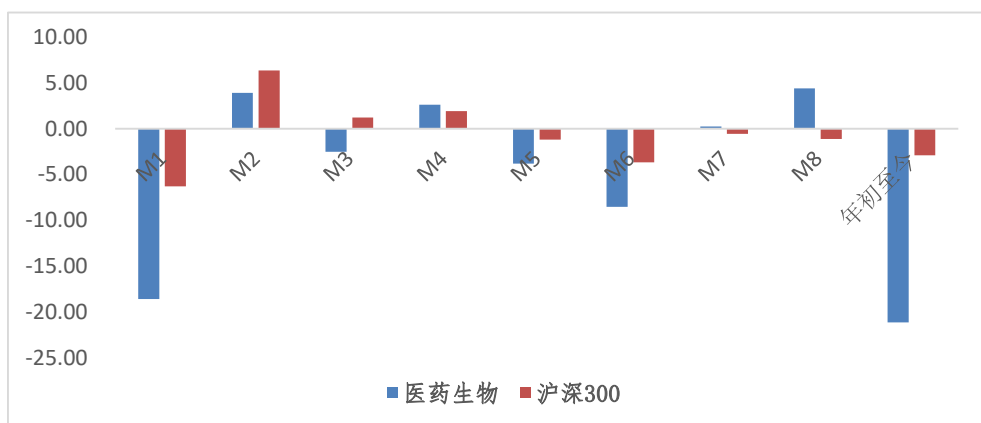
研发机构	最快临床进度	时间	类型
九源基因	NDA	2024-04-03	生物类似物
丽珠集团	NDA	2024-06-13	生物类似物
珠海联邦制药	III 期	2023-02-15	生物类似物
重庆宸安生物/上海博唯生物	III 期	2023-06-19	生物类似物
齐鲁制药	III 期	2023-07-13	改良新药
重庆派金/杭州中美华东	III 期	2023-08-02	生物类似物
四环医药/惠升生物	III 期	2023-08-30	生物类似物
石药集团/北京抗创联生物	III 期	2023-12-04	改良新药
正大天晴	III 期	2024-01-12	生物类似物
北京质肽生物/爱美客	III 期	2024-03-05	生物类似物
成都倍特生物	III 期	2024-03-11	生物类似物
华润双鹤药业	III 期	2024-07-18	改良新药

资料来源：Insight、开源证券研究所

2、8月第2周医药生物下跌0.41%，线下药店板块涨幅最大

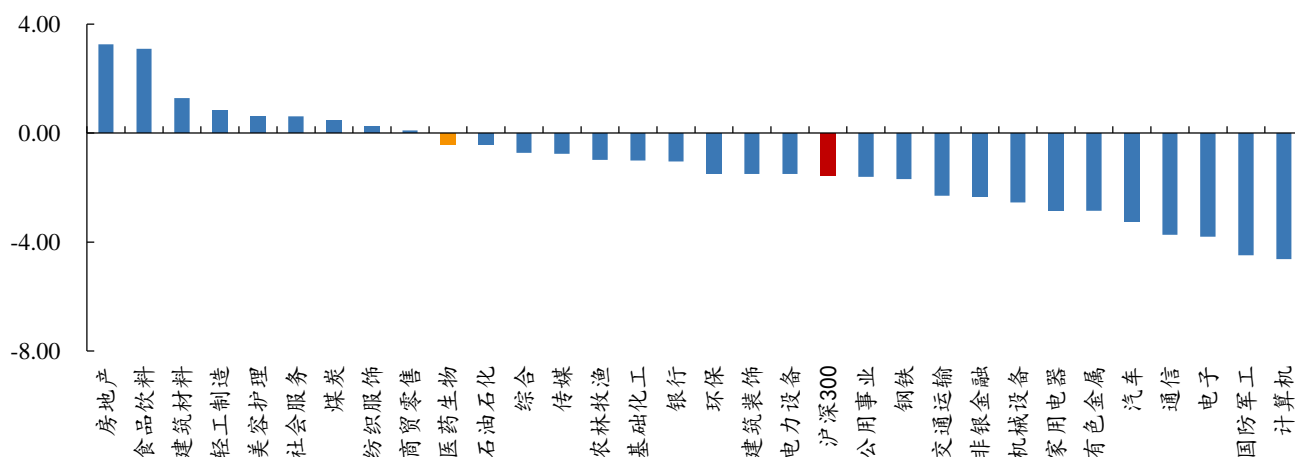
2.1、板块行情：医药生物下跌0.41%，跑赢沪深300指数1.15pct

从月度数据来看，2024年初至今沪深整体呈现上涨趋势。2024年8月第2周房地产、食品饮料、建筑材料、轻工制造等行业涨幅靠前，电子、国防军工、计算机等行业跌幅靠前。本周医药生物下跌0.41%，跑赢沪深300指数1.15pct，在31个行业中排名第10位。

图5：8月医药生物指数上涨4.39%（单位：%）


数据来源：Wind、开源证券研究所（截止至20240809）

图6：8月第2周医药生物下跌0.41%（单位：%）

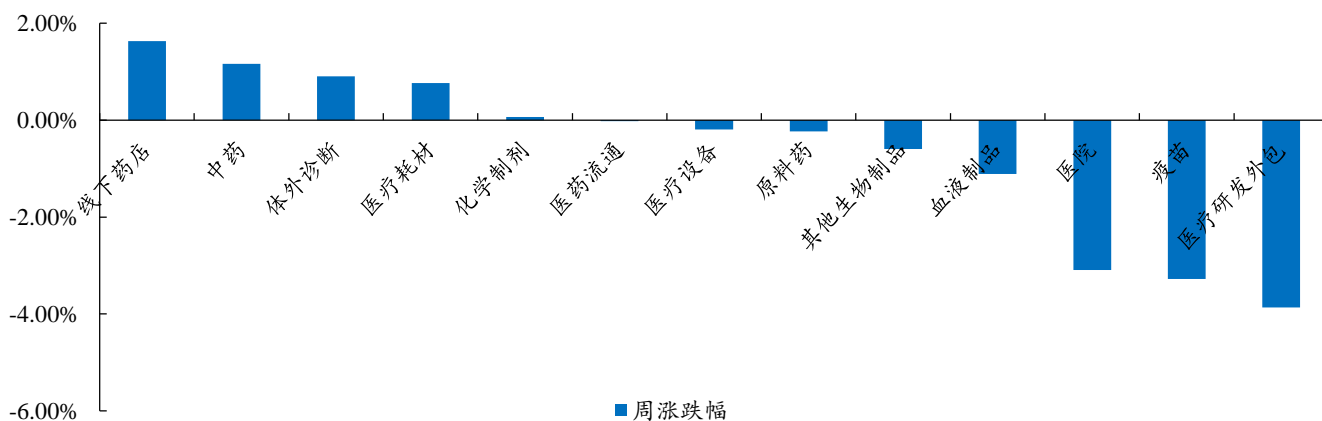


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2024.08.05-2024.08.09为8月第2周）

2.2、子板块行情：线下药店板块涨幅最大，医疗研发外包板块跌幅最大

2024年8月第2周大部分板块均处于下跌态势，本周线下药店板块涨幅最大，上涨1.63%；中药板块上涨1.16%，体外诊断板块上涨0.91%，医疗耗材板块上涨0.76%，化学制剂板块上涨0.07%；医疗研发外包板块跌幅最大，下跌3.86%，疫苗板块下跌3.28%，医院板块下跌3.09%，血液制品板块下跌1.11%，其他生物制品板块下跌0.6%。

图7：本周线下药店板块涨幅最大，医疗研发外包板块跌幅最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：8月以来原料药板块涨幅领先

子板块	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	年初至今	预测 PE (2024)	预测 PEG (2024)
中药	-12.46%	2.34%	1.21%	3.92%	-3.76%	-9.08%	-1.70%	4.68%	-14.07%	20.56	1.31
化学制药	-19.92%	3.57%	1.20%	6.31%	-2.54%	-7.72%	2.23%	6.02%	-12.43%	18.93	0.71
原料药	-21.32%	2.73%	-3.57%	11.46%	0.31%	-5.62%	3.44%	6.60%	-9.58%	21.40	0.96
化学制剂	-19.59%	3.77%	2.30%	5.18%	-3.19%	-8.20%	1.95%	5.91%	-13.08%	17.20	0.65
医药商业	-9.72%	1.63%	0.03%	3.66%	-1.31%	-17.17%	-3.34%	2.65%	-21.79%	13.55	0.61
医药流通	-9.21%	1.40%	1.65%	1.29%	-2.71%	-9.70%	0.85%	2.61%	-11.11%	11.67	0.69
线下药店	-10.63%	2.04%	-3.01%	8.29%	1.28%	-30.57%	-13.18%	2.73%	-41.19%	15.86	0.45
医疗器械	-15.99%	4.84%	-4.20%	4.09%	-2.79%	-7.00%	-3.40%	4.02%	-19.87%	24.17	0.92
医疗设备	-13.68%	5.33%	-5.01%	4.20%	-3.39%	-5.38%	-5.66%	2.58%	-20.00%	25.49	1.16
医疗耗材	-18.67%	3.32%	-3.08%	7.10%	-2.02%	-7.98%	-0.23%	5.28%	-17.80%	27.90	0.63
体外诊断	-17.95%	5.52%	-3.64%	0.31%	-2.37%	-9.54%	-2.04%	5.69%	-22.13%	20.04	0.90
生物制品	-23.11%	8.62%	-5.80%	-1.56%	-6.03%	-7.45%	-0.10%	2.67%	-29.66%	21.41	0.67
血液制品	-17.27%	4.92%	-0.37%	4.21%	-1.37%	4.13%	-0.84%	1.90%	-5.28%	27.95	1.12
疫苗	-25.12%	10.98%	-12.26%	-8.26%	-6.94%	-12.43%	2.63%	1.33%	-40.90%	16.87	0.79
其他生物 制品	-23.28%	7.90%	-1.93%	1.77%	-7.18%	-8.27%	-1.81%	4.11%	-28.09%	14.63	0.46
医疗服务	-23.70%	0.93%	-8.37%	-4.51%	-6.91%	-9.95%	6.31%	3.45%	-33.61%	25.49	1.47
医院	-19.73%	4.44%	-10.19%	-2.36%	-7.39%	-13.25%	4.55%	4.79%	-32.41%	35.07	0.92
医疗研发 外包	-25.82%	-1.60%	-7.89%	-3.36%	-6.31%	-7.52%	7.52%	2.58%	-32.64%	25.49	2.22

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6：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 新赣江	19.54	东北制药	44.01	香雪制药	55.09	康乐卫士	12.24	益丰药房	5.21
	2 能特科技	14.13	广生堂	16.16	*ST 龙津	16.28	康为世纪	10.41	荣丰控股	5.13
	3 尔康制药	9.65	*ST 景峰	15.77	*ST 大药	15.55	百济神州-U	8.38	浙江震元	4.71
	4 浙江医药	6.44	上海谊众	13.45	羚锐制药	10.67	特宝生物	8.15	瑞康医药	3.57
	5 本立科技	5.76	西点药业	11.71	康惠制药	10.55	奥浦迈	3.69	鹭燕医药	2.79
跌幅前5	1 赛托生物	(5.34)	舒泰神	(5.84)	康缘药业	(2.95)	智飞生物	(4.52)	人民同泰	(2.58)
	2 奥锐特	(5.38)	江苏吴中	(6.11)	华森制药	(4.55)	君实生物-U	(5.22)	华人健康	(2.90)
	3 河化股份	(5.46)	兴齐眼药	(8.21)	*ST 吉药	(6.83)	神州细胞-U	(5.90)	润达医疗	(3.31)
	4 富士莱	(7.30)	赛隆药业	(10.64)	葫芦娃	(8.00)	华兰疫苗	(9.02)	塞力医疗	(4.91)
	5 溢多利	(11.35)	复旦复华	(26.73)	长药控股	(16.39)	四环生物	(12.39)	药易购	(5.16)
	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 阳光诺和	1.58	澳洋健康	1.98	三诺生物	8.04	奥精医疗	20.16	英诺特	9.33
	2 和元生物	1.29	ST 中珠	1.56	美好医疗	5.93	正海生物	14.19	之江生物	6.28
	3 毕得医药	1.09	光正眼科	0.31	澳华内镜	3.38	五洲医疗	8.93	睿昂基因	5.30
	4 睿智医药	0.60	诺禾致源	(0.19)	山外山	2.80	中红医疗	8.70	达安基因	3.45
	5 南模生物	(1.29)	创新医疗	(0.47)	爱朋医疗	2.78	安杰思	6.98	亚辉龙	2.79

跌幅前5	1	康龙化成	(5.60)	爱尔眼科	(3.61)	福瑞股份	(3.16)	健帆生物	(3.23)	易瑞生物	(1.65)
	2	美迪西	(5.66)	南华生物	(3.63)	奕瑞科技	(3.55)	天益医疗	(3.76)	艾德生物	(1.81)
	3	百花医药	(7.82)	通策医疗	(4.55)	海尔生物	(4.09)	佰仁医疗	(3.87)	东方生物	(2.59)
	4	诺思格	(8.86)	新里程	(5.03)	锦好医疗	(5.18)	乐普医疗	(4.12)	硕世生物	(3.60)
	5	诺泰生物	(12.87)	三博脑科	(5.80)	华大智造	(7.36)	赛诺医疗	(4.65)	东方海洋	(3.64)

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3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