

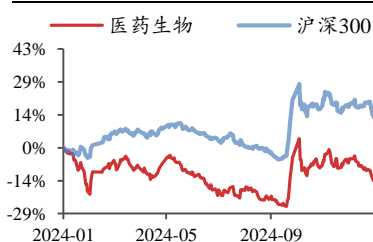
医药生物

2025年01月05日

投资评级：看好（维持）

——行业周报

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《肿标与甲功试剂集采规则与报量已明，国产替代强化国产玩家成长逻辑—行业周报》-2024.12.29

《血液瘤：创新技术层出，各亚型均有孵化“重磅炸弹”药物潜力—行业深度报告》-2024.12.24

《心血管疾病高发，Lp(a)或成为降脂治疗新靶点—行业周报》-2024.12.22

国产家用医疗器械市场份额提升，化学原料药行业整体呈现量价齐升的趋势

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

司乐致（分析师）

silezhi@kysec.cn

证书编号：S0790523110003

阮帅（分析师）

ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790524040007

● 医疗保健产品刚需属性强，国产玩家集中度持续提升

据久谦中台数据显示，国内线上全平台医疗保健类产品2024年下半年（除10月份）受到消费景气度和价格下降的影响，销售额同比皆为负值，11月份同比下降已收窄，受到消费降级和供给端内卷影响，销售均价同比皆下降。但销售量同比皆正，整体需求量显示老龄化等积极要素逻辑持续存在，刚需属性较强；2024年11月销售额同比增长虽仍为负值，主要系2024年11月整体销售额受到“双十一”活动提前到10月份影响，剔除影响我们预估11月份销售额已回增长。2024年国内线上全平台以鱼跃医疗、三诺生物、可孚医疗、瑞迈特（怡和嘉业）、硅基动感、稳健医疗、振德医疗为主的国产主流玩家线上销售额整体占比逐季度持续提升，其中鱼跃医疗2024QTD占比达8.4%，其中10-11月重回增长态势。

● 中国化学原料药行业整体呈现量升价稳的趋势，抗生素产业链表现较好

中国化学原料药行业PPI指数近两年持续下行，2024年3季度呈现显著回升趋势，原料药行业产品销售价格处于底部回升阶段。受环保、成本、政策等因素影响，抗生素上游中间体价格近些年逐步上涨，此外，阿奇霉素、克拉霉素原料药价格持续上涨，且仍处于价格高位；受行业供给过剩及下游需求疲弱影响，近些年动保原料药价格持续下行，羧苯尼考均价从400-700元/kg的区间下降到近期的100-200元/kg区间，强力霉素价格也下降到历史底部区间，部分企业出现连续亏损，行业出清加速，动保原料药价格有望迎来周期性回升。

● 肝素及碘造影剂原料药处于周期底部

肝素原料药行业经历2019-2021年高潮阶段，整体处于供过于求的状态。2023年肝素原料药价格呈现下降趋势，其中2023Q4价格呈现急速下降，主要受非规范市场价格下跌影响。2024年肝素API价格基本处于企稳阶段。从2021-2022年，受智利和日本地震、疫情等因素影响，碘原料供给端出现明显收缩，碘原料价格经历快速上涨，2022-2023年处于价格周期顶点。受其他行业需求旺盛拉动（电子行业），2024年碘原料价格有所回升。

● 推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：和黄医药、康诺亚、诺诚健华、海思科、泽璟制药、科兴制药、人福医药、恩华药业、九典制药；**中药：**佐力药业、东阿阿胶、方盛制药、羚锐制药悦康药业；**原料药：**华海药业、普洛药业、奥锐特；**医疗器械：**奥泰生物、万孚生物、可孚医疗、康拓医疗、三诺生物；**CXO：**药明生物、药明康德、药明合联、泰格医药、泓博医药；**科研服务：**百普赛斯、毕得医药、皓元医药、奥浦迈；**医疗服务：**海吉亚医疗、通策医疗；**零售药店：**益丰药房。

风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、行业竞争格局恶化。

目 录

1、医疗保健产品刚需属性强，国产玩家集中度持续提升	3
1.1、医疗保健产品刚需属性强，线上销售量保持增长	3
1.2、以鱼跃医疗、可孚医疗为主的国产主流玩家市占率持续提升	4
2、原料药板块业绩强劲复苏，估值企稳回升	5
3、1月第1周医药生物下跌5.56%，血液制品板块跌幅最小	9
3.1、板块行情：医药生物下跌5.56%，跑输沪深300指数0.39pct	9
3.2、子板块行情：血液制品板块跌幅最小，疫苗板块跌幅最大	10
4、风险提示	12

图表目录

图1：剔除“双11”活动前置影响，我们预估11月份销售额已回增长	3
图2：整体需求量显示老龄化等积极逻辑持续存在，刚需属性较强	3
图3：2024年下半年医疗保健产品销售均价略有下降	4
图4：以鱼跃医疗、可孚医疗为主的国产主流玩家市占率持续提升	4
图5：鱼跃医疗龙头地位稳固，品牌和渠道强化竞争壁垒	5
图6：原油价格企稳（美元/桶）	5
图7：工业原料价格企稳	5
图8：人民币汇率处于低位	6
图9：中国化学原料药PPI指数底部回升	6
图10：中国化学原料药产量呈复苏趋势（吨）	6
图11：中国化学原料药产量2024年4月同比增长6%	6
图12：缬沙坦价格处于底部（元/kg）	6
图13：厄贝沙坦价格处于底部（元/kg）	6
图14：4-AD价格有所回升（元/kg）	7
图15：地塞米松类原料药价格底部有所反弹（美元/吨）	7
图16：青霉素工业盐价格高位震荡（元/BOU）	7
图17：6-APA价格持续上涨（元/kg）	7
图18：7-ADCA价格有所回升（元/kg）	7
图19：硫氰酸红霉素价格持续上涨（元/kg）	7
图20：克拉霉素原料药价格稳步上涨（元/kg）	8
图21：阿奇霉素原料药价格稳步上涨（元/kg）	8
图22：氟苯尼考原料药价格底部企稳（元/kg）	8
图23：强力霉素原料药价格企稳回升（元/kg）	8
图24：泰乐菌素原料药价格底部企稳回升（元/kg）	8
图25：2024年肝素API价格企稳（美元/kg）	9
图26：2024年碘价格有所回升（美元/kg）	9
图27：1月医药生物下跌5.56%（单位：%）	9
图28：1月第1周医药生物下跌5.56%（单位：%）	10
图29：本周血液制品板块跌幅最小，疫苗板块跌幅最大	10
表1：1月以来血液制品板块跌幅最小	10
表2：子板块中个股涨跌幅（%）前5	11

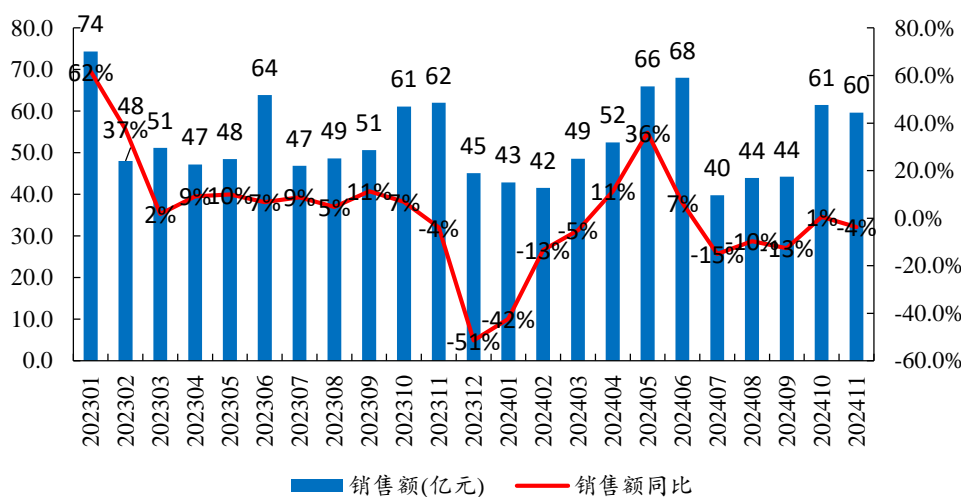
1、医疗保健产品刚需属性强，国产玩家集中度持续提升

1.1、医疗保健产品刚需属性强，线上销售量保持增长

据久谦中台数据显示，国内线上全平台医疗保健类产品 2024 年下半年（除 10 月份）受到消费景气度和价格下降的影响，销售额同比皆为负值，11 月份同比下降已收窄；但销售量同比皆正，整体需求量显示老龄化等积极要素逻辑持续存在，刚需属性较强；受到消费降级和供给端内卷影响，销售均价同比皆下降。

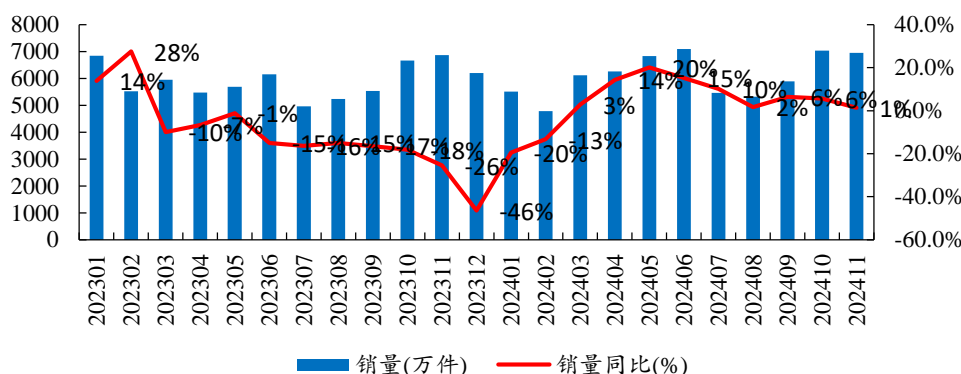
2024 年 11 月销售额同比增长虽仍为负值，主要系 2024 年 11 月整体销售额受到“双 11”活动提前到 10 月份影响，剔除影响我们预估 11 月份销售额已回增长。

图1：剔除“双 11”活动前置影响，我们预估 11 月份销售额已回增长



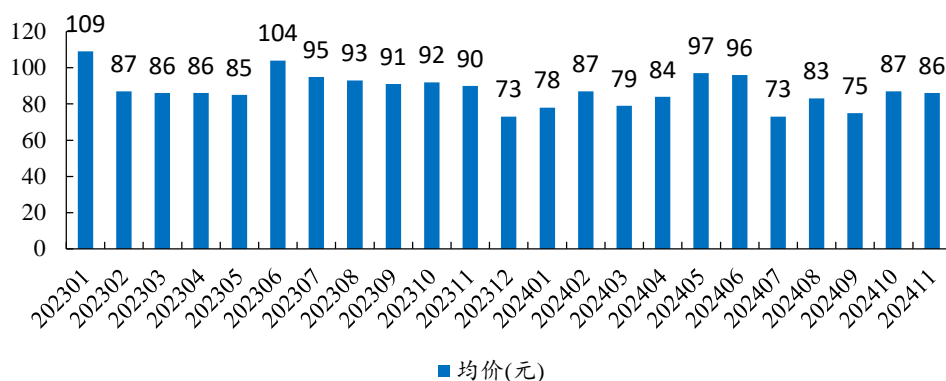
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图2：整体需求量显示老龄化等积极逻辑持续存在，刚需属性较强



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图3：2024年下半年医疗保健产品销售均价略有下降



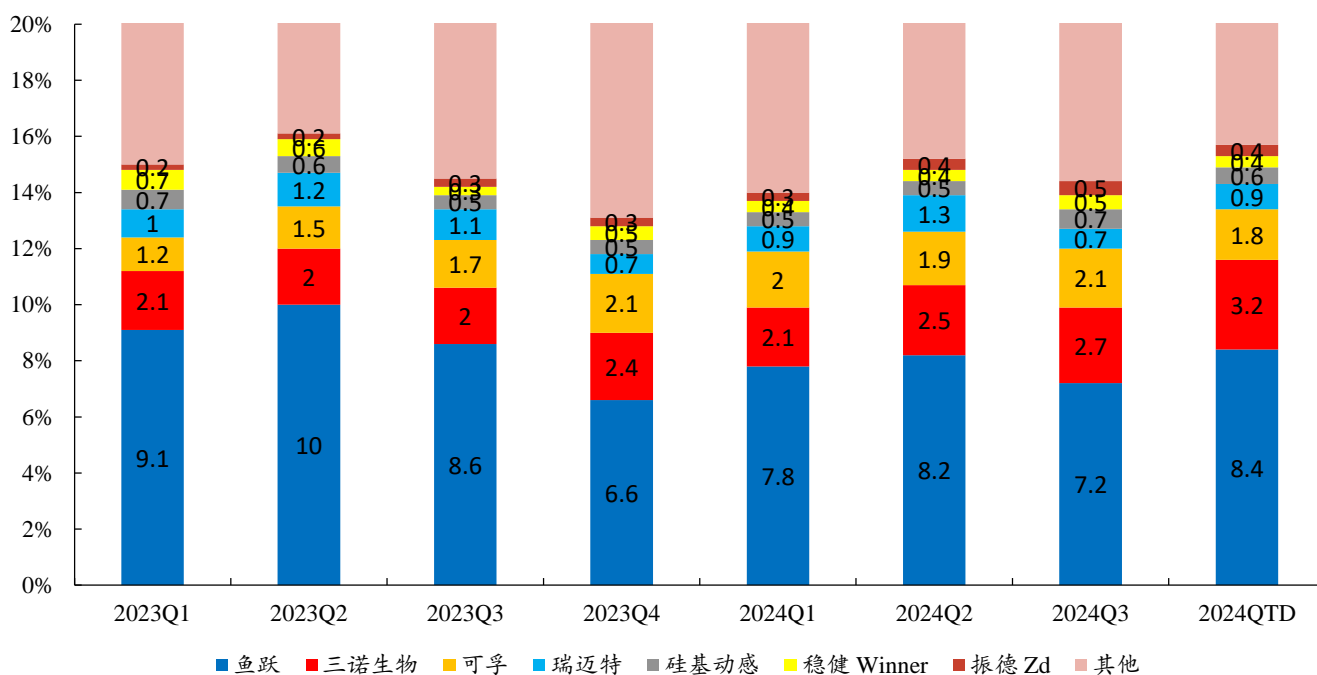
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

1.2、以鱼跃医疗、可孚医疗为主的国产主流玩家市占率持续提升

据久谦中台数据显示，2024年国内线上全平台以鱼跃医疗、可孚医疗、瑞迈特（怡和嘉业）、硅基动感、稳健医疗、振德医疗为主的国产主流玩家线上销售额整体占比逐季度持续提升。其中鱼跃医疗2024QTD占比达8.4%，可孚医疗达1.8%。

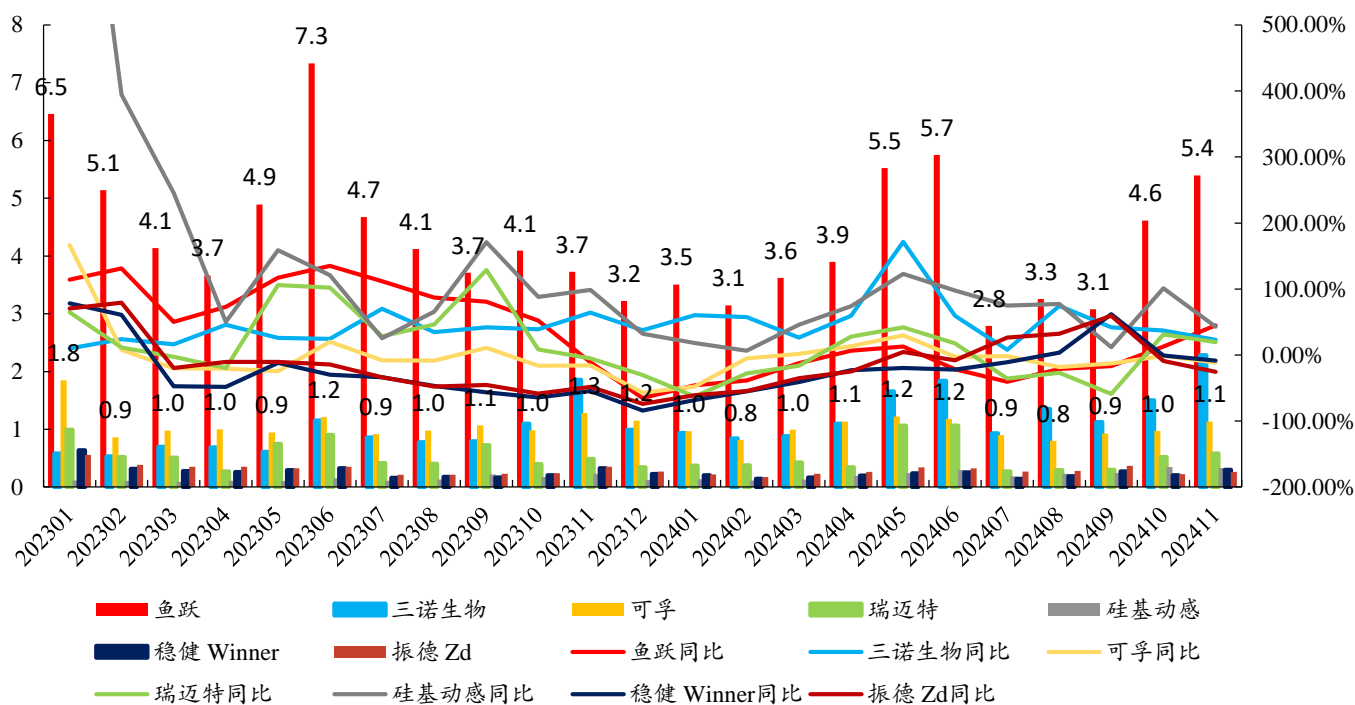
月度趋势来看，鱼跃医疗2024年10-11月重回增长态势，可孚医疗环比向上。

图4：以鱼跃医疗、可孚医疗为主的国产主流玩家市占率持续提升



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图5: 鱼跃医疗龙头地位稳固, 品牌和渠道强化竞争壁垒



数据来源: 久谦中台、开源证券研究所

2、原料药板块业绩强劲复苏, 估值企稳回升

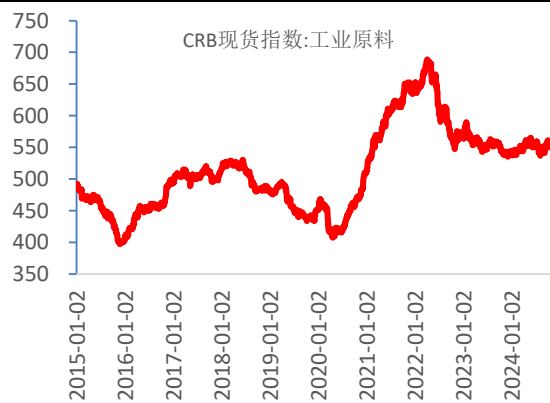
近些年原油现货价格有所回落, 工业原料现货指数逐步稳定, 化学原料药行业上游原材料价格基本趋于稳定。

图6: 原油价格企稳 (美元/桶)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 工业原料价格企稳



数据来源: Wind、开源证券研究所

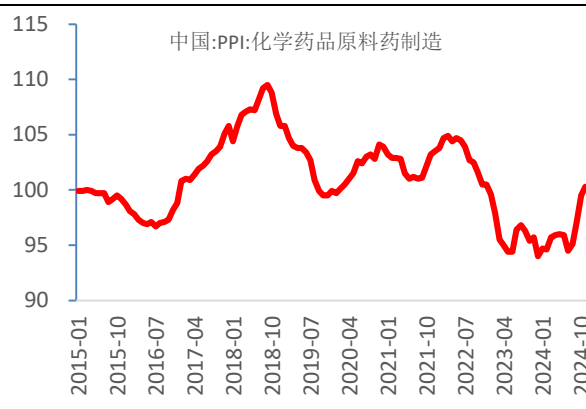
人民币汇率持续贬值, 有望增强原料药出口竞争力。中国化学原料药行业 PPI 指数近两年持续下行, 2024 年 3 季度呈现显著回升趋势, 2024 年 11 月指数达到 100, 原料药行业产品销售价格处于底部回升阶段。

图8: 人民币汇率处于低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

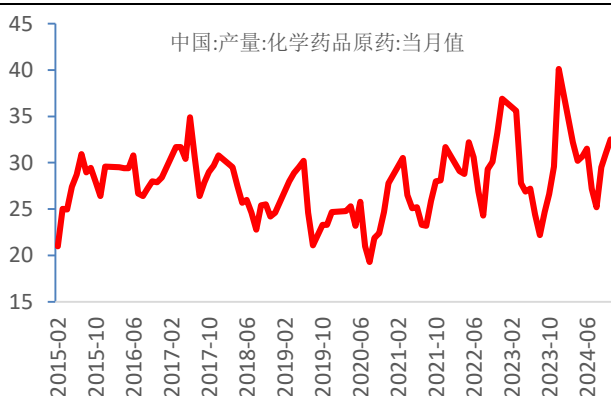
图9: 中国化学原料药 PPI 指数底部回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

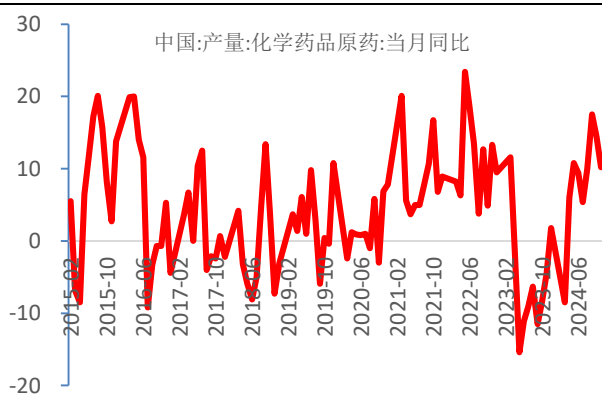
中国化学原料药行业产量同比持续下滑,从2023年4月下滑1.8%开始,持续到2024年3月,2024年4月同比增长6%,出现明显拐点,近期行业处于扩张趋势,单月产量达到双位数增长。

图10: 中国化学原料药产量呈复苏趋势 (吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

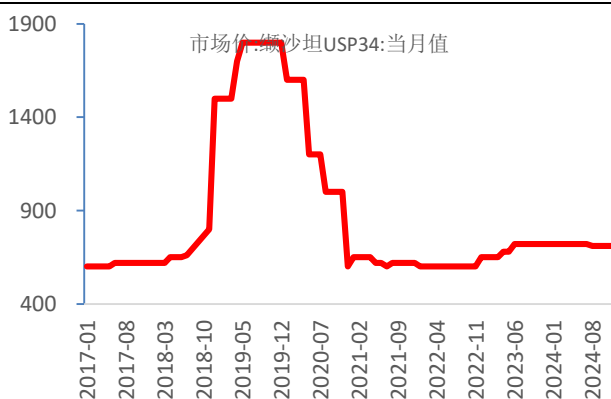
图11: 中国化学原料药产量2024年4月同比增长6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

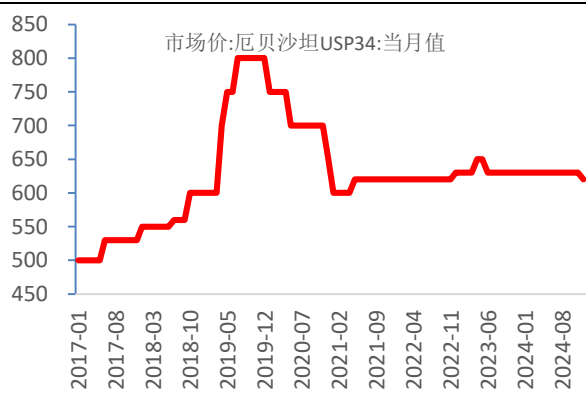
受疫情、经济环境、行业竞争等因素影响,近些年沙坦类原料药产品价格呈现下降趋势,部分企业盈利压力较大,沙坦类原料药价格处于底部区域。

图12: 缬沙坦价格处于底部 (元/kg)



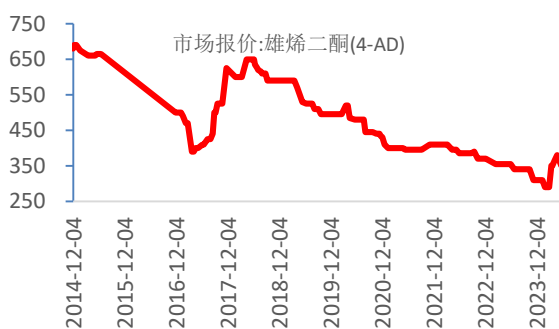
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 厄贝沙坦价格处于底部 (元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

2024年4-AD价格有所回升,地塞米松原料药价格底部企稳反弹。

图14: 4-AD 价格有所回升 (元/kg)


数据来源: Wind、开源证券研究所

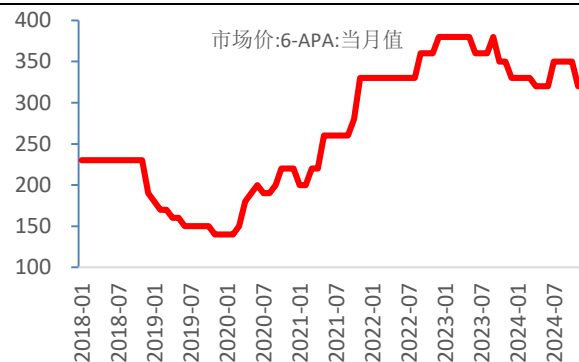
图15: 地塞米松类原料药价格底部有所反弹 (美元/吨)


数据来源: Wind、开源证券研究所

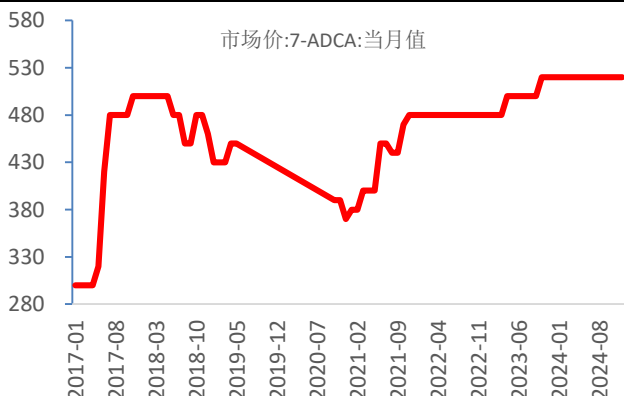
受环保、成本、政策等因素影响，抗生素上游中间体价格近些年逐步上涨，其中6-APA、青霉素工业盐及硫氰酸红霉素价格涨幅较大，7-ADCA等头孢类中间体价格有所回升。

图16: 青霉素工业盐价格高位震荡 (元/BOU)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 6-APA 价格持续上涨 (元/kg)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 7-ADCA 价格有所回升 (元/kg)


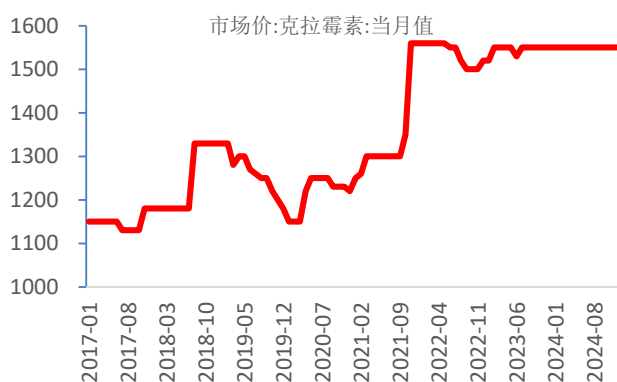
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 硫氰酸红霉素价格持续上涨 (元/kg)


数据来源: Wind、开源证券研究所

受上游成本推动及下游需求旺盛影响，阿奇霉素、克拉霉素原料药价格持续上涨，且仍处于价格高位。

图20: 克拉霉素原料药价格稳步上涨 (元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 阿奇霉素原料药价格稳步上涨 (元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

受行业供给过剩及下游需求疲弱影响, 近些年动保原料药价格持续下行, 氟苯尼考均价从 400-700 元/kg 的区间下降到近期的 100-200 元/kg 区间, 强力霉素价格也下降到历史底部区间。部分企业出现连续亏损, 行业出清加速。近期氟苯尼考价格略有回升, 2024 年 12 月份反弹到 194 元/kg, 强力霉素价格反弹到 388 元/kg。

图22: 氟苯尼考原料药价格底部企稳 (元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 强力霉素原料药价格企稳回升 (元/kg)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 泰乐菌素原料药价格底部企稳回升 (元/kg)



数据来源：Wind、开源证券研究所

肝素原料药行业经历 2019-2021 年高潮阶段，整体处于供过于求的状态。2023 年肝素原料药价格呈现下降趋势，其中 2023Q4 价格呈现急速下降，主要受非规范市场价格下跌影响。2024 年肝素 API 价格基本处于企稳阶段。

从 2021-2022 年，受智利和日本地震、疫情等因素影响，碘原料供给端出现明显收缩，碘原料价格经历快速上涨，2022-2023 年处于价格周期顶点。受其他行业需求旺盛拉动（电子行业），2024 年碘原料价格有所回升。

图25：2024 年肝素 API 价格企稳（美元/kg）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2024 年碘价格有所回升（美元/kg）



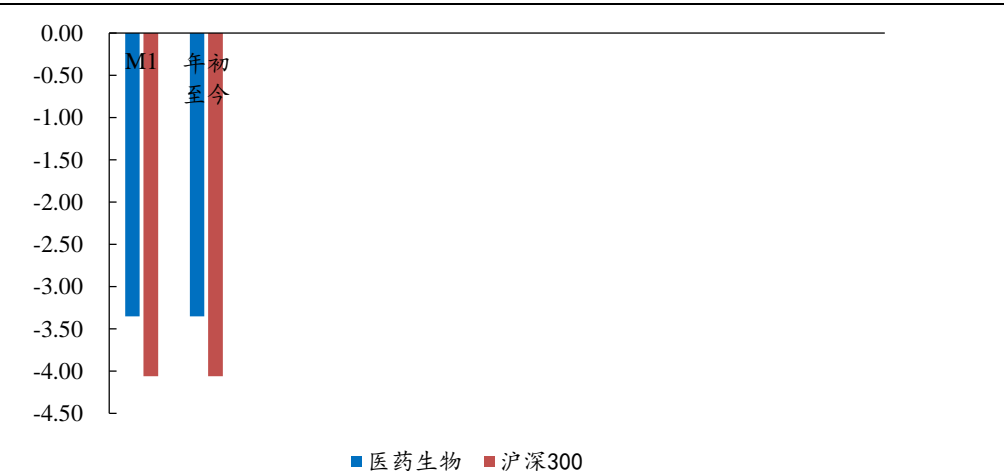
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、1 月第 1 周医药生物下跌 5.56%，血液制品板块跌幅最小

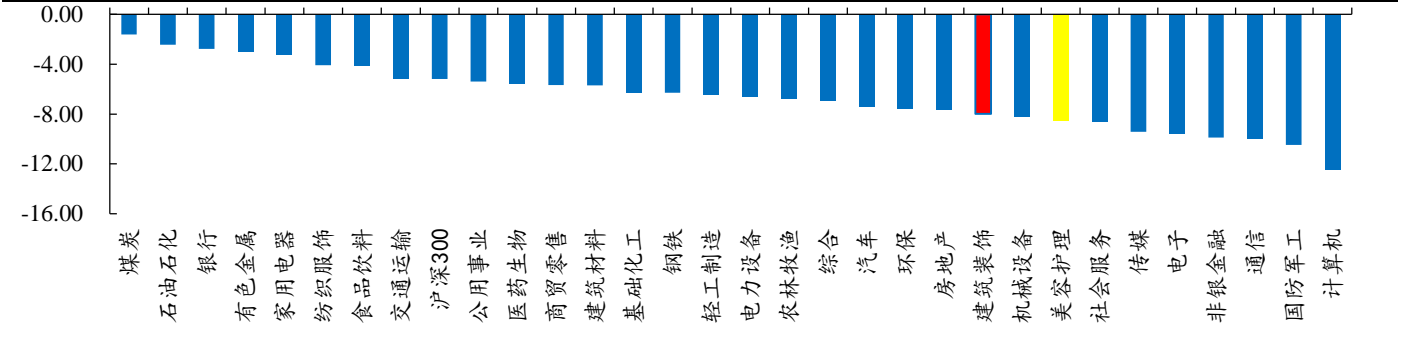
3.1、板块行情：医药生物下跌 5.56%，跑输沪深 300 指数 0.39pct

从月度数据来看，2025 年初至今沪深整体呈现下跌趋势。2025 年 1 月第 1 周煤炭和石油石化行业跌幅最小，国防军工和计算机等行业跌幅最大。本周医药生物下跌 5.56%，跑输沪深 300 指数 0.39pct，在 31 个子行业中排名第 10 位。

图27：1 月医药生物下跌 5.56%（单位：%）



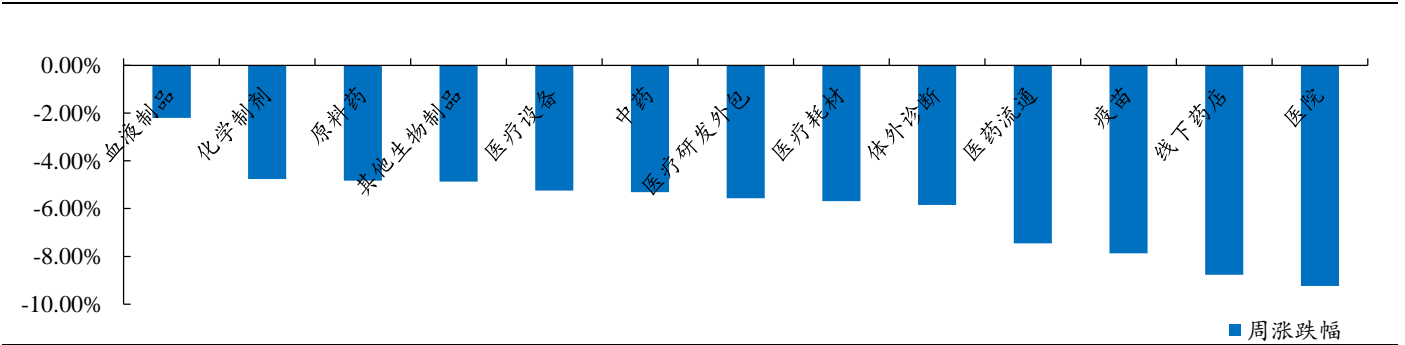
数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2025.01.03）

图28：1月第1周医药生物下跌5.56%（单位：%）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2024.12.30-2025.01.03 为1月第1周）

3.2、子板块行情：血液制品板块跌幅最小，疫苗板块跌幅最大

2025年1月第1周血液制品板块跌幅最小，下跌2.2%；医疗研发外包板块下跌5.56%，医疗设备板块下跌5.24%，其他生物制品板块下跌4.87%，化学制剂板块下跌4.77%；疫苗板块跌幅最大，下跌7.87%。

图29：本周血液制品板块跌幅最小，疫苗板块跌幅最大


数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：1月以来血液制品板块跌幅最小

子板块	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	年初至今	预测 PE (2024)	预测 PEG (2024)
中药	-3.26%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-3.26%	20.88	2.22
化学制药	-2.78%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-2.78%	20.95	0.63
原料药	-2.63%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-2.63%	26.84	0.87
化学制剂	-2.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-2.81%	17.98	0.57
医药商业	-4.46%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-4.46%	15.59	1.38
医药流通	-4.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-4.25%	15.48	1.19
线下药店	-5.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-5.01%	17.07	2.38

子板块	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	年初至今	预测 PE (2024)	预测 PEG (2024)
医疗器械	-3.38%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-3.38%	25.89	1.39
医疗设备	-3.44%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-3.44%	35.00	2.09
医疗耗材	-3.41%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-3.41%	27.25	0.90
体外诊断	-3.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-3.19%	17.37	1.10
生物制品	-3.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-3.11%	22.80	1.62
血液制品	-0.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.99%	24.93	1.00
疫苗	-4.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-4.13%	18.19	260.73
其他生物制品	-3.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-3.20%	27.52	0.78
医疗服务	-4.55%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-4.55%	22.83	4.86
医院	-4.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-4.80%	28.80	2.38
医疗研发外包	-4.37%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-4.37%	23.01	10.57

数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 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 奥翔药业	15.49	鲁抗医药	13.90	葫芦娃	6.00	康乐卫士	7.78	开开实业	4.63
	2 广济药业	13.64	普利制药	12.37	江中药业	2.88	康为世纪	5.86	国发股份	1.20
	3 亨迪药业	9.20	哈药股份	8.59	盘龙药业	2.76	百普赛斯	3.56	必康退(退市)	0.00
	4 司太立	1.03	益方生物-U	5.89	ST百灵	2.14	特宝生物	1.65	一致B	-2.98
	5 新华制药	0.96	华特达因	2.91	太安退(退市)	0.00	派林生物	1.36	上海医药	-3.26
跌幅前5	1 圣达生物	(9.43)	悦康药业	(10.80)	*ST龙津	(14.29)	百克生物	(9.31)	荣丰控股	(12.66)
	2 溢多利	(9.85)	德展健康	(11.66)	沃华医药	(16.44)	康泰生物	(9.41)	健之佳	(13.38)
	3 东亚药业	(9.90)	莱美药业	(13.83)	长药控股	(16.88)	智飞生物	(11.31)	润达医疗	(13.83)
	4 新诺威	(10.71)	北大医药	(15.38)	维康药业	(17.68)	康华生物	(11.91)	塞力医疗	(15.01)
	5 尔康制药	(11.34)	九典制药	(25.01)	*ST吉药	(43.03)	四环生物	(13.36)	海王生物	(15.63)
涨幅	医疗研发外包		医疗服务		医疗设备		医疗耗材		体外诊断	
	1 毕得医药	-0.30	普瑞眼科	-1.24	美好医疗	5.01	华兰股份	3.30	热景生物	11.53
2 诺思格	-3.10	ST中珠	-5.15	奕瑞科技	1.65	惠泰医疗	0.56	中源协和	3.15	

前	3	南模生物	-3.53	盈康生命	-7.14	海泰新光	0.68	爱博医疗	0.01	博拓生物	0.78
	4	昭衍新药	-3.66	美年健康	-7.19	海尔生物	0.00	山东药玻	-2.28	奥泰生物	-0.74
	5	诺泰生物	-4.32	新里程	-8.36	联影医疗	-0.06	采纳股份	-3.62	明德生物	-0.85
跌幅前	1	睿智医药	(10.75)	光正眼科	(10.59)	福瑞股份	(11.81)	赛诺医疗	(10.06)	易瑞生物	(11.32)
	2	美迪西	(11.43)	国际医学	(10.63)	理邦仪器	(11.97)	五洲医疗	(10.19)	科华生物	(11.51)
	3	泓博医药	(12.34)	创新医疗	(10.68)	天智航-U	(14.92)	微电生理-U	(10.54)	圣湘生物	(12.27)
	4	和元生物	(14.02)	贝瑞基因	(11.92)	爱朋医疗	(18.14)	洁特生物	(10.67)	迪瑞医疗	(15.15)
	5	数字人	(16.24)	三博脑科	(14.25)	乐心医疗	(18.95)	欧普康视	(11.48)	东方海洋	(16.13)

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

创新药进医保后降幅较大、创新药放量不及预期、药物潜在安全性风险等。

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