

2025 年 02 月 04 日

## 心衰新疗法需求大，看好中国创新品种

投资评级：看好（维持）

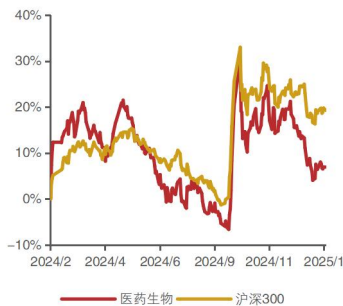
——医药行业周报（25/1/20-25/1/27）

### 证券分析师

刘闯  
SAC: S1350524030002  
liuchuang@huayuanstock.com

### 联系人

### 板块表现：



### 投资要点：

- 本周医药市场表现分析：**1月20日至1月27日，沪深300指数上涨0.12%；医药生物(申万)指数上涨0.07%，相对沪深300指数超额收益为-0.05%。整体来看，本周医药板块表现平稳，医保局先后发文，就医保基金、医保共济、鼓励创新等方向提供增量信息，对后续医药的筑底反弹提供政策端有力支持。展望后市，我们认为医药已呈现多重筑底信号，2025年医药有望边际好转，结构性机会值得期待。建议关注：1) 2025年有望板块反转的医疗设备板块，包括开立医疗、联影医疗、华大智造、海泰新光、美好医疗等；2) 集采落地、OTC消费复苏的中药板块，包括昆药集团、同仁堂、马应龙、盘龙药业等；3) 医药最为明确的方向创新药，前期调整较为充分，建议关注和黄医药、翰森制药、益方生物、恒瑞医药、迪哲药业、泽璟制药、信立泰、康方生物、热景生物等。
- 医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数上涨(+0.07%)。本周上涨个股数量235家，下跌个股数量247家，涨幅居前为健友股份(+12.87%)、南卫股份(+11.78%)、ST目药(+9.80%)、润达医疗(+9.00%)和天臣医疗(+8.40%)，跌幅居前为\*ST 大药(-26.34%)、\*ST 普利(-22.90%)、长药控股(-21.99%)、\*ST 龙津(-20.45%)和\*ST 吉药(-19.70%)。
- 心衰新疗法需求大，看好中国创新品种。**心衰为大部分心血管疾病发展最终阶段，随着老龄化加剧，中国心衰患者人数达到千万人，且有不断增长趋势。心衰药物市场空间较大，以明星产品诺欣妥(有心衰和高血压适应症)为例，其2024年全球销售额达到78.2亿美元(同比+30%)，国内方面，用于治疗急性心衰的新活素(西藏药业)2023年销售额也达到28.2亿元(同比+25.1%)。现有心衰治疗药物只能改善症状，当前新药研发目标包括：1) 延缓甚至逆转心肌重塑，恢复心肌功能；2) 死亡风险，再入院风险，改善预后等。信立泰的JK07为全球创新心衰药物，有望通过改善心肌细胞结构和功能治疗慢性心力衰竭，目前在HFrEF(射血分数降低的心衰)和HFpEF(射血分数保留的心衰)患者的MRCT II期临床试验中获得积极的中期数据。热景生物参股公司舜景医药研制的全球FIC创新药SGC001适用于急性心肌梗死患者的急救治疗，已实现中美双报双批，SGC001通过抑制S100A8A9介导的炎症反应延缓心衰进展，临床前数据表现良好，实验动物模型急救给药可以显著降低实验动物死亡率、降低心肌梗死面积、提高射血分数并改善梗死心肌的病理重构。
- 投资观点及建议关注标的：**2024年医药指数下跌超14%，我们认为，医药现已呈现多重底信号，医改影响或逐步调整到位，板块估值、持仓均处于近年来低位，2025年业绩也有望迎来企稳回升。展望2025年，医药已具备多方面的积极发展因素，1) 创新产业已经初具规模，多家公司的创新布局迎来收获，传统pharma也已经完成创新的华丽转身；2) 出海能力持续提升，创新药械的license out频频出现，中国企业已成为全球MNC非常重视的创新转换来源，另外医疗设备、供应链等已在全球范围内占据较高的地位，在欧美发达市场以及新兴市场持续崭露头角；3) 老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；4) 支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系。具体配置方面，建议关注创新药械(pharma以及临床早期资产)、出海(医疗器械、高端生物药和制剂以及供应链)、国产替代(医疗设备和耗材)、老龄化及院外消费(家用器械、中药等)、高壁垒行业(血制品、麻药)，同时建议积极关注估值较低有望修复的优质标的。
- 本周投资组合：**昆药集团、美好医疗、鱼跃医疗、信立泰、科兴制药；
- 一月投资组合：**昆药集团、开立医疗、美好医疗、和黄医药、东诚药业、普门科技、派林生物、鱼跃医疗、科兴制药、信达生物。

**风险提示：**行业竞争加剧风险，政策变化风险，行业需求不及预期风险。

## 内容目录

---

1. 心衰新疗法需求大，看好中国创新品种 .....	4
2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注估值修复机会 .....	7
3. 风险提示 .....	13

## 图表目录

图表 1: 心力衰竭的射血分数分类构成 .....	4
图表 2: 慢性 HFrEF 患者治疗流程 .....	5
图表 3: 心衰药物发展历史 .....	5
图表 4: S100A8A9 通过介导炎症反应促进心衰作用机制 .....	6
图表 5: 急性心衰治疗流程 .....	7
图表 6: 本周申万医药行业涨幅 Top10 .....	7
图表 7: 本周申万医药行业跌幅 Top10 .....	8
图表 8: 2024 年初至今医药指数表现 .....	8
图表 9: 申万各板块年初至今涨跌幅情况 .....	9
图表 10: 年初至今医药子板块涨跌幅情况 .....	9
图表 11: 本周医药子板块表现情况 .....	9
图表 12: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 27 日, 整体 TTM 法) .....	10
图表 13: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 27 日, 整体 TTM 法) .....	10
图表 14: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 27 日, 整体 TTM 法) .....	11
图表 15: 2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (万亿) .....	11

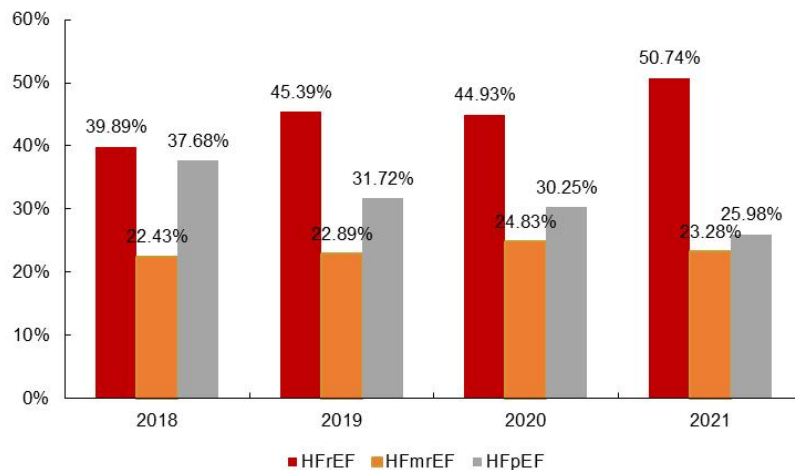
## 1. 心衰新疗法需求大，看好中国创新品种

心力衰竭(heart failure, HF, 简称心衰)是由于心脏结构和/或功能异常导致心室充盈和/或射血能力受损的一组临床综合征，其病理生理学特征为肺淤血和/或体循环淤血、伴或不伴有组织器官低灌注，主要临床表现为呼吸困难、乏力和/或液体潴留等。

心衰病理生理学较为复杂，由心脏功能、肾功能、自主神经系统及外周血管系统等相互影响，常见病因包括心肌损伤、心瓣膜病变、机械性梗阻等，经典的神经激素模型认为，心力衰竭的进展是由于生物活性分子的过度表达，对心脏产生有害影响，心衰是大部分心血管疾病发展最终阶段。

根据《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2024》数据，2012–2015 年中国高血压调查数据显示，中国>35 岁成年人中心衰患病率为 1.3%，即约有 1370 万心衰患者。根据左心室射血分数(LVEF)，心衰可分为射血分数降低的心衰(HFrEF)，射血分数保留的心衰(HFpEF)和射血分数中间值的心衰(HFmrEF)。据《2021 年中国心衰中心工作报告》数据显示，中国心衰患者中 HFrEF 患者占比最高，2021 年患者占比超一半，达到 50.7%，其次是 HFpEF。

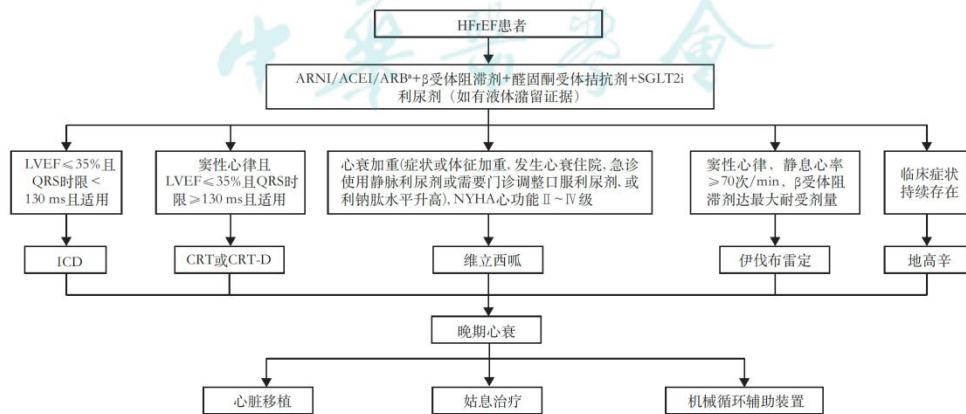
图表 1：心力衰竭的射血分数分类构成



资料来源：《中国心衰中心工作报告（2021）》，华源证券研究所

慢性 HFrEF 的治疗目标是改善临床症状和生活质量，预防或逆转心脏重构，减少再住院，降低死亡率，药物主要包括利尿剂、ACEI/ARB/ARNI、 $\beta$ -受体阻滞剂、MRA 等。HFpEF 和 HFmrEF 患者治疗主要使用利尿剂和钠-葡萄糖协同转运蛋白 2 抑制剂(SGLT2i)，以及针对心血管基础疾病、合并症和心血管疾病危险因素采取综合性治疗手段。

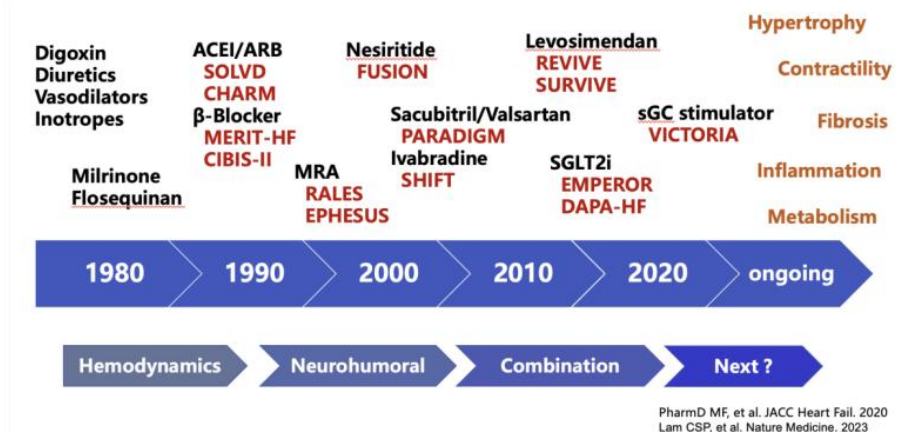
图表 2：慢性 HFrEF 患者治疗流程



资料来源：《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2024》，华源证券研究所

回顾心衰药物治疗发展历史，临床上从最初的血流动力学治疗，即“强心、利尿、扩血管”，发展到神经体液系统治疗，再到目前多靶点联合治疗。但现有心衰治疗药物只能改善症状，心衰新药研发目标主要包括：1) 延缓甚至逆转心肌重塑，恢复心肌功能；2) 进一步降低心衰治疗死亡风险，再入院风险；3) 改善预后等。

图表 3：心衰药物发展历史



资料来源：浙江大学医学院附属第二医院，华源证券研究所

### 心衰新药重点研发项目

SGC001 注射液是热景生物参股公司舜景医药研制的全球首款 FIC 创新药，为急救用单克隆抗体药物，适用于急性心肌梗死（Acute Myocardial Infarction, AMI）患者的急救治疗。2024 年 5 月，SGC001 的 IND 申请获 FDA 批准许可。2024 年 8 月，SGC001 的 IND 申请获 NMPA 批准许可，实现中美双报双批。目前正在国内进行 1 期临床研究。

SGC001 通过抑制 S100A8/A9 介导的炎症反应延缓心衰进展。杜杰教授团队在靶点发现阶段，基于大规模多中心的心血管病（心梗等）队列样本通过转录组、蛋白组及表型组等多组学数据库研究发现 CXCR2+ 粒细胞分泌的 S100A8/A9 促进趋化因子表达，招募炎症细胞，

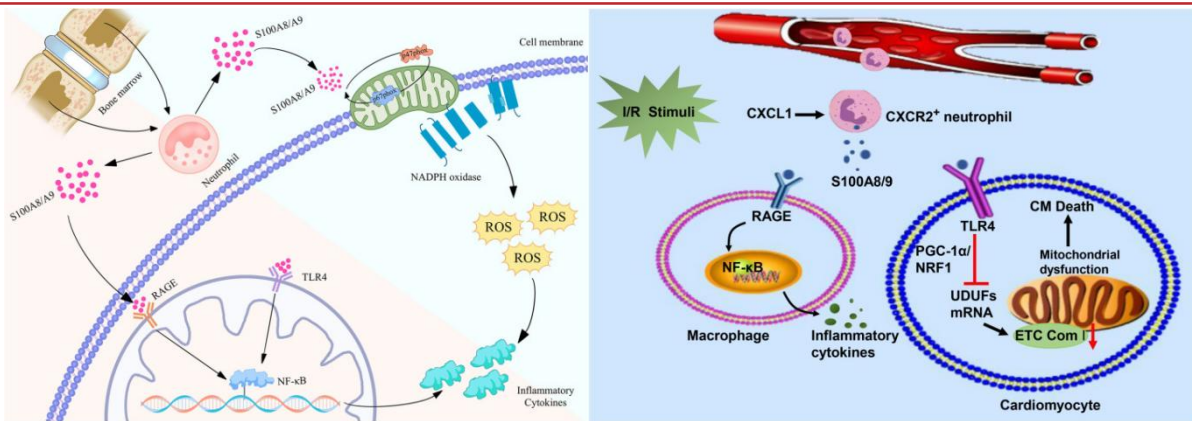


启动心肌不良重构及心衰。CXCR2+细胞是感应心脏损伤的关键细胞，S100A8/A9 是感知损伤并启动心衰的关键分子，阻断 S100A8/A9 可以有效抑制心衰。

S100A8/A9 是 DAMP S100 家族的一种成分，形成 S100A8/A9-异二聚体，也称为 MRP8/14, 并且表达一致。S100A8/A9 由骨髓中性粒细胞释放，与细胞膜上的 RAGE 和 TLR4 受体结合，激活 NF- $\kappa$ B 信号通路，从而引起炎症因子的表达：1) S100A8/A9 通过抑制 TLR4/Erk 调节的 PGC-1/NRF1 信号导致线粒体功能异常，从而抑制线粒体复合体 I 水平从而触发心肌细胞死亡与心肌损伤。2) S100A8/A9 与细胞膜上的 RAGE 受体结合，激活 NF- $\kappa$ B 信号通路，从而引起炎症因子的表达。

临床前研究发现，SGC001 注射液可以抑制免疫细胞炎症反应，具有抗细胞凋亡的作用。杜吉普单抗在人源化全梗小鼠疾病模型中研究发现杜吉普单抗可降低模型动物的死亡率、心肌梗死体积，改善其心脏功能，减轻心肌病变，在模型动物体内具有明确的量效关系。杜吉普单抗在全梗恒河猴模型的体内药效研究发现，杜吉普单抗低、中、高剂量下单次静脉给药，可减轻心肌组织病变程度，降低心肌梗死体积，改善心功能。

图表 4: S100A8/A9 通过介导炎症反应促进心衰作用机制



资料来源:《S100a8/A9 proteins: critical regulators of inflammation in cardiovascular diseases》YuSun et al., 《S100A8/A9 in Myocardial Infarction: A Promising Biomarker and Therapeutic Target》, ZhuLan Cai et al., 华源证券研究所

信立泰的 JK07 (重组人神经调节蛋白 1 (NRG-1)-抗 HER3 抗体融合蛋白注射液) 研发进度相对较快，其是心衰领域首个进入临床开发阶段的抗体融合蛋白、选择性 ErbB4 激动剂，有望通过改善心肌细胞结构和功能治疗慢性心力衰竭。

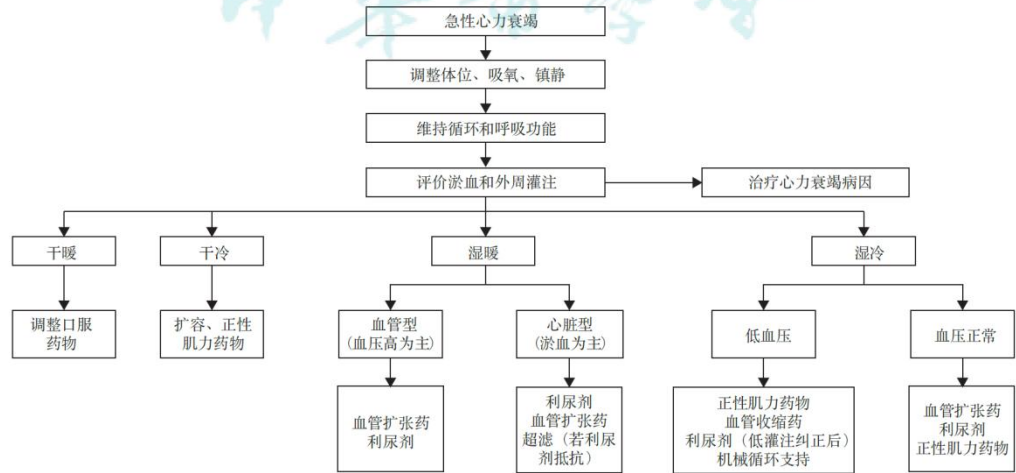
2025 年 1 月，公司发布公告，JK07 在 HFrEF (射血分数降低的心衰) 和 HFpEF (射血分数保留的心衰) 患者的 MRCT II 期临床试验中获得积极的中期数据。JK07 的 II 期临床试验计划纳入 282 例心衰患者，按照 2:1 的比例随机接受 JK07 或安慰剂治疗。本次中期分析纳入了最初随机的 68 名患者。数据显示，JK07 在低剂量组 (0.045mg/kg) 中显示出良好的安全性和耐受性，两组 (试验组与安慰剂组) 在不良事件 (AE) 的发生频率和严重性方面不存在有意义的差异。此外，也初步观察到了 JK07 积极的疗效信号。

急性心衰方面，其是由多种病因引起的急性临床综合征，心衰症状和体征迅速发生或急性加重，伴有血浆利钠肽水平升高，常危及生命，需立即进行医疗干预,通常需要紧急入院。

急性心衰是年龄>65岁患者住院的主要原因，其中15%~20%为新发心衰，大部分则为原有慢性心衰的急性加重，即急性失代偿性心衰，急性心衰预后很差，住院病死率12%，1年再住院率约45%，1年病死率约22%。

急性心衰治疗目标为稳定血流动力学状态纠正低氧，维护脏器灌注和功能，减少对脏器的损伤；纠正急性心衰的病因和诱因；改善急性心衰症状。治疗原则为减轻心脏前后负荷、改善心脏收缩和舒张功能、积极治疗诱因和病因。治疗药物包括：血管扩张剂药、利尿剂等。

图表 5：急性心衰治疗流程



资料来源：《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2024》，华源证券研究所

西藏药业的新活素（重组人脑利钠肽）为目前国内治疗急性心衰唯一生物制品，相较于其他治疗性化学药物，新活素作用更全面，此外还具有生物利用度高、副作用轻微等优点。2023年，新活素实现销量777.61万支，实现销售收入28.2亿元，同比增长25.13%。

## 2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注估值修复机会

本周（1.20-1.27）、年初至今医药指数涨跌幅分别为0.07%和-3.77%，相对沪深300指数的超额收益分别为-0.05%和-0.78%。

个股情况：本周上涨个股数量235家，下跌个股数量247家，涨幅居前为健友股份（+12.87%）、南卫股份（+11.78%）、ST目药（+9.80%）、润达医疗（+9.00%）和天臣医疗（+8.40%），跌幅居前为\*ST 大药（-26.34%）、\*ST 普利（-22.90%）、长药控股（-21.99%）、\*ST 龙津（-20.45%）和\*ST 吉药（-19.70%）。

图表 6：本周申万医药行业涨幅 Top10

排序	代码	名称	市值（亿元）	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	603707.SH	健友股份	218.3	12.87%	1.81%	1.81%

2	603880.SH	南卫股份	14.0	11.78%	11.26%	11.26%
3	600671.SH	ST 目药	11.6	9.80%	8.43%	8.43%
4	603108.SH	润达医疗	98.7	9.00%	2.64%	2.64%
5	688013.SH	天臣医疗	15.3	8.40%	10.06%	10.06%
6	300765.SZ	新诺威	402.0	8.29%	7.63%	7.63%
7	002755.SZ	奥赛康	128.0	8.24%	8.50%	8.50%
8	688358.SH	祥生医疗	29.3	8.12%	6.88%	6.88%
9	688026.SH	洁特生物	18.6	7.82%	3.20%	3.20%
10	688331.SH	荣昌生物	122.0	7.73%	-7.47%	-7.47%
11	801150.SI	医药生物(申万)		0.07%	-3.77%	-3.77%
12	000300.SH	沪深300		0.12%	-2.99%	-2.99%

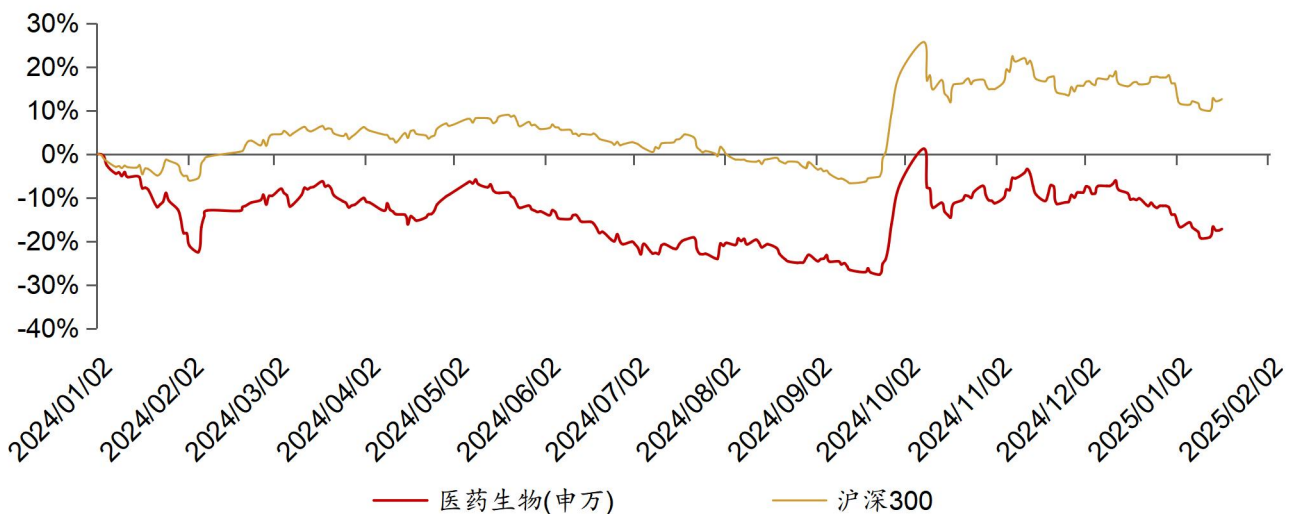
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 7: 本周申万医药行业跌幅 Top10

排序	代码	名称	市值(亿元)	本周表现	本月至今表现	年初至今表现
1	603963.SH	*ST 大药	3.0	-26.34%	-43.39%	-43.39%
2	300630.SZ	*ST 普利	10.3	-22.90%	-66.37%	-66.37%
3	300391.SZ	长药控股	13.2	-21.99%	-25.40%	-25.40%
4	002750.SZ	*ST 龙津	5.6	-20.45%	-36.07%	-36.07%
5	300108.SZ	*ST 吉药	7.1	-19.70%	-17.19%	-17.19%
6	002693.SZ	双成药业	54.2	-18.01%	-28.70%	-28.70%
7	300583.SZ	赛托生物	36.5	-15.39%	-1.59%	-1.59%
8	873167.BJ	新赣江	10.9	-14.59%	9.38%	9.38%
9	430300.BJ	辰光医疗	9.2	-14.51%	-7.59%	-7.59%
10	300158.SZ	振东制药	38.0	-13.90%	-12.50%	-12.50%
11	801150.SI	医药生物(申万)		0.07%	-3.77%	-3.77%
12	000300.SH	沪深300		0.12%	-2.99%	-2.99%

资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 8: 2024 年初至今医药指数表现



资料来源: Wind, 华源证券研究所

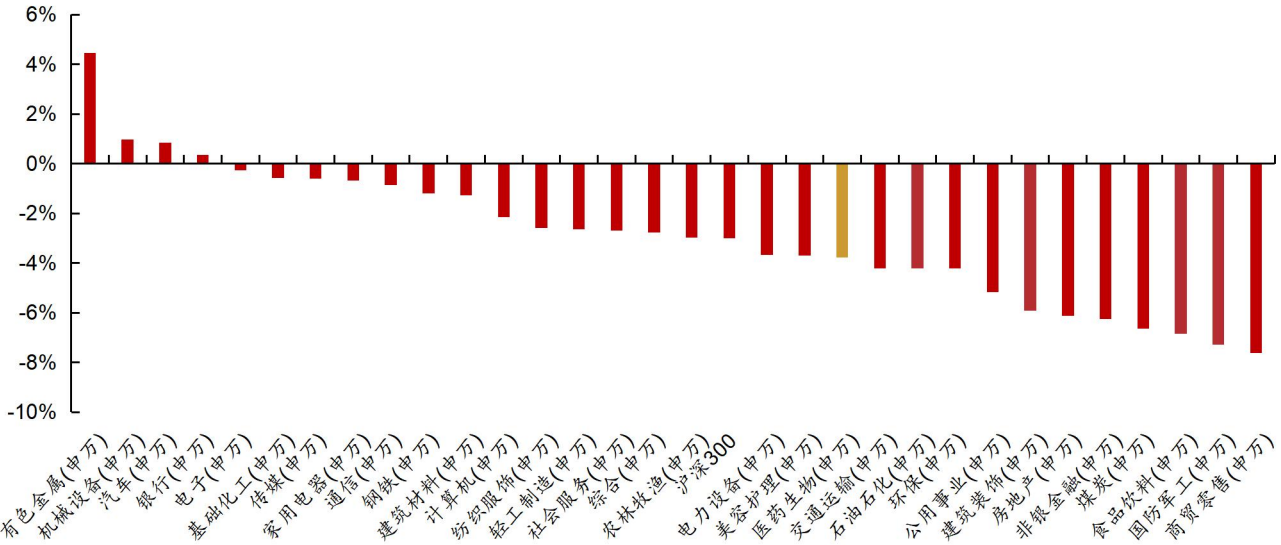


**细分赛道涨跌幅情况：**

本周，化学原料药（1.0%）、化学制剂（0.9%）、医药商业（0.8%）表现相对较好，中药（-1.7%）、医疗器械（-0.5%）、生物制品（0.3%）相对涨跌幅靠后。

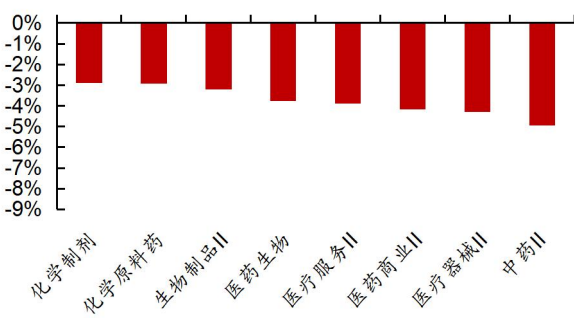
年初以来，化学制剂（-2.9%）、化学原料药（-2.9%）、生物制品（-3.2%）涨跌幅排名靠前，中药（-4.9%）、医疗器械（-4.3%）、医药商业（-4.2%）相对跌幅较大。

图表 9：申万各板块年初至今涨跌幅情况



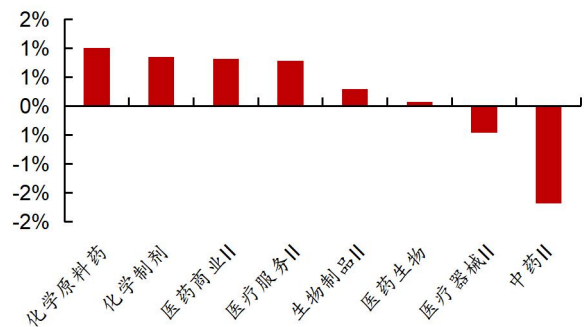
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：年初至今医药子板块涨跌幅情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

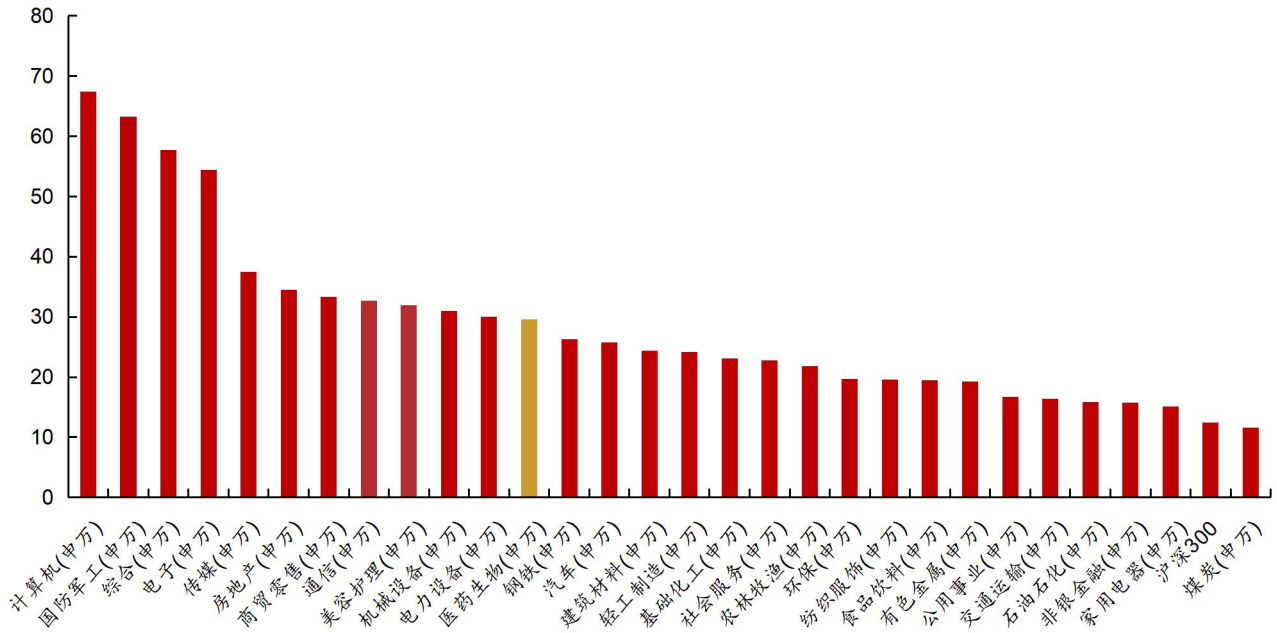
图表 11：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

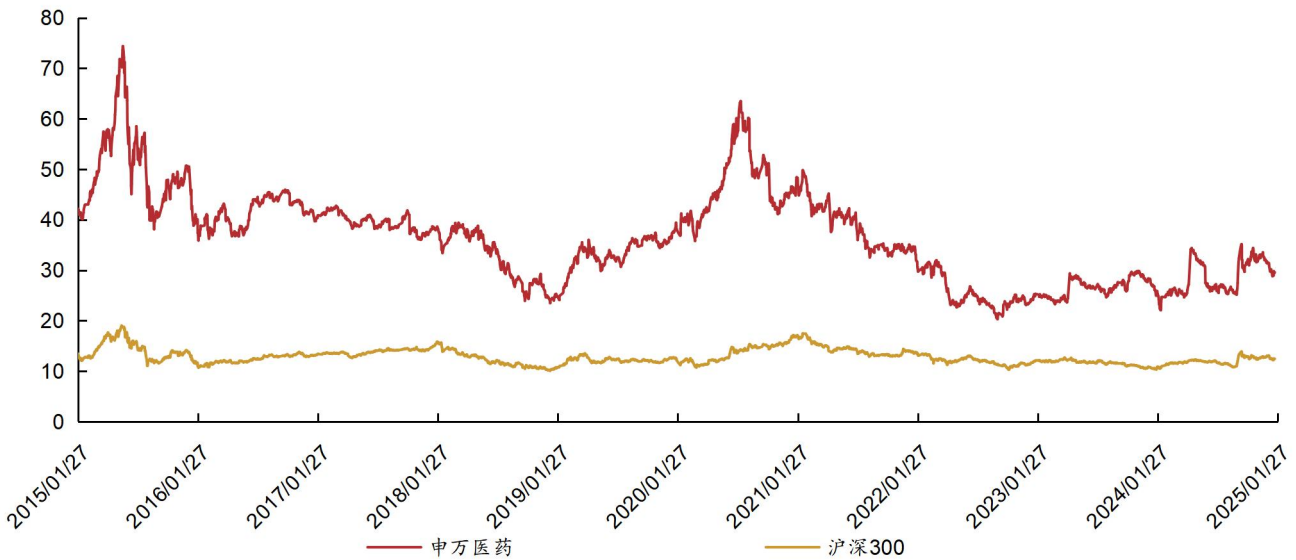
**板块估值：**截至 2025 年 1 月 27 日，申万医药板块整体 PE 估值为 29.6X，在申万一级分类中排第 12，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前化学制剂、生物制品和化学原料药等板块估值相对较高，医药商业和中药估值相对较低。

图表 12: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 27 日, 整体 TTM 法)

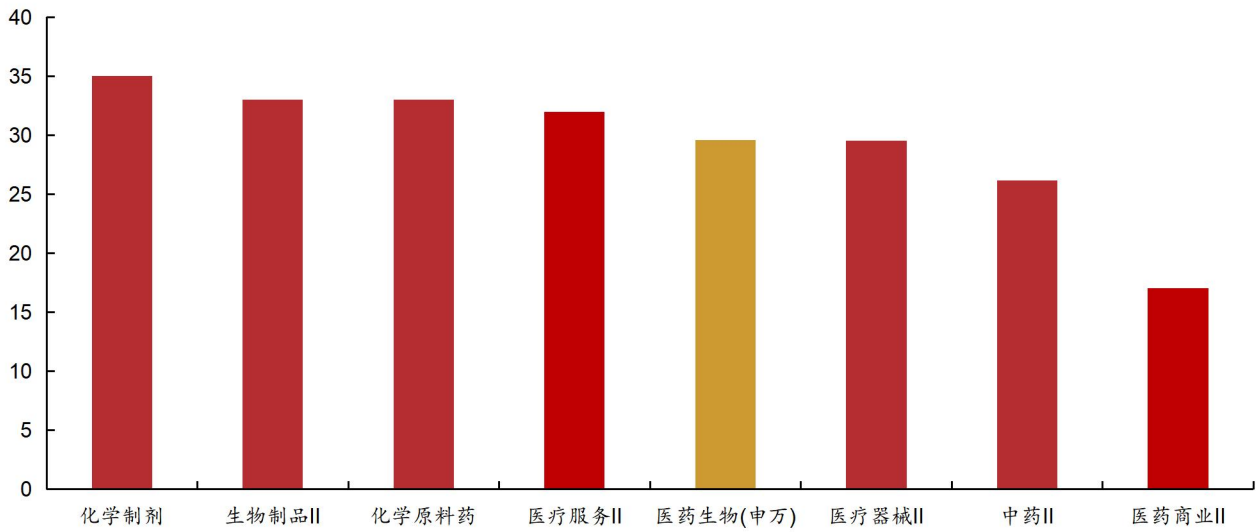


资料来源: Wind, 华源证券研究所

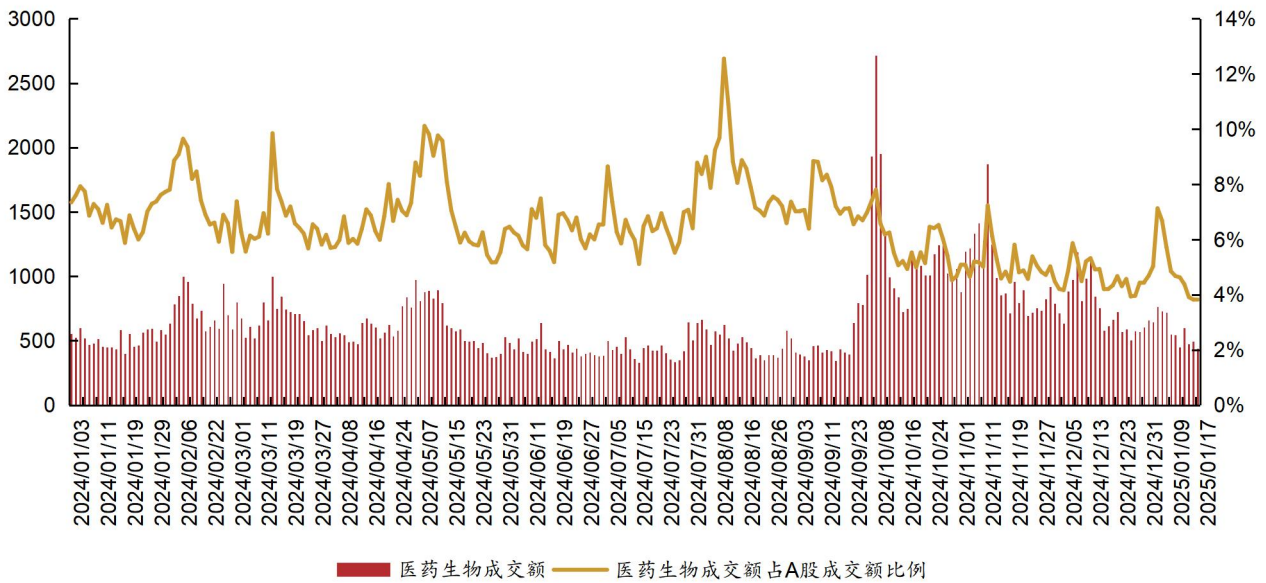
图表 13: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 27 日, 整体 TTM 法)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

**图表 14: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 1 月 27 日, 整体 TTM 法)**


资料来源: Wind, 华源证券研究所

**图表 15: 2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (万亿)**


资料来源: Wind, 华源证券研究所

**投资观点:** 2024 年医药指数下跌超 14%，我们认为核心原因是新一轮医改进入深水区、政策扰动加速所致，其中行业整顿持续进行，院内 DRG/DIP 进一步推广，院外医保品种政策调整，以及集采持续扩面等。当前位置，我们认为医药已经呈现多重底，医改影响或逐步调整到位，板块估值、持仓均处于近年来低位，业绩也有望迎来企稳回升。具体来看，目前医药板块整体 PE 估值为 30X 左右，处于历史较低位置，截止 2024 年 9 月 30 日，公募基金医药持仓较 6 月 30 日进一步降低。展望 2025 年，我们认为医药已具备多方面的积极发展因素，1) 创新产业已经初具规模，多家公司的创新布局迎来收获，传统 pharma 也已经完成创新的华丽转身；2) 出海能力持续提升，创新药械的 license out 频频出现，中国企业已成为全球

MNC 非常重视的创新转换来源；3) 老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；4) 支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系。

整体来看，我们认为当前医改影响或逐步调整到位，行业有望边际好转，看好 2025 年医药否极泰来，结构性高增长的细分领域和个股值得期待。2024 年初至今跌幅位列申万所有行业第一，25Q1 反弹概率较大，当前位置适合战略性布局，坚持“创新+出海+老龄化”主线，重点布局低估资产，建议关注以下方向：

**1) 创新药械及产业链：**国务院明确表态支持创新药全产业链发展，多地陆续出台相关政策，我们认为创新药/械及产业是较为明确的产业趋势，建议关注恒瑞医药、和黄医药、科伦博泰、翰森制药、康方生物、信达生物、泽璟制药、信立泰、热景生物、科兴制药、广生堂、赛诺医疗等。产业链方面，建议关注药明康德、药明生物、康龙化成、泰格医药、百普赛斯等。

**2) 出海：**欧美占据全球医药主要市场份额，市场空间大，新兴市场正在快速发展，海外潜在增量十分可观，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、海泰新光、科兴制药等。

**3) 国产替代：**国产替代依旧是未来几年较为确定的产业趋势，其中内窥镜、微电生理等市场空间大、竞争格局好、国产率低，主要建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。

**4) 老龄化及院外消费：**随着 50 岁以上的老年化群体持续扩大，相关的健康消费需求有望稳步增长，建议关注昆药集团、鱼跃医疗、可孚医疗、华润三九、同仁堂、马应龙、羚锐制药、盘龙药业等。

**5) 高壁垒行业：**麻药和血制品行业需求较为稳健，供给端相对稳定，建议关注麻药（人福医药、恩华药业、国药股份等）、血制品（派林生物、天坛生物、博雅生物等）。

**6) 小而美标的：**随着市场情绪显著好转，部分前期估值受到压制、但业绩稳健或高增长公司有望迎来估值修复，建议关注百洋医药、普门科技、盘龙药业、方盛制药、立方制药、麦澜德等。

**本周投资组合：**昆药集团、美好医疗、鱼跃医疗、信立泰、科兴制药；

**一月投资组合：**昆药集团、开立医疗、美好医疗、和黄医药、东诚药业、普门科技、派林生物、鱼跃医疗、科兴制药、信达生物。

### 3. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险：随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；

2) 政策变化风险：分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；

3) 行业需求不及预期风险：若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。