

全球肿瘤免疫研发进入双抗+ADC 联用新阶段

——医药行业周报（25/2/24-25/2/28）

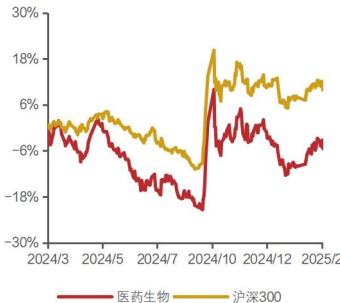
投资评级：看好（维持）

证券分析师

刘闻
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
李强
SAC: S1350524040001
liqiang01@huayuanstock.com
林海霖
SAC: S1350524050002
linhaolin@huayuanstock.com
孙洁玲
SAC: S1350524120004
sunjieling@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **本周医药市场表现分析：**2月24日至2月28日，沪深300指数下跌2.22%；医药生物(申万)指数下跌2.72%，相对沪深300指数超额收益为-0.49%。本周创新药板块表现强劲，相关个股如诺诚健华-U、新诺威、益方生物-U等涨幅居前，前期强势板块AI医疗概念股持续调整，美年健康、金域医学、华大基因等跌幅较大。考虑到前期创新药和AI医疗等“医药科技股”表现活跃，且即将进入业绩密集披露期，建议关注：1)关注年报和一季报业绩，如出口链、中药、医疗设备、医疗服务等领域的个股；2)医药最为明确的方向创新药，继续关注热景生物、三生制药、中国生物制药、科伦药业、信立泰、科伦博泰、康方生物、恒瑞医药、迪哲药业、泽璟制药、百济神州等；3)精选前期调整较多的AI医疗公司。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数下跌2.72%。本周上涨个股数量117家，下跌个股数量372家，涨幅居前为诺诚健华-U(+20.98%)、长药控股(+20.96%)、上海谊众(+18.78%)、新诺威(+18.46%)和奥泰生物(+14.25%)，跌幅居前为江苏吴中(-20.85%)、新赣江(-20.00%)、安必平(-16.05%)、塞力医疗(-15.51%)和美年健康(-15.31%)。
- **全球肿瘤免疫研发进入双抗+ADC 联用新阶段。**2025年2月24日，康方生物依沃西(PD-1/VEGF双抗)国际市场开发合作伙伴Summit Therapeutics宣布与辉瑞达成临床合作，开展PD-1/VEGF依沃西+ADC联合治疗实体瘤的临床探索，相关的临床试验预计将在2025年年中启动。我们认为Summit与辉瑞合作，率先启动PD1/VEGF双抗+ADC联用临床，有望进一步扩大AK112全球临床价值，重点推荐康方生物。此外，PD1/VEGF双抗全球价值再次提高，但仍有大MNC管线尚缺PD(L)1/VEGF布局，需求或迫在眉睫，因此目前国内尚未授权的双抗具有更大出海机会，重点关注三生制药、荣昌生物等。
- **投资观点及建议关注标的：**医药经过连续4年下跌，已呈现多重底信号，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，医药具备多方面的积极发展因素，1)国内创新产业已具规模，一批药企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，心脑血管、内分泌、骨科等慢性疾病需求持续提升，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；5)AI浪潮下，医药有望释放新的成长逻辑，短期信心有望显著提升。具体配置方面，建议关注创新药械(业绩/创新拐点的Pharma以及临床阶段的高价值资产)、出海(CXO及科研上游、供应链、医疗器械及高端生物药和制剂)、国产替代(医疗设备和高值耗材)、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)、AI医疗，同时建议积极关注估值较低有望修复的优质标的。
- **本周建议关注组合：**热景生物、昆药集团、人福医药、海泰新光、三生制药；
- **三月建议关注组合：**昆药集团、人福医药、海泰新光、美好医疗、鱼跃医疗、科兴制药、恒瑞医药、信立泰、三生制药、热景生物。

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. 全球肿瘤免疫研发进入双抗+ADC 联用新阶段	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	6
3. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 辉瑞 ADC 管线布局	4
图表 2: 辉瑞 ADC 管线适应症布局	5
图表 3: 全球 PD(L)1/VEGF 多抗药物研发进展	5
图表 4: 本周申万医药行业涨幅 Top10	6
图表 5: 本周申万医药行业跌幅 Top10	6
图表 6: 2024 年初至今医药指数表现	7
图表 7: 申万各板块年初至今涨跌幅情况	7
图表 8: 年初至今医药子板块涨跌幅情况	8
图表 9: 本周医药子板块表现情况	8
图表 10: 申万各板块 PE 估值情况（截至 2025 年 2 月 28 日，整体 TTM 法）	8
图表 11: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2025 年 2 月 28 日，整体 TTM 法）	9
图表 12: 申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2025 年 2 月 28 日，整体 TTM 法）	9
图表 13: 2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例（万亿）	10

1. 全球肿瘤免疫研发进入双抗+ADC 联用新阶段

依沃西+ADC 联合治疗实体瘤。2025 年 2 月 24 日，康方生物依沃西(PD-1/VEGF 双抗)国际市场开发合作伙伴 Summit Therapeutics 宣布与辉瑞达成临床合作，开展 PD-1/VEGF 依沃西+ADC 联合治疗实体瘤的临床探索，相关的临床试验预计将在 2025 年年中启动。此次合作的目标是深入挖掘依沃西联合辉瑞多款 vedotin 系列 ADCs 药物联合疗法在多种实体瘤中的协调潜力。

2023 年初辉瑞通过 430 亿美元收购 ADC 主流药企 Seagen，由此获得多款临床阶段的 ADC 管线。vedotin 平台由 Seagen 公司开发，采用半胱氨酸随机偶联技术，结合分离纯化可以生产均一 DAR 值随机位点的 ADC 分子，主要成分是 MMAE 毒素。

通过辉瑞官网 ADC 管线介绍材料来看，目前已有 4 款药物上市，包括 Adcetris (维布妥昔单抗)、Padcev(维恩妥尤单抗)、Tivdak (维替索妥尤单抗)、以及与罗氏合作的 Polivy (维泊妥珠单抗)。

图表 1：辉瑞 ADC 管线布局

Industry Leading ADC Portfolio Advancing Pipeline With Novel Targets & Diversified Linker-Payload Technologies

FDA-Approved Vedotin ADCs	Select Vedotin ADCs in Development	Select ADCs Employing TOPO1 Inhibitor Payloads	Next Gen Auristatin ADCs With Potentially Improved Tolerability	ADCs With Novel Payload Mechanisms of Action
 tivdak  	Disitamab vedotin (DV) (HER2) – Phase 3 Sigdotatug vedotin (SV) (Integrin Beta 6) – Phase 3 PDL1V (PF-08046054) (PD-L1) – Phase 1	35C (PF-08046044) (CD30-TOPO1) – Phase 1 CEACAM5C (PF-08046050) (CEACAM5-TOPO1) – Phase 1 MesoC2 (PF-08052666) (Mesothelin-TOPO1) – Phase 1	35T (PF-08046045) (CD30-Tripeptide MMAE) – Phase 1 ADCs with next-gen auristatin payloads (Discovery, Preclinical)	PDL1iT (PF-08046037) PDL1-TLR7 (IND expected 1H 2025) Degrader-antibody conjugates ² (Discovery) Highly differentiated novel cytotoxics (Discovery)

资料来源：辉瑞官网，华源证券研究所

观点一：率先启动 PD1/VEGF 双抗+ADC 联用新阶段，扩大 AK112 全球临床价值，建议关注康方生物。

AK112 有望在更多瘤种中（除肺癌以外）进行探索与数据积累，进而扩大 AK112 全球市场的临床价值和商业价值。辉瑞 ADC 管线适应症布局相对全面：

- 1) Nectin-4 ADC：尿路上皮癌、宫颈癌等；
- 2) PDL1 ADC：卵巢癌、非小细胞肺癌和头颈部鳞状细胞癌等；
- 3) MSLN ADC：卵巢癌、间皮瘤等；
- 4) ITGB6 ADC：非小细胞肺癌等。

图表 2：辉瑞 ADC 管线适应症布局

药品名称	作用机制	研发机构	疾病	美国研发阶段	美国阶段日期
维泊妥珠单抗	CD79b ADC	Roche(原研);Seagen(Pfizer)	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	批准上市	2019-06-10
			非霍奇金淋巴瘤	III 期临床	2023-05-23
			大 B 细胞淋巴瘤	III 期临床	2023-09-21
			霍奇金淋巴瘤	批准上市	2011-08-19
维布妥昔单抗	CD30 ADC	Seagen(Pfizer) (原研);Takeda	系统性间变性大细胞淋巴瘤	批准上市	2011-08-19
			原发性皮肤间变性大细胞淋巴瘤	批准上市	2017-11-09
			蕈样肉芽肿	批准上市	2017-11-09
			外周 T 细胞淋巴瘤	批准上市	2018-11-16
维恩妥尤单抗	nectin-4 ADC	Seagen(Pfizer) (原研);Astellas Pharma(原研)	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	批准上市	2025-02-12
			大 B 细胞淋巴瘤	申请上市	2024-07-30
			尿路上皮癌	批准上市	2019-12-18
			宫颈癌	批准上市	2021-09-20
维迪西妥单抗	HER2 ADC	Seagen(Pfizer) ;荣昌生物(原研)	尿路上皮癌	III 期临床	2023-06-22
sigvotatug vedotin	ITGB6 ADC	Seagen(Pfizer) (原研)	非小细胞肺癌	III 期临床	2023-08-25
PF-08046054	PDL1 ADC	Seagen(Pfizer) (原研)	卵巢癌;黑色素瘤;三阴性乳腺癌;非小细胞肺癌; 食管鳞状细胞癌;头颈部鳞状细胞癌	I 期临床	2022-01-26
SGN-35C	CD30 ADC	Seagen(Pfizer) (原研)	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤;外周 T 细胞淋巴瘤;霍奇 金淋巴瘤等	I 期临床	2024-02-12
SGN-35T	CD30 ADC	Seagen(Pfizer) (原研)	霍奇金淋巴瘤;弥漫性大 B 细胞淋巴瘤;实体瘤等	I 期临床	2023-11-07
CEACAM5C	CEA ADC	Seagen(Pfizer) (原研);Sanofi	小细胞肺癌;结直肠癌;胃癌;非小细胞肺癌等	I 期临床	2023-11-14
HBM9033	MSLN ADC	Seagen(Pfizer) ;和铂医药(原研);宜联生物(原研)	卵巢癌;胰腺癌;间皮癌;结直肠癌;非小细胞肺癌	I 期临床	2024-06-20
PF-08046037	PDL1-TLR7ADC	Pfizer (原研)	非小细胞肺癌;头颈部鳞状细胞癌;黑色素瘤	临床前	

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

观点二：PD1/VEGF 双抗全球价值再次提高，但仍有大 MNC 管线尚缺 PD(L)1/VEGF 布局，需求或迫在眉睫，因此目前国内尚未授权的 PD(L)1/VEGF 具有更大出海机会，重点关注三生制药、荣昌生物等。

PD(L)1/VEGF 双抗近期交易火热。目前国内多款 PD(L)1/VEGF 双抗在研，已达成多项重磅交易，康方生物的 AK112、普米斯生物的 PM8002、宜明昂科的 IMM2510、礼新医药的 LM-299 相继授权出海。国产进展较快，且尚未达成出海交易的双抗，后续有望实现授权。

图表 3：全球 PD(L)1/VEGF 多抗药物研发进展

药品名称	作用机制	研发机构	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
依沃西单抗	PD1/VEGF 双抗	Summit;康方生物(原研)	非小细胞肺癌;头颈部鳞状细 胞癌;三阴性乳腺癌等	批准上市	2024-05-21	III 期临床	2023-06-12
PM8002	PDL1/VEGF 双抗	BioNTech;普米斯(原研)	三阴性乳腺癌;小细胞肺癌; 非小细胞肺癌等	III 期临床	2024-05-06	II 期临床	2024-06-07
RC148	PD1/VEGF 双抗	荣昌生物(原研)	HER2 低表达乳腺癌等	II 期临床	2024-09-30	临床前	
sotubrafusp alfa	PDL1/VEGF 双抗	华博生物(原研)	肾细胞癌;非小细胞肺癌等	II 期临床	2022-11-04	I 期临床	2020-12-22
AP505	PDL1/VEGF 双抗	华润三九;圆祥生命科技(原研)	实体瘤等	II 期临床	2024-08-14	临床前	
IMM2510	PDL1/VEGF 双抗	Instil Bio;宜明昂科(原研)	软组织肉瘤;非小细胞肺癌; 三阴性乳腺癌等	II 期临床	2023-11-20	临床前	
SSGJ-707	PD1/VEGF 双抗	三生制药;三生国健(原研)	非小细胞肺癌;结直肠癌;卵 巢癌等	II 期临床	2024-01-24	临床前	
MHB039A	PD1/VEGF 双抗	明慧医药(原研)	实体瘤;肺癌	I/I 期临床	2023-12-26	临床前	
SCTB14	PD1/VEGF 双抗	神州细胞(原研)	实体瘤	I/I 期临床	2024-04-26	临床前	
LM-299	PD1/VEGF 双抗	Merck & Co.;礼新医药(原研)	实体瘤	I/I 期临床	2024-09-14	临床前	
PM8003	PDL1/VEGF/TGF- β 三抗	普米斯(BioNTech)(原研)	实体瘤	I/I 期临床	2021-07-30	临床前	
DR30206	PDL1/TGF- β /VEGF 三抗	道尔生物(原研)	实体瘤	I 期临床	2023-11-15	临床前	
JS207	PD1/VEGF 双抗	DotBio;君实生物(原研)	癌症;肿瘤	I 期临床	2023-09-01	临床前	
SG1408	PDL1/VEGF 双抗	尚健生物(原研)	实体瘤	I 期临床	2022-11-02	临床前	
CVL006	PDL1/VEGF 双抗	甫康药业(原研)	实体瘤	I 期临床	2024-09-02	临床前	
HC010	PD1/CTLA4/VEGF 三抗	宏成医药(原研)	实体瘤等	I 期临床	2024-02-20	临床前	
AI-081	PD1/VEGF 双抗	OncoC4(原研)	实体瘤	临床前		I/I 期临床	2024-10-10

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

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（2.24-2.28）、年初至今医药指数涨跌幅分别为-2.72%和1.11%，相对沪深300指数的超额收益分别为-0.49%和2.25%。

个股情况：本周上涨个股数量117家，下跌个股数量372家，涨幅居前为诺诚健华-U(+20.98%)、长药控股(+20.96%)、上海谊众(+18.78%)、新诺威(+18.46%)和奥泰生物(+14.25%)，跌幅居前为江苏吴中(-20.85%)、新赣江(-20.00%)、安必平(-16.05%)、塞力医疗(-15.51%)和美年健康(-15.31%)。

图表4：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	688428.SH	诺诚健华-U	173.2	20.98%	42.39%	40.88%
2	300391.SZ	长药控股	20.2	20.96%	53.46%	14.48%
3	688091.SH	上海谊众	85.3	18.78%	15.84%	3.48%
4	300765.SZ	新诺威	493.9	18.46%	22.85%	32.23%
5	688606.SH	奥泰生物	63.1	14.25%	13.89%	25.75%
6	688382.SH	益方生物-U	94.9	13.44%	25.36%	23.76%
7	688581.SH	安杰思	56.8	13.36%	18.25%	17.44%
8	688690.SH	纳微科技	88.2	12.93%	27.07%	24.03%
9	688198.SH	佰仁医疗	163.8	12.52%	15.59%	9.35%
10	688114.SH	华大智造	341.1	12.35%	104.95%	75.04%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-2.72%	5.07%	1.11%
12	000300.SH	沪深300		-2.22%	1.91%	-1.14%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表5：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	600200.SH	江苏吴中	51.6	-20.85%	-18.36%	-22.21%
2	873167.BJ	新赣江	18.4	-20.00%	68.94%	84.79%
3	688393.SH	安必平	29.9	-16.05%	80.89%	84.86%
4	603716.SH	塞力医疗	17.4	-15.51%	23.31%	26.04%
5	002044.SZ	美年健康	240.3	-15.31%	40.83%	33.77%
6	301230.SZ	泓博医药	47.7	-15.24%	32.51%	33.86%
7	688016.SH	心脉医疗	113.5	-14.91%	-12.59%	-16.20%
8	301333.SZ	诺思格	51.1	-13.79%	12.35%	5.92%
9	835670.BJ	数字人	19.3	-13.78%	18.80%	17.72%
10	688073.SH	毕得医药	47.7	-13.69%	8.29%	6.79%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-2.72%	5.07%	1.11%
12	000300.SH	沪深300		-2.22%	1.91%	-1.14%

资料来源：Wind，华源证券研究所

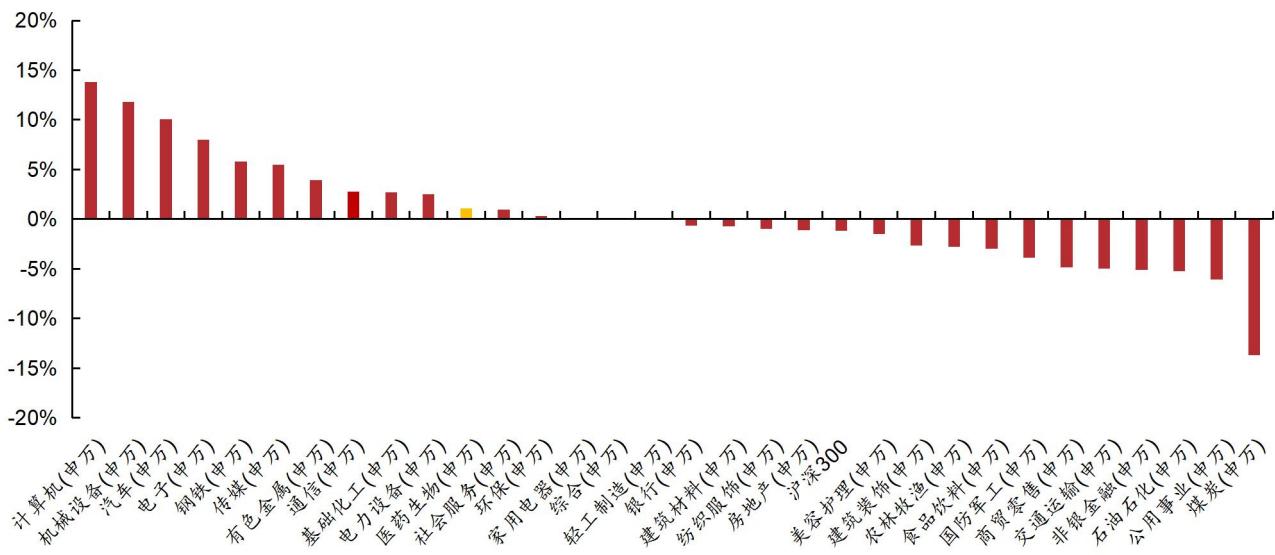
图表 6：2024 年初至今医药指数表现


资料来源：Wind, 华源证券研究所

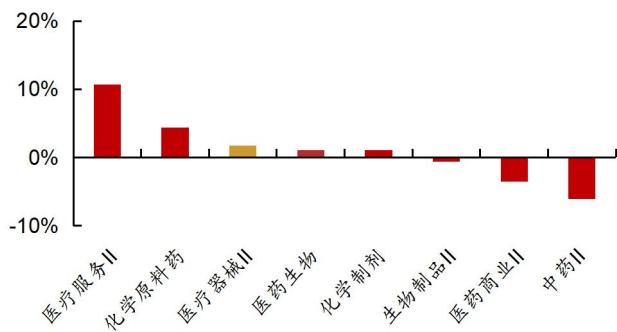
细分赛道涨跌幅情况：

本周, 化学原料药 (+2.6%)、中药 (-0.8%)、化学制剂 (-1.0%) 表现相对较好, 医疗服务 (-7.9%)、医药商业 (-3.6%)、医疗器械 (-3.4%) 相对涨跌幅靠后。

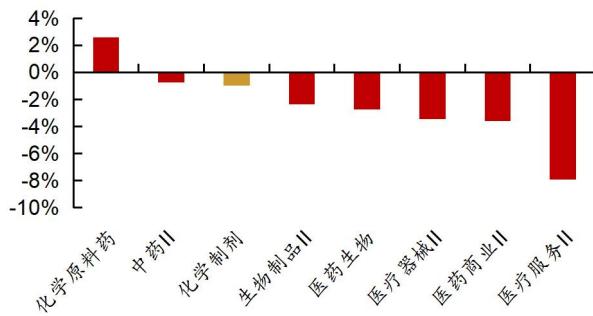
年初以来, 医疗服务 (+10.7%)、化学原料药 (+4.4%)、医疗器械 (+1.7%) 涨跌幅排名靠前, 中药 (-6.0%)、医药商业 (-3.5%)、生物制品 (-0.7%) 相对涨跌幅靠后。

图表 7：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

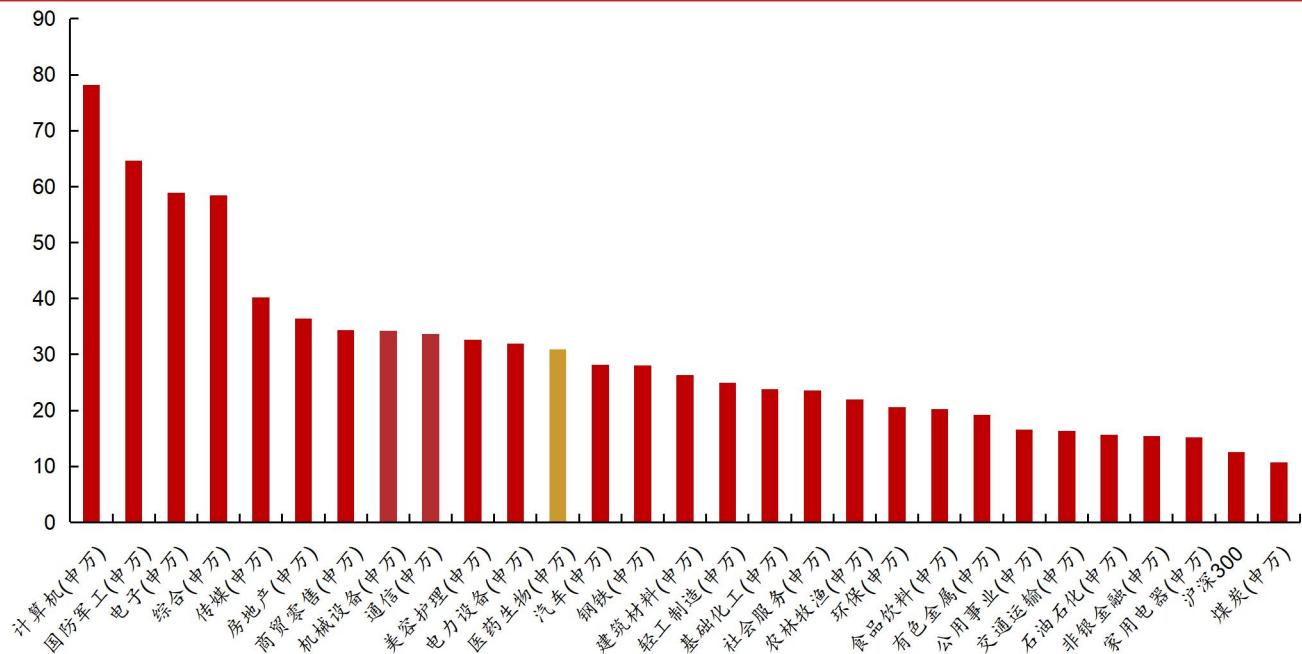
图表 8：年初至今医药子板块涨跌幅情况


资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：本周医药子板块表现情况


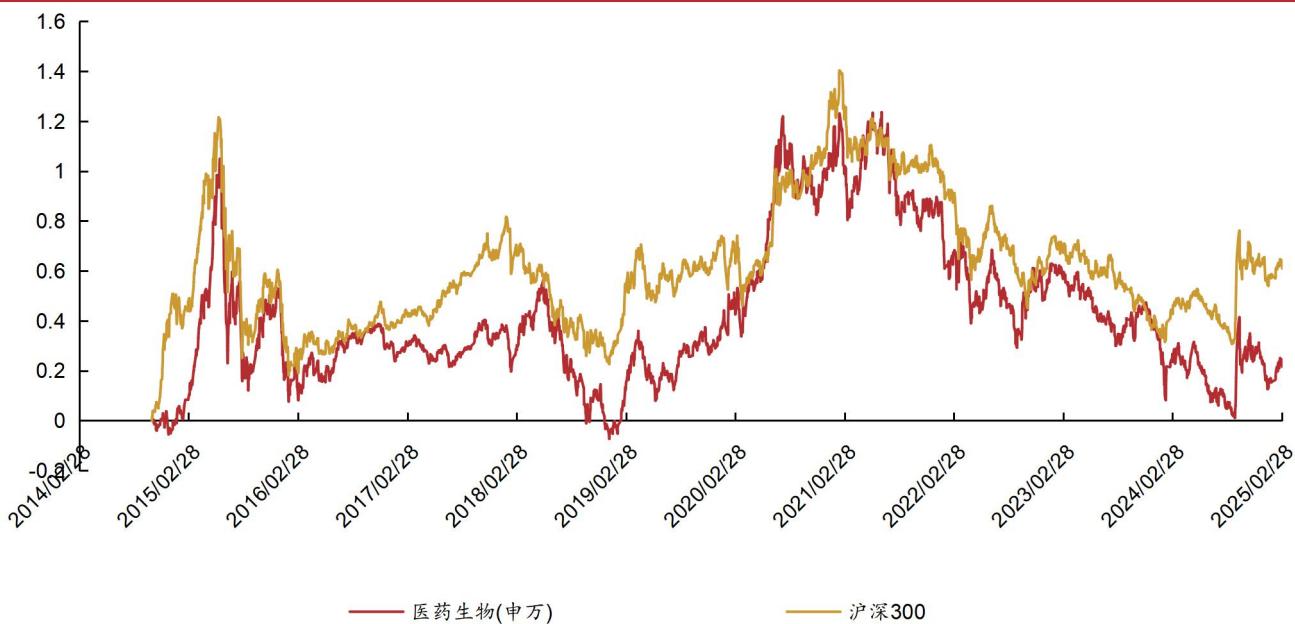
资料来源：Wind，华源证券研究所

板块估值：截至 2025 年 2 月 28 日，申万医药板块整体 PE 估值为 30.88X，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，目前医疗服务、化学制剂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 10：申万各板块 PE 估值情况（截至 2025 年 2 月 28 日，整体 TTM 法）


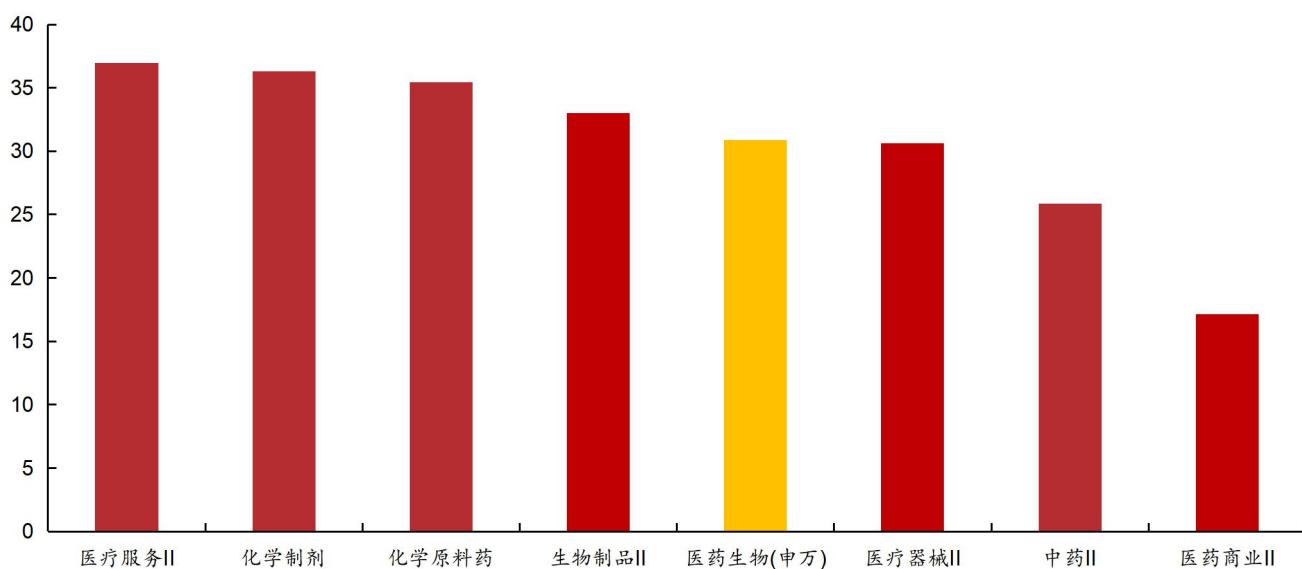
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2025 年 2 月 28 日，整体 TTM 法）



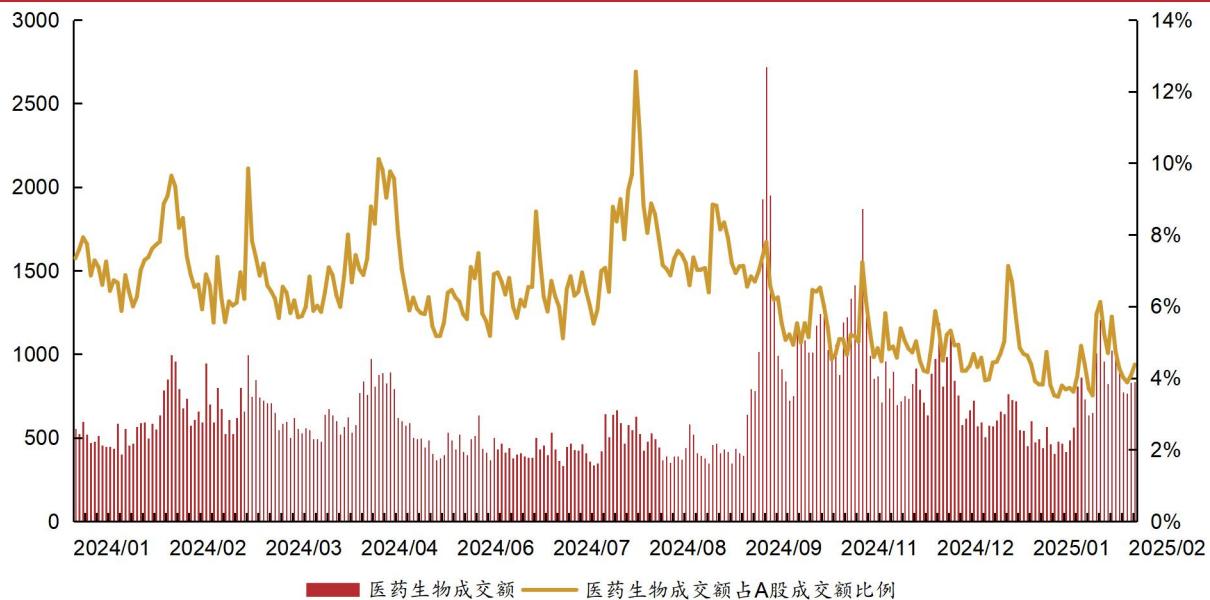
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 12：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2025 年 2 月 28 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 13：2024 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、企业成长动能转换带来阵痛所致，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 30.88X 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；5) AI 浪潮下，医药有望迎来新发展机遇，释放新的增长潜力。

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、科伦药业、信立泰、科伦博泰、康方生物、和黄医药、翰森制药、中国生物制药、三生制药、信达生物、泽璟制药、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、药明合联、凯莱英、泰格医药、百普赛斯、毕得医药等。

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。

7) AI 主线或有望贯穿 2025 年，医药相关板块和个股有望反复表现，建议关注制药（晶泰控股、泓博医药）、大数据模型（美年健康、金域医学、医脉通、阿里健康、华大基因）、医疗设备（鱼跃医疗、三诺生物、联影医疗、开立医疗、华大智造）等。

本周建议关注组合：热景生物、昆药集团、人福医药、海泰新光、三生制药；

三月建议关注组合：昆药集团、人福医药、海泰新光、美好医疗、鱼跃医疗、科兴制药、恒瑞医药、信立泰、三生制药、热景生物。

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。