

2025 年 03 月 30 日

Pharma 业绩超预期，关注商业化+BD 预期

——医药行业周报（25/3/24-25/3/28）

投资评级：看好（维持）

证券分析师

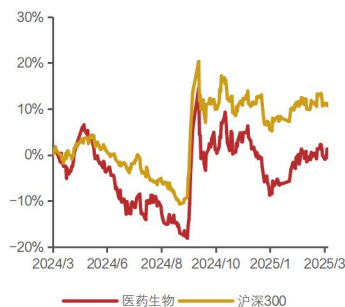
刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



➤ **本周医药市场表现分析：**3月24日至3月28日，医药指数上涨0.98%，相对沪深300指数超额收益为+0.97%。本周创新药板块继续活跃，股价表现亮眼。港股创新药公司陆续公布2024年报，业绩普遍超市场预期，传统Pharma业绩稳健增长，多家Biopharma提前实现盈利。结合一季报业绩，建议关注：1）一季报业绩有望超预期的方向，如出口链（海泰新光）、中药（健民集团、方盛制药等）、医疗设备（开立医疗、麦澜德等）等；2）医药最为明确的方向创新药，继续关注科兴制药、三生制药、康方生物、科伦博泰、热景生物、广生堂、一品红、科伦药业、泽璟制药等；3）脑机接口概念如麦澜德、诚益通、翔宇医疗等。

➤ **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数上涨0.98%。本周上涨个股数量236家，下跌个股数量244家，涨幅居前为怡和嘉业（+29%）、润都股份（+22%）、德源药业（+19%）、智翔金泰-U（+18%）和河化股份（+16%），跌幅居前为ST香雪（-41%）、创新医疗（-23%）、爱朋医疗（-18%）、*ST龙津（-15%）和东方生物（-13%）。

➤ **港股传统Pharma/Biopharma业绩超市场预期，重视出海进展催化。**近两周，港股创新药公司陆续公告2024年度业绩，在历经多年的艰苦研发之后，中国创新药企业终于迈入创新收获期，体现在报表端收入高速增长，利润端超市场预期增长亦或提前实现盈利/亏损大幅收窄。翰森制药、中国生物制药、三生制药等Pharma收入利润均实现快速增长，创新药占比快速提升，创新转型成效显著，体现了传统Pharma的韧性。百济神州、信达生物、和黄医药等Biopharma实现扭亏为盈，迈入盈利加速增长阶段。我们认为业绩超预期表明中国创新药已经大范围进入商业化阶段，叠加海外销售分成或首付款里程碑收入，创新药放量已成为药企主要增长动力。我们建议重点关注创新药企盈利拐点的机遇，关注信达生物、科伦博泰、康方生物、翰森制药、中国生物制药等。同时建议关注临床价值潜力大、有望授权出海的创新品种如一品红、热景生物、科兴制药、三生制药、泽璟制药等。

➤ **投资观点及建议关注标的：**展望2025年，我们认为医药板块已经具备多方面的积极发展因素，基本完成了新旧增长动能转换（创新替代仿制，出海能力提升），具体来看，1）国内创新产业已具规模，一批药企的创新布局迎来收获，恒瑞医药、翰森制药、科伦药业等传统pharma已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，重磅交易如科伦博泰、康方生物、百利天恒等。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，如迈瑞医疗、联影医疗、华大智造等；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：**中国生物制药、科兴制药、一品红、健民集团、昆药集团；

➤ **四月建议关注组合：**中国生物制药、三生制药、科伦博泰、科伦药业、一品红、科兴制药、热景生物、人福医药、健民集团、昆药集团。

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. Pharma 业绩超预期，关注商业化+BD 预期	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: 港股创新药 2024 年报业绩	4
图表 2: 翰森制药创新药收入及占比/亿元	5
图表 3: 中国生物制药创新药收入及占比/亿元	5
图表 4: 高潜力高临床价值有望授权出海的创新品种	6
图表 5: 本周申万医药行业涨幅 Top10	7
图表 6: 本周申万医药行业跌幅 Top10	7
图表 7: 2024 年初至今医药指数表现	8
图表 8: 申万各板块年初至今涨跌幅情况	8
图表 9: 年初至今医药子板块涨跌幅情况	9
图表 10: 本周医药子板块表现情况	9
图表 11: 申万各板块 PE 估值情况（截至 2025 年 3 月 28 日，整体 TTM 法）	9
图表 12: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2025 年 3 月 28 日，整体 TTM 法）	10
图表 13: 申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2025 年 3 月 28 日，整体 TTM 法）	10
图表 14: 2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例（万亿）	11

1. Pharma 业绩超预期，关注商业化+BD 预期

港股创新药公司产品高速放量驱动业绩超预期。近两周，港股创新药公司陆续公告 2024 年度业绩，在历经多年的艰苦研发之后，中国创新药企业终于迈入创新收获期，体现在报表端收入高速增长，利润端超市场预期增长亦或提前实现盈利/亏损大幅收窄。翰森制药、中国生物制药、三生制药等 Pharma 收入利润均实现高速增长，创新药占比快速提升，创新转型成效显著。百济神州、信达生物、和黄医药等 Biopharma 实现扭亏为盈，迈入盈利加速增长阶段。

图表 1：港股创新药 2024 年报业绩

代码	名称	市值/亿港元	2023 收入	2024 收入	收入 yoy	2023 归母净利润	2024 归母净利润	归母净利润 yoy
6160.HK	百济神州	2,259	174.1	273.9	57%	Non-GAAP -51.8	Non-GAAP 5.28	扭亏为盈
3692.HK	翰森制药	1,401	101.1	122.6	21%	32.8	43.7	33%
1801.HK	信达生物	757	62.1	94.2	52%	Non-IFRS -5.2	Non-IFRS 3.32	扭亏为盈
1177.HK	中国生物制药	700	262.0	288.7	10%	Non-HKFRS 25.9	Non-HKFRS 34.6	34%
6990.HK	科伦博泰生物-B	662	15.4	19.3	25%	-5.7	-2.7	亏损收窄
1093.HK	石药集团	584	317.0	295.7	-7%	58.7	43.3	-26%
9688.HK	再鼎医药	338	18.9	28.7	52%	-23.7	-18.5	亏损收窄
1530.HK	三生制药	294	78.4	91.1	16%	15.5	20.9	35%
3933.HK	联邦制药	260	137.5	137.6	0%	27.0	26.6	-2%
0013.HK	和黄医药	213	59.4	45.3	-24%	7.1	2.7	/
2096.HK	先声药业	200	66.4	66.4	0%	7.1	7.3	3%
0867.HK	康哲药业	193	80.1	74.7	-7%	24.0	16.2	-33%
1952.HK	云顶新耀-B	181	1.7	7.1	317%	Non-IFRS-7.14	Non-IFRS-5.38	亏损收窄
6855.HK	亚盛医药-B	150	2.3	9.8	336%	-9.3	-4.1	亏损收窄
2162.HK	康诺亚-B	126	3.6	4.3	20%	-3.6	-5.2	/
2171.HK	科济药业-B	90	0.0	0.4	-	-7.5	-8.0	/
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	79	2.2	6.4	193%	-2.1	1.7	扭亏为盈
1672.HK	歌礼制药-B	72	0.6	0.0	-98%	-1.4	-3.0	/
2157.HK	乐普生物-B	65	2.3	3.7	63%	Non-IFRS-4.26	Non-IFRS-4.29	/
2616.HK	基石药业-B	43	4.7	4.1	-13%	-3.7	-0.9	亏损收窄
1167.HK	加科思-B	32	0.6	1.6	145%	-3.6	-1.6	亏损收窄
6996.HK	德琪医药-B	24	0.7	0.9	37%	-5.8	-3.2	亏损收窄
2137.HK	腾盛博药-B	18	0.0	0.0	-100%	-1.7	-5.1	/
2126.HK	药明巨诺-B	7	1.7	1.6	-9%	-7.7	-5.9	亏损收窄
9939.HK	开拓药业-B	6	0.0	0.1	829%	-10.6	-1.6	亏损收窄

资料来源：Wind，各公司年报，证券市场周刊等，华源证券研究所

传统 Pharma 业绩表现稳健，尤其以翰森制药、中国生物制药和三生制药为代表，收入利润均实现双位数增长，创新药占比快速提升。

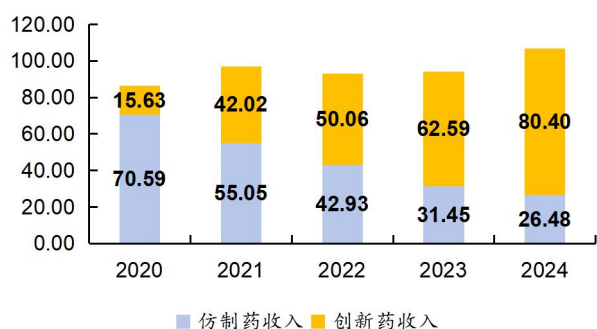
翰森制药：总收入 122.61 亿元，同比+21.3%；归母净利润 43.72 亿元，同比+33.4%。产品销售收入 106.88 亿元，同比+13.65%（2023 年为 94.03 亿元）；经营性利润实现同比约 13%-14% 增长。2024 年创新药销售与合作收入 94.77 亿元，同比增长 38.1%，其占收入比

重已达到 77.3%。若扣除授权收入，2024 年创新药销售收入约 80 亿元，同比+28.5%，创新销售/总产品销售占比约 75%。我们预计 25 年创新药收入占比有望超 80%，25 年创新药销售有望达 100 亿元，同比增长 25%。此外，我们预计 25 年阿美替尼销售有望达 60 亿元，并上调销售峰值至 80 亿元。

中国生物制药：2024 年全年营收达 288.7 亿元，同比增长 10.2%；经调整归母净利润达 34.6 亿元，同比增长 33.5%。2024 年创新产品（包括创新药及生物类似药）收入达 120.6 亿元，增长 21.9%，创新产品占总收入比例达到 41.8%。仿制药部分，2024 年仿制药收入 168.1 亿元，重回正增长（同比+3.1%），预计未来整体仿制药收入保持正增长。公司预计 2025 年业绩有望继续保持双位数增长。

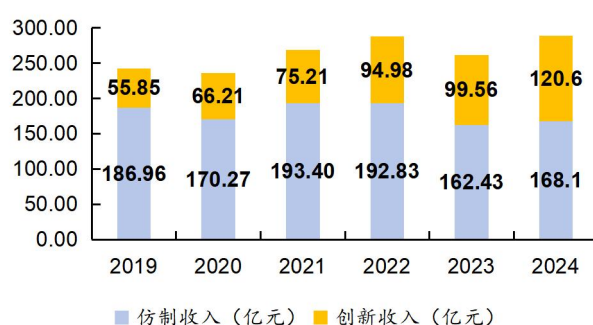
三生制药：2024 年营业收入 91.08 亿元，同比增长 16.5%；归母净利润 20.9 亿元，同比增长 34.9%；经调整的经营性归母净利润约 23.18 亿元，同比增长 18.8%。特比澳 2024 年销售收入 50.62 亿元，同比增长 20.4%。蔓迪 2024 年销售收入 13.37 亿元，同比增加约 18.9%。PD-1/VEGF 双抗 2025 JPM 披露 II 临床数据，疗效与安全性展现优效潜力，还与百利天恒达成合作，将探索 707 双抗和 BL-B01D1（靶向 EGFR×HER3 的双抗 ADC）联合用药在肿瘤治疗上未被发掘的潜在临床价值，具有更大出海机会。

图表 2：翰森制药创新药收入及占比/亿元



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：中国生物制药创新药收入及占比/亿元



资料来源：公司公告，华源证券研究所

各大药企对于创新药出海，已由“选择题”转为“必答题”。全球临床需求广阔、医保控费压力与海外定价优势三方因素或将共同驱动中国制药企业加速出海。近些年，随着国内药企研发实力飞速提升，国产创新药具备全球竞争力，大额出海授权不断，例如科伦博泰的 SKB264、百利天恒的 BL-B01D1、康方生物的 AK112 等，均以高价授权出海。国内创新药研发在新靶点挖掘、热点快速跟踪、BD 交易出海等方面已积累十余年经验，我们发现近期 MNC 收购国内资产大有临床阶段前移的趋势，并且交易目光更发散到未满足的临床需求领域。

图表 4：高潜力高临床价值有望授权出海的创新品种

公司名称	药物名称	药物机制	适应症	中国临床阶段	中国阶段日期	海外临床阶段	海外阶段日期
一品红	AR882	URAT1 抑制剂	痛风性关节炎;高尿酸血症	III 期	2025/3/4	III 期	2024/6/3
迈威生物	9MW1911	anti-IL-33R 单抗	慢性阻塞性肺病等	I/II 期	2023/2/14	/	/
热景生物	SGC001	S100A8/S100A9 单抗	ST 段抬高型心肌梗死	I 期	2024/6/14	申报临床	2024/5/18
智翔金泰	GR1803	BCMA/CD3 双抗	多发性骨髓瘤	II 期	2024/7/18	/	/
益方生物	D-2570	TYK2 抑制剂	斑块状银屑病、IBD	II 期	2023/12/8	/	/
新诺威	SYS6010	EGFR ADC	非小细胞肺癌	III 期	2024/7/10	I 期	2023/7/17
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR exon 20 抑制剂	非小细胞肺癌	批准上市	2023/8/22	申请上市	2024/11/8
奥赛康	askg315	IL15 融合蛋白	实体瘤	I 期	2022/9/14	/	/
泽璟制药	ZG006	DLL3/CD3 三抗	小细胞肺癌	I/II 期	2023/8/1	申报临床	2023/4/11
科兴制药	GB18	GDF15 单域抗体	癌性恶病质	申报临床	2025/3/19	/	/
再鼎医药	YL212	DLL3 ADC	实体瘤	I 期	2023/12/21	I 期	2023/12/21
云顶新耀	XNW1011	BTK 抑制剂	特发性膜性肾病	I 期	2023/2/28	/	/
三生制药	SSGJ-707	PD1/VEGF 双抗	非小细胞肺癌	II 期	2024/4/1	/	/
中国生物制药	TQC3721	PDE3/4 抑制剂	慢性阻塞性肺病等	II 期	2022/3/14	/	/
和黄医药	索乐匹尼布	SYK 抑制剂	免疫血小板减少症	申请上市	2024/1/11	I 期	2024/3/4
信达生物	IBI363	PD1/IL2 抗体融合蛋白	非小细胞肺癌	II 期	2024/10/1	II 期	2024/2/28
德琪医药	ATG-022	CLND18.2 ADC	胃癌	I/II 期	2025/1/21	/	/
亚盛医药	力胜克拉	Bcl-2 抑制剂	慢性淋巴细胞白血病	申请上市	2024/11/16	III 期	2023/10/27
歌礼制药	ASC30	GLP-1R 激动剂	肥胖	/	/	I 期	2024/9/17
基石药业	ABL202	ROR-1 ADC	实体瘤	I 期	2022/3/15	I 期	2022/3/15

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（3.24-3.28）、年初至今医药指数涨跌幅分别为 0.98%和 3.53%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为 0.97%和 4.03%。

个股情况：本周上涨个股数量 236 家，下跌个股数量 244 家，涨幅居前为怡和嘉业（+29%）、润都股份（+22%）、德源药业（+19%）、智翔金泰-U（+18%）和河化股份（+16%），跌幅居前为 ST 香雪（-41%）、创新医疗（-23%）、爱朋医疗（-18%）、*ST 龙津（-15%）和东方生物（-13%）。

图表 5：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	301367.SZ	怡和嘉业	69.6	28.58%	26.54%	23.27%
2	002923.SZ	润都股份	51.2	21.83%	60.10%	60.27%
3	832735.BJ	德源药业	33.8	19.07%	33.50%	37.76%
4	688443.SH	智翔金泰-U	104.6	18.34%	14.45%	13.67%
5	000953.SZ	河化股份	22.6	16.23%	21.02%	10.20%
6	688331.SH	荣昌生物	184.4	15.38%	24.43%	34.31%
7	002773.SZ	康弘药业	235.0	15.35%	32.59%	30.36%
8	300363.SZ	博腾股份	104.8	14.82%	15.17%	21.81%
9	688062.SH	迈威生物-U	81.6	14.53%	3.50%	1.04%
10	837344.BJ	三元基因	30.4	14.24%	20.47%	40.25%
11	801150.SI	医药生物(申万)		0.98%	2.39%	3.53%
12	000300.SH	沪深 300		0.01%	0.65%	-0.50%

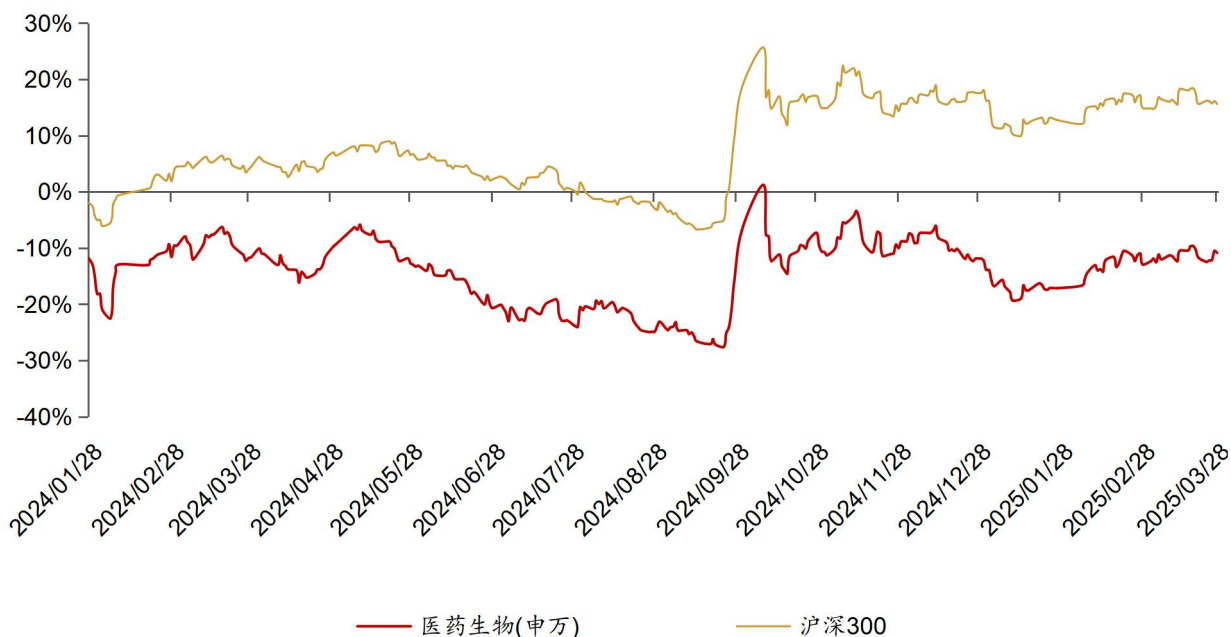
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：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	300147.SZ	ST 香雪	39.2	-40.82%	-40.76%	-39.30%
2	002173.SZ	创新医疗	40.3	-22.74%	-2.35%	14.82%
3	300753.SZ	爱朋医疗	27.8	-17.96%	10.74%	25.18%
4	002750.SZ	*ST 龙津	5.7	-14.97%	-10.13%	-35.16%
5	688298.SH	东方生物	58.8	-13.01%	1.75%	-0.61%
6	000668.SZ	荣丰控股	7.5	-12.24%	-12.99%	-20.84%
7	301331.SZ	恩威医药	25.6	-11.59%	5.03%	7.66%
8	300108.SZ	*ST 吉药	6.1	-11.54%	-14.02%	-28.13%
9	603139.SH	康惠制药	18.5	-10.63%	27.67%	28.83%
10	301239.SZ	普瑞眼科	61.4	-10.23%	-21.48%	-12.45%
11	801150.SI	医药生物(申万)		0.98%	2.39%	3.53%
12	000300.SH	沪深 300		0.01%	0.65%	-0.50%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：2024 年初至今医药指数表现



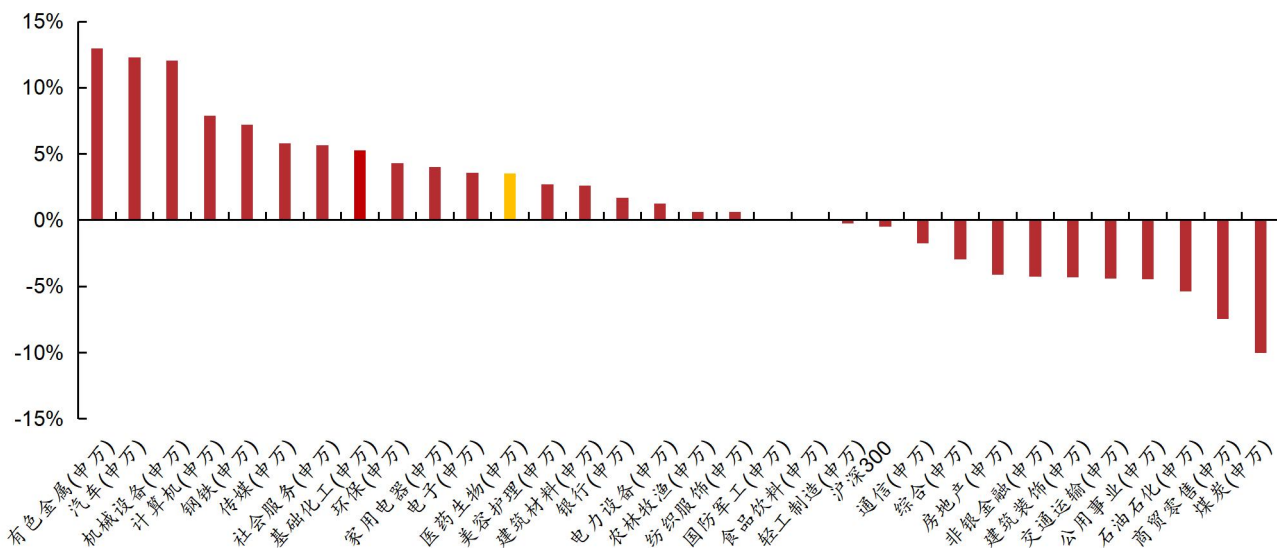
资料来源：Wind, 华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况：

本周，化学制剂（+4.6%）、化学原料药（+1.3%）、生物制品（+1.2%）、医疗器械（-0.3%）、医药商业（-0.8%）、中药（-0.9%）、医疗服务（-1.1%）。

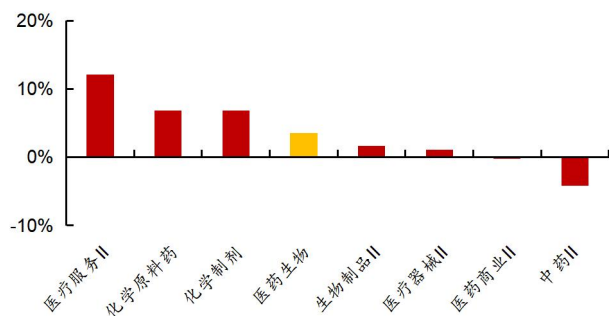
年初以来，医疗服务（+12.2%）、化学原料药（+6.9%）、化学制剂（+6.8%）、生物制品（+1.7%）、医疗器械（+1.1%）、医药商业（-0.2%）、中药（-4.2%）。

图表 8：申万各板块年初至今涨跌幅情况



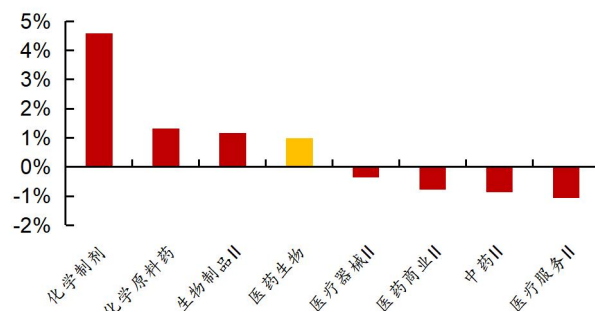
资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 9：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

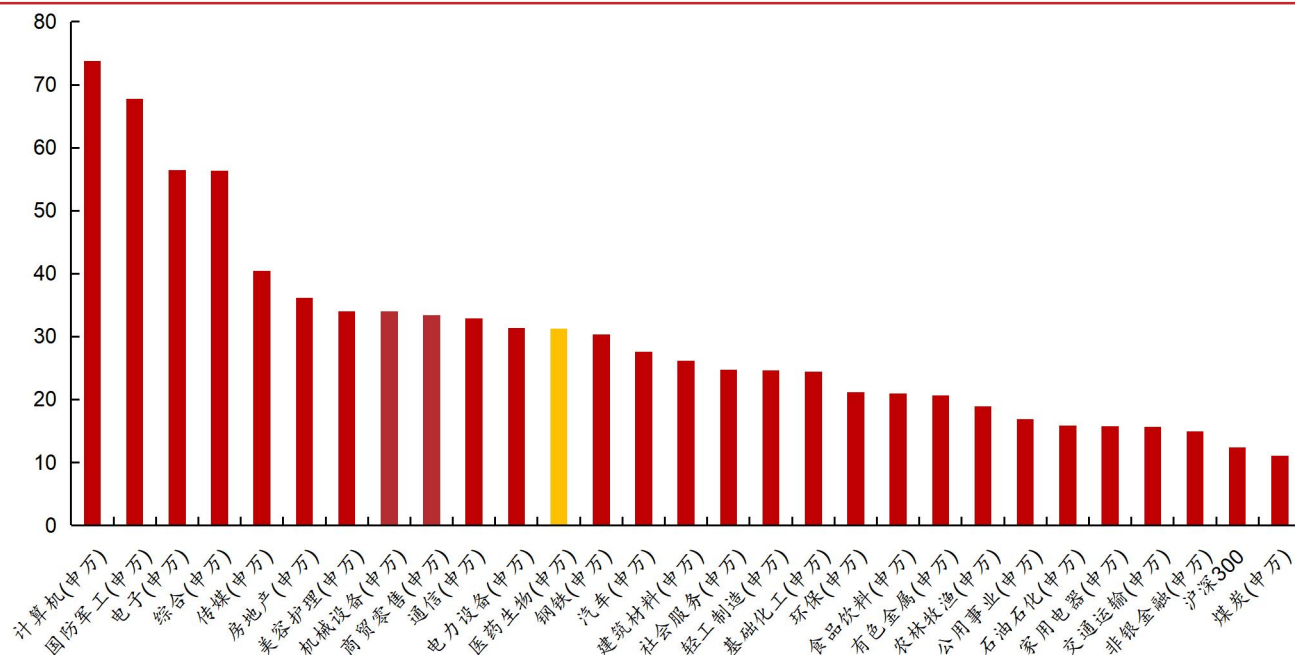
图表 10：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

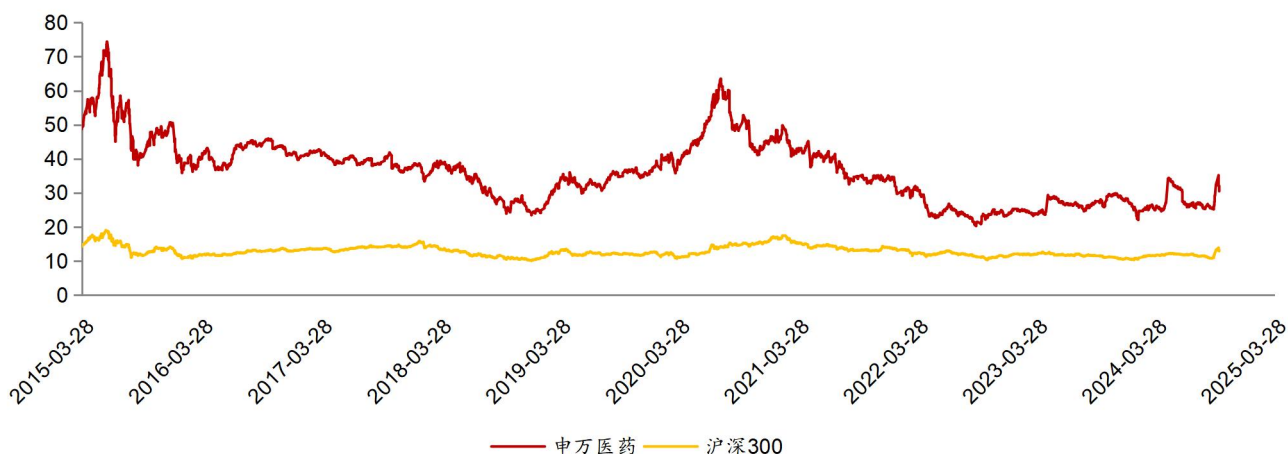
板块估值：截至 2025 年 3 月 28 日，申万医药板块整体 PE 估值为 31.27X，在申万一级分类中排第 12，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前医疗服务、化学制剂和化学原料药等板块估值相对较高，医药商业和中药估值相对较低。

图表 11：申万各板块 PE 估值情况（截至 2025 年 3 月 28 日，整体 TTM 法）



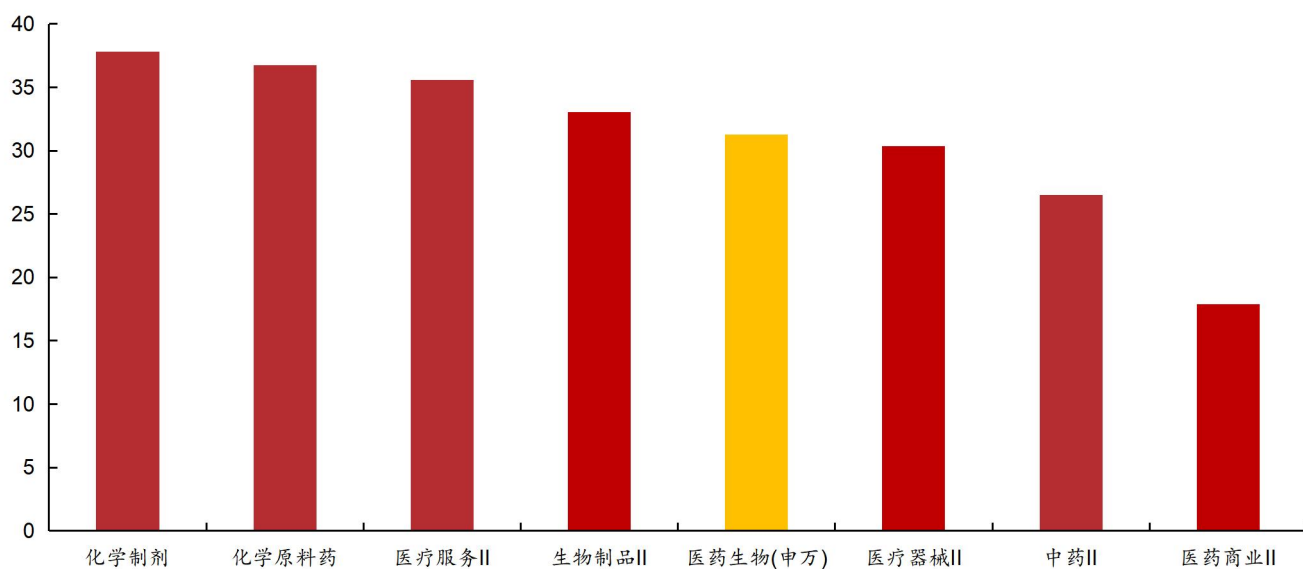
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2025 年 3 月 28 日，整体 TTM 法）



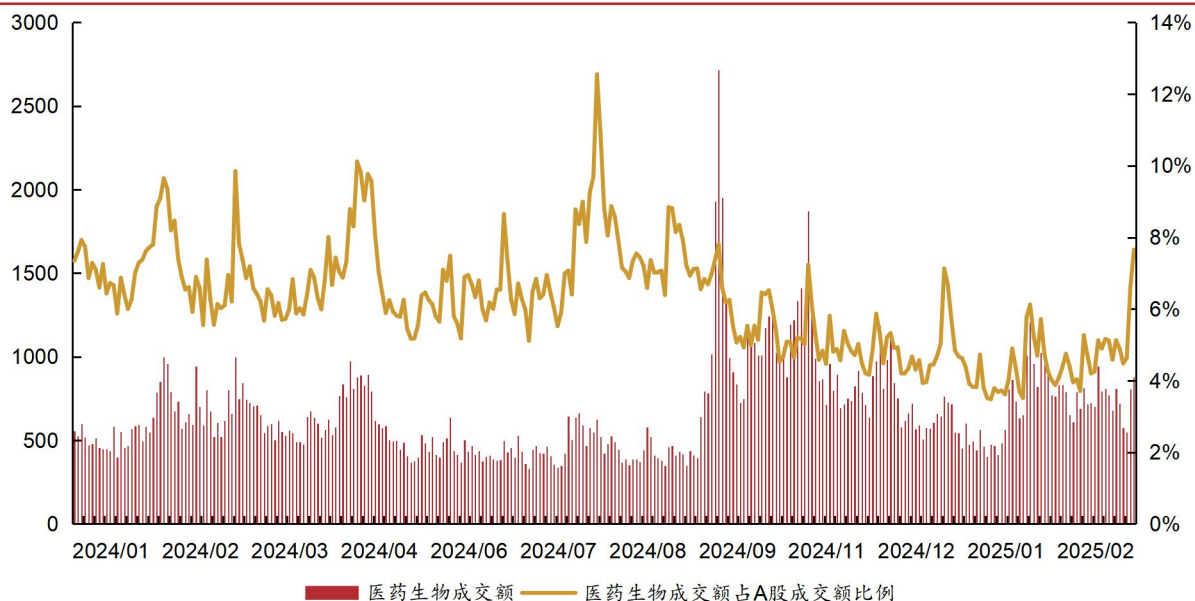
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2025 年 3 月 28 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：2024 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 31.27X 左右，处于历史较低位置。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。25Q1 医药申万行业反弹概率较大，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 (润达医疗、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: 中国生物制药、科兴制药、一品红、健民集团、昆药集团;

四月建议关注组合: 中国生物制药、三生制药、科伦博泰、科伦药业、一品红、科兴制药、热景生物、人福医药、健民集团、昆药集团。

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。