

投资评级：看好（维持）

证券分析师

刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

林海霖

SAC: S1350524050002

linhailin@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



掘金百亿胶原蛋白市场，建议关注佰仁医疗

——医药行业周报（25/12/8-25/12/12）

投资要点：

- **本周医药市场表现分析：**12月08日至12月12日，医药指数下跌1.04%，相对沪深300指数超额收益为-0.96%。近期创新药持续横盘震荡，局部领域较为活跃如小核酸板块，12月份行业基本面整体相对平稳、个股催化事件为主。展望2026年上半年，创新药催化剂较多，且板块调整充分，有望迎来一波β。当前位置，我们建议精选创新药核心资产，看好未来股价走出新高度，同时建议配置业绩趋势明确和26年经营有望反转的个股。1)创新药重点关注，A股)信立泰、泽璟制药、热景生物、科伦药业、上海谊众、康弘药业、华纳药厂、前沿生物、福元医药、昂利康、一品红、恒瑞医药；港股)三生制药、信达生物、康方生物、中国生物制药、科伦博泰、石药集团、翰森制药。同时，关注业绩持续改善的方向：2)出口类的CXO及产业链如药明康德、凯莱英、皓元医药、百普赛斯、毕得医药等，器械供应链如美好医疗、海泰新光等；3)经营稳健、低估值类且26年有望迎来行业或个股基本面变化的标的如方盛制药、马应龙、可孚医疗、人福医药、恩华药业、羚锐制药、鱼跃医疗等。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周上涨个股数量88家，下跌个股381家，涨幅居前为昭衍新药(+23.38%)、热景生物(+16.83%)、海创药业-U(+13.91%)、万泽股份(+13.39%)、重药控股(+13.00%)，跌幅居前为退市苏吴(-66.94%)、海王生物(-22.68%)、粤万年青(-19.17%)、瑞康医药(-17.61%)、太龙药业(-17.02%)。
- **胶原蛋白市场潜力大，动物源性产品优势明显。**胶原蛋白主要应用于功能型护肤品、医用敷料，动物源性胶原蛋白定位和功效有别于重组胶原蛋白，因其三螺旋结构特征构型，或能提供更好的支撑性，医美填充效果较好，且价格较重组蛋白具有优势。弗若斯特沙利文数据预计，2027年国内以动物源性胶原蛋白为原料，用于功能型护肤品、医用敷料市场规模分别为130亿、113亿，合计市场规模达243亿。佰仁医疗已有三款动物胶原蛋白，其中胶原蛋白植入剂I型于2025年12月11日获批，产品通过超纯提取工艺和精准切除端肽，氨基酸残基序列和组成与人I型胶原蛋白一级结构保持一致，确保三螺旋结构的完整性，是国内首款用于改善面部平滑度的产品。II型、III型也处在不同阶段，佰仁有望掘金百亿市场。公司年内预计有12款产品提交注册，未来或仍不断有新产品上市，如人工血管、眼科补片等，产能扩容有望驱动中长期快速增长，建议关注佰仁医疗。
- **投资观点及建议关注标的：**中国医药产业已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），尤其是创新药显著打开了中国医药企业增长新曲线，具体来看，1)中国创新产业已具规模，恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药等传统Pharma已完成创新的华丽转身，百利天恒、科伦博泰等创新药公司正在以全球First-in-class的姿态快速崛起；2)出海能力加速提升，中国药企已成为MNC非常重视的创新转换来源。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，如联影医疗、华大智造、美好医疗等。需求端和支付端也在持续推动新增量；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；另外，新技术也在加速行业变革；5)AI浪潮下，医药有望释放新的成长逻辑。展望25Q4，继续看好创新药主线，关注三季度业绩开始企稳回升的医疗器械，尤其是医疗设备和家用器械板块，建议布局2026年行业有望迎来反转的老龄化及院外消费，同时建议关注估值较低的麻药、血制品等。
- **本周建议关注组合：**信立泰、三生制药、中国生物制药、泽璟制药、佰仁医疗；
- **12月建议关注组合：**信立泰，中国生物制药，三生制药，热景生物，信达生物，联邦制药、泽璟制药、映恩生物、悦康药业、福元医药。
- **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. 佰仁医疗动物源胶原蛋白获批上市，掘金百亿胶原蛋白市场	4
2. 行业观点：坚持创新药作为全年主线，关注制造出海+老龄化消费等相对低位资产	7
3. 风险提示	13

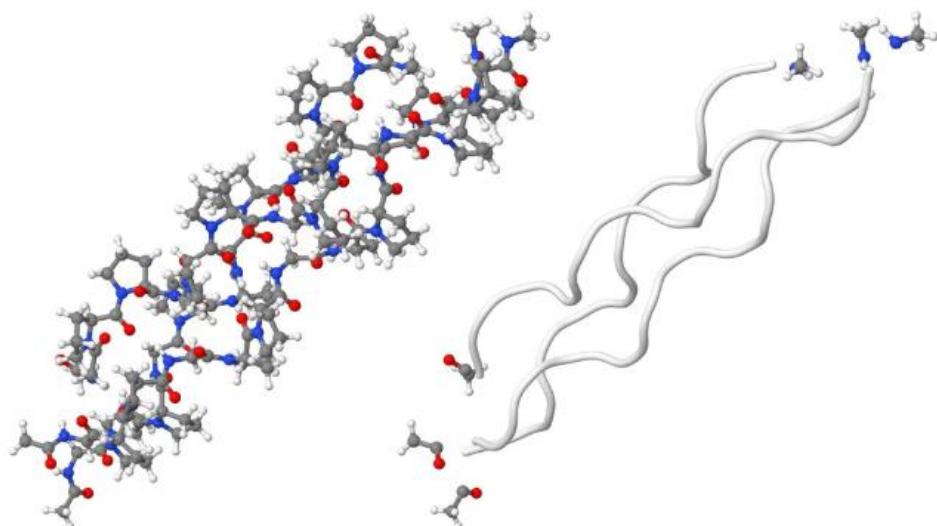
图表目录

图表 1: 佰仁交联胶原蛋白	4
图表 2: 重组/动物源性胶原蛋白对比	4
图表 3: 2017-2027 年部分功能型护肤品市场规模(亿元, 零售端)	5
图表 4: 2017-2027 年部分医用敷料市场规模(亿元, 零售端)	5
图表 5: 艾佰瑞生物胶原蛋白“注娇研”	6
图表 6: 佰仁医疗的管线布局	6
图表 7: 本周申万医药行业涨幅 Top10	7
图表 8: 本周申万医药行业跌幅 Top10	8
图表 9: 2024 年初至今医药指数表现	8
图表 10: 申万各板块年初至今涨跌幅情况	9
图表 11: 年初至今医药子板块涨跌幅情况	9
图表 12: 本周医药子板块表现情况	9
图表 13: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 12 月 12 日, 整体 TTM 法)	10
图表 14: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2025 年 12 月 12 日, 整体 TTM 法)	10
图表 15: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 12 月 12 日, 整体 TTM 法)	11
图表 16: 2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (万亿)	11

1. 佰仁医疗动物源胶原蛋白获批上市，掘金百亿胶原蛋白市场

胶原蛋白凭借良好的生物力学性能、生物相容性，作为注射填充材料，可以应用于创面敷料、止血材料、药物载体等。动物胶原蛋白是指从动物组织中提取的天然蛋白，因其三螺旋结构的特征构型，胶原分子按特定规则平行排列，形成更牢固的支撑网络，经交联工艺可获得的交联型胶原蛋白纤维，对维持生理功能有更好的结构稳定性和抵御皮肤衰老所需的支撑强度，还可进一步去除产品的免疫原性。

图表 1：佰仁交联胶原蛋白



资料来源：佰仁医疗公众号、华源证券研究所

动物源性胶原在专业皮肤护理产品中使用，具有提供结构支持、刺激细胞再生及增殖、修复受损皮肤屏障等特性，存在潜在细胞毒性和排异、运输和储存困难等限制，但生产复杂性较重组胶原蛋白低，价格上限低于重组胶原蛋白。

图表 2：重组/动物源性胶原蛋白对比

	重组胶原蛋白	动物源性胶原蛋白
产品特性	提供结构支持、刺激细胞再生及增殖、修复受损皮肤屏障，无潜在的细胞毒性和排异风险	提供结构支持、刺激细胞再生及增殖、修复受损皮肤屏障
主要应用	功效性护肤品、医用敷料、肌肤焕活、生物医用材料及保健食品	功效性护肤品、医用敷料、肌肤焕活、生物医用材料及保健食品
用途限制	无明显使用限制	尚应用在肌肤焕活，存在潜在细胞毒性和排异、运输和储存困难
价格区间	90-790 元	150-300 元

保质期	24-36 个月	24-36 个月
生产复杂性	高	中

资料来源：巨子生物招股书、弗若斯特沙利文、华源证券研究所

胶原蛋白主要应用于功能型护肤品、医用敷料，动物源性胶原蛋白定位和功效有别于重组胶原蛋白，弗若斯特沙利文数据预计，2025 年国内以动物源性胶原蛋白为原料，用于功能型护肤品、医用敷料市场规模分别为 59 亿、76 亿，预计 2027 年有望分别增长至 130 亿、113 亿，合计市场规模达 243 亿。

图表 3：2017-2027 年部分功能型护肤品市场规模(亿元，零售端)



资料来源：巨子生物招股书、弗若斯特沙利文、华源证券研究所

图表 4：2017-2027 年部分医用敷料市场规模(亿元，零售端)



资料来源：巨子生物招股书、弗若斯特沙利文、华源证券研究所

佰仁医疗是国内人工生物瓣膜的技术先驱、动物源性植入材料和器械原研创新平台以及植入用人工生物修复产品技术引领者，产品主要应用于结构性心脏病以及软组织修复领域。2023 年 1 月，公司成立北京艾佰瑞生物技术有限公司，开发 3 款胶原蛋白填充剂，2025 年 12 月 11 日，佰仁发布公告，子公司艾佰瑞胶原蛋白植入剂产品（即胶原纤维填充剂-I）注册申请获得批准。

产品通过超纯提取工艺和精准切除端肽，实现氨基酸残基序列和组成与人 I 型胶原蛋白一级结构保持一致，产品的植入可补充面部真皮层的骨架胶原，以改善细胞外间质代谢，赋予面部皮肤更好的组织质地与粘弹性的保有。艾佰瑞公众号数据显示，实验组面部平滑度改善率达到 84.23% (VS 对照组改善率 16.22%)

图表 5：艾佰瑞生物胶原蛋白“注娇研”


资料来源：艾佰瑞公众号、华源证券研究所

截至 2025H1，公司累计获批 22 个Ⅲ类医疗器械产品，其中 11 项为填补国内空白的产品，目前规划注册产品中，包含多个Ⅲ类医疗器械产品，包括各类胶原蛋白，其余规划产品预计未来 1-2 年内有望顺利获批，产品布局持续丰富，或将驱动公司长期销售收入快速增长，建议关注佰仁医疗。

图表 6：佰仁医疗的管线布局

领域	科室	产品	临床阶段
神经外科		硬脑脊膜补片	商业化
		神经微血管减压垫片	商业化
眼科		眼科生物补片	注册发补
软组织修复	血管外科	血管生物补片	商业化
		人工血管 (ePTFE)	型式检验
		血管补片 (ePTFE)	型式检验
胸普外科		颈动脉转流管	型式检验
		胸外科生物补片	商业化
消化外科		生物疝补片	商业化
		消化外科生物补片	注册发补
妇产科和泌尿外科		妇产科和泌尿外科生物补片	样品试制
		人工生物心脏瓣膜-牛心包瓣、猪主动脉瓣	商业化
结构性心脏病	心外科	限位可扩张牛心包瓣	商业化
		瓣膜成形环、新二尖瓣成形环、新三尖瓣成形环	商业化
		心脏瓣膜补片	商业化
		微创可预置主动脉瓣	动物实验
		限位可扩主动脉瓣带(干)瓣管道	动物实验
		同种异体移植瓣膜	动物实验
		主动脉根部扩大补片	动物实验
		心外房颤治疗系统	临床结题
		微创心肌切除系统	临床随访
		ePTFE 带瓣管道	动物实验

	心包膜(ePTFE)	注册发补
	经导管主动脉瓣系统	商业化
心内科	经导管瓣中瓣系统	商业化
	分体式介入主动脉瓣、二尖瓣系统	动物实验
	分体式介入三尖瓣、环中瓣系统	动物预实验
	流出道单瓣补片	商业化
	肺动脉带瓣管道	商业化
	涤纶补片	商业化
	心外科生物补片	商业化
	动脉导管未闭封堵器	商业化
	房缺封堵器	商业化
先天性心脏病	室缺封堵器	商业化
	心血管病封堵器输送系统	商业化
	介入肺动脉瓣及输送系统	注册发补
	无支架生物瓣带瓣管道	注册受理补正
	卵圆孔未闭封堵器	注册受理
	复杂先心带瓣补片	注册发补
皮肤科	胶原蛋白植入剂I型	已获批
	胶原蛋白植入剂II型	注册受理
	胶原蛋白植入剂III型	临床结题

资料来源：佰仁医疗公告，华源证券研究所

2. 行业观点：坚持创新药作为全年主线，关注制造出海+老龄化消费等相对低位资产

本周（12.08-12.12）、年初至今医药指数涨跌幅分别为-1.04%和+14.65%，相对沪深300指数的超额收益分别为-0.96%和-1.77%。

个股情况：本周上涨个股数量88家，下跌个股381家，涨幅居前为昭衍新药(+23.38%)、热景生物(+16.83%)、海创药业-U(+13.91%)、万泽股份(+13.39%)、重药控股(+13.00%)，跌幅居前为退市苏吴(-66.94%)、海王生物(-22.68%)、粤万年青(-19.17%)、瑞康医药(-17.61%)、太龙药业(-17.02%)。

图表7：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	603127.SH	昭衍新药	239.6	23.38%	22.99%	106.74%
2	688068.SH	热景生物	186.9	16.83%	15.20%	226.00%
3	688302.SH	海创药业-U	54.1	13.91%	14.19%	77.89%
4	000534.SZ	万泽股份	123.9	13.39%	18.41%	89.44%
5	000950.SZ	重药控股	106.6	13.00%	17.08%	15.38%
6	688202.SH	美迪西	80.5	12.49%	4.52%	98.51%
7	301234.SZ	五洲医疗	29.5	11.96%	14.62%	74.57%
8	688382.SH	益方生物-U	180.7	11.29%	6.00%	134.96%
9	301235.SZ	华康洁净	35.4	10.77%	10.03%	62.68%
10	688621.SH	阳光诺和	80.8	10.35%	9.09%	91.97%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-1.04%	-1.77%	14.65%
12	000300.SH	沪深 300		-0.08%	1.20%	16.42%

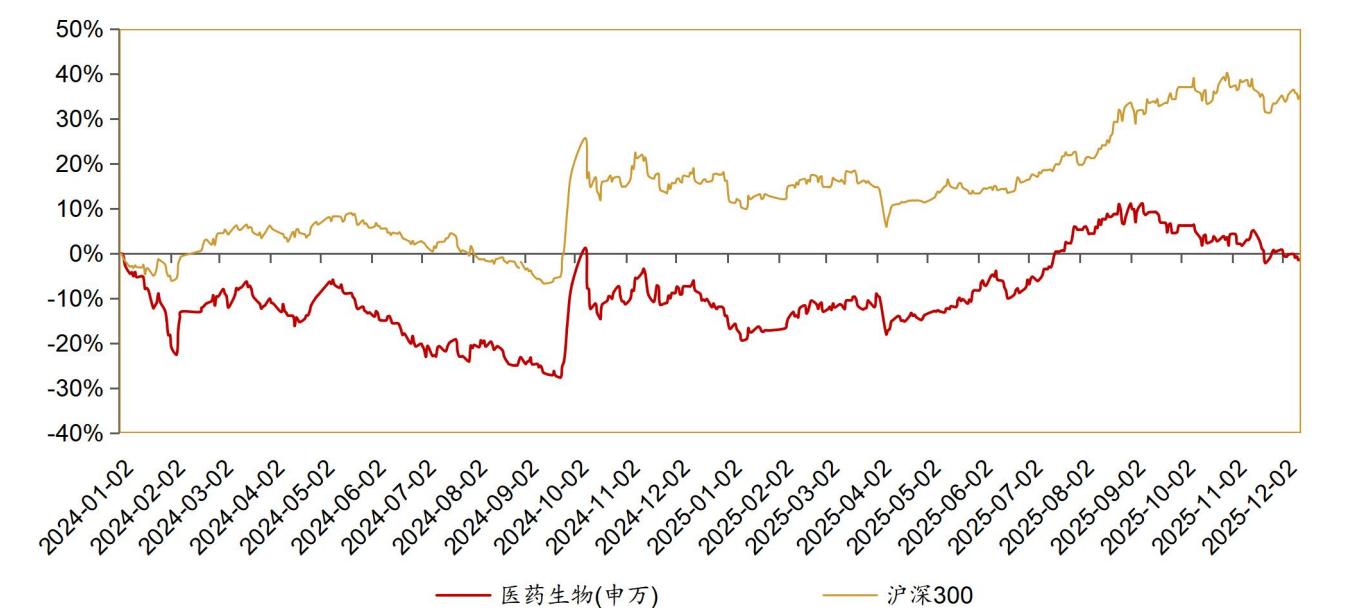
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 8: 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	退市苏吴	2.9	-66.94%	-66.94%	-95.60%
2	000078.SZ	海王生物	107.6	-22.68%	20.29%	60.39%
3	301111.SZ	粤万年青	34.1	-19.17%	-6.74%	31.27%
4	002589.SZ	瑞康医药	52.8	-17.61%	12.50%	18.18%
5	600222.SH	太龙药业	40.9	-17.02%	-11.44%	39.88%
6	002390.SZ	信邦制药	65.5	-14.25%	-10.61%	-24.66%
7	600272.SH	开开实业	29.4	-14.00%	-1.76%	-4.46%
8	688670.SH	金迪克	28.3	-13.38%	-16.13%	89.60%
9	301126.SZ	达嘉维康	24.2	-13.14%	-8.26%	13.55%
10	600829.SH	人民同泰	67.0	-13.09%	-8.84%	54.00%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-1.04%	-1.77%	14.65%
12	000300.SH	沪深 300		-0.08%	1.20%	16.42%

资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 9: 2024 年初至今医药指数表现

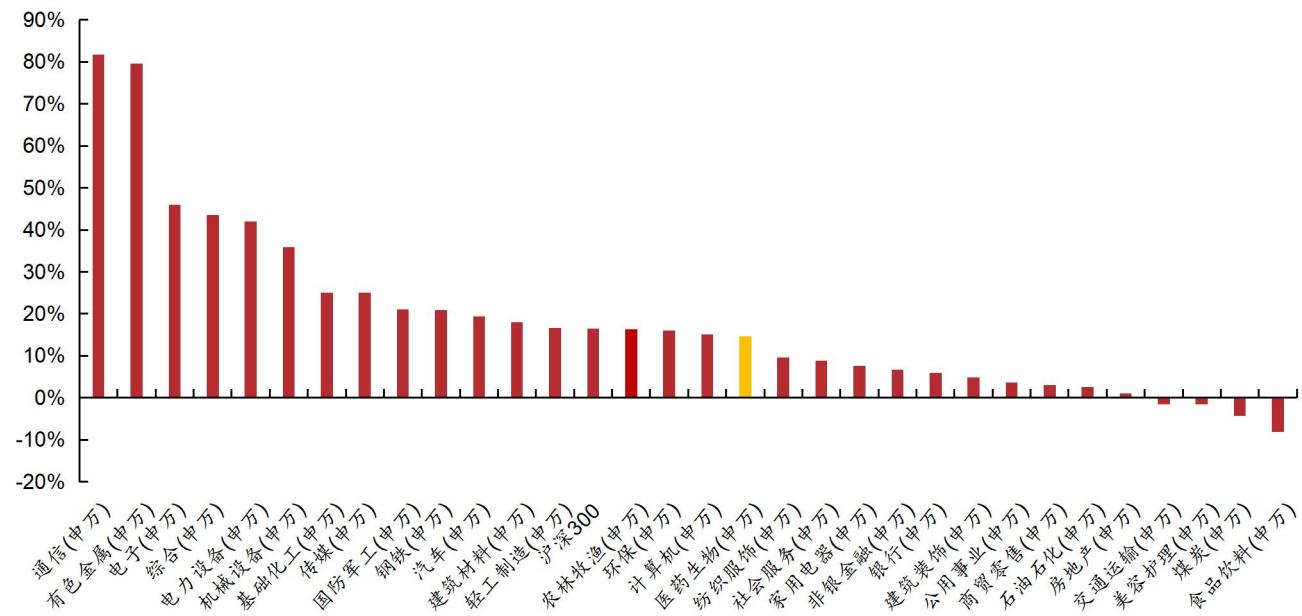


资料来源: Wind, 华源证券研究所

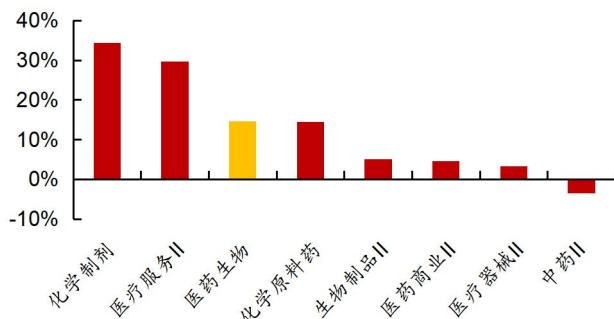
细分赛道涨跌幅情况：

本周，医疗服务 II (1.7%)、化学制剂 (-0.6%)、化学原料药 (-1.7%)、医疗器械 II (-1.8%)、生物制品 II (-1.8%)、中药 II (-2.0%)、医药商业 II (-4.3%)。

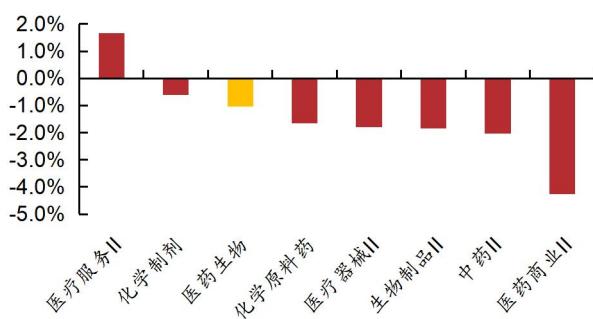
年初以来，化学制剂 (+34.4%)、医疗服务 II (+29.7%)、化学原料药 (+14.5%)、生物制品 II (+5.1%)、医药商业 II (+4.6%)、医疗器械 II (+3.2%)、中药 II (-3.5%)。

图表 10：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 11：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

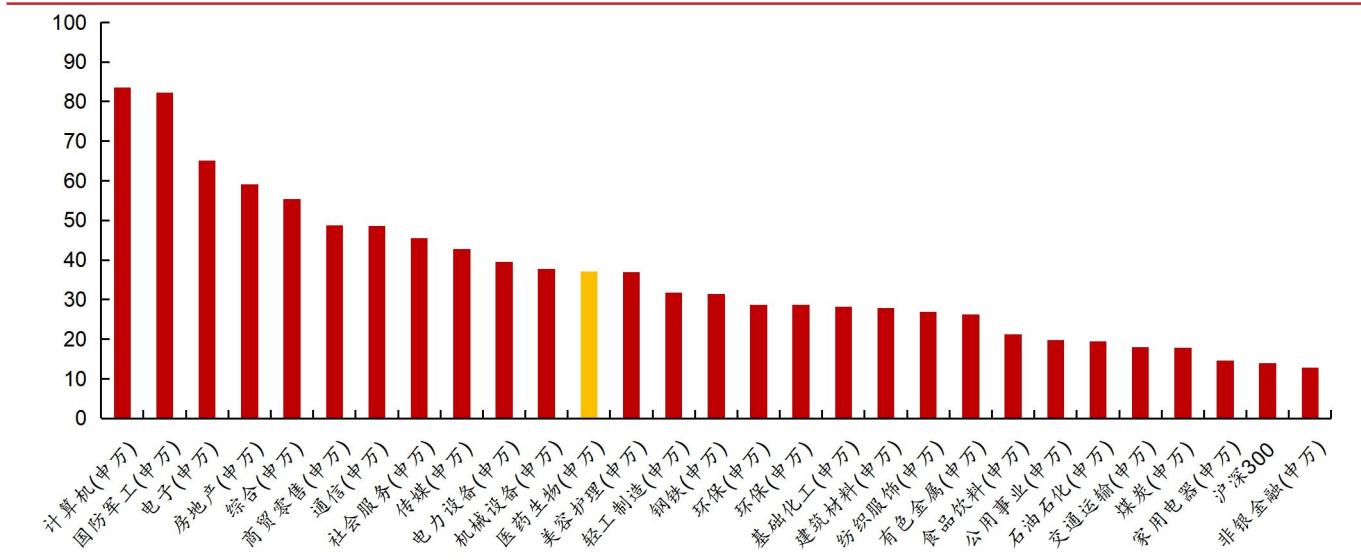
图表 12：本周医药子板块表现情况


资料来源：Wind，华源证券研究所

板块估值：截至 2025 年 12 月 12 日，申万医药板块整体 PE 估值为 37.11X，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

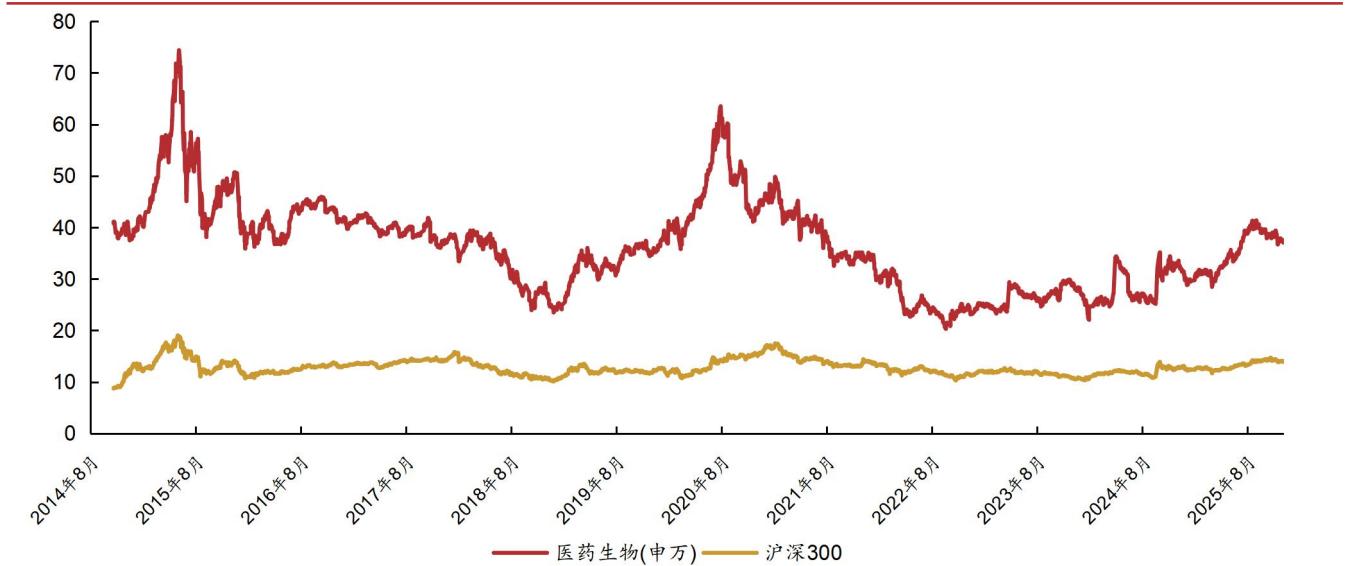
值情况，目前化学制剂、生物制品 II、化学原料药和医疗器械 II 等板块估值相对较高，医疗服务 II、中药 II 和医药商业 II 估值相对较低。

图表 13：申万各板块 PE 估值情况（截至 2025 年 12 月 12 日，整体 TTM 法）



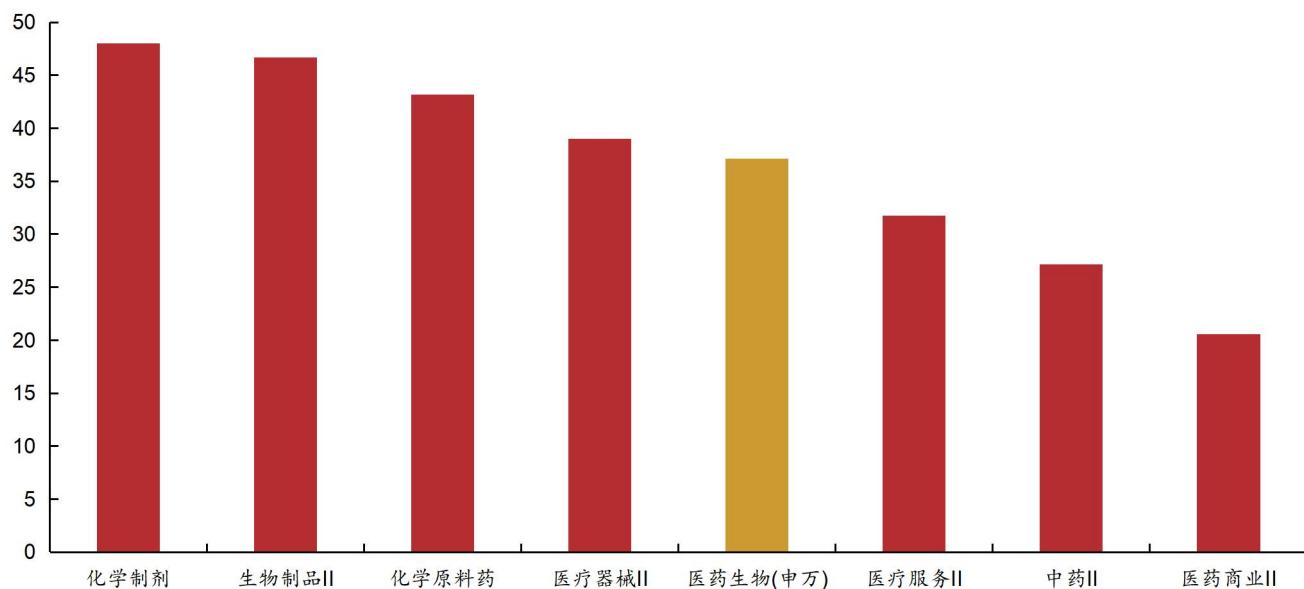
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2025 年 12 月 12 日，整体 TTM 法）



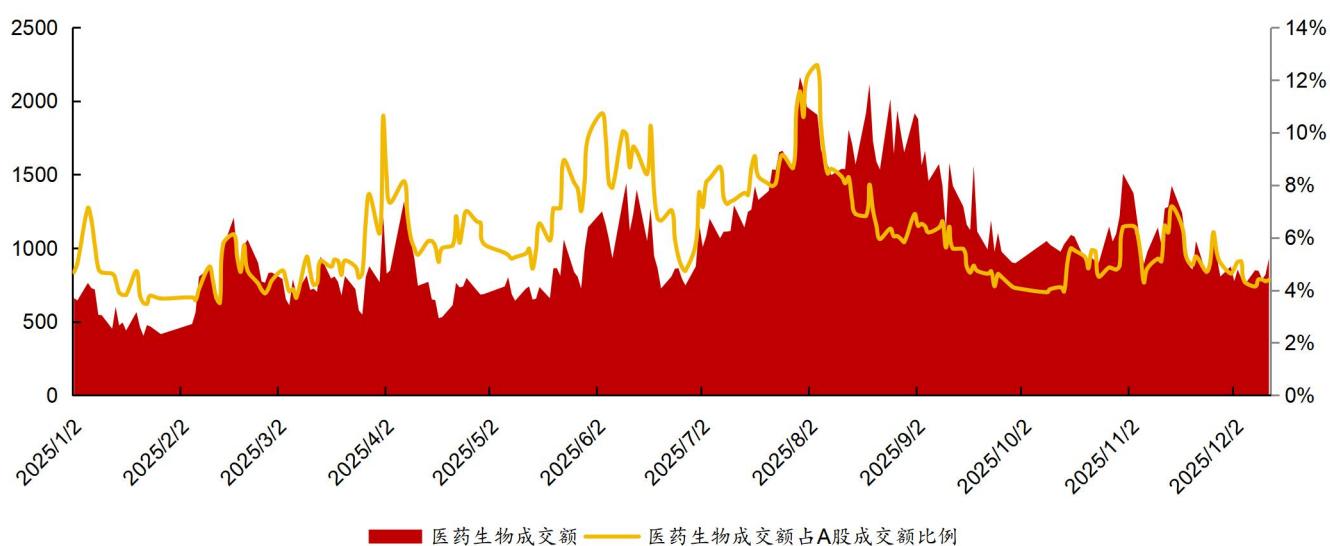
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2025 年 12 月 12 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 16：2025 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：2025 年医药行业在创新药的带领下反弹较为显著，中国创新药作为未来 10 年的产业趋势，投资机会较为明确。另外，医疗消费和医药制造业绩有望在 2025H2-2026H1 触底反弹，估值或将进一步修复，结构性行情或可持续演绎。中国医药行业经过多年的产业调整，已经逐步完成了新旧动能的转换，行业成长韧性在持续加强，1) 中国创新产业已具备一定规模，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，中国创新药研发能力已跃居全球前列，世界级的竞争力快速提升；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。同时，中国医疗器械和供应链能力在全球的竞争力也在显著加强；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 2025 年医药行业正在持续边际好转，2026 年经营性业绩有望进一步好转，结构性高增长的细分领域和个股值得期待。坚持“创新”作为 2025 年全年维度的主线，关注下半年“出海+老龄化”等处于相对低位资产：

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，出海 BD 规模持续创纪录，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、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、福元医药、前沿生物、昂利康、一品红、上海谊众、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) 制造出海：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：医药和血制品行业需求较为稳健，供给端相对稳定，建议关注医药（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) 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：**信立泰、三生制药、中国生物制药、泽璟制药、佰仁医疗；
- **12月建议关注组合：**信立泰，中国生物制药，三生制药，热景生物，信达生物，联邦制药、泽璟制药、映恩生物、悦康药业、福元医药。

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。