

## 球扩瓣快速放量，建议关注佰仁医疗

### ——医药行业周报（26/3/2-26/3/6）

投资评级：看好（维持）

#### 证券分析师

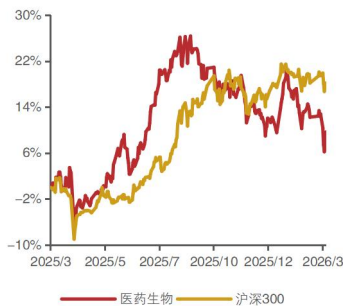
刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

#### 联系人

#### 板块表现：



#### 投资要点：

- 本周医药市场表现分析：**3月2日至3月6日，医药指数下跌2.78%，相对沪深300指数超额收益为-1.71%。受中东战争影响，本周医药连续下跌3天后企稳，周五创新药迎来显著反弹、表现尤为突出，其中亚虹医药-U本周涨超38%，有望提升创新药板块情绪。我们认为，创新药产业逻辑依然强劲，板块股价已经调整较充分，当前配置性价比较高，建议关注赔率较高或确定性较高的个股。同时，进入三月份，我们建议关注Q1预期业绩较好的个股。1) **创新药建议关注**，A股)恒瑞医药、信立泰、泽璟制药、热景生物、科伦药业、上海谊众、福元医药、苑东生物；港股)中国生物制药、三生制药、信达生物、康方生物、科伦博泰、石药集团、翰森制药。同时，关注业绩稳健增长或业绩反转的方向：2) **出口类的CXO及产业链**如药明康德、百奥赛图、康龙化成、皓元医药、百普赛斯等；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**如华润三九、通策医疗、方盛制药、马应龙、可孚医疗、恩华药业、羚锐制药等。4) 2026年医疗新科技如AI医疗、脑机接口、手术机器人、基因检测有望迎来重磅进展，建议积极关注东微半导、麦澜德、鱼跃医疗、阿里健康、微创机器人、西山科技等。5) **产品涨价预期**建议关注亿帆医药、国邦医药、浙江医药等。
- 医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周上涨个股数量74家，下跌个股390家，涨幅居前个股为亚虹医药-U(+38.11%)、新和成(+15.24%)、浙江医药(+12.83%)、中源协和(+12.69%)和多瑞医药(+12.55%)。跌幅居前个股为天智航-U(-14.81%)、福瑞医科(-13.09%)、皓元医药(-12.32%)、华大智造(-11.52%)和海泰新光(-10.97%)。
- 25年球扩瓣快速放量，建议重点关注佰仁医疗。**2010-2025年中国大陆TAVR手术量持续攀升，2025年突破1.8万例，同比增长8.1%。其中球扩瓣的置入比例呈现逐年上升的趋势，2024年度球扩瓣占TAVR患者比例为7.50%，2025年为13%。同时自膨瓣、球扩瓣两项长期随访数据分别于25年底及26年初陆续发布，耐久度展示出差异：Evolut低风险试验的6年结果显示，TAVR及SAVR在全因死亡率或致残性卒中的复合终点方面没有显著差异。在6年和7年时，经导管主动脉瓣置换术(TAVR)组的再干预率高于手术组。另一项基线跟上述研究相似的针对外科手术低风险患者的大规模随机对照试验——PARTNER 3试验7年随访结果表明，SAPIEN 3球扩瓣耐久性与SAVR相似。长期耐久性结果的显著差异，有望对未来中低危患者的治疗方案决策产生重要参考意义。
- 投资观点及建议：**经过2015-2025年的十年创新转型，中国医药产业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大科技浪潮下，医药有望释放新的成长逻辑，脑机接口、肿瘤早筛、AI医疗等快速发展。展望2026年，我们继续看好以创新为主的医药科技主线，重点关注创新药、脑机接口、AI医疗、手术机器人等，同时建议布局2026年行业有望迎来反转的老龄化及院外消费，关注估值较低的麻药、血制品等。
- 本周建议关注组合：**热景生物、上海谊众、中国生物制药、信立泰、佰仁医疗；
- 3月建议关注组合：**恒瑞医药、信立泰、中国生物制药、药明康德、上海谊众、苑东生物、福元医药、佰仁医疗、麦澜德、方盛制药。
- 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. 2025 年中国 TAVR 手术量突破 1.8 万例，球扩瓣占比大幅提升 .....	4
2. 行业观点：坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架	7
3. 风险提示 .....	13

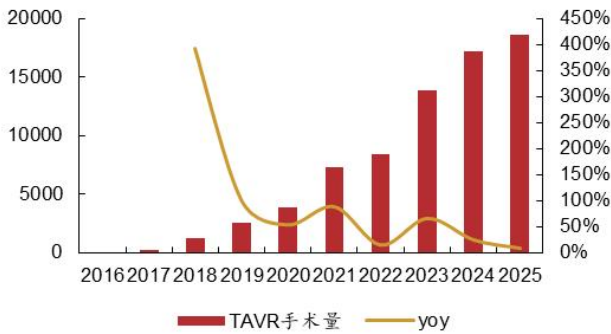
## 图表目录

图表 1: TAVR 手术量及增速情况 (例, %)	4
图表 2: TAVR 手术中自膨瓣及球扩瓣的使用占比趋势	4
图表 3: 第三代球扩瓣与自膨瓣对比	4
图表 4: 自膨 TAVR 及 SAVR 6 年临床结果对比	5
图表 5: 自膨 TAVR 及 SAVR 7 年再干预率和类型对比	5
图表 6: PARTNER 3 试验 7 年随访中的球扩 TAVR 和 SAVR 主动脉瓣再干预对比	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	7
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	8
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 2026 年 3 月 6 日, 整体 TTM 法)	9
图表 14: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2026 年 3 月 6 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 2026 年 3 月 6 日, 整体 TTM 法)	10
图表 16: 2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (亿元)	11

# 1. 2025 年中国 TAVR 手术量突破 1.8 万例，球扩瓣占比大幅提升

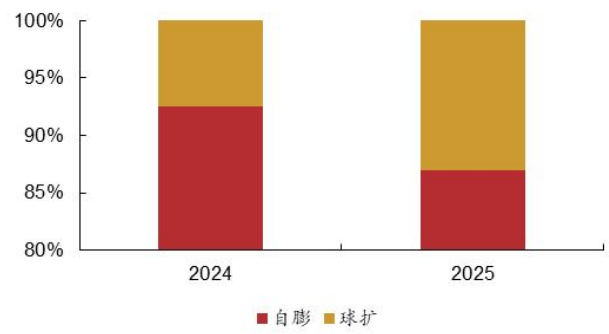
国内球扩瓣使用比例近年大幅提升。2010 - 2025 年中国大陆 TAVR 手术量持续攀升，2025 年突破 1.8 万例，同比增长 8.1%。其中球扩瓣的置入比例呈现逐年上升的趋势，2024 年度球扩瓣占 TAVR 患者比例为 7.50%，2025 年为 13%。

图表 1: TAVR 手术量及增速情况 (例, %)



资料来源: 潘文志等《2025 年经导管主动脉瓣置换年度报告》，华源证券研究所

图表 2: TAVR 手术中自膨瓣及球扩瓣的使用占比趋势



资料来源: 潘文志等《2025 年经导管主动脉瓣置换年度报告》，周达新等《心脏瓣膜病介入中心年度报告 (2024)》，华源证券研究所

第三代 TAVR 器械的 Meta 分析显示，球扩瓣 (BEV) 与自膨瓣 (SEV) 在全因死亡这一主要终点上总体相近。相较自膨瓣，球扩瓣在 TIA/卒中、永久起搏器植入及中重度瓣周漏方面风险更低，体现出其在并发症控制上的相对优势。而自膨瓣则在血流动力学表现上更优，表现为更低的跨瓣压差、更大的有效瓣口面积以及更低的中重度瓣-患者不匹配发生率，因此两类瓣膜更适合在不同解剖条件和临床需求下差异化选择。

图表 3: 第三代球扩瓣与自膨瓣对比

维度	指标	球扩瓣 (BEV) vs 自膨瓣 (SEV)	方向
主要终点	1 年全因死亡	OR 1.15; 95% CI 0.89 - 1.48; P=0.29; I <sup>2</sup> =16.4%	无显著差异
	1 年心衰住院	OR 0.90; 95% CI 0.65 - 1.24; P=0.50; I <sup>2</sup> =11.5%	无显著差异
次要临床终点	院内/30 天全因死亡	OR 0.74; 95% CI 0.42 - 1.33; P=0.32; I <sup>2</sup> =54.6%	无显著差异
	院内/30 天心肌梗死	OR 0.93; 95% CI 0.33 - 2.61; P=0.90; I <sup>2</sup> =0%	无显著差异
	院内/30 天 TIA/卒中	OR 0.62; 95% CI 0.44 - 0.87; P=0.01; I <sup>2</sup> =0%	BEV 更优
	永久起搏器植入 (PPI)	OR 0.55; 95% CI 0.44 - 0.70; P<0.01; I <sup>2</sup> =50.0%	BEV 更优
	中重度瓣周漏 (PVL)	OR 0.43; 95% CI 0.25 - 0.75; P<0.001; I <sup>2</sup> =54.1%	BEV 更优

血流动力学	中重度 PPM	OR 3.76; 95% CI 2.33 - 6.05; P<0.001; I <sup>2</sup> =83.8%	SEV 更优
血流动力学	平均跨瓣压差	WMD 4.35 mmHg; 95% CI 3.63 - 5.08; P<0.001; I <sup>2</sup> =91.8%	SEV 更优
血流动力学	有效瓣口面积 (EOA)	WMD -0.30 cm <sup>2</sup> ; 95% CI -0.37 to -0.23; P<0.001; I <sup>2</sup> =71.8%	SEV 更优

资料来源: Saman Asad Siddiqui 等《Outcomes of Transcatheter Aortic Valve Replacement Using Third-Generation Balloon-Expandable Versus Self-Expanding Valves: A Meta-analysis》, 华源证券研究所

### 自膨瓣、球扩瓣两项长期随访数据分别于 25 年底及 26 年初陆续发布:

自膨 TAVR 低风险试验最新 6-7 年随访数据发布, 其耐久性劣于 SAVR。Evolut 低风险试验的 6 年结果显示, TAVR 及 SAVR 在全因死亡率或致残性卒中的复合终点方面没有显著差异。在 6 年和 7 年时, 经导管主动脉瓣置换术 (TAVR) 组的再干预率高于手术组, 这是由主动脉瓣反流发生率增加所致。

图表 4: 自膨 TAVR 及 SAVR 6 年临床结果对比

	TAVR (n = 730)	外科手术 (n = 684)	P 值(对数秩)
全因死亡或致残性卒中	159 (23.3)	127 (20.4)	0.43
全因死亡	142 (20.9)	115 (18.7)	0.54
心血管死亡	72 (11.1)	66 (11.0)	0.81
非心血管死亡	70 (11.0)	49 (8.7)	0.24
伴生命状态扫描的全因死亡	169 (23.3)	134 (20.2)	0.24
所有卒中	73 (10.8)	59 (9.6)	0.51
致残性卒中	29 (4.4)	28 (4.6)	0.75
主动脉瓣住院	121 (18.9)	107 (18.2)	0.94
全因死亡、致残性卒中或主动脉瓣住院	241 (35.0)	197 (31.3)	0.48
主要血管并发症	32 (4.5)	28 (4.2)	0.82
心肌梗死	48 (7.5)	28 (4.8)	0.07
新的永久性起搏器植入	198 (29.4)	79 (13.4)	<0.001
心房颤动	124 (18.1)	283 (42.3)	<0.001
瓣膜心内膜炎	9 (1.4)	18 (3.2)	0.04
瓣膜血栓形成	9 (1.4)	4 (0.6)	0.23
临床	2 (0.3)	1 (0.2)	0.61
亚临床	7 (1.2)	3 (0.5)	0.27

资料来源: John K. Forrest 等《Six-Year Outcomes After Transcatheter vs Surgical Aortic Valve Replacement in Low-Risk Patients With Aortic Stenosis》, 华源证券研究所

图表 5: 自膨 TAVR 及 SAVR 7 年再干预率和类型对比

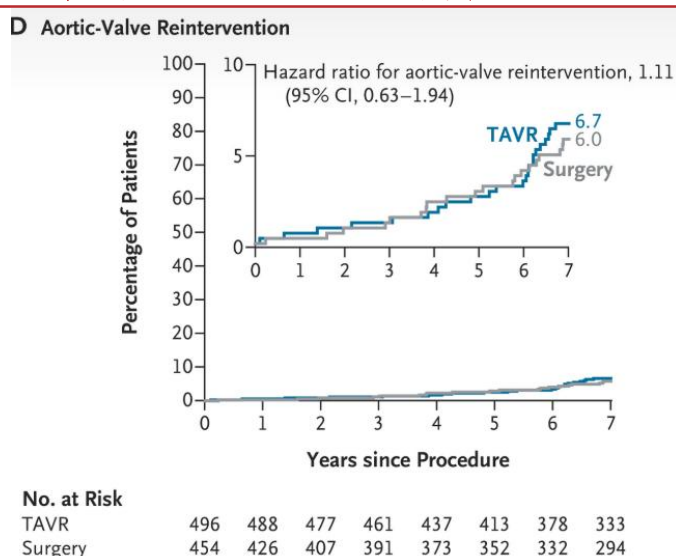
	6 年再干预率		6 年 HR 或 sHR(95% CI), P 值		7 年再干预率		7 年 HR 或 sHR(95% CI), P 值	
	6 年 TAVR	6 年外科手术			7 年 TAVR	7 年外科手术		
Kaplan-Meier (预先指定的)-尝试植入队列	730	684			730	684		
	38 (6.5) (4.6-9.0)	19 (3.6) (2.2-5.8)	1.76 (1.01-3.05), 0.04		61 (12.1) (8.9-16.2)	31 (7.1) (4.6-10.9)	1.77 (1.15-2.72), 0.009	

具有竞争死亡风险的累积发病率-植入队列	727	686	727	686
	37 (5.5) (4.0-7.4)	20 (3.3) (2.1-4.9)	1.66 (0.96-2.86), 0.07	60 (9.8) (7.6-12.4)
				32 (6.0) (4.2-8.3)
				1.68 (1.10-2.58), 0.02
	再干预类型			
外科	25/37 (67.6)	13/20 (65.0)	39/60 (65.0)	15/32 (46.9)
经皮	12/37 (32.4)	7/20 (35.0)	21/60 (35.0)	17/32 (53.1)

资料来源: John K. Forrest 等《Six-Year Outcomes After Transcatheter vs Surgical Aortic Valve Replacement in Low-Risk Patients With Aortic Stenosis》, 华源证券研究所

另一项基线跟上述研究相似的针对外科手术低风险患者的大规模随机对照试验——PARTNER 3 试验 7 年随访结果表明, SAPIEN 3 球扩瓣耐久性与 SAVR 相似, 表现为 TAVR 和 SAVR 两组患者术后七年内主动脉瓣再干预的发生率分别为 6.7%和 6.0%。

图表 6: PARTNER 3 试验 7 年随访中的球扩 TAVR 和 SAVR 主动脉瓣再干预对比



资料来源: Martin B. Leon 等《Transcatheter or Surgical Aortic-Valve Replacement in Low-Risk Patients at 7 Years》, 华源证券研究所

## 2. 行业观点：坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架

本周（3.2-3.6）、年初至今医药指数涨跌幅分别为-2.78%和0.10%，相对沪深300指数的超额收益分别为-1.71%和-0.56%。

个股情况：本周上涨个股数量74家，下跌个股390家，涨幅居前个股为亚虹医药-U（+38.11%）、新和成（+15.24%）、浙江医药（+12.83%）、中源协和（+12.69%）和多瑞医药（+12.55%）。跌幅居前个股为天智航-U（-14.81%）、福瑞医科（-13.09%）、皓元医药（-12.32%）、华大智造（-11.52%）和海泰新光（-10.97%）。

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	688176.SH	亚虹医药-U	95.8	38.11%	38.11%	45.79%
2	002001.SZ	新和成	1115.7	15.24%	15.24%	44.10%
3	600216.SH	浙江医药	176.7	12.83%	12.83%	32.61%
4	600645.SH	中源协和	144.6	12.69%	12.69%	22.62%
5	301075.SZ	多瑞医药	67.1	12.55%	12.55%	40.52%
6	002432.SZ	九安医疗	228.0	10.48%	10.48%	22.48%
7	301093.SZ	华兰股份	142.8	10.42%	10.42%	70.22%
8	002382.SZ	蓝帆医疗	66.6	8.72%	8.72%	18.04%
9	600513.SH	联环药业	64.7	8.21%	8.21%	23.76%
10	688331.SH	荣昌生物	533.9	7.33%	7.33%	36.14%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-2.78%	-2.78%	0.10%
12	000300.SH	沪深300		-1.07%	-1.07%	0.66%

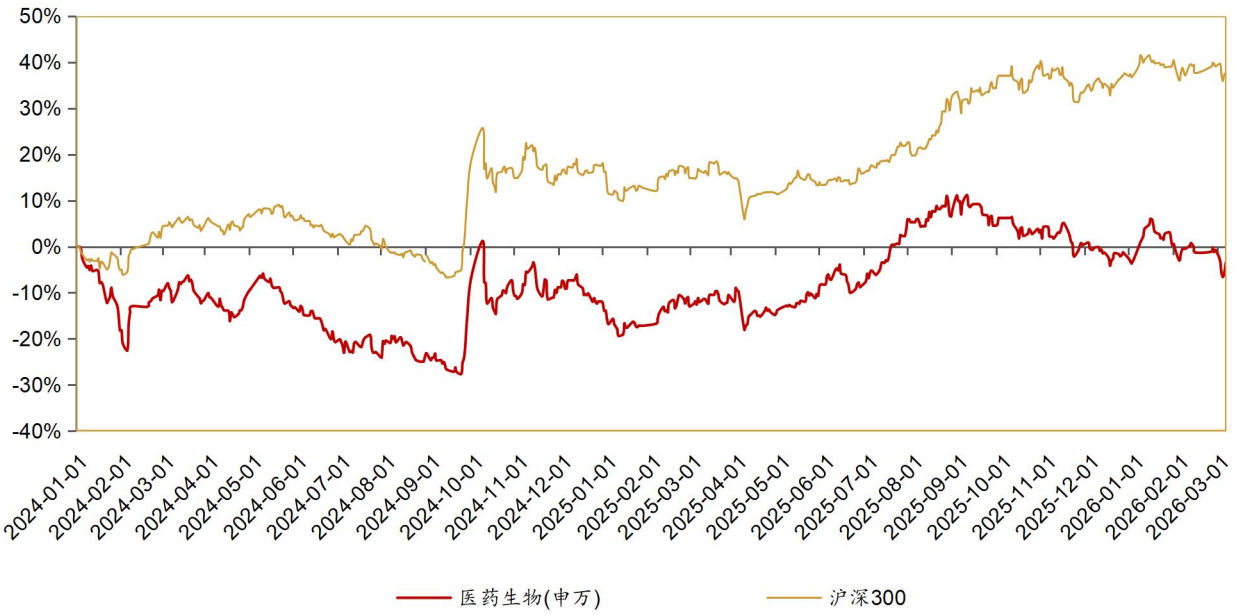
资料来源：Wind，华源证券研究所

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	688277.SH	天智航-U	108.6	-14.81%	-14.81%	56.75%
2	300049.SZ	福瑞医科	151.0	-13.09%	-13.09%	-19.06%
3	688131.SH	皓元医药	133.0	-12.32%	-12.32%	-13.00%
4	688114.SH	华大智造	234.7	-11.52%	-11.52%	-7.24%
5	688677.SH	海泰新光	49.0	-10.97%	-10.97%	-5.26%
6	688085.SH	三友医疗	69.1	-10.77%	-10.77%	14.93%
7	688166.SH	博瑞医药	173.1	-10.67%	-10.67%	-16.59%
8	301333.SZ	诺思格	63.9	-10.31%	-10.31%	11.15%
9	688046.SH	药康生物	63.0	-10.06%	-10.06%	0.07%
10	300363.SZ	博腾股份	115.3	-9.82%	-9.82%	-8.73%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-2.78%	-2.78%	0.10%
12	000300.SH	沪深300		-1.07%	-1.07%	0.66%

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



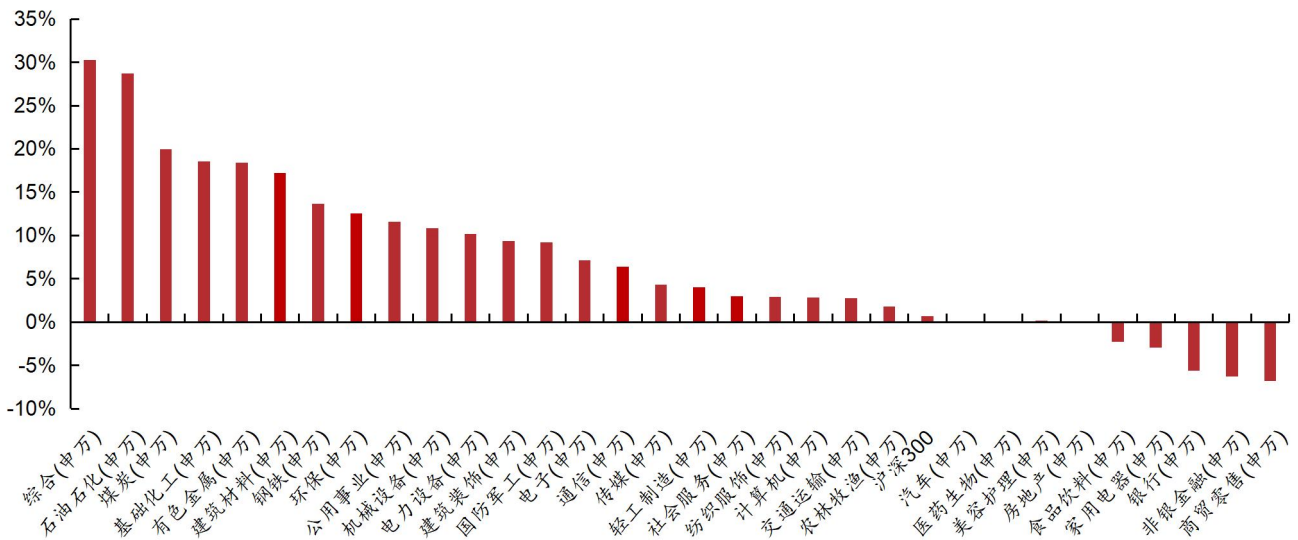
资料来源：Wind，华源证券研究所

**细分赛道涨跌幅情况：**

本周，化学制剂（-1.7%）、医药商业 II（-1.9%）、中药 II（-2.0%）、医药生物（-2.8%）、医疗器械 II（-2.9%）、生物制品 II（-3.1%）、化学原料药（-3.4%）、医疗服务 II（-4.7%）。

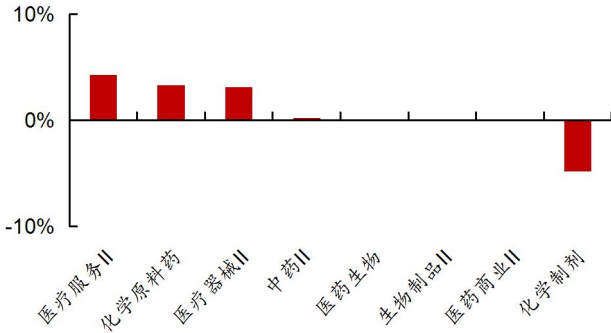
年初以来，医疗服务 II（+4.2%）、化学原料药（+3.3%）、医疗器械 II（+3.1%）、中药 II（+0.2%）、医药生物（+0.1%）、生物制品 II（-0.1%）、医药商业 II（-0.1%）、化学制剂（-4.8%）。

图表 10：申万各板块年初至今涨跌幅情况



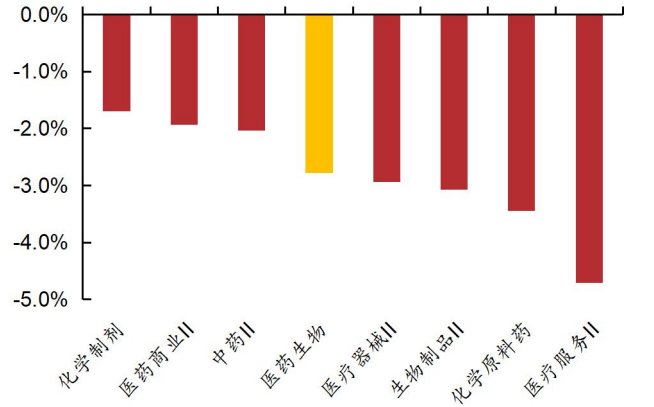
资料来源：Wind，华源证券研究所

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

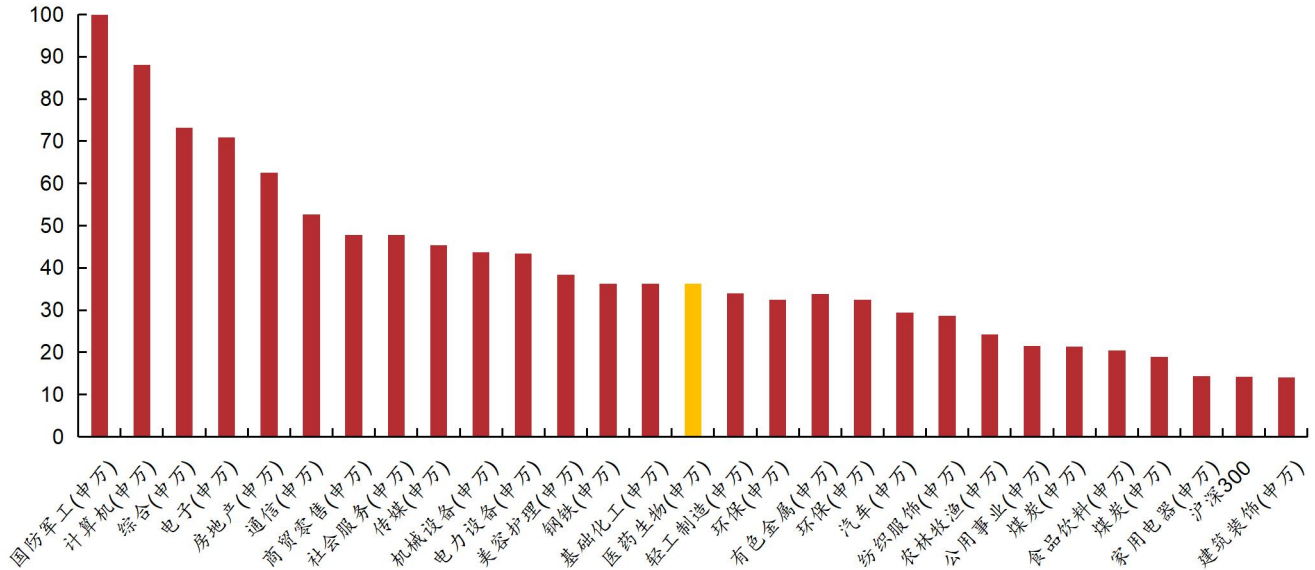
图表 12：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

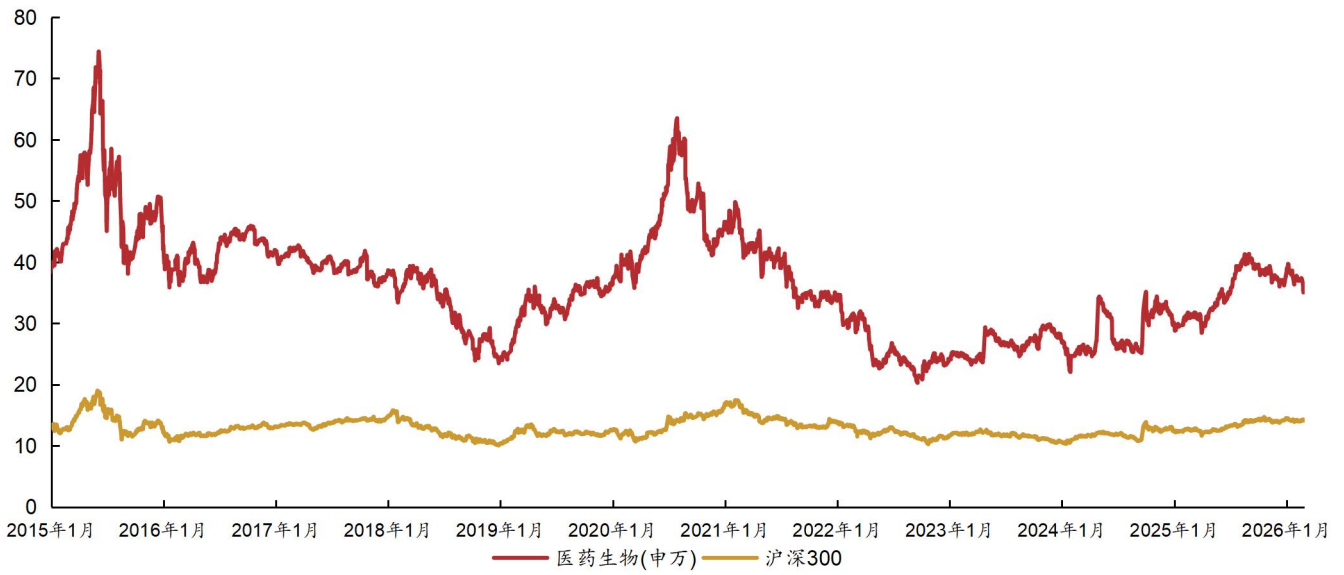
**板块估值：**截至 2026 年 3 月 6 日，申万医药板块整体 PE 估值为 36.18 X，在申万一级分类中排第 15，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前生物制品 II、化学原料药、化学制剂等板块估值相对较高，医药商业 II、医疗服务 II 和中药 II 估值相对较低。

图表 13：申万各板块 PE 估值情况（截至 2026 年 3 月 6 日，整体 TTM 法）



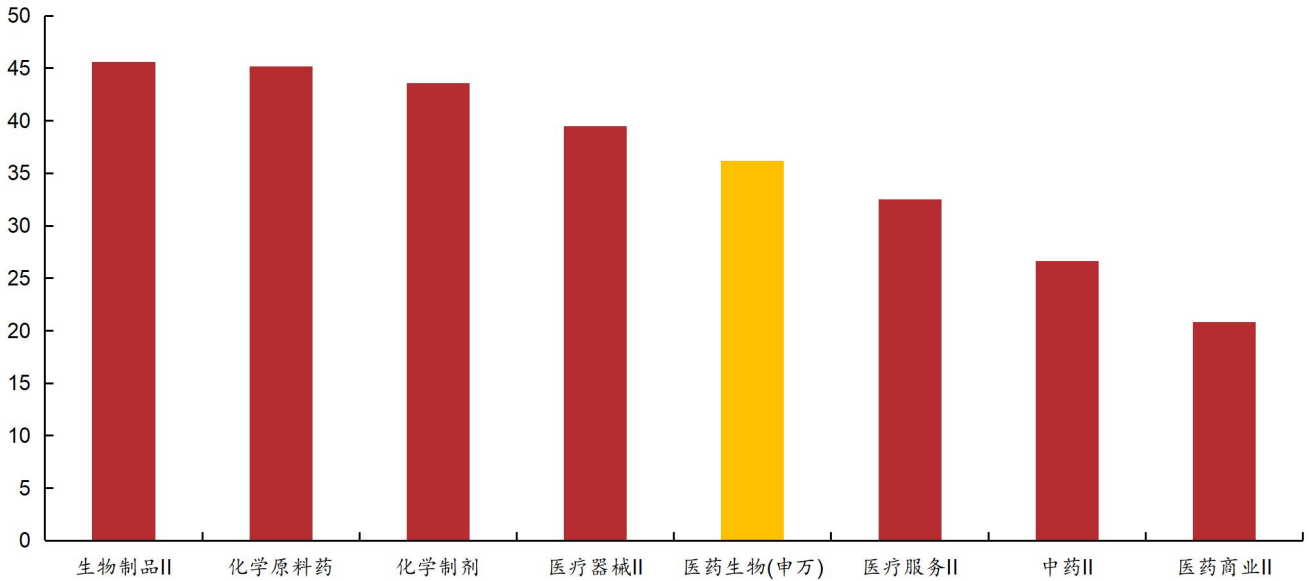
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2026 年 3 月 6 日, 整体 TTM 法)



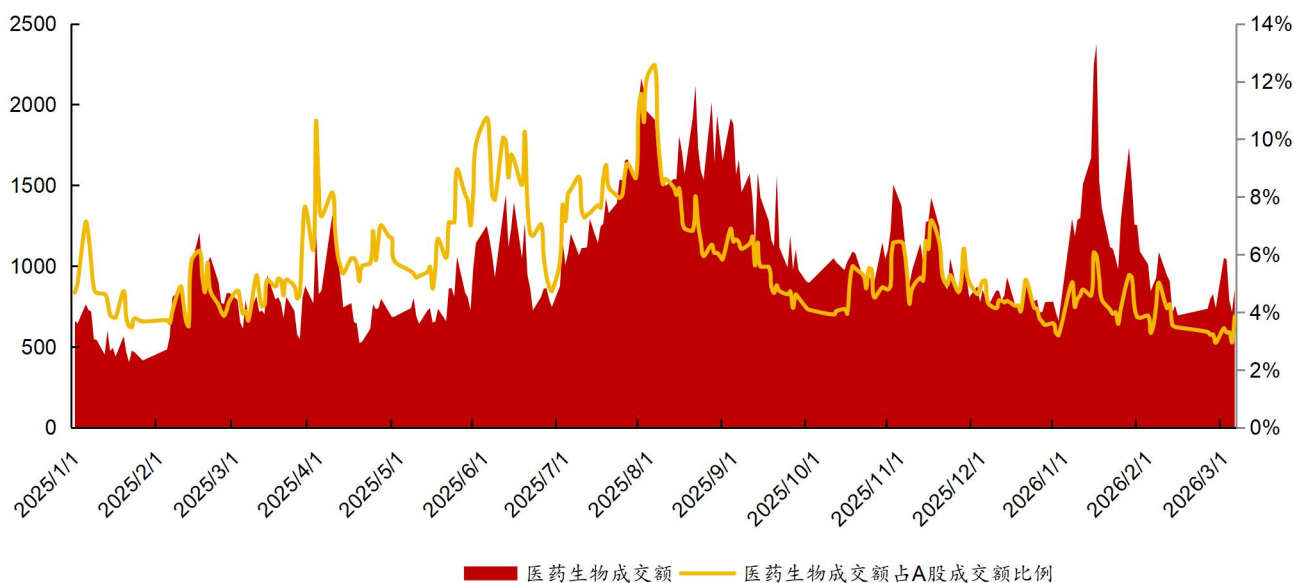
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 15: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2026 年 3 月 6 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 (亿元)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

**投资观点:** 2025 年中国创新药迎来 BD 出海创纪录, 板块行情表现十分亮眼, 作为未来 10 年的产业趋势, 2026 年创新药有望延续亮眼表现。同时, 随着 AI 医疗、脑机接口、创新器械等领域快速发展, 相关机会或将贯穿全年。另外, 医疗消费和医药制造业有望在 2026 年触底反弹, 估值迎来修复, 结构性行情或将演绎。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) 全球大科技浪潮下, AI 医疗、脑机接口等板块有望迎来发展机遇, 释放新的增长动力。

整体来看, 我们认为 2026 年医药行业有望持续边际好转, 科技领衔行业变革、孕育新的成长动能, 传统行业的经营性业绩有望触底好转, 结构性高增长的细分领域和个股非常值得期待。展望 2026 年, 坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架:

**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, 2025 年出海 BD 实现质变, 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、福元医药、前沿生物、昂利康、上海谊众、君实生物、佰仁医疗等。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、百奥赛图、百普赛斯、毕得医药等。

**2) 脑机接口、AI 医疗等新科技：**2026 年有望加速发展，脑机接口建议关注美好医疗、麦澜德等，AI 医疗建议关注鱼跃医疗、可孚医疗、美年健康、安必平、金域医学、医脉通、京东健康、阿里健康等。

**3) 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。

**4) 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。

**5) 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。

**6) 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（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）。

**本周建议关注组合：**热景生物、上海谊众、中国生物制药、信立泰、佰仁医疗；

**3 月建议关注组合：**恒瑞医药、信立泰、中国生物制药、药明康德、上海谊众、苑东生物、福元医药、佰仁医疗、麦澜德、方盛制药。

### 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。