

2026年05月31日

2026年持续BD+高质量临床结果，板块调整下或酝酿较大机会

投资评级：看好（维持）

——医药行业周报（26/5/25-26/5/29）

证券分析师

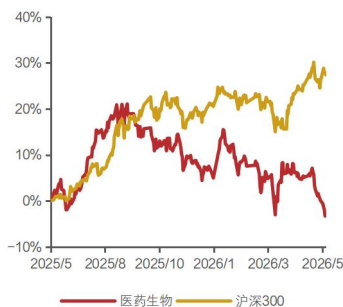
刘闯

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：**5月25日至5月29日，医药指数下跌2.64%，相对沪深300指数超额收益为-3.61 pct。本周A股市场情绪依旧聚焦在科技主线，医药板块在后半周有所表现，后续表现值得期待。下周一康方生物的Harmoni-6的OS预计将在ASCO披露，临床结果值得期待，有望带领创新药板块反弹。展望6月份，我们认为在AI科技的行情下，跨界标的如海泰新光、奕瑞科技等依旧值得重视，创新药在持续调整后有望实现反弹，同时二季度业绩方向亦是值得关注。关注：1) 创新药建议重点关注IO2.0+ADC, III期临床或将迎来重要节点，同时关注2026年有实质性临床进展的个股和BD预期差大的个股，建议关注：A股) 众生药业、君实生物、上海谊众、华纳药厂、泽璟制药、热景生物、恒瑞医药、科伦药业、信达生物、福元医药、泰恩康、汇宇制药、智翔金泰等；港股) 康方生物、三生制药、信达生物、映恩生物、科伦博泰、翰森制药、中国生物制药、石药集团、荣昌生物、康诺亚等。重视创新药产业链的结构性景气度回升机会；2) 业绩趋势回暖，外需CDMO建议关注如药明康德、凯莱英等，早研和上游关注药康生物、百奥赛图、美迪西、益诺思、昭衍新药等；3) 关注跨界业务布局的海泰新光、奕瑞科技、森松国际等。4) 重视估值低位的资产，中药如健民集团、马应龙、昆药集团等。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周上涨个股数量85家，下跌个股381家，涨幅居前个股为奕瑞科技(+14.31%)、三力制药(+13.93%)、海泰新光(+13.13%)、海欣股份(+12.24%)和派林生物(+12.08%)。跌幅居前个股为福瑞医科(-18.53%)、司太立(-18.51%)、宝莱特(-17.93%)、创新医疗(-17.36%)和仟源医药(-16.88%)。
- **2026年中国药企持续高质量BD，产业趋势加强+创新药板块股价持续走低酝酿上涨机会。**中国药企创新药对外授权交易持续火热，2025年交易规模新高，2026年大额交易频现。中国药企License-out交易规模快速增长，2025年交易规模达到新高度，全年License-out交易158笔，首付款70亿美元，总交易金额1357亿美元。中国创新药出海显著趋势从“BD成熟产品”转向“BD早期潜力”，2025年中国License-out项目中临床前-II期临床项目占比79%，随着中国创新能力提升以及国际信任的建立，跨国药企不断将目光投向更早期的资产。迈入2026年，中国药企License-out交易继续提速，大额交易频现。恒瑞医药、信达生物等大药企以打包co-co合作方式深度绑定头部MNC。我们认为，License-out已是中国创新产业发展的趋势，在产业逻辑持续加强的大趋势下，板块调整下酝酿较大机会。
- **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) 中国创新药产业已具规模，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，康方生物、科伦博泰、百利天恒等创新药公司正在以全球First-in-class的姿态快速崛起；2) 中国创新药强势崛起背景下，创新药产业链如早研和科研上游景气度回升，药康生物、百奥赛图、昭衍新药、美迪西等有望持续受益。3) 中国制造能力持续提升，迎来更多出海机遇，如微创医疗、联影医疗、华大智造、微电生理等。另外，国内需求端和支付端也在持续推动新增量；4) 需求端，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；5) 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。同时，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、中药等。
- **本周建议关注组合：**康方生物、君实生物、三生制药、热景生物、海泰新光；
- **6月建议关注组合：**康方生物、三生制药、君实生物、信达生物、热景生物、泰格医药、药康生物、健民集团、福瑞医科、海泰新光。

- **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. 中国药企迈入持续高质量 BD 阶段，2026 年大额 BD 交易频发.....	5
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

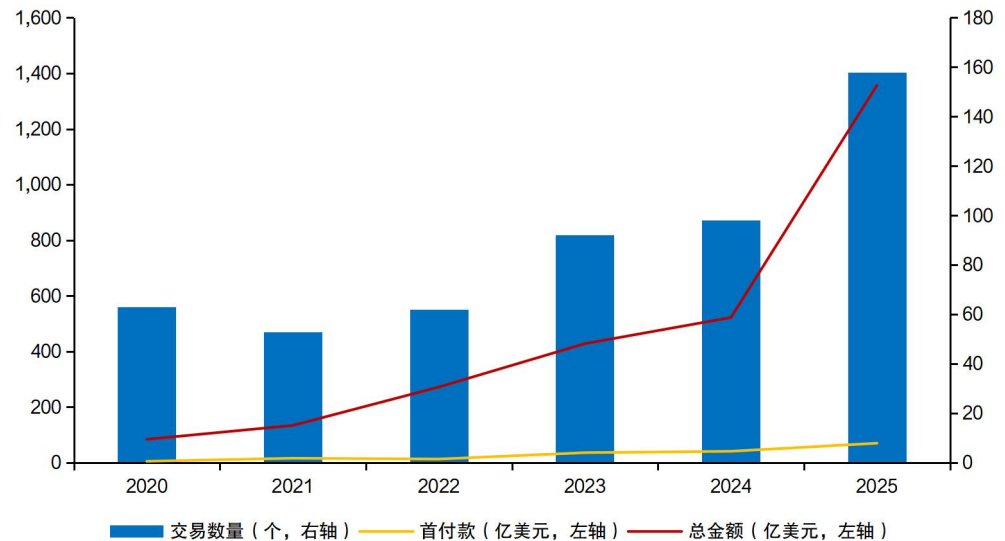
图表 1: 2020-2025 年 License-out 交易数量及规模 (亿美元) .....	5
图表 2: 2020-2025 年 License-out 交易项目研发阶段分析 .....	6
图表 3: 2026 年国产创新药出海交易 (部分) .....	6
图表 4: 本周申万医药行业涨幅 Top10 .....	7
图表 5: 本周申万医药行业跌幅 Top10 .....	7
图表 6: 2024 年初至今医药指数表现 .....	8
图表 7: 申万各板块年初至今涨跌幅情况 .....	8
图表 8: 年初至今医药子板块涨跌幅情况 .....	9
图表 9: 本周医药子板块表现情况 .....	9
图表 10: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2026 年 5 月 29 日, 整体 TTM 法) .....	9
图表 11: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2026 年 5 月 29 日, 整体 TTM 法) .....	10
图表 12: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2026 年 5 月 29 日, 整体 TTM 法) .....	10
图表 13: 2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (亿元) .....	11

# 1. 中国药企迈入持续高质量 BD 阶段，2026 年大额 BD 交易频发

中国药企创新药对外授权交易持续火热，2025 年交易规模新高，2026 年大额交易频现，由此可见 License-out 已是中国创新产业发展的大趋势。一方面，2015 年以来，中国创新能力显著提升，创新效率高、规模大、成本低，贡献了全球近三分之一的创新资产，并在新一代技术平台药物等领域已跻身全球前列。另一方面，在国内竞争激烈、一级市场融资受限的背景下，首付款与里程碑付款成为药企获取长期研发资金、缓解生存压力的重要支持。同时，中国创新药的全球竞争力不断增强，逐步建立起国际信任，进一步推动了创新成果持续走向海外。

纵观近些年中国药企 License-out 交易规模快速增长，2025 年交易规模达到新高度，全年 License-out 交易 158 笔，首付款 70 亿美元，总交易金额 1357 亿美元，2020 至 2025 年交易数量保持 20% 的年复合增长率。与此同时，中国 License-out 交易在全球份额也在扩大，2025 年中国 License-out 交易数量占全球 15%，这带来了全球 37% 首付款，全球 49% 的总金额。

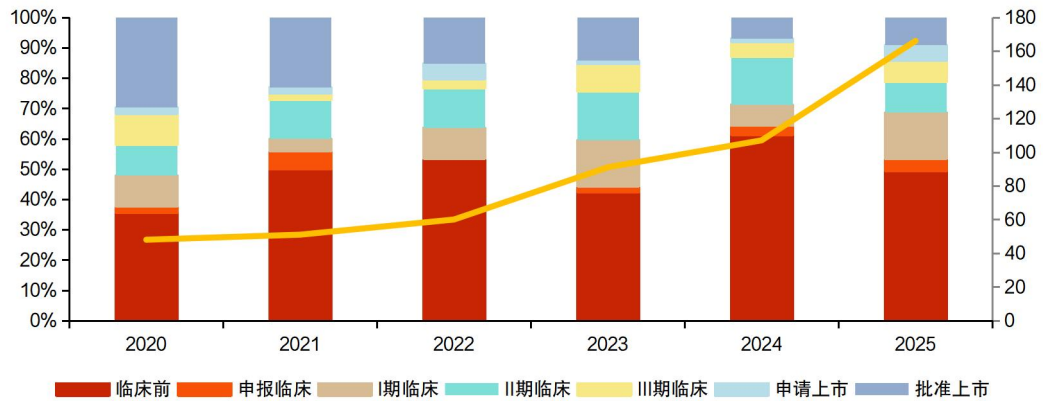
**图表 1：2020-2025 年 License-out 交易数量及规模（亿美元）**



资料来源：医药魔方，华源证券研究所

**中国创新药出海显著趋势：从“BD 成熟产品”转向“BD 早期潜力”。**2025 年中国 License-out 项目中临床前-II 期临床项目占比 79%，随着中国创新能力提升以及国际信任的建立，跨国药企不断将目光投向更早期的资产。早期项目占比高一方面得益于中国创新能力的提升，创新成果丰富，中国企业在双/多特异性抗体、ADC、CGT、小核酸等新一代技术平台药物上已经是创新引领者；另一方面，海外企业为补充管线，倾向于更早期阶段获取潜力项目。为应对资金链压力，中国企业也倾向于通过早期项目授权快速获取首付款，缓解现金流危机。

图表 2：2020-2025 年 License-out 交易项目研发阶段分析



资料来源：医药魔方，华源证券研究所。注：I/II 期临床纳入 II 期临床，II/III 期临床纳入 III 期临床。左轴为临床阶段百分比，右轴（黄线）为总计项目数（个）

**迈入 2026 年，中国药企 License-out 交易继续提速，大额交易频现。**恒瑞医药、信达生物等大厂企以“Co-Co”战略合作模式，即共同开发（Co-development）+ 共同商业化（Co-commercialization）的创新合作范式，正成为中国创新药企突破国际化瓶颈、深耕全球医药市场的核心路径，推动国内创新药产业正式迈入全球化协同发展新阶段。瑞博生物、前沿生物也打开国产小核酸 BD 序章。

图表 3：2026 年国产创新药出海交易（部分）

交易日期	转让方	受让方	总金额(百万/美元)	首付款(百万/美元)	里程碑(百万/美元)	产品	靶点	合作地区及权益	研发阶段(交易时)
2026-05-29	信达生物	Pfizer	10500	650	9850	4 个大中华区以外独家许可肿瘤项目; 4 个共同商业化肿瘤项目; 4 个全球独家许可肿瘤项目		所有权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他	
2026-05-12	恒瑞医药	BMS	15200	600		4 项恒瑞肿瘤学及血液学项目; 5 项创新项目		所有权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他   商业化权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他	I 期临床
2026-05-06	时安生物	GSK	1005			SA030	ALK7	所有权益: 中国(内地); 中国(港澳台)	申请上市
2026-04-20	天境生物	Biogen	850	100	750	菲泽妥单抗	CD38	所有权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他	II 期临床; 临床前
2026-04-13	海思科	AbbVie	745	30	715	HSK55718; HSK51155	Nav1.8	所有权益: 全球	临床前
2026-03-29	英矽智能	Eli Lilly	2750	115	2635	处于临床前阶段的新型口服疗法; Pharma.AI candidates		所有权益: 全球	临床前
2026-03-04	正大天晴	Sanofi	1530	135	1395	罗伐替替尼	ROCK2; ROCK1; JAK1; JAK2	所有权益: 全球	批准上市
2026-02-23	前沿生物	GSK	1003	40	963	两款小核酸 ( siRNA ) 管线		所有权益: 全球	临床前
2026-02-23	和铂医药	Solstice Oncology	1205	50	1100	普鲁苏拜单抗	CTLA4	研发权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他   商业化权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他	I/II 期临床
2026-02-13	勤浩医药	Gilead Sciences	1530	80	1450	GH31	MAT2A	所有权益: 全球	I 期临床
2026-02-11	瑞博生物	Madrigal	4460	60	4400	六款针对 MASH 的 siRNA 疗法		所有权益: 全球	临床前
2026-02-08	信达生物	Eli Lilly	8850	350	8500	创新药研发		研发权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他   商业化权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他	临床前
2026-02-02	圣因生物	Genentech	1700	200	1500	RNAi therapy	not available	研发权益: 全球   商业化权益: 全球	临床前
2026-01-30	石药集团	AstraZeneca	18500	1200	17300	SYH2082	GLP-1R; GIPR	所有权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他	申报临床
2026-01-27	江苏先声医药集团	Boehringer Ingelheim	1195.96	47.48	1148.49	SIM0709	TL1A; IL-23p19	所有权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他	临床前
2026-01-18	西比曼生物科技	AstraZeneca	630			TC-CAR031	GPC3	所有权益: 中国(内地)	I/II 期临床
2026-01-13	荣昌生物	AbbVie	5600	650	4950	RC148	VEGF; PD1	所有权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他	II 期临床
2026-01-12	赛神医药	Novartis	1665	165	1500	SNP234	Aβ	研发权益: 全球   商业化权益: 全球	临床前
2026-01-09	海思科	AirNexis	1063	108	955	HSK39004	PDE4; PDE3	所有权益: 美国; 欧洲; 日本; 其他	II 期临床
2026-01-05	Earendil Labs	Sanofi	2560		2400	bispecific antibodies	not available	所有权益: 全球	临床前

资料来源：医药魔方，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（5.25-5.29）、年初至今医药指数涨跌幅分别为-2.64%和-7.22%，相对沪深300指数的超额收益分别为-3.61 pct 和-12.88 pct。

**个股情况：**本周上涨个股数量 85 家，下跌个股 381 家，涨幅居前个股为奕瑞科技（+14.31%）、三力制药（+13.93%）、海泰新光（+13.13%）、海欣股份（+12.24%）和派林生物（+12.08%）。跌幅居前个股为福瑞医科（-18.53%）、司太立（-18.51%）、宝莱特（-17.93%）、创新医疗（-17.36%）和仟源医药（-16.88%）。

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	688301.SH	奕瑞科技	427.1	14.31%	76.28%	99.78%
2	603439.SH	三力制药	66.6	13.93%	44.71%	39.15%
3	688677.SH	海泰新光	185.8	13.13%	40.89%	259.08%
4	600851.SH	海欣股份	68.2	12.24%	-2.04%	19.47%
5	000403.SZ	派林生物	122.6	12.08%	7.95%	-5.77%
6	688108.SH	赛诺医疗	93.2	11.00%	4.01%	15.90%
7	002030.SZ	达安基因	99.4	10.63%	22.49%	18.79%
8	600750.SH	华润江中	159.2	9.77%	4.72%	8.11%
9	300558.SZ	贝达药业	221.6	8.26%	1.42%	12.83%
10	300685.SZ	艾德生物	79.6	7.65%	3.25%	1.99%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-2.64%	-7.33%	-7.22%
12	000300.SH	沪深300		0.97%	1.76%	5.66%

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	300049.SZ	福瑞医科	118.3	-18.53%	-11.32%	-36.57%
2	603520.SH	司太立	45.2	-18.51%	-14.74%	9.57%
3	300246.SZ	宝莱特	45.2	-17.93%	-3.56%	110.74%
4	002173.SZ	创新医疗	84.5	-17.36%	-17.71%	-11.02%
5	300254.SZ	仟源医药	27.9	-16.88%	-19.41%	7.51%
6	688253.SH	英诺特	74.7	-16.70%	4.82%	80.78%
7	688091.SH	上海谊众	96.6	-15.70%	-15.59%	-0.60%
8	688189.SH	南新制药	22.6	-15.50%	-8.04%	3.26%
9	301075.SZ	多瑞医药	59.7	-15.43%	-10.62%	25.00%
10	000518.SZ	四环生物	36.0	-15.25%	20.27%	45.23%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-2.64%	-7.33%	-7.22%
12	000300.SH	沪深300		0.97%	1.76%	5.66%

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



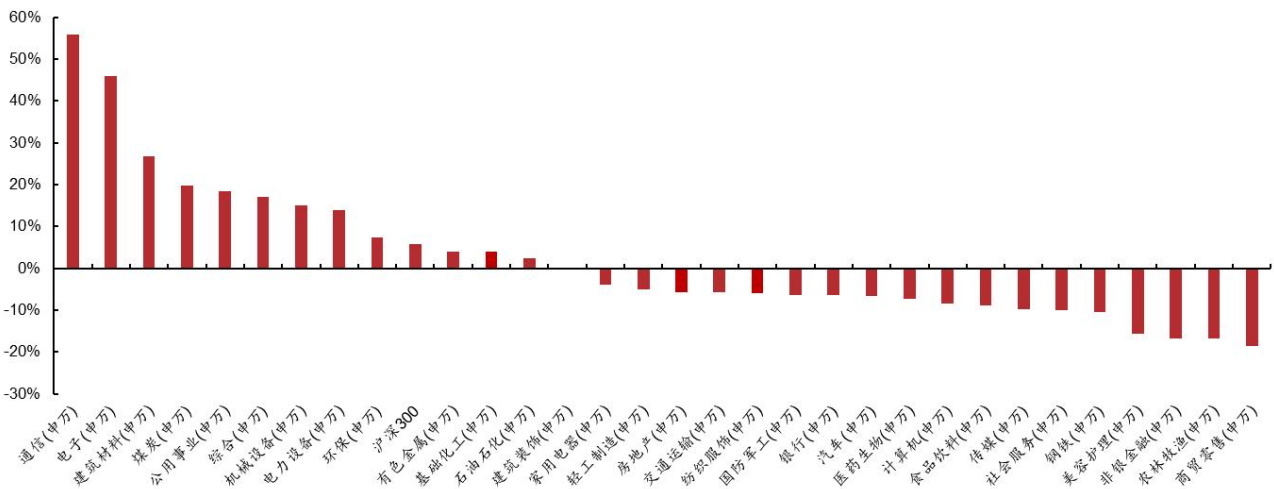
资料来源：Wind，华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况：

本周，中药 II (-0.1%)、化学制剂 (-2.1%)、医药商业 II (-2.2%)、医药生物 (-2.6%)、医疗器械 II (-3.0%)、生物制品 II (-3.4%)、医疗服务 II (-3.9%)、化学原料药 (-5.0%)。

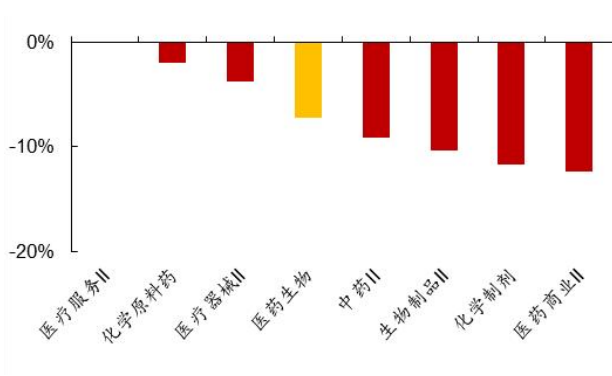
年初以来，医疗服务 II (持平)、化学原料药 (-2.0%)、医疗器械 II (-3.8%)、医药生物 (-7.2%)、中药 II (-9.1%)、生物制品 II (-10.3%)、化学制剂 (-11.6%)、医药商业 II (-12.4%)。

图表 7：申万各板块年初至今涨跌幅情况



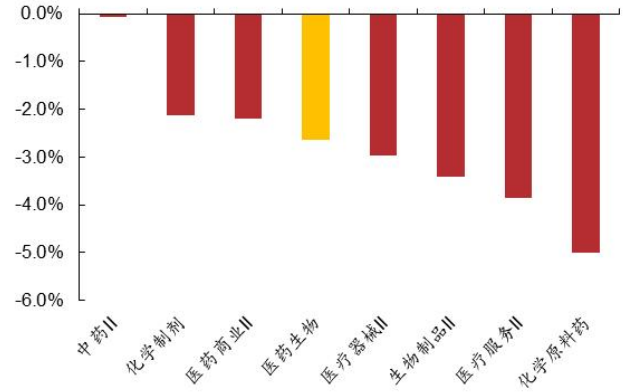
资料来源：Wind，华源证券研究所

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

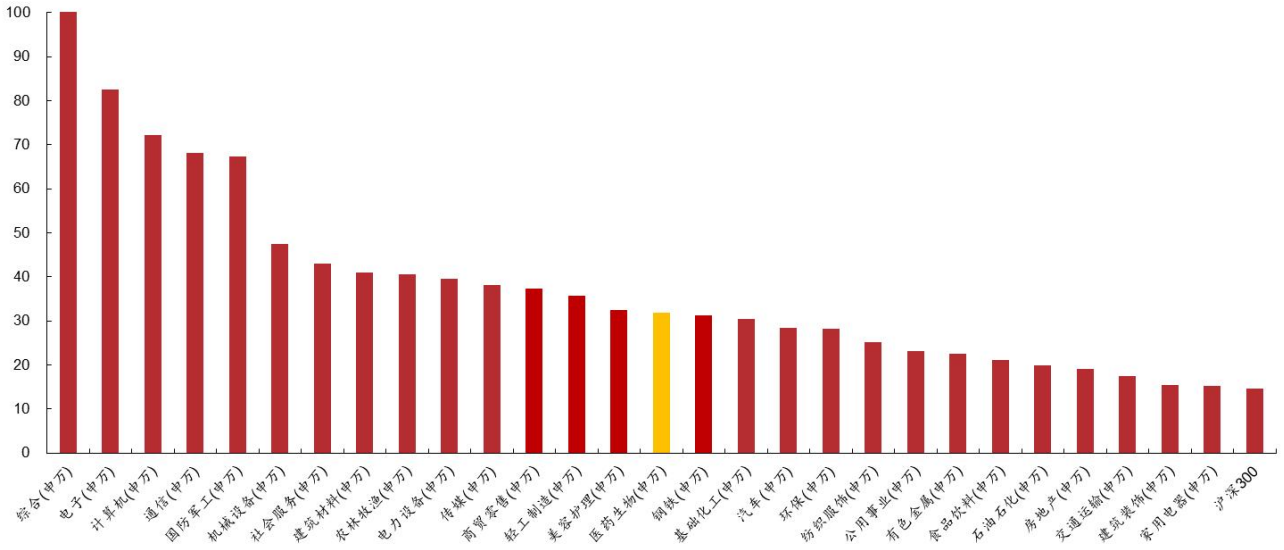
图表 9：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

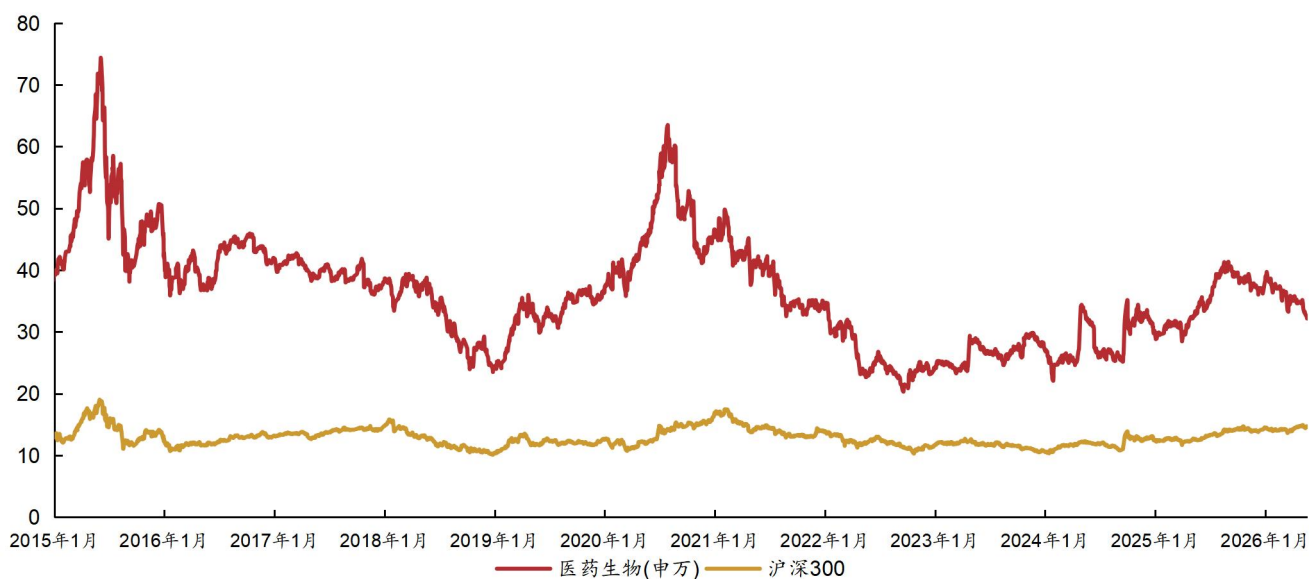
**板块估值：**截至 2026 年 5 月 29 日，申万医药板块整体 PE 估值为 31.94X，在申万一级分类中排第 15，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前化学原料药、生物制品 II、医疗器械 II 等板块估值相对较高，医药商业 II、中药 II、医疗服务 II 估值相对较低。

图表 10：申万各板块 PE 估值情况（截至 2026 年 5 月 29 日，整体 TTM 法）



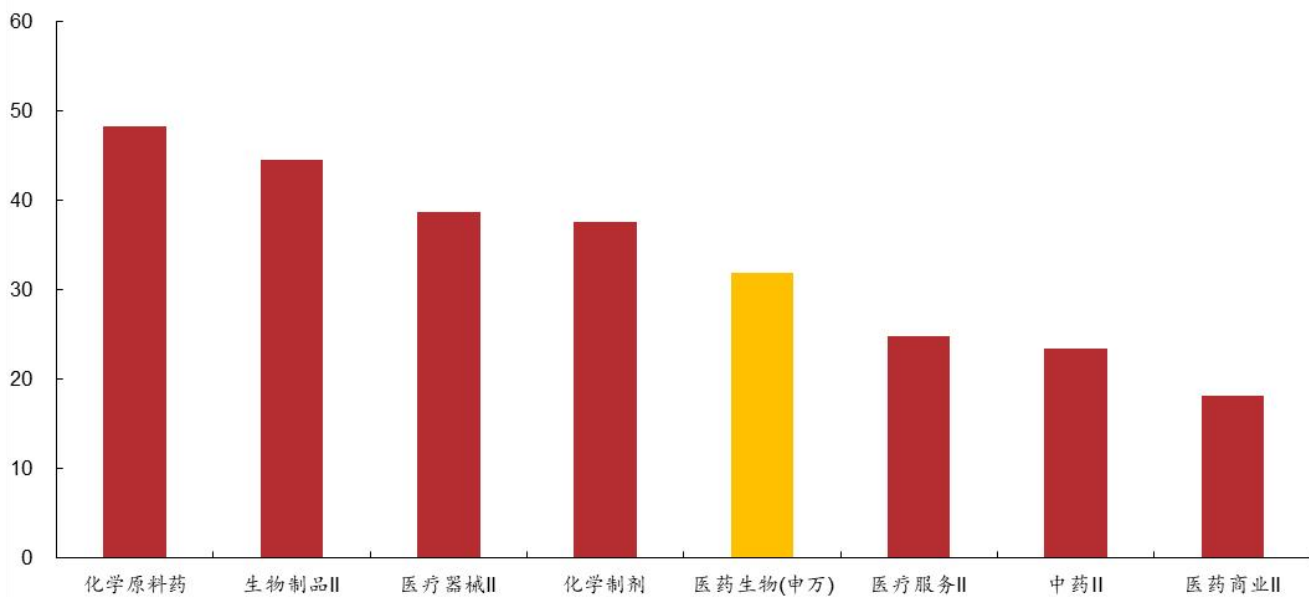
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2026 年 5 月 29 日, 整体 TTM 法)

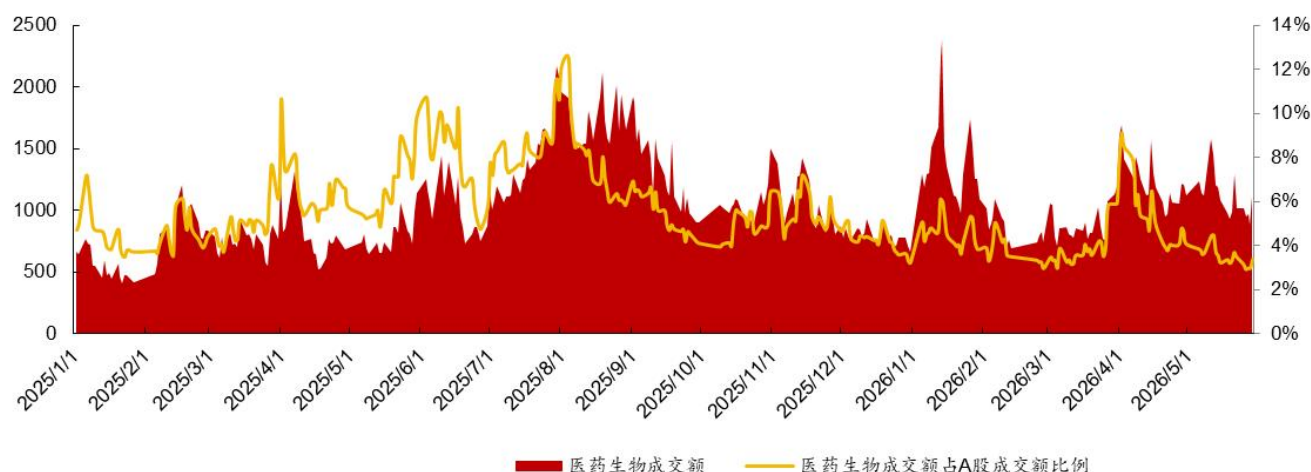


资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 12: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2026 年 5 月 29 日, 整体 TTM 法)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

**图表 13：2025 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，2026 年前三个月 BD 金额超 600 亿美元，产业基本面持续加强。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绩有望在 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) 中国创新药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) 中国创新药 BD 崛起的背景下，带动创新药产业链尤其是早研和上游景气度持续回升；3) 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；4) 老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；5) 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；6) 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、汇宇制药、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、昭衍新药、美迪西、百奥赛图、药康生物、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，建议关注微创医疗、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：**康方生物、君实生物、三生制药、热景生物、海泰新光；

**6 月建议关注组合：**康方生物、三生制药、君实生物、信达生物、热景生物、泰格医药、药康生物、健民集团、福瑞医科、海泰新光。

### 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。