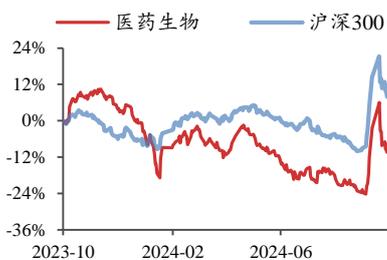


医药生物

2024年10月20日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《诺奖花落 miRNA，核酸药物开发方兴未艾——行业周报》-2024.10.13

《加仓攻守兼备的医药板块——行业周报》-2024.9.29

《《生物安全法案》未纳入 NDAA，制药产业链预计将迎来边际改善——行业周报》-2024.9.22

《肥胖症诊疗指南（2024年版）》发布，关注相关投资机会

——行业周报

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

聂媛媛（联系人）

nieyuanyuan@kysec.cn

证书编号：S0790124050002

刘艺（联系人）

liuyi1@kysec.cn

证书编号：S0790124070022

●《肥胖症诊疗指南（2024年版）》发布，关注相关投资机会

2024年10月17日，国家卫生健康委办公厅发布了由卫健委组织制定的《肥胖症诊疗指南（2024年版）》。肥胖症治疗有多种手段，随着GLP-1药物的获批，药物减重逐渐成为肥胖症治疗的热门选择。目前，我国已经批准奥利司他、利拉鲁肽、贝那鲁肽、司美格鲁肽及替尔泊肽五种药物用于成年原发性肥胖症患者减重治疗。司美格鲁肽和替尔泊肽是我国2024年来最新获批的两款GLP-1减重药物，其减重效果较奥利司他、利拉鲁肽以及贝那鲁肽有了较大提升。患者使用司美格鲁肽12-24个月时，去除安慰剂效应后的体重下降幅度为12.1%；使用替尔泊肽12-24个月时，根据使用剂量的不同，去除安慰剂效应后的体重下降幅度为11.9%-17.8%。除司美格鲁肽和替尔泊肽外，目前有数十款药物处于临床进展，建议关注临床进度较快且安全性较好的国产减重药。另外，口服减重药相对注射剂显著提高了患者的依从性和可及性，我们看好后续口服减重药市场。

●下游需求快速释放，多肽产业链赛道龙头成长空间较大

以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的GLP-1药物全球销售额加速增长，催化整个多肽产业链高景气发展，下游需求快速释放。2024H1司美格鲁肽全球销售额约129亿美元，同比增长42.6%；其中减肥产品Wegovy快速放量。2024H1替尔泊肽实现销售额约66.6亿美元，同比增长329.9%；其中减肥药产品Zepbound于2023年11月获批上市，销售额从2023Q4的1.76亿美元快速增长至2024Q2的12.4亿美元，环比快速放量。

●10月第3周医药生物上涨1.04%，医院板块涨幅最大

从月度数据来看，2024年初至今沪深整体呈现上涨趋势。2024年10月第3周计算机和电子等行业涨幅最大，石油石化、食品饮料等行业跌幅较大。本周医药生物上涨1.04%，跑赢沪深300指数0.06pct，在31个子行业中排名第18位。2024年10月第3周医院板块涨幅最大，上涨3.61%；原料药板块上涨3.02%，化学制剂板块上涨2.97%，其他生物制品板块上涨1.85%，医疗耗材板块上涨1.55%；医疗设备板块跌幅最大，下跌1.95%；线下药店板块下跌1.40%，血液制品板块下跌1.13%，中药板块下跌0.45%，医药研发外包板块下跌0.03%。

●推荐标的

我们看好国内减重药市场，并重点推荐临床进度较快且安全性较好的国产创新药的市场潜力以及减重药快速放量带动上游多肽产业链高景气发展。

推荐标的：药明康德、博瑞医药、诺泰生物、阳光诺和、昊帆生物、圣诺生物；受益标的：信达生物、恒瑞医药、华东医药、石药集团、翰宇药业、众生药业等。

●风险提示：政策推进不及预期，市场竞争加剧，产品销售不及预期。

目 录

1、《肥胖症诊疗指南（2024年版）》发布，关注相关投资机会.....	3
1.1、《肥胖症诊疗指南（2024年版）》系统且全面的为医患制定了诊断及治疗标准.....	3
1.2、减重药物以 GLP-1 注射剂为主要治疗药物，关注口服减重药物后续进展.....	4
1.3、下游需求快速释放，多肽产业链赛道龙头成长空间较大.....	5
2、10月第3周医药生物上涨 1.04%，医院板块涨幅最大.....	6
2.1、板块行情：医药生物上涨 1.04%，跑赢沪深 300 指数 0.06pct.....	6
2.2、子板块行情：医院板块涨幅最大，医疗设备跌幅最大.....	7
3、风险提示.....	9

图表目录

图 1：根据超重和肥胖症程度、肥胖症相关疾病风险和程度，患者应综合使用不同手段治疗.....	3
图 2：司美格鲁肽减肥药产品 Wegovy 快速放量（亿美元）.....	5
图 3：替尔泊肽环比快速放量（亿美元）.....	5
图 4：10月医药生物上涨 5.56%（单位：%）.....	7
图 5：10月第3周医药生物上涨 1.04%（单位：%）.....	7
图 6：医院板块涨幅最大，医疗设备跌幅最大.....	8
表 2：截至 2024 年 10 月，我国进展较快的 GLP-1 减重药.....	5
表 3：诺泰生物持续推进多肽原料药产能建设.....	6
表 4：10 月以来其他生物制品板块涨幅领先.....	8
表 5：子板块中个股涨跌幅（%）前 5.....	9

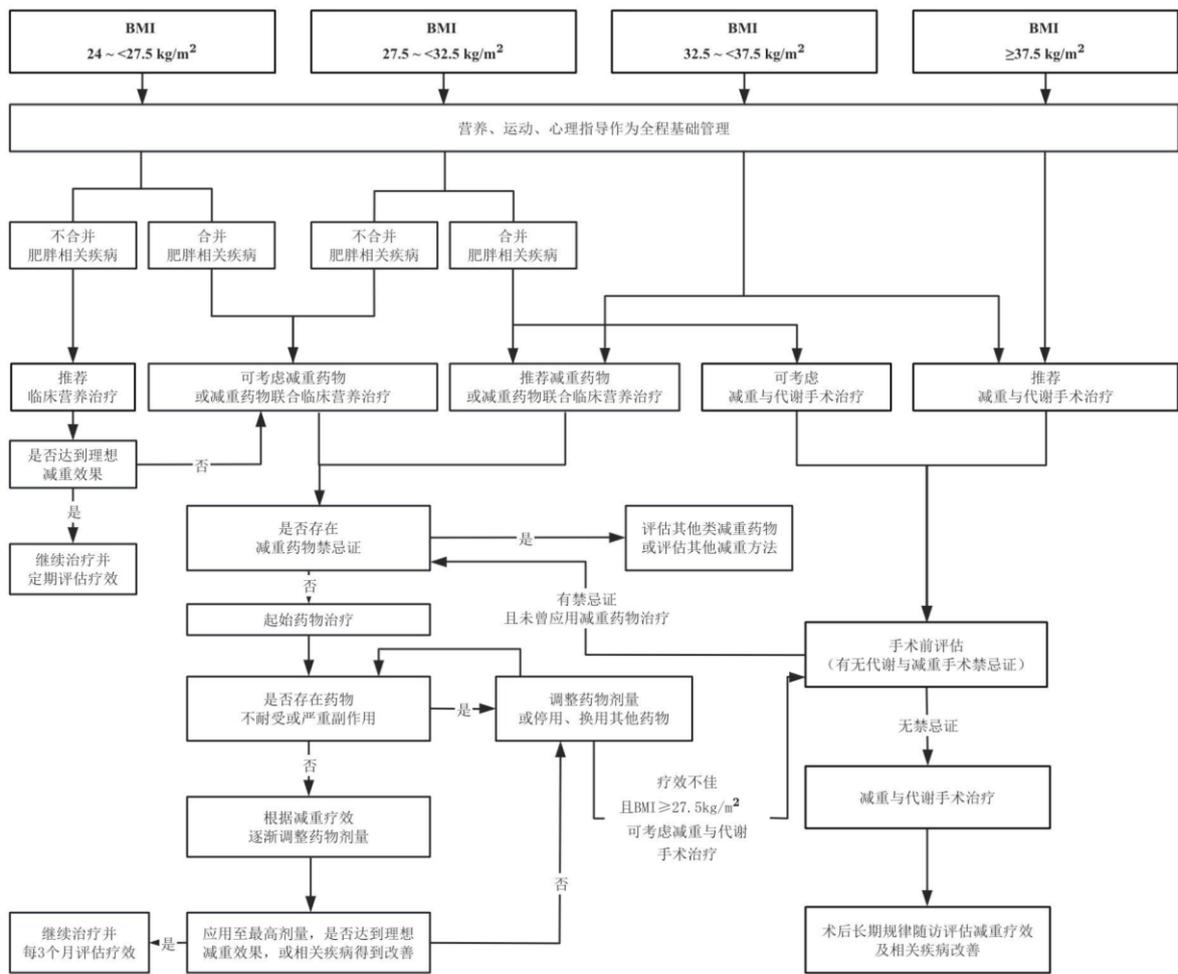
1、《肥胖症诊疗指南（2024年版）》发布，关注相关投资机会

1.1、《肥胖症诊疗指南（2024年版）》系统且全面的为医患制定了诊断及治疗标准

2024年10月17日，国家卫生健康委办公厅发布了由卫健委组织制定的《肥胖症诊疗指南（2024年版）》（以下称指南）。这是首部由卫健委组织、多学科协作、针对肥胖症患者的权威性诊疗指南。面对我国持续上升的超重和肥胖人群，指南详细介绍了肥胖症患者的诊断标准、疾病评估手段、伴随的相关疾病，以及最为重要的患者治疗原则。

根据指南治疗原则，患者应在基础治疗之上，综合使用不同手段，以期获得最佳治疗效果。肥胖症治疗有多种手段，主要包括：行为心理干预、运动干预、临床营养治疗、药物治疗、外科手术治疗以及中医药治疗等。在制定减重治疗方案时，应在基础治疗之上，根据超重和肥胖症程度、肥胖症相关疾病风险和程度，综合使用不同手段，以期获得最佳治疗效果。

图1：根据超重和肥胖症程度、肥胖症相关疾病风险和程度，患者应综合使用不同手段治疗



资料来源：《肥胖症诊疗指南（2024年版）》、医政司官网

1.2、减重药物以 GLP-1 注射剂为主要治疗药物，关注口服减重药物后续进展

根据指南，减重药物适用于三类患者，分别是：(1) $24 < \text{BMI} < 27.5 \text{kg/m}^2$ 的患者且合并肥胖相关疾病，可考虑减重药物或减重药物联合临床营养治疗；(2) $27.5 \leq \text{BMI} < 32.5 \text{kg/m}^2$ 的患者不合并肥胖相关疾病，可考虑减重药物或减重药物联合临床营养治疗；(3) $32.5 \leq \text{BMI} < 37.5 \text{kg/m}^2$ 的患者，推荐减重药物或减重药物联合临床营养治疗。

减重药物以胰高血糖素样肽-1 受体激动剂 (GLP-1RA) 为主要治疗药物。目前我国共有五种药物获得国家药品监督管理局批准用于成年原发性肥胖症患者减重治疗，包括奥利司他、利拉鲁肽、贝那鲁肽、司美格鲁肽及替尔泊肽。

司美格鲁肽和替尔泊肽是我国 2024 年来最新获批的两款 GLP-1 减重药物，其减重效果较奥利司他、利拉鲁肽以及贝那鲁肽有了较大提升。患者使用司美格鲁肽 12-24 个月时，去除安慰剂效应后的体重下降幅度为 12.1%；使用替尔泊肽 12-24 个月时，根据使用剂量的不同，去除安慰剂效应后的体重下降幅度为 11.9%-17.8%。

表1：国内已获批用于治疗原发性肥胖症的药物比较

药品名称	机制	原研企业	12-24 个月时去除安慰剂效应后体重下降幅度 (%)	12-24 个月时减重幅度达到 5% 以上的患者比例 (%)	副作用
奥利司他	脂肪酶抑制剂	罗氏制药	3.1% (95%CI 2.7-3.5)	49.70%	常见的：腹胀，脂肪泻 罕见：肝衰竭
利拉鲁肽 (最高剂量 3.0mg)	GLP-1 受体激动剂	诺和诺德	4.7% (95%CI 4.1-5.3)	64%	罕见/可能：胰腺炎
贝那鲁肽	GLP-1 受体激动剂	上海仁会生物	3.6% (95%CI 4.6-2.6)	58.20%	常见：恶心、呕吐、便秘 罕见/可能：胰腺炎
司美格鲁肽 (最高剂量 2.4mg)	GLP-1 受体激动剂	诺和诺德	12.1% (95%CI 10.7-13.5)	85.80%	常见：恶心、呕吐、便秘 罕见/可能：胰腺炎
替尔泊肽 (最高剂量 15mg)	GLP-1/GIP 双受体激动剂	礼来	根据不同剂量，可达 11.9%到 17.8% (95%CI 10.4-13.4)	根据不同剂量，可达 85%-91%	常见：恶心、呕吐、便秘 罕见/可能：胰腺炎

资料来源：《肥胖症诊疗指南（2024 年版）》、医政司官网、Insight、开源证券研究所

除司美格鲁肽和替尔泊肽外，目前有数十款药物处于临床进展，建议关注临床进度较快且安全性较好的国产减重药以及口服减重药的投资机会。截至 2024 年 10 月，除以上五款获批药物外，还有 1 款药物处于 NDA 阶段，7 款药物处于 III 期临床，13 款处于 II 期临床。信达生物的玛仕度肽已于 2024 年 2 月 7 日向 CDE 递交 NDA，有望于 2025 年获批。除了减重注射剂外，口服减重药有望凭借更好的依从性及可及性成为更多患者的选择，恒瑞医药和华东医药等国内企业的口服减重药物进度较快，已经进入临床 II 期，处于领先地位。

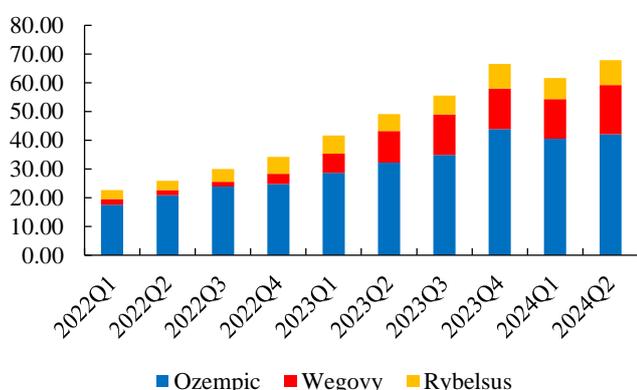
表2: 截至 2024 年 10 月, 我国进展较快的 GLP-1 减重药

药物	企业	靶点	适应症	中国临床进度
玛仕度肽	礼来/ 信达生物	GCGR / GLP1R	减重	NDA
口服版司美格鲁肽	诺和诺德	AMYP/ GLP1R	减重	临床 III 期
伊诺格鲁肽	先为达/凯因科技	GLP-1R	减重	临床 III 期
Orforglipron	礼来	GLP-1R	减重	临床 III 期
TJ103	Genexine/ 石药	GLP-1R	减重	临床 III 期
Survodutide	勃林格殷格翰	GCGR / GLP1R	减重	临床 III 期
HRS9531	江苏恒瑞	GIPR/ GLP1R	减重	临床 III 期
BGM0504	博瑞生物	GIPR/ GLP1R	减重	临床 III 期

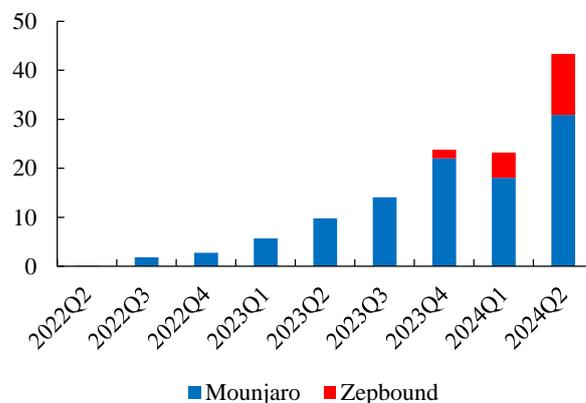
资料来源: Insight、开源证券研究所

1.3、下游需求快速释放, 多肽产业链赛道龙头成长空间较大

以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的 GLP-1 药物全球销售额加速增长, 催化整个多肽产业链高景气发展, 下游需求快速释放。2024H1 司美格鲁肽全球销售额约 129 亿美元, 同比增长 42.6%; 其中 Rybelsus/Ozempic/Wegovy 分别实现营收 16.0/82.8/30.7 亿美元, 同比增长 31.0%/35.8%/74.1%, 减肥产品 Wegovy 快速放量。2024H1 替尔泊肽实现销售额约 66.6 亿美元, 同比增长 329.9%; 其中, 降糖药产品 Mounjaro 2024Q2 实现销售额 30.91 亿美元, 环比增长 71.1%; 减肥药产品 Zepbound 于 2023 年 11 月获批上市, 销售额从 2023Q4 的 1.76 亿美元快速增长至 2024Q2 的 12.4 亿美元, 环比正快速放量。

图2: 司美格鲁肽减肥药产品 Wegovy 快速放量(亿美元)


数据来源: 诺和诺德公告、开源证券研究所 注: 汇率按 1 丹麦克朗=0.146 美元计算

图3: 替尔泊肽环比快速放量(亿美元)


数据来源: 礼来公告、开源证券研究所

随着 GLP-1 单品下游需求快速增加, 原料药需求预计将大幅提升。以诺泰生物、

圣诺生物、翰宇药业等为代表的多肽原料药企业正持续推进多肽原料药产能建设。诺泰生物 IPO 募投项目“106 车间多肽原料药产品技改项目”已于 2023 年内完成建设，目前多肽原料药产能已达吨级规模；新建 601 多肽车间提前完成封顶，预计 2024 年底完成安装调试，实现多肽产能 5 吨/年，新建 602 多肽车间预计 2025 年上半年完成建设、安装及调试，将再释放多肽产能 5 吨/年。圣诺生物技改项目“多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目”快速推进，预计落地后原料药产能将在原来 400kg/a 的基础上提升至 850kg/a；“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”2024H1 主体建设已完成并进入设备调试阶段。

表3：诺泰生物持续推进多肽原料药产能建设

诺泰生物车间	核心产品名称	生产能力	工程期数	建设情况
106 车间	利拉鲁肽	200kg/a	八期工程	已建，待验收
	司美格鲁肽	150kg/a		
	艾博韦泰	400kg/a	十期工程	
	利拉鲁肽	80kg/a	十四期工程	
司美格鲁肽	20kg/a			
601 车间	司美格鲁肽	2250kg/a	十九期工程	在建
	替尔泊肽	2250kg/a		
602 车间	醋酸兰瑞肽	200kg/a	-	拟建
	醋酸奥曲肽	50kg/a		
	司美格鲁肽	500kg/a		
	替尔泊肽	500kg/a		

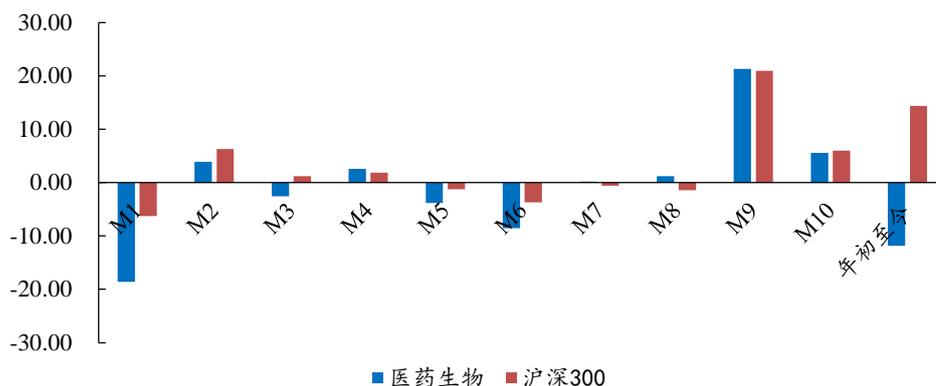
资料来源：诺泰生物公告、开源证券研究所

我们看好国内减重药市场，并重点推荐临床进度较快且安全性较好的国产创新药的市场潜力以及减重药快速放量带动上游多肽产业链高景气发展。**推荐标的：药明康德、博瑞医药、诺泰生物、阳光诺和、昊帆生物、圣诺生物；受益标的：信达生物、恒瑞医药、华东医药、石药集团、翰宇药业、众生药业等。**

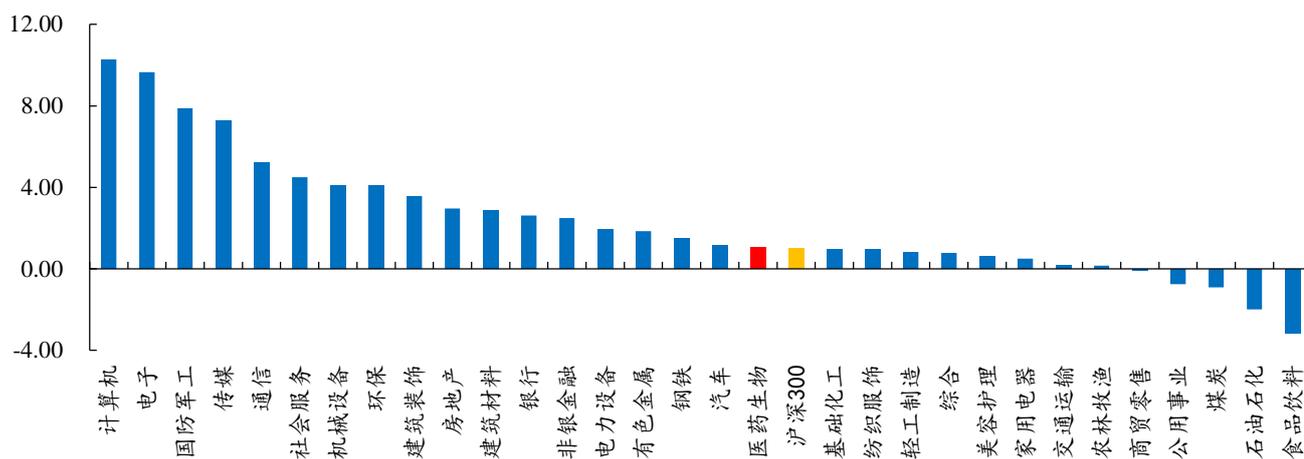
2、10 月第 3 周医药生物上涨 1.04%，医院板块涨幅最大

2.1、板块行情：医药生物上涨 1.04%，跑赢沪深 300 指数 0.06pct

从月度数据来看，2024 年初至今沪深整体呈现上涨趋势。2024 年 10 月第 3 周计算机和电子等行业涨幅最大，石油石化、食品饮料等行业跌幅较大。本周医药生物上涨 1.04%，跑赢沪深 300 指数 0.06pct，在 31 个子行业中排名第 18 位。

图4：10月医药生物上涨5.56%（单位：%）


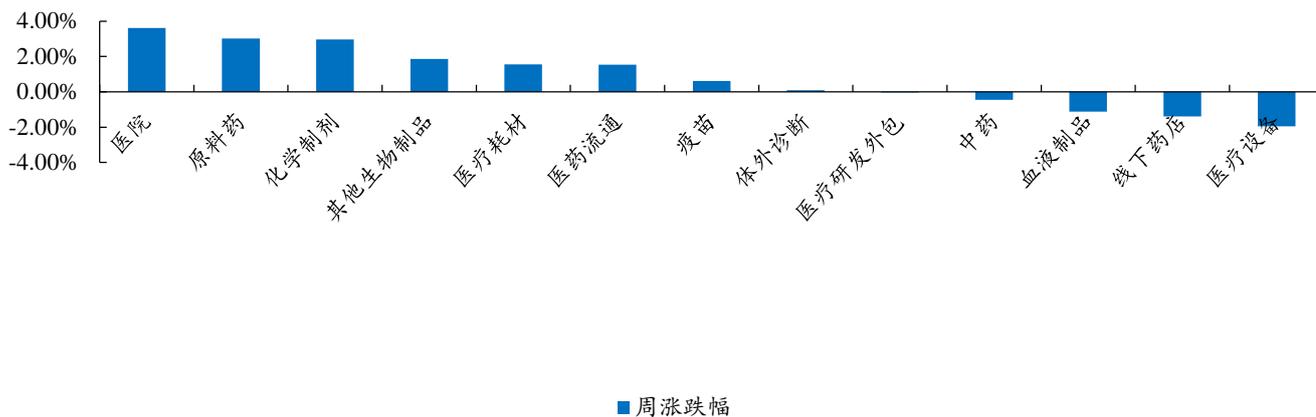
数据来源：Wind、开源证券研究所（截至20241018）

图5：10月第3周医药生物上涨1.04%（单位：%）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2024.10.14-2024.10.18为10月第3周）

2.2、子板块行情：医院板块涨幅最大，医疗设备跌幅最大

2024年10月第3周医院板块涨幅最大，上涨3.61%；原料药板块上涨3.02%，化学制剂板块上涨2.97%，其他生物制品板块上涨1.85%，医疗耗材板块上涨1.55%；医疗设备板块跌幅最大，下跌1.95%；线下药店板块下跌1.40%，血液制品板块下跌1.13%，中药板块下跌0.45%，医药研发外包板块下跌0.03%。

图6：医院板块涨幅最大，医疗设备跌幅最大


数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：10月以来其他生物制品板块涨幅领先

子板块	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	年初至今	预测 PE (2024)	预测 PEG (2024)
中药	-12.46%	2.34%	1.21%	3.92%	-3.76%	-9.08%	-1.70%	2.27%	16.29%	1.28%	-8.18%	22.22	1.69
化学制药	-19.92%	3.57%	1.20%	6.31%	-2.54%	-7.72%	2.23%	4.85%	17.73%	7.47%	-0.40%	22.17	0.72
原料药	-21.32%	2.73%	-3.57%	11.46%	0.31%	-5.62%	3.44%	1.81%	19.58%	7.26%	-0.53%	26.47	1.04
化学制剂	-19.59%	3.77%	2.30%	5.18%	-3.19%	-8.20%	1.95%	5.43%	17.39%	7.51%	-0.51%	18.66	0.66
医药商业	-9.72%	1.63%	0.03%	3.66%	-1.31%	-17.17%	-3.34%	-1.74%	20.44%	2.33%	-14.96%	18.20	0.83
医药流通	-9.21%	1.40%	1.65%	1.29%	-2.71%	-9.70%	0.85%	-1.72%	18.86%	3.59%	-3.43%	13.58	0.91
线下药店	-10.63%	2.04%	-3.01%	8.29%	1.28%	-30.57%	-13.18%	-1.79%	24.70%	-0.98%	-35.90%	18.24	0.66
医疗器械	-15.99%	4.84%	-4.20%	4.09%	-2.79%	-7.00%	-3.40%	0.59%	20.44%	4.93%	-12.59%	27.78	1.12
医疗设备	-13.68%	5.33%	-5.01%	4.20%	-3.39%	-5.38%	-5.66%	-2.08%	19.60%	4.31%	-14.87%	32.10	1.40
医疗耗材	-18.67%	3.32%	-3.08%	7.10%	-2.02%	-7.98%	-0.23%	1.94%	22.62%	7.73%	-7.19%	30.54	0.79
体外诊断	-17.95%	5.52%	-3.64%	0.31%	-2.37%	-9.54%	-2.04%	5.03%	19.41%	2.62%	-14.31%	19.67	1.09
生物制品	-23.11%	8.62%	-5.80%	-1.56%	-6.03%	-7.45%	-0.10%	-1.55%	22.85%	6.73%	-22.49%	21.46	1.00
血液制品	-17.27%	4.92%	-0.37%	4.21%	-1.37%	4.13%	-0.84%	-0.32%	7.10%	-3.02%	-11.47%	26.74	1.04
疫苗	-25.12%	10.98%	-12.26%	-8.26%	-6.94%	-12.43%	2.63%	-2.95%	31.17%	8.93%	-31.98%	14.84	1.52
其他生物制品	-23.28%	7.90%	-1.93%	1.77%	-7.18%	-8.27%	-1.81%	-1.05%	24.29%	9.37%	-17.65%	26.20	0.71
医疗服务	-23.70%	0.93%	-8.37%	-4.51%	-6.91%	-9.95%	6.31%	-3.01%	37.04%	7.42%	-22.39%	34.15	2.58
医院	-19.73%	4.44%	-10.19%	-2.36%	-7.39%	-13.25%	4.55%	-2.38%	44.71%	8.02%	-17.52%	45.54	1.51
医疗研发外包	-25.82%	-1.60%	-7.89%	-3.36%	-6.31%	-7.52%	7.52%	-3.84%	34.17%	6.68%	-23.18%	32.10	4.31

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：子板块中个股涨跌幅（%）前5

	原料药		化学制剂		中药		生物制品		医药商业		
涨幅前5	1	欧康医药	24.01	双成药业	60.97	大唐药业	17.05	康为世纪	12.80	国发股份	19.76
	2	新赣江	16.82	常山药业	49.75	生物谷	12.57	凯因科技	12.75	润达医疗	8.52
	3	纳微科技	16.54	广生堂	33.71	万邦德	9.57	诺思兰德	11.71	百洋医药	7.47
	4	哈一药业	14.32	ST三圣	20.58	恩威医药	7.73	三元基因	10.26	药易购	7.36
	5	森萱医药	12.44	梓橦宫	17.88	香雪制药	6.70	特宝生物	9.68	瑞康医药	7.19
跌幅前5	1	赛托生物	(5.06)	莎普爱思	(3.81)	*ST吉药	(4.46)	奥浦迈	(5.46)	开开实业	(4.35)
	2	普洛药业	(3.73)	丽珠集团	(1.85)	华润三九	(4.04)	天坛生物	(4.91)	塞力医疗	(3.81)
	3	共同药业	(3.32)	汉商集团	(1.73)	马应龙	(3.43)	君实生物-U	(3.48)	老百姓	(2.96)
	4	美诺华	(2.94)	亿帆医药	(1.58)	片仔癀	(3.39)	派林生物	(2.53)	九州通	(2.59)
	5	九洲药业	(1.51)	健康元	(1.44)	康美药业	(2.13)	百克生物	(2.17)	第一医药	(1.78)
涨幅前5	医疗研发外包		医疗服务		医疗设备		医疗耗材		体外诊断		
	1	数字人	18.11	南华生物	11.17	辰光医疗	22.68	大博医疗	10.13	圣湘生物	4.80
	2	诺泰生物	11.08	三博脑科	10.63	福瑞股份	17.22	三友医疗	9.28	易瑞生物	4.73
	3	阳光诺和	6.41	创新医疗	8.27	中科美菱	12.73	佰仁医疗	8.55	爱威科技	4.65
	4	百花医药	6.31	何氏眼科	7.24	爱朋医疗	12.31	维力医疗	7.46	万孚生物	4.30
跌幅前5	1	药康生物	-4.99	金域医学	(3.83)	奕瑞科技	(7.69)	五洲医疗	(3.74)	新产业	(11.49)
	2	药明康德	(2.39)	新里程	(1.15)	迈瑞医疗	(5.36)	惠泰医疗	(2.67)	硕世生物	(4.53)
	3	康龙化成	(1.78)	ST中珠	(0.83)	华大智造	(5.29)	蓝帆医疗	(0.98)	东方生物	(2.45)
	4	南模生物	(0.78)	国际医学	(0.57)	鱼跃医疗	(4.80)	中红医疗	(0.64)	安图生物	(1.00)
	5	和元生物	(0.40)	美年健康	0.25	联影医疗	(3.24)	英科医疗	(0.50)	科华生物	(0.81)

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

(1) 政策推进不及预期风险。医保政策、价格调整等政策可能对医药行业产生影响。

(2) 市场竞争加剧风险。随着同类型产品上市，行业竞争可能加剧，产品市场份额存在不及预期风险，影响企业营收和利润。

(3) 产品销售不及预期风险。医保等医药行业政策可能影响公司部分产品未来的放量节奏。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn