

2025 年 04 月 06 日

政策持续支持中药创新，关注健民集团

——医药行业周报（25/3/31-25/4/3）

投资评级：看好（维持）

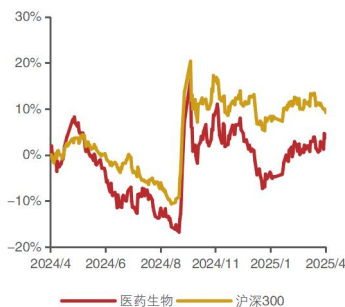
投资要点：

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
孙洁玲
SAC: S1350524120004
sunjieling@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



- **本周医药市场表现分析：**3月31日至4月3日，医药指数上涨1.20%，相对沪深300指数超额收益为+2.57%。本周创新药板块继续活跃，科伦药业、海思科、一品红、恒瑞医药等前期滞涨标的涨幅较好，出口产业链受美国关税影响，表现较差。近期美国推出“对等关税”，中国政府宣布反制关税，建议关注：1) 国产替代机会，建议关注医疗器械（联影医疗、开立医疗、澳华内镜、天臣医疗、惠泰医疗、微电生理、迈普医学）、血制品（派林生物、天坛生物、博雅生物）以及上游产业链等；2) 关注消费类资产，中药（华润三九、东阿阿胶、昆药集团、健民集团、马应龙等），家用器械（鱼跃医疗、可孚医疗、三诺生物等）。
- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周医药指数上涨1.20%。本周上涨个股数量357家，下跌个股数量128家，涨幅居前为多瑞医药（+56.32%）、欧康医药（+48.62%）、伟思医疗（+31.80%）、哈三联（+31.15%）和润都股份（+27.01%），跌幅居前为东方生物（-11.15%）、能特科技（-9.09%）、双成药业（-8.50%）、百普赛斯（-8.15%）和迪瑞医疗（-6.98%）。
- **政策持续支持中药创新研发，重点关注健民集团。**2025年3月20日，国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，明确提出推进中药科技创新，鼓励中药新药及儿童药品研发。2025年新药审评效率显著提升，截至目前已有8个中药新药获批上市，与去年同期相比有较大幅度增加，同时中药新药从上市到纳入医保的周期已缩短到2年以内，有望加速进院放量。中药头部企业持续加码创新投入，华润三九、康缘药业等企业产品研发与商业化布局领先，**建议重点关注健民集团**，作为国内儿童药龙头企业，已有两款中药1.1类新药商业化；在研管线中，牛黄小儿退热贴2024年申请上市，作为国内独家的儿童外用退热中药贴膏，有望于2025年获批后填补市场空白，另外两款产品已完成II期临床，未来将进一步丰富公司消化领域产品矩阵；建议关注华润三九、方盛制药。
- **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：**派林生物、联影医疗、健民集团、昆药集团、一品红；
- **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. 政策持续支持中药创新研发，重点关注健民集团	4
2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注国内政策修复	7
3. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 2019–2025 年中医药行业重点支持政策	4
图表 2: 2020 年至今中药新药累计获批数量达 59 件	4
图表 3: 2024 年 11 款中药新药国谈纳入医保	5
图表 4: 部分上市公司中药创新药获批情况	5
图表 5: 健民集团中药创新药研发进度	6
图表 6: 本周申万医药行业涨幅 Top10	7
图表 7: 本周申万医药行业跌幅 Top10	7
图表 8: 2024 年初至今医药指数表现	8
图表 9: 申万各板块年初至今涨跌幅情况	8
图表 10: 年初至今医药子板块涨跌幅情况	9
图表 11: 本周医药子板块表现情况	9
图表 12: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 4 月 3 日, 整体 TTM 法)	9
图表 13: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2025 年 4 月 3 日, 整体 TTM 法)	10
图表 14: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 4 月 3 日, 整体 TTM 法)	10
图表 15: 2024 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (万亿)	11

1. 政策持续支持中药创新研发，重点关注健民集团

政策层面持续大力支持中药创新研发。2019年10月26日，中共中央、国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》，标志着中医药行业发展进入新的阶段。此后中医药政策迎来密集出台，2021年起国家对中医药的支持政策由顶层设计逐步向执行层面深化推进。2025年3月20日，国务院办公厅发布《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，明确提出推进中药科技创新，加大国家科技计划对中药的支持力度，文件强调推出一批临床疗效突出、竞争优势显著的中药创新药，并鼓励儿童药品研发申报。

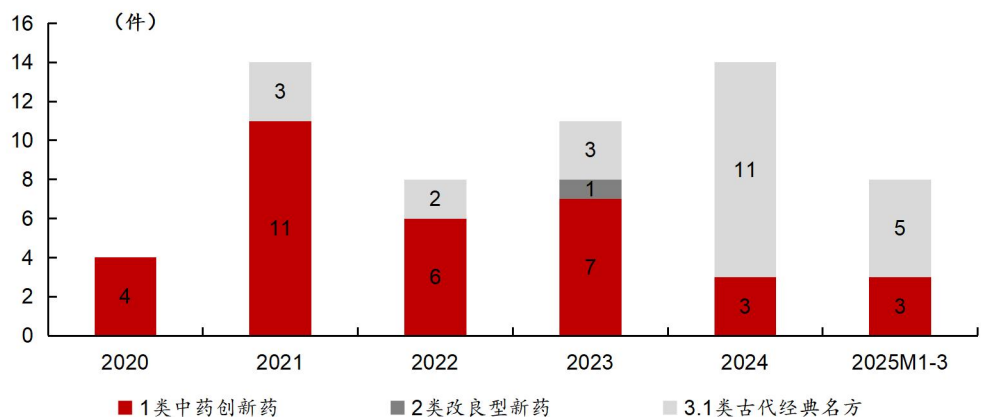
图表 1：2019-2025 年中医药行业重点支持政策

时间	部门	政策名称
2025.03	国务院办公厅	《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》
2024.06	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》
2023.02	国务院办公厅	《中医药振兴发展重大工程实施方案》
2023.02	国家药监局	《中药注册管理专门规定》
2022.03	国务院	《“十四五”中医药发展规划》
2022.01	国家中医药管理局、推进“一带一路”建设工作领导小组办公室	《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021-2025 年）》
2021.12	医保局、中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》
2021.06	卫健委、国家中医药局、中央军委后勤保障部卫生局	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》
2021.01	国务院	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》
2020.12	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》
2019.10	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》

资料来源：中华人民共和国中央人民政府，国家药监局等，华源证券研究所

中药新药审批速度显著加快。国家药监局持续深化药品审评审批制度改革，构建了中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药审评证据体系，显著缩短新药研发周期。近年来，中药领域创新活力持续释放，中药临床试验和上市申请数量呈现不断攀升态势。根据药监局发布的《2024 年度药品审评报告》，全年受理中药临床试验申请共 100 件、新药上市申请 40 件，全年共批准 12 个中药新药上市。2025 年新药审评效率显著提升，截至 3 月 30 日已有 8 个中药新药获批上市，与去年同期相比有较大幅度增加。

图表 2：2020 年至今中药新药累计获批数量达 59 件



资料来源：国家药监局药品审评中心，米内网，华源证券研究所；批文数据截至 2025/3/30

中药新药医保准入快，有望快速实现销售放量。根据 2024 年 11 月医保局发布的新版医保目录，11 个通过国谈准入的中药新药中，有 10 个为 2023-2024 年间获批上市的创新品种，日均用药费用在 22-39 元之间。中药新药临床疗效显著，从上市到纳入医保的周期已缩短到 2 年以内，且享有较好的医保支付价格，上市后有望通过国谈身份加速入院，实现医院终端的快速覆盖与销售放量。

图表 3：2024 年 11 款中药新药国谈纳入医保

产品名称	企业名称	注册分类	上市时间	日均用药金额（元）
益气通窍丸	扬子江药业	1.1 类	2021/9/13	22.7
通络明目胶囊	以岭药业	1.1 类	2023/10/19	26
小儿紫贝宣肺糖浆	健民集团	1.1 类	2023/10/19	28.6
枳实总黄酮片	青峰医药	1.2 类	2023/10/19	22.4
小儿豉翘清热糖浆	济川药业	2.2 类	2023/11/17	39.5
一贯煎颗粒	神威药业	3.1 类	2023/12/26	27.7
济川煎颗粒	康缘药业	3.1 类	2023/12/28	22.5
儿茶上清丸	湖北齐进	1.1 类	2024/1/8	21.8
九味止咳口服液	卓和药业	1.1 类	2024/2/20	24.9
秦威颗粒	成都华西	1.1 类	2024/3/12	24.8
温经汤颗粒	华润三九	3.1 类	2024/5/15	24

资料来源：国家医保局，米内网，华源证券研究所

中药头部企业持续加码创新研发投入。在国家推动中药现代化发展的政策红利下，行业头部企业正加速构建创新驱动发展格局，聚焦中药创新药与经典名方开发。根据米内网数据显示，康缘药业已累计获批 6 个中药新药领跑行业，以岭药业（5 个）、华润三九（4 个）、健民药业（2 个）、方盛制药（2 个）、天士力（2 个）等企业紧随其后，其产品管线研发与商业化进展均处于行业领先水平。

图表 4：部分上市公司中药创新药获批情况

企业名称	产品名称	获批年份	企业名称	产品名称	获批年份
康缘药业 (6)	苓桂术甘颗粒	2022	天士力 (2)	芍麻止痉颗粒	2019
	筋骨止痛凝胶	2020		坤心宁颗粒	2021
	济川煎颗粒	2023	健民药业 (2)	七蕊胃舒胶囊	2021
	银翘清热片	2021		小儿紫贝宣肺糖浆	2023
	散寒化湿颗粒	2022	方盛制药 (2)	玄七健骨片	2021
	温阳解毒颗粒	2024		小儿荆杏止咳颗粒	2019
以岭药业 (5)	莲花清咳片	2020	神威药业 (2)	一贯煎颗粒	2023
	解郁除烦胶囊	2021		芍药甘草汤颗粒	2025
	益肾养心安神片	2021	人福医药 (2)	广金钱草总黄酮胶囊	2022
	通络明目胶囊	2023		芍药甘草颗粒	2024
华润三九 (4)	芪防鼻通片	2025	凯宝药业 (2)	苓桂术甘汤颗粒	2025
	苓桂术甘颗粒	2024		一贯煎颗粒	2025
	温经汤颗粒	2024	吉林敖东 (2)	枇杷清肺颗粒	2023
	芍药甘草颗粒	2024		一贯煎颗粒	2024
	益气清肺颗粒	2025			

资料来源：米内网，华源证券研究所，备注：本表统计范围为中药新药获批数量≥2 的 10 家上市公司，

企业名称后括号内标注其获批总个数

重点关注健民集团，中药 1.1 类新药牛黄小儿退热贴上市可期。健民集团是国内儿童药细分领域龙头企业，公司强化创新驱动发展，近年来持续加码创新研发，2024 年公司研发投入达 9716 万元，占医药工业收入比重的 5.6%。目前公司已有两款 1.1 类中药新药实现商业化：2021 年获批的七蕊胃舒胶囊主治轻中度慢性非萎缩性胃炎，2023 年上市的小儿紫贝宣肺糖浆主治小儿急性支气管炎。**在研管线中，进展最快的牛黄小儿退热贴已于 2024 年 1 月提交上市申请**，该产品采用体外培育牛黄及清热解毒类中药组方，采取关键提取及制剂工艺技术，制成中药贴膏剂，有效成分通过透皮吸收治疗小儿急性上呼吸道感染风热证所致的发热。作为国内独家的儿童外用退热中药贴膏，有望于 2025 年获批后填补市场空白。此外，通降颗粒与枳术通便颗粒已完成 II 期临床试验，未来将进一步丰富公司在消化领域的产品矩阵。

图表 5：健民集团中药创新药研发进度

药品名称	注册分类	研发进展	适应症
七蕊胃舒胶囊	1.1 类	已获批上市	活血化痰,燥湿止痛。用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证。
小儿紫贝宣肺糖浆	1.1 类	已获批上市	疏散风热、宣肺止咳。用于小儿急性支气管炎风热犯肺证。
牛黄小儿退热贴	1.1 类	2024 年 1 月提交 NDA, 在审评审批中	退热解表, 清热解毒。主治小儿风热外感。
枳术通便颗粒	1.1 类	已完成 II 期临床	行气化滞, 健脾和中, 润肠通便。用于气滞所致的便秘。
通降颗粒	1.1 类	已完成 II 期临床	舒肝和胃, 抑酸止痛。用于非糜烂性胃食管返流病肝胃不和证。

资料来源：健民集团公司公告，米内网，华源证券研究所

2. 行业观点：坚持创新+出海+老龄化主线，关注国内政策修复

本周（3.31-4.3）、年初至今医药指数涨跌幅分别为 1.20%和 4.77%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为 2.57%和 6.64%。

个股情况：本周上涨个股数量 357 家，下跌个股数量 128 家，涨幅居前为多瑞医药（+56.32%）、欧康医药（+48.62%）、伟思医疗（+31.80%）、哈三联（+31.15%）和润都股份（+27.01%），跌幅居前为东方生物（-11.15%）、能特科技（-9.09%）、双成药业（-8.50%）、百普赛斯（-8.15%）和迪瑞医疗（-6.98%）。

图表 6：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	301075.SZ	多瑞医药	26.4	56.32%	30.28%	83.64%
2	833230.BJ	欧康医药	21.6	48.62%	49.25%	100.29%
3	688580.SH	伟思医疗	42.9	31.80%	32.08%	60.52%
4	002900.SZ	哈三联	42.4	31.15%	33.23%	35.94%
5	002923.SZ	润都股份	65.0	27.01%	32.20%	103.56%
6	688117.SH	圣诺生物	33.4	21.54%	1.30%	15.62%
7	688302.SH	海创药业-U	41.8	20.74%	29.41%	37.41%
8	300485.SZ	赛升药业	42.2	19.00%	20.30%	25.11%
9	870656.BJ	海昇药业	18.8	18.39%	28.04%	51.03%
10	301201.SZ	诚达药业	37.4	18.38%	19.32%	19.67%
11	801150.SI	医药生物(申万)		1.20%	2.42%	4.77%
12	000300.SH	沪深 300		-1.37%	-0.66%	-1.87%

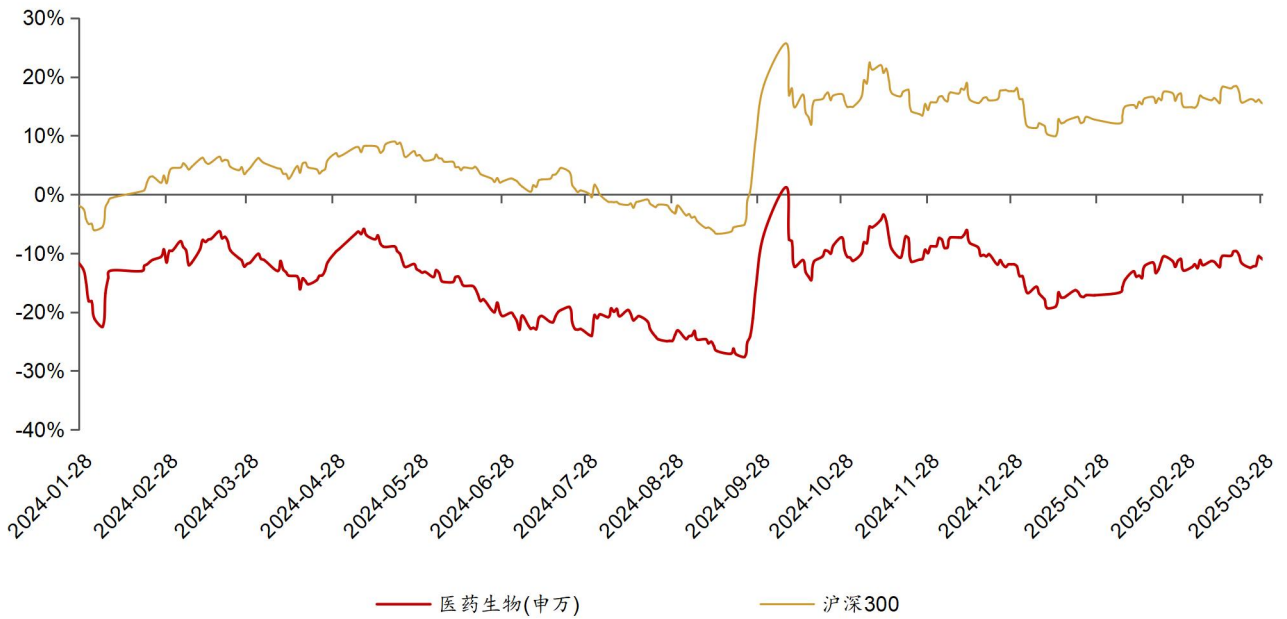
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：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	688298.SH	东方生物	52.2	-11.15%	0.00%	-11.69%
2	002102.SZ	能特科技	73.7	-9.09%	-6.67%	6.87%
3	002693.SZ	双成药业	35.2	-8.50%	-0.93%	-53.63%
4	301080.SZ	百普赛斯	60.1	-8.15%	-4.85%	14.10%
5	300396.SZ	迪瑞医疗	40.0	-6.98%	0.48%	-10.22%
6	603127.SH	昭衍新药	138.2	-6.78%	-2.65%	19.06%
7	002581.SZ	未名医药	60.6	-6.42%	-2.55%	-13.63%
8	600624.SH	复旦复华	48.4	-6.32%	-1.52%	8.37%
9	603259.SH	药明康德	1817.9	-6.30%	-5.64%	15.41%
10	688677.SH	海泰新光	43.0	-6.21%	-5.11%	-5.31%
11	801150.SI	医药生物(申万)		1.20%	2.42%	4.77%
12	000300.SH	沪深 300		-1.37%	-0.66%	-1.87%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：2024 年初至今医药指数表现



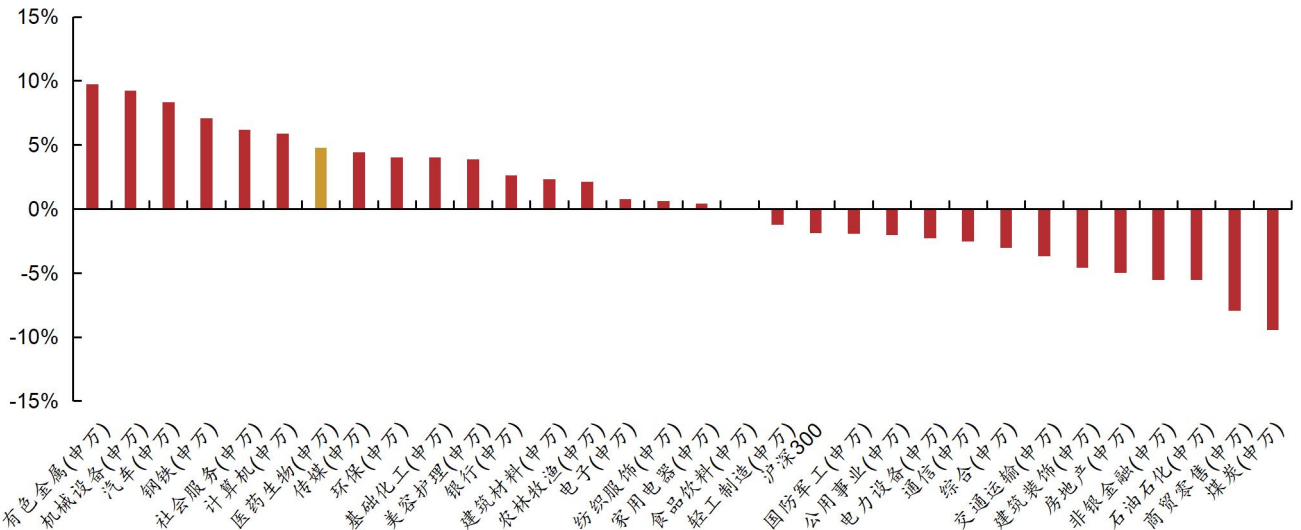
资料来源：Wind，华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况：

本周，化学制剂（+3.9%）、中药（+1.5%）、医药商业（+1.5%）、生物制品（+1.4%）、化学原料药（+1.1%）、医疗器械（-0.2%）、医疗服务（-2.1%）。

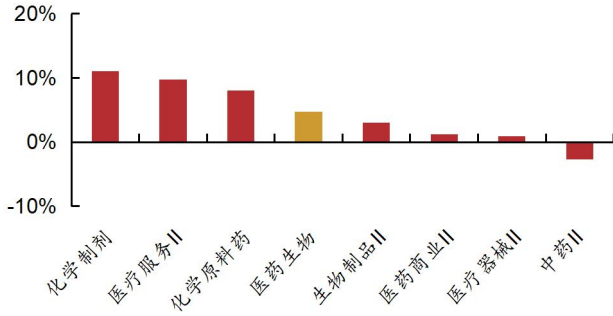
年初以来，化学制剂（+11.0%）、医疗服务（+9.8%）、化学原料药（+8.0%）、生物制品（+3.1%）、医药商业（+1.3%）、医疗器械（+0.9%）、中药（-2.7%）。

图表 9：申万各板块年初至今涨跌幅情况



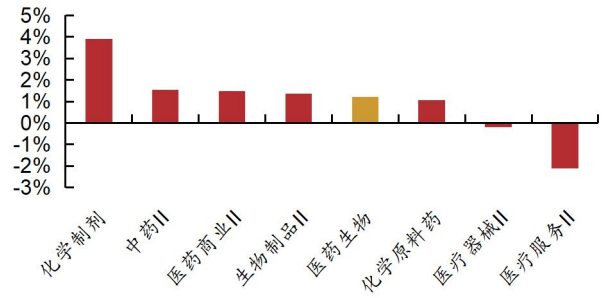
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：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

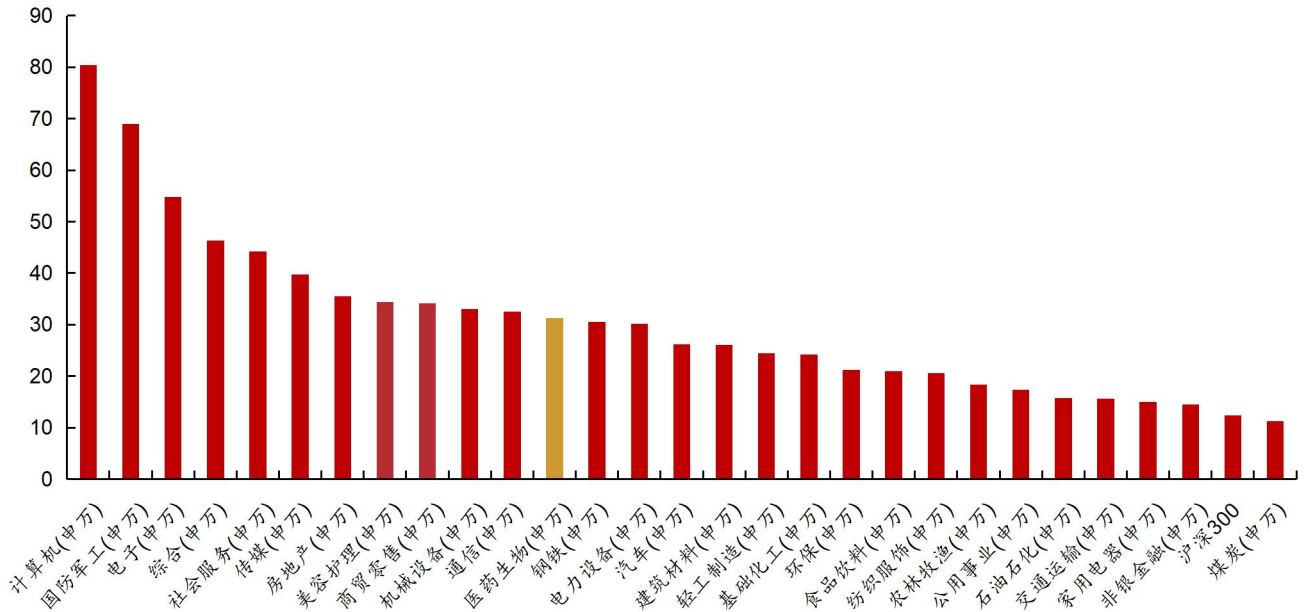
图表 11：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

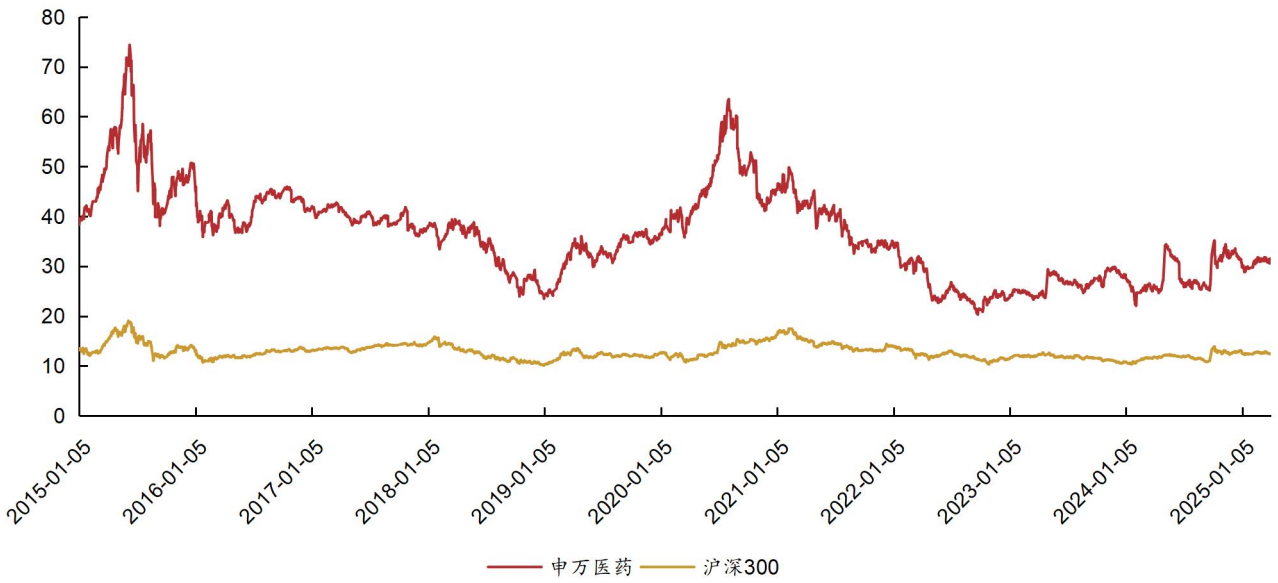
板块估值：截至 2025 年 4 月 3 日，申万医药板块整体 PE 估值为 31.25X，在申万一级分类中排第 12，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前医疗服务、化学制剂和化学原料药等板块估值相对较高，医药商业和中药估值相对较低。

图表 12：申万各板块 PE 估值情况（截至 2025 年 4 月 3 日，整体 TTM 法）



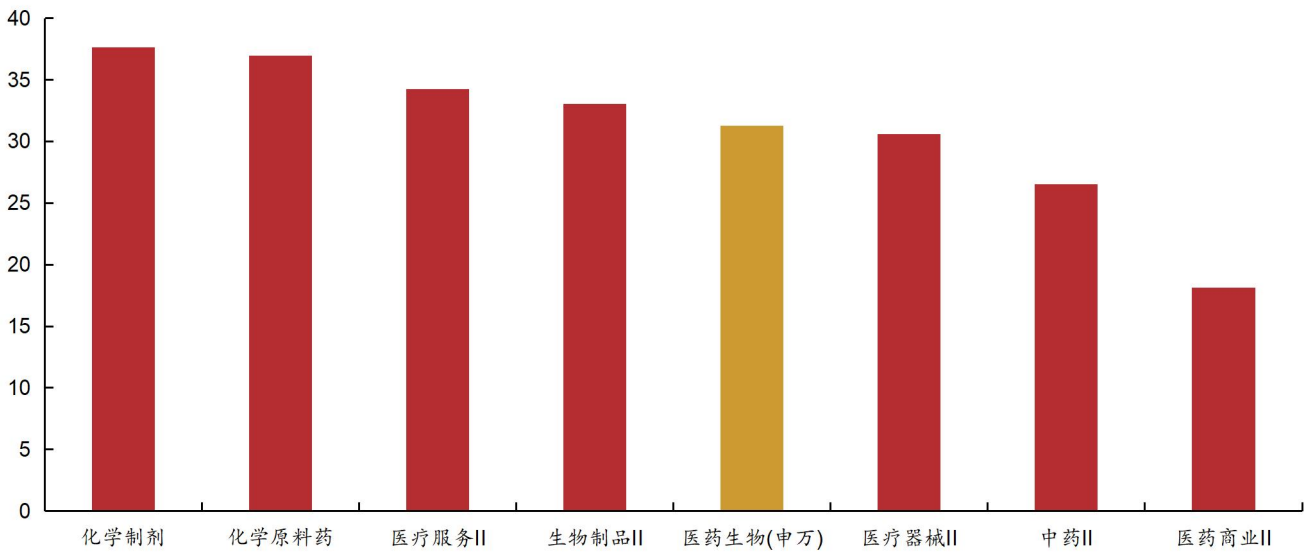
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2025 年 4 月 3 日, 整体 TTM 法)

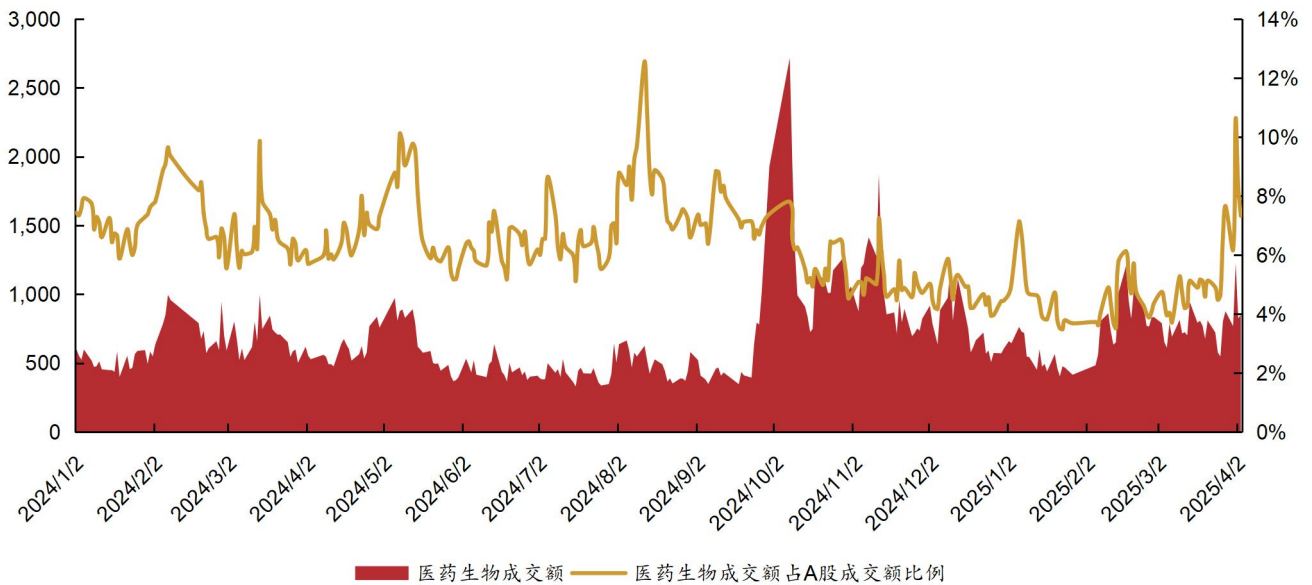


资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 14: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2025 年 4 月 3 日, 整体 TTM 法)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 15：2024 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。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: 派林生物、联影医疗、健民集团、昆药集团、一品红;

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。