

医药生物

2025 年 09 月 08 日

中药及医药商业 2025H1 复盘：短期承压，静待花开

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

余汝意（分析师）

巢舒然（联系人）

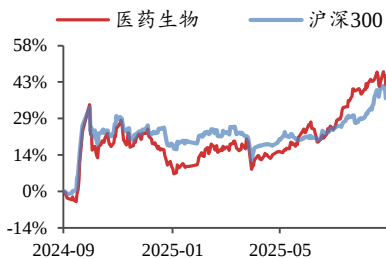
yuruyi@kysec.cn

chaoshuran@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790123110015

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《创新药产业链迎来明确拐点，重点推荐板块性机会——行业周报》
-2025.9.7

《关注 PD-(L)1/VEGF 双抗海内外临床进展——行业周报》-2025.8.24

《国谈药品初审名单公布，关注相关公司的投资机会——行业周报》
-2025.8.17

● 中药：OTC 需求偏弱、处方药集采影响消化，静待业绩回暖

截至 2025 年 8 月 31 日，中药板块公司公告 2025 上半年业绩，业绩表现整体略显承压。我们汇总了多数中药企业的 2025 上半年业绩表现的影响因素及个股实现积极业绩的原因如下：（1）中药创新药企业：部分企业受 2024H1 高基数、产品集采降价等影响因而业绩承压，但如方盛制药在部分集采产品稳健销售的同时，渠道覆盖稳步推进，促使创新中药产品实现较快速的销售增长；以岭药业在经历去库存周期后叠加中药材原材料价格下降等因素迎来利润拐点。（2）OTC 及消费类企业：部分企业受核心药品市场需求下降、消费疲软影响大健康业务等因素致使业绩承压，但如羚锐制药受益于人口老龄化长期发展逻辑；佐力药业乌灵胶囊具备“医保+基药”双目录资质，叠加集采大规格替换进而稳健放量。（3）国企改革：部分企业受经营战略调整、业务结构优化等因素影响致使业绩承压。

● 零售药店：逐步迈进行业整合期，业绩修复正当时

（1）行业层面：在监管趋严、价格透明度提高的趋势下，小型连锁及单体药店面临较大的经营压力，根据中康 CMH 数据，2025Q1 延续闭店趋势，全国环比净减少约 3,000 家药店，门店数回落至 70 万以下，随着市场淘汰出清，药店店均服务人数有望持续上升。我们认为合规运营、精细化管理、选品和服务能力更强的大型连锁药店将进一步凸显优势，有望在“市场整合期”中进一步提高市场占有率，促进行业集中度提升。（2）业绩层面：伴随行业对 2024 年“事件性”影响因素的良好消化以及合规运行程度的提高，未来有望一方面受益于连锁药店高合规度运营带来监管趋势回暖等；另一方面受益于各企业自身精细化运营、降本增效、门店理性拓展、新品类/新业态销售模式探索等实现经营业绩的企稳回升。（3）政策及专业资格层面：伴随统筹政策的持续推进，各省市处方外流各环节有望逐步打通、推进使用程度，促进线下药店客流量提升；同时头部企业也在积极布局门诊统筹、院边店、DTP 药房等专业资格门店，有望更好的承接外流处方，对现有部分区域统筹流转催化相对不明显的企业带来良好的业绩正循环。

● 医药流通：市场修复，行业集中度提升，关注龙头经营质量提高

随着两票制的推行，药品流通链条缩短，占据上下游资源先发优势的龙头企业更易获取业务，同时随着药品流通市场规模的修复扩容、零售药店以及基层医疗终端份额占比的提升、带量采购政策的深入推进等，行业集中度有望进一步提升。同时伴随 AI 技术、CSO 业务等的使用和开展，龙头企业具备先发优势。

● 风险提示：政策变化风险，市场竞争加剧，产品销售不及预期等。

目 录

1、 中药及医药商业：短期承压，静待花开.....	3
1.1、 中药：OTC 需求偏弱、处方药集采影响消化，静待业绩回暖.....	3
1.2、 零售药店：逐步迈进行业整合期，业绩修复正当时.....	4
1.3、 医药流通：市场修复，行业集中度提升，关注龙头经营质量提高.....	6
2、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 中药公司公告 2025 上半年业绩，部分企业相对承压静待回暖.....	3
图 2： 2024Q4-2025Q1 全国零售药店数量出现负增长（单位：家）.....	4
图 3： 2025Q2 药店头部企业营业总收入同比逐渐企稳.....	5
图 4： 2025Q2 药店头部企业净利率环比略有下降.....	5
图 5： SW 医药流通指标 2025H1 营业总收入规模企稳修复（单位：亿元）.....	6
表 1： 2025H1 连锁药店头部上市公司基本放缓门店扩张步伐.....	5
表 2： 医药流通行业龙头企业经营业绩稳定性较强.....	6

1、 中药及医药商业：短期承压，静待花开

1.1、 中药：OTC 需求偏弱、处方药集采影响消化，静待业绩回暖

截至 2025 年 8 月 31 日，中药板块公司公告 2025 上半年业绩，业绩表现整体略显承压。我们汇总了多数中药企业的 2025 上半年业绩表现的影响因素及个股实现积极业绩的原因如下：（1）中药创新药企业：部分企业受 2024H1 高基数、产品集采降价等影响因而业绩承压，但如方盛制药在部分集采产品稳健销售的同时，渠道覆盖稳步推进，促使创新中药产品实现较快速的销售增长；以岭药业在经历去库存周期后叠加中药材原材料价格下降等因素迎来利润拐点。（2）OTC 及消费类企业：部分企业受核心药品市场需求下降、消费疲软影响大健康业务等因素致使业绩承压，但如羚锐制药受益于人口老龄化长期发展逻辑；佐力药业乌灵胶囊具备“医保+基药”双目录资质，叠加集采大规格替换进而稳健放量。（3）国企改革：部分企业受经营战略调整、业务结构优化等因素影响致使业绩承压。

图1：中药公司公告 2025 上半年业绩，部分企业相对承压静待回暖

代码	公司	2025H1				2025Q2		2025H1业绩变动原因
		营业总收入（亿元）	营业总收入yoy	归母净利润（亿元）	归母净利润yoy	营业总收入环比增长率	归母净利润环比增长率	
600332.SH	白云山	418.3	1.9%	25.2	-1.3%	-13.8%	-61.9%	集团利润同比去年同期有所下降的主要原因是受需求不足、行业竞争加剧及行业政策等因素的持续影响，以及集团部分业务经营业绩有所下降
000538.SZ	云南白药	212.6	3.9%	36.3	13.9%	-3.9%	-12.2%	公司业务结构持续优化，工业收入占营业收入比重进一步提升至40.01%，比重较上年同期上升2.6个百分点，工业收入增速达11.13%
000999.SZ	华润三九	148.1	5.0%	18.2	-24.3%	16.1%	-57.1%	（1）2025H1面对流感等呼吸道疾病发病率同比下降、零售渠道阶段性调整等因素影响；（2）同期高基数
600085.SH	同仁堂	97.7	0.1%	9.5	-7.4%	-14.8%	-37.6%	受行业周期调整和阶段性外部压力影响，公司的业绩表现呈现一定程度的调整
600129.SH	太极集团	56.6	-27.6%	1.4	-71.9%	0.1%	-13.8%	主要受相关政策以及部分产品社会库存持续消化等因素影响，营业收入较上年同期减少，导致利润等指标下降
600535.SH	天士力	42.9	-1.9%	7.7	17.0%	8.7%	46.5%	2025H1，公司在改组后的新董事会引领下开启了崭新的发展篇章，面对医药行业产业格局的调整，实现了良好发展的开局，报告期内公司经营业绩整体上实现稳健发展
002603.SZ	以岭药业	40.4	-12.3%	6.7	26.0%	-28.7%	5.1%	（1）公司全面强化预算管理，持续推进阿米巴经营，全力提升收入质量，建立全链条的成本控制体系，实现提质增效；（2）产品结构优化及精细化运营
600572.SH	康恩贝	33.6	-2.6%	3.5	-7.5%	-0.7%	-13.3%	营收下降主要系呼吸系统和抗感染产品因整体市场需求下降相应销售下降所致
600422.SH	昆药集团	33.5	-11.7%	2.0	-26.9%	8.4%	19.2%	（1）全国中成药集采扩围续约执行落地晚于预期，零售药店整合加速、医保控费政策持续等外部挑战；（2）自身改革过程中，渠道重构与团队调整短期影响终端覆盖率、新旧动能衔接存在一定时滞等影响
000423.SZ	东阿阿胶	30.5	11.0%	8.2	10.7%	-22.5%	-7.6%	公司持续保持良好的财务结构，盈利质量较好
600566.SH	济川药业	27.5	-31.9%	7.2	-45.9%	-19.8%	-35.5%	受终端市场需求变化，公司蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒销售收入同比减少，以及雷贝拉唑钠肠溶胶囊受医药集采政策影响，导致公司收入及净利润下滑
600329.SH	达仁堂	26.5	-33.1%	19.3	193.1%	-17.9%	315.1%	（1）由于在2024年末公司将旗下全资子公司天津中新医药有限公司的全部股权作价，以增资形式并入津药太平医药有限公司，医药商业板块从公司合并范围内剥离，2025年不再确认其收入，导致中期收入同比下降；（2）归母净利润增长主要是由于转让天津史克12%的股权实现税后净收益13.08亿元
600750.SH	江中药业	21.4	-5.8%	5.2	5.8%	-19.2%	-16.7%	（1）OTC受终端需求变化等因素影响营收同比下降；（2）处方药强化合规运营，江中饮片持续强化专业和服务属性，凭借高质量的中药饮片产品，巩固江西区域市场重点客户，挖掘省外市场发展潜力；（3）健康消费品业务持续深化组织重塑、业务重塑，聚焦自产自研产品
600285.SH	羚锐制药	21.0	10.1%	4.7	14.9%	5.7%	18.8%	公司持续聚焦医药主业，坚持内生发展和外延拓展双轮驱动，持续完善数字平台，优化生产体系，以品牌提升和科研创新引领高质量发展，不断巩固公司核心竞争力，公司经营业绩稳健增长
600993.SH	马应龙	19.5	1.1%	3.4	10.0%	1.1%	-31.4%	公司新产品卫生湿巾系列快速放量，独家产品八宝眼膏及龙珠软膏在学术推广与适应症研究方面持续发力，推动相关产品线收入增长。
600976.SH	健民集团	18.0	-10.2%	2.2	-7.8%	2.3%	0.2%	2025H1营业收入同比下降10.2%，其中医药工业收入增长23.07%，医药商业收入下降37.82%。医药商业收入下降主要是公司持续优化下属商业子公司业务结构，逐步收缩了部分低毛低效的业务，导致医药商业板块业务收入有所下降，但公司医药商业板块加大创新性业务如医院SPD业务等的拓展，业务结构得到持续优化
600557.SH	康缘药业	16.4	-27.3%	1.4	-40.1%	-12.9%	-29.3%	2025H1鉴于复杂的外部环境和医药行业政策，以及呼吸、心脑血管领域药品终端市场需求出现波动等影响，公司面临阶段性业绩承压，销售业绩出现下滑，但公司持续强化内部治理，深化营销学术引领及合规建设
300181.SZ	佐力药业	16.0	12.0%	3.7	26.2%	-6.0%	6.2%	公司基于核心产品进入国家基本药物目录的优势以及乌灵胶囊、百令系列产品基药和集采品种双重身份，持续加强市场拓展，乌灵系列产品销售收入较上年同期增长7.23%；百令系列产品销售收入较上年同期增长38.51%；中药配方颗粒随着备案品种增加，销售收入较上年同期增长56.60%
002317.SZ	众生药业	13.0	-4.7%	1.9	115.0%	4.9%	27.4%	（1）公司通过持续优化经营策略、逐步落实降本控费举措，在核心中成药产品进入集采后维持基本盘稳定；（2）创新药研发稳步推进，昂拉地韦片已于2025年5月获NMPA批准上市，RAY1225注射液启动减重和降糖II期临床试验等
000989.SZ	九芝堂	12.6	-24.7%	1.4	-29.7%	-43.0%	-76.6%	由于受外部环境、市场因素以及内部改革带来的短期调整等综合因素影响，公司部分产品销售收入下降
603998.SH	方盛制药	8.3	-8.3%	1.7	23.7%	-0.5%	-8.2%	（1）公司聚焦主业发展，持续提升核心竞争力与盈利水平，制药工业板块核心品种销量实现稳步增长，在国家集采和联盟集采中精准布局，管理效能显著提升；（2）销售市场拓展成效符合预期，市场份额进一步扩大
603439.SH	贵州三力	7.0	-23.7%	0.8	-29.0%	-28.2%	-2.0%	（1）受市场环境因素影响，公司产品销量下降，营业收入较上年同期下降；（2）部分原料成本较上年同期上涨
603896.SH	寿仙谷	3.0	-16.5%	0.7	-34.0%	-24.5%	-87.7%	营业收入二季度同比负增长6.64%，较一季度的同比负增长22.68%明显好转，而且7月份当月已经实现正增长，虽然高端消费疲软导致营业收入负增长，但公司从2024年下半年开始的营销改革已经初见成效，如公司与九州通医药签署全面战略合作协议，通过九州通医药覆盖全国的连锁药店，此外，公司召开了首届全国招商大会，建立了全国经销商加盟体系

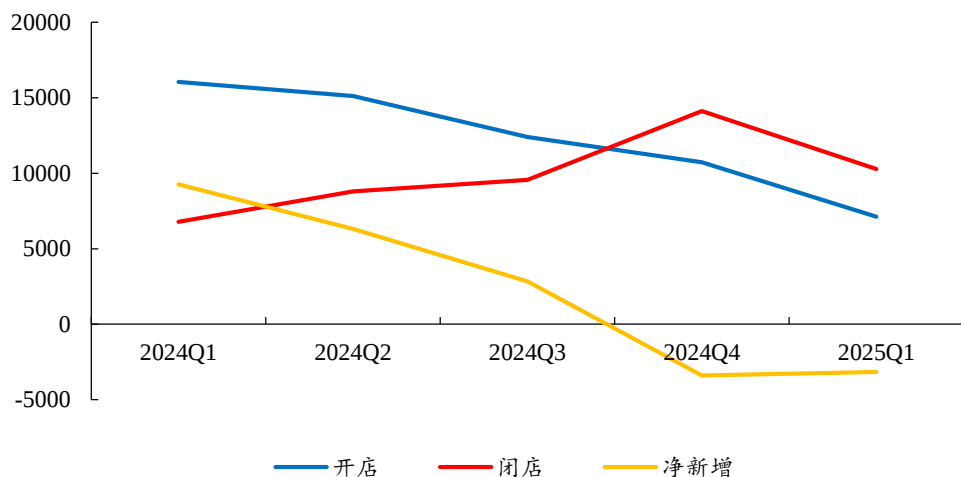
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.2、零售药店：逐步迈进行业整合期，业绩修复正当时

中小药店经营压力增大，赋能头部企业集中度提升，同时业绩修复正当时，关注政策回暖带来的潜在增量。

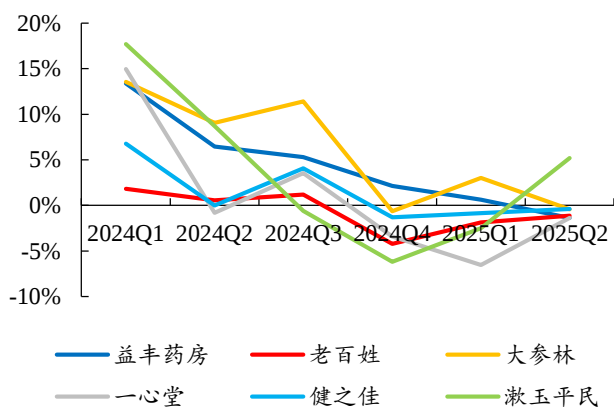
（1）行业层面：在监管趋严、价格透明度提高的趋势下，小型连锁药店及单体药店面临较大的经营压力，根据中康 CMH 数据，2024Q1-Q4 全国零售药店闭店数量分别为 6,778 家、8,791 家、9,545 家和 14,114 家，各季度净新增分别为 9,257 家、6,322 家、2,847 家和-3,395 家，2024Q4 零售药店数量开始出现负增长，迎来拐点，逐步进入“市场整合期”。2025Q1 延续闭店趋势，全国环比净减少约 3,000 家药店，门店数回落至 70 万以下，随着市场淘汰出清，药店店均服务人数有望持续上升。我们认为合规运营、精细管理、选品和服务能力更强的大型连锁药店将进一步凸显优势，有望在“市场整合期”中进一步提高市场占有率，促进行业集中度提升。

图2：2024Q4-2025Q1 全国零售药店数量出现负增长（单位：家）

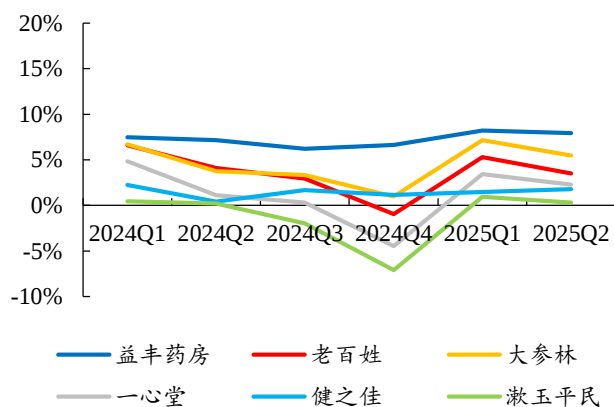


数据来源：中康 CMH、开源证券研究所

（2）业绩层面：2024 年零售药店行业面临流感等季节性疾病发病率较高、药品比价政策出台、药品追溯码落地等因素影响，自 2024Q2 开始季度间业绩表现开始呈现较大波动，但我们认为伴随行业对 2024 年“事件性”影响因素的良好消化以及合规运行程度的提高，未来有望一方面受益于连锁药店高合规度运营带来监管趋势回暖等；另一方面受益于各企业自身精细化运营、降本增效、门店理性拓展、新品类/新业态销售模式探索等实现经营业绩的企稳回升。目前 2025Q1-Q2 从营业收入、净利率、应收账款等指标来看，我们认为企业经营在逐步企稳向好。

图3：2025Q2 药店头部企业营业总收入同比逐渐企稳


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025Q2 药店头部企业净利率环比略有下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2025H1 连锁药店头部上市公司基本放缓门店扩张步伐

2025H1	益丰药房	老百姓	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民
门店总数（家）	14701	15385	16833	11372	5464	9042
净增门店	17	108	280	-126	-22	7
直营门店数量	10681	9784	10370	11372	5167	5072
其中：						
新增自建门店	-	-	152	-	38	2
新增并购门店	-	-	0	-	0	754
加盟店数量	4020	5601	6463	-	-	3970
其中：						
新增加盟门店	-	457	413	-	-	-
关闭门店数量	272	396	285	关闭 241 家 搬迁 88 家	60	122

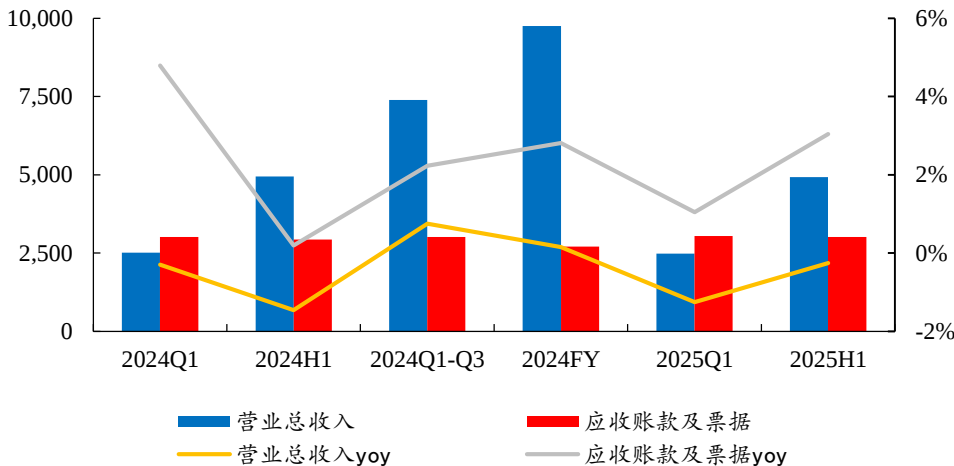
数据来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

（3）政策及专业资格层面：2023 年 2 月 15 日国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，积极支持定点零售药店开通门诊统筹服务、完善定点药店门诊统筹支付政策、明确定点零售药店纳入门诊统筹的配套政策，这代表着零售药店在国家医药医疗保障体系中的作用和地位明显提升，推动处方流转、医药分业。对于零售药店而言，获得统筹定点药房的资格，将在医保个人账户的基础上新增医保统筹资金的支付方，更能因医院处方外流获取客流。我们认为伴随统筹政策的持续推进，各省市处方外流各环节有望逐步打通、推进使用程度，促进线下药店客流量提升；同时头部企业也在积极布局门诊统筹、院边店、DTP 药房等专业资格门店，有望更好的承接外流处方，对现有部分区域统筹流转催化相对不明显的企业带来良好的业绩正循环。

1.3、医药流通：市场修复，行业集中度提升，关注龙头经营质量提高

政策支持流通企业规模化发展，“4+N”竞争格局持续深化。随着两票制的推行，药品流通链条缩短，占据上下游资源先发优势的龙头企业更易获取业务，同时随着药品流通市场市场规模的修复扩容、零售药店以及基层医疗终端份额占比的提升、带量采购政策的深入推进等,行业集中度有望进一步提升。同时伴随 AI 技术、CSO 业务等的使用和开展，头龙企业具备先发优势，强者恒强。

图5：SW 医药流通指标 2025H1 营业总收入规模企稳修复（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：医药流通行业龙头企业经营业绩稳定性较强

代码	公司	营业收入同比增长率（%）						归母净利润同比增长率（%）					
		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
1099.HK	国药控股	1.2	-5.1	1.8	-5.6	-3.8	-2.1	-10.7	-9.2	-20.9	-40.1	2.6	-12.0
601607.SH	上海医药	5.9	4.4	8.2	4.5	0.9	2.3	1.6	28.2	-6.3	1832.1	-13.6	123.3
3320.HK	华润医药	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
600998.SH	九州通	-3.8	-1.5	3.6	7.3	3.8	6.5	-4.2	-14.3	1.6	131.5	80.4	-29.0
000950.SZ	重药控股	0.0	-4.5	12.7	4.3	5.0	2.1	-38.0	-61.1	1269.4	-108.6	21.6	16.2
000028.SZ	国药一致	2.2	-5.1	2.6	-5.2	-4.2	-1.0	7.3	-24.2	-10.4	-203.3	-15.6	-4.7
200028.SZ	一致 B	2.2	-5.1	2.6	-5.2	-4.2	-1.0	7.3	-24.2	-10.4	-203.3	-15.6	-4.7
600713.SH	南京医药	-0.9	0.1	3.8	-2.2	2.1	3.3	6.7	-4.5	-0.8	-6.4	11.5	-25.2
600511.SH	国药股份	8.0	-2.2	7.1	-4.5	4.9	2.3	10.9	-5.1	0.6	-24.1	-0.1	-9.5
600056.SH	中国医药	-30.0	-0.8	1.6	-10.8	-5.8	-7.5	-45.8	-34.7	141.3	-80.5	14.3	-37.8
000411.SZ	英特集团	8.8	-1.1	3.2	5.4	-1.9	2.2	56.5	-28.2	11.4	38.5	-5.7	-1.9
000078.SZ	海王生物	-18.8	-14.5	-8.8	-25.9	-8.8	-18.8	-42.8	-78.9	0.5	30.3	-44.4	187.7
002788.SZ	鹭燕医药	6.1	-0.2	7.5	-0.3	0.7	1.1	4.9	-2.3	-8.2	-13.1	-14.9	-21.9
603368.SH	柳药集团	8.2	-2.8	1.5	-0.1	-7.9	2.4	15.0	-9.9	8.7	-20.6	-7.7	-7.3
002462.SZ	嘉事堂	10.2	-33.6	-18.2	-32.6	-37.1	-6.9	11.5	5.6	-22.9	-632.7	-38.9	-34.1
600829.SH	人民同泰	-2.1	-8.9	5.6	-7.6	2.6	4.0	9.1	-30.3	-18.8	-85.9	-41.5	-53.0
301015.SZ	百洋医药	-1.5	-0.8	8.5	-14.1	-0.4	-10.9	35.6	12.6	11.9	-69.5	-54.4	-63.9
002589.SZ	瑞康医药	-2.6	0.3	0.0	-1.0	-13.0	-11.2	-28.3	66.8	168.0	-1756.8	-6.6	-65.8

代码	公司	营业收入同比增长率 (%)						归母净利润同比增长率 (%)					
		2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
603108.SH	润达医疗	-4.8	-12.0	-13.8	-5.4	-19.8	-12.3	-72.1	-26.9	-137.7	147.8	-406.4	-174.8
301126.SZ	达嘉维康	46.1	47.8	37.3	11.0	1.5	6.7	27.1	327.6	-18.0	-194.2	-83.8	-118.2
300937.SZ	药易购	10.3	-8.8	0.3	-6.0	-8.1	3.2	-70.8	-81.0	-46.6	-74.1	-54.7	-511.1
000705.SZ	浙江震元	-4.9	-10.2	-11.1	-9.8	-28.0	-41.9	3.7	-25.5	-99.8	-175.2	86.4	-16.1
603716.SH	塞力医疗	9.2	-13.4	-14.3	-18.1	-40.8	-39.6	121.2	-148.2	-858.9	1.0	-553.7	-427.1
600272.SH	开开实业	17.4	33.5	13.8	12.6	15.0	7.2	137.5	8.7	25.4	-98.0	-65.7	-50.7
900943.SH	开开 B 股	17.4	33.5	13.8	12.6	15.0	7.2	137.5	8.7	25.4	-98.0	-65.7	-50.7
603122.SH	合富中国	-10.7	-18.7	-14.1	-12.1	-26.4	-20.8	-22.6	-29.1	-69.3	-67.4	-184.1	-108.7
600538.SH	国发股份	-13.8	-3.8	-2.6	-10.4	-10.2	-15.8	-366.9	47.2	20.1	-9.6	125.4	-139.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、风险提示

政策变化风险，市场竞争加剧，产品销售不及预期等。

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R3（中风险），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专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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