开源证券

寻找“隐形”冠军

医药行业投资策略

姓名：杜佐远（分析师）

证书编号：S0790520050003

邮箱：duzuoyuan@kysec.cn

2020年9月17日

投资要点

- **近2年医药投资机会集中于优质赛道及各领域龙头股**

近2年医药行业受益标的集中，包括并不限于以下板块的龙头公司——1、医药创新：恒瑞医药、中国生物制药；2、医疗服务：眼科（爱尔眼科、欧普康视、兴齐眼药、康弘药业）、口腔（通策医疗）、体检（美年健康）、ICL（金域医学、迪安诊断）；3、药店：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂；4、新型疫苗：康泰生物、智飞生物、康希诺、万泰生物；5、血制品：天坛生物、华兰生物、博雅生物、双林生物；6、核药：东诚药业、中国同辐；7、麻药：人福医药。2020年至今这些龙头股表现均优异。

- **重大卫生事件推动医药行业进步，行业具备长期高景气度**

2020年的新冠肺炎疫情等重大卫生事件往往推动着医药行业的进步，在新冠肺炎疫情防控下，疫苗研发成为焦点。同时，我国医疗体制改革仍在推进，医药新基建、药品创新，医疗服务等领域不断升级革新。我们认为，医药将是具有持续增长性的行业之一。

- **行业投资策略：寻找“隐形”冠军**

“隐形”冠军定义：市场关注度不高、尚未充分挖掘的、已经是或者潜在的细分领域冠军/准冠军。区别于市场比较熟悉的细分领域龙头，本文从我们的研究出发，从各细分领域寻找未来可能成长为细分领域龙头的公司，推荐标的（排名不分先后）：华大基因、国际医学、昌红科技、爱帝宫、东富龙、戴维医疗、亿帆医药、金城医药。受益标的（排名不分先后）：英科医疗、健帆生物、海普瑞、天士力、凯普生物、振德医疗、祥生医疗、透景生命、爱朋医疗、山东药玻。后续我们将持续挖掘潜在的“隐形”冠军。

- **风险提示**

板块高估值引发回调；医药可能的政策风险等。

目 录

CONTENTS

1 寻找“隐形冠军”——推荐及受益标的梳理

2 推荐及受益标的盈利预测

3 风险提示

1.1 华大基因：打造全球IVD龙头

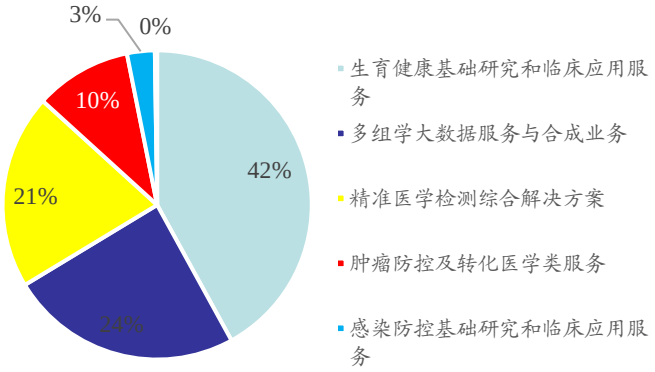
- 华大基因作为中国基因行业的奠基者，秉承“基因科技造福人类”的愿景，通过20多年的人才积聚、科研积累和产业积淀，是少数实现覆盖本行业全产业链、全应用领域的科技公司，已成为全球屈指可数的基因大数据中心、科学技术服务提供商和精准医疗服务运营商。
- **新冠试剂对公司而言不仅是一次性的业绩贡献，将产生深远的影响**：1）此次新冠疫情，我们预计全年公司有望在海外建设超过100个火眼实验室，以新冠试剂为基础，未来将源源不断的输出公司产品线和全方位的服务——生育健康、肿瘤、感染防控等，将掘金目前全球700亿美元IVD市场。火眼实验室，主要由华大基因作为承建方和运营方，当地政府作为所有者，结合当地的实际需求，可合作和探索的模式和空间非常大，值得期待。2）此次新冠疫情，公司将转变过去一味追求高通量测序等高端技术，更多考虑用性价比更高的技术来解决实际问题，因地制宜。
- **疫情加快了华大基因在海外的渠道建设**，在抗疫之路上展现出的华大基因实力与担当，也给全世界传播了公司的品牌影响力。我们预计全年华大基因可以在海外完成超过100个火眼实验室的建设，将拉动海外业务的增长。
- 公司初上市时受到了市场热烈的关注，作为精准医疗的领军者，享受了非常高的估值，随着市场对精准医疗概念的热情逐渐褪去，又把公司当作一家“平平无奇”的企业，如今，公司在保持NIPT领域的优势之外，梳理了其他的业务板块，成立了重点开展感染防控的“华大因源”和专注肿瘤检测的“华大数极”，希望能够将公司在这两个领域的技术沉淀转化成商业成果，未来可以实现多条腿走路。

图1：华大基因已建火眼实验室几十个



资料来源：公司公告

图2：生育健康板块占公司总营收42%

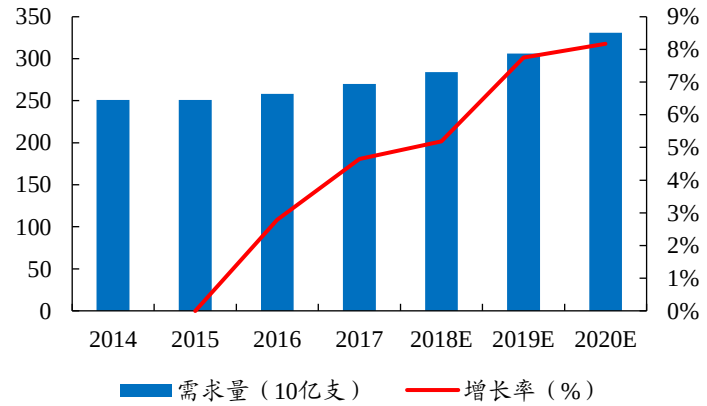


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2 英科医疗：打造全球一次性医疗手套龙头

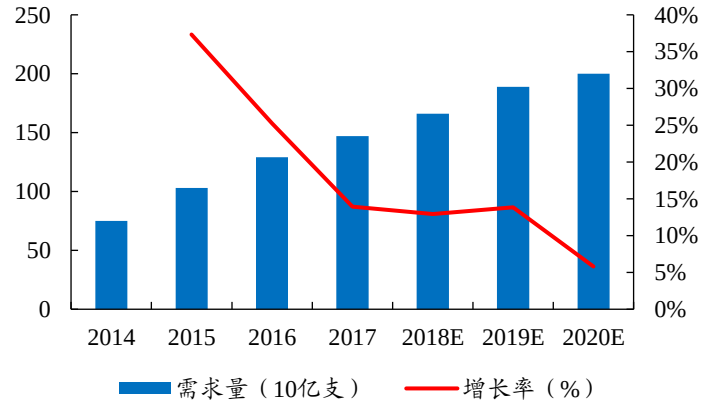
- **全球丁腈手套需求旺盛，新冠疫情有望导致丁腈手套中长期供需偏紧。**2017年全球一次性防护手套4170亿只，医疗级占比约64.7%，医疗手套中72%为丁腈、乳胶手套。由于乳胶可能导致部分人群皮肤过敏及价格较高等缺点，PVC及丁腈在医疗领域的使用比例逐步提升。未考虑新冠疫情影响，全球一次性手套市场稳健增长，2020年超5000亿只。International Trade Centre统计数据，2017年全球销量达4170亿只，2009-2017年复合增长率7.7%左右，预计2020年将达到5310亿只，未来3年复合增速8.39%：1）医疗级2700亿只，2009-2017年复合增速5.5%，预计2020年达3310亿只，同比超8%；2）非医疗级1470亿只，2009-2017年复合增速12.3%，预计2020年达2000亿只。**新冠疫情导致防护手套需求激增，考虑疫情对手套的需求并非完全一次性影响，而是改变医生/消费者习惯永久性的增加了手套的需求。**疫情前2019年全球手套需求近5000亿只，年增加8%，供给端也是个位数增长；疫情有望带来手套永久性需求增量20%-40%，即1000-2000亿只增量。

图 3：全球医疗级防护手套需求旺盛（未考虑新冠疫情）



数据来源：International Trade Centre and Company、开源证券研究所

图 4：全球非医疗级手套市场稳定增长（未考虑新冠疫情）

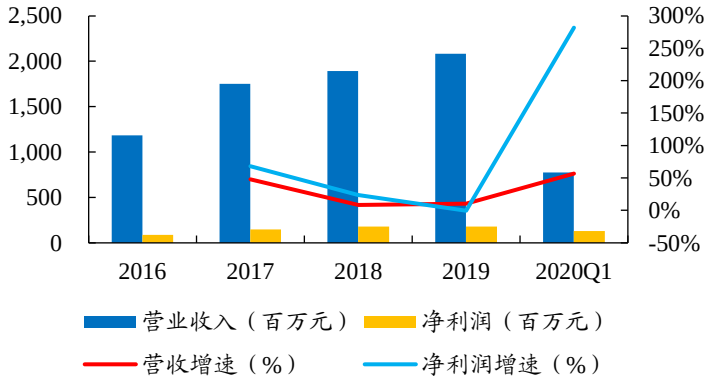


数据来源：International Trade Centre and Company、开源证券研究所

1.2 英科医疗：打造全球一次性医疗手套龙头

- **量价齐升，2020年一季度开始业绩爆发式增长。**公司医疗防护手套量价齐升，带动业绩爆发式增长：1）量：2019年8月投产16条PVC产线，2020年一季度产能同比增加27%，此外，新增20条丁腈双模生产线、10条PVC双模生产线将在2020年二、三季度投产，将释放90亿只/年手套产能；2）价：新冠疫情导致丁腈和PVC手套价格大幅上涨，手套业务毛利率和净利润率大幅提升。
- **跨越式发展为全球一次性防护手套龙头企业。**新冠肺炎疫情爆发导致全球手套需求激增，而中长期看疫情改变生活习惯引起的增量需求不会因为疫情的结束而消失，丁腈手套有望中长期供需偏紧。英科医疗凭借资本实力和技术优势，正在加速扩建产能，未来将形成“山东-安徽-江西-越南”全球四大手套生产基地。2019年底产能已达190亿支，2020年底产能有望扩张到280亿只，在投项目全部投产后产能有望突破千亿只，成为全球手套龙头企业。

图 5：新冠疫情驱动英科医疗业绩爆发式增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表1：在投资项目完成后将成为全球手套龙头企业

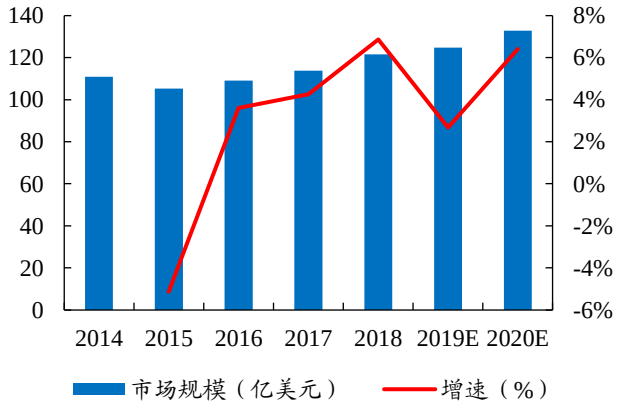
序号	项目内容	生产基地	投资金额	项目进展
1	160亿只手套	怀宁	20亿元	2020年6月已签订协议
2	210亿只手套	濉溪	22.76亿元	项目筹建中
3	271.68亿只手套	彭泽	30亿元	项目建设中
4	88.2亿只手套	越南	1.4亿美金	项目筹建中
5	280亿只手套	濉溪	25亿元	已部分达产
6	电动轮椅	张店	10亿元	已部分达产
7	轮椅	镇江	8.16亿元	已经部分达产

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3 振德医疗：积极进取的低值耗材龙头企业

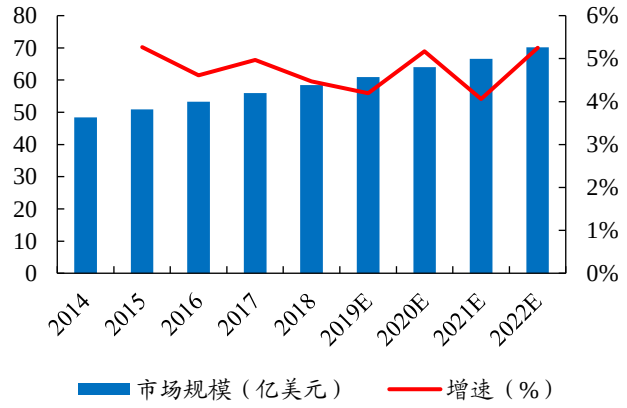
- **专注医用低值耗材，内生&外延实现快速发展。**公司以敷料业务起家，多年位居医用敷料出口前三，同时积极布局手术感控、新型敷料、压力治疗与固定等领域，近年来经营业绩实现快速增长，2015-2019年收入复合增速16.3%，净利润复合增速18.7%。收入结构优化，高毛利率品类占比稳步提升。2015年以来，高毛利率的手术感控、压力治疗与固定和现代敷料产品收入占比持续提升，2019年占比分别为35.3%、15.2%、3.9%，传统伤口护理占比下降，从2015年54.6%下降到2019年43.4%。
- **新型辅料市场潜力大，手术感控类快速增长。**2018年全球医用敷料市场规模121.6亿美元，预计2020年将达到132.8亿美元，2017年高端敷料在医用敷料中的占比在全球已达到51.2%，新型敷料产品高价格高品质，主要被3M、Acelity、V.A.C. Therapy 等国际厂商所占据，随着国内厂商在技术与品质上的不断进步，高端医用敷料领域未来有较大的国产替代空间。国内一次性手术包市场规模20亿元左右，渗透率25%，参考发达国家85%-90%渗透率，国内市场空间百亿元，新冠疫情下感控产品需求激增，中长期受益手术量增加和一次性手术包渗透率提升。

图 6：全球医用敷料市场长期稳定增长



数据来源：BMI Research、开源证券研究所

图 7：全球新型敷料市场持续稳定增长

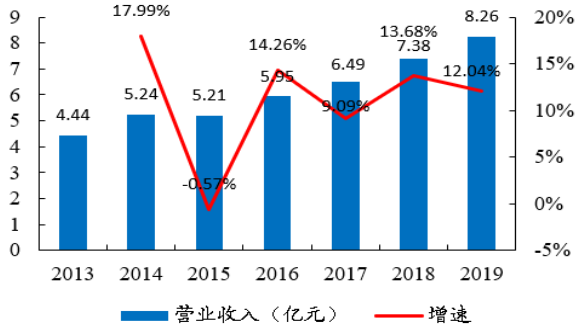


数据来源：BMI Research、开源证券研究所

1.4 国际医学：打造西北区域综合医院龙头

- **公司拥有多家优质医疗机构，床位数量快速扩张带动业绩提升。**公司旗下医院中专家资源丰富、影响力强；远程会诊、手术机器人等配套完善，获客能力强。其中：1）西安国际医学高新医院是西安高新区目前唯一的三甲医院，一期项目800张床位，单床产出100万/年，净利率15%，二期预计2020年内投用，将新增床位1000张；2）西安国际医学中心医院产能释放空间最大，最大容量5037张床位，开业不到1年使用床位已超过900张超预期，依靠优质医师资源、同步国际的先进设备、口碑积累，未来提升空间较大，单床产出有望超过高新医院；3）西安国际医学商洛医院预计2021年年初开诊，投入1800张床位，有望成为商洛市最高水平的三甲医院；4）西安国际生殖医学中心预计2020年年内取得IVF业务牌照，将成为具备4万例IVF周期运行能力的高水平生殖医学平台。
- **携手阿里打造综合医疗服务体系，医生资源、口碑优势在陕西名列前茅。**公司将在打造综合医疗服务平台的基础上，陆续布局辅助生殖、康复等医疗服务领域。与阿里巴巴集团强强联手，共同打造新医疗创新生态体系。医院专家团队影响力大，国际医学中心医院医疗人员团队3400人，85%来自三甲医院、部队医院，高水平的医疗人才突出，且与陕西省内其他基层医院开展转诊合作，口碑优势明显。

图8：高新医院营业收入稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：国际医学中心医院医疗设备先进、功能齐全



资料来源：公司宣传资料（2020年5月）

1.4 国际医学：2020年国际医学中心医院快速爬坡，2021年开始盈利进入收获期

- 2020年国际医学中心医院爬坡迅速，截至2020年8月，开诊仅11个月，日门诊量突破1300人次、日住院量突破1050床，门诊、住院人数持续增长，**2020年底有望实现单月盈亏平衡，2021年国际医学中心医院将进入收获期**。长期来看，中心医院5000张床位和高新医院1500张床位，共6500张床位将全部投入运营；随着三家医院床位入住率的提升和辅助生殖中心IVF牌照的取得，公司未来业绩增量空间大。

表2：国际医学盈利预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,039	991	1,714	4,137	6,697
YOY(%)	-49.8	-51.4	72.9	141.4	61.9
归母净利润(百万元)	2,184	-404	17	121	476
YOY(%)	1001.0	-118.5	104.3	604.5	292.9
毛利率(%)	22.1	14.3	14.3	19.0	19.0
净利率(%)	107.1	-40.8	1.0	2.9	7.1
ROE(%)	38.8	-8.3	0.4	2.4	8.7
EPS(摊薄/元)	1.11	-0.20	0.01	0.06	0.24
P/E(倍)	5.9	-33.0	659.0	109.8	27.5
P/B(倍)	1.9	2.2	2.2	2.2	2.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

表3：国际医学业务拆分

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
西安国际医学一期高新医院	总床位数	808	808	808	500	500	500
持股比例100%	使用床位数	808	808	808	500	500	500
	床位利用率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	单床年产出（万元）	102	105	108	110	112	114
	收入（百万元）	826	848	873	550	560	570
	收入YOY	12%	3%	3%	-37%	2%	2%
	归母净利润（百万元	117	122	127	81	84	86
	利润YOY	11%	4%	4%	-36%	3%	3%
	净利率	14%	14%	15%	15%	15%	15%
二期	总床位数		1000	1000	1000	1000	1000
	使用床位数		200	500	900	1000	1000
	床位利用率		20%	50%	90%	100%	100%
	单床年产出（万元）		25	100	105	110	115
	收入（百万元）		50	500	945	1100	1150
	收入YOY			900%	89%	16%	5%
	归母净利润（百万元		0	30	113	143	161
	利润YOY				278%	26%	13%
	净利率		0%	6%	12%	13%	14%
一期+二期	收入（百万元）	826	898	1373	1495	1660	1720
	收入YOY		8.8%	52.8%	8.9%	11.0%	3.6%
	净利润（百万元）	117	122	157	195	227	247
	利润YOY		4%	28.9%	23.9%	16.5%	9.1%
	净利率	14%	14%	11%	13%	14%	14%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：国际医学业务拆分（接上页）

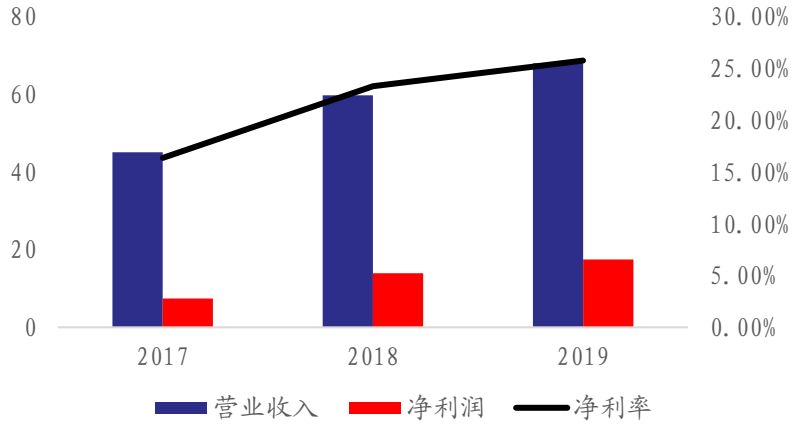
		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
西安国际医学中心医院	总床位数	1500	1500	3000	5000	5000	5000
持股比例100%	使用床位数	150	800	2000	3200	4500	5000
	床位利用率	10%	53%	67%	64%	90%	100%
	单床年产出（万元）	38	80	110	130	140	150
	收入（百万元）	56	640	2200	4160	6300	7500
	收入YOY		1037.8%	243.8%	89.1%	51.4%	19.0%
	归母净利润（百万元）	-357	-357	66	291	630	900
	利润YOY			-118.5%	341.2%	116.3%	42.9%
	净利率	-634%	-56%	3%	7%	10%	12%
辅助生殖中心	IVF治疗周期		0	5000	10000	15000	20000
持股比例100%	价格（万/周期）		0	5	5	5	5
	收入(百万元）		0	250	500	750	1000
	归母净利润（百万元）		0	12.5	50	112.5	200
	净利率		0%	5%	10%	15%	20%
西安国际医学商洛医院	总床位数	500	1800	1800	1800	1800	1800
持股比例99%	使用床位数	537	650	1000	1500	1800	1800
	床位利用率	107%	28%	43%	65%	100%	100%
	单床年产出（万元）	23	25	30	35	40	45
	收入（百万元）	123	162.5	300	525	720	810
	收入YOY	9.62%	32.1%	84.6%	75.0%	37.1%	12.5%
	净利润（百万元）	-16	-48	-59	0	36	64
	利润YOY	-70.48%					
	净利率	-13%	-30%	-20%	0%	5%	8%
合计	总收入（百万元）	990.95	1,714	4,137	6,697	9,449	11,052
	收入YOY		72.9%	141.4%	61.9%	41.1%	17.0%
	总归母净利润（百万元）	-404	17	121	476	940	1342
	利润YOY			621.3%	292.6%	97.5%	42.7%
	净利率	-41%	1%	3%	7%	10%	12%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.5 昌红科技：潜在的全球上游高性能医疗器械&耗材龙头

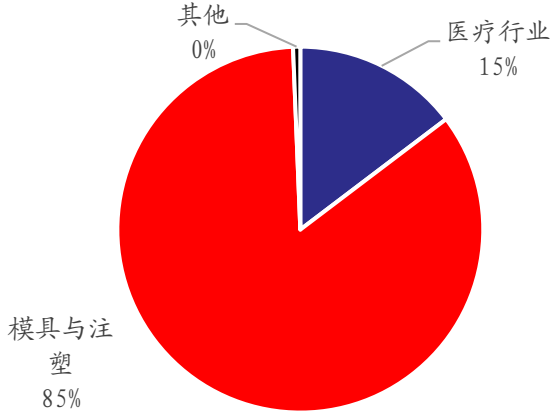
- 公司目前主要产品覆盖三大领域：医疗器械领域、办公自动化（OA）设备生产领域、模具工装生产领域。未来将聚焦在医疗器械领域（全资子公司柏明胜），发挥公司在精密耗材上的设计和生产优势，迅速壮大，持久发展。医疗器械现以精准医疗和辅助生殖为主要发展领域，发展成为医疗器械自主品牌以及OEM/ODM服务，主要为全球市场提供基因测序全产业链耗材、辅助生殖耗材及试剂、生命科学实验室耗材、IVD诊断耗材及试剂、标本采集&处理系统及专用设备制造产品及服务。2019年，公司实现“六十四穴免疫反应杯全自动生产线”，获得深圳市机械行业协会颁发的“改革开放40周年，卓越品牌奖”。
- **公司与IVD产业链上的国内外巨头有密切的合作：**早期通过与海外客户的合作达到了国内领先的耗材品质，进而成为了国内龙头企业青睐的供应商。在新冠疫情的推动下，IVD耗材订单大幅增加，同时，由于海外疫情防控落后于国内，跨国巨头寻求和中国耗材企业的深度合作，昌红科技的稀缺性得以充分体现。

图10：2019年柏明胜净利率就已经达到25%（百万）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2019年医疗收入仅15%，2020年起将为核心板块



数据来源：公司公告、开源证券研究所

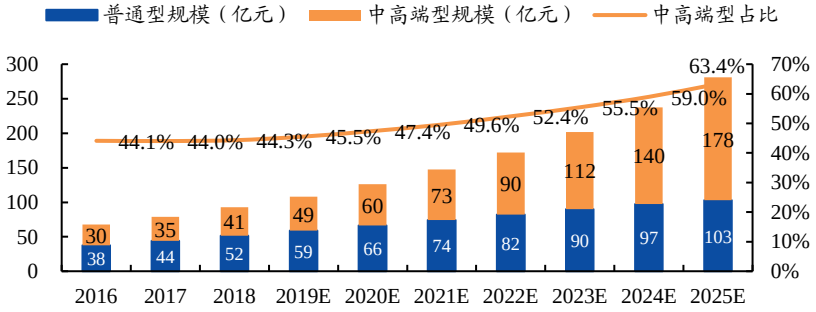
1.6 爱帝宫：月子服务准入门槛低、盈利门槛高，供不应求推动行业扩容

- **生育政策放宽、消费升级、资本助力等因素推动月子服务行业扩容。**目前国内月子中心行业仍处于初期，市场主要集中在一线及省会等经济发达城市。2018年，国内月子中心市场规模约93亿，消费人群约21.5万，占2018年出生人口1500万暨渗透率不到2%，相比中国台湾60%以上的渗透率水平，还有很大提升空间。生育政策放宽、消费升级、资本涌入等因素持续推动行业增长，按2019-2025年CAGER17%预测，2025年市场规模有望达281.2亿元。在消费升级的推动下，预计中高端型月子规模将从2018年的44.3%提升至2025年的63.4%。

- 虽然目前月子中心集中在一线城市和省会城市，但是近几年随着三四线城市购买力的提升以及月子连锁企业的异地扩张，分布呈现下沉趋势，区域龙头市占率稳定。爱帝宫2018年在深圳的市场占有率为31.0%，较第二名巍阁高17.6pct，以绝对优势领先区域市场。爱帝宫在服务态度、服务能力、课程专业度、后期服务、前期咨询方面形成优势，品牌溢价也带来公司客单价和入住率高于竞争对手。公司依托标准化运营，品牌异地扩张模式得到验证——2016年进入北京，2018年进入成都，目前已开业5家月子中心公司。

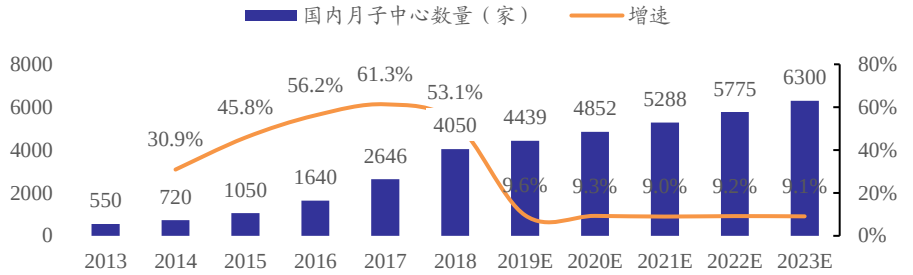
- 着眼未来，全国扩张及全产业链延伸打造核心竞争力。预计公司将通过“内生+外延”的发展方式快速发展月子服务市场，双品牌布局实现对高端及普通类型的月子服务的全面覆盖，并且从常规月子服务、产后康复项目有望向母婴健康产业链延伸，提升客户黏性。

图12：预计2019-2025年中高端型月子市场复合增速23.9%



数据来源：弗若斯特沙利文公司、开源证券研究所

图13：近年国内月子中心数量稳步提升



数据来源：弗若斯特沙利文公司、开源证券研究所

2 推荐及受益标的盈利预测

- 根据上文从各细分领域寻找未来可能成长为细分领域龙头的公司，推荐标的（排名不分先后）：华大基因、国际医学、昌红科技、爱帝宫、东富龙、戴维医疗、亿帆医药、金城医药。受益标的（排名不分先后）：英科医疗、健帆生物、海普瑞、天士力、凯普生物、振德医疗、祥生医疗、透景生命、爱朋医疗、山东药玻。后续我们将持续挖掘潜在的“隐形”冠军。

表4：推荐及受益标的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价（元）	EPS			PE			评级
		2020/9/15	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
000516.SZ	国际医学	6.59	0.01	0.06	0.24	659.00	109.83	0.06	买入
300676.SZ	华大基因	141.08	10.58	7.92	6.59	13.33	17.81	7.92	买入
00286.HK	爱帝宫	0.61	0.03	0.07	0.08	20.33	8.71	0.07	买入
600429.SH	山东药玻	46.58	0.98	1.23	1.54	47.53	37.87	1.23	未评级
600535.SH	天士力	18.07	0.68	0.75	0.9	26.57	24.09	0.75	未评级
300233.SZ	金城医药	29.26	1.17	1.44	1.75	25.01	20.32	1.44	买入
002019.SZ	亿帆医药	27.62	1.04	1.18	1.41	26.56	23.41	1.18	买入
300529.SZ	健帆生物	70.65	0.99	1.32	1.75	71.36	53.52	1.32	未评级
002399.SZ	海普瑞	22.24	0.72	0.89	1.11	30.89	24.99	0.89	未评级
300677.SZ	英科医疗	132.28	27.06	23.31	20.92	4.89	5.67	23.31	未评级
300639.SZ	凯普生物	45.27	1.2	1.32	1.73	37.73	34.30	1.32	未评级
688358.SH	祥生医疗	56.72	1.44	2.22	2.79	39.39	25.55	2.22	未评级
300642.SZ	透景生命	57.1	1.29	2.29	2.77	44.26	24.93	2.29	未评级
300753.SZ	爱朋医疗	31.59	1.09	1.38	1.71	28.98	22.89	1.38	未评级
300151.SZ	昌红科技	19.85	0.38	0.58	0.84	52.24	34.22	0.58	买入
603301.SH	振德医疗	64.53	10.81	3.17	3.93	5.97	20.36	3.17	未评级
300314.SZ	戴维医疗	17.9	0.31	0.47	0.76	57.74	38.09	0.47	买入
300171.SZ	东富龙	18.86	0.48	0.59	0.72	39.29	31.97	0.59	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：除爱帝宫股价及EPS为港元外，其他公司股价及EPS均为人民币；未评级/未覆盖公司EPS为Wind一致预期值。

3 风险提示

板块高估值引发回调；医药可能的政策风险等。

分析师声明

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。

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。

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，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，属于机密材料，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：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

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

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

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

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券