

医药生物

2024 年 12 月 18 日

全国中成药联盟集采信息公布，关注结构性机会

——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）

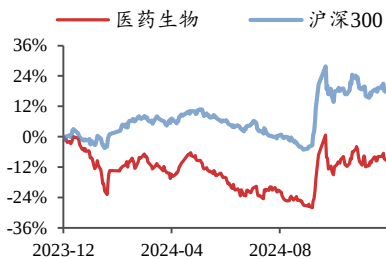
yuruyi@kysec.cn

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

《政策支持+业绩改善，推荐科研服务板块性机会——行业周报》-2024.12.15

《全球投融资企稳重视 BD 大机会，化学原料药行业整体呈现量价齐升的趋势——行业周报》-2024.12.8

《国家医保目录更新，关注 EGFR TKI 市场变化——行业周报》-2024.12.1

● 全国第三批中成药集采信息公布，集采进程稳步推进

2024 年 10 月 25 日，湖北医保局公告《全国中成药采购联盟集中采购文件（征求意见稿）》和《全国中成药采购联盟集中采购文件（首批扩围接续）（征求意见稿）》，标志着全国第三批中成药集采及首批扩围接续集采的启动。随后 11 月 25 日再次征求意见，12 月 1 日发布正式采购文件。截至 2024 年 12 月 11 日，湖北医保服务平台已经公示《全国中成药采购联盟集中采购相关数据信息》。

● 全国中成药第三批：完善降价规则，集采新品数据清晰

全国第三批中成药集采规则重点围绕“完善降价机制并控制高价”进行，一方面，此次全国第三批中成药集采在“价格竞争得分”科目内进一步引入 K 值对报价代表品的“基准价格”进行降价调控。另一方面，全国第三批设置 3 倍“熔断线”，即使某企业的产品在综合评分竞争中胜出，其价格还要与同采购组 A 竞争单元（即用量较大/采购金额较高的产品组）的日均费用最低值比较。若申报企业代表品拟中选价格日均费用超过日均费用最低值（最低值小于 5 元的，按 5 元计）3 倍的，需就低调整至 3 倍；不接受就低调整的企业取消拟中选资格。我们认为此规则是对于此前集采未中选、或相对高挂网价药品的价格纠偏，体现政策的公平性、合理性与谨慎性。

● 首批扩围接续：降价态度趋严，但部分大品种组内降幅仍有望温和

对比前两版征求意见稿和最终的接续公告，在直接拟中选企业资格确定方面，由原“日均费用均值的 1.5 倍”调整至“日均费用均值”，取消 1.5 倍增幅要求；同时新增 3 倍价格纠偏机制，整体呈现对于接续产品的同产品组内高挂网价产品降价态度的趋严。但与此同时，据湖北医保服务平台公布的公示信息，首批扩围接续的大部分产品基准价格基本延续全国或省级、省际集采最低价格或在此基础上微降，此外个别同药不同规格的价格倒挂产品在此次集采中积极进行价格调整，利好未来销售拓展。

● 中选结果有望近期落地，关注板块情绪复苏及个股机遇

此次全国中成药第三批集中带量采购从规则上来看是对之前批次降价规则的进一步优化，强调初始降价起点的公平性；随后的首批接续扩围则为后续接续规则提供了良好的指引，收紧同产品组高价药的放量空间态度已明确。我们认为伴随第三批中成药集采及首批扩围接续的顺利推进，中选结果有望近期落地，同时伴随降价规则和数据的明晰，中药板块集采降价预期已基本触底，后续有望迎来估值修复以及个股的业绩向好。**推荐标的：**昆药集团、佐力药业、方盛制药、悦康药业、天士力。**受益标的：**华润三九等。

● 风险提示：政策变化风险、中标结果不及预期风险、产品销售不及预期风险。

目 录

1、 全国第三批中成药集采信息公布，关注板块情绪复苏.....	3
1.1、 全国中成药第三批：完善降价规则，集采新品数据清晰.....	4
1.2、 首批扩围接续：降价态度趋严，但部分大品种组内降幅仍有望温和	5
2、 风险提示	8

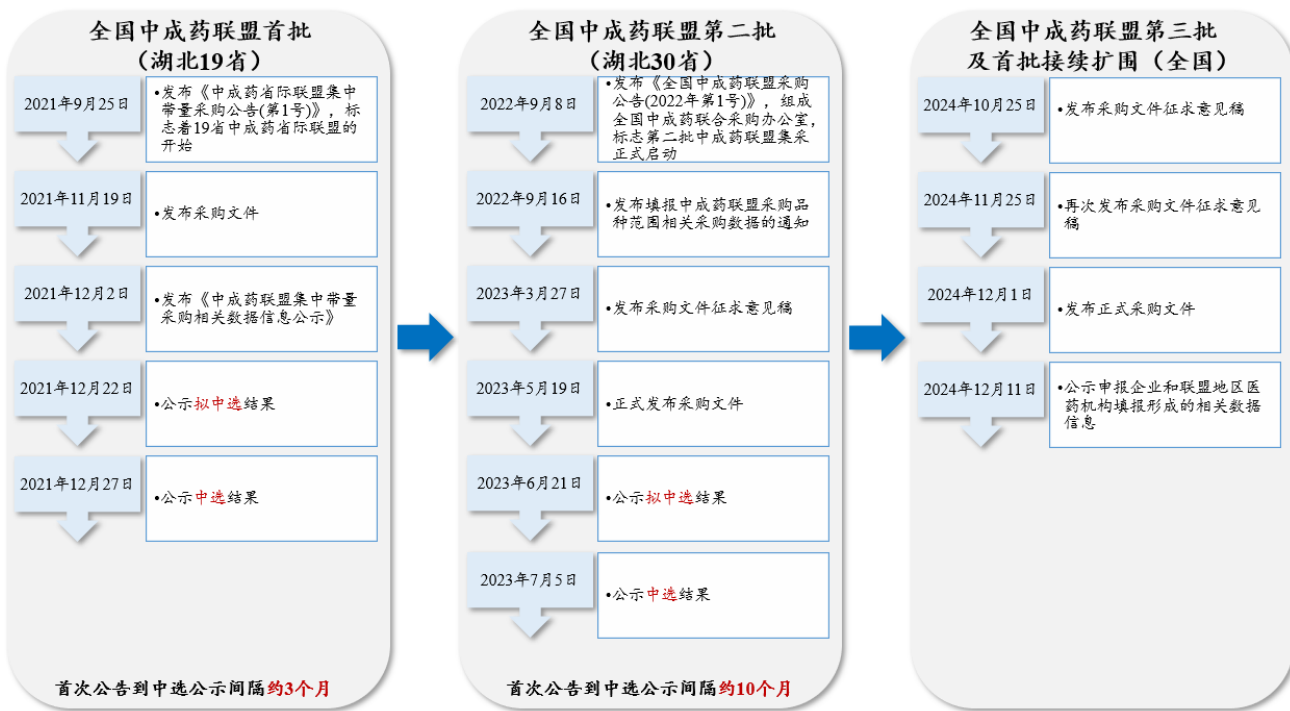
图表目录

图 1： 2024 年 12 月 11 日全国第三批中成药集采信息公示，集采落地节奏稳步推进	3
表 1： 2021 年和 2023 年湖北省牵头开展的两批中成药集采，中选药品平均降幅约 46%.....	3
表 2： 全国中成药第三批集中带量采购涉及 20 个产品组	4
表 3： 全国中成药采购联盟集中采购（首批扩围接续）降价规则趋严	5
表 4： 血塞通及百令系列部分代表品基准价格基本延续全国或省级、省际集采最低中选价格	6
表 5： 血塞通及百令系列部分非代表品基准价格同步调整.....	7

1、全国第三批中成药集采信息公布，关注板块情绪复苏

全国第三批中成药集采信息公布，集采进程稳步推进。2024 年 10 月 25 日，湖北医保局公告《全国中成药采购联盟集中采购文件（征求意见稿）》和《全国中成药采购联盟集中采购文件（首批扩围接续）（征求意见稿）》，标志着全国第三批中成药集采（简称“全国第三批”）及首批扩围接续集采的启动。随后 11 月 25 日再次征求意见，12 月 1 日发布正式采购文件。截至 2024 年 12 月 11 日，湖北医保服务平台已经公示《全国中成药采购联盟集中采购相关数据信息》。

图1：2024 年 12 月 11 日全国第三批中成药集采信息公示，集采落地节奏稳步推进



资料来源：湖北医疗保障局、湖北医保服务平台、开源证券研究所

2021 年和 2023 年湖北省牵头开展的两批中成药集采，中选药品平均降幅 46% 左右，以口服中成药为主。

第一批湖北等 19 省中成药联盟集采从 2021 年 9 月末开始，湖北等 19 省开展的 17 组 76 个中成药省际联盟带量采购，共有 157 家企业的 182 个产品参与报价，最终 97 家企业、111 个产品中选。

2022 年 9 月，在第一批试点成功的基础上，湖北省再次受国家医疗保障局委托，成立全国中成药联合采购办公室，继续牵头联盟地区北京市、上海市、江苏省等 30 个省（区、市）开展全国中成药集采工作。2023 年 7 月，中选结果公布，共有 86 家企业、95 个报价代表品参与竞标，最终 63 家企业、68 个报价代表品中选。

表1：2021 年和 2023 年湖北省牵头开展的两批中成药集采，中选药品平均降幅约 46%

类别	平均降幅	最高降幅	中选率	复活率	厂牌替换率	节约金额 (亿元/年)
19 省中成药联盟	42.27%	82.63%	62.00%	3.60%	40.83%	26
全国中成药联盟 (第二批)	49.36%	76.80%	71.60%	13.24%	21.60%	45

资料来源：《中成药全国联盟集中带量采购湖北实践与评价》、开源证券研究所

1.1、全国中成药第三批：完善降价规则，集采新品数据清晰

全国第三批中成药集采规则重点围绕“完善降价机制并控制高价”进行，“复活机会”实际促进首次降价热情：

(1) 完善降价机制并控制高价：对比全国第三批及全国第二批中成药集采文件可知，两次集采在入围企业筛选时均充分考虑“价格竞争”和“技术评价”两个科目，根据报价代表品降幅以及医疗机构认可度、综合排名、创新能力、药材品质、供应保障、信用评价、质量安全等因素综合得分（综合得分=价格竞争得分×60%+技术评价得分×40%），产生入围企业。与此同时，我们认为全国第三批中成药集采规则在“缓解低价药降价压力，消除高价药极端差异”，促进价差合理化方面进一步对规则进行完善。

一方面，此次全国第三批中成药集采在“价格竞争得分”科目内进一步引入

$$“K=1 \div \sqrt[4]{\frac{\text{申报企业报价代表品基准价格基数计算的日均费用}}{\text{同采购组申报企业报价代表品基准价格基数计算的日均费用最低值}}}”$$

对报价代表品的“基准价格”进行降价调控。“基准价格”可以看作是企业竞价的“起跑线”，K值的引入可以对高价药品进行一定幅度调低，价格越高压缩幅度越大，提高起跑线的公平性机会。与此同时，规则中标注①同采购组申报企业报价代表品基准价格基数计算的日均费用最低值小于5元的，按5元计；②申报企业报价代表品基准价格基数计算的日均费用小于5元的，K值取1。由此日均费用小于5元的低价药品无需进一步在基准价格上降价，我们认为这是在原降价规则进一步完善的同时“打补丁”，给予低价药品一定的保护。

另一方面，全国第三批设置3倍“熔断线”，即使某企业的产品在综合评分竞争中胜出，其价格还要与同采购组A竞争单元（即用量较大/采购金额较高的产品组）的日均费用最低值比较。若申报企业代表品拟中选价格日均费用超过日均费用最低值（最低值小于5元的，按5元计）3倍的，需就低调整至3倍；不接受就低调整的企业取消拟中选资格。我们认为此规则是对于此前集采未中选、或相对高挂网价药品的价格纠偏，体现政策的公平性、合理性与谨慎性。

(2) “复活机会”实际促进首次降价热情：全国第三批允许“接受不高于同采购组拟中选企业代表品报价日均费用的最低值，且技术评价指标无倒扣分的未入围或未中选的有效申报企业”申请复活。但我们认为“复活机会”在一定程度上能够促进企业首次降价的热情，一方面，若企业代表品未中选，需面临医疗机构采购同采购组未中选产品不得超过中选产品实际采购量10%的限制；另一方面，若企业初次未中选，即便可以申请复活，但需接受最低日均费用以及协议采购量分配时，其产品采购需求量不分配给对应的医药机构的情形。

全国中成药第三批集中带量采购涉及20个产品组，95个产品，287家企业。2024年12月11日湖北医保服务平台公布的公示信息中，细致呈现了全国中成药第三批集采的产品、生产企业以及同采购组日均费用均值等相关信息。

表2：全国中成药第三批集中带量采购涉及20个产品组

序号	采购组	给药途径	首年采购需求量（万/最小制剂单位）	同采购组日均费用均值(元)
1	血脂康、脂必泰、脂必妥	口服	73331.2724	4.32
2	脉血康、脑血康、活血通脉	口服	49609.1933	8.84
3	血栓通、三七通舒	口服	15859.7418	7.53
4	喜炎平、穿心莲、穿琥宁、炎琥宁	注射	10715.9658	23.35

序号	采购组	给药途径	首年采购需求量 (万/最小制剂单位)	同采购组日均费用均值(元)
5	红花、红花黄色素	注射	260.0120	110.75
6	芪龙、消栓	口服	12949.0981	10.92
7	舒肝宁、茵栀黄	注射	1361.7317	225.48
8	双黄连	注射	176.8764	117.16
9	丹参	口服	40564.9083	3.48
10	生脉、益气复脉	口服	11725.5607	8.19
11	灯盏花素、灯盏细辛	口服	10735.9474	6.71
12	鸦胆子油	口服	2982.1247	28.86
13	刺五加	注射	1386.9553	138.92
14	脑心清	口服	25530.9236	8.79
15	地榆升白	口服	31980.5413	6
16	清开灵	口服	27167.8941	3.96
17	清开灵	注射	4276.4274	141.08
18	保妇康	外用	8438.4737	4.15
19	参芪降糖	口服	35189.0873	5.06
20	独一味	口服	38129.1180	6.21

资料来源：湖北医保服务平台、开源证券研究所

1.2、首批扩围接续：降价态度趋严，但部分大品种组内降幅仍有望温和

从征求意见稿中选规则变迁来看，降价态度趋严。对比前两版征求意见稿和最终的接续公告，在直接拟中选企业资格确定方面，由原“日均费用均值的 1.5 倍”调整至“日均费用均值”，取消 1.5 倍增幅要求；同时新增 3 倍价格纠偏机制，整体呈现对于接续产品的同产品组内高挂网价产品降价态度的趋严。

表3：全国中成药采购联盟集中采购（首批扩围接续）降价规则趋严

指标	征求意见稿（第一版）	征求意见稿（第二版）	正式公告
直接拟中选 资格的获得	情形一：已在省级、省际联盟集中带量采购中选的申报企业报价代表品，申报企业报价代表品申报价计算的日均费用 <u>不超过同采购组日均费用均值的 1.5 倍</u> 。	情形一：已在省级、省际联盟集中带量采购中选的申报企业报价代表品，申报企业报价代表品申报价计算的日均费用 <u>低于同采购组日均费用均值</u> 。	情形一：已在省级、省际联盟集中带量采购中选的申报企业报价代表品，该申报企业报价代表品申报价计算的日均费用 <u>不高于同采购组日均费用均值（同采购组日均费用均值小于 5 元的，按 5 元计）</u> 。
	情形二：未在省级、省际联盟集中带量采购中选的申报企业报价代表品，申报企业代表品报价日均费用 <u>不超过同采购组日均费用均值的 1.5 倍</u> ，且不高于一同采购组拟中选的日均费用最高值。	情形二：未在省级、省际联盟集中带量采购中选的申报企业报价代表品，申报企业代表品报价日均费用 <u>低于同采购组日均费用均值</u> ，且不高于一同采购组拟中选的日均费用最高值。	情形二：未在省级、省际联盟集中带量采购中选的申报企业报价代表品，该申报企业代表品报价日均费用 <u>不高于同采购组日均费用均值（同采购组日均费用均值小于 5 元的，按 5 元计）</u> ，且不高于一同采购组拟中选的日均费用最高值。
价格纠偏	无	若拟中选企业代表品报价日均费用高于同采购组“鄂冀晋内蒙辽闽赣豫湘琼渝川贵藏陕甘宁新新疆兵团中成药联盟集中带量采购”原 A 竞争单元中选企	若申报企业报价代表品拟中选价格计算的日均费用高于同采购组“鄂冀晋内蒙辽闽赣豫湘琼渝川贵藏陕甘宁新新疆兵团中成药联盟集中带量采购”原 A

指标	征求意见稿（第一版）	征求意见稿（第二版）	正式公告
		业本次代表品报价日均费用最低值3倍	竞争单元中选企业本次代表品拟中选的，需就低调整至3倍；不接受就低调整至3倍的申报企业，取消拟中选资格。
		价格日均费用最低值（最低值小于5元	的，按5元计）3倍的，需就低调整至3倍。不接受就低调整至3倍的申报企业，取消拟中选资格。

资料来源：湖北医保服务平台、开源证券研究所

大部分代表品基准价格可延续全国或省级、省际集采最低价格。据湖北医保服务平台公布的公示信息，首批扩围接续的大部分产品基准价格基本延续全国或省级、省际集采最低价格或在此基础上微降，以部分血塞通及百令系列代表品为例，可以发现其基准价格降幅基本温和，同时此前个别价格倒挂的药品在此次集采中积极进行价格调整，利好未来销售拓展。如昆药集团 100mg 非代表品注射用血塞通(冻干)申报基准价格按照“小规格低于大规格”原则，对比 200mg 代表品 9.22 元/支的价格进行调整，由原 16.28 元/支的省级挂网价调整至 9.21 元/支。

表4：血塞通及百令系列部分代表品基准价格基本延续全国或省级、省际集采最低中选价格

采购组	给药途径	药品名称	规格	制剂/包装单位数量	申报企业	基准价格(元)	全国省级采购平台最低中标/挂网价格(元)	省级、省际联盟集采最低中选价格(元)	日均用量	同采购组日均费用均值(元)	日均费用(元)
血塞通、血栓通	注射	注射用血塞通(冻干)	每支装 100mg	1/支/支	哈尔滨珍宝制药	8.54	8.54	16.27	3	20.16	25.62
血塞通、血栓通	注射	注射用血塞通(冻干)	每支装 200mg	1/支/支	昆药集团	9.22	19.08	9.22	1.5	20.16	13.83
百令、至灵、金水宝	口服	百令片	每片重 0.44g(含发酵冬虫夏草菌粉 0.333g)	36/片/盒	杭州中美华东制药	34.2	75.81	34.2	18	17.15	17.10
百令、至灵、金水宝	口服	百令片	每片重 0.45g(相当于发酵冬虫夏草菌粉 0.2g)	60/片/盒	青海珠峰冬虫夏草药业	28.23	46.28	28.23	30	17.15	14.12
血塞通	口服	血塞通片	每片含三七总皂苷 100mg	36/片/盒	湖南湘雅制药	46	59.12	46.68	2.25	3.3	2.88
血塞通	口服	血塞通软胶囊	每粒装 0.33g(含三七总皂苷 60mg)	24/粒/盒	昆明华润圣火药业	25.88	30.47	25.88	4	3.3	4.31
血塞通	口服	血塞通滴丸	每丸含三七总皂苷 5mg	300/丸/盒	昆药集团血塞通药业	24.38	24.38	24.38	60	3.3	4.88

资料来源：湖北医保服务平台、开源证券研究所（注：蓝色标注为原中选企业）

表5：血塞通及百令系列部分非代表品基准价格同步调整

采购组	给药途径	药品名称	规格	制剂/包装单位数量	申报企业	基准价格(元)	全国省级采购平台最低中标/挂网价格(元)	省级、省际联盟集采最低中选价格(元)	单价(元)
血塞通、血栓通	注射	注射用血塞通(冻干)	每支装 200mg	1/支/支	哈尔滨珍宝制药	20.08	20.08	无	20.08
血塞通、血栓通	注射	注射用血塞通(冻干)	每支装 400mg	1/支/支	哈尔滨珍宝制药	34.14	34.14	无	34.14
血塞通、血栓通	注射	注射用血塞通(冻干)	每支装 400mg	1/支/支	昆药集团	30.55	34.97	30.55	30.55
血塞通、血栓通	注射	注射用血塞通(冻干)	每支装 100mg	1/支/支	昆药集团	9.21	19.72	16.28	9.21
百令、至灵、金水宝	口服	百令片	每片重 0.44g(含发酵冬虫夏草菌粉 0.333g)	72/片/盒	杭州中美华东制药	66.69	155.61	66.69	0.93
百令、至灵、金水宝	口服	百令胶囊	每粒装 0.5g	42/粒/盒	杭州中美华东制药	43.26	43.26	无	1.03
百令、至灵、金水宝	口服	百令胶囊	每粒装 0.5g	70/粒/盒	杭州中美华东制药	70.77	72.1	无	1.01
百令、至灵、金水宝	口服	百令片	每片重 0.45g(相当于发酵冬虫夏草菌粉 0.2g)	75/片/盒	青海珠峰冬虫夏草药业	35	61.89	35.29	0.47
百令、至灵、金水宝	口服	百令片	每片重 0.45g(相当于发酵冬虫夏草菌粉 0.2g)	90/片/盒	青海珠峰冬虫夏草药业	41.72	74.58	42.35	0.46
百令、至灵、金水宝	口服	百令片	每片重 0.45g(相当于发酵冬虫夏草菌粉 0.2g)	150/片/盒	青海珠峰冬虫夏草药业	68.25	无	70.58	0.46
百令、至灵、金水宝	口服	百令胶囊	每粒装 0.5g	72/粒/盒	佐力药业	70.23	71.28	无	0.98
百令、至灵、金水宝	口服	百令胶囊	每粒装 0.5g	48/粒/盒	佐力药业	47.52	47.52	无	0.99
血塞通	口服	血塞通分散片	50mg	48/片/盒	方盛制药	24.26	30.73	24.26	0.51
血塞通	口服	血塞通分散片	50mg	36/片/盒	方盛制药	18.39	22.85	无	0.51
血塞通	口服	血塞通分散片	每片重 0.17g(含三七总皂苷 25mg)	60/片/盒	方盛制药	21.99	21.99	无	0.37
血塞通	口服	血塞通片	每片含三七总皂苷 100mg	24/片/盒	湖南湘雅制药	31.12	40	31.12	1.30
血塞通	口服	血塞通片	每片含三七总皂苷 25mg	24/片/盒	湖南湘雅制药	9.5	9.5	无	0.40
血塞通	口服	血塞通片	每片含三七总皂苷 50mg	36/片/盒	湖南湘雅制药	31.5	31.5	无	0.88
血塞通	口服	血塞通软胶囊	每粒装 0.33g(含三七总皂苷 60mg)	12/粒/盒	昆明华润圣火药业	13.27	17.46	无	1.11

采购组	给药途径	药品名称	规格	制剂/包装单位数量	申报企业	基准价格(元)	全国省级采购平台最低中标/挂网价格(元)	省级、省际联盟集采最低中选价格(元)	单价(元)
血塞通	口服	血塞通软胶囊	每粒装 0.33g(含三七总皂苷 60mg)	36/粒/盒	昆明华润圣火药业	38.24	无	38.82	1.06
血塞通	口服	血塞通软胶囊	每粒装 0.55g(含三七总皂苷 100mg)	30/粒/盒	昆药集团	50.72	52.45	无	1.69
血塞通	口服	血塞通软胶囊	每粒装 0.55g(含三七总皂苷 100mg)	12/粒/盒	昆药集团	20.98	20.98	无	1.75
血塞通	口服	血塞通滴丸	每丸含三七总皂苷 5mg	180/丸/盒	昆药集团血塞通药业	14.63	16.4	16.4	0.08
血塞通	口服	血塞通滴丸	每丸含三七总皂苷 5mg	420/丸/盒	昆药集团血塞通药业	34.13	34.13	34.13	0.08
血塞通	口服	血塞通颗粒	1.5g(含三七总皂苷 50mg)	12/袋/盒	昆药集团血塞通药业	29.56	29.56	无	2.46
血塞通	口服	血塞通颗粒	1.5g(含三七总皂苷 50mg)	24/袋/盒	昆药集团血塞通药业	59.12	59.12	无	2.46
血塞通	口服	血塞通片	每片重 0.113g(含三七总皂苷 25mg)	20/片/盒	昆药集团血塞通药业	9.66	9.66	无	0.48
血塞通	口服	血塞通片	0.125g(含三七总皂苷 50mg)	40/片/盒	昆药集团血塞通药业	29.84	29.84	无	0.75
血塞通	口服	血塞通片	每片重 0.225g(含三七总皂苷 100mg)	12/片/盒	昆药集团血塞通药业	23.18	23.18	无	1.93
血塞通	口服	血塞通片	每片重 0.225g(含三七总皂苷 100mg)	24/片/盒	昆药集团血塞通药业	45.2	45.2	无	1.88

资料来源：湖北医保服务平台、开源证券研究所

集采进程稳步推进，关注板块情绪复苏及个股机遇。此次全国中成药第三批集中带量采购从规则上来看是对之前批次降价规则的进一步优化，强调初始降价起点的公平性；随后的首批接续扩围则为后续接续规则提供了良好的指引，收紧同产品组高价药的放量空间态度已明确。我们认为伴随第三批中成药集采及首批扩围接续的顺利推进，中选结果有望近期落地，同时伴随降价规则和数据的明晰，中药板块集采降价预期已基本触底，后续有望迎来估值修复以及个股的业绩向好。

推荐标的：昆药集团、佐力药业、方盛制药、悦康药业、天士力。**受益标的：**华润三九等。

2、风险提示

政策变化风险、中标结果不及预期风险、产品销售不及预期风险。

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。

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