

医药生物

行业定期报告



2026 年 04 月 13 日

伴自杀抑郁症治疗需求尚未满足，建议关注华纳药厂

——医药行业周报（26/4/7-26/4/10）

投资评级：看好（维持）

证券分析师

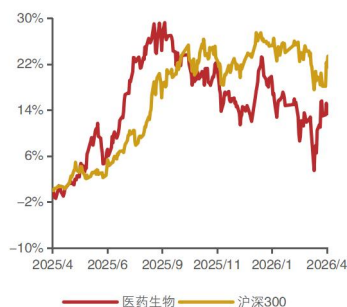
刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



- 投资要点：**
- 本周医药市场表现分析：**4月7日至4月10日，医药指数上涨0.92%，相对沪深300指数超额收益为-3.49%。本周受伊朗战争缓和预期的影响，大盘强势反弹，医药指数表现相对一般，创新药板块在前期强势反弹后，近期横盘调整。但是，我们认为目前创新药板块估值仍处于较低位置区间，随着AACR、ASCO等大会的临近，创新药板块有望酝酿新一轮行情，建议关注基本面强劲或者有催化的个股。1) **创新药建议重点关注IO2.0+ADC，III期临床或将迎来重要节点**，同时关注2026年有实质性临床进展的个股和BD预期差大的个股，建议关注：A股)信立泰、君实生物、上海谊众、华纳药厂、泽璟制药、热景生物、恒瑞医药、科伦药业、福元医药、苑东生物、广生堂、泰恩康等；港股)康方生物、三生制药、翰森制药、科伦博泰、中国生物制药、石药集团、信达生物、荣昌生物等。同时，关注Q1业绩有望表现亮眼的方向；2) **出口类的CXO及产业链**如药明康德、百奥赛图、美迪西、益诺思、昭衍新药等；3) **关注跨界标的如“医疗+光学”业务布局的海泰新光**等。
 - 医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周上涨个股数量316家，下跌个股150家，涨幅居前个股为美诺华(+23.98%)、万泽股份(+23.09%)、纳微科技(+22.96%)、药康生物(+16.75%)和奥美医疗(+16.49%)。跌幅居前个股为长药退(-34.48%)、诚达药业(-24.47%)、联环药业(-18.46%)、海特生物(-17.56%)和双鹭药业(-16.04%)。
 - ZG001 改构自氯胺酮但又无成瘾性，有望颠覆抑郁症治疗格局，建议关注华纳药厂。**抑郁症全球高发，全球抗抑郁药市场 Research and Markets 预计2030年将达到176亿美元。国内抑郁症患者超3800万，其中伴有自杀意念或行为(MDSI)的患者比例高达53.1%。由于传统抗抑郁药起效较慢，难以应对自杀等精神科急症，临床急需超速效、高安全性的治疗方案。目前，强生的Spravato(艾司氯胺酮鼻喷雾剂)作为全球唯一获批的MDSI药物，2025年销售额达16.96亿美元(同比+57.4%)，强生预计其2027年销售额至少30亿美元。然而，该药具有成瘾性及副作用，在国内被列为一类精神药品，应用场景限于院内。华纳药厂的ZG001胶囊改构自氯胺酮，在保留强效抗抑郁活性的同时，革除其药物依赖、拟精神病样等严重精神副作用，并在临床前和I期临床得到验证。目前该药物处于IIa期临床，我们预计有望于2026年下半年读出关键数据。
 - 投资观点及建议：**经过2015-2025年的十年创新转型，中国医药产业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)，尤其是创新药显著打开了中国医药企业增长新曲线，具体来看，1)中国创新产业已具规模，恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药等传统Pharma已完成创新的华丽转身，百利天恒、科伦博泰等创新药公司正在以全球First-in-class的姿态快速崛起；2)出海能力加速提升，中国药企已成为MNC非常重视的创新转换来源。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，如联影医疗、华大智造、美好医疗等。需求端和支付端也在持续推动新增量；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；另外，新技术也在加速行业变革；5)AI大科技浪潮下，医药有望释放新的成长逻辑，脑机接口、肿瘤早筛、AI医疗等快速发展。展望2026年，我们继续看好以创新为主的医药科技主线，重点关注创新药、脑机接口、AI医疗、手术机器人等，同时建议布局2026年行业有望迎来反转的老龄化及院外消费，关注估值较低的麻药、血制品等。
 - 本周建议关注组合：**康方生物、君实生物、华纳药厂、广生堂、海泰新光；
 - 4月建议关注组合：**恒瑞医药、信立泰、三生制药、君实生物、上海谊众、华纳药厂、福元医药、药明康德、美迪西、海泰新光。
 - 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. 伴自杀抑郁症治疗需求尚未满足，建议关注华纳药厂	4
1.1. 强生 Spravato：唯一 MDSI 药物治疗，销售峰值至少 30 亿美元	5
1.2. 华纳药厂 ZG001：改构氯胺酮，无成瘾性，有望重塑抑郁症治疗格局	5
2. 行业观点：坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架	6
3. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 常见抗抑郁药情况一览	4
图表 2: Spravato 全球销售额 (2022–2025)	5
图表 3: ZG001 胶囊 II a 期临床方案	6
图表 4: 本周申万医药行业涨幅 Top10	6
图表 5: 本周申万医药行业跌幅 Top10	7
图表 6: 2024 年初至今医药指数表现	7
图表 7: 申万各板块年初至今涨跌幅情况	8
图表 8: 年初至今医药子板块涨跌幅情况	8
图表 9: 本周医药子板块表现情况	8
图表 10: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2026 年 4 月 10 日, 整体 TTM 法)	9
图表 11: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2026 年 4 月 10 日, 整体 TTM 法)	9
图表 12: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2026 年 4 月 10 日, 整体 TTM 法)	10
图表 13: 2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (亿元)	10

1. 伴自杀抑郁症治疗需求尚未满足，建议关注华纳药厂

抑郁症严重威胁公众健康，全球百亿美元市场空间。抑郁症是常见的精神障碍，据医药魔方预测，美国 2025 年/2030 年抑郁症患者总数分别为 2092.5/2178.3 万人；而在中国，2014 年抑郁症患者总数达 3857.7 万人，其中重度抑郁症患者达 2250.3 万人。根据 Research and Markets 报告分析，全球抗抑郁药市场在 2022 年预计 145 亿美元，预计到 2030 年将达 176 亿美元。抑郁症在情感、躯体、认知等多方面消磨患者的生存意志，极易导致患者出现自杀相关的想法及行为，这种情况被称为伴有自杀意念或行为的抑郁症（MDSI）。

每 2 位抑郁症患者就有 1 位有过自杀念头，MDSI 为精神科急症需立即干预。据《Prevalence of suicidal behaviors in patients with major depressive disorder in China: A comprehensive meta-analysis》统计，国内抑郁症患者出现自杀意念的比例高达 53.1%，实施过自杀计划的比例为 17.5%。在抑郁障碍患者群体中，最终有 10%~15% 的人死于自杀，甚至出现“扩大性自杀”行为，即患者在杀死亲人后选择自杀，这种行为不仅严重危及患者自身的生命安全，也给家庭和社会带来了严重伤害。此外，MDSI 患者通常抑郁发作持续时间更长、相关症状更重，治疗反应更差，再入院风险也更高，患者医疗负担较重。

传统抗抑郁药种类繁多，但起效时间长，难以满足急救需求。传统抗抑郁药物出现于上世纪 50 年代，主要以单胺类物质、五羟色胺类物质为主。然而传统的抗抑郁药物常需要数周到数月才能开始改善情绪，起效慢难以解决 MDSI 患者急性发作问题，而且只能治愈 30% 左右的抑郁症患者。对于伴有急性自杀意念或行为的抑郁症患者而言，临床实践中迫切需要一种起效更为迅速、疗效更为确切、耐受性更佳且操作便捷易行的治疗手段。

图表 1：常见抗抑郁药情况一览

药品名称	药物特点	常见不良反应及注意事项	作用机制
西酞普兰/艾司西酞普兰	适用于合并焦虑症状的抑郁症	恶心、呕吐、消化不良、腹泻、出汗、激越、焦虑、头痛、失眠、震颤、性功能下降、低钠血症、皮肤出血等，可发生撤药症状	5-羟色胺再摄取抑制剂（SSRIs）
氟西汀	轻度抑制食欲，一般不引起体重增加	恶心、呕吐、消化不良、出汗、震颤等，同西酞普兰，但更易出现失眠和激越；注意可能改变胰岛素需求量	5-羟色胺再摄取抑制剂（SSRIs）
帕罗西汀	治疗伴有焦虑症状的抑郁症效果佳	同西酞普兰，但抗胆碱能、镇静作用、撤药反应更常见	5-羟色胺再摄取抑制剂（SSRIs）
舍曲林	具有改善认知的功能	同西酞普兰	5-羟色胺再摄取抑制剂（SSRIs）
氟伏沙明	具有改善睡眠的作用	同西酞普兰，但恶心更常见	5-羟色胺再摄取抑制剂（SSRIs）
文拉法辛	高剂量时抗焦虑	恶心、失眠、口干、嗜睡、便秘等，注意大剂量使用会引起血压升高，尽量使用最小有效剂量	5-羟色胺与去甲肾上腺素再摄取抑制剂（SNRIs）
度洛西汀	可用于伴有躯体疼痛的抑郁症	恶心、失眠、头痛、口干、便秘等，注意可升高血压，提高心率	5-羟色胺与去甲肾上腺素再摄取抑制剂（SNRIs）
安非他酮	可用于性功能障碍	注意高剂量时增加惊厥风险	去甲肾上腺素及多巴胺再摄取抑制剂（NDRI）
阿戈美拉汀	改善睡眠	肝功能异常慎用	褪黑激素受体 MT1 和 MT2 激动剂和 5-羟色胺受体 5-HT2C 拮抗剂
米氮平	对食欲和睡眠有改善作用，对性功能影响小	食欲增加、体重增加、困倦、水肿、白细胞减少等，注意监测血糖	去甲肾上腺素能和特异性 5-羟色胺能抗抑郁药
阿米替林	对焦虑和抑郁都有明显效果	不良反应较多，如心律失常、低血压、性功能障碍、谵妄等，需定期检查心电图	三环类抗抑郁药（TCAs）

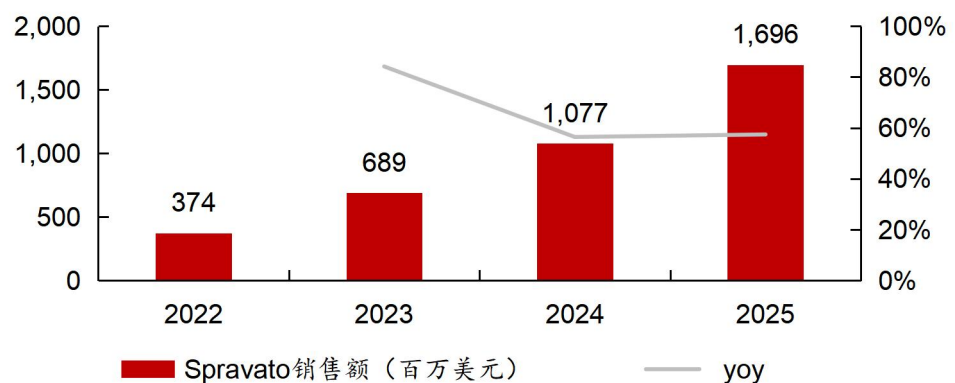
资料来源：丁香园精神时间公众号，华源证券研究所

1.1. 强生 Spravato：唯一 MDSI 药物治疗法，销售峰值至少 30 亿美元

全球唯一 MDSI 药物治疗法，艾司氯胺酮是新机制、超速效抗抑郁药物。强生制药的盐酸艾司氯胺酮鼻喷雾剂（速开朗，Spravato）是全球首个且唯一一款伴急性自杀意念或行为抑郁症患者用药。艾司氯胺酮的有效成分是氯胺酮的右旋异构体（S 构型），通过拮抗 NMDA 受体发挥抗抑郁作用，为 30 年以来首款全新作用机制治疗抑郁症药品。临床研究证实，联合口服抗抑郁药，患者最早在用药 4 小时后即观察到治疗获益，且 24 小时内获得缓解的患者数是标准治疗的 2 倍。

Spravato 2025 年销售额约 17 亿美元，处于高速放量阶段；强生对该药寄予厚望，预期 2027 年销售额至少 30 亿美元。2019 年 3 月，艾司氯胺酮鼻用喷雾剂在美国获批上市，联合一种口服药用于难治性抑郁；2020 年，获 FDA 批准可以与口服抗抑郁药联合应用治疗 MDSI。2025 年 1 月 21 日，FDA 批准其作为美国首个用于治疗难治性抑郁症（TRD）成人的单药疗法。2023 年 4 月 20 日，获得 CDE 批准，用于与口服抗抑郁药联合治疗 MDSI。2025 年 Spravato 全球销售额 16.96 亿美元，同比增速 57.4%，增长势头迅猛。

图表 2：Spravato 全球销售额（2022-2025）



资料来源：强生公告，华源证券研究所

成瘾性使其应用场景受限，安全性更佳的下一代产品需求迫切。艾司氯胺酮鼻喷雾剂具有强效的药理作用，具有一定的成瘾性、副作用，在我国按照第一类精神药品进行管理。它对适用人群和用药过程都有严格要求。出于防止滥用和安全性的考虑，作为一类精神药品，该药必须在医护人员的直接监督下才能使用，仅限在医疗机构内使用。

1.2. 华纳药厂 ZG001：改构氯胺酮，无成瘾性，有望重塑抑郁症治疗格局

改构自氯胺酮，ZG001 革除成瘾性副作用。ZG-001 是一种以氯胺酮为基础进行结构改造而得到的新一代抗抑郁候选药物。非临床研究结果显示，ZG-001 口服给药具有与氯胺酮相当的抗抑郁效果，同时革除了氯胺酮的药物依赖、拟精神病样等严重精神副作用。

健康受试者临床 I 期研究结果显示 ZG-001 口服代谢性质良好，暴露量水平随给药剂量的增加而增加，无性别差异，无蓄积；安全性优异，未发现 2 级及以上不良事件，未见药物依赖、分离等精神副作用。

目前，ZG001 处于 IIa 期临床，预计有望 26H2 读出数据。2025 年 1 月，ZG001 胶囊“治疗伴有自杀意念或行为的抑郁症患者的有效性、安全性和耐受性的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 II a 期临床研究”正式开展；25 年 3 月，首例受试者已成功入组，我们预计有望于 2026 年下半年读出 IIa 期临床数据。我们认为 ZG-001 有望成为新一代快速起效、无成瘾性的口服抗抑郁新药，引领抗抑郁药物治疗的革命性变革。

图表 3：ZG001 胶囊 II a 期临床研究方案

药物	ZG-001 胶囊
临床研究阶段	IIa 期临床
临床研究代码	CTR20250124
适应症	治疗成人伴有自杀意念或行为的抑郁症
主要研究者	首都医科大学附属北京安定医院院长 王刚教授
试验分组	四组患者，均为口服 2 粒，每日一次，连续给药 14 天： 1.ZG-001 组：35mg/140mg 两个规格 2.安慰剂组：35mg/140mg 两个规格
主要终点	首次给药后 24h 蒙哥马利抑郁评定量表（MADRS）总分较基线的变化（回溯一周、回溯至本次评估前 24h）。
目标入组人数	60
首例患者入组日期	2025/3/24

资料来源：药物临床试验登记与信息公示平台，华源证券研究所

2. 行业观点：坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架

本周（4.7-4.10）、年初至今医药指数涨跌幅分别为+0.92%和+1.77%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为-3.49 pct 和 1.63 pct。

个股情况：本周上涨个股数量 316 家，下跌个股 150 家，涨幅居前个股为美诺华（+23.98%）、万泽股份（+23.09%）、纳微科技（+22.96%）、药康生物（+16.75%）和奥美医疗（+16.49%）。跌幅居前个股为长药退（-34.48%）、诚达药业（-24.47%）、联环药业（-18.46%）、海特生物（-17.56%）和双鹭药业（-16.04%）。

图表 4：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	603538.SH	美诺华	109.3	23.98%	21.25%	157.74%
2	000534.SZ	万泽股份	232.8	23.09%	28.89%	107.64%
3	688690.SH	纳微科技	127.4	22.96%	25.66%	22.20%
4	688046.SH	药康生物	76.9	16.75%	29.49%	22.07%
5	002950.SZ	奥美医疗	85.9	16.49%	12.62%	24.18%
6	301093.SZ	华兰股份	143.4	16.45%	5.00%	70.92%
7	688293.SH	奥浦迈	67.6	15.57%	20.81%	6.02%

8	301235.SZ	华康洁净	53.1	15.19%	11.06%	33.71%
9	002432.SZ	九安医疗	431.3	14.32%	26.05%	131.64%
10	301246.SZ	宏源药业	100.0	14.10%	8.18%	0.00%
11	801150.SI	医药生物(申万)		0.92%	2.69%	1.77%
12	000300.SH	沪深300		4.41%	4.19%	0.14%

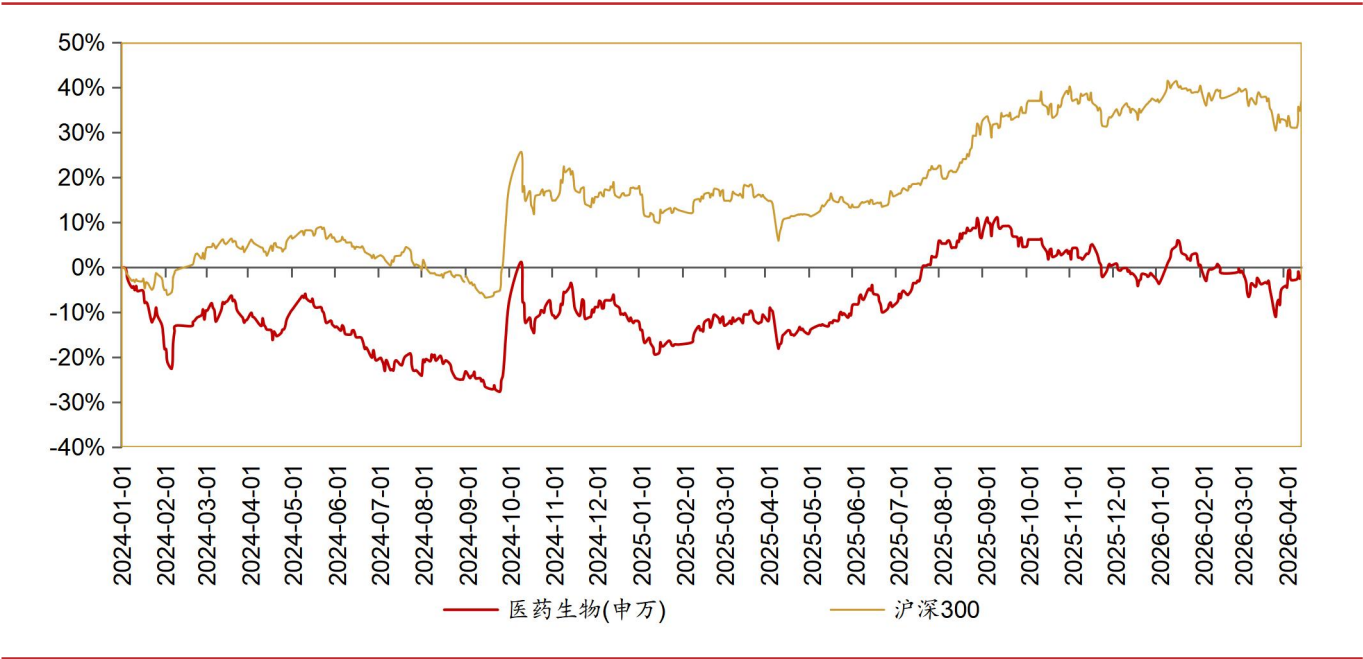
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：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	300391.SZ	长药退	0.7	-34.48%	-40.63%	-78.16%
2	301201.SZ	诚达药业	71.6	-24.27%	-10.43%	13.78%
3	600513.SH	联环药业	64.4	-18.46%	-19.28%	23.27%
4	300683.SZ	海特生物	47.4	-17.56%	-16.54%	30.51%
5	002038.SZ	双鹭药业	77.5	-16.04%	-0.66%	2.31%
6	002923.SZ	润都股份	44.0	-15.81%	-16.08%	8.23%
7	000950.SZ	重药控股	105.1	-14.85%	6.67%	4.97%
8	688513.SH	苑东生物	119.8	-14.71%	5.44%	10.30%
9	603122.SH	合富中国	69.1	-13.75%	0.06%	-28.81%
10	002788.SZ	鹭燕医药	59.3	-13.58%	-5.57%	-27.90%
11	801150.SI	医药生物(申万)		0.92%	2.69%	1.77%
12	000300.SH	沪深300		4.41%	4.19%	0.14%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：2024 年初至今医药指数表现

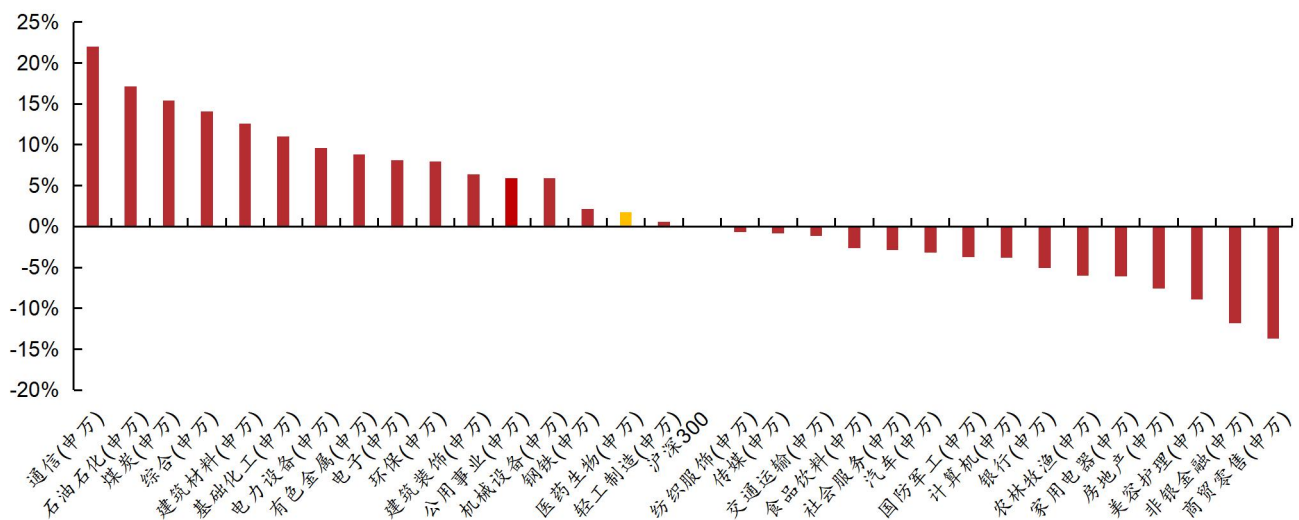


资料来源：Wind，华源证券研究所

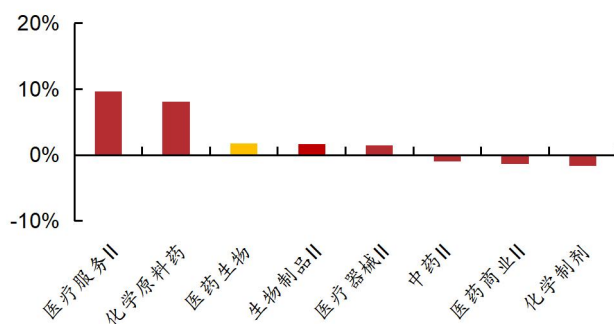
细分赛道涨跌幅情况：

本周，化学原料药（+3.5%）、医疗服务Ⅱ（+3.4%）、医疗器械Ⅱ（+2.1%）、生物制品Ⅱ（+1.3%）、医药生物（+0.9%）、中药Ⅱ（-0.5%）、化学制剂（-0.9%）、医药商业Ⅱ（-1.7%）。

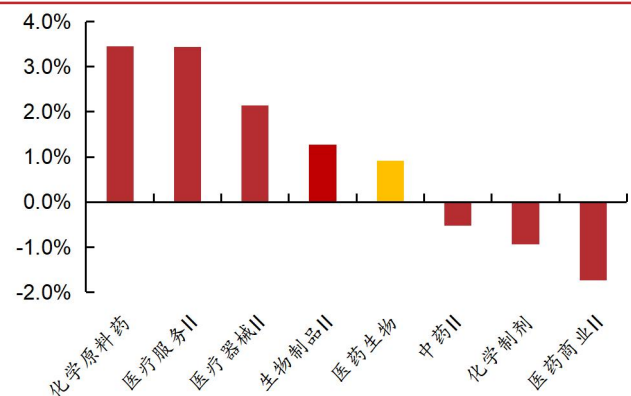
年初以来，医疗服务Ⅱ（+9.6%）、化学原料药（+8.1%）、医药生物（+1.8%）、生物制品Ⅱ（+1.7%）、医疗器械Ⅱ（+1.5%）、中药Ⅱ（-1.0%）、医药商业Ⅱ（-1.3%）、化学制剂（-1.7%）。

图表 7：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 8：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

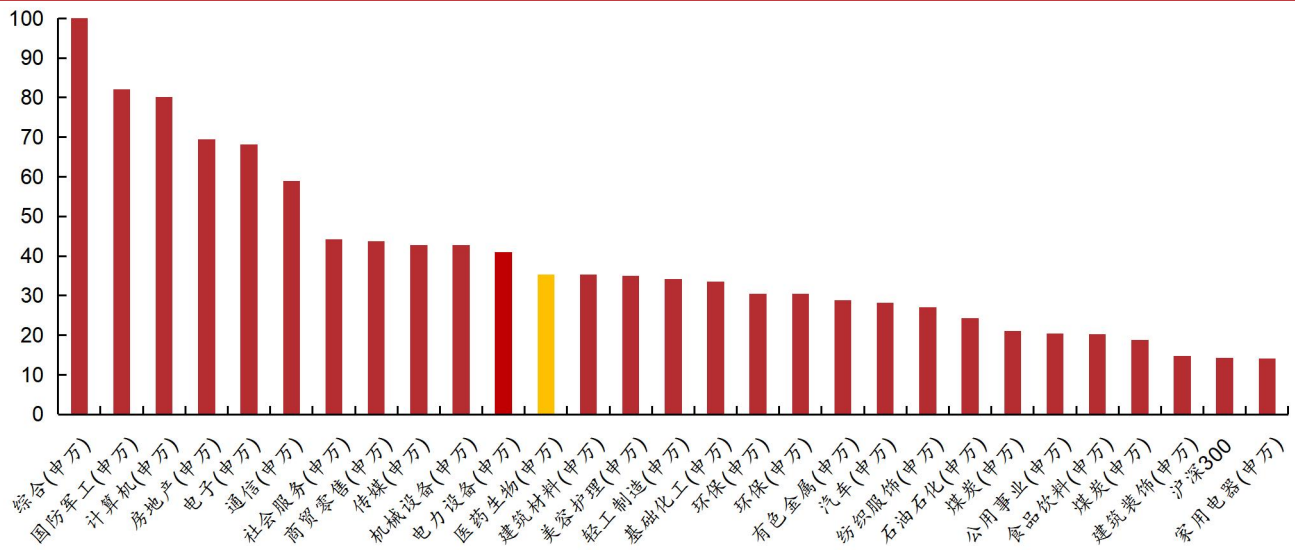
图表 9：本周医药子板块表现情况

资料来源：Wind，华源证券研究所

板块估值：截至 2026 年 4 月 3 日，申万医药板块整体 PE 估值为 35.31X，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

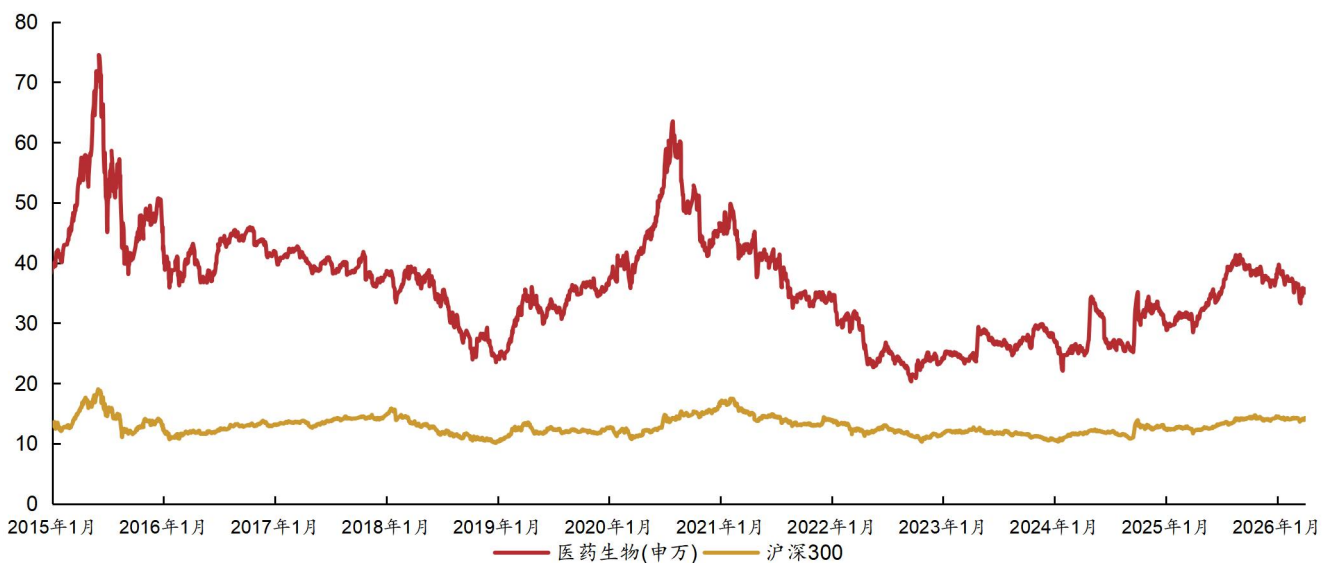
情况，目前化学原料药、生物制品 II、化学制剂等板块估值相对较高，医药商业 II、中药 II、医疗服务 II 估值相对较低。

图表 10：申万各板块 PE 估值情况（截至 2026 年 4 月 10 日，整体 TTM 法）



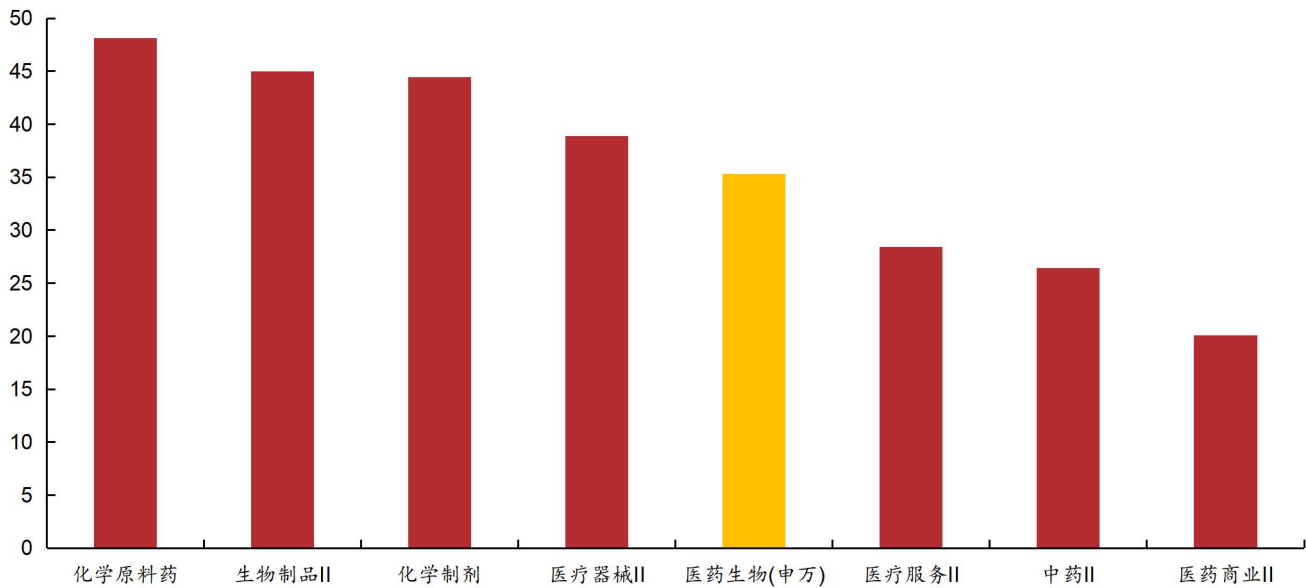
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2026 年 4 月 10 日，整体 TTM 法）



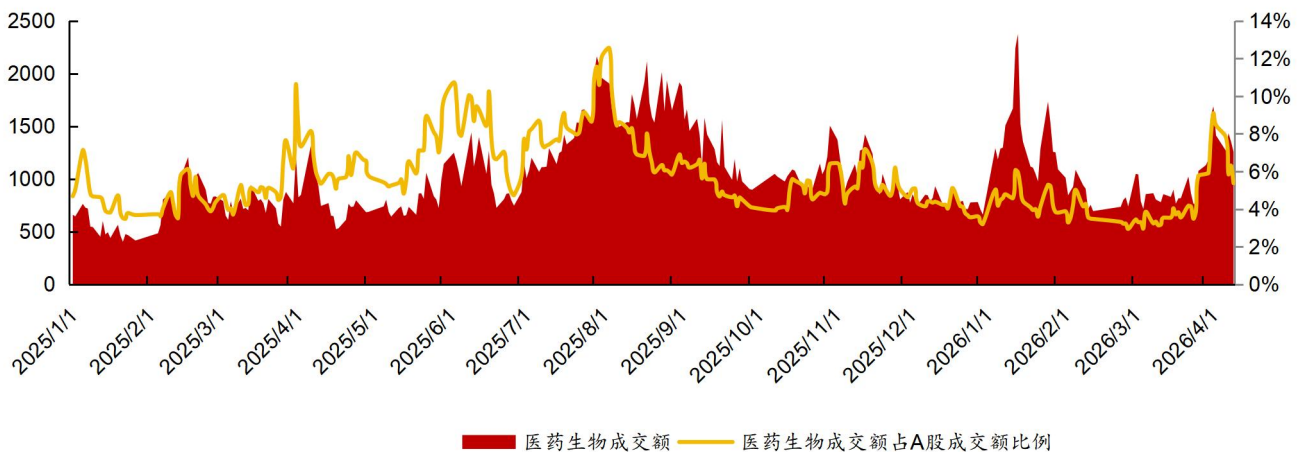
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2026 年 4 月 10 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13：2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

投资观点：2025 年中国创新药迎来 BD 出海创纪录，板块行情表现十分亮眼，作为未来 10 年的产业趋势，2026 年创新药有望延续亮眼表现，2026 年前三个月 BD 金额超 600 亿美元，产业基本面持续加强。同时，随着 AI 医疗、脑机接口、创新器械等领域快速发展，相关机会或将贯穿全年。另外，医疗消费和医药制造业绩有望在 2026 年触底反弹，估值迎来修复，结构性行情或将演绎。中国医药行业经过多年的产业调整，已经逐步完成了新旧动能的转换，行业成长韧性在持续加强，1) 中国创新产业已具备一定规模，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，中国创新药研发能力已跃居全球前列，世界级的竞争力快速提升；2) 出海能力持续提升，创新药械的 license out 频现，中国企业已成为全球 MNC 非常重视的创新转换来源。同时，中国医疗器械和供应链能力在全球的竞争力也在显著加强；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）全球大科技浪潮下，AI 医疗、脑机接口等板块有望迎来发展机遇，释放新的增长动力。

整体来看，我们认为 2026 年医药行业有望持续边际好转，科技领衔行业变革、孕育新的成长动能，传统行业的经营性业绩有望触底好转，结构性高增长的细分领域和个股非常值得期待。展望 2026 年，坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架：

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，2025 年出海 BD 实现质变，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、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、福元医药、前沿生物、昂利康、上海谊众、君实生物、佰仁医疗等。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、百奥赛图、百普赛斯、毕得医药等。

2) 脑机接口、AI 医疗等新科技：2026 年有望加速发展，脑机接口建议关注美好医疗、麦澜德等，AI 医疗建议关注鱼跃医疗、可孚医疗、美年健康、安必平、金域医学、医脉通、京东健康、阿里健康等。

3) 制造出海：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、海泰新光等。

4) 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。

5) 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。

6) 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（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）。

本周建议关注组合：康方生物、君实生物、华纳药厂、广生堂、海泰新光；

4 月建议关注组合：恒瑞医药、信立泰、三生制药、君实生物、上海谊众、华纳药厂、福元医药、药明康德、美迪西、海泰新光。

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。

