仅供内部参考，请勿外传！

医药生物

行业定期报告

2026 年 07 月 12 日

CMC 订单加速有望打开成长空间，重点关注康龙化成

——医药行业周报（26/7/6-26/7/10）

投资评级： 看好（维持）

证券分析师

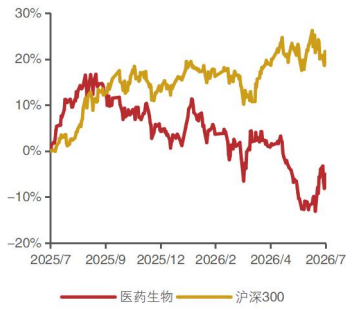
刘闯

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：**7 月 6 日至 7 月 10 日，医药指数下跌 1.14%，本周医药指数在经过前一周大涨后有一定调整，但周五又强势反弹，创新药及 CXO 表现尤为亮眼，板块持续向上的趋势依旧强劲。同时，建议关注中期业绩催化。我们认为上半年创新药在基本面持续强劲的趋势下股价调整显著，近期板块估值修复有望进一步演绎。展望下半年，我们对医药板块信心较强，创新药有望呈现以个股带动板块的趋势，看好部分核心资产后续股价表现；产业链方面，关注景气度更高的细分领域和业绩确定性更高的个股。建议关注：1）创新药建议首先关注前期有较大调整的核心资产如百利天恒、泽璟制药、科伦博泰、康方生物、三生制药、荣昌生物、石药集团、信达生物、恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药、信立泰等，同时关注逻辑依旧明确的个股如热景生物、华纳药厂、康诺亚、君实生物、映恩生物、上海谊众等。重视创新药产业链的结构性景气度回升机会；2）业绩趋势回暖，外需 CDMO 建议关注如药明康德、康龙化成、凯莱英等，早研和上游关注药康生物、百奥赛图、百普赛斯、泰格医药等；3）AI 科技行情持续演绎，器械作为多学科交叉行业，跨界业务概率较大，建议关注海泰新光、威高血净、美好医疗、奕瑞科技、森松国际等。4）重视估值低位的资产，医疗器械如福瑞医科、佰仁医疗、鱼跃医疗等，中药如健民集团、马应龙、昆药集团等。

- **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周上涨个股数量 134 家，下跌个股 368 家，涨幅居前个股为万邦医药(27.09%)、ST 海王(26.85%)、益诺思(24.25%)、济民健康(21.08%)、太极集团(17.67%)、四环生物(17.34%)、康龙化成(15.53%)、立方制药(15.32%)、和元生物(15.29%)、亚虹医药-U(13.58%)。跌幅居前的个股为花园生物(-23.86%)、赛伦生物(-20.12%)、科莱瑞迪(-19.91%)、海南海药(-19.38%)、宏源药业(-17.17%)。

- **CMC 订单有望打开成长空间，重点关注康龙化成。**全球新药投入稳步向上，临床前实验室业务需求持续。康龙化成实验室服务客户基数广泛，不断提升服务能力。2025 年康龙化成实验室服务实现营业收入 81.59 亿元（yoy+15.78%），2020 年至 2025 年 CAGR 为 20.12%。实验室化学是小分子药物发现研究的核心和基石，一体化能力逐步加强，工艺开发、临床生产及商业化制造环节不断延伸。2025 年公司 CMC（小分子 CDMO）服务实现收入 34.83 亿元（同比+16.53%），期间超过 84%的收入来源于药物发现服务的现有客户。2026 年第一季度，公司新签订单同比增长超过 30%；其中，实验室服务板块新签订单同比增长超过 20%、CMC（小分子 CDMO）服务板块新签订单同比增长超过 50%。公司 CAPEX 投入加速，2026 年 5 月公告预计投入 30 亿元人民币，建设年产 200 吨医药中间体及原料药（API）项目。

- **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）中国创新药产业已具规模，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，康方生物、科伦博泰、百利天恒等创新药公司正在以全球 First-in-class 的姿态快速崛起；2）中国创新药强势崛起背景下，创新药产业链如早研和科研上游景气度回升，药康生物、百奥赛图、昭衍新药、美迪西等有望持续受益。3）中国制造能力持续提升，迎来更多出海机遇，如微创医疗、联影医疗、华大智造、微电生理等。另外，国内需求端和支付端也在持续推动新增量：4）需求端，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；5）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。同时，新技术也在加速行业变革；6）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、中药等。

- **本周建议关注组合：**热景生物、华纳药厂、泽璟制药、康龙化成、福瑞医科。

- **7 月建议关注组合：**百利天恒、科伦博泰、科伦药业、信达生物、石药集团、药明康德、泰格

医药、药康生物、健民集团、福瑞医科。

- **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. CMC 订单加速有望打开成长空间，重点关注康龙化成 5
1.1. 新药研发投入持续向上，实验室业务为基石 5
1.2. 一体化能力逐步加强，工艺开发、临床生产及商业化制造环节不断延伸 6
2. 行业观点：产业趋势持续，持续看好创新药行情 8
3. 风险提示 14

图表目录

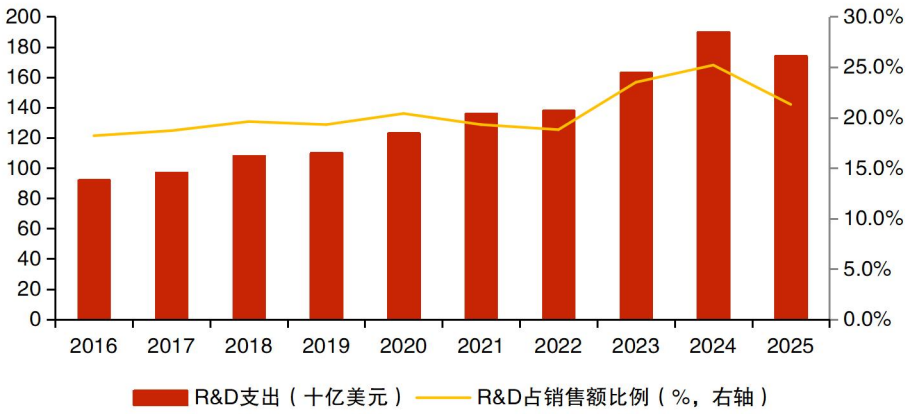
图表 1： 全球大型 Pharma 类药企研发投入（十亿美元）及销售收入占比（%）.....5
图表 2： 研发类企业地区分布（按注册地划分）情况（%）.....5
图表 3： 康龙化成实验室服务业务收入（亿元）.....6
图表 4： 康龙化成实验室服务员工数量（人）.....6
图表 5： 康龙化成 CDMO 管线（截至 2025 年年报披露）.....7
图表 6： 康龙化成 CAPEX 投入加速（亿元）.....7
图表 7： 本周申万医药行业涨幅 Top10.....8
图表 8： 本周申万医药行业跌幅 Top10.....8
图表 9： 2024 年初至今医药指数表现.....9
图表 10： 申万各板块年初至今涨跌幅情况.....9
图表 11： 年初至今医药子板块涨跌幅情况.....10
图表 12： 本周医药子板块表现情况.....10
图表 13： 申万各板块 PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 10 日，整体 TTM 法）.....10
图表 14： 申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 10 日，整体 TTM 法）11
图表 15： 申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 10 日，整体 TTM 法）11
图表 16： 2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例（亿元）.....12

1. CMC 订单加速有望打开成长空间，重点关注康龙化成

1.1. 新药研发投入持续向上，实验室业务为基石

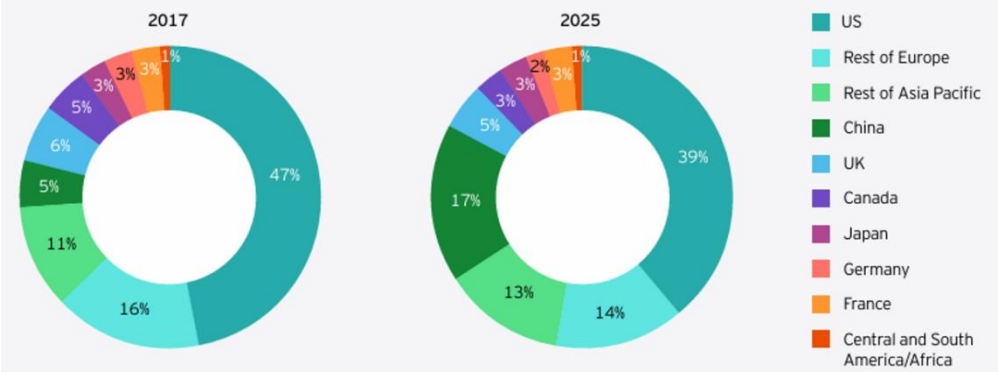
全球新药投入稳步向上，临床前实验室业务需求持续。根据 IQVIA 数据，全球大型药企研发投入整体保持持续提升趋势，2016–2025 年研发支出由 920 亿美元增长至 1,740 亿美元。研发强度方面，2025 年大型药企研发投入占销售收入比例仍达 21.3%，显著高于 2016 年的 18.2%，且维持在 20%以上的较高水平。全球中小型 Biotech 研发活动仍具韧性，IQVIA 数据显示，目前全球约 63%–68%的临床试验启动由新兴 Biopharma 企业发起，表明中小型创新药企业仍是全球研发活动和创新资产供给的主要来源。根据《EY Biotech Beyond Borders Report 2026》，2025 年商业化龙头以外的 Biotech 公司融资规模达到 589 亿美元，为 2021 年以来最高水平。

图表 1：全球大型 Pharma 类药企研发投入（十亿美元）及销售收入占比（%）



资料来源：IQVIA《2026 年全球研发趋势报告》，华源证券研究所

图表 2：研发类企业地区分布（按注册地划分）情况（%）

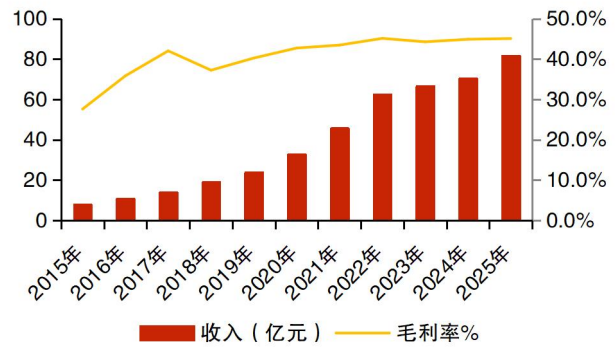


资料来源：《EY Biotech Beyond Borders Report 2026》（EY Insights），华源证券研究所

康龙化成实验室服务客户基数广泛，不断提升服务能力。2025 年康龙化成实验室服务实现营业收入 81.59 亿元（yoy+15.78%），实验室服务收入中生物科学占比超过 56%，实验室服务收入 2020 年至 2025 年 CAGR 为 20.12%。截至 2025 年 12 月 31 日，公司实验室服务员工数量为 11,776 人，其中公司现拥有超过 7,100 名实验室化学研究员，是全球范围内在规模上和经验上均处于领先地位的实验室化学服务队伍。2025 年实验室服务团队参与全球创新药的药物发现项目 887 个。

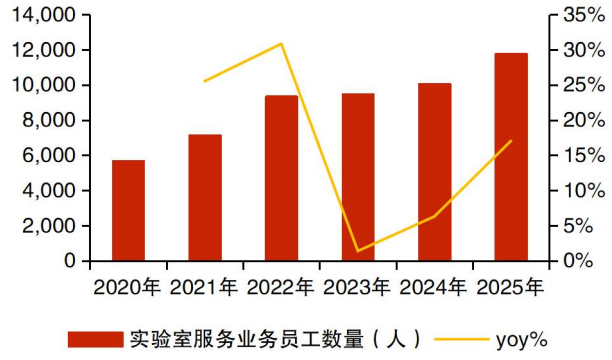
实验室化学是小分子药物发现研究的核心和基石，公司持续提升实验室服务的技术能力。（1）推动跨技术平台的高效协同，通过多维度数据，助力客户更精准地评估药物的疗效和安全性；（2）推进 AI 与自动化技术的融合应用，提升化学合成的成功率、优化药物 DMTA 周期；（3）深化 NAM 技术布局，优化从临床前到临床的分析策略与转化路径；（4）控股佰翱得，增强结构生物学技术平台。公司利用多年来积累的经验，不断拓宽服务范围、丰富服务内容。在巩固传统小分子服务优势的同时，公司大力拓展在复杂类型分子方面的化学合成业务，包括多肽、寡核苷酸、ADC 等，取得快速发展。

图表 3：康龙化成实验室服务业务收入（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：康龙化成实验室服务员工数量（人）



资料来源：公司年报，华源证券研究所

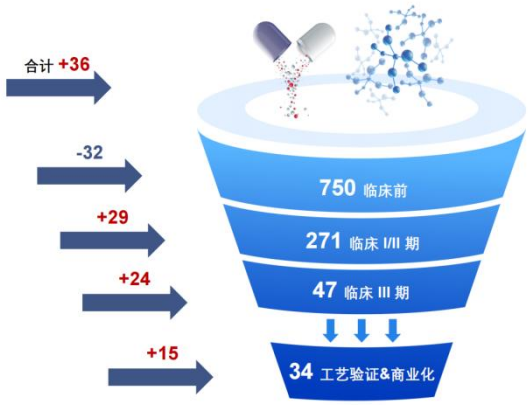
1.2. 一体化能力逐步加强，工艺开发、临床生产及商业化制造环节不断延伸

伴随公司项目数量的增加以及客户产品管线持续向后期推进，CMC 服务新签订单持续增长。公司全流程、一体化研发服务平台模式实现药物研发各阶段的无缝衔接，促进了公司各服务板块的协同发展。2025 年公司 CMC（小分子 CDMO）服务实现收入 34.83 亿元（同比+16.53%），期间超过 84%的收入来源于药物发现服务的现有客户。在工艺开发方面，公司在中国的超过 2,700 名工艺开发化学家和英国的超过 200 名工艺开发化学家紧密合作，以最先进的技术为全球客户提供定制化的服务；在生产方面，公司在中国、英国和美国的生产基地实现三地联动，为客户提供灵活、高效、更具性价比的从临床到商业化阶段的一体化解决方案，涵盖中间体、原料药和制剂。2025 年公司 CMC（小分子 CDMO）服务涉及药物分子或中间体 1,102 个，其中工艺验证和商业化阶段项目 34 个、临床 III 期项目 47 个、临床 I–II 期项目 271 个、临床前项目 750 个。

仅供内部参考，请勿外传！

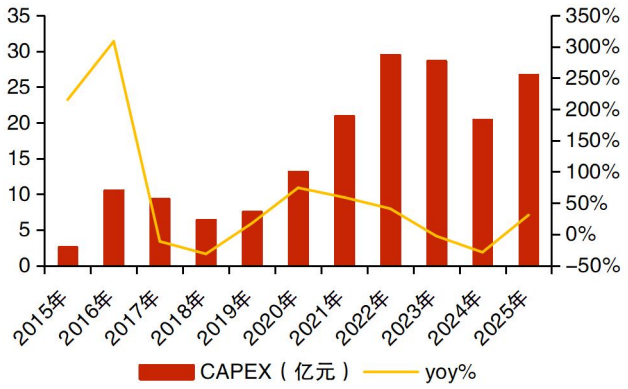
2025 年公司 CMC（小分子 CDMO）服务新签订单同比增长约 13%。2026 年第一季度，公司新签订单同比增长超过 30%；其中，实验室服务板块新签订单同比增长超过 20%、CMC（小分子 CDMO）服务板块新签订单同比增长超过 50%。

图表 5：康龙化成 CDMO 管线（截至 2025 年年报披露）



资料来源：康龙化成投资者关系演示资料，华源证券研究所

图表 6：康龙化成 CAPEX 投入加速（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

商业化生产能力持续加强，CAPEX 投入加速。公司位于宁波和绍兴的生产车间历史性地通过了 FDA 批准前现场检查。2025 年第四季度，公司为合作伙伴生产的创新药原料药（API）项目成功在美国获批上市，成为公司首个供应美国市场的商业化 API 生产项目。在制剂 CDMO 方面，公司在中国和英国两地的制剂研发业务均取得稳健增长。公司位于北京第二园区的制剂商业化生产车间建设完成，并于 2026 年第一季度，与一家国际大型制药公司签订战略合作协议，为其首个注册申报的口服小分子 GLP-1 受体激动剂提供商业化生产服务。

2026 年 5 月公司公告计划在绍兴市上虞区杭州湾上虞经济技术开发区投资建设年产 200 吨医药中间体及原料药（API）项目，旨在扩大高端医药中间体及原料药的产能规模，强化绿色制造技术的应用能力，提升从临床前到商业化全周期的 CDMO 服务能力。项目拟总投资人民币 30 亿元，分两期建设，一期预计 2028 年投产，二期预计 2030 年投产，主要生产治疗肥胖症、糖尿病、肿瘤等疾病的医药中间体及原料药，项目建成后预计将形成年产 200 吨的综合生产能力。

2. 行业观点：产业趋势持续，持续看好创新药行情

本周（7.6-7.10）、年初至今医药指数涨跌幅分别为-1.14%和-6.15%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为 0.13 pct 和-9.41 pct。

个股情况：本周上涨个股数量 134 家，下跌个股 368 家，涨幅居前个股为万邦医药(27.09%)、ST 海王(26.85%)、益诺思(24.25%)、济民健康(21.08%)、太极集团(17.67%)、四环生物(17.34%)、康龙化成(15.53%)、立方制药(15.32%)、和元生物(15.29%)、亚虹医药-U(13.58%)。跌幅居前的个股为花园生物(-23.86%)、赛伦生物(-20.12%)、科莱瑞迪(-19.91%)、海南海药(-19.38%)、宏源药业(-17.17%)。

图表 7：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	301520.SZ	万邦医药	42.1	27.09%	39.02%	60.30%
2	000078.SZ	ST 海王	49.7	26.85%	46.51%	-45.38%
3	688710.SH	益诺思	109.8	24.25%	15.88%	76.38%
4	603222.SH	济民健康	51.9	21.08%	16.92%	8.21%
5	600129.SH	太极集团	91.4	17.67%	22.18%	-8.14%
6	000518.SZ	四环生物	41.8	17.34%	25.70%	68.46%
7	300759.SZ	康龙化成	572.0	15.53%	18.08%	20.16%
8	003020.SZ	立方制药	42.8	15.32%	26.54%	-11.78%
9	688238.SH	和元生物	43.6	15.29%	23.80%	0.75%
10	688176.SH	亚虹医药-U	73.2	13.58%	29.03%	11.21%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-1.14%	4.58%	-6.15%
12	000300.SH	沪深 300		-1.27%	-3.99%	3.26%

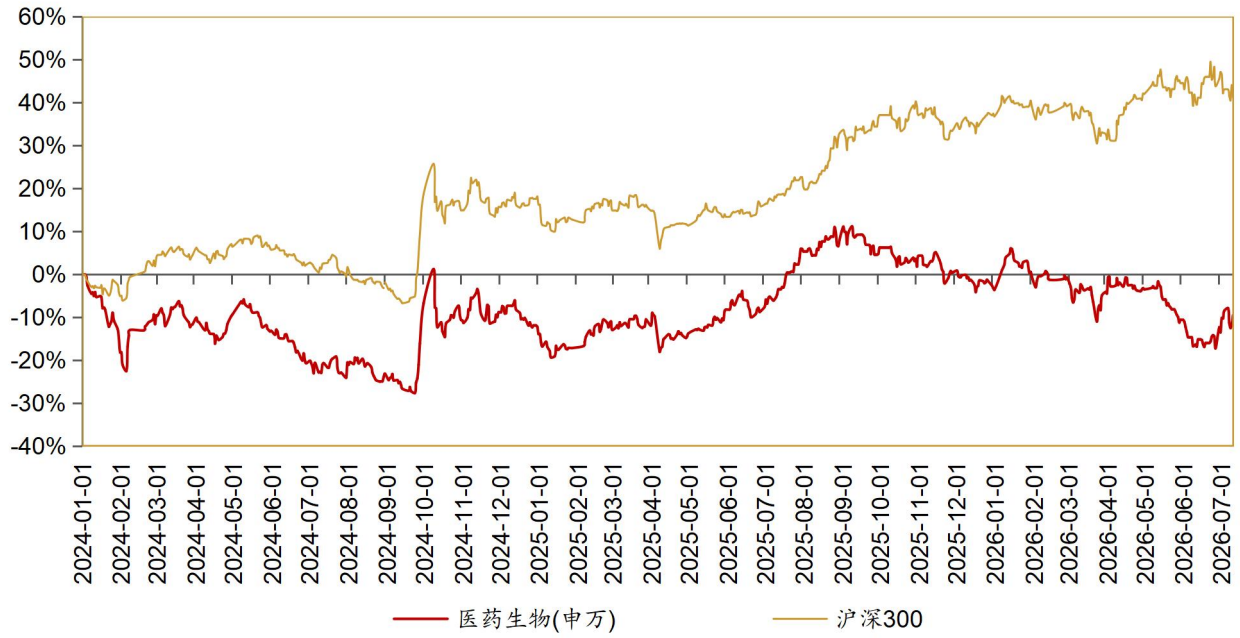
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：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	300401.SZ	花园生物	90.2	-23.86%	-24.35%	10.46%
2	688163.SH	赛伦生物	42.0	-20.12%	-20.51%	79.49%
3	920072.BJ	科莱瑞迪	20.8	-19.91%	-28.14%	-44.12%
4	000566.SZ	海南海药	64.2	-19.38%	-0.80%	-30.77%
5	301246.SZ	宏源药业	89.1	-17.17%	-17.17%	-10.72%
6	300878.SZ	维康药业	47.8	-16.32%	2.10%	29.40%
7	300497.SZ	富祥股份	98.7	-16.19%	-17.33%	21.24%
8	301235.SZ	华康洁净	64.4	-15.81%	-24.70%	53.60%
9	688253.SH	英诺特	73.9	-14.19%	-10.53%	80.02%
10	301331.SZ	恩威医药	20.8	-14.18%	-8.09%	-20.64%
11	801150.SI	医药生物(申万)		-1.14%	4.58%	-6.15%
12	000300.SH	沪深 300		-1.27%	-3.99%	3.26%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：2024 年初至今医药指数表现



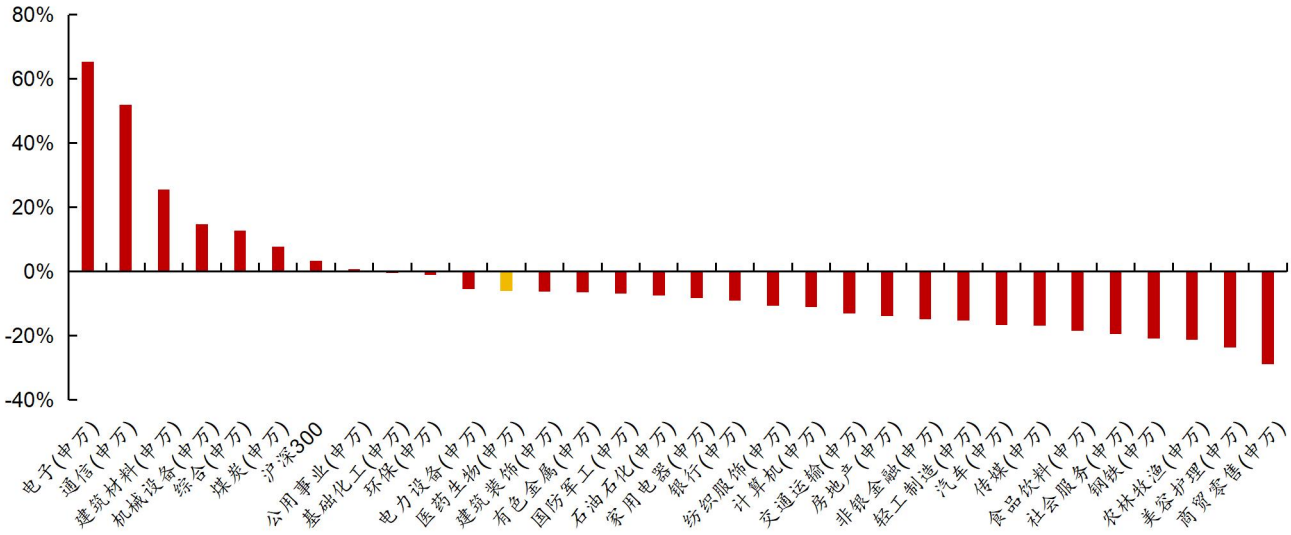
资料来源：Wind，华源证券研究所

细分赛道涨跌幅情况：

本周，医疗服务 II（0.5%）、中药 II（0.1%）、医药商业 II（-0.2%）、生物制品 II（-1.1%）、医药生物（-1.1%）、化学制剂（-1.6%）、医疗器械 II（-2.3%）、化学原料药（-3.7%）。

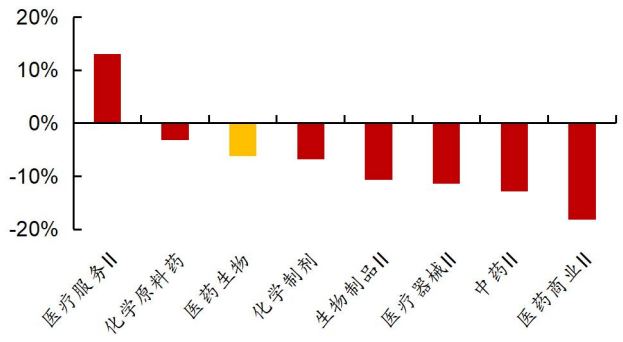
年初以来，医疗服务 II（13.1%）、化学原料药（-3.2%）、医药生物（-6.1%）、化学制剂（-6.7%）、生物制品 II（-10.7%）、医疗器械 II（-11.4%）、中药 II（-12.9%）、医药商业 II（-18.1%）。

图表 10：申万各板块年初至今涨跌幅情况



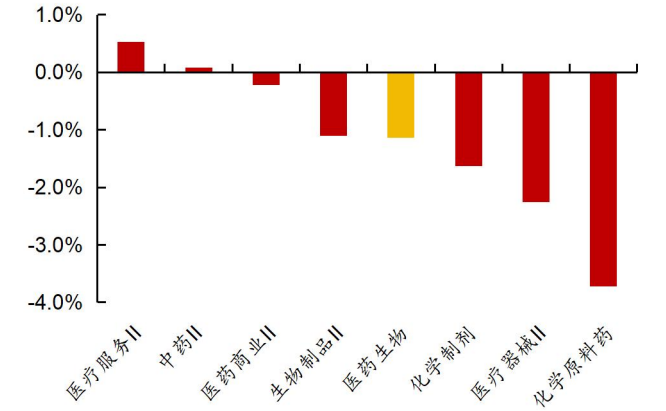
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：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

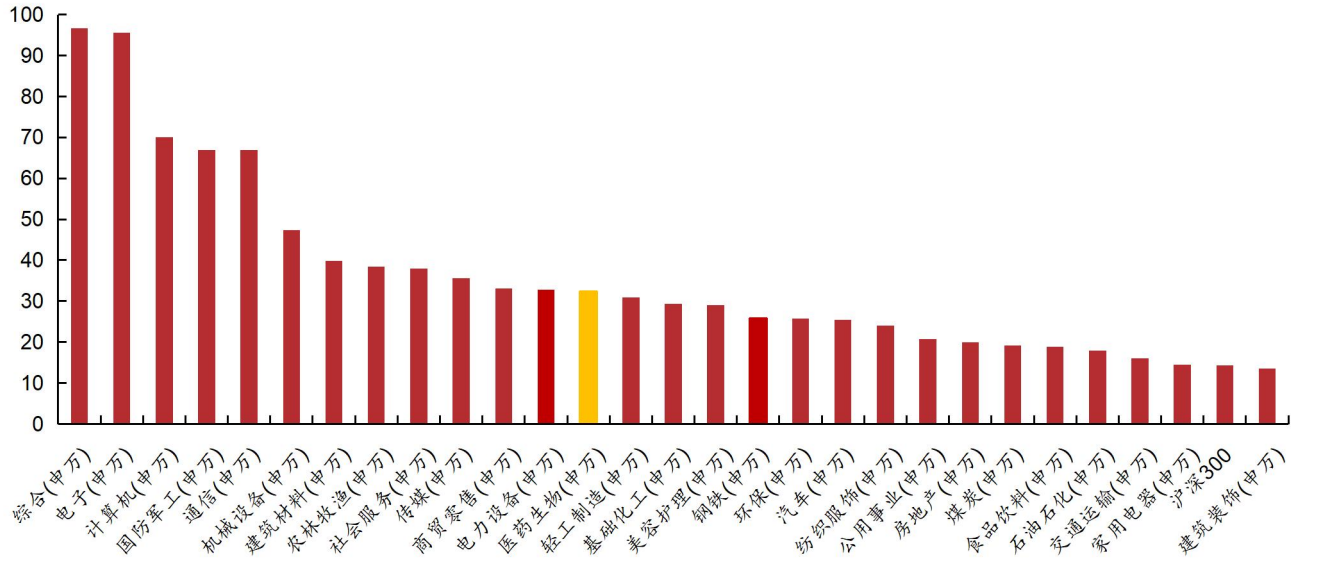
图表 12：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

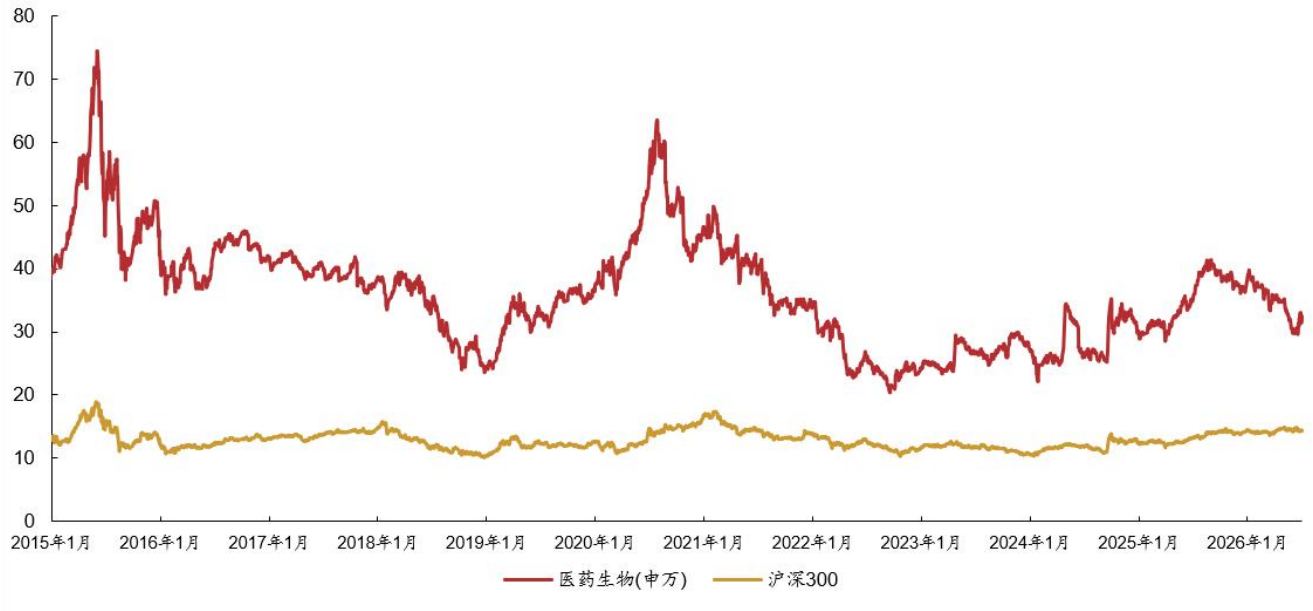
板块估值：截至 2026 年 7 月 10 日，申万医药板块整体 PE 估值为 32.38X，在申万一级分类中排第 13，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前化学原料药、生物制品 II、化学制剂、医疗器械 II 板块估值相对较高，医疗服务 II、中药 II、医药商业 II 估值相对较低。

图表 13：申万各板块 PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 10 日，整体 TTM 法）



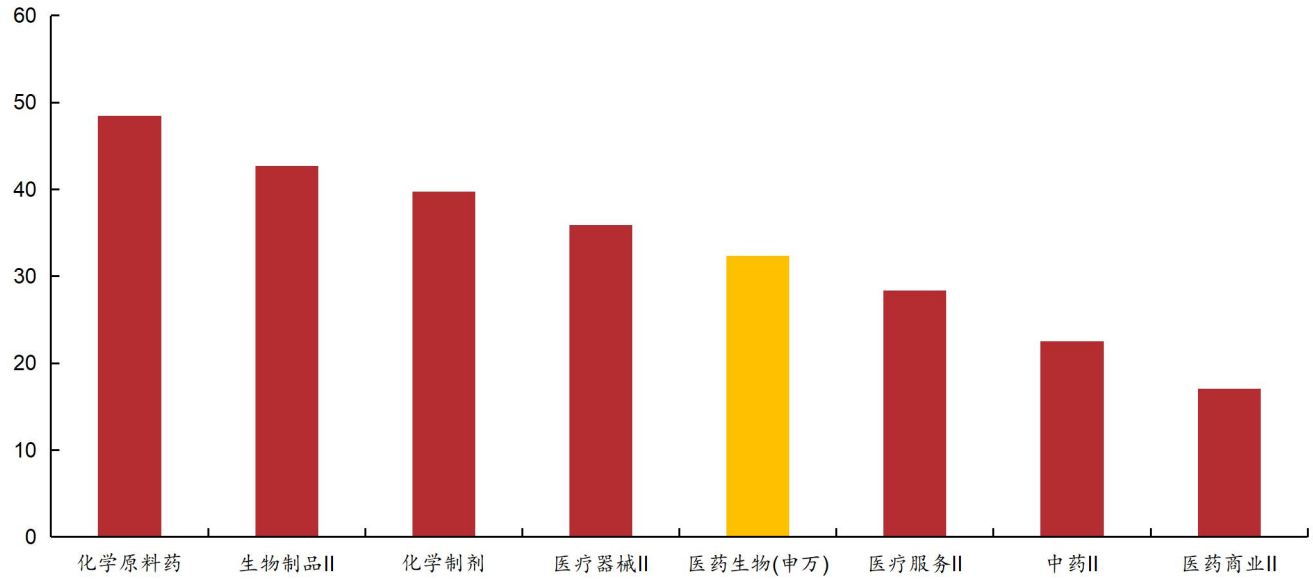
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 10 日，整体 TTM 法）



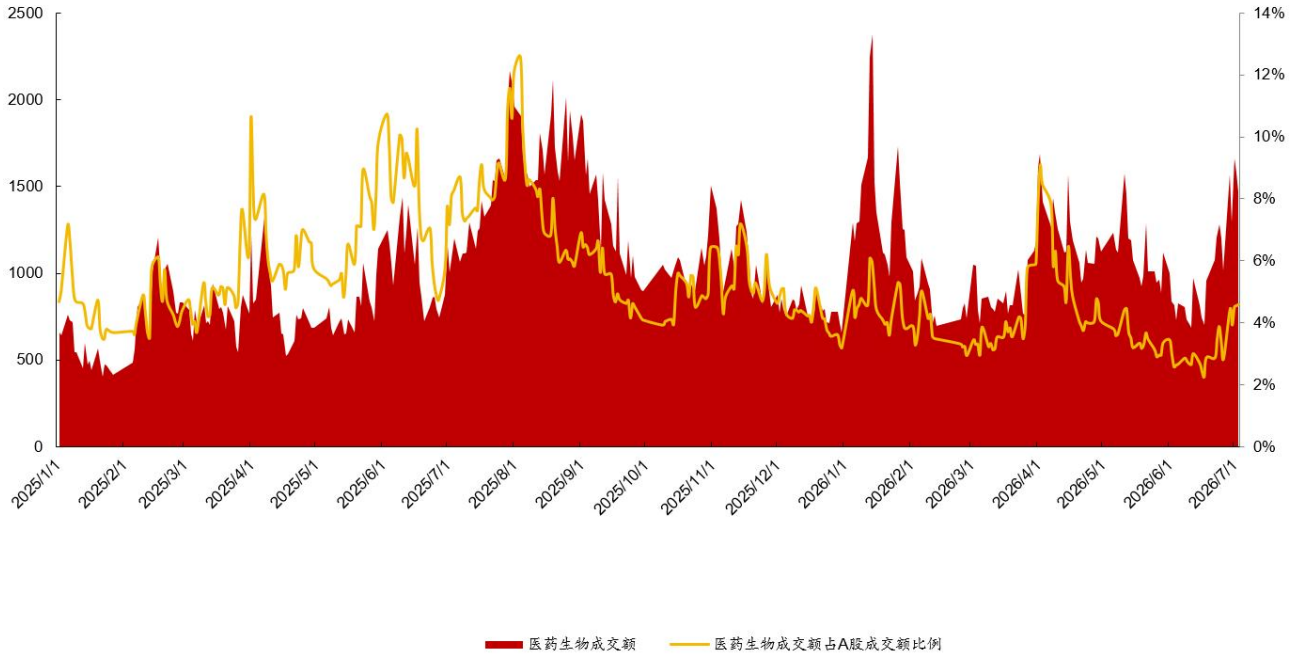
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2026 年 7 月 10 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 16：2025 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）中国创新药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）中国创新药 BD 崛起的背景下，带动创新药产业链尤其是早研和上游景气度持续回升；3）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；4）老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；5）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；6）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、汇宇制药、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、昭衍新药、美迪西、百奥赛图、药康生物、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，建议关注微创医疗、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：热景生物、华纳药厂、泽璟制药、康龙化成、福瑞医科。

7 月建议关注组合：百利天恒、科伦博泰、科伦药业、信达生物、石药集团、药明康德、泰格医药、药康生物、健民集团、福瑞医科。

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。