

## 医药生物

2021年11月28日

投资评级：看好（维持）

——行业周报

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《行业投资策略-保持乐观，在创新和产业链升级中寻找新机遇》-2021.11.26

《行业投资策略-保持乐观，在创新和产业链升级中寻找新机遇》-2021.11.24

《行业点评报告-政策持续支持分级诊疗和医联体体系建设，及推动全国老年医疗护理服务快速发展》-2021.11.23

## 新冠变异毒株奥密克戎获全球高度重视，建议关注疫苗、防疫物资、检测等相关板块

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

余汝意（联系人）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790121070029

古意涵（联系人）

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790121020007

### ● 一周观点：新冠疫情重回焦点，新毒株奥密克戎或成全球疫情防控变数

2021年11月11日新冠病毒 B.1.1.529 突变株（奥密克戎）于非洲南部被发现，之后迅速在南非豪登省蔓延，并陆续出现在三大洲的多个地区，目前已被世卫组织升级为 VOC 级别。奥密克戎毒株在致病性、传染性、免疫逃逸性的变化仍需后续的体外实验数据来评估，对现有防疫措施的影响成为关注焦点。建议关注：

（1）疫苗板块：新毒株奥密克戎基于传染性、免疫逃逸性的变化可能促进全球对新毒株疫苗的更新和加强针的推进。核酸疫苗具备研发速度优势，对突变株疫苗研发有快速响应能力。（2）防疫物资：全球新冠大流行持续周期或加长，防疫物资需求量有望重回高位。（3）新冠检测：全球新冠大流行持续周期或加长，国内外新冠检测需求量有望长期维持高位。

### ● 一周观点：加快推进 DRG/DIP 支付改革全覆盖，促进医疗机构高质量发展

医保局发布《国家医疗保障局关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》，加快建立管用高效的医保支付机制，加快推进 DRG/DIP 支付方式改革全覆盖，实现管理精细化，促使医院通过调整结构、优化流程，缩短平均住院日，提高医疗服务效率。医疗服务龙头有望凭借其长期建立的品牌力、强大医生团队、精细化管理能力、差异化服务项目等核心竞争力迅速响应改革，此外改革进程中协同推进“双通道”机制，形成正向叠加效应，药店龙头受益。

### ● 一周观点：医药生物同比上涨 1.84%，各细分板块均有上涨

本周上证综指下跌 0.52%，报 3564.09，中小板上涨 1.23%，报 9745.84，创业板上涨 5.6%，报 3468.87。医药生物同比上涨 1.84%，报 11304.9，表现强于上证 2.36 个 pct，强于中小板 0.61 个 pct，弱于创业板 3.76 个 pct。本周医疗服务板块涨幅最大，上涨 3.27%；化学制药板块上涨 1.73%，生物制品板块上涨 1.68%，中药板块上涨 1.06%，医药商业板块上涨 0.91%；医疗器械板块上涨 0.66%。全部 A 股估值为 13.54 倍，医药生物估值为 35.02 倍，对全部 A 股溢价率为 158.64%，低于历史均值 40.56 个 pct（2011 年初至今）。

### ● 推荐及受益标的

推荐标的：英科医疗、昌红科技、康泰生物、药石科技、皓元医药、普洛药业、国际医学、爱帝宫、盈康生命、信邦制药、锦欣生殖、翔宇医疗、益丰药房、老百姓、羚锐制药（以上排名不分先后）。

受益标的：九安医疗、智飞生物、康希诺生物、沃森生物、万泰生物、百克生物、迈瑞医疗、金城医学、达安基因、迪安诊断、三星医疗、大参林、一心堂、健之佳、昭衍新药、美迪西、药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药、博腾股份、九洲药业。

● 风险提示：行业黑天鹅事件、疫情恶化影响生产运营。

## 目 录

1、一周观点：加快推进 DRG/DIP 支付方式改革全覆盖，促进医疗机构高质量发展.....	3
1.1、DRG/DIP 付费方式促使医院实现精准控费、提升医疗质量与运营效率，政策支持从试点区域向统筹区域全面推开.....	3
1.2、政策加快推进 DRG/DIP 支付方式改革全覆盖，促进医疗机构高质量发展.....	4
2、新冠疫情重回焦点，新毒株奥密克戎或成全球疫情防控变数.....	6
3、本周医药生物同比上涨 1.84%，细分子板块均有上涨.....	7
3.1、医药生物板块行情：医药生物同比上涨 1.84%，强于上证 2.36 个 pct.....	7
3.2、子板块行情：医疗服务板块涨幅较大，各板块均有增长.....	7
3.3、医药市盈率行情：医药生物估值 35.02 倍，对全部 A 股溢价率为 158.6%.....	8
4、本月深度报告：生物科研试剂：国内市场快速增长，行业百花齐放.....	8
5、风险提示.....	9

## 图表目录

图 1：奥密克戎毒株 S 蛋白序列上出现大量突变位点.....	7
图 2：本周医药生物同比上涨 1.84%，表现强于上证 2.36 个 pct.....	7
图 3：医疗服务板块涨幅较大，各板块均有增长.....	8
图 4：医药生物估值 35.02 倍，对全部 A 股溢价率为 158.6%.....	8
表 1：我国经历了较长时间的 DRG/DIP 付费方式探索历程，为医保付费方式改革奠定了基础.....	3
表 2：自 2019 年起 DRG/DIP 的试点范围扩大.....	3

## 1、一周观点：加快推进 DRG/DIP 支付方式改革全覆盖，促进医疗机构高质量发展

**事件：**2021 年 11 月 26 日，国家医疗保障局发布《国家医疗保障局关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》，坚持以人民健康为中心，以加快建立管用高效的医保支付机制为目标，分期分批加快推进，从 2022 到 2024 年，全面完成 DRG/DIP 付费方式改革任务，推动医保高质量发展。到 2024 年底，全国所有统筹地区全部开展 DRG/DIP 付费方式改革工作，先期启动试点地区不断巩固改革成果；到 2025 年底，DRG/DIP 支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

### 1.1、DRG/DIP 付费方式促使医院实现精准控费、提升医疗质量与运营效率，政策支持从试点区域向统筹区域全面推开

自 2019 年起 DRG/DIP 的试点范围扩大。2018 年底，国家医保局正式启动 DRG 付费准备工作，并于 2019 年 5 月公布 30 个国家试点城市名单，明确了试点工作按照“顶层设计、模拟测试、实际付费”的总体部署。2020 年 10 月，国家医保局发布《区域点数法总额预算和病种分值付费试点工作方案》，试点覆盖了 71 个城市，要求 2021 年底前，全部试点地区进入实际付费阶段。并用 1-2 年的时间，将统筹地区医保总额预算与点数法相结合，实现住院以 DIP 为主的多元复合支付方式。

**表1：我国经历了较长时间的 DRG/DIP 付费方式探索历程，为医保付费方式改革奠定了基础**

时间	发展历程
20 世纪 80 年代	北京市开始关注 DRGs，采用自行设计的分组软件，按照美版 AP-DRGs 的分组标准对北京地区 10 家医院近 10 万份有效的出院病例进行了分组、配对研究，结果表明其分组设计具有可行性
2008 年底	北京研究团队初步完成了 DRGs 分组方案，开发完成分组器，命名为 BJ-DRGs，并向全国推广
2007 年	卫生部（原）要求县级公立医院选择一定数量的病种进行按病种付费，并将此作为医疗服务管理的手段之一
2018 年 12 月 10 日	国家医保局办公室下发《关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》
2019 年 6 月 5 日和 10 月 24 日	先后下发《国家医保局、财政部、国家卫生健康委和国家中医药局关于印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》和《关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范和分组方案的通知》，在全国 30 个城市开展 DRG 付费方式改革试点。
2020 年 10 月 19 日和 11 月 4 日	国家医保局办公室先后下发《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》和《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点城市名单的通知》，决定在 71 个城市开展按病种分值付费试点。

资料来源：各单位官网、《DRGs 用于医疗费用控制的研究进展》、开源证券研究所

**表2：自 2019 年起 DRG/DIP 的试点范围扩大**

	DRG	DIP
公布时间	2019 年 5 月	2020 年 11 月
试点城市	30 个	71 个
覆盖省份	29 个	27 个
试点实施步骤	2019 年顶层设计； 2020 年模拟运行；	2020 年 10-11 月报送历史数据； 2020 年 12 月预分组,技术准备；

DRG	DIP
2021 年启动实际付费	2021 年 3 月可启动实际付费； 2021 年年底全部实际付费。

资料来源：《DIP 与 DRG：相同与差异》、开源证券研究所

**DRG/DIP 促使医院实现精准控费，降低药耗占比，不断提升医疗质量与运营效率。**基于 DRGs 对住院医疗费用的管理，可以实现对各个病种的次均费用及其构成进行监测。次均费用控制，由传统的设置科室控制目标，转变成设置病种控制目标，控费靶向性更强。同时，进行病种层面的费用构成监测，重点监测每个 DRGs 病组的药占比、材占比、基药比、高值耗材占比等，使控费工作对症下药，从而倒逼医院提升医疗服务质量，实现管理精细化，促使医院通过调整结构、优化流程，缩短平均住院日，提高医疗服务效率。DIP 属于中国原创的支付方式。在一些地方先行先试，适应我国国情，基于信息化、大数据的广泛认知和应用的现实条件，具有中国特色、时代特征。DIP 在统筹区范围实施，便于比较同一病种组合在不同医疗机构间的治疗费用差异，将有效促进区域内医疗机构间的专业分工、良性竞争，同时也有利于促进医院精准控费，实现高质量发展。

首都医科大学附属中医医院在实施 DRGs 后，药占比、住院收入比重、成本收益率等相关指标显著改善，医院业务收入增长 17.7%，患者满意度提升 3.6%。北医三院实施 DRGs 后，实际经济利益增加的同时，医保费用次均支付额并未增长。通过对北京某三甲医院开展 DRGs 付费试点工作前后的临床路径相关指标进行对比分析，发现 DRGs 付费试点工作与临床路径管理在加强医疗质量管理和减少资源浪费，提高医疗资源使用效益方面基本一致，而且大部分的 DRGs 付费病例处于盈利状态<sup>1</sup>。

## 1.2、政策加快推进 DRG/DIP 支付方式改革全覆盖，促进医疗机构高质量发展

### （1）从统筹地区、医疗机构、病种分组、医保基金四个方面全面覆盖，推动 DRG/DIP 支付方式改革

**原文：**抓统筹地区全面覆盖。在 2019-2021 年试点基础上，按 2022 年、2023 年、2024 年三年进度安排。以省（自治区、直辖市）为单位，分别启动不少于 40%、30%、30% 的统筹地区开展 DRG/DIP 支付方式改革并实际付费。鼓励以省（自治区、直辖市）为单位提前完成统筹地区全覆盖任务。

**点评：**从试点区域向统筹地区全面覆盖，是国家推行 DRG/DIP 试点的必然趋势，试点医院有望以点带面，为其他医院进行改革提供经验参考，保障改革的顺利推进。

**原文：**抓医疗机构全面覆盖。统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后，按三年安排实现符合条件的开展住院服务的医疗机构全面覆盖，每年进度应分别不低于 40%、30%、30%，2024 年启动地区须于两年内完成。

**点评：**《通知》提出实现符合条件的开展住院服务的医疗机构全面覆盖，有序安排改革进度，对各大医疗机构提出了高要求，公立和民营医疗机构都将面临预算管理、费用结构、运营管理等多方面的挑战，在此趋势下中小型民营医院可能因缺乏标

<sup>1</sup> 何思长,杨长皓,应嘉川等.基于 DRG 的分级诊疗实现路径研究.卫生经济研究,2020,37(4):30-32.



准化管理等原因，在调整医院经营时遇到一定困难，而医疗服务龙头有望凭借其长期建立的品牌力、强大医生团队、精细化管理能力、差异化服务项目等核心竞争力迅速响应改革，行业集中度有望提升。

**原文：**抓病种全面覆盖（原则上达到 90%）。统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后，按三年安排实现 DRG/DIP 付费医疗机构病种全面覆盖，每年进度应分别不低于 70%、80%、90%，2024 年启动地区须于两年内完成。鼓励入组率达到 90%以上。

**点评：**对于病种全覆盖，有利于支持医疗供给不足的薄弱学科发展，叠加《“十四五”全民医疗保障规划》明确支持儿科、老年医学科、精神心理科和康复、护理等紧缺医疗服务发展，对相应行业形成利好。

**原文：**抓医保基金全面覆盖（原则上达到 70%）。统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后，按三年安排实现 DRG/DIP 付费医保基金支出占统筹区内住院医保基金支出达到 70%，每年进度应分别不低于 30%、50%、70%，2024 年启动地区须于两年内完成。鼓励超过 70%的基金总额预算覆盖率。

**点评：**目前我国医保支付方式多元化，以病种付费为主，以适应不同类型疾病，例如对于需要长期住院且日均费用较稳定的康复医疗服务采取床日付费，提升支付合理性，从改革方向来看，国家通过不断提高付费精准度，提升医保基金使用效用。

## （2）建立完善工作机制，推进医保支付方式改革内涵式、精细化发展

**原文：**完善核心要素管理与调整机制。突出病组（病种）、权重（分值）和系数三个核心要素，建立完善管理和动态调整机制，并不断完善各项技术标准和流程规范。加强病组（病种）管理，以国家分组为基础，结合本地实际，维护和调整病种分组，使之更加贴近临床需求，贴近地方实际，更利于开展病种费用结构分析；加强病组（病种）权重（分值）管理，使之更加体现医务人员劳动价值，更加体现公平公正；加强医疗机构系数管理，有效体现医疗服务技术含量，促进医疗服务下沉，促进分级诊疗，大幅提高医疗服务资源和医保基金使用绩效。

**点评：**《通知》强调工作机制应更加贴近临床需求，更加体现医务人员劳动价值，有效体现医疗服务技术含量，促进医疗服务下沉，促进分级诊疗，在此背景下，医疗机构将致力于降低药耗占比，循序渐进地优化医疗服务价格，技术劳务为主的医疗医技学科有望迎来新机遇。随着公立医疗体系下沉，优质医疗资源在基层中逐步普及，中小型民营医院若没有特色医疗服务、强大医生资源进行支持，其生存空间较容易被挤压，这样的挤压并不是由于市场小，而是由于医疗服务能力不能跟上发展要求，不能对公立医院形成有效补充；但优质民营医院凭借其长期建立的品牌力、强大医生团队、精细化管理能力、差异化服务项目等核心竞争力能够跟上公立医院高质量发展的节奏，与公立医院形成协同，便能在改革变迁之际得以立足，与公立医院齐头并进，满足多层次医疗服务需求。

**原文：**建立相关改革的协同推进机制。要协同推进按床日付费、按人头付费机制改革，加强各种支付方式的针对性、适应性、系统性；在 DRG/DIP 政策框架范围内，

协同推进紧密型医疗联合体“打包”付费；探索中医药按病种支付的范围、标准和方式，支持和促进中医药传承创新发展；要建立与国家医保谈判药品“双通道”管理、药品医用耗材集中带量采购等政策措施的协同推进机制，形成正向叠加效应。

**点评：**《通知》明确要建立与国家医保谈判药品“双通道”管理、药品医用耗材集中带量采购等政策措施的协同推进机制，形成正向叠加效应。零售药店龙头凭借其规模优势更利于提升规模效应、上游议价能力、处方承接能力、专业服务能力，更易获取“双通道”定点药店资质，有望受益。

### （3）推进医疗机构协同改革，提升医疗服务质量和运营效率

**原文：**医院内部运营管理机制转变到位。支付方式改革的主要目的，就是要引导医疗机构改变当前粗放式、规模扩张式运营机制，转向更加注重内涵式发展，更加注重内部成本控制，更加注重体现医疗服务技术价值。各统筹地区要充分发挥 DRG/DIP 支付方式改革付费机制、管理机制、绩效考核评价机制等引导作用，推动医疗机构内部运营管理机制的根本转变，在促进医院精细化管理、高质量发展的同时，提高医保基金使用绩效。

**点评：**改革更加注重内部成本控制，更加注重体现医疗服务技术价值，将促进医疗机构实现精细化管理，将不断推进医疗机构精细化成本管理，使控费工作对症下药，降低药耗占比，提升医疗服务质量和运营效率。

### （4）推荐及受益标的：

政策推动下医疗服务龙头有望凭借其长期建立的品牌力、强大医生团队、精细化管理能力、差异化服务项目等核心竞争力迅速响应改革，改革进程中协同推进“双通道”机制，形成正向叠加效应，利好医疗服务和零售药店。

**推荐标的：**医疗服务：爱帝宫、海吉亚医疗、锦欣生殖、国际医学、美年健康、信邦制药、盈康生命；零售药店：老百姓、益丰药房、九州通。

**受益标的：**医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、金域医学、迪安诊断、康宁医院；零售药店：一心堂、大参林、健之佳。

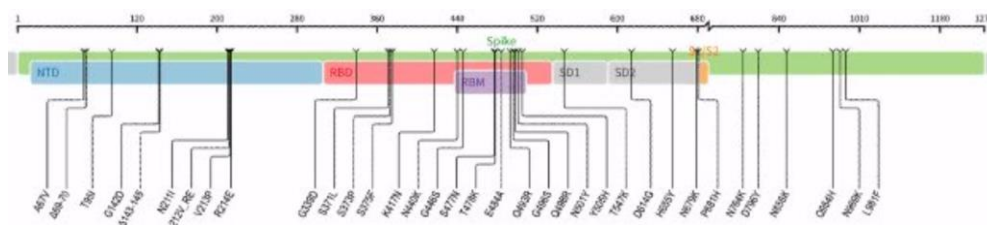
## 2、新冠疫情重回焦点，新毒株奥密克戎或成全球疫情防控变数

B.1.1.529 突变株最早于 2021 年 11 月 11 日在非洲南部的博兹瓦纳发现，3 天后即在南非的 Gauteng 省迅速蔓延。在 Gauteng 从 11 月 12-20 日采样的 77 个患者样品中，经检测全部为 B.1.1.529 突变株。2021 年 11 月 26 日，世界卫生组织（WHO）正式将新冠病毒突变株 B.1.1.529 升级为令人担忧的突变株（Variant of Concern, VOC）；其系统命名定为 Omicron（奥密克戎）。目前奥密克戎毒株已扩散至中国香港、以色列、比利时等地，以色列成为首个因奥密克戎毒株实施国境封锁的国家。

奥密克戎毒株的刺突蛋白（S 蛋白）上有 32 个突变，是目前突变株中 S 蛋白突变最多的；相对比的是，Delta 突变株在 S 蛋白上有 9 个突变。其与 Delta 和 Alpha 突变株有多处重合。其中值得关注的是：（1）RBD 具有 15 个突变，是 RBD 突变最多的突变株，会影响抗体识别和疫苗接种；（2）Furin 切割位点附近有 H655Y + N679K + P681H 突变，可能增强病毒复制能力和感染力；（3）具有 nsp6-del105-107，

可能会影响固有免疫及 T 细胞免疫；(4) N 蛋白具有 R203K/G204R，可能会提高病毒毒力。

图1: 奥密克戎毒株 S 蛋白序列上出现大量突变位点



资料来源: eNCA

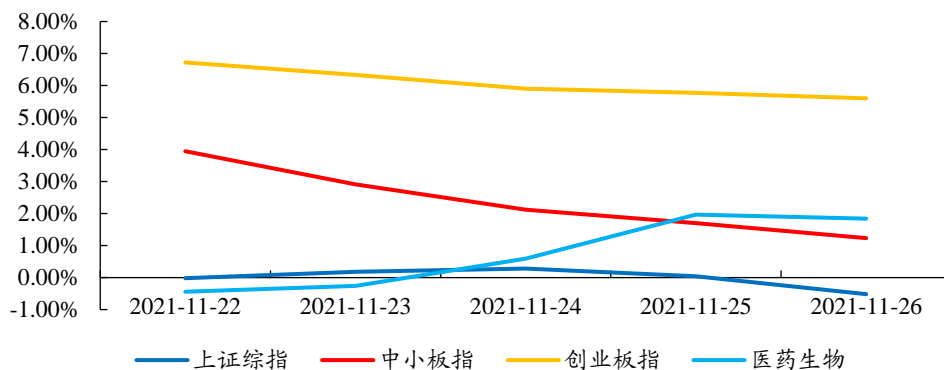
建议关注: (1) 疫苗板块: 新毒株奥密克戎基于传染性、免疫逃逸性的变化可能促进全球对新毒株疫苗的更新和加强针的推进。核酸疫苗具备研发速度优势, 对突变株疫苗研发有快速响应能力。(2) 防疫物资: 全球新冠大流行持续周期或加长, 防疫物资需求量有望重回高位。(3) 新冠检测: 全球新冠大流行持续周期或加长, 国内外新冠检测需求量有望长期维持高位。

### 3、本周医药生物同比上涨 1.84%，细分子板块均有上涨

#### 3.1、医药生物板块行情: 医药生物同比上涨 1.84%，强于上证 2.36 个 pct

本周上证综指下跌 0.52%，报 3564.09，中小板上涨 1.23%，报 9745.84，创业板上涨 5.6%，报 3468.87。医药生物同比上涨 1.84%，报 11304.9，表现强于上证 2.36 个 pct，强于中小板 0.61 个 pct，弱于创业板 3.76 个 pct。

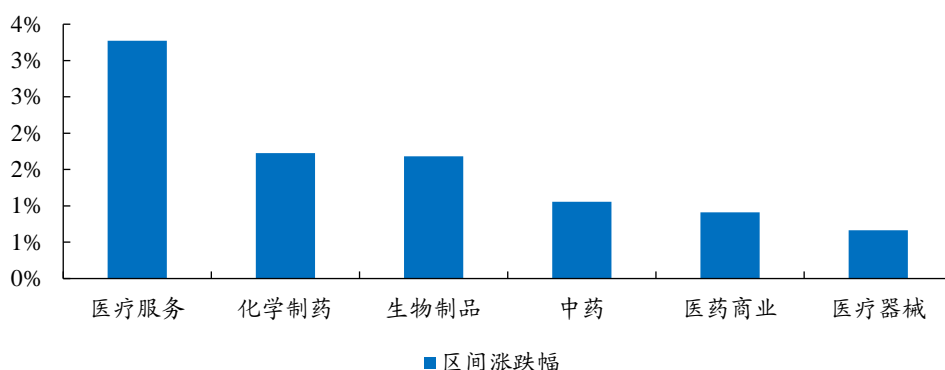
图2: 本周医药生物同比上涨 1.84%，表现强于上证 2.36 个 pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 3.2、子板块行情: 医疗服务板块涨幅较大，各板块均有增长

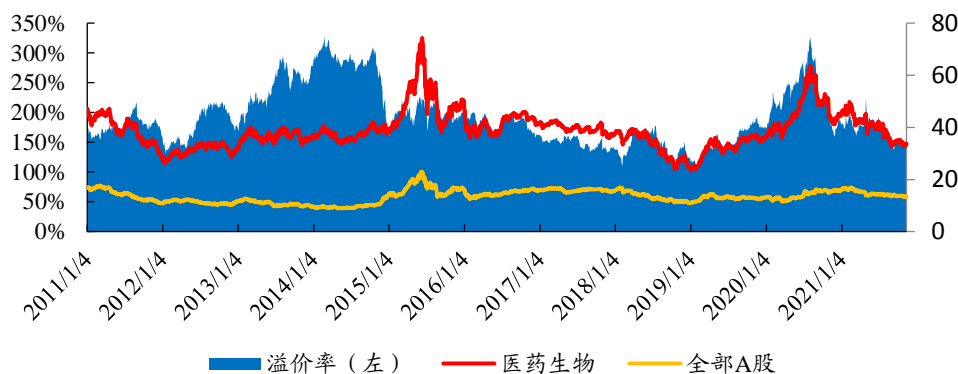
本周医疗服务板块涨幅最大，上涨 3.27%；化学制药板块上涨 1.73%，生物制品板块上涨 1.68%，中药板块上涨 1.06%，医药商业板块上涨 0.91%；医疗器械板块上涨 0.66%。

**图3: 医疗服务板块涨幅较大, 各板块均有增长**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.3、医药市盈率行情: 医药生物估值 35.02 倍, 对全部 A 股溢价率为 158.6%

全部 A 股估值为 13.54 倍, 医药生物估值为 35.02 倍, 对全部 A 股溢价率为 158.64%, 低于历史均值 40.56 个 pct(2011 年初至今)。各子行业分板块具体表现为: 化学制药 40.5 倍, 中药 31.7 倍, 生物制品 34.5 倍, 医药商业 15.3 倍, 医疗器械 25 倍, 医疗服务 78.1 倍。

**图4: 医药生物估值 35.02 倍, 对全部 A 股溢价率为 158.6%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、本月深度报告: 生物科研试剂: 国内市场快速增长, 行业百花齐放

(1) 国内生物试剂市场快速增长, 看好基础科研“卖水人”的长期发展

生命科学试剂是生命科学研究和开发的基础材料, 作为易耗性工具在生命科学科研活动中被广泛使用。2019 年全球生物试剂整体市场规模 175 亿美金, 并稳步扩容; 中国 2019 年的生物试剂规模为 136 亿元, 并快速增长, 预计 2019-2024 复合增速在 13.8%。我们看好政策鼓励下的国内科研服务水平的快速提升, 作为基础科研的“卖水人”长期发展可期, 国内各具特色的相关标的, 有望持续受益: (1) 掌握生物试剂上下游技术并积极向生物试剂下游终端产品延伸的诺唯赞和菲鹏生物; (2) 生物试剂种类齐全并拓展 CRO 业务的义翘神州; (3) 精耕重组蛋白细分领域的百普赛斯; (4) 搭建一站式服务平台来解决生物试剂品类繁多、客户群体庞大且需求多样的



行业痛点的优宁维。

### (2) 科研机构客户为主，核酸类试剂规模最大

在生命科学研究的投入中，约 10%-15% 用于生物科研试剂的投入，随着生命科学的快速发展，生物科研试剂的市场规模逐渐扩大。在全球科研投入中，中国的投入占比仅为 8.3%，相较于美国 48.2% 的占比，未来发展空间较大。

客户结构上，全球生物试剂均以科研机构客户为主，占比在 60% 以上；在生物试剂各细分领域中，核酸类试剂的市场规模最大，2019 年国内市场规模在 69 亿元，蛋白类约 40 亿元，细胞类约 27 亿元，各细分领域均保持快速增长。

### (3) 国内生物试剂行业百花齐放，各具特色

现阶段，我国生物试剂行业呈现种类繁多、市场分散、竞争者众多、客户需求多样以及国产化率低的特点，政策鼓励推进适应生命科学新技术发展的新仪器和试剂研发，国内试剂行业长期发展可期。基于行业现状，我们认为行业集中度提升、国产替代以及向下游延伸是行业发展的主要方向：(1) 新冠疫情+公司集中上市将加速行业集中度提升；(2) 综合供需端的分析，我们看到生物试剂国产替代的进程正在稳步推进；(3) 生物试剂行业整体规模较小，向下游延伸发展进一步打开市场空间。

整体上，国内代表性的生物试剂公司盈利能力较强，多数公司毛利率在 80% 以上，并注重研发和销售。我们认为行业集中度提升和国产替代的进一步推进，需要试剂公司在产品端和销售端双向发力：(1) 产品端注重研发，做好质控，并紧跟生命科学研究趋势，积极开拓新产品；(2) 生物试剂品类繁多、客户群体庞大且需求多样，需要试剂供应商做好销售，助力客户快捷、高效地开展科研实验。

### (4) 推荐及受益标的：

我们看好政策鼓励下的国内科研服务水平的快速提升，作为基础科研的“卖水人”长期发展可期，国内各具特色的相关标的，推荐标的：皓元医药。受益标的：诺唯赞、义翘神州、百普赛斯、泰坦科技、阿拉丁、优宁维等（以上排名不分先后）。

## 5、风险提示

行业黑天鹅事件、疫情恶化影响生产运营。

## 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的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	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	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

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10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16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