



德邦证券  
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业专题

生物医药

行业投资评级：优大于市|维持

2024年7月15日

# DRG/DIP更新报告： 院端变革加速，结构持续优化



**证券分析师**

姓名：周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

**证券分析师**

姓名：安柯

资格编号：S0120524060006

邮箱：anke@tebon.com.cn

**1. 医保收入增速缓慢，医保管理走向精细化。**基本医保基金的核心矛盾是收支增速不匹配，基金使用效率较低。为了有效管理医保基金的支出，基本医保引入DRG、DIP付费方式对医保基金的支出进行管理；

**2. DRG、DIP付费改革或推动高质低价品类的使用，鼓励创新，但各地差异较大。**DRG、DIP付费本身没有改变支付标准，但造成了不同品类药品的使用会影响医院的利润，一方面可能推动高质低价药械的使用，另一方面，随着政策调整可能鼓励创新药械的发展；

**3. 付费机制传导的核心是医院绩效机制调整，23-24年医院层面绩效调整有加速趋势。**DRGs、DIP付费制度的传导机制是医保-医院-医生-药耗，我们认为医院层面的绩效机制的调整，会影响医生的治疗方案和用药行为。我们发现23-24年医院层面的绩效改革正在加速落地；

**4. 综上所述，我们认为DRG、DIP的持续推进会促使医生调整自己的诊疗方案，进而降低诊疗成本，提升医院的经营水平，进而对医药行业产生影响，建议关注：**1) 医保支付范围内受益于病种结构调整和费用结构调整，部分药品、耗材将放量，如精麻药品、国产替代率较低且均有性价比的微创/日间手术和耗材，相关公司：人福医药、澳华内镜、微电生理、惠泰医疗；2) 能够帮助医院写对、写全、写好数据，帮助医院调整绩效方案的医疗信息化公司，相关公司：嘉和美康、国新健康、万达信息；3) 相同支付标准下，具有较强的服务能力和管理能力的民营医疗服务机构，相关公司：海吉亚医疗；4) 医保支付范围外，受益于医保挤出效应，能够有效承接居民对医保外高端药品、器械、医疗服务需求的公司，相关公司：固生堂、爱尔眼科、华夏眼科等。

**风险提示：**政策推进不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、市场需求不及预期的风险

# 目录 CONTENTS

- 01 医保面临的问题与策略
- 02 DRG/DIP的关键要素和传导机制
- 03 进度和影响



# 01

## 医保面临的问题与策略

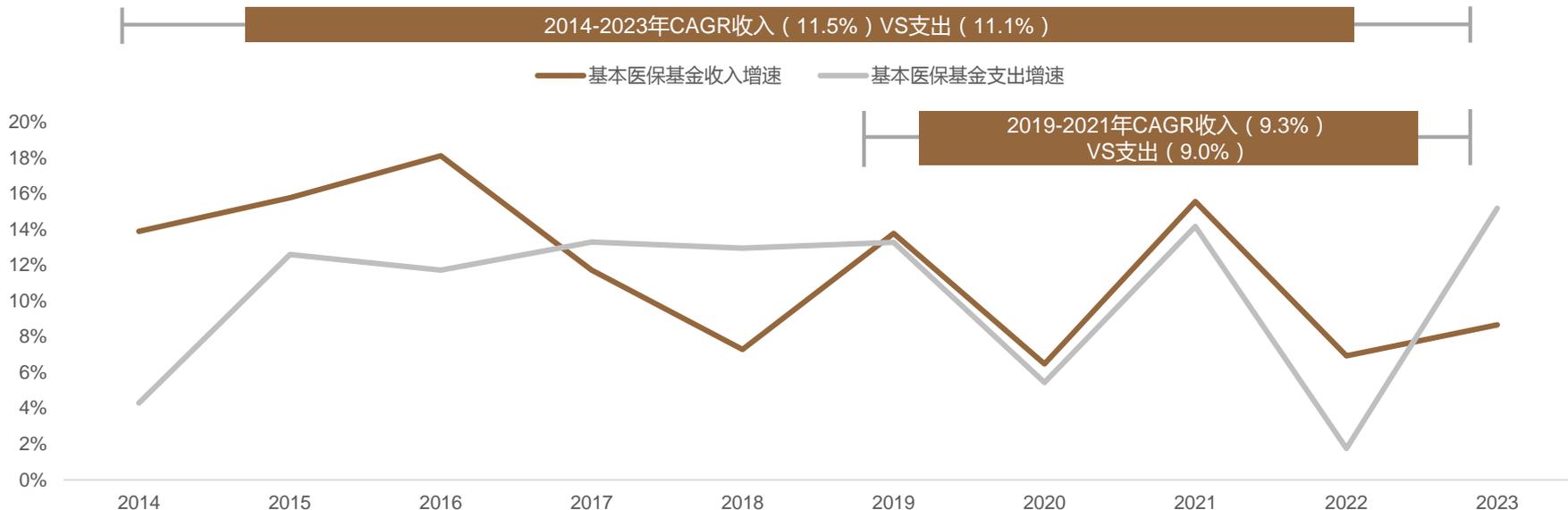
- 基本医保面临的问题
  - 收支均降速
  - 管理精细化
- 基本医保的解决思路
  - 从报销制走向“工分制”
  - 先住院，再门诊

# 矛盾一：医保基金收入与支出之间的矛盾

**基本医保收支增速相对放缓，医保长期运营压力较大。**从下图中可以看到，2017-2018、2023年医保基金支出增速高于医保基金收入增速。过去20年医保基金支出的CAGR（20.13%）高于收入的CAGR（19.44%），2018年国家医保局成立后，开启了一系列控费措施，但仍有压力。

**医保收入** = 城镇职工（工资收入×缴纳比例）+ 城乡居民（财政补助+个人缴纳）

**医保基金长期稳定 = 医保支出小于医保收入**



资料来源：国家医保局，国家统计局，德邦证券研究所

# 矛盾二：医院收入增速快于医保基金支出增速

医保增速趋缓

医保基金收入/支出：

覆盖率×人均缴费

95%×2501元

( 2018年至今覆盖面均稳定在95%  
2014-2023年人均缴费CAGR为1.99% )

医疗机构/医院收入：

出院人次×次均住院费用

2.45亿×8129元

( 2013-2022年医院诊疗人次、城镇职工住院次均费用、  
城乡居民住院次均费用的CAGR分别为3.76%、3.21%、  
3.16% )

医院收入增速快

注：2023年人均缴费=医保总收入/参保人次，出院人次、次均住院费用均为2022年数据，覆盖率、人均缴费均为2023年数据  
资料来源：国家医保局，国家卫健委，国家统计局，德邦证券研究所

# 矛盾三：管理效率低和病例复杂化之间的矛盾



## 患者数量：

以上海为例，2023年医疗机构出院人次为548.24万人次，诊疗总人次为26579.73万人次

## 疾病分类

**疾病：**按照WHO的规则，可以划分为34889类疾病（ICD-10）

**治疗方式：**即手术与操作，医保版编码13002个（ICD-9手术版）

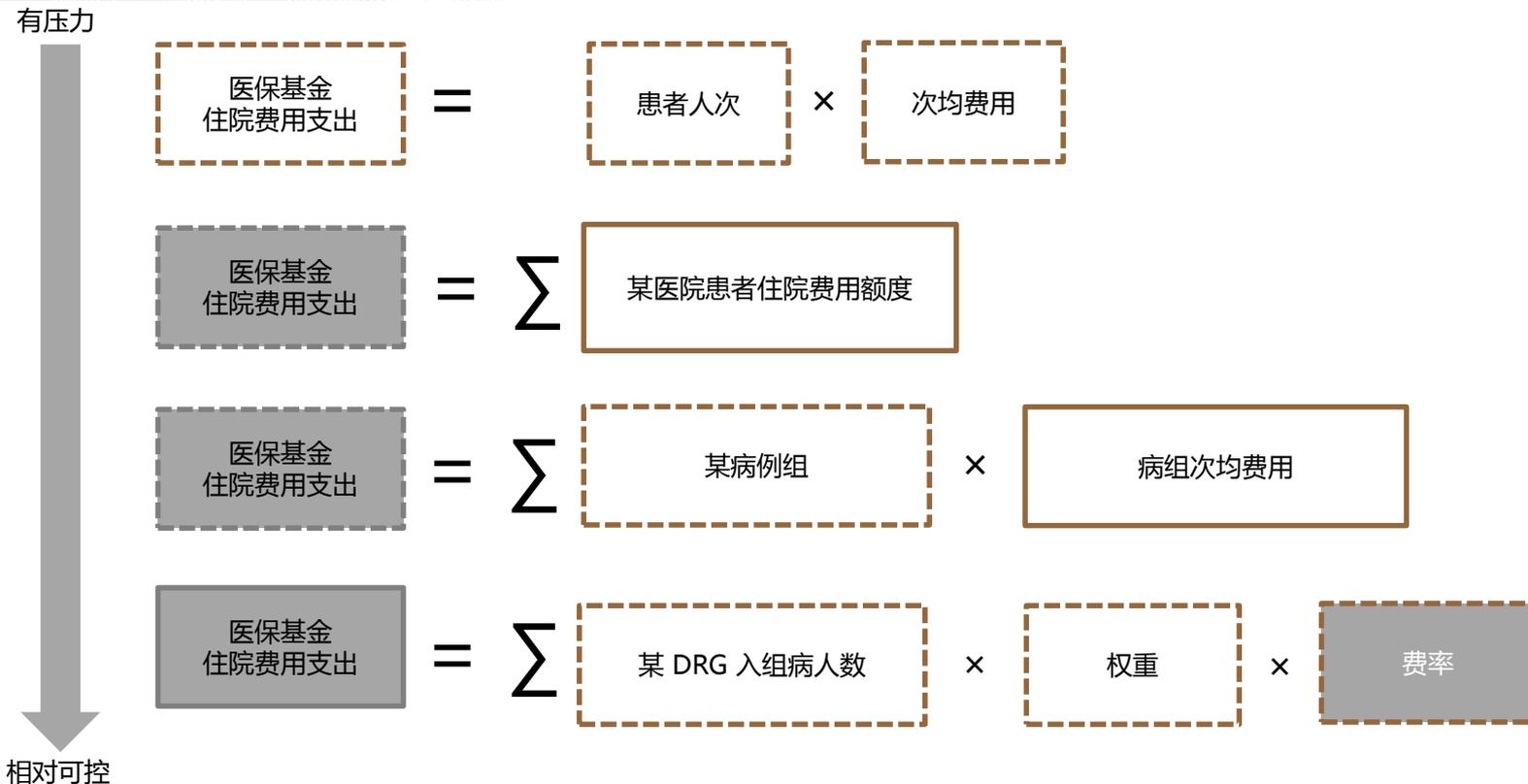
## 病组分类：

**DRG分组：**各试点城市分组为429组到935组不等

**DIP分组：**DIP1.0版的病种目录库核心病种近11553组，综合病种2499种

资料来源：上海市卫健委，《揭秘：医保疾病诊断/手术操作编码“制定标准”始末》简伟研等，国家医保局等，德邦证券研究所，  
注：ICD-10（International classification of diseases，国际疾病分类，目前已更新到第10版）

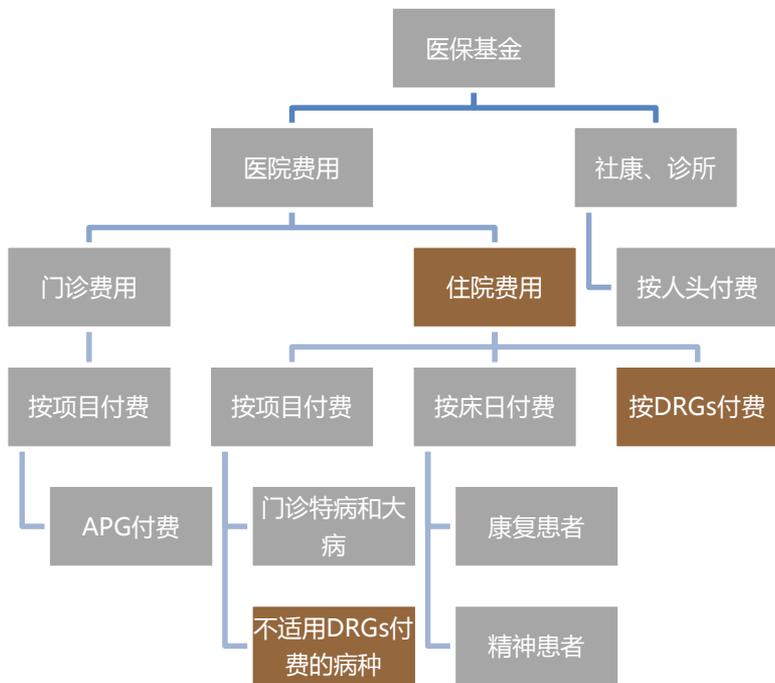
# 解决思路（一）：从报销制走向“工分制”



资料来源：国家医保局《国家医疗保障疾病诊断相关分组(CHS-DRG)分组与付费技术规范》，德邦证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

# 解决思路（二）：先一般，再特殊



特殊住院患者类别

特殊情况	定义	可使用的比例（人次）
未入组病例	除康复、精神、门诊特大病之外，仍未入组DRG的病例	
费用极高病例	各地自行规定，一般超过DRG支付标准3倍（三级），二级医院超过2倍	不超过5%
费用极低病例	各地自行规定，一般低于DRG支付标准30%	
其他特殊申请	急诊入院的危急症抢救患者	不超过3%
	已在医保经办备案的新技术项目	
	住院天数过短或过长	

资料来源：国务院办公厅，国家医保局《国家医疗保障疾病诊断相关分组(CHS-DRG)分组与付费技术规范》，德邦证券研究所

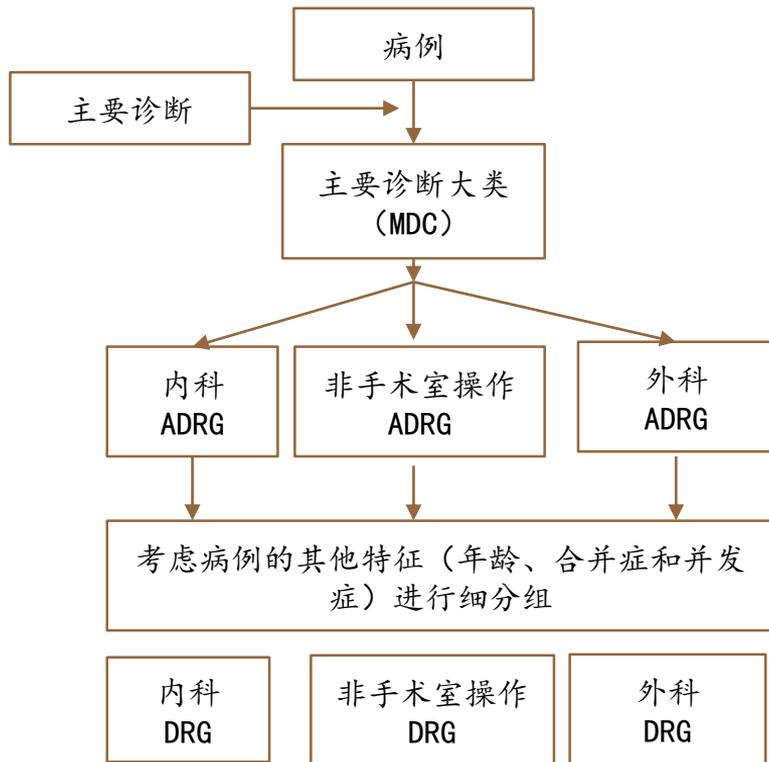
# 02

## DRG/DIP的关键要素和传导机制

- 关键要素
  - 分组
  - 定价
- 传导机制
  - 医保-医院-医生-药耗

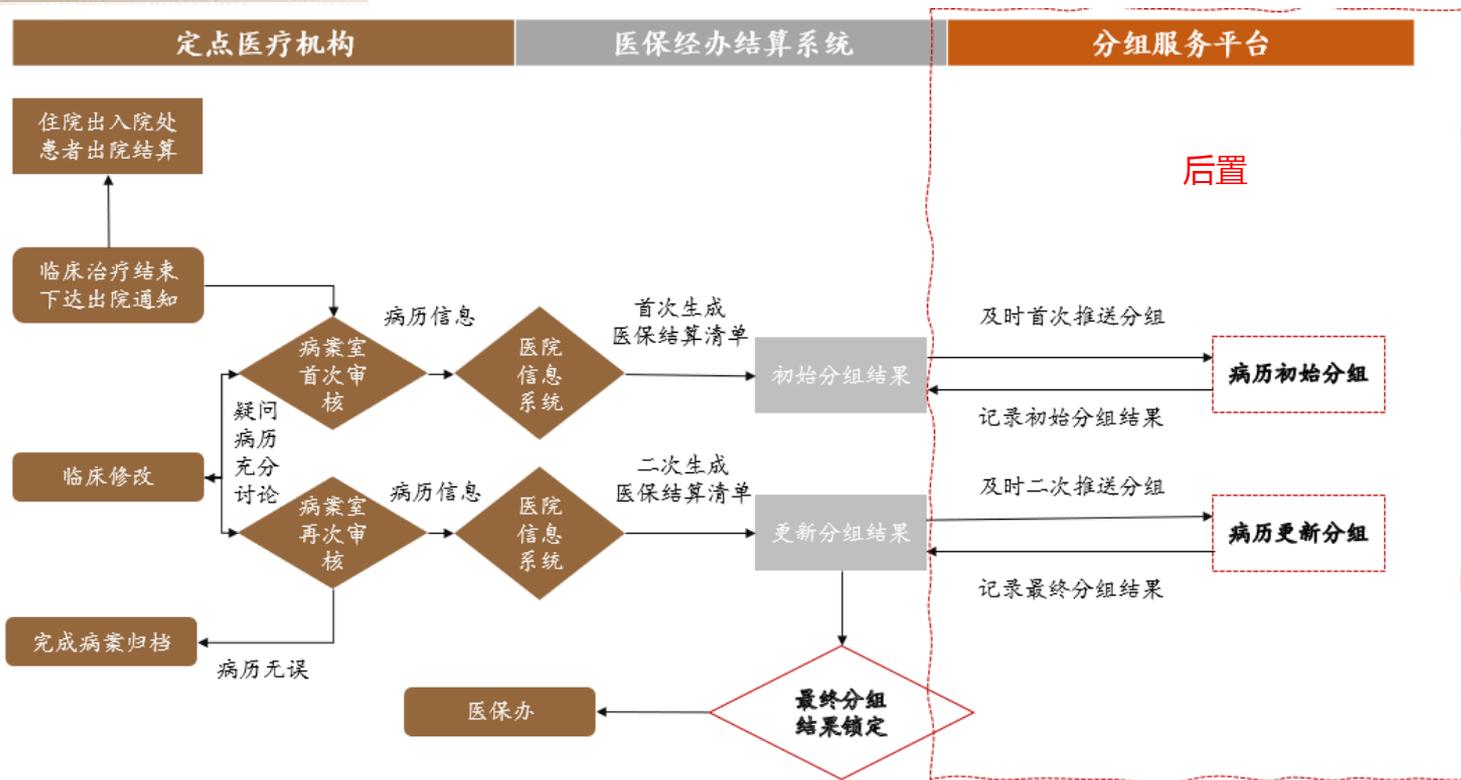
# 核心分组原则国家定

- 2019年10月24日，国家医保局发布《国家医疗保障疾病诊断相关分组(CHS-DRG) 分组与付费技术规范》
- **DRGs只是分类工具，DRGs-PPS才是控费工具，PPS ( Pre Paid System )**
- 影响DRGs分组的因素有**主要诊断、主要操作、个体特征（年龄、合并症和并发症）、费用变异系数。**
- **MDC和ADRG的分组标准和数量由国家医保局决定，全国统一。**MDC数量为26个，主要以解剖和生理系统为主要分类特征，如呼吸系统、消化系统等；ADRG数量为618组，既需要病例主要诊断的相似性和临床诊疗过程的相似性，也需要经统计之间的资源耗费相似。
- **DRGs的核心应该既分又合，难点在合。**ICD-10编码有3万余诊断，难以管理，也难以比较。因此DRGs创造性地将临床过程相似或资源消耗相近划分为一组，即差异系数 $CV < 1$ ，**住院费用变异系数 $CV值 = \frac{\text{住院费用（或住院时间）的标准差}}{\text{住院费用（或住院时间）的均值}}$** 。



资料来源：《国家医疗保障疾病诊断相关分组(CHS-DRG) 分组与付费技术规范》，德邦证券研究所

# 先看病，后付费



资料来源：《国家医疗保障疾病诊断相关分组(CHC-DRG) 分组与付费技术规范》，德邦证券研究所

# 分组依据来自医院数据

附件 1:

## XX 省（自治区、直辖市）XX 市医疗保障基金结算清单（样式）

定点医疗机构名称 \_\_\_\_\_ 定点医疗机构代码 \_\_\_\_\_ 清单流水号 \_\_\_\_\_  
 医保编号 \_\_\_\_\_ 病案号 \_\_\_\_\_ 申报时间 \_\_\_\_\_ 年 \_\_\_\_\_ 月 \_\_\_\_\_ 日

一、基本信息			
姓名 _____	性别 <input type="checkbox"/> 男 <input type="checkbox"/> 女	出生日期 _____ 年 _____ 月 _____ 日	年龄 _____ 岁 国籍 _____
(年龄不足 1 周岁) 年龄 _____ 天 民族 _____		患者证件类型 _____	患者证件号码 _____
职业 _____	现住址 _____ 省 (区、市) _____ 市 _____ 县 _____	工作单位及地址 _____	邮编 _____
联系人姓名 _____	关系 _____	地址 _____ 省 (区、市) _____ 市 _____ 县 _____	电话 _____
医保类型 _____	特殊人员类型 _____	参保地 _____	
新生儿入院类型 _____	新生儿出生体重 _____ 克	新生儿入院体重 _____ 克	
二、门诊慢特病诊疗信息			
病种名称	病种代码	手术及操作名称	手术及操作代码
三、住院诊疗信息			
住院医疗类型 <input type="checkbox"/> 1.住院 <input type="checkbox"/> 2.日间手术	入院途径 <input type="checkbox"/> 1.急诊 <input type="checkbox"/> 2.门诊 <input type="checkbox"/> 3.其他医疗机构转入 <input type="checkbox"/> 9.其他		
治疗类别 <input type="checkbox"/> 1.西医 <input type="checkbox"/> 2.中医 (2.1 中医 <input type="checkbox"/> 2.2 民族医 <input type="checkbox"/> 3.中西医	入院时间 _____ 年 _____ 月 _____ 日 _____ 时	入院科别 _____	转科科别 _____
出院时间 _____ 年 _____ 月 _____ 日 _____ 时	出院科别 _____	实际住院 _____ 天	
门 (急) 诊诊断 (西医诊断) _____	疾病代码 _____		
门 (急) 诊诊断 (中医诊断) _____	疾病代码 _____		
出院西医诊断 _____	疾病代码 _____	入院病情 _____	
出院中医诊断 _____	疾病代码 _____	入院病情 _____	
主要诊断: _____	主病: _____		
其他诊断: _____	主症: _____		

患者是谁

患者怎么了  
做了什么  
什么时候做的

诊断代码计数						
主要手术及操作名称	主要手术及操作代码	麻醉方式	术者医师姓名	术者医师代码	麻醉医师姓名	麻醉医师代码
手术及操作起止时间	其他手术及操作名称 1	其他手术及操作代码 1	其他手术及操作麻醉方式	其他手术及操作术者医师姓名	其他手术及操作术者医师代码	其他手术及操作麻醉医师姓名
手术及操作起止时间	其他手术及操作名称 2	其他手术及操作代码 2	其他手术及操作麻醉方式	其他手术及操作术者医师姓名	其他手术及操作术者医师代码	其他手术及操作麻醉医师姓名
手术及操作起止时间	其他手术及操作名称					
手术及操作代码计数	呼吸器使用时间 _____ 天 _____ 小时 _____ 分钟					
呼吸机使用时间	颅脑损伤患者昏迷时间: 入院前 _____ 天 _____ 小时 _____ 分钟					
颅脑损伤患者昏迷时间	入院后 _____ 天 _____ 小时 _____ 分钟					
重症监护病房类型 (CCU、NICU、ECU、SICU、PICU、RICU、ICU (综合)、其他)	进重症监护室时间 (年_月_日_时_分)	出重症监护室时间 (年_月_日_时_分)	合计 ( _时_分)			
输血品种	输血量	输血计量单位				
特级护理天数 _____	一级护理天数 _____	二级护理天数 _____	三级护理天数 _____			
离院方式 <input type="checkbox"/> 1.医嘱离院 <input type="checkbox"/> 2.医瞩转院, 拟接收机构名称 _____ <input type="checkbox"/> 3.转医嘱转社区卫生服务机构/乡镇卫						

患者怎么了  
做了什么  
什么时候做的

生院, 拟接收机构名称 _____ 4.非医嘱离院 5.死亡 9.其他					
是否有出院 31 天内再住院计划 <input type="checkbox"/> 1.无 <input type="checkbox"/> 2.有, 目的 _____					
主诊医师姓名 _____			主诊医师代码 _____		
责任护士姓名 _____			责任护士代码 _____		
四、医疗收费信息					
业务流水号: _____	结算期间: _____ 年 _____ 月 _____ 日 — _____ 年 _____ 月 _____ 日				
票据代码: _____	票据号码: _____				
项目名称	金额	甲类	乙类	自费	其他
床位费					
诊察费					
检查费					
化验费					
治疗费					
手术费					
护理费					
卫生材料费					
西药费					
中药饮片费					
中成药费					
一般诊疗费					
挂号费					
其他费					
XX (按病种收费名称+代码)					
金额合计					
医保统筹基金支付					
补充医疗保险支付	职工大额补助				个人自付
	居民大病保险				个人自付
	公务员医疗补助				个人自付
医疗救助支付					
其他支付	企业补充				个人账户支付
	商业保险				个人现金支付
	.....				个人现金支付
医保支付方式 <input type="checkbox"/> 1.按项目 <input type="checkbox"/> 2.单病种 <input type="checkbox"/> 3.按病种分值 <input type="checkbox"/> 4.疾病诊断相关分组 (DRG) <input type="checkbox"/> 5.按床日 <input type="checkbox"/> 6.按人头.....					
定点医疗机构填报部门 _____			医保经办机构 _____ 代码 _____		
定点医疗机构填报人 _____			医保机构经办人 _____ 代码 _____		

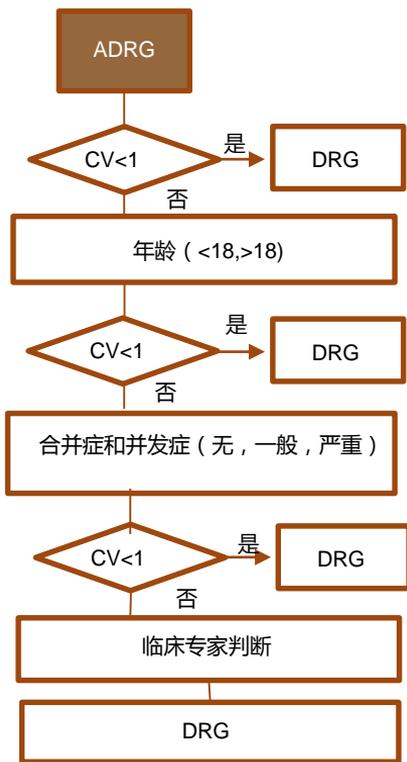
花了多少钱  
(医院成本, 基于医疗  
服务价格)

谁付的钱  
付了多少钱

资料来源: 国家医保局, 德邦证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

# 费用决定最终分组



问题：

## 1. 变异系数CV为什么设定为<1?

正态分布的概念，组内医疗费用（或住院时间）相差不大，离散性可控

## 2. CV值标准的设定影响什么？

影响DRG组数。

## 3. DRGs组数的多少代表什么？

代表患者住院费用的区间很大，患者复杂度相差很大，患者非常多样，同时也代表着诊疗能力相差很大

## 4. DRGs大概的组数？

完全覆盖的情况大约有429组到935组

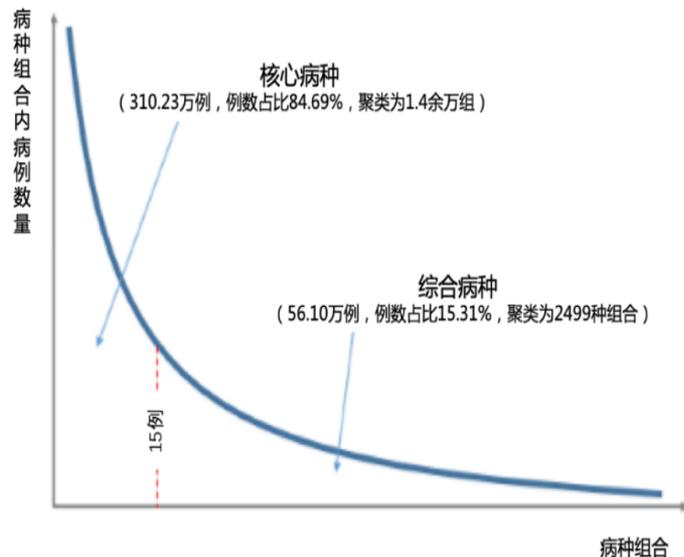
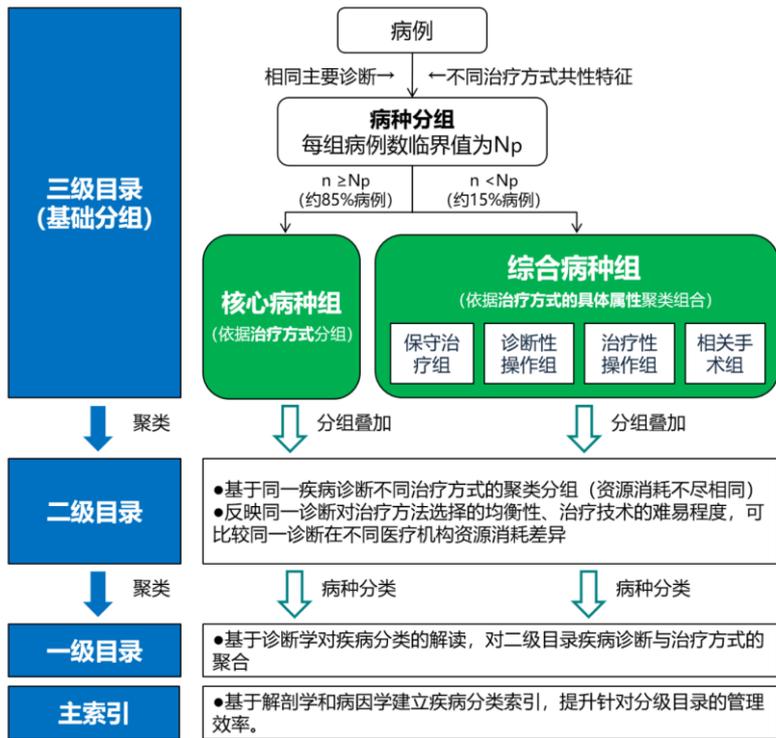
# 分组示例

指标	组合1	组合2	组合3	组合4	组合5
治疗方式名称	保守治疗	药物洗脱冠状动脉支架植入/经皮冠状动脉覆膜支架置入术+单根导管的冠状动脉造影术/单根导管冠状动脉搭桥术后桥血管造影	冠状动脉药物涂层支架置入术+单根导管冠状动脉后桥血管造影	药物洗脱冠状动脉支架置入/经皮冠状动脉覆膜支架置入术+多根导管冠状动脉搭桥术后桥血管造影	冠状动脉裸支架置入术+多根导管冠状动脉造影
出院人数 (个)	1107	349	114	77	37
总费用CV值	0.71	0.56	0.33	0.36	0.73
实验室诊断费CV值	0.93	0.66	0.43	0.48	0.76
临床诊断项目费CV值	1.22	0.91	0.63	0.59	1.16
手术治疗费CV值	0.82	0.48	0.27	0.35	0.59
西药费CV值	1.06	0.91	0.58	0.53	1.1
治疗用一次性医用材料费CV值	1.68	1.29	1	0.78	0.92
手术用一次性医用材料费CV值	0.98	0.71	0.45	0.55	0.86

资料来源：《第一届CHS-DRG/DIP支付方式改革大会》，德邦证券研究所

# DRG和DIP，和而不同

上海 2018 年全市 366.33 万出院病例以“疾病诊断”与“治疗方式”客观匹配后，共形成 20 余万病种组合，超出 15 例（含 15 例）的病种组合病例数量 310.23 万例，占比为 84.69%，其对应的 1.4 万核心病种直接纳入病种组合目录库，而小于 15 例的病种组合病例数量为 56.10 万例，占比为 15.31%



资料来源：首都医科大学医疗保障研究院《国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范》，德邦证券研究所



# 分蛋糕而不是减蛋糕

- **DRG 相对权重 ( RW )** 是对每一个DRG 依据其资源消耗程度所给予的权值，反映该DRG的资源消耗相对于其它疾病的程度，也代表着不同DRG组之间的难易程度。
- 美英等国采用作业成本法有其国家特色，由于中国医疗费用结构的不合理，难以推行作业成本法。但使用历史数据法难实现立竿见影的控费效果。

$$\text{某DRG权重 ( RW )} = \frac{\text{该DRG中病例的例均费用}}{\text{所有病例的例均费用}}$$

## 例均费用的计算方法比较

方法	定义	优点	缺点
历史数据法	采用前3 年住院病例的历史费用或成本数据计算权重	操作简便、快捷，对医疗体系的冲击较小	存在可能并不合理，没有改变医疗服务价格不合理的现状
作业成本法	作业成本法按照医疗服务的过程，将住院费用按“医疗”“护理”“医技”“药品耗材”“管理”分为5类，对照国际住院费用不同部分的成本结构，参考临床路径或专家意见确定每个DRG 各部分比例，进行内部结构调整，提高DRG权重	能够真实的反映医疗机构的成本结构，体现医务人员劳动价值部分比例	耗费时间长，计算成本高

资料来源：国家医保局《国家医疗保障疾病诊断相关分组(CHS-DRG) 分组与付费技术规范》，德邦证券研究所

# 或推动集采药械的使用，刺激创新

## 常态化调整

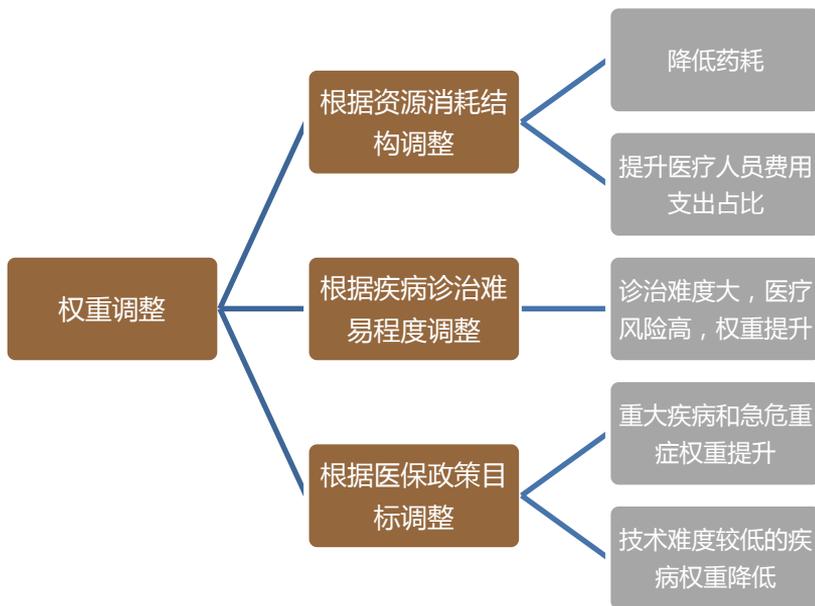
某DRG权重 (RW) =

$$\frac{\text{过往3年该DRG中病例的例均费用}}{\text{过往3年所有病例的例均费用}}$$

注：

1. 例均费用的下降主要来自次均耗材费、次均药品费、次均检查费的下降
2. 下降的驱动力：1) 集采带来的降价；2) 诊疗方案/临床路径调整，医生为什么有动力调整诊疗方案？

## 非常态化调整



# 地方仍有调整的抓手

$$\begin{aligned}
 \text{医保基金} &= \text{医疗机构}\alpha\text{病组A入院人次} \times \text{病组A价值标准} \times \text{费率1} \times \text{系数1} + \text{医疗机构}\beta\text{病组A入院人次} \\
 &\times \text{病组A价值标准} \times \text{费率2} \times \text{系数2} + \dots
 \end{aligned}$$

费率  
(沈阳)

在2018年付费权重基础上，参考2018年、2019年前三季度全市住院实际费用，经各科系临床专家协商讨论后最终确定2020年付费权重。对试点医院实施三级费率管理，**I级、II级、III级费率分别为12200元/权重、11800元/权重和11000元/权重**

系数  
(广州)

- **基本权重系数。**以不同级别医疗机构相同病种（不含综合病种）医疗费用比例关系作为基本权重系数，**三级医院、二级医院和一级医院分别设为1.000、0.702和0.504**；
- **加成、扣减系数：**医保评定等级加成系数；CMI加成系数；老年、儿童患者比例加成系数、分级管理等级评定系数；“登峰计划”定点机构加成系数；重点专科加成系数

# 03

## 进度和影响

- 进度
  - 分组
  - 定价
- 影响链条
  - 医保-医院-医生-药耗

# DRG/DIP影响链条

医保：不要穿底，所以要推DRG、DIP

医院：分析盈亏来源，调整绩效方案

医生：了解政策导向，规范治疗方案

药耗：不同治疗方案中药耗用量会有不同

# DRG/DIP影响链条

医保：不要穿底，所以要推DRG、DIP

医院：分析盈亏来源，调整绩效方案

医生：了解政策导向，规范治疗方案

药耗：不同治疗方案中用量会有不同

# DRG/DIP正在落地

## DRG/DIP支付方式改革三年行动计划

	2022	2023	2024
统筹地区全覆盖	+40%	+30%	+30%
	启动后		
	第一年	第二年	第三年 (2024年启动两年内完成)
医疗机构全覆盖	+40%	+30%	+30%
病种全覆盖	~ 70%	~ 80%	~ 90%
医保基金全覆盖	~ 30%	~ 50%	~ 70%

**目标：**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

资料来源：国家医保局，中国政府网，德邦证券研究所

《2022年全国医疗保障事业发展统计公报》显示，截止2022年底，全国206个统筹地区实现DRG/DIP实际付费。

2023年，全国有超9成统筹地区开展了按病组（DRG）和按病种分值（DIP）付费。25个省和新疆生产建设兵团已实现统筹地区全覆盖。在已经启动改革的统筹地区，按病组和病种分值付费医保基金支出占统筹地区内住院医保基金超过7成。

# DRG/DIP影响链条

医保：不要穿底，所以要推DRG、DIP

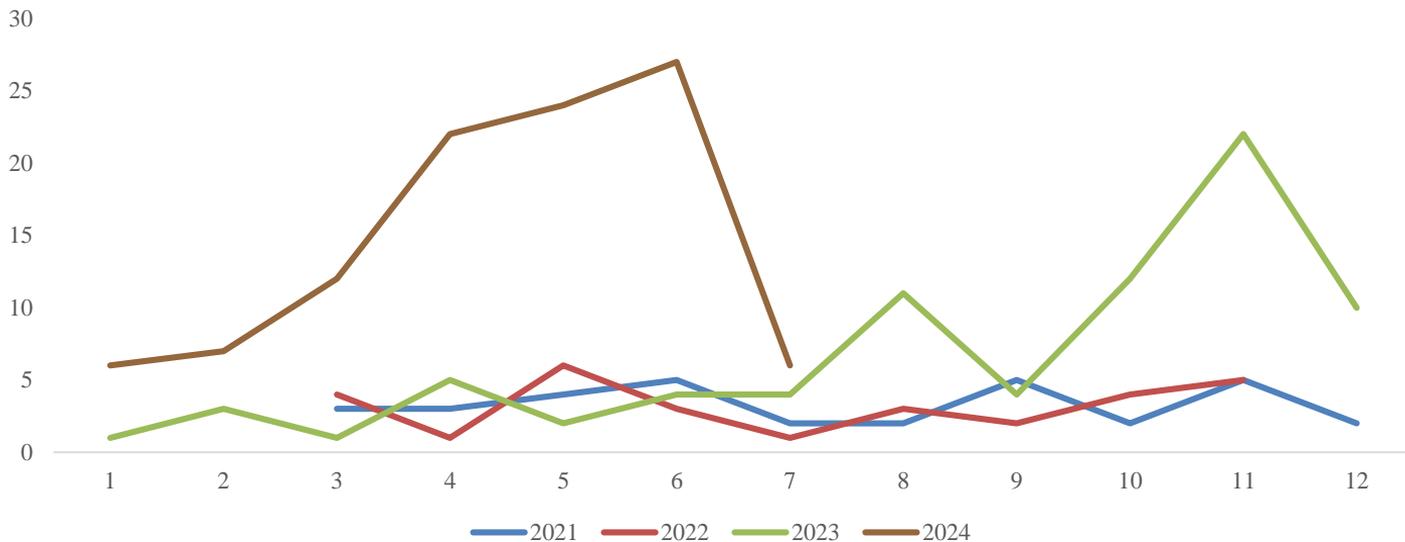
医院：分析盈亏来源，制定绩效

医生：了解政策导向，规范治疗方案

药耗：不同治疗方案中用量会有不同

# 医院绩效调整正在加速

2021-2024年医院采购绩效管理服务和软件数量统计（个）



资料来源：政府采购网，德邦证券研究所 数据截止2024年7月11日

# DRG/DIP影响链条

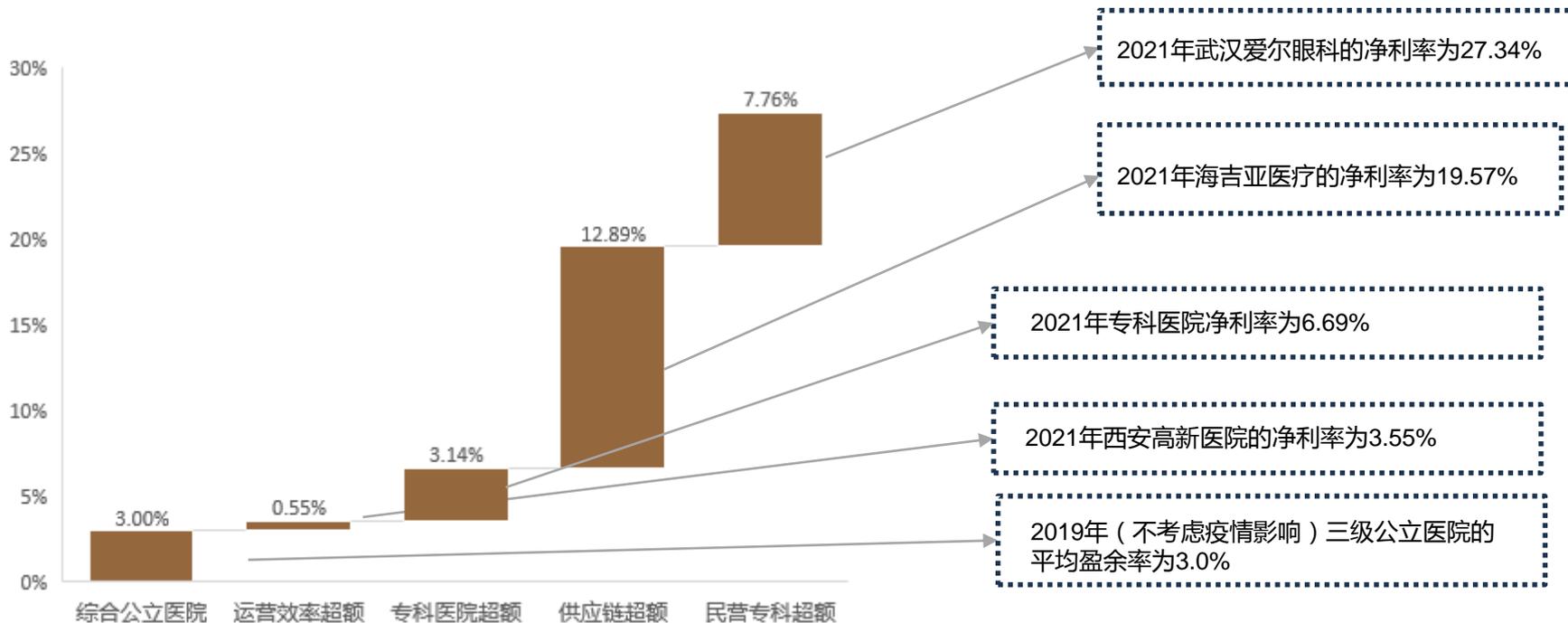
医保：不要穿底，所以要推DRG、DIP

医院：分析盈亏来源，调整绩效方案

医生：了解政策导向，规范治疗方案

药耗：不同治疗方案中药耗用量会有不同

# 超额来自管理效率和供应链管理



资料来源：国家卫健委，爱尔眼科、海吉亚医疗、国际医学公司公告，德邦证券研究所

# DRG/DIP影响链条

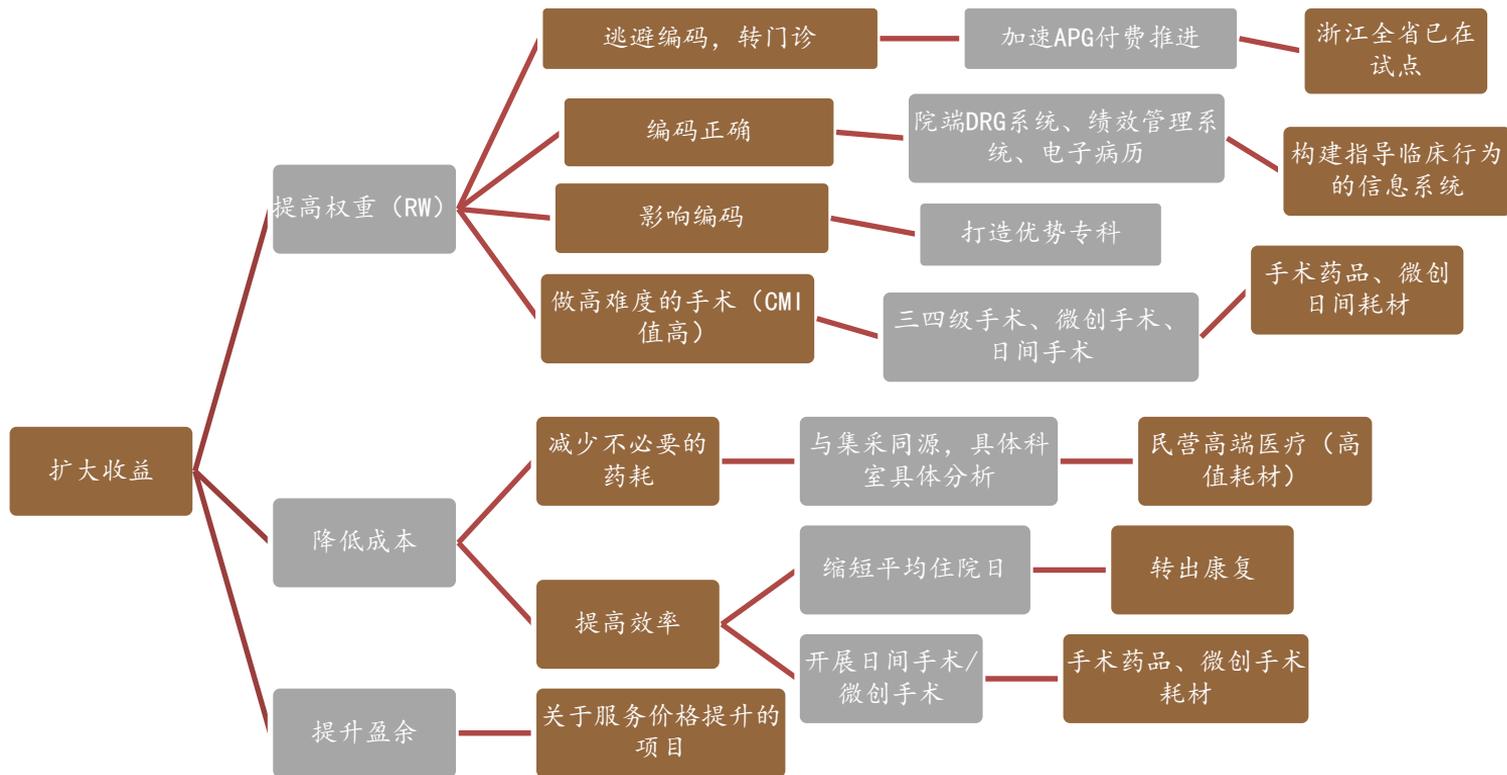
医保：不要穿底，所以要推DRG、DIP

医院：分析盈亏来源，调整绩效方案

医生：了解政策导向，规范治疗方案

药耗：不同治疗方案中药耗用量会有不同

# DRG/DIP付费背景下医院行为详细影响拆解



资料来源：国家医保局《国家医疗保障疾病诊断相关分组(CHS-DRG)分组与付费技术规范》，浙江省医保局，德邦证券研究所

综上所述，我们认为DRG、DIP的持续推进会促使医生调整自己的诊疗方案，进而降低诊疗成本，提升医院的经营水平，进而对医药行业产生影响，建议关注：

- 1) 医保支付范围内受益于病种结构调整和费用结构调整，我们预计部分药品、耗材将放量，如精麻药品、国产替代率较低且均有性价比的微创/日间手术和耗材，相关公司：人福医药、澳华内镜、微电生理、惠泰医疗；
- 2) 能够帮助医院写对、写全、写好数据，帮助医院调整绩效方案的医疗信息化公司，相关公司：嘉和美康、国新健康、万达信息；
- 3) 相同支付标准下，具有较强的服务能力和管理能力的民营医疗服务机构，相关公司：海吉亚医疗；
- 4) 医保支付范围外，受益于医保挤出效应，能够有效承接居民对医保外高端药品、器械、医疗服务需求的公司，相关公司：固生堂、爱尔眼科、华夏眼科等。

- **政策推进不及预期的风险。** 医保政策的制定和执行受影响因素较多，各地区的特点也不尽相同，因此有可能政策落地推进不及预期；
- **行业竞争加剧的风险。** 在大的政策背景确定的情况下，可能存在着更多厂家进入医药市场，导致竞争加剧的风险；
- **市场需求不及预期的风险。** 医药行业核心是患者的需求驱动，受宏观环境影响，可能存在市场需求疲软，市场增长不及预期。

## 分析师与研究助理简介：

- 周新明，医药首席分析师，浙江大学工学学士、北京大学卫生经济学硕士，具有11年证券从业经验。所在团队分别在2023年、2022年、2021年、2016年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。
- 安柯，高级研究员，研究方向：医疗服务、药店、医美，部分器械。清华大学管理学硕士，2年一级研究经验，2年实业管理经验，2年二级卖方研究经验，曾就职于国联证券。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

# 免责声明

**分析师声明：**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**法律声明：**

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



**德邦证券**  
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616      传 真：+86 21 68767880

400-8888-128