



医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）
yuan_wei@gjzq.com.cn分析师：赵海春（执业 S1130514100001）
zhaohc@gjzq.com.cn分析师：何冠洲（执业 S1130523080002）
heguanzhou@gjzq.com.cn

创新药美国学术会议带来催化，左侧板块一季报后利空出尽反转

投资逻辑：

本周医药板块整体股价走势较强，创新药表现突出。美国癌症研究协会（AACR）年会正在召开，5月美国临床肿瘤学会（ASCO）年会即将举办，持续关注中国创新药企业临床数据口头报告和壁报内容，可能进一步催化创新药板块行情。我们持续看好创新药板块贯穿全年的成长行情，其中学术会议数据披露和对外授权BD进展可能是最大的催化因素，当前时点尤其建议把握生物科技龙头重磅数据公布机会，以及仿创结合龙头的管线价值重估机会。

创新药品：2025年度美国临床肿瘤学会（ASCO）年会即将来临。本周，ASCO公布了本次大会的摘要题目和大会日程。在2025 ASCO上，中国专家的发言数量再创新高，共有71项原创性研究成果入选口头发言环节，中国医药产业的质量与创新能力正在步入新的历史阶段。另外本周国内有数款新药再获进展，康方生物PD-1/VEGF双抗依沃西，用于PD-L1阳性的EGFR突变阴性和ALK阴性的局部晚期或转移性NSCLC的一线治疗的新药上市申请（sNDA），中国获批；诺诚健华管线的两项进展：①诺诚健华的第二代NTRK抑制剂被CDE（国家药品评审中心）纳入优先评审；②奥布替尼在中国获批一线治疗慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤。

生物制品：“容愈项目”3年阶段性数据公布，基于PegIFNa-2b的治疗策略48周时的累积HBsAg清除率达53%，累积HBsAg血清学转换率达34.1%。IHC人群庞大，但往往因疾病进展隐匿而缓慢被忽视，随着真实世界研究数据的进一步夯实，未来进行治疗的乙肝人群规模有望进一步扩大。

医疗器械：图迈远程手术机器人获批，有望引领行业加速发展。4月21日微创机器人宣布其图迈远程获国家药监局批准，成为全球首个获批上市的远程手术机器人产品，标志着外科手术正式进入“远程”时代。面向环球大规模应用部署的远景，图迈机器人建立了首个且唯一跨洲际远程手术网络体系，有望引领国产手术机器人实现快速推广。

中药药店：最近一周，中药上市公司2025年一季度业绩密集披露，部分公司在高基数下，业绩表现承压，但度过一季度高基数后，有望轻装上阵。另外，部分产品如贴膏类、痔疮用药等，终端需求持续存在，相关公司如羚锐制药、马应龙等，一季度业绩仍实现韧性增长。

医疗服务：本周细分个股24年年报及25年一季报陆续发布。整体来看，24年降价影响逐步出清，25Q1整体医疗服务实现开门红。展望25年全年，我们预计随国内消费温和复苏，叠加行业竞争格局持续优化，板块25年全年业绩有望持续25Q1趋势。

投资建议

近期医药板块年报一季报披露接近尾声，从整体情况来看，由于2024年Q1医药整体高基数，以及一季报医药板块大部分板块（如中药、医疗器械、部分仿制药和原料药、生物制品、消费医疗和服务）等仍处于景气度复苏进程中，除创新药以外的医药板块整体24Q4和25Q1表现较差。但我们注意到部分板块如眼科、药店、精麻药品等已经开始景气度改善，同时其他左侧板块利空也已经充分出尽，预计2025Q1已经是低点，下半年板块增速将迎来反转和改善，建议自下而上开始寻找投资机会。

重点标的

科伦博泰、人福医药、聚光科技、华东医药、特宝生物、华润三九、益丰药房、新产业等。

风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、投融资周期波动风险、并购整合不及预期的风险等。



内容目录

医药板块创新药一枝独秀，一季报后左侧板块利空出尽应开始关注.....	4
药品板块：康方依沃西获批一线 NSCLC，中国药企 11 项入选 ASCO LBA.....	6
康方生物，依沃西获批一线晚期非小细胞肺癌.....	6
诺诚健华，奥布替尼获批一线 CLL/SLL	7
2025ASCO，中国药企 71 项研发成果入选 ORAL，11 项入选 LBA.....	8
生物制品：容愈项目 3 年阶段性数据公布，未来乙肝治疗人群有望扩大.....	10
医疗器械：图迈远程手术机器人获批，有望引领行业加速发展.....	11
微创机器人图迈远程手术机器人国内获批.....	11
多家重点公司陆续披露 2024 年报及 2025 一季报业绩.....	12
中药：业绩进入密集披露期，关注企业潜在经营拐点.....	13
医疗服务及消费医疗：Q1 业绩向好，看好全年板块业绩表现.....	14
爱尔眼科：25Q1 超预期，看好全年业绩表现.....	14
通策医疗：25Q1 稳健增长，全年有望持续向好.....	15
爱美客：短期业绩受行业调整拖累，在研产品为长期竞争力提供支撑.....	15
风险提示.....	15

图表目录

图表 1：年初至今各申万一级行业表现 (%)	4
图表 2：2025.04.21~2025.04.25 各申万一级行业表现 (%)	5
图表 3：2025.04.21~2025.04.25 医药生物申万三级细分涨跌幅 (%)	5
图表 4：2025.04.21~2025.04.25 医药生物个股涨跌幅前十 (%)	6
图表 5：康方生物 AK112 在 2024 年 WCLC 发布的临床数据.....	7
图表 6：康方生物 AK112 在 2024 年 WCLC 发布的各亚群患者数据.....	7
图表 7：国内新药获批动态更新(2025/04/21-2025/04/25)	8
图表 8：2025ASCO 部分中国药企重磅药品数据梳理.....	9
图表 9：IHC 人群临床表现一般为“无或仅有轻度炎症”.....	10
图表 10：48 周时总体的累积 HBsAg 清除率达 53%.....	10
图表 11：48 周累积 HBsAg 血清学转换率达 34.1%.....	10
图表 12：HBsAg < 100 IU/mL 组 48 周时的累积 HBsAg 清除率达 72.56%.....	11
图表 13：HBV DNA 阴性患者的各时间点的 HBsAg 清除率均高于阳性组.....	11
图表 14：“图迈”胸腹腔内窥镜远程手术系统.....	12



图表 15：近期披露的部分中药上市公司 2025 年 Q1 业绩 14

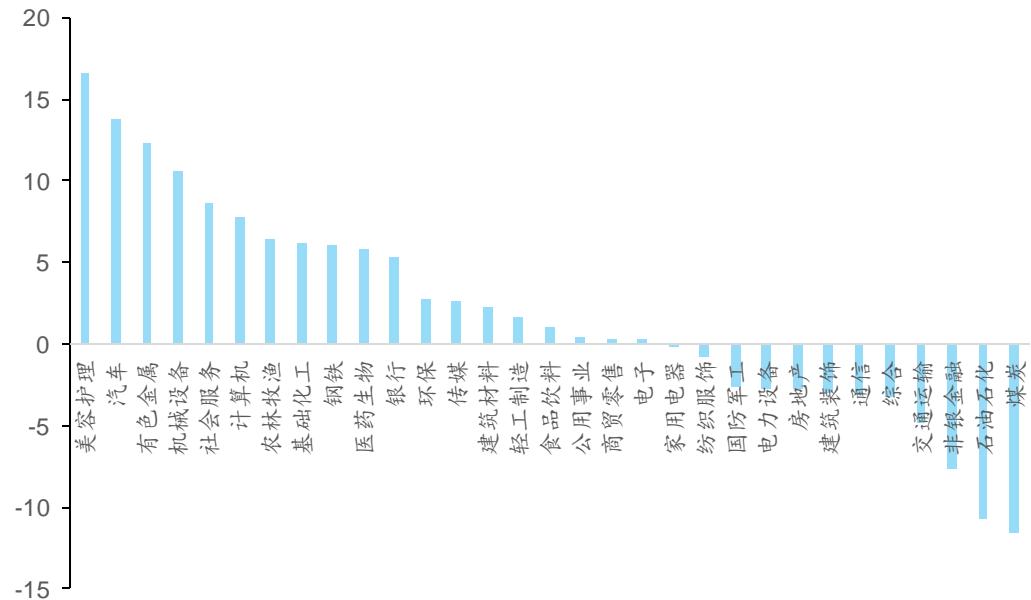


医药板块创新药一枝独秀，一季报后左侧板块利空出尽应开始关注

本周医药板块整体股价走势较强，创新药表现突出。美国癌症研究协会（AACR）年会正在召开，5月美国临床肿瘤学会（ASCO）年会即将举办，持续关注中国创新药企业临床数据口头报告和壁报内容，可能进一步催化创新药板块行情。我们持续看好创新药板块贯穿全年的成长行情，其中学术会议数据披露和对外授权BD进展可能是最大的催化因素，当前时点尤其建议把握生物科技龙头重磅数据公布机会，以及仿创结合龙头的管线价值重估机会。

近期医药板块年报一季报披露接近尾声，从整体情况来看，由于2024年Q1医药整体高基数，以及一季报医药板块大部分板块（如中药、医疗器械、部分仿制药和原料药、生物制品、消费医疗和服务）等仍处于景气度复苏进程中，除创新药以外的医药板块整体24Q4和25Q1表现较差。但我们注意到部分板块如眼科、药店、精麻药品等已经开始景气度改善，同时其他左侧板块利空也已经充分出尽，预计2025Q1已经是低点，下半年板块增速将迎来反转和改善，建议自下而上开始寻找投资机会。

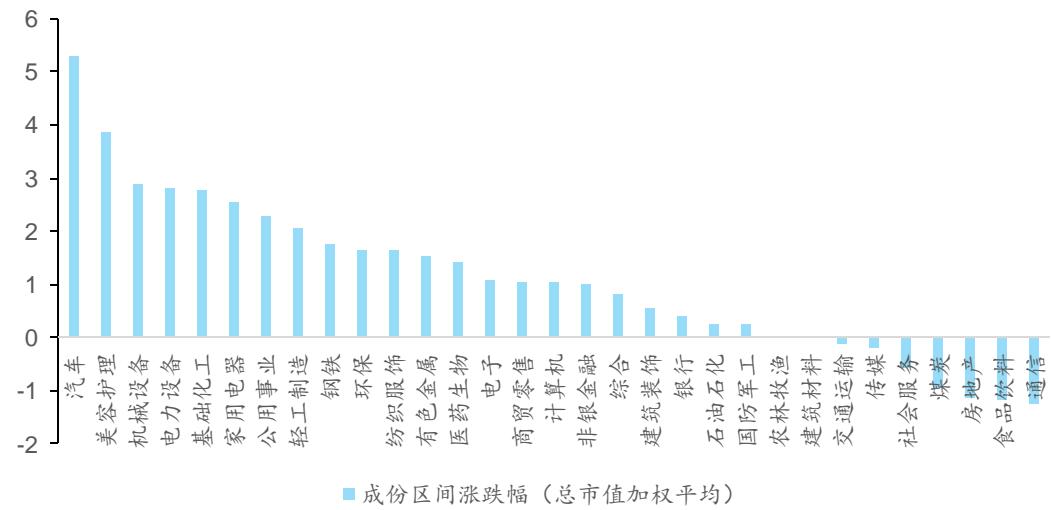
图表1：年初至今各申万一级行业表现（%）



来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

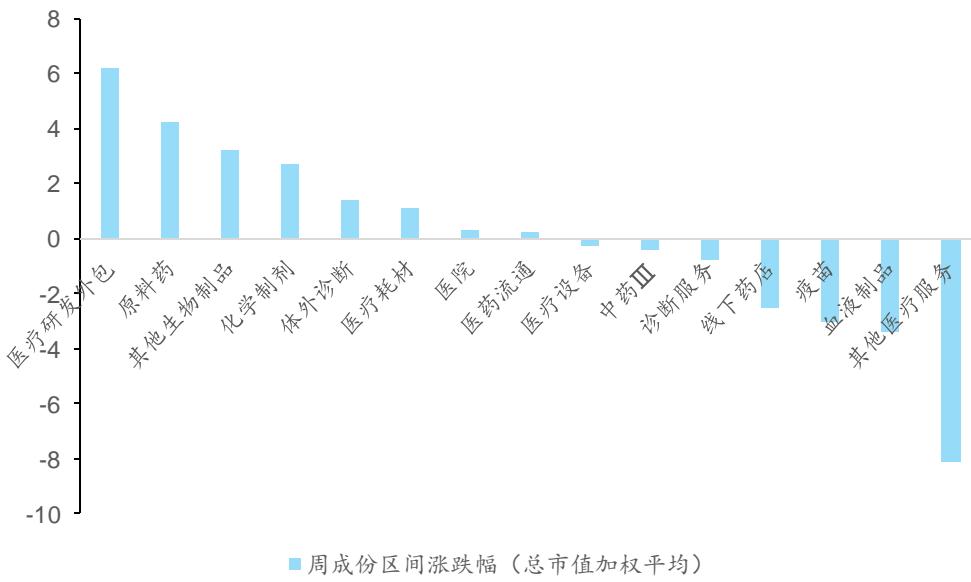


图表2: 2025.04.21~2025.04.25 各申万一级行业表现 (%)



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表3: 2025.04.21~2025.04.25 医药生物申万三级细分涨跌幅 (%)



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所



图表4: 2025.04.21~2025.04.25 医药生物个股涨跌幅前十(%)



来源：同花顺 iFind，国金证券研究所

药品板块：康方依沃西获批一线 NSCLC，中国药企 11 项入选 ASCO LBA

康方生物，依沃西获批一线晚期非小细胞肺癌

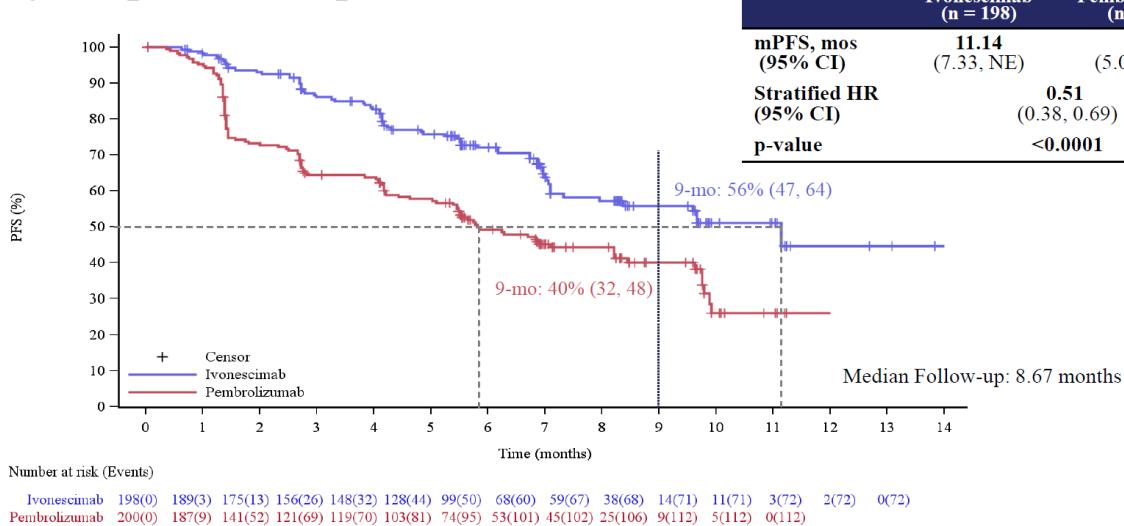
2025 年 4 月 26 日，康方生物官网发布，其全球首个 PD-1/VEGF 双抗依沃西，用于 PD-L1 阳性 (TPS $\geq 1\%$) 的表皮生长因子受体 (EGFR) 基因突变阴性和间变性淋巴瘤激酶 (ALK) 阴性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌 (NSCLC) 的一线治疗的新药上市申请 (sNDA)，中国获批。这是依沃西获得的第二个适应症。

- 此次获批，是基于依沃西“头对头”帕博利珠单抗的随机、双盲、对照 III 期临床研究 (AK112-303/HARMONi-2) 中获得的显著阳性结果：
 - 在 ITT 人群中，依沃西组和帕博利珠组的中位无进展生存期 (PFS) 分别为 11.14 个月和 5.82 个月，PFS HR=0.51 ($P < 0.0001$)，依沃西治疗组的疾病进展/死亡风险降低 49%。
 - 在 ITT 人群中，在 39% 成熟度时进行的总生存期 (OS) 的期中分析 (本次分析 α 分配值仅为 0.0001) 结果显示，依沃西对比帕博利珠单抗具有显著的临床生存获益，HR=0.777，降低死亡风险 22.3%。
 - 依沃西是全球首个在头对头“药王”帕博利珠单抗的 III 期临床研究中获得显著阳性结果的药物。
 - 依沃西为一线 NSCLC 治疗提供了全新、更高效、安全的“去化疗”方案。
 - 此前在 2024 年 9 月的 WCLC (全球肺癌大会) 上，公司已经发布了总体和各亚群 PFS 数据。



图表5: 康方生物AK112在2024年WCLC发布的临床数据

Primary endpoint: PFS per IRRC



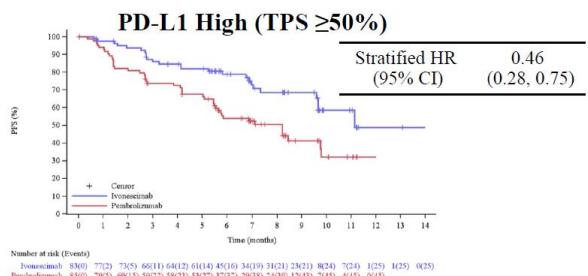
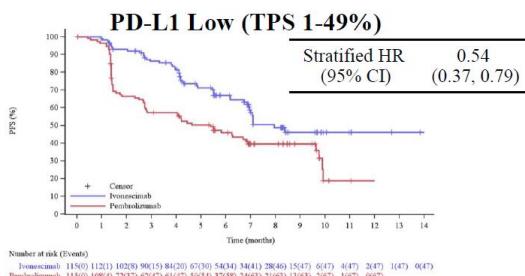
Ivonescimab demonstrated a statistically significant improvement in PFS vs. pembrolizumab with HR = 0.51, representing a 5.3 months improvement in mPFS.

来源: 康方生物官网, 国金证券研究所

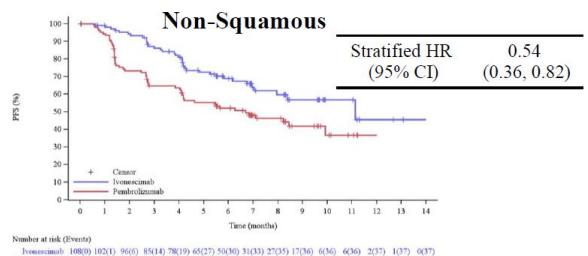
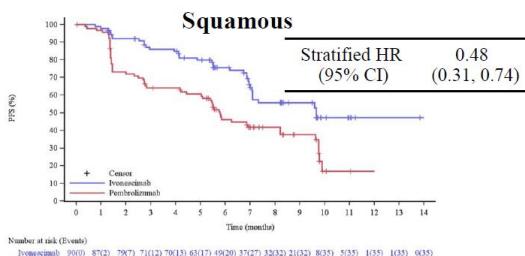
图表6: 康方生物AK112在2024年WCLC发布的各亚群患者数据

Key PFS Subgroup Analyses

PD-L1 expression



NSCLC Histology



Ivonescimab showed meaningful improvement in PFS vs. pembrolizumab in patients with both low and high PD-L1, with squamous or non-squamous advanced NSCLC.

来源: 康方生物官网, 国金证券研究所

诺诚健华, 奥布替尼获批一线 CLL/SLL

本周, 诺诚健华的第二代 NTRK 抑制剂被 CDE (国家药品评审中心) 纳入优先评审, 另外翰森制药的 B7H4 ADC 的治疗铂耐药复发上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌适应症被纳入突破性疗法。



图表7：国内新药获批动态更新(2025/04/21-2025/04/25)

CDE拟纳入优先评审品种						
申请日期	公示日期	公司	通用名	状态	机制	适应症
2025/4/18	2025/4/23	诺诚健华	卓乐替尼片	拟纳入优先评审	NTRK-TKI	经治的NTRK阳性患者
CDE拟纳入突破性疗法品种						
申请日期	公示日期	公司	通用名	状态	机制	适应症
2025/2/27	2025/4/24	翰森制药	HS-20089	拟纳入突破性疗法	B7-H4 ADC	铂耐药复发上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌患者

来源：CDE，国金证券研究所

诺诚健华产品管线取得两项进展：①诺诚健华的第二代 NTRK 抑制剂被 CDE（国家药品评审中心）纳入优先评审；②奥布替尼在中国获批一线治疗慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤。

- 在针对 NTRK 融合基因阳性的晚期实体瘤成人和青少年患者的关键注册临床试验中，卓乐替尼（NTRK-TKI, zurelectrectinib）展示了卓越的有效性和安全性，同时可以克服第一代 TRK 抑制剂的耐药性。Zurelectrectinib 针对儿童患者（2 周岁≤年龄<12 周岁）的注册临床试验正在进行中，公司正加快临床研究。
 - NTRK 融合基因可见于各种类型的成人及儿童肿瘤。在部分罕见肿瘤中，例如唾液腺癌、分泌型乳腺癌、婴儿纤维肉瘤等，发生率超过 90%。中国新发的携带 NTRK 融合基因的肿瘤人群预估每年 6500 例，目前缺乏有效的治疗手段，存在未被满足的临床需求。
- 本周，奥布替尼获得中国国家药品监督管理局（NMPA）批准，用于一线治疗慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤（CLL/SLL），此次一线 CLL/SLL 的获批将惠及更多淋巴瘤患者。此前，奥布替尼已在中国获批用于治疗既往至少接受过一次治疗的 CLL/SLL、套细胞淋巴瘤（R/R MCL）和边缘区淋巴瘤（R/R MZL），三项适应症均已纳入国家医保。
 - CLL/SLL 是最常见的白血病类型之一，是 B 淋巴细胞的一种惰性恶性肿瘤。全球每年有 19.1 万新确诊的 CLL 病例和 6.1 万死亡病例，中国 CLL/SLL 的发病率呈上升趋势。

2025 ASCO，中国药企 71 项研发成果入选 ORAL，11 项入选 LBA

2025 年度美国临床肿瘤学会（ASCO）年会即将来临。本周，ASCO 公布了本次大会的摘要题目和大会日程。2025 年 ASCO 大会上，中国专家的发言数量再创新高，共有 71 项原创性研究成果入选口头发言环节（Oral Abstract Session/Rapid Oral Abstract Session/Clinical Science Symposium），其中有 11 项研究将以重磅研究（Late Breaking Abstract, LBA）形式公布。



图表8: 2025 ASCO 部分中国药企重磅药品数据梳理

药企	药物	靶点	机制	方案	适应症	阶段	代号	展示	编号
百济神州	泽布替尼	BTK	TKI	联合维奈克拉 (VEN)	TN CLL/SLL	III	SEQUOIA (D)	Rapid Oral	7009
	BG-68501	CDK2	TKI	单药或联合氟维司群	HR+/HER2- BC	I a/b	-	Poster	3115
	BG-C9074	B7-H4	ADC	单药	晚期实体瘤	I	-	Poster	3033
	BGB-A445	OX40	Agonist	联合多西他赛或BGB-15025(HPK1 TKI)	PD-(L)1经治NSCLC	II	-	Poster	e14513
	帕米帕尼	PARP	TKI	单药	新辅助晚期不可切除卵巢癌	II	PASSION	Poster	5589
恒瑞医药	BGB-A445	OX40	Agonist	联合替雷利珠	NSCLC、HNSCC 或 NPC	I	-	Poster	2525
	SHR-A2102	Nectin-4	ADC	单药	晚期实体瘤	I	-	Clinical Science Symposium	107
	SHR-1826	c-Met	ADC	单药	晚期实体瘤	I	-	Clinical Science Symposium	106
	SHR-A1912	CD79b	ADC	联合利妥昔、吉西他滨和奥沙利铂	r/r DLBCL	I b/II	-	Rapid Oral	7013
	SHR-A1811	HER2	ADC	单药	HER2 阳性脑转移乳腺癌	III	REIN	Rapid Oral	1017
	达尔西利	CDK4/6	TKI	联合内分泌治疗	新辅助治疗HR+/HER2- BC	III	DAWNA-A	Rapid Oral	515
	阿得贝利	PD-L1	mAb	联合贝伐珠单抗联合顺铂/卡铂	TNBC	II	-	Rapid Oral	1018
	SHR-A1811	HER2	ADC	单药	涎腺癌	I	-	Oral	6006
	SHR-8068	CTLA-4	mAb	联合阿得贝利及贝伐珠	晚期肝细胞癌	I b/II	-	Poster	4093
	Retirafusp alfa	PD-L1/TGF-βRII	BsAb	联合白紫及卡铂	R/M HNSCC	II	-	Poster	6029
中国生物	SHR-A1811	HER2	ADC	联合阿得贝利	TNBC	I b/II	-	Poster	1103
	SHR-A1811	HER2	ADC	单药	HER2+晚期妇科肿瘤	II	Gynecol(C)	Poster	5612
	SHR-1501	IL-15Ra	FP	联合或不联合卡介苗	非肌层浸润性膀胱癌	I / II	-	Poster	4606
	SHR-2017	RANKL/NGF	BsAb	单药	乳癌癌骨转移患者	I b	-	Poster	12059
	阿得贝利	PD-L1	mAb	联合白紫和卡铂	膀胱癌患者	II	-	Poster	8109
中国生物	TQB2102	HER2	双抗ADC	单药	晚期实体瘤	I	-	Oral	3003
	TQB2102	HER2	双抗ADC	单药	HER2+ BC	I b	-	Poster	1090
	TQB2102	HER2	双抗ADC	单药	新辅助HER2+ BC	II	-	Poster	591
	TQB2103	CLDN18.2	ADC	单药	晚期实体瘤	I	-	Poster	3026
	TQB2930		BsAb	联合化疗	2L+ HER2+ BC	I b/II	-	Poster	1033
信达生物	IBI363	PD-1/IL-2	BsAb	联合贝伐珠	晚期结直肠癌	I	-	Clinical Science Symposium	104
	IBI343	CLDN18.2	ADC	单药	胰腺导管腺癌	I	-	Rapid Oral	4017
	信迪利单抗	PD-1	mAb	联合异环磷酰胺、卡铂和依托泊苷	r/r GHL	III	ORIENT-21	Oral	7007
	IBI363	PD-1/IL-2	BsAb	单药	晚期肢端和粘膜黑色素瘤患者	I	-	Oral	2502
	IBI354	HER2	ADC	单药	HER2+ BC和其他实体瘤患者	I	-	Poster	1029
	IBI354	HER2	ADC	单药	晚期卵巢癌	I	-	Poster	5565
	IBI130	TROP-4	ADC	单药	TNBC	I	-	Poster	1102
	卡度尼利	PD-1/CTLA-4	BsAb	联合铂类化疗±贝伐珠	复发性或转移性宫颈癌	III	COMPASSION-16	Clinical Science Symposium	5509
	卡度尼利	PD-1/CTLA-4	BsAb	联合化疗	局部晚期宫颈癌	II	-	Poster	5530
	卡度尼利	PD-1/CTLA-4	BsAb	联合化疗	新辅助TNBC	II	CABIN	Poster	599
康方生物	卡度尼利	PD-1/CTLA-4	BsAb	联合RC48	HER2+的肌层浸润性膀胱癌	II	-	Poster	4588
	卡度尼利	PD-1/CTLA-4	BsAb	联合FOLFOX	新辅助HAIC经治多结节性CNLC	I b/II a	CAR_Hero	Poster	4139
	卡度尼利	PD-1/CTLA-4	BsAb	联合mFOLFOXIRI	新辅助结直肠癌	II	OPTICAL2	Poster	3599
	依沃西	VEGF/PD-1	BsAb	联合化疗+K药	1L NSCLC	III	HARMONI-3	Poster	TPS8664
	依沃西	VEGF/PD-1	BsAb	单药	复发性胶质母细胞瘤	I / II	-	Poster	TPS2101
	AK117	CD47	mAb	联合西妥昔单抗或AK104	PD-(L1)或铂类经的头颈鳞癌	II	-	Poster	TPS6114
	sac-TMT	TROP2	ADC	单药	1L TNBC	II	OptiTROP-Breast05	Rapid Oral	1019
	sac-TMT	TROP2	ADC	联合A167	1L sq-NSCLC	II	OptiTROP-Lung01	Poster	8529
	sac-TMT	TROP2	ADC	单药/联合PD-(L)1	EGFRwt NSCLC	II	-	Poster	8615
	sac-TMT	TROP2	ADC	单药	非肌层浸润性膀胱癌	I / II	TroFuse-027	Poster	TPS4627
和黄医药	A400	RET	TKI	单药	RETmt1甲状腺髓样癌	I	-	Poster	6098
	HMPL-306	IDH1/IDH2	TKI	单药	mIDH 实体瘤	I	-	Rapid Oral	2013
	塞沃替尼	MET	TKI	联合奥希替尼	2L EGFR-TKI耐药NSCLC	II	SAVANNAH	Rapid Oral	8513
	呋喹替尼	VEGFR1/2/3	TKI	联合信迪利单抗	pMMR状态的晚期子宫内膜癌	II	FRUSICA-1	Poster	5596
	呋喹替尼	VEGFR1/2/3	TKI	联合卡瑞利珠及紫杉醇/nedaplatin	晚期食管鳞状细胞癌	I	-	Poster	4042
	呋喹替尼	VEGFR1/2/3	TKI	联合曲妥珠单抗和XELOX	1L HER2+胃及胃食管癌	I b / II	-	Poster	TPS4203
	呋喹替尼	VEGFR1/2/3	TKI	联合PD-1及化疗	1L HER2-胃及胃食管癌	II	-	Poster	4046
	ICP-B05	CCR8	mAb	单药	R/R CTCL	I	-	Rapid Oral	2514
	ICP-248	BCL-2	TKI	单药	r/r B细胞恶性肿瘤	I	-	Poster	7038
	zurlectrectinib	NTRK	TKI	单药	NTRK+实体瘤	I	-	Poster	3112
映思生物	DB-1311	B7H3	ADC	单药	经治的去势抵抗性前列腺癌	-	-	Rapid Oral	5015
	DB-1310	HER3	ADC	单药	晚期实体瘤	I / II a	-	Oral	3000
迪哲医药	DZD8586	LYN/BTK	TKI	单药	BTK-TKI和BTK-Protac经治CLL/SLL	I / II	-	Rapid Oral	7010
	DZD6008	EGFR	TKI	单药	EGFRmt NSCLC	I / II	-	Poster	8616
荣昌生物	RC48	HER2	ADC	联合特瑞普利	新辅助HER2过表达上尿路尿路上皮癌	II	-	Poster	4590
	BL-B01D1	EGFR/HER3	双抗ADC	单药	SCCL	I	-	Oral	3002
百利天恒	BL-B01D1	EGFR/HER3	双抗ADC	单药	EGFRmt GA NSCLC	I	-	Oral	3001
	NB003	KIT	TKI	单药	晚期胃肠道间质瘤	I	-	Rapid Oral	11517
石药集团	ALMB-0168	Cx43	mAb	单药	治疗标准治疗失败后骨肉瘤	I / II	-	Rapid Oral	11509
	SYS6010	EGFR	ADC	联合SYH2051 (KIT-TKI)	晚期胃肠道肿瘤	I	-	Poster	3037
再鼎医药	ZL-1310	DLL3	ADC	单药	广泛期SCCL	I	-	Poster	3041
	9MW2821	Nectin-4	ADC	联合特瑞普利	转移性尿路上皮癌	I b / II	-	Rapid Oral	4519
迈威生物	7MW3711	B7-H3	ADC	单药	晚期实体瘤	I / II	-	Poster	3035
	9MW3711	B7-H3	ADC	单药	LC	I / II	-	Poster	3036
乐普生物	MRG003	TROP2	ADC	单药	晚期实体瘤	I / II	-	Poster	3029
	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	TsAb	单药	晚期鼻咽癌	IIb	-	Oral	LBA6005
泽璟制药	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	TsAb	单药	1L SCLC	II	-	Oral	8007
	ZG006	CD3/DLL3/DLL3	TsAb	单药	小细胞肺癌或神经内分泌癌	I	-	Poster	8089
	ZG005	PD-1/TIGIT	BsAb	联合贝伐珠	晚期宫颈癌	I	-	Poster	5528
	ZG005	PD-1/TIGIT	BsAb	单药	1L 肺癌	-	-	Poster	5529
	ZGGS15	LAG-3/TIGIT	BsAb	单药	晚期实体瘤	I	-	Poster	2641

来源: 2025ASCO, 国金证券研究所

另外, 2025年4月25日至30日, 美国癌症研究协会(AACR)年会将在芝加哥召开。作为规模最大的癌症研究会议之一, 每年都会有众多最新研究成果在此亮相。近年来, 中国创新药在AACR会议上的影响力持续攀升, 在AACR亮相的药品数量持续增多。据不完全统计, 今年有126家中国药企亮相AACR会议, 带来了近300项新药研究结果, 其中包括超80项ADC研究、近40项双抗研究和超10项单抗研究, 其他药物类型还有多肽偶联药物、分子胶、细胞疗法、三抗、PROTAC等。

中国医药产业的质量与创新能力正在步入新的历史阶段, 越来越多本土研发的1类新药在中国获批上市或获得优先审评。中国创新药企不仅在2024年的销售业绩与授权收入上都陆续展现出靓丽业绩, 并且随着中国创新资产的日益成熟, 还会有日益增多的授权交



易发展。随中国创新药资产的授权模式常态化和商业化日益成熟，药企的业绩也将更有确定性。我们看好本土原研“真创新”类药企，也看好国际化高水平引进能力领先的药企标的。建议关注龙头、出海与创新进展的百济神州、恒瑞医药、信达生物、康方生物、翰森制药、石药集团、诺诚健华、迪哲医药、和黄医药等，以及科伦博泰和百利天恒等ADC领先企业。

生物制品：容愈项目3年阶段性数据公布，未来乙肝治疗人群有望扩大

我国慢性HBV感染者约8600万例，其中3000万为IHC人群。因IHC人群虽然疾病进展隐匿缓慢，故容易为感染者忽视，但患者仍有较高占比有显著的肝组织病理学改变。慢性乙型病毒感染如不加干预，罕见自愈，使得进展为肝硬化、肝癌的风险增大。

图表9：IHC人群临床表现一般为“无或仅有轻度炎症”

项目	HBeAg 阳性慢性 HBV 感染(免疫耐受期、慢性 HBV 携带状态)	HBeAg 阳性 CHB (免疫清除期、免疫活动期)	HBeAg 阴性慢性 HBV 感染(非活动期、免疫控制期、非活动性 HBsAg 携带状态)	HBeAg 阴性 CHB (再活动期)
HBsAg (IU/mL)	$>1 \times 10^4$	+	$<1 \times 10^3$	+
HBeAg	+	+	-	-
HBV DNA (IU/mL)	$>2 \times 10^7$	+	-	+
ALT	<正常值上限	持续或反复升高	<正常值上限	持续或反复升高
肝脏病理学	无明显炎症坏死和纤维化	有明显炎症坏死和/或纤维化	无或仅有轻度炎症，可有不同程度的纤维化	有明显炎症坏死和/或纤维化

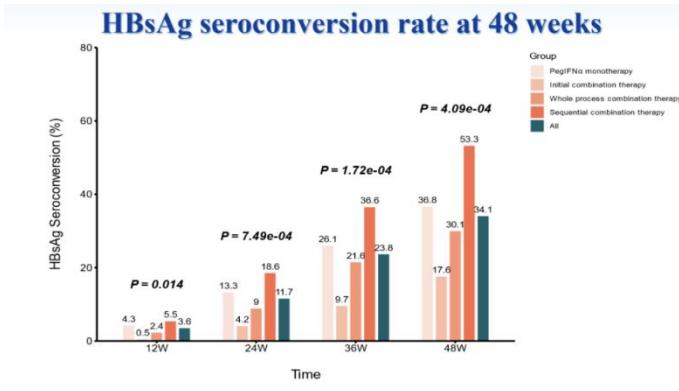
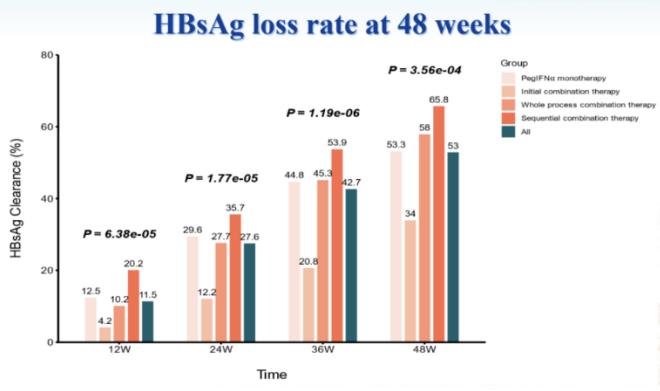
注：HBV为乙型肝炎病毒；HBsAg为乙型肝炎表面抗原；HBeAg为乙型肝炎e抗原；ALT为丙氨酸转氨酶；CHB为慢性乙型肝炎

来源：慢性乙型肝炎防治指南，国金证券研究所

- 容愈项目（E-cure）是2022年1月启动的多中心真实世界研究，入组患者符合2018年AASLD指南中IHCs的定义，即HBsAg阳性大于6个月、HBeAg阴性、抗-HBe阳性、HBV DNA < 2000 IU/mL、持续ALT正常且无肝脏炎症。
- 患者按照不同治疗方案分为五组：NAs单药组、PegIFNα-2b单药组、初始联合组（PegIFNα-2b联合NAs治疗12-24周后转为PegIFNα-2b单药）、全程联合组（全程使用PegIFNα-2b联合NAs）、序贯联合组（NAs治疗12-24周后加用PegIFNα-2b）。
- 近日，“容愈项目”3年的阶段性数据公布，结果表明，基于PegIFNα-2b的治疗策略有利于IHCs追求临床治愈，48周时的累积HBsAg清除率达53%，累积HBsAg血清学转换率达34.1%。

图表10：48周时总体的累积HBsAg清除率达53%

图表11：48周累积HBsAg血清学转换率达34.1%



来源：apasi 2025，国金证券研究所

来源：apasi 2025，国金证券研究所

- 截至2024年11月4日，共筛查7899例，纳入5328例符合条件的IHCs。其中1622例完成24周治疗，1038例完成48周治疗。所有患者中位年龄41.0岁（IQR 34.0-48.0），男性占62.1%（3307/5328），基线HBsAg < 1000 IU/mL者占73.2%（3900/5328）。
- 患者基于PegIFNα-2b治疗的HBsAg清除率和血清学转换率随疗程延长逐步升高，

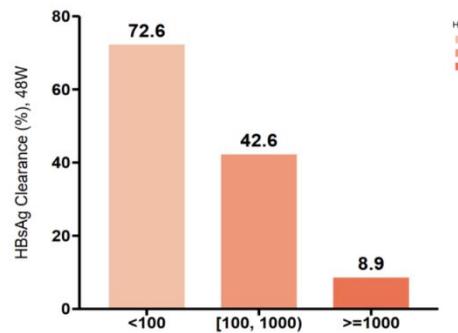


48 周时总体的累积 HBsAg 清除率达 53%，累积 HBsAg 血清学转换率达 34.1%。其中 PegIFN α -2b 单药组、初始联合组、全程联合组、序贯联合组第 48 周时的累积 HBsAg 清除率分别为 53.3%、34%、58% 和 65.8% ($P < 0.001$)；四组的累积 HBsAg 血清学转换率分别为 36.8%、17.6%、30.1% 和 53.3% ($P < 0.001$)。

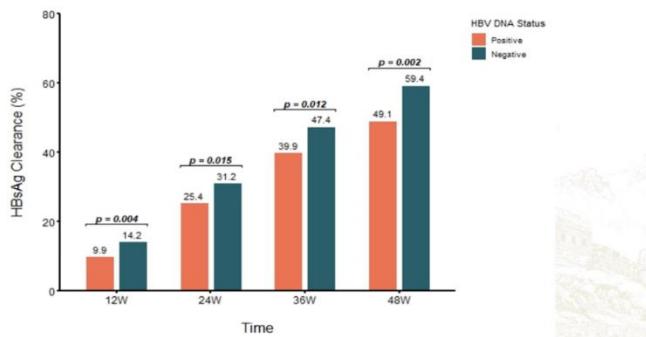
图表12: $HBsAg < 100 \text{ IU/mL}$ 组 48 周时的累积 $HBsAg$ 清除率达 72.56%

图表13: HBV DNA 阴性患者的各时间点的 $HBsAg$ 清除率均高于阳性组

HBsAg loss rate by baseline HBsAg stratification



HBsAg loss rate by baseline HBV DNA stratification



来源: apasl 2025 国金证券研究所

来源: apasl 2025 国金证券研究所

- 基线 $HBsAg$ 水平分层分析显示出低表面抗原基线人群往往获得更高的表面抗原清除率: 其中 $HBsAg < 100 \text{ IU/mL}$ 、 $100 - 1000 \text{ IU/mL}$ 、 $> 1000 \text{ IU/mL}$ 组 48 周时的累积 $HBsAg$ 清除率分别为 72.56%、42.62%、8.89%。上述四组的 HBV DNA 阴性率均超过 90% (92.8%、95.7%、97.9%、95%)。此外, 基线 HBV DNA 阴性患者的各时间点的 $HBsAg$ 清除率均高于阳性组。

IHC 人群庞大, 但往往因疾病进展隐匿而缓慢被忽视。通常 IHC 人群本身免疫状况良好, 更易实现临床治愈, 随着真实世界研究数据的进一步夯实, 未来进行治疗的乙肝人群规模有望进一步扩大。

医疗器械: 图迈远程手术机器人获批, 有望引领行业加速发展

微创机器人图迈远程手术机器人国内获批

4 月 21 日, 微创机器人宣布其图迈远程获国家药品监督管理局 (NMPA) 批准, 成为全球首个获批上市的远程手术机器人产品, 标志着外科手术正式进入“远程”时代。

- 图迈机器人引领远程手术技术创新与应用探索——作为全球首创远程手术机器人技术引领者, 微创机器人理念创新、持续攻关, 相继攻克了常规网络兼容性、大规模应用部署两大世界难题。
- 围绕远程机器人手术商业化应用的需求, 首创提出常规网络兼容性的新一代远程手术技术理念, 构建了图像低时延超压缩技术, 数据多维加密技术, 动态通讯网络优化策略, 复杂网络环境下手术安全保障机制等远程手术技术体系。在全球范围内率先实现多网融合通讯技术, 能够兼容 5G、宽带、专线与卫星通讯等多维通讯网络, 支持跨运营商、跨介质网络混合通信, 不依赖专线, 不依赖单一供应商, 高性价比实现“一对多, 多对多”远程互联与控制, 助推远程手术迈过运维成本高昂、商业化部署困难的应用门槛。



图表14：“图迈”胸腹腔内窥镜远程手术系统



来源：微创机器人微信公众号，国金证券研究所

- 面向全球大规模应用部署的远景，图迈机器人建立了首个且唯一跨洲际远程手术网络体系，逐步覆盖 6 大洲，103 个国家与地区，229 座城市，465 个数据中心。目前，远程手术机器人活跃站点超 120 个，完成远程机器人人体手术近 400 例，并完成数百例动物实验与手术操作验证，累计传输距离近 80 万公里。实测数据显示，图迈机器人辅助实施跨省远程手术双向延时小于 50 毫秒，实施“跨运营商、跨国、跨大洲”极端环境远程手术双向延时小于 150 毫秒，满足手术低时延、高精度、高安全性网络通讯要求，为即将爆发的大规模商业化应用构建了坚实的“互联互通”网络通讯基础。
- 图迈远程开展了全球首个远程手术机器人注册临床试验，覆盖泌尿、普外、妇科、胸外科全科室临床应用，涵盖前列腺根治术、肾部分切除术、肾上腺肿瘤切除术、输尿管膀胱再植术、膀胱切除术、肝脏切除术、结/直肠切除术、胃切除术、远端胃癌根治术、子宫切除术、盆腔淋巴结清扫术、肺段/肺叶切除术、纵隔肿物切除术等典型复杂手术代表术式，充分验证了复杂手术覆盖范围与手术适应能力。
- 图迈远程设计了“跨区域、长距离、多中心”临床试验方案，涵盖跨越东南沿海、华北、西北等区域内的 7 家远端手术中心，手术传输距离覆盖同城市跨院区<100 km 近距离、跨城市<1000km 中距离、跨区域~5000km 超远距离等应用场景，充分覆盖我国主流人口分布区域。临床试验共入组 94 例受试者，均完成手术，未发生术式改变，未发生二次手术，远程手术成功率 100%。

2024 年以来，图迈机器人已开创性地完成全球首例车载移动机器人远程手术、全球首例超远程肺部肿瘤切除手术、全球首例舰载机器人超远程手术、全球首例超远程胰十二指肠切除手术、全球首例机器人卫星远程手术，有望引领国产手术机器人实现快速推广。

多家重点公司陆续披露 2024 年报及 2025 一季报业绩

4 月 20 日，三诺生物发布 2024 年年报，全年公司实现收入 44.43 亿元，同比+9%；归母净利润 3.26 亿元，同比+15%；扣非归母净利润 2.95 亿元，同比+0.7%。

- 单季度来看，2024Q4 公司实现收入 12.61 亿元，同比+23%；实现归母净利润 0.71 亿元，同比扭亏为盈；实现扣非归母净利润 0.63 亿元，同比扭亏为盈。
- 血糖监测产品支撑全年主要增长，CGM 取得良好进展。2024 年公司血糖监测系统实现收入 33.21 亿元，同比+15.58%；血脂检测系统实现收入 2.44 亿元，同比-4.97%；iPOCT 检测系统实现收入 1.86 亿元，同比+9.11%；糖化血红蛋白检测系统实现收入 1.82 亿元，同比-7.31%。公司以血糖监测产品为核心的慢性病快速检测业务保持稳健增长，以 CGM 为基础的第二增长曲线取得良好进展。
- 国内市场稳步发展，海外拓展有望加速。分区域来看，公司国内业务实现收入 25.78 亿元，同比+9.81%；美国区域业务实现收入 13.80 亿元，同比-2.68%。以海外为主体的控股子公司心诺健康实现收入 11.08 亿元，对公司净利润影响为 5781 万元，业绩改善及成本优化显著。2024 年 12 月公司披露了关于签订日常经营重要合同的公告，公司与 A. MENARINI DIAGNOSTICS S. r. l. 签署了《经销协议》，双方主要就在欧洲超过 20 个国家和地区以联合品牌的方式独家经销公司 CGM 产品进行约



定，海外市场有望逐步放量。

- 重视创新研发投入，第二代 CGM 产品顺利获批。公司 2024 年投入研发费用 3.75 亿元，同比+5.22%，占总营收的 8.44%。截至 2024 年末，公司研发人员共 879 人，在全球拥有 7 大研发中心，全球研发中心项目主体建筑于 2024 年 9 月顺利封顶。2024 年 12 月公司发布公告称新一代 CGM 产品国内获批，将带来更好患者体验。
- 4 月 22 日，惠泰医疗发布 2024 年年度报告，2024 年全年公司实现收入 20.66 亿元，同比+25%；归母净利润 6.73 亿元，同比+26%；扣非归母净利润 6.43 亿元，同比+37%。
- 2024Q4 公司实现收入 5.41 亿元，同比+24%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比+11%；实现扣非归母净利润 1.35 亿元，同比+25%。
- 惠泰医疗同时发布 2025 年一季度报告，2025Q1 公司实现收入 5.64 亿元，同比+24%；实现归母净利润 1.83 亿元，同比+31%；实现扣非归母净利润 1.81 亿元，同比+32%。
- 血管介入业务高速增长，电生理三维手术推广顺利。2024 年公司冠脉通路类业务实现收入 10.54 亿元，同比+33%；外周介入类业务实现收入 3.51 亿元，同比+37.09%。血管介入产品覆盖率及入院渗透率进一步提升。电生理业务实现收入 4.40 亿元，同比+19.73%，全年完成三维电生理手术 15000 余例，手术量同比+50%。分地区来看，公司境内业务实现收入 17.69 亿元，同比+25.68%；境外业务实现收入 2.80 亿元，同比+19.62%。
- 埃普特产能扩张及优化成果显著，保障公司长期利润空间。2024 年子公司湖南埃普特对产能进行了扩容，新厂区按规模化、自动化、智能化、连续流的思路进行车间规划布局，二期项目预计 2025 年可以投产。产能扩容后血管介入产品年产能可达到 40 亿元。同时公司持续开展智能制造和精益生产，较 2023 年同期，湖南埃普特各主要成品产线效率提升 5%，半成品生产工序效率提升 10%。
- 重视创新研发投入，脉冲消融 PFA 产品有望逐步放量。2024 年公司研发投入 2.91 亿元，同比+22.12%，占收入比例达到 14.06%。2024 年 12 月，公司电生理产品 AForcePlus 导管、Pulstamper 导管、心脏脉冲电场消融仪获批上市，标志着公司正式进入房颤治疗领域，脉冲消融新产品将为公司电生理业务带来新的增长极。

中药：业绩进入密集披露期，关注企业潜在经营拐点

允许进口牛黄试点，相关企业毛利率有望迎来改善

4 月 21 日，国家药监局、海关总署发布关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告。其中提到：

- 对于来自不存在疯牛病疫情禁令国家（地区），且符合我国海关检疫要求和药品质量检验要求的牛黄，允许其试点用于中成药生产。试点时限设定为自本公告发布之日起 2 年，到期后根据试点工作情况，逐步在全国范围内推进牛黄进口使用相关工作。
- 试点区域：为稳妥推进牛黄进口用于中成药生产相关试点工作，结合区域改革发展需求，确定如下试点区域：北京、天津、河北、上海、浙江、江西、山东、湖南、广东、四川、福建、广西等 12 省（自治区、直辖市）。
- 进口牛黄传统上一直是我国牛黄药材的重要来源。因 2000 年前后疯牛病疫情在全球蔓延，为控制风险，原国家药品监督管理局发布了《关于进一步加强牛源性及其相关药品监督管理的公告》（国药监注〔2002〕238 号），明确要求“禁止使用进口牛源性材料制备中成药，如天然牛黄、牛胆膏、牛骨粉等”。海关总署对进境中药材实施检疫准入制度，天然牛黄此前未列入《获得我国检疫准入动植物源性药材种类及输出国家地区名录》。
- 本次《公告》的制定出台，有望缓解牛黄资源紧缺、来源不足的状况，扩大了牛黄获取途径，一定程度上推动解决了药品生产企业原料紧缺的问题，对满足药材市场供应、平抑牛黄价格起到了积极作用。我国天然牛黄近两年价格上涨明显，根据中药材天地网，截至 2025 年 4 月，天然牛黄价格为 170 万元/千克，居高不下，致使相关企业原料成本压力显著增加。据同仁堂年报，24 年其心脑血管类产品毛利率同比下降 8.31pct。片仔癀 24 年年报显示，其肝病用药、心脑血管用药毛利率亦明显下滑。进口牛黄有望缓解相关企业成本压力，毛利率端有望迎来改善。

最近一周，中药上市公司 2025 年一季度业绩密集披露，部分公司在高基数下，业绩表现



承压，但度过一季度高基数后，有望轻装上阵。另外，部分产品如贴膏类、痔疮用药等，终端需求持续存在，相关公司如羚锐制药、马应龙等，一季度业绩仍实现韧性增长。

在分红方面，此前股息表现优异标的，如济川药业、羚锐制药等，最新公布的分红方案仍延续高分红政策，济川药业每股派发现金红利 2.09 元（含税），以此测算拟派发现金红利共约 19.22 亿元（含税），占 2024 年公司归母净利润的 75.93%。羚锐制药每股派发现金红利 0.90 元（含税），以此计算合计拟派发现金红利约 5.1 亿元（含税），占 2024 年公司归母净利润的 70.64%。

图表15：近期披露的部分中药上市公司 2025 年 Q1 业绩

证券代码	证券名称	营业收入 (百万元)	营收yoy	归母净利润 (百万元)	归母yoy	扣非归母净利润 (百万元)	扣非归母yoy
600566.SH	济川药业	1525.4	-37%	440.3	-48%	392.1	-46%
603858.SH	步长制药	2784.9	5%	307.3	169%	299.6	197%
600750.SH	江中药业	1184.1	-7%	284.9	6%	261.2	-1%
002287.SZ	奇正藏药	403.0	10%	75.7	-22%	65.2	16%
600285.SH	羚锐制药	1020.8	12%	216.8	14%	203.9	12%
600129.SH	太极集团	2828.0	-33%	74.5	-70%	80.4	-63%
600993.SH	马应龙	969.1	1%	203.6	3%	195.1	1%
002317.SZ	众生药业	634.3	-1%	82.6	61%	78.4	9%
002737.SZ	葵花药业	663.5	-56%	57.1	-78%	39.9	-83%
600771.SH	广誉远	417.1	21%	63.6	54%	63.6	31%
002275.SZ	桂林三金	466.6	-3%	104.8	5%	97.7	12%
000989.SZ	九芝堂	805.7	-25%	116.5	-19%	114.2	-18%
002907.SZ	华森制药	238.9	5%	40.4	0%	37.7	1%
603439.SH	贵州三力	408.6	-3%	41.9	-25%	38.6	-32%

来源：ifind，国金证券研究所

连锁药店龙头大参林 25 年一季报发布，经历 24 年调整期后，25 年一季度公司业绩恢复态势良好，实现营业收入 69.6 亿元，同比+3.02%，归母净利润 4.6 亿元，同比+15.45%，扣非归母净利润 4.55 亿元，同比+14.82%。截至 25 年一季度末，公司拥有门店 16,622 家（含加盟店 6,239 家），25 年 Q1，公司净增门店 69 家，其中：新开门店 54 家，并购 0 家，加盟店 189 家，关闭门店 174 家。收入端增速放缓，与 24 年高基数、公司门店优化等有关，但通过降本增效、扩大加盟等，公司后续仍有望实现良好的业绩增长。

医疗服务及消费医疗：Q1 业绩向好，看好全年板块业绩表现

爱尔眼科：25Q1 超预期，看好全年业绩表现

2025 年 4 月 24 日，公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司实现收入 209.83 亿元（同比+3%），实现归母净利润 35.56 亿元（+6%），实现扣非归母净利润 30.99 亿元（同比-12%）。公司同时发布 2025 年一季报。2025Q1 公司实现收入 60.26 亿元（+16%），实现归母净利润 10.50 亿元（同比+17%），实现扣非归母净利润 10.60 亿元（同比+26%）。

- 门诊及手术量稳步增长，屈光、视光、白内障项目高速增长。24 年公司实现门诊量 1694 万人次（同比+12%），手术量 129 万例（同比+9%）。业务拆分来看，24 年公司屈光项目实现收入 76.03 亿元（同比+36%），白内障项目收入 34.89 亿元（同比+17%），眼前段项目收入 18.98 亿元（同比+9%），眼后段项目收入 14.99 亿元（同比+7.15%），视光服务项目收入 52.79 亿元（同比+25%），其他项目收入 11.42 亿元（同比+5%），其他业务收入 7283 万元（同比+0.35%），各板块业务实现稳健增长。
- 境内境外同步发力，欧洲地区收入高增。分地区来看，境内业务收入 180.70 亿元（+2.94%），毛利率 48.03%（-2.73pct）。境外业务表现亮眼，合计收入 26.25 亿元（+15.1%），其中欧洲地区收入 20.31 亿元（+18.05%），毛利率 49.01%（+0.90pct），主要受益于收购英国 Optimax 集团带来的并表效应及业务整合。
- 业务网络持续扩张，AI 赋能初见成效。公司年内通过收购 87 家医疗机构，进一步完善了国内，特别是地县级市场的网络布局。截至 2024 年底，公司境内医院达 352 家，门诊部 229 家，分级连锁模式有助于资源共享和优化配置。AI 方面，公司持续深化“数字眼科”战略，发布眼科垂直大模型 AierGPT 和数字人“爱科”，AI 智能客服已服务 201 万人次。与中科院计算所、科大讯飞等机构的合作，有望加速 AI 技术在眼科领域的落地。2024 年公司研发投入 3.21 亿元，研发费用率为 1.53%，保持相对稳



定。

通策医疗：25Q1 稳健增长，全年有望持续向好

2025年4月25日，公司发布2024年年度报告。2024年公司实现收入28.74亿元（同比+0.96%），实现归母净利润5.01亿元（同比+0.20%），扣非归母净利润4.96亿元（同比+3.18%）。同时公司发布2025年一季度报告，25Q1公司实现营业收入7.45亿元（同比+5.11%），实现归母净利润1.84亿元（同比+6.22%），扣非归母净利润1.82亿元（同比+7.08%）。

- 种植业务以量补价，增长稳健。拆分业务来看，2024年公司种植业务实现收入5.30亿元（同比+10.60%），业务收入占比提升至19.39%，这主要得益于集采后种植牙价格下降带来的需求释放，公司通过以量补价，集采效应释放，实现了业务的增长。正畸业务收入4.74亿元（同比下降5.05%），其中隐形矫治占比约15%。儿科业务收入5.01亿元（同比+0.29%），修复业务收入4.62亿元（同比+1.53%），大综合业务收入7.65亿元（同比+1.27%），均保持相对稳定，体现了口腔诊疗的刚需属性。
- 省内蒲公英计划深化，省外收入稳步增长。公司持续深化“区域总院+分院”模式。省内“蒲公英计划”稳步推进，2024年新增3家分院，总数达44家，覆盖浙江全部11个地级市。蒲公英医院运营效率提升，约60%实现盈亏平衡，成为公司第二增长曲线的核心引擎。2024年省外收入2.77亿元，同比增长4.83%，毛利率提升4.72个百分点至29.51%。
- 数字化与精细化管理赋能，提升运营效率。公司推进数字化转型，依托参股公司和仁科技打造AI中台（MindHub），已在临床诊疗、患者服务、运营管理等多场景提供智能化支撑，提升效率与服务质量。公司持续推动降本增效，通过精细化运营、结构性优化和数字化赋能，控制运营成本。

爱美客：短期业绩受行业调整拖累，在研产品为长期竞争力提供支撑

2025年4月25日，公司发布25年一季度报告。25Q1年公司实现营业收入6.63亿元（同比-18%），归母净利润4.44亿元（同比-16%），扣非归母净利润4.02亿元（同比-24%）。

- 中短期行业监管趋严有望利好合规龙头发展，长期行业仍有较大增长空间。2024年国内医美市场面临增速放缓，竞争加剧的问题。监管政策持续趋严，利好合规龙头企业。长期看，据德勤数据，中国医美市场预计在未来几年内仍可保持10%至15%的增速。抗衰老、再生医学等领域受政策支持，非手术类项目（尤其是注射类）仍是主要增长点。公司有望凭借强大的研发实力、丰富的产品管线、完善的渠道布局以及积极的国际化拓展，有望巩固龙头地位。

风险提示

汇兑风险：部分公司海外业务占比高，人民币汇率的大幅波动可能会对利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

国内外政策风险：若海外贸易摩擦导致产品出口出现障碍或海外原材料采购价格提升，将可能对部分公司业绩增长产生影响。

投融资周期波动风险：医药行业投融资水平对部分公司有较大影响，若全球医药投融资市场不够活跃，将影响部分公司的业绩表现。

并购整合不及预期的风险：部分公司进行并购扩大业务布局，如并购整合不能顺利完成，可能影响公司整体业绩表现。



行业投资评级的说明:

买入: 预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上;
增持: 预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%-15%;
中性: 预期未来3-6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%-5%;
减持: 预期未来3-6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究