



医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

国金证券研究所

分析师: 甘坛焕 (执业 S1130525060003) 分析师: 赵海春 (执业 S1130514100001) 分析师: 方程嫣 (执业 S1130525110002)
gantanhan@gjzq.com.cn zhaohc@gjzq.com.cn fangchengyan@gjzq.com.cn

分析师: 何冠洲 (执业 S1130523080002) 分析师: 王奔奔 (执业 S1130525070006) 分析师: 马居东 (执业 S1130525070004)
heguanzhou@gjzq.com.cn wangbenben@gjzq.com.cn majudong@gjzq.com.cn

国产新药闪亮登场大会, 关注医保谈判新纳入品种

投资逻辑

2025年医保谈判结果周日(12月7日)披露,在医保局支持临床价值创新药的原则下,AK112(康方生物),SKB264(科伦博泰)等具备全球竞争力的肿瘤创新药谈判结果值得期待。此外,今年多个慢病/代谢类重磅药物有望首次纳入医保,如特宝生物的长效生长激素,恒瑞医药/智翔金泰的IL17单抗,康诺亚的IL4单抗等,关注新纳入品种明年的放量潜力。ESMO Asia近期举行中(12月5-7日),泽璟制药的ZG006(DLL3三抗)等部分国内创新药入选LBA(最新突破性摘要),展示出中国创新药的临床全球竞争力,继续关注更多新药近期大会数据更新。此外,即将进入的12-1月是全球BD交易密集期,潜在BD合作落地有望带动板块景气度,继续看好创新药板块投资机会。

药品: 全新靶点或分子形式的中国创新药正在快速涌现。12月5日,在2025年欧洲肿瘤内科学会亚洲年会(ESMO Asia)上,复宏汉霖PD-L1 ADC HLX43用于复发/转移性宫颈癌的II期临床研究数据以优选论文口头报告形式首发亮相,展现了初步疗效,继非小细胞肺癌、胸腺癌之后,再度印证了该产品在实体瘤领域的广谱治疗潜力。作为潜在同类最优及疾病领域最优的广谱抗肿瘤ADC,HLX43兼具免疫检查点阻断与载荷细胞毒性的双重作用机制。

生物制品: 2025年11月30日,由中国肝炎防治基金会发起的绿洲工程项目2020-2025年阶段工作会议在上海举行,项目旨在评估基于PegIFNα-2b治疗对具有不同抗病毒治疗史和基线HBsAg水平的CHB患者在临床治愈和降低肝细胞癌(HCC)风险方面的疗效。阶段性数据显示,PegIFNα-2b治疗较NAs在降低HCC发生风险方面更为显著,建议持续关注项目进展。

CXO: 11月海外投融资数据环比波动,但考虑到海外假期因素,同比基本持平;11月国内投融资水平略高于全年平均水平。CXO板块景气度持续向上,从各公司披露的新订单和在手订单情况来看,均呈现出持续快速增长态势。在手订单的快速积累也为公司未来1-2年业绩的持续释放提供保障。

医疗器械: 行业创新研发持续推进,企业国际化拓展加速。开立医疗60MHz高频血管内超声诊断导管获批上市,安图生物磁微粒化学发光Anti-TP产品获欧盟IVDR CE Class D认证,头部企业海外市场拓展呈现加速趋势,未来国际化战略将成为行业重点发展方向。

中药&药店: 近期流感发病率持续上升,建议关注基数压力明显消化、品牌力强、渠道库存水平管控良好的公司,如华润三九、济川药业等;同时,四类药销售有望边际向好,建议关注药店龙头,如益丰药房、大参林等。

医疗服务及消费医疗: 2025年11月27日,国务院常务会指出,推进基本医保省级统筹是健全全民医保制度的重要举措,有利于更好发挥保险互助共济优势。同时会议指出要协调推进基本医保省级统筹和分级诊疗制度建设,加快推动优质医疗资源均衡布局,加强基层医疗服务能力建设,完善医保支付和服务价格调节机制,更好满足群众就医需求。

投资建议

我们认为创新药主线和左侧板块困境反转依旧是2025年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物,解决未满足临床需求的慢病药,持续关注ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。国内外创新药投融资数据边际改善,CXO行业订单趋势向上,伴随下游创新药技术迭代,行业回暖,有望迎来估值、业绩双双改善。同时,我们认为中药OTC龙头以及药店龙头等左侧板块部分估值低位的优质资产,经营有望改善,建议持续关注。

重点标的

信达生物、康方生物、科伦博泰、恒瑞医药、诺诚健华、华东医药、特宝生物、药明生物、药明康德、凯莱英、华润三九、济川药业、益丰药房、大参林、迈瑞医疗、长春高新、三诺生物等。

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

国产新药闪亮登场大会，关注医保谈判新纳入品种.....	4
药品板块：免疫靶点 ADC 再证潜力，复宏汉霖 ESMO 新发数据.....	6
A/H 股创新药标的股价维持高景气，新药上市及跨国交易数量维持高水平.....	6
免疫靶点 ADC 再证潜力，复宏汉霖 ESMO 新发数据.....	9
生物制品：绿洲项目阶段会议召开，关注后续临床数据.....	11
CXO 及制药供应链：景气度持续向上，在手订单支撑未来增长	12
11 月国内外投融资情况基本和去年同期持平	12
行业景气度持续向上，在手订单充裕.....	13
医疗器械：行业创新研发持续推进，企业国际化拓展加速.....	14
开立医疗 60MHz 高频血管内超声诊断导管获批上市	14
安图生物磁微粒化学发光 Anti-TP 产品获欧盟 IVDR CE Class D 认证.....	15
中药&药店：流感发病率持续提升，关注华润三九、益丰药房等.....	16
医疗服务及消费医疗：建议关注板块整体修复机会.....	16
政策：部署推进基本医疗保险省级统筹工作.....	16
锦欣生殖：单日斥资约 1980 万港币回购逾 772 万股	17
爱博医疗：携手银河通用打造具身智能落地应用新场景，规模化布局隐形眼镜 24 小时智慧门店	17
投资建议.....	17
风险提示.....	17

图表目录

图表 1：年初至今各申万一级行业表现（%）	4
图表 2：12 月 1 日~12 月 5 日各申万一级行业表现（%）	4
图表 3：12 月 1 日~12 月 5 日医药生物申万三级细分涨跌幅（%）	5
图表 4：本周医药生物涨跌幅前十	5
图表 5：本周医药板块景气度	6
图表 6：本周 A 股创新药整体股价走势（2025/12/01-2025/12/05）	6
图表 7：本周 A 股部分个股股价走势（2025/12/01-2025/12/05）	6
图表 8：本周 H 股创新药整体股价走势（2025/12/01-2025/12/05）	7
图表 9：本周 H 股部分个股股价走势（2025/12/01-2025/12/05）	7
图表 10：本周美股创新药整体股价走势（2025/12/01-2025/12/05）	8
图表 11：10-11 月国内创新药获批上市情况（截至 2025/12/05）	8
图表 12：10-11 月国内创新药申报上市情况（截至 2025/12/05）	8
图表 13：10-11 月创新药跨国交易情况（截至 2025/12/05）	9



图表 14: 主要生物药单药在宫颈癌的 I/II、II 及 II/III 期数据对比	11
图表 15: 对于处于 HCC 高风险状态下的人群, PegIFN α -2b 治疗较 NAs 在降低 HCC 发生风险方面更为显著 .	12
图表 16: 海外投融资数据情况	13
图表 17: 国内投融资数据情况	13
图表 18: 部分 CXO 公司在手订单情况	14
图表 19: 开立医疗 60MHz 高频一次性使用血管内超声 (IVUS) 诊断导管 TJ004	14
图表 20: 安图磁微粒化学发光 Anti-TP 产品获欧盟 IVDR CE Class D 认证	15
图表 21: 2017—2019、2023—2025 年度南方省份哨点医院报告的流感样病例%	16
图表 22: 2017—2019、2023—2025 年度北方省份哨点医院报告的流感样病例%	16

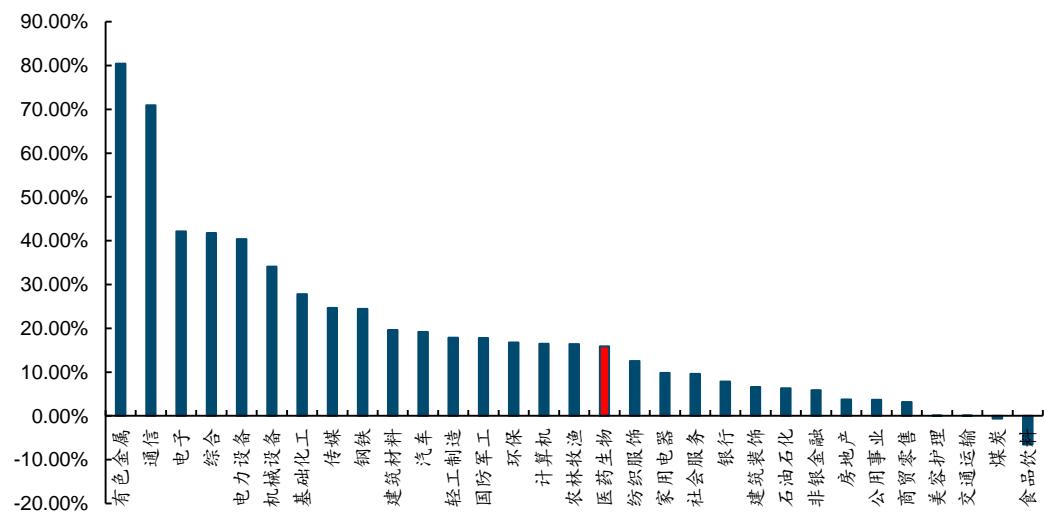


国产新药闪亮登场大会，关注医保谈判新纳入品种

2025年医保谈判结果周日（12月7日）披露，在医保局支持临床价值创新药的原则下，AK112（康方生物），SKB264（科伦博泰）等具备全球竞争力的肿瘤创新药谈判结果值得期待。此外，今年多个慢病/代谢类重磅药物有望首次纳入医保，如特宝生物的长效生长激素，恒瑞医药/智翔金泰的IL17单抗，康诺亚的IL4单抗等，关注新纳入品种明年的放量潜力。ESMO Asia近期举行中（12月5-7日），泽璟制药的ZG006（DLL3三抗）等部分国内创新药入选LBA（最新突破性摘要），展示出中国创新药的临床全球竞争力，继续关注更多新药近期大会数据更新。此外，即将进入的12-1月是全球BD交易密集期，潜在BD合作落地有望带动板块景气度，继续看好创新药板块投资机会。

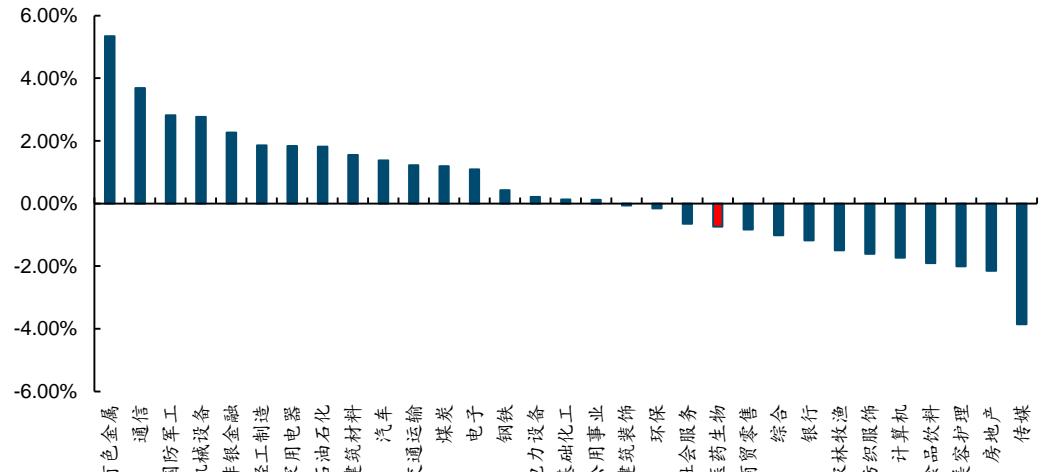
我们认为创新药主线和左侧板块困境反转依旧是2025年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。国内外创新药投融资数据边际改善，CXO行业订单趋势向上，伴随下游创新药技术迭代，行业回暖，有望迎来估值、业绩双双改善。同时，我们认为中药OTC龙头以及药店龙头等左侧板块部分估值低位的优质资产，经营有望改善，建议持续关注。

图表1：年初至今各申万一级行业表现（%）



来源：iFinD，国金证券研究所

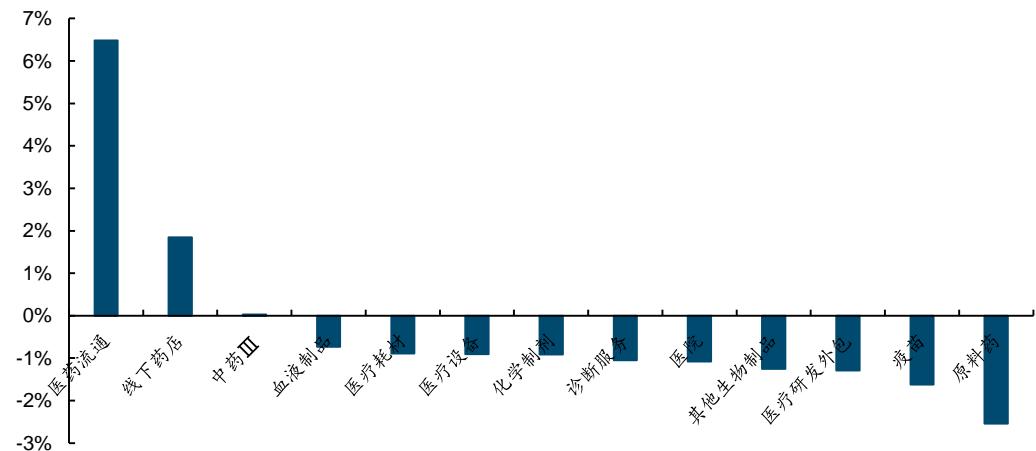
图表2：12月1日~12月5日各申万一级行业表现（%）



来源：iFinD，国金证券研究所



图表3: 12月1日~12月5日医药生物申万三级细分涨跌幅 (%)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表4: 本周医药生物涨跌幅前十

排名	名称	上周涨跌幅
1	海王生物	55.59%
2	瑞康医药	36.54%
3	粤万年青	15.37%
4	康众医疗	14.23%
5	开开实业	14.23%
6	鹭燕医药	12.40%
7	合富中国	11.38%
8	药易购	9.94%
9	沃华医药	9.49%
10	漱玉平民	8.66%
487	首药控股	-9.06%
488	富祥药业	-9.15%
489	奥浦迈	-9.81%
490	长药控股	-10.34%
491	赛分科技	-10.76%
492	广济药业	-11.62%
493	诚达药业	-12.41%
494	振德医疗	-12.71%
495	康芝药业	-12.74%
496	*ST景峰	-14.77%

来源: iFinD, 国金证券研究所



图表5：本周医药板块景气度

细分赛道	景气度指标
创新药	加速向上
仿制药	底部企稳
原料药	下行趋缓
生物制品	底部企稳
医疗器械	拐点向上
药房	拐点向上
中药	拐点向上
医疗服务与消费	稳健向上

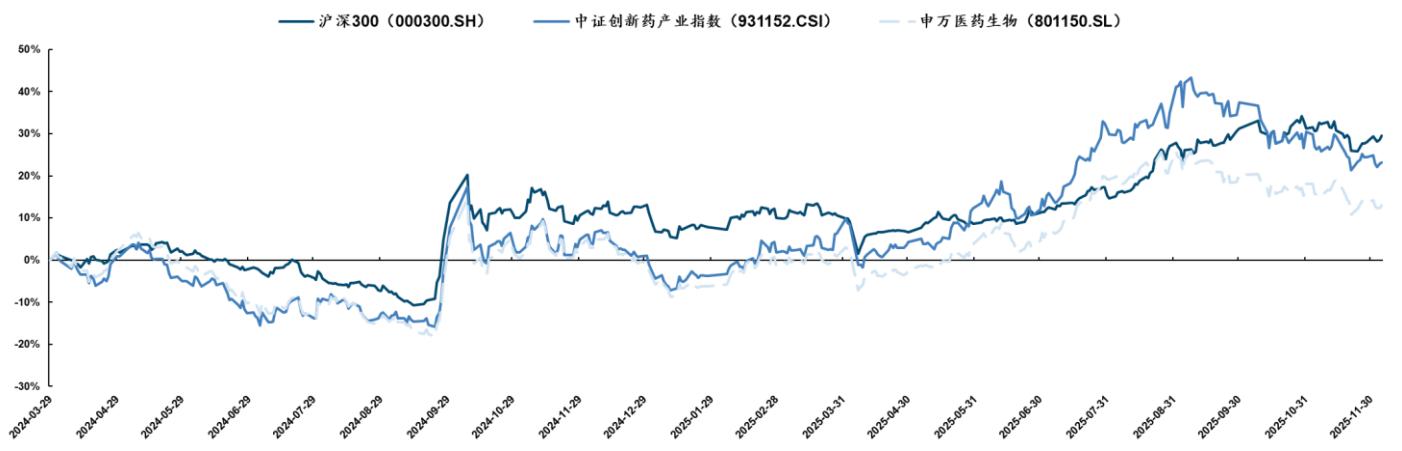
来源：国金证券研究所

药品板块：免疫靶点 ADC 再证潜力，复宏汉霖 ESMO 新发数据

A/H 股创新药标的股价维持高景气，新药上市及跨国交易数量维持高水平

本周 A 股创新药整体景气度加速向上，其中中证创新药产业指数本周下跌 1.3%，而申万医药生物指数本周下跌 1.1%。

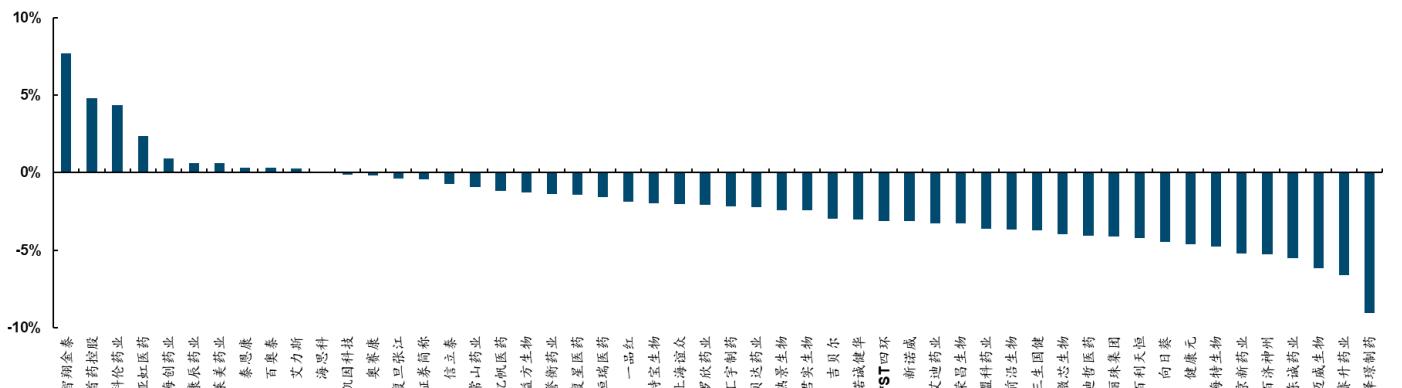
图表6：本周 A 股创新药整体股价走势 (2025/12/01-2025/12/05)



来源：iFinD，国金证券研究所

■ 我们精选的 A 股创新药板块的 51 家上市公司，共计 11 家上涨，40 家下跌，平均涨跌幅 -1.8%。其中涨跌幅前三分别为常山药业 (+7.7%)、诺思兰德 (+6.3%)、特宝生物 (+4.8%)，涨跌幅后三分别为首药控股 (-9.1%)、上海谊众 (-6.6%)、泰恩康 (-6.1%)。

图表7：本周 A 股部分个股股价走势 (2025/12/01-2025/12/05)



来源：iFinD，国金证券研究所

本周 H 股创新药整体景气度维持高水平，恒生医疗保健指数本周下跌 1.0%，其中恒生创新药指数下跌 1.0%。



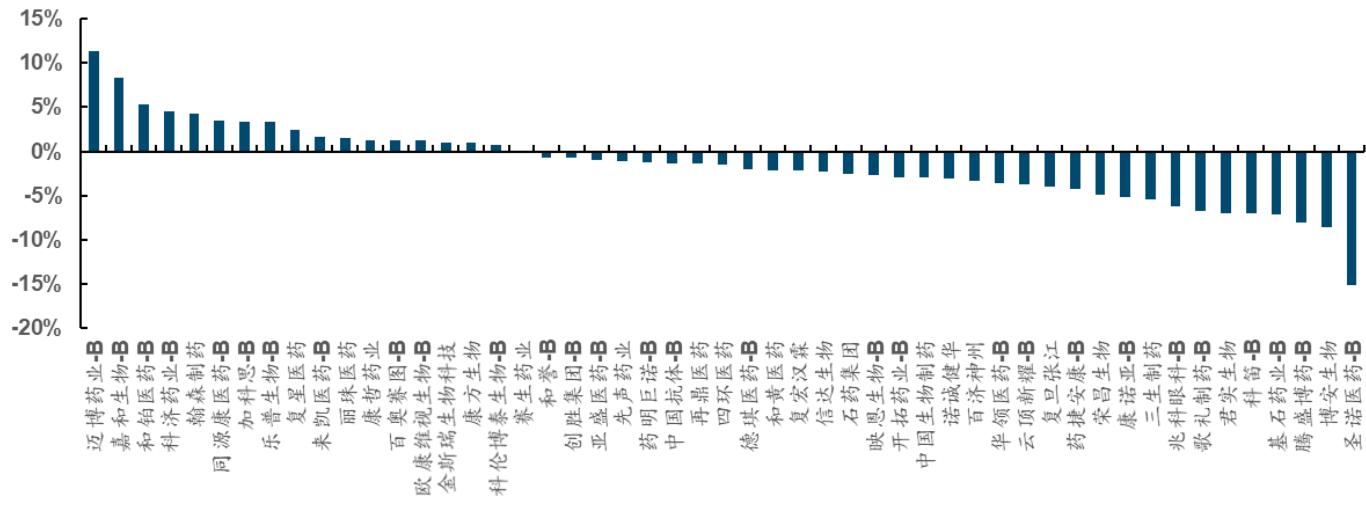
图表8：本周H股创新药整体股价走势 (2025/12/01-2025/12/05)



来源：iFinD，国金证券研究所

■ 我们精选的H股创新药板块的51家上市公司，共计17家上涨，33家下跌，平均涨跌幅-1.4%。其中涨跌幅前三分别为迈博药业-B(+11.3%)、嘉和生物-B(+8.4%)、和铂医药-B(+5.3%)，涨跌幅后三分别为圣诺医药-B(-15.2%)、博安生物(-8.6%)、腾盛博药-B(-8.0%)。

图表9：本周H股部分个股股价走势 (2025/12/01-2025/12/05)

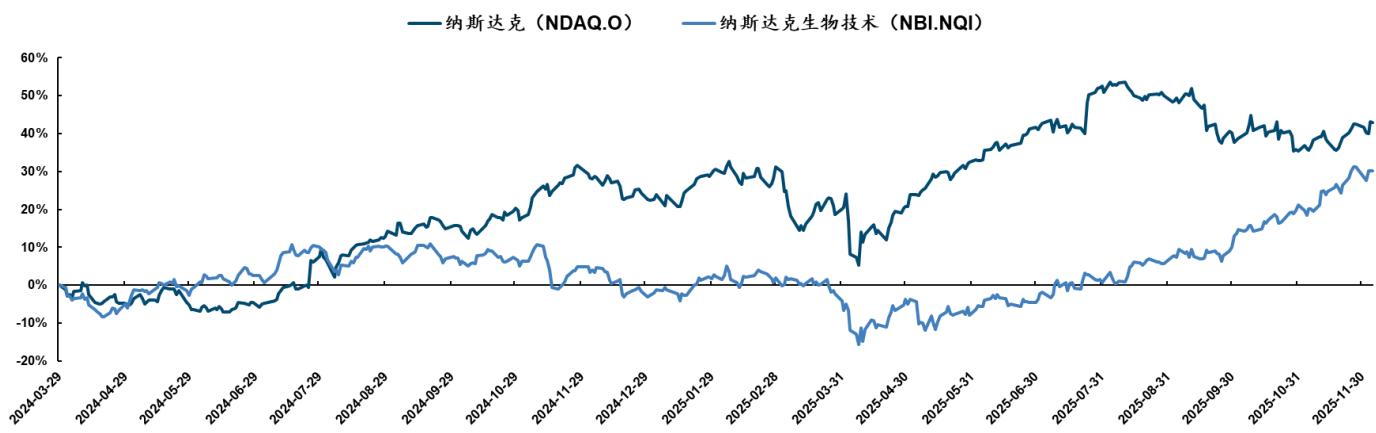


来源：iFinD，国金证券研究所

本周美股创新药整体景气度加速上行，其中纳斯达克生物技术指数本周上涨 1.3%。



图表10：本周美股创新药整体股价走势 (2025/12/01-2025/12/05)



来源：iFinD，国金证券研究所

2025/10/01-2025/12/05期间，共计11款新药获CDE批准上市，其中6款为国产药物，5款进口药物。同时，共有16款创新药申报NDA，其中10款为国产药物，6款为进口药物。同时，共34个创新药相关跨国交易，涵盖授权/许可、合作、期权等不同形式。

图表11：10-11月国内创新药获批上市情况（截至2025/12/05）

通用名	靶点	厂家	适应症（按项目）	国内状态	国产/进口	获批日期	注册分类（CDE）
博度曲妥珠单抗	HER2	科伦博泰	HER2阳性乳腺癌	国产	2025/10/14	1	
瑞美吡嗪	-	MediBeacon	肾脏病（荧光造影）	国产	2025/10/14	1	
那米司特	PDE4B	BI	特发性肺纤维化	进口	2025/10/21	1	
维贝柯妥单抗	EGFR	乐普生物	鼻咽癌	国产	2025/10/28	1	
镥[177Lu]-特昔维肽	PSMA	诺华	去势抵抗性前列腺癌	进口	2025/11/5	1	
奥格特韦钠	3CLpro/CTSL	艾森药业	2019冠状病毒感染	进口	2025/11/5	1	
普基仑赛	CD19	精准生物	B细胞急性淋巴细胞白血病	国产	2025/11/7	1	
维派那肽	GLP1R	润格生	2型糖尿病	国产	2025/11/12	1	
马塔西单抗	TFPI	Pfizer	A/B型血友病	进口	2025/11/21	1	
瑞米布替尼	BTK	Novartis	慢性自发性荨麻疹	进口	2025/11/25	1	
匹康奇拜单抗	IL-23p19	信达生物	斑块状银屑病	国产	2025/11/25	1	

来源：insight，国金证券研究所

图表12：10-11月国内创新药申报上市情况（截至2025/12/05）

通用名	厂家	靶点	CDE 承办时间	受理号适应症	注册分类	国产/进口
瑞西奇拜单抗注射液	华海药业	IL36R	2025-10-01	泛发性脓疱型银屑病	1	国产
注射用E型肉毒毒素	艾伯维	RHOB,SNAP25	2025-10-13	面部皱纹	1	进口
依达格鲁肽α注射液	石药集团	GLP1R	2025-10-14	肥胖	1	国产
德戈替尼乳膏	Leo Pharma	JAK	2025-10-16	慢性手部湿疹	5.1	进口
MY008211A片	启瑞药业	CFB	2025-10-18	阵发性睡眠性血红蛋白症	1	国产
索特替尼片	首药控股	RET	2025-10-22	非小细胞肺癌	1	国产
HS-10365胶囊	翰森制药	RET	2025-10-22	非小细胞肺癌	1	国产
柯美奇拜单抗注射液	麦济生物	IL-4Ra	2025-10-30	特应性皮炎	1	国产
阴道用卷曲乳杆菌活菌胶囊	欧赛微生物	-	2025-11-01	抗感染药物,生殖系统药物和性激素类药物	1	国产
氟[18F]贝他苯注射液	先通医药	Aβ	2025-11-04	医学影像学药物	1	国产
司拉德帕胶囊	吉利德	PPARδ	2025-11-12	原发性胆汁性胆管炎	5.1	进口
依那格列净片	大熊制药	SGLT2	2025-11-15	2型糖尿病	5.1	进口
盐酸伊可白消素片	强生	IL23R	2025/11/19	斑块状银屑病	1	进口
注射用BL-B01D1	百利天恒	EGFR*HER3	2025/11/21	鼻咽癌	1	国产
扎维吉泮鼻喷雾剂	辉瑞制药	CGRPR	2025/12/4	偏头痛	5.1	进口
地尼法司他片	歌礼制药	FASN	2025/12/4	痤疮	1	国产

来源：insight，国金证券研究所



图表13: 10-11月创新药跨国交易情况 (截至 2025/12/05)

项目名称	靶点	交易时间	转让方	受让方	交易类型一	交易类型二	交易金额
UGX202	-	2025/10/9	星明优健生物	AviadoBio	期权	License out	交易总额400百万美元
奥布替尼/ICP-105043/ICP 330	BTK/IL17A/TYK2	2025/10/9	诺诚健华	泽纳仕生物医药	授权/许可	License out	交易总额2000百万美元: 首付款100百万美元, 700万zenas 股权, 最高达百分之十几的分级特许权使用费
维添那肽	GPC3	2025/10/10	派格生物医药	PDC	授权/许可	License out	-
LBL-047	BDCA2、BAFF	2025/10/16	维立志博	Dianthus Therapeutics	授权/许可	License out	首付款: 20百万美元 里程碑付款: 18百万美元 特许权使用费: 大中华区以外地区净销售额的分级特许权使用费, 费率从中个位数至低双位数不等
原位编辑疗法(普瑞金)	-	2025/10/16	普瑞金生物	Kite Pharma	授权/许可	License out	首付款: 120百万美元 里程碑付款: 1520百万美元 特许权使用费: 基于未来产品净销售额的销售分成
GZR4、GZR102、基于公司成熟的PRO INSR、GLP1R	-	2025/10/16	甘李药业	Fiocruz	授权/许可	License out	-
ASKG712	VEGFA、ANGPT2	2025/10/16	angiocrine	Visara, Inc.	转让/收购	License out	-
ASKG712	VEGFA、ANGPT2	2025/10/16	Visara, Inc.	Visara, Inc.	授权/许可	License in	-
HS-20110	CDH17	2025/10/17	江苏豪森药业	罗氏制药	授权/许可	License out	首付款: 80百万美元 里程碑付款: 1450百万美元 特许权使用费: 未来潜在产品销售的分级特许权使用费
SRB5	CCR9	2025/10/20	SunRock Biopharma	鼎康生物	合作	License in	-
TJ108	EGFR*HER3 ADC	2025/10/21	拓济医药	Samsung Bioepis	授权/许可	License out	-
干细胞疗法	干细胞疗法	2025/10/22	亿珂再生医学	Visionary Yike Stemcell Technologies	授权/许可	License out	-
帕洛诺司琼	5-HT3 receptor	2025/10/22	赫尔辛医药集团	复星医药	合作	License in	-
IBI363/IBI343/IBI3001	PD-1*IL2RA/B7-H3*E1	2025/10/22	信达生物	武田制药	授权/许可	License out	首付款1200百万美元, 里程碑付款10200百万美元, 其他交易额: 销售分成
雷珠单抗/布西珠单抗	VEGFA	2025/10/27	诺华制药	康哲药业	授权/许可	License in	-
QX031N	TSLP、IL33	2025/10/28	荃信生物	罗氏制药	授权/许可	License out	首付款: 75百万美元 里程碑付款: 995百万美元 特许权使用费: 潜在未来产品销售的梯度特许权使用费
奠基奥仑赛	BCMA	2025/10/29	驯鹿生物	GC LabCell	授权/许可	License out	-
BGB-B2033	GPC3、4-1BB	2025/10/29	InSysBio	百济神州	授权/许可	License in	-
JNTRCR001	MAGEA4	2025/10/30	药明巨诺	再生元制药	授权/许可	License out	交易总额: 50百万美元
ASKG712	VEGFA、ANGPT2	2025/10/30	Visara	云顶新耀	授权/许可	License out	首付款: 7百万美元 里程碑付款: 89百万美元 特许权使用费: 按净销售额的潜在特许权使用费 其他交易额: 3.38百万美元
Obesity (Abalone)	GPCR	2025/10/30	Abalone Bio	四环医药	授权/许可	License in	-
MWN105	GLP1R、GIPR、FGF21	2025/10/31	上海民为生物	Sidera Bio	授权/许可	License out	首付款35百万美元; 里程碑付款1010百万美元
TT-02332	NLRP3	2025/11/3	药捷安康	Neurocrine Biosciences	授权/许可	License out	交易总额881.5百万美元
白蛋白	Albumin	2025/11/4	CSL Behring	百洋医药	授权/许可	License in	-
GCC19CART	GUCY2C	2025/11/10	上海斯丹赛生物	Lyell Immunopharma	授权/许可	License out	首付款: 40百万美元 里程碑付款: 820百万美元
掩蔽型CD3 T细胞接合器	CD3	2025/11/13	天演药业	Third Arc Bio	授权/许可	License out	首付款: 5百万美元 里程碑付款: 840百万美元
CD-001	IL21R*PD-1	2025/11/16	秉典生物	BioCorteX	授权/许可	License out	-
法罗培南	FTSL*PPB	2025/11/17	Maruho	华润九新药业	授权/许可	License in	-
药物发现/AI技术	-	2025/11/24	BioCorteX	秉典生物	授权/许可	License in	-
GEB-200	Lp (a)	2025/11/24	引正基因	ToolGen	授权/许可	License out	-
博凡格鲁肽	GLP1R	2025/11/25	甘李药业	Laboratorios Carnot	授权/许可	License out	-
CR-001	VEGF/PD1	2025/12/4	Crescent Biopharma	科伦药业	授权/许可	License in	首付款: 20百万美元里程碑付款: 30百万美元
SKB105	ITGB6	2025/12/4	科伦博泰	Crescent Biopharma	授权/许可	License out	首付款: 80百万美元里程碑付款: 1250百万美元

来源: insight, 国金证券研究所

免疫靶点 ADC 再证潜力, 复宏汉霖 ESMO 新发数据

2025年12月5日, 在2025年欧洲肿瘤内科学会亚洲年会(ESMO Asia)上, 复宏汉霖PD-L1 ADC HLX43用于复发/转移性宫颈癌的II期临床研究数据以优选论文口头报告形式首发亮相, 展现了出步疗效, 继非小细胞肺癌、胸腺癌之后, 再度印证了该产品在实体瘤领域的广谱治疗潜力。

■ HLX43 是一款潜在同类最优及疾病领域最优的广谱抗肿瘤 ADC, 兼具免疫检查点阻断与载荷细胞毒性的双重作用机制。临床前研究显示, HLX43 在 PD-1/PD-L1 单抗耐药的非小细胞肺癌、宫颈癌、食管鳞癌等多个瘤种中展现出治疗潜力, 且耐受性良好。其 I 期临床数据于 2025 美国临床肿瘤学会(ASCO)年会及 2025 世界肺癌大会(WCLC)上先后发布, 在 NSCLC 等实体瘤中展现出“高效、低毒”的显著疗效, 尤其在 NSCLC 的治疗上, HLX43 展现了全人群覆盖的潜力, 对于鳞状/非鳞状 NSCLC, 有无 EGFR 突变、有无脑转移、PD-L1 阳性/阴性的 NSCLC 患者人群都具有疗效, 不依赖生物标志物筛选。

■ 公司正全力推进 HLX43 临床开发进程, 在全球入组超过 500 例患者, 其中 NSCLC 患者超过 270 例。随着这一适应症的后线疗效逐步得到验证, 未来公司计划开展更多 HLX43 在肺癌领域的 III 期临床研究, 全面覆盖 HLX43 头对头对比多西他赛的二线临床研究、HLX43 用于 NSCLC 的一线治疗及新辅助治疗方案等。同时, HLX43 作为全球首个布局胸腺癌的 PD-L1 ADC, 其国际多中心临床研究在中、美、澳等国家同步推进。2025 年 10 月, 基于 HLX43 在胸腺癌后线治疗中优异的初步疗效, 该产品获得 FDA 孤儿药资格认定, 有望填补这一罕见高侵袭癌种 ADC 治疗的空白。



- 肺癌和胸腺癌之外，公司已累计开展约 10 项 HLX43 治疗多项实体瘤中的临床研究，广泛覆盖宫颈癌等晚期妇科肿瘤、食管鳞癌、头颈鳞癌、鼻咽癌、结直肠癌、胃癌/胃食管交界部癌、胰腺导管腺癌、肝细胞癌等。其中，HLX43 在食管癌、鼻咽癌、胃癌等实体瘤中的概念验证数据也将在 ASCO GI、ASCO、ESMO 等大会上陆续读出。单药之外，基于 HLX43 展现出的免疫疗效，公司也在推进 HLX43 与其他多元分子如公司自研创新抗 EGFR 单抗 HLX07 的联合治疗。
- 宫颈癌 (CC)、卵巢癌等妇科恶性肿瘤给女性健康造成了严重威胁，尤其晚期患者预后较差。一线联合疗法治疗后，约 30% 的晚期宫颈癌患者出现疾病复发，其 5 年生存率约为 17%，包含多西他赛在内的二线化疗客观缓解率 (ORR) 仅约为 13.2%，尽管 PD-1 抑制剂及靶向组织因子 (TF) 的抗体偶联药物 (ADC) Tisotumab vedotin 已获批上市，但其治疗既往治疗失败的复发转移性宫颈癌疗效也有限，ORR 多不到 18%，亟需更高效、临床获益更为显著的治疗新选择。
- 本次发布基于一项开放、随机、多中心的 II 期临床研究，由山东省肿瘤医院于金明院士牵头开展。经组织学确诊为复发/晚期宫颈癌 (CC) 且既往接受过标准一线治疗失败、不耐受或禁忌的患者，按 1:1:1 比例随机分组，每 3 周接受一次剂量为 2 mg/kg、2.5 mg/kg 或 3 mg/kg 的 HLX43 治疗。主要终点为研究者根据 RECIST v1.1 评估的客观缓解率 (ORR) 和无进展生存期 (PFS)。次要终点包括其他有效性指标、安全性、药代动力学、免疫原性和生物标志物探索。
- 截至 2025 年 9 月 1 日，本研究共纳入 30 例患者，随机分配接受剂量为 2 mg/kg (n=10)、2.5 mg/kg (n=10) 和 3 mg/kg (n=10) 的 HLX43 治疗。其中超过 80% 的患者 PD-L1 综合阳性评分 (CPS) ≥ 1 。患者既往接受肿瘤治疗的中位线数为 2.0 (范围 1-4 线)。全部患者接受过铂类药物化疗，60% 的患者接受过靶向治疗，约 50% 患者接受过免疫治疗，中位随访时间为 3.5 个月。
- 在 29 例可评估疗效的患者中，研究者评估的客观缓解率 (ORR) 为 41.4%，疾病控制率 (DCR) 为 82.8%。其中，3 mg/kg 剂量组的 ORR 和 DCR 为 70.0% 和 100%，患者中位 PFS 尚未达到。
- 安全性方面，18 例 (60.0%) 患者报告了 ≥ 3 级治疗相关不良事件，主要为可管理的血液学毒性，常见包括为中性粒细胞计数降低 (30.0%)、贫血 (30.0%) 和淋巴细胞计数降低 (23.3%)，6 例 (20.0%) 患者因 TRAE 导致剂量减少，无 TRAE 导致的患者停止治疗 (导致停药的 TRAE 发生率为 0%)，且无 TRAE 导致的死亡。其中，7 例 (23.3%) 患者发生免疫相关不良事件 (irAE)，主要包括甲状腺功能减退症等内分泌异常、皮疹等。无患者报告 ≥ 3 级免疫相关不良事件 (irAE)，提示了 HLX43 的 IO 疗效，且免疫相关毒性温和，具有可控的安全性特征。



图表14：主要生物药单药在宫颈癌的I/II、II及II/III期数据对比

试验药	靶点	成分类别	分期	人数	疾病状态	申办者/资金方	首次发表时间	指标结果
DB-1311	B7-H3	抗体偶联物 ADC	I/II期	42	复发/转移 复发铂耐药	映恩生物	2025-12-05	ORR (confirmed): 35.7% VS 58.3% ORR: 42.9% VS
HLX43	PD-L1	抗体偶联物 ADC	II期	30	复发/转移	复宏汉霖	2025-12-01	ORR: 37.9% VS 70.0% DCR: 72.4% VS 100%
Invikafusp alfa	TCR, IL2R	抗体类融合蛋白	II期	63	晚期/转移 晚期/转移	Marengo Therapeutics	2025-10-17	ORR: __ VS 20.5% VS 30% DCR: 79% VS 79.5% VS 70%
芦康沙妥珠单抗	TROP2	抗体偶联物 ADC	II/III期	153	复发/转移	科伦博泰	2025-10-13	ORR (Confirmed): 24.2% ORR: 32.7%
巴替利单抗 泽弗利单抗	PD-1 CTLA4	单特异性抗体 单特异性抗体	II期	212	复发/转移	Agenus	2025-10-13	ORR: 24% VS 15% VS 26% VS 15% VS 20% VS 8% mOS: 13.5 months VS 15.0 months VS 11.4 months VS 13.7
戈沙妥珠单抗	TROP2	抗体偶联物 ADC	II期	40	复发/转移	BSP、云顶新耀	2025-07-19	ORR: 43% mDoR: 9.2 months
恩沃利单抗	PD-L1	单特异性抗体、单域抗体/纳米抗体	II期	70	晚期/转移 晚期/转移	康宁杰瑞	2025-05-23	ORR: 33.3% VS 4.3% mDoR: 20.2 months VS 3.8 months
瑞康曲妥珠单抗	HER2	抗体偶联物 ADC	II期	108	晚期/转移 晚期/转移	恒瑞医药	2025-05-23	ORR (confirmed): 56.1% VS 50.0% VS 63.6% VS 66.7% VS 43.5% VS 66.7%
ABP1011T	EGFR, c-Met	化药	II/III期	45	晚期/转移 晚期/转移	爱博医药	2025-05-23	ORR: 16.2% VS 33.3% VS 16.7% VS 25% VS 50% DCR: 83.8% VS 100% VS 100% VS 100% VS 100%
Nilvanostomig	PD-1, TIGIT	双特异性抗体	II/III期	55	复发/转移	泽璟生物	2025-05-23	ORR: __ VS 40.9% DCR: __ VS 68.2%
Bulumtagat Fuvedotin	Nectin-4	抗体偶联物 ADC	II/III期	274	晚期/转移	迈威生物	2025-04-25	ORR: 54.1% VS 32.1% VS 14.0% VS 50% VS __
DB-1311	B7-H3	抗体偶联物 ADC	II/III期	277	不可切除, 晚期/转移 广泛期	映恩生物	2024-12-06	ORR (unconfirmed): 32.4% VS 56.2% VS 54.5% VS 58.8% VS 70.4% VS 22.0% VS 16.0% VS 28.0% VS 75.0% VS 25.0% VS
巴替利单抗 泽弗利单抗	PD-1 CTLA4	单特异性抗体 单特异性抗体	II期	115	复发/转移	Agenus/Vetter Pharma/贝达药业	2024-12-06	ORR: 25.7% VS 36.6% mPFS: 2.7 months VS 5.7 months
BNT113	HPV E6, HPV E7	治疗性疫苗, mRNA 疫苗	II/III期	30	晚期/转移 晚期/转移	BioNTech	2024-09-16	DCR: __ VS 71%
BT7480	4-1BB, Nectin-4	环状多肽	II/III期	39	晚期/转移 晚期/转移	Bicycle Therapeutics	2024-09-14	SD (prolonged >8 mo): 3 pts PR (unconfirmed): 2 pts
Binrafusp alfa	PD-L1, TGFB	抗体类融合蛋白	II期	146	复发, 晚期/转移	默克	2024-09-01	ORR: 21.9% VS __ DoR: > 6 months VS __
GT101	-	TIL 细胞疗法	II期	1	复发/转移	沙砾生物	2024-07-11	-
Vibostolimab+帕博利珠单抗	TIGIT, PD-1	混合抗体	II期	200	复发/转移	默沙东	2024-06-20	ORR: 20.0% VS 15.5% VS 16.1% mPFS: 2.2 months VS 2.1 months VS 2.2 months
普密妥米单抗	PD-L1, VEGFA	双特异性抗体	II/III期	48	复发/转移	普米斯	2024-05-24	ORR: 42.2% VS 52.4% PFS (6-month): 61.4% VS __
GT201	IL2/15R β yc	TIL 细胞疗法	II/III期	7	晚期/转移 晚期/转移	沙砾生物	2024-05-24	ORR: 42.9% VS __ DCR: 71.5% VS 100%
RC88	MSLN	抗体偶联物 ADC	II/III期	164	晚期/转移 晚期/转移	荣昌生物	2024-05-24	ORR: __ VS 43% VS 45.5% VS 33.3% VS 21.7% VS 33.3% VS 35.3%
Nilvanostomig	PD-1, TIGIT	双特异性抗体	II/III期	68	晚期/转移 晚期/转移	泽璟生物	2024-05-24	CR: 1 pts VS 1 pts PR: 6 pts VS 5 pts
恩朗苏拜单抗	PD-1	单特异性抗体	II期	107	复发/转移	尚健生物、石药集团	2024-05-24	ORR: 29.0% OS (24-month, FAS): 42.84%
BVAC-C	HPV E6, HPV E7	治疗性疫苗, 其它细胞治疗	II/III期	30	复发	Celid	2024-03-28	ORR: 20.0% VS 20.0% VS 0% DCR: 57.1% VS 28.6% VS 14.3%
Bulumtagat Fuvedotin	Nectin-4	抗体偶联物 ADC	II/III期	40	晚期/转移	迈威生物	2024-03-17	ORR: 40.54% VS 50.00% VS 38.10% DCR: 89.19% VS 92.31% VS 85.71%
维迪西妥单抗	HER2	抗体偶联物 ADC	II期	25	晚期/转移	荣昌生物	2024-03-10	ORR: 36.4% VS 50% DCR: 86.4% VS __
艾帕洛利单抗/托沃瑞利单抗	PD-1, CTLA4	混合抗体	II期	148	复发/转移	齐鲁制药	2024-03-01	ORR: 33.8% VS 37.1% VS 25.6% VS 28.8% VS 37.1% mPFS: 5.4 months VS __ VS __ VS __

来源：Insight, 国金证券研究所

生物制品：绿洲项目阶段会议召开，关注后续临床数据

2025年11月30日，由中国肝炎防治基金会发起的“中国降低乙肝患者肝癌发生率研究（绿洲）工程项目”2020-2025年阶段工作会议在上海举行。

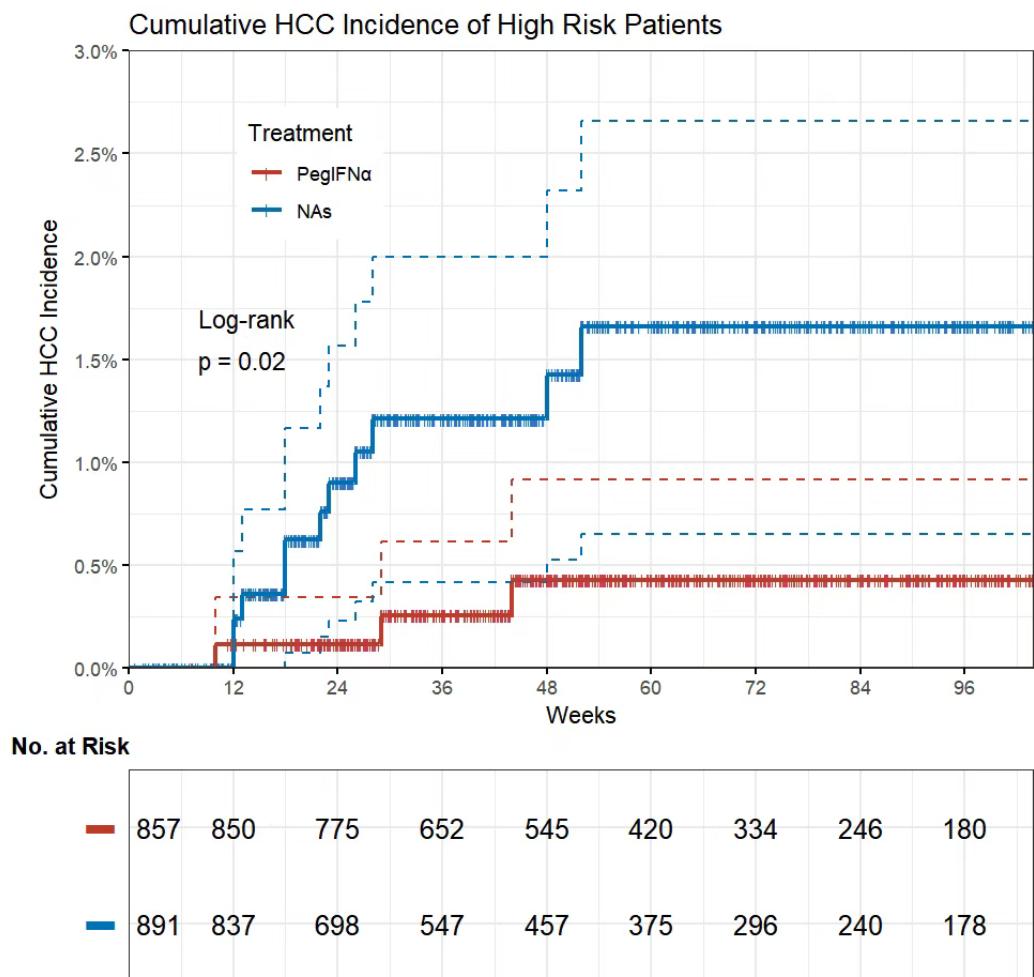
绿洲项目旨在通过来自中国的大规模真实世界数据，评估基于 PegIFN α -2b 治疗对具有不同抗病毒治疗史和基线 HBsAg 水平的 CHB 患者在临床治愈和降低肝细胞癌 (HCC) 风险方面的疗效。项目自 2020 年 7 月启动，2022 年 11 月完成入组，覆盖 32071 例患者。

阶段性数据显示，PegIFN α -2b 治疗较 NAs 在降低 HCC 发生风险方面更为显著。研究纳入了基线风险分层数据完全，且截至分析时总随访时长超过 3 个月的全部患者，总共纳入 12172 例接受基于 PegIFN α -2b 的治疗 (PegIFN α 组) 和 5622 例接受单用 NAs 治疗 (NAs 组) 的 CHB 患者。

研究首先分析了其中在 0 周和 48 周有配对风险评分的患者共 7139 人 (PegIFN α 组 5545 人, NAs 组 1594 人)。对于两组中基线为高风险的人群，在经过抗病毒治疗后，PegIFN α 组有 73 人 (18.72%) 降低为中风险，NAs 组有 46 人降低为中风险 (16.49%)，1 人降低至低风险 (0.36%)，两组的 HCC 高风险患者经 1 年的抗感染治疗后，均有部分患者发生风险分层降低。



图表15: 对于处于 HCC 高风险状态下的人群, PegIFN α -2b 治疗较 NAs 在降低 HCC 发生风险方面更为显著



来源: apasI 2024, 国金证券研究所

研究在全部入组患者中, 观察了基线不同风险分层患者经不同方案治疗后, 肝癌发生的真实情况。基线 HCC 低风险和中风险人群中, 两个治疗组 48 周累计 HCC 发生率均相仿: 低风险人群 PegIFN α 组 0.043% vs. NAs 组 0.071% (P=0.95); 中风险人群 PegIFN α 组 0.120% vs. NAs 组 0.208% (P=0.25)。

而在基线 HCC 高风险的患者 (n=1748, 其中 PegIFN α 组 857 例、NAs 组 891 例) 中, 48 周内共 13 人发生 HCC (PegIFN α 组 3 人, NAs 组 10 人), PegIFN α 组 48 周累计 HCC 发生率显著低于 NAs 组 (0.429% vs. 1.428%, P=0.02)

肝癌是我国重要的公共卫生问题, 数据显示每年新发肝癌病例约 41 万, 占全球 45%, 死亡病例约 39 万, 占全球 47%。早筛查、早诊断、早治疗, 延长患者五年存活率, 是目前的重要任务。“绿洲”项目的主要目标是降低慢性乙肝的肝癌发病率、探索不同治疗方案防治肝癌的效果, 项目的开展对降低肝癌的发病和死亡具有重要意义, 建议持续关注项目进展。

CXO 及制药供应链: 景气度持续向上, 在手订单支撑未来增长

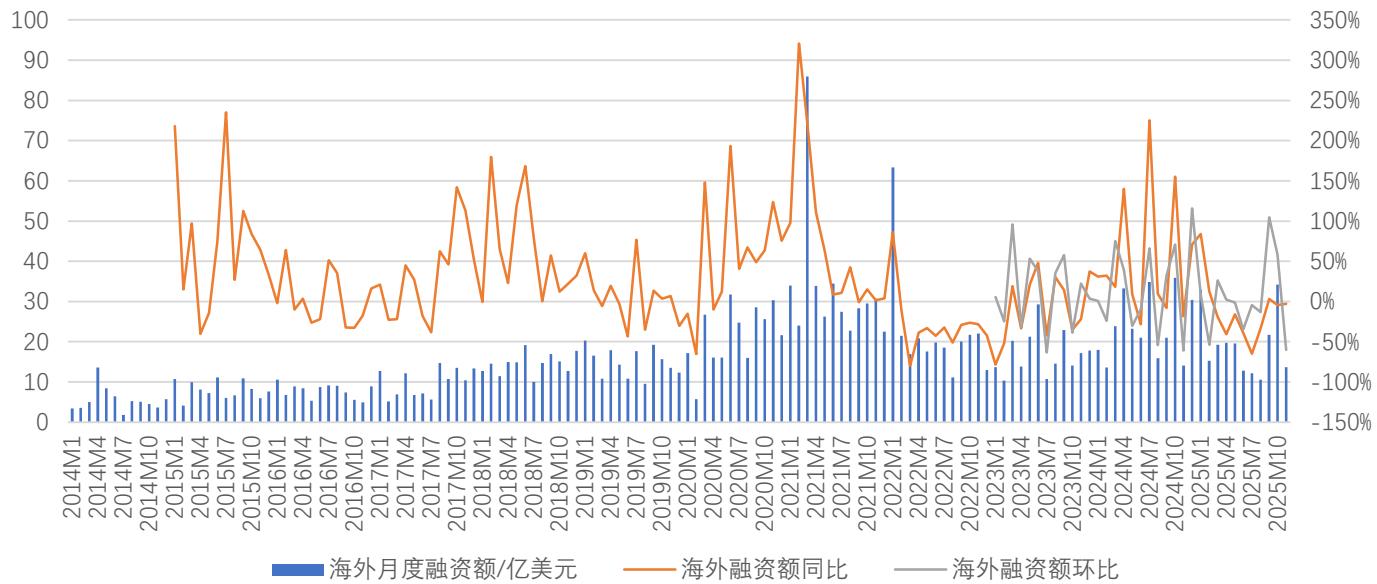
11 月国内外投融资情况基本和去年同期持平

11 月海外月度融资额为 13.68 亿美元, 同比下降 3%, 海外投融资数据环比波动, 但考虑到海外假期因素, 同比基本持平;

11 月中国月度融资额为 3.93 亿元, 同比下降 5%, 整体 11 月融资水平略高于全年 (2025M1-M10) 平均水平。

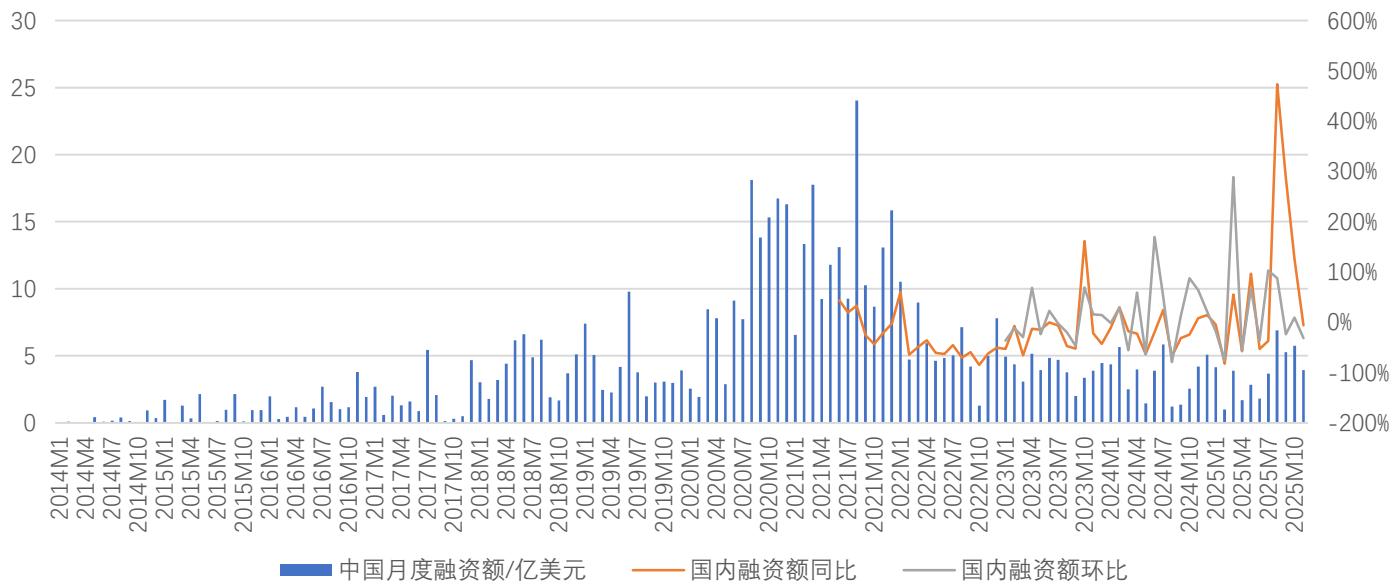


图表16：海外投融资数据情况



来源：医药魔方数据库，国金证券研究所

图表17：国内投融资数据情况



来源：医药魔方数据库，国金证券研究所

行业景气度持续向上，在手订单充裕

从部分公司2025年各财报披露的在手订单情况来看，制药供应链无论从研发端的CRO还是制造端的CDMO均呈现出订单持续增长的态势，行业拐点明确。

- CDMO公司订单和业绩均呈现逐季度增长态势，拐点明确，部分公司受益于大品种放量，业绩快速增长；
- 早期研发热情提振，带动CRO公司订单持续改善，预计订单的持续改善有望逐步兑现至公司业绩端。



图表18：部分CXO公司在手订单情况

	2025Q1	2025H1	2025Q1-Q3
药明康德	在手订单 523.3 亿元，同比增长 47.1%	在手订单 566.9 亿元，同比增长 37.2%	在手订单 598.8 亿元，同比增长 41.2%
康龙化成	新签订单金额同比增长超过 10%	新签订单金额同比增长超过 10%	新签订单同比增长超过 13%
昭衍新药	新签订单金额约为人民币 4.3 亿元，在手订单金额约为人民币 22 亿元	签署订单金额约为人民币 10.2 亿元，在手订单金额约为人民币 23 亿元	前三季度累计新签订单金额约人民币 16.4 亿元，整体在手订单金额约人民币 25 亿元

来源：各公司财报，国金证券研究所

医疗器械：行业创新研发持续推进，企业国际化拓展加速

开立医疗 60MHz 高频血管内超声诊断导管获批上市

12月3日，深圳开立生物医疗科技股份有限公司的全资子公司上海爱声生物医疗科技有限公司自主研发的 60MHz 高频一次性使用血管内超声（IVUS）诊断导管正式获得国家药品监督管理局（NMPA）注册批准。

图表19：开立医疗 60MHz 高频一次性使用血管内超声（IVUS）诊断导管 TJ004





来源：开立医疗微信公众号，国金证券研究所

TJ004 IVUS 导管的成功上市，得益于公司长期坚持的自主创新战略与高强度的研发投入。团队围绕高频超声换能器设计、信号处理算法及导管工艺等核心技术持续攻坚，实现了图像质量与导管通过性的协同提升。

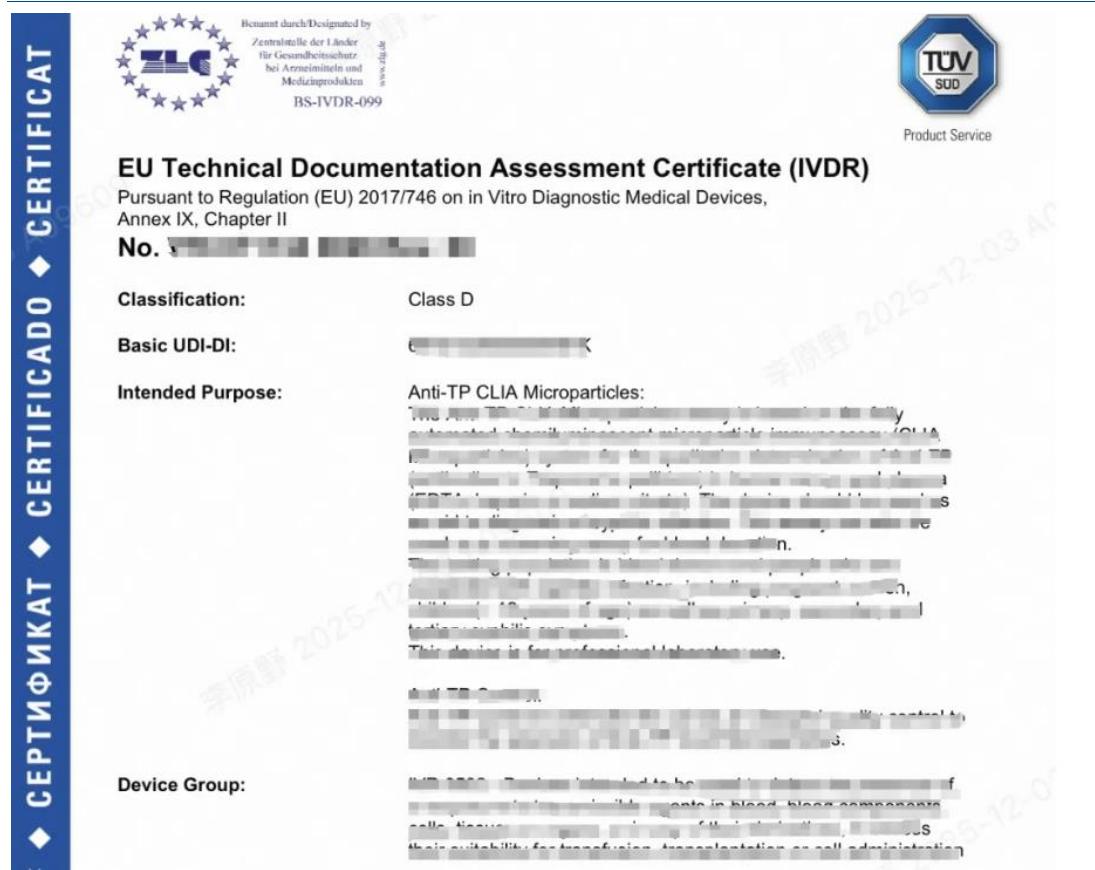
国内血管介入手术中 IVUS 应用正在得到大规模普及应用，开立作为国内少数拥有 IVUS 创新产品的企业对于产品创新研发依然在持续迭代升级中，未来心血管业务有望逐步成长为新的增长支撑。

安图生物磁微粒化学发光 Anti-TP 产品获欧盟 IVDR CE Class D 认证

12 月 4 日，安图生物宣布，公司梅毒螺旋体抗体检测试剂盒(磁微粒化学发光法)顺利通过欧洲临床考核，获得欧盟公告机构——TÜV 南德意志集团签发的最高风险等级 IVDR CE Class D 证书。

在体外诊断医疗领域，CE IVDR 法规按照风险等级将产品分为 Class A 至 Class D，而 IVDR CE Class D 在 CE 证书中级别最高。

图表20：安图磁微粒化学发光 Anti-TP 产品获欧盟 IVDR CE Class D 认证



来源：安图生物微信公众号，国金证券研究所

梅毒(Anti-TP)是一种慢性传染性疾病，由梅毒螺旋体感染所致，性接触是其主要传播途径，有病程长、危害大、累及全身多个器官等特点。在发病早期，会对患者的皮肤黏膜造成损伤，随着病情的发展，慢慢地损伤骨骼、神经、心血管等，进而对人体健康及社会产生严重危害。梅毒螺旋体感染至今仍是全球公共卫生问题的重点。

此外，梅毒也可以通过胎盘传播给胎儿，导致先天性梅毒，所以孕妇是梅毒筛查中的重要目标群体。针对梅毒螺旋体特异性抗体的血清学检测在梅毒诊断中具有重要意义，通过早期检测，有助于及时发现感染者，并为其提供健康监测与必要的临床干预，从而降低相关疾病的发生与传播风险。



安图生物梅毒螺旋体抗体检测试剂盒(磁微粒化学发光法)、人类T淋巴细胞白血病病毒抗体检测试剂盒(磁微粒化学发光法)、人类免疫缺陷病毒抗体和抗原(p24)联合检测试剂盒(磁微粒化学发光法)、丙型肝炎病毒IgG检测试剂盒(磁微粒化学发光法)、乙型肝炎病毒表面抗原(HBsAg)检测试剂盒(磁微粒化学发光法)等5项产品已获欧盟最高风险等级IVDR CE Class D证书。2025年安图生物海外市场拓展呈现加速趋势,未来国际化战略将成为公司重要发展方向。

中药&药店: 流感发病率持续提升, 关注华润三九、益丰药房等

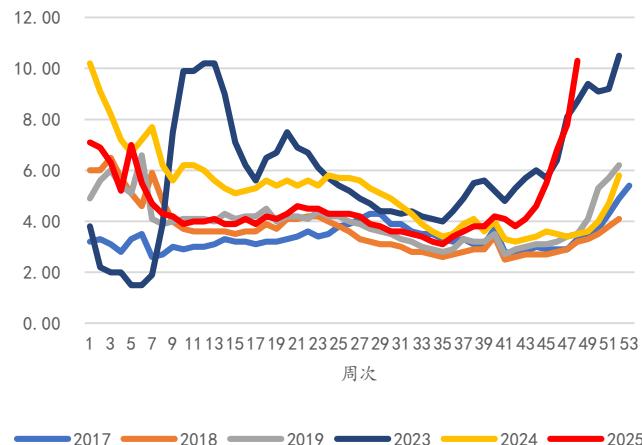
近期流感发病率进一步上升,根据国家疾控中心数据,2025年第48周(2025年11月24日—2025年11月30日),南方省份哨点医院报告的ILI%为10.3%,高于前一周水平(7.8%),高于2022年、2023年和2024年同期水平(3.2%、8.7%和3.5%)。北方省份哨点医院报告的ILI%为9.1%,高于前一周水平(8.6%),高于2022年、2023年和2024年同期水平(2.0%、7.3%和4.4%)。

监测数据显示,本周南、北方省份流感活动上升。全国共报告1541起流感样病例暴发疫情。

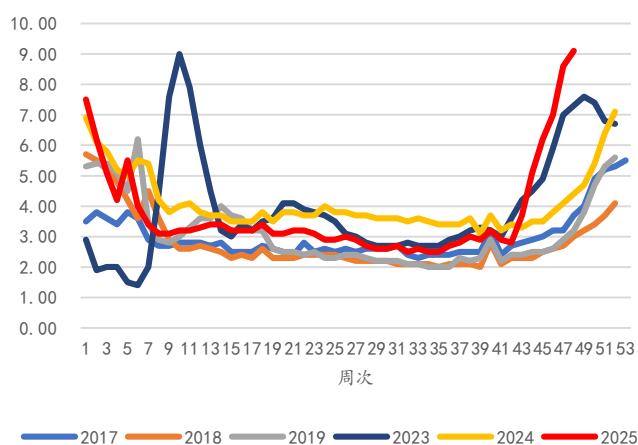
国家流感中心对2025年3月31日—2025年11月30日(以实验日期统计)期间收检的部分流感病毒毒株进行抗原性分析,结果显示:在A(H1N1)pdm09亚型流感病毒毒株中有98.0%(1054/1076)为A/Victoria/4897/2022的类似株;在A(H3N2)亚型流感病毒毒株中有49.9%(415/832)为A/Croatia/10136RV/2023(鸡胚株)的类似株,82.8%(689/832)为A/DistrictofColumbia/27/2023(细胞株)的类似株;在B(Victoria)系流感病毒毒株中有97.5%(313/321)为B/Austria/1359417/2021的类似株。

国家流感中心对2025年3月31日以来收检的部分流感病毒毒株进行耐药性分析,结果显示:在A(H1N1)pdm09亚型流感病毒毒株中有3.9%(31/792)对神经氨酸酶抑制剂敏感性降低或高度降低,其余A(H1N1)pdm09亚型流感病毒毒株均对神经氨酸酶抑制剂敏感;所有A(H3N2)亚型和B型流感病毒毒株均对神经氨酸酶抑制剂敏感;所有A(H1N1)pdm09、A(H3N2)亚型和B型流感病毒毒株均对聚合酶抑制剂敏感。

图表21: 2017—2019、2023—2025年度南方省份哨点医院报告的流感样病例%



图表22: 2017—2019、2023—2025年度北方省份哨点医院报告的流感样病例%



来源:国家疾控中心,ifind,国金证券研究所

来源:国家疾控中心,ifind,国金证券研究所

建议关注基数压力明显消化、品牌力强、渠道库存水平管控良好的OTC中成药相关公司,如华润三九、济川药业等;同时,四类药销售有望边际向好,建议关注药店龙头,如益丰药房、大参林等。

医疗服务及消费医疗: 建议关注板块整体修复机会

政策: 部署推进基本医疗保险省级统筹工作

2025年11月27日,国务院常务会指出,推进基本医保省级统筹是健全全民医保制度的重要举措,有利于更好发挥保险互助共济优势,增强医保制度保障能力。



- 要指导各地因地制宜分类施策，合理确定省级统筹的基金管理模式，提高基金使用效率。
- 要协调推进基本医保省级统筹和分级诊疗制度建设，加快推动优质医疗资源均衡布局，加强基层医疗服务能力建设，完善医保支付和服务价格调节机制，更好满足群众就医需求。

锦欣生殖：单日斥资约 1980 万港币回购逾 772 万股

12月5日，锦欣生殖单日完成回购股份772.2万股，金额1979.8万港币。根据12月1日公告，公司董事会已决议利用购回授权，以不时在公开市场上按不少于1亿港币的总价格购回股份，以实际行动传递对公司内在价值的认可与未来发展的坚定信心。

爱博医疗：携手银河通用打造具身智能落地应用新场景，规模化布局隐形眼镜 24 小时智慧门店

2024年底，爱博医疗推出全国首家隐形眼镜24小时智慧门店，引入银河通用机器人实现智慧医疗门店无人化运营。在各级药监部门的指导下，按照严格的医疗器械经营规范，经过一年精细化运营，24小时智慧门店已在北京、上海、广州、深圳、杭州等城市实现落地，为前沿的具身智能技术提供了宝贵的商业化应用场景，形成了可复制、可推广的智能化解决方案。

- 门店内的商品种类丰富、型号繁多，涵盖澜柏®、Toppop®等爱博医疗自有品牌隐形眼镜及相关护理产品，以及多个国内外知名品牌。机器人凭借海量信息储存能力、先进控制算法及操作系统，实现了从订单接收到自主补货决策的全流程自动化，可分毫不差完成各种任务。
- 目前，公司旗下专营O2O业务的Toppop®隐形眼镜已在全国开设近300家仓店，并已进驻京东、美团、淘宝闪购等主流即时零售平台。配置具身智能机器人的24小时智慧门店的陆续开立，可更高效、更精准地满足消费者全天候需求，更有效提升公司品牌的影响力。24小时智慧门店还将启动苏州、重庆、天津、石家庄、昆明等城市的布局。

投资建议

我们认为创新药主线和左侧板块困境反转依旧是2025年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。国内外创新药投融资数据边际改善，CXO行业订单趋势向上，伴随下游创新药技术迭代，行业回暖，有望迎来估值、业绩双双改善。同时，我们认为中药OTC龙头以及药店龙头等左侧板块部分估值低位的优质资产，经营有望改善，建议持续关注。

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。



扫码获取更多服务

行业周报

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。

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靠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