

## KARS 抑制剂：肿瘤治疗的蓝海赛道

### 投资要点

- ◆ **市场空间广阔但未满足需求巨大：**（K）RAS 突变在肺癌、结直肠癌、胰腺癌等高发癌种中占比极高，驱动着巨大的患者需求。目前全球仅 5 款针对 KRAS G12C 的抑制剂上市，其单药疗效存在明显瓶颈。而突变频率更高（如 G12D，占比 29%）的靶点尚无药物获批，仍是巨大的蓝海市场。
- ◆ **技术迭代是突破疗效瓶颈的核心路径：**第一代 KRAS G12C 抑制剂（OFF 抑制剂）疗效有限且易产生耐药。技术正沿着两个方向演进：**1）靶点拓展：**研发重点正从 G12C 快速转向 G12D 等更常见突变，以及覆盖多种突变形式的泛 KRAS 抑制剂（如 RMC-6236, JAB-23E73）和多 RAS 抑制剂。**2）机制创新：**KRAS(ON) 抑制剂和分子胶技术（如 RMC-6236）通过结合活性态 RAS 或诱导形成三元复合物，显示出比传统 OFF 抑制剂更强的抑瘤潜力，是当前研发的前沿。
- ◆ **国内企业积极布局，竞争格局初现：**在 G12C 领域，国产药物（戈来雷塞、格索雷塞、氟泽雷塞）已全部进入医保，支付壁垒消除，竞争焦点转向一线疗法。在更具潜力的 G12D 和泛 KRAS 领域，国内企业（如劲方医药、恒瑞医药、加科思等）已有管线进入临床 III 期，并与跨国药企（如 Revolution Medicines、礼来等）展开竞争，未来市场格局将取决于临床数据的优劣和商业化的效率。
- ◆ **申万医药表现较弱，跑输沪深 300。**近两周申万医药指数下跌 2.23%，跑输沪深 300 指数 3.58pp。近两周申万医药指数在 31 个一级行业中排名第 30 位。从子板块来看，原料药、血液制品、医疗研发外包表现靠前，近两周变动分别为 0.91%、-0.92%、-0.95%；线下药店、医药流通、医院表现靠后，近两周变动分别为 -5.35%、-3.9%、-3.65%。从个股来看，近两周涨幅前五的公司为宏源药业、鹭燕医药、麦澜德、万邦德、多瑞医药；跌幅前五的公司为\*ST 长药、ST 百灵、漱玉平民、华人健康、海王生物。
- ◆ **投资建议：**投资重心应从“Me-too”转向“Best-in-Class/Fist-in-Class”：KRAS G12C 赛道已呈红海态势，未来价值创造将集中于解决 G12C 药物局限性（疗效、耐药）和攻克更广阔靶点（G12D，泛 KRAS）的创新者。技术平台的先进性（如分子胶、ON 状态抑制剂）是核心壁垒。关键临床数据读出、突破性疗法认定、重大授权合作/出海是股价的核心驱动因素。**建议关注：**1) 技术领先、管线前沿的领军企业：恒瑞医药、艾力斯、中国生物制药等；2) 具备差异化优势及重大催化的企业：加科思、信达生物、益方生物、劲方医药等。
- ◆ **风险提示：**研发失败与进展不及预期风险，市场竞争加剧风险，政策与支付环境变化风险，数据披露不及预期风险，知识产权纠纷风险等。

投资评级

**领先大市(维持)**

### 一年行业表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.72	-11.05	-8.16
绝对收益	-2.95	-9.39	16.81

分析师

刘颖然

 SAC 执业证书编号: S0910525060002  
 liuhaoran@huajinsec.cn

### 相关报告

- 春立医疗：盈利能力持续修复，国际化业务加速-华金证券-医药-公司快报-春立医疗 2025.11.18
- 瑞迈特：海外业务快速增长，国内营销改革有望逐步贡献增量-华金证券-医药-公司快报-瑞迈特 2025.11.11
- 开立医疗：公司业绩逐步改善，新产品放量可期-华金证券-医药-公司快报-开立医疗 2025.11.9



## 内容目录

一、KRAS 抑制剂的临床研究进展与竞争格局 .....	4
(一) RAS 突变与的关系 .....	4
(二) RAS 抑制剂的类型与作用机理 .....	4
(三) KRAS 抑制剂市场仍是巨大蓝海 .....	6
(四) KRAS 抑制剂在研管线分析与前景 .....	6
二、医药行业行情回顾 .....	14
三、医药：行业资讯及公告梳理 .....	16
政策相关 .....	16
临床进展 .....	16
产品获批情况 .....	17
其他 .....	17
四、风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1：RAS 突变类型及与疾病的关系 .....	4
图 2：KRAS 相关通路 .....	4
图 3：RAS 抑制剂类型和对 RAS 通路抑制程度 .....	5
图 4：KRAS (OFF) 抑制剂机理 .....	5
图 5：KRAS (ON) 抑制剂机理 .....	5
图 6：KRAS (ON/OFF) 抑制剂机理 .....	5
图 7：Pan-KRAS 抑制剂机理 .....	5
图 8：Multi-RAS 抑制剂机理 .....	5
图 9：2021-2033E 全球 KRAS G12C 抑制剂市场规模（百万美元） .....	6
图 10：2027E-2033E 全球 KRAS G12D 抑制剂市场规模（百万美元） .....	6
图 11：LY-4066434 的临床 I 期方案 .....	13
图 12：LY-4066434 的 ACCR 数据 .....	13
图 13：针对 KRAS 突变肿瘤的药物联用策略 .....	13
图 14：针对 KRAS 抑制剂潜在增敏剂和药物组合的研究 .....	13
图 15：近两周申万医药指数和沪深 300 指数走势图 .....	14
图 16：上月至今申万医药指数和沪深 300 指数走势图 .....	14
图 17：近两周申万一级行业涨跌幅排序 .....	14
图 18：本月申万一级行业涨跌幅排序 .....	14
图 19：近两周医药行业子板块涨跌幅排序 .....	15
图 20：本月医药行业子板块涨跌幅排序 .....	15
表 1：全球范围内目前已上市的 5 款 KRAS 抑制剂 .....	7
表 2：全球在研的部分 KRAS G12C 管线 .....	7
表 3：全球在研的部分 KRAS G12D 管线 .....	8
表 4：全球在研的部分 P- (K) RAS 管线 .....	9
表 5：RMC-6236 的临床试验情况 .....	9
表 6：RMC-6236 的临床试验情况 .....	10

表 7: RMC-6236 的生化和细胞活性 .....	10
表 8: AN-9025 部分临床前数据 .....	11
表 9: JAB-23E73 的 Biochemical Activities .....	12
表 10: JAB-23E73 的临床前数据 .....	12
表 11: 本月涨跌幅榜前 15 家上市公司 .....	15

## 一、KRAS 抑制剂的临床研究进展与竞争格局

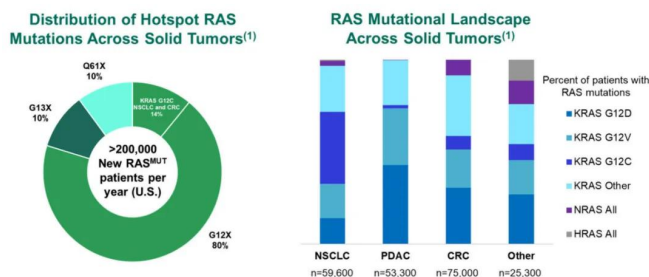
### （一）RAS 突变与的关系

RAS 家族目前已知有 KRAS、NRAS 和 HRAS 三个亚型，是最常见的突变癌基因之一，驱动突变主要发生在甘氨酸 12（主要是 D、V、C、R 和 S）、甘氨酸 13（主要是 C 和 D）和谷氨酰胺 61（主要是 R 和 H）处，其中 KRAS 是最容易发生突变的成员。KRAS 突变以单碱基错义突变为主，G12 是最常见的突变点位，占比约 80%；其中，G12D 突变发生率最高。

大多数情况下，KRAS 都处于失活态，KRAS 突变导致和 GTP 结合的 KRAS 蛋白占比提升，使得 KRAS 无需上游 RTK 的信号即可处于激活状态，进而持续地激活下游细胞生长通路，导致肿瘤发生。

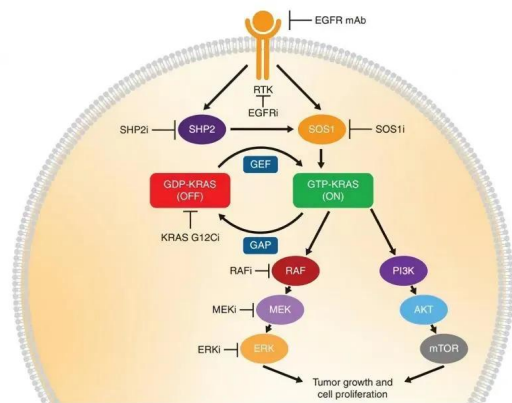
由 RAS 突变驱动的肿瘤患者未满足的医疗需求范围仍然非常大，仅在美国每年就有超过 200000 例新病例，在三种危及生命的肿瘤类型（肺癌、结直肠癌和胰腺癌）中占有重要地位，并且多种突变体广泛分布在多种肿瘤类型中。

图 1: RAS 突变类型及与疾病的关系



资料来源: BioPlus, 华金证券研究所

图 2: KRAS 相关通路



资料来源: 同写意, 华金证券研究所

### （二）RAS 抑制剂的类型与作用机理

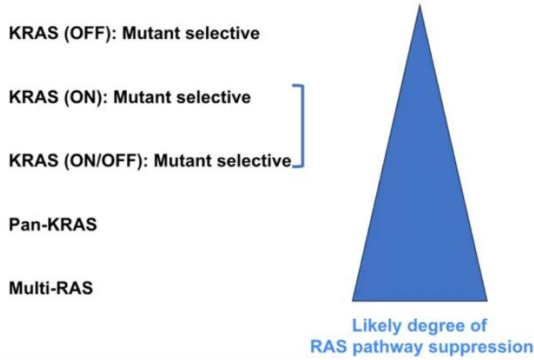
KRAS 本质上是一种 GTP 酶，也是一种分子开关，在结合 GTP 的激活状态（“ON”）、结合 GDP 的失活状态（“OFF”）之间切换。基于此，有多个 RAS 抑制剂类别，包括 KRAS（OFF）、KRAS（ON）、KRAS（ON/OFF）、Pan-KRAS、Multi-RAS，各个类别对 RAS 通路的抑制程度不一。

**KRAS（OFF）抑制剂：**通过结合并锁定 KRAS 蛋白在其 GDP 结合的“关闭”状态，从而抑制 RAS 信号通路，代表药物包括针对 KRAS-G12C（OFF）的 Sotorasib、Adagrasib 等，以及针对 KRAS-G12D（OFF）的 LY3962673 等。

**KRAS（ON）抑制剂：**通过结合 KRAS 蛋白在其 GTP 结合的活性状态，并阻止效应分子的结合来发挥作用。代表药物包括针对 KRAS G12C（ON）的 RMC-6291、RMC-018，以及针对

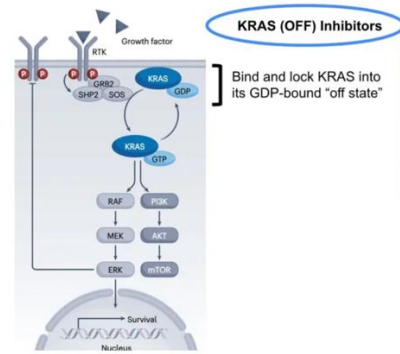
KRAS G12D (ON) 的 RMC-9805 等。相关研究表明，这些药物可能比 KRAS (OFF) 抑制剂更有效。

图 3: RAS 抑制剂类型和对 RAS 通路抑制程度



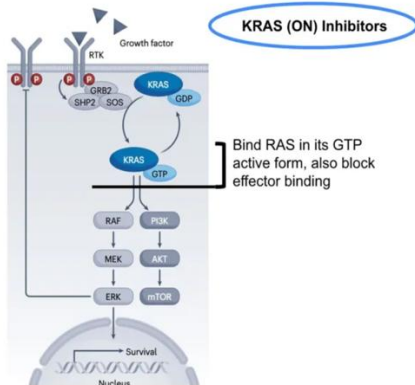
资料来源: BioPlus, ASCO, 华金证券研究所

图 4: KRAS (OFF) 抑制剂机理



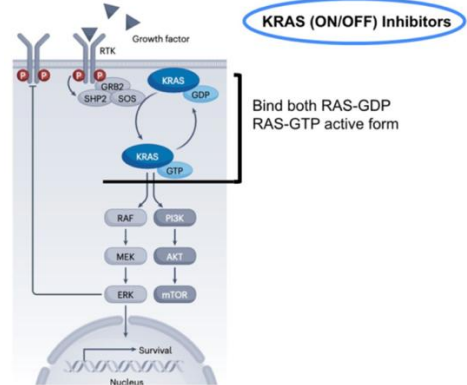
资料来源: BioPlus, ASCO, 华金证券研究所

图 5: KRAS (ON) 抑制剂机理



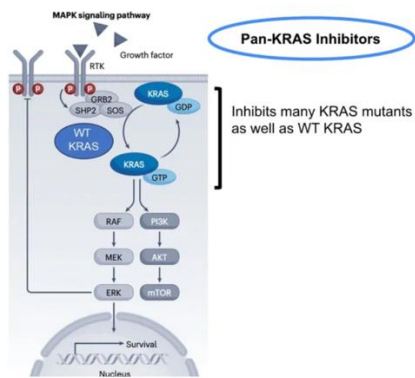
资料来源: BioPlus, ASCO, 华金证券研究所

图 6: KRAS (ON/OFF) 抑制剂机理



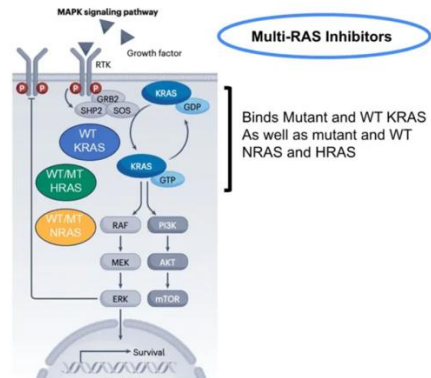
资料来源: BioPlus, ASCO, 华金证券研究所

图 7: Pan-KRAS 抑制剂机理



资料来源: BioPlus, ASCO, 华金证券研究所

图 8: Multi-RAS 抑制剂机理



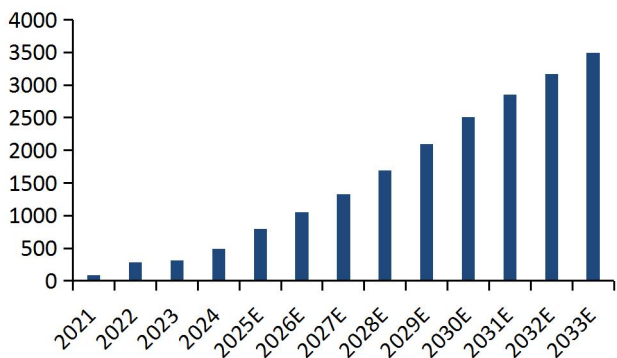
资料来源: BioPlus, ASCO, 华金证券研究所

### （三）KRAS 抑制剂市场仍是巨大蓝海

全球约 40%-50% 的结直肠癌患者、30% 的非小细胞肺癌患者以及 80%-90% 的胰腺癌患者都存在 KRAS 突变阳性的情况。据弗若斯特沙利文数据，全球主要 KRAS 突变阳性癌症的发病人数从 2016 年的 180 万人增长至 2020 年的 200.9 万人，预计到 2030 年将进一步增长至 256 万人。KRAS G12C 突变约占所有 KRAS 突变的 15%，G12C 突变占非小细胞癌全部突变的约 13%，结直肠癌的 3%-4%，全球 KRAS G12C 抑制剂市场预期将由 2024 年的 489.1 百万美元迅速增长至 2033 年的 3490.7 百万美元，复合年增长率高达 24.4%。

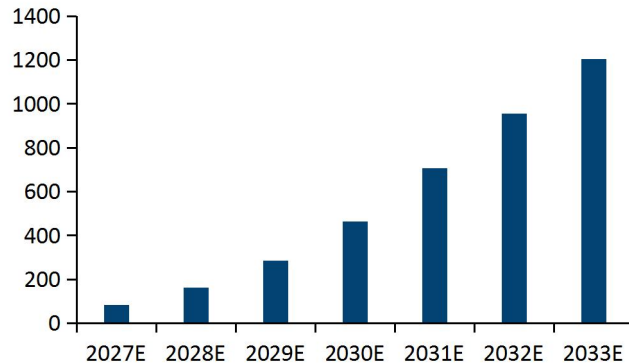
相比之下，突变比例占比更高的 G12D 位点（占比 29%），应用场景更为吸引人，KRAS G12D 突变占胰腺腺癌全部患者的约 35%、结直肠癌的约 12% 和非小细胞肺癌的约 4%，还有胆管癌、卵巢癌等。据劲方医药招股书数据，全球 KRAS G12D 靶向药物市场规模预计将在 2027 年达到 81.8 百万美元，到 2033 年将激增至 1204.6 百万美元，2027E-2033E 的 CAGR 达 56.6%。然而，占 KRAS 突变近 30% 的 G12D 亚型，全球范围内针对 KRAS G12D 突变尚无获批的靶向药物，商业化潜力巨大。

图 9: 2021-2033E 全球 KRAS G12C 抑制剂市场规模(百万美元)



资料来源：劲方医药招股书，华金证券研究所

图 10: 2027E-2033E 全球 KRAS G12D 抑制剂市场规模(百万美元)



资料来源：劲方医药招股书，华金证券研究所

### （四）KRAS 抑制剂在研管线分析与前景

#### （1）全球已获批的 RAS 抑制剂集中在 KRAS G12C 靶点

全球目前仅有 5 款 RAS 抑制剂上市，全部为 KRAS G12C 靶点。率先上市的 Sotorasib&Adagrasib 在临床表现上差强人意，客观缓解率 ORR 均在 40% 左右，PFS 中位数约 5 个月，且均显示一定肝毒性，因而商业化表现也与预期相差较远。戈来雷塞、格索雷塞、氟泽雷塞作为三款国产 KRAS 抑制剂，2025 年底全部进入国家基本医疗保险报销范围。当支付端壁垒被基本抹平，KRAS 靶向药有望从“后线治疗”向“一线联合治疗”探索，研发重点也将聚焦在市场潜力更高的 KRAS G12D 抑制剂与泛 KRAS 抑制剂。

表 1：全球范围内目前已上市的 5 款 KRAS 抑制剂

药品名称	公司	适应症	治疗方案	药物方案性质	首次获批时间	给药方式	疗效	安全性	疗程	年成本	年销量
Fulzerasib	信达生物/勃方医药	携带KRAS G12C突变的晚期NSCLC成年患者	2L+	单药	2024年8月21日 (NMPA)	口服	ORR为49.1%；DCR为90.5%；mPFS为9.7月；OS为13.3月	SAE发生率为14.0%；TRAE导致剂量减少18.3%；用药中断率为32.6%；永久停药率为2.7%	600mg, BID	31.0	/
Garsorasib	正大天晴/益方生物	携带KRAS G12C突变的晚期NSCLC成年患者	2L+	单药	2024年11月8日 (NMPA)	口服	ORR为52.0%；DCR为88.6%；mPFS为9.1月；OS为14.1月	TRAE发生率为95.9%；TRAE导致剂量减少30.1%；用药中断率为41.5%；永久停药率为0%	600mg, BID	35.0	/
Glecirasib	加科思药业/艾力斯	携带KRAS G12C突变的晚期NSCLC成年患者	2L+	单药	2025年5月20日	口服	ORR为49.6%；DCR为86.3%；mPFS为8.2月；OS为13.6月	TRAE发生率为97.5%；TRAE导致剂量减少37.8%；用药中断率为18.5%；永久停药率为5%	800mg, QD	/	/
Adagrasib	百时美施贵宝	携带KRAS G12C突变的晚期NSCLC成年患者	2L+	单药	2022年12月12日 (FDA)；2024年1月5日 (EMA)	口服	ORR为42.9%；mPFS为6.5m；OS为12.6m	TRAE导致剂量减少28%；用药中断率为77%；永久停药率为13%	600mg, BID	280.0	126百万美元
		携带KRAS G12C突变的转移性CRC	2L	联合cetuximab	2024年6月21日 (FDA)		ORR为34%；DCR为85.1%；mPFS为6.9m；mOS为15.9m	TRAE导致剂量减少35%；用药中断率为62%；有2名患者（约0.02%）永久停药			
Sotorasib	安进	携带KRAS G12C突变的局部晚期或转移性NSCLC成年患者	2L+	单药	2021年5月28日 (FDA)；2022年1月6日 (EMA)；2022年1月20日 (PMDA)	口服	ORR为37.1%；DCR为80.6%；mPFS为6.3m；mOS为12.5m	SAE发生率为14.0%；TRAE导致剂量减少5%；用药中断率为34%；永久停药率为9%	960mg, QD	266.9	350百万美元
		携带KRAS G12C突变的转移性CRC	2L	联合panitumumab	2025年1月17日 (FDA)		ORR为26%；mPFS为5.6m；未达到mOS	TRAE发生率为45.3%			

资料来源：勃方医药招股书，华金证券研究所

### (2) 在研 KRAS G12C 抑制剂竞争格局

除已上市的 5 款 KRAS G12C 抑制剂外，仍有众多在研产品进入临床 II 期及后续阶段，进军 NSCLC 一线疗法是多数 KRAS G12C 抑制剂管线的主要目标。KRAS G12C 开启了 KRAS 靶向治疗新时代，但其疗效有效、耐药性普遍、副作用显著，因而在一线治疗中存在较大局限性，虽然第二代药物尝试通过分子优化/联合治疗提升疗效，但尚未解决根本性问题。

表 2：全球在研的部分 KRAS G12C 管线

药品名称	研发机构	适应症	中国最高研发阶段	中国最高研发开始日期	美国最高研发阶段	美国最高研发阶段开始日期
地伐雷塞	Genentech (Roche)	III期临床:非小细胞肺癌;非鳞状非小细胞肺癌 I期临床:实体瘤;结直肠癌	III期临床	2025/1/27	III期临床	2024/7/11
MK-1084	Merck & Co.	III期临床:非小细胞肺癌;结直肠癌;直肠癌;结直肠癌;非鳞状非小细胞肺癌 II期临床:实体瘤	III期临床	2024/4/3	III期临床	2024/4/3
olomorasib	Loxo Oncology (Eli Lilly)	III期临床:非小细胞肺癌 I/II期临床:胰腺癌;卵巢癌;子宫内膜癌;结直肠癌;胆道癌 I期临床:实体瘤;乳腺癌	III期临床	2023/11/7	III期临床	2023/11/7
YL-15293	瓊黎药业	I/II期临床:实体瘤;非小细胞肺癌 申报临床:癌症	I/II期临床	2021/12/30	I/II期临床	2021/11/15
D3S-001	德昇济医药	I/II期临床:实体瘤 临床前:非小细胞肺癌;结直肠癌	I/II期临床	2022/6/8	I/II期临床	2022/6/8
HYP-2090PTSA	汇宇制药	I/II期临床:实体瘤 I期临床:非小细胞肺癌;胰腺癌;结直肠癌	I/II期临床	2023/11/16	临床前	/
SY-5933	首药控股	I/II期临床:实体瘤;非小细胞肺癌;胰腺癌;结直肠癌 I期临床:肝癌 申报临床:癌症	I/II期临床	2025/4/28	临床前	/
HJ891	首药控股	III期临床:非鳞状非小细胞肺癌 II期临床:非小细胞肺癌 I期临床:实体瘤	III期临床	2024/1/8	临床前	/
HS-10370	翰森制药	I/II期临床:非小细胞肺癌 I期临床:实体瘤;结直肠癌	I/II期临床	2022/3/28	临床前	/
GH35	勤浩医药	II期临床:非小细胞肺癌;胰腺癌;结直肠癌 I期临床:实体瘤	II期临床	2022/9/19	临床前	/
HRS-7058	恒瑞医药	II期临床:实体瘤	II期临床	2025/4/8	临床前	/
ZG19018	泽璟制药	I/II期临床:实体瘤;非小细胞肺癌;结直肠癌	I/II期临床	2022/2/15	临床前	/

资料来源：医药魔方，华金证券研究所

### (3) KRAS G12D 抑制剂竞争格局

虽然 KRAS G12D 突变较 G12C 在恶性肿瘤中更为常见，由于 KRAS G12D 突变密码子为天冬氨酸，缺乏像天冬氨酸编码的 G12C 那样的“抓手”，加之 G12D 突变体内源性 GTP 水解

酶活性低，因此像 KRAS G12C 抑制剂一样通过共价修饰把分子锁死在 GTP 状态的开发形式，对 KRAS G12D 抑制剂开发非常具有挑战性，全球研发进展显著慢于 KRAS G12C。

医药魔方数据库显示，全球目前共有 33 款 KRAS G12D 抑制剂进入临床阶段，部分已进入临床 II 期，还有不少正在开发的临床前分子。其中劲方医药的 GFH375 和恒瑞医药的 HRS-4642 进展最快，国内研发已经入临床 III 期。

表 3：全球在研的部分 KRAS G12D 管线

药物名称	适应症	最新状态	公司	治疗策略	治疗方案	给药方式	疗效及安全性	国家/地区	首次药物发布日期
AZD0022	晚期实体瘤、NSCLC、PDAC、CRC	1/2a期	AZ	单药或联合Cetuximab	2L+	口服	/	美国、中国	2024年9月19日
DN022150	晚期实体瘤	1/2a期	DENOYO	单药	2L+	注射	/	中国	2024年8月2日
RNK08954	晚期实体瘤	1/2期	RanokTherapeutics	单药	2L+	口服	/	美国、中国	2024年10月8日
GDC-7035	晚期或转移性实体瘤	1/2期	Genentech	单药或联合其他药物	/	/	/	/	2024年10月1日
GFH375/V57375	转移性胰腺癌	2期	劲方医药/Verastem	单药	2L+	口服	所有pts: ORR为38%, DCR为90%, TRAE (≥3级) 发生率为29%, SAE发生率为15.6%, TEAE (中斯) 发生率为21%/PDAC: ORR为52%, DCR为100%/NSCLC: ) RR为42%, DCR为83%	中国	2024年7月1日
	晚期实体瘤	1/2期			/			美国	2025年6月13日
HRS-4642	PDAC	2期	恒瑞	联合Adebrelimab或SHR-A1921	/	注射	/	中国	2024年9月19日
	晚期实体瘤	1/2期		联合Adebrelimab或SHR-A1921	/		NSCLC: DCR为90.0%; 全体患者: DCR为77.8%, TRAE (≥3级) 发生率为33.3%		2024年4月26日
HRS-6093	晚期实体瘤	1期	恒瑞	单药	2L+	口服	/	中国	2025年8月21日
TSN1611	晚期实体瘤	1/2期	Tyligand	单药	1L+	口服	ORR 为25%; DCR为67% (600-800mg, BID)	美国	2024年4月26日
HBW-012336	晚期实体瘤	1/2期	Hyperway	单药	2L+	口服	/	中国	2025年6月18日
HS-10529	晚期实体瘤	1期	Hansoh	单药	/	口服	/	中国	2023年5月6日
LY3962673	晚期实体瘤	1期	礼来	单药或联合Cetuximab及化疗	2L+	口服	/	美国	2024年9月19日
QTX3046	晚期实体瘤	1期	Quanta Therapeutics	单药或联合Cetuximab	2L+	口服	/	美国	2024年5月24日
QLC1101	晚期实体瘤	1期	齐鲁制药	单药	1L+	口服	/	中国	2024年5月8日
	不可切除或转移性实体瘤	1/2b期		联合QL1203/QL2107/QL1706/docetaxel	/	口服	/	中国	2025年5月21日
AST2169	晚期实体瘤	1期	艾力斯制药	单药	1L+	注射	/	中国	2024年4月2日
INCB161734	晚期或转移性实体瘤	1期	Incyte Corporation	单药或联合其他抗癌疗法	1L+	口服	/	澳大利亚、美国、比利时、加拿大、法国、意大利、西班牙	2023年12月21日
INCB186748	晚期或转移性实体瘤、PDAC、CRC	1期	Incyte Corporation	联合cetuximab/GEMNabP/mFOLFIRINOX	2L+	/	/	美国	2025年2月10日
RMC-9805	晚期实体瘤	1期	Revolution Medicines	单药及联合RMC-6236	2L+	口服	NSCLC: ORR为61%, DCR为89%	美国	2023年9月15日

资料来源：劲方医药招股书，药品审评中心，ClinicalTrials.gov，弗若斯特沙利文，华金证券研究所

#### (4) Pan- (K) RAS 抑制剂竞争格局

Pan- (K) RAS 有临床范围更广、解决耐药性问题等优点，是 RAS 抑制剂领域最有商业前景的领域，相较于单一突变抑制剂，Pan- (K) RAS 有望成为胰腺癌、结直肠癌等多突变驱动癌种的核心治疗选择。受制于开发难度（口服可药性等）和潜在毒性（KRAS 与 HRAS/NRAS 结构高度同源，如何在抑制突变 KRAS 的同时避免野生型 RAS 和其他家族成员的毒性），目前大多数泛 KRAS 抑制剂仍处于临床前或早期临床阶段，疗效和安全性尚未得到充分验证。其中，Revolution 的 RMC-6236 和加科思的 JAB-23E73 分别进展较快，分别代表了泛 RAS 抑制剂和泛 KRAS 抑制剂；在学术界，是以 RMC-6236 分子为代表的 Pan-RAS 分子胶抑制剂更好还是以新一代 Pan-KRAS 小分子抑制剂更好暂无确切定论。

表 4：全球在研的部分 P- (K) RAS 管线

药品名称	研发公司	适应症	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期	美国最高研发阶段	美国最高研发阶段开始日期	作用机制
RMC-6236	Revolution Medicines	III期临床:非小细胞肺癌;胰腺导管癌 I/II期临床:结直肠癌;消化道癌症	临床前	/	III期临床	2024/10/3	非共价、泛RAS (ON) 抑制剂
JAB-23E73	加科思	I/II期临床:实体瘤 I期临床:胰腺导管癌 临床前:非小细胞肺癌;胰腺癌;结直肠癌	I/II期临床	2024/11/11	I/II期临床	2025/5/15	非共价、Pan-KRAS抑制剂
LY4066434	Lilly	I期临床:实体瘤	临床前	/	I期临床	2024/9/23	非共价、Pan-KRAS抑制剂
BI-2865	Boehringer Ingelheim	临床前:癌症	临床前	/	临床前	/	非共价、Pan-KRAS抑制剂
BGB-53038	百济神州	I期临床:实体瘤;胃癌;食管癌;结直肠癌;胰腺导管癌;胃食管交界处癌;非鳞状非小细胞肺癌 临床前:肺癌;消化道癌症	I期临床	2024/9/5	I期临床	2024/9/5	非共价、Pan-KRAS抑制剂
PF-07934040	Pfizer	I期临床:非小细胞肺癌;结直肠癌;胰腺导管癌 申报临床:实体瘤	I期临床	2024/8/1	I期临床	2024/6/7	非共价、Pan-KRAS抑制剂
QTX-3034	Quanta Therapeutics	I期临床:实体瘤 临床前:癌症	临床前	/	I期临床	2024/1/26	非共价、Pan-KRAS抑制剂
AN-9025	阿诺医药	I期临床:实体瘤;非小细胞肺癌;胰腺癌;黑色素瘤;结直肠癌;胆道癌 临床前:肺癌	申报临床	2025/12/11	I期临床	2025/11/26	非共价、泛RAS (ON) 抑制剂
BBO-11818	BridgeBio Pharma	I期临床:实体瘤;非小细胞肺癌;结直肠癌;胰腺导管癌 临床前:癌症	临床前	/	I期临床	2025/4/8	非共价、Pan-KRAS抑制剂
SGR-4174	Schrodinger	临床前:肿瘤	临床前	/	临床前	/	SOS1-KRAS复合物抑制剂
HEC211909	东阳光药	临床前:肿瘤	临床前	/	临床前	/	非共价、Pan-KRAS抑制剂
HJ-099	华健未来	临床前:肿瘤	临床前	/	临床前	/	非共价、泛KRAS (ON) 抑制剂
ADT-1004	ADT Pharma	临床前:胰腺导管癌	临床前	/	临床前	/	可逆性、泛RAS抑制剂

资料来源: 医药魔方, 华金证券研究所

### Pan-Ras 分子胶抑制剂: RMC-6236 (Revolution)

分子胶 RMC-6236 提供了一种作用机制完全不同的治疗思路, 作为全球首个靶向 RAS 活性态的三元复合体抑制剂, 其通过创新性地与亲环蛋白 A 结合形成稳定复合物, 成功阻断了多种 RAS 突变体 (包括 G12C、G12D、G12V 等) 的信号传导。这种突破性机制使得该药物在治疗 RAS 突变胰腺癌患者中展现出显著疗效, 临床数据显示其 NSCLC 2L 治疗的中位无进展生存期达 9.8 个月, 总生存期延长至 17.7 个月, 为这类难治性肿瘤患者带来了新的希望。

表 5: RMC-6236 的临床试验情况

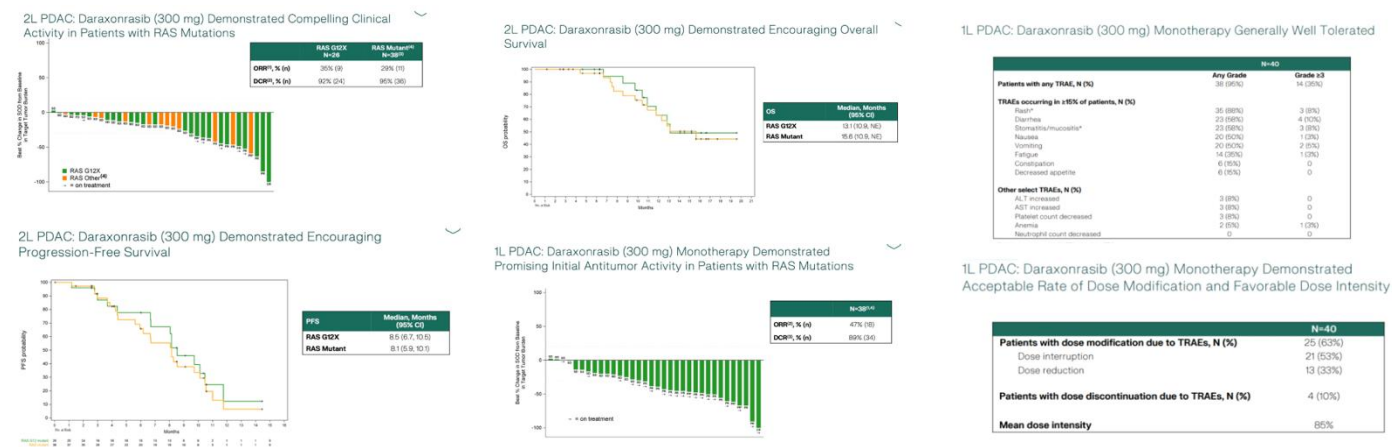
药品名称	适应症	最新状态	公司	治疗策略	治疗方案	给药方式	疗效及安全性	国家/地区	首次发布日期
RMC-6236	转移性 PDAC	3期	Revolution Medicines	单药	2L+	口服	见下文	美国、欧洲、日本、波多黎各	2024年10月3日
	局部晚期或转移性 RAS 突变 NSCLC	3期		单药	2L+		/	美国、波多黎各	2025年3月18日
	胃肠道实体瘤	1/2期		联合 SOC 或新型药剂	NA		/	美国、欧洲	2024年6月6日
	RAS 突变 NSCLC	1/2期		联合 pembrolizumab 含或化疗	2L+		/	美国、欧洲	2023年12月8日
	晚期 KARS G12C 突变实体瘤	1期		联合 RMC-6291	2L+		/	美国、欧洲、波多黎各	2023年11月13日
	RAS 突变晚期实体瘤	1期		单药	2L+		PDAC 2L 治疗 (每日 300mg) 的 KRAS G12X 突变: mPFS 为 8.8m, OS 为 100%。 NSCLC 2L 治疗 (每日 120-220mg) 的 KRAS G12X 突变: mPFS 为 9.8m, mOS 为 17.7m。2L 治疗 (每日 300mg) 的任何 RAS 突变: mPFS 为 8.5m, OS 为 97%	美国	2022年5月18日

资料来源: 劲方医药招股书, 药品审评中心, ClinicalTrials.gov, 弗若斯特沙利文, 华金证券研究所

分子胶抑制剂的开发以美国 Revolution Medicines 公司的 RMC-6236 为代表, 目前正在胰腺癌和晚期非小细胞肺癌进行临床 III 期试验, 2025 年 7 月 FDA 授予其突破性疗法认定。2025 年 9 月 10 日, Revolution 公布了其 RMC-6236 一项 I 期临床试验的关键最新进展, 重点介绍 RMC-6236 在转移性胰腺导管腺癌 (PDAC) 患者中的新数据, 包括二线患者的长期随访结果, 以及一线患者的单药和联合化疗初步数据。

从公布的数据看，RMC-6236 在 83 名 RAS 突变 PDAC 患者二线治疗中的 IRR 和 DCR 分别为 35%和 29%(与 I 期临床相差不大);DCR 分别为 92%和 95%;mPFS 分别为 8.5m 和 8.1m; mOS 分别为 13.1m 和 15.6m。在符合一线转移性 PDAC 定义的 38 例患者中，ORR 为 47%，DCR 为 89%；一线单药 RMC-6236 的安全性特征总体与 2L 治疗时一致，平均剂量强度为 85%，副作用较为显著，且具有 10%的停药率。

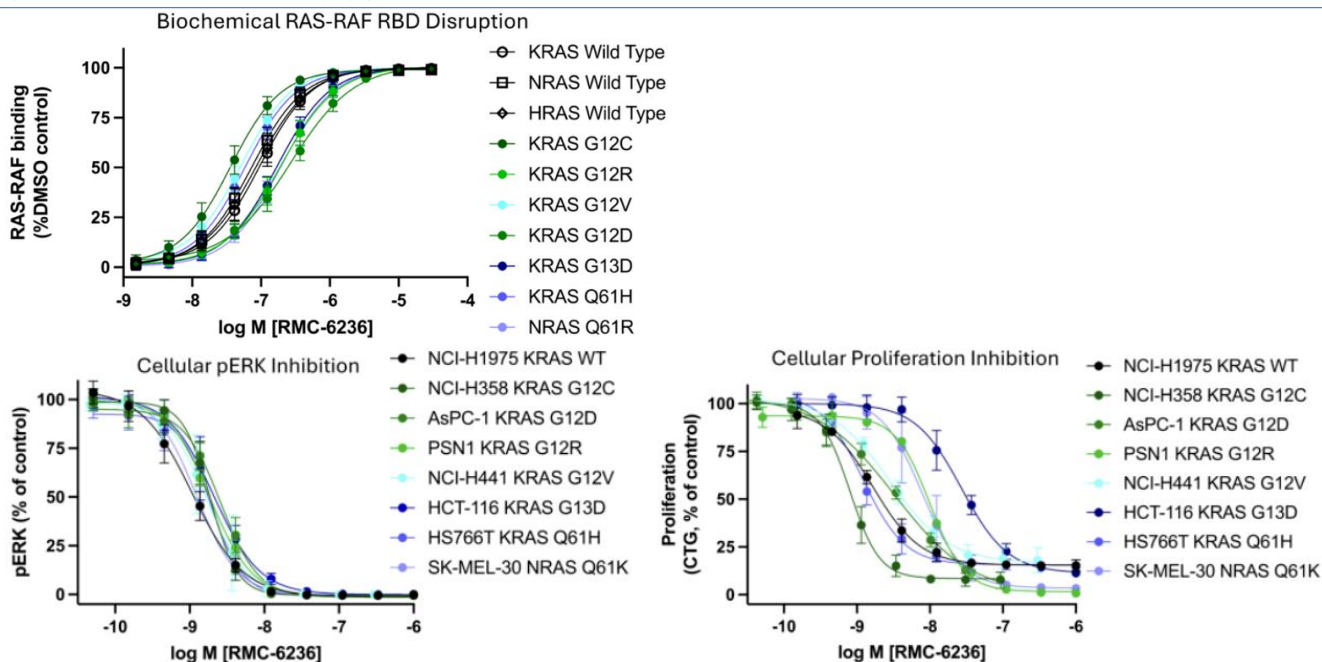
表 6: RMC-6236 的临床试验情况



资料来源: Revolution Medicines, 华金证券研究所

对于野生型 KRAS、NRAS 和 HRAS 与 RAF RBD (结合结构域) 的结合，RMC-6236 的抑制效力几乎相同，对不同 RAS 突变体的效力差异则约 10 倍，其中对 G12C 突变体的效力最强 (IC50=35nM)，对 G12D 突变体的效力最弱 (IC50=229nM)。在多种 RAS 变异细胞系中，RMC-6236 显著抑制了 pERK (RAS 激活的标志物) 水平和细胞增殖 (pERK 抑制: EC50=1.08-2.61nM; 细胞增殖抑制: EC50=0.80-27.1nM)，表现出高效力与广谱性。

表 7: RMC-6236 的生化和细胞活性



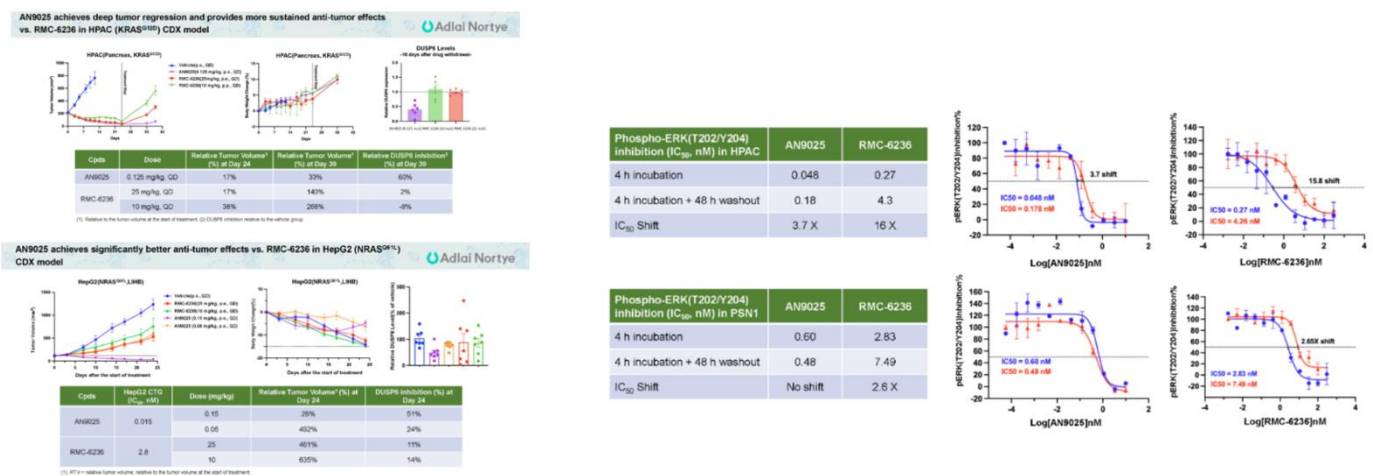
资料来源: TSS 转化医学谱, doi/10.1021/acs.jmedchem.4c02314, 华金证券研究所

### Pan-Ras 分子胶抑制剂：AN-9025（阿诺医药）

2025 年 12 月 29 日，奥赛康药业公告与杭州阿诺生物医药签署合作协议，获得 AN-9025 在中国（包括大陆及港澳）的开发、生产和商业化独占权益；奥赛康向阿诺医药支付 3500 万元的首付款，不超过 4.7 亿的开发里程碑、不超过 11.28 亿元的销售里程碑。以及基于中国的年度销售净额的梯度特许权使用费。

临床前数据显示，AN-9025 可有效抑制多种 RAS 突变，与同为 Pan-Ras 分子胶抑制剂 RMC-6236 的对比下，其 IC50 显著低于后者，在肺癌、胰腺癌和结直肠癌等多种模型中均显示了显著且持久的抑瘤效果。目前，AN-9025 已完成中美 IND 申报，并获得美国 FDA 的临床试验批准，即将进入临床。

表 8: AN-9025 部分临床前数据



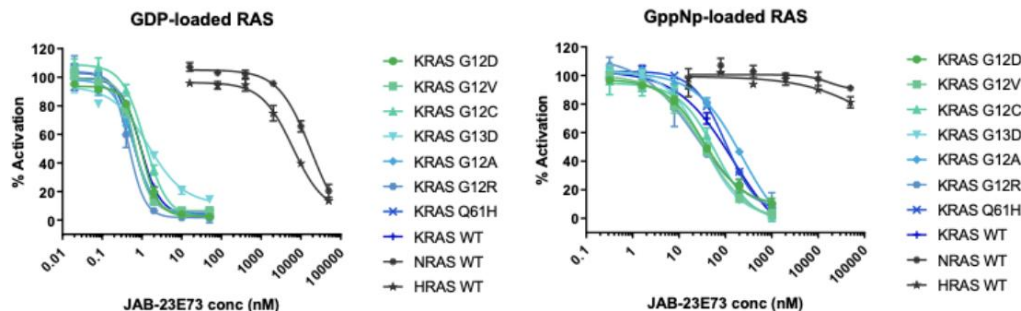
资料来源：阿诺医药，华金证券研究所

### Pan-KRAS 小分子抑制剂：JAB-23E73（加科思）

2025 年 12 月 21 日，加科思发布公告，宣布与阿斯利康就泛 KRAS 抑制剂 JAB-23E73 达成全球独家许可协议，加科思获得 1 亿美元首付款，潜在里程碑付款达 19.15 亿美元，外加海外净销售额的分级特许权使用费。目前，JAB-23E73 针对携带 KRAS 基因变异的晚期实体瘤患者的 I 期临床试验目前已在中美开展(NCT06959615, NCT06973564)。未来将逐步拓展适应症至胰腺癌（PDAC）、非小细胞肺癌（NSCLC）、结直肠癌（CRC）等 KRAS 突变相关实体瘤。

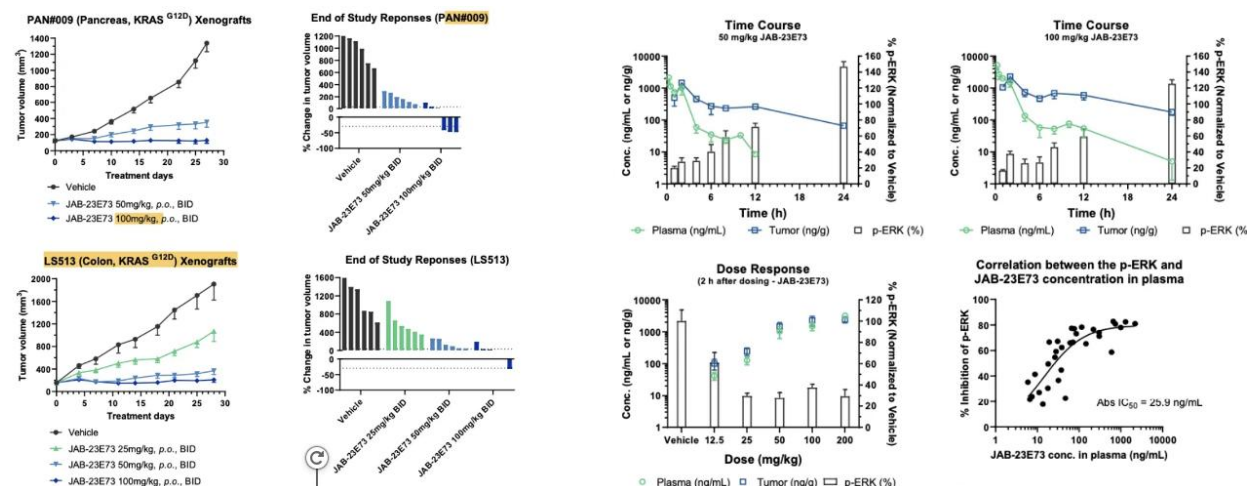
2025 年 10 月，加科思药业在 2025AACR 大会上，首次对外展示了其自主研发的口服泛 KRAS 抑制剂 JAB-23E73 的临床前研究成果，对 KRAS12C 的抑制效果最好，但对 KRAS12D 和 KRAS G12V 的差异性较大，同时对 WT 没有选择性；在多种携带 KRAS 驱动突变或扩增的肿瘤模型中表现出显著的抗肿瘤活性，能诱导肿瘤消退，且动物耐受性良好。虽然临床前和 RMC-6236 在 PAN009 模型上对比效果稍差，但从披露的临床早期安全性数据看，JAB-23E73 皮肤毒性（如皮疹）发生率约为 10%，可通过外用药物管理，对患者生活质量影响较小；相比之下，同赛道其他药物（如 RMX-6236）的皮肤毒性发生率高达近 90%，且 3 级及以上严重皮疹占比约 8%，对患者生活影响显著，这可能源于 JAB-23E73 对 KRAS 的高选择性以及其更偏向 KRAS（OFF）的机理，因而保护了正常皮肤细胞。

表 9: JAB-23E73 的 Biochemical Activities



资料来源: 加科思, 华金证券研究所

表 10: JAB-23E73 的临床前数据



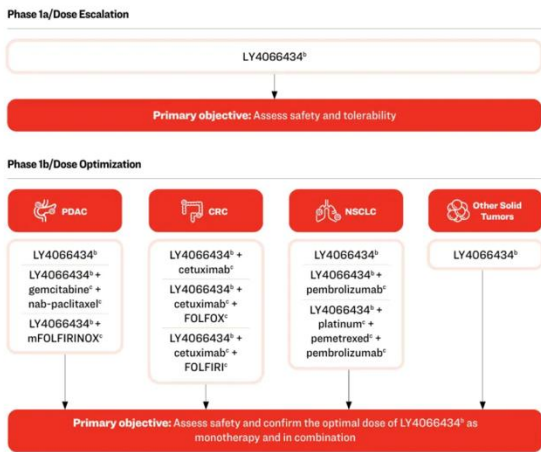
资料来源: 加科思, 华金证券研究所

### Pan-KRAS 小分子抑制剂: LY-4066434 (Lilly)

LY-4066434 是由礼来研发的一种口服、非共价、泛 KRAS 抑制剂, 包括但不限于 KRAS G12D、G12V、G12C、G13D、G12A 和 G12S, 同时也能抑制野生型 KRAS, 但不影响 HRAS 和 NRAS。LY4066434 目前正在进行一项剂量递增阶段 (1a 期) / 剂量优化阶段 (1b 期) 临床试验 (NCT06607185), 该试验在美国和日本开展, 旨在研究 LY4066434 的安全性和有效性。该试验还包括 LY4066434 与标准抗癌药物 (如 EGFR 单抗、化疗、PD-1 抗体等) 联合使用的方案。

从 2025 年其在 ACCR 披露的数据看, LY-4066434 在 KRAS 驱动的 NSCLC、胰腺癌、结直肠癌和胃癌 PDX 模型中显示出强大的抗肿瘤活性, 范围从显著的肿瘤生长抑制到强烈的消退。此外, LY4066434 与西妥昔单抗联合使用时, 在具有各种 KRAS 突变的 NSCLC、胰腺癌和结直肠癌的 PDX 模型中显示出增强的抗肿瘤活性。

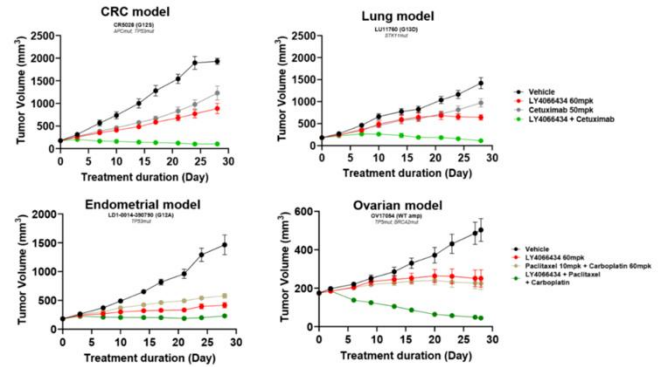
图 11: LY-4066434 的临床 I 期方案



资料来源: BioPlus, AACR, 华金证券研究所

图 12: LY-4066434 的 ACCR 数据

Fig 3. Anti-tumor activity of LY4066434 is enhanced in combination with cetuximab and standard of care treatments in KRAS mutant PDX models



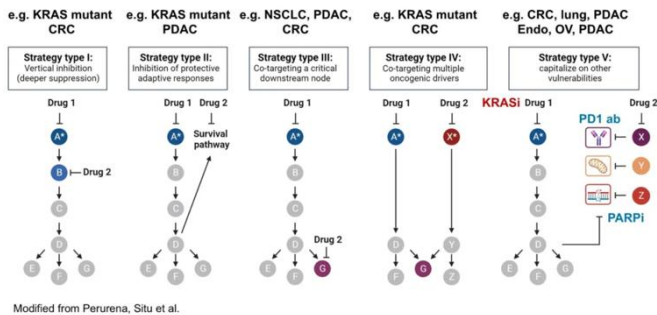
资料来源: BioPlus, AACR, 华金证券研究所

### (5) RAS 小分子抑制剂联合化疗 (或 ADC) 成趋势

开发将 RAS 抑制剂与其他靶向药物、免疫疗法或化疗相结合的治疗法是癌症治疗的一大趋势,旨在提高治疗效果,最大限度降低产生耐药的可能。针对 KRAS 突变肿瘤的药物联用策略,包括: 1) 通过垂直抑制实现更深层次的抑制(如 KRASi+SHP2i, 戈来雷塞+AST24082; KRASi+MEK/ERKi, sotorasib+trametinib); 2) 抑制保护性适应性反应通路; 3) 共同靶向关键的下游节点; 4) 共同靶向多个致癌驱动因子(如 KRASi/SHP2i+AKT/mTORi, batoprotafib+ipatasertib); 5) 通过 KRAS 抑制剂与 PD1 抗体、PARP 抑制剂等的联合使用(如 KRASi+PD-1/PD-L1i, elironrasib+pembrolizumab)。此外, KRAS 抑制剂可以通过联合传统化疗实现广谱杀伤+精准打击,例如 KRASi+铂类化疗(sotorasib+卡铂/培美曲塞)等。每种策略都针对不同的治疗目标和生物学机制,以期实现更有效的癌症治疗。

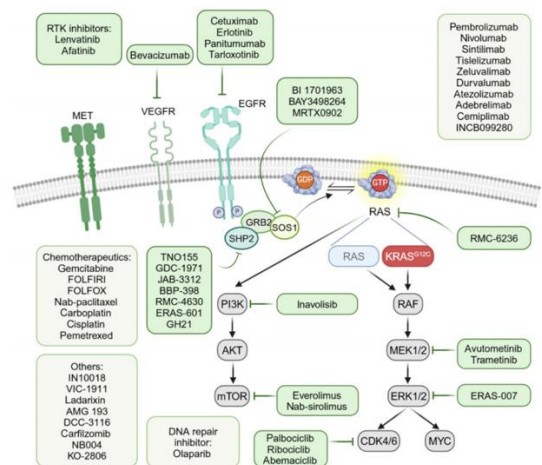
选择何种联合策略,需要根据癌症类型、具体的 KRAS 突变亚型、患者的整体情况以及潜在的生物标志物来综合判断。未来的趋势是个体化治疗。研究人员正尝试利用蛋白降解技术(如 PROTACs)来直接降解突变 KRAS 蛋白,以及开发针对不同 KRAS 突变亚型的个体化 mRNA 疫苗等,旨在实现更精准、长效的疾病控制。

图 13: 针对 KRAS 突变肿瘤的药物联用策略



资料来源: BioPlus, ASCO, 华金证券研究所

图 14: 针对 KRAS 抑制剂潜在增敏剂和药物组合的研究

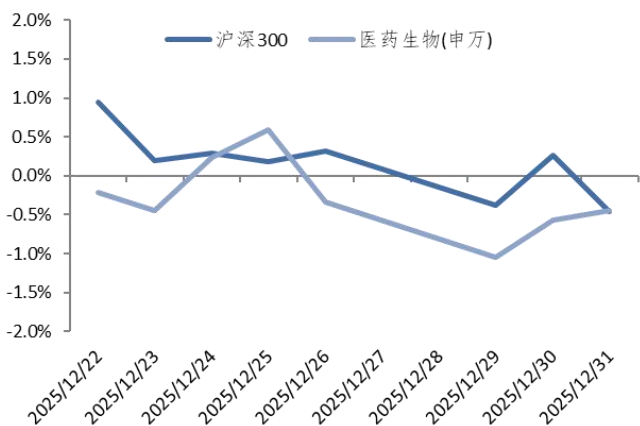


资料来源: ASCO, 精准药物, 华金证券研究所

## 二、医药行业行情回顾

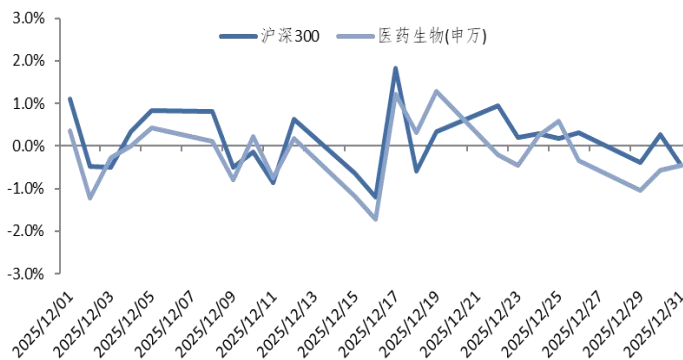
近两周申万医药指数下跌 2.23%，跑输沪深 300 指数 3.58pp；本月申万医药指数下跌 4.1%，跑输沪深 300 指数 6.38pp。

图 15：近两周申万医药指数和沪深 300 指数走势图



资料来源：Wind，华金证券研究所

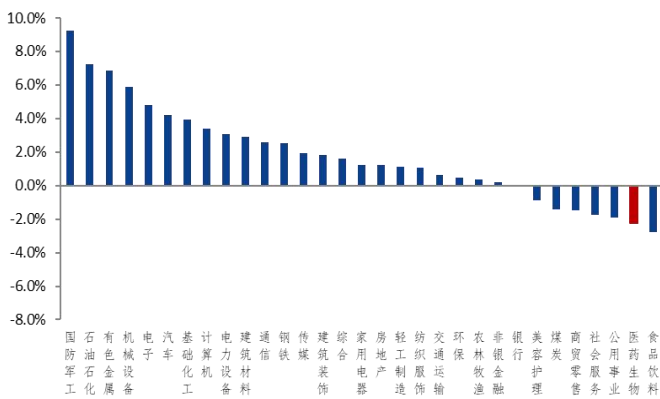
图 16：上月至今申万医药指数和沪深 300 指数走势图



资料来源：Wind，华金证券研究所

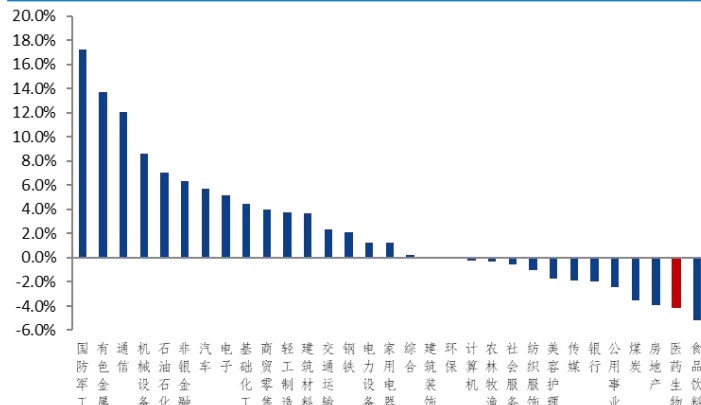
近两周申万医药指数在 31 个一级行业中排名第 30 位，本月申万医药指数在 31 个一级行业中排名第 30 位，处于下游水平。

图 17：近两周申万一级行业涨跌幅排序



资料来源：Wind，华金证券研究所

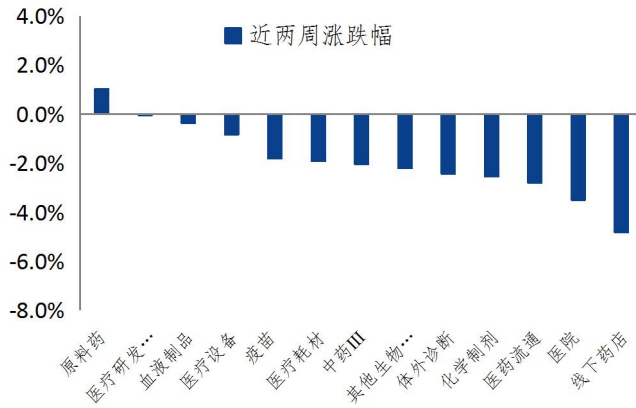
图 18：本月申万一级行业涨跌幅排序



资料来源：Wind，华金证券研究所

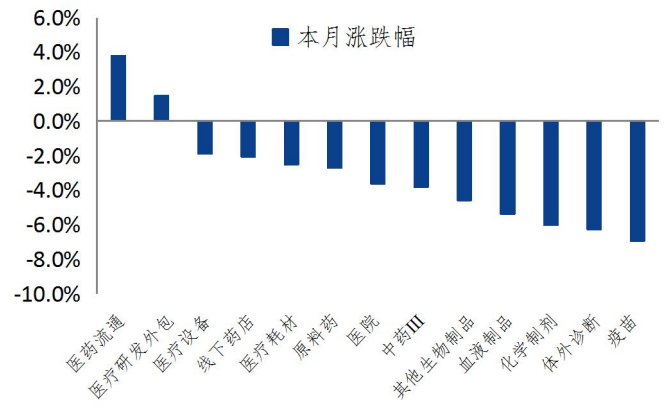
从子板块来看，原料药、血液制品、医疗研发外包表现靠前，近两周变动分别为 0.91%、-0.92%、-0.95%；线下药店、医药流通、医院表现靠后，近两周变动分别为 -5.35%、-3.9%、-3.65%。

图 19: 近两周医药行业子板块涨跌幅排序



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 本月医药行业子板块涨跌幅排序



资料来源: Wind, 华金证券研究所

从个股来看, 近两周涨幅前五的公司为宏源药业、鹭燕医药、麦澜德、万邦德、多瑞医药; 跌幅前五的公司为\*ST长药、ST百灵、漱玉平民、华人健康、海王生物。

表 11: 本月涨跌幅榜前 15 家上市公司

序号	公司	市值(亿元)	子板块	近两周涨跌幅	公司	市值(亿元)	子板块	本月涨跌幅
<b>涨幅榜前 15 家上市公司</b>								
1	宏源药业	100	原料药	48.28%	鹭燕医药	82	医药流通	118.80%
2	鹭燕医药	82	医药流通	38.52%	康众医疗	38	医疗设备	36.57%
3	麦澜德	43	医疗设备	18.97%	宏源药业	100	原料药	34.05%
4	万邦德	85	中药III	17.75%	翔宇医疗	97	医疗设备	29.44%
5	多瑞医药	48	化学制剂	17.23%	昭衍新药	262	医药研发外包	25.35%
6	奥锐特	102	原料药	12.58%	多瑞医药	48	化学制剂	25.23%
7	翔宇医疗	97	医疗设备	12.02%	华康洁净	40	医疗设备	23.64%
8	美好医疗	137	医疗设备	9.87%	艾迪药业	69	其他生物制品	21.68%
9	科源制药	32	原料药	9.29%	百花医药	47	医药研发外包	21.07%
10	康芝药业	55	化学制剂	9.17%	麦澜德	43	医疗设备	19.04%
11	泰格医药	488	医药研发外包	8.95%	华人健康	74	线下药店	15.93%
12	艾迪药业	69	其他生物制品	8.50%	苑东生物	109	化学制剂	14.24%
13	普蕊斯	41	医药研发外包	8.44%	美好医疗	137	医疗设备	13.71%
14	百花医药	47	医药研发外包	8.03%	普蕊斯	41	医药研发外包	13.08%
15	富祥药业	81	原料药	7.93%	亚虹医药-U	66	化学制剂	13.06%
<b>跌幅榜前 15 家上市公司</b>								
1	*ST长药	3	中药III	-37.41%	*ST长药	3	中药III	-62.50%
2	ST百灵	61	中药III	-22.74%	一品红	152	化学制剂	-33.80%
3	漱玉平民	60	线下药店	-20.70%	金迪克	25	疫苗	-26.17%
4	华人健康	74	线下药店	-19.62%	广济药业	24	原料药	-25.05%
5	海王生物	91	医药流通	-18.20%	ST百灵	61	中药III	-23.55%
6	合富中国	97	医药流通	-16.15%	浩欧博	98	体外诊断	-23.06%
7	重药控股	101	医药流通	-14.91%	特一药业	56	中药III	-22.56%
8	浩欧博	98	体外诊断	-14.60%	荣昌生物	439	其他生物制品	-21.98%
9	ST葫芦娃	30	中药III	-14.19%	诺诚健华-U	362	化学制剂	-21.17%
10	向日葵	79	化学制剂	-13.90%	众生药业	161	中药III	-20.75%

序号	公司	市值(亿元)	子板块	近两周涨跌幅	公司	市值(亿元)	子板块	本月涨跌幅
11	美年健康	207	医院	-13.01%	*ST 景峰	63	化学制剂	-20.73%
12	信立泰	552	化学制剂	-12.11%	百奥赛图	235	医疗研发外包	-20.06%
13	前沿生物-U	68	化学制剂	-11.61%	信立泰	552	化学制剂	-19.89%
14	嘉应制药	36	中药III	-11.35%	亨迪药业	51	原料药	-19.55%
15	英科医疗	255	医疗耗材	-10.90%	金石亚药	41	化学制剂	-19.25%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 三、医药：行业资讯及公告梳理

#### 政策相关

【高端医疗器械优先审评】2025年12月26日，国家药监局《关于发布优先审批高端医疗器械目录（2025版）》的通告，对《目录》中植入式脑机接口、经导管三尖瓣置换或修复系统、超高场磁共振成像设备等医疗器械注册申请按照《医疗器械注册与备案管理办法》第七十三条第（三）项情形实施优先审批。

#### 临床进展

【海思科】公司创新药 HSK44459 片新增适应症获得《药物临床试验批准通知书》，同意本品开展临床试验。

【默沙东】中国国家药监局药品审评中心（CDE）官网近日公示，默沙东（MSD）申报的贝组替凡片拟被纳入优先审评，适应症为：治疗局部晚期、不可切除或转移性嗜铬细胞瘤或副神经节瘤（PPGL）成人和12岁及以上青少年患者。（来源：医药观澜）

【和黄医药】12月30日，和黄医药宣布，赛沃替尼（savolitinib）用于经过至少2种治疗后失败的MET基因扩增的局部晚期或转移性胃癌或胃食道连接部腺癌成人患者的新药上市申请已获中国国家药品监督管理局（NMPA）受理，并获纳入优先审评。（来源：医药观澜）

【康宁杰瑞】12月29日，康宁杰瑞宣布，公司自主研发的HER2双特异性抗体偶联药物（ADC）与PD-L1免疫检查点抑制剂的高浓度皮下注射复方制剂JSKN033，一项联合铂类化疗（联合或不联合贝伐珠单抗）用于一线治疗晚期宫颈癌的2期临床试验（研究编号：JSKN033-202）申请已获中国国家药品监督管理局（NMPA）药品审评中心（CDE）受理。（来源：医药观澜）

【迈威生物】12月30日，迈威生物宣布其自主研发的抗IL-11单抗创新药（研发代号：9MW3811）针对病理性瘢痕的2期临床试验于近日完成首例患者给药。（来源：医药观澜）

【瀚微生物】12月29日，瀚微生物宣布，公司自主研发的创新型活菌药物IBNI617肠溶胶囊的临床试验申请已正式获得中国NMPA药品审评中心（CDE）批准，针对适应症为抑郁症。这是

一款基于肠-脑轴的作用机制治疗抑郁症的活菌新药，此前已获美国 FDA 临床试验许可。（来源：医药观澜）

【科济药业】12月29日，科济药业宣布已向中国国家药品监督管理局（NMPA）提交通用型 BCMA CAR-T 产品 CT0596 的两项新药临床试验（IND）申请，以分别启动治疗复发/难治性多发性骨髓瘤（R/RMM）及原发性浆细胞白血病（pPCL）的 1b/2 期临床试验。（来源：医药观澜）

## 产品获批情况

【普门科技】12月27日，公司公告新产品叶酸测定试剂盒（电化学发光法）收到广东省药品监督管理局颁发的《中华人民共和国医疗器械注册证（体外诊断试剂）》。

【微创机器人】公司自主研发的支气管镜手术机器人独道®UniPath™ 电子支气管镜手术导航系统正式获得国家药品管理局（「NMPA」）批准。

## 其他

【瑞博生物】公司于 2025 年 12 月 31 日正式启动招股，招股日期为 2025 年 12 月 31 日至 2026 年 1 月 6 日，并预计于 2026 年 1 月 9 日在港交所挂牌上市。本次 IPO 拟发行 2748.74 万股 H 股，中国香港发售股份 274.88 万股，国际发售股份 2473.86 万股（以上可予重新分配及视乎发售量调整权及超额配股权行使与否而定）。计划每股发售价 57.97 港元。

## 四、风险提示

**研发失败与进展不及预期风险：**KRAS G12D、Pan-KRAS 抑制剂等处于临床中早期阶段，其疗效和安全性尚未得到充分验证，存在临床试验失败或结果不及预期的风险。

**市场竞争加剧风险：**KRAS G12C 赛道已较为拥挤，未来可能面临价格压力。即使在新兴靶点，若多家公司产品同时成功上市，也可能导致市场竞争加剧，影响单个药物的商业回报。

**政策与支付环境变化风险：**药品定价和医保报销政策对创新药的商业化至关重要。国内医保谈判动态、带量采购等政策可能影响产品的定价和市场渗透速度。国际贸易政策变化也可能影响海外市场的拓展。

**数据披露不及预期风险。**

**知识产权纠纷风险等。**

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于 -10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

刘颖然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)