

产业研究周报 | 医药



从 Owkin 到未来医院，
多模态数据金矿待掘；
中报落定，创新药与
CXO 成长强劲

分析师：赵海春

SAC:S1130514100001
zhaohc@gjzq.com.cn

分析师：甘坛焕

SAC:S1130525060003

分析师及联系人

核心要点

产业前沿

①2026年9月2日，Owkin再次与MNC达成授权合作，其多模态患者数据及其可调用能力正在成为AI制药平台进入药企研发体系的关键入口。国内医疗落地也在进行中（具体详见正文）。我们认为，未来竞争的关键，将是谁能在合规条件下连接跨医院多模态数据，并将其转化为药企持续付费的研发产出。②9月4日，诺华宣布其Lp(a)抑制剂pelacarsen的III期研究未达到主要终点。慢病领域市场大而临床验证难，后续竞品数据值得跟踪。③8月31日，美国白宫宣布与百济神州、阿斯泰来、优时比等9家制药企业达成MFN（最惠国定价）协议，签约药企总数增至26家，覆盖美国约89%的品牌药市场。至此，美国成熟药品面临IRA（通胀削减法案）与MFN两条并行降价机制的压力。④9月4日，港股金斯瑞宣布拟分拆蓬勃，CDMO赛道值得关注。

资本风向

①美国Tarsus制药，并购Alkeus落地，周涨幅27%。此类从兽药到人眼科平台跨赛道转型的个例，或可为诸多处于赛道转型或扩展困惑的传统药企提供启示。②9月7日，港股16家医药医疗个股新增入港股通，龙头与独特赛道领先者值得关注。③中报发布完毕，我们详细分析全球与中国Top100市值医药医疗个股，中美头部药企估值已经相近，上游CXO与创新药表现强劲。

本周观点

我们认为，有三点值得投资者与行业企业关注：①美国市场双轨压价对成熟品种销售空间的挤压，叠加专利悬崖，加剧创新资产的稀缺性；②中国创新药由零星出海迈向常态化全球BD交易，提升潜在BIC管线的估值与价值兑现预期；③包括AI在内的科技进步持续推进前沿创新与产业生态重构，提升上游订单增长预期与创新产出预期。基于此，我们继续看好的排序是：拥有丰富BD潜力管线的创新药龙头、核心管线处于全球前三梯队的稀缺赛道企业，以及受益于AI制药产业链扩张的上游CXO。

内容目录

一、产业前沿	3
数智驱动：从 Tempus、Owkin 到未来医院，医疗数据要素金矿待掘 ..	3
前沿风向：Pelacarsen 翻车，Lp(a) 抑制策略需要新数据	7
监管动态：IRA 之后，MFN 覆盖 89% 品牌药，美国老药降价进入双轨 ..	9
产业链：金斯瑞拟拆蓬勃，AI 制药瓶颈移至湿实验，CDMO 需求上升	11
二、资本风向	12
他山之石：Alkeus 落袋，Tarsus 周涨 27%，兽药到人眼药平台转型	13
港股通新增 16 家：创新药，关注复宏汉霖、和铂医药与天辰生物 ..	14
中报拆解：中美估值相近，上游 CXO 与创新药增势强劲	17
三、本周观点	20
中报之后，看丰富管线、稀缺领先创新与 AI4S 相关 CXO 成长确定性	20
四、产业链数据更新	21
风险提示	23

图表目录

图表 1：Owkin 与 6 家全球大药企的合作	5
图表 2：Owkin 与 BI 此次合作的进阶	5
图表 3：三项 Lp(a) 龙头药物 III 期临床方案对比	8
图表 4：美国政府药价干预双轨演进	10
图表 5：一图尽览：港股通新增 16 家医药医疗公司业绩、市值与亮点	17

图表 6: 全球医药医疗市值 Top100 个股 26Q3 以来涨幅分布	18
图表 7: 全球医药医疗市值 Top100 个股的年化 PE/PS 和最新市值（亿美元）	19
图表 8: 中国医药医疗市值 Top100 个股的年化 PE/PS 和最新市值（亿元）	19..
图表 9: 26/07-26/09 月国内创新药获批上市情况.....	21
图表 10: 26/07-26/09 月国内创新药申报上市情况.....	22
图表 11: 26/07-26/09 月创新药跨国交易情况.....	23

一、产业前沿

数智驱动：从 Tempus、Owkin 到未来医院，医疗数据要素金矿待掘

2026 年 9 月 2 日，Owkin 宣布向 BI（勃林格殷格翰）许可 K Pro 及肿瘤、免疫领域多模态患者数据，BI 成为其至少第 6 家公开可识别的全球 Top20 药企合作伙伴。此次协议由双方 2025 年围绕单一基因靶点开展的先导项目扩展而来，合作内容进一步覆盖 AI 科研平台、肿瘤数据授权、免疫领域新数据生成及研发工作流程接入，标志着双方合作由项目验证进入研发基础设施部署阶段。2025 年初以来，随着美股精准医疗 AI 龙头 Tempus 进入资本市场关注中心，真实患者数据的产业价值进一步受到重视；Owkin 则通过多模态患者数据、联邦学习和 AI 科研平台的结合，推动分散在医院中的诊疗数据进入药物研发价值链。与此同时，中国领先三甲医院正在由 AI 应用端转向数据生产、模型验证和成果转化的核心组织者，相关医疗数据企业也开始进入产业视野。

- 多模态患者数据及其可调用能力正在成为 AI 制药平台进入药企研发体系的关键入口。K Pro 将生物学推理模型、专业分析工具与真实患者数据整合至同一入口，可用于靶点排序、成药性评估、患者亚群识别及跨模态生物标志物验证。其患者数据网络已连接 166 家合作机构，覆盖 2450 万+患者、23 个适应症、20+个国家及 9 种数据模态；核心 MOSAIC（癌症多组学空间图谱）数据集已覆盖约 2700 个癌症样本、11 个瘤种，并整合数字化 H&E 病理、全外显子测序、RNA 测序、空间转录组、单细胞测序及临床信息等多模态数据。药企采购对象由独立算法逐步转向数据、模型、分析工具和可复现流程构成的集成系统，AI 制药公司的价值也将更多取决于能否以真实患者数据持

续支持研发决策，而非单次模型性能。

- Owkin 成立于 2016 年，是一家以真实患者数据和生物医学 AI 为核心的法美 AI 生物技术公司，业务已由算法合作逐步扩展至 K Pro 研发平台、AI 辅助诊断及自主药物管线。公司将病理影像、基因组、转录组、空间组学和临床信息纳入统一分析体系，并先后与 Amgen、Sanofi、BMS、MSD、AstraZeneca 及 BI 等全球大型药企开展合作。真实患者数据网络、专用生物学模型与药物研发能力的纵向整合，构成其区别于通用 AI 工具的主要基础。
- Owkin 与全球大药企的合作已由单项研究逐步延伸至药物研发的不同环节。公司早期与 Amgen 合作开发心血管风险预测模型；2021 年，Sanofi 以 9000 万欧元启动肿瘤靶点发现和患者分层合作，并向 Owkin 投资 1.8 亿美元；此后，BMS 将其 AI 能力用于心血管临床试验设计，MSD 推进 AI 病理诊断开发，AstraZeneca 则取得 K Pro 三年期许可并共同开发定制 AI 智能体。合作范围由风险预测、患者分层和临床试验优化，进一步扩展至数字病理、靶点研究及药企内部研发平台，验证了真实患者数据在不同研发环节的可迁移性。

图表1: Owkin 与 6 家全球大药企的合作

时间	合作药企	主要合作内容	合作模式演进
2021年以来	安进	心血管、血液及肿瘤领域AI临床研究	单项模型及临床问题研究
2021年	赛诺菲	肿瘤靶点发现、患者分层; 1.8亿美元股权投资及9000万欧元合作	战略投资与研发项目结合
2022年	百时美施贵宝	心血管临床试验设计, 后续可扩展至其他领域	进入临床开发决策
2023年	默沙东	开发和商业化肿瘤AI病理诊断工具	病理数据连接伴随诊断
2024、2026年	阿斯利康	gBRCA病理预筛; K Pro三年期许可及定制智能体	由单项工具升级为平台许可
2026年	赛诺菲	扩展至免疫药物定位; K Pro五年期合作	进入药企长期研发工作流
2025、2026年	勃林格殷格翰	靶点先导研究; K Pro、肿瘤数据许可及免疫数据生成	平台、存量数据与新增数据组合

来源: Owkin 官网, 国金证券研究所

- BI 合作进一步验证了 Owkin 由项目制服务向平台及数据授权模式扩张的可复制性。2025 年先导项目中, Owkin 利用 MOSAIC 数据分析一个基因靶点的肿瘤微环境; 本次合作则进一步开放肿瘤多模态数据、生成新的免疫领域数据, 并由 BI 内部团队通过 K Pro 持续开展假设生成、验证和优先级排序。合作对象由单个基因靶点扩展至肿瘤和免疫领域多个适应证, 交付内容也由一次性分析结果升级为能够持续调用数据并检验研发假设的研究环境。

图表2: Owkin 与 BI 此次合作的进阶

对比维度	2025年试点	2026年许可协议	变化判断
研究范围	单一基因靶点	肿瘤及免疫多个适应症	由单项目扩展至跨领域应用
数据基础	MOSAIC肿瘤空间组学数据	既有肿瘤数据 + 新生成免疫学数据	数据供给由调用存量转向持续生成
交付方式	Owkin提供专项分析	药企团队直接使用K Pro统一环境	由外部服务转向内部研发入口
核心功能	分析肿瘤微环境	数据查询、可复现分析、假设生成、检验及排序	由结果交付转向完整决策流程
合作阶段	能力验证	平台与数据许可	AI开始嵌入药企研发基础设施

来源: Owkin 官网, 国金证券研究所

- 诊疗数据与药物研发正在形成双向循环, 医疗 AI 的竞争重心由通用模型能

力转向真实患者数据的持续获取、配对与转化能力。

- 2024 年上市以来市值由约 61 亿美元增至约 113 亿美元、接近翻倍的美股精准医疗 AI 龙头 Tempus，以肿瘤基因检测为主要入口，将 DNA、RNA 测序结果与电子病历、治疗方案和临床结局连接，并逐步扩展至数字病理和放射影像。
- Owkin 则依托全球医院及科研机构网络，连接病理影像、空间组学、基因组和临床表型，并通过联邦学习探索原始数据不离开医院条件下的跨机构模型训练。两条路径均指向同一闭环：诊疗活动持续产生物理世界患者数据，AI 从中识别靶点、生物标志物和患者亚群，药企将研究发现推进至药物发现和临床开发，新增研发与诊疗结果再反哺模型。全球大药企持续接入 Owkin，表明分散在医院中的数据正在由静态科研资源转化为可以持续参与医药创新的数据要素。
- 中国医院数据要素市场正在由院内信息化和单点 AI 应用，加快迈向高质量数据集、医疗智能体与成果转化平台协同建设。
 - 医院：复旦大学附属中山医院已形成由业务中台和数据中台连接诊疗场景、统一数据知识中心与 AI 应用的闭环，并以国家人工智能应用中试基地为载体，推进心血管、肝胆肿瘤和 AI 内镜等智能体进入真实诊疗流程；医院在诊疗过程中完成数据沉淀和标注，使临床需求、模型开发与应用反馈能够持续循环。
 - 产业：玄言生物正探索由病理形态推断分子和空间信息，迪英加依托数字病理系统扩大医院数据入口，迪安诊断则具备连接医学检验、AI 病理

与医药研发服务的潜在条件。中国正在形成由头部医院组织数据生产与临床验证、公共平台提供基础设施、技术企业开发模型、药企承接研发转化的分工体系；未来竞争的关键，将是谁能在合规条件下连接跨医院多模态数据，并将其转化为药企持续付费的研发产出。

前沿风向：Pelacarsen 翻车，Lp(a) 抑制策略需要新数据

2026 年 9 月 4 日，诺华宣布 pelacarsen 的 III 期 Lp(a) HORIZON 研究未达到主要终点，全球首个专门验证降低脂蛋白(a)能否减少心血管事件的关键性研究失利。该研究纳入 8323 名 $Lp(a) \geq 70mg/dL$ 且已确诊心血管疾病的患者；pelacarsen 虽然降低了 Lp(a)，但未能显著减少由心血管死亡、非致死性心肌梗死、非致死性卒中及需住院的紧急冠状动脉血运重建构成的复合终点。此次结果确认 pelacarsen 未能在预设人群和临床方案下证明风险下降，但尚不足以否定 Lp(a) 的因果基础，后续完整数据及同类药物的结局试验将决定此次失利属于单一产品问题，还是赛道共同面对的临床转化障碍。

- 高风险患者能够帮助试验更快积累心血管事件，但其既有损伤和风险来源也更加复杂，对入组条件和终点设计提出更高要求。HORIZON 同时纳入既往心肌梗死、缺血性卒中和症状性外周动脉疾病患者，主要终点也同时覆盖心血管死亡、心梗、卒中和紧急冠脉血运重建；患者事件率较高，但不同疾病类型受到 Lp(a)、LDL-C、血压、血糖、炎症、血栓倾向、既有病变及生活方式等因素影响的程度并不相同。Pelacarsen 降低了其中一个风险变量，却需要通过由多种病理过程共同决定的复合终点证明疗效，患者与终点的异质性可能增加识别增量获益的难度。

图表3: 三项 Lp(a) 龙头药物 III 期临床方案对比

管线	PelacarsenLp(a)HORIZON	OlpasiranOCEAN(a)-Outcomes	LepodisiranACCLAIM-Lp(a)
公司/技术	诺华、Ionis; ASO	安进; siRNA	礼来; siRNA
计划入组	8323人	7297人	约17300人
Lp(a)门槛	≥ 70mg/dL; 预设 ≥ 90mg/dL亚组	≥ 200nmol/L	≥ 175nmol/L
患病基础	既往心肌梗死、缺血性卒中或症状性外周动脉疾病	既往心肌梗死, 或PCI并至少合并一项额外风险因素	已发生心脏、卒中或外周动脉事件; 同时纳入 ≥ 55岁的高危一级预防人群
给药方案	80mg皮下注射, 每月1次	皮下注射, 每12周1次	皮下注射, 每6个月1次
主要终点	心血管死亡、心梗、卒中、紧急冠脉血运重建	冠心病死亡、心梗、紧急冠脉血运重建	4点主要不良心血管事件
设计特点	患者来源和终点较宽, 便于积累事件, 但异质性较高	提高Lp(a)门槛, 集中既往冠脉疾病, 并剔除卒中终点	样本最大、给药最稀疏, 同时探索二级预防和高危一级预防
当前状态	主要终点失败	III期进行中	III期进行中

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

■ 后续龙头药物已经在人群富集、终点范围和给药频率上采取不同方案。安进 olpasiran 的 OCEAN(a)-Outcomes 将 Lp(a) 门槛提高至 $\geq 200\text{nmol/L}$, 主要纳入既往心肌梗死, 或接受过经皮冠状动脉介入治疗并合并额外风险因素的患者, 主要终点聚焦冠心病死亡、心肌梗死和紧急冠脉血运重建, 未将卒中纳入其中。礼来 lepodisiran 的 ACCLAIM-Lp(a) 则计划纳入约 17300 人, 以每 6 个月一次的长效给药方案, 同时覆盖已确诊心血管疾病和部分高危一级预防人群。三项研究分别体现宽口径二级预防、冠脉高风险富集及大样本向早期预防扩展的不同路径, 后续结果将检验更高 Lp(a) 门槛、更聚焦终点及更早干预能否提高临床成功率。

■ 心血管药物的长期价值与开发门槛皆处于医药行业高位。HORIZON、OCEAN(a)-Outcomes 和 ACCLAIM-Lp(a) 分别需要约 7300 至 17300 名患者及数年随访, 企业不仅需要发现并调控靶点, 还要承担大规模入组、长期用药和等待硬终点事件的持续投入, 资金、临床组织及全球执行能力共同构成进入

壁垒。另一方面，心血管疾病拥有广泛患者基础和长期用药需求，历史上曾诞生阿托伐他汀等全球药王；一旦药物通过大规模结局试验证明获益，其循证证据和试验成本也将形成竞争者难以快速复制的护城河。Pelacarsen 失利提高了 Lp(a) 赛道的验证难度，但并未推倒靶点基础，具备长期投入能力并能优化临床方案的头部药企仍有机会率先完成价值兑现。

- Lp(a) 赛道的远期验证还在向一级预防和口服治疗延伸。安进 OCEAN(a)-PreEvent 计划纳入约 11000 名尚未发生主要心血管事件的高危人群，直接检验在首次事件发生前降低 Lp(a) 能否产生临床获益；礼来 MOVE-Lp(a) 则以口服小分子 muvalaplin，同时覆盖已发生动脉粥样硬化性心血管事件及高危一级预防人群。两项研究预计均于 2031 年完成，将进一步回答干预时点和给药方式能否突破当前临床转化障碍。

监管动态：IRA 之后，MFN 覆盖 89% 品牌药，美国老药降价进入双轨

2026 年 8 月 31 日，美国白宫宣布与百济神州、安斯泰来、优时比等 9 家制药企业达成 MFN（最惠国定价）协议，签约药企总数增至 26 家、覆盖美国 89% 的品牌药市场，美国政府药价干预由少数头部药企谈判进一步转向广覆盖。此次协议要求各州 Medicaid（医疗补助计划）能够获得 9 家企业相关产品的 MFN 价格，并将未来创新药价格与其他主要发达市场挂钩。自 2025 年 5 月美国政府启动 MFN 政策以来，其覆盖范围已由 17 家大型药企扩展至中型制药企业，政府对品牌药价格形成机制的介入明显加深。

- 美国药价重构已形成 IRA（通胀削减法案）药价谈判与 MFN 两条并行机制，政府直接参与药价形成的范围持续扩大。IRA 框架下，CMS（美国医疗保险和

医疗补助服务中心) 首轮 10 个 Medicare (联邦医疗保险) Part D 药品谈判价格已于 2026 年生效; 第二轮 15 个 Part D 药品价格将于 2027 年生效; 2026 年启动的第三轮再次纳入 15 个高支出药品, 并首次扩展至 Part B 药物, 谈判价格将于 2028 年生效。IRA 主要针对 Medicare 高支出、缺乏仿制药或生物类似药竞争的单个品种进行分批谈判, MFN 则通过药企协议将美国价格与其他发达国家价格挂钩, 两套机制共同推动美国政府药价干预由有限品种向更广泛品牌药市场延伸。

图表4: 美国政府药价干预双轨演进

机制	2023—2026年主要进展	定价对象	价格形成方式	当前覆盖
IRA药价谈判	第一轮10个药品2026年生效; 第二轮15个药品2027年生效; 第三轮15个药品2028年生效并首次纳入Part B	Medicare高支出且缺乏仿制药或生物类似药竞争的特定药品	CMS逐个品种谈判最高公平价格	三轮累计40个药品进入首次谈判
MFN	2025年启动, 2026年8月31日新增9家药企	签约药企现有及未来相关创新药	与其他发达国家价格水平挂钩	26家药企, 覆盖89%美国品牌药市场

来源: 白宫官网, 国金证券研究所整理

■ MFN 正在进一步把药价政策与本土制造和供应链安全结合, 药价监管的影响由医保支付端向医药产业布局延伸。此次 9 家企业同时承诺近期在美国制造领域合计投资至少 196 亿美元, 多家企业还将关键原料药纳入美国战略原料药储备; 百济神州披露, 其参与 GENER. OUS 药价模型并承诺未来获批产品价格与主要发达市场保持一致, 同时通过美国本土化协议获得 Section 232 药品关税豁免, 目前美国制造投资已超过 10 亿美元。药价、医保支付、本土制造、供应链与关税政策之间的联动增强, 意味着全球创新药进入美国市场

的竞争条件正在由产品获批和商业化能力进一步扩展至全球定价及本土产业布局。

产业链：金斯瑞拟拆蓬勃，AI 制药瓶颈移至湿实验，CDMO 需求上升

2026 年 9 月 4 日，港股生命科学工具龙头金斯瑞生物科技，宣布拟分拆旗下生物制剂及先进疗法 CDMO（合同研发生产外包服务组织）蓬勃生物赴港上市。在蓬勃生物新增订单加速增长、经营亏损显著收窄的背景下，金斯瑞尝试为其建立独立融资平台，反映 CDMO 需求正在回暖；更重要的是，AI 相关科技公司快速进入生命科学研究服务市场，随着 AI 显著扩大候选分子的设计数量，产业链瓶颈正由计算端后移至湿实验验证，并逐步向工艺开发及临床生产环节传导。

■ 全球 CDMO 需求回暖，收入增长进一步体现为订单及产能利用率改善。

2026 年上半年，蓬勃生物收入同比增长 34.2% 至 6110 万美元，新增订单同比增长 54%，其中生物制剂和先进疗法新增订单分别增长 62.1% 和 34.9%；受益于项目结构改善、产能利用率提高及制造效率提升，其调整后息税折旧摊销前亏损由 1680 万美元收窄至 650 万美元。订单增速领先收入、亏损随规模扩大而收窄，表明前期投入的研发及生产能力开始释放经营杠杆，也构成金斯瑞此时推动蓬勃生物独立上市融资的经营基础。

■ AI 制药快速提高分子设计效率，但生物学验证能力尚未同步扩张，湿实验由研发工具升级为产业瓶颈。AI 模型可以在数小时内生成大量候选序列，而传统基因合成、蛋白表达、功能检测及数据整理仍需数周，实验通量、数据标准化及反馈速度决定模型能够完成多少轮设计—构建—测试—学习循环。金斯瑞将基因至蛋白交付时间压缩至最快 4 天，并形成每年超过 2000 万个数

据点的实验能力，正是为了将计算产生的候选序列转化为可供模型继续训练和筛选的真实生物学数据。

- 湿实验瓶颈正在改变生命科学服务的客户结构，并为 CDMO 带来来自科技端的新增需求。2026 年上半年，金斯瑞 AI 药物发现相关业务同比翻倍，连续第三个半年度保持高速增长，客户由传统药企和 Biotech 扩展至 AI 原生 Biotech、模型企业及科技公司。与单次购买试剂不同，AI 制药需要更高实验通量、更频繁的验证迭代及持续的数据反馈，对应更大的订单规模和更长的合作周期；其中通过验证的候选分子进一步进入细胞株构建、工艺开发、放大生产和临床供应，使需求由上游生命科学工具逐步向蓬勃生物等 CDMO 平台传导。金斯瑞亦明确表示，AI 及体内 CAR-T 项目向下游推进，正在成为蓬勃生物新的增长动力。

- 但这一变化并不意味着 CDMO 重新进入普遍扩产周期，新增需求仍将向具备规模、技术和全流程服务能力的平台集中。2026 年上半年，药明生物新增 123 个内生综合项目，高于上年同期的 86 个，总未完成订单由 203 亿美元增至 251 亿美元，未来三年内未完成订单同比增长约 30%；同期公司收购奕安济世，将优质但缺乏独立规模效应的生产资产纳入全球平台。随着 Biotech 融资恢复与 AI 制药扩大候选项目基数，CDMO 行业正在由产能出清转入订单修复，但质量体系只是参与竞争的基础，客户数量、项目梯队、产能利用率及全球交付规模仍将决定企业能否真正分享本轮需求增长。

二、资本风向

他山之石：Alkeus 落袋，Tarsus 周涨 27%，兽药到人眼药平台转型

2026 年 8 月 31 日至 9 月 4 日，美国眼科药企 Tarsus Pharmaceuticals 单周涨幅 27%，市值升至约 39 亿美元；9 月 4 日，公司完成对 Alkeus Pharmaceuticals 的收购，获得处于 III 期临床的 Stargardt 病候选药物 gildeuretinol。Tarsus 早期将兽用抗寄生虫药物分子 lotilaner 开发为人用眼药 XDEMYVY，并凭借该产品的快速放量建立现金流与商业化能力；此次收购则进一步推动公司由单一商业化产品向多管线眼科药企扩展。我们认为，此类跨赛道转型，或可为诸多处于赛道转型或扩展困惑的传统药企提供启示。

- XDEMYVY 快速放量，使 Tarsus 首次具备了利用现金流和股票持续收购外部创新资产的能力。XDEMYVY 活性成分 lotilaner 此前已用于兽用抗寄生虫药，Tarsus 根据眼科临床中大量患者因蠕形螨睑缘炎无法进入干眼症试验的现象，将其开发为 0.25% 滴眼液，并于 2023 年获得 FDA 批准，成为首个且唯一获 FDA 批准治疗蠕形螨睑缘炎的药物。XDEMYVY 于 2025 年实现 4.514 亿美元销售；2026 年二季度销售额同比增长 69% 至 1.739 亿美元，公司将全年销售指引上调至 6.85 亿—7.05 亿美元，并预计峰值销售额超过 20 亿美元。公司由发现被忽视的临床需求起步，通过成熟分子再开发、疾病教育和医生覆盖创建了一个新的眼科治疗市场。
- Tarsus 正在将 XDEMYVY 形成的商业化能力复制到更广泛的眼科场景。2026 年 7 月，公司收购 iRenix，获得用于玻璃体内注射前眼表消毒的 IRX-101，并以约 7500 万美元现金及股票作为首付款，切入每年超过 1100 万次的眼科操作场景；9 月完成对 Alkeus 的收购，支付约 4.5 亿美元首付款，其中 2.7 亿美元为现金、1.8 亿美元为股票，获得正在开展 III 期 NORTHSTAR 研究的

gildeuretinol。两项资产分别覆盖高频眼科操作和遗传性视网膜疾病，使 Tarsus 由单一眼前节药物向眼科消毒及视网膜疾病延伸；本周股价走强，则反映市场开始重新评估其需求发现、临床开发和专科商业化能力能否复制至后续产品。

■ Tarsus 的路径为中国传统药企与创新型初创企业之间的资源重组提供了参照。国内大量创新型初创企业拥有差异化技术和候选资产，但融资能力不足，难以独立完成后期临床及商业化；另一端，部分中小传统药企仍拥有现金流、生产体系和销售网络，却因存量产品承压及创新管线不足逐渐失去资本市场关注。

- 资源整合：有创新管线但缺资金和商业化能力的创新型初创企业，与有家底但缺创新的传统药企，可以形成互补。
- 跨赛道转型：传统药企不必把并购边界限制在原有治疗领域，只要临床需求明确、资产足够差异化，并能补齐开发与商业化能力，就可能建立新增长曲线。

港股通新增 16 家：创新药，关注复宏汉霖、和铂医药与天辰生物

2026 年 9 月 7 日，新一轮港股通标的调整正式生效，复宏汉霖、和铂医药-B、天辰生物-B、瑞博生物-B、剂泰科技-P 及德适-B 等 16 家医药医疗公司进入港股通。此次入通公司覆盖成熟生物药、临床阶段 Biotech、医疗器械、医美服务及医疗 AI，市值在 200-500 亿港元的共有 4 家。港股医药市场正在形成由商业化收入、临床催化、平台授权及 AI 医疗数据共同驱动的多层次资产池，港股通则为此前流动性相对不足的次新股及 18A、18C 公司打开南向资金入口。

- 中国及全球商业化推进中的公司，估值核心正在由产品能否落地转向放量速度及第二增长曲线。
 - 复宏汉霖，生物药收入保持稳健、海外业务快速增长，后续价值增量取决于潜在重磅 PD-L1 ADC（抗体偶联药物）HLX43 的临床进展。
 - 天星医疗，是已经实现盈利的国产运动医学龙头，医院覆盖较广，并向再生医美和手术机器人延伸；亮晴控股，则由港股医美门店扩张和转板进入恒生综合指数驱动，并尝试向 AI 抗衰业务延伸。礼邦医药-B，围绕肾病建立专科管线；美信罗处于商业化爬坡期，同时拥有许可收入及高磷血症候选药物 AP301。英派药业-B，受益于塞纳帕利纳入医保后放量，合成致死管线较为清晰，亏损开始收窄。丹诺医药-B，聚焦细菌感染差异化治疗，幽门螺杆菌新分子实体接近商业化，并向多靶点偶联平台扩展。
 - 真健康医疗-B，其经皮穿刺机器人已取得三类医疗器械注册证，仍处于装机及配套耗材放量初期。
 - 今海医疗科技，依靠内窥镜器械增长和中国渠道扩张改善收入。
- 临床阶段 Biotech 的价值仍主要取决于核心资产数据、后续融资能力及对外授权兑现。
 - 和铂医药-B，依靠 HCAb 全人源抗体平台持续兑现 BD 收入，已经形成盈利及现金流，并将 AI 用于复杂抗体研发。
 - 天辰生物-B，聚焦过敏及自身免疫疾病，长效 IgE 单抗具备 BIC（同类最佳）潜力，中国 BLA（生物药新药上市申请）已获得受理与美国食物

过敏适应证已获批 IND（新药临床试验申请）构成近期催化。

- 瑞博生物-B，以小核酸药物和递送技术构筑平台壁垒，靶向 PCSK9 的 RBD7022 已启动中国 III 期临床，并通过潜在总额最高约 44 亿美元的海外 BD（授权交易）验证平台价值。
- 剂泰科技-P，以 AI、mRNA（信使核糖核酸）及 LNP（脂质纳米颗粒）递送平台为基础，已推动恒瑞相关制剂合作落地，并通过 TCE（T 细胞衔接器）项目完成重磅 BD。
- 基石药业-B，受益于商业化产品医保放量，三抗 CS2009 已积累较成熟数据，后续关注全球 III 期临床与 BD（商务拓展）交易。
- 麦科医药-B，建立双特异性多肽平台，核心产品 MT1013 进入 III 期临床，并向代谢及肾科适应证拓展。
- 歌礼制药-B，围绕 ASC30 搭建口服及长效注射代谢疾病管线，III 期推进与临床数据将决定其估值弹性。

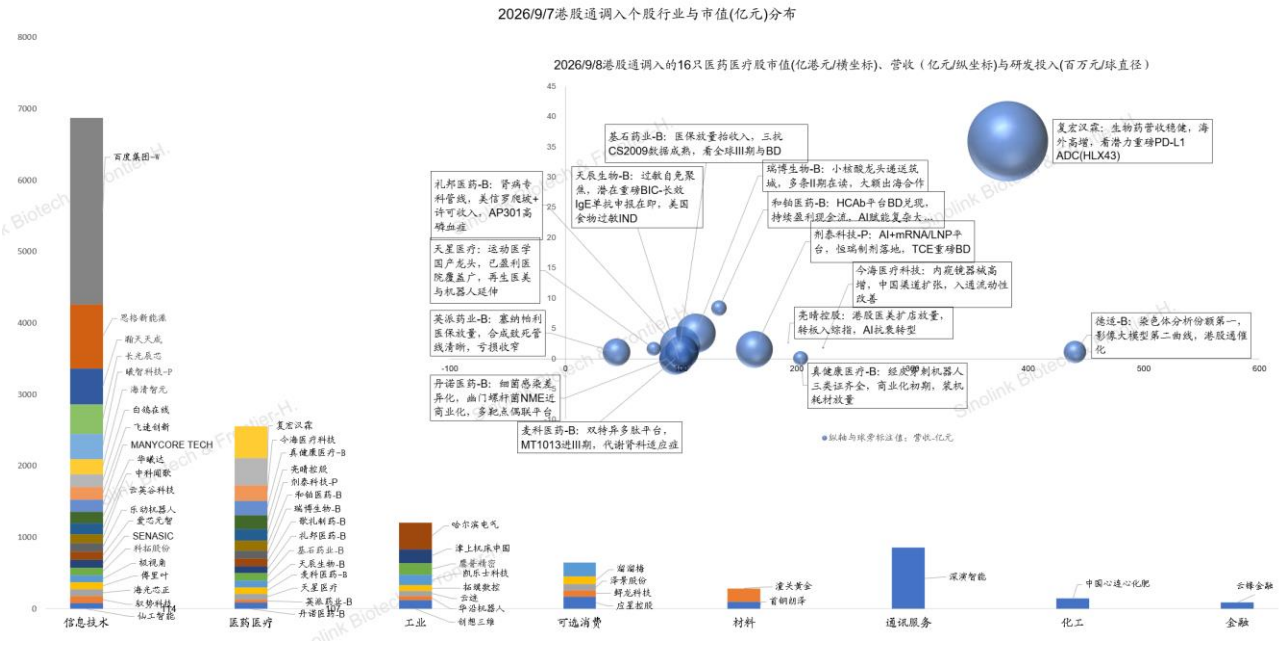
■ 医疗数据及研发平台公司开始获得独立于当期利润的估值坐标。

- 德适-B，在染色体分析领域拥有领先市场份额，并将医学影像数据及临床入口延伸至医疗影像大模型，第二增长曲线尚待商业化验证；其市值在本次 16 家公司中仅次于复宏汉霖，明显高于多数仍处临床阶段的 Biotech，反映市场已开始为医疗数据入口和 AI 应用潜力提前定价。

■ 港股通纳入本身并不改变公司基本面，也不等同于被动资金立即买入，但能够扩大内地投资者覆盖范围并改善交易流动性。入通后资本市场的表现分化仍将取决于商业化放量、关键临床数据、BD 兑现及 AI 业务收入能否持续验

证。

图表5：一图尽览：港股通新增16家医药医疗公司业绩、市值与亮点

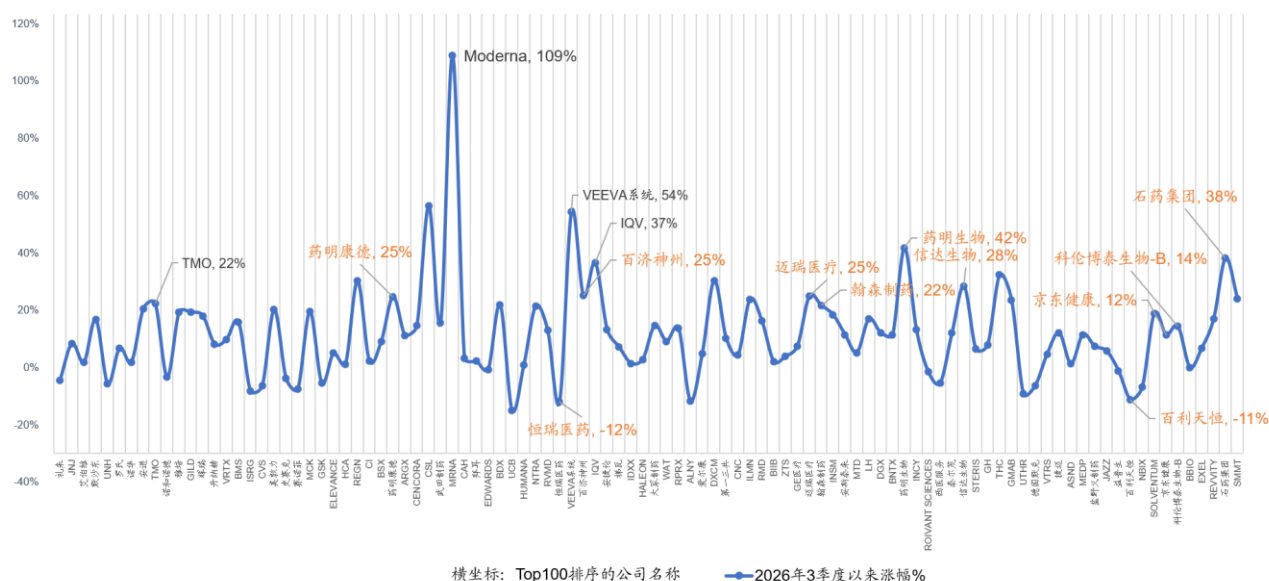


来源：上海证券交易所，香港证券交易所，各公司公告，Wind，国金证券研究所

中报拆解：中美估值相近，上游 CXO 与创新药增势强劲

截至 2026 年 8 月 31 日，中美主要医药医疗上市公司中报皆已发布，市场定价正在由中美药企的表观估值差异，转向利润质量、创新催化及成长确定性。按照 2026 年上半年业绩简单年化，全球医药医疗市值 Top100 与中国 A&H 医药医疗市值 Top100 的市盈率中位数分别为 20.4 倍和 19.3 倍，中美头部医药公司的表观估值中枢已经较为接近。与此同时，中国公司已占全球医药医疗市值 Top100 约一成，且三季度以来其中 8 家公司上涨、2 家公司下跌，整体表现偏强；从个股结构看，创新药、CXO、生命科学工具及医药软件与数据平台表现相对突出，反映市场在中报后进一步向创新催化明确、业绩增长较快及研发基础设施属性较强的资产倾斜。

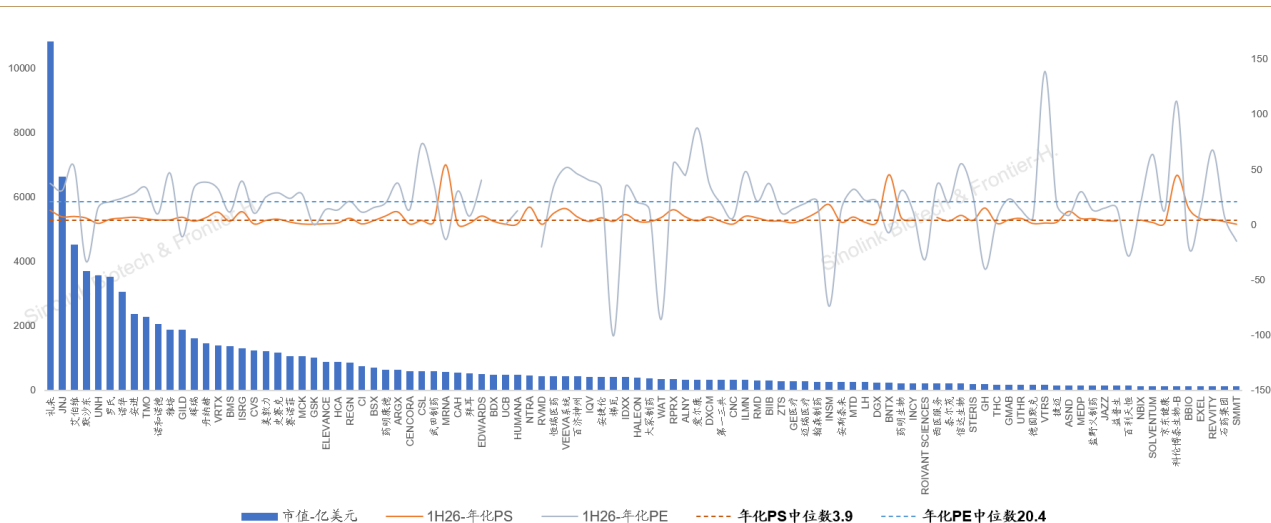
图表6：全球医药医疗市值 Top100 个股 26Q3 以来涨幅分布



来源：上海证券交易所，香港交易所，各公司公告，Wind，国金证券研究所

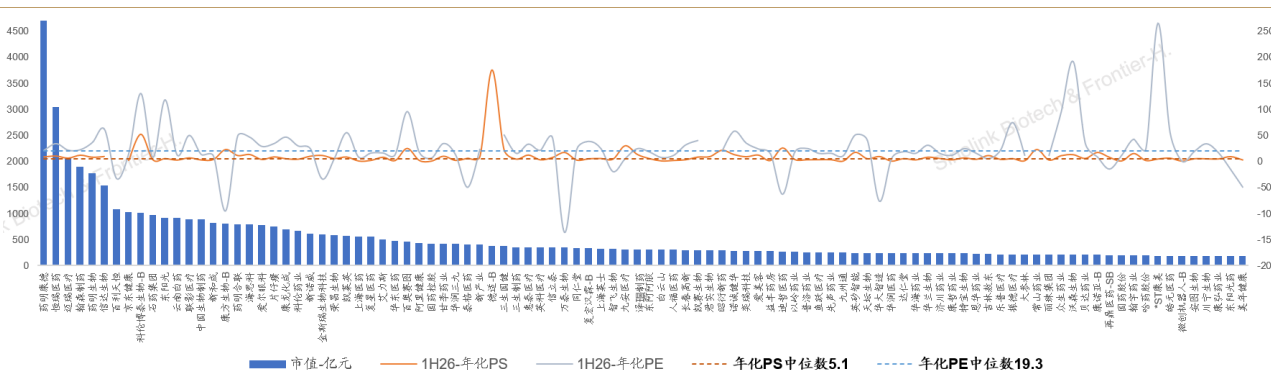
■ 中美医药公司的表观估值已经接近，但中国药企仍需穿透 BD 收入判断持续经营价值。按照 2026 年上半年业绩简单年化，药明康德、迈瑞医疗及翰森制药的市盈率分别约 21.2 倍、21.4 倍和 21.2 倍，低于礼来 37.3 倍、强生 30.8 倍及艾伯维 52.6 倍；但荣昌生物等公司当期利润包含大额授权首付款，表观市盈率不能代表持续经营估值。BD 交易能够兑现研发资产价值，也会因收入确认时点造成利润和估值波动。三季度以来，翰森制药上涨 21.8%，恒瑞医药下跌 11.9%，两者差异不仅来自估值水平，也反映翰森创新药收入增长及利润率改善，而恒瑞受到收入下降、BD 高基数及新增催化不足的共同影响。

图表7：全球医药医疗市值 Top100 个股的年化 PE/PS 和最新市值（亿美元）



来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

图表8：中国医药医疗市值 Top100 个股的年化 PE/PS 和最新市值（亿元）



来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

■ 资本市场正在由当期利润定价转向创新潜力与催化兑现节奏定价，但中美市场穿透会计亏损的能力仍有差异。2026 年上半年，默沙东因收购 Terns 产生约 57 亿美元在研资产研发费用，吉利德因收购 Arcellx、Tubulis 及 Ouro Medicines 确认 112 亿美元在研资产研发费用，两家公司分别录得约 55.8 亿和 84.8 亿美元归母亏损，但三季度以来股价仍上涨 16.9% 和 19.4%。市场将相关支出视为购买未来管线，而非核心业务恶化，并继续为后续研发与商业化价值定价。中国市场也开始给予医疗数据及研发基础设施更高估值，新上

市的德适-B 在收入规模仍较小的情况下，三季度以来上涨 59.2%，反映资金已经由获批产品和当期利润向医疗数据入口、模型验证及未来商业化能力延伸；后续估值能否持续，仍取决于临床数据、客户扩张及收入兑现。

- 上游 CXO 率先获得资金重估，反映行业周期修复与 AI4S 结构性需求正在形成共振。AI 制药提高候选分子生成效率后，产业链价值由计算端向湿实验、工艺开发、临床执行及数据反馈环节扩散。药明康德上半年持续经营业务收入增长 48%，经调整非国际财务报告准则净利润增长 83.2%，在手订单增长 25.2%至 664.3 亿元，并将全年持续经营业务收入增速指引由 18%—22%上调至 35%—39%；药明生物未完成订单增至 251 亿美元，亦上调全年收入增长指引。与单条创新药管线依赖临床结果不同，上游平台能够同时承接传统药企、Biotech 及 AI 科技公司的研发需求，客户数量、项目梯队、订单及实验数据随行业创新活动共同增长，成长确定性相对更强。

三、本周观点

中报之后，看丰富管线、稀缺领先创新与 AI4S 相关 CXO 成长确定性

本周中报披露结束，行业的关注重点将由业绩表现转向后续催化兑现节奏与高成长的支撑点。我们认为，有三点值得投资者与行业企业关注：①美国市场双轨压价对成熟品种销售空间的挤压，叠加专利悬崖，加剧创新资产的稀缺性；②中国创新药由零星出海迈向常态化全球 BD 交易，提升潜在 BIC 管线的估值与价值兑现预期；③包括 AI 在内的科技进步持续推进前沿创新与产业生态重构，提升上游订单增长预期与创新产出预期。基于此，我们继续看好的排序是：拥有丰富 BD 潜力管线的创新药龙头、核心管线处于全球前三梯队的稀缺赛道企

业，以及受益于 AI 制药产业链扩张的上游 CXO。

四、产业链数据更新

图表9：26/07-26/09 月国内创新药获批上市情况

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）
达利雷生	OX1R,OX2R	先声药业	失眠症	国产	2026-07-21	5.1
思普可泮	CFB	海思科医药集团	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	国产	2026-07-21	1
奥普雷顿片	OX2R	武田	1型发作性睡病	进口	2026-07-21	1
重组三价人乳头瘤病毒疫苗	HPV L1	康乐卫士	人乳头瘤病毒感染	国产	2026-07-28	1
瑞西奇拜单抗	IL36R	华海药业	泛发性脓疱型银屑病	国产	2026-07-28	1
舒地胰岛素	INSR	恒瑞医药	2型糖尿病	国产	2026-07-28	1
替恩戈替尼	AURKA,AURKB,CSF1R,FGFR1,FGFR2,FGFR3,JAK1,JAK2,VEGFR	药捷安康	胆道癌	国产	2026-08-04	1
菲泽安单抗	CD38	渤健制药	多发性骨髓瘤	进口	2026-08-11	1
立康可泮	CFB	恒瑞医药	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	国产	2026-08-18	1
安弗利奇塔单抗	IL1B	三生制药	痛风性关节炎	国产	2026-08-20	1
洛莫司汀	DNA	Corden Pharma	霍奇金淋巴瘤,中枢神经系统肿瘤	进口	2026-08-25	5.1
伊可白滞素	IL23R	强生制药	斑块状银屑病	进口	2026-08-25	1
伟利安米单抗	BCMA,CD3	智翔金泰	多发性骨髓瘤	国产	2026-08-25	1
莱康奇塔单抗	IL17A, IL17F	丽珠生物	斑块状银屑病	国产	2026-08-25	1
HRS-7535片	GLP1R	恒瑞医药	2型糖尿病	国产	2026-09-01	1
卓托奇拜单抗注射液	IL-4R α	恒瑞医药	特应性皮炎	国产	2026-09-02	1
博凡格鲁肽注射液	GLP1R	甘李药业	肥胖	国产	2026-09-02	1
注射用HS-20093	B7-H3	翰森制药	小细胞肺癌	国产	2026-09-02	1
伐米奇拜单抗注射液	IL6	罗氏	葡萄膜炎性黄斑水肿	进口	2026-09-03	1
HRS-7535片	GLP1R	恒瑞医药	肥胖	国产	2026-09-03	1

来源：Insight，国金证券研究所

图表10：26/07-26/09月国内创新药申报上市情况

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
艾普美妥司他片	海和药物	EZH1,EZH2	2026-07-08	外周T细胞淋巴瘤	1	国产
恩利西肽片	默沙东制药	PCSK9	2026-07-09	高胆固醇血症(推测)	1	进口
TQB3454片	正大天晴	IDH1	2026-07-10	胆道癌	1	国产
DP303C	石药集团	HER2	2026-07-16	HER2阳性乳腺癌	1	进口
Telikibart	重庆智睿投资	IL-4Ra	2026-07-16	特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉病	1	国产
VCT220片	闻泰医药	GLP1R	2026-07-20	肥胖(推测)	1	国产
金妥昔单抗注射液	金赛药业	VEGFR2	2026-07-21	胃癌	1	国产
迪纳西米单抗注射液	诺和诺德	FX,FXa	2026-07-22	A型血友病(推测)	1	进口
甲磺酸洛美他派胶囊	凯西制药	MTTP	2026-07-23	纯合子型家族性高胆固醇血症(推测)	5.1	国产
注射用瑞康芦泽妥单抗	恒瑞医药	HER3	2026-07-29	非鳞状非小细胞肺癌	1	国产
卡匹色替片	AZ	AKT	2026-07-30	-	5.1	进口
TQB3909片	正大天晴	BCL2	2026-07-31	-	1	国产
多拉韦林伊拉曲韦片	默沙东制药	Reverse transcriptase,Reverse transcriptase/RNaseH	2026-08-05	HIV感染	5.1	进口
AP301胶囊	药源生物	PPi	2026-08-07	高磷血症	1	国产
氯硝西泮片	-赛默飞-	GABR	2026-08-11	癫痫,惊恐障碍	5.1	进口
盐酸阿氟色替片	无锡药明康德齐鲁制药	AKT	2026-08-11	HR阳性、HER2阴性乳腺癌	1	国产
TJ101注射液	天境生物TJBIO	GHR	2026-08-12	生长激素缺乏	1	国产
比拉斯汀口崩片	美纳里尼美纳里尼Faes	HRH1	2026-08-14	过敏性鼻炎,瘙痒	5.1	进口
马来酸阿可替尼片	阿斯利康	BTk	2026-08-17	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤	5.1	进口
司来帕格片	强生	PTGIR	2026-08-17	儿童肺动脉高压	5.1	进口
维奈克拉片	艾伯维	BCL2	2026-08-20	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤	5.1	进口
LP-003注射液	信达生物、天辰生物	IgE	2026-08-20	季节性过敏性鼻炎	1	国产
拉考沙胺缓释胶囊	奥科达生物	Nav1.8,SCN3A,Nav1.7	2026-08-21	-	5.1	国产
注射用奥帕替苏米单抗	维立志博	PD-L1,4-1BB	2026-08-21	肺外神经内分泌癌	1	国产
依赛弗酶α注射液(皮下注射)	Alexion/AZ	ALPL	2026-08-24	低磷酸酯酶症	1	进口
乌帕替尼缓释片	艾伯维	JAK1	2026-08-24	多关节性幼年特发性关节炎	5.1	进口
哌普锐基注射液	中因科技/和元智造	CYP4V2	2026-08-25	结晶样视网膜营养不良	1	国产
他舒替尼	卫材药业	FGFR1,FGFR2,FGFR3	2026-09-02	胆道癌	1	进口
芮特韦单抗	泰诺麦博	RSV F protein	2026-09-02	呼吸道合胞病毒感染	1	国产
艾曲帕米	箕星药业	Calcium channel	2026-09-02	阵发性室上性心动过速	1	国产
利扎布替尼	赛诺菲	BTk	2026-09-02	免疫性血小板减少症	1	进口
库莱韦单抗注射液	瑞阳制药	RSV F protein	2026-09-03	呼吸道合胞病毒感染	1	国产

来源：Insight，国金证券研究所

图表11：26/07-26/09 月创新药跨国交易情况

项目名称	靶点	交易时间	转让方	受让方	交易类型	交易金额
siRNA(CSPC)	-	2026-07-02	石药集团	阿斯利康制药	License out	首付款：30百万美元，里程碑付款：1740百万美元，特许权使用费：基于有关产品年净销售额的潜在个位数销售提成
双特异性抗体偶联药物	-	2026-07-07	百奥赛图	Whitehawk Therapeutics	License out	-
TQC3721	PDE4, PDE3	2026-07-08	正大天晴	阿斯利康制药	License out	首付款：200百万美元，里程碑付款：1900百万美元
乌美溴铵+维兰特罗， 氟替卡松+乌美溴铵+维 兰特罗	CHRM, ADRB2, GR	2026-07-08	葛兰素史克制药	正大天晴	License in	-
中枢神经系统领域药物 (InSilico)	-	2026-07-13	英矽智能	康哲药业	License in	里程碑付款：176.08百万美元，特许权使用费：净销售额分成
IBI355	CD40L	2026-07-14	信达生物	Spero	License out	交易总额：1100百万美元
舒沃替尼	EGFR-Ex20Ins, HER2-Ex20Ins	2026-07-14	迪哲医药	阿斯利康	License out	首付款：600百万美元，里程碑付款：900百万美元，特许权使用费：按舒沃替尼全球销售额最高到低双位数的阶梯式比例的特许权使用费
HS-20118	IL23R	2026-07-14	翰森制药	Avere	License out	首付款：120百万美元，里程碑付款：2180百万美元，特许权使用费：基于未来销售额的中位数至低双位数百分比
TPST-4003	CD19、BCMA	2026/7/21	Tempest Therapeutics	河北森朗生物	License in	-
OMTX705	FAP-α	2026-07-27	Oncomatrix	应世生物	License in	-
塞纳帕利	PARP1, PARP2	2026-07-30	英派药业	Pharmanovia	License out	交易总额：482.91百万美元，特许权使用费：基于产品净销售额最高至百分之二十几（中二十位数%）的分级特许权使用费
JSKN016	HER3、TROP2	2026-08-03	康宁杰瑞	Pathos AI	License out	首付款：125百万美元 里程碑付款：2093百万美元
奎扎替尼	FLT3	2026-08-10	第一三共	信达生物	License in	-
博凡格鲁肽	GLP1R	2026-08-10	甘李药业	美纳里尼	License out	首付款：70.7百万美元，里程碑付款：757.15百万美元，特许权使用费：根据年度净销售额，按最高双位数比例向公司支付梯度特许权使用费
Daraxonrasib, Elironrasib, Zoldonrasib, RMC- 5127	RAS G12D, KRAS G12V	2026-08-10	Revolution	百济神州	License in	特许权使用费：tiered royalties on net sales in the partnered region
PCART7	CD7	2026-08-13	MediSix	驯鹿生物	License in	-
ARR-002	MUC16, NaPi2b	2026-08-13	ArriVent	艾力斯	License in	-
rolditamig deuderuxtecan	HER2	2026-08-31	中国生物制药	Cipla	License out	交易总额：123百万美元
YY003	RHOB, SNAP25	2026-08-31	誉辰制药	Revelyx Bio	License out	-
WGb-0304	BCMA, CD19	2026-08-31	威斯津生物医药	Create Medicines	License out	-
SIM0660	CD19, CD79A, CD3	2026-09-01	先声药业	罗氏制药	License out	首付款：75百万美元，里程碑付款：1455百万美元
司普奇拜单抗	IL-4Rα	2026-09-02	康诺亚生物	AEIRA PTE. LTD	License out	-
吡洛西利	CDK4, CDK6, CDK2	2026-09-03	轩竹生物	INNOBIC	License out	-

来源：Insight，国金证券研究所

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公司利润产生明显影响。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。

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