国金证券 SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

制药供应链板块2026年三季报业绩总结：业绩持续验证板块高景气，新分子加速行业扩容

医药组
分析师：甘坛焕（执业S1130525060003）gantanhuan@gjzq.com.cn
分析师：方程嫣（执业S1130525110002）fangchengyan@gjzq.com.cn

2026/11/1

投资要点

核心结论：

- CXO**产业链：业绩持续验证板块高景气。**2026年三季报披露后，药明康德连续两个季度持续上调业绩指引。业绩指引上调一方面反映下游创新药海内外订单持续落地，另一方面验证 CXO 行业景气上行逻辑不断夯实。
- **外需订单充沛，新分子带动行业扩容。**2025年CDMO行业率先迎来复苏拐点，板块增速大幅提升至17%；2026年三季报，板块收入增速提升至28%，较中报26%的增长水平继续提速，验证板块高景气度。全球创新药研发热情持续回升，叠加 GLP-1、ADC、多肽、小核酸等新兴赛道研发需求集中释放，为国内 CDMO 企业带来充足的海外订单增量，行业基本面复苏动能坚实、向上趋势明确。
- **内需高景气延续，产业链传导逐步兑现。**2024年CRO板块收入增速同比下滑8%，2025年收入增速下滑幅度收窄至3%，行业筑底信号明确；2026年三季报，板块收入成功恢复正增长，同比增长16%（中报增速13%），行业高景气下，订单向业绩传导的逻辑正在得到逐步验证。投融资规模大幅回暖，充分体现资本市场对创新药赛道的信心持续修复。叠加产业BD交易热度攀升、优质研发资产迎来价值重估，进一步推动药企扩大研发开支、加码管线布局与创新投入。随着药企研发意愿显著回升，需求持续向上传导至国内CRO 产业链，从各家CRO企业2026年三季报披露的订单数据来看，内需仍延续高景气态势，产业链传导将有望逐步从订单向业绩转化。
- **生命科学上游：AI制药有望驱动行业扩容。**AI 制药加速药物发现迭代，有望打开生命科学上游行业成长空间。随着候选分子数量增加，湿实验需求持续放量，上游科研服务产业链迎来发展机遇。2025年板块收入同比增长13%，2026年三季报板块收入增速进一步提升至25%。扣非净利润方面，2025年板块扣非净利润同比增长13%，2026年三季报，在收入提速带动下经营杠杆逐步释放，扣非净利润增速大幅提升至55%。

投资建议与估值：制药供应链行业进入内外需共振、新分子赛道放量、订单与业绩逐季改善的新一轮复苏上行周期。CXO板块相关公司药明康德、药明合联、药明生物、凯莱英、益诺思、康龙化成、泰格医药、阳光诺和；生命科学上游相关公司百奥赛图、皓元医药、药康生物等。

风险提示：汇兑风险；国内外政策风险；临床试验进展不及预期风险；产品上市审评进展不及预期风险。

目录

01 CXO板块：业绩持续验证板块高景气

02 外需订单充沛，新分子带动行业扩容

03 内需高景气延续，产业链传导逐步兑现

04 生命科学上游：AI制药有望驱动行业扩容

国金证券
SINOLINK SECURITIES

01 CXO板块：业绩持续验证板块高景气

CXO板块：业绩持续验证板块高景气

我们按照CDMO、CRO（包含临床CRO及临床前CRO）的分类对CXO样本企业2026年三季报业绩情况进行总结梳理，具体来看：

- CDMO：2025年CDMO行业率先迎来复苏拐点，板块增速大幅提升至17%；2026年三季报，板块收入增速提升至28%，较中报26%的增长水平继续提速，验证板块高景气度；
- CRO：2024年CRO板块收入增速同比下滑8%，2025年收入增速下滑幅度收窄至3%，行业筑底信号明确；2026年三季报，板块收入成功恢复正增长，同比增长16%（中报增速13%），行业高景气下，订单向业绩传导的逻辑正在得到逐步验证。

CXO公司收入和扣非净利润情况

板块	公司	营业收入（亿元）			收入增速YoY			扣非净利润（亿元）			扣非净利润增速YoY		
		2024A	2025A	2026 Q1-Q3	2024A	2025A	2026 Q1-Q3	2024A	2025A	2026 Q1-Q3	2024A	2025A	2026 Q1-Q3
CDMO	药明康德	392	455	455	-3%	16%	39%	99.9	132.4	164.8	2%	33%	73%
	药明生物	187	218	-	10%	17%	-	54.0	65.9	-	9%	22%	-
	药明合联	41	59	-	91%	47%	-	9.2	15.6	-	190%	70%	-
	康龙化成	123	141	120	6%	15%	19%	11.1	15.4	11.8	-27%	39%	14%
	凯莱英	58	67	54	-26%	15%	17%	8.5	10.4	-60%		22%	0%
	博腾股份	30	34	28	-18%	14%	9%	-2.7	0.6	-1.5	-210%	122%	-381%
	九洲药业	52	55	39	-7%	7%	-5%	5.9	7.3	6.2	-42%	23%	-18%
	合计	**882**	**1,029**	**696**	**0%**	**17%**	**28%**	**186**	**247**	**188**	**-7%**	**33%**	**56%**
临床CRO	泰格医药	66	68	58	-11%	3%	15%	8.5	3.6	4.5	-42%	-58%	38%
	普蕊斯	8	8	6	6%	5%	-4%	0.8	0.9	-0.1	-27%	6%	-110%
	诺思格	7	9	7	3%	14%	18%	1.1	1.1	0.7	-11%	-1%	-19%
临床前CRO	昭衍新药	20	17	12	-15%	-18%	21%	0.2	3.1	8.8	-93%	1221%	2933%
	益诺思	11	8	8	10%	-29%	38%	1.3	-0.5	0.9	-28%	-143%	345%
	合计	**113**	**110**	**91**	**-8%**	**-3%**	**16%**	**12**	**8**	**15**	**-46%**	**-32%**	**213%**

来源：iFind，国金证券研究所（注：药明生物及药明合联利润口径为经调整纯利及同比增速）

CXO板块：业绩持续验证板块高景气

- CDMO板块毛利率在2024年阶段性触底承压后，于2025年稳步修复回升，已回归至2023年同期39%的水平，2026年三季报，毛利率进一步提升至40%；净利率层面，2026年三季报，板块扣非净利率水平提升至27%，扣非净利率提升幅度大于毛利率，经营杠杆显现；
- 临床CRO板块毛利率持续承压，2025年毛利率水平为29%，2026年三季报为23%；净利率层面，2025年临床CRO板块扣非净利率为7%，2026年三季报为7%，毛利率有所下滑但净利率维持稳定，表明在行业承压背景下各公司都采取有效措施进行控费；
- 临床前CRO板块毛利率小幅提升，2025年毛利率为23%，2026年三季报为31%；净利率层面，考虑到部分临床前CRO公司涉及生物资产公允价值变动，因此2025年和2026年三季报净利率水平波动明显。

CXO公司毛利率及净利率情况

板块	公司	毛利率				扣非净利率			
		2023A	2024A	2025A	2026Q1-Q3	2023A	2024A	2025A	2026Q1-Q3
CDMO	药明康德	41%	41%	48%	54%	24%	25%	29%	36%
	药明生物	40%	41%	46%	-	29%	29%	30%	-
	药明合联	26% 31%	36%	-	15%	23%	26%		-
	康龙化成	36%	34%	35%	33%	13%	9%	11%	10%
	凯莱英	51%	42%	42%	42%	27%	15%	16%	13%
	博腾股份	41%	25%	30%	34%	7%	-9%	2%	-5%
	九洲药业	38%	34%	37%	36%	19%	12%	13%	16%
	平均值	**39%**	**35%**	**39%**	**40%**	**23%**	**21%**	**24%**	**27%**
临床CRO	泰格医药	39%	34%	27%	27%	20%	13%	5%	8%
	普蕊斯	30%	24%	26%	12%	15%	10%	11%	-1%
	诺思格	40%	37%	35%	30%	18%	15%	13%	9%
	平均值	**36%**	**32%**	**29%**	**23%**	**19%**	**13%**	**7%**	**7%**
临床前CRO	昭衍新药	43%	28%	21%	27%	14%	1%	19%	74%
	益诺思	44%	34%	26%	34%	17%	11%	-7%	11%
	平均值	**43%**	**31%**	**23%**	**31%**	**19%**	**12%**	**7%**	**12%**

来源：iFind，国金证券研究所

CXO板块：业绩持续验证板块高景气

2026年三季报披露后，药明康德连续两个季度持续上调业绩指引。业绩指引上调一方面反映下游创新药海内外订单持续落地，另一方面验证 CXO 行业景气上行逻辑不断夯实。

部分国内CXO公司对2026年业绩指引

公司	业绩指引
药明康德	年报&一季报后指引：2026年公司整体收入预计达到513-530亿元，持续经营业务收入同比增长18-22% 中报后指引：2026年公司整体收入预计达到585-605亿元，持续经营业务收入同比增速35-39% **三季报后指引：2026年公司整体收入预计达到610-619亿元，持续经营业务同比增长40-42%**
药明生物	年报后指引：2026年公司收入预计实现13-17%同比增长 中报后指引：2026年公司收入预计实现15-18%同比增长
凯莱英	2026年公司收入增长预计为19-22%，经营业绩将呈现加速增长态势
康龙化成	年报&一季报后指引：公司目标 2026 年收入同比增长12-18% 中报后指引：公司目标2026年收入同比增长15-20%

来源：iFind，各公司财报，国金证券研究所

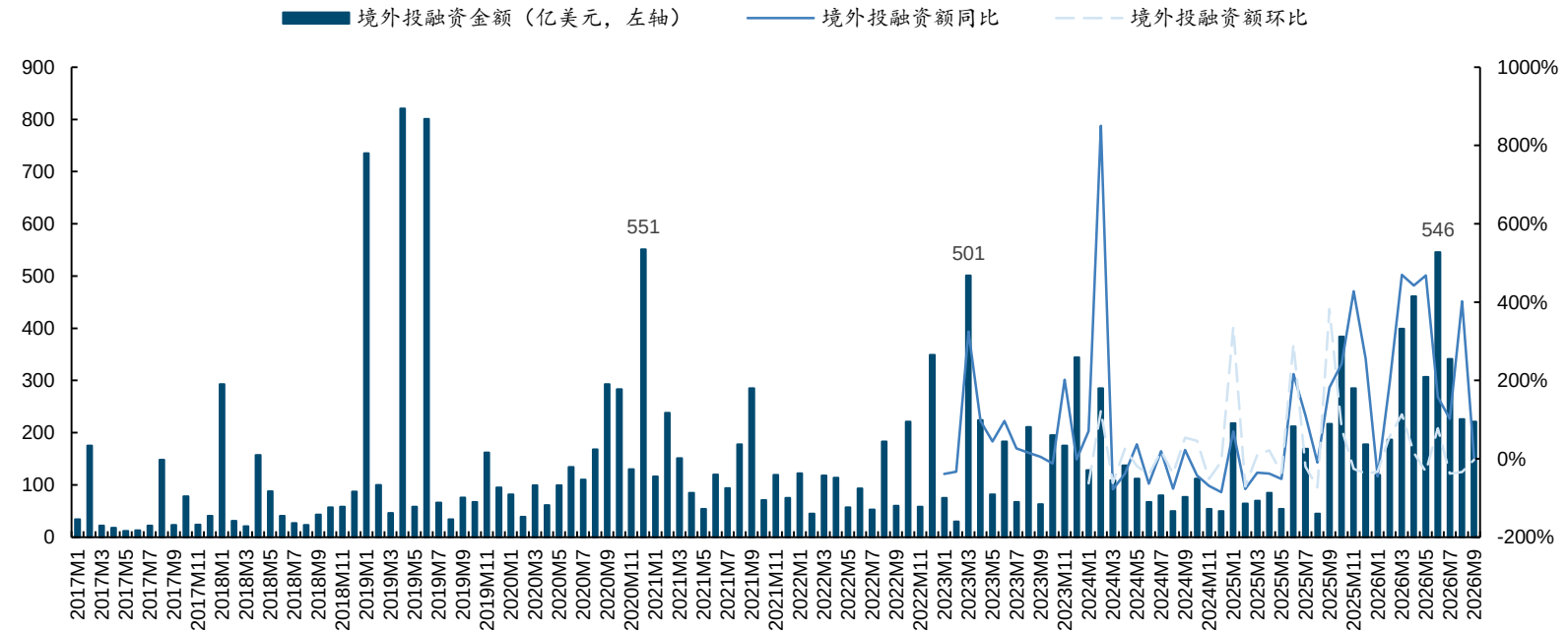
国金证券
SINOLINK SECURITIES

02 外需订单充沛，新分子带动行业扩容

外需订单充沛，新分子带动行业扩容

流动性宽松的背景下，海外投融资持续高位运行。根据insight数据库统计，2025年全球生物医药投融资总额达1981亿美元，相较2024年的1261亿美元同比大幅提升57%，投融资回暖幅度显著。2026年3-6月海外融资连续3个月同比增速超过400%，其中6月投融资高达546亿美元，这也是2021年以来海外投融资单月最高值。2026年8-9月，海外投融资水平有一定回落，但维持在较高水位。

海外投融资月度数据

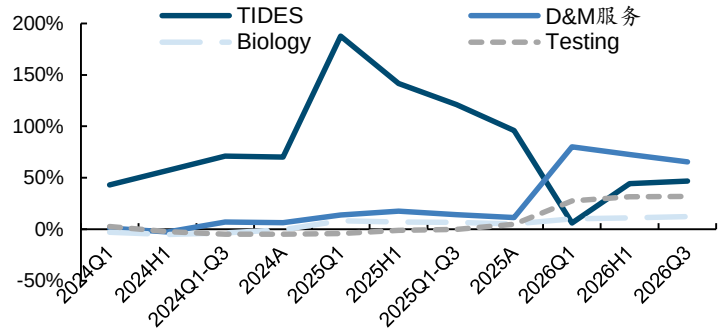


来源：insight，国金证券研究所

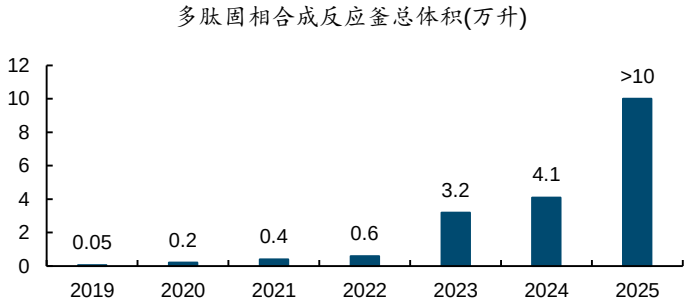
外需订单充沛，新分子带动行业扩容

全球创新药研发热情持续回升，叠加 GLP-1、ADC、多肽、小核酸等新兴赛道研发需求集中释放，为国内CDMO企业带来充足的海外订单增量，行业基本面复苏动能坚实、向上趋势明确。

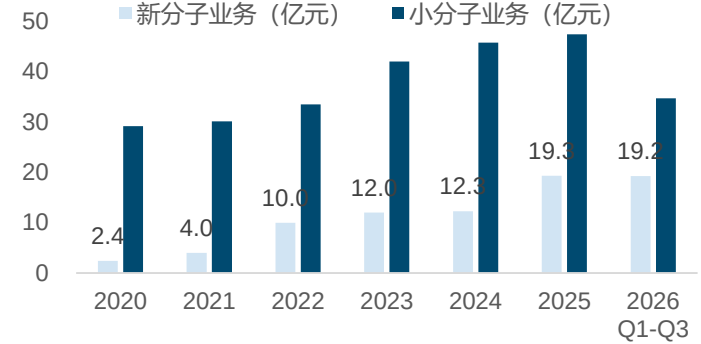
药明康德各板块业务增速



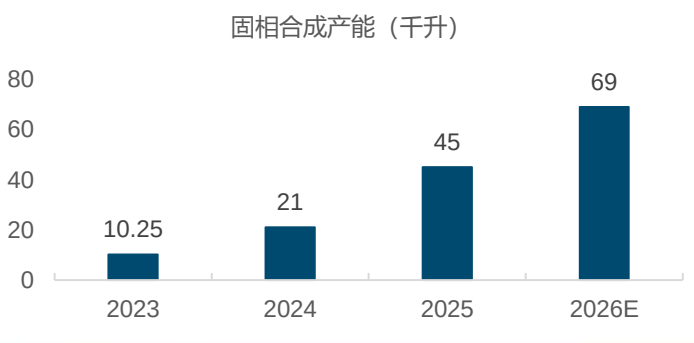
药明康德多肽固相合成反应釜总体积(万升)



凯莱英新兴业务和传统业务



凯莱英固相合成产能情况

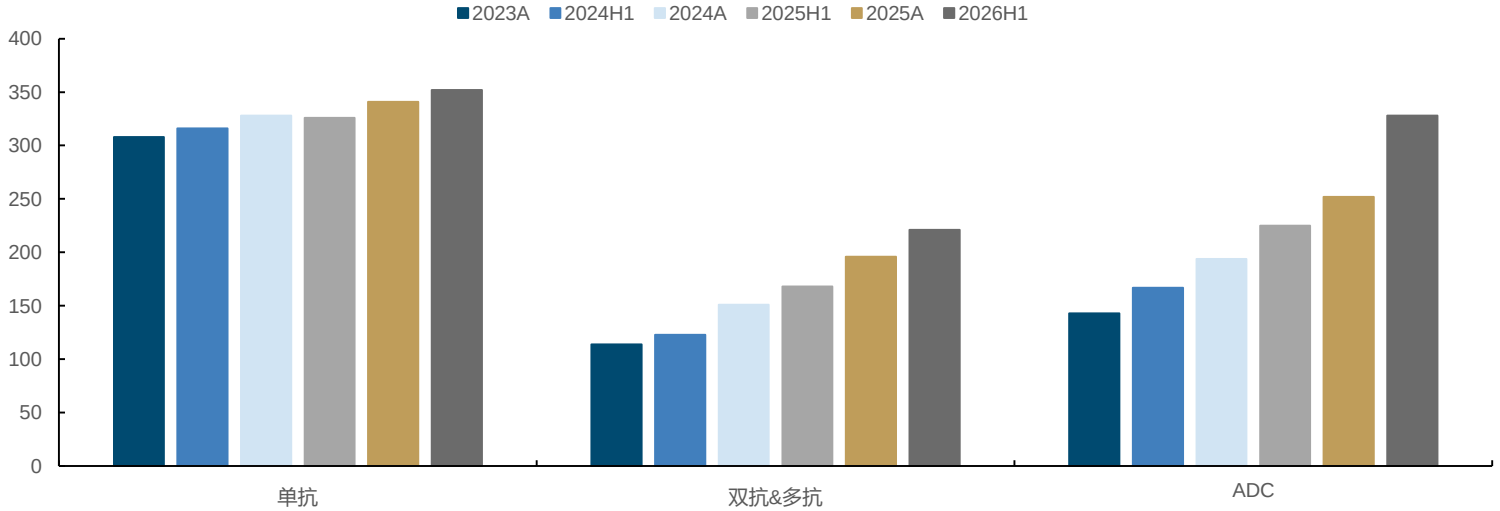


来源：iFind，国金证券研究所

外需订单充沛，新分子带动行业扩容

在大分子创新药领域，双抗、多特异性抗体及 ADC 已成为当前医药研发赛道中热度最高、成长确定性最强的细分方向之一。下游药企研发管线持续向双抗、多抗、ADC 等前沿领域倾斜，产业商业化与临床研发进程持续提速。从龙头企业经营数据亦可印证行业高景气度，药明生物2026年中报显示，公司承接的双抗&多抗、ADC类项目分子数量实现快速扩容，订单储备持续丰厚，进一步佐证大分子创新药赛道研发需求旺盛、产业高景气趋势明确。

药明生物新分子



来源：iFind，国金证券研究所

外需订单充沛，新分子带动行业扩容

各公司在手订单充沛，为后续业绩高增长提供坚实基础。2026年三季报披露完毕后，各家公司均详细披露全年在手订单情况。从订单结构来看，CDMO板块整体订单充裕、中长期能见度清晰，且 GLP-1、ADC、多肽、双抗等高景气新兴赛道订单充沛。充足且结构优质的在手订单，能够有效支撑后续各季度业绩稳步释放，也为全年收入及利润维持高增长态势，提供了强有力的基本面保障与确定性支撑。

国内CDMO公司订单及变化情况

公司	25H1订单情况	25Q1-Q3订单情况	2025年全年订单情况	26Q1订单情况	26H1订单情况	26Q1-Q3订单情况
药明康德	在手订单566.9亿元，同比增长37.2%；TIDES在手订单同比增长48.8%	在手订单598.8亿元，同比增长41.2%；TIDES在手订单同比增长17.1%	持续经营业务在手订单580亿元，同比增长28.8%；TIDES在手订单同比增长20.2%	持续经营业务在手订单597.7亿元，同比增长23.6%	持续经营业务在手订单664.3亿元，同比增长25.2%	持续经营业务在手订单人民币767.4亿元，同比增长36.4%
药明生物	未完成总订单金额203亿美元，未完成服务订单总额达114亿美元	-	未完成总订单金额237亿美元，未完成服务订单总额达115亿美元	-	未完成订单总额251亿美元，同比+23.6%；三年内未完成订单约55亿美元（同比+30%）	-
药明合联	在手订单13.3亿美元，同比增长57.9%；新签订单同比增长48.4%	-	在手订单14.9亿美元，同比增长50.3%；新签订单同比增长41%至13.3亿美元	-	未完成服务订单20亿美元，同比+50.4%；未完成订单总量（含里程碑）21.6亿美元，同比+62.2%	-
康龙化成	新签订单同比增长10%+；实验室服务新签订单同比增长 10%+；CMC板块新签订单同比增长约20%	新签订单同比增长13%+；实验室服务新签订单同比增长12%+；CMC板块新签订单同比增长约20%	新签订单金额同比增长超过14%；实验室服务新签订单同比增长约12%；CMC板块新签订单同比增长约13%	新签订单同比增长超30%；其中实验室服务新签订单超20%，小分子CDMO新签订单超50%	新签订单同比增长超30%；其中实验室服务超20%、CDMO超50%、临床研究服务超30%	新签订单同比增长超过30%；实验室服务超25%、CDMO超40%、临床研究服务超25%
凯莱英	在手订单10.88亿美元；新兴业务在手订单金额同比增长超 40%	新签订单保持双位数增长	在手订单总额 13.85 亿美元，同比增长 31.65%：其中化学大分子在手订单金额同比增长127.59%；生物大分子在手订单金额同比增长55.56%	公司在手订单持续增长	在手订单16.73亿美元，同比增长53.77%；2026年初至披露日新签订单同比增长54.59%	新签订单同比保持双位数增长

来源：iFind，国金证券研究所

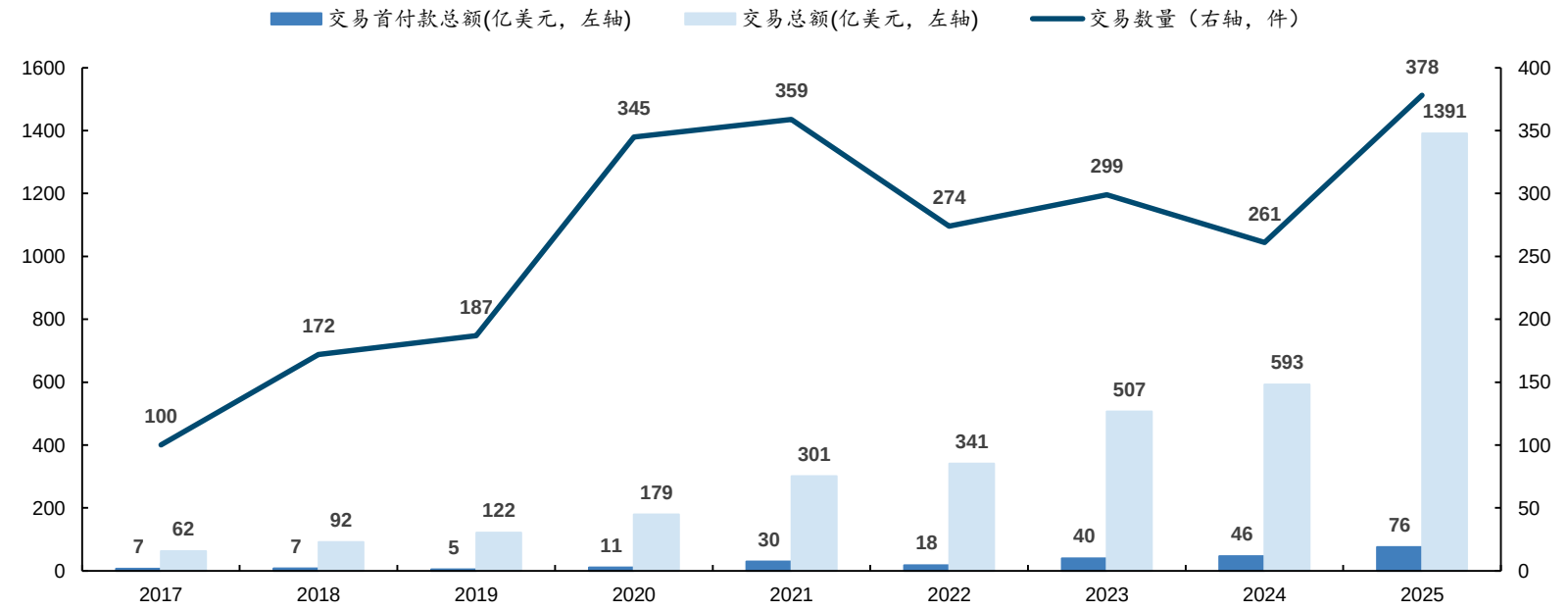
国金证券
SINOLINK SECURITIES

03 内需高景气延续，产业链传导逐步兑现

内需高景气延续，产业链传导逐步兑现

国内医药BD授权交易持续火热，进一步带动创新药产业链维持高景气度。根据医药魔方数据库统计，2025年国内医药BD交易活跃度显著提升，全年首付款总额达76亿美元，整体交易规模攀升至1391亿美元，交易数量高达378件。BD 交易的持续升温，不仅提振了行业研发投入信心，也为内需 CRO产业链带来持续订单增量。

国内BD情况

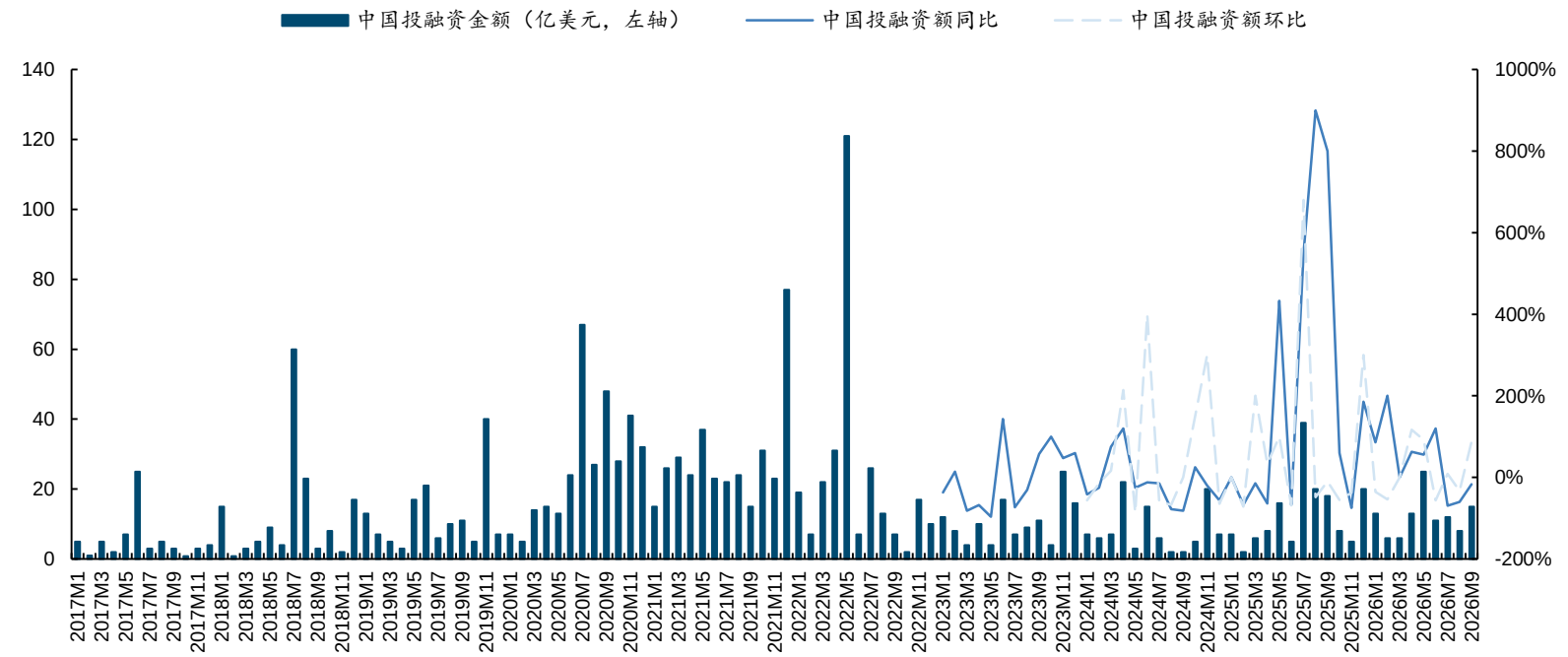


来源：insight，国金证券研究所

内需高景气延续，产业链传导逐步兑现

在医药 BD 授权交易持续火爆的强力拉动下，国内创新药一级市场投融资景气度同步迎来显著修复，行业资本环境明显改善。据insight数据库统计，2025 年国内医药行业投融资总额达到154 亿美元，相较2024年的102亿美元同比大幅提升51%。

国内投融资月度数据



来源：insight，国金证券研究所

内需高景气延续，产业链传导逐步兑现

投融资规模大幅回暖，充分体现资本市场对创新药赛道的信心持续修复。叠加产业 BD 交易热度攀升、优质研发资产迎来价值重估，进一步推动药企扩大研发开支、加码管线布局与创新投入。随着药企研发意愿显著回升，需求持续向上传导至国内CRO产业链，从各家CRO企业2026年三季报披露的订单数据来看，内需仍延续高景气态势，产业链传导将有望逐步从订单向业绩转化。

国内CRO公司订单及变化情况

分类	公司	25H1订单情况	25Q1-Q3订单情况	2025年全年订单情况	26Q1订单情况	26H1订单情况	26Q1-Q3订单情况
临床CRO	泰格医药	-	-	净新增订单101.6亿元，同比增长20.7%	-	净新增订单较2025年同期加速增长；新签订单平均单价与2025年同期相比重回增长态势	-
	普蕊斯	新签不含税合同金额6亿元，同比增长40%；存量不含税合同金额19.98亿元，同比增长9.45%	-	公司新签不含税合同金额11.32亿元，同比增加13.20%；存量不含税合同金额为19.82亿元，同比增长4.96%	第一季度的询单金额、新签订单金额同比实现较快增长	新签不含税合同金额4.50亿元，同比下降25.07%；截至报告期末存量不含税合同金额19.84亿元，与去年同期末基本持平	第三季度公司新签合同金额同比、环比均实现较快增长
临床前CRO	昭衍新药	新签订单金额约为10.2亿元，在手订单金额约为23亿元	新签订单金额16.4亿元，在手订单金额约为25亿元	新签订单金额26亿元，在手订单金额约为26亿元	新签订单约9.1亿元，同比+111.6%；截至一季度末在手订单约31亿元，同比+40.9%	整体在手订单金额约37亿元，同比增长60.9%；新签订单金额约20.2亿元，同比增长98.0%	新签订单约34.2亿元，同比+109%；在手订单约45亿元，同比+80%
	益诺思	新签订单金额为5.32亿元，同比上涨7.39%；在手订单金额为11.12亿元，同比增长14.29%	新签订单金额同比增长29.37%；在手订单金额同比增长19.43%	新签订单总额11.35亿元，同比增长38.62%；在手订单金额12.48亿元，同比增长28.23%	新签合同总额7.29亿元，同比+198.79%；截至一季度末在手订单17.52亿元，较2025年末+40.38%	新签订单14.66亿元，同比+175.56%；截至上半年末在手订单22.47亿元，较2025年末+80.09%	新签订单22.18亿元，同比+183.27%；在手订单26.25亿元，2025年末+110.34%

来源：ifind，国金证券研究所

国金证券
SINOLINK SECURITIES

04 生命科学上游：AI制药有望驱动行业扩容

生命科学上游：AI制药有望驱动行业扩容

AI 制药加速药物发现迭代，有望打开生命科学上游行业成长空间。随着候选分子数量增加，湿实验需求持续放量，生命科学上游产业链有望持续扩容。2025年板块收入同比增长13%，2026年三季报板块收入增速进一步提升至25%。扣非净利润方面，2025年板块扣非净利润同比增长13%，2026 年三季报，在收入提速带动下经营杠杆逐步释放，扣非净利润增速大幅提升至55%。

生命科学上游公司收入和扣非净利润情况

公司	营业收入（亿元）			收入增速YoY			扣非净利润（亿元）			扣非净利润增速YoY		
	2024A	2025A	2026 Q1-Q3	2024A	2025A	2026 Q1-Q3	2024A	2025A	2026 Q1-Q3	2024A	2025A	2026 Q1-Q3
百奥赛图	10	14	14	37%	41%	49%	0.2	1.2	2.4	106%	405%	308%
药康生物	7	8	7	10%	16%	26%	0.8	1.2	1.5	-29%	55%	65%
南模生物	4	4	4	4%	10%	22%	-0.2	0.1	-0.1	61%	156%	-189%
奥浦迈	3	4	7	22%	19%	172%	0.1	0.2	1.1	-81%	217%	184%
纳微科技	8	9	9	33%	18%	32%	0.7	1.2	2.0	109%	79%	111%
赛分科技	3	4	4	29%	28%	41%	0.8	1.2	1.6	69%	50%	89%
百普赛斯	6	8	8	19%	30%	31%	1.2	1.6	1.5	-15%	31%	14%
毕得医药	11	13	11	1%	20%	7%	1.0	1.3	1.4	-15%	27%	39%
皓元医药	23	29	26	21%	27%	29%	1.8	2.5	2.9	62%	38%	29%
药石科技	17	20	16	-2%	17%	15%	1.7	1.5	1.3	-2%	-16%	45%
阿拉丁	5	7	6	32%	30%	30%	1.0	1.0	1.0	17%	-1%	69%
泰坦科技	29	25	20	4%	-13%	6%	0.1	-1.0	-0.7	-89%	-1868%	-1102%
海尔生物	23	23	20	0%	2%	12%	3.2	2.2	2.0	-3%	-32%	14%
合计	**149**	**168**	**152**	**10%**	**13%**	**25%**	**12**	**14**	**18**	**56%**	**13%**	**55%**

来源：ifind，国金证券研究所

生命科学上游：AI制药有望驱动行业扩容

生命科学上游板块毛利率有所修复，2024和2025年板块毛利率均为56%，2026年三季报提升至58%；净利率方面，公司销售费用率、管理费用率等基本维持稳定，因此公司净利率波动浮动基本和毛利率一致，生命科学上游板块2025年净利率为13%，2026年三季报为16%。

生命科学上游公司毛利率及净利率情况

公司	毛利率				净利率			
	2023A	2024A	2025A	2026Q1-Q3	2023A	2024A	2025A	2026Q1-Q3
百奥赛图	71%	78%	76%	78%	-53%	3%	13%	22%
药康生物	68%	62%	64%	65%	26%	16%	18%	23%
南模生物	42%	46%	52%	53%	-6%	2%	7%	2%
奥浦迈	59%	53%	51%	48%	22%	7%	12%	6%
纳微科技	78%	70%	71%	72%	10%	11%	15%	26%
赛分科技	71%	71%	71%	74%	22%	27%	32%	39%
百普赛斯	91%	91%	91%	90%	27%	19%	20%	20%
毕得医药	40%	41%	45%	50%	10%	11%	11%	16%
皓元医药	45%	48%	47%	51%	7%	9%	8%	11%
药石科技	43%	38%	31%	33%	11%	13%	9%	9%
阿拉丁	60%	64%	64%	65%	21%	22%	19%	22%
泰坦科技	21%	20%	21%	21%	3%	0%	-2%	-4%
海尔生物	51%	48%	47%	47%	18%	17%	11%	12%
平均值	**57%**	**56%**	**56%**	**58%**	**9%**	**12%**	**13%**	**16%**

来源：iFind，国金证券研究所

国金证券
SINOLINK SECURITIES

风险提示

风险提示

- **汇兑风险：**部分公司存在海外业务，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。
- **临床试验进展不及预期风险：**药品的临床开发耗时耗资庞大，且其过程及结果具有高度不确定性。若新药出现不利的临床试验结果，将可能导致产品开发进展延缓甚至开发失败。
- **产品上市审评进展不及预期风险：**若制药产品无法及时获得各国家和地区监管机构批准，将可能导致相应公司业绩的增长收到影响。

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。