

# 医药生物周报（25 年第 41 周）

优于大市

## Grail 发布 Pathfinder 2 首批数据，多癌早筛迎来重要里程碑

### 核心观点

本周医药板块表现弱于整体市场，医疗服务板块领涨。本周全部 A 股上涨 3.26%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 3.24%，中小板指上涨 4.15%，创业板指上涨 8.05%，生物医药板块整体上涨 0.58%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药下跌 0.31%，生物制品下跌 0.69%，医疗服务上涨 3.94%，医疗器械上涨 0.89%，医药商业上涨 2.27%，中药下跌 0.85%。医药生物市盈率（TTM）38.35x，处于近 5 年历史估值的 80.28%分位数。

**Grail 发布 Pathfinder 2 首批数据，多癌早筛迎来重要里程碑。**Grail 在 2025 ESMO 年会上公布了多癌早筛（MCED）产品 Galleri 的注册性临床 Pathfinder 2 的首批临床结果：在 216 名检测出癌症信号的参与者中，最终 133 人确诊，阳性预测值达到 61.6%，较 Pathfinder 1 阶段的 38% 实现大幅提升，也显著高于其他先前临床研究或真实世界中观察到的 PPV 范围；特异性高达 99.6%，假阳性率极低；Galleri 检出的新发癌症中，53.5%处于 I 期或 II 期，I-III 期合计占比达 69.3%。此外，74%由 Galleri 检出的 I-II 期癌症类型目前尚缺乏推荐的常规筛查手段。组织溯源准确率（CSO）高达 91.7%，大幅缩减了阳性患者的进一步确诊时间。当 Galleri 被添加到 USPSTF A/B 级推荐的常规筛查（乳腺癌、宫颈癌、结直肠癌、肺癌）中时，总癌症检测数量增加了 7 倍以上，进一步证实 Galleri 的价值在于可成为现有筛查体系的增量补充工具。10 月 16 日，三星电子联合子公司三星物产以每股 70.05 美元的价格向 Grail 投资 1.1 亿美元，并将 Galleri 引入亚洲的主要市场。四天后，Grail 再通过私募配售募集约 3.25 亿美元，储备资金足以为公司运营提供资金直到 2030 年。自 9 月 1 日以来公司累计涨幅超过 170%，最高股价超过 100 美元。

**风险提示：**研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

### 重点公司盈利预测及投资评级

| 公司<br>代码  | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 总市值<br>(亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | PE      |         |         |       |
|-----------|----------|----------|-------------|------------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|-------|
|           |          |          |             | 2024A      | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E |
| 300760.SZ | 迈瑞医疗     | 优于大市     | 2686        | 116.7      | 110.9 | 126.2 | 145.0 | 23.0    | 24.2    | 21.3    | 18.5  |
| 603259.SH | 药明康德     | 优于大市     | 3082        | 93.5       | 111.6 | 127.3 | 145.1 | 33.0    | 27.6    | 24.2    | 21.2  |
| 300015.SH | 爱尔眼科     | 优于大市     | 1140        | 35.6       | 40.6  | 48.3  | 56.6  | 32.0    | 28.1    | 23.6    | 20.1  |
| 300832.SZ | 新产业      | 优于大市     | 486         | 18.3       | 17.8  | 20.6  | 23.8  | 26.6    | 27.3    | 23.7    | 20.5  |
| 688617.SZ | 惠泰医疗     | 优于大市     | 457         | 6.7        | 8.8   | 11.3  | 14.7  | 67.9    | 52.2    | 40.3    | 31.0  |
| 300633.SZ | 开立医疗     | 优于大市     | 145         | 1.4        | 3.1   | 4.0   | 4.8   | 102.0   | 46.4    | 36.6    | 30.1  |
| 688212.SH | 澳华内镜     | 优于大市     | 68          | 0.2        | 0.3   | 0.7   | 1.0   | 324.2   | 200.4   | 100.2   | 66.8  |
| 300685.SZ | 艾德生物     | 优于大市     | 91          | 2.5        | 3.2   | 3.8   | 4.5   | 35.6    | 28.6    | 23.7    | 20.1  |
| 688050.SH | 爱博医疗     | 优于大市     | 136         | 3.9        | 4.3   | 5.2   | 6.3   | 35.1    | 31.9    | 26.2    | 21.7  |
| 603882.SH | 金域医学     | 优于大市     | 131         | (3.8)      | 6.9   | 8.5   | -     | (34.3)  | 19.0    | 15.5    | -     |
| 002223.SZ | 鱼跃医疗     | 优于大市     | 372         | 18.1       | 20.1  | 23.7  | 27.8  | 20.6    | 18.5    | 15.7    | 13.4  |
| 688028.SH | 南微医学     | 优于大市     | 166         | 5.5        | 6.9   | 8.0   | 8.9   | 30.0    | 24.1    | 20.7    | 18.7  |
| 9926.HK   | 康方生物     | 优于大市     | 968         | (5.1)      | 0.3   | 7.3   | 17.9  | (188.2) | 3339.6  | 132.7   | 54.0  |
| 6990.HK   | 科伦博泰生物-B | 优于大市     | 931         | (2.7)      | (7.2) | (3.0) | 4.8   | (349.1) | (129.2) | (308.4) | 196.1 |
| 0013.HK   | 和黄医药     | 优于大市     | 185         | 2.7        | 30.5  | 4.8   | 7.7   | 68.1    | 6.1     | 38.3    | 24.1  |
| 2162.HK   | 康诺亚-B    | 优于大市     | 161         | (5.2)      | (4.9) | (5.8) | 0.5   | (31.3)  | (32.9)  | (28.0)  | 304.0 |
| 1530.HK   | 三生制药     | 优于大市     | 621         | 20.9       | 23.8  | 27.1  | 30.7  | 29.7    | 26.1    | 22.9    | 20.3  |
| 2268.HK   | 药明联合     | 优于大市     | 806         | 10.7       | 14.0  | 19.2  | 26.0  | 75.4    | 57.7    | 42.1    | 31.0  |
| 1789.HK   | 爱康医疗     | 优于大市     | 60          | 2.7        | 3.3   | 4.0   | 4.8   | 22.0    | 18.0    | 14.9    | 12.4  |
| 1066.HK   | 威高股份     | 优于大市     | 236         | 20.7       | 21.2  | 24.0  | 26.8  | 11.4    | 11.1    | 9.8     | 8.8   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业周报

#### 医药生物

#### 优于大市 · 维持

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《医药生物周报（25 年第 40 周）：推荐持续关注具备高质量创新能力的公司》——2025-10-26

《医药生物行业 2025 年 10 月投资策略——看好创新药长期逻辑，关注底部反转标的》——2025-10-23

《医药生物周报（25 年第 36 周）-劲方医药在港交所上市，关注具备差异化的创新药公司》——2025-09-25

《医药生物行业 2025 年 9 月投资策略——创新药产业链景气度高，器械板块有望估值修复》——2025-09-20

《A 股生物医药行业 2025 半年报总结——创新药及产业链景气度较高》——2025-09-19

## 内容目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| Grail 发布 Pathfinder 2 首批数据，多癌早筛迎来重要里程碑 ..... | 4  |
| 新股上市跟踪 .....                                 | 8  |
| 本周行情回顾 .....                                 | 9  |
| 板块估值情况 .....                                 | 11 |
| 投资策略 .....                                   | 12 |
| 推荐标的 .....                                   | 13 |
| 风险提示 .....                                   | 15 |

## 图表目录

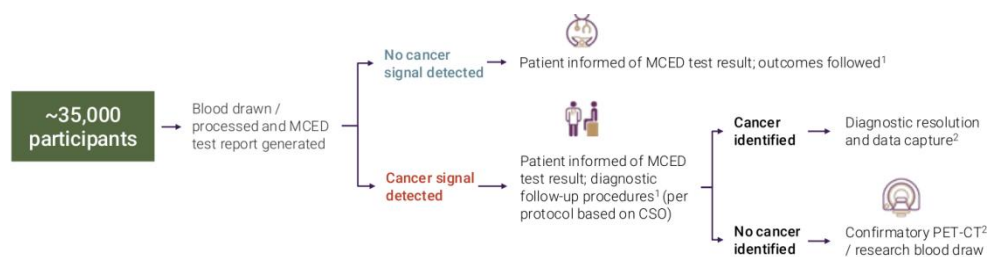
|                                                     |    |
|-----------------------------------------------------|----|
| 图 1: Pathfinder 2 注册性临床: 符合筛查预期用途的有效性和安全性研究 .....   | 4  |
| 图 2: Pathfinder 2 的核心临床研究结果 .....                   | 4  |
| 图 3: 不同类型癌症的阶段敏感性 .....                             | 4  |
| 图 4: Galleri 筛查出的大部分新肿瘤处于癌症早期 .....                 | 5  |
| 图 5: MCED 阳性受试者的中位确诊/排除时间 .....                     | 5  |
| 图 6: MCED 有望为常规肿瘤筛查方案提供大幅的额外获益 .....                | 5  |
| 图 7: Galleri 的超大型临床 NHS-Galleri 将在 2026 年中期公布 ..... | 6  |
| 图 8: Grail 多癌早筛产品 Galleri 的设计思路 .....               | 7  |
| 图 9: 2021-2025H1 销售的 Galleri 测试量 .....              | 7  |
| 图 10: 2024-2025H1 Grail 收入情况 .....                  | 7  |
| 图 11: 申万一级行业一周涨跌幅 (%) .....                         | 9  |
| 图 12: 申万一级行业市盈率情况 (TTM) .....                       | 11 |
| 图 13: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%) .....                        | 11 |
| 图 14: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM) .....                      | 11 |
| <br>                                                |    |
| 表 1: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪 .....                   | 8  |
| 表 2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况 .....                         | 10 |

## Grail 发布 Pathfinder 2 首批数据，多癌早筛迎来重要里程碑

Grail 在 2025 ESMO 年会上公布了多癌早筛（MCED）产品 Galleri 的注册性临床 Pathfinder 2 的首批临床结果。前瞻性、干预性的 PATHFINDER 2 临床研究共纳入约 35000 名年龄在 50 岁及以上、无症状的广泛人群。首批研究结果基于至少接受 12 个月随访的首批 25000 名参与者所进行的预设分析。公司自 9 月 1 日以来的累计涨幅超过 170%，最高股价超过 100 美元，创上市以来的新高。

Grail 完成 2 笔融资，将足以为公司提供营运资金支持直到 2030 年。10 月 16 日，三星电子联合子公司三星物产以每股 70.05 美元的价格向 Grail 投资 1.1 亿美元，并将 Galleri 产品引入亚洲的主要市场。四天后，Grail 再通过私募配售募集约 3.25 亿美元，参与方包括 Deep Track Capital、Farallon Capital Management、Hims & Hers、Braidwell LP 等新老投资机构。这笔资金加上公司的现有现金储备，将足以为公司运营提供资金直到 2030 年。

图1: Pathfinder 2 注册性临床：符合筛查预期用途的有效性和安全性研究



资料来源：Grail，国信证券经济研究所整理

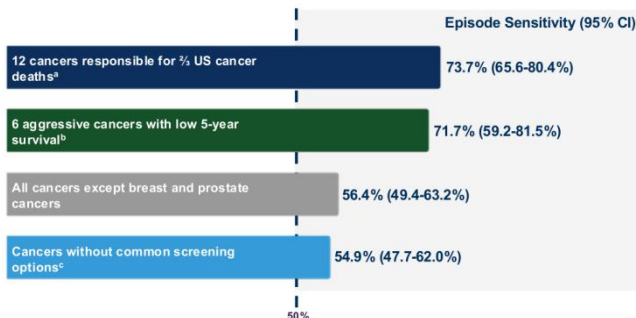
**阳性预测值相较 Pathfinder 1 大幅提升。**根据披露的研究结果，在 216 名检测出癌症信号的参与者中，最终 133 人确诊，阳性预测值达到 61.6%，较 Pathfinder 1 阶段的 38% 实现大幅提升，也显著高于先前其他临床研究或真实世界中观察到的 PPV 范围（42.9%~49.4%）。此外，Galleri 的特异性高达 99.6%，显示出极低的假阳性率。阶段敏感性（Episode Sensitivity，12 个月内确诊的癌症中被 MCED 正确识别的比例）为 40.4%，相较 Pathfinder 1 的 28.9% 也实现了大幅提升。按癌种进一步亚组分析，贡献美国 2/3 死亡率的 12 种癌症的阶段敏感性高达 73.7%，6 种 5 年生存率较低的高侵袭性癌症的阶段敏感性为 71.7%，没有通用筛查方式的癌症的阶段敏感性为 54.9%。

图2: Pathfinder 2 的核心临床研究结果

图3: 不同类型癌症的阶段敏感性

|                             |          | Cancer Status Over 12 Months of Follow-up (Performance Analyzable Cohort) |                                |                  | Performance Metric (95% CI) |
|-----------------------------|----------|---------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|------------------|-----------------------------|
|                             |          | Cancer Diagnosis (n=329)                                                  | No Cancer Diagnosis (n=22,832) | Total (N=23,161) |                             |
| MCED Test Result            | Positive | 133                                                                       | 83                             | 216              | PPV 61.6% (54.9-67.8%)      |
|                             | Negative | 196                                                                       | 22,749                         | 22,945           | NPV 99.1% (99.0-99.3%)      |
| Performance Metric (95% CI) |          | Episode Sensitivity <sup>a</sup> 40.4% (35.3-45.8%)                       | Specificity 99.6% (99.5-99.7%) |                  |                             |

资料来源：Grail，国信证券经济研究所整理

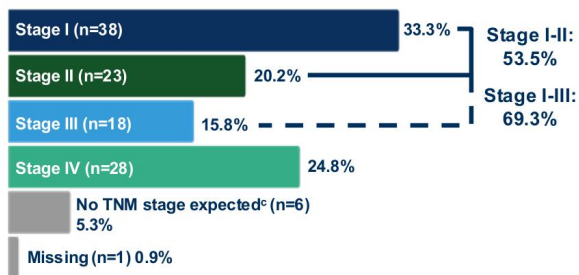


资料来源：Grail，国信证券经济研究所整理

**Galleri 发现早期癌症的能力同样惊艳。**通过 Galleri 检出的新发癌症中，53.5% 处于 I 期或 II 期，I-III 期合计占比达 69.3%。此外，74% 由 Galleri 检出的 I-II 期癌症类型目前尚缺乏推荐的常规筛查手段，涵盖肾癌、卵巢癌、胰腺癌、肝癌、胃癌等难诊断癌种，进一步证实了将 Galleri 纳入常规筛查的必要性。

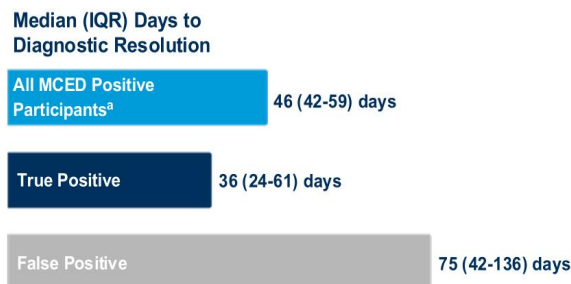
**极强的组织溯源能力加快患者确诊。**Galleri 的组织溯源准确率（CSO）高达 91.7%，因此大幅缩减了阳性患者的进一步确诊时间。所有 MCED 阳性参与者的中位确诊时间为 46 天，其中真阳性仅 36 天（Pathfinder 1 为 57 天），而假阳性的中位排除时间被缩减到 75 天（Pathfinder 1 为 162 天），且假阳性参与者绝大多数不需要通过手术干预就能确认排除（仅 0.6% 的受试需要侵入性程序），PATHFINDER 2 研究表明 Galleri 可显著降低健康人群的诊疗负担。

图4：Galleri 筛查出的大部分新肿瘤处于癌症早期



资料来源：Grail，国信证券经济研究所整理

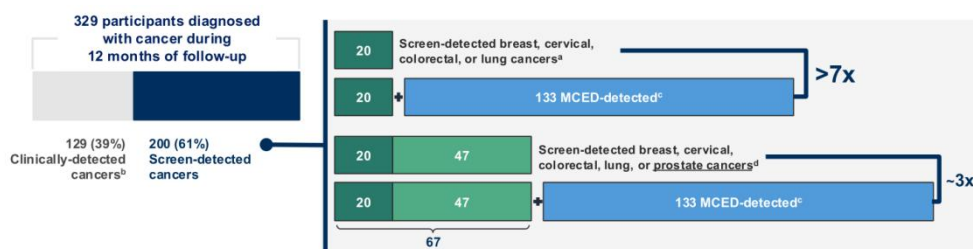
图5：MCED 阳性受试者的中位确诊/排除时间



资料来源：Grail，国信证券经济研究所整理

**Galleri 测试叠加常规推荐筛查将带来 7 倍以上的获益。**当 Galleri 被添加到 USPSTF A/B 级推荐的常规筛查（乳腺癌、宫颈癌、结直肠癌、肺癌）中时，总癌症检测数量增加了 7 倍以上。若纳入前列腺癌（USPSTF C 级推荐），癌症检出率也提升了 3 倍左右。在所有 Galleri 检测到的癌症中，73% 的癌症类型缺乏常规推荐的 A/B 级筛查选项，其中包括肝脏/肝内胆管（15 例）、头颈部（14 例）、胰腺/肝外胆管/胆囊（9 例）以及血液恶性肿瘤（淋巴系 22 例、浆细胞系 4 例），进一步证实 Galleri 的价值在于可成为现有筛查体系的增量补充工具。

图6：MCED 有望为常规肿瘤筛查方案提供大幅的额外获益



资料来源：Grail，国信证券经济研究所整理

**Galleri 对于癌症死亡率的临床获益转化尚需等待 NHS-Galleri 的研究结果。** Pathfinder 2 本质上是一项性能和安全研究，证实了 Galleri 在多癌早筛的检测性能，但尚未证明这种早期发现能够转化为癌症死亡率的降低。MCED 领域的终极目标——证明实际的临床效用，即降低晚期癌症发病率/癌症死亡率，必须依赖于 NHS-Galleri 这类大规模随机对照试验（RCT）的验证，NHS-Galleri 是一项在英国进行的涉及 140,000 名参与者的超大型临床，被视为 MCED 领域证明其对公共卫生影响的金标准数据，完整的纵向临床有效性结果预计将在 2026 年年中公布。

图7: Galleri 的超大型临床 NHS-Galleri 将在 2026 年中期公布

## NHS-Galleri

### *Longitudinal clinical utility in screening-eligible intended-use*

- Prospective, interventional randomized controlled trial of Galleri added to standard of care (UK)
- Repeat testing to demonstrate value of annual screening, plus 12 months follow up
- **140,000 participants**

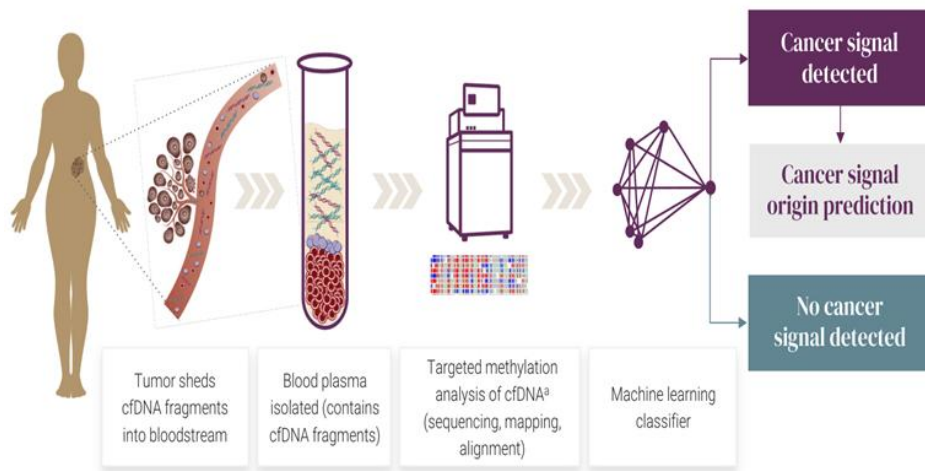
Full longitudinal clinical utility results expected mid-2026

资料来源：Grail，国信证券经济研究所整理

**系列临床数据将有力推动 Galleri 的 FDA 获批和医保覆盖。** Pathfinder 2 研究的数据将作为 Galleri 上市前批准（PMA）申请的一部分提交给 FDA，Grail 预计将在 2026 年上半年完成 Galleri 的 PMA 模块化提交，并有望在 2027 年初获得 FDA 批准上市，成为全球首个获证的多癌种早筛产品。此外，NHS-Galleri 的研究结果有望推动美国医保和商保的覆盖，促进 Galleri 的销售放量。

Grail 建立了人口规模级别的高质量 and 相互关联的临床和基因组数据集，并基于靶向甲基化的 NGS 技术开发了多癌早筛产品 Galleri，其能检测 50 多种癌症中共有的癌症信号，且能够准确预测癌症信号起源并指导诊断检查（甲基化特征分类：通过机器学习如梯度提升树、随机森林等算法，从 60,000+甲基化位点中筛选癌症特异性信号，区分癌症信号与技术噪音、生物噪音；溯源模型训练：基于迁移学习实现跨癌种分类，可区分 50+癌种并预测起源组织）。

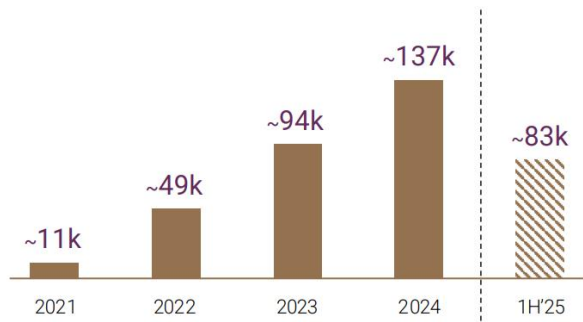
图8: Grail 多癌早筛产品 Galleri 的设计思路



资料来源: Grail, 国信证券经济研究所整理

**公司指引 2025 年 Galleri 保持 20-30% 增长。** Galleri 现阶段仍以实验室自建项目 (LDT) 形式开展商业化。2025 年第二季度检测量超过 4.5 万次, 同比增长 29%; 实现收入 3440 万美元, 同比增长 22%, 占总收入的 97%; 其中美国市场贡献 3420 万美元, 同比增长 21%, 在手现金 6.06 亿美金, 预计 2025 年 Galleri 增长 20-30%, 现金损耗小于 3.1 亿美金。2024 年 Grail 实现收入 1.26 亿美金, 同比增长 35%, 其中 Galleri 收入增长 45% (销量增长 46%, 价格下滑 1%)。

图9: 2021-2025H1 销售的 Galleri 测试量



资料来源: Grail, 国信证券经济研究所整理

图10: 2024-2025H1 Grail 收入情况



资料来源: Grail, 国信证券经济研究所整理

**投资建议: 关注多癌早筛的临床进展和商业价值。** Grail 通过 Pathfinder 2 已经成功跨越临床验证的重大里程碑, 并在关键数据发布的同时通过战略融资大幅加强了财务防御能力, 估值得到显著修复。多癌早筛 (MCED) 作为现有筛查体系的增量补充工具的价值显著, 有望在 FDA 获批和医保覆盖后打开巨大成长空间。建议关注基因测序卖水人华大智造。

## 新股上市跟踪

### ◆ 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪

表1: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪

| 证券代码    | 公司简称 | 上市进展     | 公司简介                                                                                                                                                        |
|---------|------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2637.HK | 海新西药 | 10月20日上市 | 公司是一家处于商业化阶段的制药公司，集研发、生产及销售能力于一体，具备在研创新药的管线。公司在中国最大、增长最快的治疗领域拥有多元化的产品组合及管线，并辅以国际策略计划，以拓展公司的海外业务。目前，公司已商业化的产品组合主要包括用于消化系统疾病、心血管系统疾病、内分泌系统疾病、神经系统疾病及炎症疾病的仿制药。 |

资料来源：中国证监会，港交所，国信证券经济研究所整理

## 本周行情回顾

本周全部 A 股上涨 3.26%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 3.24%，中小板指上涨 4.15%，创业板指上涨 8.05%，生物医药板块整体上涨 0.58%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药下跌 0.31%，生物制品下跌 0.69%，医疗服务上涨 3.94%，医疗器械上涨 0.89%，医药商业上涨 2.27%，中药下跌 0.85%。

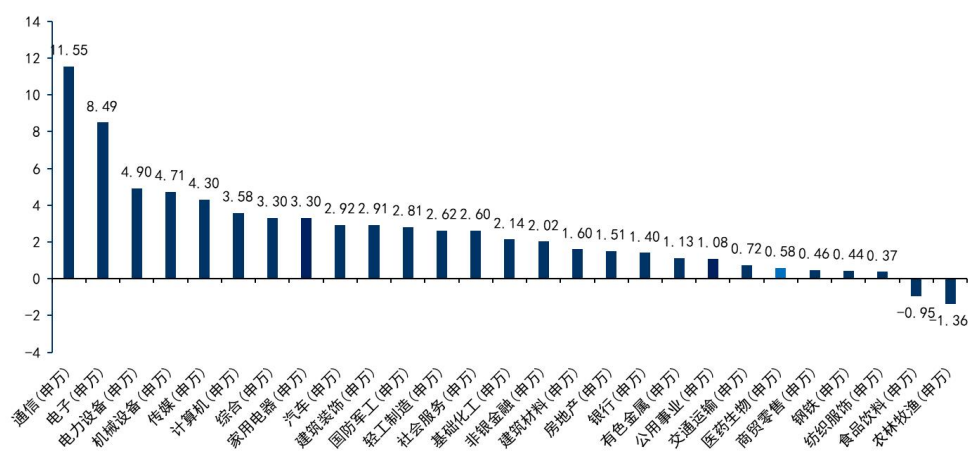
个股方面，涨幅居前的是建发致新（27.13%）、特一药业（22.32%）、毕得医药（18.87%）、华塑控股（16.67%）、\*ST 景峰（16.56%）、金石亚药（16.19%）、华兰股份（15.51%）、亨迪药业（15.25%）、海能技术（14.84%）、博拓生物（14.74%）。

跌幅居前的是透景生命（-18.56%）、新诺威（-17.47%）、舒泰神（-14.86%）、昂利康（-12.67%）、热景生物（-11.97%）、ST 香雪（-8.60%）、亚太药业（-8.26%）、康芝药业（-8.15%）、海泰新光（-8.06%）、片仔癀（-7.96%）。

本周恒生指数下跌 3.97%，港股医疗保健板块下跌 5.85%，板块相对表现弱于恒生指数。分子板块来看，制药板块下跌 3.27%，生物科技下跌 4.26%，医疗保健设备下跌 5.58%，医疗服务下跌 3.25%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）轩竹生物-B（1.32%）、康耐特光学（0.19%）、春立医疗（-1.13%）、药明康德（-2.44%）、石四药集团（-3.96%）；跌幅居前的是康宁杰瑞制药-B（-14.54%）、荃信生物-B（-10.38%）、映恩生物-B（-9.99%）、来凯医药-B（-9.42%）、劲方医药-B（-9.37%）。

图11：申万一级行业一周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表2: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况

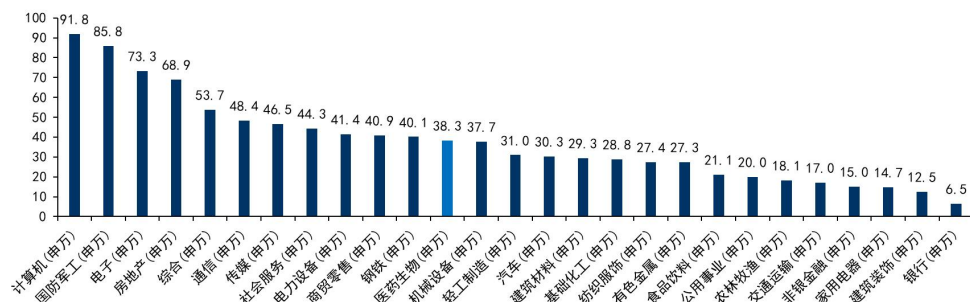
| 本周涨幅前十 |        | 本周跌幅前十 |         |
|--------|--------|--------|---------|
| 股票简称   | 涨幅     | 股票简称   | 跌幅      |
| 建发致新   | 27.13% | 透景生命   | -18.56% |
| 特一药业   | 22.32% | 新诺威    | -17.47% |
| 毕得医药   | 18.87% | 舒泰神    | -14.86% |
| 华塑控股   | 16.67% | 昂利康    | -12.67% |
| *ST 景峰 | 16.56% | 热景生物   | -11.97% |
| 金石亚药   | 16.19% | ST 香雪  | -8.60%  |
| 华兰股份   | 15.51% | 亚太药业   | -8.26%  |
| 亨迪药业   | 15.25% | 康芝药业   | -8.15%  |
| 海能技术   | 14.84% | 海泰新光   | -8.06%  |
| 博拓生物   | 14.74% | 片仔癀    | -7.96%  |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 本表仅做列示, 不做推荐

## 板块估值情况

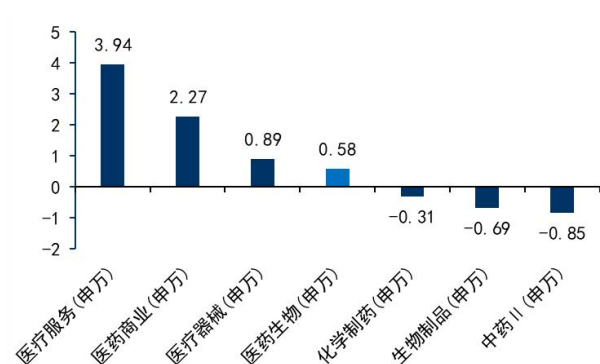
医药生物市盈率（TTM）38.08x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 20.02x。分板块来看，化学制药 46.85x，生物制品 46.66x，医疗服务 34.96x，医疗器械 40.58x，医药商业 19.55x，中药 27.90x。

图12: 申万一级行业市盈率情况（TTM）



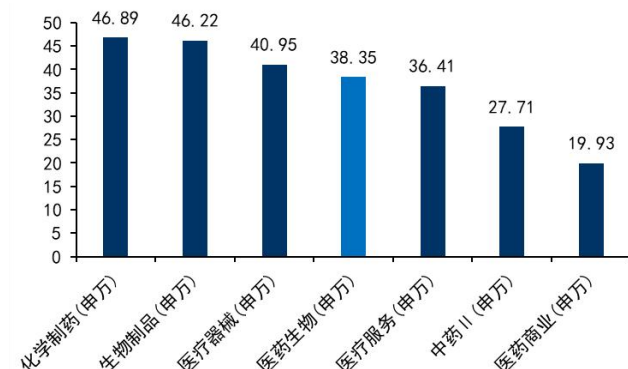
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13: 医药行业子板块一周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 医药行业子板块市盈率情况（TTM）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 投资策略

### 10 月医药行业投资观点

**多项成果在 ESMO 中展示。**2025 年的欧洲肿瘤学会（ESMO）将于 10 月中下旬举行，一系列国产创新药的研究成果在会议中进行展示：康方生物的伊沃西联合化疗对照替雷利珠单抗联合化疗一线治疗 sqNSCLC 的 ph3 临床（HARMONi-6），科伦博泰的 sac-TMT 单药对照含铂双药化疗二线治疗 EGFRm NSCLC 的 ph3 临床（OptiTROP-Lung04），sac-TMT 单药对照化疗治疗 HR+/HER2- mBC 的 ph3 临床（OptiTROP-Breast02），以及荣昌生物的 RC48、RC118、RC148，百利天恒的 BL-B01D1，劲方生物的 GFH375，乐普生物的 MRG004A，三生制药的 707 等。随着国产创新药的临床数据和临床进度在全球范围内的竞争力越来越强，创新药出海的趋势不断加强。建议关注具备高质量创新能力的公司：科伦博泰生物、康方生物、信达生物、三生制药、和黄医药、百济神州、泽璟制药、百利天恒等。

**关注创新药在海外的临床进展以及数据读出。**中国创新药产业已经体现出长期向好的发展趋势，并在近年集中体现在 BD 交易的爆发式增长。值得注意的是，对于大部分国产创新药，对外授权通常只是全球开发的起点，合作伙伴在海外的开发进度，以及后续全球临床数据的读出可以进一步加强产品在全球市场商业化的确定性。

**器械板块有望迎来“政策优化+景气回升+业绩复苏”下的估值修复机会。**2025 年以来医疗设备招投标持续回暖，随着库存逐步消耗，部分企业 2025 年第三季度业绩有望反转。高值耗材过往受集采和关税影响压制业绩和估值，集采反内卷和关税缓和背景下估值修复机会大，出海潜力足。体外诊断受医保控费政策冲击较大，集采有望加速进口替代和龙头集中。家用器械中的热门单品国内市场规模快速提升，国产龙头出海布局方兴未艾，业绩呈加速复苏态势。推荐关注：迈瑞医疗、威高股份、英科医疗、南微医学、鱼跃医疗。

**投资策略：看好创新药长期逻辑，关注底部反转标的。**2025 年 10 月投资组合：A 股：迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科、新产业、惠泰医疗、开立医疗、澳华内镜、艾德生物、爱博医疗、鱼跃医疗、南微医学；H 股：康方生物、科伦博泰生物-B、和黄医药、康诺亚-B、三生制药、药明合联、威高股份。

## 推荐标的

**迈瑞医疗：**公司作为国产医疗器械龙头，研发和销售实力强劲，国际化布局成果显著。公司受益于国内医疗新基建和产品迭代升级，并在海外加快高端客户拓展。微创外科、心血管等种子业务高速放量，“三瑞”数智化方案引领转型升级。

**药明康德：**公司是行业中极少数在新药研发全产业链均具备服务能力的开放式新药研发服务平台，有望全面受益于全球新药研发外包服务市场的快速发展。公司“一体化、端到端”的新药研发服务平台，无论是在服务的技术深度还是覆盖广度方面都能满足客户提出的多元化需求。

**爱尔眼科：**公司是我国最大规模的眼科医疗机构，致力于引进国际一流的眼科技术与管理方法，以专业化、规模化、科学化发展战略，利用人才、技术和管理等方面的优势，通过全国各连锁医院良好的诊疗质量、优质的医疗服务和深入的市场推广，促进中国眼科医疗事业的发展。

**新产业：**公司为化学发光免疫分析领域的龙头，拥有技术、生产和销售等方面的多重优势，坚实庞大的装机基础未来将持续带动试剂销售，促进进口替代，同时国际化和平台化布局将开启新成长曲线。

**惠泰医疗：**公司是一家专注于心脏电生理和介入医疗器械的研发、生产和销售的高新技术企业，已形成了以完整冠脉通路和心脏电生理医疗器械为主导，外周血管介入医疗器械为重点发展方向的业务布局。

**开立医疗：**国内“超声+软镜”行业领军企业，持续丰富业务矩阵。超声业务已经历20多年发展，建立了较为完善的营销网络渠道，超声行业也逐步进入成熟期。作为国产软镜后起之秀，在国内市场已跻身市占率第三。同时持续布局微创外科和心血管介入，新业务成长可期。

**澳华内镜：**公司为国产软镜设备龙头，软镜市场国产化率提升空间巨大，公司旗舰产品AQ-300于2022年底上市，性能媲美进口产品，目前市场推广进展顺利，有望带动收入高增长和盈利能力提升。

**艾德生物：**公司是肿瘤精准诊断领域的龙头企业，产品线布局领先，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，在院内渠道具备强大的销售壁垒；此外，公司产品顺利出海，中长期发展空间广阔。

**爱博医疗：**公司是国家高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业，产品涵盖眼科手术治疗、近视防控和视力保健三大领域，立足于人工晶状体、角膜塑形镜和隐形眼镜三大核心产品，公司已战略性扩大对眼健康全生命周期产品管线的覆盖。

**鱼跃医疗：**公司专注医疗器械的研发、生产、销售和服务，是国内领先的综合性医疗器械和解决方案供应商，致力于为全球患者和医疗机构提供高质量、创新性的医疗产品和服务。

**南微医学：**公司专注微创医疗器械的研发、制造和销售，秉持着“以科技和创新服务临床”的宗旨以及“守正创新、匠心致远”的发展理念，致力于帮助全球医疗机构提高医疗水平，逐步形成了内镜诊疗、肿瘤介入、微创神经外科三大产品系列，成为微创诊疗领域具有较高科研创新实力和市场竞争优势、业绩高速增长的细分行业领先企业。

**康方生物 (9926. HK)：**公司为专注创新的双抗龙头，在研管线丰富，双抗、ADC、单抗等不同分子形态已形成梯队。依沃西持续验证 FIC & BIC 潜力，公司与 Summit 合作持续推进全球的临床。卡度尼利与依沃西已经成功实现了国内的商业化，有望成为重磅品种。

**科伦博泰生物-B (6990. HK)：**公司 ADC 产品早期临床数据优秀，研发进度在全球范围内较为领先，且已经与默沙东达成了深度的合作，有利于产品实现在全球的商业化潜力。公司未来 2~3 年的营收主要来源于默沙东的首付款和里程碑付款，产品销售将在 2025 年后开始放量。

**和黄医药 (0013. HK)：**公司是一家处于商业化阶段的创新型生物医药公司，专注于发现、开发及商业化治疗癌症及免疫性疾病的靶向疗法及免疫疗法。呋喹替尼 2023 年底在美国获批上市后迅速放量，赛沃替尼也有望向 FDA 递交上市申请，索乐匹尼布临床数据优秀，预计将于 2025 年获批上市。

**康诺亚-B (2162. HK)：**公司的司普奇拜单抗是首个获批上市的国产 IL4R 单抗，季节性过敏性鼻炎适应症是司普奇拜单抗获批的第三个适应症，此前，成人中重度特应性皮炎适应症和慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症分别于 2024 年 9 月和 2024 年 12 月获批上市，三个适应症均有可能通过 2025 年的国谈进入医保。

**三生制药 (1530. HK)：**公司是一家集研发、生产和销售为一体的生物制药领军企业，在肾科、皮肤科、自身免疫科、肿瘤科的药物有多年的研发、销售经验。

**药明合联 (22688. HK)：**公司专注于全球 ADC 及更广泛生物偶联药物市场的领先 CRDMO，亦是唯一一家致力于提供综合性端到端服务的公司。凭借在生物药和小分子药物方面的专业知识，公司提供跨学科综合服务，涵盖生物偶联药物的发现、研究、开发及制造。

**威高股份 (1066. HK)：**公司主要从事一次性医用产品的研发、生产及销售业务，业务领域覆盖医疗器械产品、骨科产品、药品包装产品、血液管理产品等，同时从事融资租赁及保理业务。

## 风险提示

研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

附表：重点覆盖公司盈利预测及估值

| 代码        | 公司简称   | 子行业       | 总市值<br>(亿元) | 归母净利润(亿元) |       |       |       | PE     |        |         |         | ROE<br>24A | PEG<br>25E | 投资<br>评级 |
|-----------|--------|-----------|-------------|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|---------|------------|------------|----------|
|           |        |           |             | 24A       | 25E   | 26E   | 27E   | 24A    | 25E    | 26E     | 27E     |            |            |          |
| 300760.SZ | 迈瑞医疗   | 医疗器械      | 2,686       | 116.7     | 110.9 | 126.2 | 145.0 | 23.0   | 24.2   | 21.3    | 18.5    | 32.5%      | 3.2        | 优于大市     |
| 300832.SZ | 新产业    | 医疗器械      | 486         | 18.3      | 17.8  | 20.6  | 23.8  | 26.6   | 27.3   | 23.7    | 20.5    | 21.3%      | 3.0        | 优于大市     |
| 688212.SH | 澳华内镜   | 医疗器械      | 68          | 0.2       | 0.3   | 0.7   | 1.0   | 324.2  | 200.4  | 100.2   | 66.8    | 1.5%       | 2.9        | 优于大市     |
| 688161.SH | 威高骨科   | 医疗器械      | 121         | 2.2       | 2.5   | 3.1   | 3.8   | 54.2   | 47.8   | 38.9    | 32.2    | 5.7%       | 2.5        | 优于大市     |
| 688271.SH | 联影医疗   | 医疗器械      | 1,172       | 12.6      | 19.5  | 23.7  | 27.7  | 92.8   | 60.1   | 49.4    | 42.3    | 6.3%       | 2.0        | 优于大市     |
| 688050.SH | 爱博医疗   | 医疗器械      | 136         | 3.9       | 4.3   | 5.2   | 6.3   | 35.1   | 31.9   | 26.2    | 21.7    | 16.1%      | 1.8        | 优于大市     |
| 301363.SZ | 美好医疗   | 医疗器械      | 132         | 3.6       | 3.5   | 4.5   | 5.8   | 36.3   | 37.8   | 29.4    | 23.0    | 10.5%      | 2.3        | 优于大市     |
| 688236.SH | 春立医疗   | 医疗器械      | 89          | 1.2       | 2.2   | 2.7   | 3.3   | 71.5   | 40.2   | 32.7    | 27.0    | 4.4%       | 1.0        | 优于大市     |
| 300049.SZ | 福瑞股份   | 医疗器械      | 179         | 1.1       | 2.1   | 2.8   | 3.6   | 157.6  | 86.2   | 63.8    | 49.4    | 6.5%       | 1.8        | 优于大市     |
| 300463.SZ | 迈克生物   | 医疗器械      | 71          | 1.3       | 2.7   | 3.5   | 4.2   | 55.7   | 25.9   | 20.0    | 16.7    | 2.0%       | 0.5        | 优于大市     |
| 300685.SZ | 艾德生物   | 医疗器械      | 91          | 2.5       | 3.2   | 3.8   | 4.5   | 35.6   | 28.6   | 23.7    | 20.1    | 13.8%      | 1.4        | 优于大市     |
| 688358.SH | 祥生医疗   | 医疗器械      | 40          | 1.4       | 1.7   | 2.0   | 2.3   | 28.1   | 23.3   | 20.2    | 17.6    | 9.9%       | 1.4        | 优于大市     |
| 688389.SH | 普门科技   | 医疗器械      | 59          | 3.5       | 5.1   | 6.2   | -     | 17.2   | 11.7   | 9.5     | -       | 16.8%      | 0.3        | 优于大市     |
| 688029.SH | 南微医学   | 医疗器械      | 166         | 5.5       | 6.9   | 8.0   | 8.9   | 30.0   | 24.1   | 20.7    | 18.7    | 14.5%      | 1.4        | 优于大市     |
| 603301.SH | 振德医疗   | 医疗器械      | 200         | 3.9       | 3.9   | 5.0   | 5.7   | 51.9   | 51.2   | 40.3    | 34.9    | 6.8%       | 3.6        | 优于大市     |
| 688626.SH | 翔宇医疗   | 医疗器械      | 85          | 1.0       | 1.4   | 1.8   | 2.2   | 82.7   | 60.4   | 48.4    | 39.4    | 5.0%       | 2.2        | 优于大市     |
| 605369.SH | 拱东医疗   | 医疗器械      | 43          | 1.7       | 1.6   | 1.9   | 2.1   | 24.9   | 26.5   | 22.6    | 19.9    | 10.1%      | 3.5        | 优于大市     |
| 300633.SZ | 开立医疗   | 医疗器械      | 145         | 1.4       | 3.1   | 4.0   | 4.8   | 102.0  | 46.4   | 36.6    | 30.1    | 4.6%       | 0.9        | 优于大市     |
| 688575.SH | 亚辉龙    | 医疗器械      | 83          | 3.0       | 5.1   | 6.7   | -     | 27.6   | 16.2   | 12.5    | -       | 10.9%      | 0.3        | 优于大市     |
| 688617.SH | 惠泰医疗   | 医疗器械      | 457         | 6.7       | 8.8   | 11.3  | 14.7  | 67.9   | 52.2   | 40.3    | 31.0    | 26.8%      | 1.7        | 优于大市     |
| 688114.SH | 华大智造   | 医疗器械      | 278         | (6.0)     | 0.1   | 1.5   | 2.9   | (46.2) | 3968.2 | 185.2   | 94.5    | -7.6%      | -22.2      | 优于大市     |
| 002223.SZ | 鱼跃医疗   | 医疗器械      | 372         | 18.1      | 20.1  | 23.7  | 27.8  | 20.6   | 18.5   | 15.7    | 13.4    | 14.4%      | 1.2        | 优于大市     |
| 002653.SZ | 海思科    | 化学制药      | 567         | 4.0       | 5.5   | 6.9   | 8.7   | 143.5  | 103.9  | 82.0    | 65.5    | 9.4%       | 3.5        | 优于大市     |
| 000513.SZ | 丽珠集团   | 化学制药      | 307         | 20.6      | 22.0  | 24.8  | 28.6  | 14.9   | 13.9   | 12.4    | 10.7    | 14.9%      | 1.2        | 优于大市     |
| 688062.SH | 迈威生物-U | 生物药       | 171         | (10.4)    | (5.2) | (1.3) | -     | (16.4) | (33.1) | (135.5) | -       | -66.5%     | 0.5        | 优于大市     |
| 300601.SZ | 康泰生物   | 生物药       | 184         | 2.0       | 8.1   | 10.0  | -     | 91.4   | 22.9   | 18.5    | -       | 2.1%       | 0.2        | 优于大市     |
| 688687.SH | 凯因科技   | 生物药       | 48          | 1.4       | 2.0   | 2.6   | -     | 33.6   | 23.9   | 18.3    | -       | 7.7%       | 0.7        | 优于大市     |
| 688319.SH | 欧林生物   | 生物药       | 94          | 0.2       | 0.7   | 1.3   | -     | 450.6  | 143.9  | 70.3    | -       | 2.2%       | 0.9        | 优于大市     |
| 688443.SH | 智翔金泰-U | 生物药       | 104         | (8.0)     | (6.7) | (4.4) | (0.5) | (13.0) | (15.5) | (23.5)  | (220.4) | -37.5%     | 0.3        | 优于大市     |
| 688278.SH | 特宝生物   | 生物药       | 292         | 8.3       | 10.7  | 15.4  | 21.7  | 35.2   | 27.2   | 19.0    | 13.4    | 32.4%      | 0.7        | 优于大市     |
| 000999.SZ | 华润三九   | 中药        | 487         | 33.7      | 37.4  | 40.8  | 48.6  | 14.5   | 13.0   | 11.9    | 10.0    | 16.9%      | 1.0        | 优于大市     |
| 600557.SH | 康缘药业   | 中药        | 84          | 3.9       | 6.1   | 6.8   | -     | 21.5   | 13.8   | 12.5    | -       | 8.7%       | 0.4        | 优于大市     |
| 600129.SH | 太极集团   | 中药        | 120         | 0.3       | 13.0  | 15.6  | -     | 451.8  | 9.3    | 7.7     | -       | 0.8%       | 0.0        | 优于大市     |
| 688046.SH | 药康生物   | 生命科学与工业上游 | 72          | 1.1       | 1.3   | 1.7   | 1.9   | 65.8   | 54.7   | 43.5    | 38.4    | 5.1%       | 2.8        | 优于大市     |
| 301080.SZ | 百普赛斯   | 生命科学与工业上游 | 106         | 1.2       | 1.6   | 2.3   | 2.8   | 85.8   | 67.7   | 47.2    | 37.7    | 4.7%       | 2.1        | 优于大市     |
| 688293.SH | 奥浦迈    | 生命科学与工业上游 | 64          | 0.2       | 0.8   | 1.1   | 1.5   | 305.4  | 82.4   | 57.4    | 42.0    | 1.0%       | 0.9        | 优于大市     |
| 603259.SH | 药明康德   | CXO       | 3,082       | 93.5      | 111.6 | 127.3 | 145.1 | 33.0   | 27.6   | 24.2    | 21.2    | 16.1%      | 1.8        | 优于大市     |
| 000739.SZ | 普洛药业   | CXO       | 178         | 10.3      | 11.2  | 12.6  | 14.0  | 17.2   | 15.8   | 14.1    | 12.7    | 15.3%      | 1.5        | 优于大市     |
| 603127.SH | 昭衍新药   | CXO       | 224         | 0.7       | 3.3   | 3.8   | 4.1   | 303.0  | 68.0   | 58.9    | 54.3    | 0.9%       | 0.9        | 优于大市     |

|           |          |      |       |       |       |       |      |         |         |         |       |        |     |      |
|-----------|----------|------|-------|-------|-------|-------|------|---------|---------|---------|-------|--------|-----|------|
| 301096.SZ | 百诚医药     | CXO  | 63    | (0.5) | 0.5   | 0.9   | 1.2  | (118.8) | 118.2   | 72.9    | 54.0  | -2.0%  | 1.9 | 优于大市 |
| 688222.SH | 成都先导     | CXO  | 94    | 0.5   | 0.7   | 1.0   | 1.2  | 182.1   | 133.6   | 96.4    | 77.3  | 3.7%   | 4.0 | 优于大市 |
| 002821.SZ | 凯莱英      | CXO  | 375   | 9.5   | 11.4  | 12.9  | 14.6 | 39.5    | 33.1    | 29.1    | 25.6  | 5.6%   | 2.1 | 优于大市 |
| 603882.SH | 金域医学     | 医疗服务 | 131   | (3.8) | 6.9   | 8.5   | -    | (34.3)  | 19.0    | 15.5    | -     | -5.2%  | 0.8 | 优于大市 |
| 300015.SZ | 爱尔眼科     | 医疗服务 | 1,140 | 35.6  | 40.6  | 48.3  | 56.6 | 32.0    | 28.1    | 23.6    | 20.1  | 17.2%  | 1.7 | 优于大市 |
| 1066.HK   | 威高股份     | 医疗器械 | 236   | 20.7  | 21.2  | 24.0  | 26.8 | 11.4    | 11.1    | 9.8     | 8.8   | 8.7%   | 2.2 | 优于大市 |
| 1789.HK   | 爱康医疗     | 医疗器械 | 60    | 2.7   | 3.3   | 4.0   | 4.8  | 22.0    | 18.0    | 14.9    | 12.4  | 10.4%  | 0.9 | 优于大市 |
| 2005.HK   | 石四药集团    | 化学制药 | 83    | 9.8   | 9.5   | 9.8   | 10.8 | 8.4     | 8.8     | 8.4     | 7.7   | 14.7%  | 2.9 | 优于大市 |
| 0512.HK   | 远大医药     | 化学制药 | 265   | 22.9  | 20.2  | 22.5  | 25.5 | 11.6    | 13.1    | 11.8    | 10.4  | 15.0%  | 3.5 | 优于大市 |
| 0013.HK   | 和黄医药     | 化学制药 | 185   | 2.7   | 30.5  | 4.8   | 7.7  | 68.1    | 6.1     | 38.3    | 24.1  | 5.0%   | 0.1 | 优于大市 |
| 2162.HK   | 康诺亚-B    | 生物药  | 161   | (5.2) | (4.9) | (5.8) | 0.5  | (31.3)  | (32.9)  | (28.0)  | 304.0 | -20.8% | 0.2 | 优于大市 |
| 9926.HK   | 康方生物     | 生物药  | 968   | (5.1) | 0.3   | 7.3   | 17.9 | (188.2) | 3339.6  | 132.7   | 54.0  | -7.6%  | 4.9 | 优于大市 |
| 1530.HK   | 三生制药     | 生物药  | 621   | 20.9  | 23.8  | 27.1  | 30.7 | 29.7    | 26.1    | 22.9    | 20.3  | 13.5%  | 1.9 | 优于大市 |
| 6990.HK   | 科伦博泰生物-B | 生物药  | 931   | (2.7) | (7.2) | (3.0) | 4.8  | (349.1) | (129.2) | (308.4) | 196.1 | -8.1%  | 0.6 | 优于大市 |
| 2480.HK   | 绿竹生物-B   | 生物药  | 41    | (1.7) | (1.5) | (1.3) | 1.2  | (24.6)  | (28.3)  | (32.6)  | 35.7  | -19.7% | 0.2 | 优于大市 |
| 2268.HK   | 药明合联     | CXO  | 806   | 10.7  | 14.0  | 19.2  | 26.0 | 75.4    | 57.7    | 42.1    | 31.0  | 16.1%  | 1.7 | 优于大市 |
| 2273.HK   | 固生堂      | 医疗服务 | 64    | 3.1   | 3.7   | 4.7   | 5.9  | 20.9    | 17.4    | 13.7    | 10.9  | 12.9%  | 0.7 | 优于大市 |
| 2666.HK   | 环球医疗     | 医疗服务 | 106   | 20.3  | 21.2  | 22.0  | 22.9 | 5.2     | 5.0     | 4.8     | 4.6   | 11.8%  | 1.2 | 优于大市 |
| 2522.HK   | 一脉阳光     | 医疗服务 | 56    | (0.5) | 0.5   | 0.8   | 1.1  | (121.6) | 114.0   | 69.0    | 49.4  | -3.2%  | 2.2 | 优于大市 |

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理、预测      注: 总市值以 2025/10/24 股价计算

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            |      |                               |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032