



医药健康行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

医药组

分析师：甘坛焕（执业 S1130525060003） gantanhuan@gjzq.com.cn
 分析师：赵海春（执业 S1130514100001） zhaohc@gjzq.com.cn
 分析师：何冠洲（执业 S1130523080002） heguanzhou@gjzq.com.cn

分析师：唐玉青（执业 S1130525080003） tangyuqing@gjzq.com.cn
 分析师：王奔奔（执业 S1130525070006） wangbenben@gjzq.com.cn
 分析师：马居东（执业 S1130525070004） majudong@gjzq.com.cn

WCLC 学术会议临近，关注国产新药投资机会

投资逻辑

本周一至周四创新药板块有所波动，周五回涨，与芯片行情相反，本质上是板块资金轮动，创新药向上的产业趋势不变。本周披露的创新药企半年报捷报频传，信达生物中报大幅盈利，艾力斯的伏美替尼高速放量，利润超十亿，康方生物 HARMONI-A 的 OS 最终分析结果显示达到终点，具备临床意义和统计学显著获益。展望下周，2025 年世界肺癌大会（WCLC）将于 9 月 6 日-9 日举行，本次大会，中国学者共有 35 项口头报告（全体大会报告+口头报告+简短口头报告），其中 2 项参与主席/讨论环节（依沃西单抗 HARMONI 研究和阿美替尼 ACROSS 2 研究），国产新药临床数据披露值得期待。

药品板块：8 月 26 日，美国再生元公司宣布 C5 siRNA 新药 Cemdisiran 治疗全身型重症肌无力（gMG）的三期临床 BIMBLE 达到主要终点和关键次要终点。据 insight 数据库统计显示，自 2023 年开始，全球当年新进入临床的小核酸药物（siRNA、ASO、miRNA、Aptamer）管线数量快速攀升，其中 2023/2024 当年新进入临床的分子分别为 45/47 个，截至 2025 年 8 月，全球当年新进入临床的小核酸分子接近 40 个。目前国产 siRNA 等小核酸管线在研数量持续攀升中，后续研发进展值得关注。

生物制品：特宝生物怡培生长激素 AGHD IND 获准，成人 GHD 指成人垂体前叶生长激素合成与分泌功能受到损害，GH 完全或部分缺乏，并导致代谢紊乱，成人期发病的 GHD 年发病率约为 1/100 000。rhGH 治疗成人 GHD 可能带来诸多获益。长春高新聚乙二醇重组人生长激素注射液 AGHD 适应症处于 III 期临床试验阶段，建议持续关注领域内研发进展。

医疗器械：政策推动人工智能产品融合，智能化诊疗有望加速。国务院发布关于深入实施“人工智能+”行动的意见，有序推动人工智能在辅助诊疗、健康管理、医保服务等场景的应用，同时将加快人工智能与脑机接口等技术融合和产品创新，相关 AI 结合产品商业化落地和应用预计有望得到加速。

药店：药店行业自 2024 年下半年以来进入调整期，今年下半年整体面临基数压力相对较小。我们继续看好行业出清期龙头公司市占率的提升，以及门店结构优化后，内生增长有望向好，降本增效下业绩有望得到释放。

医疗服务及消费医疗：中报业绩陆续发布，板块业绩整体企稳，技术升级下实现有效“反内卷”，整体利润修复。消费属性医疗服务呈复苏态势，刚需类医疗服务受医保控费等因素影响，业绩有所分化。

投资建议

我们继续对医药板块在 2025 年走出反转行情抱有强烈信心，创新药主线和左侧板块困境反转依旧是 2025 年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注 ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。医疗器械板块目前在政策端利好频现，医疗设备招标同比恢复趋势显著，叠加各设备厂商渠道库存压力，同时头部企业份额持续提升，下半年有望迎来确定性较强的业绩拐点。建议关注创新研发管线丰富、海外市场拓展较快的头部医疗器械公司。

重点标的

信达生物、康方生物、科伦博泰、恒瑞医药、诺诚健华、华东医药、特宝生物、益丰药房、太极集团、迈瑞医疗、长春高新、三诺生物、固生堂等。

风险提示

汇兑风险、国内外政策风险、投融资周期波动风险、并购整合不及预期的风险等。



内容目录

创新药向上产业趋势不变，关注 WCLC 国产新药临床数据披露.....	4
药品板块：A/H 股创新药标的股价维持高景气，WCLC 学术会议临近	6
A/H 股创新药标的股价维持高景气，新药上市及跨国交易数量维持高水平.....	6
WCLC 学术会议临近，关注国产新药投资机会	9
再生元 C5 siRNA 新药 Cemdisiran III 期临床宣告成功，国产小核酸技术平台值得关注	10
生物制品：特宝生物怡培生长激素 AGHD IND 获准，关注领域内研发进展.....	11
医疗器械：国内创新产品注册推广加速，推动行业长期高质量发展.....	13
国务院发布关于深入实施“人工智能+”行动的意见.....	13
东软医疗光子计数 CT 通过创新器械通道注册获批上市.....	13
药店：降本增效成果渐显，Q2 业绩整体改善.....	14
医疗服务及消费医疗：中报业绩陆续发布，关注各板块优质龙头.....	17
投资建议.....	18
风险提示.....	18

图表目录

图表 1：年初至今各申万一级行业表现（%）	4
图表 2：8 月 25 日~8 月 29 日各申万一级行业表现（%）	4
图表 3：8 月 25 日~8 月 29 日医药生物申万三级细分涨跌幅（%）	5
图表 4：本周医药生物涨跌幅前十	5
图表 5：本周医药板块景气度	6
图表 6：本周 A 股创新药整体股价走势（2025/08/25-2025/08/29）	6
图表 7：本周 A 股部分个股股价走势（2025/08/25-2025/08/29）	6
图表 8：本周 H 股创新药整体股价走势（2025/08/25-2025/08/29）	7
图表 9：本周 H 股部分个股股价走势（2025/08/25-2025/08/29）	7
图表 10：本周美股创新药整体股价走势（2025/08/11-2025/08/29）	7
图表 11：7-8 月国内创新药获批上市情况（截至 2025/08/29）	8
图表 12：7-8 月国内创新药申报上市情况（截至 2025/08/29）	8
图表 13：7-8 月创新药跨国交易情况（截至 2025/08/29）	9
图表 14：部分 2025 WCLC 国产新药口头汇报统计	10
图表 15：BIMBLE 研究结果：Cemdisiran、Cemdisiran+Pozelimab 均显著改善 gMG 症状	11
图表 16：全球小核酸药物研发热度升高	11
图表 17：国产在研 siRNA 管线数量持续攀升	11
图表 18：GH 替代疗法对成人 GH 缺乏症的主要影响:.....	12



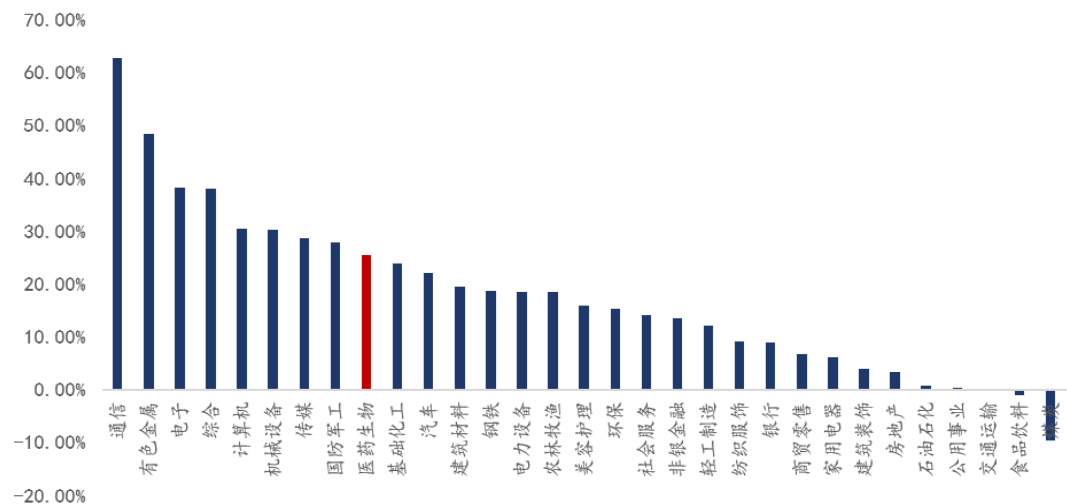
图表 19: 东软医疗 NeuViz P10 光子计数 CT.....	14
图表 20: 1H25 及 2Q25 部分上市连锁药店公司收入、归母净利润、扣非归母净利润（百万元）及增长情况..	14
图表 21: 行业店均客单数（单）来看，客流在 Q2 回暖.....	15
图表 22: 行业平均客单价（元）同比持续下滑.....	15
图表 23: 部分上市连锁药店调整扩张节奏，门店数量（家）增速放缓.....	16
图表 24: 头部药店销售费用率近年上行，仍有优化空间.....	17
图表 25: 头部药店销售费用中（薪酬+房租）/营业收入.....	17
图表 26: 头部药店销售费用中职工薪酬/营业收入.....	17
图表 27: 头部药店销售费用中房租/营业收入.....	17



创新药向上产业趋势不变，关注 WCLC 国产新药临床数据披露

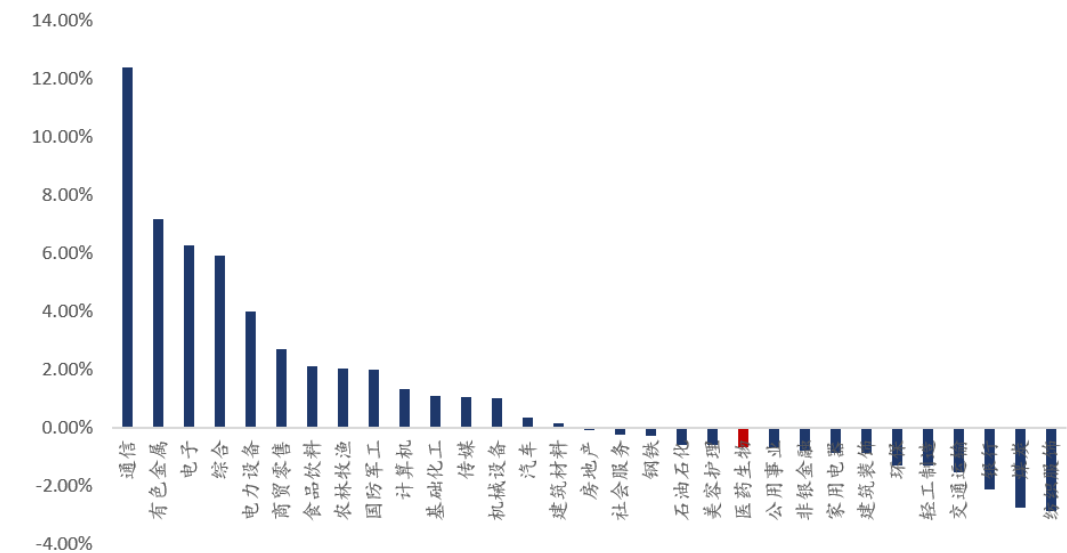
本周一至周四创新药板块有所波动,周五回涨,与芯片行情相反,本质上是板块资金轮动,创新药向上的产业趋势不变。本周披露的创新药企半年报捷报频传,信达生物中报大幅盈利,艾力斯的伏美替尼高速放量,利润超十亿,康方生物 HARMONI-A 的 OS 最终分析结果显示达到终点,具备临床意义和统计学显著获益。展望下周,2025 年世界肺癌大会(WCLC)将于 9 月 6 日-9 日举行,本次大会,中国学者共有 35 项口头报告(全体大会报告+口头报告+简短口头报告),其中 2 项参与主席/讨论环节(依沃西单抗 HARMONI 研究和阿美替尼 ACROSS 2 研究),国产新药临床数据披露值得期待。

图表1: 年初至今各申万一级行业表现 (%)



来源: iFinD, 国金证券研究所

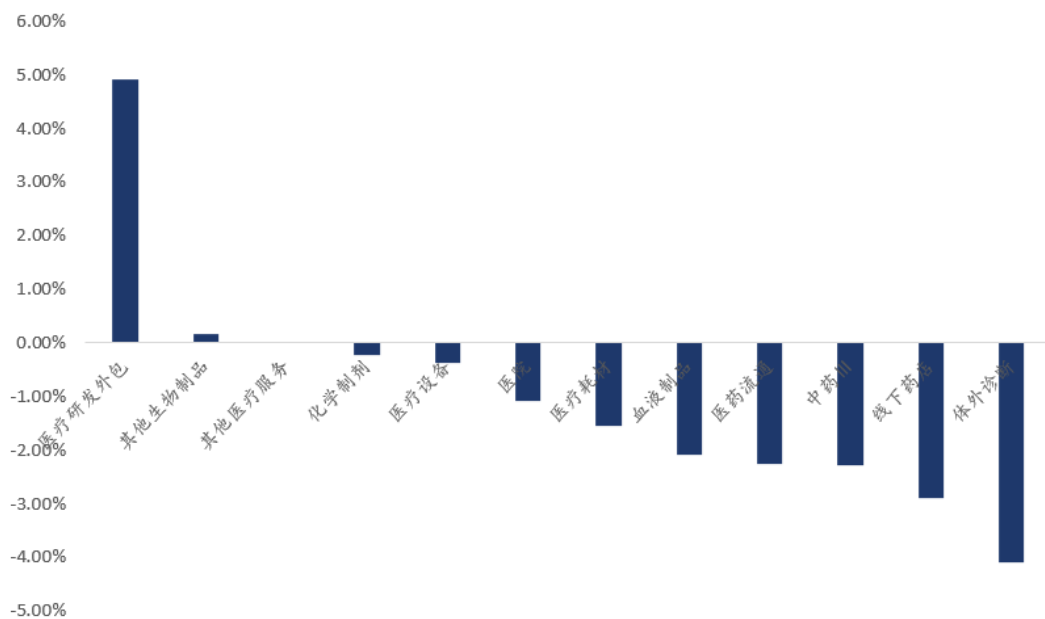
图表2: 8月25日~8月29日各申万一级行业表现 (%)



来源: iFinD, 国金证券研究所



图表3: 8月25日~8月29日医药生物申万三级细分涨跌幅(%)



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表4: 本周医药生物涨跌幅前十

排名	名称	上周涨跌幅
1	天臣医疗	31.04%
2	艾力斯	25.62%
3	迈威生物	22.39%
4	万邦德	21.97%
5	透景生命	18.91%
6	向日葵	17.60%
7	数字人	16.93%
8	皓元医药	16.36%
9	荣昌生物	15.14%
10	我武生物	14.79%
487	浩欧博	-10.25%
488	赛托生物	-10.29%
489	天智航	-10.34%
490	心脉医疗	-10.34%
491	利德曼	-10.54%
492	皓宸医疗	-10.93%
493	辰欣药业	-11.10%
494	康华生物	-11.14%
495	悦康药业	-11.90%
496	立方制药	-13.93%

来源: iFinD, 国金证券研究所



图表5：本周医药板块景气度

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

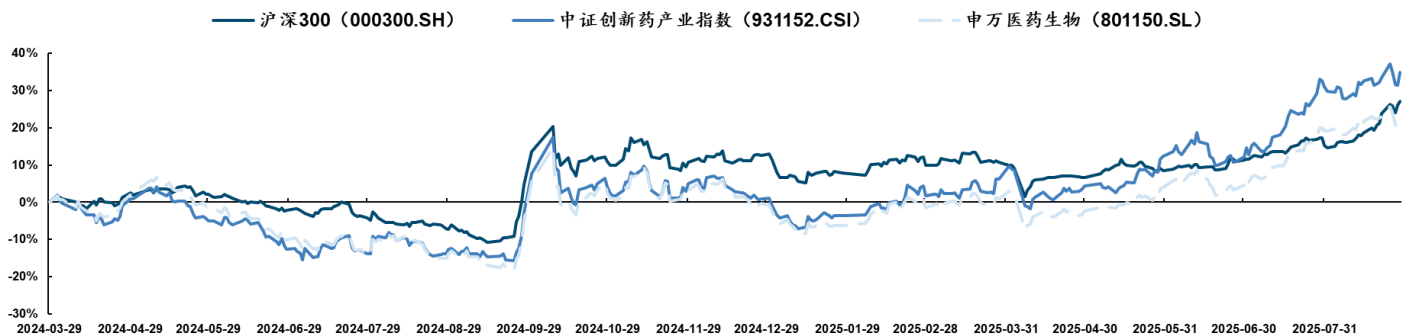
来源：国金证券研究所

药品板块：A/H 股创新药标的股价维持高景气，WCLC 学术会议临近

A/H 股创新药标的股价维持高景气，新药上市及跨国交易数量维持高水平

本周 A 股创新药整体景气度加速向上，其中中证创新药产业指数本周上涨 2.65%，而申万医药生物指数本周上涨 1.42%。

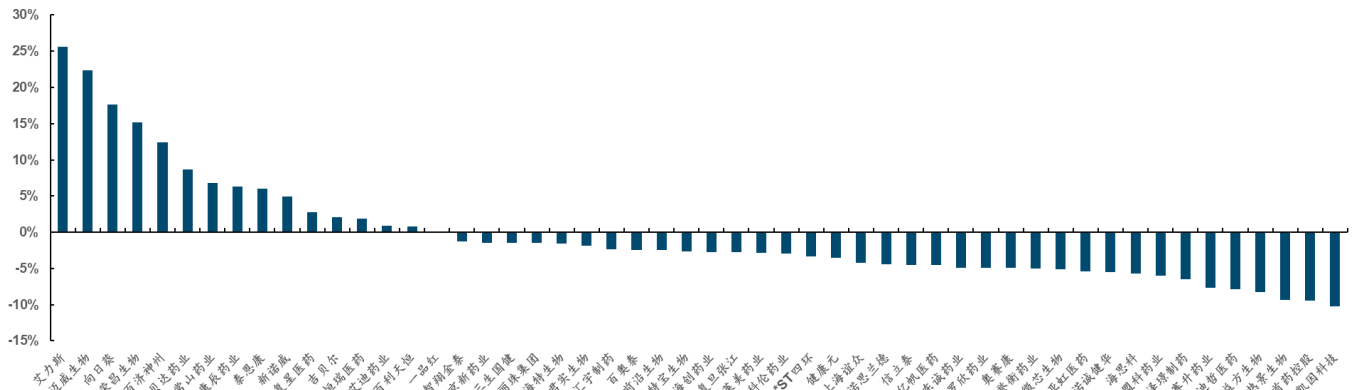
图表6：本周 A 股创新药整体股价走势（2025/08/25-2025/08/29）



来源：iFind，国金证券研究所

- 我们精选的 A 股创新药板块的 52 家上市公司，共计 16 家上涨，36 家下跌，平均涨跌幅-0.5%。其中涨跌幅前三分别为艾力斯（+25.6%）、迈威生物（+22.4%）、向日葵（+17.6%），涨跌幅后三分别为凯因科技（-10.2%）、首药控股（-9.5%）、热景生物（-9.4%）。

图表7：本周 A 股部分个股股价走势（2025/08/25-2025/08/29）

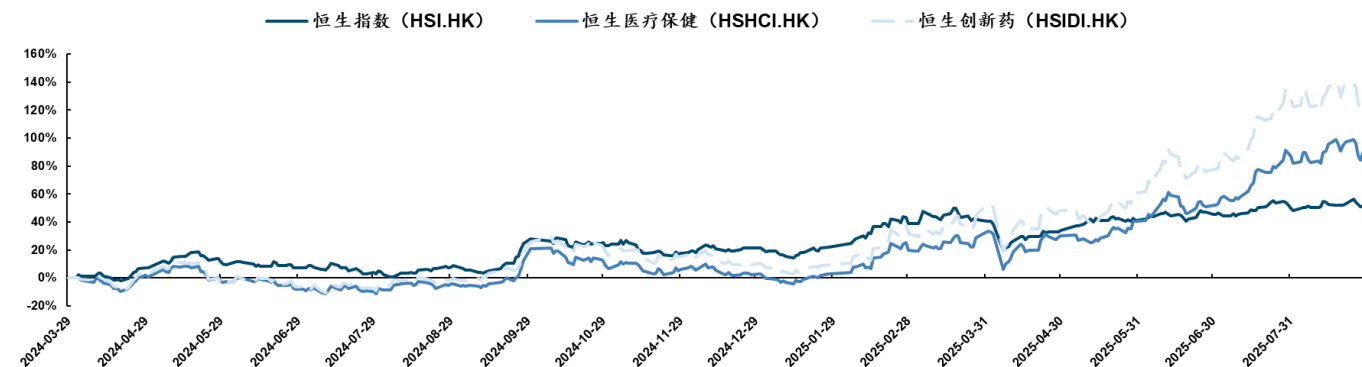


来源：iFind，国金证券研究所

本周 H 股创新药整体景气度维持高水平，恒生医疗保健指数本周上涨 3.52%，其中恒生创新药指数上涨 2.82%。



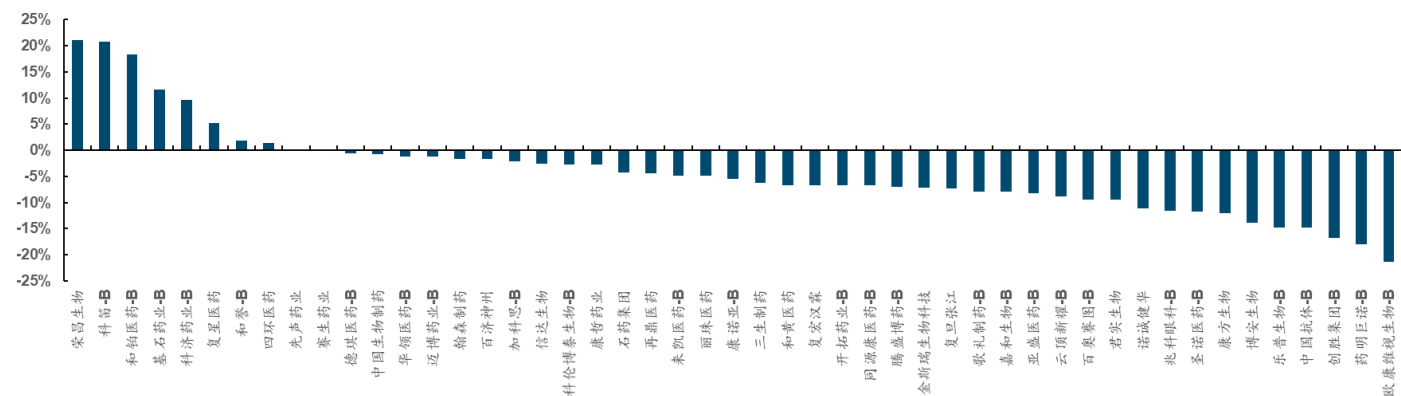
图表8：本周H股创新药整体股价走势（2025/08/25-2025/08/29）



来源：iFind，国金证券研究所

- 我们精选的H股创新药板块的49家上市公司，共计9家上涨，平均涨跌幅-4.1%。其中涨跌幅前三分别为荣昌生物（+21.0%）、和铂医药-B（+18.3%），涨跌幅后三分别为欧康维视生物-B（-21.3%）、药明巨诺-B（-17.9%）、创胜集团-B（-16.8%）。

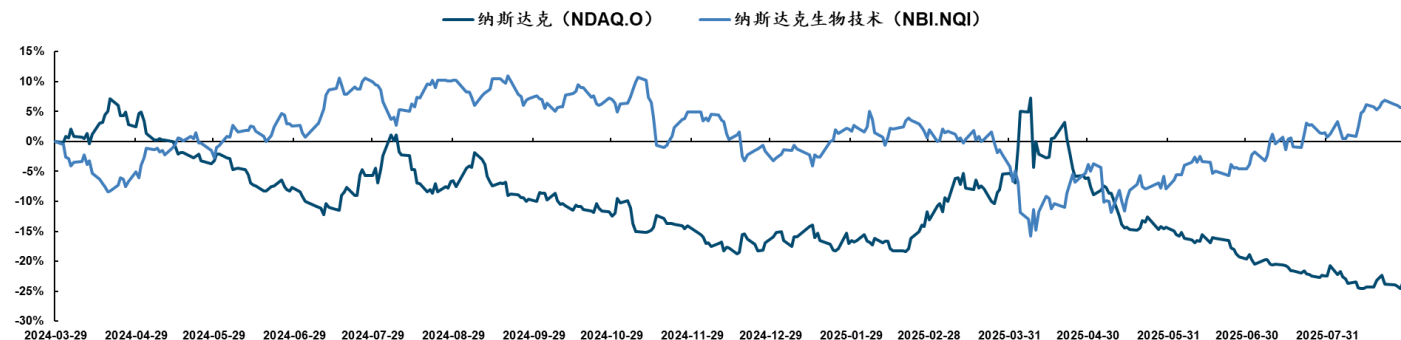
图表9：本周H股部分个股股价走势（2025/08/25-2025/08/29）



来源：iFind，国金证券研究所

本周美股创新药整体景气度加速上行，其中纳斯达克生物技术指数本周上涨1.06%。

图表10：本周美股创新药整体股价走势（2025/08/11-2025/08/29）



来源：iFind，国金证券研究所

2025/07/01-2025/08/29 期间，共计11款新药获CDE批准上市，其中10款为国产药物，1款进口药物。同时，共有14款创新药申报NDA，其中9款为国产药物，5款为进口药物。同时，共19个创新药相关跨国交易，涵盖授权/许可、合作、期权等不同形式。


图表11：7-8月国内创新药获批上市情况（截至 2025/08/29）

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）
司美那非	PDE5A	旺山旺水生物	勃起功能障碍	国产	2025/7/8	1
普拉替尼	RET	基石药业	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤	国产	2025/7/8	4
利沙托克拉	BCL2	亚盛药业	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤	国产	2025/7/8	1
玛硒洛沙韦	PA	征祥医药	甲/乙型流感病毒感染	国产	2025/7/15	1
植物源重组人血清白蛋白-HY1001	Albumin	汉禾元生物	低蛋白血症	国产	2025/7/15	1
妥诺达非	PDE5A	扬子江药业	勃起功能障碍	国产	2025/7/22	1
雷尼基奥仑赛	CD19	恒润达生	弥漫性大B细胞淋巴瘤	国产	2025/7/29	1
兰泽替尼	EGFR	杨森制药	非小细胞肺癌	进口	2025/7/29	2.4
地罗阿克	ALK, ROS1	轩竹生物	非小细胞肺癌	国产	2025/8/19	1
六价轮状病毒减毒活疫苗	Rotavirus	武汉生物制品研究所	轮状病毒感染	国产	2025/8/19	1
泽美妥司他	EZH2	恒瑞医药	外周T细胞淋巴瘤	国产	2025/8/29	1

来源：insight，国金证券研究所

图表12：7-8月国内创新药申报上市情况（截至 2025/08/29）

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
安瑞替尼胶囊	威凯尔/以岭生物	NTRK	2025-07-04	实体瘤	1	国产
醋酸锌片	Nobelpharma	-	2025-07-08	锌缺乏症	5.1	进口
乐德奇拜单抗注射液	先声药业	IL-4Rα	2025-07-08	特应性皮炎	1	国产
洛索洛芬钠凝胶膏	大桐制药/理德化学	COX	2025-07-09	骨关节炎/疼痛	5.1	进口
注射用亚胺培南西司他丁钠福诺巴坦	信诺维	PBP,DPEP1,Beta-lactamase	2025-07-09	医院获得或呼吸机相关肺炎	1	国产
库莫西利胶囊	正大天晴	CDK4,CDK6,CDK2	2025-07-09	HR+/HER2-乳腺癌	1	国产
BAY 2927088片	拜耳	EGFR-Ex20Ins,HER2-Ex20Ins,EGFR-C797S	2025-07-23	非小细胞肺癌	1	进口
注射用GD-11	万高药业/星昊药业	-	2025-07-25	急性缺血性卒中	1	国产
甲磺酸洛美他派胶囊	凯西制药	MTTP	2025-07-30	纯合子型家族性高胆固醇血症	5.1	进口
玛氟诺沙韦片	安帝康生物	PA	2025-08-02	甲/乙型流感病毒感染	1	国产
塞替替尼片	Lilly	RET	2025-08-15	实体瘤	5.1	进口
NH600001乳状注射液	恩华药业	GABR	2025-08-20	结肠镜/胃镜检查镇静	1	国产
齐瑞索韦肠溶胶囊	爱科百发生物	RSV F protein	2025-08-20	呼吸道合胞病毒感染	1	国产
利福特尼唑胶囊	丹诺医药	DdRp	2025/8/22	幽门螺杆菌感染	1	国产

来源：insight，国金证券研究所


图表13：7-8月创新药跨国交易情况（截至 2025/08/29）

项目名称	靶点	交易时间	转让方	受让方	交易类型一	交易类型二	交易金额
舒格利单抗	PD-L1	2025-07-08	基石药业	Istituto Gentili	授权/许可	License out	交易总额：192.5百万/美元，其他交易额：近50%净销售额的营收分成
LX-101	RPE65	2025-07-14	朗信生物	Golden Age Health	授权/许可	License out	-
XG005	CACNA2D, COX	2025-07-15	昌郁医药	神基制药	授权/许可	License out	-
KQ-2003	CD19, BCMA	2025-07-22	科舜药业	ERIGEN LLC	授权/许可	License out	里程碑付款：1335百万/美元，特许权使用费：基于KQ-2003在授权区域的净销售额，获得最高8亿美元的销售分成
SSGJ-707	PD-1, VEGF	2025-07-23	三生制药	辉瑞制药	期权	License out	交易总额：150百万/美元
HRS-9821等合计12项资产	PDE3/4	2025/7/27	恒瑞医药	葛兰素史克	授权/许可；期权	License out	首付款5亿美元，里程碑付款120亿美元
SYH2086	GLP1R	2025/7/30	石药集团	Madrigal	授权/许可	License out	首付款1.2亿美元，里程碑付款19.55亿美元，双位数销售分成
ATB102	AHR	2025/7/30	元启生物	德国福克大药厂	授权/许可	License out	-
CTM012/13	WT1/CD3/4-1BB CD3	2025/8/1	乐普生物	Excalipoint Cayman	授权/许可	License out	首付款0.1亿美元，里程碑付款8.48亿美元，个位数销售分成
普乐司兰钠	APOC3	2025/8/1	维亚臻生物	赛诺菲	转让/收购	License out	首付款1.3亿美元，里程碑付款2.65亿美元
卡拉拉嗪	DRD2/3, HTR1/2A	2025/8/8	吉瑞大药厂	京新药业	授权/许可	License in	里程碑付款0.62百万美元；相应的销售分成
XH-S004	DPP-1	2025/8/11	复星医药	Expedition Therapeutics	授权/许可	License out	首付款：17百万美元，里程碑付款：628百万美元，按约定百分比和期限
AJ001/3/4/7/peptide-docetaxel conjugate	VEGFR2, Integrin α vβ3	2025/8/12	安吉生物	Amphastar Pharmaceuticals	授权/许可	License out	首付款：6百万美元；里程碑付款：267百万美元；特许权使用费：5%
RC28-E	VEGF, FGF2	2025/8/19	荣昌生物	参天制药	授权/许可	License out	首付款：34.97百万美元，里程碑付款：146.17百万美元，高个位数至双位数的梯度销售分成
玛瑞洛沙韦	PA	2025/8/21	征祥医药	Cigalah Medpharm Trading LLC	授权/许可	License out	-
塔拉妥单抗	DLL3/CCD3	2025/8/26	百济神州	Royalty Pharma	授权/许可	License out	首付款：885百万美元 里程碑付款：0.65百万美元
XH-S003	CFB	2025/8/27	复星医药	Sitala Bio	授权/许可	License out	首付款：25百万美元 里程碑付款：645百万美元
YH017	-	2025/8/28	百奥赛图	未披露	授权/许可	License out	个位数净销售额分成
YH016	-	2025/8/28	百奥赛图	未披露	授权/许可	License out	个位数净销售额分成

来源：insight，国金证券研究所

WCLC 学术会议临近，关注国产新药投资机会

- 2025 年世界肺癌大会（WCLC）将于 9 月 6 日-9 日举行，本次大会，中国学者共有 35 项口头报告（全体大会报告+口头报告+简短口头报告），其中 2 项参与主席/讨论环节（依沃西单抗 HARMONi 研究和阿美替尼 ACROSS 2 研究），国产新药临床数据披露值得期待。



图表14：部分 2025 WCLC 国产新药口头汇报统计

厂家	产品	技术类型	汇报内容	类型
翰森制药	阿美替尼	EGFR-TKI	阿美替尼联合化疗治疗EGFR突变及合并抑癌基因的NSCLC的III期研究（ACROSS 2）	全体大会口头报告
康方生物/Summit 依沃西		PD-1/VEGF双抗	依沃西 vs 安慰剂联合化疗用于接受三代EGFR-TKI治疗后进展的EGFR阳性NSCLC患者的III期研究（HARMONI）	全体大会口头报告
复宏汉霖	斯鲁利单抗	PD-1单抗	ASTRUM-002：斯鲁利单抗±HLX04联合化疗一线治疗晚期非鳞非小细胞肺癌（NSCLC）	口头报告
恒瑞医药	SHR-4849	DLL3 ADC	SHR-4849（IDE849）：一种DLL3导向的抗体-药物偶联物在复发小细胞肺癌（SCLC）中的首次人体I期研究	口头报告
百利天恒	Iza-Bren	EGFR/HER3 ADC	Iza-Bren（BL-B01D1）单药治疗局部晚期或转移性EGFR突变NSCLC的I/II期研究	口头报告
百利天恒	Iza-Bren	EGFR/HER3 ADC	Iza-Bren（BL-B01D1）联合奥希替尼治疗EGFR突变局部晚期或转移NSCLC的II期研究	口头报告
康方生物	卡度尼利	PD-1/CTLA-4双抗	卡度尼利单抗联合Pulocimab治疗既往免疫治疗后进展的NSCLC患者的疗效与安全性：一项Ib/II期研究	微型口头报告
百济神州	替雷利珠单抗	PD-1单抗	替雷利珠单抗+化疗序贯手术/放疗联合辅助治疗不可切除III期NSCLC	微型口头报告
百济神州	替雷利珠单抗	PD-1单抗	评估替雷利珠单抗±抗TIGIT或抗LAG-3单克隆抗体±化疗治疗可切除NSCLC的II期多中心伞式试验	微型口头报告
贝达药业	恩沙替尼	ALK抑制剂	恩沙替尼治疗MET外显子14跳跃的晚期NSCLC循环肿瘤DNA监测策略对比分析	微型口头报告
复宏汉霖	斯鲁利单抗	PD-1单抗	广泛期小细胞肺癌一线斯鲁利单抗联合化疗的微小残留病灶动态监测	微型口头报告
复宏汉霖	斯鲁利单抗	PD-1单抗	SUPER BRAIN研究：斯鲁利单抗+贝伐珠单抗+化疗一线治疗脑转移非鳞NSCLC的II期试验	微型口头报告
翰森制药	阿美替尼	EGFR-TKI	阿美替尼作为高危可切除IA期EGFR突变NSCL辅助治疗的疗效和安全性（APPOINT）	微型口头报告
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR-TKI	舒沃替尼在经治的EGFR 20号外显子插入突变NSCLC中的一项国际多中心、II期、随机、关键性研究	微型口头报告
同源康医药	Asandeutertinib	EGFR-TKI	Asandeutertinib vs 奥希替尼在EGFR突变伴脑转移NSCLC中的对比：ESAONA关键性研究中期分析	微型口头报告
君实生物	Tifcemalimab	BTLA单抗	Tifcemalimab 联合特瑞普利单抗及化疗作为广泛期SCLC一线治疗的Ib/II期研究	微型口头报告

来源：丁香园，肿瘤资讯，国金证券研究所

再生元 C5 siRNA 新药 Cemdisiran III 期临床宣告成功，国产小核酸技术平台值得关注

- 8月26日，美国再生元公司宣布，C5 siRNA 新药 Cemdisiran 治疗全身型重症肌无力（gMG）的三期临床 BIMBLE 达到主要终点和关键次要终点。再生元计划在与 FDA 沟通后，于 2026 年第一季度提交 cemdisiran 单药的上市申请（NDA）。
- 在该 BIMBLE 研究中，每三个月皮下注射一次的单药 Cemdisiran 治疗组中平均补体活性抑制率为 74%，Cemdisiran 与 C5 抗体 Pozelimab 的联合疗法治疗组中补体活性抑制率达 99%。Cemdisiran 单药、Cemdisiran+Pozelimab 联合疗法在日常生活活动量表（MG-ADL）总分（主要终点）方面相较安慰剂分别实现 2.30 分（ $p=0.0005$ ）、1.74 分（ $p=0.0086$ ）的改善。BIMBLE 研究的成功，进一步提示了 siRNA 等小核酸技术在慢病治疗中的巨大应用潜力。



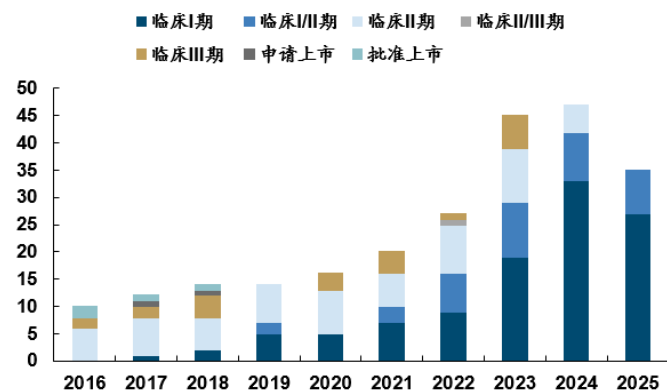
图表15: BIMBLE 研究结果: Cemdisiran、Cemdisiran+Pozelimab 均显著改善gMG 症状

	Cemdisiran	Cemdisiran+Pozelimab	安慰剂
患者人数	64	67	59
完成试验治疗比例	100%	96%	90%
主要终点: MG-ADL总分相对于基线的变化			
安慰剂调整的治疗差异	-2.30 (p=0.0005)	-1.74 (p=0.0086)	
相对于基线的平均变化	-4.52	-3.96	-2.22
关键次要终点: QMG总分相对于基线的变化			
安慰剂调整的治疗差异	-2.77 (p=0.0015)	-1.86 (p=0.0348)	
相对于基线的平均变化	-4.24	-3.32	-1.46
其他次要终点			
MG-ADL达到≥3分降低的患者	76.6% HR=1.84 (p=0.0001)	65.7% HR=1.51 (p=0.0135)	44.1%
QMG达到≥5分降低的患者	48.4% HR=2.67 (p=0.0006)	35.8% HR=1.93 (p=0.0367)	19.0%

来源: 再生元官网, 国金证券研究所

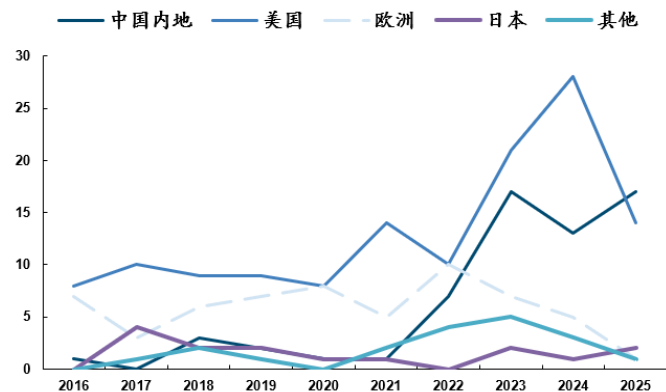
- 核酸药物从疾病源头干预, 兼具“治标治本”功能, 蕴含巨大市场潜力。核酸药物 (NADs) 成分由特定序列的核苷酸构成, 利用核酸分子的翻译或调控功能从疾病源头进行干预, 与传统药物相比兼具“治标治本”功能, 即传统的小分子及抗体药物只能调节蛋白质的功能、但并不能从上游解决蛋白质的产生。
- 全球小核酸药物研发热情高涨, 中国管线布局加速。据 insight 数据库统计显示, 自 2023 年开始, 全球当年新进入临床的小核酸药物 (siRNA、ASO、miRNA、Aptamer) 管线数量快速攀升, 其中 2023/2024 当年新进入临床的分子分别为 45/47 个, 截至 2025 年 8 月, 全球当年新进入临床的小核酸分子接近 40 个, 因此预计 2025 年全年新进临床的小核酸分子有望再创新高。目前国产 siRNA 等小核酸管线在研数量持续攀升中, 后续研发进展值得关注。

图表16: 全球小核酸药物研发热度升高



来源: Insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 8 月

图表17: 国产在研 siRNA 管线数量持续攀升



来源: Insight, 国金证券研究所 注: 数据截至 2025 年 8 月

生物制品:特宝生物怡培生长激素 AGHD IND 获准, 关注领域内研发进展

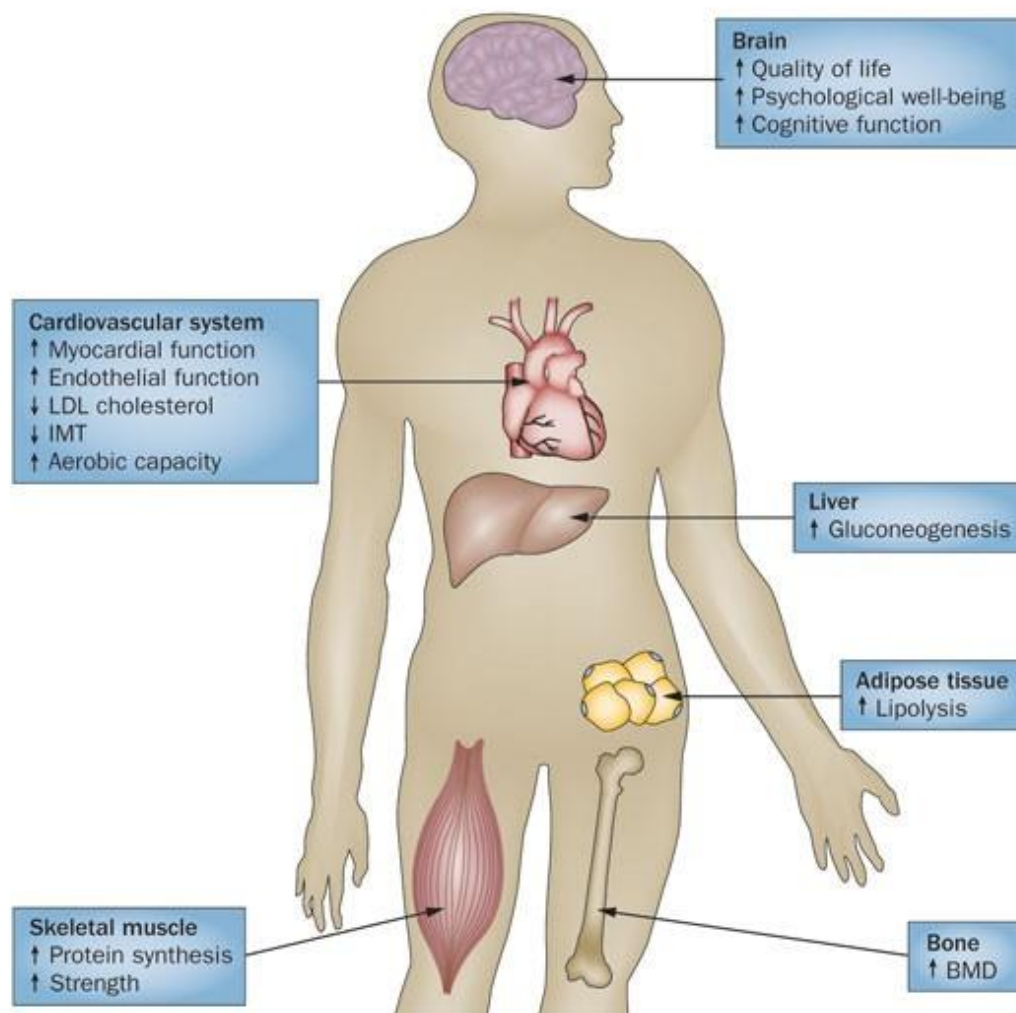
近日, 特宝生物收到国家药品监督管理局签发的《药物临床试验批准通知书》, 批准公司开展益佩生 (通用名称: 怡培生长激素注射液) 新增适应症“成人生长激素缺乏症 (AGHD)”的临床试验。

成人 GHD 指成人垂体前叶生长激素 (growth hormone, GH) 合成与分泌功能受到损害, GH 完全或部分缺乏, 并导致代谢紊乱。根据指南, 估计成人期发病的 GHD 年发病率约为 1/100 000。如将儿童期发病的 GHD 患者包括在内, 年发病率约为 2/100 000。其中, 约 15%~20% 病例为儿童期发病的 GHD 向成人过渡的患者。成人期发病和儿童期发病的 GHD 总的患病率为 (2~3)/10 000。



GH 能促进骨、软骨、肌肉和其他组织细胞的分裂增殖和蛋白质合成，从而加速骨骼和肌肉的生长发育；GH 还能调节物质代谢，对蛋白质代谢具有促进作用，总效应是合成大于分解，同时促进脂肪分解，并抑制外周组织摄取和利用葡萄糖，从而升高血糖。成人 GHD 临床表现为瘦体重减少、脂肪量增加、血脂异常、心脏功能障碍、早期动脉粥样硬化、肌肉力量和运动能力降低、骨密度降低、胰岛素抵抗和生活质量受损。

图表18: GH 替代疗法对成人 GH 缺乏症的主要影响:



来源: Nature Reviews Endocrinology, 国金证券研究所

rhGH 治疗成人 GHD 可能带来诸多获益，如改善骨骼完整性、生活质量、身体成分、运动能力及一系列心血管指标等：

- ✚ **改善身体组分与运动能力：**rhGH 治疗对成人 GHD 患者身体成分和运动能力具有显著临床获益。GH 能增强脂解作用，显著降低皮下及内脏脂肪组织含量，临床获益可从初始治疗 6 个月开始延续至治疗结束。肌肉合成增加可增强体力，改善运动能力。成人 GHD 患者瘦体重有所下降，治疗后瘦体重会增加，肌肉质量和握力也会恢复。
- ✚ **降低心血管风险：**rhGH 治疗可改善成人 GHD 患者多种心血管功能及代谢指标(包括内皮功能、炎症性心血管生物标志物、脂蛋白代谢、颈动脉内膜中层厚度和心肌功能等)，尽管有增加胰岛素抵抗的风险。回顾性研究显示，与正常对照人群相比，未行 rhGH 治疗的成人垂体功能减退症患者的死亡率、心肌梗死和脑血管事件发生率均增加；前瞻性研究发现，长期 rhGH 治疗(平均疗程 5 年)的成人垂体功能减退症患者的死亡率与正常对照人群相似，心肌梗死发生率下降。rhGH 治疗还能改善血脂水平、促炎细胞因子、左心室质量、心室间隔、舒张功能和每搏输出量指数等。
- ✚ **增加骨骼质量：**成人 GHD 患者存在骨密度降低和更高的骨折风险。rhGH 治疗可显著改善骨骼质量，增加骨密度，然而效果受性别、年龄和治疗时间的影响。治疗 12 个月后双能 X 线骨密度仪(DXA)测量的骨密度未见明显增加，18~24 个月后骨密度可增



加 4%~10%。rhGH 治疗对腕部骨密度的影响可能于 5 年后趋于平稳，总骨密度于治疗 10 年后可继续增加。

✚ 提高生活质量：rhGH 治疗可提高成人 GHD 患者生活质量，改善情绪和精神状况，增强自信心。

益佩生是公司自主研发的一款采用 40kD Y 型分支聚乙二醇进行单分子修饰的长效生长激素，是治疗用生物制品 1 类新药，其“适用于治疗 3 岁及以上儿童的生长激素缺乏症所致的生长缓慢”的适应症于 2025 年 5 月获批上市。此外，长春高新聚乙二醇重组人生长激素注射液成人生长激素缺乏适应症处于 III 期临床试验阶段，建议持续关注领域内研发进展。

医疗器械：国内创新产品注册推广加速，推动行业长期高质量发展

国务院发布关于深入实施“人工智能+”行动的意见

2025 年 8 月 26 日，国务院发布关于深入实施“人工智能+”行动的意见，推动人工智能与经济社会各行业各领域广泛深度融合，重塑人类生产生活范式，促进生产力革命性跃迁和生产关系深层次变革，加快形成人机协同、跨界融合、共创分享的智能经济和智能社会新形态。

《意见》分阶段提出了未来 10 年目标，到 2027 年，率先实现人工智能与 6 大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 70%，智能经济核心产业规模快速增长，人工智能在公共治理中的作用明显增强，人工智能开放合作体系不断完善。到 2030 年，我国人工智能全面赋能高质量发展，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 90%，智能经济成为我国经济发展的重要增长极，推动技术普惠和成果共享。到 2035 年，我国全面步入智能经济和智能社会发展新阶段，为基本实现社会主义现代化提供有力支撑。

文件明确提到“为打造人民更有品质的美好生活，将探索推广人人可享的高水平居民健康助手，有序推动人工智能在辅助诊疗、健康管理、医保服务等场景的应用，大幅提高基层医疗健康服务能力和效率”。相关 AI 结合产品商业化落地和应用预计都会得到加速。

居民日常健康管理主要涉及的是智能检测和可穿戴设备产品，在传统心电检测仪、血压计、血糖仪等，结合 AI 进行实施健康数据分析，实时同步到数据到医生或家人端口，针对患者目前的状况进行饮食、运动、休息、用药等方面的综合建议，相关布局领先的企业包括鱼跃医疗、可孚医疗等。

辅助诊疗方面覆盖血液检测、病理分析、基因测序等多个方向，通过与 AI 的结合能够显著提升诊断效率、准确性和可及性，减少误诊率，大幅减少医生阅片时间。相关布局领先的企业包括迈瑞医疗、安图生物等。

此外此次《意见》明确提到“将加快人工智能与脑机接口等技术融合和产品创新，探索智能产品新形态”。

此前 7 月 23 日，工信部、发改委、教育部、卫健委、国资委、中科院、药监局七部门联合发布《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》，设置了发展分阶段目标，到 2027 年要在脑机接口关键技术取得突破，在工业制造、医疗健康、生活消费等加快应用，国内打造 2 至 3 个产业发展集聚区。到 2030 年，形成安全可靠的产业体系，培育 2 至 3 家有全球影响力的领军企业和一批专精特新中小企业。在政策加持下，脑机接口相关创新器械公司会迎来较大的发展机遇和投资机会。

脑机接口应用场景多元，在医疗领域典型应用包括癫痫、帕金森、抑郁、多动症、阿尔兹海默症等，在非医疗领域应用包括睡眠监测、情绪舒压、游戏和智能家居控制等，国内相关布局领先的企业包括翔宇医疗、乐普医疗、爱朋医疗、心玮医疗、创新医疗、博拓生物、瑞迈特等。

东软医疗光子计数 CT 通过创新器械通道注册获批上市

8 月 26 日，国家药监局公布批准了东软医疗的 X 射线计算机体层摄影设备创新产品注册申请。

产品由扫描架、高压发生器、X 射线管组件、光子计数探测器、检查床、激光定位灯、控制台、限束器、选配件和附件组成。主要用于常规 CT 检查，支持冠状动脉 CT 血管造影和能谱检查。产品采用光子计数探测器替代传统的积分型探测器，通过对探测器材料施加高偏置电压，促使电流载体定向移动，形成电流脉冲，产生测量数据。与传统 CT 相比，该产品具有更高的空间分辨率，可通过一次扫描获得多个能量图像，更好地满足临床影像诊



断需求。

图表19：东软医疗 NeuViz P10 光子计数 CT



来源：东软医疗微信公众号，国金证券研究所

光子计数 CT 作为近十年来 CT 成像领域的重大技术突破，极大改进了传统 CT 的成像方式，在临床上已呈现出显著应用价值。除本次东软医疗系统股份有限公司创新医疗器械获批外，上海联影医疗科技股份有限公司的光子计数 CT 也已获批。

药店：降本增效成果渐显，Q2 业绩整体改善

本周半年报陆续公布，以 6 家上市连锁药店为例：

- 1H25，总体收入同比-0.7%，归母净利润同比+4.6%，扣非归母净利润同比+2.2%。
 - 2Q25，总体收入同比-0.4%，归母净利润同比+17.8%，扣非归母净利润同比+12.9%
- 上半年总体表现为收入同比略承压、利润同比有所回暖。

图表20：1H25 及 2Q25 部分上市连锁药店公司收入、归母净利润、扣非归母净利润（百万元）及增长情况

公司	1H25 收入	1H24 收入	yoy%	1H25 归母 净利润	1H24 归母 净利润	yoy%	1H25 扣非 归母	1H24 扣非 归母	yoy%	2Q25 收入	2Q24 收入	yoy%	2Q25 归母 净利润	2Q24 归母 净利润	yoy%	2Q25 扣非 归母	2Q24 扣非 归母	yoy%
益丰药房	11722	11762	-0.3%	880	798	10%	857	786	9%	5713	5791	-1.4%	431	391	10%	419	386	8%
老百姓	10774	10940	-1.5%	398	503	-21%	381	482	-21%	5339	5401	-1.1%	147	181	-19%	138	171	-20%
大参林	13523	13345	1.3%	798	658	21%	789	659	20%	6567	6593	-0.4%	338	259	30%	334	263	27%
一心堂	8914	9305	-4.2%	250	282	-11%	243	298	-18%	4148	4206	-1.4%	90	40	124%	86	52	66%
健之佳	4457	4485	-0.6%	72	63	15%	65	66	-1%	2162	2171	-0.4%	39	11	266%	34	15	124%
漱玉平民	4881	4818	1.3%	36	24	50%	32	25	28%	2503	2379	5.2%	11	14	-22%	8	16	-48%

来源：iFind，国金证券研究所



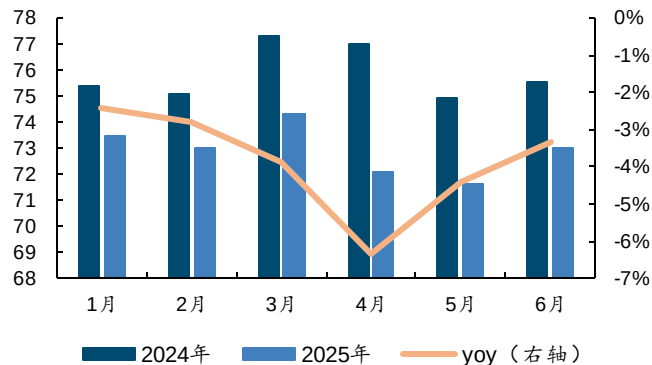
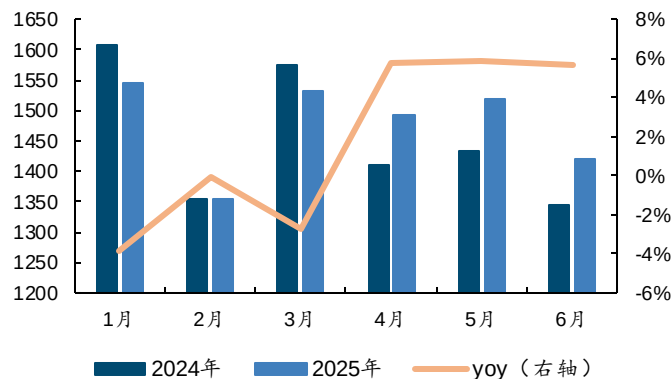
收入同比略承压，我们认为与同店增长放缓、扩张节奏调整有关：

■ 同店增长放缓：客流呈回暖趋势、客单持续下滑

根据中国药店数据，1H25 行业总体表现为“量增价减”，客流在 2Q25 有所回暖，4-6 月同比均实现正增长，但 1H25 平均客单价总体表现均承压。因此，行业 1H25 同店预计延续 24 年以来的弱增长表现。

图表21：行业店均客单数（单）来看，客流在 Q2 回暖

图表22：行业平均客单价（元）同比持续下滑



来源：中国药店，国金证券研究所

来源：中国药店，国金证券研究所

■ 扩张节奏调整：新增门店数量相对较少，1H25 仍处结构调整期

2024 年，在行业整体增长承压的背景下，头部连锁药店从高速扩张模式转向降本增效，放缓并购节奏，且闭店数量普遍增加。1H25，头部连锁药店继续优化门店结构，放缓扩张步伐，益丰药房、老百姓、大参林新增门店以加盟为主，自建门店增加较少，漱玉平民并购贡献主要增量，一心堂、健之佳关店数超过新开数。2024 年下半年以来关店增多、新开店数量有限，门店结构调整优化，是 1H25 几家上市连锁药店整体收入承压的重要原因。


图表23：部分上市连锁药店调整扩张节奏，门店数量（家）增速放缓

	2023年末	2024年Q1末	2024年H1末	2024年Q3末	2024年末	2025年Q1末	2025年H1末
益丰药房							
总门店数	13250	13920	14736	15050	14684	14694	14701
直营店	10264	10763	11310	11425	10872	10814	10681
加盟店	2986	3157	3426	3625	3812	3880	4020
新增：自营	1613	364	842	1262	1305	26	81
新增：并购	559	166	293	353	381	0	0
新增：加盟	1024	171	440	639	826	68	208
迁址及关店	214	31	89	454	1078	84	272
老百姓							
总门店数	13574	14109	14969	15591	15277	15252	15385
直营店	9180	9470	9923	10300	9981	9844	9784
加盟店	4394	4639	5046	5291	5296	5408	5601
新增：自营	1471		828	1224	-	24	47
新增：并购	331	357	40	40	-	-	-
新增：加盟	1586	285	757	1104	-	187	457
关店	271	67	250	351	-	236	396
大参林							
总门店数	14074	14915	16151	16453	16553	16622	16833
直营店	9909	10305	10772	10718	10503	10383	10370
加盟店	4165	4610	5379	5735	6050	6239	6463
新增：新建	1382	396	797	841	907	54	152
新增：并购	750	68	284	420	420	0	0
新增：加盟	2158	445	1214	1570	1885	189	413
关店	261	68	218	452	733	174	285
一心堂							
总门店数	10255	10746	10746	11516	11498	11451	11372
新开业门店	1381	579	1317	1694	1867	124	203
关店、迁址合计	332	88	281	433	624	171	329
关店	134	26	149	228	358	125	241
迁址	198	62	132	205	266	46	88
健之佳							
总门店数	5116	5263	5444	5501	5486	5490	5464
直营店	5116	5263	5444	5501	5486	5490	5464
新增：新建	799	134	254	288	314	20	38
新增：并购	272	14	81	122	122	0	0
关店	10	1	7	25	66	16	60
漱玉平民							
总门店数	7337	7934	8247	8935	9035	8916	9042
直营店	4104	4341	4340	4398	4438	4353	5072
直营店新增：新建	342	22	46	48	57	1	2
直营店新增：并购	445	218	218	335	395	0	754
直营店：关店	8	3	28	89	118	86	122
加盟店	3233	3593	3907	4537	4597	4563	3970

来源：各公司公告，国金证券研究所

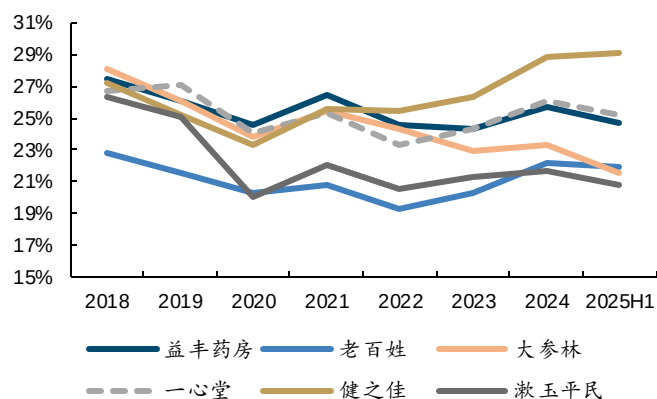
利润端整体同比回暖，我们认为与各公司积极降本增效有关。

各公司销售费用率近年来呈上行趋势，销售费用中，职工薪酬+房租占主要部分。通过降本增效，如降租、提高人效等手段，1H25 整体销售费用率已有所优化。

- 益丰药房 1H25 销售费用率同比下降 0.82pct，公司在半年报中提到，销售费用下降主要系公司经营策略调整对部分门店降租、关停处理导致房租、人工同比下降。拆解销售费用，益丰药房 1H25 房租及物业费用同比减少约 0.72 亿元，职工薪酬减少约 0.34 亿元。
- 大参林 1H25 销售费用率同比下降 1.15pct，公司在半年报中提到，随着数智化升级，运营效率提升，销售费用率有所下降。拆解销售费用，大参林 1H25 房租及物业费用同比减少约 0.24 亿元，职工薪酬减少约 0.69 亿元。

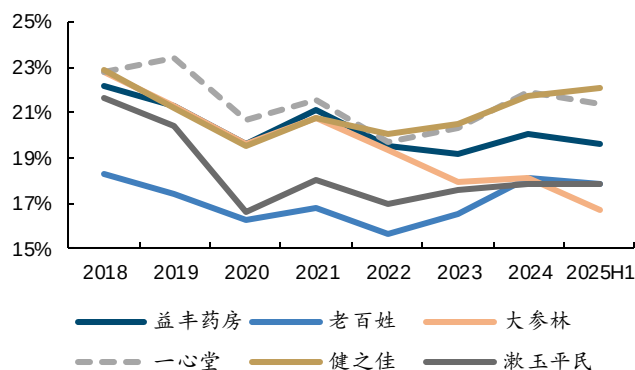


图表24：头部药店销售费用率近年上行，仍有优化空间



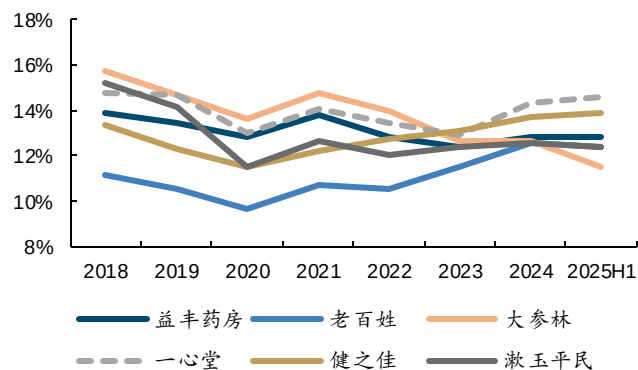
来源：iFind，国金证券研究所

图表25：头部药店销售费用中（薪酬+房租）/营业收入



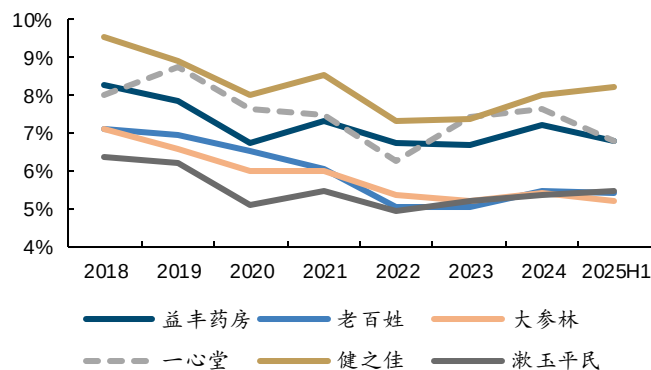
来源：各公司公告，国金证券研究所

图表26：头部药店销售费用中职工薪酬/营业收入



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表27：头部药店销售费用中房租/营业收入



来源：各公司公告，国金证券研究所

药店行业自 2024 年下半年以来进入调整期，今年下半年整体面临基数压力相对较小。我们继续看好行业出清期龙头公司市占率的提升，以及门店结构优化后，内生增长有望向好，降本增效下业绩有望得到释放。

医疗服务及消费医疗：中报业绩陆续发布，关注各板块优质龙头

- 爱尔眼科：25H1 公司实现营业收入 115.07 亿元（同比+9.12%），归母净利润 20.51 亿元（同比+0.05%），扣非归母净利润 20.40 亿元（同比+14.30%）。单季度来看，25Q2 公司实现收入 54.81 亿元（同比+2.47%），归母净利润 10.01 亿元（同比-13.0%），扣非归母净利润 9.80 亿元（同比+4.03%）。

门诊及手术量稳步增长，屈光、视光业务引领增长。25H1 公司实现门诊量 924.83 万人次（同比+16.47%），手术量 87.9 万例（同比+7.63%）。分业务看，屈光项目通过技术升级有效“反内卷”，实现收入 46.18 亿元（同比+11.14%），毛利率为 56.12%；视光服务项目受益于“5P 近视防控模式”推广，收入达 27.20 亿元（同比+14.73%），毛利率为 54.21%；白内障项目在医保支付改革背景下，通过推广屈光性白内障手术实现收入 17.81 亿元（同比+2.64%），毛利率为 36.34%；眼前段项目收入 10.31 亿元（同比+13.06%），眼后段项目收入 7.85 亿元（同比+9.02%）。

- 爱博医疗：25H1 公司收入 7.87 亿元（+14.72%），归母净利润 2.13 亿元（+2.53%），扣非归母净利润 2.04 亿元（+2.63%）。其中 Q2 单季收入 4.3 亿元（+44.44%），归母净利润 1.21 亿元（+14.85%），业绩环比改善明显。

费用率方面：25H1 公司实现毛利率 65.26%（同比-3.97pct），销售/管理/研发费用率



分别为 16.04%、11.09%、6.20%，分别同比+0.88pct、-0.17pct、-0.68pct，经营指标持续优化。

拆解来看：手术治疗业务收入 3.64 亿元（+9.7%），其中人工晶状体收入 3.45 亿元（+8.23%），高端产品如“全视”多焦及“龙晶”有晶体眼人工晶状体占比提升。近视防控业务收入 1.66 亿元（+8.3%），其中角膜塑形镜收入 1.19 亿元（+5.63%），在行业竞争加剧下仍保持增长。视力保健业务收入 2.49 亿元（+27.4%），其中隐形眼镜收入 2.36 亿元（+28.89%），自有品牌渠道持续拓展。

- **欧普康视：**25H1 公司实现营业收入 8.71 亿元（同比-1.42%），归母净利润 2.50 亿元（同比-22.93%），扣非归母净利润 2.16 亿元（同比-23.60%）。单季度来看，25Q2 公司实现收入 3.92 亿元（同比-6.27%），归母净利润 0.90 亿元（同比-31.74%），扣非归母净利润 0.69 亿元（同比-40.80%）。

- **普瑞眼科：**25H1 公司实现营业收入 14.59 亿元（+2.74%），归母净利润 0.15 亿元（-66.12%），扣非归母净利润 0.21 亿元（-54.14%）。

拆解来看：屈光项目收入 7.20 亿元（+4.13%），毛利率 48.60%（同比-0.36pct），作为核心业务板块，在行业竞争加剧背景下实现稳健增长，持续发挥收入支柱作用。综合眼病项目收入 2.43 亿元（+7.39%），毛利率 4.60%（同比-7.57pct）。视光项目收入 1.90 亿元（+3.56%），毛利率 38.26%（同比-6.83pct），保持稳定增长趋势。白内障项目收入 2.88 亿元（-7.27%），毛利率 35.55%（同比-6.76pct）。

- **固生堂：**25H1 公司营业收入 14.9 亿元，同比增长 9.5%；净利润 1.5 亿元，同比增长 41.6%。25H1，公司线下业务收入 13.7 亿元，同比增长 11.1%。其中，同店业绩占收入比 97.3%，远高于新店及并购店收入（2.7%）。在持续提升同店收入的同时，公司亦审慎推进门店扩张。上半年通过自建与并购双线推进，固生堂新增 7 家门店（自建 4 家，并购 3 家），新进入 2 座城市。截至报告期末，固生堂在全国及新加坡共拥有 83 家线下门店，覆盖广度与区域渗透力进一步增强。

医生资源方面，公司医生队伍加速扩大。截至 25H1，公司医生总规模达 41,743 人，较上年同期新增 1,501 人，其中线下执业医生新增 648 人，同比增幅达 23.5%，构建起强大的医生资源壁垒，公司在吸引和培养医生方面具备显著优势，为长期发展提供人才支持。

投资建议

我们继续对医药板块在 2025 年走出反转行情抱有强烈信心，创新药主线和左侧板块困境反转依旧是 2025 年医药板块的最大投资机会。创新药建议关注泛癌种潜力的双/多抗药物，解决未满足临床需求的慢病药，持续关注 ADC、双抗/多抗、小核酸赛道等的投资机会。医疗器械板块目前在政策端利好频现，医疗设备招标同比恢复趋势显著，叠加各设备厂商渠道库存压力，同时头部企业份额持续提升，下半年有望迎来确定性较强的业绩拐点。建议关注创新研发管线丰富、海外市场拓展较快的头部医疗器械公司。

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。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究