仅供内部参考，请勿外传

创新药板块 2026 年中报总结

产品商业化与 BD 共同驱动业绩释放，全球临床进入兑现期

2026 年上半年，中国创新药行业是否完成从“BD 与临床预期”驱动向“商业化、全球临床和利润兑现”驱动的切换？

我们认为，1）商业化端已切换——可拆出创新药收入的 33 家公司内生收入同比中位+25.0%，增长来自新适应症进医保与 24~25 年新分子放量，成熟大单品普遍进入低增长；2）利润端未切换——91 家中 44 家盈利，但盈利额前五占盈利公司利润之和 48%，石药、荣昌、康诺亚等本期净利润主要由授权收入和公允价值收益构成，授权收入占样本总收入的比重由 25H1 的 6.4%升至 13.1%；3）全球临床进入核心验证期——至少 9 项资产处于合作方主导的全球 III 期或申报前阶段，里程碑触发条件已前移至首例给药/入组。

- **中报全景：景气向上、盈利分化，产品商业化+BD 收入加速行业利润释放。**2026H1 创新药板块收入延续增长，约三分之二公司利润同比改善，商业化 Biotech 成为业绩增长的重要来源。产品收入保持两成增长，BD 集中确认进一步放大利润弹性；与此同时，多数公司股价表现仍弱于报表改善。板块内部已呈现商业化增速、海外开发进度及估值水平的多重分化。
  - **总量：**91 家 AH 创新药公司 2026H1 合计收入 2239 亿、归母净利润 387 亿。Pharma 23 家贡献收入 71%，但收入同比仅+5.8%；商业化 Biotech 31 家收入+43%、归母由 20 亿增至 101 亿，YTD 上涨 13/31 为三类中最高。业绩改善尚未同步转化为板块普遍上涨。港股样本 YTD 市值加权收益为+0.9%、中位数为-14%，A 股分别为-2.5%和-16%，上涨公司仅 21/72 家及 8/27 家。市场对创新药的定价仍集中于少数大市值龙头和具备明确催化的个股，基本面改善与股价表现之间仍存在显著分化。
  - **广度：2026H1 创新药企业收入端延续较高景气度，利润端整体呈现广泛改善。**港股样本中，48/72 家公司归母净利润同比改善，占比 67%；A 股为 17/26 家，占比 65%。说明随着核心产品放量、费用率优化及部分 BD 收益确认，行业已逐步进入利润修复阶段。两地市场的改善结构存在明显差异。港股的改善更多来自研发型 Biotech 的减亏与扭亏：严格口径下 12 家实现扭亏为盈，另有 23 家亏损收窄或收窄至盈亏平衡，反映商业化放量和费用控制正在改善现金消耗与盈利路径；但仍有较多公司尚未跨过持续盈利门槛。A 股则以既有盈利公司的利润增厚为主，11 家公司实现盈利同比增长，显示成熟产品放量和经营杠杆的贡献更突出。
  - **收入质量：2026H1 产品销售仍是最大增量来源，但 BD 对报表收入增速的拉动明显上升。**34 家样本公司总收入同比增加 277 亿元至 1,401 亿元，其中创新药产品收入增加 171 亿元至 976 亿元，贡献约 62%的收入增量；BD 收入增加 120 亿元至 192 亿元，贡献约 43%的收入增量；其他收入减少 15 亿元。拆分看，产品销售、BD 及其他收入分别贡献总收入增速约 15.2、10.7 及-1.3 百分点。本期总收入同比增长 25%，产品端增长为 21%，BD 收入占总收入的比重则由 2025H1 的 6%升至 2026H1 的 14%。这意味着行业收入扩张的方向仍然健康，但本期报表增速较往年更受 BD 集中确认影响。

推荐（维持）

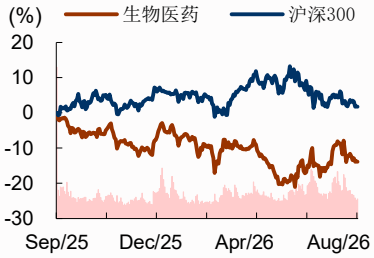
消费品/生物医药

行业规模

		占比%
股票家数（只）	472	9.1
总市值（十亿元）	5885.6	5.2
流通市值（十亿元）	5417.5	5.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.0	-2.8	-12.0
相对表现	3.1	-1.6	-16.2



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《医美行业中报更新—由消费医疗向严肃医疗，布局核酸创新药、ECM、PDRN》2026-09-02

2、《RAS 靶向药里程碑突破，中报季业绩兑现，看好创新药产业链及低位个股—生物医药行业周报：》2026-08-30

3、《需求持续释放，海内外共振向上—CXO 板块 2026 年中报总结报告》2026-08-30

梁广楷 S1090524010001
liangguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
焦玉鹏 S1090523070004
jiaoyupeng@cmschina.com.cn
侯彪 S1090525070010
houbiao@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

- **现金储备：**2 家市值低于账上资金储备：腾盛博药市值 5.8 亿、资金储备 17.7 亿（0.3×）；青城新药市值 5.0 亿、资金储备 5.4 亿（0.9×）。市值 20 亿以上、倍数最低的五家为来凯医药 2.2×、和誉 2.3×、加科思 3.0×、药捷安康 3.9×、瑞博生物 4.0×。

- **结论：**综合看，2026H1 已完成切换的是商业化端，利润端仍依赖授权收入与一次性收益，估值端尚未反映经营改善，随着 2026H2-2027H1 的全球临床读出与注册申报，产业趋势、报表与估值的背离有望得到修复。**建议关注：1）已出海资产迎来上市、三期临床验证公司：康方生物、信达生物、科伦博泰、翰森制药、百利天恒、映恩生物-B、荣昌生物、三生制药、泽璟制药-U、迪哲医药-U、加科思-B、和铂医药-B、中国生物制药等；2）潜在出海资产储备公司：复宏汉霖、天辰生物-B、君实生物-U、诺诚健华、劲方医药-B、歌礼制药-B 等；3）业绩有望持续超预期公司：百济神州、信达生物、翰森制药、石药集团、中国生物制药、康诺亚-B、海思科等。**
- **风险提示：新药研发不及预期风险、政策风险等。**

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、 业绩综述：景气向上、盈利分化，产品商业化+BD 收入加速行业利润释放 5

1、 总量：2026H1 创新药板块收入延续增长、盈利公司数量增加，业绩增量仍高度集中于头部公司，资本市场尚未形成全面重估 5

2、 广度：收入端延续较高景气度，利润端整体呈现广泛改善 8

3、 收入质量：2026H1 产品销售仍是最大增量来源，但 BD 对报表收入增速的拉动明显上升 11

4、 现金储备：多数研发 Biotech 现金储备在 3 年以上 14

二、 结论：从 BD 重估到业绩兑现、估值重估 16

1、 商业化进入分化期 16

2、 全球化从 BD 落地走向全球临床兑现 19

3、 估值锚按资产类别分层 19

三、 风险提示 21

图表目录

图 1：Pharma、商业化 Biotech、研发 Biotech 三类公司 2026H1 表现 5

图 2：港股和 A 股创新药公司 2026H1 收入与归母净利润 vs 2025H1 6

图 3：中国创新药企业收入增速分布：2025 全年 vs 2026H1，港股与 A 股 ... 9

图 4：中国创新药企业利润分布：港股与 A 股 10

图 5：港股及 A 股创新药企业盈利家数变化与 2026H1 盈利状态 10

图 6：收入规模≥20 亿元企业：收入增长、利润增量与 YTD 股价表现 11

图 7：34 家公司：26H1 总收入同比增长 25%，其中创新药产品收入增长 21%，BD 收入由 72 亿元增至 192 亿元 13

图 8：2026H1 创新药收入同比（33 家，25H1→26H1 同口径） 14

图 9：研发 Biotech 市值构成：资金储备+管线定价（36 家，按市值排序） .. 15

图 10：创新药收入增速：2025 全年 vs 2026H1（气泡大小= 2026H1 创新药收入，对角线以下为增速下台阶） 17

图 11：2026H1 创新药收入占总收入比×创新药收入同比（气泡大小= 2026H1 总收入） 18

图 12：创新药公司 PE 估值情况，气泡大小=市值 20

图 13：创新药公司 PS 估值情况，气泡大小=市值 20

仅供内部参考，请勿外传

表 1：27 家 A 股创新药企 2026H1 业绩梳理 6
表 2：72 家 H 股创新药企 2026H1 业绩梳理 7
表 3：中国创新药企业 2026H1 收入增速分布 9
表 4：中国创新药企业 2026H1 利润分布 9
表 5：2026H1 头部创新药公司收入增量拆分——产品放量与 BD 确认的分化 11
表 6：转型 Pharma 产品层面的接力 18
表 7：合作方主导的全球 III 期与注册申报进展（2026H1 及期后） 19

仅供内部参考，请勿外传

一、业绩综述：景气向上、盈利分化，产品商业化+BD 收入加速行业利润释放

1、总量：2026H1 创新药板块收入延续增长、盈利公司数量增加，业绩增量仍高度集中于头部公司，资本市场尚未形成全面重估

91 家 AH 创新药公司 2026H1 合计收入 2239 亿、归母净利润 387 亿。Pharma 23 家贡献收入 71%，但收入同比仅+5.8%；商业化 Biotech 31 家收入+43%、归母由 20 亿增至 101 亿，YTD 上涨 13/31 为三类中最高。

收入前五（华东、百济、复星、中生、石药）占 46%，盈利公司利润之和 474 亿中前五占 48%。研发 Biotech 37 家中 8 家盈利，多数由授权收入形成（加科思、德琪、和铂、荃信、瑞博等）。

图 1：Pharma、商业化 Biotech、研发 Biotech 三类公司 2026H1 表现

91	2239 亿	44 / 91	+25%
样本公司（A/H 去重）	2026H1 合计收入	归母净利润为正	创新药收入同比中位（33 家）

资产分类	家数	2026H1 收入（亿）	收入同比	归母净利（亿）	2025H1 归母	盈利家数	市值（亿）	YTD 中位	YTD 上涨
Pharma 收入以存量产品为主的制药公司	23	1597	+5.8%	303	258	21/23	11952	-18.3%	5/23
商业化 Biotech 有上市创新药且产品收入为主要收入来源	31	585	+43.0%	101	20	15/31	10358	-11.0%	13/31
研发 Biotech 无上市产品或产品收入 <1 亿、收入以授权收入为主	37	57	+32.5%	-16	-47	8/37	2409	-20.4%	9/37
合计	91	2239	—	387	—	44/91	24719	—	27/91

资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制

2026H1 创新药板块收入延续增长、盈利公司数量增加，但业绩增量仍高度集中于头部公司，资本市场尚未形成全面重估。港股样本收入同比增长 18.6%，A 股样本增长 9.8%，收入正增长公司占比分别为 74%和 65%，显示商业化放量已从少数龙头向更多公司扩散。盈利公司数量亦分别由 23 家、17 家升至 30 家、21 家，行业整体经营质量继续改善。

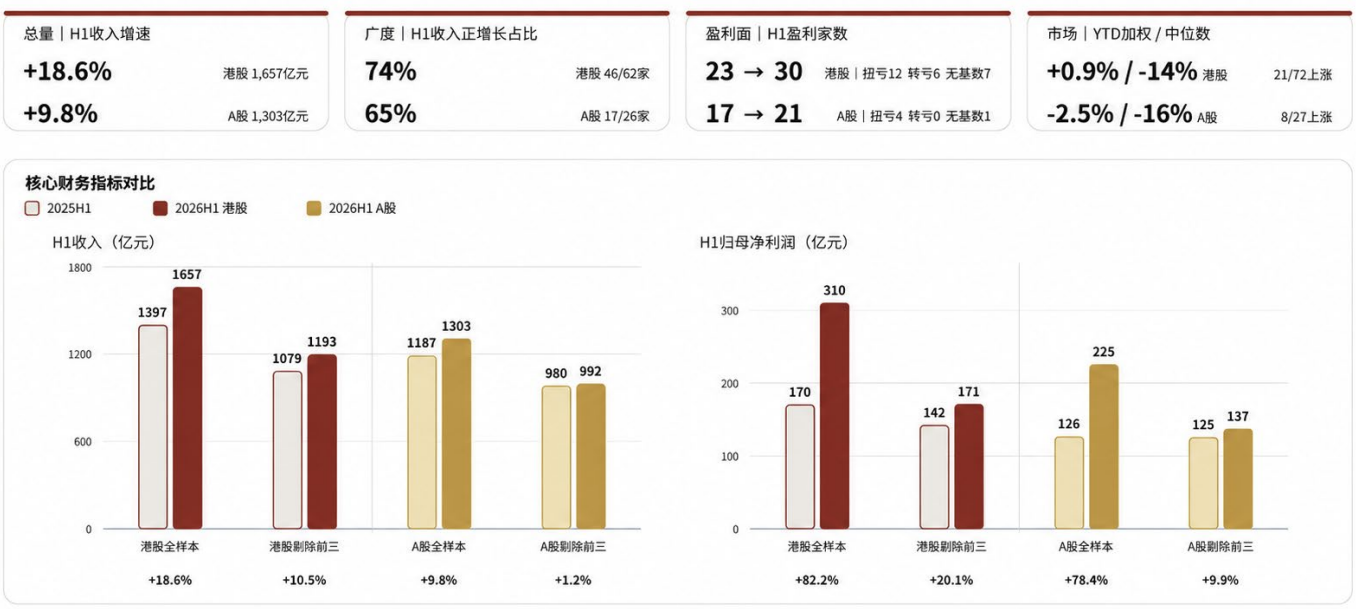
从剔除收入/利润增量前三的口径看，港股收入增速由 18.6%降至 10.5%，A 股由 9.8%降至 1.2%；港股、A 股归母净利润增速则分别由 82.2%、78.4%降至 20.1%、9.9%。**这表明本期行业报表改善具有“增长扩散、利润集中”的特征：多数公司收入端已有修复，但利润端仍主要由头部商业化企业及部分一次性项目驱动。**

业绩改善尚未同步转化为板块普遍上涨。港股样本 YTD 市值加权收益为+0.9%、中位数为-14%，A 股分别为-2.5%和-16%，上涨公司仅 21/72 家及 8/27 家。市

仅供内部参考，请勿外传

场对创新药的定价仍集中于少数大市值龙头和具备明确催化的个股，基本面改善与股价表现之间仍存在显著分化。

图 2：港股和 A 股创新药公司 2026H1 收入与归母净利润 vs 2025H1



资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制

表 1：27 家 A 股创新药企 2026H1 业绩梳理

A 股创新药企 2026H1 收入/归母净利润（亿元）											
公司代码	公司名称	市值	YTD 涨跌幅	2026H1 收入	2026H1 归母净利润	2026H1 收入增速	2026H1 归母净利润增速	2025 年收入	2025 年归母净利润	26E 利润(wind)	PE
688331.SH	荣昌生物	586	54%	58.5	46.6	433%	-1137%	32.5	7.1	39.0	18
002422.SZ	科伦药业	667	41%	88.4	11.3	-3%	13%	185.1	17.0	20.5	33
688428.SH	诺诚健华	285	38%	11.4	2.5	55%	-919%	23.7	6.4	3.0	186
002653.SZ	海思科	789	30%	31.0	8.5	55%	561%	43.9	2.6	10.1	78
688266.SH	泽璟制药-U	312	24%	12.1	6.4	221%	-979%	8.1	-1.6	5.4	58
688578.SH	艾力斯	497	5%	33.2	15.4	40%	47%	51.9	21.9	28.4	18
688336.SH	三生国健	378	3%	8.7	3.7	35%	95%	42.0	29.0	5.9	64
688192.SH	迪哲医药-U	265	0%	5.2	-2.1	47%	-44%	8.0	-7.6	21.3	12
688235.SH	百济神州	3,008	-1%	222.2	32.7	27%	627%	382.2	14.6	52.0	58
688180.SH	君实生物	298	-3%	17.0	0.2	45%	-105%	25.0	-8.8	-3.9	-88
688197.SH	首药控股-U	48	-7%	0.3	-0.6	-	-	0.1	-1.3	-1.2	-39
600196.SH	复星医药	551	-14%	204.4	17.2	5%	1%	416.6	33.7	38.6	15
688091.SH	上海谊众	84	-14%	1.7	0.4	3%	11%	3.2	0.6	0.6	150
688443.SH	智翔金泰-U	85	-16%	1.5	-3.2	237%	9%	2.3	-5.4	-3.8	-23
002019.SZ	亿帆医药	117	-16%	24.7	2.1	-6%	-32%	51.3	4.0	4.5	26
600380.SH	健康元	168	-18%	65.8	6.5	-17%	-17%	152.2	13.4	14.2	12
000513.SZ	丽珠集团	210	-19%	50.0	9.3	-20%	-27%	120.2	20.2	20.7	11
688520.SH	神州细胞	162	-19%	6.6	-3.7	-32%	983%	15.6	-5.6	-5.1	-32
600276.SH	恒瑞医药	3,039	-22%	154.6	44.7	-2%	0%	316.3	77.1	91.9	33
603590.SH	康辰药业	48	-22%	4.6	1.0	0%	5%	9.2	1.7	1.8	26
002755.SZ	奥赛康	109	-26%	8.7	1.2	-14%	-25%	17.8	2.4	3.9	28
688062.SH	迈威生物-U	118	-28%	3.1	-5.2	209%	-5%	6.6	-9.7	-6.7	-18
000963.SZ	华东医药	480	-29%	220.7	18.6	2%	3%	436.1	34.1	37.2	13

仅供内部参考，请勿外传

A 股创新药企 2026H1 收入/归母净利润（亿元）											
002773.SZ	康弘药业	187	-29%	21.8	5.6	-11%	-23%	45.9	11.6	11.6	16
002020.SZ	京新药业	109	-30%	19.9	3.5	-1%	-9%	40.7	7.6	8.2	13
002294.SZ	信立泰	350	-35%	24.8	3.9	16%	6%	43.5	6.5	7.9	44
688068.SH	热景生物	87	-41%	2.7	-1.3	31%	50%	4.0	-2.2	-1.0	-84
合计		**13040**		**1303**	**239**	**10%**	**89%**	**2484**	**271**	**405**	

资料来源：wind、招商证券；YTD 港股至 9/5、A 股至 9/1

表 2：72 家 H 股创新药企 2026H1 业绩梳理

港股创新药企 2026H1 收入/归母净利润（亿元）											
公司代码	公司名称	市值	YTD 涨跌幅	2026H1 收入	2026H1 归母净利润	2026H1 收入增速	2026H1 归母净利润增速	2025 年收入	2025 年归母净利润	26E 利润(wind)	PE
3378.HK	翰思艾泰-B	36	81%	0.3	-0.4	0%	0%	0.2	-1.3	-	-
9688.HK	再鼎医药	195	52%	14.0	-6.9	-5%	-14%	32.3	-12.3	-17.4	-11
1875.HK	东曜药业-B	26	52%	2.5	-0.6	-50%	-1541%	7.5	-1.0	0.0	21
2162.HK	康诺亚-B	194	49%	6.2	12.2	24%	1644%	7.2	-5.2	8.6	23
2637.HK	海西新药	131	47%	3.1	0.8	0%	0%	5.8	1.8	2.1	62
1801.HK	信达生物	1566	34%	86.2	12.5	45%	50%	130.4	8.1	29.7	53
3696.HK	英矽智能	220	31%	7.2	2.4	287%	285%	4.0	-24.8	0.0	-4448
9887.HK	维立志博-B	124	25%	0.4	-2.2	544%	-33%	1.8	-2.1	-2.0	-63
9969.HK	诺诚健华	262	25%	11.4	2.5	55%	919%	23.7	6.4	2.6	100
6990.HK	科伦博泰生物	1028	25%	9.8	3.9	3%	367%	20.6	-3.8	-0.7	-1526
6160.HK	百济神州	2976	23%	219.2	31.6	32%	386%	375.6	20.2	56.5	53
2696.HK	复宏汉霖	311	23%	35.9	4.3	27%	10%	66.7	8.3	9.8	32
2142.HK	和铂医药-B	110	21%	8.3	4.4	21%	-10%	11.1	6.4	6.8	16
1093.HK	石药集团	921	17%	185.9	60.9	40%	139%	260.1	38.8	80.8	11
2616.HK	基石药业-B	79	17%	2.1	-2.5	315%	7%	2.7	-4.4	-3.4	-23
2630.HK	旺山旺水-B	144	16%	1.3	-1.2	0%	0%	1.0	-3.6	-1.6	-93
2595.HK	劲方医药-B	102	16%	0.4	-2.2	-52%	68%	1.3	-17.9	-4.0	-26
9995.HK	荣昌生物	571	11%	58.5	46.6	436%	1137%	32.4	7.1	39.3	15
0013.HK	和黄医药	146	9%	19.0	1.1	0%	-96%	38.6	32.1	3.7	39
1167.HK	加科思-B	43	1%	7.3	6.0	1501%	1118%	0.5	-1.5	3.8	11
3692.HK	翰森制药	1854	1%	83.0	42.6	12%	36%	150.3	55.6	62.5	30
2096.HK	先声药业	247	-1%	45.8	8.3	28%	37%	77.3	13.4	17.5	14
1779.HK	天辰生物-B	80	-3%	0.0	-1.3	287%	-43%	-	-1.8	-1.8	-44
6996.HK	德琪医药-B	22	-6%	5.1	2.2	865%	383%	1.1	-2.4	3.6	6
9939.HK	开拓药业-B	7	-7%	0.5	-0.8	770%	9%	0.3	-2.0	-	-
1177.HK	中国生物制药	881	-8%	194.4	34.3	11%	1%	318.3	23.4	46.2	19
2171.HK	科济药业-B	68	-10%	0.6	-0.7	22%	12%	1.3	-1.0	-2.1	-32
2197.HK	三叶草生物-B	23	-10%	0.0	9.5	-94%	1043%	-	-2.1	-	-
9926.HK	康方生物	716	-10%	18.1	-4.2	28%	26%	30.6	-11.1	-1.4	-520
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	76	-11%	2.7	-0.4	-15%	-288%	5.7	-1.1	0.4	194
2181.HK	迈博药业-B	16	-11%	4.0	0.3	45%	982%	6.5	0.6	-	-
1672.HK	歌礼制药-B	92	-11%	-	-3.2	0%	-263%	-	-3.6	-4.7	-20
0867.HK	康哲药业	236	-12%	45.0	9.9	12%	5%	82.1	14.9	20.1	12
2509.HK	荃信生物-B	33	-12%	4.2	2.0	105%	818%	8.1	3.1	1.2	27
2157.HK	乐普生物-B	69	-12%	5.2	0.3	12%	-34%	9.3	2.6	0.5	145
1952.HK	云顶新耀	99	-14%	11.5	-0.1	157%	98%	17.1	-3.0	1.8	56
1877.HK	君实生物	295	-15%	17.0	0.3	45%	106%	25.0	-8.4	-3.5	-85
2196.HK	复星医药	553	-15%	203.8	17.2	5%	1%	415.0	33.7	39.1	14

仅供内部参考，请勿外传

港股创新药企 2026H1 收入/归母净利润（亿元）											
6887.HK	东阳光药	190	-18%	10.8	-6.0	-45%	-1202%	48.2	2.7	-	-
6938.HK	瑞博生物-B	89	-20%	4.2	0.2	304%	123%	1.5	-2.8	-1.2	-72
6872.HK	丹诺医药-B	85	-20%	0.0	-0.6	0%	0%	-	-1.5	-	-
2126.HK	药明巨诺-B	7	-23%	1.1	-0.5	5%	81%	2.8	-5.6	-	-
1513.HK	丽珠医药	209	-24%	50.0	9.3	-20%	-27%	120.2	20.2	20.7	10
1228.HK	北海康成-B	10	-25%	0.3	-0.4	26%	-163%	0.5	0.1	-	-
2493.HK	迈威生物	120	-25%	3.1	-5.2	209%	5%	6.6	-9.7	-	-
2552.HK	华领医药-B	21	-26%	3.8	-0.3	74%	-103%	4.9	11.1	-0.7	-32
2627.HK	中慧生物-B	100	-27%	-	0.0	0%	0%	-	0.0	0.0	0.0
1477.HK	欧康维视生物-B	37	-28%	4.2	-1.0	44%	25%	8.0	-1.6	0.3	111
2186.HK	绿叶制药	67	-31%	30.0	3.9	-6%	25%	63.1	6.2	7.6	9
1530.HK	三生制药	354	-32%	45.3	11.5	4%	-16%	177.0	84.8	25.9	14
2256.HK	和誉-B	56	-33%	1.0	-1.9	-84%	-159%	6.1	0.6	-0.8	-73
6855.HK	亚盛医药-B	108	-33%	3.0	-8.2	29%	-38%	5.7	-12.4	-9.0	-12
2137.HK	腾盛博药-B	6	-34%	0.2	-1.0	-31%	32%	0.2	-2.2	-	-
1276.HK	恒瑞医药	3052	-35%	154.6	44.7	-2%	0%	316.3	77.1	93.1	33
9637.HK	礼邦医药-B	95	-37%	1.0	-1.6	760%	22%	0.3	-7.5	-4.3	-22
9606.HK	映恩生物-B	145	-39%	2.2	-9.2	-82%	56%	18.5	-25.9	-4.8	-30
1541.HK	宜明昂科-B	14	-42%	0.3	-1.6	-33%	-8%	1.5	-2.2	-3.9	-4
7666.HK	剂泰科技-P	132	-42%	1.5	-1.5	0%	0%	1.1	-3.9	-1.6	-84
6998.HK	嘉和生物	29	-44%	8.7	0.0	2607%	-21%	24.9	4.0	-	-
2105.HK	来凯医药-B	25	-47%	1.5	0.0	655%	98%	1.1	-2.3	-0.2	-118
2257.HK	圣诺医药-B	4	-50%	-	0.0	0%	102%	-	-1.0	-	-
6628.HK	创胜集团医药-B	4	-52%	0.2	-0.7	770%	39%	0.1	-2.0	-	-
1244.HK	思路迪医药股份	6	-54%	2.1	-0.9	1%	5%	3.6	-1.8	-	-
6955.HK	博安生物	19	-60%	2.3	-0.8	-41%	-505%	7.8	0.1	-	-
7630.HK	英派药业-B	35	-63%	1.1	-0.9	317%	29%	0.4	-3.0	-	-
2652.HK	长风药业	53	-69%	2.1	-0.1	0%	0%	4.3	0.0	0.3	182
2396.HK	华芢生物-B	5	-72%	0.0	-1.2	0%	0%	-	-2.1	-	-
2659.HK	宝济药业-B	46	-79%	0.1	-1.5	-76%	16%	0.5	-4.0	-2.7	-17
2575.HK	轩竹生物-B	45	-85%	0.7	-0.8	288%	32%	0.5	-2.5	-2.0	-23
6978.HK	永泰生物-B	2	-87%	0.1	-0.7	-3%	46%	0.2	-2.3	-	-
2591.HK	银诺医药-B	14	-88%	0.8	-1.2	39%	6%	1.3	-3.4	-1.8	-8
2617.HK	药捷安康-B	36	-91%	0.4	-1.0	875%	22%	0.1	-3.0	-	-
合计		**19775**		**1657**	**310**	**19%**	**82%**	**2999**	**266**	**509**	

资料来源：wind、招商证券；YTD 港股至 9/5、A 股至 9/1

2、广度：收入端延续较高景气度，利润端整体呈现广泛改善

2026H1 创新药企业收入端延续较高景气度。按有明确正负增速的样本统计，港股 46/62 家公司实现收入增长，占比 74%；A 股为 17/26 家，占比 65%。其中，港股收入增速≥50%的公司占比 34%，高于 A 股的 23%，显示港股 Biotech 在新品放量、适应症拓展及 BD 兑现带动下，高弹性增长样本更为集中。

从收入增量来源看，行业增长并非单纯由小体量公司高基数驱动，商业化龙头贡献依然突出。港股表内收入增量前列为石药集团、荣昌生物、百济神州、信达生物和中国生物制药；A 股则主要由荣昌生物、百济神州、海思科、艾力斯及复星医药贡献。大型商业化平台保持增长，叠加部分新兴 Biotech 收入快速放量，构成行业收入扩张的双层驱动。

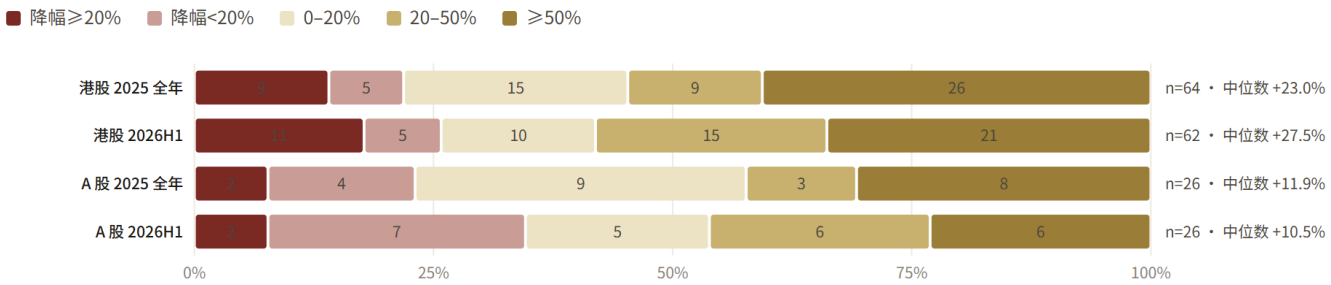
仅供内部参考，请勿外传

表 3：中国创新药企业 2026H1 收入增速分布

指标	港股	A 股
有明确正负增速的公司	**62 家**	**26 家**
收入同比增长	**46 家 · 74%**	**17 家 · 65%**
增速≥50%	21 家 · 34%	6 家 · 23%
20%≤增速<50%	15 家 · 24 %	6 家 · 23 %
0<增速<20%	10 家 · 16%	5 家 · 19%
收入同比下降	**16 家 · 26%**	**9 家 · 35%**
降幅<20%	5 家 · 8%	7 家 · 27%
降幅≥20%	11 家 · 18%	2 家 · 8%

资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制

图 3：中国创新药企业收入增速分布：2025 全年 vs 2026H1，港股与 A 股



资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制

2026H1 创新药企业利润端整体呈现广泛改善。港股样本中，48/72 家公司归母净利润同比改善，占比 67%；A 股为 17/26 家，占比 65%。说明随着核心产品放量、费用率优化及部分 BD 收益确认，行业已逐步进入利润修复阶段。

两地市场的改善结构存在明显差异。港股的改善更多来自研发型 Biotech 的减亏与扭亏：严格口径下 12 家实现扭亏为盈，另有 23 家亏损收窄或收窄至盈亏平衡，反映商业化放量和费用控制正在改善现金消耗与盈利路径；但仍有较多公司尚未跨过持续盈利门槛。A 股则以既有盈利公司的利润增厚为主，11 家公司实现盈利同比增长，显示成熟产品放量和经营杠杆的贡献更突出。

表 4：中国创新药企业 2026H1 利润分布

指标	港股（n=72）	A 股（n=26）
利润同比改善	**48 家 · 67%**	**17 家 · 65%**
扭亏为盈	12 家 · 17%	4 家 · 15%
盈亏平衡转盈利	1 家 · 1%	0 家 · 0%
盈利增速≥50%	4 家 · 6%	3 家 · 12%
盈利增速 0%–50%	8 家 · 11%	8 家 · 31%
亏损收窄（含收窄至盈亏平衡）	23 家 · 32%	2 家 · 8%
利润同比恶化	**24 家 · 33%**	**9 家 · 35%**
盈利下降 0%–50%	4 家 · 6%	6 家 · 23%
盈利下降≥50%	1 家 · 1%	0 家 · 0%
由盈转亏	12 家 · 17%	0 家 · 0%
亏损扩大	7 家 · 10%	3 家 · 12%

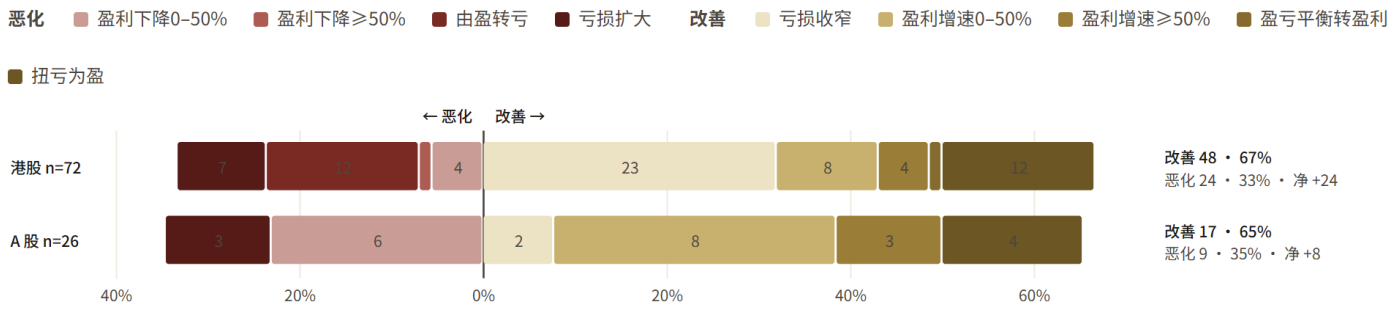
资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制

能看到，港股利润改善 48/72 家（67%）、恶化 24 家（33%），改善面由亏损收窄 23 家、扭亏为盈 12 家撑起，恶化以由盈转亏 12 家、亏损扩大 7 家为主。A 股改善 17/26 家（65%）、恶化 9 家（35%），改善集中在盈利增速

仅供内部参考，请勿外传

0–50%（8 家），恶化以盈利下降 0–50%（6 家）为主、无由盈转亏。净改善家数港股+24、A 股+8。

图 4：中国创新药企业利润分布：港股与 A 股

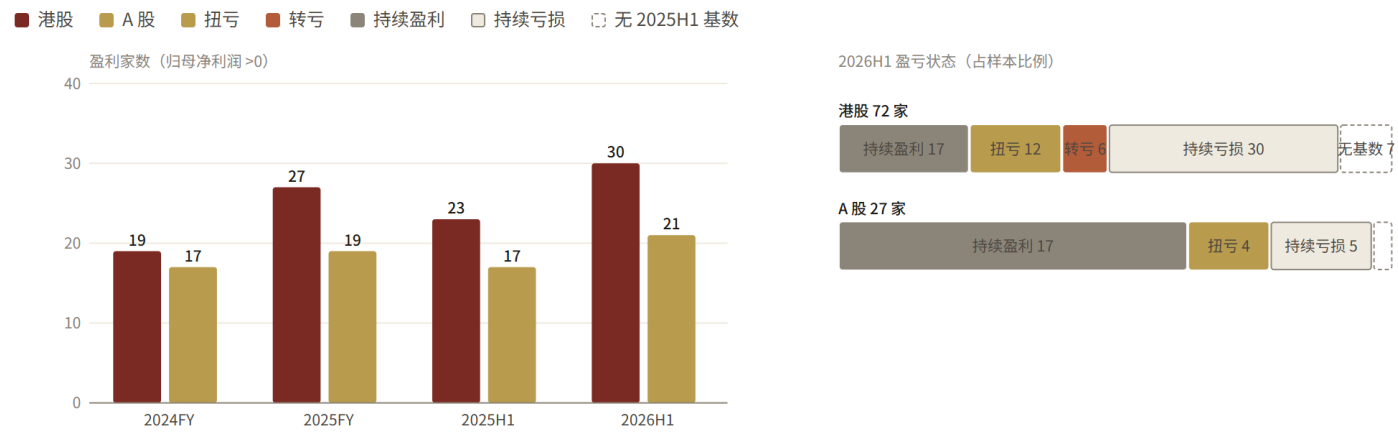


资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制

2026H1 港股创新药企业盈利家数由 2025H1 的 23 家增至 30 家，盈利修复主要来自 12 家扭亏及 1 家由持平转盈的公司。结构上看，持续盈利公司仅 17 家，占 72 家样本的 24%；同期仍有 30 家持续亏损、6 家由盈转亏，说明港股板块的利润改善更多体现为商业化 Biotech 的阶段性突破，尚未演变为全行业普遍、稳定的盈利状态。

A 股样本的盈利质量相对更稳。2026H1 盈利公司由 17 家升至 21 家，4 家实现扭亏，且可比样本中未出现由盈转亏公司；17 家持续盈利公司占 27 家样本的 63%。相较港股，A 股创新药企业的盈利基础更成熟，但新增盈利弹性也相对更多集中于少数公司。

图 5：港股及 A 股创新药企业盈利家数变化与 2026H1 盈利状态

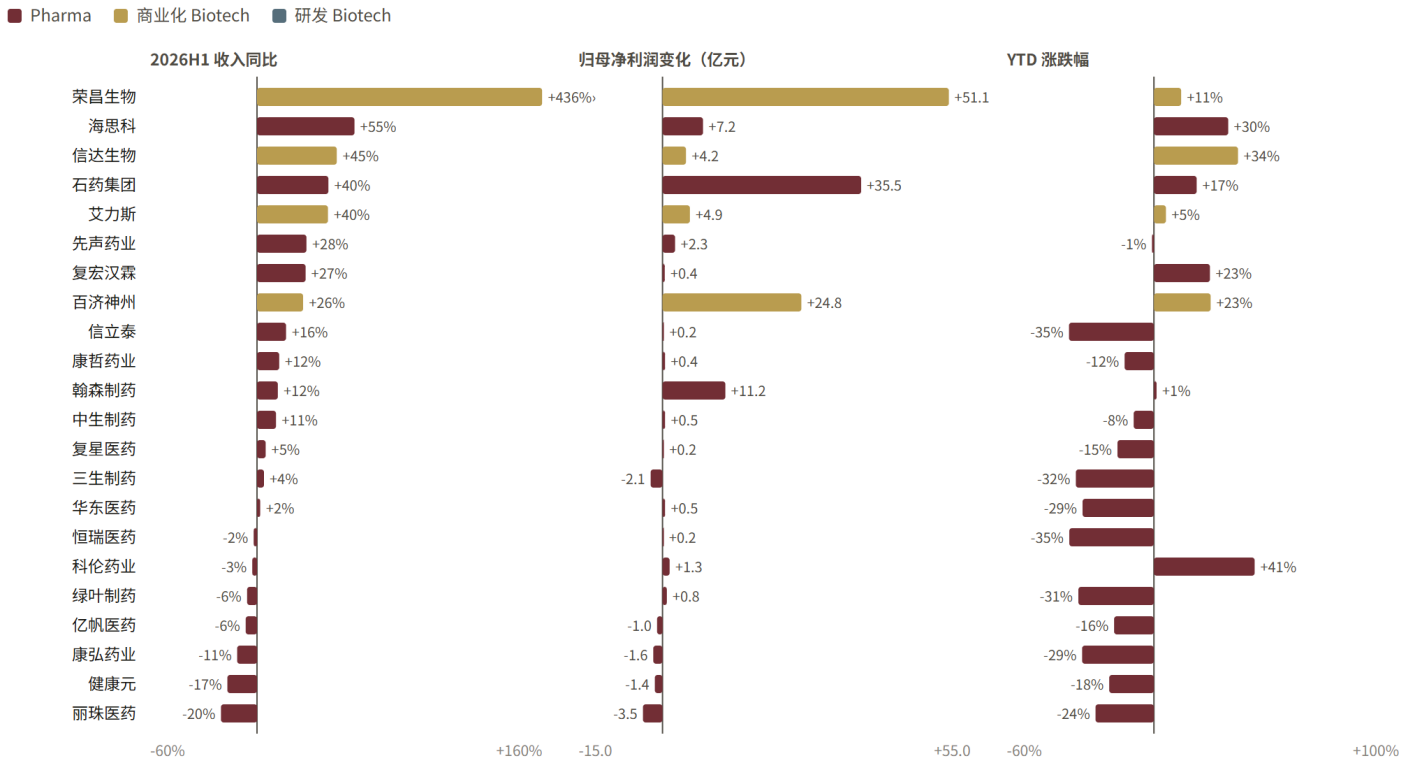


资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制

收入高增仍是创新药企业估值修复的基础，但 2026H1 业绩与 YTD 股价表现并未呈现简单线性关系。收入同比增速靠前的荣昌生物、海思科、信达生物、石药集团、艾力斯、百济神州等，普遍实现利润改善，验证行业商业化进程仍在推进；其中海思科、信达、石药、百济及复宏汉霖的股价亦录得正收益，基本面兑现获得一定市场认可。

仅供内部参考，请勿外传

图 6：收入规模≥20 亿元企业：收入增长、利润增量与 YTD 股价表现



资料来源：wind、上市公司中报、招商证券分析绘制；YTD 港股至 9/5、A 股至 9/1

3、收入质量：2026H1 产品销售仍是最大增量来源，但 BD 对报表收入增速的拉动明显上升

创新药行业的收入增长正逐步由产品销售驱动，BD 确认仍会显著改变部分公司的报表增速。从已披露拆分数据的公司看，百济神州、信达生物、中国生物制药、恒瑞医药、翰森制药等的创新药产品收入持续增长，商业化放量已成为收入增长的核心来源。其中，百济神州 2026H1 创新药收入 218 亿元，同比增长 26%；信达生物 82 亿元，同比增长 57%；中国生物制药 78 亿元，同比增长 29%；恒瑞医药 88 亿元，同比增长 16%。

表 5：2026H1 头部创新药公司收入增量拆分——产品放量与 BD 确认的分化（单位：亿元）

公司	24 创新药收入	YoY	25H1 总营收	25H1 BD 收入	25H1 创新药收入	25 总营收	25BD 收入	25 创新药收入	YoY	26H1 总营收	26H1 BD 收入	26H1 创新药收入	YoY
百济神州	270	74%	175		174	382		378	40%	222		218	26%
石药集团	100	5%	133	11	92	260	18	188	88%	186	59	102	11%
恒瑞医药	130	30%	158	20	76	316	34	163	26%	155	14	88	16%
信达生物	82	44%	60	7	52	130	10	119	45%	86	3	82	57%
中国生物制药	121	22%	176		61	318		152	26%	194	10	78	29%
翰森制药	79	28%	74	13	61	150	26	124	56%	83		71	15%
传奇生物	45	121%	30	3	30	69		69		47		47	
先声药业	49	4%	36		29	77		63	28%	46		39	34%
三生制药	51	20%	44		43	177	94	80	58%	45	9	34	-19%
艾力斯	35	77%	24		24	52		52	47%	33		33	38%

仅供内部参考，请勿外传

复宏汉霖	49	8%	28	3	26	67	9	58	17%	36	7	29	13%
绿叶制药	2	146%	32	0	28	63	2	57	3439%	30	0	29	1%
贝达药业	28	17%	17			36				20		20	
康方生物	20	25%	14		14	31		31	53%	18	0	18	28%
再鼎医药	29	51%	16		15	33		33	15%	15		15	-6%
君实生物	16	46%	12	1	12	25	2	23	48%	17	3	14	-87%
海思科	13	53%	20		11	44				31	18	13	
荣昌生物	17	62%	11		11	33	9	23	36%	59	45	13	23%
和黄医药			19	3	13	37	5	27		19	2	13	-5%
信立泰	15	31%	21		10	44		20	36%	25		12	27%
云顶新耀	7	461%	4		4	17		17	141%	11		10	125%
诺诚健华	10	49%	7	1	6	24	9	14	44%	11	2	9	43%
神州细胞	25	33%	10		10	16		16	-38%	7		7	-32%
科伦博泰生物			10	6	3	21	15	5		10	3	7	112%
迪哲医药	4	296%	4		4	8		8	123%	5		5	47%
泽璟制药	5	40%	4		4	8		8	51%	12	7	5	46%
微芯生物	6	26%	4	0	4	9		9	39%	5	0	5	32%
三生国健	10	18%	6	1	5	42	31	9	-8%	9	4	4	-15%
欧康维视生物	4	87%	3	0	3	8	0	8	97%	4	0	4	32%
康诺亚	-		5	3	2	7	4	3	774%	6	2	4	132%
华领医药	3	232%	2		2	5		5	93%	4		4	74%
乐普生物	3	197%	5	3	2	9	4	5	67%	5	1	4	147%
亚盛医药	2	24%	2	0	2	6	1	5	108%	3	0	3	33%
艾迪药业	2	103%	4		1	7		3	90%	4		2	39%
智翔金泰			0			2	1	1		2		2	237%
基石药业	4	-12%	0	0	0	3	2	1	-81%	2	0	2	807%
前沿生物	1	4%	1		1	1		1	-7%	3	3	0	-46%
合计	**1,237**	**37%**	**1,171**	**62**	**805**	**2,537**	**276**	**1,778**	**44%**	**1,470**	**192**	**1,045**	**30%**

资料来源：wind、公司公告、招商证券；注：创新药收入及 BD 收入均按公司披露口径整理；BD 收入包括授权首付款、里程碑、合作收入等，部分公司或包含销售分成、供货及服务收入，各公司间口径未必完全可比。

能看到年度合计 517 → 646 → 901 → 1237 → 1778 亿，同比 +25% / +39% / +37% / +44%（2025 年新增海思科、传奇等样本，增速偏高）。有 H1 拆分的 34 家：总收入 1124 → 1401 亿（+25%），创新药 805 → 976 亿（+21%），BD 72 → 192 亿，BD 占总收入从 6% 升到 14%；创新药收入剔除荣昌、石药后 702 → 861 亿（+23%）。

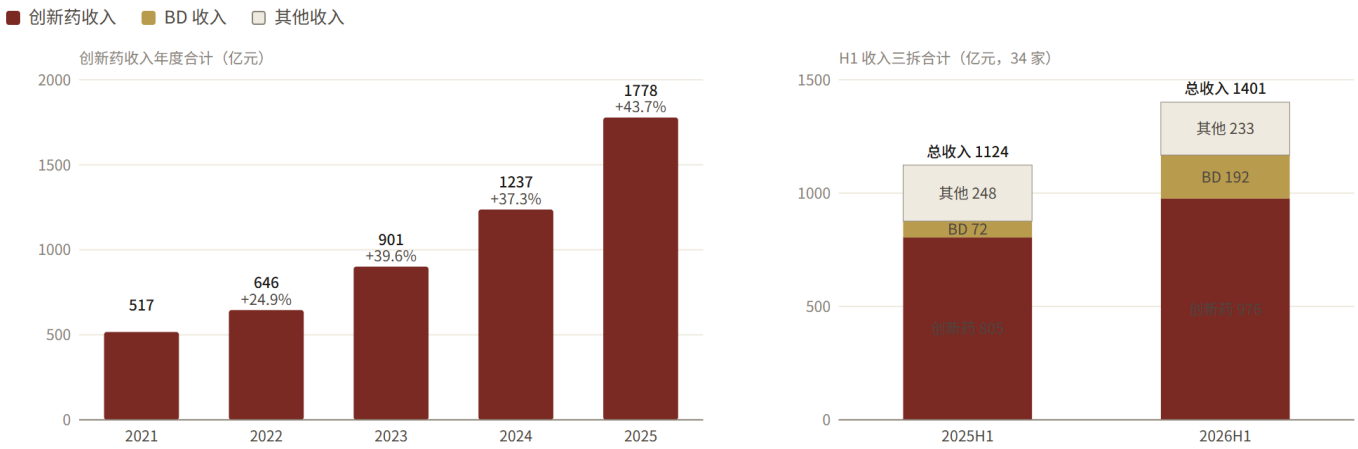
创新药公司产品收入已形成持续扩张的基本盘。2021—2025 年，创新药产品收入由 517 亿元增至 1,778 亿元，年复合增速约 36%；2025 年同比增长 44%，显示行业收入增长的核心仍是已上市产品放量，而非单纯依赖 BD 确认。

2026H1 产品销售仍是最大增量来源，但 BD 对报表收入增速的拉动明显上升。34 家样本公司总收入同比增加 277 亿元至 1,401 亿元，其中创新药产品收入增加 171 亿元至 976 亿元，贡献约 62%的收入增量；BD 收入增加 120 亿元至 192 亿元，贡献约 43%的收入增量；其他收入减少 15 亿元。拆分看，产品销售、BD 及其他收入分别贡献总收入增速约 15.2、10.7 及-1.3 百分点。

本期总收入同比增长 25%，产品端增长为 21%，BD 收入占总收入的比重则由 2025H1 的 6%升至 2026H1 的 14%。这意味着行业收入扩张的方向仍然健康，但本期报表增速较往年更受 BD 集中确认影响。

仅供内部参考，请勿外传

图 7：34 家公司：26H1 总收入同比增长 25%，其中创新药产品收入增长 21%，BD 收入由 72 亿元增至 192 亿元

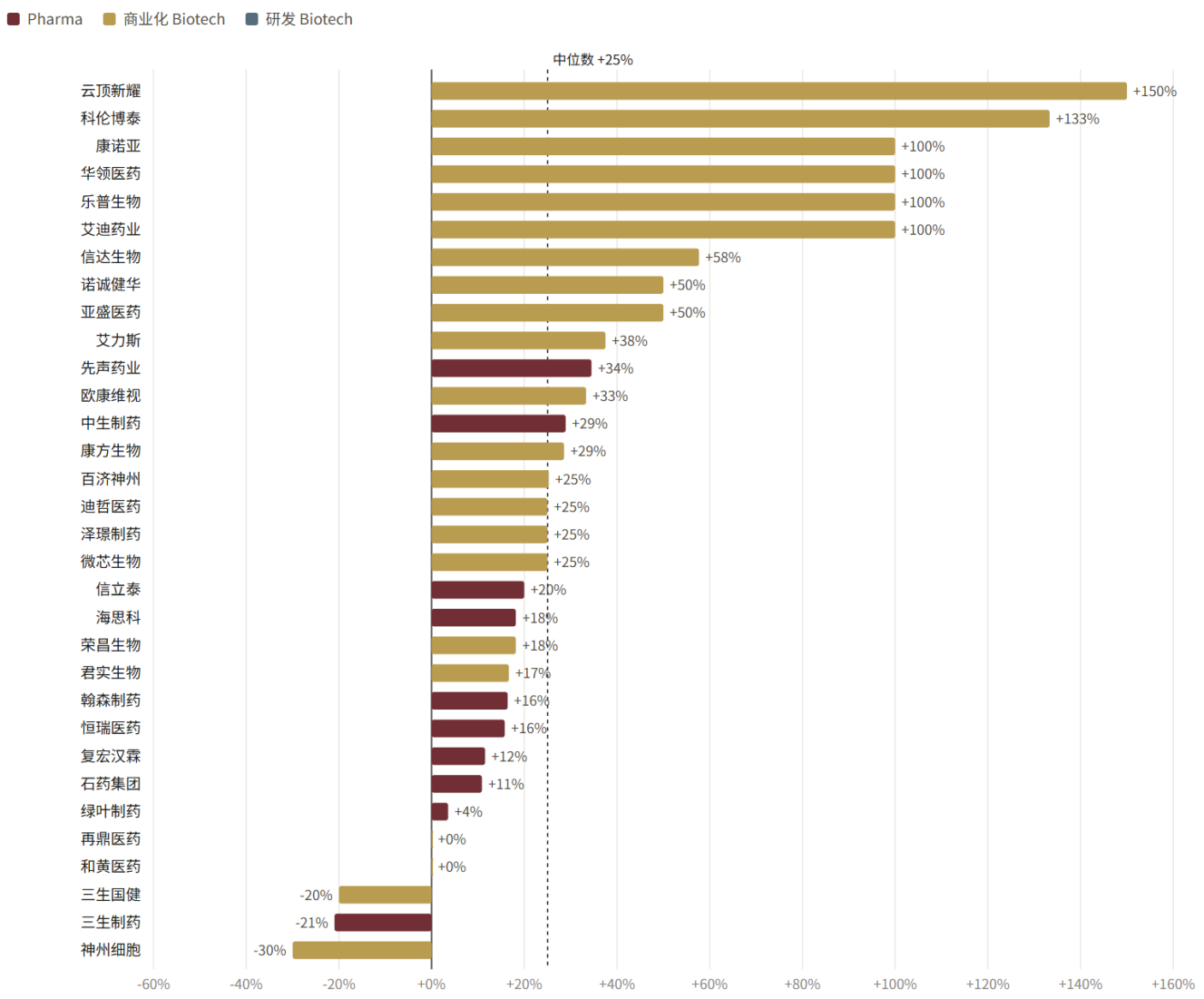


资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制

内生创新药收入：中位 +25.0%，加总 +21.1%。33 家可拆出创新药收入的公司，2025H1 合计 804 亿 → 2026H1 974 亿。加总增速低于中位数，反映大体量公司（中生 +29%、百济 +25%、恒瑞 +16%、翰森 +16%、石药 +11%）增长慢于中小样本。负增长 3 家。



图 8：2026H1 创新药收入同比（33 家，25H1→26H1 同口径）



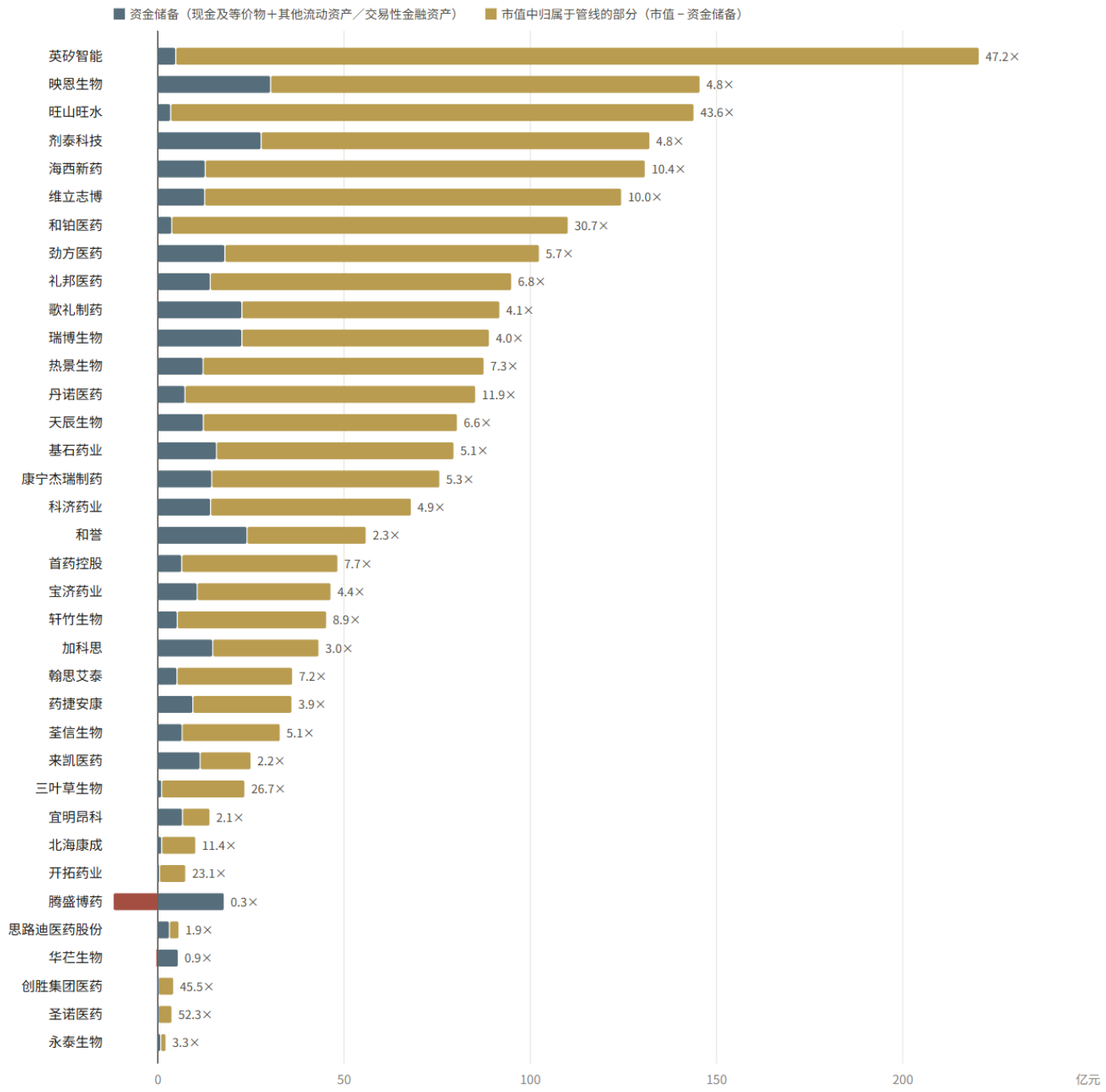
资料来源：wind、上市公司中报、招商证券分析绘制

4、现金储备：多数研发 Biotech 现金储备在 3 年以上

下表为 36 家研发 Biotech 资金储备数据，市值/资金倍数的分布区间为 0.3×至 52.3×。

2 家市值低于账上资金储备：腾盛博药市值 5.8 亿、资金储备 17.7 亿（0.3×）；青城医药市值 5.0 亿、资金储备 5.4 亿（0.9×）。市值/资金倍数最高的五家为圣诺医药 52×、英矽智能 47×、创胜集团医药 46×、旺山旺水 44×、和铂医药 31×；市值 20 亿以上、倍数最低的五家为来凯医药 2.2×、和誉 2.3×、加科思 3.0×、药捷安康 3.9×、瑞博生物 4.0×。

图 9：研发 Biotech 市值构成：资金储备+管线定价（36 家，按市值排序）



资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制；注：右侧数字为市值 ÷ 资金储备，管线定价为负者以红色向左显示

仅供内部参考，请勿外传

二、结论：从 BD 重估到业绩兑现、估值重估

综合看，2026H1 已完成切换的是商业化端，利润端仍依赖授权收入与一次性收益，估值端尚未反映经营改善，随着 2026H2-2027H1 的全球临床读出与注册申报，产业趋势、报表与估值的背离有望得到修复。**建议关注：1）已出海资产迎来上市、三期临床验证公司：康方生物、信达生物、科伦博泰、翰森制药、百利天恒、映恩生物-B、荣昌生物、三生制药、泽璟制药-U、迪哲医药-U、加科思-B、和铂医药-B、中国生物制药等；2）潜在出海资产储备公司：复宏汉霖、天辰生物-B、君实生物-U、诺诚健华、劲方医药-B、歌礼制药-B 等；3）业绩有望持续超预期公司：百济神州、信达生物、翰森制药、石药集团、中国生物制药、康诺亚-B、海思科等。**

1、商业化进入分化期

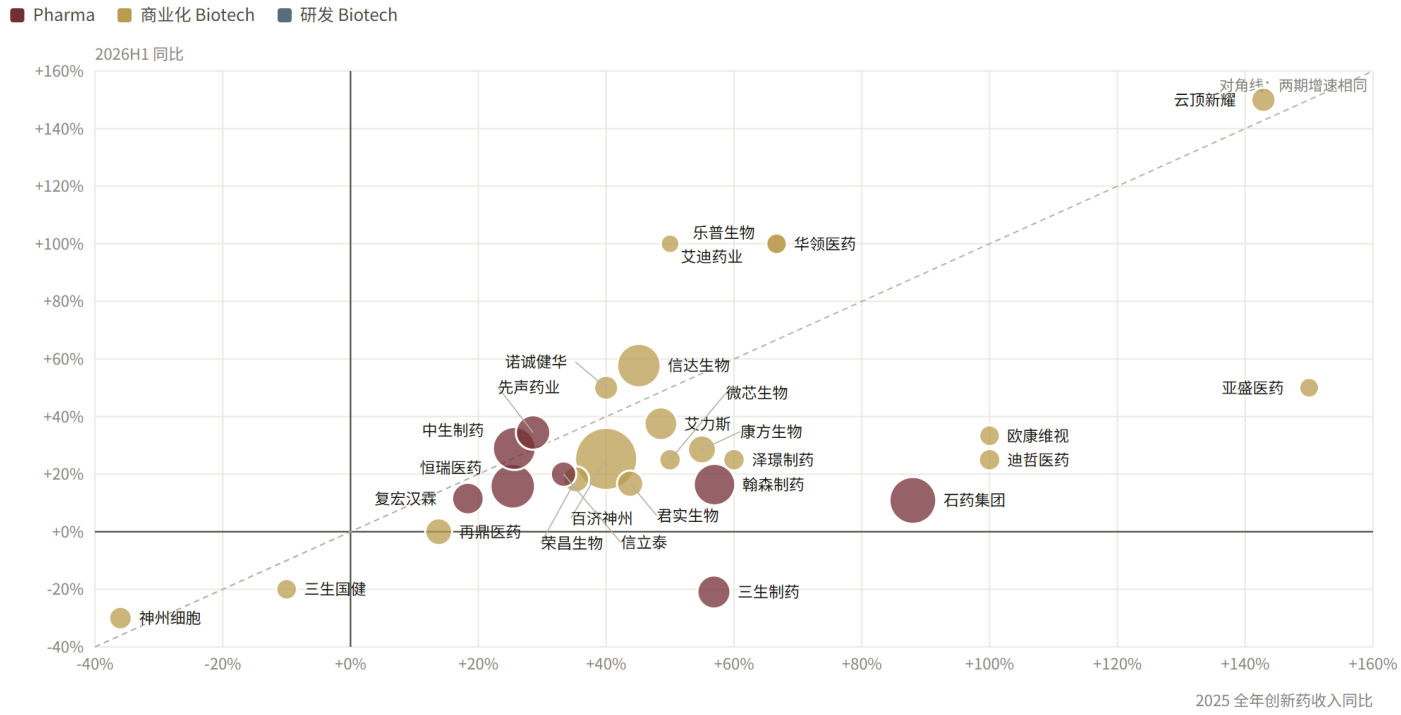
商业化：增速台阶普遍下移，增量来自新适应症进医保与新分子首年放量。对比 2025 全年与 2026H1 创新药收入增速，落在对角线以下（增速下台阶）的有 18 家，包括三生制药（+57%→-21%）、石药（+88%→+11%）、翰森（+57%→+16%）、康方（+55%→+29%）、百济（+40%→+25%）；对角线以上（加速）的 8 家以信达（+45%→+58%）、先声（+29%→+34%）、诺诚健华（+40%→+50%）、云顶新耀为代表。

2026H1 创新药收入增速整体较 2025 年下台阶，行业进入从高增扩张向规模化兑现切换的阶段。26 家样本中，18 家位于对角线下方，说明 2026H1 增速低于 2025 年全年；石药集团由 88%降至 11%、三生制药由 57%降至-21%、翰森制药由 57%降至 16%，头部公司增速回落是行业整体增速降档的主要来源。

但增速改善并未普遍发生在大收入基数公司。对角线上方的加速增长公司以中小体量商业化 Biotech 为主，虽然增速亮眼，但对行业总量贡献相对有限；信达生物是少数兼具较大收入规模和增速抬升的公司，创新药收入增速由 45%进一步提升至 58%，仍处于产品放量阶段。

仅供内部参考，请勿外传

图 10：创新药收入增速：2025 全年 vs 2026H1（气泡大小= 2026H1 创新药收入，对角线以下为增速下台阶）



资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制

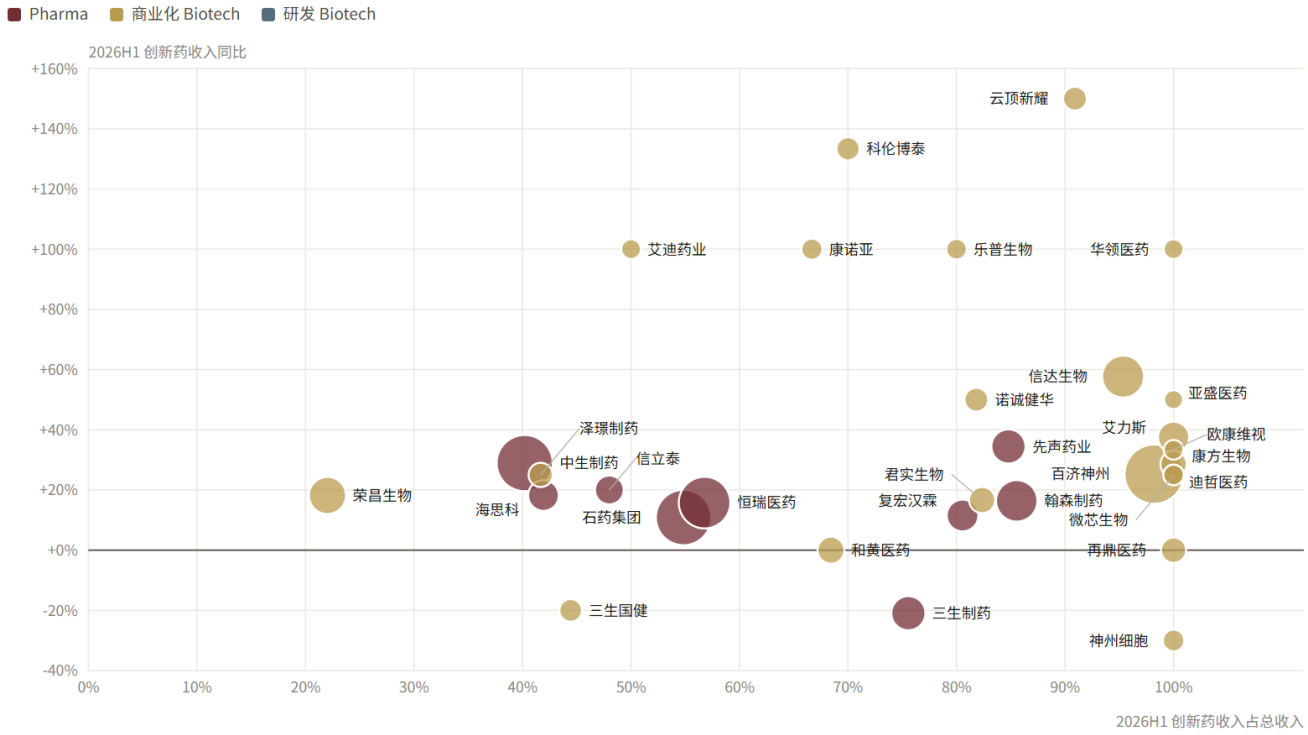
转型进度：创新药占比与增速。

Pharma 公司中，中国生物制药、信立泰、石药集团及恒瑞医药的创新药收入占总收入比例分别为 40%、48%、55%及 57%；三生制药、先声药业及翰森制药已分别达到 76%、85%及 86%。本期增长表现已明显分化：先声药业、中国生物制药创新药收入分别增长 34%及 29%，恒瑞医药、翰森制药增长 16%，三生制药同比下降 21%。

商业化 Biotech 的创新药收入占比普遍处于 80%—100%，收入结构更为纯粹；荣昌生物、泽璟制药、三生国健、康诺亚及科伦博泰的占比低于 70%，主要由 BD 及合作收入抬高总收入基数。

仅供内部参考，请勿外传

图 11：2026H1 创新药收入占总收入比×创新药收入同比（气泡大小= 2026H1 总收入）



资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制

表 6：转型 Pharma 产品层面的接力

公司	成熟产品/产品线	新品 / 新适应症
恒瑞医药	抗肿瘤创新药 62.65 亿 +2.6%；仿制药 51.39 亿 -6.1%	非肿瘤创新药 25.45 亿 +74.0%；瑞康曲妥珠单抗 2026.1 新进医保
复宏汉霖	汉曲优 14.7 亿 +4.7%；乳腺癌续约 17 亿 +10.4%；汉斯状 5.7 亿 -3.4%	海外产品收入 1.1 亿 +159.4%
信达生物	-	产品收入 82.02 亿 +56.7%；20 款商业化产品
康方生物	-	商业销售收入 18.03 亿 +28.65%（卡度尼利+依沃西为主）；古莫奇单抗 2026.0 获批
荣昌生物	-	药品销售 13.47 亿 +23.3%（未拆单品）
科伦博泰	-	药品销售 6.57 亿 +112%；sac-TMT 2026.2 获批 HR+/HER2- 乳腺癌；达索莱 1L mCRC 2026.1 进医保
康诺亚	-	康悦达（司普奇拜单抗）3.93 亿 +132%；覆盖 >1,600 家医院；2026.7 纳入基药目录、9.1 施行
诺诚健华	-	药品销售 9.18 亿 +43.2%；奥布替尼 1L CLL/SLL 纳入 2026 NRDL；佐来由替尼 2025.12 获批
君实生物	-	拓益国内 12.99 亿 +36%（肝癌、恶黑新进医保）
艾力斯	伏美替尼 31.38 亿	戈来雷塞 1.30 亿
翰森制药	肿瘤 54.73 亿占 65.9%	创新药 70.92 亿 +15.4%，占 85.4%；阿美乐第五项适应症 2026.1 获批
中国生物制药	-	创新药 78.1 亿 +29.2%，占 40.2%
先声药业	-	创新药 38.87 亿 +34.1%，占 84.9%
康弘药业	生物药 11.02 亿 –18.13%（占 50.54%）	-
海思科	自主产品 17.84 亿 +18.41%	总收入 30.96 亿 +54.71%（含服务收入 7.79 亿）

资料来源：上市公司中报、招商证券整理

仅供内部参考，请勿外传

2、全球化从 BD 落地走向全球临床兑现

下表所列资产按全球注册进程分为三档。**已进入 FDA 审评：**AK112 PDUFA 日期为 2026 年 11 月，是表中唯一在报告期内可获得监管决定的资产。**已读出顶线、进入申报准备：**CMG901 二线胃癌 III 期顶线达到 OS 获益，公司 PPT 载预计 2026Q4 中美同步递交 BLA；赛沃替尼 SAFFRON 顶线预计 2026H2 公布。**全球 III 期进行中、读出集中在 2027H1：**默沙东就 SKB264 推进 17 项全球 3 期；IBI363 鳞状 NSCLC III 期进行中、非鳞状准备中；维迪西妥单抗一线 UC 与泰它西普 gMG 的数据读出及 BLA 申报均落在 2027H1；奥布替尼 PPMS/naSPMS、瑞普泊肽、舒沃替尼（7 月授权，期后事项）尚在推进或刚启动。

表 7：合作方主导的全球 III 期与注册申报进展（2026H1 及期后）

资产	中国公司	合作方	进展
SKB264（sac-TMT）	科伦博泰	默沙东	默沙东 17 项全球 3 期进行中；2L EGFRm NSCLC: ORR 60.6% vs 43.1%，PFS 8.3 vs 4.3 月，HR 0.49
AK112	康方生物	Summit	WCLC 读出 H2 OS 数据，预计年底读出 H3 PFS 数据；2026/11 FDA PDUFA
CMG901	康诺亚 / 乐普生物	阿斯利康	CLARITY-Gastric 01 顶线 OS 获益（2026.7.28 公告）；PPT 载预计 2026Q4 中美同步 BLA；1L III 期首例给药触发 4,500 万美元
赛沃替尼	和黄医药	阿斯利康	SAFFRON 顶线预计 2026H2 公布
IBI363	信达生物	武田	鳞状 NSCLC 全球 III 期进行中，非鳞状准备中
RC48（维迪西妥单抗）	荣昌生物	辉瑞	1L UC III 期给药随访中，预计 1L UC 2027H1 数据读出与 BLA 申报
泰它西普	荣昌生物	Vor Bio	SD 全球 III 期 2026.1 美国启动；gMG 全球 III 期招募中，预计 topline 2027H1 读出
奥布替尼	诺诚健华	Zenas	PPMS / naSPMS 全球 III 期进行中
瑞普泊肽	恒瑞医药	—（自主）	全球 III 期 2025.12 启动
舒沃替尼	迪哲医药	阿斯利康	2026.7 全球独家许可：首付 6 亿美元 + 开发里程碑≤4 亿 + 销售里程碑≤5 亿美元（期后事项）

资料来源：上市公司中报、招商证券整理

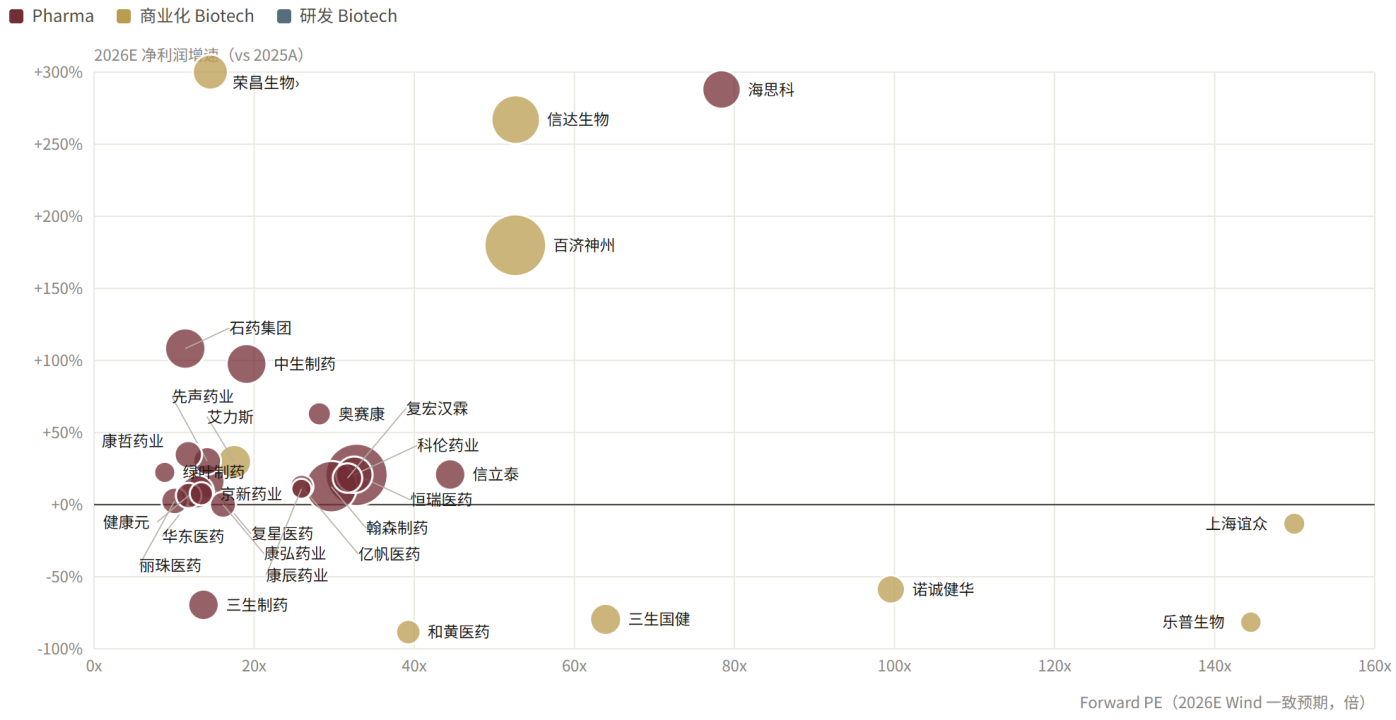
3、估值锚按资产类别分层

Pharma 用 Forward PE：有一致预期的 22 家中位 18x，11 家落在 10–20x。商业化 Biotech 用 PS 与增速：PS 从 5x（再鼎）到 50x 以上（康诺亚、三生国健），2026H1 创新药收入增速跨度 −15% 至 +150%。研发 Biotech 无盈利锚，改用市值扣除资金储备后的管线定价：36 家中 2 家市值低于账上资金；YTD 中位 -20%、37 家中 28 家下跌。

Pharma 中 Forward PE 高于 25x 的为恒瑞、翰森、科伦药业、信立泰、海思科（78x）；A/H 两地上市公司的两地 PE 差异：恒瑞、复星、百济 <10%，荣昌 15x/18x，诺诚健华 100x/186x。

仅供内部参考，请勿外传

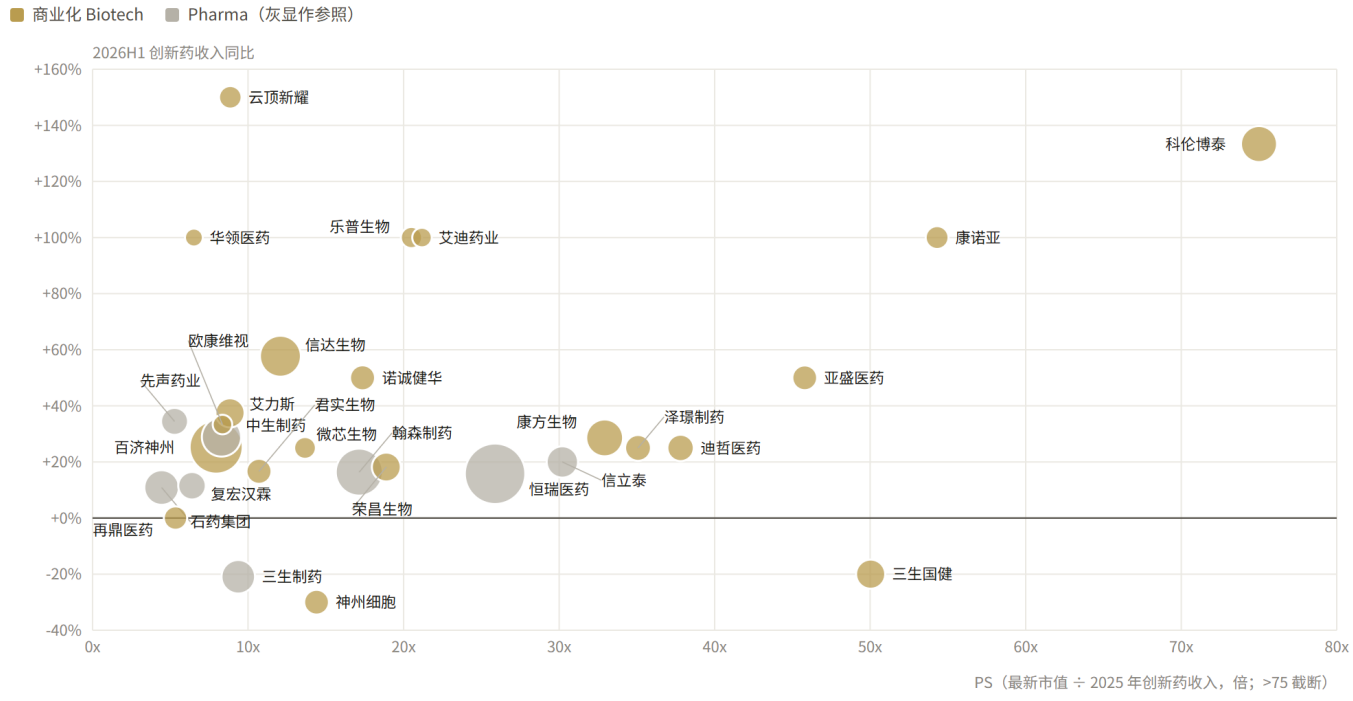
图 12：创新药公司 PE 估值情况，气泡大小=市值



资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制；注：2025A 亏损或无一致预期者不入图（30 家入图）

商业化 Biotech 的估值分层大于当期产品收入增速的分层。PS 处于 50 倍以上的公司中，科伦博泰、康诺亚仍维持 100%以上增长，亚盛医药约 50%增长；反过来看，云顶新耀、华领医药、乐普生物等收入同比接近或超过 100%，PS 仍处于较低区间。

图 13：创新药公司 PS 估值情况，气泡大小=市值



资料来源：上市公司中报、招商证券分析绘制

仅供内部参考，请勿外传

三、风险提示

1、 新药研发不及预期风险

在创新药研发过程中,因设计、计划、组织、协调、控制等环节失误而造成研发周期延长、成本上升或研发失败的风险。新药物在研发过程中，存在临床入组进度不确定、疗效结果及安全性结果数据不确定等风险。

2、 政策风险

医药行业高度受政策影响，存在国谈、集采、医保政策、创新药上市审评政策出现重大变化带来的研究设计要求变化、价格变化等政策调整因素导致公司业绩不及预期风险

仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。