

【广发医药 & 海外】维亚生物 (01873.HK)

全流程技术平台核心优势，经营拐点已现

核心观点：（如无特殊说明，本报告中货币为人民币）

- **从 SBDD/FBDD/ASMS 平台到全流程 AIDD 技术平台，丰富底层数据和经验积累打造一站式服务平台。**公司过往在中国药物靶蛋白结构研究处于领先地位，基于过往 SBDD 等平台积累，累计解析超 7.4 万例蛋白结构和超 2065 药物靶标数据。基于丰富底层数据和经验基石，公司建立了多种高质量数据库配合公司超算中心算力能力，实现 AI 与实验数据闭环迭代，形成了覆盖小分子、抗体、多肽等领域的 AIDD 一站式平台。截止 2024H1 末，公司已累计完成 CADD/AIDD 项目数 49 个，其中长期项目数占比为 35%；采购 CADD/AIDD 的累计客户数为 40 家。AIDD 技术平台有望在未来持续提升公司效率和竞争力。
- **降本增效叠加行业逐步回暖，公司主业盈利能力边际向上。**过去两年公司 CRO 业务受到全球投融资遇冷以及 EFS 业务战略影响。2024 年二季度后 CRO 新签订单已逐步复苏，叠加 AI 辅助和降本增效，CRO 业务有望盈利能力提升。朗华制药方面伴随产能建设逐步落地以及维亚生物内部导流和外部 BD 协同的帮助，公司项目向后推进价值量和产能利用率提升，商业化项目有望落地对盈利能力带来显著变化。
- **引入战略投资人化解债务危机，重整旗鼓再出发。**引入战略投资人后已经对维亚集团的公司治理及管理发挥了较强的协同效应。
- **盈利预测与投资建议。**公司盈利能力向上，经营节奏见底翻转，有望迎来更强的业绩表现。预计 24E-25E 公司主营收入分别为 20.53、23.93、28.23 百万元，EPS 分别为 0.12、0.15、0.18 元/股，对应 PE 分别为 12/9/8 倍。采用 PE 估值法，参考行业可比估值，给予公司 25 年 15XPE 估值，对应合理价值 2.41 港元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**市场竞争加剧风险、地缘政治风险、技术与研发风险等。

盈利预测：

2025 年 3 月 11 日人民币对港币汇率为 1.0737

单位:人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,380	2,156	2,053	2,393	2,823
增长率 (%)	13.1%	-9.4%	-4.8%	16.6%	17.9%
EBITDA	289	331	403	494	604
经调整归母净利润	-162	189	257	323	395
增长率 (%)	-148.9%	-216.6%	36.1%	25.9%	22.3%
经调整 EPS(元/股)	-0.08	0.09	0.12	0.15	0.18
经调整 PE	-	11.1	11.7	9.3	7.6
经调整 ROE (%)	-4.5%	5.1%	6.7%	8.0%	9.1%
EV/EBITDA	18.3	8.9	8.2	6.8	5.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

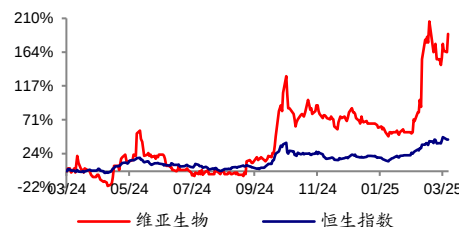
买入

当前价格	1.50 港元
合理价值	2.41 港元
报告日期	2025-03-12

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2161.37/2161.37
总市值/流通市值 (百万港元)	3242/3242
一年内最高/最低 (港元)	1.59/0.41
30 日日均成交量/成交额 (百万)	11.51/15.55
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	61.29/145.90

相对市场表现



分析师：罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师：田鑫



SAC 执证号：S0260524030003



021-38003707



tianxin@gf.com.cn

分析师：方程嫣



SAC 执证号：S0260522060003



021-38003670



fangchengyan@gf.com.cn

请注意，田鑫、方程嫣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、引入战略投资人重整旗鼓再出发，全流程 AIDD 技术平台助力前行	4
（一）引入战略投资人化解债务危机，重整旗鼓再出发	6
（二）从 SBDD/FBDD/ASMS 平台到全流程 AIDD 技术平台，AI 赋能公司技术平台持续完善	8
二、行业回暖+项目推进，经营节奏向上改善	14
（一）降本增效+行业转暖，公司 CRO 经营逐步恢复	14
（二）前端导流+产能建设完成，项目数不断增加为未来增长带来推动力	17
三、VBI 孵化公司药物管线不断扩张，预计未来 3 年内将迎来退出高峰期	20
四、盈利预测和投资建议	21
五、风险提示	23

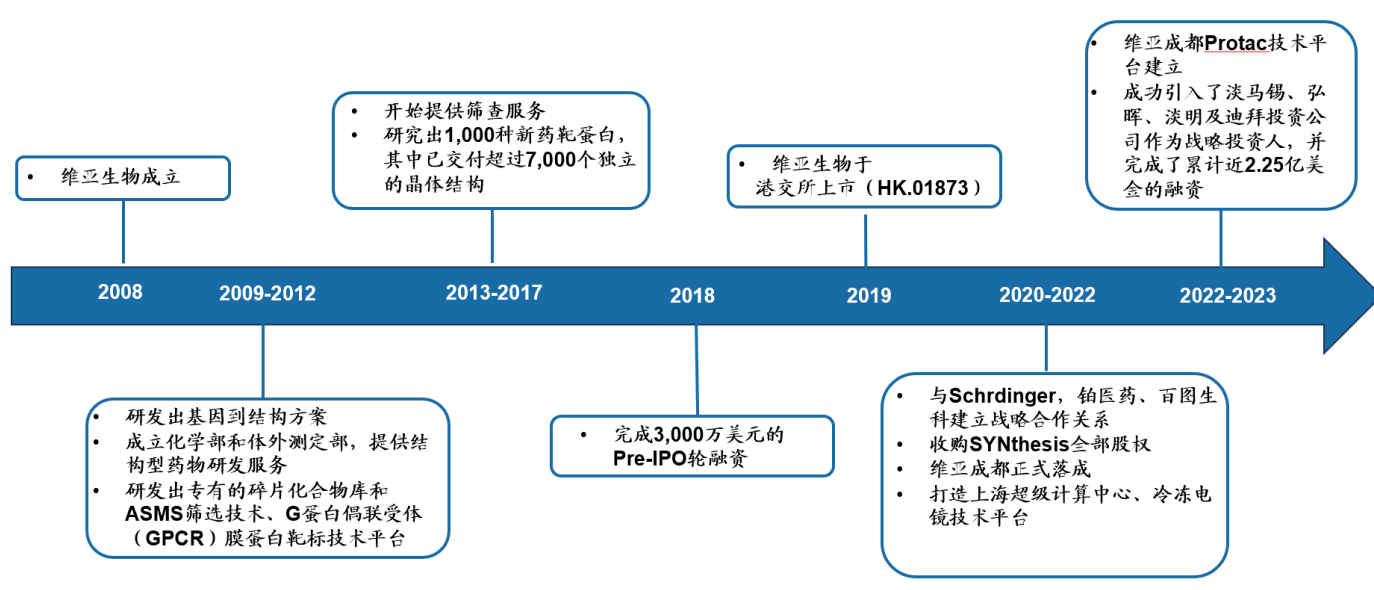
图表索引

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司 CRO 和 CDMO 收入情况 (单位: 百万元)	4
图 3: EFS 总投资价值 (左轴总投资价值单位: 百万元、右轴累计孵化公司个数, 单位: 个)	4
图 4: 维亚生物 2020-2022 年收盘价 (港元/股)	7
图 5: 维亚生物集团架构 (截止至 2024 年中报末)	7
图 6: 公司 SBDD/FBDD/ASMS 技术平台	8
图 7: 基于各类筛选库+AI 辅助, 打造一站式药物技术发现平台	9
图 8: 公司 AIDD 全流程技术平台	10
图 9: 公司 V-del 分子库搭建流程	11
图 10: 公司 V-del 筛选流程	12
图 11: CpHMD 分子动力学模拟技术模拟其在不同 pH 条件下的构象变化	13
图 12: 维亚生物一站式研发及生产综合服务平台	14
图 13: 公司客户总数不断提升	14
图 14: 公司 CRO 收入情况 (单位: 百万元)	15
图 15: 公司 CRO 业务毛利率情况	15
图 16: 公司 CRO 客户拓展情况 (单位: 个)	15
图 17: 公司 CRO 业务各地区占比	15
图 18: 公司累计靶标交付情况 (单位: 个)	17
图 19: 公司累计蛋白结构交付情况 (单位: 个)	17
图 20: AI 技术驱动实验推动药物研发	17
图 21: 朗华制药收入情况 (单位: 百万元)	18
图 22: 朗华制药经调整毛利情况 (单位: 百万元)	18
图 23: 朗华工厂产能建设情况	18
图 24: 朗华 CMC 研发人员规模 (单位: 人数)	19
图 25: 朗华 CMC 项目与收入情况 (单位: 百万元)	19
图 26: CMC 外部与维亚导流占比变化 (单位: %)	19
图 27: VBI 孵化公司管线情况	20
图 28: VBI 布局领域及地区以及 2024H1 孵化项目成功退出及构成状况	20
表 1: 公司产能布局	5
表 2: 公司部分高管情况	6
表 3: 公司新分子布局情况	16
表 4: 公司收入成本拆分	21
表 5: 公司可比公司估值表 (截止至 2025 年 3 月 11 日)	22
表 6: 公司投资孵化项目进展	24

一、引入战略投资人重整旗鼓再出发，全流程 AIDD 技术平台助力前行

维亚生物自2008起致力于向全球创新药研发企业提供从早期基于结构的药物研发到商业化药物生产的一站式综合服务。凭借在基于结构的药物研发（SBDD）技术领域的领先优势，向全球合作伙伴提供新药研究阶段的CRO服务。通过子公司朗华制药提供从临床前开发到商业化生产的一站式CMC/CDMO解决方案。同时专注于发现并投资高潜力生物医药初创公司，以独创EFS商业模式解决未满足的临床需求。

图 1：公司发展历程



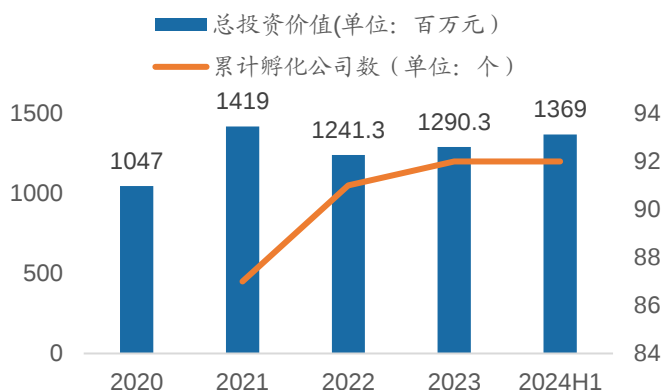
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 2：公司CRO和CDMO收入情况（单位：百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：EFS总投资价值（左轴总投资价值单位：百万元、右轴累计孵化公司个数，单位：个）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司业务主要包括：

- (1) CRO业务：聚焦FIC的Discover业务，以SBDD为核心，驱动FBDD、药物筛选、药物设计，提供从Target到PCC的全部生物、化学服务。

- (2) CDMO研发生产业务: 为创新药合作伙伴提供药物研发生产的全流程小分子CDMO、API、中间体及制剂业务。
- (3) EFS投资孵化业务: 专注于发现、投资高潜力生物医药初创公司, 以解决未满足的临床医学需求。

表 1: 公司产能布局

地区		总面积	投入使用面积	备注	备注
维亚生物	上海周浦	约 40000 平方米	全部投入使用	新总部	 上海周浦
	上海法拉第路	约 7576 平方米	实验室面积占 5552 平方米	投资孵化中心	
	成都园区	约为 64564 平方米	12210 平方米投入使用		 四川成都
	苏州园区	约为 7545 平方米	实验室面积近 5305 平方米		
	嘉兴园区	约为 6362 平方米	实验室面积近 5335 平方米		 浙江嘉兴
朗华制药	上海超算中心			支持计 CADD、AIDD, 以及晶体组和冷冻电镜组的运算等	
	浙江台州	35168 平方米		工厂	
	宁波诺柏	2500 平方米		研发中心	
	宁波诺柏	约为 1300 平方米		研发中心	
朗华制药		约为 1500 平方米		办公楼	 浙江宁波

数据来源: 维亚生物 2024H1 财报、广发证券发展研究中心

根据公司2024H1财报，截止至2024年6月末，公司员工总人数2043人，其中CRO人员数1117人，朗华制药704人。公司已建立了完善的CRO+CDMO+超算中心产能布局。

公司拥有国际化专业管理团队，管理层基本具有十年以上海外留学工作经验，熟悉创新药研发技术与流程，创新药研发管理经验丰富。公司研发团队专业性强，已建立了复合型人才团队，计算化学及人工智能算法科学家专业背景涵盖物理、化学、生物、药学、制药工程等领域，并包括多位海外归国学者。

表 2: 公司部分高管情况

姓名	职务	简介
毛晨	首席执行官、总裁	于 1983 年 7 月及 1986 年 7 月分别于中国复旦大学取得放射化学学士及物理化学硕士学位，于 1995 年 5 月在美国康奈尔大学获得生物化学博士学位。曾任美国狄克大学医学中心生物化学博士后研究员，于 CRO 行业有超过 20 年经验。
吴鹰	常务副总裁	于 1982 年 7 月取得中国上海师范大学数学系大学文凭，于 2010 年 6 月在香港取得香港国际商学院的工商管理毕业证书。兼任维亚生物科技（香港）的董事、嘉兴维亚的执行董事、维亚孵化器（上海）及四川维亚的执行董事兼总经理。
戴晗	首席创新官、投资负责人	获得德克萨斯大学西南医学中心的分子生物医学科学博士学位，于南京大学取得生物化学学士学位，并作为 Helen Hay Whitney Fellow 在哈佛医学院与霍华德·休斯医学研究所完成了博士后的训练。担任费城美中医药协会（SAPA-GP）会长和中国科学院强磁场科学中心客座教授与上海交大转化医学研究院客座教授。曾任全球制药和生物技术公司的研发，商务拓展和外部创新高管。

数据来源：维亚生物 2024H1 财报、广发证券发展研究中心

（一）引入战略投资人化解债务危机，重整旗鼓再出发

出于业务扩张与业务发展上的需求，公司为协调资金,在2020年前后进行了可转债发行与定增融资；同时2020年8月，公司进军CMO业务，与朗华制药签订收购协议，维亚生物以28.4亿港元的价格收购朗华制药80%的股份；2020年9月维亚生物以6.2亿港元收购SYNthesis med chem Pty Limited。

21年后，由于海外货币政策变化以及国内监管情况的影响，公司股价迎来了较大的下跌，但由于实际股价与可转债规定的转股价之间较大的价差，公司需要公开回购市场的可转债，但截止至2022年6月底，公司账上现金及现金等价物余额为10.74亿元，但公司过往发行可转债总额达到了4.6亿美元。

图 4：维亚生物2020-2022年收盘价（港元/股）

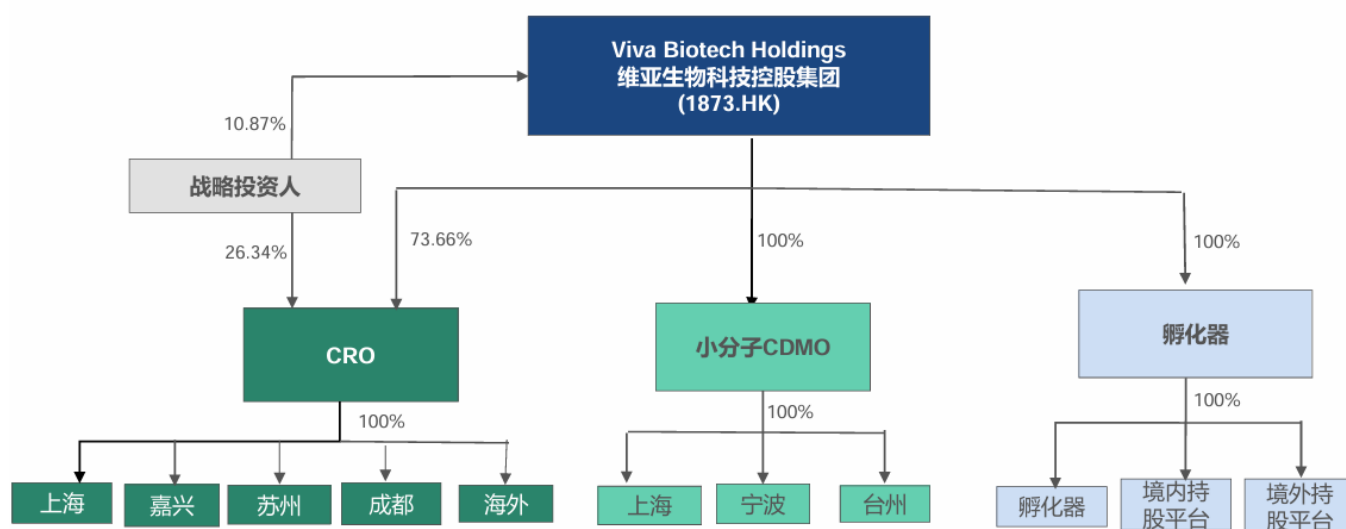


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

根据维亚生物官方公众号，2023年6月11日，维亚生物获得淡马锡，弘晖基金及淡明出资，CRO业务主体上海维亚通过转让近24%的股权以获得近1.5亿美金；此外，上市公司集团层面融资获得近6000万美金。引入战略投资人后已经对维亚集团的公司治理、业务运营、投融资规划及战略发展发挥大量协同效应。

同时公司计划内部完成重组，未来分拆CRO业务于A股上市。重组完成后，公司CRO业务将转移至维亚上海及其附属公司，CDMO业务将由维亚上海转移至其他全资附属公司，公司将透过独立类别的附属公司进行其CRO业务及CDMO业务以及持有投资孵化企业的股权。

图 5：维亚生物集团架构（截止至2024年中报末）



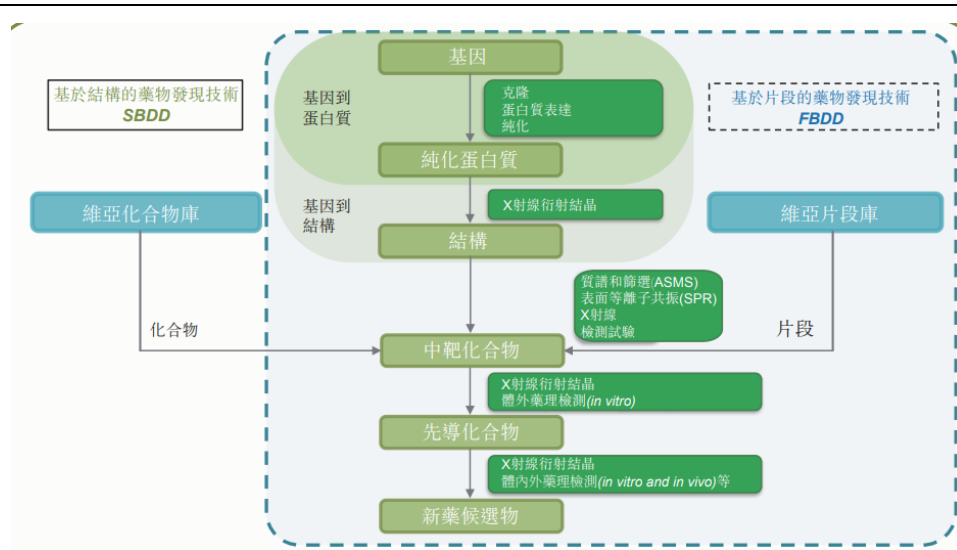
数据来源：维亚生物 2024H1 业绩演示材料、广发证券发展研究中心

（二）从 SBDD/FBDD/ASMS 平台到全流程 AIDD 技术平台，AI 赋能公司技术平台持续完善

公司上市时核心技术平台包括SBDD平台、FBDD平台、ASMS筛选平台及靶向膜蛋白药物发现平台。此外结合体外药理学、药物化学研究、抗体生成及分子克隆平台提供药物发现项目的全面服务。根据公司聆讯材料，自2015年至2017年公司在上海光源使用了超过69%的平均工业光束时间，显示了公司在中国药物靶蛋白结构研究的领先地位。

就技术平台的布局和拓展方面，在维亚SBDD技术的基础上，公司进一步引入了人工智能技术，围绕新靶点（New target）、新机理（Novel MOA）及新分子形式（New Modality）开发了独具特色的AI赋能SBDD一站式的新药研发服务平台。

图 6：公司 SBDD/FBDD/ASMS 技术平台



数据来源：维亚生物聆讯材料，广发证券发展研究中心

1. 公司已搭建了完善的AIDD全流程药物研发平台

目前的AI药物研发商业模式主要可以分为四类，AI-biotech、AI-CRO、AI管线、以及基于大数据的AI药物研发辅助公司。四种商业模式实际基础都来源于数据，基于大量积累的多模态数据才能去建立有效的技术平台。维亚生物将AI与传统的基于结构的药物研发（SBDD）技术深度融合，围绕新靶点、新机理及新分子形式打造了AI赋能SBDD一站式原创新药研发服务平台。

公司搭建了多种类型的高质量数据库、以高效的筛选方式，通过与SBDD/FBDD、ASMS、SPR等技术平台的整合，提供从靶点蛋白生产、DEL分子库构建、亲和筛选、活性化合物定制合成、生物试验验证开发等基于DEL技术药物研发的全套的一站式药物研发平台。

图 7：基于各类筛选库+AI辅助，打造一站式药物技术发现平台



数据来源：维亚生物微信公众号、广发证券发展研究中心

基于算力和推理快速发展的前提下，AIDD和CADD可理解为基于某种方程的求解或者拟合。平台搭建好后显著加速与赋能新药研发，与专家经验相比，独特优势在于其可以大规模、高效探索所有可能的化学空间，并找出最有可能符合需求的分子。目前技术水平仍在探索中，但已具备能力为研发提供更全面和更广阔的思路，同时提高决策的效率和实验质量。

目前，维亚已建成自有的小分子药物发现AIDD全流程技术平台，提供完整的AI驱动的药物发现解决方案，并大幅降低新药研发成本和周期，助力药物研发转型升级。例如使用主动学习的虚拟筛选，可将筛选的命中率从平均1%提高到20%以上，对应富集因子为20倍或更高，与维亚多个筛选平台联动、完成筛选并验证的速度达到以周为记，对应筛选费用降低为三分之一。采用自由能微扰技术和ADMET性质预测对设计的化合物做先行评估，可减少超过半数的化合物合成数量，从而降低实验人员投入，并将苗头化合物发现周期从12-36月缩短到6-18月。

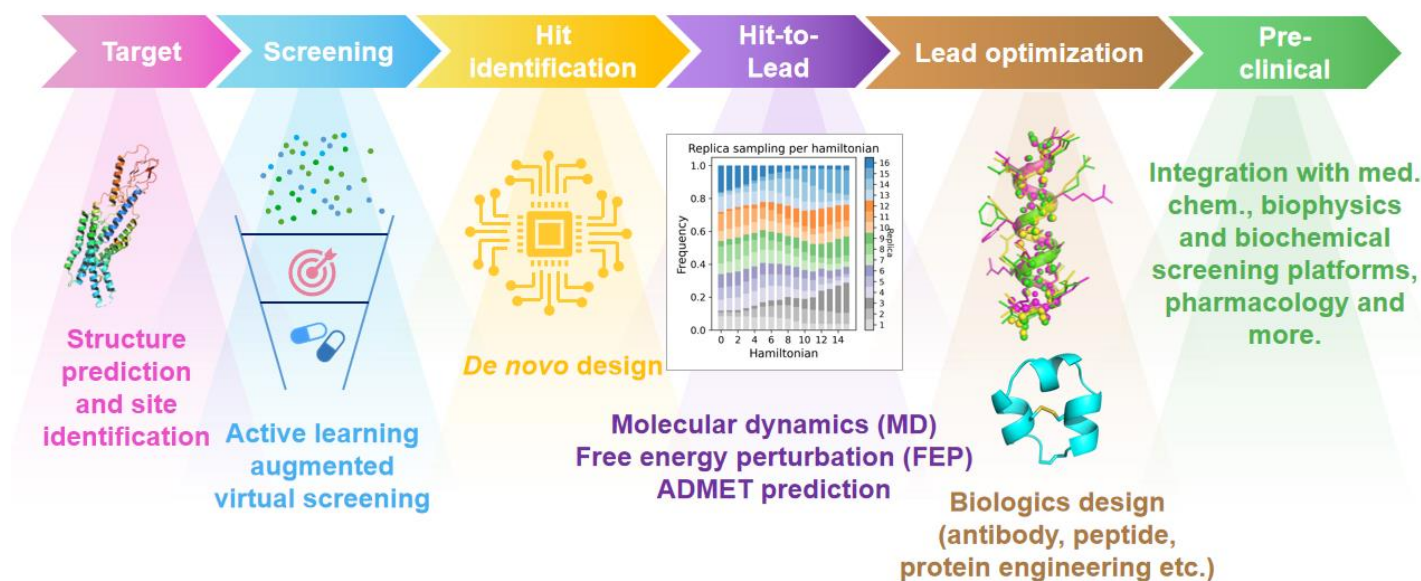
整个技术平台核心为计算驱动和实验验证的完整流程。

- (1) **靶点发现和验证，通过AI模型预测蛋白结构**（跳过传统的结构生物学实验，快速锁定可干预的靶点区域），对变构位点/活性位点分析可在“难成药”靶点（如蛋白-蛋白相互作用）中寻找变构调节位点，扩大靶点范围。
- (2) **虚拟筛选与分子生成**。基于AI，虚拟筛选反馈模型迭代优化，提高筛选准确率；减少对高通量实验（HTS）的依赖，降低大量无效筛选的成本。强化学习，生成具有特定性质（如类药性、高亲和力）的分子结构。
- (3) **分子优化**。进行分子动力学、自由能等计算，淘汰高风险分子完成分子设计。
- (4) **实验验证与平台整合**。DEL筛选结合，AI预测的优势分子+ DEL库中亿级化合物实验验证。自动化化学合成（如流动化学）后机器人高通量ADMET测试，

结果反哺模型优化。

平台优势显著：(a) AI生成海量分子后相比传统HTS虚拟筛选可快速完成；(b) 同时AI平台有望突破化学家的经验局限，发现反直觉的结构；(c) 降低早起研发成本。但模型性能高度依赖训练数据的覆盖度和准确性，同时AI生成的分子可能难以实际合成需与化学家协作优化合成路线以及生物学复杂性在纯计算中难以完全模拟。整个平台包含从生成、筛选、优化、预测的全链条药物发现；同时实验数据反馈可以继续优化AI模型，未来有望不断迭代发展进一步提高效率降低成本。

图 8：公司AIDD全流程技术平台



数据来源：维亚生物微信公众号、广发证券发展研究中心

2. 丰富数据完善公司技术平台底层逻辑加强公司优势：以公司V-DEL库为例

以公司V-DEL库为例，从建库开始、到亲和力筛选、高通量测序、数据分析、合成不带DNA的化合物直至苗头化合物确证。引用AI后DEL库容量巨大、分子多样性好，又兼具研发周期短、成本低等优势，还可以筛选某些复杂的蛋白靶点。同时CADD/AIDD融入到DEL技术中后，可以结合开发多种DNA兼容化学反应，进一步实现DEL技术的快速、有效、增殖效应。

整个V-DEL建库流程包括：

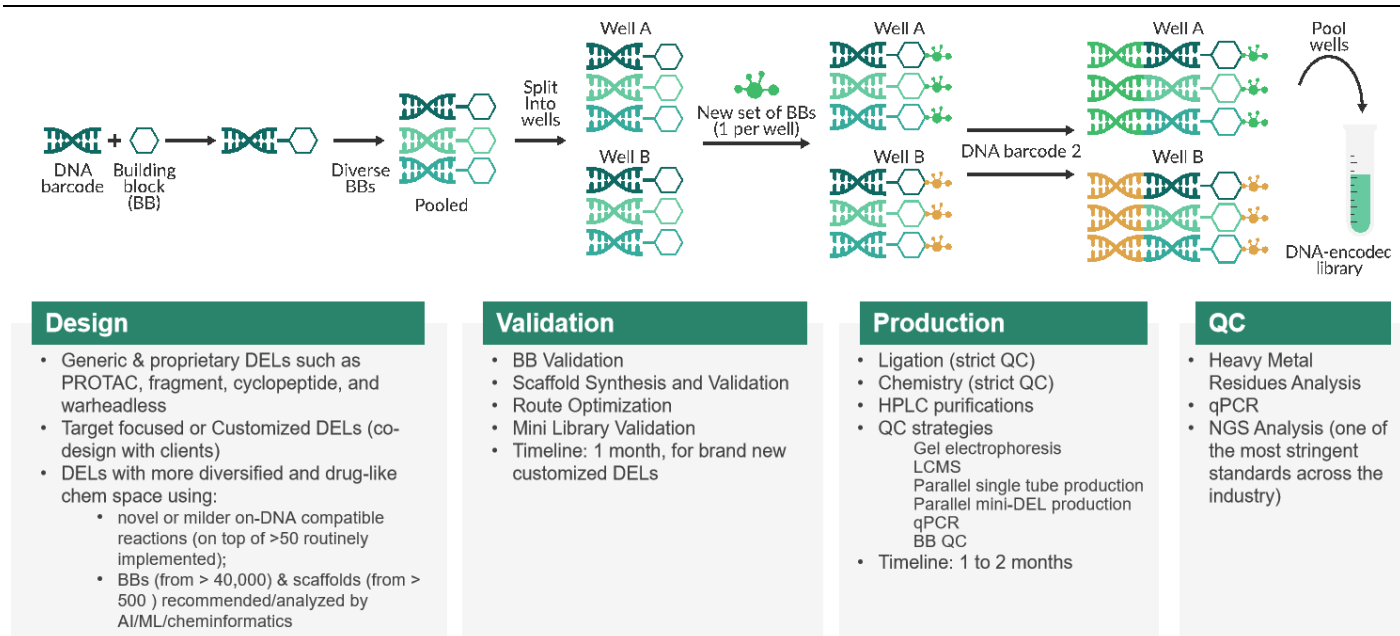
- (1) **文库设计**：设计多样性高、类药性强、可合成的化合物库。首先从四万个以上的化学砌块（如羧酸、胺类、卤代物等）通过AI工具来预测砌块兼容性（如反应成功率、产物稳定性）；BBS后确定核心骨架三维结构；规划后续反应路线；重复过程形成海量的化合物库。
- (2) **验证和优化**：确保文库质量（分子正确性、反应兼容性、DNA完整性）。进行合成验证生产路径优化等。
- (3) **生产+标签**：规模合成DEL并确保DNA标签的精准连接。准备模版后化学合

成并进行质量控制。

(4) 质量检测：化学纯度、DNA完整性、标签对应情况等检测。

AI在整个过程中辅助BBS设计，进行快速的数据分析以及虚拟筛选和实验验证协同。如从DEL中初步选出100个分子后，可通过AI模型推测其化学可及性。

图 9：公司V-del分子库搭建流程



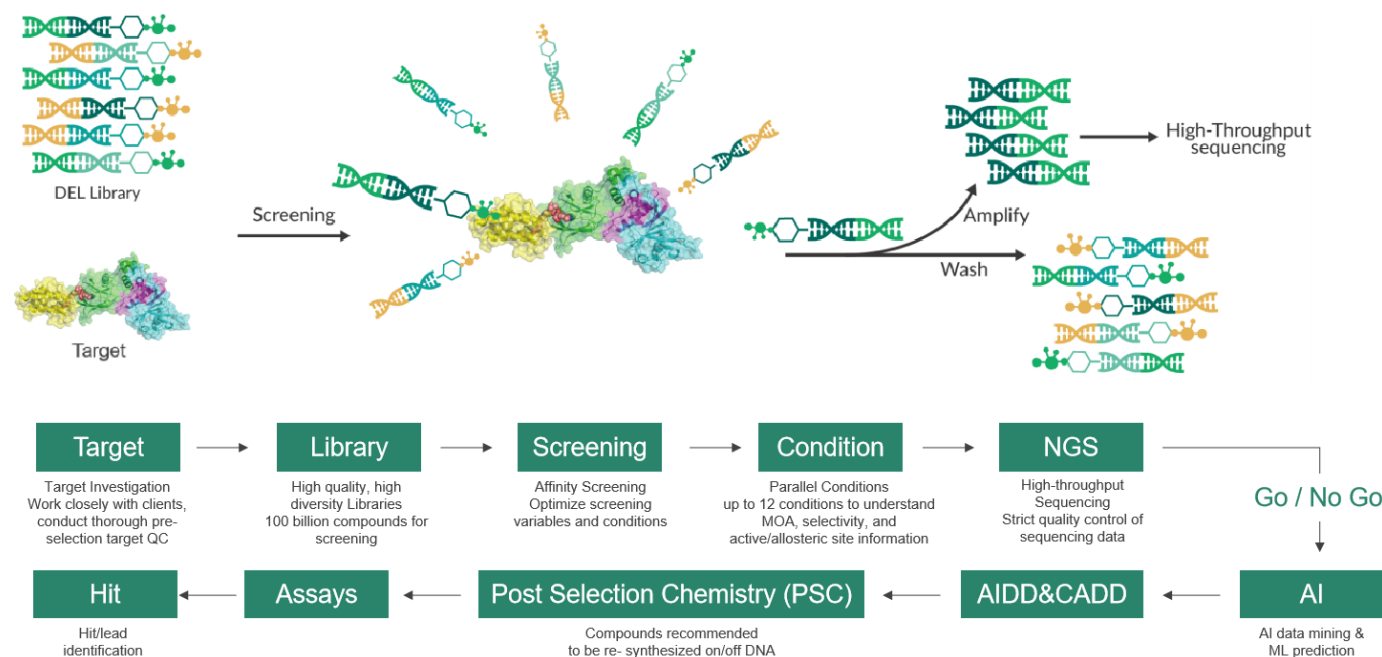
数据来源：维亚生物微信公众号、广发证券发展研究中心

公司现有技术平台可对小分子、抗体、多肽和靶向RNA小分子等跨分子类型的药物进行研究。基于过往对分子结构和作用机理的经验，团将计算方法与实验验证紧密联动，通过反复迭代和系统性优化，持续提升计算模型的预测准确性和可靠性。

整个筛选过程为：

- (1) 根据客户需求确定质量以及筛选目标。
- (2) 建立高质量、高多样性文库。内含海量化合物用于筛选。
- (3) 在限制条件下筛选并进行NGS分析。
- (4) 利用AI进行数据挖掘和机器学习预测。
- (5) 决定化合物能否继续推进后识别出有潜力的化合物然后重新生成并利用AIDD和CADD进行进一步预测。
- (6) 最终还可利用AI进一步优化化合物设计。

图 10: 公司V-del筛选流程

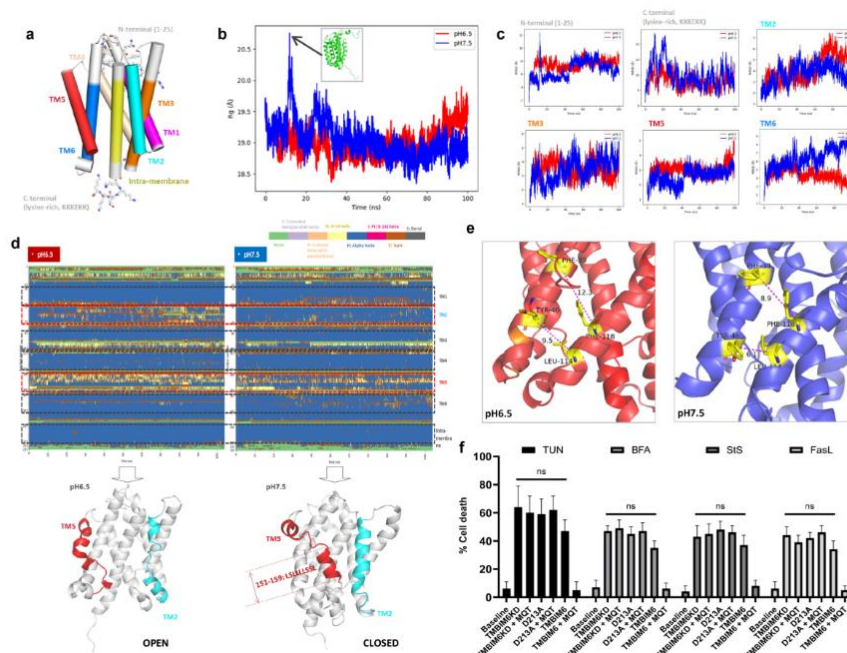


数据来源：维亚生物微信公众号、广发证券发展研究中心

3. 公司AIDD技术平台已在运行，未来有望带来更多产出

根据Nature Oncogene, 《TMBIM6/BI-1 is an intracellular environmental regulator that induces paraptosis in cancer via ROS and Calcium-activated ERAD II pathways》, 维亚生物与由麻省理工学院引擎参与孵化的创新型生物医药企业共同完成研究。维亚生物AIDD/CADD团队通过对TMBIM6进行结构建模与优化, 并引入能够模拟蛋白质在不同pH条件下的动态构象行为的CpHMD分子动力学模拟技术模拟其不同pH条件下的构象变化, 在低pH环境下, TMBIM6的跨膜区域和 α -螺旋结构发生了显著变化, 这一发现可能揭示了TMBIM6在细胞应激反应和癌细胞死亡调控中的关键分子机制。此外, 通过把CpHMD的模拟结果与湿实验数据进行交叉验证, 进一步确保了结果的科学性和生物学相关性, 从而解释了分子结构变化对于其生物学功能的影响。通过精确模拟蛋白质在动态环境中的行为及分析关键残基的作用机制, 为靶向TMBIM6的药物设计提供了理论和结构基础。

图 11: CpHMD分子动力学模拟技术模拟其不同pH条件下的构象变化



数据来源: Nature Oncogene, 29 November 2024, 广发证券发展研究中心

AI赋能SBDD一站式原创药物研发服务平台的情况来看,公司已经在尝试解决药物设计中的实际问题,例如共价和非共价自由能微扰, AI赋能后计算准确度更高、可调参数空间更大。同时公司平台还着力开发ADME/PK预测模型,实现药物研发各阶段的全面覆盖和计算工具的系统性整合。应用于多种药物形态,如小分子、抗体、多肽、靶向RNA小分子药物开发等;在算法开发的过程中,各个平台保持干湿实验联动,计算结果通过实验验证、计算模型在此过程中迭代优化突破。

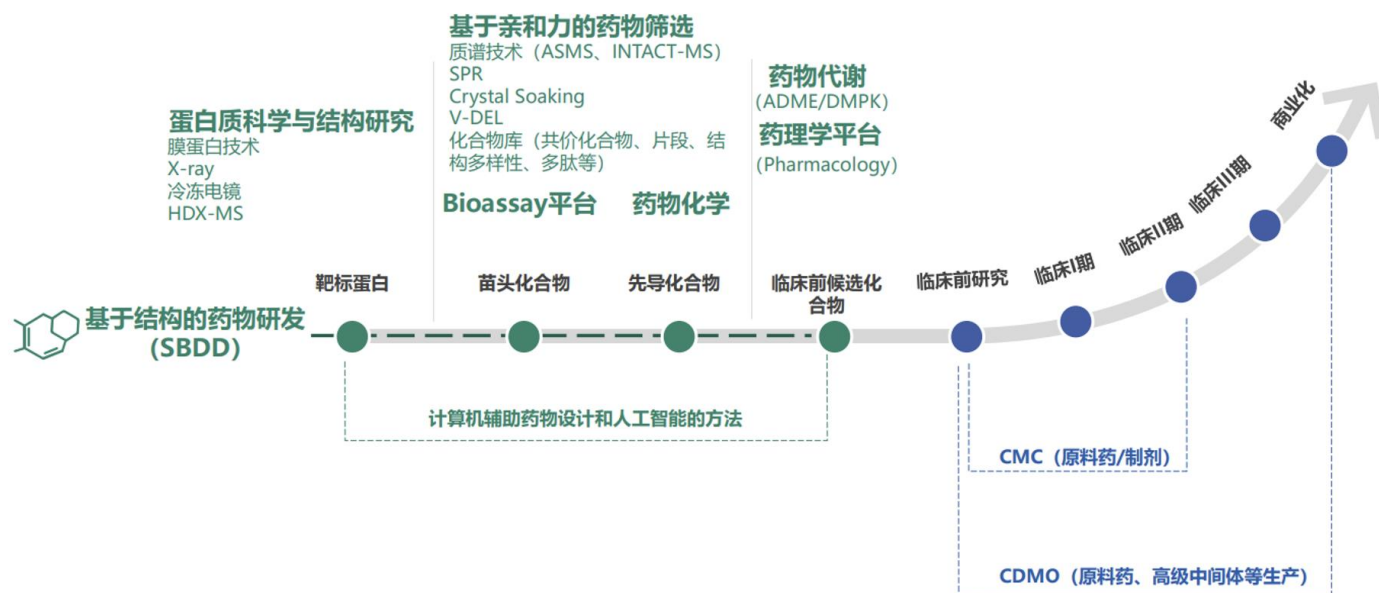
维亚的CADD及AIDD平台具备自研算法及平台建设的能力、拥有研发多种药物形态的经验、并且充分发挥了维亚基于结构的药物研发优势,在上海超算集群的算力支持下,能够对早期药物研发的各个环节进行全面赋能。

根据公司2024H1展示材料,截止2024年6月30日,公司已累计完成CADD/AIDD项目数49个,其中长期项目数占比为35%;采购CADD/AIDD的累计客户数为40家。AI平台赋能业绩贡献有望在未来持续提升。

二、行业回暖+项目推进，经营节奏向上改善

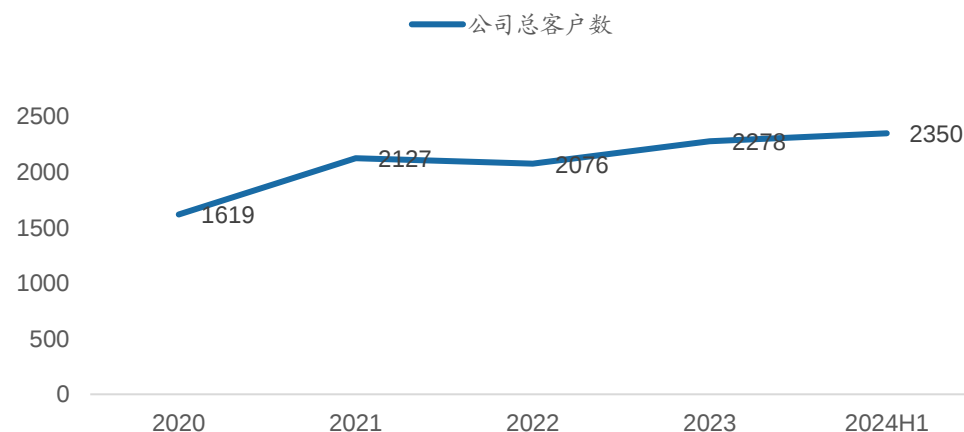
公司通过提升前端项目业务能力建设，并持续向下游拓展全产业链服务打造了全产业链的一体化服务平台。业务布局从药物发现延伸到后端生产。截止至2024H1，公司总客户数已突破2350家。

图 12：维亚生物一站式研发及生产综合服务平台



数据来源：维亚生物 24H1 展示材料、广发证券发展研究中心

图 13：公司客户总数不断提升



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

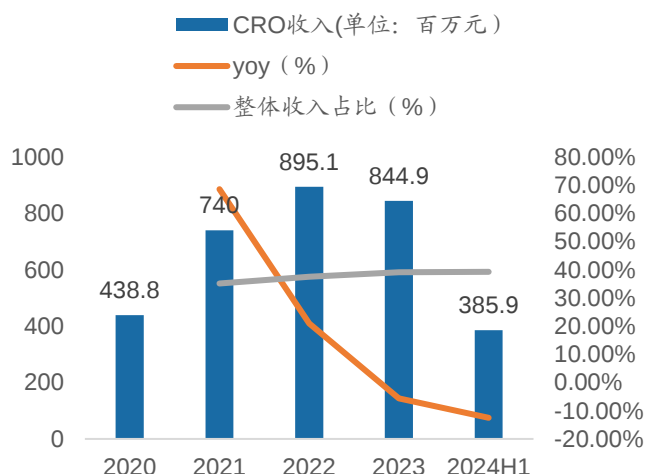
（一）降本增效+行业转暖，公司 CRO 经营逐步恢复

主要受到过去几年全球生物医药投融资承压对创新药研发投入所造成的短期性影响以及公司EFS业务的战略性收缩。从公司CRO业务收入情况来看，2021-2024H1分

别收入7.4/9.0/8.4/3.9亿元，同比增长分别为68.64%/20.96%/-5.61%/-12.50%。但公司通过降本增效等措施，盈利水平维持较好，2021-2024H1经调整毛利率分别为46.35%/44.46%/43.06%/43.33%。

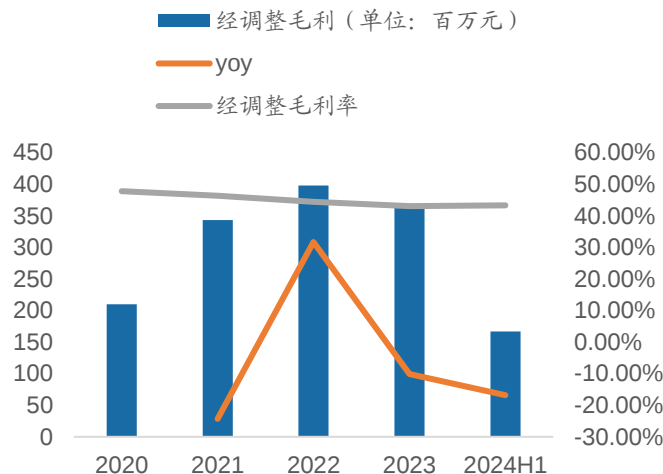
2024年二季度后，CRO新签订单逐步复苏，这将对公司未来业绩增长带来较强的支撑。伴随行业复苏及公司AI的应用及降本增效的推进，公司盈利能力后续有望提升。

图 14: 公司CRO收入情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 15: 公司CRO业务毛利率情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

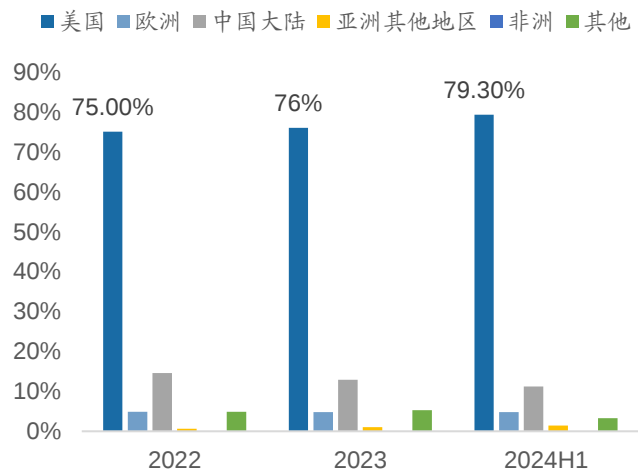
根据公司2024H1财报,截止至2024年6月30日,公司累计CRO客户数量增加至1,465家,包括全球前十大制药公司; CRO业务客户分布地区多元化,来自海外地区的收入占比约达88.8%;公司累计CRO客户数量增加至1,465家,包括全球前十大制药公司。 CRO业务客户分布地区多元化,来自海外地区的收入占比约达88.8%。

图 16: 公司CRO客户拓展情况 (单位: 个)



数据来源: 公司财报演示材料, 广发证券发展研究中心

图 17: 公司CRO业务各地区占比



数据来源: 公司财报演示材料, 广发证券发展研究中心

公司CRO业务目前已建设多种核心技术平台,包括PROTAC/分子胶技术平台、蛋白生产制备与结构研究、冷冻电镜技术平台、膜蛋白研究技术、药物筛选技术、Bioassay

平台、计算机辅助药物设计（CADD）及人工智能（AIDD）平台、抗体/大分子研发服务平台、药物化学等。

在新分子方面公司完善了多肽药物开发平台，同时拓展了抗体大分子研发平台的服务内容并搭建了XDC平台。从多肽技术平台来看，目前已能够提供各种多肽的合成，在偶联肽、PDC、RDC、单环肽、订书肽、复杂的多重环肽（肽链的折叠和选择性地折叠）、生物素标记肽和荧光标记肽方面都有深入的研究和技术经验积累。维亚的多肽技术平台，未来将联合维亚的噬菌体展示平台和V-DEL平台，从苗头肽链的发现和验证，到先导化合物的确定和优化，到候选化合物的确定，为客户提供一站式的服务。

表 3：公司新分子布局情况

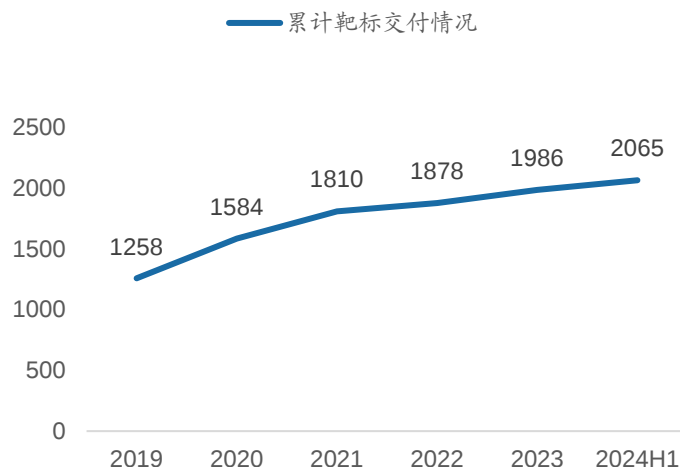
新分子	时间	进展
PROTAC/分子胶	2023	PROTAC/分子胶相关服务约占 CRO 总收入的 10.87%，已累计研究 E3 连接酶 50+个，交付 PROTAC 三元复合物 140 个。
	2024H1	PROTAC/分子胶相关服务约占 CRO 总收入的 10.42%，已累计研究 E3 连接酶 50+个，交付 PROTAC 三元复合物 131 个。
多肽技术平台	2023	具备从苗头发现一直到产生候选多肽的整个多肽药物研发能力及部分生产阶段的服务能力。
	2024H1	已成功将多肽平台拓展至多肽抗体偶联 APC 领域。未来将联合噬菌体展示平台及 V-DEL 平台，继续提供从苗头发现到产生候选化合物的药物研发服务及部分生产阶段的服务。
抗体/大分子研发技术平台	2023	2023 年，维亚与龙沙（Lonza）达成了一项许可协议，获得了龙沙的 bYlok®双特异性配对技术的使用权限，拓展抗体研发平台的服务能力
	2024H1	结合 CADD/AIDD 技术，成功完成了多个高难度抗体亲和力和改造项目。此外，通过开发单 B 细胞筛选测序、mRNA 免疫、基因枪免疫等技术进一步完善了抗体研发平台。
XDC 技术平台	2023	基于小分子研发优势和抗体研发能力的提升，维亚正在搭建一站式偶联药物研发平台。
	2024H1	已成功将大分子药物/抗体平台、多肽平台及小分子药物平台整合成覆盖多领域的 XDC 大平台，能覆盖不同的偶联分子模式如：ADC、RDC、AOC、APC、DAC 等。并且，已实现了 XDC 技术与 CADD/AIDD 技术、DEL 技术的深度融合。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在市场推广和商业拓展方面，一方面，公司将通过生物、化学的协同发展以充分挖掘现有客户的价值量；另一方面，公司将不断加强线上数字营销和线下BD（商务拓展）的充分融合，并同步推动海外BD团队的扩张，以拉动订单的恢复和增长。本报告期内，公司亦加强了对新分子模式的推广，以此拓展了服务客户的数量及相应的服务范围。除此之外，公司亦立足于维亚生态圈内VBI丰富的资本和产业资源，成功实现对CRO（合同研究组织）新增客户的扩容与导流。

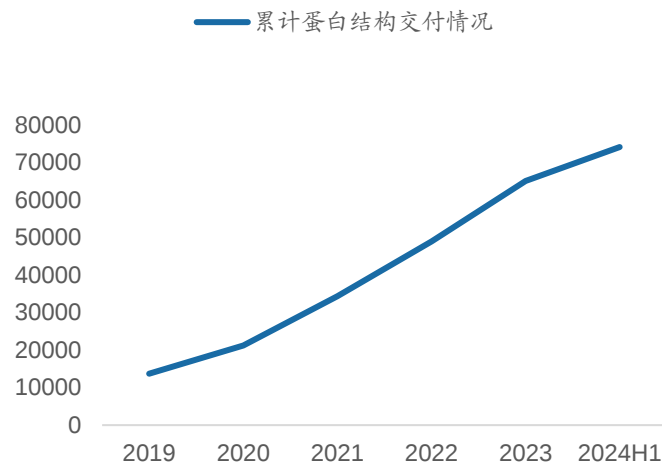
根据公司2024H1财报展示材料，公司目前已累计向客户交付超过74,109例蛋白结构，研究累计超过2,065个独立药物靶标。目前，公司在蛋白结构解析领域仍然保持全世界范围内行业龙头的地位，为公司AI技术平台打下坚实数据基础。

图 18: 公司累计靶标交付情况 (单位: 个)



数据来源: 公司财报演示材料, 广发证券发展研究中心

图 19: 公司累计蛋白结构交付情况 (单位: 个)



数据来源: 公司财报演示材料, 广发证券发展研究中心

基于丰富的数据基础以及开发多种药物形态的能力, 同时具有小分子、靶向RNA小分子、多肽、抗体等多种药物类型的开发经验, 公司AI技术与实验结合为药物研发注入新的增长推动力。

图 20: AI技术驱动实验推动药物研发



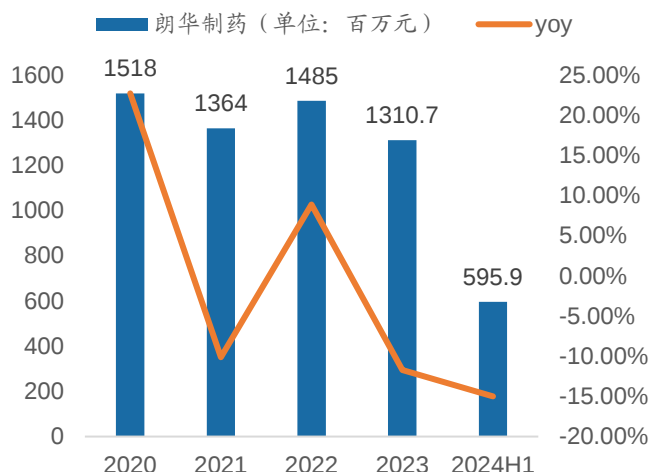
数据来源: 公司财报展示材料, 广发证券发展研究中心

(二) 前端导流+产能建设完成, 项目数不断增加为未来增长带来推动力

公司致力于打造全球创新药从研发到生产的一站式服务平台, 通过实现对浙江朗华制药有限公司的全资收购, 完善了生产端的布局。公司一方面不断推进对CDMO的产能建设以为未来商业化阶段的新分子做准备; 另一方面持续加强对CMC业务的优化及导流。根据公司2024H1财报展示材料, 截至2024年6月30日, 朗华制药累计服务客户达885家, 前十大客户收入占比63.2%, 前十大客户留存率100%。此外, 朗华制药已为12家集团孵化企业以及从CRO导流的公司提供了CMC及CDMO服务。

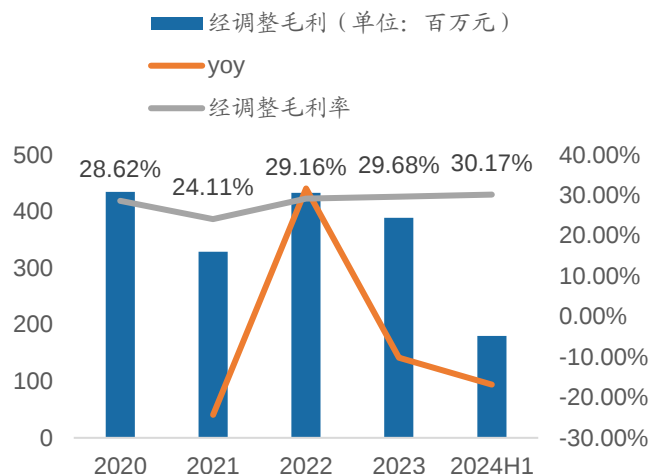
朗华制药2021-2024H1收入分别为13.64/14.85/13.11/5.96亿元, 同比增长分别为-10.14%/8.87%/-11.74%/-15.00%; 朗华制药保持了较好的盈利能力, 2021-2024H1经调整毛利率分别为24.11%/29.16%/29.68%/30.17%。随着公司项目推进以及产能利用率的提升, 公司盈利能力有望进一步提升。

图 21: 朗华制药收入情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

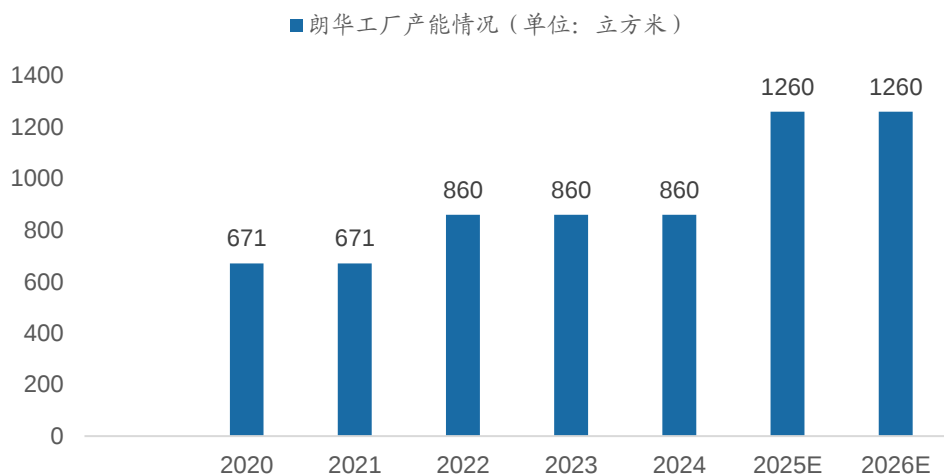
图 22: 朗华制药经调整毛利情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

截至2024年6月30日在产能建设方面, 公司目前可使用的总产能为860立方米。朗华计划于2024年至2025年之间新建400立方米的产能以服务于新分子的商业化生产, 目前土建工程已经基本结束, 内部消防工程正在安装之中, 预计后续将进入设备采购安装阶段。未来, 随着新产品的落地和储备产能的释放, 这将为公司收入的增长提供充足保障。

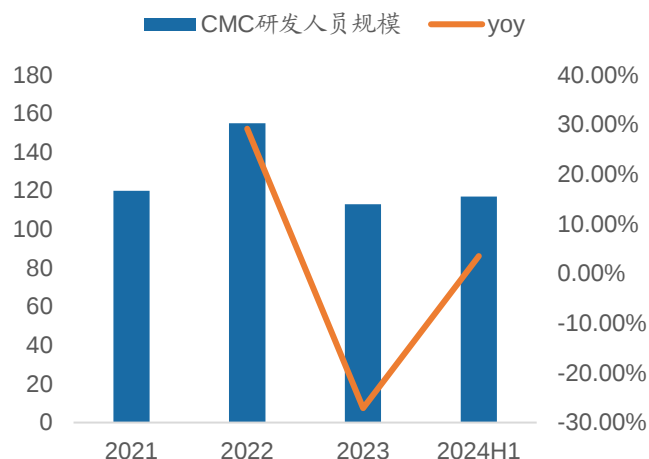
图 23: 朗华工厂产能建设情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

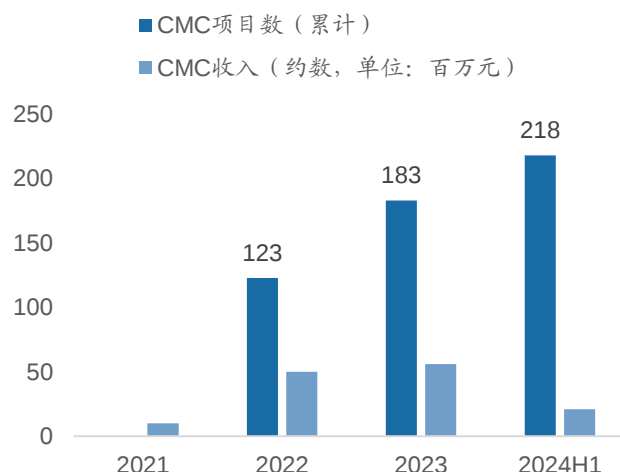
根据公司2024H1财报展示材料, 朗华计划于2024年至2025年之间新建400立方米的产能以服务于新分子的商业化生产, 目前土建工程已经基本结束, 内部消防工程正在安装之中, 预计后续将进入设备采购安装阶段。未来随着新产品的落地和储备产能的释放, 这将为公司项目的推进以及收入的增长带来保障。

图 24: 朗华CMC研发人员规模 (单位: 人数)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

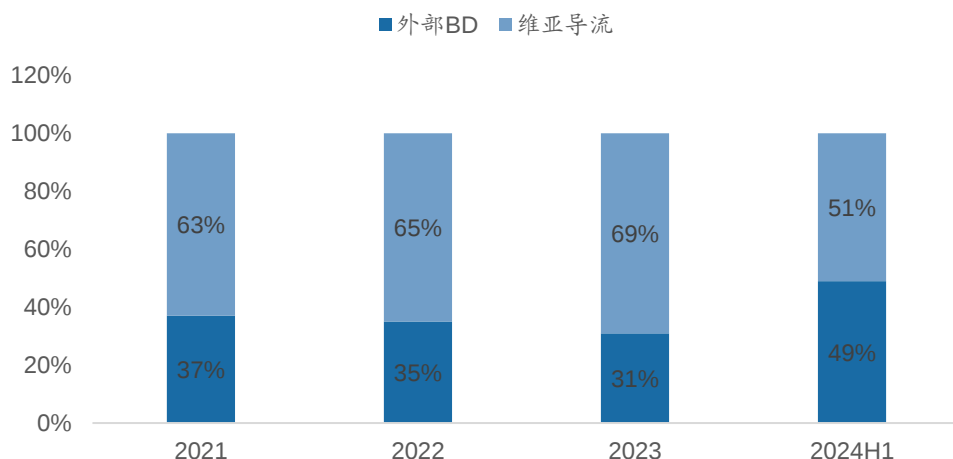
图 25: 朗华CMC项目与收入情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

CMC端项目数持续增长, 但仍处于新业务的盈利爬坡周期之中。CMC从成立至今, 已完成及正在推进的新药项目数为218个。截止至2024年6月末, CMC研发人员数117人。根据公司2024H1财报, 公司已有一项管线进入临床三期, 公司后续目标将继续挖掘内部项目资源和降本增效, 以推动CMC业务实现盈亏平衡。

图 26: CMC外部与维亚导流占比变化 (单位: %)



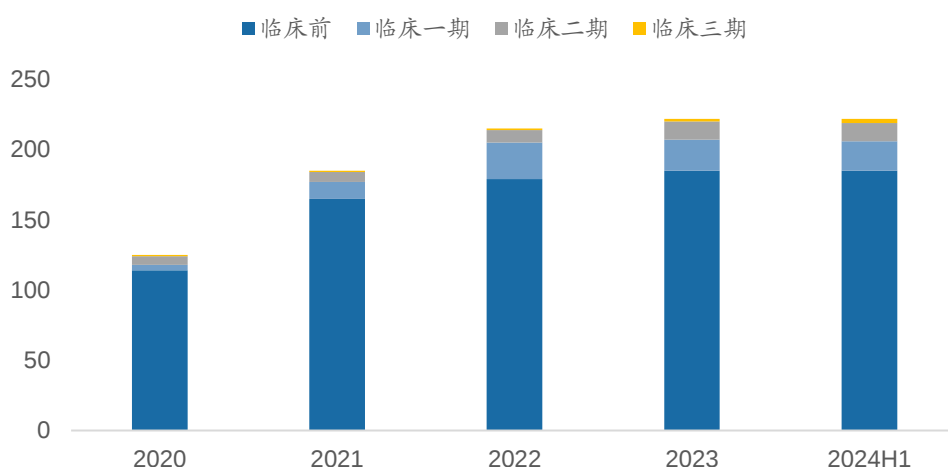
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2024H1.从客户订单数方面来看, CMC外部BD的占比近75.0%, 维亚导流的占比近25.0%; 从客户金额方面来看, CMC外部BD的占比为49.0%, 维亚导流的占比为51.0%。在公司CMC的发展过程中, 集团内部的导流能力及外部BD的能力已发挥了较好的协同效应。

三、VBI 孵化公司药物管线不断扩张，预计未来 3 年内将迎来退出高峰期

根据公司2024H1财报，截止至2024H1末，公司共计投资孵化92家企业，孵化公司产品管线达222条，其中185条管线处于临床前阶段，37条管线已进入临床阶段。2024H1内多家投资孵化公司通过部分退出，成功兑现了相应的投资收益，累计获得近144.1百万元人民币回款，5家投资孵化企业完成新一轮融资，融资总额超过117.0百万元美金。公司目前还存在数个有潜在退出可能性的项目，预计在未来3年内将迎来退出高峰期。

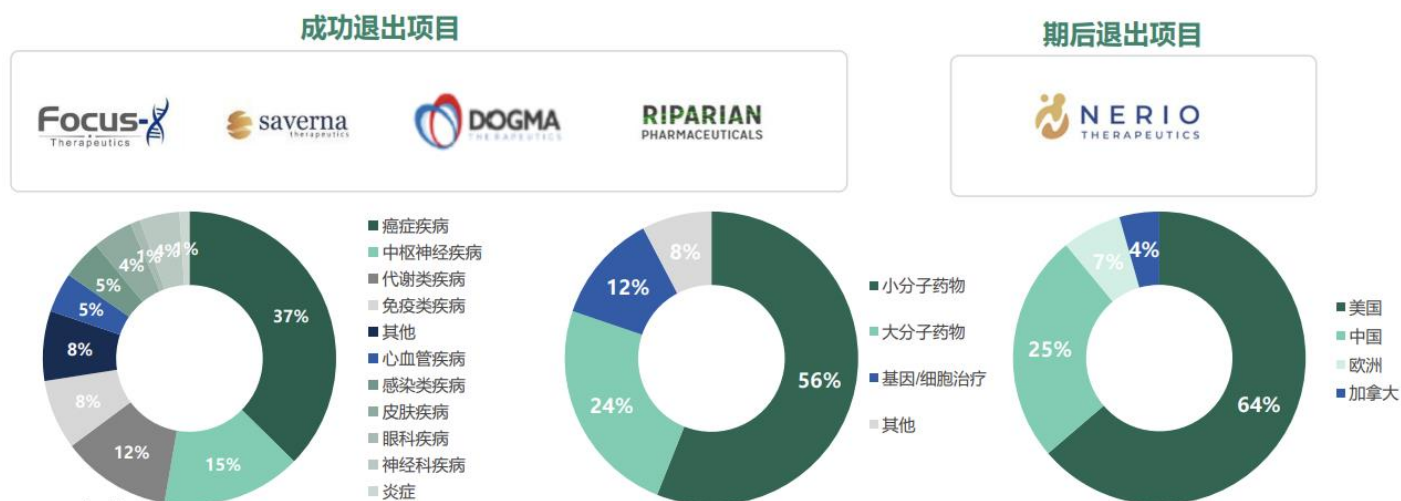
图 27: VBI孵化公司管线情况



数据来源：公司财报展示材料，广发证券发展研究中心

VBI投资孵化企业覆盖多适应症领域、多种分子模式以及全球多地区。部分合作情况见附表表7。

图 28: VBI布局领域及地区以及2024H1孵化项目成功退出及构成状况



数据来源：维亚生物 2024H1 财报展示材料、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

伴随行业逐渐转暖及新技术新平台的应用，叠加公司引入战略投资人并内部重组，公司整体经营逐步回暖向上。一体化技术平台优势助力公司中长期发展，我们认：

（1）CRO药物发现业务：公司CRO经营业务波动主要受到过去几年全球生物医药投融资承压对创新药研发投入所造成的短期性影响以及公司EFS业务的战略性收缩。2024年二季度后，CRO新签订单逐步复苏，这将对公司未来业绩增长带来较强的支撑。预计2024E-2026E，实现收入810.68/932.08/1076.55百万元，同比增长分别为-4.05%/14.98%/15.50%；在行业复苏及公司AI和降本增效的应用，公司盈利能力后续有望提升，预计2024E-2026E经调整毛利率分别为44.90%/45.90%/46.30%。

（2）朗华制药：伴随产能建设逐步落地以及维亚生物内部导流和外部BD协同的帮助，同时公司项目向后推进价值量提升预计2024E-2026E收入分别为1242.12、1461.25、1746.19百万元，同比增长分别为-5.23%/17.64%/19.50%；经调整毛利率分别为30.80%/31.50%/32.50%。其中（a）CDMO业务随着后期项目的推进以及产能利用率的提升，预计2024E-206E收入分别为815.52、1003.09、1253.86百万元，同比增长分别为11%/23%/25%，盈利能力提升速度大于收入增速，经调整毛利率分别为41.00%/41.70%/42.50%。（b）API及中间体制剂还在布局阶段，预计25年后维持略微增长水平。

综合公司整体来看，公司经营及盈利能力有望见底向上，预计公司2024E-2026E收入分别为20.53/23.93/28.23亿元，同比增长分别为-4.77%/16.59%/17.94%；伴随公司降本增效和产能利用率的提升，叠加AI技术平台的应用，公司经调整Non-IFRS净利润2024E-2026E分别为2.57/3.23/3.95亿元，同比增速分别为36.09%、25.92%、22.31%。

表 4：公司收入成本拆分

单位：百万	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司整体收入	1956.8	2104.00	2380.10	2155.60	2052.80	2393.33	2822.75
yoy	115.70%	7.52%	13.12%	-9.43%	-4.77%	16.59%	17.94%
经调整毛利	316.80	666.80	831.00	738.50	746.57	888.12	1065.96
yoy	103.08%	110.48%	24.63%	-11.13%	1.09%	18.96%	20.02%
经调整毛利率	16.19%	31.69%	34.91%	34.26%	36.37%	38.50%	39.00%
经调整 Non-IFRS 净利润	241.14	330.59	-161.64	188.56	256.60	323.10	395.18
yoy	-242.50%	37.09%	-148.90%	-	36.09%	25.92%	22.31%
经调整 Non-IFRS 净利率	12.32%	15.71%	-6.79%	8.75%	12.50%	13.50%	14.00%
CRO(药物发现业务)	438.80	740.00	895.10	844.90	810.68	932.08	1076.55
yoy		68.64%	20.96%	-5.61%	-4.05%	14.98%	15.50%
经调整毛利	209.70	343.00	398.00	363.80	364.00	427.83	498.44
yoy		63.57%	16.03%	-8.59%	0.05%	17.54%	16.51%
经调整毛利率	47.79%	46.35%	44.46%	43.06%	44.90%	45.90%	46.30%

朗华制药	1518	1364	1485	1311	1242	1461	1746
yoy	22.70%	-10.14%	8.87%	-11.74%	-5.23%	17.64%	19.50%
经调整毛利	434.40	328.80	433.00	389.00	382.57	460.29	567.51
yoy		-24.31%	31.69%	-10.16%	-1.65%	20.32%	23.29%
经调整毛利率	28.62%	24.11%	29.16%	29.68%	30.80%	31.50%	32.50%
CDMO	861.00	730.00	885.00	734.70	815.52	1003.09	1253.86
yoy	54.00%	-15.21%	21.23%	-16.98%	11.00%	23.00%	25.00%
经调整毛利	311.00	279.00	340.00	285.00	334.36	418.29	532.89
yoy		-10.29%	21.86%	-16.18%	17.32%	25.10%	27.40%
经调整毛利率	36.12%	38.22%	38.42%	38.79%	41.00%	41.70%	42.50%
API	227.00	261.00	295.00	315.00	204.75	225.23	247.75
yoy		14.98%	13.03%	6.78%	-35.00%	10.00%	10.00%
中间体及制剂	430.00	373.00	305.00	261.00	221.85	232.94	244.59
yoy		-13.26%	-18.23%	-14.43%	-15.00%	5.00%	5.00%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

采用PE估值法，参考行业可比估值。公司盈利能力向上，经营节奏见底翻转。随着行业复苏及公司项目推进，公司有望迎来更强的业绩表现。给予公司25年15X估值，对应合理价值2.41港元/股，给予“买入”评级。（2025年3月11日人民币对港币汇率为1.0737）

表 5：公司可比公司估值表（截止至 2025 年 3 月 11 日）

公司代码	公司名称	收盘价（元/股）	对应 PE		归母净利润增速（%）		对应 EPS	
			24E	25E	24E	25E	24E	25E
02359.HK	药明康德	62.1	16.46	14.74	-6.65	11.66	3.46	3.86
03759.HK	康龙化成	15.90	14.72	13.22	10.78	11.37	0.99	1.11
03347.HK	泰格医药	36.35	61.44	29.02	-76.68	111.73	0.55	1.16
06127.HK	昭衍新药	15.64	158.19	34.4	-82.76	359.79	0.09	0.42

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

（一）市场竞争加剧风险

维亚生物作为医药CRO/CDMO领域的一体化布局企业，虽然在药物筛选和创新药研发方面具有优势，但随着国内外企业的布局以及行业需求的变动，市场竞争将日益激烈，同时AI的出现加速了行业竞争，可能对维亚生物的市场份额造成冲击。

（二）地缘政治风险

公司业务海外占比较大，美国近期政策及监管变化影响较大，尤其是药品审批和供应链限制的变化可能直接影响维亚生物的业务发展。

（三）技术与研发风险

AI辅助药物设计的普及可能降低传统结构解析需求。尽管公司布局AI平台，但其商业化效果验证需要时间。研发失败或技术迭代速度滞后也可能影响公司的长期盈利能力。

表 6: 公司投资孵化项目进展

投资公司	机制	适应症	合作情况	备注
特科罗	用于雄激素性脱发的 TDM-105795、用于特应性皮炎的 TDM-180935、创新小分子口服药物	治疗雄激素性脱发、特应性皮炎、银屑病、系统性红斑狼疮及瘢痕清除	PharmaBloc、eurofins、THERAPEUTICS、康龙化成等	2025.1.6 已顺利完成用于特应性皮炎（AD）治疗的 TDM-180935 外用软膏 IIa 期临床试验（NCT06363461） 预期在 2025 年近期推进另一款创新小分子口服药物进入临床一期研究，考察药物的安全性能和药代动力学特性，后续用该药治疗罕见皮肤疾病和其它免疫相关的炎症性皮肤病 2024.1.15 已完成数千万人民币的 Pre-B 轮融资 2023.1.13 已完成完成数千万级人民币的 A+轮融资。
			1.SK Biopharmaceuticals: 就靶向多种实体瘤的创新疗法签署许可协议。 2.辐联科技授予 SK Biopharmaceuticals 对于 FL-091 放射性药物在全球范围内进行商业化的独家权利，SK Biopharmaceuticals 授权引进靶向 NTSR1 的放射性药物偶联物（RDC）项目 FL-091 及其备选化合物，并将其开发成一款创新型抗肿瘤药物。	2024.1.4 完成 B 轮美元融资 2024.7.17 与 SK Biopharmaceuticals 签署的对外授权许可协议交易总额为 5.715 亿 2024.1.4 完成 6330 万美元融资,包括 4730 万美元的 B 轮股权融资和 1600 万美元的授信额度,自 2021 年 8 月成立以来已累计融资超过 1.1 亿美元
辐联科技	放射性药物	肿瘤适应症如前列腺癌、神经内分泌瘤小细胞肺癌	济川药业 赛诺菲：与赛诺菲就天境生物自主研发的全球创新 CD73 抗体尤莱单抗在大中华区达成战略合作	伊坦长效重组人生长激素注射液（简称为“伊坦长效生长激素”）治疗儿童生长激素缺乏症（PGHD）的生物制品上市申请（BLA）已获得中国国家药品监督管理局（NMPA）受理 CD38 抗体菲泽妥单抗上市申请获 NMPA 受理
天境生物	hyFc®融合蛋白技术	自身免疫疾病、肿瘤免疫和代谢疾病如儿童生长激素缺乏症		
Cybrea Therapeutics	新型不依赖抗原、靶向肿瘤的肽-药物偶联物（PDC）疗法	乳腺癌、卵巢癌、非小细胞肺癌以及其他多种肿瘤		宣布了 CBX-12 (alphalex exatecan) 1 期临床试验的积极最终结果：CBX-12 的耐受性良好，并在一系列晚期或转移性实体瘤(包括卵巢癌、乳腺癌、胸腺癌、胆囊癌、非小细胞肺癌(NSCLC)和结直肠癌)中表现出良好的活性
Seraxis	SR-02-一种新型胰岛替代疗法	胰岛素依赖型糖尿病及其相关危及生命的并发症		2024 年 10 月 15 日已获得 FDA 对其新型胰岛替代疗法 SR-02 的调査新药(IND)申请的批准，将进行 I/II 期临床研究

Antag Therapeutics	靶向葡萄糖依 赖性胰岛素促 肽（GIP）受 体	肥胖治疗	完成 8000 万欧元 A 轮融资推动 Antag 核心候选药物 AT-7687 的临 床开发	
			2024 年 10 月 9 日，Antag 宣布美国食品和药物管理局(FDA)已接 受其主要分子 AT-7687 的 IND 申请	
LucyTx	线粒体	中枢神经系统 疾病，如帕金 森症和雷特综 合征	2024.5.28 获得 1250 万美元加轮融资,总融资额累计超过 3600 万美 元以推进阿尔茨海默症和帕金森症治疗新方法	
博致生物	新一代细胞因 子抗肿瘤免疫 疗法	细胞因子外周 毒性、肿瘤	完成 1800 万美元 A 轮融资,以推进其核心产品 PTX-912 的临床开发	
维眸生物	眼科创新药	眼科治疗领域	1.合资公司启元生物 与健康元药业合作： 启元生物将 QY101 吸 入剂的中国区开发和 商业化权利授权给健 康元药业，启元生物 将继续保留皮肤外用 乳膏的开发权利。	
			2.与江西闪亮制药有 限公司成立合资公司 签约仪式，联手打造 属于中国的软硬镜护 理驰名品牌。	
			3.Everads Therapy: 通过 Everads 的脉络 膜注射装置和专业技 术将维眸设计的高活 性小分子创新治疗药 物安全准确地输送到 患者脉络膜上腔部位	
Arthrosi	AR882--新一 代 URAT1 抑 制剂	降低痛风患者 的血清尿酸水 平、减少痛风 发作及痛风石	痛风创新药 AR882 关键性 III 期 REDUCE 2 试验已经完成超过 50%的患者入组 2023 年 7 月 11 日获得 7500 万美元的 D 轮融资	
Full Circles Therapeutics	基因编辑技 术：C4DNA® 分子和 Tesogenase® 递送平台	基因编辑细胞 和可扩展制造	于 Nature Biotechnology 发表基因编辑技术的突破性成果，介绍了 一种非病毒的新型环状单链 DNA 技术（cssDNA），可在多种细胞 类型中实现高效的大片段基因敲入，可携带基因序列最长可达 20Kb	
HAYA Therapeutics	RNA	心血管和代谢 疾病以及癌 症、慢性疾病 如肥胖	礼来：共同利用专有 RNA 平台发现治疗肥 胖及相关代谢疾病的 新型调控基因组靶点	2024.9.4 收到一笔首付款，包括股权投资，并有资格获得高达 10 亿美元的临床前、临床和商业里程碑付款

			默克公司：评估	
Triumvira	开发新型、有 针对性的自体 和异体 TCR-T 细胞疗法	实体瘤治疗	TAC01-HER2 细胞疗 法与可瑞达®（帕博利 珠单抗）联合治疗 HER2 阳性实体瘤患 者	2023 年 ASCO 年会上公布其 TAC01-HER2 在临床试验 TACTIC-2 中的 I/II 期数据 完成 HER2+胃癌和 GEJ 癌 TACTIC-2 细胞疗法 II 期临床首例患者 给药
勤浩医药	抗肿瘤小分子	肿瘤	SHP2 抑制剂 GH21 联用 EGFR 抑制剂奥希替尼获批临床 新一代 PRMT5 抑制剂 GH56 临床试验申请获 NMPA 批准	
湃隆生物	创新型生物制 药如小分子疗 法	晚期实体瘤、 恶性肿瘤	Exscientia plc: 将高 选择性口服 CDK7 抑 制剂 GTAEXS617 (简称: 617) 的 50% 权益出售给 Exscientia	针对 MTAP 缺失晚期实体瘤的 GTA182 1a/b 期研究成功完成首例 患者入组。 与 EXAI 的合作中获得价值 3000 万美元的交易对价，其中包括 1000 万美元的现金，1000 万美元的 Exscientia 股票以及高个位数的 项目对外许可分成，潜在价值超 1 亿美元。Exscientia 承担 617 所有开展中的项目研发费用。
AceLink Therapeutics	下一代口服底 物减少疗法	遗传性疾病如 法布雷病	.	GCS 抑制剂 AL01211 在初治经典型男性法布雷病患者的 II 期临床 试验中期结果罕见病药物 AL01211 胶囊拟纳入突破性疗法，适应症 为法布雷病。
Basking Biosciences	开发起效迅 速、短效作用 的溶栓药物如 BB-031 利用 RNA 适配体 技术	急性血栓形成		2024.9.10 宣布在 RAISE 临床试验中实现首次给药，该试验将评估 BB-031 在急性缺血性中风（AIS）患者中的疗效。 2024 年 1 月 30 日完成 5500 万美元的融资，此前曾完成 540 万美 元种子轮融资
Nerio Therapeutics	磷酸酶如 PTPN2/N1 抑 制剂	肿瘤		2024.7.29，勃林格殷格翰公司最高 13 亿美元交易收购 Nerio Therapeutics（“Nerio”）以增强勃林格殷格翰公司的肿瘤免疫管 线，目标是改善癌症患者的治疗效果。
Riparian Pharmaceuticals	关键血管保护	血管炎症和内 皮功能障碍	辉瑞：支持 Riparian 发现更多有血管保护 作用的药物靶点，并 对这些靶点拥有选择 权。	
QurAlis	剪接切换型反 义寡核苷酸 (ASO)	肌萎缩性侧索 硬化症 (ALS) 和前 额叶痴呆 (FTD) 特定 病理成分、基 于疾病致病基 因突变和临床 生物标志物的 特定患者群体	礼来：达成 ASO 疗法 ORL-204 的全球独家 许可协议并向礼来授 予开发和商业化 QRL- 204 的全球权利。	2024.6.4 获得 4,500 万美元的预付款，以及额外的股权投资。 QurAlis 还有资格获得高达 5.77 亿美元的未来里程碑付款和分级的 销售净额提成。 2023 年 3 月 9 日，维亚生物投资孵化的初创公司 QurAlis 宣布完成 了 8800 万美元超额认购的 B 轮融资

量准	使用传感器芯片专利技术开发创新型生物检测芯片及相应的检测设备和试剂产品	服务生物医药研发生产如靶向化学药、生物药、细胞基因治疗、合成生物学和 IVD 原料等和临床医学体外诊断应用	禾泰健宇：共同推进多肽药物研发领域的技术创新与突破。禾泰健宇以实体单分子多肽多样性文库为基础，量准以业界前沿的创新型生物芯片技术平台作为支撑。	晶圆级高性能超表面等离子共振 MetaSPR 芯片产品正在推出开放式 MetaSPR 微孔板、微流控 MetaSPR 芯片卡以及相应配套的半自动和全自动检测技术满足众多细分领域研发生产中的具体检测需求。
Absci	人工智能与可扩展的湿实验室技术	新型癌症等	阿斯利康:针对肿瘤靶点提供人工智能设计的抗体	与阿斯利康的合作总金额高达 2.47 亿美元。
Phenomic AI	scTx®单细胞转录组学平台识别新的药物靶点	免疫肿瘤学、癌症、基质生物学	勃林格殷格翰：共同发现在丰富基质癌症中的重要靶点。 安斯泰来：共同探索 Phenomic 开发的抗体，	2023.11.29 收到约 900 万美元的前期和近期付款，包括研究资金和合作里程碑付款。Phenomic 还有资格获得超过 5 亿美元的许可费，临床、监管和商业里程碑付款，以及未来产品销售的提成。
AmacaThera	依托可注射水凝胶平台的新型可注射、局部治疗药物	实体瘤		完成了 400 万加拿大元的融资用于加速其临床候选药物 AMT-143 的推进， 完成 I 期临床试验的首批患者给药
DTx Pharma	脂肪酸配体共轭寡核苷酸	1A 型腓骨肌萎缩症（CMT1A）、神经肌肉和中枢神经系统适应症		诺华将支付 5 亿美元的预付款，并在完成预先指定的里程碑后额外支付最多 5 亿美元
Deka Biosciences	双重和互补细胞因子	改善药物动力学/药效学功能		2023.9.28 获得 2000 万美元，由 MPM BioImpact 领投的 B2 系列融资用于支持 Deka 的管线发展以及药物生产
AcuraStem	反义寡核苷酸（ASO）	神经退行性疾病	武田：开发和商业化 AcuraStem 的 PIKFYVE 靶向治疗药物	2023.9.26 获得总额高达约 5.8 亿美元的预付款和里程碑支付
Mediar Therapeutics	将新型靶点与可靠、易检测的血液生物标志物和熟悉的药物形式相结合	纤维化	礼来：将 MTX-463 推进至针对特发性肺纤维化（IPF）的 II 期临床试验	2023.3.16 完成 1.05 亿美元的融资（包括此前种子轮完成的 2000 万美元融资），其中由诺华风险基金和 Sofinnova Partners 共同领投的 8500 万美元的 A 轮融资 与礼来的合作使 Mediar 将获得总计 9900 万美元的款项，包括预付款和短期里程碑付款，还可获得 6.87 亿美元的潜在下游开发和商业化里程碑付款。
启愈生物	抗体工程	实体瘤、自身免疫性疾病及炎症疾病		Q-1801 项目获 CDE 临床批件

数据来源：维亚生物微信公众号、广发证券发展研究中心

资产负债表

单位:人民币百万元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	1,939	2,031	1,853	1,669	1,693
现金及现金等价物	679	1,036	942	574	444
应收账款及票据	446	407	399	532	627
存货	326	260	297	343	401
其他	488	327	215	220	220
非流动资产合计	5,982	5,419	5,309	5,234	5,109
固定资产净值	1,502	1,351	1,331	1,311	1,291
长期投资	1,047	1,154	1,047	1,047	1,047
商誉及无形资产	2,659	2,881	2,881	2,831	2,731
其他	775	34	50	45	40
资产总额	7,921	7,450	7,162	6,903	6,801
流动负债合计	2,673	1,534	1,266	924	697
短期借款	1,914	950	540	330	120
应付账款及票据	326	246	445	343	326
其他	433	339	281	251	251
非流动负债合计	1,644	2,228	2,050	1,900	1,700
长期借款	881	922	700	600	500
其他非流动负债	763	1,306	1,350	1,300	1,200
总负债	4,316	3,762	3,316	2,824	2,397
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	3,766	3,873	4,017	4,231	4,540
其他	-162	-185	-185	-181	-179
归母权益总额	3,605	3,688	3,832	4,051	4,361
少数股东权益	0	0	13	28	43
股东权益合计	3,605	3,688	3,845	4,079	4,404
负债及股东权益合计	7,921	7,450	7,162	6,903	6,801

利润表

单位:人民币百万元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,380	2,156	2,053	2,393	2,823
营业成本	1,564	1,417	1,336	1,544	1,807
毛利	816	738	716	850	1,016
其他收入	3	4	3	3	3
营销费用	131	133	116	127	141
行政管理费用	274	277	242	268	305
研发费用	136	128	121	141	167
其他营业费用合计	13	14	12	12	12
营业利润	265	191	228	304	394
利息收入	22	27	11	9	7
利息支出	185	177	53	38	28
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-162	-71	-45	-30	-10
除税前利润	-459	-56	190	275	388
所得税	45	44	32	47	66
合并净利润	-504	-100	158	228	322
少数股东损益	24	16	15	15	15
归母净利润	-528	-116	143	213	307
经调整 归母净利	-162	189	257	323	395

现金流量表

单位:人民币百万元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	386	383	701	200	409
合并净利润	-504	-100	158	228	322
折旧与摊销	185	211	220	220	220
营运资本变动	-18	31	225	-316	-171
其他非经营性调整	747	257	98	68	38
投资活动现金流净额	-373	439	-110	-225	-205
处置固定资产收益	1	1	-45	-30	-10
资本性支出	-250	-188	-200	-150	-100
投资资产支出	-68	24	107	0	0
其他	-56	602	28	-45	-95
融资活动现金流净额	-143	-430	-686	-344	-336
长期债权融资	-73	-830	-222	-100	-100
股权融资	0	-10	-2	0	0
支付股利	0	0	0	0	0
其他	-71	411	-462	-244	-236
现金净增加额	-122	358	-94	-368	-130
期初现金余额	801	679	1,036	942	574
期末现金余额	679	1,036	942	574	444

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	13.1%	-9.4%	-4.8%	16.6%	17.9%
营业利润增长率	16.1%	-28.1%	19.4%	33.5%	29.6%
经调整 业绩增速	-148.9%	-216.6%	36.1%	25.9%	22.3%
获利能力					
毛利率	34.3%	34.3%	34.9%	35.5%	36.0%
经调整 净利率	-5.6%	9.7%	14.9%	15.6%	16.1%
经调整 ROE	-4.5%	5.1%	6.7%	8.0%	9.1%
偿债能力					
资产负债率	54.5%	50.5%	46.3%	40.9%	35.2%
有息负债率	35.3%	25.1%	17.3%	13.5%	9.1%
流动比率	0.7	1.3	1.5	1.8	2.4
利息保障倍数	0.6	0.7	3.4	7.3	13.9
营运能力					
应收账款周转天数	67.5	68.0	70.0	80.0	80.0
存货周转天数	75.0	66.0	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	75.1	62.4	120.0	80.0	65.0
每股指标					
经调整 EPS	-0.08	0.09	0.12	0.15	0.18
每股净资产	1.86	1.71	1.78	1.89	2.04
每股经营现金流	0.20	0.18	0.32	0.09	0.19
估值比率					
经调整 PE	-	11.1	11.7	9.3	7.6
PB	0.9	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	18.3	8.9	8.2	6.8	5.3

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
李安飞：联席首席分析师，中山大学医学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
方程嫣：资深分析师，哥伦比亚大学生物工程硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
李桢桐：资深分析师，复旦大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
田鑫：资深分析师，格拉斯哥大学亚当斯密商学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
王稼宸：高级分析师，悉尼科技大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
李润兰：高级研究员，北京师范大学博士，2024 年加入广发证券发展研究中心。
龙雪芳：高级研究员，南开大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。
袁泉：高级研究员，北京大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。
王少喆：高级研究员，东南大学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。