

2025 年 05 月 30 日

创新转型和研发驱动的龙头创新药企

新诺威(300765.SZ)

创新转型，研发驱动

石药创新制药股份有限公司（原石药集团新诺威制药股份有限公司）是中国香港恒生指数成分股石药集团（股票代码：1093.HK）的子公司，目前已发展为集生物制药、原料药和功能性食品于一体的创新型公司。公司成立于 2006 年，主营业务为生物制药和功能食品及原料的研发、生产和销售。生物制药聚焦于 ADC、mRNA 疫苗以及抗体类药物等前沿领域，已搭建了专业的生物医药创新产业平台；功能食品及原料包括咖啡因、维生素 C 含片等。2024 年 1 月，巨石生物的相关股权过户已完成。通过增资控股巨石生物，公司将业务链延伸至生物创新药领域，搭建了生物医药创新产业平台，目前在研管线包括 ADC、mRNA 疫苗以及抗体类药物等。

SYS6010：潜在同类最优的 EGFR ADC

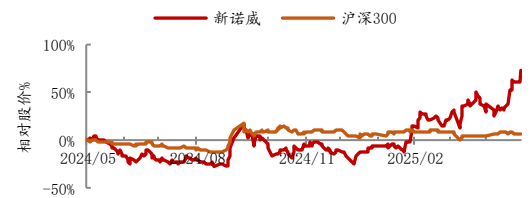
SYS6010 作为一种 EGFR 抗体-偶联药物，其与肿瘤细胞表面的 EGFR 受体结合后，通过内吞作用进入到细胞内，在溶酶体内被蛋白酶降解，释放毒素小分子 JS-1(新型拓扑异构酶 I 抑制剂)，JS-1 和 DNA 形成稳定复合物，诱导 DNA 损伤，进而导致细胞凋亡，且发挥旁观效应非特异性杀伤周围肿瘤组织细胞。临床前研究发现 SYS6010 对 EGFR 高表达的人结直肠癌(DiFi)、人乳腺癌(MDA-MB-468)移植瘤模型具有抗肿瘤作用，对一代 TKI 吉非替尼耐药的非小细胞肺癌 PC9-GR、L858R/T790M 双突变的非小细胞肺癌 NCI-H1975、三代 TKI 奥希替尼耐药且 Ex19del/T790M/C797S 三突变的非小细胞肺癌 PC9-DTC 等移植瘤模型也有显著的抗肿瘤作用，药效均显著优于基于 MMAE 或 Dxd 等成熟毒素的对照 ADC 药物。根据 2025AACR 官网，在免疫治疗和化疗均失败的患者中，EGFR 野生型 nsq-NSCLC 患者在 ≥ 4.8 mg/kg 组的 ORR 和 DCR 分别为 50% (3/6) 和 83.3% (5/6)，显示出了良好的治疗潜力。根据公司官方公众号，2025 年 5 月 19 日，公司的 SYS6010 于近日获得美国食品药品监督管理局授予用于治疗不伴有表皮生长因子受体 (EGFR) 突变或其他驱动基因改变 (AGA) 的，且既往经含铂化疗和抗 PD-(L)1 治疗后疾病进展的晚期或转移性非鳞非小细胞肺癌 (Nsq-NSCLC) 成年患者的快速通道资格认定 (Fast Track Designation, FTD)。我们认为，凭借在 EGFR-TKI 耐药与野生型患者的优异临床数据，SYS6010 有望形成差异化的竞争优势，并与跨国药企展开深度的商业合作。

盈利预测

考虑到新诺威作为一家集生物制药、原料药和功能性食品于一体的创新型公司，我们看好公司产品上市后商业化运营能力，产品持续放量，以及后续创新靶点管线持续不断的推陈出新，我们预计

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	51.91
股票代码：	300765
52 周最高价/最低价：	53.77/21.06
总市值(亿)	729
自由流通市值(亿)	647
自由流通股数(百万)	356.00



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519110002

联系电话：

公司 2025-2027 年营业总收入分别为 20.09 亿元/21.03 亿元/22.01 亿元，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.10/0.17/0.20 元。2025 年 5 月 30 日收盘价 51.91 元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 506、313、264。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示

医药行业政策不及预期风险、市场竞争加剧风险、产品销售和推广不及预期、创新药研发进展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万 元)	2,539	1,981	2,009	2,103	2,201
YoY (%)	-3.3%	-22.0%	1.4%	4.7%	4.7%
归母净利润(百万 元)	434	54	144	233	277
YoY (%)	-40.2%	-87.6%	168.1%	61.6%	18.9%
毛利率 (%)	46.1%	42.0%	43.9%	43.8%	43.7%
每股收益 (元)	0.31	0.04	0.10	0.17	0.20
ROE	8.2%	1.4%	3.8%	5.9%	6.8%
市盈率	166.91	1,351.82	506.14	313.25	263.51
资料来源：wind，华西证券研究所					

正文目录

1. 创新转型，研发驱动	4
2. 创新转型下的 ADC 平台持续迸发活力	7
3. 功能食品与原料药领域平稳发展，提供稳定现金流	14
4. 盈利预测及估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 公司临床研发管线概览（截至公司 2024 年报）	6
图 3 全球 ADC 市场规模预计	7
图 4 SYS6010 设计思路	8
图 5 SYSA1801 设计思路	11
图 6 SYS6002 设计思路	12
图 7 公司 2020 年-2024 年功能食品及原料实现销售收入情况	14
图 8 公司咖啡因原料药	15
图 9 公司部分保健食品	16
表 1 公司管理团队情况	5
表 2 截止 25 年 5 月，SYS6010 国内临床进展	9
表 3 SYS6010 与竞品在 EGFR 突变/野生 NSCLC 患者的数据对比	10
表 4 截止 2024 年 1 月，Nectin-4 ADC 全球竞争格局	13
表 5 公司核心产品销售收入预测	17
表 6 可比公司估值表（截止 2025 年 5 月 30 日）	17

1. 创新转型，研发驱动

创新转型和研发驱动的创新药企。石药创新制药股份有限公司（原石药集团新诺威制药股份有限公司）是香港恒生指数成分股石药集团（股票代码：1093.HK）的子公司，目前已发展为集生物制药、原料药和功能性食品于一体的创新型公司。公司成立于2006年，主营业务为生物制药和功能食品及原料的研发、生产和销售。生物制药聚焦于ADC、mRNA疫苗以及抗体类药物等前沿领域，已搭建了专业的生物医药创新产业平台；功能食品及原料包括咖啡因、维生素C含片等。

生物制药：2024年1月，巨石生物的相关股权过户已完成。通过增资控股巨石生物，公司将业务链延伸至生物创新药领域，搭建了生物医药创新产业平台，目前在研管线包括ADC、mRNA疫苗以及抗体类药物等。

功能食品及原料：咖啡因是一种黄嘌呤生物碱化合物，是一种中枢神经兴奋剂，能够暂时地驱走睡意并恢复精力，主要用作功能食品饮料添加剂及医药原料。在全球范围内，中国、印度和德国是全球咖啡因主要的供应地，其中，我国为咖啡因的最主要生产国。公司是全球生产规模最大的化学合成咖啡因生产商，是百事可乐、可口可乐、红牛三大国际饮料公司的全球供应商。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

管理团队均拥有专业背景，稳定性高。公司董事长、总经理姚兵曾就职于石药集团河北中润制药有限公司、石药集团中诺药业（石家庄）有限公司，曾任石药集团有限公司执行总裁。公司现有高管团队中多名成员均来自石药集团，团队稳定性高。

表 1：公司管理团队情况

姓名	职位	学历背景	工作履历
姚兵	董事长、总经理	博士研究生	中国国籍，1977 年 5 月出生，博士研究生学历。曾就职于石药集团河北中润制药有限公司、石药集团中诺药业（石家庄）有限公司，曾任石药集团有限公司执行总裁，现为公司董事长、总经理。
戴龙	董事、财务总监、董事会秘书	本科	中国国籍，1992 年 6 月出生，本科学历。曾就职于石药集团中诺药业（石家庄）有限公司。现为公司董事、财务总监、董事会秘书。
徐雯	董事	硕士研究生	中国国籍，1990 年 4 月出生，硕士研究生学历。曾就职于大冢制药研发（北京）有限公司、石药集团中奇制药技术（石家庄）有限公司、石药集团北京抗创联生物制药技术研究有限公司、石药集团上海翊石医药科技有限公司，现任石药集团有限公司证券事务部总监。现为公司董事。
周建平	独立董事	博士研究生	中国国籍，1960 年 9 月出生，博士研究生学历。现任中国药科大学药剂学教研室主任，教授、博士生导师；国家药典委员会委员（药剂专业主任委员），中国药学会药剂专业副主任委员、理事，江苏省药学会和南京药学会药剂专业主任委员、常务理事。现任安徽山河药用辅料股份有限公司独立董事、江苏德源药业股份有限公司独立董事。现为公司独立董事。

资料来源：WIND，华西证券研究所

重点覆盖肺癌、乳腺癌、宫颈癌、胃癌、银屑病等治疗领域。2024 年，公司大力发展生物制药领域，成功收获多项研究成果。生物制药产品以抗肿瘤、罕见病等领域为重点，主要治疗领域包括肺癌、乳腺癌、宫颈癌、胃癌、银屑病等。截至目前，巨石生物在研项目 20 余个，其中 mRNA 疫苗产品有 2 款已经在中国纳入紧急使用，恩朗苏拜单抗注射液（重组抗 PD-1 全人源单克隆抗体）和注射用奥马珠单抗（重组抗 IgE 人源化单克隆抗体）已在 2024 年获批上市。公司凭借其前沿的创新研发实力、丰富多元的产品线、广泛的市场影响力、严格的质量管理以及可持续发展的承诺，在生物制药行业中确立了其重要地位。

图 2 公司临床研发管线概览（截至公司 2024 年报）

在研药物	种类	靶点	适应症	阶段
乌司奴单抗注射液	单抗	IL-12/IL-23p40	中重度斑块银屑病	已递交上市申请
恩朗苏拜单抗（SG001）	单抗	PD-1	1L 复发或转移性宫颈癌	关键临床试验
重组人源化抗 HER2 单抗-MMAE 偶联药物注射液（DP303c）	ADC	HER2 受体	乳腺癌	关键临床试验
帕妥珠单抗注射液	单抗	HER2	乳腺癌	关键临床试验
SYS6010	ADC	EGFR	晚期实体瘤	关键临床试验
司库奇尤单抗注射液	单抗	IL-17 单克隆抗体	中重度斑块银屑病	关键临床试验
SYSA1801 注射液	ADC	CLDN18.2	CIDN18.2 阳性 HER2 阴性的胃腺癌	关键临床试验
SYS6002	ADC	Nectin-4	尿路上皮癌、晚期实体瘤	I/II 期
SYS6011 注射液	单抗	/	晚期实体瘤	I 期
SYS6005	ADC	ROR1	晚期肿瘤	I 期
SYS6043	ADC	/	晚期实体瘤	I 期
SYS6023	ADC	/	晚期实体瘤	I 期
SYS6016 注射液	mRNA 疫苗	RSV 疫苗	预防由 RSV 感染引起的下呼吸道疾病	I 期
SYS6026 注射液	mRNA 疫苗	HPV 疫苗	人乳头瘤病毒（HPV）16/18 型相关高级别鳞状上皮内病变（HSIL）	I 期

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 创新转型下的 ADC 平台持续迸发活力

新一代癌症疗法，竞争百亿美金市场。随着全球人口的老龄化趋势加剧，癌症的发病率也显著增加，这导致了对更有效治疗方法和药物的持续需求。同时，癌症的多样化和复杂性促使了对新型抗癌药物的研发和推广，以满足不同类型和阶段的癌症患者的个性化治疗需求。尽管治疗癌症的新方法越来越多样化，但癌症治疗的基本目标仍然相似：更有效杀灭癌症且避免对于正常细胞的影响。

ADC 已经成为癌症治疗的关键治疗方式。随着 ADC 在泛肿瘤治疗及一线疗法中不断证明其有效性，预计 ADC 的市场规模将大幅增长。根据百利天恒 2024 年年报，2023 年，全球 ADC 市场规模达到 101 亿美元，预计到 2033 年将达到 1,519 亿美元，同期 ADC 占整个肿瘤市场的份额预计将由 4.5% 增加至 26.4%。于 2023 年，中国及美国的 ADC 市场分别达到 2 亿美元及 35 亿美元，并预期于 2033 年将分别增长至 247 亿美元及 698 亿美元。下图载列所示期间全球、中国、美国及世界其他地区的 ADC 市场规模：

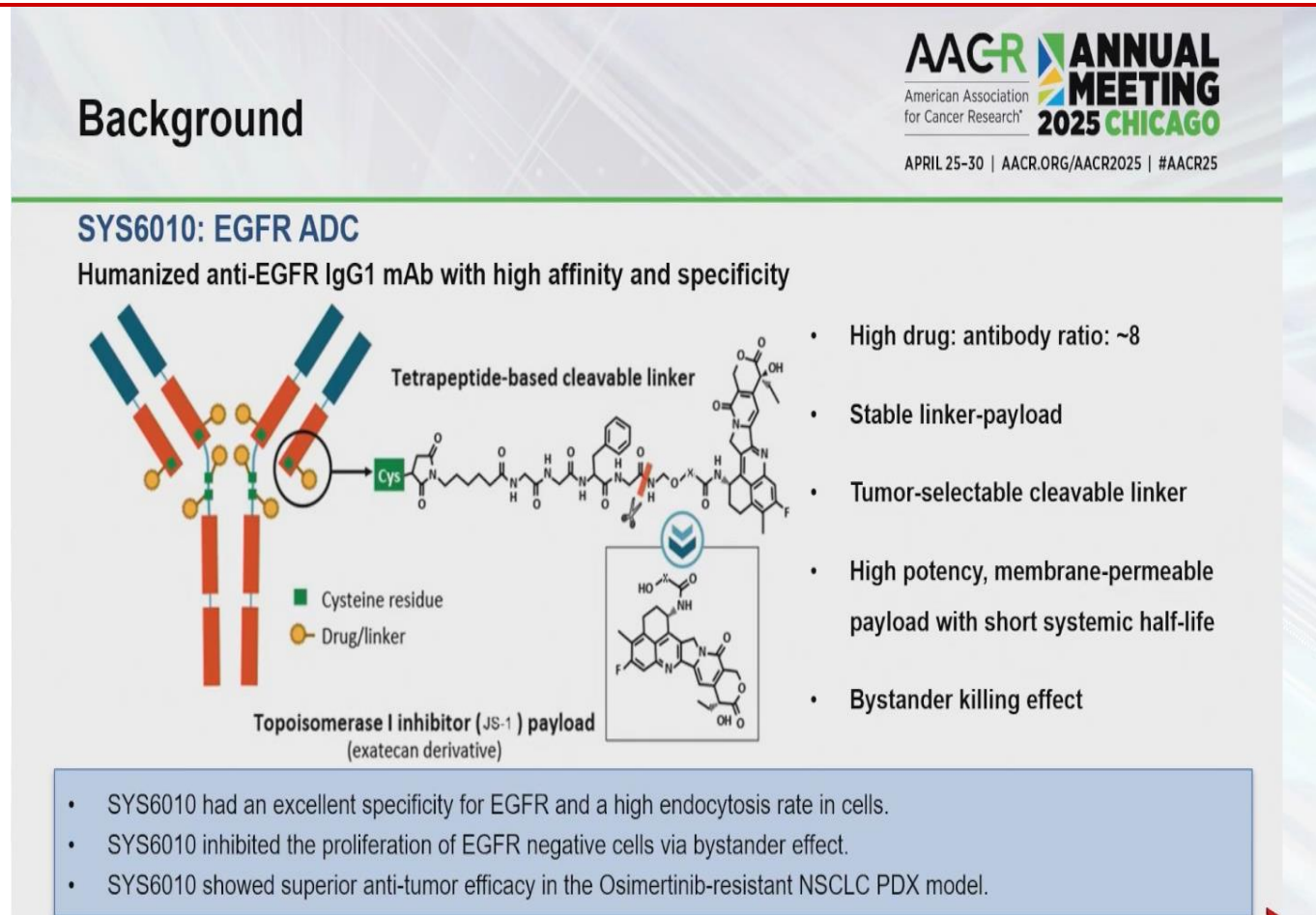
图 3 全球 ADC 市场规模预计



资料来源：百利天恒招股书，华西证券研究所

计算机辅助设计，高效临床推进。公司自有的 ADC 平台，是基于计算机辅助药物设计（CADD）的抗体工程改造平台技术，结合 DiscoveryStudio 等计算机辅助模拟工具，全面优化了抗体的药效、安全性和药代动力学等特性。此平台可开发不同作用机制的 payload 来匹配合适的适应症，并且覆盖肿瘤及非肿瘤多个治疗领域；其连接子（linker）平台可基于不同靶点、病灶处微环境、适应症等来选择最优化的 linker 来保证稳定性、PK、并且发挥最大 payload 释放效率。其偶联平台包含主流偶联技术及自主知识产权定点偶联技术，新型的偶联药物平台采用不同药物分子设计，提供了更多临床治疗方案。目前在此平台开发的 3 款 ADC 已经进入关键临床阶段，包括 DP303c（HER2ADC）、SYS6010（EGFR ADC）、SYSA1801 注射液（CLDN18.2 ADC）。

图 4 SYS6010 设计思路



资料来源：2025AACR，华西证券研究所

1) SYS6010 (EGFR ADC)：潜在同类最优的 EGFR ADC。

SYS6010 是一款靶向 EGFR 肿瘤相关抗原的抗体偶联药物 (ADC)，通过与肿瘤细胞表面的靶抗原结合，使得药物被内吞进入细胞后释放小分子毒素杀伤肿瘤细胞。该药物在中国和美国均已获得临床试验许可，相关临床试验正在开展中。

表 2 截止 25 年 5 月，SYS6010 国内临床进展

适应症	靶点	联合用药	标准分期	专业标题	试验状态	试验范围	试验状态变化日期	首次公示日期	目标入组人数（国内）
EGFR 突变型局部晚期或转移性 NSCLC 患者	EGFR		III 期	SYS6010 对比含铂化疗治疗 EGFR TKI 治疗失败的 EGFR 突变型局部晚期或转移性非小细胞肺癌的随机、开放、多中心、III 期临床试验	尚未招募	国内试验	2025-03-18	2025-03-18	380
EGFR 表达的晚期实体瘤（包括但不限于乳腺癌）	EGFR	CP0301, SYH2051	I/II 期	评价 SYS6010 单药或联合 SYH2051 对比研究者选择的化疗在 EGFR 表达的晚期不可切除或转移性实体瘤（包括但不限于乳腺癌）患者中的安全性和有效性的 Ib/II 期临床研究	尚未招募	国内试验	2024-12-23	2024-12-23	410
EGFR 表达阳性或突变的实体瘤，包括：小细胞肺癌和非小细胞肺癌	EGFR	SYH2051, CP0301	I 期	评价 SYS6010 单药、SYS6010 联合 SYH2051 双药在晚期实体瘤患者中安全性和有效性的 Ib 期临床研究	招募中	国内试验	2025-05-13	2024-12-17	806
晚期实体瘤	EGFR	CP0301, SYH2051, CP0301, SYH2051, 贝伐珠单抗	I/II 期	评价 SYS6010 单药、SYS6010+SYH2051 双药及 SYS6010+SYH2051 双药联合贝伐珠单抗在晚期实体瘤中安全性和有效性的 Ib/II 期临床研究	尚未招募	国内试验	2024-11-19	2024-11-19	138
EGFR 及 ALK 野生型晚期非小细胞肺癌和其他晚期实体瘤	EGFR	CP0301, 恩朗苏拜单抗, CP0301, 恩朗苏拜单抗, 顺铂/卡铂	I/II 期	评价 SYS6010 联合恩朗苏拜单抗注射液化疗在 EGFR 及 ALK 野生型晚期非小细胞肺癌和其他晚期实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征和初步疗效的开放、多中心 I/II 期临床试验	招募中	国内试验	2025-04-01	2024-09-09	540
EGFR 突变型局部晚期或转移性非小细胞肺癌	EGFR	CP0301, 奥希替尼	III 期	评估 SYS6010 联合奥希替尼在 EGFR 突变型局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者中的安全性和有效性的随机、开放、多中心、Ib/III 期临床试验	尚未招募	国内试验	2024-08-26	2024-08-26	668
EGFR 表达的晚期实体瘤	EGFR		II 期	评价 SYS6010 不同给药方案在晚期实体瘤患者中的安全性、耐受性和有效性的 II 期临床试验	招募中	国内试验	2024-10-10	2024-08-13	196
晚期实体瘤	EGFR		I 期	评价 SYS6010 在晚期实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征和初步疗效的 I 期临床试验	招募中	国内试验	2024-05-07	2023-05-15	304

资料来源：丁香园 INSIGHT，华西证券研究所

SYS6010 作为一种 EGFR 抗体-偶联药物，其与肿瘤细胞表面的 EGFR 受体结合后，通过内吞作用进入到细胞内，在溶酶体内被蛋白酶降解，释放毒素小分子 JS-1 (新型拓扑异构酶 I 抑制剂)，JS-1 和 DNA 形成稳定复合物，诱导 DNA 损伤，进而导致细胞凋亡，且发挥旁观效应非特异性杀伤周围肿瘤组织细胞。临床前研究发现 SYS6010 对 EGFR 高表达的人结直肠癌 (DiFi)、人乳腺癌 (MDA-MB-468) 移植瘤模型具有抗肿瘤作用，对一代 TKI 吉非替尼耐药的非小细胞肺癌 PC9-GR、L858R/T790M 双突变的非小细胞肺癌 NCI-H1975、三代 TKI 奥希替尼耐药且 Ex19del/T790M/C797S 三突变的非小细胞肺癌 PC9-DTC 等移植瘤模型也有显著的抗肿瘤作用，药效均显著优于基于 MMAE 或 Dxd 等成熟毒素的对照 ADC 药物。

表 3 SYS6010 与竞品在 EGFR 突变/野生 NSCLC 患者的数据对比

试验药	CP001	芦康沙替尼	厄洛替尼	德曲妥单抗	德曲妥单抗
靶点 / 成分类别	EGFR 表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂	TROP2 跨膜蛋白酪氨酸激酶抑制剂	EGFR, HER3 表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂	TROP2 跨膜蛋白酪氨酸激酶抑制剂	HER3 表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂
申办者	礼来公司 (Lilly)	Klus Pharma, 四川科伦药业股份有限公司	四川科伦药业股份有限公司, 礼来公司	第一共研式公司, 礼来公司	Baxter Oncology GmbH, 第一共研式公司
项目最新状态	临床 III 期 2024-08-26	批准上市 2024-11-22	临床 III 期 2023-10-31	批准上市 2024-12-27	临床 III 期 (未开始) 2023-12-22
代号 / 登记号	- SYS6010-001 - CTR20231332	- KL264-01 - Tropase-001 - MK2670-001 - NCT04152499	- NCT05194982	- TROPION-LUNG01 - NCT04656652	- HERTHENA-Lung01 - NCT04619004
适应症	- 实体瘤 (晚期非小细胞肺癌) - 非小细胞肺癌	非小细胞肺癌 (晚期非鳞状 NSCLC) - EGFR 野生型 NSCLC	非小细胞肺癌	非小细胞肺癌 (晚期非鳞状 NSCLC) - EGFR 野生型 NSCLC	非小细胞肺癌 (晚期非鳞状 NSCLC) - EGFR 野生型 NSCLC
人群特征	232 patients received ≥ 1 dose of SYS6010. Most frequent cancer type was non-small cell lung cancer (NSCLC, n=137).	21 pts with EGFR wild type had received median prior 3 regimens of therapy including anti-PD-1/L1 inhibitors. 22 pts with EGFR mutant had progressed on or after TKI therapy. 50% of whom also failed at least one line of chemotherapy.	-	In total, 299 and 305 patients were randomized to receive Dato-DXd or docetaxel, respectively.	-
人数	N=232	N=43	N=114	N=604	N=225
分期	III 期	III 期	III 期	III 期	III 期
数据 / 人数	M/N 值 (N=232)	试验组 (N=43) 对照组 (N=22)	试验组 (N=38) 对照组 (N=30)	试验组 (N=299) 对照组 (N=305)	试验组 (N=225) 对照组 (N=209)
分组特征	advanced solid tumors	Overall EGFR mutant EGFR wild type EGFR wild type (Non-squamous)	EGFR mut EGFR wt	non-small cell lung cancer non-small cell lung cancer non-squamous NSCLC squamous NSCLC	overall Previous 3G EGFR TKI patients with non-metastatic brain metastases
干预措施	CP001	芦康沙替尼 5% 芦康沙替尼 5% 芦康沙替尼 5% 芦康沙替尼 5% 芦康沙替尼 5%	厄洛替尼 5% 厄洛替尼 5%	德曲妥单抗 5% 德曲妥单抗 5% 德曲妥单抗 5% 德曲妥单抗 5% 德曲妥单抗 5%	德曲妥单抗 5% 德曲妥单抗 5% 德曲妥单抗 5% 德曲妥单抗 5% 德曲妥单抗 5%
给药方式	SYS6010 (0.6, 1.8, 3.6, 4.8, 5.4, 6.6 mg/kg) administered intravenously every 3 weeks	receive SKR264 at 5 mg/kg Q2W and	-	Dato-DXd 6 mg/kg docetaxel 75 mg/m ² Q3W	5.6 mg/kg once every 3 weeks
ORR	37.8%	43.8% 60.0% 76.3% 72.2% 30.0%	63.2% 44.0%	4 months 5 months 5 months 5 months 5 months	29.8% 29.2% 33.3%
mPFS	-	7.2 months 11.5 months 5.8 months 5.8 months 5.1 months	6.9 months 5.2 months	HR=0.75 (95%CI, 0.42-0.91), p=0.004 HR=0.63 (95%CI, 0.51-0.79) HR=1.41 (95%CI, 0.952-0.03)	5.5 months 5.5 months
DCR	86.2%	-	89.5% 94.0%	-	73.8% 72.7%
mOS	-	22.6 months 22.7 months 14.1 months 16.2 months 12.6 months	-	12.9 months 11.8 months 14.6 months 12.3 months 7.6 months 9.4 months	11.9 months 11.9 months
mDOR	-	6.3 months 6.7 months 6.6 months	-	HR=0.64 (95%CI, 0.78-1.14), p=0.004 HR=0.84 (95%CI, 0.68-1.01) HR=1.32 (95%CI, 0.91-1.92)	6.4 months 6.4 months 8.4 months
OS	-	56.5% (18-mo rrb) 76.2% (18-mo rrb) 55.8% (18-mo rrb) 44.4% (18-mo rrb) 30.0% (18-mo rrb)	-	25.8% (24-mo rrb) 25.2% (24-mo rrb) 29.0% (24-mo rrb) 21.7% (24-mo rrb) 13.7% (24-mo rrb) 14.6% (24-mo rrb)	-
TRAE	91.8% (any)	69.8% (grade 3) The most common Grade ≥3 TRAEs were neutrophil count decreased (34.1%), anemia (26.2%), WBC count decreased (25.6%), stomatitis (9.3%), and rash (7.0%).	anemia (59%/25%), leukopenia (59%/26%), neutropenia (51%/22%), thrombocytopenia (50%/22%), nausea (26%/11%), vomiting (24%/21%), alopecia (27%/0%), decreased appetite (24%/11%), asthenia (22%/0%).	25% (grade 3) 42% (grade 3)	-
结论	SYS6010 demonstrated a tolerable safety profile with promising efficacy in patients with advanced solid tumors, particularly in NSCLC subjects with EGFR TKI resistance or EGFR wild type.	The updated data continues to demonstrate that SKR264 monotherapy delivers promising clinical efficacy with manageable toxicity in pretreated advanced NSCLC pts. A Phase 3 global study of SKR264 in pts with 3L+ EGFR mutant NSCLC (NCT06074588) and a Phase 3 study of SKR264 in China in pts with 2L EGFR mutant NSCLC (NCT05870919) are ongoing.	BL-80101 demonstrated encouraging efficacy in heavily pre-treated metastatic locally advanced NSCLC, especially in pts with EGFR mutant. The observed toxicity is deemed acceptable.	TROPION-Lung01 did not meet the second dual primary endpoint of OS; however, Dato-DXd showed a numerical improvement in OS over docetaxel in the full NSCLC analysis set. In the pre-specified non-squamous NSCLC subgroup, Dato-DXd demonstrated a clinically meaningful trend towards prolonged OS compared with docetaxel. The overall safety and efficacy profile of Dato-DXd supports its use as a potential therapeutic option for patients with non-squamous NSCLC who are eligible for subsequent therapy.	After tumor progression with EGFR TKI therapy and PBC in patients with EGFR-mutated NSCLC, HERTHENA-Lung01 once every 3 weeks demonstrated clinically meaningful efficacy with durable responses, including in CNS metastases.
来源	2025 AACR, 2025 AACR Poster	2024 AACR, 四川科伦药业股份有限公司	2023 ESMO	2024 WCLC, 第一共研式公司, 礼来公司, 德曲妥单抗, pubmed, 2024 WCLC ePoster/Slides	pubmed, 第一共研式公司, 2023 WCLC, 2024 ESMO
首次发表	2025-04-27	2024-04-09	2023-10-21	2024-09-09	2023-12-10

资料来源：丁香园 INSIGHT，华西证券研究所

EGFR-TKI 耐药适应症数据优异，针对野生型患者具有临床潜力。根据公司官方公众号，在 2025AACR 年会上公司披露了截止至 2025 年 1 月 10 号的初步结果。共纳入 269 例患者，其中包括 164 例非小细胞肺癌(61.0%)，中位既往治疗线数为 3(范围 1-11)。患者的中位年龄为 57.0 岁，65.4%为男性患者。整体耐受性良好，仅在 6.4 mg/kg 发生 1 例 DLT(4 级血小板计数降低)，MTD 未达到。97.8%患者出现治疗相关不良事件(TRAES)，≥3 级 TRAES 发生率为 49.8%，主要为血液学毒性。在 224 例可评估患者中，客观缓解率(ORR)为 31.3%，疾病控制率(DCR)为 85.3%；在 4.8 mg/kg 组，ORR 达 37.5%，DCR 达 83.0%。

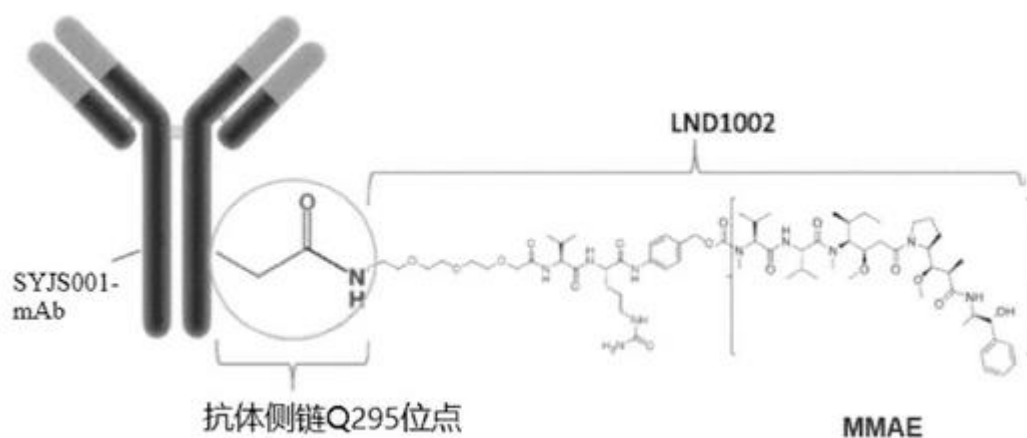
在 102 例 EGFR 突变非鳞 NSCLC 患者中，ORR 为 39.2%，DCR 达 93.1%；其中单纯 EGFR-TKI 耐药的 EGFR 敏感突变非鳞 NSCLC(n=19)：ORR 高达 63.2%，DCR 为 94.7%；而 EGFR-TKI 和含铂化疗双耐药的 EGFR 敏感突变非鳞 NSCLC(n=78)：ORR 为 33.3%，DCR 为 92.3%。

根据 2025AACR 官网，在免疫治疗和化疗均失败的患者中，EGFR 野生型 nsq-NSCLC 患者在≥4.8 mg/kg 组的 ORR 和 DCR 分别为 50% (3/6) 和 83.3% (5/6)，显示出了良好的治疗潜力。

根据公司官方公众号，2025 年 5 月 19 日，公司的 SYS6010 于近日获得美国食品药品监督管理局授予用于治疗不伴有表皮生长因子受体 (EGFR) 突变或其他驱动基因改变 (AGA) 的，且既往经含铂化疗和抗 PD-(L)1 治疗后疾病进展的晚期或转移性非鳞非小细胞肺癌 (Nsq-NSCLC) 成年患者的快速通道资格认定 (Fast Track Designation, FTD)。我们认为，凭借在 EGFR-TKI 耐药与野生型患者的优异

临床数据，SYS6010 有望形成差异化的竞争优势，并与跨国药企展开深度的商业化合作。

图 5 SYSA1801 分子设计



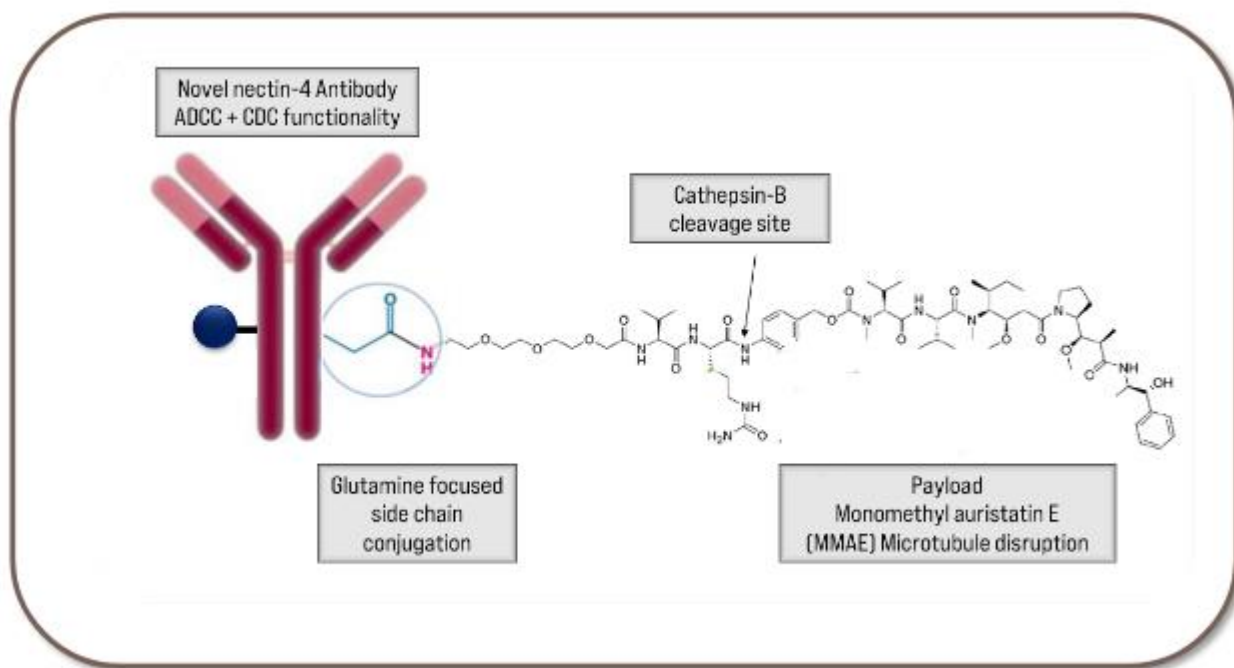
资料来源：抗体圈，华西证券研究所

2) SYSA1801 (CLDN18.2 ADC)

SYSA1801 注射液是石药集团研发的重组抗人 CLDN18.2 单克隆抗体-MMAE 偶联药物，由 1 个抗 CLDN18.2 全人源单克隆抗体在每个重链 Q295 位氨基酸上偶联 1 个 MMAE 衍生物 (LND002) 构成，通过选择性结合于 CLDN18.2 受体环 1，在靶细胞内溶酶体降解释放出活性化疗药物 MMAE，而发挥抗肿瘤作用。

根据公司官网，截至 2022 年 11 月 5 日，共有 33 例受试者入组，包括 26 例胃癌和 7 例胰腺癌。25 例 (75.8%) 受试者发生与研究药物相关的不良事件 (TRAE)，其中 8 例 (24.2%) 发生 3 级及以上 TRAE；21 例受试者可评估疗效，其中包括 17 例胃癌受试者，胃癌人群的 ORR 和 DCR 分别为 47.1% (95%CI 23.0-72.2%，8PRs) 和 62.7% (95%CI 38.3-85.8%，3SDs)。此外，有 2 例胃癌受试者的疗效格外亮眼，1 例既往接受靶向 CLDN18.2 单抗治疗失败者在接受 SYSA1801 治疗后获得 PR，另 1 例接受 SYSA1801 治疗后获得持久的 PR，至截止日期时已经长达 44 周。

图 6 SYS6002 分子设计



资料来源：Corbus Pharmaceuticals 官网，华西证券研究所

3) SYS6002 (Nectin-4 ADC)

SYS6002 是公司研发的重组人源化抗 Nectin-4 ADC，采用公司专有的酶催化定点抗体偶联技术。该 ADC 产品的连接子稳定性更高、具有更好的安全性和疗效潜能，可与肿瘤表面的特异性受体结合，通过内吞作用进入细胞，释放毒素，达到杀伤肿瘤细胞的作用。2022 年 10 月，SYS6002 获 CDE 批准临床。临床前研究显示，该产品对多种症均显示较好的抗肿瘤作用。

Nectin-4 可以促进肿瘤增生、血管生成、淋巴管生成以及淋巴转移，在包括膀胱癌、三阴性乳腺癌、肺癌、结直肠癌、胰腺癌、卵巢癌等多个症种中高表达，而在健康人体组织中低表达，阻断 Nectin-4 的表达可减少肿瘤增殖。

据不完全统计，目前在研的 Nectin-4 ADC 约二十余种，仅有一款 nectin-4ADC 产品上市，是来自安斯泰来的 Enfortumab vedotin (Padcev)，于 2019 年被 FDA 获批用于治疗局部晚期和转移性尿路上皮癌。

表 4 截止 2024 年 1 月，Nectin-4 ADC 全球竞争格局

药品名称	研发机构	全球阶段	中国阶段
维恩妥尤单抗	Scagen(Pfizer); Agensys(Astellas Pharma)	批准上市	申请上市
9MW2821	迈威生物; 上海药物研究所	III期临床	III期临床
SBT6290	Silverback Therapeutics(ARS Pharmaceuticals)	I/II期临床	临床前
ADRX-0706	Adcentrx Therapeutics	I期临床	临床前
BAT8007	百奥泰	I期临床	I期临床
SHR-A2102	恒瑞医药	I期临床	I期临床
SKB410	Merck & Co.; 科伦博泰生物	I期临床	I期临床
SYS6002	石药集团; Corbus Pharmaceuticals	I期临床	I期临床
IPH45	Inmate Pharma	申报临床	临床前
ADC2204	鲁南制药; 爱科瑞思	临床前	临床前
BA3361	BioAtla	临床前	临床前
ETx-22	Mablink Bioscience(Eli Lilly); Heidelberg Pharma; Emergence Therapeutics(Eli Lilly)	临床前	临床前
HLX44	汉霖生技	临床前	临床前
JS114	君实生物	临床前	临床前
N41mab-vcMMAE	University of Marsille	临床前	临床前
NTX1105	Nectin Therapeutics	临床前	临床前
Nectin-4 ADC	NovaRock Biotherapeutics	临床前	临床前
Nectin-4 TRAAC	Tallac Therapeutics	临床前	临床前
OBI-904	浩鼎生技	临床前	临床前
TAC-003	Tallac Therapeutics	临床前	临床前
anti-Nectin-4-AT1020 ADC	Anwita Biosciences	临床前	临床前
anti-nectin-4 ADC	Araris Biotech	临床前	临床前
targeting Nectin4 ADC	糖岭生物	临床前	临床前

资料来源：公司官网，华西证券研究所

根据公司官网，2023 年 2 月，公司与 Corbus Pharmaceuticals 就 SYS6002 的开发及商业化订立独家授权协议。根据协议条款：石药巨石生物同意授予 Corbus 在美国、英国、加拿大、澳大利亚等一些国家在该地区开发及商业化该产品的独家授权，石药巨石生物将收取 7,500,000 美元的首付款，并有权收取最多 130,000,000 美元的潜在开发及监管里程碑付款、以及最多 555,000,000 美元的潜在销售里程碑付款。总交易金额高达 6.925 亿美元。

根据公司官网，截止至 2024 年 1 月 11 日，共有 18 例入组至 6 个剂量组（0.2、0.6、1.2、1.8、2.7、3.6mg/kg）肿瘤类型包括尿路上皮癌、乳腺癌等，受试者年龄分布在 35-76 岁，72%为女性，入组前的中位治疗线数为 5 线。试验数据显示，在 0.2-3.6mg/kg 剂量组均未观察到 DLT 事件；大部分与治疗药物相关的不良事件为 1~2 级，其中最常见的为干眼等眼部毒性和贫血；尚未发生神经周围病变及皮疹等不良事件。SYS6002 在预计起效剂量下的 ORR 和 DCR 分别达到 43%（3/7）和 71%

(5/7); 在较低剂量组 (1.2mg/kg) 即出现 PR; 至截止日期时观察到的最长反应时间是 11 个周期 (约 10 个月), 并仍在治疗中。

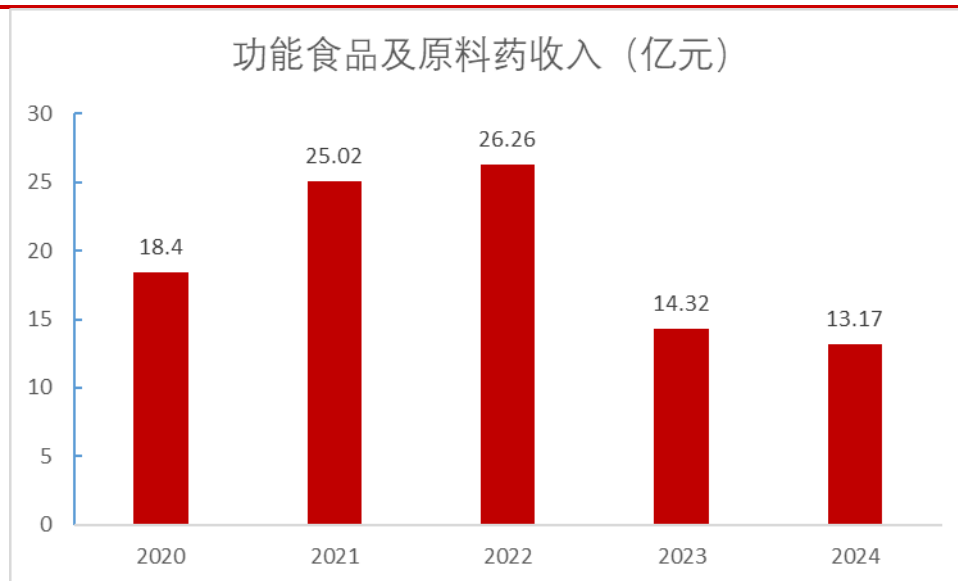
3. 功能食品与原料药领域平稳发展, 提供稳定现金流

公司较早进入功能食品及原料领域, 积累了丰富的研发经验和客户资源, 凭借在行业内较高的品牌知名度、完善的制造工艺、严格的质量管控, 在功能食品及原料细分品类上已具备较强的竞争力。

根据公司 2024 年年报, 公司功能食品及原料实现销售收入 184,031.25 万元, 同比下降 24.90%, 主要是受市场波动的影响, 咖啡因价格从 2023 年的高位回落, 2024 年咖啡因类产品销量为 14,750.18 吨, 仍保持了较高的产能利用率和产销率。

2024 年, 公司深耕功能食品及原料行业, 巩固咖啡因类产品的行业优势地位, 积极开拓己酮可可碱、多索茶碱等特色产品的市场上量, 同时借助于公司生产优势, 寻找新赛道, 培育新的利润增长点, 如: 腺嘧啶、双脲等品种的生产与市场销售, 形成独特的差异化优势, 打造多元的盈利驱动引擎。2024 年, 公司全力推进功能性原料的质量认证与国际化进程。多个产品成功完成海外的质量体系认证及注册工作。同时公司依托美国、欧洲、巴西及新加坡子公司积极拓展海外市场, 助力公司业绩增长。

图 7 公司 2020 年-2024 年功能食品及原料实现销售收入情况



资料来源: WIND, 华西证券研究所

1) 咖啡因原料药

咖啡因属于第二类精神药品, 受国家管制, 国家药品监督管理部门对咖啡因产品实行定点生产制度。我国是咖啡因的最主要生产国, 主要集中在几家具备咖啡因定点生产资格的企业进行生产。公司为全球生产规模最大的化学合成咖啡因生产商。

咖啡因是一种黄嘌呤生物碱化合物, 是一种中枢神经兴奋剂, 能够暂时地驱走睡意并恢复精力, 主要用作功能食品饮料添加剂及医药原料。在全球范围内, 中国、印度和德国是全球咖啡因主要的供应地, 其中, 我国为咖啡因的最主要生

产国。公司是全球生产规模最大的化学合成咖啡因生产商，是百事可乐、可口可乐、红牛三大国际饮料公司的全球供应商。

公司功能性原料业务持续优化客户结构，咖啡因产品成为百事可乐、可口可乐、红牛等国际知名饮料生产商的全球供应商。针对优质大客户，公司采用直供终端的销售模式，直接对接客户，精准满足客户需求，从而锁定优质客户；针对小型客户，公司采用与经销商合作的销售模式，扩展公司产品在当地的覆盖面；在重点规划区域，设立海外子公司负责当地市场的深度推广，目前已在美国、德国、巴西和新加坡设立子公司。

图 8 公司咖啡因原料药



资料来源：公司官网，华西证券研究所

通过多项技术认证，客户资源丰富。公司咖啡因类产品通过了日本医药品外国制造业者认定证、英国零售商协会 BRC 认证、欧洲药典适应性认证、清真认证（HALAL）、犹太洁食认证（KOSHER）等产品认证，产品已参与国际竞争。在日常生产中，公司严格按照质量管理体系管理的要求，不断完善产品的研发、生产、检验等流程，保证公司产品质量的稳定性。

公司咖啡因类产品品质赢得了欧美等国家和地区的优质客户的认同，与主要客户形成了长期稳定的合作关系。公司是百事可乐、可口可乐、红牛三大国际饮料公司的全球供应商，是多个国际公司的合作伙伴。良好的客户关系有利于公司业务长期稳定发展。在保健食品方面，公司亦具备较强的销售渠道开拓能力和管理能力，不断加大公司传统销售渠道的广度和深度建设，目前公司已与国内 200 多家连锁药店企业建立了稳定的合作关系，覆盖近 30 个省级行政区，初步形成了全国性的销售网络。公司通过多年努力，已经掌握了一批优质的销售渠道资源，通

过建立销售网络，有利于公司深耕行业和区域市场，并为公司新产品的销售奠定很好的市场基础。销售网络持续扩大是公司市场竞争力的集中体现。

2) 保健食品

公司拥有石药牌果维康维生素 C 含片、石药牌叶黄素蓝莓软胶囊等 17 项保健食品批准证书；拥有果维康®维生素 C 咀嚼片、果维康®B 族维生素片等 154 项按照备案制管理的保健食品；拥有 4 项特殊医学用途配方食品注册证书。

图 9 公司部分保健食品



果维康维生素C含片



果维康硒维生素C含片



果维康维生素B族含片（麦香味）

资料来源：公司官网，华西证券研究所

品牌优势下的强开拓/管理能力。公司亦具备较强的销售渠道开拓能力和管理能力，不断加大公司传统销售渠道的广度和深度建设，目前公司已与国内 200 多家连锁药店企业建立了稳定的合作关系，覆盖近 30 个省级行政区，初步形成了全国性的销售网络。公司通过多年努力，已经掌握了一批优质的销售渠道资源，通过建立销售网络，有利于公司深耕行业和区域市场，并为公司新产品的销售奠定很好的市场基础。销售网络持续扩大是公司市场竞争力的集中体现。

品牌信誉是客户选择的重要依据，目前公司以咖啡因食品添加剂和果维康维生素 C 含片两大系列产品为依托，赋予了产品品牌深刻的内涵，树立了公司的品牌优势。公司“果维康”商标为中国驰名商标。公司将品牌建设融入到业务发展的整个过程中，经过多年的品牌战略以及一系列营销战略的实施，公司“果维康”的品牌知名度和美誉度在不断提升。公司“果维康”牌维生素 C 含片在河北、山东、山西、辽宁、陕西、甘肃、重庆等省份有较强的品牌影响力。

4. 盈利预测及估值

考虑到公司主要创新药管线（SYS6010、SYS6002、SYSA1801）均来自巨石生物，同时并未贡献收入，我们暂不考虑巨石生物并表后的估值。

- 1) 功能性产品：考虑到我国老龄人口占比逐年增加，老龄化趋势愈发凸显，与此同时健康产业的市场规模持续扩大，功能食品需求呈现稳步上升的趋势，维生素、咖啡因、血糖管理等产品迅速发展。功能性原料对大健康产品的质量 and 有效性起着至关重要的作用，中国作为全球最大的功能性原料的生产国及出口国，在全球化竞争中具有极强的产业体系优势和规模优势。我们预计公司 2025-2027 年功能性产品收入同比增长 5%、5%、5%。
- 2) 保健品：同样考虑到我国人口老龄化的情况，我们预计公司 2025-2027 年功能性产品收入同比增长 2%、2%、2%。

表 5：公司核心产品销售收入预测

新诺威核心产品销售收入预测 (亿元) 经调整	2024A	2025E	2026E	2027E
功能性产品	17.00	17.85	18.74	19.68
YOY (%)	-20.00%	5.00%	5.00%	5.00%
保健品	2.20	2.24	2.29	2.33
YOY (%)	-30.00%	2.00%	2.00%	2.00%
合计	19.20	20.09	21.03	22.01

资料来源：wind，华西证券研究所

考虑到新诺威作为一家集生物制药、原料药和功能性食品于一体的创新型公司，我们看好公司产品上市后商业化运营能力，产品持续放量，以及后续创新靶点管线持续不断的推陈出新，我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 20.09 亿元/21.03 亿元/22.01 亿元，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.10/0.17/0.20 元。2025 年 5 月 30 日收盘价 51.91 元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 506、313、264。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 6：可比公司估值表（截止 2025 年 5 月 30 日）

代码	公司	股价（元）	归母净利润（百万元）				PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002294	信立泰	54.74	601.57	662.62	796.42	916.48	76	64	55
688506	百利天恒	301.18	37.08	-127.85	-469.80	-1182.78	-945	-257	-102
002653	海思科	45.79	3.95	5.55	7.28	9.31	92	70	55
	平均值		214.20	180.11	111.30	-85.66	-259.00	-41.00	2.67
300765	新诺威	51.91	54	144	233	277	506.14	313.25	263.51

资料来源：wind，华西证券研究所

5. 风险提示

- 1、医药行业政策不及预期风险；
- 2、市场竞争加剧风险；
- 3、产品销售和推广不及预期；
- 4、创新药研发进展不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,981	2,009	2,103	2,201	净利润	-303	101	148	295
YoY(%)	-22.0%	1.4%	4.7%	4.7%	折旧和摊销	217	89	86	95
营业成本	1,149	1,127	1,182	1,239	营运资金变动	-1,142	-103	242	-100
营业税金及附加	33	26	31	32	经营活动现金流	-1,235	80	470	284
销售费用	154	170	172	179	资本开支	-474	0	0	0
管理费用	82	70	80	84	投资	-820	0	0	0
财务费用	-43	0	0	0	投资活动现金流	-1,291	-16	6	5
研发费用	842	474	649	711	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	-1	7	6	4	筹资活动现金流	-393	-39	-121	-143
营业利润	-218	112	162	277	现金净流量	-2,911	28	356	145
营业外收支	-3	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	-221	112	162	277	成长能力				
所得税	82	11	13	-17	营业收入增长率	-22.0%	1.4%	4.7%	4.7%
净利润	-303	101	148	295	净利润增长率	-87.6%	168.1%	61.6%	18.9%
归属于母公司净利润	54	144	233	277	盈利能力				
YoY(%)	-87.6%	168.1%	61.6%	18.9%	毛利率	42.0%	43.9%	43.8%	43.7%
每股收益	0.04	0.10	0.17	0.20	净利率	2.7%	7.2%	11.1%	12.6%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	-4.5%	1.7%	2.5%	4.8%
货币资金	872	900	1,256	1,401	净资产收益率 ROE	1.4%	3.8%	5.9%	6.8%
预付款项	33	26	31	33	偿债能力				
存货	399	252	289	337	流动比率	1.95	2.32	2.12	2.30
其他流动资产	1,498	1,458	1,473	1,522	速动比率	1.33	1.66	1.57	1.71
流动资产合计	2,802	2,636	3,049	3,292	现金比率	0.61	0.79	0.87	0.98
长期股权投资	264	264	264	264	资产负债率	25.3%	21.9%	25.6%	24.9%
固定资产	2,047	1,958	1,872	1,777	经营效率				
无形资产	225	225	225	225	总资产周转率	0.29	0.34	0.35	0.36
非流动资产合计	3,220	3,154	3,069	2,974	每股指标 (元)				
资产合计	6,022	5,790	6,118	6,266	每股收益	0.04	0.10	0.17	0.20
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.66	2.71	2.79	2.88
应付账款及票据	396	521	682	572	每股经营现金流	-0.88	0.06	0.33	0.20
其他流动负债	1,038	616	755	862	每股股利	0.02	0.05	0.09	0.10
流动负债合计	1,434	1,137	1,437	1,434	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	1,351.82	506.14	313.25	263.51
其他长期负债	92	129	129	129	PB	10.01	19.18	18.63	18.01
非流动负债合计	92	129	129	129					
负债合计	1,526	1,266	1,565	1,563					
股本	1,405	1,405	1,405	1,405					
少数股东权益	765	722	638	656					
股东权益合计	4,496	4,525	4,552	4,704					
负债和股东权益合计	6,022	5,790	6,118	6,266					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。