

PDE3/4 等项目授权给 GSK, 潜在交易总额达到 125 亿美元

恒瑞医药 (600276.SH)

核心观点

2025 年 7 月 28 日, 恒瑞医药宣布将 HRS-9821 的大中华区外全球权益和至多 11 个临床前项目大中华区外全球权益的选择权授权给葛兰素史克, 公司将获得 5 亿美元首付款与潜在 120 亿美元里程碑以及相应的分梯度的销售提成。公司在过去的一年中, 研发管线取得了优异成果, 未来可以关注: (1) 8 个左右 NDA/BLA 管线有望在 2025 至 2026 获批上市; (2) WCLC 及 ESMO 等学术大会数据披露; (3) 潜在的出海和 BD 情况。

事件

近日, 恒瑞医药与 GSK 达成 125 亿美元 BD 合作

2025 年 7 月 28 日, 恒瑞与 GSK 达成协议, 将 HRS-9821 项目的全球独家权利 (不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区) 和至多 11 个项目的全球独家许可的独家选择权 (不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区) 有偿许可给 GSK。GSK 为此将向恒瑞支付 5 亿美元的首付款。如果所有项目均获得行使选择权且所有里程碑均已实现, 恒瑞将有资格获得未来基于成功开发、注册和销售里程碑付款的潜在总金额约 120 亿美元。同时, 恒瑞将有权向 GSK 收取相应的分梯度的销售提成 (不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区)。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,819.78	27,984.61	32,494.72	38,054.97	44,904.08
YoY(%)	7.26	22.63	16.12	17.11	18.00
净利润(百万元)	4,302.44	6,336.53	8,518.16	10,607.20	12,604.06
YoY(%)	10.14	47.28	34.43	24.52	18.83
毛利率(%)	84.55	86.25	86.30	86.50	87.00
净利率(%)	18.85	22.64	26.21	27.87	28.07
ROE(%)	10.63	13.92	16.42	17.73	18.21
EPS(摊薄/元)	0.65	0.95	1.28	1.60	1.90
P/E(倍)	95.71	64.98	48.34	38.82	32.67
P/B(倍)	10.18	9.05	7.94	6.88	5.95

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

发布日期: 2025 年 07 月 29 日

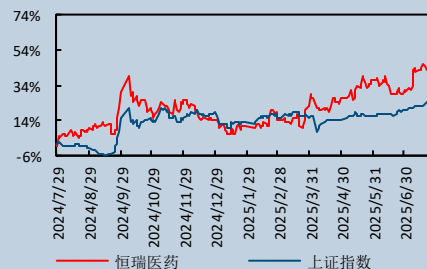
当前股价: 62.04 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	19.42/14.35	23.41/14.22	51.06/26.60
12 月最高/最低价 (元)			62.04/40.00
总股本 (万股)			663,719.99
流通 A 股 (万股)			637,900.23
总市值 (亿元)			4,156.77
流通市值 (亿元)			3,957.53
近 3 月日均成交量 (万)			4900.68
主要股东			
江苏恒瑞医药集团有限公司			24.11%

股价表现



相关研究报告

【中信建投化学制药】恒瑞医药
25.05.25 (600276):H 股首发上市, 国际化转型迈入新阶段

简评

一、BD 整体超预期，恒瑞医药 PDE3/4 等项目授权给 GSK

2025 年 7 月 28 日，恒瑞医药发布公告，将 HRS-9821 的大中华区外全球权益和至多 11 个临床前项目大中华区外全球权益的选择权授权给葛兰素史克。协议包含一款潜在同类最优 PDE3/4 抑制剂（HRS-9821）的授权许可，该产品目前正处于慢性阻塞性肺疾病（COPD）治疗的临床开发阶段。其余 11 个项目将由恒瑞医药主导研发，最晚至完成 I 期临床试验，GSK 可行使优先选择权。

根据协议条款，恒瑞医药将获得包括 PDE3/4 授权在内的 5 亿美元首付款。如果所有项目均获得行使选择权且所有里程碑均已实现，恒瑞将有资格获得未来基于成功开发、注册和销售里程碑付款的潜在总金额约 120 亿美元。恒瑞将有权向 GSK 收取相应的分梯度的销售提成（不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区）。

根据协议，恒瑞医药将自主研发的 PDE3/4 抑制剂创新药 HRS-9821 在除中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区以外的全球独家权利有偿许可给 GSK。HRS-9821 目前正处于临床开发阶段，可用于治疗慢性阻塞性肺病（COPD），作为辅助维持治疗，无需考虑既往治疗方案。HRS-9821 的加入将强力助推 GSK 实现其战略愿景，即通过覆盖那些持续面临呼吸困难（气短）或基于其疾病特征不太可能接受吸入性皮质类固醇或生物制剂治疗的患者，为最广泛的 COPD 患者群体提供治疗方案。

该药物已在早期临床和临床前研究中显示出强效的 PDE3 和 PDE4 抑制作用，可显著增强支气管舒张效应并产生抗炎作用。此外，HRS-9821 还有望开发为便捷的干粉吸入剂（DPI）制剂，与 GSK 现有吸入制剂产品组合形成战略性契合。

此次协议还包含一项开创性的规模化合作计划，除 HRS-9821 外，双方将共同开发最多 11 个项目，恒瑞医药将主导这些项目的研发，最晚至完成包括海外受试者的 I 期临床试验，每个项目均拥有各自的财务结构。GSK 将在最晚至 I 期临床试验结束时行使除中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区以外在全球进一步开发和商业化每个项目的独家选择权，以及某些项目替换权。

此次合作将为恒瑞医药全球化进程注入强劲动能，同时为 GSK 创造 2031 年后重大增长机遇。这些项目经严格筛选，旨在扩充 GSK 在呼吸、自免和炎症、肿瘤等治疗领域已建立的研发管线，且所有项目经评估均具有成为“同类最优”或“同类第一”的潜力。

二、PDE3/4：COPD 的潜力创新疗法

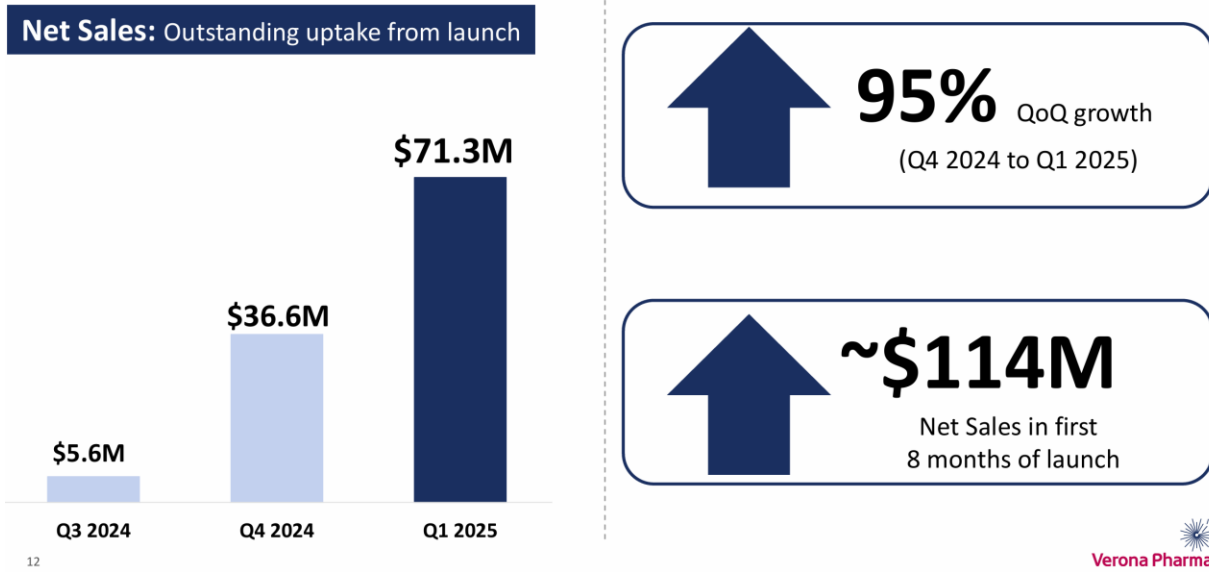
恩司芬群是首个获批治疗 COPD 的 PDE3/4 抑制剂。PDE3/4 抑制剂通过抑制 PDE3 和 PDE4 活性从而调节细胞内第二信使环磷腺苷（cAMP）和环磷酸鸟苷（cGMP）的功能，发挥舒张支气管平滑肌和抗炎的作用。Verona Pharma 的恩司芬群吸入混悬液于 2024 年 6 月获 FDA 批准上市，是全球首个获批用于 COPD 的 PDE3/4 抑制剂，是 20 多年来首个用于治疗 COPD 的新型吸入机制药物，对 PDE3 的亲密度是 PDE4 的 3440 倍。根据已披露的 2 项国外 III 期研究 ENHANCE-1（NCT04535986）和 ENHANCE-2（NCT04542057）和 1 项由钟南山院士牵头的国内 III 期研究 ENHANCE-CHINA（NCT05743075），均显示恩司芬群吸入混悬液可显著改善肺功能和健康状况。

2021年6月，优锐医药与 Verona Pharma 签署协议，以可能高达 2.19 亿美元的总交易额（首付款 2500 万美元）获得该产品在大中华区域（包括中国大陆、香港、澳门和台湾地区）的开发和商业化权益。2024年11月，优锐医药获批落地中国海南博鳌乐城先行区使用恩司芬群。2025年5月16日，优锐医药宣布恩司芬群治疗慢性阻塞性肺病的 III 期 ENHANCE-CHINA 研究达到主要终点以及次要终点。基于此，优锐医药计划在今年下半年向国家药监局提交该药物的上市申请。

COPD 市场潜力大，恩司芬群美国销售快速增长。据世界卫生组织预计，COPD 将在 2030 年成为全世界第三位主要死因；预计 2060 年会有超 540 万人死于 COPD，市场巨大。美国 COPD 维持疗法销售额超 100 亿美元，约 860 万患者单独或联合接受 LAMA、LABA 或 ICS 治疗。根据 Phreesia 研究，49% 患者发生衰弱症状超过 24 天/月；而口服 PDE4 抑制剂罗氟司特治疗 COPD 全身暴露导致恶心等胃肠道副作用，COPD 疾病负担仍然较重。恩司芬群是二十年来首批的 COPD 新机制吸入剂，加到现有吸入疗法中（包括 LAMA、LABA 和 ICS）。2024Q4、2025Q1 恩司芬群销售额为 3660、7130 万美元，预计 2025 年销售额为 2.5-3 亿美元。2025 年恩司芬群 Q1 处方为 2.5 万张，新患环比增长 25%，处方医生总数约 5300 人（+50%）。

图 1: 恩司芬群销售情况

Ohtuvayre[®] launch is building toward a blockbuster medicine
Most successful COPD launch



数据来源: Verona Pharma, 中信建投证券

PDE3/4 成为 MNC 在 COPD 布局的重要靶点。2025 年 7 月 9 日，默沙东宣布将以 100 亿美元的价格收购呼吸领域 biotech 公司 Verona Pharma，获得 COPD 药物 Ohtuvayre（恩司芬群，Ensifentrine）。国内 PDE3/4 靶点在研进度靠前的包括中国生物制药 TQC3721（吸入混悬液 III 期临床，吸入粉雾剂 I 期临床）、海思科 HSK39004（吸入混悬液 II 期临床，吸入粉雾剂 II 期临床）和恒瑞医药 HRS-9821（吸入混悬液 I 期临床和吸入粉雾剂临床获批）。

表 1:全球 PDE3/4 在研管线

公司	药品成分	靶点	全球最高状态	适应症
默沙东制药/Verona Pharma/优锐医药	恩司芬群	PDE3 PDE4	批准上市	慢性阻塞性肺疾病
海思科	HSK39004	PDE3 PDE4	临床 II 期	慢性阻塞性肺疾病
Verona Pharma	恩司芬群+格隆溴铵	CHRM PDE3 PDE4	临床 II 期	慢性阻塞性肺疾病
中国生物制药	TQC3721 吸入用混悬液	PDE3 PDE4	临床 II 期	慢性阻塞性肺疾病
中国生物制药	TQC3721 吸入粉雾剂	PDE3 PDE4	临床 I 期	慢性阻塞性肺疾病
恒瑞医药	HRS-9821	PDE3 PDE4	临床 I 期	慢性阻塞性肺疾病
以岭药业	PDE3/PDE4 抑制剂	PDE3 PDE4	临床前	哮喘

资料来源: insight, 中信建投证券

三、里程碑展望

关注创新药获批进展。截至日前，公司共计 8 个创新药产品及适应症已处于 NDA/BLA 阶段。包括 SHR-1701、SHR2554、SHR4640、HR19034 等 4 个新产品：（1）SHR-1701 联合化疗治疗晚期或转移性胃癌或胃食管结合部癌；（2）SHR2554 治疗复发难治外周 T 细胞淋巴瘤；（3）INS068（胰岛素）治疗二型糖尿病；（4）SHR4640 治疗原发性痛风伴高尿酸血症；（5）HR19034 滴眼液延缓儿童近视进展等。还包括已上市产品的新适应症拓展：艾玛昔替尼软膏用于成人轻度至中度特应性皮炎的局部外用治疗；海曲泊帕乙醇胺联合标准免疫抑制疗法初治重型再生障碍性贫血；达尔西利联合内分泌治疗用于激素受体（HR）阳性，人表皮生长因子受体 2（HER2）阴性的早期或局部晚期乳腺癌的辅助治疗。预计以上大多数产品及适应症 2025-2026 年能够获批上市。

关注 ADC 管线研发进度。目前公司在研 ADC 管线超 10 款，靶点涵盖 HER2、HER3、Claudin 18.2、CD79b、TROP2、Nectin-4、c-Met、DLL3 等，适应症覆盖 NSCLC、乳腺癌、胃癌/食管癌、淋巴瘤等具有未满足需求的恶性肿瘤领域。其中 SHR-A1811（HER2 ADC）、SHR-A2009（HER3 ADC）、SHR-A1904（Claudin18.2 ADC）、SHR-A1921（TROP2 ADC）、SHR-A2102（Nectin-4 ADC）多项适应症已经进入 III 期临床，SHR-A1811（HER2 ADC）已于今年 5 月获批上市，首发适应症为单药治疗二线及以上局部晚期或转移性 HER2 突变成人非小细胞肺癌。

关注学术会议上创新药临床数据读出。公司多项学术成果入围国际权威学术会议，建议持续关注后续学术会议，包括：（1）2025 年 9 月 6 日至 9 月 9 日第 26 届世界肺癌大会（WCLC）；（2）2025 年 9 月 17 日至 9 月 20 日第 34 届欧洲皮肤病与性病学会年会（EADV）；（3）2025 年 10 月 17 日至 10 月 21 日欧洲肿瘤内科学会年会（ESMO）；（4）2025 年 12 月 9 日至 12 月 13 日的圣安东尼奥乳腺癌研讨会（SABCS）等全球性学术会议。

关注 DLL3 ADC、Lp(a) 以及 PDE3/4 等项目出海首付款确认及里程碑触发。

四、盈利预测及估值

预计公司 2025、2026、2027 年营业收入（包含 BD）分别为 324.9、380.5、449.0 亿元，对应增速为 16.12%、17.11%、18.00%；归母净利润分别为 85.18、106.07、126.04 亿元，对应增速分别为 34.43%、24.52%、18.83%。公司研发管线多款产品即将进入成熟期，未来几年将集中上市，同时现有研发管线规模不断增长，形成了短期催化与长期成长并存的局面。叠加国家鼓励创新药研发的长期导向，基本面与政策将持续共

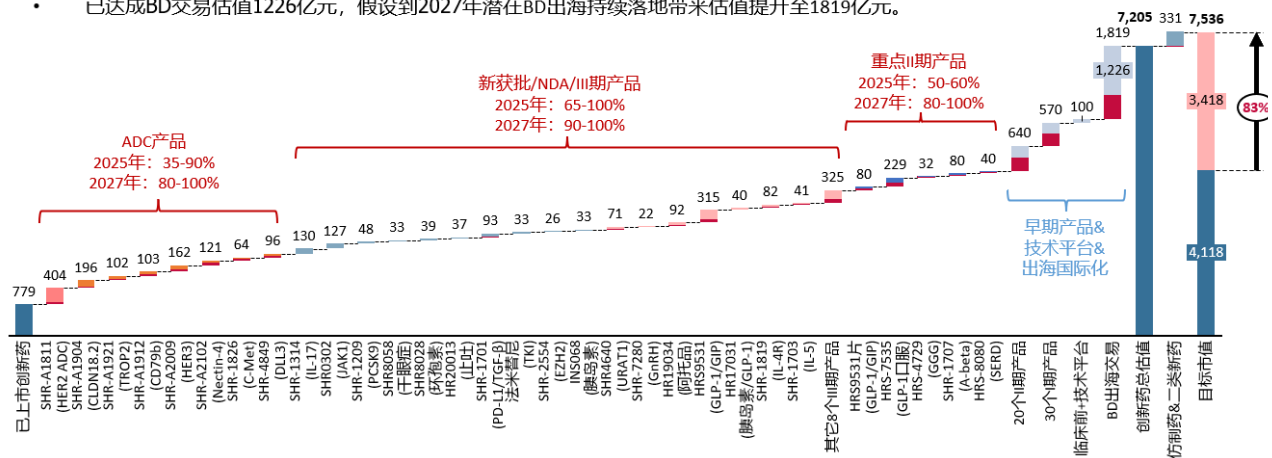
振。未来创新药放量+高端仿制药出海将助力公司持续释放业绩增长动能。考虑到公司创新药产品具有较好的增长前景和盈利回报，维持对恒瑞医药“买入”评级。

图 2: 2027 年估值拆分 (中长期估值)

2027年估值空间:

现在市值4118亿元, 2027年估值7536亿元 (+83%)。

- 仿制药&二类新药2027年估值331亿元;
- 创新药2027年估值7205亿元;
 - 已上市创新药估值779亿元、临床前&技术平台估值100亿元;
 - ADC产品在2027年成功率达到80-100%, 估值1153亿元;
 - III期及NDA产品在2027年上市成功率均达到90-100%, 估值1587亿元;
 - 5个重点II期产品在2027年成功率达到80-100%, 估值461亿元;
 - 其它II期产品20个, 到2027年每个估值32亿元, 总估值640亿元;
 - I期产品30个, 到2027年每个估值达到15亿元, 总估值450亿元;
 - 假设到2027年还有20个新产品进入临床阶段, 每个估值6亿元, 则2027年估值120亿元。
 - 已达成BD交易估值1226亿元, 假设到2027年潜在BD出海持续落地带来估值提升至1819亿元。



数据来源: wind, 中信建投证券

图 3:公司报告期内研发管线进展情况 (2024 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日)

报告期进展	药品名称/代号	靶点	单药/联合	适应症	I期	II期	III期	NDA/BLA
NDA受理 (8项)	氟唑帕利	PARP1/2	单药或联合 (阿帕替尼)	伴有BRCA1/2突变的转移性HER2阴性乳腺癌	中国 (I)			
	阿帕替尼	VEGFR	联合 (氟唑帕利)	伴有BRCA1/2突变的转移性HER2阴性乳腺癌	中国 (I)			
	SHR-A1811	HER2 ADC	单药	二线及以上局部晚期或转移性HER2突变成人非小细胞肺癌	中国			
	SHR-1701	PD-L1/TGF-β	联合 (化疗)	一线晚期或转移性强直性脊柱炎或食管结合部癌	中国			
	SHR2554	EZH2	单药	复发难治外周T细胞淋巴瘤	中国			
	SHR0302	JAK1	单药	斑秃	中国			
	夫那奇珠单抗	IL-17A	单药	成人活动性强直性脊柱炎	中国			
	海曲泊帕乙醇胺	TPO-R	联合	初治重型再生障碍性贫血	中国			
进入III期 (24项)	SHR-A1921	TROP2 ADC	联合或不联合卡铂	铂敏感复发上皮性卵巢癌	中国			
			单药	铂耐药复发上皮性卵巢癌	中国			
	SHR-A2102	Nectin-4 ADC	单药	二/三线局部晚期或转移性尿路上皮癌	中国			
	SHR-A2009	HER3 ADC	单药	EGFR TKI治疗失败的EGFR突变晚期或转移性非小细胞肺癌	中国			
	阿得贝利单抗	PD-L1	阿得贝利单抗联合SHR-8068及含铂双药化疗	一线治疗STK11/KEAP1/KRAS突变晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌	中国			
			联合 (SHR-8068及贝伐珠单抗)	晚期肝癌	中国			
	SHR-A1904	Claudin 18.2 ADC	联合 (阿得贝利单抗)	晚期实体瘤	中国			
			单药	二线CLDN18.2阳性晚期胃癌或食管结合部腺癌	中国			
	海曲泊帕乙醇胺	TPO-R	单药	有创性操作或手术的慢性肝病伴血小板减少症	中国			
	HR20013	NK-1/5-TH3	单药 (复方)	预防中致吐风险抗肿瘤药物引起恶心呕吐	中国			
	HRS-7535	GLP-1 (口服)	单药	2型糖尿病	中国			
	SHR-1918	ANGPTL3	单药	纯合子家族性高胆固醇血症	中国			
	SHR6508	拟钙剂	单药	慢性肾脏病维持性血液透析患者的继发性甲状旁腺功能亢进	中国			
	HR17031	胰岛素/GLP-1	单药 (复方)	2型糖尿病	中国			
	HRS9531	GLP-1/GIP (注射)	单药	超重或肥胖	中国			
			单药	2型糖尿病	中国			

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 4: 公司报告期内研发管线进展情况 (2024 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日) (续上表)

报告期进展	药品名称/代号	靶点	单药/联合	适应症	I期	II期	III期	NDA/BLA
进入 III 期 (24 项)	SHR-1819	IL-4R α	单药	特应性皮炎	中国			
	HRS-5965	Factor B	单药	C5 抗体未经治疗阵发性睡眠性血红蛋白尿	中国			
			单药	C5 抗体经治疗阵发性睡眠性血红蛋白尿	中国			
	夫那奇单抗	IL-17A	单药	儿童及青少年中重度慢性斑块状银屑病	中国			
			单药	银屑病关节炎	中国			
	SHR-1703	IL-5	单药	嗜酸性粒细胞型哮喘	中国			
	HRS-8427	头孢地尔衍生	单药	复杂性尿路感染	中国			
HRC2010	卡比多巴+左旋多巴复方	单药	帕金森病	中国				
进入 II 期 (27 项)	阿得贝利单抗	PD-L1	联合	局部晚期宫颈癌	中国			
	SHR2554	EZH2	单药	复发难治滤泡性淋巴瘤	中国			
	HRS2398	ATR	联合	晚期实体肿瘤	中国			
	HRS-1167	PARP1	联合	晚期前列腺癌	中国			
	HRS-6209	CDK4	联合 (HRS-8080/HRS-1358)	晚期乳腺癌	中国			
	HRS-4642	KRAS G12D	联合	KRAS G12D 突变的晚期实体瘤	中国			
	HRS-2189	KAT6	联合	晚期乳腺癌	中国			
	HRS-5041	AR PROTAC	联合	晚期前列腺癌	中国			
	SHR-9839	-	联合	晚期实体瘤	中国			
	SHR-A2102	Nectin-4 ADC	单药	晚期妇科恶性肿瘤	中国			
			联合 (阿得贝利单抗)	局部晚期或转移性非小细胞肺癌	中国			
	SHR-A1921	TROP2 ADC	联合	晚期尿路上皮癌	中国			
	SHR-4602	HER2 ADC (下一代)	联合	HER2 表达或突变的晚期实体瘤	中国			
	SHR-1826	c-Met ADC	联合	晚期实体瘤	中国			
	SHR-A1811	HER2 ADC	联合 (阿得贝利单抗及化疗)	HER2 表达晚期胃或食管结合部腺癌	中国			
			单药	HER2 表达/扩增的局部晚期不可切除或复发转移性胆道癌	中国			

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 5:公司报告期内研发管线进展情况 (2024 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日) (续上表)

报告期进展	药品名称/代号	靶点	单药/联合	适应症	I期	II期	III期	NDA/BLA
进入 II 期 (27项)	HRS-7535	GLP-1 (口服)	单药	超重或肥胖	中国			
			单药	糖尿病肾病	中国			
	HRS9531	GLP-1/GIP (注射)	单药	伴心衰的肥胖	中国			
			单药	肥胖伴多囊卵巢综合征	中国			
	HRS-1893	-	单药	梗阻性肥厚型心肌病	中国			
	SHR-1819	IL-4Rα	单药	慢性自发性荨麻疹	中国			
	HRS-9231	-	单药	脑部和全身MRI检测	中国			
	HRS5580	NK1	单药	预防术后恶心呕吐	中国			
	HRS-5635	HBV siRNA	单药	慢性乙肝	中国			
SHR-3167	-	单药	糖尿病	中国				
首次进入 I 期 (26项)	HRS-6768	-	单药	成纤维细胞活化蛋白阳性的晚期实体瘤患者	中国			
	HRS-7058	KRAS G12C	单药	KRAS G12C突变的晚期实体肿瘤	中国			
	SHR-9539	-	单药	多发性骨髓瘤	中国			
	SHR-4849	DLL3	单药	晚期恶性实体瘤	中国			
	SHR-3821	-	单药	晚期实体瘤	中国			
	SHR-7787	-	单药	晚期恶性实体瘤	中国			
	SHR-4394	-	单药	前列腺癌	中国			
	SHR-1681	-	单药	晚期恶性肿瘤	中国			
	HRS-4508	-	单药	晚期恶性实体瘤	中国			
	HRS-6208	-	单药	晚期恶性实体瘤	中国			
	HRS-3802	-	单药	晚期恶性实体瘤	中国			
	SHR-4375	-	单药	晚期实体瘤	中国			
	SHR-4597	-	单药	哮喘	中国			
	SHR-2173	-	单药	系统性红斑狼疮	中国			
	SHR-1139	-	单药	银屑病	中国			

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 6:公司报告期内研发管线进展情况 (2024 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日) (续上表)

报告期进展	药品名称/代号	靶点	单药/联合	适应症	I期	II期	III期	NDA/BLA
首次进入 I 期 (26项)	HRS-9231	-	单药	全身各部位磁共振成像 (MRI) 检测和显示异常血管病变	中国			
	HRS5580	-	单药	预防术后恶心和呕吐	中国			
	HRS-5346	-	单药	脂蛋白异常	中国			
	HRS-9813	-	单药	特发性肺纤维化	中国			
	HRS-7249	-	单药	高脂血症	中国			
	HRS-2183	-	单药	革兰阴性菌引起的严重感染	中国			
	HRS-2129	-	单药	急性疼痛	中国			
	HRS-9563	-	单药	高血压	中国			
	HRS-5632	-	单药	脂蛋白紊乱	中国			
	HRS-4729	GLP-1/GIP/GCG	单药	超重或肥胖	中国			
	SHR-6934	-	单药	心力衰竭	中国			

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

风险分析

行业政策风险：医药行业受国家政策影响大，近年来行业监管日趋严格，发展变化快速且复杂。随着持续深化医疗卫生体制改革，药品带量采购、医保药品目录动态调整、医保支付方式改革等政策的推进，公司药品的及盈利水平可能会受到影响。

研发不及预期风险：药品从研制、临床试验报批到投产的周期长、环节多，药品研发至上市销售常常需要耗费 10 年以上的时间，期间任何决策偏差、技术失误都将影响创新成果。近年来新药审评和监管的政策与措施不断出台，国家对于新药开发中各阶段的审评标准也不断提高。同时为应对日益严峻的同质化竞争环境，解决未满足的临床需求，公司采取了一系列的措施推动创新靶点前移，也因此会承担更高的研发风险。

审批不及预期风险：审批过程中存在资料补充、审批流程变化等因素导致的审批周期延长等风险。

销售不及预期风险：随着国内药品审评审批制度逐步与国际接轨，国外医药企业的产品进入国内速度加快。同时本土医药企业在资本市场助力下数量增多，医药产业同质化竞争激烈，公司产品销售面临一定的市场压力。海外仿制药竞争逐渐激烈，也会导致销售风险增多。

质量控制风险：药品质量关乎人们的健康和生命，药品监管机构对生产质量的要求日趋严格。由于药品的生产环节较多，有可能因原材料、生产、质检、运输、储存、使用等原因而使公司面临一定的质量控制风险。

环境保护风险：药品生产过程中产生的污染物，若处理不当可能会对环境造成不利影响。随着社会环保意识的增强，国家及地方环保部门的监管力度不断提高，对于污染物排放管控力度持续加大，公司面临的环保压力和风险逐步增加，有可能需支付更高的环保费用。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk