



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

仿制药出海破局，创新药管线进入收获期

—汇宇制药-W(688553)公司深度报告

2025 年 08 月 21 日

唐爱金 医药行业首席分析师	贺鑫 医药行业分析师
S1500523080002	S1500524120003
tangaijin@cindasc.com	hexin1@cindasc.com

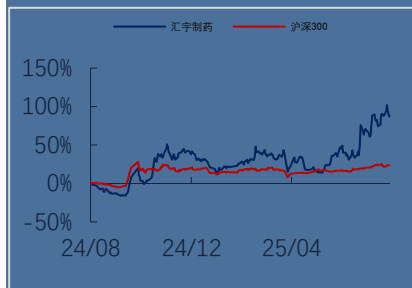
证券研究报告

公司研究

公司深度报告

汇宇制药-W(688553)

投资评级 买入



公司主要数据

收盘价(元)	24.25
52周内股价波动区间(元)	25.72-9.97
最近一月涨跌幅(%)	8.50
总股本(亿股)	4.236
流通A股比例(%)	81.10
总市值(亿元)	102.72

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

仿制药出海破局，创新药管线进入收获期

2025年08月21日

本期内容提要：

➤ 肿瘤复杂注射剂龙头，集采风险阶段性出清。

汇宇制药是国内肿瘤复杂注射剂龙头公司，截至2024年底，公司在国内市场累计上市产品数量达到38个，其中肿瘤治疗领域22个，其他治疗领域16个。公司核心品种包括注射用培美曲塞二钠、注射用阿扎胞苷、奥沙利铂注射液、多西他赛注射液、紫杉醇注射液、注射用盐酸苯达莫斯汀等，市场占有率排名靠前，公司积极参与带量采购，目前核心品种多数已经中选集采。2024年公司实现营业收入10.94亿元，同比增长18.05%；实现扣非归母净利润0.92亿元，同比增长39.55%；2025年Q1公司实现营业收入2.39亿元，同比下滑1.46%，实现扣非归母净利润0.34亿元，同比下滑8.27%。我们认为公司目前大部分重要品种已经参与集采，对单一大品种的依赖逐年减弱，未来业绩有望保持平稳，抗风险能力增加。

➤ 仿制药：出海破局，国际市场成为重要增长点。

公司近年来将发展重心逐步转向国际市场，海外收入规模保持高速增长，海外收入占比不断提升，其中2024年海外收入体量达到1.6亿元，收入占比提升至15%左右。公司已经多次通过中国和英国的GMP认证，通过欧盟认可的芬兰、葡萄牙GMP认证，通过利比亚GMP认证，通过两次美国FDA现场认证，是国内少数同时取得中国、欧洲、美国认证的厂家。截至2024年底，公司境外累计25个品种获批上市，累计海外上市批件数量超过400个，累计在68个国家和地区实现销售。公司储备多个复杂注射剂研发项目，其中羧基麦芽糖铁和兰瑞肽已经递交申报生产批件，戈舍瑞林、蔗糖铁、注射用紫杉醇（白蛋白结合型）、两性霉素脂质体等多个复杂注射剂产品正有序研发中，公司预计未来3年每年至少有1个以上的复杂注射剂获批上市。我们认为，随着海外注册品种不断增加，渠道建设不断完善，公司海外收入有望保持高速增长趋势，是公司未来发展的重要引擎。

➤ 创新药：转型标杆企业，研发管线陆续进入收获期。

公司从2020年开始布局创新药转型，重点布局肿瘤方向，生物创新药的项目聚焦于三抗、抗体偶联药物（ADC），化学创新药聚焦于双靶点小分子。公司研发管线储备丰富，截至2024年底，公司拥有I类在研创新药项目14个，2类改良型新药项目5个，其中有6个项目已经进入临床阶段或IND申报阶段，公司预计未来3年每年都将有2-3个创新药进入临床阶段。目前已经进入临床阶段的重点在研项目包括：1）化学创新药HY-0002a项目靶向KRASG12C/PI3K（双靶点），目前处于临床I期研究阶段；2）生物创新药HY-0007项目靶向PD-1、TIGIT、IL-15（三靶点融合蛋白），目前处于临床I期研究阶段；3）化学创新药HY-0006项目靶向SOS1，目前处于临床I期研究阶段；4）生物创新药HY-0001项目靶向CDCP1的ADC，目前处于临床I期研究阶段；5）生物创新药HY-0005项目靶向CD3、MSLN、PD-L1的三特异抗体TCE，目前处于临床I期研究阶段；6）2.2类改良型新药HY-2003项目用于双下巴溶脂，目前处于临床I期研究阶段。

重点关注管线：HY-0007 是公司全资子公司汇宇海玥自主研发的靶向 PD-1/TIGIT/IL-15 的三靶点抗体融合蛋白，是一款协同潜力优秀，具备增强肿瘤免疫治疗疗效及克服免疫耐药的一类创新药，预期为晚期肿瘤患者提供新的治疗选择，临床前研究展现出优秀的肿瘤抑制作用和良好的安全性，目前处于临床 I 期入组阶段。研究表明（参考文献[1]），IL-15 是一种具备高潜力的抗肿瘤细胞因子，但是全身给药带来的严重毒副作用限制了 IL-15 在肿瘤治疗中的应用，PD-1 作为免疫检查点，可以精准靶向肿瘤细胞，通过 PD-1 和 IL-15 的结合，可以减少 IL-15 在正常组织的暴露。研究表明（参考文献[2]），通过结构设计将 IL-15 置于抗体 Fc 端形成的空间位阻效应，可以实现对 IL-15 活性的阶段性掩蔽，进一步降低 IL-15 对于正常组织的毒性。我们认为，和现有研究相比，HY-0007 引入同样作为免疫检查点的 DIGIT 靶点，一方面可以进一步减少 IL-15 在正常组织的暴露，另一方面可以和 PD-1 靶点协同增效，有效平衡疗效和毒性，具备成为 IO 免疫疗法基石的潜力。

➤ 盈利预测与投资评级

我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 10.54 亿元、13.04 亿元、16.35 亿元，归母净利润分别为-0.42 亿元、0.93 亿元、1.48 亿元，其中 2025 年的亏损主要是由于同源康医药-B 股票价格波动，2026-2027 年对应的 EPS 分别为 0.22 元、0.35 元，对应的 PE 估值分别为 110.07 倍、69.41 倍。公司目前正处于仿制药转型创新药的关键时期，研发投入的增加阶段性拖累公司报表，加回研发费用对应的经营性净利润更能代表公司实际盈利能力和估值水平，可以适当给予估值溢价。我们认为，汇宇制药作为肿瘤复杂注射剂龙头企业，国内市场集采风险阶段性出清，制剂出海有望打造新的增长曲线，创新药转型逐步进入收获期，我们看好公司中长期成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 风险因素

创新药研发失败的风险；海外销售不及预期的风险；参股子公司市值波动的风险；集采降价不确定性的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	927	1,094	1,054	1,304	1,635
增长率 YoY %	-37.9%	18.0%	-3.7%	23.7%	25.4%
归属母公司净利润(百万元)	140	325	-42	93	148
增长率 YoY%	-43.9%	132.8%	-112.8%	323.4%	58.6%
毛利率%	85.9%	83.4%	82.8%	83.0%	83.4%
净资产收益率ROE%	3.7%	8.2%	-1.1%	2.3%	3.7%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.77	-0.10	0.22	0.35
市盈率 P/E(倍)	73.49	31.57	-245.92	110.07	69.41
市净率 P/B(倍)	2.72	2.58	2.61	2.58	2.55

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 21 日收盘价

目 录

投资聚焦	6
1、肿瘤复杂注射剂龙头，集采风险阶段性出清	7
1.1 发展历史：肿瘤复杂注射剂龙头，发展中完成战略转型	7
1.2 主营业务：专注于复杂肿瘤注射剂，积极参与带量采购	7
1.3 股权结构：实际控制人为丁兆博士，设置同股不同权	8
1.4 财务分析：受集采影响波动较大，已经实现触底回升	8
2、仿制药：出海破局，国际市场成为重要增长点	11
2.1 国内：对单一品种依赖度下降，集采风险阶段性出清	11
2.2 海外：关注国际市场，制剂出海成为重要发展战略	11
2.2.1 海外注册申报体系完善，储备复杂注射剂在研项目	12
2.2.2 海外渠道建设体系完善，重点布局欧洲市场	13
3、创新药：转型标杆企业，研发布局进入收获期	14
3.1 整体布局：创新药转型多年，研发管线陆续进入临床阶段	14
3.2 HY-0007：三靶点巧妙设计，有潜力成为 IO 基石疗法	16
3.3 HY-0001：靶向 CDCP1 抗体偶联药物，具备全球 FIC 潜力	18
3.4 HY-0005：三特异抗体 TCE，具备全球 FIC 潜力	19
3.5 HY-0006：靶向 SOS1 小分子，联合用药潜力较大	20
4、盈利预测和投资评级	22
4.1 盈利预测	22
4.2 投资评级	23
5、风险提示	24
附录：参考文献	25

表 目 录

表 1：汇宇制药已上市仿制药重要品种梳理	8
表 2：汇宇制药在研复杂注射剂项目	13
表 3：汇宇制药核心研发团队介绍	14
表 4：汇宇制药重要创新药研发管线情况	15
表 5：HY-0007 临床试验详细情况	17
表 6：HY-0001 临床试验详细情况	19
表 7：HY-0005 临床试验详细情况	20
表 8：HY-0006 临床试验详细情况	21
表 9：公司主营业务拆分及盈利预测（2025E-2027E）	22
表 10：汇宇制药可比公司估值情况（2025E-2027E）	23

图 目 录

图 1：汇宇制药发展历史	7
图 2：汇宇制药股权结构（2025 年 Q1）	8
图 3：汇宇制药营业收入及同比增速	9
图 4：汇宇制药扣非净利润及同比增速	9
图 5：汇宇制药营业收入按照区域拆分（单位：亿元）	9
图 6：汇宇制药营业收入按照产品拆分（单位：亿元）	9
图 7：汇宇制药毛利率和扣非净利率趋势（单位：%）	10
图 8：汇宇制药各项期间费用率趋势（单位：%）	10
图 9：汇宇制药研发费用和研发费用率	10
图 10：汇宇制药现金储备情况（单位：亿元）	10
图 11：汇宇制药国内仿制药品种获批情况	11
图 12：汇宇制药海外收入和同比增长情况	12
图 13：汇宇制药海外品种注册申报情况	12
图 14：汇宇制药海外市场销售渠道布局情况	13
图 15：汇宇制药研发团队人数和占比情况	14
图 16：汇宇制药研发人员平均薪酬	14
图 17：汇宇制药创新药研发管线（2024 年报）	15
图 18：PD-1+IL-15 双靶点研发竞争格局	16
图 19：PD-1+TIGIT 双靶点研发竞争格局	16
图 20：PD-1/IL-15 在正常组织和肿瘤微环境的不同反应	17
图 21：PD-1/IL-15 结构设计可以降低毒性	17
图 22：CDCP1 同靶点研发竞争格局	18

图 23: CDCP1 靶点单抗&CDCP1 靶点 ADC 的作用机制	18
图 24: SOS1 同靶点研发竞争格局.....	20
图 25: SOS1 靶点作用机制	21
图 26: SOS1 抑制剂和 KRAS 联用治疗非小细胞肺癌（NSCLC）和结直肠癌（CRC）	21



投资聚焦

我们认为，公司主要推荐逻辑为制剂出海和创新药转型。

1) 制剂出海：根据公司规划，制剂出海是公司重要发展战略，近年来海外收入保持高速增长，2024 年公司海外收入体量达到 1.6 亿元，同比增长 90%以上，收入占比提升至 15%左右。截至 2024 年底，公司境外累计 25 个品种获批上市，累计海外上市批件数量超过 400 个，累计在 68 个国家和地区实现销售。渠道建设方面，公司在欧洲已基本实现广泛覆盖，同时重视美国市场和新兴市场的开发。随着新产品的不断获批和新渠道的不断开拓，我们预计公司在海外市场将继续保持强劲增长趋势。

2) 创新药转型：公司是国内仿制药转型创新药的标杆企业，致力于开发具备全球 FIC 或 BIC 潜力的抗肿瘤创新药，公司研发管线储备丰富，截至 2024 年底，公司拥有 I 类在研创新药项目 14 个，2 类改良型新药项目 5 个，其中有 6 个项目已经进入临床阶段或 IND 申报阶段，预计未来 3 年每年都将有 2-3 个创新药进入临床阶段。我们建议重点关注 PD-1/TIGIT/IL-15 双抗融合蛋白 HY-0007，通过三靶点的巧妙设计，有潜力成为 IO 基石疗法；同时我们也看好全球 FIC 靶向 CDCP1 抗体偶联药物 HY-0001，全球 FIC 三特异抗体 TCE 药物 HY-0005，靶向 SOS1 小分子 HY-0006。

1、肿瘤复杂注射剂龙头，集采风险阶段性出清

1.1 发展历史：肿瘤复杂注射剂龙头，发展中完成战略转型

肿瘤复杂注射剂龙头，发展中完成战略转型。汇宇制药成立于2010年，是一家研发驱动的综合制药企业，主要从事抗肿瘤和注射剂药物的研发、生产和销售，2021年10月公司正式登陆科创板实现上市。公司生产基地位于成都内江市国家级经济技术开发区，研发中心坐落于成都市天府国际生物城，并且在美国、英国和爱尔兰等地设有子公司。2017年公司重要品种注射用培美曲塞二钠首家通过一致性评价，次年独家中标“4+7”国家带量采购，开始实现大规模放量销售，累计覆盖超过2000家等级医院。我们认为，公司发展思路非常清晰：1) 传统仿制药业务提高抗风险能力，经过多年储备，公司产品丰富度大幅提升，对单一品种的依赖度大幅下降，2022年以来公司加速全球化布局，海外业务保持高速增长。2) 2020年随着创新药研究院项目奠基，公司开始大力布局创新药转型，2024年以来创新药研发管线陆续进入临床研究阶段，前期布局开始进入收获期。

图 1：汇宇制药发展历史



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 主营业务：专注于复杂肿瘤注射剂，积极参与带量采购

专注于复杂肿瘤注射剂，积极参与带量采购。公司专注于肿瘤领域的复杂注射剂的开发，截至2024年底，公司在国内市场累计上市产品数量达到38个，其中肿瘤治疗领域22个，其他治疗领域16个。公司核心品种包括注射用培美曲塞二钠、注射用阿扎胞苷、奥沙利铂注射液、多西他赛注射液、紫杉醇注射液、注射用盐酸苯达莫斯汀等，市场占有率排名靠前，根据米内网统计，2024年上半年公司的奥沙利铂注射液和普乐沙福注射液市场占有率排名第一，注射用培美曲塞二钠、注射用阿扎胞苷、注射用盐酸苯达莫斯汀市场占有率排名第二，紫杉醇注射液市场占有率排名第四。公司积极参与带量采购，目前核心品种多数已经中选并完成续约，集采风险阶段性出清。

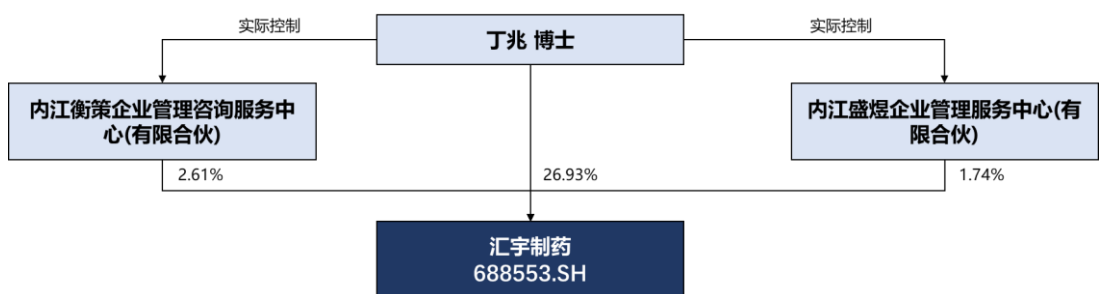
表 1：汇宇制药已上市仿制药重要品种梳理

产品	主要适应症	获批情况	参与集采情况
注射用培美曲塞二钠	非小细胞肺癌，恶性胸膜间皮瘤	首家通过一致性评价	2019 年独家中选“4+7”带量采购，目前处于接续中标执行标期内
注射用阿扎胞苷	骨髓增生异常综合征（MDS），慢性粒-单核细胞白血病（CMML），急性髓系白血病（AML）	首家通过一致性评价	全国第 3 批集采中选，目前处于接续中标执行标期内
奥沙利铂注射液	转移性结直肠癌，结肠癌辅助治疗，局部晚期和转移的肝细胞癌(HCC)，II 期或 I 期胃癌患者	第 2 家通过一致性评价	全国第 5 批集采中选，目前处于接续中标执行标期内
多西他赛注射液	乳腺癌，非小细胞肺癌，前列腺癌，胃癌	首家通过一致性评价	全国第 5 批集采中选，目前处于接续中标执行标期内
紫杉醇注射液	进展期卵巢癌，转移性乳腺癌，非小细胞肺癌，卡波氏肉瘤	第 2 家通过一致性评价	全国第 5 批集采中选，目前处于接续中标执行标期内
注射用盐酸苯达莫斯汀	惰性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤（NHL）	第 3 家通过一致性评价	全国第 5 批集采中选，目前处于接续中标执行标期内

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

1.3 股权结构：实际控制人为丁兆博士，设置同股不同权

公司股权架构稳定，设置同股不同权。汇宇制药控股股东、实际控制人为丁兆博士，其直接持有上市公司 26.93%股份，通过控制内江衡策、内江盛煜两家合伙企业间接持有上市公司 2.61%和 1.74%股份，合计控制上市公司 31.28%股份。同时上市公司设置特别表决权 A 类股份（同股不同权）8,000 多万股，均为控股股东、实际控制人丁兆博士持有，对应表决权比例达到 53.97%，再加上其他股份对应的表决权比例，丁兆博士合计控制上市公司 60.95%的表决权。

图 2：汇宇制药股权结构（2025 年 Q1）


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

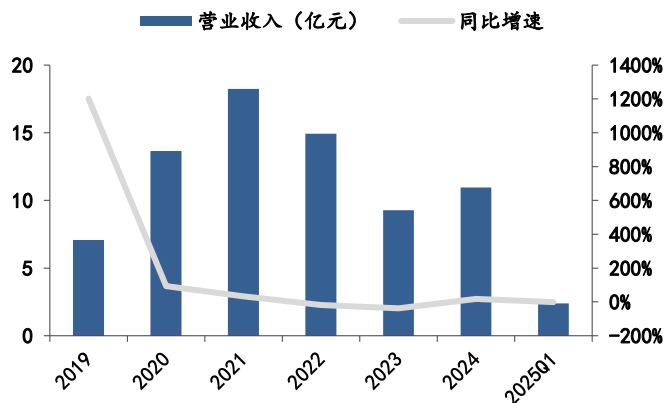
1.4 财务分析：受集采影响波动较大，已经实现触底回升

集采对公司业绩影响较大，风险阶段性出清。2019-2021 年公司营业收入从 7.07 亿元增长至 18.24 亿元，扣非净利润从 1.82 亿元增长至 4.10 亿元，主要是因为核心品种注射用培美曲塞二钠独家中选全国“4+7”带量采购。随着通过一致性评价企业的增加，2022 年培美曲塞集采续标出现大幅降价，公司营业收入和净利润连续出现大幅下滑。随着集采风险陆续出清，公司业绩实现触底回升，2024 年公司实现营业收入 10.94 亿元，同比增长 18.05%；实

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

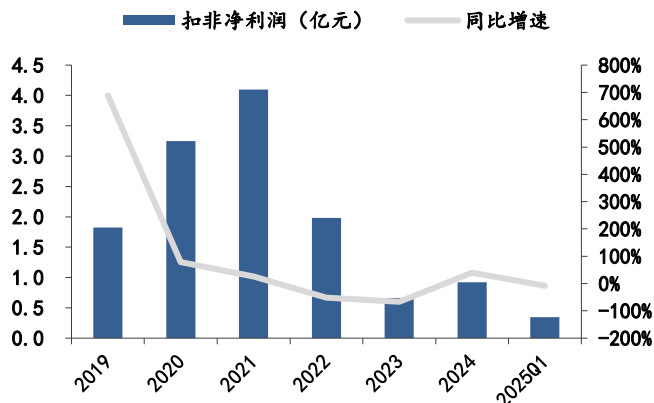
现扣非归母净利润 0.92 亿元，同比增长 39.55%；2025 年 Q1 公司实现营业收入 2.39 亿元，同比下滑 1.46%，实现扣非归母净利润 0.34 亿元，同比下滑 8.27%。我们认为，公司目前大部分重要品种已经参与集采并完成续约，对单一品种的依赖逐年减弱，未来业绩有望保持平稳，抗风险能力增加。

图 3：汇宇制药营业收入及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

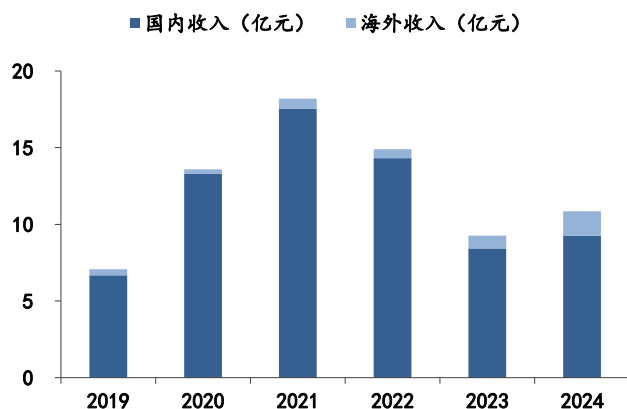
图 4：汇宇制药扣非净利润及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

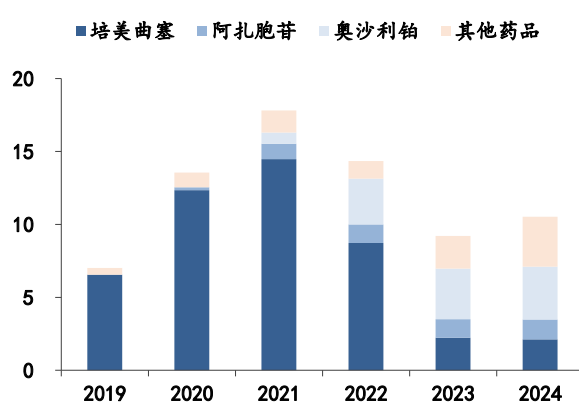
海外收入保持高增长，产品丰富度提升。按照区域拆分，公司当前营业收入主要来自于国内市场，海外市场占比相对较低，但是保持高速增长。2024 年公司实现国内收入 9.26 亿元，同比增长 9.93%，实现触底回升，我们认为这标志着集采风险阶段性出清；2024 年公司实现海外收入 1.60 亿元，同比增长 90.30%，海外市场实现明显突破。按照产品拆分，公司当前营业收入占比较高的品种包括培美曲塞、阿扎胞苷、奥沙利铂等，其中大品种培美曲塞的销售收入从 2021 年高点 14.47 亿元减少至 2024 年的 2.11 亿元，下滑趋势得到基本遏制，随着获批产品越来越多，公司对于单一品种的依赖性越来越低。

图 5：汇宇制药营业收入按照区域拆分（单位：亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 6：汇宇制药营业收入按照产品拆分（单位：亿元）

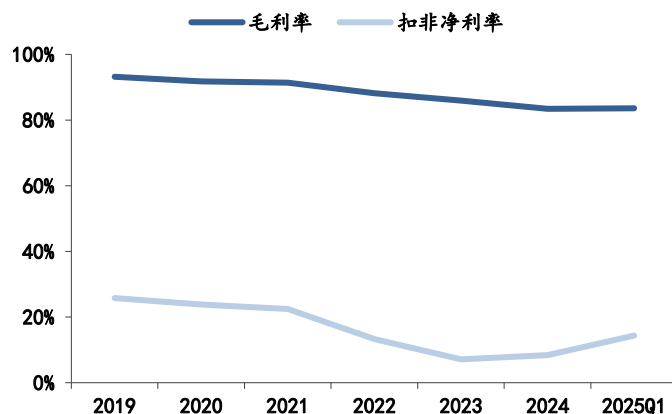


资料来源：iFind，信达证券研发中心

毛利率保持高水平，销售费用显著下降。从盈利能力来看，尽管受到集采降价的影响，公司毛利率始终保持在较高水平，2024 年公司整体毛利率约为 83%，2025 年 Q1 公司整体毛利率约为 84%，我们认为高毛利主要来自于公司高难度复杂注射剂的定位和市场领先的占有率。从期间费用来看，随着集采的推广普及，公司销售费用率已经大幅压缩至 40% 以下，其中 2024 年和 2025 年 Q1 销售费用率约为 39% 左右；管理费用率 2023 年以来略有提升，

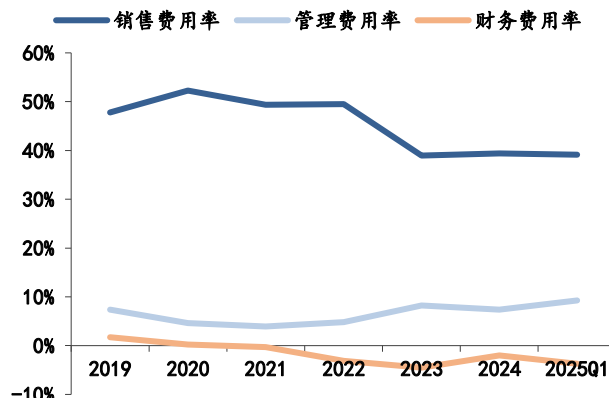
主要是由于营业收入下滑较多，管理费用金额保持略有增长；财务费用率从 2021 年开始由正转负，主要得益于 IPO 募集资金带来的理财收益。

图 7：汇宇制药毛利率和扣非净利率趋势（单位：%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

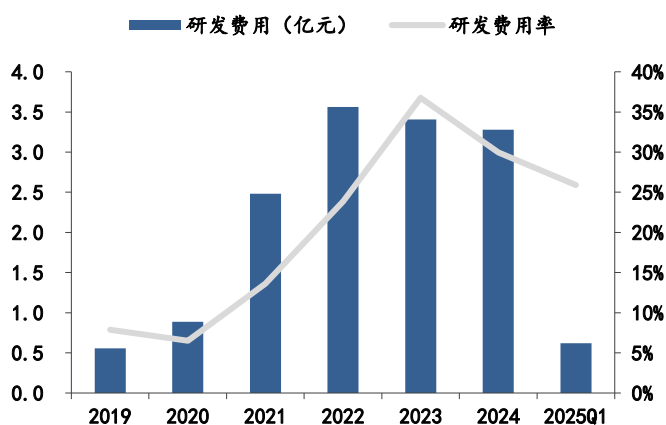
图 8：汇宇制药各项期间费用率趋势（单位：%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

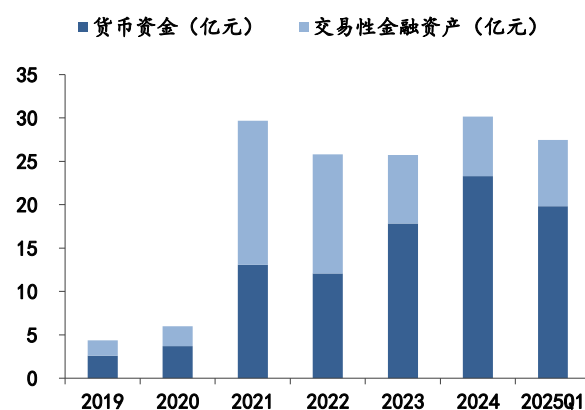
创新药研发投入较高，现金储备丰富。公司从 2020 年开始布局创新药研发，导致研发投入大幅增加，2022-2024 年研发费用始终保持在 3 亿元以上，随着公司多个研发管线进入临床阶段，我们预计 2025 年研发费用将进一步增加。研发投入的增加阶段性拖累公司报表，这是所有仿制药转型创新药企业共同面临的困境，我们认为将研发费用加回更能体现公司存量仿制药业务的真实利润水平，如果剔除研发费用的影响，我们测算 2020-2024 公司经营性利润始终保持 4 个亿以上。公司 2021 年上市 IPO 募集资金充足，截至 2025 年 Q1 公司现金储备接近 30 亿，和 BIOTECH 企业相比，公司不用担心现金流断裂风险，当前现金储备足以支撑公司将多款创新药研发管线推向上市。

图 9：汇宇制药研发费用和研发费用率



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 10：汇宇制药现金储备情况（单位：亿元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

2、仿制药：出海破局，国际市场成为重要增长点

2.1 国内：对单一品种依赖度下降，集采风险阶段性出清

国内品种丰富度不断提升，集采风险阶段性出清。2021 年以前公司仿制药品种数量相对有限，主要包括注射用培美曲塞二钠、注射用阿扎胞苷、紫杉醇注射液、多西他赛注射液等品种，全部集中于肿瘤治疗方向，2022 年开始公司注册申报品种数量大幅增加，治疗方向也开始从肿瘤拓展至抗感染、内分泌、消化系统、神经系统等其他方向，2022 年公司新增上市品种 5 个，2023 年公司新增上市品种 9 个，2024 年公司新增上市品种 17 个，截至 2024 年底，公司累计上市产品数量达到 38 个，其中肿瘤治疗领域 22 个，其他治疗领域 16 个，对单一品种的依赖度大幅降低。公司积极拥抱集采政策，2023 年以前获批的品种多数已经中选带量采购，同时部分早期集采中选品种已经顺利完成多次续标。我们认为，公司在国内市场的集采风险基本已经出清，2023 年以来新获批的“光脚品种”反而有望受益于集采政策实现“从零到一”的突破。

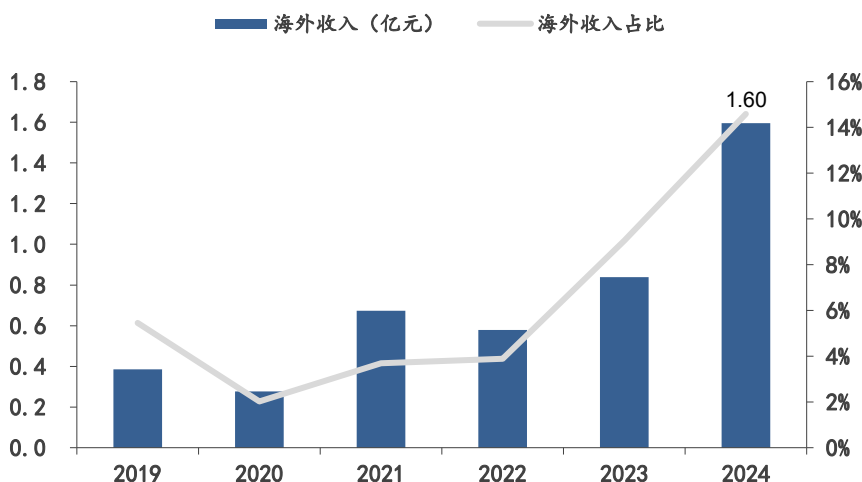
图 11：汇宇制药国内仿制药品种获批情况

	2021年	2022年	2023年	2024年
肿瘤	伊立替康注射液，注射用盐酸苯达莫司汀，奥沙利铂注射液	普乐沙福注射液，注射用硼替佐米，盐酸帕洛诺司琼注射液	注射用甲氨蝶呤，氟尿嘧啶注射液，氟维司群注射液，注射用盐酸表柔比星，	注射用氨磷汀，注射用左亚叶酸钙，注射用环磷酰胺，注射用地西他滨，克拉屈滨注射液，甲氨蝶呤注射液，注射用盐酸吉西他滨
其他领域	/	丙戊酸钠注射用浓溶液，左乙拉西坦注射用浓溶液	苯磺顺阿曲库铵注射液，注射用唑来膦酸浓溶液，唑来膦酸注射液，硫代硫酸钠注射液，米力农注射液	注射用替考拉宁，吗啉硝唑氯化钠注射液，醋酸奥曲肽注射液，美索巴莫注射液，乙酰半胱氨酸注射液，法莫替丁注射液，二羟丙茶碱注射液，尼莫地平注射液，注射用盐酸罗沙替丁醋酸酯
	新增上市品种3个，累计上市品种8个	新增上市品种5个，累计上市品种13个	新增上市品种9个，累计上市品种21个	新增上市品种17个，累计上市品种38个

资料来源：iFind，公司年报，信达证券研发中心

2.2 海外：关注国际市场，制剂出海成为重要发展战略

海外收入占比不断提升，制剂出海成为重要发展战略。考虑到国内市场仿制药竞争相对激烈，近年来公司将发展重心逐步转向国际市场，海外收入规模保持高速增长，海外收入占比不断提升，其中 2024 年海外收入体量达到 1.6 亿元，同比增长超过 90%，收入占比提升至 15% 左右。根据公司规划，制剂出海成为重要发展战略，公司已经多次通过中国和英国的 GMP 认证，通过欧盟认可的芬兰、葡萄牙 GMP 认证，通过利比亚 GMP 认证，通过两次美国 FDA 现场认证，是国内少数同时取得中国、欧洲、美国认证的厂家。

图 12：汇宇制药海外收入和同比增长情况


资料来源：iFind，公司年报，信达证券研发中心

2.2.1 海外注册申报体系完善，储备复杂注射剂在研项目

海外注册申报体系完善，品种数量不断累加。经过统计复盘，2021 年以来公司海外获批品种数量不断增加，海外批件数量不断增加，累计覆盖的国家和地区数量不断增加；截至 2024 年底，公司境外累计 25 个品种获批上市，累计海外上市批件数量超过 400 个，累计在 68 个国家和地区实现销售。公司已经建设和培养了一支理论和实操经验丰富的优秀国际注册团队，通过掌握的注册技术要求及实务经验，编制了申报文件模板，将研发文件的审核、原始数据的收集及申报文件撰写、审核及递交流程化，从而实现产品在全球的快速申报及获批。我们认为，公司海外注册申报体系已经成熟，品种数量有望不断累加。

图 13：汇宇制药海外品种注册申报情况

2021年	2022年	2023年	2024年
■ 境外累计12个品种获批上市 ■ 新增获得海外批件50个，截止2021年底累计海外上市批件超过200个，已呈交注册待批批件超过160个 ■ 新增实现销售国家11个，累计在境外超过40个国家、超过1000家医疗机构上市销售	■ 境外累计18个品种获批上市 ■ 新增递交注册申请约50项，截止2022年底累计海外上市批件近270个，已递交注册待批的海外批件约170个 ■ 新增9个国家实现销售，市场覆盖超过56个国家	■ 境外累计18个品种获批上市 ■ 新增递交注册申请23项，截止2023年底累计海外上市批件约300个，已递交注册待批的海外批件约184个 ■ 公司累计在54个国家实现销售，较2022年新增4个	■ 境外累计25个品种获批上市 ■ 新增获批101个海外批件，截止2024年底累计海外上市批件超过400个，已递交注册待批的海外批件超过190个 ■ 公司累计在68个国家和地区实现销售，较2023年新增14个国家和地区
海外收入0.67亿元	海外收入0.58亿元	海外收入0.84亿元	海外收入1.60亿元

资料来源：iFind，公司年报，信达证券研发中心

储备复杂注射剂在研项目，多个重磅品种即将获批。公司在研优质仿制药项目的重心向更具有技术难度，更大弹性的市场空间和相对温和的竞争格局的项目进行倾斜，目前储备多个复杂注射剂研发项目，其中羧基麦芽糖铁和兰瑞肽已经递交申报生产批件，戈舍瑞林、蔗糖铁、注射用紫杉醇（白蛋白结合型）、两性霉素脂质体等多个复杂注射剂产品正有序研发中，公司预计未来 3 年，每年至少有 1 个以上的复杂注射剂获批上市。根据公司年报在研项目统计，目前在研的复杂注射剂项目有 7 个，公司预计 2025-2026 年有望获批的品种包括紫杉

醇白蛋白注射液、醋酸兰瑞肽缓释制剂、羧基麦芽糖铁注射液。

表 2：汇宇制药在研复杂注射剂项目

产品	适应症	研发投入情况	研发（注册）阶段
紫杉醇白蛋白注射液	乳腺癌	已累计投入 3,591 万元	注册审评中，预计 2026 年批准
醋酸戈舍瑞林缓释植入剂	前列腺癌、乳腺癌等	已累计投入 2,556 万元	预计 2025 年启动正式 PK BE 和国际 PD 研究
醋酸兰瑞肽缓释制剂	肢端肥大症等	已累计投入 1,356 万元	注册审评中，预计 2026 年批准
羧基麦芽糖铁注射液	缺铁性贫血	已累计投入 2,914 万元	注册审评中，预计 2025-2026 年批准
复杂注射剂 AM161	真菌感染等	已累计投入 1,560 万元	技术转移中，预计 2025 年完成 BE 研究
复杂注射剂 FD242	血液及造血系统用药	已累计投入 79 万元	实验室研究，预计 2025 年提交 BE 备案
复杂注射剂 SU083	缺铁性贫血	已累计投入 1,396 万元	注册资料准备，预计 2025 年申报

资料来源：iFind，公司年报，信达证券研发中心

2.2.2 海外渠道建设体系完善，重点布局欧洲市场

海外渠道建设体系完善，重点布局欧洲市场。公司制剂产品在国际市场的销售主要通过子公司英国海玥进行，在欧洲已基本实现广泛覆盖，主要涵盖英国、德国、意大利、法国、西班牙、葡萄牙、荷兰、北欧、东欧等国家和地区；英国海玥的销售模式主要为委托代销模式，参与政府部门组织的药品采购投标，相关产品中标后，英国海玥委托药品批发商以代销模式销售给公立医院等最终客户。同时，公司在葡萄牙、荷兰、意大利等国实现自营结合分销的模式，参与当地政府和公共卫生系统的投标及后续销售工作。公司同时重视美国市场和新兴市场的开发，2024 年公司在新兴市场的销售覆盖和收入增长显著。我们认为，公司海外渠道建设体系已经成熟，其中欧洲市场已经形成较好基础，美国和新兴市场也存在较大机遇。

图 14：汇宇制药海外市场销售渠道布局情况

欧洲市场	美国市场	新兴市场
2024年总结：在欧洲市场，2024年公司进一步扩张直营销售团队、精耕细作分销渠道，在欧洲已基本实现广泛覆盖，主要涵盖英国、德国、意大利、法国、西班牙、葡萄牙、荷兰、北欧、东欧等国家。	2024年总结：在美国市场，加快仿制药的开拓力度和速度，2024年公司新启动合作项目超过10个，与当地实力强劲的经销商建立合作，进一步拓展市场覆盖范围，提升产品影响力，并为未来业务增长奠定了坚实基础。	2024年总结：在新兴市场，公司在阿尔及利亚、加拿大、菲律宾、巴基斯坦等国家全面开展销售业务，实现业务突破。截至2024年末，新兴市场业务已经覆盖至亚洲、大洋洲、北美洲以及非洲的42个国家及地区。2024年公司在新兴市场的销售覆盖和收入增长显著。
2025年规划：在欧洲市场，持续深入推进在德国、西班牙、葡萄牙、荷兰等欧洲主要国家的直营团队建设，加快新品种的注册上市进度，并利用公司成熟的国际研发、注册和销售平台，与国内外同行开展相关业务合作。	2025年规划：在美国市场，加大加快仿制药在美国市场的开拓力度和速度，同时将全面持续推进创新药海外引进、海外授权等工作	2025年规划：在新兴市场，通过与合作方的更为深入的合作，探索更多可能业务领域，拓宽重点市场领域。

资料来源：iFind，公司年报，信达证券研发中心

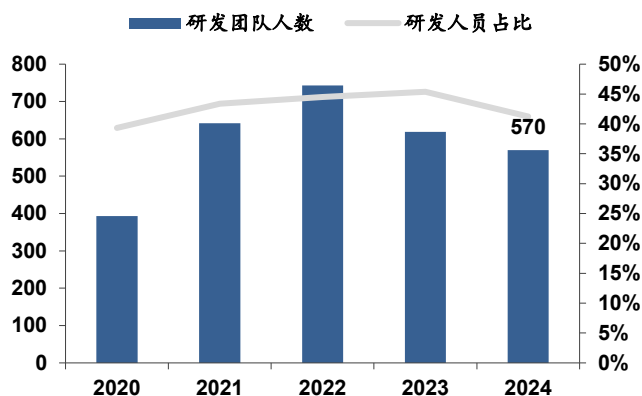
3、创新药：转型标杆企业，研发布局进入收获期

3.1 整体布局：创新药转型多年，研发管线陆续进入临床阶段

创新药转型坚定，研发团队实力雄厚。公司从 2020 年开始布局创新药转型，快速组建强大的创新药研发团队，截至 2024 年底，公司研发人员数量为 570 人，占公司整体人员比例约 41%，其中硕士博士研发人员 211 人，占研发人员比例约 37%，2024 年研发人员平均薪酬 25.16 万元，过去 5 年每年稳步提升。

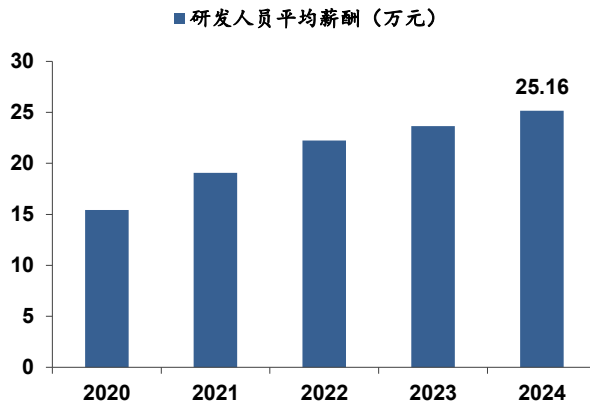
公司组建汇宇制药创新研究院，设立 4 个平台分别进行优质仿制药与原料药、生物创新药、小分子创新药和依托复杂注射剂技术平台延展的医疗器械的分领域研发。公司创始人、董事长&总经理丁兆博士担任研究院院长，核心研发骨干胡和平博士、韦涛博士、侯兴华博士等具备丰富的研发和管理经验，其中韦涛博士主要负责大分子创新药研发，曾担任美国礼来公司首席科学家和高级研究顾问。

图 15：汇宇制药研发团队人数和占比情况



资料来源：iFind，公司年报，信达证券研发中心

图 16：汇宇制药研发人员平均薪酬



资料来源：iFind，公司年报，信达证券研发中心

表 3：汇宇制药核心研发团队介绍

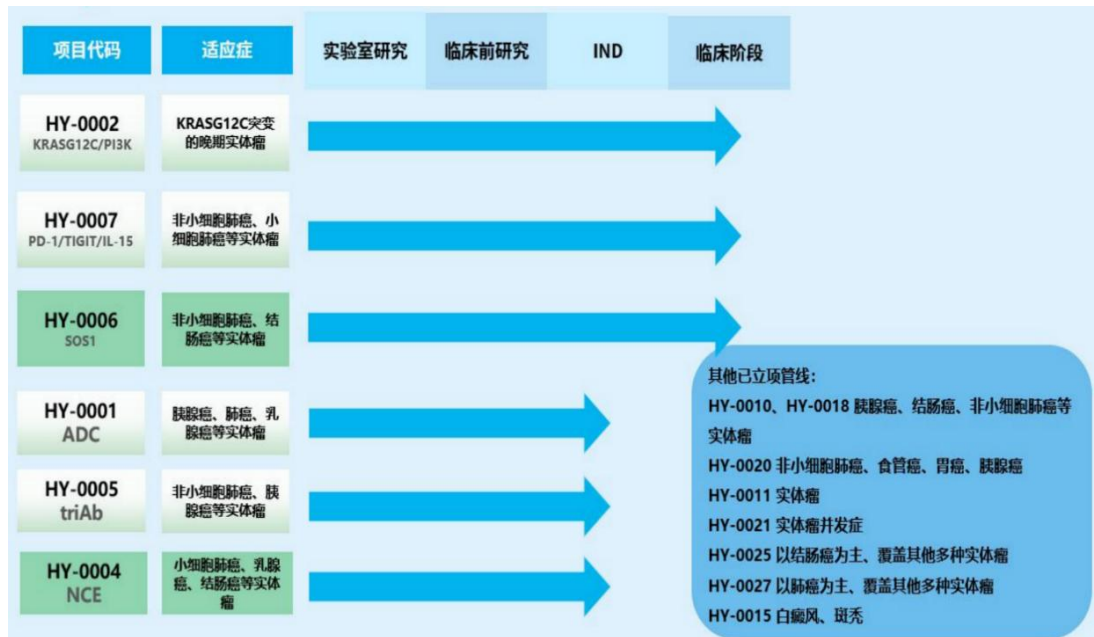
姓名	职位	履历简介
丁兆 博士	董事长&总经理&研究院院长	24 岁博士毕业于英国剑桥大学药理系，主要研究领域为靶向药物和靶点的构效关系。25 岁创办汇宇制药，任总裁、董事长、研究院院长。盖茨学者、四川省人大代表、四川省百人计划。
胡和平 博士	研究院副院长	四川大学药剂学博士、高级工程师、国家企业技术中心常务副主任、“天府青城计划”科技创新领军人才、省“千人计划”团队核心专家、成都产业建圈强链人才计划专家、内江“甜城领军计划”人才。主导完成了 40 余个高端抗肿瘤注射剂的开发，获四川省科技进步奖，获多项发明专利，受国家药审中心邀请参与起草《中国注射剂一致性评价标准》。
韦涛 博士	研究院副院长	新墨西哥州立大学分子生物学博士、康奈尔大学博士后，“天府峨眉计划”创新领军人才、成都“蓉漂计划”创新领军人才，曾任哈佛大学高级科学家、美国礼来公司首席科学家和高级研究顾问。从事新药研发工作 18 年，在肿瘤、糖尿病及自身免疫疾病等领域拥有丰富经验，推进 II 期临床 2 个，上市 1 个。
侯兴华 博士	首席医学官	日本生体调节研究所博士、美国 Moffitt 癌症中心及 Albert Einstein 医学院肿瘤学博士后、“天府峨眉计划”创新领军人才。曾就职于辉瑞、阿斯利康、复星等企业，担任首席医学官、高级副总裁。深耕肿瘤、血液等多个领域，负责超 60 项临床研究，20 余个新药的临床开发，包括 FIC 药物的临床开发设计与执行，并成功获批上市。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

研发管线储备丰富，陆续进入临床阶段。公司重点布局肿瘤方向，生物创新药的项目聚焦于三抗、抗体偶联药物（ADC），化学创新药聚焦于双靶点小分子，针对肿瘤治疗中尚未很好解决的临床需求，如耐药、提高疗效、降低多药联用的不良反应等，达到提高 ORR，实现持久 PFS 和 OS 的目标。公司研发管线储备丰富，截至 2024 年底，公司拥有 I 类在研创新

药项目 14 个，2 类改良型新药项目 5 个，其中有 6 个项目已经进入临床阶段或 IND 申报阶段，公司预计未来 3 年每年都将有 2-3 个创新药进入临床阶段。

图 17：汇宇制药创新药研发管线（2024 年报）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

目前已经进入临床阶段的重点在研项目如下：1）化学创新药 HY-0002a 项目靶向 KRASG12C/PI3K（双靶点），目前处于临床 I 期研究阶段；2）生物创新药 HY-0007 项目靶向 PD-1、TIGIT、IL-15（三靶点融合蛋白），目前处于临床 I 期研究阶段；3）化学创新药 HY-0006 项目靶向 SOS1，目前处于临床 I 期研究阶段；4）生物创新药 HY-0001 项目靶向 CDCP1 的 ADC，目前处于临床 I 期研究阶段；5）生物创新药 HY-0005 项目靶向 CD3、MSLN、PD-L1 的三特异抗体 TCE，目前处于临床 I 期研究阶段；6）2.2 类改良型新药 HY-2003 项目用于双下巴溶脂，目前处于临床 I 期研究阶段。

表 4：汇宇制药重要创新药研发管线情况

项目	类型	适应症	靶点	临床阶段	技术水平
HY-0001	生物创新药大分子	结肠癌、胰腺癌、肺癌、乳腺癌、肾癌、胃癌等实体瘤	CDCP1 (ADC)	临床 I 期 (2025 年 7 月开始入组)	国际领先水平
HY-0002a	化学创新药小分子	非小细胞肺癌、结肠癌、胰腺癌、子宫内膜癌、皮肤癌、多发性骨髓瘤等实体瘤	KRAS/PI3K	临床 I 期 (2024 年 2 月开始入组)	国际领先水平
HY-0005	生物创新药大分子	非小细胞肺癌、胰腺癌、卵巢癌、乳腺癌、间皮瘤等实体瘤	CD3/MSLN/PD-L1	临床 I 期 (2025 年 8 月开始入组)	国际领先水平
HY-0006	化学创新药小分子	非小细胞肺癌、结肠癌、胰腺癌等实体瘤	SOS1	临床 I 期 (2024 年 12 月开始入组)	fast-follow，目前国际上仅有一个项目进入临床 II 期
HY-0007	生物创新药大分子	非小细胞肺癌、小细胞肺癌、黑色素瘤、卵巢癌、肾癌等实体瘤	PD-1/TIGIT/IL-15	临床 I/II 期 (2024 年 10 月开始入组)	药效等效或优于现有多个 checkpoint 抑制联合用药
HY-2003	2.2 类改良型新药	改善成人额下脂肪堆积造成的中至重度轮廓凸出	去氧胆酸	临床 I 期 (2024 年 12 月开始入组)	国际领先水平

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

3.2 HY-0007：三靶点巧妙设计，有潜力成为 IO 基石疗法

三靶点抗体融合蛋白，有望克服 PD-1 耐药难题。注射用 HY07121（项目代码 HY-0007）是公司全资子公司汇宇海玥自主研发的靶向 PD-1/TIGIT/IL-15 的三靶点抗体融合蛋白。体外药效学研究表明，注射用 HY07121 通过特殊设计获得的多抗分子在等摩尔数情况下，刺激人免疫细胞因子 IFN- γ 分泌水平比三个靶点联合用药表现出更优的潜力；体内药效学研究结果显示，注射用 HY07121 对 PD-1 抗体耐药的肿瘤模型仍然有良好的药效；体内药效机制研究结果表明，注射用 HY07121 能够诱导 stem-like T 细胞及 NKT 细胞相关基因的表达上调，促进 CD8+T 细胞及 NK 细胞在瘤内的扩增和浸润。综合来看，HY07121 是一款协同潜力优秀，具备增强肿瘤免疫治疗疗效及克服免疫耐药的一类创新药，预期为晚期肿瘤患者提供新的治疗选择。

竞争格局清晰，具备全球 FIC 潜力。研究表明 PD-1 与 IL-15 受体信号的协同效应，可以扩增瘤内 stem-like CD8+T 细胞，从而分化形成更多效应更强的免疫细胞群体，提高了瘤内功能性效应细胞浸润数量；同时 TIGIT 协同配合 PD-1 抗体可以通过调控肿瘤免疫微环境如巨噬细胞、Treg 及单核细胞进一步发挥抗肿瘤效应。这些研究提示 PD-1、IL-15 及 TIGIT 多抗组合设计具有全新的协同机制。从竞争格局来看，全球尚无以 PD-1、TIGIT、IL-15 三个靶点设计的双抗体融合蛋白产品，公司 HY-0007 项目具备全球 FIC 潜力，双靶点研发管线包括 PD-1/IL-15 抗体融合蛋白和 PD-1/TIGIT 双特异性抗体。

图 18：PD-1+IL-15 双靶点研发竞争格局

排名	药品名称	研发机构	全球最高研发阶段	全球研发状态
1	IAP0971	盛禾生物 原研	I/II期临床	Active
2	SAR445877	Kadmon(Sanofi) Top20 MNC	I/II期临床	Active
3	ASKG915	AskGene Pharma 原研	I期临床	Active
4	SOT201	Sotio 原研	I期临床	Active
5	JMT108	津曼特(石药集团) 原研	I期临床	Active
6	WO2025113255A	--	临床前	Active
--	PF-07209960	Pfizer Top20 MNC 原研	I期临床	Inactive

资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

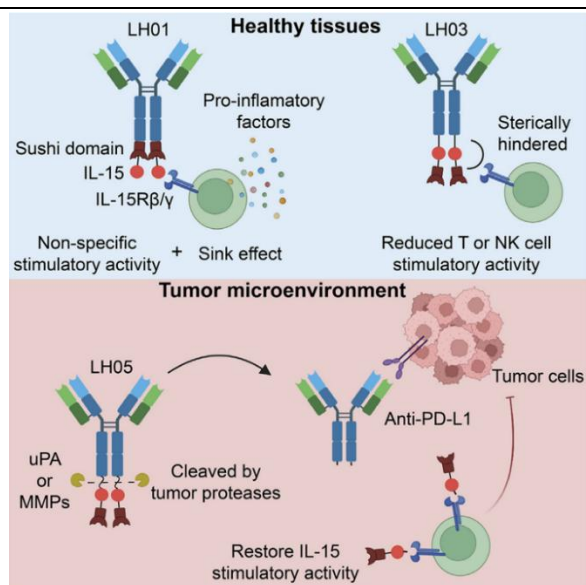
图 19：PD-1+TIGIT 双靶点研发竞争格局

排名	药品名称	研发机构	全球最高研发阶段	全球研发状态
1	rilveqostomiq	MedImmune(AstraZeneca)...	III期临床	Active
2	nilvanstomiq	Gensun Biopharma 原研	II期临床	Active
3	IBI321	信达生物 原研 ; Eli Lilly...	I期临床	Active
4	BC008-1A	步长制药 原研	I期临床	Active
5	WO2022229919...	MedImmune(AstraZeneca)...	临床前	Active
5	WO2023125941...	维立志博 原研	临床前	Active
5	REMD-532	Remd Biotherapeutics 原研	临床前	Active

资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

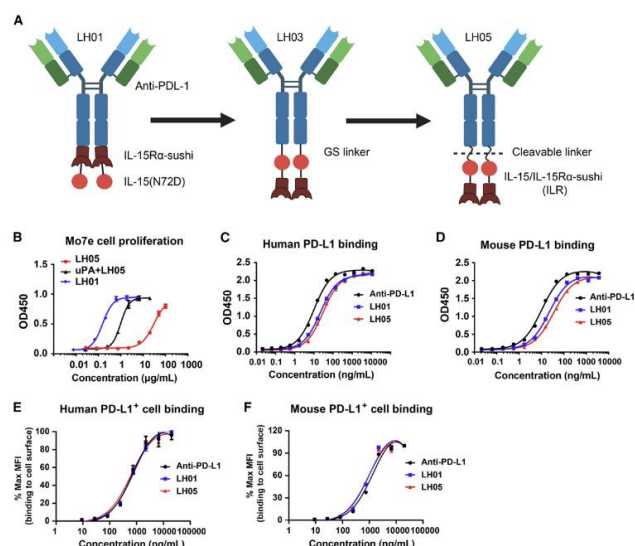
有效平衡疗效和毒性，具备成为 IO 免疫疗法基石的潜力。研究表明（参考文献[1]），IL-15 是一种具备高潜力的抗肿瘤细胞因子，但是全身给药带来的严重毒副作用限制了 IL-15 在肿瘤治疗中的应用，PD-1 作为免疫检查点，可以精准靶向肿瘤细胞，通过 PD-1 和 IL-15 的结合，可以减少 IL-15 在正常组织的暴露。研究表明（参考文献[2]），通过结构设计将 IL-15 置于抗体 Fc 端形成的空间位阻效应，可以实现对 IL-15 活性的阶段性掩蔽，进一步降低 IL-15 对于正常组织的毒性。我们认为，和现有研究相比，HY0007 引入同样作为免疫检查点的 DIGIT 靶点，一方面可以进一步减少 IL-15 在正常组织的暴露，另一方面可以和 PD-1 靶点协同增效，有效平衡疗效和毒性，具备成为 IO 免疫疗法基石的潜力。

图 20: PD-1/IL-15 在正常组织和肿瘤微环境的不同反应



资料来源:《Cell Reports Medicine》, 详见附录参考文献[2], 信达证券研发中心

图 21: PD-1/IL-15 结构设计可以降低毒性



资料来源:《Cell Reports Medicine》, 详见附录参考文献[2], 信达证券研发中心

院士团队牵头, I 期临床试验入组中。根据药物临床试验登记与信息公示平台, HY-0007 正在开展“一项评价注射用 HY07121 在晚期恶性实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征和初步临床有效性的多中心、开放的 I/II 期临床研究”, 入组标准为经细胞学或病理学确诊的经标准治疗失败、无标准治疗、不耐受标准治疗的晚期实体瘤。在剂量递增阶段, 主要评估注射用 HY07121 治疗晚期恶性实体瘤患者的安全性与耐受性, 探索最大耐受剂量 (MTD) 并为 II 期或后续临床研究提供推荐剂量 (RP2D) 及合理的给药方案; 在剂量扩展阶段, 主要评价注射用 HY07121 的抗肿瘤疗效。该临床试验主要研究者为首都医科大学附属肿瘤医院于金明院士, 目前处于 I 期临床试验入组阶段。2024 年 7 月, HY-0007 的临床试验申请 (IND) 获得受理; 2024 年 9 月, 临床试验获得批准; 2024 年 10 月, I 期临床完成首例受试者入组。

表 5: HY-0007 临床试验详细情况

试验题目	一项评价注射用 HY07121 在晚期恶性实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征和初步临床有效性的多中心、开放的 I/II 期临床研究
主要研究者	山东第一医科大学附属肿瘤医院 于金明院士
入组标准	经细胞学或病理学确诊的经标准治疗失败、无标准治疗、不耐受标准治疗的晚期实体瘤
试验目的	剂量递增主要目的: 评估注射用 HY07121 治疗晚期恶性实体瘤患者的安全性与耐受性; 探索最大耐受剂量 (MTD) 并为 II 期或后续临床研究提供推荐剂量 (RP2D) 及合理的给药方案。 剂量扩展主要目的: 评价注射用 HY07121 的抗肿瘤疗效。
主要终点指标	剂量递增阶段: 剂量限制性毒性 (DLT) 发生情况 剂量递增阶段: 生命体征与体格检查、各类不良事件 (AE)、SAE、irAE、临床实验室检查、临床辅助检查 (如心电图等) 剂量扩展阶段: ORR, 包括完全缓解 (CR) 和部分缓解 (PR) 的受试者占可评价受试者的比例
申请人	四川汇宇海玥医药科技有限公司/ 澳斯康生物 (南通) 股份有限公司

资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台, 信达证券研发中心

3.3 HY-0001: 靶向 CDCP1 抗体偶联药物, 具备全球 FIC 潜力

靶向 CDCP1 抗体偶联药物, 全球首个进入临床阶段。注射用 HY0001a(项目代码 HY-0001) 是公司全资子公司汇宇海玥自主研发的靶向 CDCP1 的抗体偶联药物, 用于治疗晚期实体瘤。研究表明, CDCP1 在胃癌、乳腺癌、肺癌、结直肠癌、胰腺癌等多种肿瘤中高表达而正常组织不表达或低表达, 是 ADC 药物开发的重要潜力靶点。临床前研究表明, HY0001a 在多种实体瘤模型中表现出优秀的抗肿瘤效果且安全性良好, 具有巨大的临床开发价值。从竞争格局来看, HY-0001 为全球首个披露针对该靶点推向临床的药物, 其他布局企业均处于临床前阶段, HY-0001 具备全球 FIC 潜力。

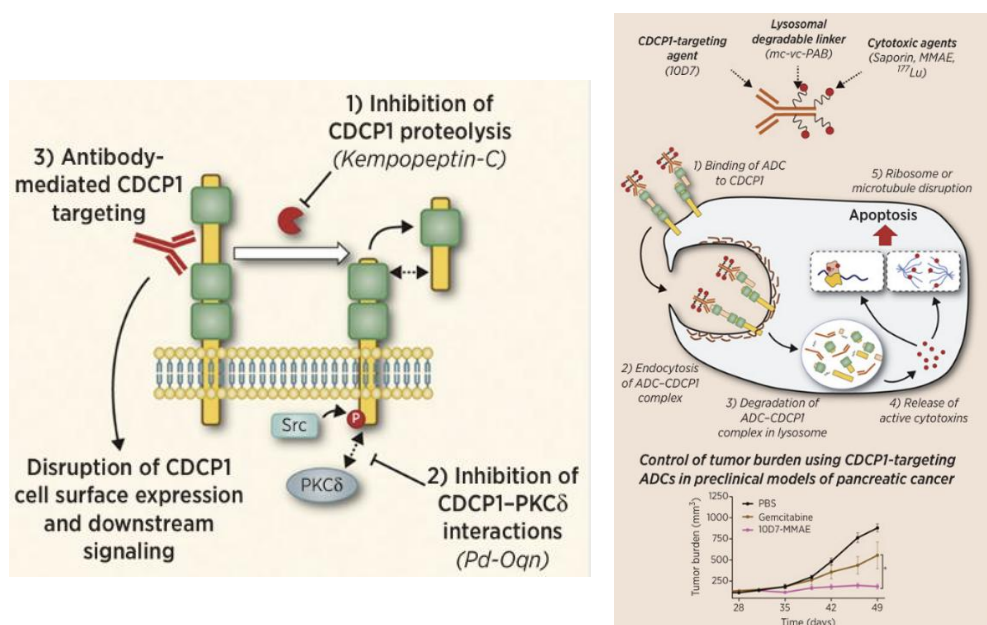
图 22: CDCP1 同靶点研发竞争格局

排名	药品名称	研发机构 ② ③	全球最高研发阶段 ④	全球研发状态 ⑤
1	HY0001a	汇宇制药 原研	I/II期临床	● Active
2	ch10D7-MMAE	--	临床前	● Active
2	h14A043-ATAC	Heidelberg Pharma 原研	临床前	● Active
2	TAVO605	拓创生物 原研	临床前	● Active

资料来源: 医药魔方, 信达证券研发中心

CDCP1 靶点基础研究充分, ADC 药物作用机制明确。研究表明(参考文献[3]), CDCP1 是一种 I 型跨膜糖蛋白, 在多种恶性肿瘤中高表达, CDCP1 水平升高与相关疾病进展和生存率显著降低相关, 对于癌细胞生存与生长、转移和治疗抵抗(耐药)起着重要的功能性作用; 这些发现有效推动针对 CDCP1 靶点的肿瘤治疗相关药物的研发进程。研究表明, 通过 CDCP1 抗体抑制 CDCP1 表达和相关通路, 可以显著抑制肿瘤生长; 而通过 Saporin、MMAE、¹⁷⁷Lu 等毒素和 CDCP1 抗体偶联形成 ADC 药物, 对于肿瘤生长的抑制作用更强。我们认为, CDCP1 靶点基础研究充分, 尤其是 ADC 药物作用机制明确, HY-0001 虽然是第一个进入临床的药物, 但是具备较强的成药性, 值得重点关注。

图 23: CDCP1 靶点单抗&CDCP1 靶点 ADC 的作用机制



资料来源: 《CANCER RESEARCH》详见附录参考文献[3], 信达证券研发中心

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 18

针对晚期实体瘤，I期临床入组中。根据药物临床试验登记与信息公示平台，HY-0001 正在开展“一项评价注射用 HY0001a 在晚期恶性实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征和初步临床有效性的多中心、开放的 I/II 期临床研究”，入组标准为经细胞学或病理学确诊的经标准治疗失败的晚期实体瘤。在剂量递增阶段，评估注射用 HY0001a 单药治疗晚期恶性实体瘤患者的安全性与耐受性；探索最大耐受剂量（MTD）并为 II 期或后续临床研究提供推荐剂量（RP2D）及合理的给药方案；在剂量扩展阶段，评价注射用 HY0001a 的抗肿瘤疗效。该临床试验主要研究者为北京大学肿瘤医院沈琳教授，目前处于 I 期临床试验入组阶段。2025 年 4 月，HY-0001 的临床试验申请（IND）获得受理；2025 年 6 月，该临床试验获得批准；2025 年 7 月，I 期临床试验完成首例受试者入组。

表 6：HY-0001 临床试验详情情况

试验题目	一项评价注射用 HY0001a 在晚期恶性实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征和初步临床有效性的多中心、开放的 I/II 期临床研究
主要研究者	北京大学肿瘤医院 沈琳教授
入组标准	经细胞学或病理学确诊的经标准治疗失败的晚期实体瘤
试验目的	剂量递增主要目的：评估注射用 HY0001a 单药治疗晚期恶性实体瘤患者的安全性与耐受性；探索最大耐受剂量（MTD）并为 II 期或后续临床研究提供推荐剂量（RP2D）及合理的给药方案 剂量扩展主要目的：评价注射用 HY0001a 的抗肿瘤疗效
主要终点指标	剂量递增阶段：剂量限制性毒性（DLT）发生情况 剂量递增阶段：生命体征与体格检查、各类不良事件（AE）、SAE、临床实验室检查、临床辅助检查（如心电图等） 剂量扩展阶段：ORR，包括完全缓解（CR）和部分缓解（PR）的受试者占可评价受试者的比例
申请人	四川汇宇海玥医药科技有限公司/ 烟台迈百瑞国际生物医药股份有限公司

资料来源：药物临床试验登记与信息公示平台，信达证券研发中心

3.4 HY-0005：三特异抗体 TCE，具备全球 FIC 潜力

三特异性抗体 TCE，具备全球 FIC 潜力。注射用 HY0535（项目代码 HY-0005）是公司全资子公司汇宇海玥自主研发的一种三特异抗体 TCE（T 细胞衔接器），以 CD3、MSLN、PD-L1 为靶点。研究表明，HY05350 可以通过 CD3 抗体识别并招募 T 细胞，通过 MSLN 抗体和/或 PD-L1 抗体识别并靶向肿瘤细胞，同时通过 PD-L1 抗体解除肿瘤细胞对 T 细胞的免疫抑制作用重新激活免疫细胞。相对于正常组织，MSLN 在胃癌、肺癌、胰腺癌等多种实体瘤中呈现高表达。早期临床前研究表明，HY05350 表现出良好的抗肿瘤效果及安全性，临床开发价值大。从竞争格局来看，国内外尚无同靶点产品获批上市。我们认为，TCE 是新一代抗肿瘤技术平台的研发趋势，HY-0005 具备成为全球 FIC 的潜力。

针对 MSLN 阳性晚期实体瘤，I期临床入组中。根据药物临床试验登记与信息公示平台，HY-0005 正在开展“一项评价注射用 HY05350 在 MSLN 阳性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临床有效性的多中心、开放标签的 I/II 期临床研究”，入组标准为细胞学或病理学确诊的经标准治疗失败的晚期实体瘤患者。在剂量递增阶段，评价注射用 HY05350 单药治疗 MSLN 阳性晚期实体瘤患者的安全性和耐受性；探索 MTD，确定 RP2D 或后续临床研究的推荐剂量；在剂量扩展阶段，评价注射用 HY05350 的抗肿瘤疗效。该临床试验主要研究者为北京大学肿瘤医院沈琳教授，目前处于 I 期临床试验入组阶段。2025 年 4 月，HY-0005 的临床试验申请（IND）获得受理；2025 年 7 月，该临床试验获得批准；

2025 年 8 月，I 期临床试验完成首例受试者入组。

表 7：HY-0005 临床试验详细情况

试验题目	一项评价注射用 HY05350 在 MSLN 阳性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临床有效性的多中心、开放标签的 I/II 期临床研究
主要研究者	北京大学肿瘤医院 沈琳教授
入组标准	细胞学或病理学确诊的经标准治疗失败的晚期实体瘤患者
试验目的	剂量递增主要目的：评价注射用 HY05350 单药治疗 MSLN 阳性晚期实体瘤患者的安全性和耐受性；探索 MTD，确定 RP2D 或后续临床研究的推荐剂量。 剂量扩展主要目的：评价注射用 HY05350 的抗肿瘤疗效。
主要终点指标	剂量递增阶段：剂量限制性毒性（DLT）发生情况 剂量递增阶段：生命体征与体格检查、AE、SAE、irAE、临床实验室检查、临床辅助检查（如心电图等）。 剂量扩展阶段：基于 RECIST 1.1 评估的 ORR，包括 CR 和 PR 的受试者占可评价受试者的比例等
申请人	四川汇宇海玥医药科技有限公司/四川汇宇制药股份有限公司

资料来源：药物临床试验登记与信息公示平台，信达证券研发中心

3.5 HY-0006：靶向 SOS1 小分子，联合用药潜力较大

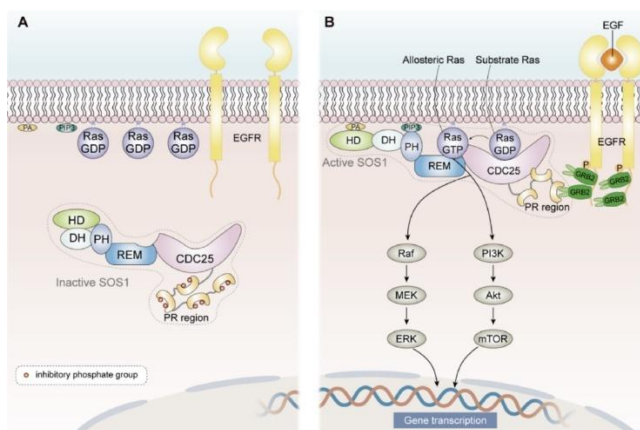
靶向 SOS1 小分子，有望联合现有重磅品种协同增效。HYP-6589 片（项目代码 HY-0006）是公司全资子公司汇宇海玥开发的高选择性 SOS1 小分子抑制剂，可特异性与 SOS1 的催化区域结合，阻止其与失活状态 KRAS-GDP 的相互作用并同时阻断 SOS1 驱动的反饋，减少 KRAS-GTP 激活状态的形成，从而抑制下游的 RAS-RAF-MAPK 和 RAS-PI3K-AKT-mTOR 两条关键信号通路，发挥抗肿瘤作用。体外试验结果显示，HYP-6589 片对不同 KRAS 突变类型的不同类型肿瘤细胞普遍具有优异的增殖抑制活性。动物体内试验结果显示，HYP-6589 片在人胰腺癌、人非小细胞肺癌、结直肠癌等模型中具有显著的单药和联用抑瘤效果。目前已上市的 KRASG12C 抑制剂和第三代 EGFR 抑制剂普遍存在耐药现象，SOS1 作为 RTK-RAS 及其下游信号通路调节枢纽，SOS1 抑制剂可以与 KARS 抑制剂、EGFR 抑制剂联用发挥协同增效、克服耐药的作用，具有解决未满足的临床需求的潜力。从竞争格局来看，目前大部分公司还处于早期临床阶段，汇宇制药的研发进度处于第一梯队。我们认为，HY-0006 作用机制明确，有望绑定现有重磅品种协同增效，实现商业价值的最大化。

图 24：SOS1 同靶点研发竞争格局

排名	药品名称	研发机构 ② ③	全球最高研发阶段 ④	全球研发状态
1	MRTX0902	Mirati Therapeutics(Bristol-...	I/II期临床	● Active
2	ZG2001	泽璟制药 原研	I/II期临床	● Active
3	HYP-6589	汇宇制药 原研	I/II期临床	● Active
4	HW071021	人福医药 原研	I期临床	● Active
5	SYH2038	石药集团 原研	申报临床	● Active
6	SIM 0506	先声药业 原研	申报临床	● Active

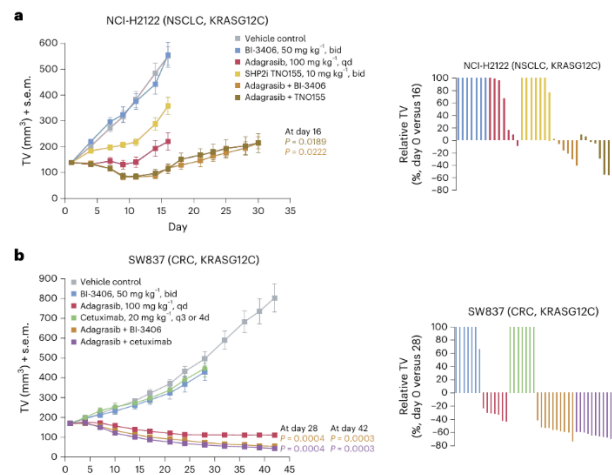
资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

图 25: SOS1 靶点作用机制



资料来源:《European Journal of Medicinal Chemistry》详见附录参考文献[4], 信达证券研发中心

图 26: SOS1 抑制剂和 KRAS 联用治疗非小细胞肺癌 (NSCLC) 和结直肠癌 (CRC)



资料来源:《Nature Cancer》详见附录参考文献[5], 信达证券研发中心

重点针对 NSCLC 患者, I 期临床入组中。根据药物临床试验登记与信息公示平台, HY-0006 正在开展“一项评估 HYP-6589 单药治疗晚期实体瘤以及联合酪氨酸激酶抑制剂治疗靶点驱动基因阳性的晚期 NSCLC 患者的安全性、耐受性、药代动力学和有效性的开放性、多中心、多队列的 I/II 期研究”, 入组标准为组织和/或细胞学证实的不可切除和/或转移性晚期实体瘤; 接受标准治疗后失败, 目前无标准治疗或对标准治疗不能耐受的实体瘤患者。试验目的是评价 HYP-6589 单药治疗晚期实体瘤的安全性和耐受性; 确定 HYP-6589 治疗晚期实体瘤患者的推荐 II 期剂量 (RP2D) 和/或最大耐受剂量 (MTD)。该临床试验主要研究者为中山大学肿瘤防治中心张力教授, 目前处于 I 期临床试验入组阶段。2024 年 8 月, HY-0006 的临床试验申请 (IND) 获得受理; 2024 年 11 月, 该临床试验获得批准; 2024 年 12 月, I 期临床试验完成首例受试者入组。

表 8: HY-0006 临床试验详细情况

试验题目	一项评估 HYP-6589 单药治疗晚期实体瘤以及联合酪氨酸激酶抑制剂治疗靶点驱动基因阳性的晚期 NSCLC 患者的安全性、耐受性、药代动力学和有效性的开放性、多中心、多队列的 I/II 期研究
主要研究者	中山大学肿瘤防治中心 张力教授
入组标准	组织和/或细胞学证实的不可切除和/或转移性晚期实体瘤; 接受标准治疗后失败, 目前无标准治疗或对标准治疗不能耐受的实体瘤患者
试验目的	评价 HYP-6589 单药治疗晚期实体瘤的安全性和耐受性; 确定 HYP-6589 治疗晚期实体瘤患者的推荐 II 期剂量 (RP2D) 和/或最大耐受剂量 (MTD)
主要终点指标	剂量限制性毒性 (DLT) 发生情况 不良事件 (AE)、体格检查、生命体征、心电图和实验室检查结果等
申请人	四川汇宇海玥医药科技有限公司/ 四川汇宇制药股份有限公司

资料来源: 药物临床试验登记与信息公示平台, 信达证券研发中心

4、盈利预测和投资评级

4.1 盈利预测

根据前文分析，我们提出以下核心假设：

1) 国内市场假设：受到奥沙利铂集采续约降价影响，我们假设 2025 年公司国内收入同比下滑 12%；考虑到公司重要品种已经全部集采并完成续约，2023 年和 2024 年公司有大量仿制药获批上市，随着新产品的销售放量，我们假设 2026 年和 2027 年公司国内收入恢复至同比增长 16%和 16%；我们假设 2025-2027 年国内毛利率稳定在 86%。

2) 海外市场假设：公司高度重视海外市场拓展，注册申报体系和渠道销售体系完善，品种储备丰富，覆盖国家和地区广泛，随着紫杉醇白蛋白、羧基麦芽糖铁等重磅新产品获批上市，我们假设 2025-2027 年海外收入保持 50%复合增长；考虑到销售体量的提升带来的规模优势，我们假设 2025-2027 年海外毛利率分别为 72%、75%、78%。

3) 其他重要假设：公司目前有多款创新药已经进入临床研究阶段，预计研发投入将保持较高水平，我们假设 2025-2027 年研发费用率分别为 35%、35%、35%。公司在国内市场主要通过集采路径销售，海外市场主要通过政府招标路径销售，预计销售费用保持稳定，销售费用率有望稳步下降，我们假设 2025-2027 年销售费用率分别为 39%、37%、35%。公司持有同源康医药-B（股票代码：2410.HK）2.82%股权，其股价波动会影响公司公允价值变动，考虑到 2025 年 Q1 公允价值变动损益-0.82 亿元，2025 年 Q2 以来股价有进一步下行，我们假设 2025 年公允价值变动收益为-1.2 亿元，假设 2026-2027 年保持稳定。

表 9：公司主营业务拆分及盈利预测（2025E-2027E）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营收合计（百万元）	707.08	1,364.20	1,823.73	1,493.27	927.08	1,094.38	1,054.11	1,304.18	1,634.98
YoY		92.93%	33.69%	-18.12%	-37.92%	18.05%	-3.68%	23.72%	25.36%
毛利润合计（百万元）	658.78	1,252.37	1,666.43	1,317.09	796.63	912.87	873.01	1,082.09	1,362.98
YoY		90.10%	33.06%	-20.96%	-39.52%	14.59%	-4.37%	23.95%	25.96%
综合毛利率	93.17%	91.80%	91.37%	88.20%	85.93%	83.41%	82.82%	82.97%	83.36%
国内收入									
收入（百万元）	667.78	1,330.07	1,753.00	1,432.07	842.13	925.73	814.64	944.98	1,096.18
YoY		99.18%	31.80%	-18.31%	-41.20%	9.93%	-12.00%	16.00%	16.00%
收入占比	94.44%	97.50%	96.12%	95.90%	90.84%	84.59%	77.28%	72.46%	67.05%
毛利率		92.28%	91.77%	88.85%	87.46%	85.80%	86.00%	86.00%	86.00%
毛利润（百万元）		1,227.39	1,608.70	1,272.41	736.56	794.30	700.59	812.68	942.71
海外收入									
收入（百万元）	38.54	27.58	67.29	57.93	83.89	159.65	239.47	359.20	538.80
YoY		-28.43%	143.96%	-13.92%	44.82%	90.30%	50.00%	50.00%	50.00%
收入占比	5.45%	2.02%	3.69%	3.88%	9.05%	14.59%	23.33%	29.33%	36.14%
毛利率		70.07%	80.69%	72.06%	70.65%	69.18%	72.00%	75.00%	78.00%
毛利润（百万元）		19.33	54.30	41.74	59.27	110.45	172.42	269.40	420.27

资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心预测

经过盈利预测,我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 10.54 亿元、13.04 亿元、16.35 亿元,归母净利润分别为-0.42 亿元、0.93 亿元、1.48 亿元,其中 2025 年的亏损主要是由于同源康医药-B 股票价格波动,2026-2027 年对应的 EPS 分别为 0.22 元、0.35 元,对应的 PE 估值分别为 110.07 倍、69.41 倍(截至 2025 年 8 月 21 日)。公司目前正处于仿制药转型创新药的关键时期,研发投入的增加阶段性拖累公司报表,这是所有同类企业共同面临的困境,我们认为将研发费用加回更能体现公司存量仿制药业务的真实利润水平,以 2026 年为例,如果加回研发费用预测值 4.56 亿元,我们测算公司经营性净利润有望达到约 4.77 亿元,对应的 PE 估值将更加合理。

4.2 投资评级

我们选择科兴制药、奥赛康、博瑞医药、昂利康、一品红、舒泰神作为可比公司,其中科兴制药同样将制剂出海和创新药转型作为重要发展战略,可比性相对较强,奥赛康、博瑞医药、昂利康、一品红、舒泰神均属于仿制药转型创新药的代表性企业,和公司发展战略类似。公司目前正处于仿制药转型创新药的关键时期,研发投入的增加阶段性拖累公司报表,真实盈利能力被掩盖,应当适当给予估值溢价。我们认为,汇宇制药作为肿瘤复杂注射剂龙头企业,国内市场集采风险阶段性出清,制剂出海有望打造新的增长曲线,创新药转型逐步进入收获期,我们看好公司中长期成长性,首次覆盖给予“买入”评级。

表 10: 汇宇制药可比公司估值情况 (2025E-2027E)

代码	公司	总市值 (亿元)	预测归母净利润 (亿元)			预测市盈率 (PE)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688136.SH	科兴制药	87.75	1.16	2.06	2.96	75.51	42.69	29.66
002755.SZ	奥赛康	234.82	1.93	2.59	3.59	121.48	90.57	65.49
688166.SH	博瑞医药	443.57	2.34	2.68	3.34	189.17	165.72	133.00
002940.SZ	昂利康	103.61	1.32	1.70	2.16	78.49	60.95	47.97
300723.SZ	一品红	314.92	1.98	2.75	3.31	159.23	114.70	95.03
300204.SZ	舒泰神	255.66	(0.46)	(0.21)	1.88	/	/	135.72
可比公司平均						124.78	94.92	84.48
688553.SH	汇宇制药	102.72	-0.42	0.93	1.48	/	110.07	69.41

资料来源: iFind, 信达证券研发中心; 可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期, 截至 2025 年 8 月 21 日

5、风险提示

1) 创新药研发失败的风险

公司创新药研发管线目前均处于临床早期阶段，存在较大不确定性，如果后续临床数据不及预期，可能存在研发失败的风险。

2) 海外销售不及预期的风险

公司高度重视制剂出海，考虑到海外市场准入和竞争环境存在不确定性，公司海外销售情况存在不及预期的风险。

3) 参股子公司市值波动的风险

公司持有子公司同源康医药-B 的股权按照公允价值计量，其股价波动相对较大，对公司利润端造成扰动，对于扣非净利润没有影响。

4) 集采降价不确定性的风险

公司目前主力产品已经参加集采，但是集采续约或新产品集采降价仍存在较大不确定性，有可能对公司业绩造成负面影响。

附录：参考文献

- [1] J. Shen, et al. "An engineered concealed IL-15-R elicits tumor-specific CD8+T cell responses through PD-1-cis delivery" J. Exp. Med., 219 (2022)
- [2] Shi, Wenqiang, et al. "Next-generation anti-PD-L1/IL-15 immunocytokine elicits superior antitumor immunity in cold tumors with minimal toxicity." Cell Reports Medicine 5.5(2024):20.
- [3] Khan, Tashbib, et al. "The CDCP1 Signaling Hub: A Target for Cancer Detection and Therapeutic Intervention." Cancer Research (2021):canres.2978.2020.
- [4] Wu, Jialin, et al. "Current advances and development strategies of targeting son of sevenless 1 (SOS1) in drug discovery." European Journal of Medicinal Chemistry 268.000(2024).
- [5] Thatikonda, Venu, et al. "Co-targeting SOS1 enhances the antitumor effects of KRASG12C inhibitors by addressing intrinsic and acquired resistance." Nature Cancer 5.9(2024):37.

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,870	3,344	3,323	3,529	3,800
货币资金	1,782	2,328	2,434	2,591	2,800
应收票据	0	2	2	2	2
应收账款	56	54	50	60	75
预付账款	20	20	20	24	30
存货	153	160	157	190	231
其他	859	781	661	661	662
非流动资产	1,815	1,821	1,816	1,768	1,703
长期股权投资	55	90	90	90	90
固定资产(合计)	638	986	1,116	1,178	1,190
无形资产	62	61	61	62	62
其他	1,060	685	549	438	361
资产总计	4,686	5,166	5,139	5,297	5,502
流动负债	879	1,137	1,133	1,259	1,412
短期借款	427	580	580	580	580
应付票据	4	4	4	5	6
应付账款	130	193	193	236	289
其他	319	359	357	437	537
非流动负债	32	55	79	79	79
长期借款	0	0	0	0	0
其他	32	55	79	79	79
负债合计	911	1,192	1,212	1,337	1,491
少数股东权益	4	-6	-10	-15	-22
归属母公司股东权益	3,771	3,979	3,937	3,974	4,033
负债和股东权益	4,686	5,166	5,139	5,297	5,502

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	927	1,094	1,054	1,304	1,635
同比(%)	-37.9%	18.0%	-3.7%	23.7%	25.4%
归属母公司净利润	140	325	-42	93	148
同比(%)	-43.9%	132.8%	-112.8%	323.4%	58.6%
毛利率(%)	85.9%	83.4%	82.8%	83.0%	83.4%
ROE%	3.7%	8.2%	-1.1%	2.3%	3.7%
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.77	-0.10	0.22	0.35
P/E	73.49	31.57	-245.92	110.07	69.41
P/B	2.72	2.58	2.61	2.58	2.55
EV/EBITDA	47.48	28.89	175.37	36.84	26.86

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	927	1,094	1,054	1,304	1,635
营业成本	130	182	181	222	272
营业税金及附加	7	8	8	9	12
销售费用	361	431	411	483	572
管理费用	76	80	79	98	123
研发费用	341	328	369	456	572
财务费用	-42	-22	-30	-32	-35
减值损失合计	-2	-15	-3	-3	-3
投资净收益	34	14	13	16	21
其他	39	262	-103	22	28
营业利润	124	348	-56	103	165
营业外收支	8	1	1	1	1
利润总额	132	350	-55	105	166
所得税	-7	34	-8	16	25
净利润	139	316	-46	89	141
少数股东损益	0	-9	-5	-4	-7
归属母公司净利润	140	325	-42	93	148
EBITDA	107	162	48	224	300
EPS(当年)(元)	0.33	0.77	-0.10	0.22	0.35

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	67	243	191	311	392
净利润	139	316	-46	89	141
折旧摊销	65	81	133	152	169
财务费用	3	13	12	12	12
投资损失	-34	-14	-13	-16	-21
营运资金变动	-82	42	-1	71	87
其它	-24	-195	108	4	4
投资活动现金流	233	270	-98	-87	-83
资本支出	-297	-128	-108	-103	-103
长期投资	494	378	0	0	0
其他	36	21	10	16	21
筹资活动现金流	122	-86	13	-68	-100
吸收投资	1	0	0	0	0
借款	382	154	0	0	0
支付利息或股息	-98	-98	-12	-68	-100
现金流净增加额	424	427	106	157	209



研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。