

# 创新品种快速推进，BD 业务 接连突破

迈威生物 (688062. SH)

## 核心观点

迈威生物发布 2025 半年报。公司总营业收入 1.01 亿元，同比减少 12.43%，归母净利润为-5.51 亿元，公司现金及现金等价物 13.89 亿元，研发投入 3.92 亿元。创新品种快速推进，BD 业务接连突破。后续可关注的事件有：1. ST2 单抗于 2025 年底有望读出 Ib/IIa 数据；2. Nectin-4 ADC UC 单药 III 期和 CC 单药 III 期 2026 年中期分析；3. LILRB4/CD3 TCE 于 2026H1 进行中美双报，多个靶向实体瘤的 TCE 项目后续将陆续进入临床前阶段；4. 潜在 BD。

## 事件

近日，迈威生物发布 2025 年半年度报告。公司实现总营业收入 1.01 亿元，同比减少 12.43%；实现归母净利润-5.51 亿元，同比减少 23.9%。现金及现金等价物 13.89 亿元，较 2024 年底增加 1.61 亿元。

## 简评

### 一、业绩符合预期，现金流稳定

2025 上半年营业收入 1.01 亿元，同比下降 12.43%；归母净利润-5.51 亿元，同比下降 23.90%。

### 重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	127.84	199.78	835.09	1,347.53	2,156.04
YoY(%)	361.03	56.28	318.00	61.36	60.00
净利润(百万元)	-1,053.43	-1,043.92	-884.88	-405.17	53.05
YoY(%)	-10.28	0.90	15.23	54.21	113.09
毛利率(%)	98.93	85.51	91.96	91.56	93.00
净利率(%)	-824.05	-522.53	-105.96	-30.07	2.46
ROE(%)	-40.77	-66.54	-129.37	-145.31	15.98
EPS(摊薄/元)	-2.64	-2.61	-2.21	-1.01	0.13
P/E(倍)	-21.85	-22.05	-26.01	-56.81	433.87
P/B(倍)	8.91	14.67	33.65	82.55	69.35

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

沈毅

shenyibj@csc.com.cn

010-56135343

SAC 编号:S1440525080005

发布日期：2025 年 09 月 03 日

当前股价：57.60 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
66.91/58.45	143.04/127.26	159.58/123.22

12 月最高/最低价(元) 57.60/15.60

总股本(万股) 39,960.00

流通 A 股(万股) 20,417.00

总市值(亿元) 230.17

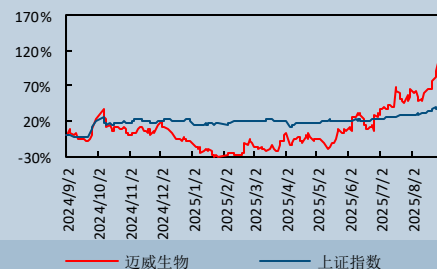
流通市值(亿元) 117.60

近 3 月日均成交量(万) 1813.38

#### 主要股东

朗润(深圳)股权投资基金企业(有限合伙) 35.18%

### 股价表现



公司营业收入较上年同期减少 1,436.26 万元，同比减少 12.43%，主要系上年同期迈威（美国）就 9MW3011 项目与美国 DISC MEDICINE, INC. 达成的独家许可协议确认收入金额较高，本期未实现授权许可收入，技术服务收入减少较多；同时，本期药品销售收入为 1.01 亿元，较上年同期 6,566.50 万元增长 3,512.82 万元，同比增长 53.50%，其中地舒单抗（骨疾病及肿瘤治疗领域）药品销售收入为 9,954.07 万元，较上年同期 6,566.50 万元增长 3,387.57 万元，同比增长 51.59%。公司亏损扩大主要系公司投入大量资金用于在研品种的临床试验推进，多项在研品种处于关键注册临床研究阶段导致公司研发费用金额较高。

2025Q2 营业收入 0.56 亿元，同比增加 17.52%，环比增加 25.87%；归母净利润-2.60 亿元，同比下降 8.47%，环比增加 11.02%；扣非归母净利润-2.80 亿元，同比下降 15.33%，环比增加 4.54%。

## 二、临床项目快速推进，布局多个治疗领域

截至 2025H1，公司拥有 14 个处于临床前、临床或上市阶段的重点品种，包括 10 个创新药，4 个生物类似药，专注于肿瘤和年龄相关疾病，如免疫、眼科、骨科等领域。其中，已上市品种 4 个，提交上市许可申请准备阶段的品种 1 个，处于 III 期关键注册临床阶段品种 2 个，以及处于其他不同临床前、临床研究阶段的品种。

截至 2025H1，公司的核心品种研发管线情况如下：

**图 1: 迈威生物重点管线**

产品	靶点	自主/外部	适应症	临床试验区域	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市	"IND/NDA" 申请/获批编号	商业权利	合作伙伴			
9MW2821 (ADC)	Nectin-4	自主研发	尿路上皮癌 (二线及以后单药)	中国	中国药监局						FTD	2021LP01688	全球				
			尿路上皮癌 (一线联合特瑞普利单抗)	中国	中国药监局							FTD			2023LP00633		
			尿路上皮癌 (围手术期联合特瑞普利单抗)	中国	中国药监局										2024LP02554		
			三阴性乳腺癌 (拓扑异构酶ADC经治单药)	中国	中国药监局										2024LP01576		
			三阴性乳腺癌 (拓扑异构酶ADC经治单药)	美国	FDA							FTD			IND 161043		
			三阴性乳腺癌 (一线联合特瑞普利单抗)	中国	中国药监局										2024LP01576		
			宫颈癌 (二三线单药)	中国	中国药监局										FTD	2021LP01688	
			宫颈癌 (一线联合其他抗肿瘤治疗)	中国	中国药监局										2024LP02507		
			食管癌 (二线及以后单药)	中国	中国药监局										FTD	ODD	2021LP01688
			食管癌 (一线联合其他抗肿瘤治疗)	中国	中国药监局										2024LP02507		
其他 (单药或联合)	中国	中国药监局								2021LP01688							
7MW3711 (ADC)	B7-H3	自主研发	小细胞肺癌 (二线及以后单药)	中国	中国药监局							ODD	2023LP01409	全球			
			晚期实体瘤联合特瑞普利单抗联合或不联合化疗	中国	中国药监局								2025LP00966				
			晚期恶性实体瘤	美国	FDA								IND 169107				
7MW4911 (ADC)	CDH17	自主研发	晚期结直肠癌及其他晚期胃肠道肿瘤	中国	中国药监局							CXSL2500640	全球				
				美国	FDA									IND 176738			

数据来源：公司推介材料，中信建投证券

图 2: 迈威生物重点管线 (续)

	产品	靶点	自主/外部	适应症	临床试验区域	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市	"IND/NDA" 申请/获批编号	商业权利	合作伙伴
肿瘤	6MW5311	LILRB4/CD3	自主研发	复发或难治性急性髓系白血病、慢性粒细胞白血病、复发或难治性多发性骨髓瘤	中国	中国药监局							-	全球	
	迈粒生®	HSA-mhG-CSF	自主研发对外授权	中性粒细胞减少症	中国	中国药监局							2025S01495	除大中华区	齐鲁制药
	迈卫健®	RANKL	自主研发对外授权	骨巨细胞瘤	中国	中国药监局							2024S00481	全球	多个合作方
				实体瘤骨转移和多发性骨髓瘤	中国	中国药监局							2016L08301	全球	
免疫	9MW1911	ST2	自主研发	慢性阻塞性肺疾病	中国	中国药监局							2021LP00644	全球	
				特发性肺纤维化	中国	中国药监局							2023LP00957		
	9MW3811	IL-11	自主研发	病理性瘢痕	澳洲	TGA							CT-2022-CTN-04821-1	大中华区	Calico
					美国	FDA							IND 165283		
	君迈康®	TNF-α	合作研发对外授权	克罗恩病、葡萄膜炎、多关节型幼年特发性关节炎等 8 项适应症	中国	中国药监局							2022S00142	全球	多个合作方
骨科	1MW5011 (RP901)	未予披露	授权引进	骨关节炎	中国	中国药监局							2021LP00131	大中华区	Risen 润佳医药
	迈利舒®	RANKL	自主研发对外授权	骨折高风险的绝经后妇女的骨质疏松症	中国	中国药监局							2024S00481	全球	多个合作方
眼科	9MW0211	VEGF	自主研发	新生血管性 (湿性) 年龄相关性黄斑变性	中国	中国药监局							2020B02434	中国	
	9MW0813	VEGF-Trap	自主研发对外授权	糖尿病性黄斑水肿、新生血管性 (湿性) 年龄相关性黄斑变性	中国	中国药监局							2020LP00546	全球	知名印度药企
血液	9MW3011	TMPRSS6	自主研发对外授权	真性红细胞增多症	中国	中国药监局							2023LP00017	大中华区、东南亚	disc
				β-地中海贫血患者铁过载相关适应症	中国	中国药监局							2023LP00016		

数据来源: 公司推介材料, 中信建投证券

### 三、在研管线重点产品数据优异

#### 1) 靶向 Nectin-4 ADC——9MW2821 多适应症全球进度领先, 应用潜力大

9MW2821 为迈威生物首款靶向 Nectin-4 的定点偶联 ADC 新药, 为公司利用 ADC 药物开发平台联合自动化高通量杂交瘤抗体分子发现平台两项平台技术创新品种, 是国内同靶点药物中首个开展临床试验的品种。

9MW2821 于 2021 年 11 月获得 NMPA 临床受试许可/2022 年 8 月 FDA 临床受试许可, 9MW2821 是全球第二个进入临床开发阶段的 Nectin-4ADC 新药, 在同类药品的竞争中抢占先机。

**宫颈癌 (CC):** 全球首个挺进 II 期的同靶点药物, 进度持续领跑; 免疫+ADC 联合治疗的 Ib/II 期临床已经启动。对于二线及以后的单药疗法, 2024 年 9 月公司已正式启动 9MW2821 治疗含铂化疗失败的复发或转移性宫颈癌的 III 期临床研究, 目前处于入组阶段; 预计将于 2026 年下半年进行期中分析, 并根据期中分析结果向国家药品监督管理局递交 NDA 申请。

**尿路上皮癌 (UC):** 两项 I 期领先优势明显(单药及联合免疫), 均为国内企业首家; 联合治疗一线被纳入 CDE 突破性治疗品种名单; 两项 III 期均有望 2025 年完成入组, 单药治疗于 2026 年实现期中分析; 联合围手术期 I 期已经启动, 全球尚无同靶点药物上市。

**三阴性乳腺癌 (TNBC):** TOPi-ADC 经治单药治疗进入 I 期, 经治人群大、全球同靶点首家; 美国 TOPi-ADC 经治单药临床已经启动并实现首例入组, 未来有望借助外力推进全球多中心 II 期或 III 期临床试验; 多项免疫

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

+ADC 联合治疗进入 I 期,其中联合注射用 JS207(PD-1/VEGF 双抗)用于晚期恶性肿瘤的临床试验已于 2025 年 2 月获批,目前正开展针对 TNBC 的 II 期临床试验。

**食管癌 (EC)**: 积极推进免疫+ADC 联合治疗,已经启动 Ib/II 期临床,未来有望对标目前的标准疗法(免疫+化疗)。

## 2) ST2 单抗 (9MW1911): 国内首家进入临床, COPD 潜在的变革性疗法

**9MW1911 全球同靶点进度第二**,已经完成 Ib/IIa 期 80 例患者的全部入组,有望于 2025 年下半年完成随访并力争年底前后读出有效性数据。启动 IIb 期临床试验并已实现首例入组,全球尚无以 ST2 或其配体 IL-33 为靶点的抗体药物上市。9MW1911 血 EOS(嗜酸性粒细胞计数)无要求,不区分炎症通路表型,同时涵盖 2 型及非 2 型 COPD 人群,已在 COPD 患者中初步体现疗效,并积极探索与吸入制剂联用的可能。

## 3) IL-11 单抗 (9MW3811): 全球首款,探索病理性瘢痕适应症新机遇

病理性瘢痕(增生性瘢痕/瘢痕疙瘩等)全球患者基数庞大且持续增长,目前急缺有效治疗药物,存在显著的未被满足临床需求。针对病理性瘢痕,临床前研究数据充分,靶点与疾病高度相关,药物治疗机理机制明确。Journal of Investigative Dermatology 的研究论文证实了 IL-11 在瘢痕形成过程中的关键作用。

**9MW3811 分子特性优势显著,更适合慢性疾病治疗**。基于公司在 2025 年 5 月在 Nature 旗下子刊发表的文章,具有极高的亲和力和极强的信号阻断效率,在人体内拥有超过 1 个月的半衰期,更适合慢性疾病的长给药间隔用药方。9MW3811 已申报病理性瘢痕的临床 II 期,有望年底前启动入组,临床周期较短,有望快速获得人体 POC 数据;同时已获特发性肺纤维化和晚期恶性肿瘤适应症的临床批件;已完成中、澳 I 期临床研究,并在美国获批开展 I 期临床研究。

**背靠 CALICO Life Sciences 积极探索抗衰老领域**。鉴于 9MW3811 在纤维化疾病和衰老相关疾病治疗中的潜在应用价值,CALICO 公司与迈威达成独家许可协议,获得 9MW3811 大中华区以外所有区域内独家开发、生产和商业化的权益。迈威生物获得 2500 万美元首付款、合计最高达 5.71 亿美元的近端、开发、注册及商业化里程碑付款,以及按许可产品净销售额计算的阶梯式特许权使用费。CALICO 公司是 Alphabet 旗下聚焦抗衰老创新疗法的公司,其在 IL-11 疗法抗衰老研究方面具有深厚的研究基础,提示未来 9MW3811 除了在包括特发性肺纤维化、甲状腺眼病、皮肤纤维化、肾纤维化、肝纤维化以及心脏纤维化等多器官纤维化类疾病上具有广阔的应用前景外,在衰老相关疾病如细胞衰老引发的慢性病,衰老引发的身体虚弱以及长寿方面具有潜在的应用前景。

## 4) 7MW4911 (CDH17 ADC): 针对多药耐药消化道肿瘤的疗效,有望获得验证

7MW4911 是一款基于公司自主知识产权的 IDDC 抗体偶联技术平台开发的靶向钙黏蛋白 17 (CDH17) 创新抗体偶联药物 (ADC)。7MW4911 采用为克服肿瘤多药耐药机制而设计的 DNA 拓扑异构酶 II 抑制剂 MF-6 载荷,结合正常组织中不易暴露的抗原表位,降低潜在毒性风险。7MW4911 已在 2025 年 8 月在美国获准开展临床试验,已经实现中美双报。

**临床前数据展现出成为晚期消化道实体瘤变革性疗法的潜力**。多药耐药消化道肿瘤模型中抑瘤效果显著优于 MMAE 及 DXd ADCs,在较低剂量下即对多种结直肠癌、胰腺癌和胃癌肿瘤模型有显著抑瘤效果,对多种 RAS/BRAF 突变类型和 CMS 分型的结直肠癌模型均有显著抑瘤效果。

## 5) 9MW3011 (TMPRSS6 单抗): 全球唯一一款针对真性红细胞增多症的 TMPRSS6 单抗

9MW3011 为一款由全资子公司迈威（美国）自主研发的重组人源化抗 Tmprss6 单克隆抗体，治疗用生物制品 1 类。其靶点主要表达在肝细胞膜表面，9MW3011 单抗可通过特异性地与 Tmprss6 结合，上调肝细胞表达铁调素（Hepcidin）的水平，抑制铁的吸收和释放，降低血清铁水平，从而调节体内的铁稳态。9MW3011 的研发阶段目前处于全球第一梯队。

**全球尚无创新疗法，目前主要治疗手段为静脉放血术项目优势明显。**9MW3011 为非外源性，获得更符合生理机制的铁调节效果，减少恶性红细胞生成；同时给药间隔更长，支持每两周一次或每四周一次给药。美国的真性红细胞增多症患者有 15.5 万人，诊断后平均生存期为 16 年。

2023 年 1 月，公司全资子公司迈威（美国）就 9MW3011 与 DISC MEDICINE, INC. 达成独家许可协议，除大中华及东南亚区域，以 4.125 亿美元总合同授权给 Disc Medicine。美国针对 PV 患者人群的 II 期临床研究已经启动（已获 ODD 和 FTD），中国有 3 项针对患者人群的 Ib 期临床处于入组或随访阶段。

#### 6) 1MW5011：全球唯一一款针对骨关节炎(OA)的口服给药创新疗法

1MW5011 是一款骨关节炎（osteoarthritis, OA）治疗领域潜在 First-in-class、具有自主知识产权的小分子药物。属于化学药品 1 类，适应症：骨关节炎等。目前 1MW5011 国内处于 II 期临床研究阶段，口服给药，耐受性更好，利于长期便捷治疗，市场潜力更大。

临床前药效研究结果表明其具有明确的骨保护和骨关节炎改善作用；临床前药代动力学研究结果表明 1MW5011 在大鼠和猴中具有较高的口服生物利用度，采用同位素标记手段研究表明 1MW5011 在骨关节靶器官有良好分布；临床前安全性及 I 期临床实验结果表明 1MW5011 具有良好的安全性。

#### 7) 6MW5311（LILRB4/CD3 TCE）：拥有更高效空间位阻遮蔽效应、提升安全性和剂量、降低毒性

6MW5311 是一种靶向 CD3 及人类白细胞免疫球蛋白样受体亚家族 B 成员 4（LILRB4）的 T 细胞衔接器（TCE），用于治疗复发或难治性急性髓系白血病（AML）、慢性粒单核细胞白血病（CMML）以及复发或难治性多发性骨髓瘤（MM）。

该分子经独特结构设计，在无肿瘤环境下对 T 细胞的结合活性极低，而在肿瘤与 T 细胞共存的微环境中则表现出强效杀伤作用，在保障疗效的同时显著提高了安全性。临床前研究显示，6MW5311 在高、低 LILRB4 表达的 AML 模型中均能有效抑制肿瘤生长，并在高表达模型中近乎完全清除肿瘤；食蟹猴安全性评价也表明其具有良好的安全特性。公司计划于 2026 年上半年进行 6MW5311 的中美双报。此外，基于公司自主开发的 TCE 双特异及三特异抗体平台，多个靶向实体瘤的 TCE 项目后续将陆续进入临床前阶段。

### 四、面向全球，BD 合作全面展开

**2025 年 6 月，与 Calico Life Sciences 就靶向 IL-11 单抗创新药达成独家许可协议。**独家许可 Calico 在除大中华区以外所有区域内独家开发、生产和商业化 9MW3811 的权利。Calico 向公司支付一次性不可退还的首付款 2500 万美元，此外，公司额外将获得合计最高达 5.71 亿美元的近端、开发、注册及商业化里程碑付款，以及按许可产品净销售额计算的阶梯式特许权使用费。

**2025 年 6 月，与齐鲁制药就注射用阿格司亭 α（迈粒生®）签署新药项目技术许可协议。**独占许可齐鲁制药在大中华区（包括中国大陆、香港、澳门和台湾）内开发、生产、改进、利用和商业化许可产品的权利。泰康生物可获得合计最高达 5 亿元人民币的首付款及销售里程碑付款，其中包括一次性不可退还的首付款 3.8 亿元，另外可获得许可产品净销售额最高两位数百分比的特许权使用费。

2025年6月收到重庆中新医药大健康基金支付的首批增资款项2亿元人民币。与重庆高新技术产业开发区管理委员会以及重庆中新医药大健康私募股权投资基金合作，共同推进骨健康项目。根据有关合作协议，重庆高新区管委会将支持迈利舒。在重庆市医疗机构的开户工作，并支持在全市范围内推广惠民工程和“渝快保”增值服务等新型服务方式，力争每年覆盖100万人以上的老年人群。

与此同时，公司正积极推进其他创新药BD业务：涉及管线包括Nectin-4 ADC、B7-H3 ADC、CDH17 ADC、ST2 单抗以及多条临床前管线。

## 五、公司财务情况分析：销售基本稳定，研发投入增加

公司2025H1实现营业收入1.01亿（-12.43%），归母净利润-5.51亿元（-23.90%），扣非归母净利润-5.74亿元（-24.48%），销售毛利率78.70%（-15.96pct）。2025Q2实现营业收入0.56亿元（+17.52%），归母净利润-2.60亿元（-8.47%），扣非归母净利润-2.80亿元（-15.33%），销售毛利率79.47%（-9.50pct）。

2025H1研发费用3.92亿元，同比增加21.72%，主要系公司投入大量资金用于在研品种的临床试验推进，多项在研品种处于关键注册临床研究阶段导致公司研发费用金额较高。销售费用1.02亿元，同比减少9.69%。管理费用1.15亿元，同比增长3.05%。

## 六、未来展望：商业化逐渐成型，ADC技术平台预期兑现

未来一年重点催化剂事件包括：

1. Nectin-4 ADC UC单药III期和CC单药III期有望在2026年完成期中分析。
2. ST2单抗已经完成Ib/IIa期80例患者的全部入组，有望于2025年下半年完成随访并力争年底前后读出有效性数据。
3. 公司计划于2026年上半年进行6MW5311的中美双报；基于公司自主开发的TCE双特异及三特异抗体平台，多个靶向实体瘤的TCE项目后续将陆续进入临床前阶段。
4. 9MW3811已申报病理性瘢痕的临床II期，有望年底前启动入组，临床周期较短，有望快速获得人体POC数据。

图 3:公司未来重要发展事件

内源性增长明确		
差异化创新领域	BD	1. 黄金窗口期：多条管线推进中 --- 【IL-11单抗BD已经达成，首付2500W美金】
	肿瘤	2. Nectin-4 ADC 【UC-BIC潜质，两项III期，国内领先；CC-全球首款进III期；TNBC-拓扑ADC经治全球领先；EC-往前线布局】 1) 目前三个III期加快推进：UC单药、UC联合、CC单药； 2) TNBC拓扑异构酶 ADC 经治国内单药II期数据； 3) TNBC拓扑异构酶 ADC 经治美国临床推进入组； 4) 后线往前线的全面布局：UC联合、UC围手术期联合、CC联合、EC联合、TNBC联合 3. CDH17 ADC (中美双报，独家MF-6新毒素) 4. ADC其他管线个性化推进：B7-H3 ADC 5. TCE 平台：从血液瘤到实体瘤的差异化布局 【2026年早些时候首款产品IND，新增重要BD管线】
	年龄相关疾病	6. MW38, IL-11 1) 与Calico的合作开发抗衰老、抗纤维化适应症； 2) 年底前启动病理纤维化适应症的II期临床试验，预计为全球同靶点首家； 7. MW19, ST2【全球第二梯队，国产第一】，慢阻肺COPD，力争读出部分II期数据。美国IND下半年申报 8. MW50【FIC】：骨关节炎OA，推进II期临床入组
商业化领域 [现金流品种]	国内商业化	1. 新增MW05创新药HAS-G-CSF 获批上市【市场容量巨大，MW05优势明显】 --- 【BD达成，首付3.8亿】 2. 地舒单抗（120mg）骨转移大适应症有可能提交补充申请 3. 新增MW08生物类似药项目报产【全球最高销售额的眼科制剂】 4. 原有3款商业化项目继续发力：销售收入将进一步增加。政企合作的创新营销模式---【已收款2亿】
	新兴市场出海	5. 有望推进1-2个海外市场获批上市
差异化创新将持续获得实质性成果、商业化领域不断有新的管线加码		

数据来源：迈威生物推介材料，中信建投证券

### 七、公司盈利预测及估值：

我们预计公司 2025、2026、2027 年营业收入分别为 8.35 亿元，13.48 亿元，21.56 亿元，对应增速分别为 318.00%，61.36%，60.00%，归母净利润分别为-8.85 亿元，-4.05 亿元，0.53 亿元。考虑到公司自研新药开发的持续深入、临床开发和商业化等方面更多的重磅里程碑的落地，维持“买入”评级。

## 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。

### 沈毅

制药及生物科技组分析师，香港中文大学硕士，6 年产业经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

## 研究助理

### 徐韵翔

xuyunxiang@csc.com.cn

**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