

## 前沿生物 (688221.SH) 前瞻布局小核酸打开成长空间, HIV 用药稳增长

2025 年 09 月 25 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

余汝意 (分析师)

巢舒然 (联系人)

yuruyi@kysec.cn

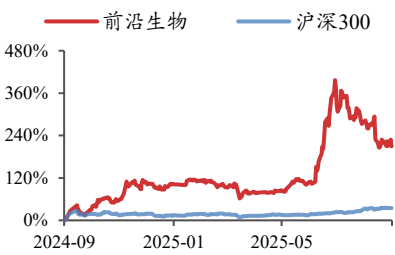
chaoshuran@kysec.cn

证书编号: S0790523070002

证书编号: S0790123110015

日期	2025/9/23
当前股价(元)	14.85
一年最高最低(元)	24.67/4.55
总市值(亿元)	55.62
流通市值(亿元)	55.62
总股本(亿股)	3.75
流通股本(亿股)	3.75
近 3 个月换手率(%)	465.21

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### ● 前瞻布局小核酸技术, 深化创新引领长期发展

前沿生物 2013 年成立, 2020 年成功于上交所上市。其核心自主研发的国家 1.1 类抗艾滋病 (HIV) 新药艾可宁 (艾博韦泰) 于 2018 年获批上市, 成为公司发展的重要里程碑。此外, 公司持续深化创新布局, 构建“创新药+高端仿制药”协同发展的创仿结合在研管线, 涵盖长效抗 HIV 病毒药物、小核酸药物、高端仿制药及器械等多个领域, 核心竞争力不断提升。我们看好公司未来小核酸创新管线大力推进带来的潜在成长性, 同时 HIV 用药等品种销售稳健增长, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为-1.76/-1.71/-1.64 亿元, EPS 为-0.47/-0.46/-0.44 元, 当前股价对应 PE 为-31.6/-32.6/-33.8 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 小核酸领域前瞻布局多适应症, 自研 ACORDE 递送载体

小核酸药物方面, 公司聚焦慢性病治疗, 在研 siRNA 药物已覆盖 IgA 肾病、血脂异常、内分泌相关等疾病领域, 所选靶点具备 FIC 或 BIC 的潜力。IgA 肾病领域, 公司布局了三款靶向补体机制的 siRNA 药物, 其中 FB7013 (MASP-2 单靶点) 具备 FIC 潜力, 计划于 2025 年底递交 IND 申请; FB7011 (MASP-2 和 CFB 双靶点) 可同时沉默两个目标蛋白的表达, 临床前研究显示其沉默效率不劣于混合给药组, 显示出具有更高疗效、更好安全性的潜在优势。此外, 公司已自主研发国际创新型 siRNA 递送载体-ACORDE, 并逐步探索肾脏递送、中枢神经系统递送等方向, 有望进一步打开成长空间。

### ● 紧抓 HIV 临床痛点组配完整长效治疗方案, 拓展仿制药及器械贡献业绩增量

艾可宁 (注射用艾博韦泰) 是公司布局长效抗 HIV 病毒药物的核心产品, 2018 年其经治治疗适应症获批上市, 也是全球首个获批的长效抗 HIV 病毒融合抑制剂, 在医保身份的加持下, 未来有望完善渠道覆盖, 加速拓展下沉市场。同时, 公司正全力推进新型抗 HIV 病毒长效制剂的研发, 并组成配方完整的长效治疗方案。此外, 公司战略性布局高端仿制药及器械, 有望为公司持续贡献收入增量。

● **风险提示:** 政策变化风险、市场竞争加剧、研发进展不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	114	129	143	169	201
YOY(%)	34.8	13.3	10.2	18.2	19.2
归母净利润(百万元)	-329	-201	-176	-171	-164
YOY(%)	7.8	38.8	12.5	3.1	3.6
毛利率(%)	29.0	33.9	32.7	33.4	34.2
净利率(%)	-287.9	-155.5	-123.4	-101.2	-81.9
ROE(%)	-24.5	-17.6	-18.4	-21.5	-26.2
EPS(摊薄/元)	-0.88	-0.54	-0.47	-0.46	-0.44
P/E(倍)	-16.9	-27.6	-31.6	-32.6	-33.8
P/B(倍)	4.1	4.9	5.8	7.0	8.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 前沿生物：前瞻布局小核酸技术，深化创新引领长期发展.....	3
1.1、 股权结构清晰稳定，激励计划彰显发展信心.....	3
1.2、 营业收入稳健增长，费用管控持续优化.....	5
2、 差异布局小核酸打开成长空间，HIV 用药等贡献业绩增量.....	7
2.1、 小核酸药物：前瞻布局多适应症领域，自研 ACORDE 递送载体 .....	7
2.2、 长效抗 HIV 药物：自主研发 1.1 类新药艾可宁，紧抓临床痛点组配完整长效治疗方案 .....	13
2.3、 高端仿制药及器械：丰富产品布局，加速推进商业化进程.....	16
3、 盈利预测与投资建议 .....	17
4、 风险提示 .....	18
附：财务预测摘要.....	19

## 图表目录

图 1： 截至 2025H1，公司股权结构清晰稳定.....	4
图 2： 2021-2024 年公司营业收入稳健增长 .....	5
图 3： 2022-2024 年公司归母净利润逐渐向好 .....	5
图 4： 2021-2024 年核心产品艾可宁销售稳健增长 .....	6
图 5： 2021-2024 年艾可宁毛利率稳步提升 .....	6
图 6： 2021-2025H1 公司的销售净利率明显提升 .....	6
图 7： 2021 年起公司的各项费用率结构持续优化.....	6
图 8： 截至 2025H1，公司已布局长效抗 HIV 病毒药物、小核酸药物等多个产品领域.....	7
图 9： 补体激活主要有三条途径 .....	10
图 10： 全球及中国 IgA 肾病治疗药物市场预计将快速增长（单位：亿美元） .....	12
图 11： 2018-2027 年，预计我国抗 HIV 药品医保渠道市场规模逐年快速提升（单位：亿元） .....	14
表 1： 前沿生物前瞻布局小核酸技术，聚焦 HIV 疾病等创新药研发，核心产品引领产业化升级.....	3
表 2： 研发团队经验丰富，助力长期创新发展.....	4
表 3： 2025 年公司推出限制性股票激励计划，目标明晰.....	5
表 4： 公司小核酸药物管线布局涉及 IgA 肾病、血脂异常、内分泌领域等多领域.....	7
表 5： IgA 肾病的治疗策略主要有三大方向，多款药物在研 .....	9
表 6： 处于临床阶段的补体系统小核酸药物基本均为单靶点.....	11
表 7： 艾可宁 2021 年通过医保谈判纳入医保目录支付范围.....	14
表 8： 艾可宁临床应用学术验证持续丰富 .....	15
表 9： 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健.....	17
表 10： 考虑到公司当前仍处于管线持续研发创新阶段，估值涵盖创新药管线，因此公司 PE 估值具备一定合理性.....	18

## 1、前沿生物：前瞻布局小核酸技术，深化创新引领长期发展

**前瞻布局小核酸技术，深化创新引领长期发展。**前沿生物 2013 年成立，2020 年成功于上交所上市。公司致力于研究、开发、生产及销售针对未满足重大临床需求的新药，其自主研发的国家 1.1 类抗艾滋病（HIV）新药艾可宁（艾博韦泰）于 2018 年获批上市，成为公司发展的重要里程碑。此外，公司持续深化创新布局，构建了“创新药+高端仿制药”协同发展的创仿结合在研管线，涵盖长效抗 HIV 病毒药物、小核酸药物、高端仿制药及器械等多个领域，核心竞争力不断提升。

**表1：前沿生物前瞻布局小核酸技术，聚焦 HIV 疾病等创新药研发，核心产品引领产业化升级**

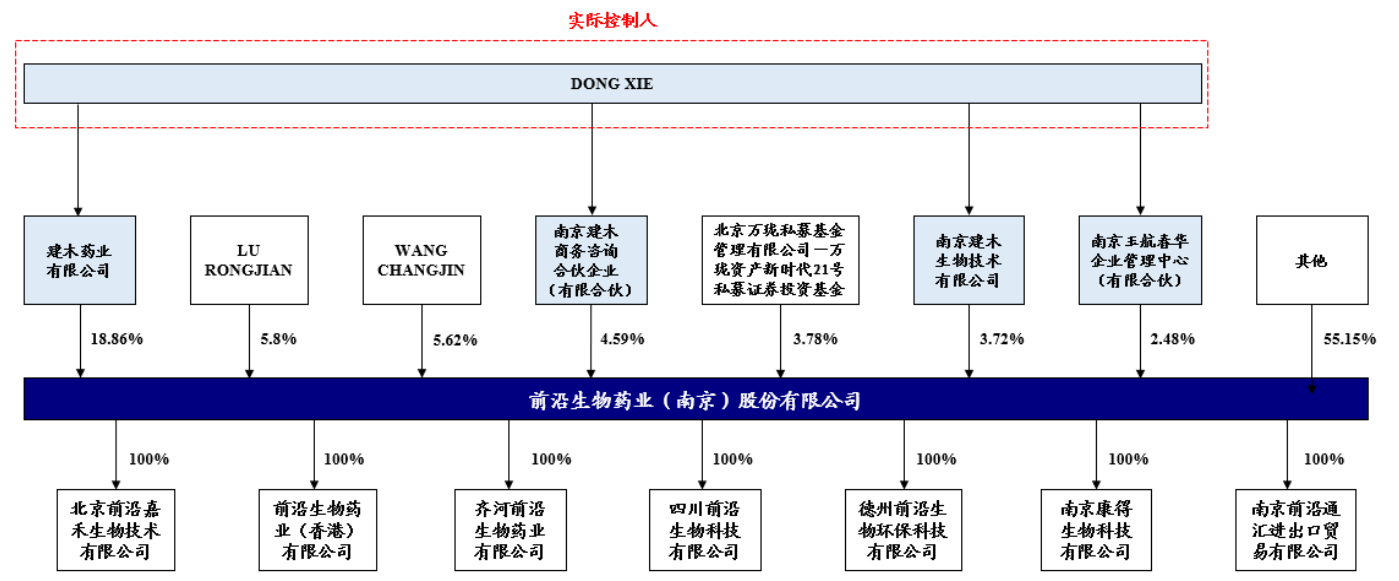
时间（年）	事件
2013	前沿生物药业（南京）股份有限公司成立于 2013 年 1 月 15 日，总部企业总部落户南京江宁
2014	启动艾可宁临床 III 期试验
2016	艾可宁临床 III 期实验中期数据达到终点指标；国家药监局优先审评；完成 C 轮融资
2017	前沿生物作为牵头单位，获得国家“十三五”重大专项新药创制艾滋病专项立项
2018	艾可宁获国家药监局批准上市
2019	艾可宁上市入选“2018 年度中国十大医学科技新闻”，并被列为年度重大科技创新成果
2020	成功登陆上海证券交易所科创板；艾可宁被纳入国家医保药品目录
2023	艾可宁核心专利荣获中国专利金奖；公司生产基地“零缺陷”通过 FDA 现场检查
2024	南京制剂生产基地通过 GMP 符合性检查，获得生产许可证；通过国家专精特新小巨人企业认定；通过国家高新技术企业复核认定；艾可宁成功续约国家医保目录

资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 1.1、股权结构清晰稳定，激励计划彰显发展信心

**股权结构清晰，实控人持股比例高。**截至 2025H1，建木药业为第一大股东，持股比例为 18.86%，其与南京建木商务咨询合伙企业（有限合伙）、南京建木生物技术有限公司、南京玉航春华企业管理中心（有限合伙）均受公司实际控制人谢东控制，为一致行动人。**子公司方面**，北京前沿生物嘉禾生物技术有限公司负责药品销售，齐河前沿生物药业有限公司负责药品生产，南京康德生物科技有限公司负责检测服务，南京前沿通汇进出口贸易有限公司负责药品进出口。

图1: 截至 2025H1, 公司股权结构清晰稳定



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**研发团队经验丰富, 助力长期创新发展。**公司核心管理层均具专业背景及丰富的生物医药研发和工作经验。其中, 公司创始人兼首席科学家谢东是国际知名抗艾专家, 拥有超 20 年药物研发经验, 2002 年回国创业, 专注于开发长效注射类抗艾新药的自主研发, 也是中国首个长效抗艾新药艾可宁的主要发明人。

表2: 研发团队经验丰富, 助力长期创新发展

姓名	职务	主要经历
DONG XIE (谢东)	董事长、 总经理、 首席科学家	美国约翰霍普金斯大学博士研究生学历, 曾任该大学生物量热中心执行主任; 曾先后任美国国家癌症研究所弗雷德里克癌症研发中心生物化学结构项目及生物医学巨型计算机中心助理科学家, 该中心生物化学结构项目、生物物理实验室科学家、负责人; Tibotec Inc. 研发总监、全球项目负责人。
CHANGJIN WANG (王昌进)	董事、 首席商务官	博士研究生学历。曾先后任 Schering-Plough Corporation (美国先灵葆雅公司) 高级科学家、副主任科学家、主任科学家; Packard Biosciences Inc 商务开发经理; Alpha Screen 技术及系统部总监、授权并购及加盟部总监; Cellomics Co. 商务开发和市场营销副总裁; TaiGen Biotechnologies Co. 商务开发副总裁; Abmaxis Co. 商务开发副总裁; Vivus Inc. 商务开发副总裁; 株式会社 ABsize 董事兼总经理。
RONGJIAN LU (陆荣健)	董事、 首席技术官	博士研究生学历。曾于南开大学元素有机化学研究所任教; 曾任东北大学/哈佛大学医学院博士后; 美国国家癌症研究所弗雷德里克癌症研发中心高级博士后; Tibotec Inc. 科学家; Trimeris Inc. 研究调查员、高级科学家; Sequoia Pharmaceuticals Inc. 首席研究调查员、化学部负责人。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**激励计划目标明晰, 彰显发展信心。**2025 年 9 月 18 日, 公司公告推出限制性股票激励计划, 以 8.56 元/股的价格向不超过 27 名核心人员 (不含预留授予人员) 首次授予共计 425 万股限制性股票 (预留 75 万股)。限制性股票分两期归属, 每期归属比例为 50%。激励对象覆盖公司核心管理层与关键岗位员工, 未包括独立董事、监事、大股东及其关联方, 体现了激励的公正性与针对性。该股权激励计划紧密结合公司“创新药研发+商业化推进”双轮驱动战略, 覆盖新药研发、专利申请、BD 交易及收入增长, 兼具挑战性与可实现性。通过科学合理的指标体系, 公司能够有效推动技术成果转化和核心产品竞争力提升, 同时强化管理层与股东的战略协同, 保障公司长期稳健发展。

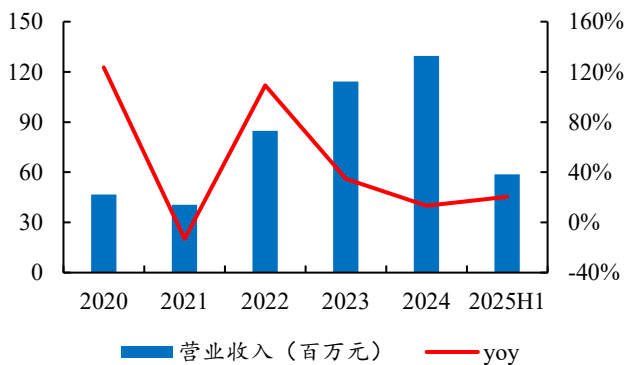
**表3: 2025 年公司推出限制性股票激励计划, 目标明晰**

归属期	考核年度	公司层面研发类业绩考核目标		公司层面综合类业绩考核目标	
		触发值 (公司层面归属比例 80%)	目标值 (公司层面归属比例 100%)	触发值 (公司层面归属比例 80%)	目标值 (公司层面归属比例 100%)
第一个归属期	2025 年	同时满足以下条件: 1、2025 年 IND 数量不低于 1 个 (不含已上市产品); 2、2025 年新药发明专利申请数量不低于 7 个。	同时满足以下条件: 1、2025 年 IND 数量不低于 1 个 (不含已上市产品); 2、2025 年新药发明专利申请数量不低于 8 个。	前两条与研发类目标一致, 同时满足以下条件: 3、以 2024 年营业收入为基数, 2025 年营业收入增长率不低于 10%。	前两条与研发类目标一致, 同时满足以下条件: 3、以 2024 年营业收入为基数, 2025 年营业收入增长率不低于 10%。
第二个归属期	2026 年	同时满足以下条件: 1、2025 年-2026 年 IND 数量累计不低于 4 个 (不含已上市产品); 2、2025 年-2026 年新药发明专利申请数量累计不低于 12 个。	同时满足以下条件: 1、2025 年-2026 年 IND 数量累计不低于 5 个 (不含已上市产品); 2、2025 年-2026 年新药发明专利申请数量累计不低于 16 个; 3、2025 年-2026 年小核酸新药累计达成 1 项 BD 交易。	前两条与研发类目标一致, 同时满足以下条件: 3、以 2024 年营业收入为基数, 2025 年-2026 年累计营业收入增长率不低于 30%。	前三条与研发类目标一致, 同时满足以下条件: 4、以 2024 年营业收入为基数, 2025 年-2026 年累计营业收入增长率不低于 30%。

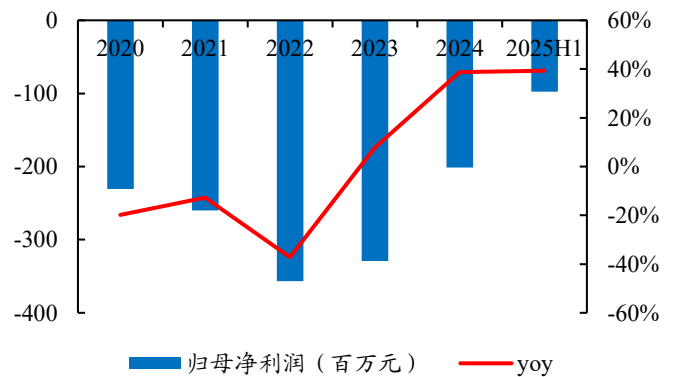
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.2、营业收入稳健增长, 费用管控持续优化

**营业收入稳健增长, 归母净利润逐渐向好。**2020-2024 年, 公司营业收入由 0.47 亿元增至 1.29 亿元, CAGR 约为 29.1%, 整体呈现较快速增长。其中 2021 年营收下降主要受到医保降价压力的影响, 同时新冠疫情也导致患者就诊量减少, 产品推广面临挑战。归母净利润方面, 2020-2022 年亏损逐年扩大, 主要系公司持续加大研发投入, 尤其是在临床试验和新药开发方面的支出, 同时疫情对市场推广造成的影响也限制了收入的增长, 2023-2024 年亏损进一步收窄, 反映出公司在收入增长的基础上加强费用管控等举措。截至 2025H1, 公司实现营业收入 0.59 亿元 (+14.85%), 归母净利润亏损收窄至-0.97 亿元。

**图2: 2021-2024 年公司营业收入稳健增长**


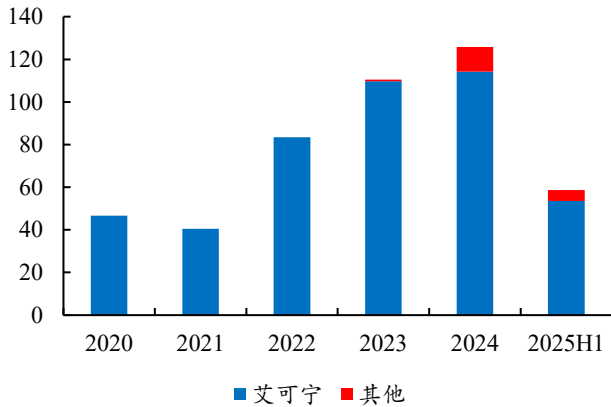
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图3: 2022-2024 年公司归母净利润逐渐向好**


数据来源: Wind、开源证券研究所

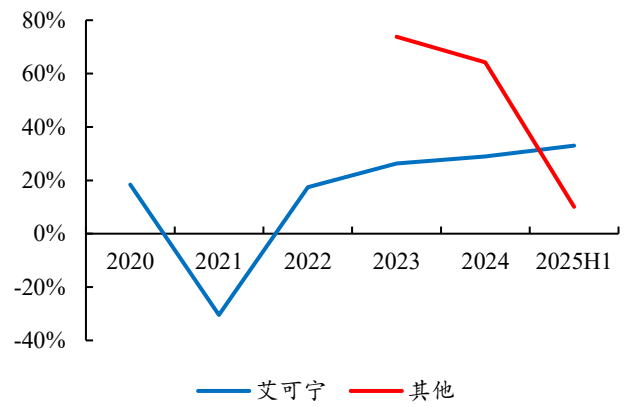
核心产品艾可宁销售持续增长，毛利率稳步提升。分产品看，2021-2024年，艾可宁的营业收入由0.41亿元增至1.14亿元，毛利率则从-30.44%逐步回升至28.99%；其他产品2023-2024年营业收入由70万元快速增长至1160万元，毛利率有待企稳。

图4：2021-2024年核心产品艾可宁销售稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

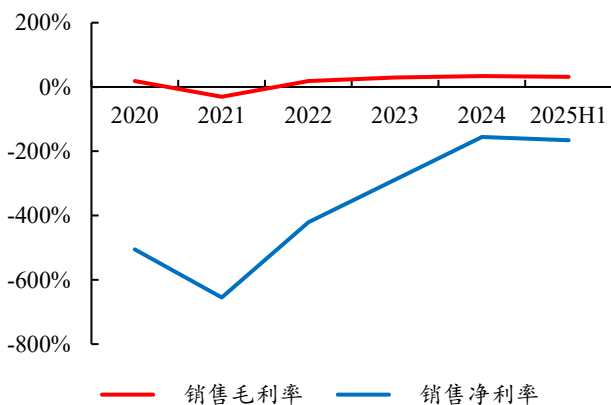
图5：2021-2024年艾可宁毛利率稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

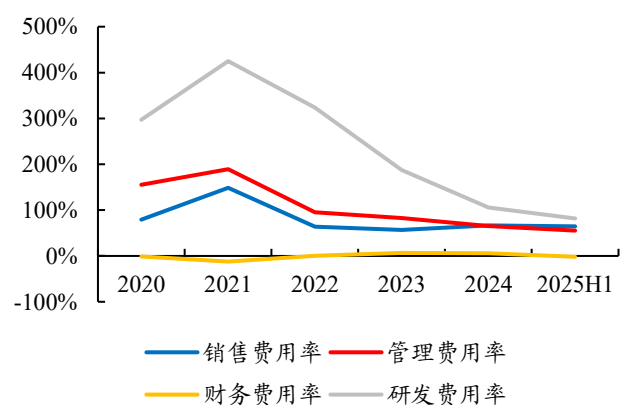
净利率逐步修复，费用结构优化。从盈利能力来看，2021-2024年公司毛利率由-30.44%提升至33.93%，其中2021年毛利率转负，主要系医保降营收承压、疫情冲击诊疗与物流等因素影响，随后2022年毛利率由负转正，得益于市场环境恢复、渠道建设与学术推广逐步进入收获期等影响叠加，且净利率同步修复。从费用端来看，2021-2024年伴随营收规模提升以及费用结构优化，销售、管理、财务及研发费用率均呈现持续优化的趋势，截至2025H1，公司销售费用率为64.25% (-2.59pct)、管理费用率为55.28% (-116.12pct)、财务费用率为-1.52% (-9.79pct)、研发费用率为81.75% (-60.65pct)。

图6：2021-2025H1公司的销售净利率明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2021年起公司的各项费用率结构持续优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、差异布局小核酸打开成长空间，HIV 用药等贡献业绩增量

作为一家研发驱动型的创新药公司，自成立以来，公司始终坚守“以患者为中心，创新解决方案，促进人类健康”的核心价值观，聚焦未被满足的临床需求。目前已经构建了“创新药+高端仿制药”协同发展的创仿结合在研管线，产品领域涉及长效抗 HIV 病毒药物、小核酸药物、高端仿制药及器械等。

图8：截至 2025H1，公司已布局长效抗 HIV 病毒药物、小核酸药物等多个产品领域

产品领域	产品名称	适应症	临床前研究	IND 申请	I 期	II 期	III 期	注册申报	上市
长效抗 HIV 病毒药物	艾可守®	经治治疗	→						
	艾可守®	维持治疗	→						
	艾可守®	免疫重建不全	→						
	长效抗 HIV 病毒药物	艾滋病治疗/预防	→						
小核酸药物	FB7011	IgA 肾病/探索其他补体系统相关疾病	→						
	FB7013		→						
	FB7014		→						
	7023 及其他在研项目	血脂异常	→						
	多个早期在研项目	内分泌领域	→						
多个肝外靶向早期在研项目	肿瘤、痛风、肌肉、中枢神经等疾病	→							
产品领域	产品名称	适应症	小试开发	中试放大	工艺验证	注册申报	上市		
高端仿制药及器械	FB4001	治疗骨质疏松药物	→						
	FB3002		→						
	远红外治疗贴	治疗骨骼肌肉关节疼痛	→						
	其他经皮给药项目		→						

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.1、小核酸药物：前瞻布局多适应症领域，自研 ACORDE 递送载体

公司依托在长效化药物开发领域积累的成熟经验与资源，通过内部技术迁移及外部合作协同，快速构建起完善的小核酸药物开发能力；并在此基础上，完成兼具创新引领性与落地可行性的差异化管线布局。适应症领域方面，公司聚焦慢性病治疗，在研 siRNA 药物已覆盖 IgA 肾病、血脂异常、内分泌相关、痛风、肌肉、中枢神经等疾病领域，以及肿瘤治疗领域，所选靶点具备同类首创（First-in-Class）或同类最优（Best-in-Class）的潜力。

表4：公司小核酸药物管线布局涉及 IgA 肾病、血脂异常、内分泌领域等多领域

管线名称	靶点/机制	适应症	研发阶段	备注
FB7013	MASP-2/补体系统	IgA 肾病 其他补体机制疾病潜力	临床前	具备 FIC 潜力，预计 2025 年底递交 IND 申请
FB7011	MASP-2 和 CFB /补体系统	IgA 肾病	临床前	具备 FIC 潜力
FB7014	单靶点/补体系统	IgA 肾病	临床前	-
FB7022	ANGPTL3	高胆固醇血症	临床前	-
FB7023	-	动脉粥样硬化	临床前	计划在 2025 年底确定临床前候选分子（PCC）
-	-	代谢相关脂肪性肝炎（MASH）	临床前	-
-	-	2 型糖尿病（T2DM）	临床前	-

资料来源：公司公告、Insight、开源证券研究所

**(1) 补体项目，首个适应症拟治疗 IgA 肾病：**公司布局的三款靶向补体机制的小核酸药物，FB7011、FB7013 和 FB7014，主要用于治疗 IgA 肾病。其中：

FB7013 (MASP-2 单靶点) 具备 FIC 潜力，计划于 2025 年底递交 IND 申请。此外，**临床前药理研究表明**，在健康猴上单次皮下给药，目标蛋白表达在 16 周内持续降低，最大降幅达到 98%，结合蛋白敲降数据推算，预计 FB7013 在临床上可实现每 6 个月给药一针，有望显著提升患者的治疗依从性。食蟹猴 IgA 肾病模型药效研究显示，(i) 关键指标改善：单次皮下给药可在 8 周内持续抑制疾病发展，尿总蛋白肌酐比值 (uPCR) 和尿总蛋白 (uTP) 呈剂量依赖地持续显著降低，肾小球滤过率 (eGFR) 呈剂量依赖地持续升高；(ii) 病理表现改善：8 周肾组织切片病理分析显示，FB7013 可以显著降低模型动物肾小球系膜区的 IgA 沉积，并同时显著改善肾小球系膜细胞增多、系膜基质增生等病理表现，综合疗效显著；(iii) 安全性好、疗效显著：试验期间未观察到任何不良安全事件，且试验展现出积极的治疗潜力。**作为一款具有全新作用机制的 siRNA 药物，对此类补体介导相关的异质性较强的疾病，未来有望通过单药或者与不同机制药物组成联用方案覆盖更广泛的患者群体。**

FB7011 (MASP-2 和 CFB 双靶点) 具备 FIC 潜力，通过同时阻断凝集素途径和替代途径对相关疾病进行治疗，同时留出经典途径又可以较好维持人体的获得性免疫。**临床前研究表明**，食蟹猴皮下注射 FB7011，可同时沉默两个目标蛋白的表达，沉默效率不劣于混合给药组，显示出具有更高疗效、更好安全性的潜在优势。**同为全新机制的 siRNA 药物，FB7011 将初步在定位治疗 IgA 肾病，未来有望进一步拓展到其他凝集素和替代两个路径同时激活的补体介导疾病。**

FB7014 为单靶点小核酸药物。在食蟹猴 IgA 肾病模型中，临床前药效研究数据表明，FB7014 在尿总蛋白肌酐比值 (uPCR) 降低和估算肾小球滤过率 (eGFR) 方面，显示出强效持久的疗效，且安全性良好。

此外，以上三个管线有向其他因补体系统的异常激活诱发的疾病领域拓展的潜力，包括系统性红斑狼疮 (SLE)、狼疮肾炎 (LN)、老年性黄斑变性 (AMD) 等。

**IgA 肾病 (IgAN) 是世界范围内最常见的原发性肾小球疾病，也是引起终末期肾病 (end-stage renal disease, ESRD) 的最常见病因。** IgA 肾病在不同地区的发病率存在差异，亚洲地区发病率最高，其中我国 IgAN 占全部肾活检病例的 54.3%，且我国患者病理表现、疾病负担更重。此外，IgAN 进展至 ESRD 的风险高，即便尿蛋白较低者，仍有进展至肾衰竭的风险，因此对于 IgA 肾病应该尽量做到早诊、早治。

**IgAN 发病机制涉及“四重打击”，临床诊疗涉及对因治疗及一般反应治疗。** **发病机制方面**，目前“四重打击”学说是最广为认可的 IgAN 发病机制，“一重”打击：遗传易感性、外源性抗原、饮食抗原等因素导致 B 细胞产生过量半乳糖缺乏的 IgA1 (galactose-deficient immunoglobulin A1, Gd-IgA1)；“二重”打击：Gd-IgA1 的存在引发自身免疫反应，产生特异性抗 Gd-IgA1 的抗体；“三重”打击：Gd-IgA1 与特异性抗体结合形成致病性免疫复合物 (immune complex, IC)；“四重”打击：致病性免疫复合物沉积在肾小球系膜区域，激活补体途径和炎症反应，引起肾脏损伤。**在治疗方面**，IgA 肾病的治疗应同时对疾病的两个病程进行干预：(i) 一方面是对因治疗：对于免疫系统疾病，减少致病性 IgA 的产生，进而阻止免疫复合物的形成和沉积，同时肾小球的炎症反应也会直接损伤肾单位，治疗时还应考虑改善肾小球炎症；(ii) 另一方面是针对免疫和炎症导致的肾单位丢失引起的一般反应的治疗：包括管理生活方式、控制血压、降低肾小球高滤过状态、降低尿蛋白、防治心血管风险。

**表5: IgA 肾病的治疗策略主要有三大方向, 多款药物在研**

策略	类型	药品	靶点	所属企业	IgAN 适应症全球研发阶段	
减少致病性 IgA 和 IgA 免疫复合物的形成	B 细胞调节剂	布地奈德肠溶胶囊	GR	Calliditas Therapeutics	2021 年美国获批上市 2023 年中国获批上市	
		阿塞西普	APRIL/BAFF	百时美施贵宝 (Orig.)、ZymoGenetics (Orig.)、默克制药 (Lic.)	临床 II/III 期	
		泰它西普	APRIL/BAFF	荣昌生物(Orig.)、Vor BioPharma(Lic.)	临床 III 期	
		斯贝利单抗 (Vis649)	APRIL	大冢制药 (Orig.)、Visterra (Orig.)	2025/3 美国申请上市 2025/9 中国申请上市	
		Zigakibart (BION1301)	APRIL	诺华制药(Orig.)、信瑞诺医药(Orig.)、Chinook Therapeutics (Orig.)	临床 III 期	
	B 细胞消耗		利妥昔单抗	CD20	罗氏制药 (Orig.)、基因泰克 (Orig.) 中外制药株式会社 (Orig.)、渤健制药 (Orig.)、全药工业株式会社 (Lic.)	(NCT00498368 已完成, 不建议)
			Felzartamab	CD38	MorphoSys (Orig.)、渤健制药 (Lic.)、Human Immunology Biosciences (Lic.)、新基医药 (Lic.) (非积极)、天境生物 (Lic.) (非积极)、云顶新耀 (Lic.)	临床 III 期
		全身糖皮质激素	-	-	-	-
		霉酚酸酯	-	-	-	-
		羟氯喹	-	-	-	-
减少肾小球炎症	补体靶向治疗	伊普可泮	B 因子 (CFB)	诺华制药	2023 年美国获批上市 2024 年中国获批上市	
		RO7434656	B 因子 (CFB)	Ionis (Orig.)、葛兰素史克 (Lic.) (非积极)、罗氏制药 (Lic.)、基因泰克 (Lic.)	临床 III 期	
		Avacopan	C5AR	安进制药 (Orig.)、ChemoCentryx (Orig.)、葛兰素史克 (Lic.) (非积极)、橘生药品工业株式会社 (Lic.)、CSL Vifor (Lic.)	临床 II 期	
		Ravulizumab	C5	Xencor (Orig.)、阿斯利康 (Lic.)、Alexion Pharmaceuticals (Lic.)	临床 III 期	
管理肾单位丢失后引起的一般反应	肾素-血管紧张素系统抑制剂	-	肾素-血管紧张素系统	-	-	
	钠-葡萄糖共转运蛋白-2 抑制剂	-	钠-葡萄糖共转运蛋白-2	-	-	
	内皮素受体拮抗剂	司帕生坦	内皮素受体和血管紧张素受体 (EDNRA/AGTR1)	Traverse Therapeutics	2023 年美国获批上市	
		阿曲生坦	内皮素受体 (EDNRA)	诺华制药	2025 年美国获批上市 2025 年中国获批上市	

资料来源:《IgA 肾病诊疗新进展》(黄娜娅等)、Insight、开源证券研究所

补体系统在 IgA 肾病的发病机制中起着关键作用。补体激活的三条途径分别是经典途径、替代途径和凝集素途径，每条途径都有不同的触发机制。

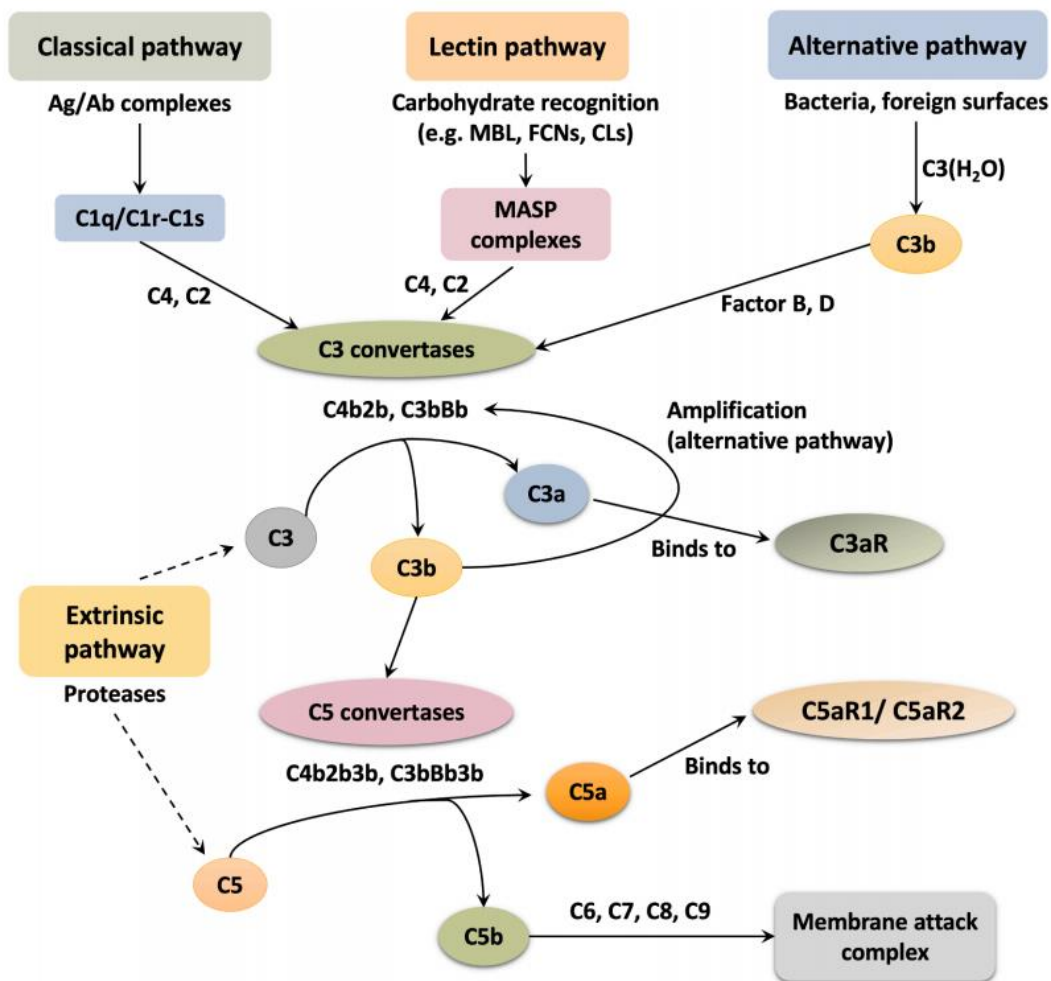
**经典途径：**由抗原抗体复合物与 C1 复合物（由 C1q、两个 C1r 分子和两个 C1s 分子组成）结合启动，C1s 依次切割 C4、C2，形成经典途径的 C3 转化酶（C4b2a）。

**凝集素途径：**通过模式识别分子（PRM）和 MBL 相关丝氨酸蛋白酶（MASP）组成的复合物与配体相互作用激活，PRM 包括甘露聚糖结合凝集素（MBL）、纤维蛋白凝集素以及集采素；MASP 则以类似于 C1s 的方式切割 C4、C2，形成 C3 转化酶（C4b2a）。

**替代途径：**由少量 C3 分子自发水解激活，水解后的 C3b 片段与 B 因子（factor B, FB）结合，在 D 因子（factor D, FD）的切割作用下 FB 产生活性片段 Bb，再由 C3b 与 Bb 组装成不稳定的 C3 转化酶（C3bBb），最后由备解素稳定。

三条途径在 C3 转化酶形成后交汇，C3 转化酶通过裂解补体 C3，介导 C5 转化酶形成，C5 转化酶继续裂解 C5，最后通过共同的末端途径介导膜攻击复合物（MAC）的形成。

图9：补体激活主要有三条途径



资料来源：《The complement system: Biology, pathology, and therapeutic interventions》（Xaria X. Li 等）、开源证券研究所

临床阶段补体系统小核酸在研管线基本为单靶点,适应症广阔。据 Insight 统计,截至 2025 年 9 月 18 日,处于临床阶段的小核酸管线超 15 个,但基本均为单靶点,且集中在 C5、C3 和 CFB 靶点。此外,也可发现补体系统相关治疗疾病较多,潜在可开发适应症领域广阔。

表6: 处于临床阶段的补体系统小核酸药物基本均为单靶点

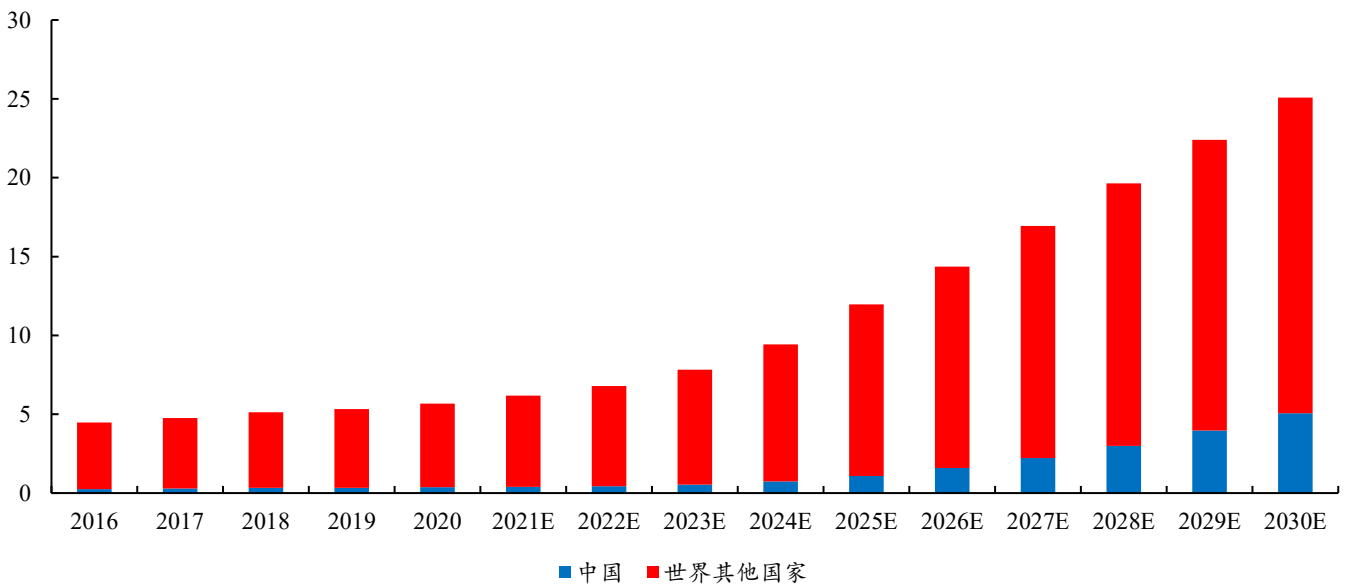
药品成分	研发机构	全球最高状态	全球最高状态时间	靶点	适应症全球最高状态	成分类别	载体
Avacincaptad pegol	Archemix (Orig.)、 安斯泰来 (Lic.)、 IVERIC bio (Lic.)	批准上市	2023-08-04	C5	批准上市: 地图状萎缩 临床 II/III 期: 干性年龄相关性黄斑变性 临床 II 期: 息肉样脉络膜血管病变, 年龄相关性黄斑变性, 湿性年龄相关性黄斑变性, Stargardt 病	适配体	-
Sefaxersen	Ionis (Orig.)、葛兰素史克 (Lic.) (非积极)、罗氏制药 (Lic.)、基因泰克 (Lic.)	临床 III 期	2023-04-04	CFB	临床 III 期: IgA 肾病 临床 II 期: 地图状萎缩 临床 I 期: 年龄相关性黄斑变性	ASO	-
Cemdisiran	Alnylam (Orig.)、 再生元 (Lic.)、 再鼎医药	临床 III 期	2021-09-27	C5	临床 III 期: 重症肌无力, 阵发性睡眠性血红蛋白尿症, 地图状萎缩 临床 II 期: 非典型型溶血尿毒综合征, IgA 肾病 临床 I 期: 包涵体肌炎	siRNA	GalNAc
RG002C0106	苏州炫景生物 (Orig.)、北京炫景瑞医药科技 (Orig.)	临床 II 期	2025-07-31	C3	临床 II 期: IgA 肾病 临床 I 期: 肾小球疾病 批准临床: 补体介导疾病	siRNA	GalNAc
APL-3007	Apellis Pharmaceuticals (Orig.)	临床 II 期	2025-07-31	C3	临床 II 期: 地图状萎缩	siRNA	-
ADX-038	ADARx Pharmaceuticals (Orig.)	临床 II 期	2025-05-25	CFB	临床 II 期: 年龄相关性黄斑变性, 地图状萎缩, IgA 肾病, C3 肾小球病 临床 I 期: 阵发性睡眠性血红蛋白尿症	siRNA	-
SGB-9768	苏州圣因生物 (Orig.)	临床 II 期	2025-01-20	C3	临床 II 期: IgA 肾病, 膜增生性肾小球肾炎, C3 肾小球病	siRNA	GalNAc
ALXN2030	阿斯利康 (Orig.)、 Alexion Pharmaceuticals (Orig.)	临床 II 期	2024-12-20	C3	临床 II 期: 慢性移植肾病 批准临床: 肾移植排斥反应	siRNA	-
AON-D21	Aptarion biotech AG (Orig.)	临床 II 期	2023-07-25	C5a	临床 II 期: 社区获得性肺炎 临床前: 阵发性睡眠性血红蛋白尿症	适配体	-
BW-40202	上海船望制药 (Orig.)	临床 I/II 期	2025-07-25	CFB	临床 I/II 期: IgA 肾病 批准临床: 阵发性睡眠性血红蛋白尿症 临床前: 重症肌无力	siRNA	-
ARO-CFB	Arrowhead (Orig.)	临床 I/II 期	2024-01-17	CFB	临床 I/II 期: IgA 肾病	siRNA	GalNAc
ARO-C3	Arrowhead (Orig.)	临床 I/II 期	2021-10-19	C3	临床 I/II 期: 阵发性睡眠性血红蛋白尿症, C3 肾小球病, IgA 肾病	siRNA	GalNAc

药品成分	研发机构	全球最高状态	全球最高状态时间	靶点	适应症全球最高状态	成分类别	载体
SGB-3383	苏州圣因生物 (Orig.)	临床 I 期	2025-05-29	CFB	临床 I 期: 补体介导疾病, IgA 肾病, 膜增生性肾小球肾炎, 非典型溶血尿毒综合征, C3 肾小球病 批准临床: 阵发性睡眠性血红蛋白尿症	siRNA	GalNAc
VSA012	维亚臻生物 (Orig.)	临床 I 期	2024-12-31	CFB	临床 I 期: 阵发性睡眠性血红蛋白尿症	siRNA	GalNAc
RBD7007	苏州瑞博生物 (Orig.)	临床 I 期	2024-09-10	C5	临床 I 期: 补体介导疾病 批准临床: IgA 肾病	siRNA	GalNAc
AZD6912	阿斯利康 (Orig.)	临床 I 期	2023-11-03	CFB	临床 I 期: 类风湿关节炎	siRNA	GalNAc
SLN501	Silence Therapeutics (Orig.)、马林克罗制药 (Lic.) (非积极)	临床 I 期	-	C3	临床 I 期: 补体介导疾病	siRNA	GalNAc
RBD2080	苏州瑞博生物 (Orig.)	批准临床	2025-02-26	C3	批准临床: 自身免疫性疾病 临床前: 补体介导疾病	siRNA	GalNAc

资料来源: Insight、开源证券研究所 (数据更新截至 2025/9/18)

**IgA 肾病上市药品较少, 市场空间大。**根据弗若斯特沙利文报告, 全球 IgA 肾病治疗药物市场预计将从 2020 年的 5.67 亿美元增至 2025 年的 11.96 亿美元, 2020 年至 2025 年复合年增长率达 16.1%。中国的 IgA 肾病治疗药物市场于 2020 年达到 0.37 亿美元, 并预计将于 2025 年增长至 1.09 亿美元, 2020-2025 年复合年增长率为 24.6%; 至 2030 年中国市场预计将增加至 5.07 亿美元, 2025 年至 2030 年的复合年增长率高达 35.9%, 具备较大的市场空间。

图10: 全球及中国 IgA 肾病治疗药物市场预计将快速增长 (单位: 亿美元)



数据来源: 弗若斯特沙利文报告、开源证券研究所

**(2) 治疗血脂异常：**公司在治疗血脂异常疾病领域布局了针对不同脂蛋白靶点的小核酸药物，包括临床前阶段的 FB7023 和 FB7022。

FB7023 旨在为动脉粥样硬化性心血管疾病患者提供解决方案，目前正开展药理药效研究，计划于 2025 年底确定临床前候选分子（PCC）。

FB7022（ANGPTL3 靶点）临床前研究表明，食蟹猴单次皮下注射后可高效持久地降低靶标蛋白表达，并可显著降低总胆固醇（TC）和甘油三酯（TG）水平，最大降幅分别达到 67%和 45%，进一步的毒理研究和脱靶风险分析则证明了其良好的安全性。

**(3) 内分泌领域：**公司在内分泌领域（如 MASH、T2DM 等）布局的多款小核酸药物均处于临床前研究阶段，截至 2025H1 已提交 4 项发明专利；现正推进药效/药代与安全性评价及候选分子遴选等关键工作。

**创新引领发展，布局肝内/外靶向递送载体技术。**公司已自主研发国际创新型 siRNA 递送载体-ACORDE,通过小鼠体内研究验证,ACORDE 载体可实现 siRNA 分子在肝脏组织不同种类细胞的有效递送，而且也具有选择性靶向肝外组织的精准递送能力，并展现出优异的目标基因沉默效应，为后续肝外靶向小核酸药物开发奠定了关键技术基础，现正推进首个肝外靶点 siRNA 药物及首个肝内靶向内分泌药物的早期研发。此外，公司在肾脏递送、中枢神经系统递送等方向展开多技术路线探索，部分方案已在动物模型中实现有效靶标基因敲降，有望进一步拓宽非肝靶向小核酸药物的研发边界。

## 2.2、长效抗 HIV 药物：自主研发 1.1 类新药艾可宁，紧抓临床痛点组配完整长效治疗方案

艾可宁（注射用艾博韦泰）是公司布局长效抗 HIV 病毒药物的核心产品，是一种以 HIV 膜蛋白 gp41 为靶点的长效融合抑制剂，由 34 个氨基酸和一个修饰化学基团组成。艾可宁具有独特的作用机制，艾可宁-白蛋白共价结合物以 HIV-1 膜蛋白 gp41 为靶点，抑制病毒包膜与人体 CD4+T 细胞融合，在第一环节阻止病毒进入细胞，发挥其抗病毒作用；同时通过其侧链修饰基团与血液中白蛋白发生 1:1 分子比的特异性结合，形成稳定的共轭体而延长其半衰期，从而实现了对病毒的长效抑制。2018 年其经治治疗适应症获批上市，也是全球首个获批的长效抗 HIV 病毒融合抑制剂。产品优势涵盖“广谱，长效且起效快，高安全性和强有效性，药物相互作用小”等方面，目标人群涉及艾滋病治疗及艾滋病暴露后预防。

**医保身份赋能销售提升，完善渠道覆盖拓展下沉市场。**医保资质方面，据 Insight 统计，2021 年前部分地区艾可宁的价格为 992 元(160mg/支)，而 2021 年艾可宁通过医保谈判纳入“协议期内谈判药品”目录，医保支付价格为 532 元(160mg/支)，计算得降价幅度约为 46.4%。随后维持此身份，直至 2024 年成功续约纳入《国家医保目录（2024 年）》常规目录管理，维持原支付标准、原限定支付范围不变，体现国家医保管理部门对艾可宁临床价值的肯定。**渠道拓展方面**，截至 2024 年底艾可宁已覆盖全国 30 个省及直辖市内 300 余家 HIV 定点治疗医院和 200 余家 DTP 药房，并在 30 个省及直辖市被纳入医保“双通道”及门慢病特目录。**整体来看**，在国家医保引导患者优先选择基层就诊的政策背景下，公司通过渠道下沉精准触达患者群体；学术推广强化了基层诊疗能力，保障了治疗方案的规范实施；医保常规目录准入则减轻

了患者长期用药的经济负担，最终实现患者在基层场景下便捷获取药物、持续接受治疗的闭环管理，推动基层患者覆盖规模稳步扩大。多重因素叠加形成基层市场化闭环，运营模式得到有效验证，为后续更大范围推广奠定基础。

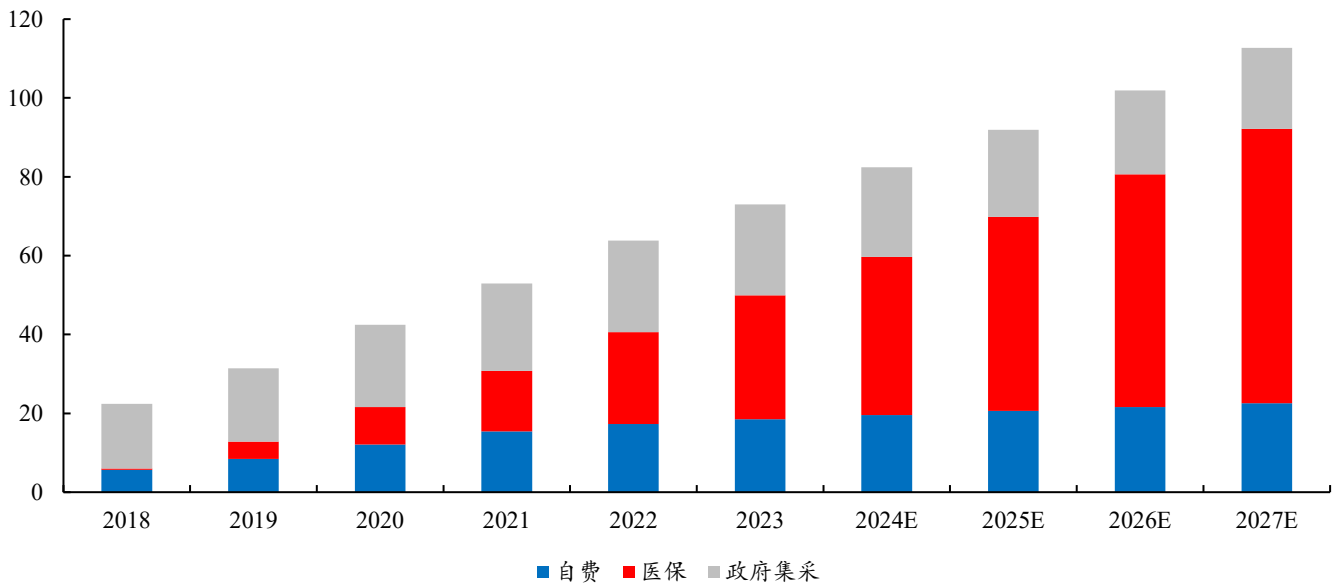
表7: 艾可宁 2021 年通过医保谈判纳入医保目录支付范围

药品名称	医保分类	支付标准	医保支付范围	医保目录性质	协议有效期
注射用艾博韦泰	乙类	532 元(160mg/支)	限艾滋病病毒感染	协议期内谈判药品	2021 年 3 月 1 日-2022 年 12 月 31 日
注射用艾博韦泰	乙类	532 元(160mg/支)	限艾滋病病毒感染	协议期内谈判药品	2023 年 3 月 1 日-2024 年 12 月 31 日
注射用艾博韦泰	乙类	532 元(160mg/支)	限艾滋病病毒感染	2024 年常规目录	-

资料来源:《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2021-2024)年》、公司公告、开源证券研究所

**医保扩容 HIV 新药，终端支付能力提升。**近年国家医保目录持续扩容，更多抗 HIV 创新药物纳入医保，《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2023 年)》，总计 9 款抗 HIV 药物已进入医保目录，患者可以通过医保报销大部分用药费用，药品的可负担性与可及性大幅提升，终端支付能力的改善驱动国内抗 HIV 药物市场发展。据 IQVIA 数据显示，预计到 2027 年，医保支付渠道将占国内整体 HIV 药物市场的 60%，政府免费治疗渠道和高端自费市场渠道各自约占 20%，随着医保支持力度加大以及谈判的动态化，医保和自费渠道在中长期还有较大的上升空间，未来我国在艾滋病防治领域医疗费用投入、患者终端支付能力有望不断提升，预计我国抗 HIV 新药医保及自费药物市场将持续增长。

图11: 2018-2027 年，预计我国抗 HIV 药品医保渠道市场规模逐年快速提升(单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**深化学术推广增强临床价值，精准定位治疗场景加强渗透。**学术推广方面，公司坚持以高质量循证医学推动艾可宁商业化拓展，其临床研究覆盖长效抗病毒、母婴阻断、暴露后预防等多个细分领域。研究证实，基于艾可宁的联合治疗方案可实现长效病毒抑制与免疫重建，在初治、耐药患者中均展现显著优势，有效实现母婴阻断，MSM 人群暴露后预防中依从性良好，相关成果获《AIDS》《BMC Pregnancy and Childbirth》《Retrovirology》《中国病毒病杂志》等国内外权威期刊认可。2025 年 6 月美国 CDC 最新抗逆转录病毒暴露后预防指南中，一项基于艾可宁的长效预防方案的中国人研究被列为关键依据，证实“长效注射(艾可宁)+短期口服”的方案安全

性与依从性优于传统方案。**治疗场景方面**，公司紧抓“住院+门诊”，住院-门诊治疗闭环已逐步显现协同价值。通过场景联动机制，不仅有效减少患者流失，更借助标准化治疗路径将住院场景的临床权威性延伸至门诊，助力跨场景治疗信任度的形成，逐步形成跨场景的品牌护城河。

**表8: 艾可宁临床应用学术验证持续丰富**

时间	内容
2019年11月	艾可宁被纳入全球知名的“利物浦药物相互作用数据库”，系中国第一个进入该权威数据库且无可预见药物相互作用的原研抗艾滋病病毒药物
2021年7月	第11届国际艾滋病协会艾滋病科学会议(IAS 2021)公布了艾博韦泰III期临床试验的完整分析数据摘要
2021年9月	国际医学期刊《Infectious Diseases and Therapy》发表文章《含艾博韦泰（ABT）治疗方案作为HIV暴露后预防耐受性和依从性的中国人群队列研究》，通过可靠的临床研究及数据收集，为HIV暴露后预防提供了科学的参考依据
2021年10月	艾可宁的学术成果亮相于第18届欧洲艾滋病大会（EACS），该研究结果显示艾可宁两药方案对住院AIDS患者具有良好的治疗效果和安全性
2023年10月	第19届欧洲艾滋病大会（EACS 2023）公布了艾可宁在免疫重建临床应用的研究摘要。研究显示，针对免疫重建不全的HIV感染者，基于艾可宁的强化治疗方案可显著提升CD4+T淋巴细胞计数，有助于改善艾滋病免疫不全，为免疫重建不全的HIV感染者的临床用药方案带来新的选择与启示
2024年	中国艾滋病诊疗指南（2024版）提及，研究显示含艾博韦泰的PEP方案（艾博韦泰+多替拉韦，或艾博韦泰+替诺福韦+拉米夫定）具有较高的治疗完成率和依从性及很好的安全性。同时被纳入中国《长效抗HIV药物临床应用专家共识》，在HIV感染出现病毒学失败、免疫重建不全、肝肾功能不全、围手术期以及成人HIV暴露后预防等方向列为推荐，充分体现了艾可宁优异的临床应用价值
2024年6月	艾可宁每4周给药临床研究成果亮相亚太地区艾滋病和合并感染大会（APACC 2024）。研究显示艾可宁每4周给药一次联合多替拉韦的长效ART方案可成功用于病载已得到抑制HIV感染者的维持治疗，药物安全性和耐受性良好，有力地支持了艾可宁在长效抗反转录病毒方案中的应用

资料来源：公司官网、公司公告、中国艾滋病诊疗指南（2024版）、开源证券研究所

**深耕长效制剂开发，锚定差异化优势。**为精准解决HIV患者的临床治疗痛点，公司正全力推进新型抗HIV病毒长效制剂的研发进程，并组成配方完整的长效治疗方案。截至2025H1，艾可宁维持治疗和免疫重建不全两个适应症已推进至临床II期；用于艾滋病治疗/预防的长效抗HIV病毒药物在临床前研究阶段，候选化合物涵盖整合酶抑制剂、进入抑制剂等，与现有长效疗法相比具有显著的差异化市场竞争优势；与此同时，公司也在积极探索其他新型给药方式的长效制剂研发，旨在为临床提供更优效、更便捷的治疗选择。

### 2.3、 高端仿制药及器械： 丰富产品布局， 加速推进商业化进程

**战略性布局高端仿制药及器械，有望为公司持续贡献收入。**为增加公司营收，公司同步布局高端仿制药及器械，以 FB4001（特立帕肽注射液）和 FB3002（新型热熔胶贴剂）为核心产品，未来若成功上市则有望补充公司现金流，对现有创新管线布局形成有效支撑。**高端仿制药方面**，FB4001 特立帕肽注射液（用于骨质疏松症治疗）已向美国 FDA 提交 ANDA 申请，同时以“零缺陷”通过了美国 FDA 对 FB4001 ANDA 上市申请的批准前现场检查（PAI, Prior Approval Inspection），并已正式确定 FB4001 项目于美国市场开展商业化推广的合作伙伴。**镇痛贴剂系列产品方面**，（1）FB3002 为一款新型局部镇痛的热熔胶贴剂，用于治疗肌肉骨骼关节疼痛，与传统橡胶贴膏相比，热熔胶类贴剂具有低刺激过敏性、无刺鼻气味、黏贴性好、皮肤延展性好、可以贴敷于活动关节等优势；与凝胶贴膏相比，热熔胶贴剂的粘附力更好，不易脱落，剂型更加轻薄，使用更方便，截至 2025H1，此项目已向国家药监局提交仿制药上市许可申请并获得受理，目前处于审评阶段。此外，公司还布局了其他用于治疗肌肉骨骼关节疼痛的热熔胶贴剂项目，有望在未来形成多元化产品矩阵，赋能销售提升。（2）远红外治疗贴为二类医疗器械，采用物理疗法促进血液循环、消炎消肿和止痛，已取得《医疗器械生产许可证》及《药械注册证》，正式获批上市。

### 3、盈利预测与投资建议

随着公司 HIV 用药及其他产品等业务的持续推广,有望带来销售额的稳健提升,我们假设:

(1) HIV 用药: 以艾可宁为主。基于产品优势、销售策略等方面分析,我们预计 2025-2027 年公司 HIV 用药销售收入增速分别为 13.80%/19.00%/20.00%, 毛利率分别为 30.00%/31.00%/32.00%。

(2) 其他产品: 我们预计 2025-2027 年其他产品销售收入增速分别为 10.00%/10.00%/10.00%, 毛利率维持在 60.00%左右。

(3) 其他业务: 我们预计 2025-2027 年公司其他业务收入增速分别为 5.00%/5.00%/5.00%, 毛利率维持在 90.00%左右。

表9: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

前沿生物 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	129	143	169	201
yoy	13.3%	10.2%	18.2%	19.2%
毛利率 (%)	33.9%	32.7%	33.4%	34.2%
归属母公司股东的净利润	-201	-176	-171	-164
yoy	38.8%	12.5%	3.1%	3.6%
<b>主营业务收入拆分</b>				
<b>1. HIV 用药</b>				
收入	114.16	129.91	154.60	185.52
yoy	4.05%	13.80%	19.00%	20.00%
毛利率 (%)	28.99%	30.00%	31.00%	32.00%
业务收入比例 (%)	88.17%	91.06%	91.68%	92.32%
<b>2. 其他产品</b>				
收入	11.60	12.76	14.03	15.44
yoy	1556.98%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	64.26%	60.00%	60.00%	60.00%
业务收入比例 (%)	8.96%	8.94%	8.32%	7.68%
<b>3. 其他业务</b>				
收入	3.71	3.90	4.09	4.30
yoy	-3.02%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	90.95%	90.00%	90.00%	90.00%
业务收入比例 (%)	2.87%	2.73%	2.43%	2.14%

数据来源: Wind、开源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-1.76/-1.71/-1.64 亿元, EPS 为 -0.47/-0.46/-0.44 元, 当前股价对应 PE 为-31.6/-32.6/-33.8 倍。基于公司创新药属性, 选取恒瑞医药、贝达药业和百奥泰作为可比公司。我们看好公司未来 HIV 用药销售稳健增长, 创新药管线大力推进带来的潜在成长空间, 考虑到公司当前仍需持续投入创新管线研发, 估值涵盖创新药管线, 因此公司 PE 估值具备一定合理性, 首次覆盖给予“买入”评级。

**表10: 考虑到公司当前仍处于管线持续研发创新阶段, 估值涵盖创新药管线, 因此公司 PE 估值具备一定合理性**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE(倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600276.SH	恒瑞医药	69.70	0.99	1.21	1.39	1.61	70.2	57.4	50.2	43.4
300558.SZ	贝达药业	66.96	0.96	1.45	1.86	2.27	69.6	46.2	36.0	29.6
688177.SH	百奥泰	29.02	-1.23	-0.98	-0.62	0.21	-23.5	-29.6	-47.0	135.1
	平均值		0.24	0.56	0.88	1.36	38.7	24.7	13.1	69.3
688221.SH	前沿生物-U	14.85	-0.54	-0.47	-0.46	-0.44	-27.6	-31.6	-32.6	-33.8

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2025.9.23, 前沿生物-U 为开源证券研究所预测数据, 其他使用 Wind 一致预期预测数据)

## 4、风险提示

**政策变化风险:** 公司所处创新药行业, 行业发展与政策具有一定关联性, 可能面临政策变化风险。

**市场竞争加剧:** 公司所处创新药行业, 核心已上市产品可能会面临市场上较多产品的竞争, 可能面临市场竞争加剧的风险。

**研发进展不及预期:** 公司重点小核酸管线尚在稳步推进中, 但可能面临研发进展不及预期的风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1103	1223	1130	1390	1356
现金	527	249	274	324	386
应收票据及应收账款	63	35	73	54	97
其他应收款	2	228	26	274	83
预付账款	23	11	27	18	36
存货	59	41	71	60	95
其他流动资产	428	659	659	659	659
<b>非流动资产</b>	1037	590	641	795	946
长期投资	0	30	59	88	117
固定资产	94	245	280	349	441
无形资产	229	149	95	39	-17
其他非流动资产	714	165	207	318	406
<b>资产总计</b>	2140	1812	1771	2184	2302
<b>流动负债</b>	380	395	546	1138	1430
短期借款	202	284	459	1055	1322
应付票据及应付账款	17	7	20	11	26
其他流动负债	160	104	67	72	82
<b>非流动负债</b>	417	276	261	253	244
长期借款	71	79	65	57	48
其他非流动负债	346	196	196	196	196
<b>负债合计</b>	797	671	807	1391	1674
少数股东权益	0	0	-1	-1	-1
股本	375	375	375	375	375
资本公积	2723	2723	2723	2723	2723
留存收益	-1755	-1956	-2133	-2304	-2469
<b>归属母公司股东权益</b>	1343	1141	965	795	630
<b>负债和股东权益</b>	2140	1812	1771	2184	2302

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	-267	-173	-23	-341	25
净利润	-329	-201	-177	-171	-165
折旧摊销	44	40	47	55	65
财务费用	8	7	8	29	51
投资损失	-18	-84	-40	-40	-46
营运资金变动	16	13	135	-217	116
其他经营现金流	12	53	3	3	3
<b>投资活动现金流</b>	173	-191	-60	-170	-173
资本支出	129	19	69	180	188
长期投资	0	0	-29	-29	-29
其他投资现金流	302	-172	39	39	44
<b>筹资活动现金流</b>	70	86	-66	-35	-57
短期借款	92	82	175	596	267
长期借款	-46	8	-15	-8	-9
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	24	-4	-226	-623	-316
<b>现金净增加额</b>	-24	-278	-149	-546	-205

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	114	129	143	169	201
营业成本	81	86	96	112	132
营业税金及附加	3	5	5	6	7
营业费用	65	86	83	84	90
管理费用	95	85	71	67	60
研发费用	214	137	114	101	90
财务费用	8	7	8	29	51
资产减值损失	-3	-47	0	0	0
其他收益	13	37	21	23	24
公允价值变动收益	-1	0	-0	-0	-0
投资净收益	18	84	40	40	46
资产处置收益	-3	0	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	-328	-201	-177	-171	-164
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	1	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	-329	-201	-177	-171	-165
所得税	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	-329	-201	-177	-171	-165
少数股东损益	0	0	-1	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	-329	-201	-176	-171	-164
EBITDA	-284	-146	-113	-77	-36
EPS(元)	-0.88	-0.54	-0.47	-0.46	-0.44

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	34.8	13.3	10.2	18.2	19.2
营业利润(%)	8.3	38.6	11.8	3.8	3.7
归属于母公司净利润(%)	7.8	38.8	12.5	3.1	3.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.0	33.9	32.7	33.4	34.2
净利率(%)	-287.9	-155.5	-123.4	-101.2	-81.9
ROE(%)	-24.5	-17.6	-18.4	-21.5	-26.2
ROIC(%)	-15.8	-10.6	-9.4	-6.2	-4.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	37.3	37.0	45.5	63.7	72.7
净负债比率(%)	15.2	32.4	47.8	126.2	190.8
流动比率	2.9	3.1	2.1	1.2	0.9
速动比率	2.6	2.8	1.8	1.1	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	2.3	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	3.8	7.1	7.1	7.1	7.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-0.88	-0.54	-0.47	-0.46	-0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.71	-0.46	-0.06	-0.91	0.07
每股净资产(最新摊薄)	3.58	3.05	2.58	2.12	1.68
<b>估值比率</b>					
P/E	-16.9	-27.6	-31.6	-32.6	-33.8
P/B	4.1	4.9	5.8	7.0	8.8
EV/EBITDA	-18.9	-36.5	-48.2	-77.6	-169.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn