

2026年02月01日

证券研究报告·公司研究报告

英矽智能(3696.HK) 医药生物

当前价: 62.90 港元

目标价: —— 港元



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 生成式 AI 平台动能强劲，创新能力期待兑现

## 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司核心竞争力在于其自研的全球领先的端到端生成式 AI 平台 Pharma.AI, 该平台将从靶点发现到临床前候选化合物确认的时间从行业平均的 4.5 年缩短至 12-18 个月, 已通过 40+ 的项目, 27 个 PCC 得到充分验证; 2) 公司主要业务模式为药物发现及管线开发, 包括对外授权、合作开发和自主开发, 26 年至今公司已达成 3 项 BD 合作, 首付款达 0.42 亿美元 (含近期研发里程碑), 总金额达 10.74 亿美元。随着公司商业价值得到验证, 26 年有望达成更多 BD 合作, 带来股价的直接催化; 3) 自主开发的核心管线 ISM001-055 为全球 AI 制药唯一一款取得 II 期临床数据的全 AI 研发药物, 未来有望成为颠覆性疗法, 迎来持续的价值兑现。
- 全球领先的端到端 AI 制药平台, 构筑核心技术壁垒:** 公司核心竞争力在于其自主研发的、整合了生物学、化学和临床试验预测能力的端到端生成式 AI 平台 Pharma.AI。该平台将从靶点发现到临床前候选化合物 (PCC) 确认的时间从行业平均的 4.5 年缩短至 12-18 个月, 显著提升了研发效率并降低了成本。公司是全球唯一公开实现“靶点发现→分子设计→临床候选药物”全流程闭环的 AI 药企, 技术壁垒深厚。
- “AI 平台+药物管线”双引擎业务模式, 实现商业闭环与飞轮效应:** 公司通过两种模式实现价值: 1) 药物发现与管线开发, 通过对外授权或合作开发高价值管线资产获得首付款、里程碑付款和销售分成; 2) 软件解决方案, 通过授权 Pharma.AI 平台产生订阅式收入。这两种模式已得到市场验证, 公司已达成了总潜在价值超 40 亿美元的 9 项对外授权协议, 并与全球前 20 大药企中的 13 家建立合作关系。平台的技术授权为公司带来现金流和海量验证数据, 而内部管线的成功又反哺和验证了 AI 平台的能力, 使平台越来越精准高效, 形成强大的“数据飞轮”效应。
- 丰富的自研管线进入价值兑现期, 核心产品具备重磅潜力:** 公司已利用其平台产生近 20 项临床或 IND 申报阶段的资产, 目前进度最快管线 ISM001-055 是全球首款完全由生成式 AI 发现和设计的、完成 IIa 期临床的候选药物, 用于治疗特发性肺纤维化 (IPF)。最新临床结果显示, 接受其治疗的患者显示出剂量依赖性的肺功能改善, 在每日一次 60mg 的最高剂量组中, 患者的用力肺活量与基线相比, 平均提高了 98.4 毫升, 而安慰剂组患者的 FVC 则下降了 20.3 毫升, 差值达 118.7 毫升。预计 2026 年启动 IIb 或者 III 期临床。IPF 市场空间广阔, 若 ISM001-055 能成功上市, 有望成为颠覆性疗法。随着更多管线资产进入临床和对外授权, 公司有望迎来持续的价值兑现。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计英矽智能 2025-2027 年对应营业收入分别为 0.59、1.55 和 2.02 亿美元, 对应 PS 为 78 倍、30 倍和 23 倍。公司 AI 平台创新能力得到验证, 长期发展值得期待, 首次覆盖, 建议积极关注。
- 风险提示:** 创新药研发和商业化不及预期、竞争加剧、行业政策变化等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	85.83	58.93	154.60	202.03
增长率	67.71%	-31.34%	162.32%	30.68%
归属母公司净利润 (百万美元)	-17.10	-65.47	-28.09	-20.77
增长率	91.92%	-282.97%	57.09%	26.07%
每股收益 EPS (美元)	-0.03	-0.11	-0.05	-0.04
净资产收益率 ROE	2.57%	14.99%	6.04%	4.28%
PE	-260.29	-70.35	-163.96	-221.79
PS	54	78	30	23

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

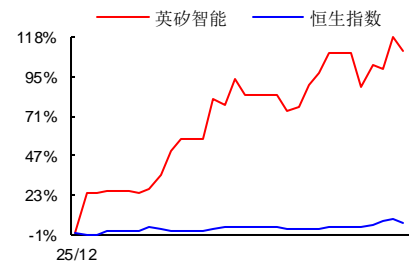
邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 张旭安

电话: 15281061810

邮箱: zhangxuan@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

52 周区间(港元)	29.98-65.5
3 个月平均成交量(百万)	5.23
流通股数(亿)	5.72
市值(亿)	359.55

## 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 生成式 AI 药物发现领军企业，自研管线与 BD 合作并重</b> .....	<b>1</b>
1.1 十载耕耘不减创新底色，AI 与药物研发多重赋能.....	1
1.2 Pharma.AI 平台与药物自研双引擎，创新驱动价值提升.....	3
1.3 药物发现与管线开发助推 BD 合作，贡献主要业绩.....	4
<b>2 生成式人工智能天地广阔，大有可为</b> .....	<b>7</b>
2.1 “创造与生成”为生成式人工智能核心价值所在.....	7
2.2 AI 药物发现极大提升传统药物研发效率.....	8
2.3 PHARMA.AI：四大核心组件覆盖药物研发全流程.....	11
2.4 竞争格局良好，AlBiotech 定位构筑差异化优势.....	13
<b>3 创新能力既得验证，FIC 药物潜力未来可期</b> .....	<b>17</b>
3.1 ISM001-055：靶向 TNIK 治疗特发性肺纤维化的 FIC 药物.....	17
3.2 ISM-5411：Chemistry42 提名的潜在 BIC 口服 PHD 抑制剂.....	21
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>23</b>
4.1 盈利预测.....	23
4.2 相对估值.....	24
<b>5 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图 目 录

图 1: 英矽智能股权架构.....	2
图 2: 公司特有的 Pharma.AI 平台.....	3
图 3: 公司主要管线.....	4
图 4: 公司相关 BD 合作.....	5
图 5: 公司业务板块收入结构.....	6
图 6: 公司主要业务收入明细 (百万美元).....	6
图 7: 公司近年营业收入增长趋势 (百万美元).....	6
图 8: 公司近年扣非归母净利润增长趋势 (百万美元).....	6
图 9: 生成式 AI 与传统 AI 对比.....	7
图 10: 2019-2032 (估计) 全球生成式人工智能市场规模.....	8
图 11: 人工智能在制药行业的应用.....	9
图 12: 2019-2032 (估计) AI 赋能药物研发费用市场规模.....	9
图 13: AI 药物发现的发展时间轴.....	10
图 14: 基于 AI 的研发与传统研发在创新药中耗费的时间与成本对比.....	11
图 15: Generative Biologics 推动高效规模化创新.....	12
图 16: Generative Chemistry 模组.....	12
图 17: Model Training 模组.....	12
图 18: inClinico 数据源.....	13
图 19: 英矽智能与主要 AI 制药企业对比.....	14
图 20: 英矽智能与晶泰控股作为转让方 BD 合作对比-按交易时间排序 (百万美元).....	15
图 21: 英矽智能与晶泰控股核心维度对比.....	16
图 22: 2019-2032 全球特发性肺纤维化发病率.....	17
图 23: 2019-2032 全球特发性肺纤维化药物市场.....	17
图 24: IPF 诊疗指南 2022 版.....	18
图 25: IPF 药物市场的竞争格局.....	19
图 26: ISM001-055 对 TN1K 的抑制作用机制.....	19
图 27: 公司利用 AI 技术对 TN1K 的研发过程.....	20
图 28: 适应 IPF 的药物临床数据对比.....	21
图 29: 2019-2032 全球炎症性肠病发病率 (百万例).....	22
图 30: 适应 IBD 的主要已上市药物全球竞争格局.....	23

## 表 目 录

表 1: 英矽智能发展历程.....	1
表 2: 英矽智能领导团队.....	2
表 3: 分业务收入及毛利率.....	24
表 4: 可比公司估值.....	24
附表: 财务预测与估值.....	25

# 1 生成式 AI 药物发现领军企业，自研管线与 BD 合作并重

## 1.1 十载耕耘不减创新底色，AI 与药物研发多重赋能

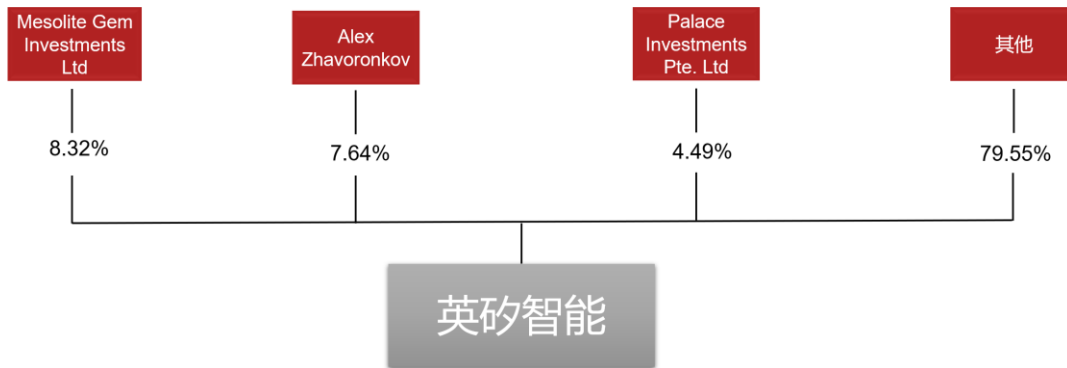
公司成立于 2014 年，是全球领先的 AI 驱动药物发现与开发企业。依托自主研发的生成式 AI 平台 Pharma.AI，公司已成功产出近 20 项临床或 IND 申报阶段的资产，其中 3 项资产授权给国际制药企业，相关合约总价值最高达 21 亿美元，包含 1.1 亿美元预付款及 19 亿美元里程碑付款，同时还有一项 FIC 的 TNIK 小分子抑制剂 Rentosertib (ISM001-055)，中国 2a 期临床研究结果积极，计划于 2026 年启动 2b/3 期临床研究，主要适应症-特发性肺纤维化 (IPF)，目前已获中国 NMPA 的突破性疗法和美国 FDA 的孤儿药资格双重认定。公司核心收入来源于对外授权及合作安排，其独特的“生成式 AI 平台+自主药物研发”双引擎模式，可将候选药物从靶点发现到临床前候选药物 (PCC) 的研发周期压缩至 12-18 个月，远低于传统方法所需的 4.5 年，目前公司正将 Pharma.AI 的应用范围拓展至先进材料、农业、营养产品及兽药等非医药领域。

表 1：英矽智能发展历程

时间	事件
2014 年	Insilico Inc. 美国特拉华州成立；启动 PandaOmics 开发
2016 年	启动 Chemistry42、inClinico 开发；Oncotarget 发表肿瘤学新分子开发相关论文
2018 年	开曼公司成立；完成 A 轮融资
2019 年	完成 B 轮融资；Nature Biotechnology 发表 DDR1 激酶抑制剂相关论文；启动 ISM001-055 药物研发计划
2020 年	推出 PandaOmics、Chemistry42；设计 ISM001-055，开展临床前研究（化验、小鼠 PK/毒性评估、纤维化模型药效等）
2021 年	提名 2 种 TNIK-PCC；与复星达成战略合作；完成 C 轮融资；ISM001-055 获澳洲 0 期 FIH 研究批准及备案
2022 年	ISM001-055 完成 0 期 FIH 研究，启动新西兰、中国 I 期临床；推出 inClinico；与赛诺菲达成战略合作；苏州自动化实验室成立；完成 C+轮、D 轮融资
2023 年	ISM001-055 获 FDA IPF 孤儿药认定，完成中国、新西兰 I 期临床，获批 FDA IIa 期 IND；与 Exelixis、Stemline 达成 2 项对外授权
2024 年	推出 PandaOmics Box、Dora、Generative Biologics；与 Stemline 达成二次授权；公布 ISM001-055 IIa 期积极顶线结果；Nature Biotechnology 发表 2 篇纤维化、肠道黏膜修复论文
2025 年	ISM001-055 获药审中心 IPF 突破性疗法认定，积极结果发表于 Nature Medicine；完成 E 轮融资；与礼来达成合作研发；年底成功港股 IPO

数据来源：公司公告，西南证券整理

**股权结构高度多元化，机构持股突出。**各股东持股比例均低于 10%，最大股东 Mesolite Gem Investments Ltd 的持股比例仅为 8.32%，不存在单一股东持有绝对控制权的情况，股权结构相对均衡。股东涵盖机构投资者与核心个人股东（公司核心团队），既引入了外部资本支持，也通过核心人员直接持股实现了内部利益绑定。

**图 1：英矽智能股权架构**


数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

**管理层学术与领导经验丰富，药物开发与人工智能专业背景兼具。**公司的创始人兼董事会主席 Alex Zhavoronkov 博士拥有生物医学和计算机技术领域的双重学术背景，于 2019 年被 Deep Knowledge Analytics 评选为“全球药物发现和高级医疗保健领域 AI 领军人物 100 强”，2022 年入选 Clarivate 年度全球高被引科学家名单；首席科学官任峰博士在生物制药行业深耕近 20 年，曾就职于葛兰素史克公司(GSK)、上海美迪西，发表了 80 余篇同行评审论文，拥有 120 余项专利，积累了丰富的经验；总裁 Alex Aliper 博士，组建 100+AI 工程师团队，开发靶点发现、小分子生成及临床结果预测顶尖 AI 软件，发表 50+同行评审论文，被 Deep Knowledge Analytics 评为“药物发现和高级医疗保健领域 AI 领军人物 100 强”。

**表 2：英矽智能领导团队**

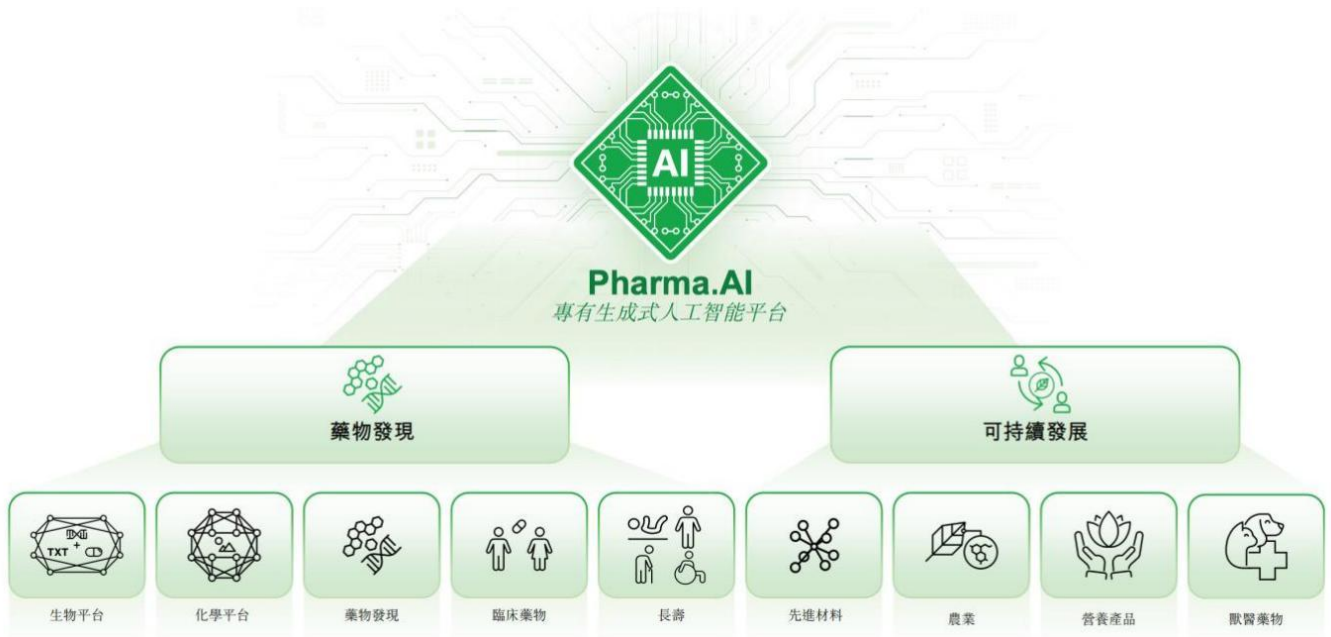
姓名	职务	简介
Alex Zhavoronkov	董事会主席、 执行董事、 首席执行官兼 首席业务拓展官	Alex Zhavoronkov 博士，英矽智能创始人兼首席执行官，带领公司成为药物发现和生物标志物开发领域生成式人工智能技术的领导者。Zhavoronkov 博士拥有生物医学和计算机技术领域的双重学术背景，于 2014 年创立英矽智能，应用 AI 技术分析多种类型的数据，包括抗衰老、疾病机制、靶点识别和信号通路建模。2016 年，其率先将生成对抗网络(GAN)和强化学习(RL)中的关键技术应用于药物发现，发现创新靶点并生成满足各种目标条件的创新分子。Zhavoronkov 博士于 2019 年被 Deep Knowledge Analytics 评选为“全球药物发现和高级医疗保健领域 AI 领军人物 100 强”，2022 年入选 Clarivate 年度全球高被引科学家名单。
任峰	首席科学官、 执行董事、 联合首席执行官	任峰博士，2007 年获得哈佛大学化学博士学位。随后，其在葛兰素史克公司(GSK)从事小分子创新药物发现和开发工作长达 11 年，担任神经退化性 DPU 的首席科学家、项目负责人、总监和化学负责人。2018 年，任博士加入上海美迪西生物医药股份有限公司，担任高级副总裁以及化学部和生物部药物研发服务业务负责人，管理超过 600 名化学家和生物学家。2021 年，任博士加入英矽智能担任 CSO，负责药物发现和开发方面的内部管线和外部合作。任博士在其职业生涯中成功开发了多种临床前候选化合物/临床 I 期化合物。任博士发表了 80 余篇同行评审论文，拥有 120 余项专利。
Alex Aliper	总裁	Aliper 博士，组建了一支由 100 多名 AI 工程师组成的团队，开发出用于靶点发现、小分子生成和临床试验结果预测的顶尖软件产品，并发表了 50 多篇同行评审论文。他被 Deep Knowledge Analytics 评为“药物发现和高级医疗保健领域 AI 领军人物 100 强”。2020 年，Aliper 博士入选 Endpoint News “全球 20 位 40 岁以下生物医药领域新一代领导者”榜单。

数据来源：公司官网，西南证券整理

## 1.2 Pharma.AI 平台与药物自研双引擎，创新驱动价值提升

Pharma.AI 是一个 AI 驱动的药物发现及开发平台，提供包括新靶点识别到小分子生成及临床结果预测的端到端服务。Pharma.AI 由 Biology42（靶点发现）、Chemistry42（分子生成）、Medicine42（临床试验优化）及 Science42（科学发现）四大核心组件组成，旨在覆盖整个药物发现和开发过程。Pharma.AI 能够识别新的药物靶点，针对新型及既定的靶点从头设计分子。具体而言，公司的生成式 AI 驱动方法已识别出一种调节多种纤维化通路的潜在靶点，从而引领开发出一种有潜力成为临床差异化疗法的新颖小分子候选药物。

图 2：公司特有的 Pharma.AI 平台



数据来源：公司官网，wind，西南证券整理

丰富的自研管线进入价值兑现期，核心产品具备重磅潜力。公司已利用其平台产生近 20 项临床或 IND 申报阶段的资产。核心管线 ISM001-055（Rentosertib）是全球首款完全由生成式 AI 发现和设计的、进入 II 期临床的候选药物，用于治疗特发性肺纤维化（IPF）。该药物已完成 IIa 期临床，预计 2026 年启动 IIb/III 期临床。IPF 市场空间广阔，若 ISM001-055 能成功上市，有望成为颠覆性疗法，随着更多管线资产进入临床后期和对外授权，公司有望迎来持续的价值兑现。

**图 3：公司主要管线**


数据来源：公司招股书，西南证券整理

### 1.3 药物发现与管线开发助推 BD 合作，贡献主要业绩

公司业务主要分为三大板块：药物发现及管线开发、软件解决方案、其他发现。

**药物发现及管线开发：**此为公司收入占比最大的业务，在 2024 年占总收入的 92.9%。该业务通过三种模式运作：1) 自主开发，如核心管线 ISM001-055；2) 对外授权，如与 Exelixis 和 Stemline 就 ISM3091、ISM5043 等达成的总潜在价值超 21 亿美元的交易；3) 合作开发，如与赛诺菲、礼来、齐鲁等达成的多靶点合作研发交易。该板块在 2024 年的毛利率高达 90.7%，是公司毛利率最高且过去三年增速最快的核心业务。

**图 4：公司相关 BD 合作**

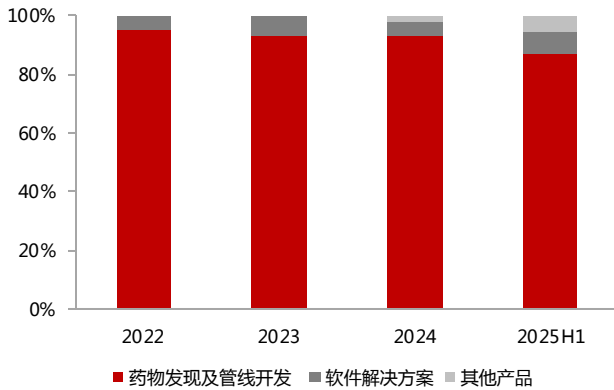
药品/资产	靶点/技术	交易时间	合作方	合作模式	权益描述	阶段	首付款 (亿美元)	总金额 (亿美元)
心血管与代谢类疾病创新疗法	小分子抑制剂	2026年1月	齐鲁制药	合作开发 (共担风险)	合作加速心血管与代谢类疾病创新疗法开发药物发现			1.19
ISM8969	NLRP3 抑制剂	2026年1月	衡泰生物	合作开发 (共担风险)	共同加速推进 ISM8969 的全球开发 (各持有该项目50%全球权益)	临床前	0.1	0.66
抗肿瘤药物	筛选候选药物	2026年1月	施维雅	合作开发 (共担风险)	共同承担研发成本; 英矽智能负责筛选药物; 施维雅主导后续临床验证、商业化进程	临床前	0.32 (含近期研发里程碑)	8.88
ISM4808	PHD抑制剂	2025年12月	太景	大中华区独家授权 (外授)	授予太景在大中华区开发、商业化和再许可ISM4808的独家权利。	临床前	-	数千万
Pharma.AI平台	Pharma.AI平台	2025年11月	礼来	药物研发战略合作	依托Pharma.AI开展候选化合物的生成、设计与优化	平台	-	>1
针对广泛实体瘤的 AI临床前资产	AI临床前技术 (实体瘤)	2024年12月	Stemline Therapeutics Inc.	全球独家授权 (外授)	授予全球独家许可, 用于开发及商业化AI临床前资产	临床前	0.2	>5.5
ISM5043 (小分子 KAT6抑制剂)	KAT6	2023年12月	Stemline Therapeutics Inc.	全球独家授权 (外授)	授予全球独家、附带特许权使用费、可再许可的许可; 合作开发, 英矽负责部分研发	I期	0.12	5.06
ISM3091及其他 USP1靶向化合物	USP1	2023年9月	Exelixis, Inc.	全球独家授权 (外授)	授予全球独家、附带特许权使用费、可转授的许可; Exelixis负责后续开发、制造及商业化	I期	0.8	9.55
最多6个合作靶点的候选药物	最多6个合作靶点	2022年10月	赛诺菲	合作开发 (共担风险)	合作开发最多6个靶点候选药物; 英矽提供数据, 赛诺菲负责后续研发及商业化 (独家)	临床前	0.215 (含靶点提名费)	12
最多4个发现项目、ISM8207	若干靶点、QPCTL	2021年11月	复星	合作开发 (共担风险)	合作开发最多4个发现项目 + ISM8207; I期研发成本、利润/发现项目为临床前	ISM8207为I期	0.28 (含股权投资)	0.82

数据来源：公司官网，西南证券整理

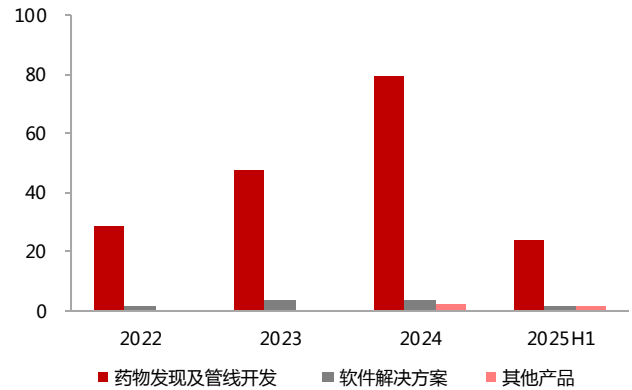
**软件解决方案：**该业务通过向客户授权使用 Pharma.AI 平台的四大模块 (Biology42, Chemistry42, Medicine42, Science42) 来产生收入。主要通过托管软件访问订阅按需模式与本地部署软件安装订阅模式两种方式收取费用，定价综合成本、市场定位及订阅账户数量、安装地点数量、客户性质 (营利性/非营利性) 等因素确定；其中托管模式协议通常为一年且预付费用，按组件、账户数等差异化定价，当前最高年订阅费 20 万美元，本地部署模式则授予客户在自有私有云使用 Chemistry42 及 PandaOmics 的权利，协议同样多为一年期可续期，一次性安装费包含在首年订阅费中，当前最高年订阅费 52.5 万美元。2024 年，该业务收入为 397 万美元，占总收入的 4.6%，毛利率为 100%，因为相关研发成本计入研发费用而非收入成本。

**其他发现：**利用公司的 AI 平台为非医药行业 (如农业、新材料等) 提供发现服务。公司依托生成式 AI 技术优势，叠加在生物与化学领域的深厚积累，不仅推动跨行业变革性合作，更将核心平台 Pharma.AI 的应用场景拓展至非医药行业；合作中公司基于客户提供的特定业务挑战与行业数据，开发并训练经真实世界验证的算法模型，助力客户设计符合自身需求的新颖分子结构或产品，而该类发现及合作业务的收入则通过首付款、研发分期付款、里程碑付款、成本补偿及特许权使用费等多元形式实现。该业务尚处于早期阶段，2024 年收入为 213.1 万美元，占总收入的 2.5%，毛利率为 59.9%。

当前公司收入主要来源于药物发现及管线开发业务。2024 年药物发现及管线开发业务占营业收入比重 92.9% (-0.5pp)，继续发挥营收贡献带动作用。同时公司其他业务发展迅速，逐步降低对药物发现及管线开发的高度依赖，2025H1 药物发现及管线开发业务占营业收入比重 87.1% (-8.1pp)，软件解决方案占比 7.3% (+4.5pp)，其他发现占比 5.6% (+3.6pp)。

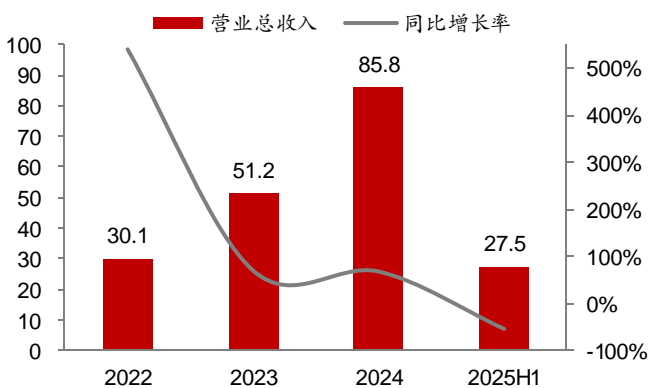
**图 5：公司业务板块收入结构**


数据来源：wind，西南证券整理

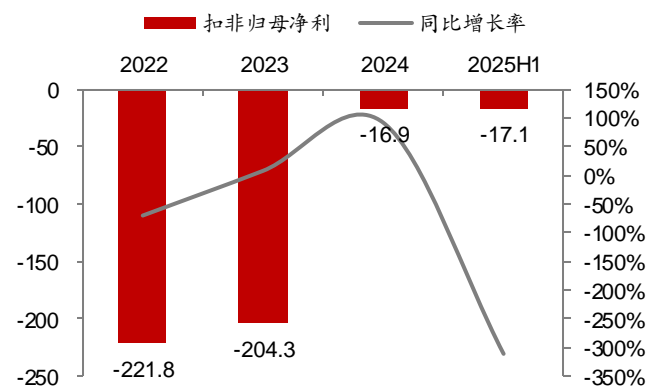
**图 6：公司主要业务收入明细 (百万美元)**


数据来源：wind，西南证券整理

公司收入在 2022-2024 年间实现高速增长，年复合增长率达到 68.8%。公司 2025 年上半年实现营业收入 0.28 亿美元 (-54%)，净利润-0.19 亿美元 (-339.29%)，扣非归母净利润-0.17 亿美元 (-310.8%)。2024 年公司实现营业收入 0.86 亿美元 (+67.71%)，扣非归母净利润-0.17 亿美元 (+91.72%)。公司毛利率持续改善，从 2022 年的 63.4% 提升至 2024 年的 90.4%，业绩与盈利的持续改善，主要得益于对外授权业务的强劲表现。研发开支是公司最大的成本项，2024 年研发费用为 0.92 亿美元，占收入比重为 107.1%。随着公司管线进入后期临床，预计研发投入将保持在较高水平。销售及行政开支占收入比重逐年下降，体现出良好的经营杠杆效应。截至 2025 年 6 月 30 日，公司持有现金及现金等价物 2.12 亿美元，加上 IPO 募集资金，足以支持未来多年的运营和研发。

**图 7：公司近年营业收入增长趋势 (百万美元)**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 8：公司近年扣非归母净利润增长趋势 (百万美元)**


数据来源：wind，西南证券整理

## 2 生成式人工智能天地广阔，大有可为

### 2.1 “创造与生成”为生成式人工智能核心价值所在

生成式 AI 是基于 Transformer 等先进架构、以海量多源数据预训练为基础的新一代人工智能技术，其核心特征是具备从无到有生成全新且符合逻辑与任务约束的内容的能力，覆盖文本、图像、代码、蛋白质序列、药物分子结构等多个维度。

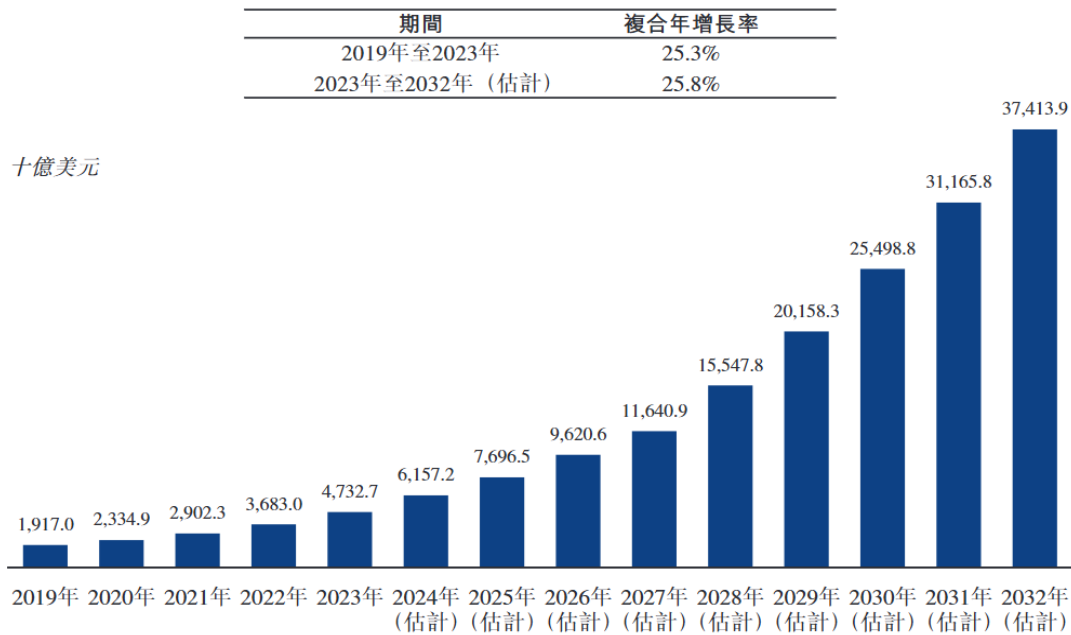
生成式 AI 与传统 AI 的核心差异在于价值定位与能力边界的本质不同：传统 AI 以“分析与决策”为核心价值，依赖决策树、传统 CNN/RNN 等任务特定的小模型，通过少量标注数据训练后，输出靶点预测、医学影像分类、患者风险分层等结构化结果，其核心作用是优化已有流程的效率与准确性，却不具备创新能力；而生成式 AI 以创造与生成为核心价值，基于 Transformer 架构的大模型，经海量未标注数据预训练后具备极强的泛化能力，可通过微调快速适配多场景，能够生成全新的非结构化或半结构化内容，其核心作用是突破传统研发的瓶颈，创造全新的研发方向与内容，尤其在生物医药等创新驱动型行业中，展现出了颠覆传统研发模式的潜力。

图 9：生成式 AI 与传统 AI 对比

核心维度	传统 AI	生成式 AI
核心目标	分析、决策、预测已有数据	创造全新的、符合逻辑的内容
技术架构	决策树、SVM、随机森林、传统 CNN/RNN、规则引擎	Transformer 架构、大模型 (GPT/LLaMA)、GAN/VAE/Diffusion Model
输出类型	结构化结果 (标签、数值、排名、分类)	非结构化/半结构化新内容 (文本、图像、分子结构、代码、蛋白质序列)
数据需求	少量标注数据 (数千至数万条)	海量未标注/弱标注数据 (数十亿至万亿级 tokens)
训练方式	任务特定训练，换任务需重新训练	预训练+微调，通用能力强，可快速适配多任务
泛化能力	弱，仅适用于训练任务场景	强，支持零样本/少样本学习，适配全新任务
交互方式	单向输入输出，无上下文理解能力	多轮对话、上下文理解、复杂任务交互
创新能力	无，仅分析已有数据的规律	有，生成全新的、符合约束条件的内容
典型代表	人脸识别系统、销量预测模型、垃圾邮件过滤器、医学影像分类模型	ChatGPT、MidJourney、英矽智能药物分子生成平台、晶泰科技 AI 药物研发平台
应用领域	药物靶点预测、患者风险分层、医学影像分类、化疗方案推荐	全新药物分子设计、临床研究报告生成、蛋白质序列合成、胃癌治疗方案优化

数据来源：公司官网，招股书，西南证券整理

随着各行各业对生成式人工智能的采用日益增加，加上私营及公共部门投资持续上升，以及计算能力和算法不断进步，全球生成式人工智能市场正迅速增长。根据弗若斯特沙利文，全球生成式人工智能市场规模预期将由 2023 年的 47,327 亿美元增至 2032 年的 374,139 亿美元，复合年增长率为 25.8%。

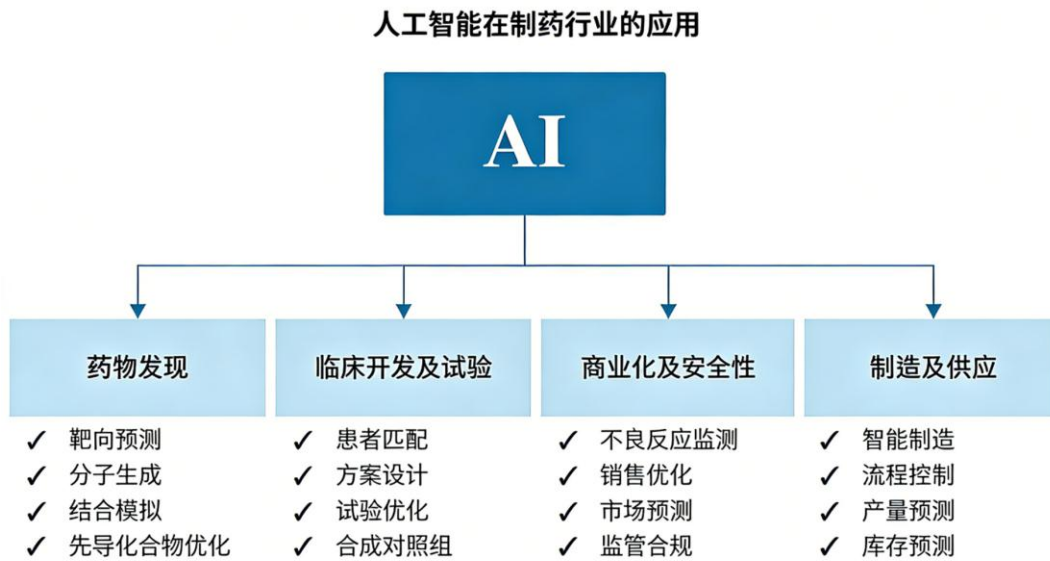
**图 10：2019-2032（估计）全球生成式人工智能市场规模**


数据来源：公司招股书，弗若斯特沙利文分析，西南证券整理

## 2.2 AI 药物发现极大提升传统药物研发效率

AI 在制药行业的应用已从早期单点技术应用，升级为覆盖“药物发现-临床开发-商业化-制造供应”全链条的核心生产力工具。在药物发现环节，靶向预测、分子生成等应用（尤其是生成式 AI 驱动的全新分子设计）可大幅压缩先导化合物研发周期；临床开发阶段，患者匹配、试验优化能提升入组效率，同时降低试验偏差风险；商业化及安全性层面，AI 驱动的不良反应监测与监管合规工具，既实现了安全风险的实时管控，也能通过销售优化、市场预测提升商业化回报效率；而制造供应端的智能控制、库存预测，则直接强化了供应链的韧性 与成本可控性。这一全链条布局的背后，是 AI 正在重构制药行业“研发-临床-商业化”的传统范式，成为降本增效与创新突破的双重核心驱动力。

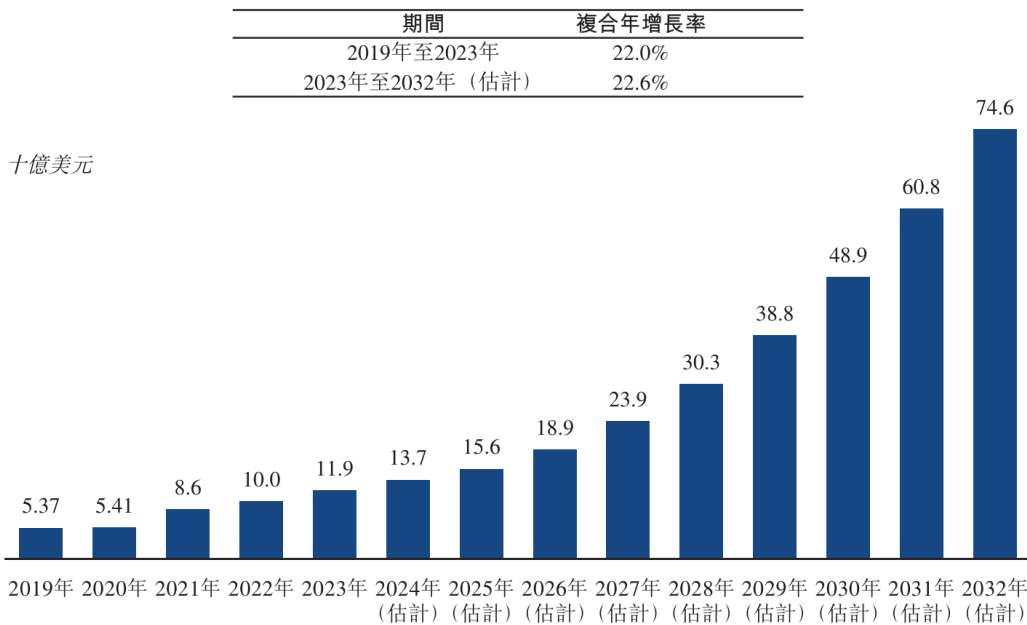
图 11：人工智能在制药行业的应用



数据来源：公司招股书，西南证券整理

根据弗若斯特沙利文，预计全球 AI 赋能药物研发费用市场规模由 2023 年的 119 亿美元增加至 2032 年的 746 亿美元，复合年增长率为 22.6%。

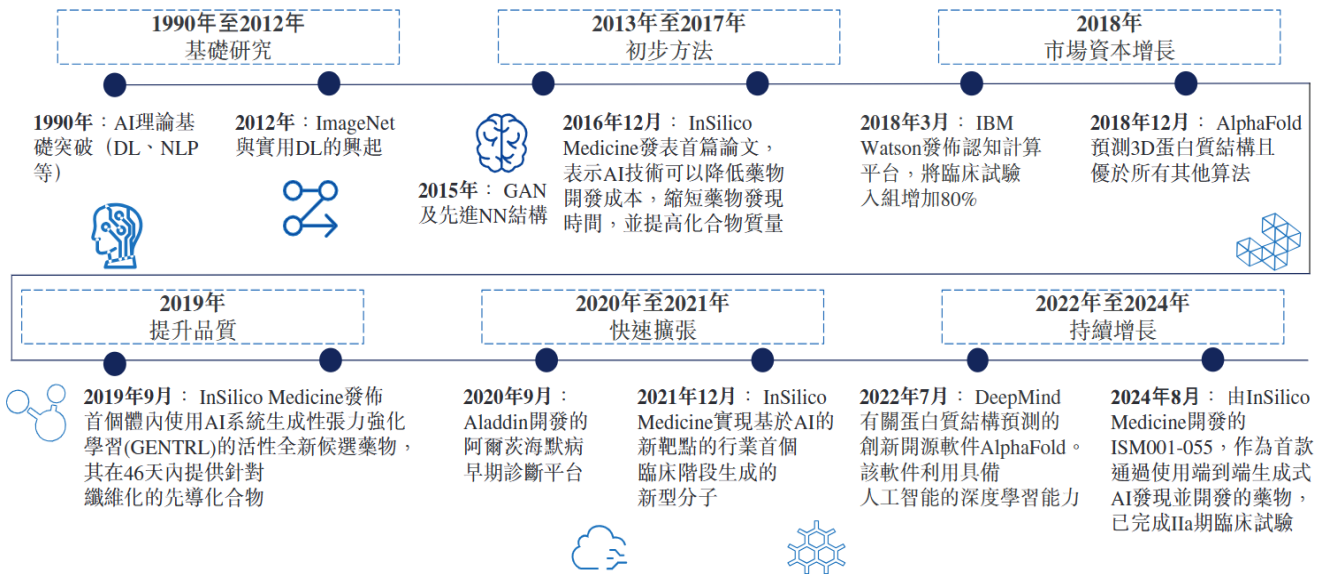
图 12：2019-2032（估计）AI 赋能药物研发费用市场规模



数据来源：公司招股书，弗若斯特沙利文分析，西南证券整理

AI 研究于 1990 年代初期取得基础性进展，随后出现的应用（如 ImageNet 及生成对抗网络(GAN)）拓展 AI 在包括医疗保健在内各行各业中的应用可能性。在药物发现领域，随着英矽智能等公司推出 Pharma.AI 等综合性平台，势头有所增强。英矽智能的全球首款 AI 发现 FIC 药物（特发性肺纤维化）已完成 IIa 期临床试验，标志着基于 AI 的药物开发的重要里程碑。

图 13：AI 药物发现的发展时间轴

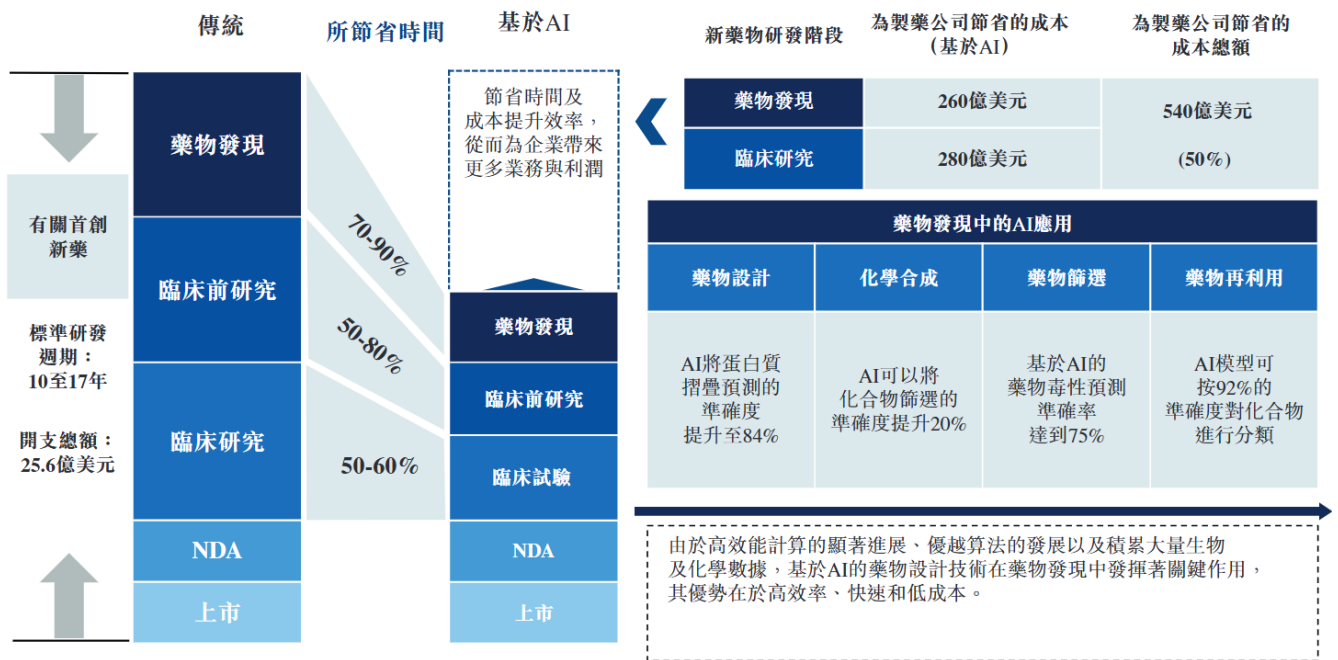


数据来源：公司招股书，西南证券整理

AI 技术通过效率提升为行业拓展了更多商机与利润空间。从全流程效率与成本维度看，传统药物研发的标准周期长达 10-17 年、总开支往往达数十亿美元，而基于 AI 的研发模式可在核心环节实现显著时间压缩：药物发现阶段节省 70-90% 时长、临床前研究节省 50-80%、临床研究节省 50-60%。成本端，AI 驱动的新药研发可在药物发现、临床研究阶段分别为制药企业节省 260 亿美元、280 亿美元，累计节省成本达 540 亿美元（对应传统研发成本的 50%），直接缓解了行业长期存在的高投入压力。

具体到药物发现这一核心环节，AI 已实现多场景性能突破：蛋白质折叠预测准确度提升至 84%、化合物筛选精准度提高 20%、药物毒性预测准确率达 75%、化合物分类精准度达 92%，覆盖药物设计、化学合成、筛选及再利用全链条。而这一价值的底层支撑，在于高效能计算的技术进展、算法体系的持续优化，以及海量生物与化学数据的积累，使得 AI 药物设计具备“高效、快速、低成本”的核心优势，其落地应用有望成为驱动行业研发范式升级、加速新药商业化落地的关键动力。

图 14：基于 AI 的研发与传统研发在创新药中耗费的时间与成本对比

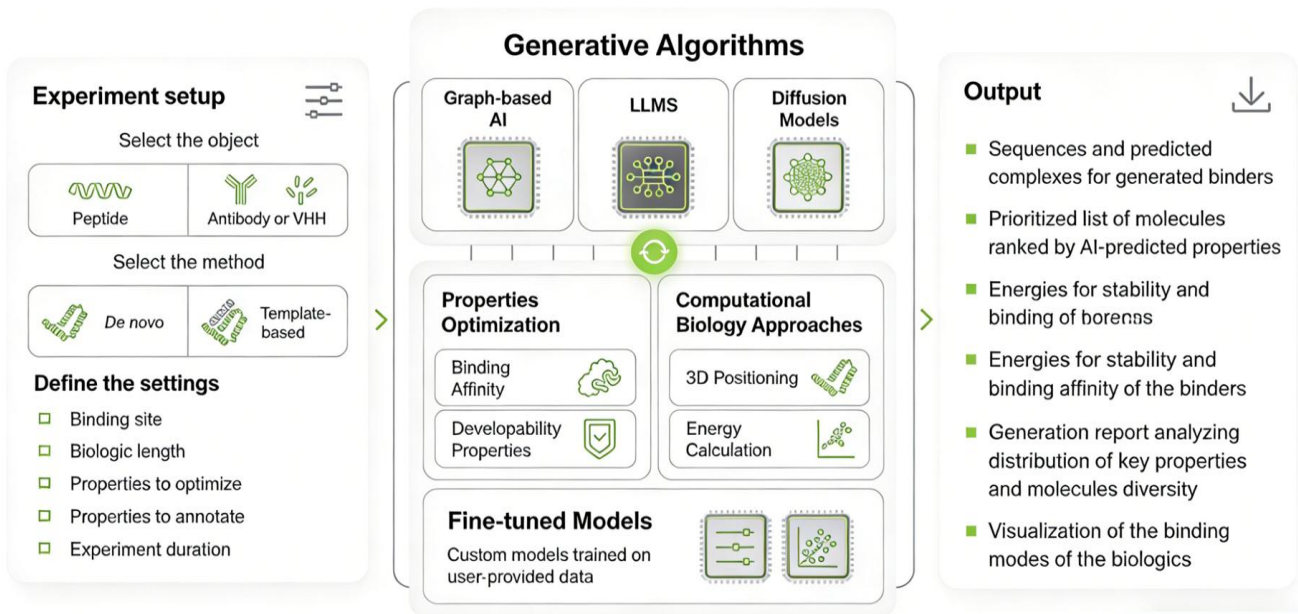


数据来源：公司招股书，西南证券整理

## 2.3 PHARMA.AI：四大核心组件覆盖药物研发全流程

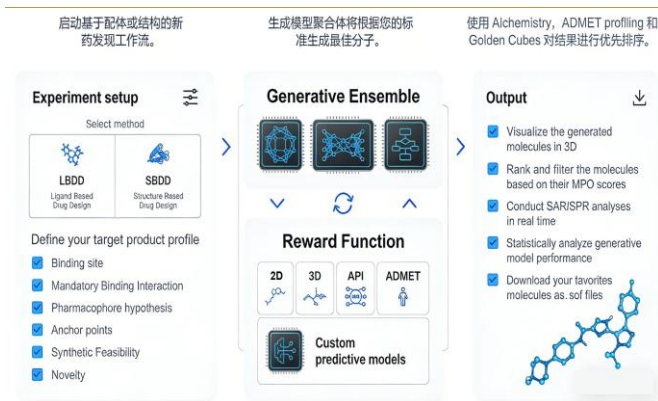
Pharma.AI 是公司构建的端到端 AI 药物发现与开发平台，以 **Biology42**（靶点发现）、**Chemistry42**（分子生成）、**Medicine42**（临床试验优化）及 **Science42**（科学发现）为四大核心组件，辅以 Data Warehouse 数据支撑、超千项 AI 代理体系及 Copilot 对话式交互工具，既覆盖药物全研发流程，也通过战略合作向先进材料、农业等非医药领域拓展。

**Biology42** 模块以 **PandaOmics**、**Generative Biologics**、**Life Star 2**、**Precious** 系列 GPT 为核心，覆盖新靶点系统生物学挖掘、蛋白质与多肽生成、自动化实验验证及多维生物数据建模。**PandaOmics** 基于 AI 和大数据实现复杂疾病系统分析，辅助合作企业识别具有原创性、成药性和低毒性的候选靶点，且用户界面友好、支持聊天机器人（ChatPandaGPT）文本提问，使非专业用户也能便捷操作。**Generative Biologics** 可从零生成多肽、纳米抗体等生物分子，采用 AI 算法及奖励机制优化结构与可开发性特征，并通过行业合作者验证技术价值。**Life Star 2** 则为模块化自动化实验室，依托生成式 AI 自动执行从靶点筛选到实验设计与数据采集的流程，提升数据生产、AI 训练及模型验证效率，同时具备现场数据处理能力，降低隐私风险和运营成本。

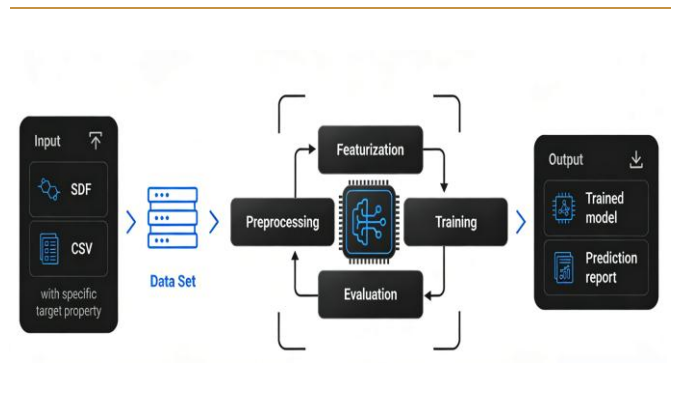
**图 15: Generative Biologics 推动高效规模化创新**


数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

**Chemistry42** 模块面向新型小分子的生成与评价, 包含 **Generative Chemistry**、**Golden Cubes**、**ADMET Profiling**、**AI chemistry**、**Model Training** 及 **Retrosynthesis** 等应用。Generative Chemistry 聚焦小分子结构的智能设计, 奖励机制聚合多元模型赋能分子的结构质量与成药性筛选; Golden Cubes 和 ADMET 应用专注于脱靶活性判别、药代动力等属性预测。平台自研 Nach01 基础模型具备 10 亿参数, 经过超 800 亿标记训练, 能精准支持自身及客户的数据驱动药物生成和性质预测。**Chemistry42** 模块已对外授权多个合作伙伴, 并通过 SaaS 或本地部署提供, 界面高度定制化, 兼容多类用户 (AI 专家到药化研究员), 彰显其行业认可度和平台化生态。

**图 16: Generative Chemistry 模组**


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**图 17: Model Training 模组**


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

**Medicine42** 模块聚焦临床试验结果的预测，核心载体为 **inClinico** 应用程序。该应用自 2016 年启动开发，是多引擎生成式 AI 分析工具，通过量化候选产品向临床下一阶段推进的概率实现试验结果预测，2022 年 11 月完成商业化落地。inClinico 以 II 期临床试验（首个概念验证数据的关键拐点）为核心关注场景，整合分子靶点、疾病、试验方案等多源数据，从靶点选择、药物结构、试验设计、受试者资格等维度生成评分，其中靶点评分关联 PandaOmics 的靶点-疾病关联数据，药物结构评分复用 Generative Chemistry 的分子特性数据，最终精准测算试验推进概率；同时可识别试验设计弱项，助力优化以提升成功率。该应用经 2021 年前公开数据训练后，前瞻性验证的 II 期转 III 期预测 AUC 达 0.86；2019 年为某全球药企预测 7 项 II 期试验结果，成功命中 5 项，验证了其实际应用价值。

图 18: inClinico 数据源



数据来源：公司官网，西南证券整理

**Science42** 是 AI 赋能的科研辅助平台，核心涵盖多智能体研究助手 DORA、生成式 AI 可持续性联盟及规模化 AI 代理体系。DORA 作为多智能体工具，可处理海量科学文献生成摘要、挖掘新见解，同时整合领域知识模拟实验条件、优化测试方法，加速假设验证与药物发现进程；可持续性联盟是其跨领域拓展载体，聚焦二氧化碳捕集、氢储存等四大方向，例如与先正达合作开发可持续农作物保护方案，将 AI 技术延伸至生物学外的环保领域；AI 代理体系则实现快速扩容，从 2024 年 5 月的 660 项增至 2025 年初的 1058 项（含 20 个层级、46 项自托管代理），覆盖数据分析、模型训练等多任务，支撑 Pharma.AI 的高效自动化运行与持续创新。

此外，Data Warehouse 保障跨组件数据的无缝整合，超千项 AI 代理体系提升平台自动化效率，Copilot 工具则通过对话式交互降低了非专业用户的使用门槛，整体平台既实现了药物研发周期的压缩，也通过技术对外授权与跨行业拓展打开了多元价值空间。

## 2.4 竞争格局良好，AI Biotech 定位构筑差异化优势

从全球 AI 制药企业核心维度对比看，英矽智能在国内同行及海外玩家中展现出差异化竞争力：其 AI 平台的靶点发现、分子生成、临床试验模块均实现商业化可用，这一全链路落地能力仅 Recursion 实现，优于晶泰控股（仅缺临床试验模块）、瑞莱（模块仅限内部用）等企业，符合其 AI Biotech+AI Drug Discovery 平台，“平台+管线”双轮驱动定位；临床管

线布局更具规模，当前拥有 8 项 I 期、2 项 II 期资产，多于晶泰（2 项 I 期）、瑞莱（1 项 I 期+1 项 III 期）等多数同行的早期管线储备。

财务端，2025H1 英矽智能收入 0.27 亿美元、亏损 0.19 亿美元，主要系 BD 合作数量与金额均有减少，但亏损幅度显著低于海外企业（瑞莱亏 1.47 亿美元、递归制药亏 3.74 亿美元），仅晶泰控股实现盈利 0.12 亿美元。

效率与资源端，英矽配备智能+湿实验室组合（多数海外企业无实验室布局），且依托生成式 AI 技术，其主要资产 I 期临床试验周期仅 12 个月，远快于瑞莱的 33 个月；重点领域覆盖肿瘤、免疫、代谢、神经系统等方向，科研成果（超 250 篇同行评审出版物）亦处于行业前列，综合能力在 AI 制药赛道中表现突出。

图 19：英矽智能与主要 AI 制药企业对比

公司	地区	AI 平台			临床管线			财务表现 2025H1		实验室	AI 技术	主要资产 1 期 临床试验周期	重点领域	科研成果
		靶点发现	分子生成	临床试验	I 期	II 期	III 期	收入 (亿美元)	利润 (亿美元)					
英矽智能 (Insilico Medicine)	中国	√ (商业可用)	√ (商业可用)	√ (商业可用)	8	2		0.27	-0.19	智能实验室与湿实验室	生成式 AI / 机器学习 / 深度学习	12 个月	纤维化、肿瘤学、免疫学	超过 250 篇同行评审出版物
晶泰科技 (XtalPi)	中国	√ (商业可用)	√ (商业可用)	无资料	2			0.72	0.12	湿实验室与干实验室	生成式 AI / 机器学习 / 深度学习	I 期末完成	肿瘤学、神经学、呼吸学、炎症性疾病、眼科	多篇出版物与海报
瑞莱 (Relay Therapeutics)	美国	√ (内部)	√ (内部)	无资料	1		1	0.08	-1.47	无资料	机器学习 / 深度学习	33 个月	精准肿瘤学与遗传疾病	在会议或研讨会上多次展示
薛定谔公司 (Schrodinger)	美国	√ (商业可用)	√ (商业可用)	无资料	2			1.14	-1.03	无资料	机器学习 / 深度学习	I 期末完成	肿瘤学	数百篇关于生物制剂及小分子药物发现的出版物
递归制药 (Recursion)	美国	√ (商业可用)	√ (商业可用)	√ (商业可用)	1	4 (含 3 个 I/II 期)		0.34	-3.74	湿实验室与干实验室	机器学习 / 深度学习 / LLM	未披露	肿瘤学、炎症与免疫学、罕见疾病	多篇出版物与海报以及开放数据集
又比拉生物 (AbCellera)	加拿大	无资料	√ (商业可用)	无资料	2			0.21	-0.80	湿实验室与干实验室	机器学习	尚未启动临床试验	内分泌系统疾病、代谢疾病及免疫性疾病	多篇出版物与海报以及开放数据集

数据来源：公司招股书，西南证券整理，注：数据截至招股书披露日

英矽智能与晶泰控股是当前中国 AI 制药赛道最具代表性的两家公司，但底层定位差异较大。英矽智能是典型的“AI+Biotech/平台+管线”模式，通过 Pharma.AI 驱动自研管线并多项目 license-out，盈利路径高度依赖持续的 BD 项目与里程碑支付；晶泰控股则是“AI+CRO+自动化实验室”平台服务模式，以多客户、多项目的服务收入与里程碑为主，已经实现规模化盈利，现金流与业绩可见度优于英矽智能。

**图 20：英矽智能与晶泰控股作为转让方 BD 合作对比-按交易时间排序 (百万美元)**

英矽智能				晶泰科技					
交易时间	受让方	总金额	首付款	项目名称	交易时间	受让方	总金额	首付款	项目名称
2026-01-27	齐鲁制药	119.45		心血管与代谢类疾病创新疗法 (小分子抑制剂)	2026-01-26	东阳光药			AI药物研发引擎及自免疾病创新管线
2026-01-20	衡泰生物	66	10	ISM8969 50%全球权益	2025-12-09	甘李药业			AI多肽创新药
2026-01-04	Servier	888.00	32.00	Pharma AI candidates	2025-11-05	Eli Lilly	345.00		Ailux antibodies; AI驱动双特异性抗体工程平台
2025-12-12	太景医药			ISM4808	2025-09-24	百诚医药			AI新药
2025-11-10	Eli Lilly	98.97		创新靶点候选化合物; Pharma AI	2025-09-08	智擎生技			PE-0260
2025-04-18	海正药业			创新药研发	2025-08-20	Dong-A ST			针对免疫与炎症性疾病的创新疗法
2025-03-27	迈威生物			新一代毒素载荷ADC	2025-07-25	景嘉航			多肽偶联核素
2025-03-04	元羽生物			中枢神经系统药物	2025-06-29	Pfizer			molecular modeling platform for drug discovery
2025-02-20	和铂医药			新型治疗性抗体	2025-06-23	DoveTree	5,990.00	51.00	AI+机器人药物发现平台; 小分子及抗体候选药物
2025-01-10	Menarini	550.00	20.00	solid tumor candidate	2025-04-01	派斯双林生物	13.90		血液制品及其他药品
2024-07-24	Therasid Bioscience			Pharma AI platform	2025-02-04	JW Pharmaceutical			药物发现自动化工作站和基于人工智能 (ai) 的化学反应优化平台
2024-04-24	invoX			PandaOmics® platform	2025-01-09	UCB			xtalfold™ ai 平台
2024-01-05	Menarini	506.00	12.00	MEN2312	2024-10-10	Janssen Biotech			XtalFold™ AI platform
2023-09-12	Exelixis		80.00	other USP1-targeting compounds; ISM3091	2023-12-18	C&C Research Labs.			STAT6 targeted therapy
2023-08-21	石药集团			AI技术平台	2023-09-04	Incendia Therapeutics			XupremAb® 平台
2023-03-23	Novo Nordisk			PandaOmics technology	2023-08-21	石药集团			AI技术平台
2022-11-08	Sanofi	1,224.50	21.50	Pharma AI技术平台; 不超过6个创新靶点的候选药物	2023-05-30	Eli Lilly	250.00		ID4Inno™平台
2022-05-10	奕拓医药			未公开靶点(AI technology)	2022-12-19	A*STAR			AI technology
2022-03-24	EQRx			AI-driven platform(novel small molecule drug candidates)	2022-11-24	长江生命科技			novel AI tumour vaccine R&D platform
2022-01-11	复星医药	13.00	7.00	AI技术(Four targets); ISM8207	2022-10-27	Janssen Biotech			Inclusive Digital Drug Discovery & Development (ID4) platform
2021-09-09	济景医药			AI技术	2022-09-29	季康生物			GPCR抗体药物
2021-09-08	华东医药			WDR5-MYC protein-protein interaction inhibitors; AI技术	2022-07-18	溪砾科技			靶向 RNA 小分子药物
2021-09-07	University of Cambridge			AI技术	2022-06-06	齐鲁制药			抗肿瘤高难度靶点 (FIC)
2021-08-27	福贝生物			AI技术; FB1006	2022-04-26	联邦制药			小分子创新药物
2021-08-20	烨辉医药			AI技术	2022-01-18	正大天晴			高难度靶点的小分子新药
2021-08-11	真实生物			AI药物发现平台	2022-01-14	启德医药			抗体免疫激动剂偶联药物
2021-08-09	Arvinas			AI technology	2021-12-16	德琪医药			AI技术
2021-08-05	祐森健恒			AI technology	2021-12-01	B.A.I.			AI平台
2021-08-02	西湖制药			AI technology	2021-10-27	希格生科			AI drug discovery platform(Novel Cancer Target); Hippo; sigx1094
2021-07-20	劲方医药			CDK7抑制剂	2021-09-28	Acerand Therapeutics			novel anti-cancer therapies
2021-03-25	元启生物			AI platform	2021-09-07	开拓药业			AI技术
2020-12-29	新旭生技			AI platform	2021-08-31	Geode Therapeutics			XTC-002; 其他2个管线项目
2020-11-09	Janssen Pharmaceuticals			multi-target AI-powered drugs	2021-08-17	Sedec Therapeutics			AI技术
2020-10-15	Taisho Pharmaceutical			pandemics discovery platform; Chemistry42 platform	2021-07-19	中奥生物			AI技术
2020-04-27	Astellas Pharma			AI platform	2021-07-16	加科思			AI技术
2020-04-14	Boehringer Ingelheim			Insilico's generative machine learning technology and proprietary Pandemics Discovery Platform	2021-07-13	勤浩医药			AI技术
2020-03-16	泰德制药			AI platform	2021-07-12	溪砾科技			靶向 RNA 小分子药物发现平台
					2021-06-22	启德医药			AI技术
					2021-04-08	希格生科			ID4 平台; sigx1094
					2021-03-25	上海青煜医药			AI technology
					2021-02-03	新格元			AI技术
					2020-11-11	华东医药			抗肿瘤靶点的新药
					2020-10-22	思路迪医药			AI技术
					2020-09-08	PhoreMost			ID4平台

数据来源：各公司公告，医药魔方，西南证券整理

晶泰控股的核心业务分为：1) 药物发现解决方案(提供横跨药物发现及研究全过程中不同模块的解决方案)，2) 智能自动化解决方案(主要包括固态服务研发及自动化化学合成服务)，形成“干实验室计算模拟+湿实验室实验验证”闭环技术平台。相比晶泰强调机器人+量子物理的“物理驱动+实验飞轮”，英矽更偏向“生成式 AI+多组学+真实世界数据”驱动的决策飞轮，用 Biotech 管线结果反向验证 AI 平台。

二者技术差异的本质在于：英矽智能是以模型为中心，自动化实验室为辅助；晶泰则是以机器人+数据采集为中心，AI 模型 tightly-coupled 在实验飞轮之上。前者在管线价值与学术影响力更突出，后者在可规模化复制的“算力+数据+Robot as a Service”上更具系统性优势。从财务结果看，晶泰控股借助 DoveTree 和礼来等订单推动，2025H1 收入 0.72 亿美元 (+403.8%)，整体毛利率升至 84.1%，扣非归母净利润 0.12 亿美元 (+112.89%)。英矽智能 2022-2024 年收入从 0.30 亿美元增至 0.86 亿美元，2025H1 受 BD 订单减少的影响，业绩同比承压，但 2026 至今已实现 3 单 BD 合作，参考晶泰控股有望实现业绩修复。

图 21：英矽智能与晶泰控股核心维度对比

维度	英矽智能 (03696.HK)	晶泰控股 (2228.HK)
业务定位	AI+Biotech + AI Drug Discovery 平台，“平台+管线”双轮驱动	AI+CRO + AI4Science 平台，聚焦药物与材料的 R&D 服务
市场定位	港股“AI 制药第一股 / AI+Biotech 龙头”	港股“18C 特专科技第一股 / AI4S 龙头”
核心商业模式	管线授权 (首付款+里程碑+版税，2024 收入中占 93%) + Pharma AI 软件订阅 (约 5%) + 少量非医药发现	药物发现解决方案 (2025H1 收入 4.35 亿元，占比 84.2%) + 智能自动化解决方案 (2025H1 收入 0.82 亿元，占比 15.8%)
主要业务	AI+SaaS: 软件解决方案 (Pharma AI 订阅/部署)	AI+CRO: 药物发现解决方案
	AI+CRO: 药物发现服务+合作项目	智能自动化解决方案
	AI+Biotech: 自研管线 + License-out	平台型 license-out 的雏形
技术底座	端到端生成式 AI 平台 Pharma AI (Biology42、Chemistry42、Medicine42、Science42) + 自动化生物学实验室	量子物理+AI+云计算+机器人; 智能计算平台 (XtalFold、XupremAb、ID4Inno、PepiX) + 自动化机器人湿实验室集群
自研管线	>20 项临床或 IND 阶段资产; ISM001-055 为全球进展最快 AI 发现的 IPF 候选药物, IIa 完成, 争取 2026 年中进入 IIb/III	不做重资产临床管线, 自研定位为平台能力与部分消费/材料分子 (如生发分子等)
客户结构与集中度	与全球前 20 大药企中 13 家合作; 2022-2025H1 前五大客户收入占比 90.6%/94.1%/94.4%/86.2%	客户 300+, 全球前 20 大药企中 17 家为客户; 2025H1 收入高度依赖 DoveTree 首付款 (4 亿元中约 3.5 亿元为首付款), 单一项目集中度高但客户总体分散
大分子	<ul style="list-style-type: none"> <li>核心平台为 Biology42 下的 Generative Biologics, 依托十余种生成/预测模型及物理工具, 可靶向难成药靶点与特定表位, 24 小时内生成高质量 Binder 候选物; 支持生物大分子特性预测、多特性平衡优化, 基于自有数据模型训练</li> <li>商业模式为授权合作 + 灵活服务组合, 共建数据驱动 AI 合作关系</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>核心技术含 XtalFoldUltra 结构预测、ProteinGPT 生成式 AI、XupremAb 设计平台等, 通过生成式 AI + 量子物理计算实现全流程自动化加速</li> <li>商业模式分模块化服务 (6-12 个月) 与联合研发 (1-3 年, 按里程碑收费), 公司保留技术知识产权, 客户拥有目标化合物知识产权</li> </ul>
小分子	<ul style="list-style-type: none"> <li>核心平台为 Chemistry42, 以生成式 AI + 物理方法为核心, 简化苗头化合物筛选、先导化合物提名及优化全流程, 可实现分子设计、合成路线预测、ADMET 特性优化等功能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>以量子物理计算 + AI 为双驱动, 依托 XFEP 自由能微扰平台、XFF 分子力场、ID4Inno 人工智能平台及 XPose 结合构象预测技术, 精准预测靶点结合亲和力和</li> <li>商业模式含模块化服务 (1 年内确认收入) 与一站式服务 (1-3 年, 含 2-8 个里程碑), 公司拥有背景及 AI 技术知识产权, 客户拥有目标化合物知识产权</li> </ul>
收入规模	2022-2025H1 收入: 0.30/0.51/0.86/0.27 亿美元	2022-2025H1 收入: 0.19/0.25/0.37/0.72 亿美元
盈利与毛利	毛利率 2022-2025H1: 63.4%→75.4%→90.4%→83.8%; 但净亏损 2.218/2.116/0.171/-0.192 亿美元	整体毛利率 2022-2025H1: 49.6%→27.7%→46.3%→84.1%, 2025H1 经调整净利 1.416 亿元, 实现扭亏
2025H1 研发支出 (亿美元)	0.36	0.31
BD 合作对象	35	42
2022 至今 BD 总金额 (亿美元)	32.80	65.99

数据来源: 公司招股书, 公司官网, 西南证券整理

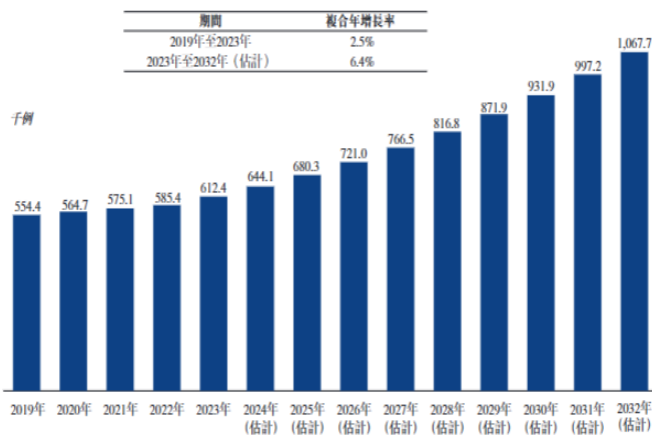
### 3 创新能力既得验证，FIC 药物潜力未来可期

#### 3.1 ISM001-055：靶向 TNIK 治疗特发性肺纤维化的 FIC 药物

特发性肺纤维化（IPF）是一种病因和发病机制尚不明确、进行性的慢性纤维化间质性肺病，随着病情进展患者的肺功能逐步丧失，最后可能因肺部组织疤痕密布而死于呼吸衰竭，影响着全球约 300 万人。IPF 的发病率和患病率呈逐年增加趋势，发病人群以老年人为主，患者中位生存期仅为 2-3 年。因为其生物学行为、致死率跟癌症的恶性程度接近，甚至比很多癌症更凶险，也被称为“不是癌症的癌症”。IPF 具有渐进性、可用治疗选择有限以及预后不佳的性质，现已成为当前研究与药物开发的主要重点领域。

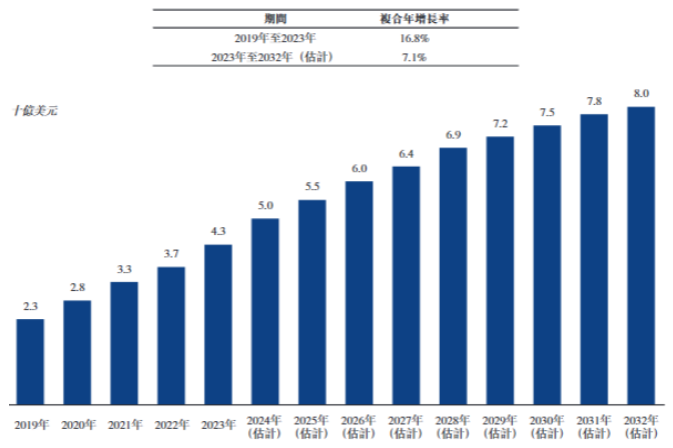
根据弗若斯特沙利文的数据，全球 IPF 的发病率由 2019 年的 55.4 万例增加至 2023 年的 61.2 万例，复合年增长率为 2.5%。此乃由于人口老龄化率增加、对该危及生命的疾病认知及诊断增加及不健康的生活方式普遍存在所致。新增病例数目预计将继续增加至 2032 年的 106.8 万例，2023 年至 2032 年的复合年增长率增至 6.4%。近年来，受 IPF 患者的发病率及患病率不断增加等因素的综合影响，对 IPF 的认知不断提高，增加了对特殊治疗的需求，促使 IPF 诊断的改进及政府支持针对孤儿病的药物，对 IPF 治疗市场的增长产生正面影响。由于 IPF 的诊断及治疗途径有限，发展中国家的 IPF 市场的渗透率相对较低，因此，仍有大量未接受治疗的患者。患者人数与市场规模之间的差异表明全球 IPF 药物的增长空间巨大。

图 22：2019-2032 全球特发性肺纤维化发病率



数据来源：wind，西南证券整理

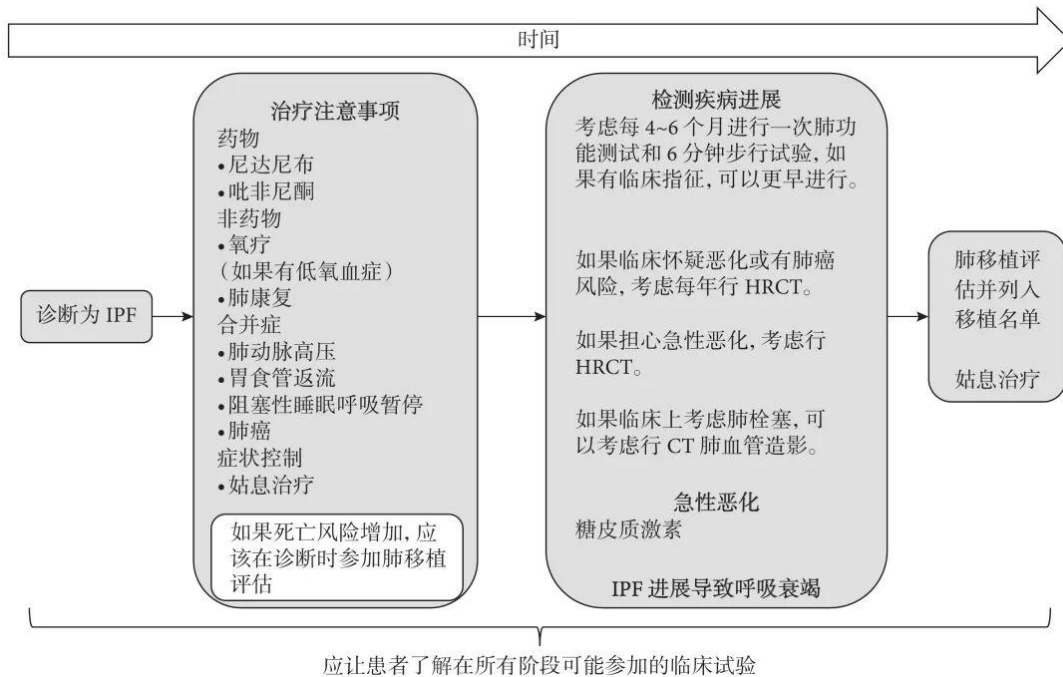
图 23：2019-2032 全球特发性肺纤维化药物市场



数据来源：wind，西南证券整理

目前 IPF 诊疗指南更新至 2022 版，相较于 2015 版 IPF 的治疗指南，对于 IPF 的治疗药物并未更新，仅对相关治疗路径进行了更新。2015 版指南推荐将抗酸剂应用于所有的 IPF 患者，以延缓肺功能的下降。但 2022 版指南建议无需常规应用抗酸剂治疗 IPF 患者，证据表明，抗酸药物的应用与否对疾病的进展、肺功能、不良反应及死亡均无显著影响。对于具有胃食管反流症状的 IPF 患者，不建议进行抗反流手术。

图 24: IPF 诊疗指南 2022 版



数据来源: 2022 版成人特发性肺纤维化和进展性肺纤维化临床实践指南, 中国呼吸与危重监护杂志, 西南证券整理

截至 2025 年 12 月 10 日, 全球范围内仅有吡非尼酮 (Roche/Genentech 的 Esbriet®)、尼达尼布 (Boehringer Ingelheim 的 OFEV®) 及那米司特 (Boehringer Ingelheim 的 Jascayd®) 获批准用于治疗 IPF。然而, 现有药物和治疗手段均无法控制或逆转已受损的肺功能, 吡非尼酮及尼达尼布的临床应答并不非常显著, 且存在光敏反应、肝损伤及腹泻等突出不良反应, 临床亟需能够综合干预疾病复杂机制且安全性更优的新型疗法。此外, 吡非尼酮的专利已到期, 山德士等多家制造商已上市吡非尼酮仿制药。尼达尼布仿制药预计于 2026 年在中国上市, 并于 2029 年在美国上市, 用于治疗 IPF, 届时尼达尼布相关专利将到期。下表列示两种获批原研药物的全球竞争格局。部分 IPF 候选药物存在技术困难或于研发阶段失败的风险, 其可能导致主管部门或相关监管机构不批准。例如, 于 48 周的治疗后, FibroGen 的药物 (pamrevlumab, 每三周进行一次静脉注射) 在 III 期试验中未能显示比安慰剂有重大改善。初步结果也显示该药物未能达到疾病进展的次要终点测量时间。

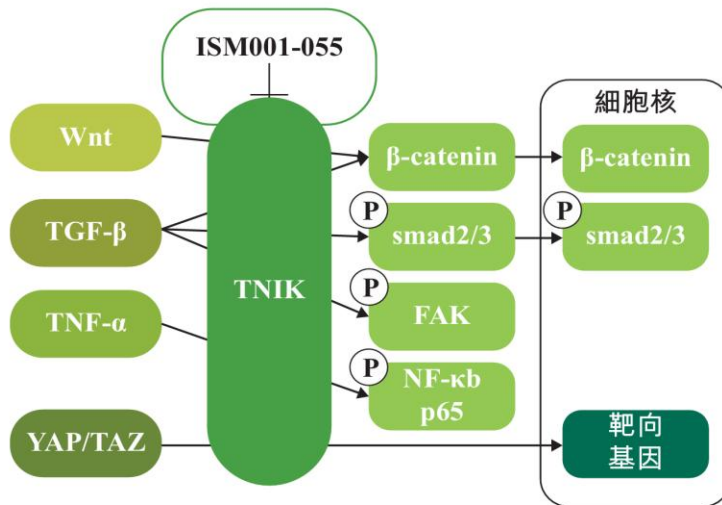
目前全球有近 100 种处于临床阶段的活性 IPF 候选药物, 其中 25 种为小分子药物。仅 3 款进入或完成 III 期临床, 包括百时美施贵宝的 BMS-986278、东阳光药的伊非尼酮和泰德制药的 TDI01。

**图 25: IPF 药物市场的竞争格局**

獲批原藥					
通用名	品牌名稱	原藥製造商	FDA 批准日期	藥物靶點	原藥獲批地區
吡非尼酮	Esbriet®	Roche/Genentech	2014年10月15日	TGF-β、TNF-α 及白細胞介素6	FDA、EMA、PMDA
尼達尼布	OFEV®	Boehringer Ingelheim	2014年10月15日	酪氨酸激酶	FDA、EMA、國家藥監局、PMDA
那米司特	Jascayd®	Boehringer Ingelheim	2025年10月8日	磷酸二酯酶4B	FDA、國家藥監局

数据来源: 公司招股书, 弗若斯特沙利文分析, 西南证券整理; 注: 招股书数据截至 2025 年 12 月 10 日

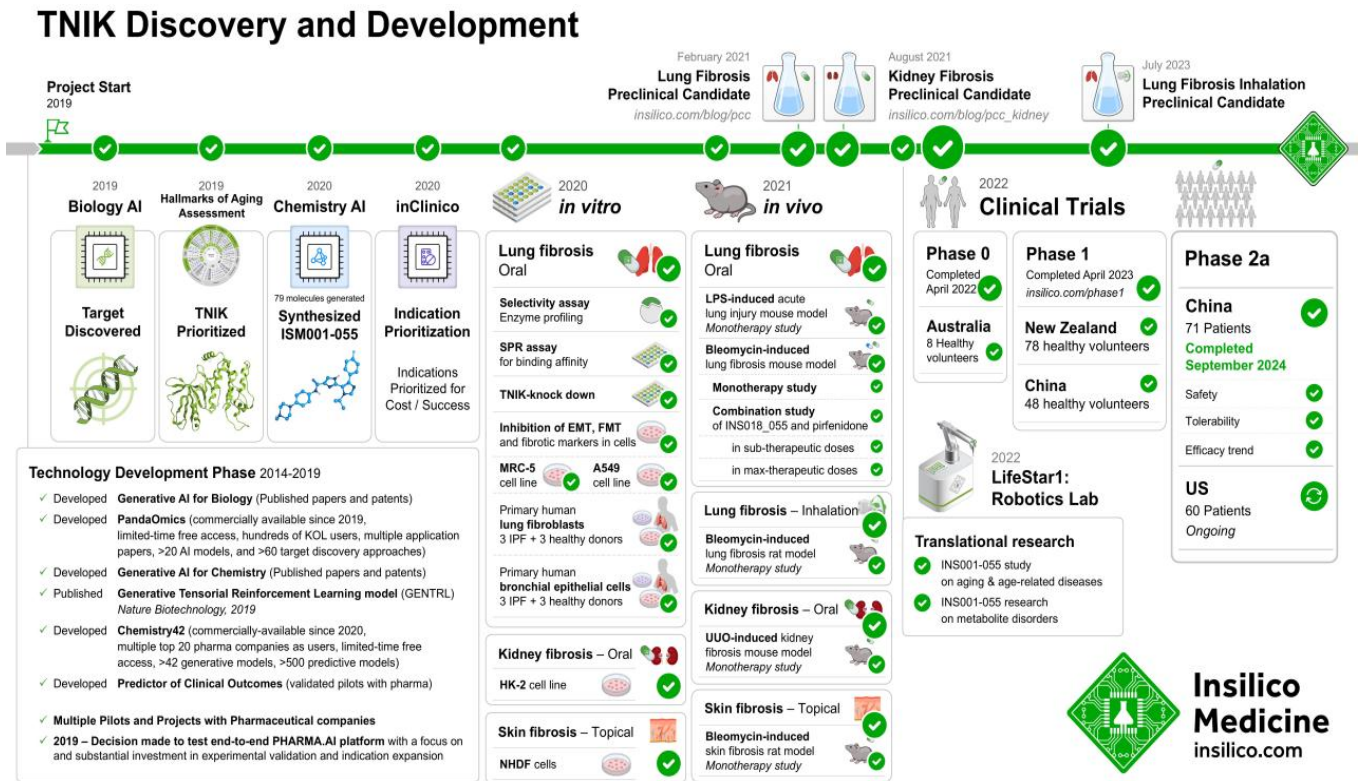
**ISM001-055 (Rentosertib)** 是一款 **TNIK** 的强效选择性小分子抑制剂, 具有很高的亲和力, 可作为 **IPF** 的潜在治疗方法。IPF 是一种以肺泡上皮细胞损伤和增生、细胞外基质 (「ECM」) 沉积增加和肌成纤维细胞激活为特征性疾病。TNIK 属于生发中心激酶家族, 是 IPF 的潜力治疗靶点, 其参与 TGF-β1、NF-κB 等 IPF 相关促纤维化通路: TGF-β1 通路会通过促进细胞外基质 (ECM) 沉积、肌成纤维细胞激活驱动 IPF 进展, 而 TNIK 可通过 Smad 转录因子直接调节该通路 (实验显示 TNIK 过表达会诱导 Smad1 磷酸化, 抑制 TNIK 则能有效降低 TGF-β1 介导的 Smad2/3 磷酸化)。

**图 26: ISM001-055 对 TNIK 的抑制作用机制**


数据来源: 公司招股书, 弗若斯特沙利文分析, 西南证券整理

在新西兰及中国进行的 I 期临床试验结果显示, ISM001-055 对健康受试者具有良好的安全性、耐受性及 PK 数据。公司于 2024 年 8 月在中国完成 IIa 期临床试验, 并于 2024 年 10 月公布顶线数据。基于相关结果, 2025 年 5 月 ISM001-055 获得 CDE 突破性疗法认定。成功完成中国的 IIa 期研究后, 公司计划于 2026 年上半年在中国开展 ISM001-055 用于 IPF 适应症 IIb/III 期研究。另外, 公司预期于 2026 年上半年就吸入型 ISM001-055 用于治疗 IPF 提交另一项 IND 申请。此外, ISM001-055 于 2023 年 2 月获得 FDA 的孤儿药资格认定。公司于 2023 年 6 月获得 FDA 就在美国进行 IIa 期试验的 IND 批准。美国 IIa 期试验的首例患者于 2024 年 2 月完成随机分组并给药。

图 27: 公司利用 AI 技术对 TNIK 的研发过程



数据来源: 公司招股书, 弗若斯特沙利文分析, 西南证券整理

临床结果显示, 接受 ISM001-055 治疗的患者显示出剂量依赖性的肺功能改善, 在每日一次 60mg 的最高剂量组中, 患者的用力肺活量 (FVC) 与基线相比, 平均提高了 98.4 毫升, 而安慰剂组患者的 FVC 则下降了 20.3 毫升, 差值达 118.7 毫升。与同类药物进行比较, ISM001-055 观察到对肺功能的提升, 而已上市药物均只能相较安慰剂延缓 FVC 的下降趋势, 该结果提示了 ISM001-055 的可能“肺功能正向”潜力。

**图 28：适应 IPF 的药物临床数据对比**

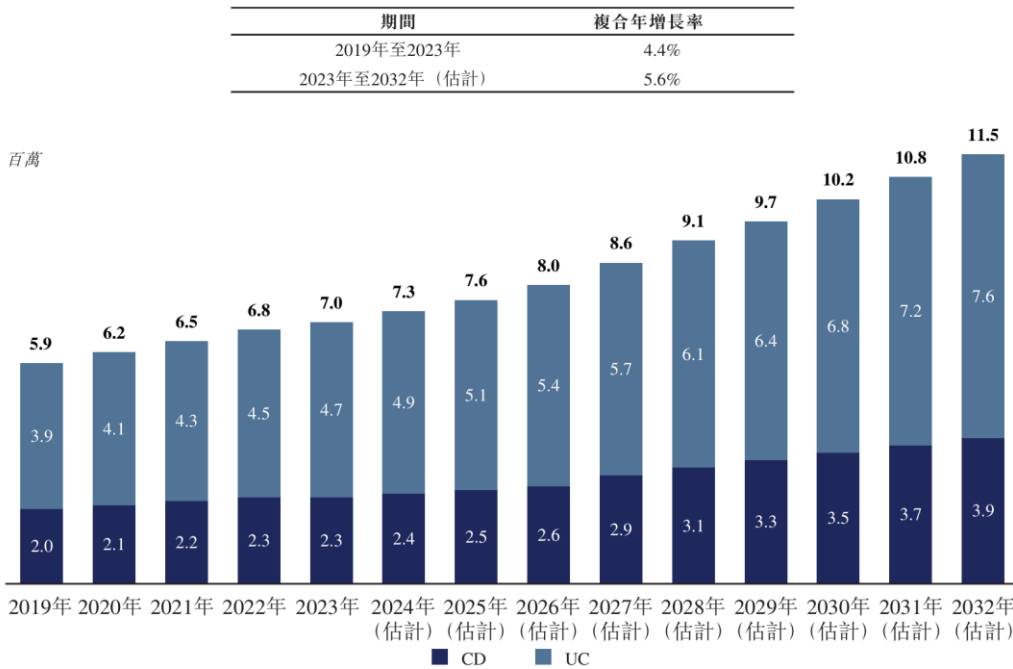
名称	Rentosertib	吡非尼酮 (Pirfenidone)	尼达尼布 (Nintedanib)	那米司特	伊非尼酮	AK3280	BMS-986278
研发机构	英矽智能 (Insilico Medicine)	InterMune(现罗氏)	勃林格殷格翰	勃林格殷格翰	东阳光药	爱科百发	百时美施贵宝
靶点	TNIK	TGF-β、PDGF、bFGF等多靶点	VEGFR、FGFR、PDGFR	PDE4B	p38γ	未公开	LPAR1
临床阶段	IIa 期	已上市	已上市	已获批	III期临床	II期临床	III期临床
治疗方式	口服	口服	口服	口服	口服	口服	口服
数据来源	GENESIS-IPF (IIa 期)	ASCEND/CAPACITY/日本III期研究	INPULSIS-1/2(III期)	FIBRONEER-IPF(III期)	NCT05060822 (II期)	(II期)	IM027-040 (II期)
样本量	10vs14		638vs423	392vs391	270总	120	278vs276
中位治疗线数	一线	一线	一线	一线/二线(可联合基础治疗)	一线	一线	一线
剂量	60mg qd	600mg tid	150mg bid	18mg bid	200mg qd	400mg bid	30mg bid
周期(周)	12	15	52	52	24	24	26
FVC改善幅度 (ML)	98.4vs-20.3	(-90vs-160)	(-113.6vs-223.5)	(-114.7vs-183.5)	较安慰剂减少80ml, 延缓下降的比例 96%vs47%	增加209.4	变化率-1.2%vs-2.7%
>3级TRAE发生率	16.7%vs5.9%			30%vs33%			
对照组	安慰剂	安慰剂	安慰剂	安慰剂	吡非尼酮; 安慰剂	安慰剂	安慰剂
2020销售额 (百万美元)		1162	2281.1				
2021销售额		1124.1	2904.6				
2022销售额		753.4	3397.4				
2023销售额		218.5	3757.1				

数据来源：公司招股书，弗若斯特沙利文分析，西南证券整理

### 3.2 ISM-5411: Chemistry42 提名的潜在 BIC 口服 PHD 抑制剂

炎症性肠病 (IBD) 是一种胃肠道慢性复发性炎症疾病，主要包括溃疡性结肠炎 (UC) 和克罗恩病 (CD)。IBD 不仅严重影响生活质量，还会增加罹患结肠炎相关癌症的风险，影响着全球数百万人。然而，现有疗法主要侧重于免疫反应调节，进而缓解症状，超半数患者对标准治疗反应不足，长期用药可能造成药效衰减，有时还面临感染风险增加。因此，业界迫切需要优于炎症缓解的新机制，促进长期疾病控制和改善预后。

根据弗若斯特沙利文的资料，全球 IBD 病例数目稳步增加。流行病学研究显示，全球 IBD 发病率由 2019 年的 0.059 亿例上升至 2023 年的 0.07 亿例，复合年增长率为 4.4%。预计全球 IBD 发病率于 2032 年将达 0.12 亿例，2023 年至 2032 年的复合年增长率为 5.6%。

**图 29：2019-2032 全球炎症性肠病发病率（百万例）**


数据来源：公司招股书，弗若斯特沙利文分析，西南证券整理

**ISM-5411 (Garutadustat)** 是英矽智能以 **Chemistry42** 设计的口服、肠道限制性 **PHD1/2** 抑制剂，面向 IBD “抗炎+上皮屏障修复” 双机制治疗路径。2022 年 1 月，英矽智能提名潜在“同类最佳”口服 PHD 抑制剂 Garutadustat 为临床前候选化合物，其研发全程由英矽智能自有生成化学引擎 **Chemistry42** 驱动，仅合成并筛选了约 115 个化合物，总共只耗时 12 个月。Garutadustat 具有 AI 赋能的新颖结构，以及结合抗炎活性和修复肠道屏障的独特双重作用机制。

临床进展方面，药物已完成澳洲及中国两项 I 期临床试验，均显示出良好的安全性、耐受性及肠道限制性药代动力学特征，为后续临床推进奠定基础。2026 年 1 月 12 日，公司宣布其 IIa 期临床试验（**BETHESDA** 研究，**NCT07265570**）完成首例受试者给药，该研究为多中心、随机、双盲、安慰剂对照设计，计划纳入约 80 例 UC 患者，将通过临床缓解/应答、内镜检查、组织病理学及生物标志物等多维度指标，系统评估药物的安全性、耐受性、药代动力学特征及有效性信号。

**图 30：适应 IBD 的主要已上市药物全球竞争格局**

品牌名稱	INN	公司	靶點	適應症	國家藥監局 首次批准日期	FDA 首次批准日期
TREMFYA®	Guselkumab	Janssen Biotech	IL23A	克羅恩病 潰瘍性結腸炎	2025年2月20日 NDA	2025年3月20日 2024年9月11日
REMICADE®	Infliximab	Janssen Biotech	TNF-α	克羅恩病 潰瘍性結腸炎	2006年5月3日 2018年12月24日	1998年8月24日 2005年9月15日
SKYRIZI®	Risankizumab	艾伯維	IL23A	克羅恩病 潰瘍性結腸炎	2025年3月4日 NDA	2022年6月17日 2024年6月18日
HUMIRA®	Adalimumab	艾伯維	TNF-α	克羅恩病 潰瘍性結腸炎	2020年1月13日 /	2007年2月17日 2012年9月28日
STELARA®	Ustekinumab	Janssen Biotech	IL12 p40	克羅恩病 潰瘍性結腸炎	2020年3月12日 /	2016年9月26日 2019年9月4日
ENTYVIO®	Vedolizumab	武田	Integrin α4β7	克羅恩病 潰瘍性結腸炎	2020年3月12日 2020年3月12日	2014年5月20日 2014年5月20日
OMVOH®	Mirikizumab	禮來	IL23A	克羅恩病 潰瘍性結腸炎	NDA NDA	2025年1月15日 2023年10月26日
SIMPONI®	Golimumab	Janssen Biotech	TNF-α	潰瘍性結腸炎	/	2013年5月15日
CIMZIA®	Certolizumab Pegol	UCB	TNF-α	克羅恩病	/	2008年4月22日
TYRUKO®	Natalizumab	渤健	ITGA4	克羅恩病	/	2008年1月14日
RINVOQ®	Upadacitinib	艾伯維	JAK1	克羅恩病 潰瘍性結腸炎	2023年6月30日 2023年6月30日	2022年3月16日 2023年2月3日
XELJANZ®	Tofacitinib	輝瑞	JAK1 · JAK2 · JAK3	潰瘍性結腸炎	/	2018年5月25日
ZEPOSIA®	Ozanimod	BMS	S1PR1 · S1PR5	潰瘍性結腸炎	/	2021年5月27日
VELSIPIT®	Etrasimod	輝瑞	S1PR1 · S1PR4 · S1PR5	潰瘍性結腸炎	NDA	2023年10月12日

数据来源：公司招股书，西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

**假设 1：药物发现及管线开发：**从业务口径来看，公司的核心收入主要来源于药物发现及管线开发业务，该部分 2024 和 2025H1 占比分别达 92.9%和 87.1%。该业务主要产生收入的模式为：1) 自主开发，如核心管线 ISM001-055，目前尚未商业化；2) 对外授权，如与 Exelixis 和 Stemline 就 ISM3091、ISM5043 等达成 3 项对外授权交易，总潜在价值达 21 亿美元；3) 合作开发，如与赛诺菲、礼来、齐鲁等达成的多靶点合作研发交易。**对外授权与合作开发是主要的收入来源，除首付款直接增厚利润外，后续的里程碑付款也将形成有益补充。**2025 年 H1 公司该部分业务收入为 0.24 亿美元，同比下降-57.94%，考虑到公司收入受 BD 周期影响，2025 无大金额首付款，但随着创新能力得到验证，后续将实现更多 BD 交易，2026 开年至今，公司已实现 3 笔 BD 交易，首付款达 0.42 亿美元（含近期研发里程碑），总金额达 10.74 亿美元。预计公司 2025-2027 年药物发现及管线开发业务增速分别为 -35%、180%、30%。

**假设 2：软件解决方案：**是公司收入的第二大来源，2024 和 2025H1 占比分别达 4.63%和 7.35%。该业务通过向客户授权使用 Pharma.AI 平台的四大模块 (Biology42, Chemistry42, Medicine42, Science42) 来产生收入，主要通过托管软件访问订阅按需模式与本地部署软件安装订阅模式两种方式收取费用，定价综合成本、市场定位及订阅账户数量、安装地点数量、客户性质（营利性/非营利性）等因素确定；其中托管模式协议通常为期一年且预付费用，按组件、账户数等差异化定价，当前最高年订阅费 20 万美元，本地部署模式则授予客户在自有私有云使用 Chemistry42 及 PandaOmics 的权利，协议同样多为一年期可续期，一次性安

装费包含在首年订阅费中，当前最高年订阅费 52.5 万美元。2025H1，该业务收入为 202 万美元，同比上升 19.76%，毛利率为 100%，因为相关研发成本计入研发费用而非收入成本。这一模式已得到市场验证，公司已与全球前 20 大药企中的 13 家建立合作关系，未来有望进一步为公司带来业绩增量，预计公司 2025-2027 年软件解决方案业务增速分别为 20%、40%、50%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

**表 3：分业务收入及毛利率**

单位：百万美元		2024A	2025E	2026E	2027E
药物发现及管线开发	收入	79.73	51.83	145.11	188.65
	增速	66.74%	-35.00%	180.00%	30.00%
	毛利率	90.72%	90.00%	90.00%	90.00%
软件解决方案	收入	3.97	4.76	6.67	10.00
	增速	18.08%	20.00%	40.00%	50.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
其他发现	收入	2.13	2.34	2.81	3.38
	增速	-	10.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	59.92%	60.00%	60.00%	60.00%
总收入	收入	85.83	58.93	154.60	202.03
	增速	67.7%	-31.3%	162.3%	30.7%
	毛利率	90.4%	89.6%	89.9%	90.0%

数据来源：Wind，西南证券

## 4.2 相对估值

选取与英矽智能同样具有强大 AI 平台的晶泰控股以及美股药物研发服务企业 ABCELLERA 作为可比公司，可比公司 2026 年平均 PS 为 41 倍。预计英矽智能 2025-2027 年对应 PS 分别为 78 倍、30 倍和 23 倍。公司 AI 平台创新能力得到验证，长期发展值得期待，首次覆盖，建议积极关注。

**表 4：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	营业收入 (百万元)				PS (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2228.HK	晶泰控股	464.0	266.4	760.0	987.2	1425.4	174	61	47	33
ABCL.O	ABCELLERA	76.5	207.3	237.8	210.6	214.1	37	32	36	36
平均							103	49	41	34
3696.HK	英矽智能	321.0	617.0	409.7	1074.7	1404.5	52	78	30	23

数据来源：Wind，西南证券整理；注：截至 2026 年 2 月 1 日

## 5 风险提示

创新药研发和商业化不及预期风险，竞争加剧风险，行业政策变化风险。

**附表：财务预测与估值**

资产负债表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	125.9	420.9	355.4	306.8	营业额	85.83	58.93	154.60	202.03
应收账款	0.9	0.9	2.0	2.8	销售成本	8.26	6.12	15.64	20.22
预付款项	3.1	2.1	5.6	7.4	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	销售费用	5.53	6.38	16.72	21.85
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用 (含研发费用)	109.56	117.87	157.69	187.89
其他流动资产	3.5	2.6	6.9	9.0	财务费用	0.09	-0.96	-1.36	-1.16
流动资产总计	133.4	426.6	369.9	326.0	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	7.0	5.9	4.8	3.7	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	-37.60	-70.47	-34.09	-26.77
无形资产	2.7	2.3	1.8	1.4	其他非经营损益	20.67	5.00	6.00	6.00
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	-16.94	-65.47	-28.09	-20.77
其他非流动资产	0.9	0.9	0.9	0.9	所得税	0.16	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	10.6	9.0	7.5	5.9	税后利润	-17.10	-65.47	-28.09	-20.77
<b>资产总计</b>	<b>144.0</b>	<b>435.6</b>	<b>377.4</b>	<b>331.9</b>	归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	13.8	10.3	26.2	33.9	<b>归属于母公司股东利润</b>	<b>-17.10</b>	<b>-65.47</b>	<b>-28.09</b>	<b>-20.77</b>
其他流动负债	793.0	861.0	814.9	782.5	EBITDA	-10.80	-64.88	-27.90	-20.38
流动负债合计	806.9	871.2	841.1	816.4	NOPLAT	-37.67	-71.43	-35.45	-27.93
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS(美元)	-0.03	-0.11	-0.05	-0.04
其他非流动负债	1.1	1.1	1.1	1.1					
非流动负债合计	1.1	1.1	1.1	1.1	<b>财务分析指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>807.9</b>	<b>872.3</b>	<b>842.2</b>	<b>817.4</b>	<b>成长能力</b>				
股本	0.0	0.0	0.0	0.0	营收额增长率	68%	-31%	162%	31%
留存收益	0.0	-65.5	-93.6	-114.3	EBIT 增长率	92%	-294%	56%	26%
归属于母公司股东权益	-663.9	-436.7	-464.8	-485.5	EBITDA 增长率	95%	-501%	57%	27%
归属于非控制股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	税后利润增长率	92%	-283%	57%	26%
<b>权益合计</b>	<b>-663.9</b>	<b>-436.7</b>	<b>-464.8</b>	<b>-485.5</b>	<b>盈利能力</b>				
<b>负债和权益合计</b>	<b>144.0</b>	<b>435.6</b>	<b>377.4</b>	<b>331.9</b>	毛利率	90%	90%	90%	90%
					净利率	-20%	-111%	-18%	-10%
					ROE	3%	15%	6%	4%
<b>现金流量表 (百万美元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	ROA	-12%	-15%	-7%	-6%
税后经营利润	-38.0	-70.5	-34.1	-26.8	ROIC	5%	9%	4%	3%
折旧与摊销	6.0	1.5	1.5	1.5	<b>估值倍数</b>				
财务费用	0.1	-1.0	-1.4	-1.2	P/E	-269.42	-70.35	-163.96	-221.79
其他经营资金	-25.6	66.2	-38.9	-29.5	P/S	53.66	78.16	29.79	22.80
<b>经营性现金净流量</b>	<b>-57.4</b>	<b>-3.7</b>	<b>-72.8</b>	<b>-55.8</b>	P/B	-6.94	-10.55	-9.91	-9.49
<b>投资性现金净流量</b>	<b>7.4</b>	<b>5.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-1.5</b>	<b>293.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	EV/EBIT	7.17	6.28	11.75	13.44
<b>现金流量净额</b>	<b>-51.5</b>	<b>294.9</b>	<b>-65.4</b>	<b>-48.7</b>	EV/EBITDA	11.19	6.43	12.41	14.46
					EV/NOPLAT	3.21	5.84	9.76	10.55

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn

---