



公司研究 | 深度报告 | 华海药业 (600521.SH)

华海药业：原料药制剂一体化，创新药蓄势待发

报告要点

华海药业深耕医药领域三十余年，构建了“中间体-原料药-制剂”一体化布局，并拓展至生物药及创新药领域。原料药领域公司具备产品、成本与渠道多重优势，伴随着行业供给出清和政策支持，期待原料药价格触底回升；国内制剂受到集采政策的扩面深化影响有所承压，未来期待更多产品上量；国外制剂在 FDA 禁令解除后，依靠高产品力和多年布局恢复放量；生物药及创新药为新增长极，HB0025 所在 PD-(L)1/VEGF 赛道火热，具备一定 BD 和商业化潜力，自免等领域其他新药管线布局丰富，创新能力期待得到验证。

分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005

SFC: BUZ392

华海药业 (600521.SH)

2026-05-26

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

华海药业：原料药制剂一体化，创新药蓄势待发

华海药业：全球化布局，原料药、仿制药、创新药协同发展

华海药业深耕医药制造三十余年，实现“中间体-原料药-制剂”一体化布局，拓展至生物药及创新药领域。公司积极推进全球化战略，构建国内外研发体系与三支人才队伍（尖端科研、复合管理、工匠技能）。2025 年受到集采政策扩面深化、原料药业务竞争激烈、研发费用增长较多以及汇率波动等影响，盈利水平有所承压。

原料药：公司发展的基石

高血压等慢性病发病率持续提升带来普利、沙坦类原料药需求持续增长，凭借丰富的产品矩阵、原材料高度自给带来的成本优势以及全球化的销售渠道布局，华海药业持续领跑心血管类等原料药领域。2025 年由于行业产能仍未出清，竞争仍较激烈，业绩有所承压。展望未来，公司坚持拓展新产品、新市场、新客户、新项目，公司原料药业务在同业中具备相当竞争力，叠加行业政策支持和供给持续出清，期待未来原料药价格实现企稳回升。

制剂：转型升级战略的核心

国内制剂：基于丰富的产品矩阵，借力集采实现快速放量，2024 年收入 44 亿元（同比增长 26.6%），毛利率近 80%，成为公司盈利的核心。2025 年由于受到集采政策扩面深化等影响，国内制剂板块收入为 36.00 亿元，同比下滑 18.19%，业绩有所承压，展望未来，公司仍有多款重磅新产品报产在审，并通过深度挖掘零售、分销等非院端市场，有望推动新老产品快速放量，进而推动该业务实现回暖。

国外制剂：海外布局二十余年，产品竞争力强，多个产品占据重要市场份额，同时凭借销售渠道优势，在 FDA 禁令解除后迅速恢复放量，依靠新产品的开发、产品结构的优化、积极拓展对外合作项目等逐步在海外市场实现盈利的同时，还将持续提升公司的核心竞争优势。

创新药：PD-1/VEGF 双抗领先，管线布局特点鲜明

生物药及创新药业务是公司发展进程中的重要战略布局，主要聚焦于自身免疫和肿瘤领域大分子生物创新药的自主研发，已申请国外专利超 70 件，在研项目 20 余个，其中 12 个项目已进入临床研究阶段。PD-L1/VEGF 双抗备受市场关注，HB0025 分子研发身位处于潜在授权方靠前位置，临床数据表现良好，具有较大的 BD 和商业化潜力；此外，针对多个靶点布局自免领域，在研产品凸显 FIC 与长效优势，同样具有 BD 和商业化潜力。

盈利预测与投资建议

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 91.46 亿元、100.32 亿元及 110.35 亿元，归母净利润分别为 7.34 亿元、8.28 亿元及 9.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.49 元、0.55 元及 0.66 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、新药开发失败风险；
- 2、药品降价风险；
- 3、新药政策变化风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期。

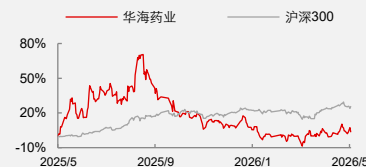
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	16.42
总股本(万股)	149,725
流通A股/B股(万股)	149,725/0
每股净资产(元)	6.42
近12月最高/最低价(元)	27.97/14.37

注：股价为 2026 年 5 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

华海药业：全球化布局，原料药、仿制药、创新药协同发展	6
深耕医药制造，从原料药拓荒到多元业务布局	6
业务布局全面，盈利水平有所承压	8
原料药：公司发展的基石	10
普利、沙坦类原料药消耗量持续提升	10
多元、成本、渠道优势支撑华海持续领跑	12
华海持续加码，政策、市场形成有力支撑	14
制剂：转型升级战略的核心	16
国内制剂：丰富产品矩阵，借力集采实现放量	16
国外制剂：持续完善海外产品、渠道布局	18
创新药：PD-1/VEGF 双抗领先，管线布局特点鲜明	21
HB0025：PD-L1/VEGF 明星双抗，展现不俗 BD 潜力	21
自免：多靶点协同布局，凸显 FIC 与长效优势	28
风险提示	30

图表目录

图 1：华海药业发展历程	6
图 2：华海药业股权结构	7
图 3：创新药研发三大平台	7
图 4：华海药业三支人才队伍	8
图 5：华海药业营业收入及增速（单位：亿元）	8
图 6：华海药业营收按业务拆分（单位：亿元）	8
图 7：华海药业毛利率和净利率	9
图 8：华海药业主要业务毛利率	9
图 9：普利类、沙坦类药物治疗高血压的机制	11
图 10：普利类原料药全球消耗量（单位：吨）	12
图 11：沙坦类原料药全球消耗量（单位：吨）	12
图 12：华海药业原料药销售模式	13
图 13：华海药业销售费用拆分（单位：亿元）	13
图 14：2022 年普利类原料药全球市场份额	14
图 15：2022 年沙坦类原料药全球市场份额	14
图 16：原料药环保核查文件说明	14
图 17：普利类原料药价格走势（单位：元/千克）	15
图 18：沙坦类原料药价格走势（单位：元/千克）	15
图 19：华海药业国内制剂营业收入（单位：亿元）	18
图 20：华海药业国内制剂毛利水平（单位：亿元）	18
图 21：国外制剂营业收入（单位：亿元）	20

图 22: 国外制剂毛利水平 (单位: 亿元)	20
图 23: 美国制剂新产品获批和申报情况 (单位: 个)	20
图 24: 华海药业核心在研创新药管线	21
图 25: 癌症发病构成 (单位: 万例)	21
图 26: 癌症死亡构成 (单位: 万例)	21
图 27: PD-(L)1 单抗作用机制	26
图 28: VEGF 单抗作用机制	26
图 29: 华海药业 PD-L1/VEGF 双抗作用机制	26
图 30: 典型 PD-(L)1/VEGF 双抗分子结构	27
表 1: 全球各区域高血压患病情况	10
表 2: 常见降压药的临床选择	11
表 3: 华海药业国内外原料药主要产品布局	12
表 4: 国内主要制剂产品矩阵	16
表 5: 华海药业历次国采中标情况 (不含期满接续)	17
表 6: 华海药业报产在审的仿制药中部分重磅产品	18
表 7: 国外主要制剂产品矩阵	18
表 8: 中国 PD-(L)1/VEGF 授权给海外药企的 BD 交易梳理	22
表 9: 全球 PD-(L)1/VEGF 双抗/三抗药物研发格局与进展	23
表 10: HB0025 联合化疗一线治疗非小细胞肺癌临床 II 期数据	27
表 11: HB0025 与化疗联合 K 药临床数据对比	28
表 12: 华海药业敏感性分析	30

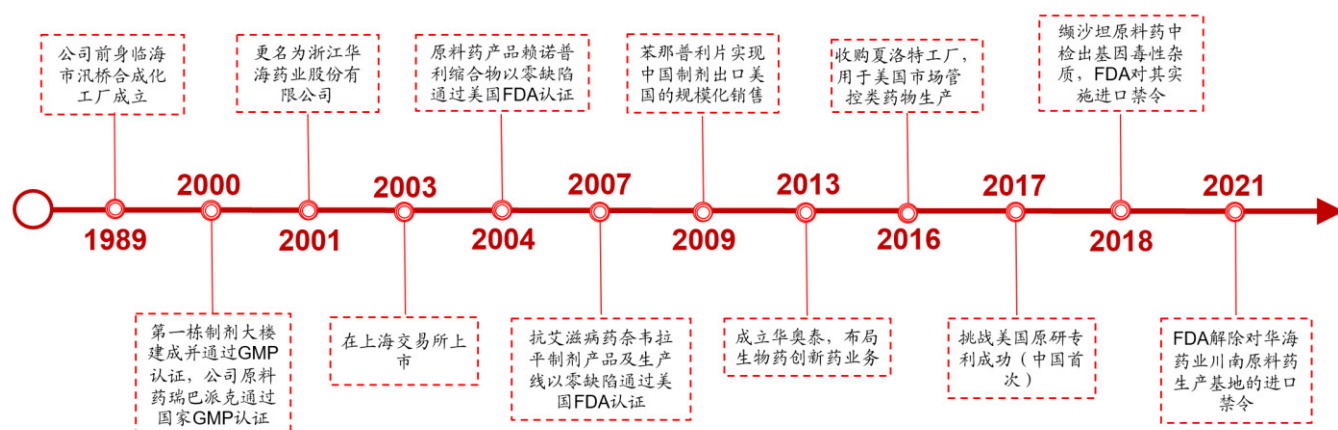
华海药业：全球化布局，原料药、仿制药、创新药协同发展

深耕医药制造，从原料药拓荒到多元业务布局

深耕医药制药领域三十余年，实现中间体、原料药、制剂一体化布局，并涉足创新药领域。华海药业前身为成立于 1989 年的临海市汛桥合成化工厂，2000 年公司第一栋制剂大楼建成并通过 GMP 认证，原料药瑞巴派克通过 GMP 认证，实现医药化工向药业转型。2001 年更名为浙江华海药业股份有限公司，并于 2003 年在上交所上市，此后便开始进行转型升级，探索全球化布局。

2004 年原料药产品赖诺普利缩合物以零缺陷通过美国 FDA 认证，2007 年抗艾滋病药奈韦拉平制剂产品及生产线以零缺陷通过 FDA 认证，2009 年盐酸苯那普利片实现中国制剂产品出口美国“零”的突破。2013 年公司成立华奥泰，正式布局生物创新药研发业务，至此，华海药业形成了覆盖中间体、原料药、制剂、生物创新药等完整的业务体系。

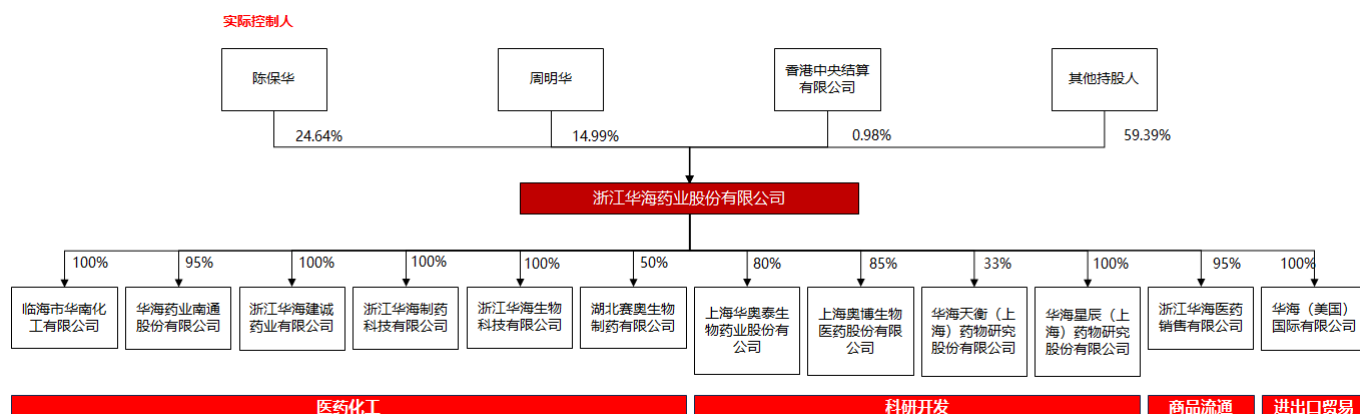
图 1：华海药业发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，公司公众号，医药魔方 Info 公众号，长江证券研究所

股权结构清晰，子公司分工明确、布局完整。前两大股东为公司创始人，其余股份相对分散，在这种股权结构下，创始人能凭借较大话语权坚定推动公司战略转型，确保公司长期稳定发展。华海药业在全球拥有 40 多家分子公司，覆盖医药化工、科研开发、商品流通和进出口贸易等多个领域，产业布局完整。

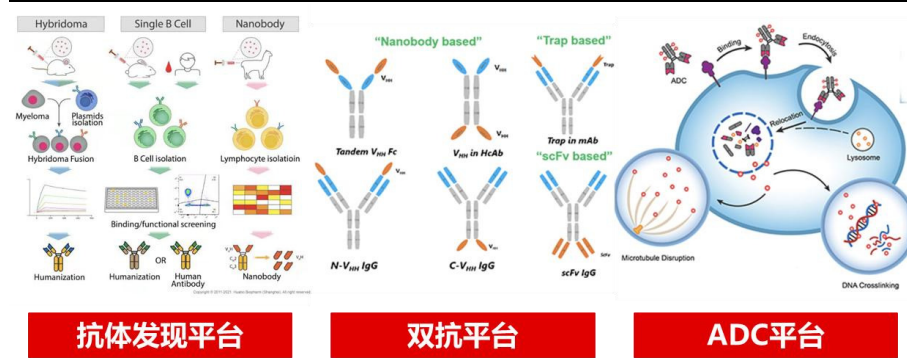
图 2：华海药业股权结构



资料来源：Wind，长江证券研究所（数据截至 2026 年 5 月 11 日）

坐拥抗体发现平台、双抗平台和 ADC 平台多个高水平研发平台，为生物药创新药业务注入强劲动力。其中，双抗平台包括受体诱骗片段-抗体式、纳米抗体式和单链抗体式等，具有纯度高、生产质控性好、产量高及安全有效等多种优势，目前已有多个产品处在国际多中心临床研究阶段。

图 3：创新药研发三大平台



资料来源：华奥泰公司官网，长江证券研究所

图 4：华海药业三支人才队伍



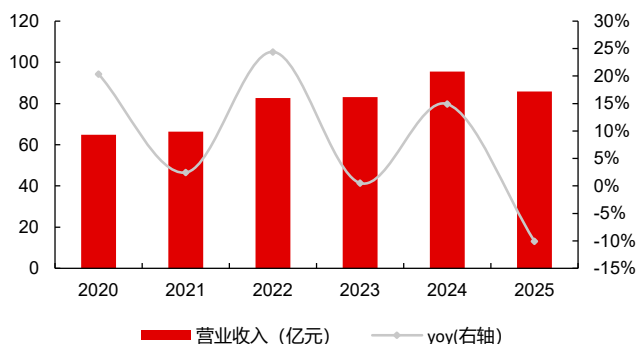
资料来源：华海药业公众号，长江证券研究所

业务布局全面，盈利水平有所承压

业务覆盖原料药、制剂和创新药等多个领域。在原料药领域，华海药业已实现产品的多元化布局，覆盖各大疾病用药领域；在制剂领域，公司产品覆盖心血管系统、精神障碍、神经系统、抗感染、消化系统、呼吸系统、抗肿瘤、内分泌系统等众多治疗领域，已上市药品制剂超百款；在创新药领域，布局有 PD-L1/VEGF 双抗等热门品种。

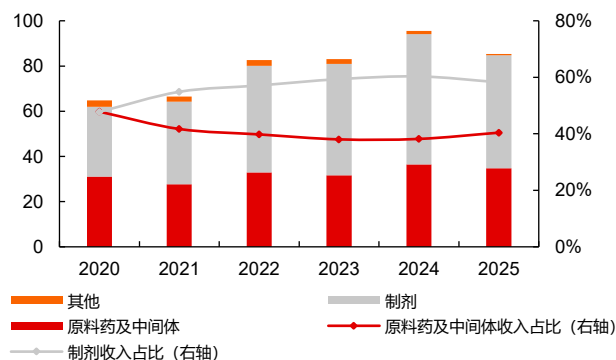
国内制剂业务受集采影响较大，盈利能力有所承压。华海药业自上市以来收入保持持续增长，尤其自 2020 年以来，制剂业务表现出较强的增长态势，2024 年收入占比超过 60%。公司 2025 年收入为 85.86 亿元，首次出现同比下滑，主要是因为国内制剂业务随着集采政策的扩面深化，价格持续承压，同时老产品存量市场竞争加剧，新产品上量仍需时间。

图 5：华海药业营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

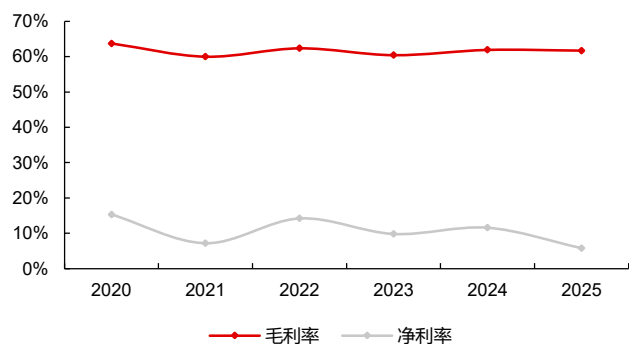
图 6：华海药业营收按业务拆分（单位：亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

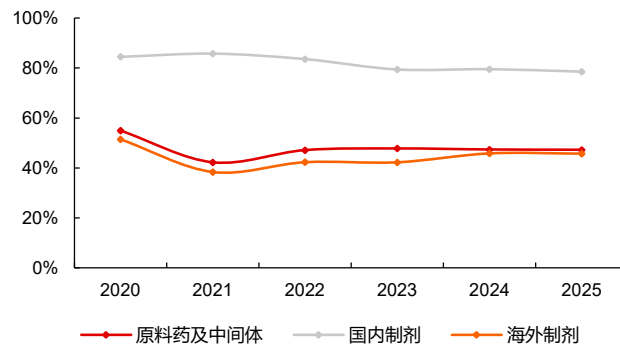
国内制剂业务随集采政策的扩面深化，价格持续承压，利润受到影响，同时公司为加快生物创新药研发项目进度，2025 年研发费用同比增加约 2.4 亿元，此外，受美元汇率波动影响，汇兑损失同比增加约 1.1 亿元。多重因素作用下，公司利润水平承压，2025 年毛利率为 60.16%，净利率为 2.65%。

图 7：华海药业毛利率和净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：华海药业主要业务毛利率



资料来源：iFinD，公司年报，长江证券研究所

原料药：公司发展的基石

华海药业作为国内特色原料药的领军企业，在全球医药产业链中占据重要地位。其原料药业务不仅是公司发展的根基，更是推动其向制剂及创新药领域拓展的关键支撑。

普利、沙坦类原料药消耗量持续提升

老龄化现象愈发严重，高血压等慢性病患病率持续提升。近年来，全球 65+ 岁人口占比持续提升，伴随着年龄的增长，各种慢性病的患病率也随之上升。据统计，2024 年全球高血压的患病率高达 33%，2025 年我国心血管疾病患者数量约为 3.3 亿，其中高血压患者数量约 2.45 亿，数量位列心血管疾病第一名。

表 1：全球各区域高血压患病情况

区域	高血压患病率 (%)	诊断覆盖率 (%)	治疗覆盖率 (%)	有效治疗覆盖率 (%)
非洲	36 (38-33)	43 (46-39)	27 (30-24)	12 (14-9)
美洲	35 (38-33)	70 (73-67)	60 (64-57)	36 (41-32)
东南亚	32 (36-29)	39 (44-34)	30 (34-35)	14 (18-10)
欧洲	37 (39-35)	66 (69-63)	53 (56-50)	26 (29-23)
地中海东部	38 (41-35)	49 (53-45)	39 (43-34)	15 (19-13)
西太平洋	28 (32-25)	54 (59-48)	41 (47-35)	18 (23-14)
全球	33 (35-32)	54 (56-51)	42 (45-40)	21 (23-19)

资料来源：《全球高血压报告》，长江证券研究所

普利类、沙坦类是国内外权威指南推荐的一线治疗药物。前者是血管紧张素转换酶抑制剂，抑制血管紧张素转换酶，降低血管紧张素 II 含量，消除其直接的缩血管作用，血压下降；后者是血管紧张素 II AT1 受体拮抗剂，通过与血管平滑肌 AT1 受体结合而拮抗血管紧张素 II 的血管收缩作用，从而降低末梢血管阻力，血压下降。

表 2：常见降压药的临床选择

降压药分类	适应证	绝对禁忌症	相对禁忌症
二氢吡啶类 CCB	老年高血压；周围血管病；单纯收缩期高血压；稳定性心绞痛；颈动脉粥样硬化；冠状动脉粥样硬化	无	快速型心律失常；心力衰竭
非二氢吡啶类 CCB	心绞痛；颈动脉粥样硬化；室上性快速心律失常	二度至三度房室传导阻滞；心力衰竭	
普利类 (ACEI)	心力衰竭；冠心病；左心室肥厚；左心室功能不全；心房颤动预防；颈动脉粥样硬化；非糖尿病肾病；糖尿病肾病；蛋白尿/微量白蛋白尿；代谢综合征	妊娠；高血钾；双侧肾动脉重度狭窄	
沙坦类 (ARB)	糖尿病肾病；蛋白尿/微量白蛋白尿；冠心病；心力衰竭；左心室肥厚；心房颤动预防；ACEI 引起的咳嗽；代谢综合征	妊娠；高血钾；双侧肾动脉重度狭窄	
ARNI	心力衰竭；心肌梗死后；左心室肥厚；慢性肾脏病；老年高血压	妊娠；高血钾；双侧肾动脉重度狭窄；重度肾功能损害	中度肝功能损害
噻嗪类利尿剂	心力衰竭；老年高血压；高龄老年高血压；单纯收缩期高血压	痛风	妊娠
袢利尿剂	肾功能不全；心力衰竭		
盐皮质激素受体拮抗剂	心力衰竭；心肌梗死后	肾功能衰竭；高血钾	
β 受体阻滞剂	心绞痛；心肌梗死后；快速性心律失常；慢性心力衰竭	二至三度心脏传导阻滞；哮喘	慢性阻塞性肺疾病；周围血管病；糖耐量减低；运动员
α 受体阻滞剂	前列腺增生；高脂血症	体位性低血压	心力衰竭

资料来源：《中国高血压防治指南》，长江证券研究所

图 9：普利类、沙坦类药物治疗高血压的机制

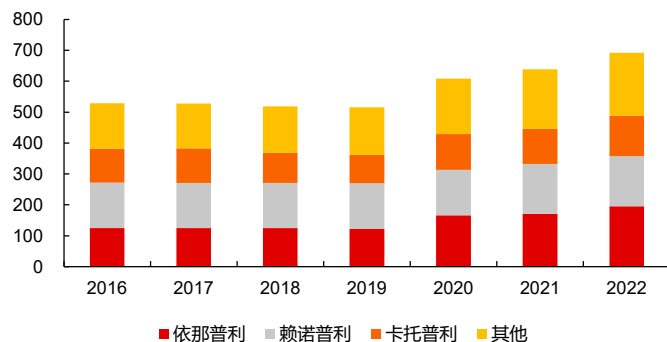


资料来源：长子县人民医院药剂科，长江证券研究所

普利类药物上市多年，市场相对稳定，原料药消耗量也呈现稳定趋势。2022 年普利类原料药全球共消耗 692.29 吨，2016-2022 年 CAGR 为 4.59%，其中依那普利、赖诺普利和卡托普利 2022 年消耗量均超过百吨，培哚普利消耗量增速最高，2016-2022 年 CAGR 为 11.93%，莫昔普利、阿拉普利、喹那普利等多品种的消耗量已呈萎缩状态。

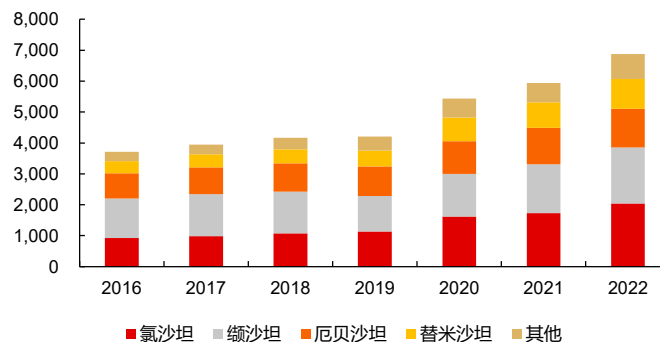
沙坦类药物销量持续增长，原料药消耗量也保持较快增长趋势。2022 年沙坦类原料药全球共消耗 6881.18 吨，2016-2022 年 CAGR 为 10.85%，其中氯沙坦 2022 年消耗量突破 2000 吨，缬沙坦和厄贝沙坦 2022 年消耗量均超 1000 吨。

图 10：普利类原料药全球消耗量（单位：吨）



资料来源：《原料药产业白皮书》，长江证券研究所

图 11：沙坦类原料药全球消耗量（单位：吨）



资料来源：《原料药产业白皮书》，长江证券研究所

多元、成本、渠道优势支撑华海持续领跑

华海药业的原料药产品布局广泛且深入，以心血管类、精神障碍类、神经系统类及抗感染类等特色原料药为主，逐步向消化类、呼吸类、抗肿瘤类和内分泌类延伸。在心血管类原料药方面，普利类和沙坦类是其核心产品；在精神类和神经类原料药方面，以帕罗西汀、左乙拉西坦等为代表的产品近年来快速放量；在抗感染原料药方面，奈韦拉平、奥司他韦等药物满足了市场对相关药物的需求。

表 3：华海药业国内外原料药主要产品布局

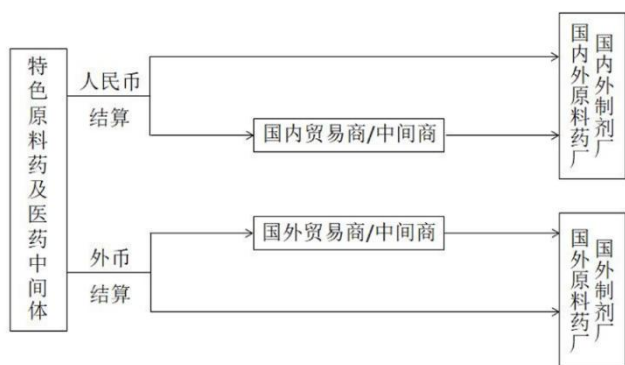
地点	领域	主要功能或用途	主要产品
国内	心血管领域	抗高血压	坎地沙坦酯、卡托普利、马来酸依那普利、厄贝沙坦、赖诺普利、氯沙坦钾、缬沙坦
		抗精神病药	阿立哌唑
	中枢神经和精神领域	抗抑郁	草酸艾司西酞普兰
		抗癫痫	拉莫三嗪、左乙拉西坦、瑞普巴林
	其他领域	抗组胺	富马酸酮替芬
		利尿剂	托拉塞米
国外	心血管领域	抗高血压	雷米普利、赖诺普利、氯沙坦钾、奈比洛尔、奥美沙坦酯、培哚普利叔丁胺盐、盐酸喹那普利、替米沙坦、缬沙坦、卡维地洛、安贝生坦、盐酸苯那普利、坎地沙坦酯、卡托普利、马来酸依那普利、甲磺酸依普罗沙坦、福辛普利钠、厄贝沙坦
		慢性心绞痛	雷诺嗪
		抗血栓	利伐沙班、艾多沙班（研发中）、阿哌沙班、达比加群酯
		充血性心力衰竭	托伐普坦
		抗癫痫	左乙拉西坦、普瑞巴林、拉莫三嗪、布瓦西坦（研发中）、加巴喷丁（研发中）
		抗帕金森	左旋多巴、盐酸罗匹尼罗、沙芬酰胺、卡比多巴（研发中）
	中枢神经和精神领域	精神分裂/双向情感	鲁拉西酮、氨磺必利（研发中）
		抗抑郁	盐酸帕罗西汀（无水）、盐酸帕罗西汀（半水）、西酞普兰、盐酸度洛西汀、草酸艾司西酞普兰
		抗精神病药	利培酮、阿立哌唑
		阿尔兹海默症	盐酸多奈哌齐
	其他领域	抗组胺	富马酸酮替芬

抗糖尿病	利拉利汀、卡格列净、达格列净、恩格列净、西他列汀、维格列汀
膀胱过动症	米拉贝隆
抗艾滋	奈韦拉平
肌肉松弛剂	罗库溴铵
勃起功能障碍	他达拉非
利尿剂	托拉塞米
抗真菌	伏立康唑
子宫内膜异位	噁拉戈利（研发中）
抗病毒	法匹拉韦（研发中）、奥司他韦（研发中）
肌肉松弛拮抗剂	舒更葡萄糖酸钠（研发中）
多发性硬化病	富马酸二甲酯
慢性痛风药物	非布司他

资料来源：公司官网，长江证券研究所

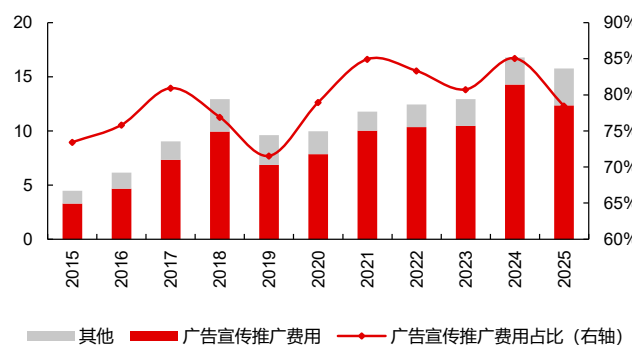
公司加速推进销售裂变，全球销售网络进一步深化。公司部分业务借助于贸易公司和中间商进行，通过他们的专业知识和市场能力为公司带来客户资源，同时深入布局自营团队，自 2000 年获得自营进出口权后，自营出口比重逐年增加，减少中间环节费用，提高市场竞争力。目前公司原料药业务已覆盖全球上百个国家和地区，与全球超千家制药企业建立了稳定的合作关系，主要市场头部客户覆盖率近 90%。

图 12：华海药业原料药销售模式



资料来源：公司年报，长江证券研究所

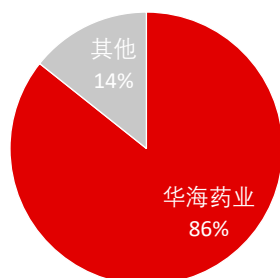
图 13：华海药业销售费用拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

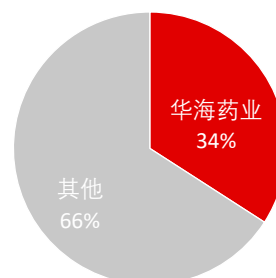
华海药业领跑普利类、沙坦类原料药领域。目前全球共有超过 3000 家原料药企业，截至 2023 年末，我国共有 1661 家原料药企业，约占全球总数的 48%，各家企业主打产品领域或有不同，在治疗高血压的普利类和沙坦类原料药领域，2022 年华海药业全球市场份额占比分别超过 80%和 30%。

图 14：2022 年普利类原料药全球市场份额



资料来源：《原料药产业白皮书》，公司年报，长江证券研究所

图 15：2022 年沙坦类原料药全球市场份额



资料来源：《原料药产业白皮书》，公司年报，长江证券研究所

华海持续加码，政策、市场形成有力支撑

持续巩固优势治疗领域市场地位，并不断向新治疗领域拓展，积极探索具有市场潜力的新产品，开拓新的市场空间。原料药方面，2025 年度，公司原料药通过审评审批 32 个，完成新产品申报 49 个，中试验证生产 17 个，小试研发 31 个，新产品立项 33 个；制剂研发方面，2025 年，公司实现新产品获批 21 项，完成产品注册申报 29 项；创新药方面，2025 年全年获得创新药临床批件 6 个，并开展 5 条小分子创新药物管线的研发。

“一致性评价”、“集采”及环保核查等政策联合发力，规范我国原料药市场，提升准入壁垒。在此背景下，企业加速绿色工艺研发以应对环保高压，头部企业依托环保技术优势抢占市场份额，推动行业集中度进一步提升，华海药业有望凭借其在原料药领域的龙头地位，持续巩固普利、沙坦类等优势领域，并不断拓展新领域、开发新产品。

图 16：原料药环保核查文件说明

制药工业污染防治可行技术指南 原料药（发酵类、化学合成类、提取类）和制剂类

Guideline on available techniques of pollution prevention and control for pharmaceutical industry—Active pharmaceutical ingredients (fermentation, chemical synthesis, extraction) and preparation categories

标准号：HJ 1305—2023

2023-11-01 实施

字号：[大] [中] [小] [打印]

为贯彻《中华人民共和国环境保护法》《中华人民共和国水污染防治法》《中华人民共和国海洋环境保护法》《中华人民共和国大气污染防治法》《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》《中华人民共和国噪声污染防治法》《中华人民共和国土壤污染防治法》等法律，防治环境污染，改善生态环境质量，推动制药工业污染防治技术进步，制定本标准。本标准提出了原料药（发酵类、化学合成类、提取类）和制剂类制药工业废水、废气、固体废物和噪声污染防治可行技术。本标准的附录A～附录C为资料性附录。本标准为首次发布。

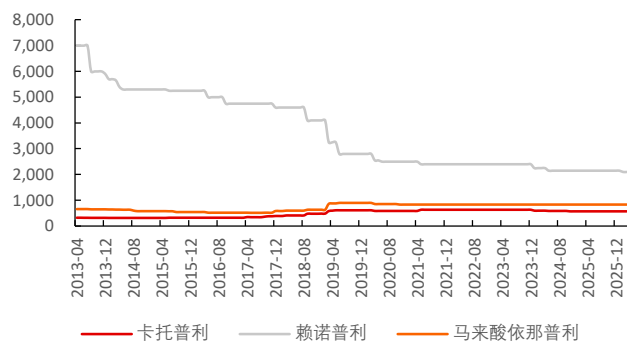
制药工业污染防治可行技术指南 原料药（发酵类、化学合成类、提取类）和制剂类（HJ 1305—2023）

资料来源：国家生态环境部，长江证券研究所

原料药价格受供需关系影响，具有一定的周期性。受 2018 年缬沙坦杂质事件影响，华海药业沙坦类原料药供给大幅减少，下游制剂厂商增加存货，导致沙坦类原料药价格走

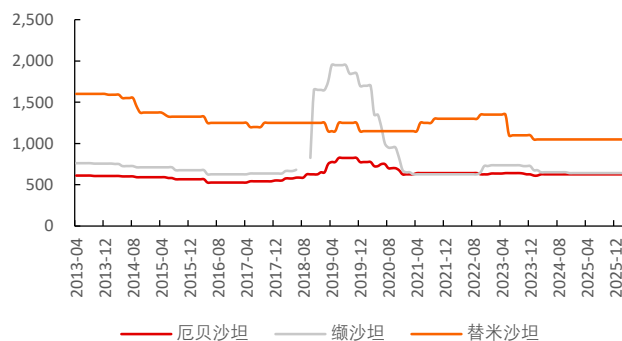
高，随后新进入原料药厂商增加供给，制剂厂商库存压力较大，沙坦类原料药价格又持续走低，处于近 7 年来低位。卡托普利、马来酸依那普利等原料药价格保持相对稳定，处于近 6 年来低位，赖诺普利持续走跌，处于历史低位。预计原料药价格未来继续下降的空间有限。

图 17：普利类原料药价格走势（单位：元/千克）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：沙坦类原料药价格走势（单位：元/千克）



资料来源：Wind，长江证券研究所

制剂：转型升级战略的核心

早在发展初期，华海药业便展现出敏锐的市场洞察力，没有困守于竞争激烈、利润空间有限的原料药赛道，而是主动拓展至更具潜力的制剂领域。随后面对原料药行业竞争加剧、价格持续承压的行业现状，公司主动调整战略核心，全力推进“原料药-制剂”一体化发展模式。

一方面，公司在原料药生产上拥有成熟的工艺体系以及国际化的合规资质，直接赋能制剂生产，实现从原料到制剂的全链条成本控制与质量溯源；另一方面，制剂产品凭借更高的技术附加值和品牌溢价，能有效弥补原料药业务的利润短板。于是华海药业构建起“原料药支撑制剂成本优势，制剂反哺原料药规模效应”的良性循环，进一步提升了公司整体盈利能力和市场抗风险能力。

国内制剂：丰富产品矩阵，借力集采实现放量

国内制剂产品丰富，覆盖众多治疗领域。公司产品主要聚焦心血管、中枢神经系统以及抗病毒等领域，在心血管领域，厄贝沙坦氢氯噻嗪片、氯沙坦钾片等主要用于治疗原发性高血压，此外还覆盖肺动脉高压、心力衰竭、急性心肌梗塞等常见疾病；在中枢神经领域，盐酸帕罗西汀片和盐酸舍曲林片等主要针对精神分裂、抑郁、癫痫等适应症；此外，公司产品还覆盖抗病毒、抗真菌、麻醉、糖尿病等多个治疗领域。

表 4：国内主要制剂产品矩阵

领域	产品名称	适应症
心血管类	安来厄贝沙坦片	原发性高血压；合并高血压的 2 型糖尿病肾病
	华亦坦®安立生坦片	有 WHO Ⅱ级或Ⅲ级症状的肺动脉高压患者，用以改善运动能力和延缓临床恶化
	缬氨悦®缬沙坦氢氯地平片	原发性高血压
	倍悦®厄贝沙坦氢氯噻嗪片	原发性高血压
	倍怡®氯沙坦钾片	原发性高血压
	安奥兰®奥美沙坦酯氢氯噻嗪	高血压
	倍泽®缬沙坦片	轻中度原发性高血压
	诺朴利®赖诺普利片	高血压；充血性心力衰竭；急性心肌梗塞
	雅利®福辛普利钠片	高血压；心力衰竭
	闲立康®普瑞巴林胶囊	带状疱疹后神经痛；纤维肌痛
中枢神经类	华思静®托吡酯	癫痫
	又悦®奥氮平片	精神分裂症；中、重度躁狂；双相情感障碍
	索清®阿立哌唑片	精神分裂症
	闲妥清®左乙拉西坦缓释片	癫痫
	又悦®奥氮平口崩片	精神分裂症；中、重度躁狂；双相情感障碍
	闲妥清®左乙拉西坦片	癫痫
	乐友®盐酸帕罗西汀片	抑郁症；强迫性神经症；伴有或不伴有广场恐怖症的惊恐障碍；社交恐怖症/社交焦虑症
	华斯维®拉莫三嗪片	癫痫
	乐元®盐酸舍曲林片	抑郁症；强迫症
	忆知®盐酸多奈哌齐片	轻度或中度阿尔茨海默病症

	乐朋®草酸艾司西酞普兰片	抑郁症；伴有或不伴有广场恐怖症的惊恐障碍
	索乐芬®利培酮分散片	急性和慢性精神分裂症
	索乐®利培酮片	急性和慢性精神分裂症
抗病毒类	艾太®奈韦拉平片	与其它抗逆转录病毒药物合用治疗 HIV-1 感染
	艾克立净®恩替卡韦片	慢性成人乙型肝炎；2 岁至 18 岁慢性 HBV 感染代偿性肝病
	森定®罗库溴铵注射液	全身麻醉辅助药物
其他	至灵胶囊	补肺益肾；各类肾病、慢性支气管哮喘、慢性肝炎及肿瘤的辅助治疗
	艾克立康®伏立康唑片	抗真菌
	吡格列酮片	2 型糖尿病

资料来源：公司官网，长江证券研究所

精准把握集采政策机遇，凭借“原料药+制剂”垂直一体化的成本优势，在多轮集采中表现亮眼。截至公司 2025 半年报，公司国内制剂销售区域覆盖全国 31 个省、市、自治区，共涉及 45 个制剂产品在“国家集中带量采购及国采协议期满各省市接续”中中选。通过这种“以价换量”的策略，使其在短时间内实现了产品市场覆盖率的跨越式提升，加速了其制剂产品的品牌渗透，更为后续创新制剂和高端仿制药领域的布局积累了宝贵的渠道资源和品牌基础。

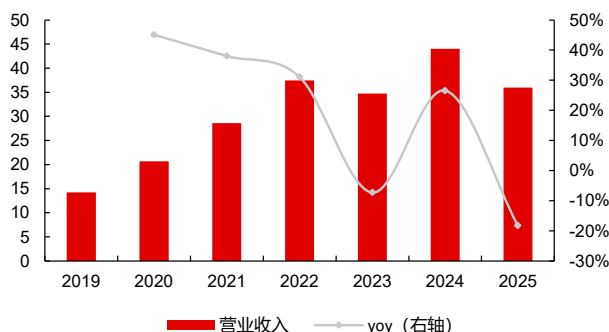
表 5：华海药业历次国采中标情况（不含期满接续）

国采批次	新中标产品数	新中标产品
4+7 城市及联盟地区	7	氯沙坦钾片、厄贝沙坦片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、赖诺普利片、利培酮片、盐酸帕罗西汀片、福辛普利钠片
第二批	2	安立生坦片、盐酸多奈哌齐片
第三批	3	奥氮平口崩片、缬沙坦片、盐酸舍曲林片
第四批	1	伏立康唑片
第五批	2	阿立哌唑片、利伐沙班片
第七批	3	阿立哌唑口崩片、磷酸奥司他韦胶囊、罗库溴铵注射液
第八批	3	非洛地平缓释片、氯沙坦钾氢氯噻嗪片、注射用伏立康唑
第九批	2	奥美沙坦酯氢氯噻嗪片、赛洛多辛胶囊
第十批	2	甲磺酸雷沙吉兰片、西格列汀二甲双胍片
第十一批	4	二甲双胍恩格列净片、阿戈美拉汀片、尼麦角林片、多巴丝肼片

资料来源：米内网，上海阳光医药采购网，长江证券研究所

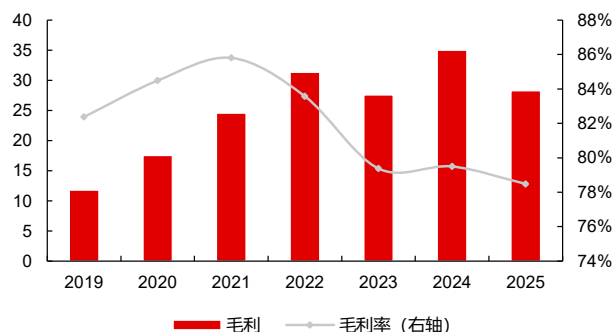
国内制剂成为营收核心，毛利率水平始终维持在高位。近年来，公司国内制剂收入整体保持增长趋势，2024 年实现收入 44 亿元，同比增长 26.6%，占总收入比重为 46%，是公司实现盈利的核心业务。2025 年公司国内制剂板块收入为 36.00 亿元，同比下滑 18.19%；**主要原因系 2025 年受到集采政策扩面深化影响，收入和利润端有所承压，未来伴随新老产品快速上量，或将重新回归正增长。**

图 19：华海药业国内制剂营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 20：华海药业国内制剂毛利水平（单位：亿元）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

持续加强产品管线建设，实现新产品/次新产品快速上量，进一步拓展空白市场。公司紧密围绕临床需求，聚焦首仿/早仿、抢集采及具有高技术壁垒的产品，持续优化复杂高端仿制药的产品管线建设，进一步优化公司产品结构，以持续提升市场竞争力和盈利能力。

表 6：华海药业报产在审的仿制药中部分重磅产品

药品名称	承办日期	亚类	备注
马来酸曲美布汀片	2024-06-18	胃肠解痉药，抗胆碱药和胃动力药	开拓新亚类
琥珀酸亚铁片	2024-07-05	抗贫血制剂	开拓新亚类
腺苷钴胺胶囊	2025-01-07		
甲磺酸沙非胺片	2025-01-09	抗帕金森氏病药	冲击首仿
盐酸米诺环素胶囊	2025-01-10	全身用抗菌药	开拓新亚类
卡格列净二甲双胍缓释片	2025-02-25	糖尿病用药	冲击首仿
氟马西尼注射液	2025-08-08	其他所有治疗用药品	开拓新亚类
丙酸氟替卡松乳膏	2025-10-11	皮肤病用皮质激素制剂	开拓新亚类
盐酸左米那普仑缓释胶囊	2025-10-16	精神兴奋药	冲击首仿
利多卡因凝胶贴膏	2025-10-21	止痒药，包括抗组织胺药、麻醉药等	开拓新亚类

资料来源：米内网，公司公告，长江证券研究所

聚焦市场终端，全方位、多元化、立体式推进市场拓展策略。深化等级医疗终端及已准入终端的存量市场，深度挖掘基层医疗机构、零售药店、新拓展省份及空白区域等潜力市场，以销售资源优势和渠道布局嫁接加快新产品拓展和外部产品代理，提升市场占有率，推动新品市场快速上量。

国外制剂：持续完善海外产品、渠道布局

布局海外业务二十余年，产品竞争力强。公司产品覆盖心血管系统、精神障碍、神经系统、抗感染、消化系统、呼吸系统、抗肿瘤、内分泌系统等众多治疗领域，且在海外拥有较强的竞争力，据美国 IQVIA 统计(2026 年 2 月数据)，公司在美国市场销售的被纳入统计的 60 个产品中，有 34 个产品的市场份额占有率位居前三，其中 13 个产品市场份额占有率位居第一。

表 7：国外主要制剂产品矩阵

领域	产品名称	适应症
心血管类	厄贝沙坦片	高血压；合并高血压的 2 型糖尿病肾病

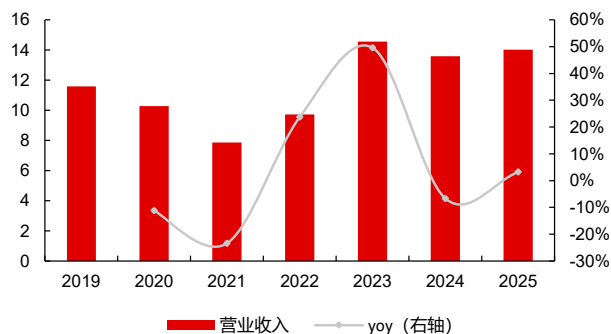
	盐酸苯那普利片	血管紧张素转换酶抑制药
	缬沙坦片	轻中度原发性高血压
	奥美沙坦酯氢氯噻嗪片	高血压
	替米沙坦片	高血压
	替米沙坦氢氯噻嗪片	高血压
	氯沙坦钾氢氯噻嗪片	高血压
	赖诺普利氢氯噻嗪片	高血压
	喹那普利片	高血压；心力衰竭
	缬沙坦氢氯噻嗪片	高血压
	氯沙坦钾片	原发性高血压
	福辛普利钠片	高血压；心力衰竭
	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	高血压
	赖诺普利片	高血压；充血性心力衰竭；急性心肌梗塞
中枢神经类	左乙拉西坦缓释片	癫痫
	罗匹尼罗片	帕金森症；多动腿综合症
	帕罗西汀片	抑郁
	利培酮片	精神分裂症；急性躁狂；双相躁狂；与自闭症相关的易怒
	盐酸安非他酮缓释片	重度抑郁
	草酸艾司西酞普兰片	重度抑郁症；广泛性焦虑障碍
	度洛西汀肠溶胶囊	重度抑郁症；广泛性焦虑障碍；糖尿病周围神经痛；慢性肌肉骨髓疼痛
	帕罗西汀胶囊	与更年期相关的中度至重度血管舒缩症状
	阿立哌唑片	精神分裂症
	盐酸多奈哌齐片	老年痴呆症
抗病毒类	左乙拉西坦片	癫痫
	盐酸强力霉素缓释片	四环素类抗菌药
	恩替卡韦片	慢性乙型肝炎病毒感染
其他	吡格列酮片	2 型糖尿病

资料来源：公司官网，长江证券研究所

海外禁令解除，并凭借销售渠道优势实现海外业务增长。作为国内药企出海的先行者，公司在美国市场已经构建多元化营销网络，涵盖自主销售、大型批发商、终端连锁店及商业公司等多种渠道，基本覆盖美国大中型药品采购商。此外，2021 年末 FDA 海外禁令的解除，为公司后续海外业绩的回升奠定了基础。

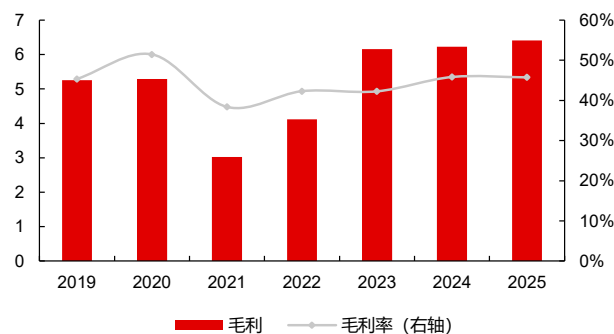
营业收入略有下滑，毛利率有所提升，毛利水平实现增长。公司自 2021 年 FDA 禁令解除后，国外制剂收入整体保持增长趋势，2025 年国外制剂收入 14.01 亿元，同比增长 3.18%，且毛利率超 45%，与 2024 年大致持平。

图 21：国外制剂营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

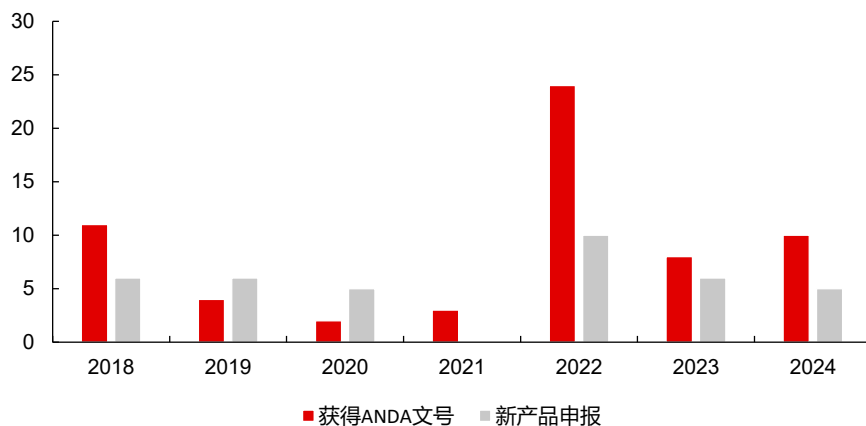
图 22：国外制剂毛利水平（单位：亿元）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

持续加强产品管线建设，构筑制剂出海的竞争壁垒。公司在不断扩充自研产品梯队的同时，积极开展对外合作项目，持续引入并扩展产品管线，赋能国外制剂业务稳健发展。2024 年，公司有 10 个产品获得美国 ANDA 文号（包含暂时性批准文号），完成新产品申报 5 个，在审 ANDA 文号 37 个。

图 23：美国制剂新产品获批和申报情况（单位：个）



资料来源：公司年报，长江证券研究所

创新药：PD-1/VEGF 双抗领先，管线布局特点鲜明

伴随着行业竞争加剧和集采政策的深化，仿制药业务面临利润空间持续收窄的挑战，创新药的高附加值特性和政策红利为华海药业提供了转型契机，**华海药业逐步构建起“原料药和仿制药稳基本盘，创新药拓增长极”的业务格局。**

生物药及创新药业务是公司发展进程中的重要战略布局，是公司的新质生产力。公司生物药聚焦于自身免疫和肿瘤领域大分子生物创新药的自主研发，已申请国内外发明专利超 70 件，在研项目 20 余个，其中 12 个项目已进入临床研究阶段。同时，公司积极探索布局联合用药、ADC 等具有差异化和创新性的早期项目，聚焦未被满足的临床需求，以期惠及更多患者。

图 24：华海药业核心在研创新药管线

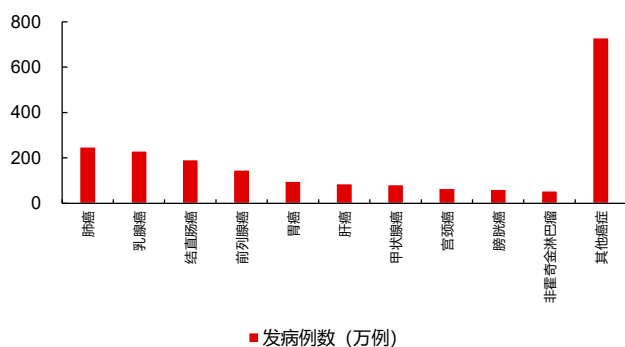
疾病领域	项目代号	主要靶点	适应症	Nonclinical	Pre-IND	IND	I 期	II 期	III 期	NDA
肿瘤	HB0025	PD-L1/VEGF	多种实体瘤							
	HB0085	PTK7/FAP	实体瘤							
			中重度斑块状银屑病							
自身免疫疾病	HB0017	IL-17A	强直性脊柱炎							
	HB0034	IL-36R	泛发性脓疱银屑病							
	HB0056	TSLP/IL-11	哮喘							
	HB0043	IL-17A/IL-36R	化脓性汗腺炎							

资料来源：华奥泰公司官网，长江证券研究所

HB0025：PD-L1/VEGF 明星双抗，展现不俗 BD 潜力

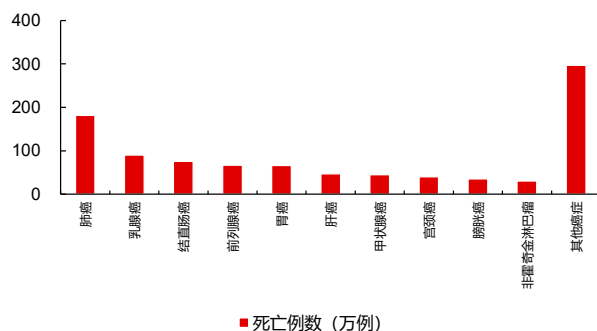
聚焦肺癌、乳腺癌、消化道肿瘤三大癌种，市场潜力巨大。2020 年，全球总计约有 2000 万癌症新发病例和 970 万死亡病例，其中肺癌（非小细胞肺癌占比超 80%）、乳腺癌（三阴性乳腺癌占比 10%-17%）和消化道肿瘤（结直肠癌、胃癌、肝癌、食管癌、胰腺癌等）作为威胁人类健康的三大“元凶”，患者基数庞大且呈持续增长态势。对此，大量药企纷纷布局，释放出不可估量的市场潜力。

图 25：癌症发病构成（单位：万例）



资料来源：IARC，长江证券研究所

图 26：癌症死亡构成（单位：万例）



资料来源：IARC，长江证券研究所

PD-(L)1/VEGF 双抗资产掀起 MNC 扫货热潮。2024 年 9 月世界肺癌大会上，康方生物的 AK112(PD-1/VEGF 双抗)在 HARMONi-2 研究中一线治疗 PD-L1 表达阳性 NSCLC 头对头战胜 K 药，掀起了 PD-(L)1/VEGF 类双抗/多抗的研发和 BD 热潮。

国内多家企业的 PD-(L)1/VEGF 双抗都已 License-out 给海外药企尤其是 MNC，比如辉瑞以 12.5 亿美元首付款引进三生制药的 SSGJ-707 (PD-1/VEGF 双抗)、BMS 以 15 亿美元首付款就 BioNTech 此前从中国普米斯生物引进的 BNT327 (PD-L1/VEGF 双抗)达成战略合作、MSD 以 5.88 亿美元首付款引进礼新医药的 LM-299(PD-1/VEGF 双抗)，艾伯维以 6.5 亿美元首付款引进荣昌生物的 RC148 (PD-1/VEGF 双抗)，均是首付款超过 5 亿美元、总包大几十亿美元的重磅 BD 交易。

表 8：中国 PD-(L)1/VEGF 授权给海外药企的 BD 交易梳理

项目名称	转让方	受让方	靶点	交易类型	交易时间	交易金额
RC148	荣昌生物制药（烟台）股份有限公司	艾伯维生物制药	VEGF, PD-1	授权/许可	2026-01-12	首付款：650 百万美元，里程碑付款：4950 百万美元，特许权使用费：大中华区以外地区净销售额的两位数分级特许权使用费
BNT327	BioNTech	百时美施贵宝制药	PD-L1, VEGFA	合作	2025-06-02	首付款：1500 百万美元，里程碑付款：7600 百万美元，其他交易额：2000 百万美元
SSGJ-707	三生制药集团，三生国健药业（上海）股份有限公司，沈阳三生制药有限责任公司	辉瑞制药	PD-1, VEGF	授权/许可，期权	2025-05-20	首付款：1250 百万美元，里程碑付款：4800 百万美元，特许权使用费：两位数百分比的梯度销售分成，其他交易额：100 百万美元
LM-299	礼新医药科技（上海）有限公司	默沙东制药	VEGF, PD-1	授权/许可	2024-11-14	首付款：588 百万美元，里程碑付款：2700 百万美元
PM8002/BNT327	珠海普米斯生物科技有限公司	BioNTech	PD-L1, VEGFA	转让/收购	2024-11-13	首付款：800 百万美元，里程碑付款：150 百万美元
AI-081, AI-071	广州昂科免疫生物技术有限公司	OncoC4	PD-1, VEGF, SIGLEC	转让/收购	2024-09-25	-
PD-L1xVEGF 双特异性抗体 IMM2510，下一代 CTLA-4 抗体 IMM27M	宜明昂科生物医药技术（上海）股份有限公司	Instil Bio	PD-L1, VEGF, CTLA4	授权/许可	2024-08-01	首付款：50 百万美元，里程碑付款：2000 百万美元，特许权使用费：基于全球（不包括大中华地区）销售净额的个位数至低两位数百分比的销售提成
Ivonescimab	中山康方生物医药有限公司	Summit Therapeutics	PD-1, VEGFA	授权/许可	2024-06-03	交易总额：70 百万美元
PM8002	珠海普米斯生物科技有限公司	BioNTech	PD-L1, VEGFA	合作，授权/许可	2023-11-06	首付款：55 百万美元，里程碑付款：1000 百万美元
PB203	鼎康（武汉）生物医药有限公司	Panolos Bioscience	VEGF, PLGF, PD-L1	合作	2023-09-22	-
依沃西	中山康方生物医药有限公司	Summit Therapeutics	PD-1, VEGFA	授权/许可	2022-12-06	交易总额：5000 百万美元，首付款：500 百万美元

资料来源：Insight 数据库，长江证券研究所

华海药业 HB0025 研发身位处于市场前列。目前 PD-(L)1/VEGF 双抗资产竞争较为激烈，但大部分入局企业均为中国自研药企、或从中国公司引进资产的海外药企。2026 年 1 月，HB0025 注射液已正式启动鳞状非小细胞肺癌 III 期临床试验，在梯队产品中研发身位靠前。

表 9：全球 PD-(L)1/VEGF 双抗/三抗药物研发格局与进展

药品成分	研发机构	靶点	全球适应症在研状态	中国内地适应症在研状态
依沃西单抗	中山康方生物医药有限公司 康方赛诺医药有限公司 Summit Therapeutics	PD-1 VEGFA	批准上市：非鳞状非小细胞肺癌,非小细胞肺癌 申请上市：鳞状非小细胞肺癌 临床 III 期：胆道癌,胆囊癌,头颈部鳞状细胞癌,三阴性乳腺癌,结直肠癌,胰腺癌,小细胞肺癌 临床 II 期：妇科肿瘤,肝细胞癌,HR 阳性、HER2 阴性乳腺癌,食管鳞癌,卵巢上皮癌,皮肤鳞状细胞癌,非鳞状非小细胞肺癌脑转移,胸腺癌,直肠癌,唾液腺癌,胸膜间皮瘤,胃癌,子宫内腺癌,宫颈癌,透明细胞肾细胞癌,软组织肉瘤,结直肠癌肝转移,鼻咽癌,食管腺癌,非小细胞肺癌脑转移,平滑肌肉瘤 临床 I/II 期：实体瘤,肿瘤,肉瘤,尿路上皮癌/膀胱癌,胶质母细胞瘤,肝内胆管癌,肝外胆管癌,肌层浸润性膀胱癌	批准上市：非鳞状非小细胞肺癌,非小细胞肺癌 申请上市：鳞状非小细胞肺癌 临床 III 期：胆道癌,胆囊癌,头颈部鳞状细胞癌,三阴性乳腺癌,结直肠癌,胰腺癌,小细胞肺癌 临床 II 期：妇科肿瘤,肝细胞癌,HR 阳性、HER2 阴性乳腺癌,食管鳞癌,卵巢上皮癌,非鳞状非小细胞肺癌脑转移,直肠癌,软组织肉瘤,鼻咽癌,胃癌,透明细胞肾细胞癌 临床 I/II 期：实体瘤,非小细胞肺癌脑转移,肿瘤,肉瘤,尿路上皮癌/膀胱癌,肝内胆管癌,肝外胆管癌,肌层浸润性膀胱癌,结直肠癌肝转移
			临床 III 期：鳞状非小细胞肺癌 临床 II/III 期：结直肠癌 临床 II 期：HER2 低表达乳腺癌 临床 I/II 期：实体瘤,胃癌,非小细胞肺癌,宫颈癌,肺腺癌,卵巢上皮癌	临床 III 期：鳞状非小细胞肺癌 临床 II/III 期：结直肠癌 临床 II 期：HER2 低表达乳腺癌 临床 I/II 期：实体瘤,胃癌,非小细胞肺癌,宫颈癌,肺腺癌,卵巢上皮癌
Sotiburafusp alfa	上海华奥泰生物药业股份有限公司 华博生物医药技术(上海)有限公司 浙江华海生物科技有限公司	PD-L1 VEGF	临床 III 期：鳞状非小细胞肺癌,非鳞状非小细胞肺癌 临床 II 期：透明细胞肾细胞癌,子宫内腺癌,三阴性乳腺癌,结直肠癌 临床 I/II 期：非小细胞肺癌,肝细胞癌	临床 III 期：鳞状非小细胞肺癌,非鳞状非小细胞肺癌 临床 II 期：透明细胞肾细胞癌,子宫内腺癌,三阴性乳腺癌,结直肠癌 临床 I/II 期：非小细胞肺癌,肝细胞癌
SCTB14	神州细胞工程有限公司	PD-1 VEGF	临床 III 期：非小细胞肺癌 临床 II/III 期：非鳞状非小细胞肺癌 临床 I/II 期：实体瘤	临床 III 期：非小细胞肺癌 临床 II/III 期：非鳞状非小细胞肺癌 临床 I/II 期：实体瘤
SSGJ-707	三生制药集团 丹生医药技术(上海)有限公司	PD-1 VEGF	临床 III 期：非小细胞肺癌,结直肠癌 临床 II/III 期：小细胞肺癌,胃癌,食管腺癌	临床 III 期：非小细胞肺癌 临床 II 期：结直肠癌,子宫内腺癌,卵巢上皮癌,小细胞肺癌

	沈阳三生制药有限责 任公司 三生国健药业（上 海）股份有限公司 辉瑞制药		临床 II 期：子宫内膜癌,卵巢上皮癌 临床 I/II 期：肝细胞癌,肾细胞癌,尿 路上皮癌/膀胱癌	
			临床 III 期：三阴性乳腺癌,小细胞 肺癌,非小细胞肺癌 临床 II/III 期：非鳞状非小细胞肺癌, 结直肠癌,胃癌,食管腺癌 临床 II 期：胸膜间皮瘤,腹膜间皮 瘤,肝细胞癌,神经内分泌肿瘤,实体 瘤,宫颈癌,黑色素瘤,头颈部鳞状细 胞癌,胰腺癌,胶质母细胞瘤 临床 I/II 期：肾细胞癌,卵巢上皮癌, 透明细胞肾细胞癌,非透明细胞肾细 胞癌,子宫内膜癌,去势抵抗性前列 腺癌,HER2 低表达乳腺癌,HER2 阳性乳腺癌,皮肤黑色素瘤,葡萄膜 黑色素瘤,黏膜黑色素瘤,肢端黑色 素瘤,HR 阳性、HER2 阴性乳腺癌, 胸腺神经内分泌肿瘤,胆道癌	临床 III 期：三阴性乳腺癌,小细胞 肺癌,非小细胞肺癌 临床 II/III 期：非鳞状非小细胞肺癌, 结直肠癌,胃癌,食管腺癌 临床 II 期：胸膜间皮瘤,腹膜间皮 瘤,肝细胞癌,神经内分泌肿瘤,实体 瘤,宫颈癌,黑色素瘤,头颈部鳞状细 胞癌,胰腺癌,胶质母细胞瘤 临床 I/II 期：肾细胞癌,卵巢上皮癌, 透明细胞肾细胞癌,非透明细胞肾细 胞癌,子宫内膜癌,去势抵抗性前列 腺癌,HER2 低表达乳腺癌,HER2 阳性乳腺癌
普密妥米单 抗	BioNTech 珠海普米斯生物科技 有限公司 百时美施贵宝制药	PD-L1 VEGFA		
SCTB41	神州细胞工程有限公 司	PD-1 TGFβ VEGF	临床 II 期：胃癌,食管癌,结直肠癌, 肝癌,胰腺癌 临床 I/II 期：实体瘤	临床 II 期：胃癌,食管癌,结直肠癌, 肝癌,胰腺癌 临床 I/II 期：实体瘤
HC010（宏 成药业）	上海宏成药业有限公 司	CTLA4 PD-1 VEGF	临床 II 期：非小细胞肺癌	临床 II 期：非小细胞肺癌
MHB039A	明慧医药（杭州）有 限公司	PD-1 VEGF	临床 II 期：乳腺癌,实体瘤 临床 I/II 期：非小细胞肺癌	临床 II 期：乳腺癌,实体瘤 临床 I/II 期：非小细胞肺癌
JS207	上海君实生物医药科 技股份有限公司	PD-1 VEGFA	临床 II 期：非小细胞肺癌,结直肠 癌,肝细胞癌,三阴性乳腺癌,小细胞 肺癌,去势抵抗性前列腺癌,尿路上 皮癌/膀胱癌,透明细胞肾细胞癌,黑 色素瘤	临床 II 期：非小细胞肺癌,结直肠 癌,肝细胞癌,三阴性乳腺癌,小细胞 肺癌,去势抵抗性前列腺癌,尿路上 皮癌/膀胱癌,透明细胞肾细胞癌,黑 色素瘤
B1962	圓祥生命科技股份有 限公司 天士力医药集团股份 有限公司	PD-L1 VEGF	临床 II 期：胆道癌,结直肠癌,实体 瘤,小细胞肺癌,宫颈癌,卵巢上皮癌, 三阴性乳腺癌,肝细胞癌,非鳞状非 小细胞肺癌	临床 II 期：胆道癌,结直肠癌,实体 瘤,小细胞肺癌,宫颈癌,卵巢上皮癌, 三阴性乳腺癌,肝细胞癌,非鳞状非 小细胞肺癌
珀维拉芙普α	宜明昂科生物医药技 术（上海）股份有限 公司 Instil Bio	PD-L1 VEGF	临床 II 期：软组织肉瘤,非小细胞肺 癌,三阴性乳腺癌 临床 I/II 期：卵巢上皮癌,小细胞肺 癌,尿路上皮癌/膀胱癌,食管鳞癌,肝 内胆管癌,肝外胆管癌,胆囊癌,胆道	临床 II 期：非小细胞肺癌,三阴性乳 腺癌 临床 I/II 期：卵巢上皮癌,小细胞肺 癌,尿路上皮癌/膀胱癌,食管鳞癌,肝 内胆管癌,肝外胆管癌,胆囊癌,胆道

		癌,肝细胞癌,胃癌,结直肠癌,头颈部鳞状细胞癌,实体瘤		癌,肝细胞癌,胃癌,结直肠癌,头颈部鳞状细胞癌,实体瘤
CR-001	Paragon Therapeutics	PD-1 VEGF	临床 I/II 期: 肝细胞癌,胆道癌,子宫内膜癌,宫颈癌,卵巢上皮癌,胃癌,结直肠癌,非小细胞肺癌,实体瘤,食管腺癌	暂无进度
	Crescent Biopharma 四川科伦博泰生物医药股份有限公司			
Jankistomig	Ottimo Pharma	PD-1 VEGFR2	临床 I/II 期: 实体瘤,乳腺癌,卵巢上皮癌	暂无进度
SHR-4610	上海盛迪医药有限公司	PD-1 VEGF	临床 I/II 期: 实体瘤	临床 I/II 期: 实体瘤
CVL006	甫康生物科技(上海)股份有限公司	PD-L1 VEGF	临床 I/II 期: 实体瘤,胸膜间皮瘤,三阴性乳腺癌,乳腺癌,胃癌,尿路上皮癌/膀胱癌,非小细胞肺癌,非鳞状非小细胞肺癌	临床 I/II 期: 实体瘤,胸膜间皮瘤,三阴性乳腺癌,乳腺癌,胃癌,尿路上皮癌/膀胱癌,非小细胞肺癌,非鳞状非小细胞肺癌
	浙江甫康制药有限公司			
KH003	赛灵药业科技集团股份有限公司	PD-L1 VEGF	临床 I/II 期: 实体瘤	临床 I/II 期: 实体瘤
DR30206	华东医药股份有限公司	PD-L1 TGFB VEGF	临床 I/II 期: 食管腺癌,胃癌,结直肠癌	临床 I/II 期: 食管腺癌,胃癌,结直肠癌
	浙江道尔生物科技有限公司			
CS2009	基石药业	CTLA4 PD-1 VEGFA	临床 I/II 期: 实体瘤,小细胞肺癌,卵巢上皮癌,胃癌,非小细胞肺癌,肝细胞癌,宫颈癌,肾细胞癌,结直肠癌,非透明细胞肾细胞癌,软组织肉瘤	临床 I/II 期: 实体瘤,小细胞肺癌,卵巢上皮癌,胃癌,非小细胞肺癌,肝细胞癌,宫颈癌,肾细胞癌,结直肠癌,非透明细胞肾细胞癌,软组织肉瘤
	申石生物医药(上海)有限公司			
AI-081	OncoC4	PD-1 VEGF	临床 I/II 期: 实体瘤	临床 I/II 期: 实体瘤
	广州昂科免疫生物技术有限公司			
LM-299	南京昂科免疫生物医药有限公司	PD-1 VEGF	临床 I/II 期: 实体瘤,非小细胞肺癌	临床 I/II 期: 实体瘤,非小细胞肺癌
	中国生物制药有限公司			
PM8003	礼新医药科技(上海)有限公司	PD-L1 TGFB VEGF	临床 I/II 期: 实体瘤	临床 I/II 期: 实体瘤
	默沙东制药			

资料来源: Insight 数据库, 长江证券研究所 (注: 仅统计临床 II 期及以后管线以及适应症)

相较于传统的单抗, 双抗通过双信号通路阻断机制实现更高疗效。PD-(L)1/VEGF 双抗一方面可以特异性结合 PD-1 或 PD-L1, 阻断两者之间的相互作用, 解除对 T 细胞的抑

制，恢复 T 细胞的肿瘤杀伤活性，激活机体的抗肿瘤免疫应答，另一方面还可以特异性结合 VEGF，阻止其与 VEGFR 结合，从而抑制肿瘤新生血管的生成，切断其营养供给。

图 27: PD-(L)1 单抗作用机制

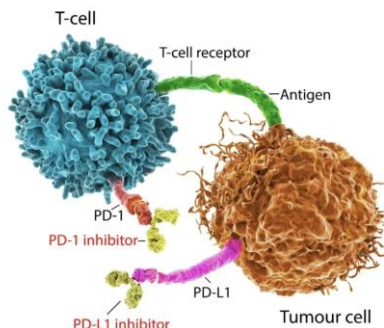
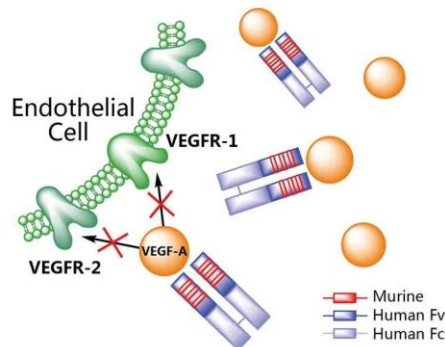


图 28: VEGF 单抗作用机制

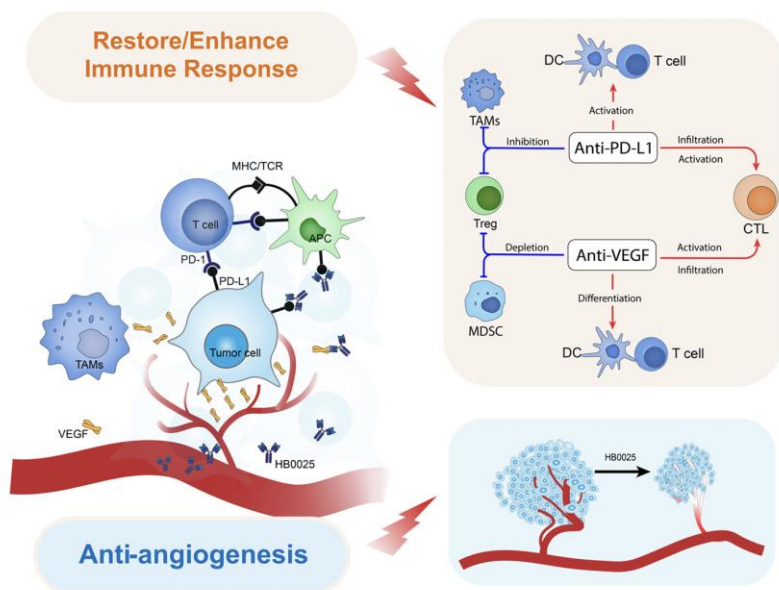


资料来源：摄图网，长江证券研究所

资料来源：药渡公众号，长江证券研究所

相较于联合用药，PD-(L)1/VEGF 具有明显的协同效应，实现 $1+1>2$ 。VEGF 和 PD-(L)1 可以显著增强彼此的信号阻断作用，具有明显的协同作用，进而增强其疗效。同时，相比于联合用药容易产生出血、高血压等副作用，PD-(L)1/VEGF 的用药毒性更低，单一药物制剂也提升了患者的用药依从性。

图 29: 华海药业 PD-L1/VEGF 双抗作用机制



资料来源：《Frontiers in Immunology》，长江证券研究所

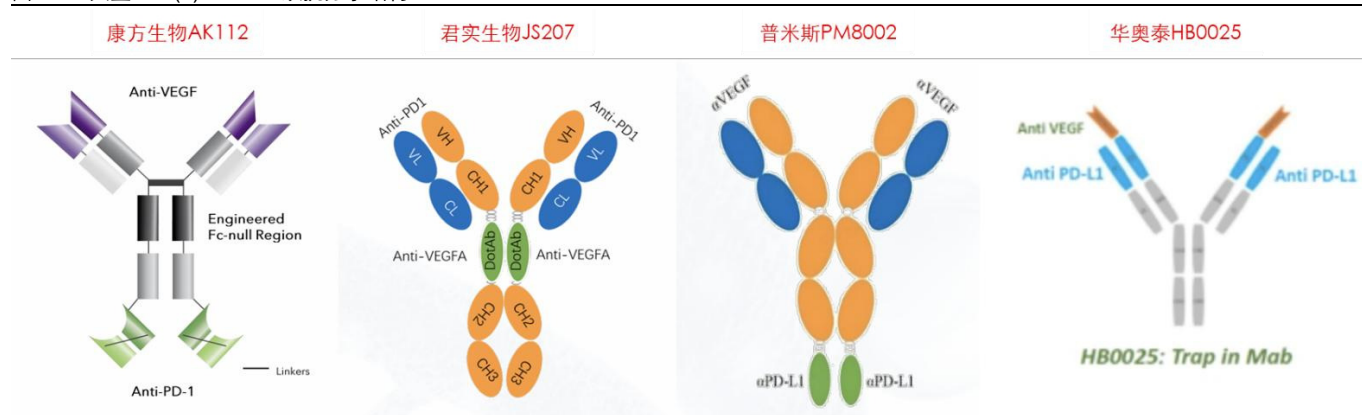
HB0025 分子设计采用 PD-L1 骨架，实现疗效与安全性的权衡。

与 VEGF 通路相比，PD-(L)1 通路是免疫激活的核心枢纽，通过阻断 PD-1 与 PD-L1 结合，激活 T 细胞对肿瘤细胞的杀伤作用，作用机制较直接；而 VEGF 抗体通常起到改善肿瘤微环境的作用，并不能直接杀灭肿瘤细胞，因此 HB0025 分子采用 PD-L1 骨架可以充分保留其与 PD-L1 的结合力，可能具备更高的疗效。

抗 PD-1 抗体不仅可以阻断 PD-1 与 PD-L1 的结合，还可以阻断其与 PD-L2 的结合，解除免疫抑制，相较于抗 PD-L1 抗体可能具有更高的疗效；但抗 PD-1 抗体不仅与肿瘤浸

润区域 T 细胞表面的 PD-1 结合，还有可能与心脏、肺部等部位 T 细胞表面的 PD-1 结合，而 PD-L1 通常在肿瘤细胞表面高表达，因此抗 PD-L1 抗体可能具备更高的安全性。整体来看，两者针对不同的适应症或有优劣，多个研究结果表明其效果差异不大，HB0025 分子采用 PD-L1 骨架可能是权衡疗效与安全性后的结果。

图 30：典型 PD-(L)1/VEGF 双抗分子结构



资料来源：各公司官网，长江证券研究所

HB0025 治疗非小细胞肺癌 II 期数据优异。 HB0025 联合化疗一线治疗非小细胞肺癌临床 II 期数据公布，展现出较好的客观缓解率（ORR）和疾病控制率（DCR），鳞癌队列 ORR 为 84.5%，且在 PD-L1 TPS $\geq$ 50% 亚组实现 100% 缓解，非鳞癌队列 ORR 为 62.3%，表现同样不俗。安全性方面，3 级及以上治疗相关不良事件率在 50% 左右，3 级以上免疫相关不良事件（irAEs）发生率低，仅有 4.8%。**2026 年 1 月，HB0025 已正式进入临床 III 期。**

表 10：HB0025 联合化疗一线治疗非小细胞肺癌临床 II 期数据

指标		鳞癌				非鳞癌			
患者基线		入组 62 例，年龄中位数 65 岁				入组 63 例，年龄中位数 64 岁			
给药方案		20mg/kg HB0025 联合卡铂/紫杉醇方案				20mg/kg HB0025 联合卡铂/培美曲塞方案			
试验分组		鳞癌	鳞癌（PD-L1 TPS < 1%）	鳞癌（PD-L1 TPS 1~49%）	鳞癌（PD-L1 TPS ≥ 50%）	非鳞癌	非鳞癌（PD- L1 TPS < 1%）	非鳞癌（PD- L1 TPS 1~49%）	非鳞癌（PD- L1 TPS ≥ 50%）
患者人数		N=62	N=17	N=20	N=19	N=63	N=28	N=13	N=12
有效性指标	ORR（主要终点）	84.5%	81.3%	72.2%	100%	62.3%	59.3%	66.7%	66.7%
	DCR（次要终点）	94.8%	-	-	-	96.7%	-	-	-
安全性指标	TRAE（≥3）	50.0%	-	-	-	54.0%	-	-	-
	irAE（≥3）	4.8%	-	-	-	4.8%	-	-	-

资料来源：Insight 数据库，长江证券研究所

差异化布局子宫内膜癌适应症，II 期临床数据惊艳亮相 2025ASCO。 卡铂联合紫杉醇单药或联合抗 PD-(L)1（如帕博利珠单抗、多塔利单抗、度伐利尤单抗、曲妥珠单抗等）是目前治疗晚期或复发子宫内膜癌的一线治疗方案，2025 年 6 月的 ASCO 大会中，华海药业的 HB0025 分子披露 II 期临床数据，51 例患者中实现了 84.3% 的客观缓解率（ORR），疾病控制率（DCR）达 100%，无论是 pMMR 还是 dMMR 人群，治疗效果和安全性均优于 SoC 含铂化疗联合 K 药的历史数据。

表 11: HB0025 与化疗联合 K 药临床数据对比

指标	HB0025 + Chemotherapy	Pembrolizumab + Chemotherapy
总客观缓解率 (ORR)	84.3%	-
dMMR 人群 ORR	100.0%	82.1%
pMMR 人群 PRR	85.4%	72.3%
疾病控制率 (DCR)	100%	-
中位缓解持续时间 (DOR)	尚不成熟	pMMR 人群为 8.1
无进展生存期 (PFS)	尚不成熟, 6 个月 PFS 率为 98%	-
总生存期 (OS)	尚不成熟	-
任一级别治疗相关不良事件 (TRAEs) 发生率	98.1%	-
3 级及以上 TRAEs 发生率	59.3%	pMMR 人群为 63.3%, dMMR 人群为 55.1%
治疗相关严重不良事件 (SAE) 发生率	18.5%	>20%
任一级别免疫相关不良事件 (irAEs) 发生率	25.9%	-

资料来源: GYNECOLOGIC CANCER, Nature Medicine, 长江证券研究所

自免: 多靶点协同布局, 凸显 FIC 与长效优势

HB0017: 是华奥泰自主研发的以白介素-17A (IL-17A) 为靶点的单克隆抗体, 拟用于治疗中重度斑块银屑病、强直性脊柱炎及其他自身免疫疾病。

- **中重度斑块银屑病:** II / III 期临床数据显示出积极的疗效和良好的安全性, 尤其是其半衰期显著长于已上市的同靶点药物, 例如司库奇尤单抗治疗银屑病推荐初始剂量为每次 300 mg, 分别在第 0、1、2、3、4 周皮下注射, 随后维持该剂量每 4 周给药 1 次。而 HB0017 临床 II 期试验中, 300mg 剂量给药方案为分别在 0、1、2、4、8 周皮下注射, 随后维持该剂量每 8 周给药 1 次, 临床 III 期试验结果表明, 在维持给药阶段, 给药间隔延长至 8 周且相关疗效指标仍旧维持稳定及持久。**HB0017 有望突破国内现有治疗药物的给药频率, 提高患者依从性, 2025 年已完成关键 III 期临床试验, 预计将于 2026 年申报上市。**
- **强直性脊柱炎:** I / II 期临床数据显示出积极的疗效和良好的安全性, **2025 年 5 月关键 III 期临床试验正式启动, 并完成首例入组。**

HB0034: 是华奥泰自主研发的 IgG1 型靶向 IL-36R 的人源化单克隆抗体, 拟用于治疗泛发性脓疱型银屑病 (GPP) 等, 目前全球范围内, 尚未有国内企业自研的靶向 IL-36R 抗体获批上市。该药获得美国 FDA 孤儿药认定, 可在研发、审批和上市等多方面享受政策红利, 且被纳入国家药监局药品审评中心的优先审评品种名单, **2025 年 10 月已申报上市, 预计于 2026 年获批上市。**

HB0043: 为重组人源化 IgG1 型双特异性抗体, **全球首款**同时靶向人白介素-17A (IL-17A) 和人白介素-36 受体 (IL-36R), 具有更强的抑制细胞因子诱导的炎症和纤维化反应, 通过双重阻断, 在多种动物疾病模型如特异性皮炎 (AD)、特发性肺纤维化 (IPF)、糖尿病肾病 (DN)、中性粒细胞哮喘中证明了强于单抗的功效, 展现出机制领先、潜力广泛的同类首创 (FIC) 优势。**HB0043 在新西兰健康人单次给药的 Ia 期临床于 2025 年 6 月完成首例入组; 2025 年 11 月完成锁库, 临床结果显示了良好的安全性特征。**

HB0056: 以抗 TSLP 人源化单克隆抗体为亲本抗体，在 N 端连接抗 IL-11 单链纳米抗体的双特异性抗体，**全球首款**同时靶向 TSLP 和 IL-11 两个靶点。从单靶点来看，TSLP 和 IL-11 都是被市场寄予厚望的靶点，而双靶点、半衰期延长也是最明确的自免药物迭代方向，**2025 年 8 月，HB0056 用于治疗中重度哮喘的中国 Ib 期临床试验，已完成首例受试者入组和给药。**

风险提示

1、**新药开发失败风险。**创新药研发具有投入资金大、周期长、不确定性高等特点，如果公司创新药的临床开发进度不及预期甚至试验失败，将对公司经营造成不利影响。

2、**药品降价风险。**原料药行业竞争加剧，价格处于历史低位，后续若价格仍继续下行，将对公司盈利产生不利影响；国内制剂业务，公司借力集采实现快速放量，若后续集采降价超预期，将对公司盈利产生不利影响。

3、**新药政策变化风险。**一方面，创新药医保谈判降价幅度存在较大不确定性因素，可能随着政策边际变化而不及预期；另一方面，创新药在国内外的研发和申报都处于严格监管中，创新药的临床审批、上市审批等环节均存在不确定因素。

4、**盈利预测假设不成立或不及预期。**本篇报告涉及盈利预测均是基于分析师对于公司经营情况的预测，可能会存在相关假设不成立或者不及预期的风险。

若公司相关创新产品放量不及预期或者公司后续仍有重要产品在未来几年纳入到国家集采，又或者部分创新产品获批上市被监管拒绝，则可能会导致公司业绩不及预期。悲观情况下我们预计 2026-2027 年公司营业收入分别为 90.30 亿元与 97.73 亿元，对应归母净利润分别为 6.84 亿元与 7.64 亿元。

表 12：华海药业敏感性分析

	基准情形下			悲观情形下		
	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
营业收入/亿元	85.87	91.46	100.32	85.87	90.30	97.73
营业收入同比增速	-10%	7%	10%	-10%	5%	8%
原料药收入/亿元	35.03	38.31	42.14	35.03	37.72	41.06
成品药收入/亿元	49.94	52.25	57.28	49.94	51.68	55.77
归母净利润/亿元	2.66	7.34	8.28	2.66	6.84	7.64

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	8587	9146	10032	11035	货币资金	1504	2758	3660	5751
营业成本	3422	4099	4399	4710	交易性金融资产	76	76	76	76
毛利	5166	5047	5632	6325	应收账款	2868	2833	3107	3418
%营业收入	60%	55%	56%	57%	存货	3712	3848	4129	4421
营业税金及附加	111	112	123	135	预付账款	76	93	100	107
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	505	389	419	444
销售费用	1577	1608	1695	1799	流动资产合计	8742	9996	11492	14217
%营业收入	18%	18%	17%	16%	长期股权投资	373	373	373	373
管理费用	1559	1403	1538	1692	投资性房地产	1	1	1	1
%营业收入	18%	15%	15%	15%	固定资产合计	7380	7615	7712	6358
研发费用	1229	1006	1254	1490	无形资产	1158	1214	1261	1107
%营业收入	14%	11%	13%	14%	商誉	64	64	64	64
财务费用	248	74	67	64	递延所得税资产	195	192	192	192
%营业收入	3%	1%	1%	1%	其他非流动资产	3588	3472	3331	3319
加: 资产减值损失	-205	-2	-2	0	资产总计	21503	22929	24426	25631
信用减值损失	9	0	0	0	短期贷款	2860	3388	3915	4443
公允价值变动收益	49	0	0	0	应付款项	1180	1139	1222	1308
投资收益	19	-28	-30	-33	预收账款	0	0	0	0
营业利润	456	967	1090	1297	应付职工薪酬	341	343	368	394
%营业收入	5%	11%	11%	12%	应交税费	126	161	176	194
营业外收支	-13	-7	-7	-7	其他流动负债	4605	4893	5011	5134
利润总额	444	959	1083	1290	流动负债合计	9112	9923	10693	11474
%营业收入	5%	10%	11%	12%	长期借款	1841	2148	2454	2454
所得税费用	217	233	264	314	应付债券	0	65	130	130
净利润	227	726	819	976	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	266	734	828	986	其他非流动负债	1093	1070	1070	1070
少数股东损益	-39	-8	-9	-10	负债合计	12047	13206	14347	15128
EPS (元)	0.18	0.49	0.55	0.66	归属于母公司所有者权益	9443	9717	10082	10516
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	13	6	-3	-13
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	9456	9723	10079	10503
经营活动现金流净额	1230	2486	2148	2289	负债及股东权益	21503	22929	24426	25631
取得投资收益收回现金	2	-28	-30	-33	基本指标				
长期股权投资	48	0	0	0		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-1956	-1554	-1529	-4	每股收益	0.18	0.49	0.55	0.66
其他	38	1	0	0	每股经营现金流	0.82	1.66	1.43	1.53
投资活动现金流净额	-1868	-1581	-1559	-38	市盈率	94.28	33.51	29.69	24.93
债券融资	0	65	65	0	市净率	2.69	2.53	2.44	2.34
股权融资	592	0	0	0	EV/EBITDA	18.77	12.80	11.53	10.17
银行贷款增加 (减少)	4726	834	834	527	总资产收益率	1.1%	3.3%	3.5%	3.9%
筹资成本	-558	-515	-586	-689	净资产收益率	2.8%	7.5%	8.2%	9.4%
其他	-4142	11	0	0	净利率	3.1%	8.0%	8.3%	8.9%
筹资活动现金流净额	617	396	313	-161	资产负债率	56.0%	57.6%	58.7%	59.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-20	1301	902	2091	总资产周转率	0.41	0.41	0.42	0.44

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。