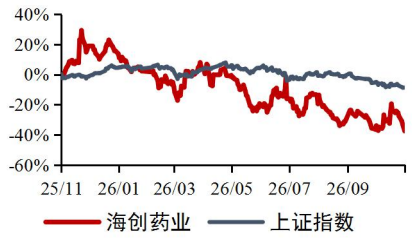
化学原料药　海创药业（688302.SH）　增持-B(首次)

出海商业化元年，从单品走向平台型创新药企

2026 年 11 月 20 日　公司研究/公司分析

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 11 月 19 日

收盘价（元/股）：	27.54
总股本（亿股）：	0.99
流通股本（亿股）：	0.99
流通市值（亿元）：	27.27

基础数据：2026 年 9 月 30 日

每股净资产（元/股）：	9.73
每股资本公积（元/股）：	26.18
每股未分配利润（元/股）：	-17.45

资料来源：常闻

分析师：

邓周宇

执业登记编码：S0760524040002

邮箱：dengzhouyu@sxzq.com

张智勇

执业登记编码：S0760525080003

邮箱：zhangzhiyong@sxzq.com

陈进

执业登记编码：S0760526030001

邮箱：chenjin@sxzq.com

投资要点：

- **公司是聚焦肿瘤、代谢及自免三大领域的创新药企。**依托蛋白降解（PROTAC/分子胶）、氘代及转化医学三大平台，形成“1 款上市+5 款临床”管线梯队。氘恩扎鲁胺（海纳安®）2025 年 5 月获批 mCRPC、12 月纳入医保，2026 年前三季度营收 8572.77 万元（+267.11%）；11 月 HP570 以 3000 万美元首付（2000 万美元现金+1000 万美元的认股权证）、总额最高约 11 亿美元授权 Evommune。考虑到氘恩扎鲁胺医保放量的确定性、HP570 出海对平台价值的验证，以及 HP515/HP518 的中期弹性，预计 2026-2028 年公司营收 2.37、2.03、3.01 亿元，归母净利润-0.10、-0.53、0.02 亿元，**首次覆盖，给予“增持-B”评级。**
- **代谢疾病——HP515（THR-β激动剂）国内进度第二。**MASH 国内 2030 年市场预计 355 亿元；IIa 期各剂量组 12 周肝脂肪降幅均超 50%、安慰剂 3.5%（P<0.001），入选 AASLD 2026 LBA。在食物诱导肥胖（DIO）小鼠模型中，司美格鲁肽单药（30nmol/kg）体重下降 17.1%，联合 HP515 3mg/kg、30mg/kg 后分别下降 30.2%、35.4%；联合组瘦体重/体重比升至 62.3%、68.8%，接近正常饮食组（63.6%），而司美单药组仅 52.3%。
- **肿瘤疾病——深耕前列腺癌。**氘恩扎鲁胺 III 期疾病进展或死亡风险降低 42%（HR=0.58），未见癫痫、跌倒、皮疹等不良事件，安全性优于同类；已进入 CSCO 2025/2026、CACA 2026 指南。高风险 BCR III 期 2026 年 7 月获批，国内无同类、存量患者约 10 万人；HP518 为国内首款前列腺癌口服 PROTAC，II 期完成入组。
- **自身免疫——HP570（VAV1 分子胶）与 HC-X049（STAT6 双路径）梯队推进。**HP570 具亚纳摩尔级 DC50，首付 3000 万美元、里程碑最高约 10.7 亿美元、总额约 11 亿美元，IND 阶段即获全球背书；HC-X049 已至 PCC，药效对标度普利尤单抗。

风险提示：研发进度及临床数据不及预期；医保放量与 BCR 适应症推进不及预期；BD 里程碑兑现不及预期；持续亏损与现金流压力；竞争加剧及降价风险；未来营收无法持续取得 1 亿元以上带来的 ST 风险。

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	0	20	237	203	301
YoY(%)	#DIV/0!	5480.1	1057.3	-14.1	48.1
净利润(百万元)	-199	-137	-10	-53	2

YoY(%)	32.2	31.2	92.8	-440.9	103.7
毛利率(%)	8.4	98.6	96.3	92.0	92.0
EPS(摊薄/元)	-2.01	-1.39	-0.10	-0.54	0.02
ROE(%)	-16.7	-12.9	-0.9	-5.3	0.2
P/E(倍)	-15.1	-22.0	-305.5	-56.5	1524.7
P/B(倍)	2.5	2.8	2.9	3.0	3.0
净利率(%)	-54382.8	-670.5	-4.2	-26.3	0.7

资料来源：常闻，山西证券研究所

目录

1. 公司概览：氘代与蛋白降解双平台，商业化元年开启 5

1.1 三大技术平台构筑壁垒，管线梯次清晰 5

1.2 商业化元年：收入高增，亏损收窄 6

2. 代谢疾病：专注 MASH 与减重，HP515 差异化突出 8

2.1 MASH：患者基数庞大，THR-β机制率先跑通 8

2.2 HP515 IIa 达主要终点，肝脂降幅领先 8

2.3 联合 GLP-1“减脂不减肌”，打开减重空间 9

2.4 口服小分子 GLP-1 储备，代谢矩阵成型 10

3. 肿瘤疾病：深耕前列腺癌，氘代+PROTAC 双线卡位 10

3.1 氘恩扎鲁胺：安全性更优的二代 ARi 10

3.2 高风险 BCR：蓝海适应症，第二成长曲线 11

3.3 HP518：国内首款前列腺癌口服 PROTAC 11

4. 自身免疫：蛋白降解新机制，HP570 与 HC-X049 梯队推进 12

4.1 VAV1：TCR/BCR 双通路关键节点 12

4.2 HP570：IND 阶段锁定 3000 万美元首付 12

4.3 HC-X049：STAT6 双路径，对标度普利尤单抗 13

4.4 平台价值：从“管线估值”到“平台估值” 13

5. 盈利预测与估值 13

5.1 关键假设与收入拆分 13

6. 风险提示 14

图表目录

图 1： 公司营业收入（百万元） 7

图 2： 公司归母净利润（亿元）.....7
图 3： 公司研发费用（亿元）.....7
图 4： 公司交易性金融资产（亿元）.....7
图 5： HP515 联合司美格鲁肽的减重与瘦体重数据（临床前）.....10

表 1： 海创药业研发管线一览.....5
表 2： HP515 中国 IIa 期关键疗效与安全性数据.....9
表 3： 氘恩扎鲁胺与同类 AR 抑制剂安全性对比.....11
表 4： 公司收入拆分与预测（2025A-2028E，百万元）.....14

1. 公司概览：氘代与蛋白降解双平台，商业化元年开启

1.1 三大技术平台构筑壁垒，管线梯次清晰

海创药业成立于 2013 年，2022 年 4 月登陆科创板，是一家以靶向蛋白降解（PROTAC、分子胶）、氘代药物研发及转化医学为核心技术平台的创新药企业。公司聚焦肿瘤、代谢性疾病及自身免疫性疾病/慢性炎症三大治疗领域，构建了覆盖“早期研发—临床开发—商业化落地”的全周期研发体系，并在中国、美国、澳大利亚设立分支机构。

平台层面：1）蛋白降解平台覆盖 PROTAC 与分子胶两条路径，是公司肿瘤（HP518）与自免（HP570、HC-X049）管线的技术底座；2）氘代平台通过对先导化合物进行氘代改造改善代谢性质与暴露特征，已孵化首个上市产品氘恩扎鲁胺；3）靶向药物发现与转化医学平台支撑临床前到临床的快速转化。公司全球专利申请超 300 项、已获授权 120 余项，核心团队曾参与万络、海捷亚、畅沛、索坦、诺和力等多个品种的在华开发。

管线层面，公司已形成“1 款上市+5 款临床+多款临床前”的梯队：氘恩扎鲁胺（mCRPC 已上市、BCR III 期）、HP518（AR PROTAC）、HP515（THR-β）、HP570（VAV1 分子胶）、HC-X049（STAT6）梯次推进，覆盖前列腺癌、MASH/肥胖、Th2 炎症等大适应症。

表 1：海创药业研发管线一览

疾病领域	产品	靶点/机制	适应症	研发阶段	对标/竞争格局
代谢疾病	HP515	THR-β激动剂（口服）	MASH	中国 IIa 完成	国内进度第二，对标 resmetirom
代谢疾病	HP515	THR-β激动剂（口服）	肥胖（联合 GLP-1）	临床前/DDI 完成	联用“减脂不减肌”
代谢疾病	口服小分子 GLP-1	GLP-1R 激动剂	肥胖、MASH	临床前	单药及联用 HP515
肿瘤疾病	氘恩扎鲁胺（海纳安®）	AR 抑制剂（氘代）	mCRPC（阿比特龙/化疗后）	已上市（2025.5），医保	恩扎卢胺、阿帕他胺、达罗他胺
肿瘤疾病	氘恩扎鲁胺（海纳安®）	AR 抑制剂（氘代）	高风险 BCR 前列腺癌	III 期（2026.7 获批）	国内无同类获批，蓝海
肿瘤疾病	HP518	AR PROTAC（口服）	mCRPC、AR 阳性 TNBC	II 期完成入组；联合 Ib/II 期	ARV-766、vepdegestrant
自身免疫	HP570	VAV1 分子胶降解剂	自免/慢性炎症（RA 等）	美国 IND 获批、	Monte Rosa

疾病领域	产品	靶点/机制	适应症	研发阶段	对标/竞争格局
				中国受理	MRT-6160
自身免疫	HC-X049	STAT6 PROTAC+抑制剂	AD、哮喘、COPD 等	PCC	度普利尤单抗（生物药）

资料来源：公司推介材料、公司 2026 年半年报，山西证券研究所

临床资源方面，公司累计与 40 余位国内临床专家（PI）合作，具备差异化临床设计能力；生产端自建氘恩扎鲁胺软胶囊车间已通过 GMP 符合性检查，实现自主量产与市场化供货，MAH 体系下的供应稳定性为后续放量提供保障。

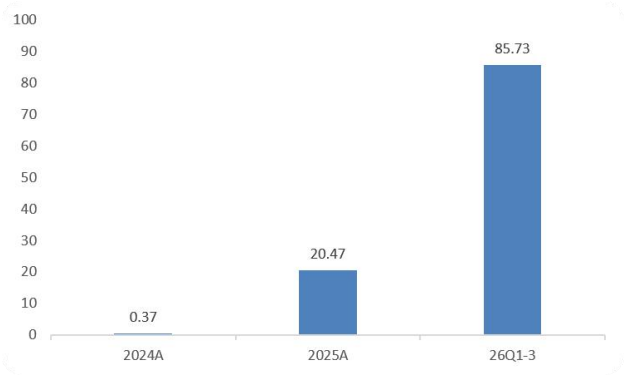
1.2 商业化元年：收入高增，亏损收窄

2025 年 5 月 27 日，氘恩扎鲁胺获批用于阿比特龙及化疗后出现疾病进展、且既往未接受新型 AR 抑制剂的 mCRPC 成人患者；同年 12 月通过国谈纳入《国家基本医疗保险药品目录（2025 年）》，自 2026 年 1 月 1 日起执行，公司由此进入商业化放量元年。

2026 年前三季度，公司实现营业收入 8572.77 万元，同比增长 267.11%；归母净利润-1.01 亿元，亏损同比扩大 1.39%，主要系销售团队搭建与市场推广投入增加所致。收入结构上，氘恩扎鲁胺是唯一贡献来源，毛利率维持高位（2025 年 98.6%）；费用端，销售费用 6522 万元、销售费用率 76.1%，研发费用 1.01 亿元（同比+13.95%），表明研发投入已由 2021-2023 年的年均 2.5 亿元台阶性下移，资源向商业化与后期管线集中。

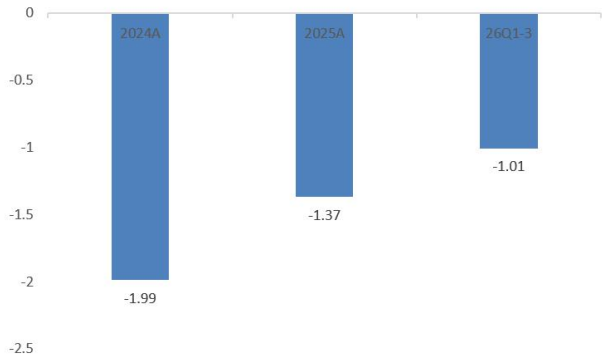
资产端，截至 2026 年 9 月末公司货币资金 2.85 亿元、资产负债率 21.6%、归母净资产 9.63 亿元，经营活动现金流净额-0.96 亿元。我们认为，随着医保放量带来的收入爬坡与 HP570 首付款 3000 万美元（2000 万美元现金+1000 万美元的认股权证）在 2026 年四季度至 2027 年确认，公司现金流压力有望阶段性缓解，为 HP515/HP518 的后续临床提供支撑。

图 1：公司营业收入（百万元）



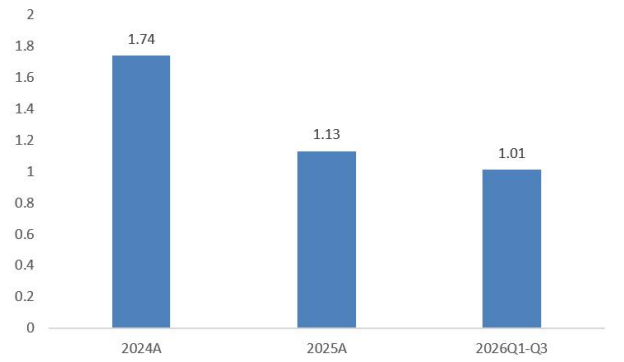
资料来源：同花顺 iFinD，山西证券研究所

图 2：公司归母净利润（亿元）



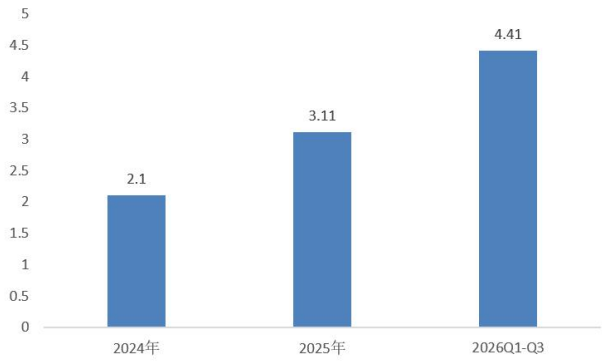
资料来源：同花顺 iFinD，山西证券研究所

图 3：公司研发费用（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，山西证券研究所

图 4：公司交易性金融资产（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，山西证券研究所

2. 代谢疾病：专注 MASH 与减重，HP515 差异化突出

2.1 MASH：患者基数庞大，THR-β 机制率先跑通

MASH 是代谢功能障碍相关脂肪性肝病的进展阶段，可进一步演变为肝纤维化、肝硬化与肝癌。全球患者基数超 3 亿，国内患者数千万级；据弗若斯特沙利文，中国 MASH 药物市场 2030 年预计达 355 亿元。该领域长期无药可用，直至 resmetirom（THR-β 激动剂）获批上市，THR-β 成为唯一获得监管验证的口服机制，其全球销售快速放量亦印证了临床需求与支付意愿。

国内 THR-β 赛道呈“一超一强”格局：海思科 HSK31679 进度领先，海创 HP515 为国内进度第二，其余多为临床前或 I 期。2025 年 8 月 FDA 接受 FibroScan LSM 作为 MASH 临床试验“合理可能替代终点”，无创替代肝穿有助于加速 III 期入组与数据读出，属行业性利好。

2.2 HP515 IIa 达主要终点，肝脂降幅领先

HP515 为口服高选择性 THR-β 激动剂，2024 年 8 月获 NMPA 临床批准、9 月获 FDA 临床批准。中国 IIa 期（40/50/60mg，12 周）达到主要终点与关键次要终点：各剂量组肝脂肪分数（LFC，MRI-PDFF）较基线平均降幅均超 50%，安慰剂组仅 3.5%（P<0.001）；超 80%患者 LFC 下降≥30%、超 60%下降≥50%；同时 LDL-C、ApoB、non-HDL-C、TC、TG、sd-LDL-C 等血脂指标显著改善（P<0.001）。安全性方面，仅 1 例与药物无关的 3 级不良事件，无严重不良事件、无导致退出的药物相关不良事件，整体安全性特征与其他 THR-β 激动剂类似。

该结果于 2026 年 6 月 15 日公告，并入选 2026 年美国肝病研究协会（AASLD）年会最新突破摘要（LBA）。公司在 IIa 期后已完成与司美格鲁肽的药物相互作用（DDI）试验并达到预期，为 MASH 与减重的后续开发奠定基础。

表 2：HP515 中国 IIa 期关键疗效与安全性数据

终点	HP515（40/50/60mg，12 周）	安慰剂
肝脂肪分数（LFC）平均降幅	各剂量组均>50%	3.5%（P<0.001）
LFC 下降≥30%患者比例	>80%	显著更低（P<0.001）
LFC 下降≥50%患者比例	>60%	—
血脂指标（LDL-C、ApoB、non-HDL-C、TC、TG、sd-LDL-C）	均显著改善（P<0.001）	—
安全性	1 例无关 3 级 AE；无 SAE、无药物相关退出	各剂量组 AE 分布均匀

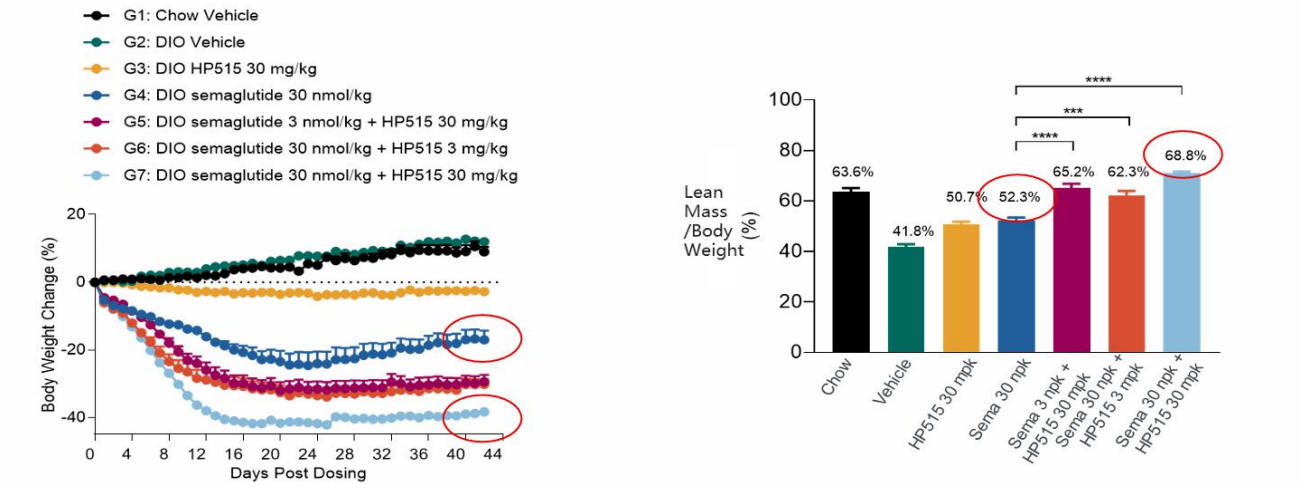
资料来源：公司公告（2026-021），山西证券研究所

2.3 联合 GLP-1“减脂不减肌”，打开减重空间

GLP-1 类药物减重过程中普遍伴随肌肉流失，是当前减重疗法的核心痛点。HP515 与 GLP-1 机制互补：前者提升脂质代谢与基础代谢水平，后者抑制食欲。在食物诱导肥胖（DIO）小鼠模型中，司美格鲁肽单药（30nmol/kg）体重下降 17.1%，联合 HP515 3mg/kg、30mg/kg 后分别下降 30.2%、35.4%，较单药降幅增加约 70%；联合组瘦体重/体重比升至 62.3%、68.8%，接近正常饮食组（63.6%），而司美单药组仅 52.3%。

联合方案还有望降低 GLP-1 用药剂量、减少胃肠道不良反应，提升长期依从性。相关数据已在第 32 届欧洲肥胖症大会（ECO）口头报告发布；与替尔泊肽联用的临床前研究显示，减重幅度由 24.4%提升至 42.2%，协同效应同样明确。公司已完成司美格鲁肽 DDI 试验，将根据结果推进联合 II 期临床。

图 5：HP515 联合司美格鲁肽的减重与瘦体重数据（临床前）



资料来源：公司推介材料（第 32 届欧洲肥胖症大会口头报告），山西证券研究所

2.4 口服小分子 GLP-1 储备，代谢矩阵成型

除 HP515 外，公司布局口服小分子 GLP-1 候选药物（临床前），覆盖肥胖与 MASH 双适应症，规划单药及与 HP515 联用两条路径，与现有代谢管线形成协同矩阵。口服小分子 GLP-1 凭借成本、依从性与产能优势正快速放量，公司该布局有望在中长期补充减重赛道，并强化代谢领域的平台标签。

3. 肿瘤疾病：深耕前列腺癌，氘代+PROTAC 双线卡位

3.1 氘恩扎鲁胺：安全性更优的二代 ARi

氘恩扎鲁胺（HC-1119，海纳安®）是恩扎卢胺的氘代衍生物。氘代改造降低了血药浓度峰值波动、使暴露更平稳，从而减少癫痫、跌倒等中枢神经系统不良事件，并显著降低药物相互作用风险，适合合并用药较多的老年患者。关键 III 期 HC-1119-04 研究显示：患者无进展生存期显著延长，疾病进展或死亡风险降低 42%（HR=0.58，95%CI 0.439-0.770，p=0.0001），研究结果已发表于 Nature Portfolio 旗下期刊《Signal Transduction and Targeted Therapy》。

安全性是产品差异化核心：III 期临床未见癫痫、脊髓压迫马尾综合征、跌倒、骨折、皮疹、缺血性心脏病及肝脏毒性；与同类 AR 抑制剂相比，因不良事件导致治疗终止与剂量调整

的比例处于较低水平，不良事件谱更“干净”（表 3），在真实世界的老年、合并症患者中具备依从性优势。

表 3：氘恩扎鲁胺与同类 AR 抑制剂安全性对比

安全性指标	氘恩扎鲁胺	瑞维鲁胺	恩扎卢胺	阿帕他胺	达罗他胺
TEAE 导致治疗终止	6.2%	1.5%	4.9%~16%	8%~11%	9%
TEAE 导致剂量降低/中断	12%	13.6%	4.4%	23%~33%	13%~19%
癫痫	0	0	0.5%	0	0
跌倒	—	—	11%	1.7%	—
皮疹	—	11.1%	0	26%	1%~1.8%
骨折	—	—	10%	2.7%	8%
高血压	—	28.8%	12%	18%~25%	14%
乏力	22.3%	16.1%	24%~51%	26%~39%	16%

资料来源：公司推介材料，山西证券研究所

商业化层面：产品于 2025 年 5 月获批、12 月纳入医保（2026 年起执行），2026 年上半年终端覆盖 250 余城、500 余家医院、700 余家药房；已进入 CSCO 前列腺癌诊疗指南（2025/2026 版）与 CACA 前列腺癌指南（2026 版），并被纳入 mCRPC 系统治疗动态指南（2026.1.4 版）证据审查。自建产线通过 GMP 符合性检查，供应能力有保障，为医保放量提供支撑。

3.2 高风险 BCR：蓝海适应症，第二成长曲线

2026 年 7 月 15 日，公司收到 NMPA 核准签发的《药物临床试验批准通知书》，同意氘恩扎鲁胺开展高风险 BCR 前列腺癌 III 期研究：在根治性治疗后复发的高风险 BCR 患者中，比较氘恩扎鲁胺联合 ADT 与安慰剂联合 ADT 的随机、双盲、安慰剂对照研究，旨在延缓疾病进展、降低远处转移风险、改善长期生存。

国内尚无任何新型 AR 抑制剂获批高危 BCR 适应症，属明确蓝海：存量患者约 10 万人；约 2/3 的初诊患者处于局限期或局部进展期、50%-60%接受根治性治疗，其中约 30%在 5 年内生化复发，患者池持续扩大。BCR 适应症有望成为氘恩扎鲁胺的第二成长曲线。

3.3 HP518：国内首款前列腺癌口服 PROTAC

PROTAC 通过“降解”而非“抑制”靶蛋白发挥作用，可克服 AR 点突变、剪接变异导致的耐药，是前列腺癌后线治疗的机制级补充。HP518 是国内首款进入临床阶段的前列腺癌口服

AR PROTAC：mCRPC II 期已完成入组；2025 年 11 月获 NMPA 批准开展联合抗肿瘤药物治疗晚期前列腺癌的 Ib/II 期临床（覆盖 mHSPC/一线 mCRPC）；澳大利亚 I 期已完成，结果入选 2024 ASCO-GU 与 ASCO 年会并发表于《Investigational New Drugs》。

2024 年 6 月，HP518 用于 AR 阳性三阴乳腺癌获 FDA 快速通道认定（FTD），适应症边界进一步拓展。全球对标上，Arvinas 的 AR PROTAC（ARV-766）以 1.5 亿美元首付、最高 10.1 亿美元里程碑授权诺华，首个 PROTAC 药物 vepdegestrant 已获批上市，机制获临床验证。公司 2026 年 8 月调整募投项目：HP537 暂停后续投入、HP518 开发策略优化，并将 HP570 纳入募投体系，研发资源向高确定性方向集中。

4. 自身免疫：蛋白降解新机制，HP570 与 HC-X049 梯队推进

4.1 VAV1：TCR/BCR 双通路关键节点

VAV1 是 Rho 家族鸟苷酸交换因子（GEF），主要在造血系统细胞中表达，是 T 细胞受体（TCR）与 B 细胞受体（BCR）信号通路的关键调控蛋白，参与 T/B 细胞的发育、活化与免疫应答。相较抑制剂仅阻断单一结构域，分子胶降解 VAV1 可同时消除其 GEF 依赖与非依赖的支架功能，有望同时抑制 T 细胞与 B 细胞驱动的炎症，是自免与慢性炎症领域的新兴高潜力靶点。

4.2 HP570：IND 阶段锁定 3000 万美元首付

HP570 为口服 VAV1 分子胶降解剂，体外可高效、选择性降解 VAV1 蛋白，具亚纳摩尔级 DC50，多个免疫炎症模型显示良好疾病控制作用，人源免疫细胞活性优于同类分子。2026 年 11 月 4 日，公司与 Evommune（NYSE：EVMN）签署《独家许可协议》，授出 HP570 在大中华区以外的全球开发、生产及商业化权益：首付款合计 3000 万美元（2000 万美元现金+1000 万美元 Evommune 认股权证，不可退还且不可抵扣），里程碑付款最高约 10.7 亿美元，并按许可区域产品净销售额收取阶梯特许权使用费，总额最高约 11 亿美元。

本次交易的核心意义在于“IND 阶段即获高额首付”，印证了公司分子胶平台的全球竞争力。可比交易为 Monte Rosa 的 VAV1 分子胶 MRT-6160，以 1.5 亿美元首付、最高 21 亿美元里程碑授予诺华。竞争格局上，诺诚健华 ICP-538 为国内首个、全球第二个进入临床的 VAV1 分

子胶（2026 年 3 月完成首例给药），公司凭借本次出海在 BD 端具备先发优势。目前 HP570 美国 IND 已获批（类风湿关节炎适应症）、中国 IND 已受理。

4.3 HC-X049：STAT6 双路径，对标度普利尤单抗

STAT6 是 IL-4/IL-13 信号通路的关键转录因子，在 Th2 细胞分化、IgE 类别转换重组、嗜酸性粒细胞相关炎症、上皮屏障功能异常及黏液高分泌中发挥核心作用，是特应性皮炎、哮喘、COPD、嗜酸性食管炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉等 Th2 炎症疾病的潜力靶点。公司以 PROTAC 与小分子抑制剂双路径并行推进 HC-X049，两款候选分子均已至 PCC 阶段，临床前在较低剂量下即表现出与度普利尤单抗相当的药效，且 PK 性质与早期安全性良好。HC-X049 口服小分子相较生物药在依从性、成本与可及性上具备优势。截至公告日，国内外尚无 STAT6 靶点小分子药物获批上市，HC-X049 有望成为该领域具有竞争力的 BIC 口服药物。

4.4 平台价值：从“管线估值”到“平台估值”

我们认为，HP570 的出海推动公司估值逻辑从单一品种折现向“平台型 BD 能力”迁移：蛋白降解平台已产出 HP518（肿瘤）、HP570（自免）、HC-X049（自免）三个方向，氘代平台支撑首个商业化品种，形成“平台—管线—BD”的正循环。后续若 HP570 海外 I 期数据积极、HC-X049 进入 IND，平台价值有望进一步重估。

5. 盈利预测与估值

5.1 关键假设与收入拆分

核心假设：1）氘恩扎鲁胺 mCRPC 适应症：2026 年为医保首年，渗透率稳步，预计 2026-2028 年收入 1.09/2.03/3.01 亿元；2）高风险 BCR 适应症：预计 2029 年申报 NDA、2030 年上市，2030 年贡献约 0.39 亿元；

毛利率随产品销售结构变化维持在 92%左右，上述预测未计入 HP570 授权里程碑款项（合计最高约 11 亿美元）。考虑到氘恩扎鲁胺医保放量的确定性、HP570 出海对平台价值的验证，以及 HP515/HP518 的中期弹性，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

表 4：公司收入拆分与预测（2025A-2028E，百万元）

项目	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	20.47	236.89	203.40	301.17
YoY（%）	5,480.1	1,057.3	-14.1	48.1
氘恩扎鲁胺（mCRPC）	20.06	109.09	203.40	301.17
HP515	0	0	0	0
HP518	0	0	0	0
医药中间体及其他	0.41	0.00	0.00	0.00
HP570 海外授权首付款（Evommune）	0.00	127.80	0.00	0.00
毛利率（%）	98.6	96.3	92.0	92.0

资料来源：同花顺 iFinD，山西证券研究所预测（注：首付款按 2000 万美元、汇率 7.10、审慎折让 90%计 1.278 亿元）

6. 风险提示

未来营收无法持续取得 1 亿元以上带来的 ST 风险。根据上交所科创板股票上市规则，2026 年为上市后第 4 个完整会计年度、指标自 2026 年报起适用，若公司最近一个会计年度经审计的营业收入低于 1 亿元，且扣除非经常性损益前后净利润为负值，公司股票将被实施退市风险警示（*ST）。公司目前处于商业化初期，2026 年公司营收剔除 BD 后已临近临界值，氘恩扎鲁胺为唯一商业化产品，若医保放量及后续产品上市推进不及预期，营业收入存在无法持续保持在 1 亿元以上的风险，公司股票存在被实施 ST 的风险。

研发进度及临床数据不及预期。公司管线以氘恩扎鲁胺、HP515、HP518、HP570 与 HC-X049 梯次推进，除氘恩扎鲁胺已获批上市外，HP515 刚完成 IIa 期、HP518 处于早期临床、HP570 与 HC-X049 尚处 IND 阶段，后续临床方案设计、患者入组速度与数据读出均存在不确定性；已完成研究样本量有限，不排除关键 III 期未能重现疗效与安全性优势的可能。若重点管线临床失败或进度延后，公司管线估值与后续 BD 议价能力将同步下修。

医保放量与 BCR 适应症推进不及预期。氘恩扎鲁胺于 2025 年 12 月通过国谈纳入国家医

保目录，2026 年前三季度实现营业收入 8572.77 万元、同比增长 267.11%，放量节奏高度依赖医院准入、双通道落地与临床指南推荐；若各地准入慢于预期，或同类 AR 抑制剂降价争夺份额，我们 2026-2028 年营业收入预测存在下修风险。同时，高风险 BCR 适应症 III 期于 2026 年 7 月获批开展，预计 2029 年申报 NDA、2030 年上市，若入组进度与数据读出延后，第二成长曲线的兑现时点将相应后移。

BD 里程碑兑现不及预期。HP570 在 IND 阶段即锁定 3000 万美元首付，印证了公司分子胶平台的全球竞争力，但后续开发由合作方主导，里程碑付款与销售分成取决于合作方的推进意愿与临床进展；若合作方调整优先级、临床暂停或终止合作，除已确认首付外的里程碑收入将无法兑现。BD 收入本身具有一次性、不可预测的特征，若新增授权交易节奏放缓，公司收入与现金流的波动将进一步放大。

持续亏损与现金流压力。2026 年前三季度公司归母净利润为-1.01 亿元，亏损同比扩大 1.39%，主要系销售团队搭建与市场推广投入增加；截至 2026 年 9 月末，公司货币资金 2.85 亿元、经营活动现金流净额-0.96 亿元，若收入放量慢于预期或研发、商业化投入超支，公司存在再次股权融资的可能，并带来即期摊薄与估值压力。

竞争加剧及降价风险。mCRPC 领域已上市新型 AR 抑制剂包括恩扎卢胺、阿帕他胺、达罗他胺与瑞维鲁胺，PARP 抑制剂、放射性配体疗法等新机制药物亦在持续渗透，氘恩扎鲁胺需在安全性优势与价格之间取得平衡；MASH 与减重领域 GLP-1 类药物及其他 THR-β 激动剂推进迅速，HP515 的差异化窗口可能被压缩；HC-X049 所在的 Th2 炎症赛道已有度普利尤单抗等生物制剂占据主导。若竞争格局恶化或医保续约降价幅度超预期，公司产品放量与毛利率均面临下行风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	886	906	868	814	831
现金	633	438	328	280	261
应收票据及应收账款	0	0	59	51	75
预付账款	10	7	12	10	15
存货	0	3	4	8	12
其他流动资产	242	458	465	464	468
非流动资产	476	403	421	403	394
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	5	83	133	157	173
无形资产	31	31	36	40	44
其他非流动资产	440	289	252	206	177
资产总计	1362	1310	1289	1217	1224
流动负债	147	126	135	137	163
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	132	89	32	36	41
其他流动负债	15	37	102	101	122
非流动负债	**22**	**120**	**101**	**80**	**59**
长期借款	0	100	81	59	39
其他非流动负债	22	20	20	20	20
负债合计	169	246	236	216	222
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	99	99	99	99	99
资本公积	2583	2592	2592	2592	2592
留存收益	-1490	-1627	-1637	-1690	-1688
归属母公司股东权益	1192	1064	1054	1000	1002
负债和股东权益	1362	1310	1289	1217	1224

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-187	-109	-83	-28	14
净利润	-199	-137	-10	-53	2
折旧摊销	2	4	16	23	28
财务费用	-11	-6	-8	-6	-6
投资损失	-9	-5	0	0	0
营运资金变动	-2	28	-81	10	-10
其他经营现金流	32	8	0	0	0
投资活动现金流	-30	-140	-33	-5	-19
筹资活动现金流	-4	95	6	-15	-15
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-2.01	-1.39	-0.10	-0.54	0.02
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.89	-1.10	-0.84	-0.28	0.14
每股净资产(最新摊薄)	12.04	10.74	10.64	10.10	10.12

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	0	20	237	203	301
营业成本	0	0	9	16	24
营业税金及附加	0	1	2	2	3
营业费用	11	38	80	80	90
管理费用	42	42	45	38	48
研发费用	174	113	120	128	140
财务费用	-11	-6	-8	-6	-6
资产减值损失	-0	-1	1	1	1
公允价值变动收益	4	10	0	0	0
投资净收益	9	5	0	0	0
营业利润	-199	-136	-10	-53	2
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	-199	-137	-10	-53	2
所得税	0	0	0	0	0
税后利润	-199	-137	-10	-53	2
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-199	-137	-10	-53	2
EBITDA	-216	-140	-3	-38	24

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	#DIV/0!	5480.1	1057.3	-14.1	48.1
营业利润(%)	32.2	31.6	92.8	-440.9	103.7
归属于母公司净利润(%)	32.2	31.2	92.8	-440.9	103.7
获利能力					
毛利率(%)	8.4	98.6	96.3	92.0	92.0
净利率(%)	-54382.8	-670.5	-4.2	-26.3	0.7
ROE(%)	-16.7	-12.9	-0.9	-5.3	0.2
ROIC(%)	-17.9	-12.1	-1.6	-5.5	-0.4
偿债能力					
资产负债率(%)	12.4	18.8	18.3	17.8	18.1
流动比率	6.0	7.2	6.5	6.0	5.1
速动比率	5.7	6.0	5.2	4.7	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	0.0	15166.4	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	0.0	0.0	4.0	4.0	4.0
估值比率					
P/E	-15.1	-22.0	-305.5	-56.5	1524.7
P/B	2.5	2.8	2.9	3.0	3.0
EV/EBITDA	-10.2	-17.1	-903.3	-67.0	107.0

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层