2026 年 11 月 27 日
公司研究●证券研究报告

天广实（920319.BJ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 天广实已于 2026 年 11 月 25 日完成申购。

◆ 天广实（920319.BJ）：公司专注于创新型抗体靶向药物研发及产业化。公司 2023-2025 年分别实现营业收入 0.64 亿元/0.13 亿元/1.28 亿元，YOY 依次为 236.42%/-79.64%/887.03%；实现归母净利润-2.27 亿元/-2.52 亿元/-1.62 亿元，YOY 依次为 10.92%/-10.73%/35.76%。据公司初步预测，2026 年全年公司营业收入较 2025 年同比增长 157.03%至 234.92%，归母净利润亏损幅度同比收窄 7.26%至 38.18%。

- **投资亮点：1、公司首款药品 MIL62 已于 2026 年获批上市，视神经脊髓炎谱系疾病、原发性膜性肾病两大适应症已推向市场，另有多项适应症正开展 III 期临床试验。**公司聚焦创新型抗体靶向药物研发及产业化，核心产品 MIL62 为自主研发的第三代 CD20 重组人源化单克隆抗体；其中，视神经脊髓炎谱系疾病（NMOSD）与原发性膜性肾病（PMN）两项适应症已于 2026 年获批上市，上半年相关收入合计突破 5000 万元。分适应症来看：1）公司 MIL62 的 NMOSD 适应症于 2026 年 2 月获批上市，系中国首个获批 NMOSD 的国产特效药物；除公司产品外，国内已有 4 款进口生物大分子药物获批用于 NMOSD，但 MIL62 临床 III 期有效性数据突出，同时具备一定价格优势，市场竞争格局良好。2）公司 MIL62 治疗 PMN 已被国家药品监督管理局纳入“突破性治疗”药物品种，是首款在肾病治疗领域获得该认定的国产药物，并于 2026 年 6 月获批上市，成为全球范围内首款且唯一一款获批治疗 PMN 的特效药物。除 PMN 与 NMOSD 两项适应症外，MIL62 正在进行关于滤泡性淋巴瘤（FL）以及系统性红斑狼疮（SLE）的 III 期临床试验，同时重症肌无力（MG）、原发性微小病变肾病（MCD）以及原发性局灶节段性肾小球硬化病（FSGS）亦已获批开展 III 期临床试验，有望持续贡献收入增量。**2、公司在研管线较为丰富；除核心产品 MIL62 外，另有 MBS303/MSC303、MBS314、MIL116 等持续聚焦免疫性肾小球肾炎、淋巴瘤和多发性骨髓瘤适应症，目前已进入 I/Ⅱ期临床阶段。**除核心产品 MIL62 外，公司在研管线包括主要产品 MBS303/MSC303、MBS314、MIL116 和其他在研产品。其中，MSC303 依托公司双特异性抗体技术平台开发，适应症为免疫性肾小球疾病，目前处于 I 期临床阶段，国内暂无进入 IND/临床阶段的国产同靶点竞品；MBS314 为公司与康源博创联合研发的靶向 GPRC5D/BCMA/CD3 的三特异性抗体，针对多发性骨髓瘤，目前处于 I/II 期临床，研发进度在同类竞品中亦位居前列；MIL116 则是公司自主研发的长效 APRIL 抗体，用于 IgA 肾病治疗，现已进入 II 期临床入组阶段，而其他同机制长效抗体尚未进入临床阶段。同时，上述产品主要针对免疫性肾小球肾炎、淋巴瘤和多发性骨髓瘤适应症，治疗领域与 MIL62 相同，可在临床开发及商业化等方面形成协同效应，进一步巩固公司竞争优势。**3、贝达药业与公司合作紧密，兼具客户、股东、合作方三重身份。**业务层面，公司与贝达药业自 2017 年合作开发 MIL60 项目起，合作历程已近 10 年，2023-2025 年贝达药业持续位列公司前五大客户；股权层面，贝达药业为公司第七大股东，持有约 2.79%的股份；同时，双方还于 2021 年合资设立赋成生物作为公司生物大分子药物产业化基地，

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	79.77
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

分析师 李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn
分析师 戴筝筝
SAC 执业证书编号：S0910526030001
daizhengzheng@huajinsc.cn

相关报告

华金证券-新股- 新股专题覆盖报告（傲拓科技）-2026 年 136 期-总第 773 期 2026.11.20
华金证券-新股- 新股专题覆盖报告（猎奇智能）-2026 年 137 期-总第 774 期 2026.11.20
华金证券-新股- 新股专题覆盖报告（华晟智能）-2026 年 135 期-总第 772 期 2026.11.17
华金证券-新股- 新股专题覆盖报告（菊乐股份）-2026 年 134 期-总第 771 期 2026.11.8
华金证券-新股- 新股专题覆盖报告（森峰激光）-2026 年 133 期-总第 770 期 2026.11.1

用于承接创新抗体的工艺开发与商业化生产。根据新浪财经等平台资料，贝达药业为国内肺癌靶向创新药领域重要参与者，拥有成熟的临床开发、学术推广及商业化运营能力；双方的持续交流，或助推公司加快抗体管线产业化及市场推广进程。

- **同行业上市公司对比：**根据业务的相似性，选取康诺亚、云顶新耀、神州细胞、艾力斯、荣昌生物为天广实的可比上市公司。从上述可比公司来看，2025年可比上市公司的平均收入规模为24.84亿元，平均PE-TTM（剔除负值/算术平均）为13.87X，平均销售毛利率为86.83%；相较而言，公司营收规模及销售毛利率未及可比公司平均。

◆ **风险提示：**公司内容主要基于招股书和其他公开资料，同行业上市公司选取存在不够准确的风险，报告内容基于公开资料整理和节选、可能存在理解或解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2023A	2024A	2025A
主营收入(百万元)	63.9	13.0	128.4
同比增长(%)	236.42	-79.64	887.03
营业利润(百万元)	-241.6	-261.5	-172.5
同比增长(%)	-6.91	8.24	-34.03
归母净利润(百万元)	-227.4	-251.8	-161.7
同比增长(%)	10.92	-10.73	35.76
每股收益(元)	-3.22	-3.39	-2.15

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、天广实 4
（一）基本财务状况 4
（二）行业情况 5
（三）公司亮点 12
（四）募投项目投入 13
（五）同行业上市公司指标对比 14
（六）风险提示 14

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化 4
图 2：公司归母净利润及增速变化 4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化 5
图 4：公司 ROE 变化 5
图 5：2020-2030E 中国原发性膜性肾病患病人数（百万人） 6
图 6：2020-2030E 中国视神经脊髓炎谱系疾病患病人数（千人） 7
图 7：2020-2030E 中国系统性红斑狼疮患病人数（千人） 8
图 8：2020-2030E 中国滤泡性淋巴瘤患病人数（千人） 9
图 9：2020-2030E 中国 B 细胞非霍奇金淋巴瘤患病人数（千人） 10
图 10：2020-2030E 免疫介导的肾小球肾炎患病人数（百万人） 11
图 11：2020-2030E 中国多发性骨髓瘤发病人数（千人） 12

表 1：公司 IPO 募投项目概况 14
表 2：同行业上市公司指标对比 14

一、天广实

公司是一家专注于创新型抗体靶向药物研发及产业化的生物制药企业，将免疫学及生物学的科学突破转化为新型抗体靶向疗法，针对存在大量医疗需求缺口和市场潜力的各种自身免疫性疾病和肿瘤市场进行产品开发和技术创新。

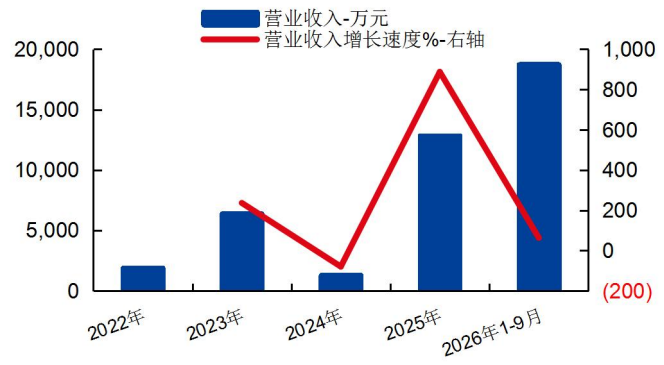
截至招股意向书签署日，公司共有 9 个在研产品管线，其中核心产品 MIL62（商品名：倍捷欣®，通用名：奥妥珠单抗β注射液）治疗视神经脊髓炎谱系疾病（NMOSD）以及治疗原发性膜性肾病（PMN）两个适应症已获批，2 个适应症难治的滤泡性淋巴瘤（FL）和系统性红斑狼疮(SLE)的 III 期临床试验正在进行中，3 个适应症重症肌无力(MG)、原发性微小病变肾病(MCD)以及原发性局灶节段性肾小球硬化病（FSGS）的 III 期临床试验已获批。此外，公司尚有 8 个产品处于临床 II 期或 I 期试验阶段。

（一）基本财务状况

公司 2023-2025 年分别实现营业收入 0.64 亿元/0.13 亿元/1.28 亿元，YOY 依次为 236.42%/-79.64%/887.03%；实现归母净利润-2.27 亿元/-2.52 亿元/-1.62 亿元，YOY 依次为 10.92%/-10.73%/35.76%。据最新财务报告，公司 2026 年 1-9 月营业收入为 1.87 亿元、较 2025 年同期增长 63.24%，归母净利润亏损 1.09 亿元、亏损幅度较 2025 年同期收窄 25.68%。

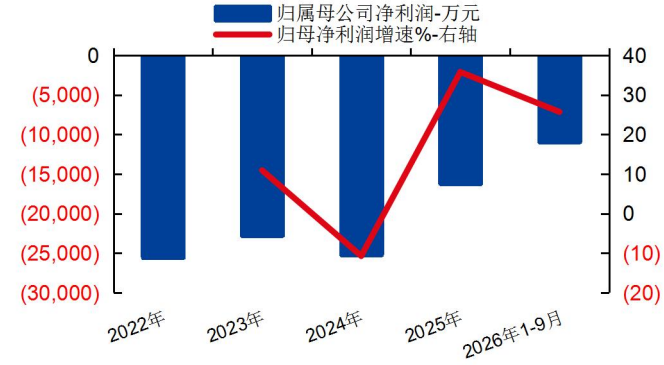
2026 年 1-6 月，公司收入按业务类别可分为三大板块，分别为产品销售（0.57 亿元，占 2026 年 1-6 月营收的 68.56%）、研发服务收入（0.04 亿元，占 2026 年 1-6 月营收的 5.18%）、许可费收入（0.22 亿元，占 2026 年 1-6 月营收的 26.26%）；2026 年 1-6 月，公司核心产品已获批并开始销售。

图 1：公司收入规模及增速变化



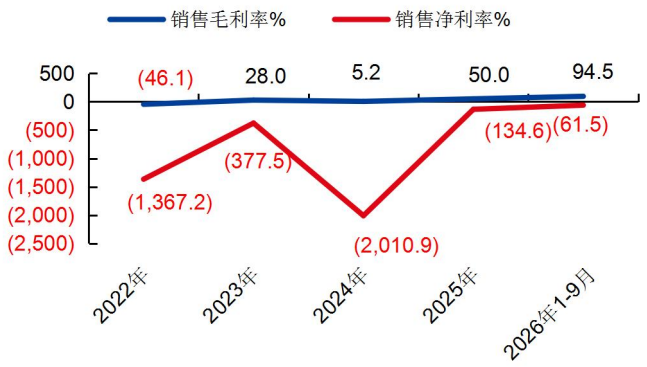
资料来源：iFind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



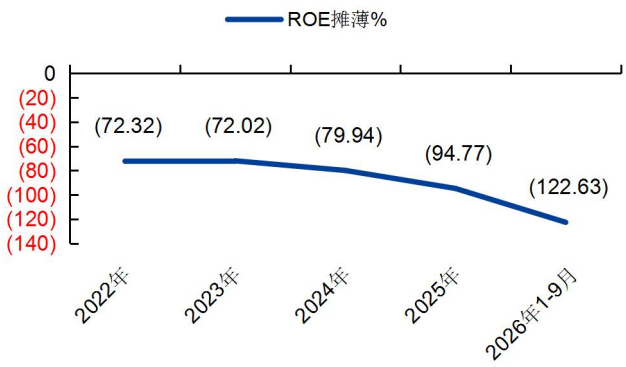
资料来源：iFind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：iFind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：iFind，华金证券研究所

（二）行业情况

1、医药制造行业

医药制造业一直是我国重点培育的战略性新兴产业，《“十四五”医药工业发展规划》明确医药工业为关系国计民生、经济发展和国家安全的战略性产业，是健康中国建设的重要基础。我国医药制造业的市场规模不断扩大，已成为第二大医药消费市场、第一大原料药出口国。从中长期来看，随着经济持续增长、医疗保险体系逐渐完善、社会老龄化程度不断加剧以及国民健康意识的不断提高，我国医药制造业仍将在相当长一段时间内保持稳健发展。

（1） CD20 单抗市场

CD20 是一种跨膜磷蛋白，对 B 淋巴细胞的增殖和分化具有调节作用。CD20 抗原主要存在于前 B 和成熟 B 淋巴细胞上，表达于大部分 B 细胞非霍奇金淋巴瘤细胞上，但不表达于干细胞、原 B 细胞、正常浆细胞或者其他正常组织，是作为治疗 B 细胞淋巴瘤和白血病的典型靶点之一。以 CD20 为靶点的单克隆抗体，简称 CD20 单抗。CD20 单抗杀伤 B 细胞来源的肿瘤和三种作用机制有关，分别是抗体依赖的细胞毒作用（ADCC），补体依赖的细胞毒作用（CDC），以及抗体与 CD20 分子结合引起的直接细胞凋亡（Apoptosis）。

CD20 单抗可以分为三代：第一代是主要以利妥昔单抗为代表的嵌合或者鼠源单抗，第二代是以奥瑞利珠单抗为代表的人源化单抗，第三代以奥妥珠单抗为代表的 Fc 段糖基化修饰改造抗体，公司通过 ADCC 增强抗体平台进行抗体糖基化改造的 MIL62 也属于第三代 CD20 抗体。现阶段，中国共有 3 家主要竞争者参与第三代 CD20 管线的开发，包括公司、瑞士罗氏制药和百奥泰；其中，公司所覆盖的适应症更加全面，且在部分临床进度明显占优。

公司第三代 CD20 单抗产品 MIL62 主要包括原发性膜性肾病（PMN）、视神经脊髓炎谱系疾病（NMOSD）、系统性红斑狼疮（SLE）、难治的滤泡性淋巴瘤（FL）等 4 个主要适应症，具体如下：

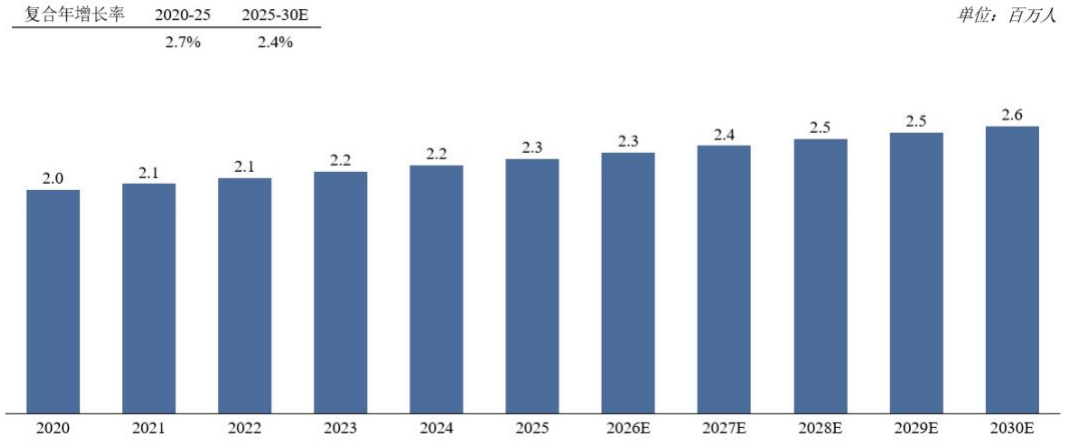
①原发性膜性肾病（PMN）

膜性肾病（Membranous Nephropathy，MN）是成人肾病最常见的病理类型，约占成人肾病综合征的 20%~37%。肾病综合征是一种肾脏功能异常的表现，主要由于肾小球对血液过滤的通透性增加，导致诸如蛋白质透过尿液流失、血液的白蛋白浓度过低、身体各处水肿、血液中脂肪浓度过高等四种临床表现。

MN 患病率在全球各地差异较大，中国的 MN 患病率普遍高于西方国家。在 MN 患者中，有约 70%为原发性膜性肾病（Primary Membranous Nephropathy，PMN）。PMN 发病年龄高峰在 40-60 岁之间，男女比例约为 2：1，近年来在国内发病率逐年增加，其中 40%~50%未经治疗的持续性肾病综合征患者最终进展为终末期肾病，造成严重的经济和社会负担。目前，中国终末期肾病患者数近 200 万例，其缓解或治疗以血液透析为主。根据全国血液净化病例信息登记系统（CNRDS），中国血液透析患者数量已经从 2011 年的 23.5 万例上升至 2025 年的 113.7 万例，患者每年透析花费约 10 万元，给医保支付造成沉重负担。

中国近年来 PMN 占肾活检中原发性肾小球疾病的比例逐年增加，由 2003-2006 年的 10.4%上升到 2011-2014 年的 24.1%。据灼识咨询测算，2025 年中国原发性膜性肾病的患者人数约 230 万人，预计 2030 年中国原发性膜性肾病患者人数达 260 万人，2025 年至 2030 年复合年增长率达 2.4%。适用于 MIL62 治疗的原发性膜性肾病患者为中重度原发性膜性肾病患者，约占上述患者群体的 65%。据测算，2025 年中国适用 MIL62 治疗的中重度原发性膜性肾病患者人数约为 149 万人，预计 2030 年患者人数达 168 万人。

图 5：2020-2030E 中国原发性膜性肾病患病人数（百万人）



资料来源：灼识咨询，华金证券研究所

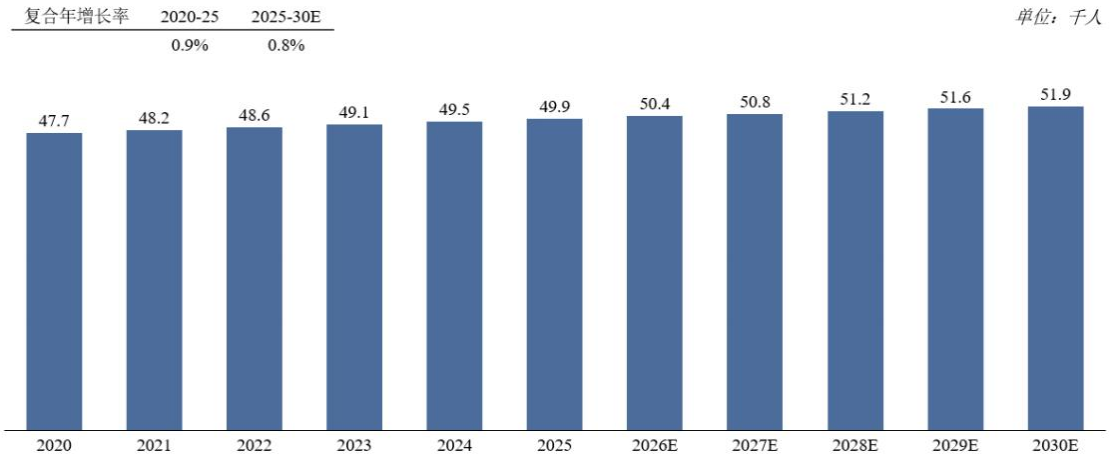
既往研究显示，肾功能进展低风险的 PMN 患者自发缓解率可达 40%以上，因此，2021 版 KDIGO 指南明确指出该类患者不建议给予免疫抑制治疗，应予优化的支持治疗并随访观察；对于存在至少 1 项疾病进展风险因素的 PMN 患者，推荐给予免疫抑制治疗；对于肾功能进展中风险的 PMN 患者，在密切随访的同时可给予利妥昔单抗（Rituximab，RTX）或钙调磷酸酶抑制剂（Calcineurin inhibitor，CNI）或 CNI 联合糖皮质激素（简称激素）的治疗方案；肾功能进展高风险的患者，给予 RTX 或激素联合环磷酰胺（Cyclophosphamide，CTX）或 CNI 联合 RTX 的治疗方案；处于肾功能进展极高风险的患者，给予激素联合 CTX 治疗。

从市场竞争来看，根据灼识咨询，截至招股意向书签署日，MIL62（商品名：倍捷欣®，通用名：奥妥珠单抗β注射液）为全球范围内首款且唯一一款针对原发性膜性肾病（PMN）适应症获批上市的特效药物；同期在中国开展针对原发性膜性肾病的 CD20 单抗创新药在研管线仅有 1 款。

②视神经脊髓炎谱系疾病（NMOSD）

视神经脊髓炎谱系疾病（NMOSD）是一种罕见的中枢神经系统自身免疫性疾病，患者的免疫系统侵袭视神经和脊髓，严重可导致视力丧失和瘫痪。NMOSD 已于 2018 年被国家卫健委纳入《第一批罕见病目录》。NMOSD 一般特征是病程不可预测和具有复发性，每次发作都会导致伤残情况越来越严重。女性患 NMOSD 的人数多于男性，比例约为 10：1，患病率为每 10 万人中有 0.5-10 人，发病年龄多见于 5-50 岁，中位数 39 岁。非洲人、东南亚人和拉丁美洲人的 NMOSD 患病率往往高于高加索人群。中国 NMOSD 的年发病率为每 10 万人中有 0.278 人。

图 6：2020-2030E 中国视神经脊髓炎谱系疾病患病人数（千人）



资料来源：灼识咨询，华金证券研究所

NMOSD 通常为急性或亚急性起病，可迅速进展，根据《中国视神经脊髓炎谱系疾病诊断与治疗指南》，约 90%的患者在 3 年内复发，临床事件间隔时间短则数日，长则数十年。根据《中国视神经脊髓炎谱系疾病诊断与治疗指南》，NMOSD 诊断需以客观病史、核心临床症状和影像特征为依据，在充分结合实验室检查（血清 AQP4-IgG）并排除其他疾病后方可确诊。NMOSD 的治疗方式通常包含急性期治疗和序贯治疗。

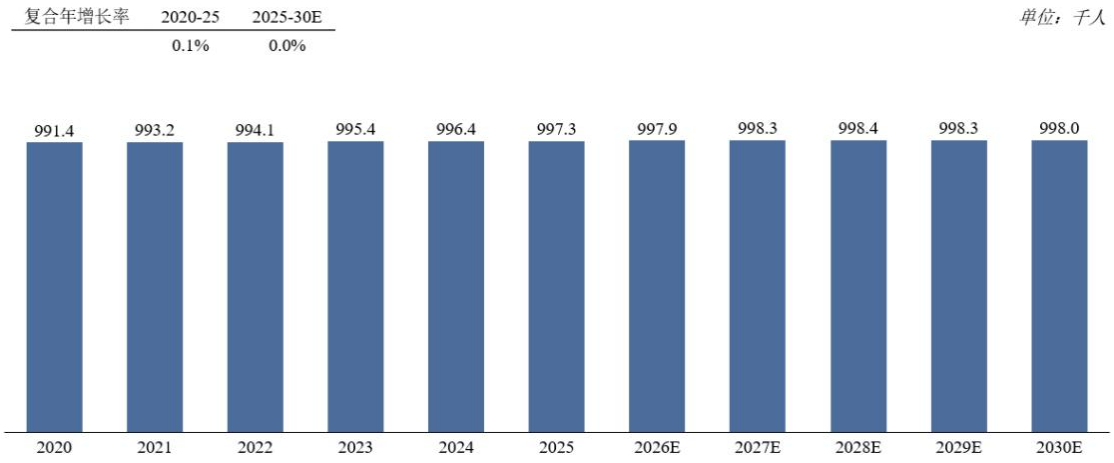
从市场竞争来看，根据灼识咨询，截至招股意向书签署日，中国仅 MIL62（商品名：倍捷欣®，通用名：奥妥珠单抗β注射液）一款 CD20 单抗产品，于 2026 年 2 月 14 日获 NMPA 批准用于视神经脊髓炎谱系疾病，为中国首个获批 NMOSD 的国产特效药物。同期，在中国开展针对视神经脊髓炎谱系疾病的 CD20 单抗创新药在研管线共有 2 款。

③系统性红斑狼疮（SLE）

系统性红斑狼疮（Systemic Lupus Erythematosus，SLE）是一种青年女性高发、慢性、系统性自身免疫性疾病，突出临床特征是患者血液中存在大量自身抗体、多器官受累、反复的复发与缓解，以疾病缓解与复发交替为病程特点，临床表现复杂、异质性强，易造成肾脏、血液及神经系统等重要脏器损害。

SLE 患病率地域差异较大，目前全球 SLE 患病率为每十万人中有 0~241 人，而中国 SLE 的患病率为每十万人中有 30~70 人，位居世界第二。据中国系统性红斑狼疮研究协作组统计，我国 SLE 患者的平均发病年龄为 30.7 岁，女性是主要的患病群体，女性与男性比例高达 12:1。预计我国未来十年系统性红斑狼疮患者人数趋于稳定，到 2030 年，预计我国系统性红斑狼疮患病人数将近 100 万人。

图 7：2020-2030E 中国系统性红斑狼疮患病人数（千人）



资料来源：《2020 中国系统性红斑狼疮诊疗指南》，灼识咨询，华金证券研究所

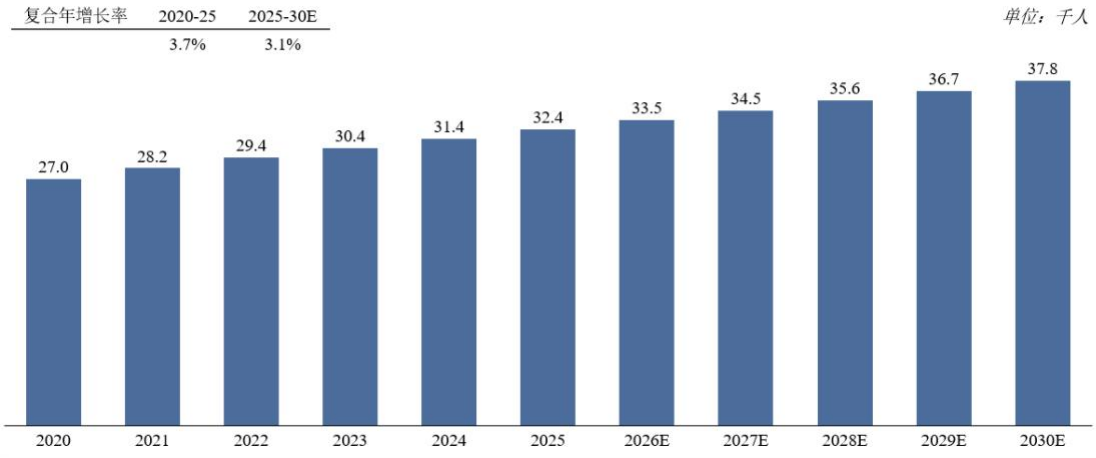
系统性红斑狼疮的治疗原则是早期、个体化、多学科治疗，同时应充分考虑患者意愿及医疗和社会成本。进行治疗的同时应注意患者教育、生活方式改变和辅助治疗。SLE 的治疗药物包括：激素、抗疟药、免疫抑制剂和生物制剂。辅助治疗包括必要的疫苗接种、血压和血糖的药物控制以及在 aPL 阳性的患者中进行抗凝和抗血小板治疗。

从市场竞争来看，截至 2026 年 9 月，中国尚无用于治疗系统性红斑狼疮的 CD20 单抗获批上市。在中国开展针对系统性红斑狼疮和狼疮性肾炎的 CD20 抗体产品共有 2 款，分别为瑞士罗氏制药的奥妥珠单抗以及天广实的 MIL62

④滤泡性淋巴瘤（FL）

滤泡性淋巴瘤是一种血液系统恶性肿瘤，是非霍奇金淋巴瘤（NHL）中常见的类型之一，在西方国家占 NHL 患者的 22%-35%，在国内所占比例略低于西方国家，为 8%-24%，但我国发病率有逐年增加的趋势。FL 诊断时中位年龄约为 53 岁，女性发病率普遍略高于男性，五年的无进展生存（PFS）率以及总生存（OS）率分别为 61%和 89%。2025 年，中国滤泡性淋巴瘤患病人数为 3.2 万人，预计 2030 年，FL 患病人数将达到约 3.8 万人。

图 8：2020-2030E 中国滤泡性淋巴瘤患病人数（千人）



资料来源：Aging，灼识咨询，华金证券研究所

根据世界卫生组织（WHO）淋巴瘤分类方法，FL 可以分为 1-3 级。1、2 级和大部分 3A 级 FL 患者临床表现为惰性，而 3B 级 FL 患者应按 DLBCL 的治疗策略进行治疗。其中，对于伴大肿块（肿块直径≥7cm）的Ⅰ～Ⅱ期 FL 患者，采用 CD20 单抗±化疗±放疗及局部切除。对于Ⅲ～Ⅳ期患者，目前普遍认为尚不可治愈，由于病变进展缓慢，因此无治疗指征者（无症状和低肿瘤负荷）可观察等待；有治疗指征者可选择治疗，如化疗/免疫治疗（单药或联合治疗）/参加临床试验/局部放疗（缓解局部症状）。

针对 FL 适应症，第一代 CD20 单抗利妥昔和第三代 CD20 单抗奥妥珠在中国已经分别上市。利妥昔单抗是首个针对 B 细胞表面抗原 CD20 的单抗药物。对于部分耐药，出现复发、疾病进展或治疗相关不良反应的患者，奥妥珠单抗有更好的临床效益。与利妥昔单抗相比，奥妥珠单抗作为第三代 CD20 单克隆抗体，其抗 FL 活性良好，可延长患者的无进展生存（PFS）期。

截至 2026 年 9 月，中国上市的治疗滤泡性淋巴瘤的 CD20 单抗产品共有 6 款，其中有 5 款为利妥昔单抗及其生物类似药，一款为瑞士罗氏制药的奥妥珠单抗，均已经进入医保；而国内针对滤泡性淋巴瘤的第三代 CD20 单抗创新药在研管线仅有 1 款，即公司 MIL62 产品。

（2） CD20/CD3 双抗市场

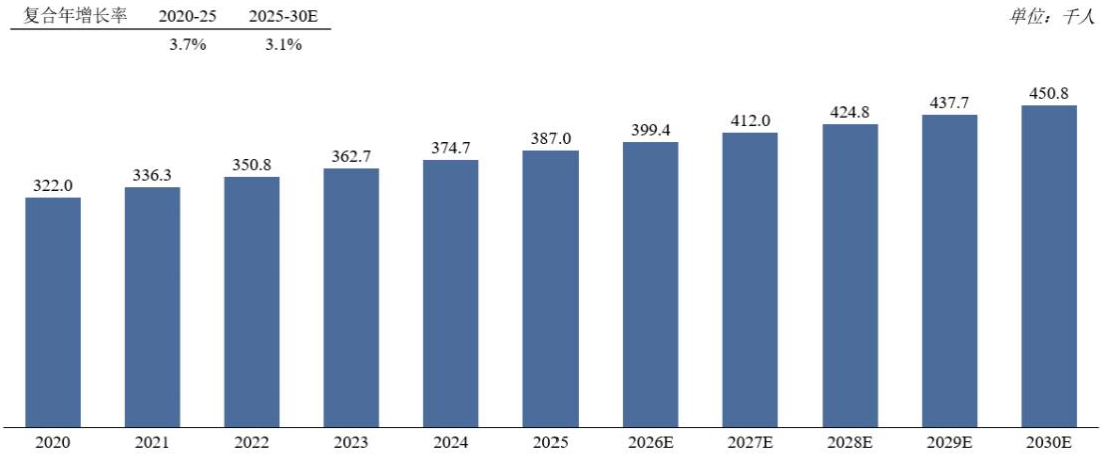
CD20 属于 B 淋巴细胞限制性分化抗原，是 B 细胞淋巴瘤最成功的治疗靶点之一。CD3 是 T 细胞表面的重要标志，通过 CD3 介导 T 细胞特异性攻击肿瘤细胞，是 T 细胞导向的双特异性抗体的主要作用机制。

CD20/CD3 双抗在肿瘤领域的主要适应症为 B 细胞非霍奇金淋巴瘤。非霍奇金淋巴瘤（NHL）是一种始于淋巴系统的癌症，淋巴系统是人体抗细菌免疫系统的一部分。在非霍奇金淋巴瘤中，淋巴细胞生长异常，并可在全身形成肿瘤。淋巴瘤可以起源于 B 细胞或 T 细胞。B 细胞是一种淋巴细胞，通过产生抗体来中和外来入侵感染。涉及 B 细胞的非霍奇金淋巴瘤亚型包括弥漫性大 B 细胞淋巴瘤、滤泡性淋巴瘤、套细胞淋巴瘤和伯基特淋巴瘤。

根据《CSCO 淋巴瘤诊疗指南（2023 版）》与灼识咨询统计数据，2020 年中国新发 NHL 为 92,834 例，2020 年中国 NHL 死亡 54,351 例。其中，B 细胞非霍奇金淋巴瘤约占所有 NHL

的 70%-85%左右；2025 年 B-NHL 患病人数为约 38.7 万人，预计 2030 年，B-NHL 患病人数将达到 45 万人左右，2025-2030 预测年复合增长率为 3.1%。

图 9：2020-2030E 中国 B 细胞非霍奇金淋巴瘤患病人数（千人）

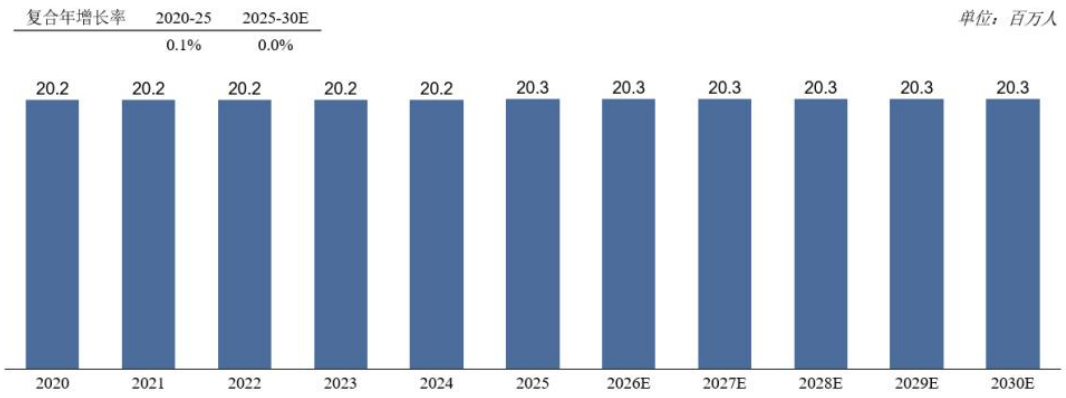


资料来源：Aging，灼识咨询，华金证券研究所

在自免性疾病领域，基于 CD20 在致病性 B 细胞上的表达，CD20/CD3 双抗可通过 B 细胞深度耗竭成为 B 细胞相关的自身免疫性疾病的有效治疗策略，包括免疫性肾小球肾炎。肾小球肾炎（Glomerulonephritis，GN）是一组以肾小球损伤为主要特征的肾脏疾病。肾小球是肾脏的基本过滤单位，负责过滤血液，排除废物和多余的水分，同时保留重要的蛋白质和其他营养物质。当肾小球受损时，其正常的过滤功能受到影响，可能导致血液中的蛋白质泄漏到尿液中（蛋白尿），红细胞通过受损的肾小球滤过进入尿液中（血尿），以及其他一系列的病理生理变化，肾小球肾炎患者通常会出现一系列表现，包括血尿、蛋白尿、水肿，并且常伴高血压。肾小球肾炎绝大多数都是由免疫系统异常引起的，又称为免疫性肾小球肾炎。

免疫性肾小球肾炎包括原发性免疫介导肾小球肾炎和继发性免疫介导肾小球肾炎，原发性免疫介导肾小球肾炎包括 IgA 肾病（IgAN），膜性肾病（MN），微小病变肾病（MCD），继发性免疫介导肾小球肾炎则主要为狼疮肾炎(LN)。据 CK-NET 肾脏疾病数据网络与灼识咨询测算，2025 年中国慢性肾病患病人数达 1.15 亿人，其中原发性肾小球肾炎占比约 15~20%，狼疮肾炎患病人数达约 50 万人；而中国免疫介导的肾小球肾炎患病人数约 2,000 万人，预计到 2030 年保持稳定。

图 10：2020-2030E 免疫介导的肾小球肾炎患病人数（百万人）



资料来源：CK-NET 肾脏疾病数据网络，灼识咨询，华金证券研究所

目前，免疫性肾小球肾炎主要细分适应症的诊疗路径介绍如下：①IgAN：根据《原发性 IgA 肾病管理和治疗中国专家共识》，IgA 肾病（IgAN）在确诊后后续的支持治疗包括生活方式干预，肾素-血管紧张素-醛固酮系统阻滞剂（RAASi）及钠-葡萄糖共转运蛋白 2 抑制剂（SGLT2i）。对于优化支持治疗 3 个月后仍无法控制蛋白尿水平的患者，考虑接受免疫抑制治疗。主要的免疫抑制治疗包括糖皮质激素、环磷酰胺、羟氯喹（HCQ）和吗替麦考酚酯（MMF）等。②MCD：根据 2021 年 KDIGO 指南，首发 MCD 初始治疗的选择为糖皮质激素，伴糖皮质激素禁忌症者可选择环磷酰胺、钙调神经蛋白抑制剂（CNI）、MMF 和利妥昔单抗等。对于频繁复发型/类固醇依赖型 MCD，指南推荐使用环磷酰胺，利妥昔单抗，钙调神经磷酸酶抑制剂或霉酚酸类似物治疗。③LN：根据《中国狼疮肾炎诊断和治疗指南（2019 年）》，针对 I 型，II 型，和 IV 型 LN，激素或激素联合免疫抑制剂是主要的诱导治疗方案，其他病理类型则以多靶点方案为诱导治疗的主要选择。维持治疗方面，糖皮质激素、多靶点方案和 MMF 均可选择。

截至 2026 年 9 月，中国有 3 款 CD20/CD3 双特异性抗体产品上市，其中格菲妥单抗（高罗华）的获批适应症针对 B 细胞非霍奇金淋巴瘤，莫妥珠单抗（皓罗华）和艾可瑞妥单抗（艾可来）获批适应症为滤泡性淋巴瘤。目前全球共 4 款 CD20/CD3 双抗上市，均针对 B 细胞非霍奇金淋巴瘤，分别是瑞士罗氏制药的格菲妥单抗（Glofitamab）、艾伯维的艾可瑞妥单抗（Epcoritamab）、瑞士罗氏制药的莫妥珠单抗（Mosunetuzumab-axgb，静脉注射剂型及皮下注射剂型）和再生元的奥尼妥单抗（Odronextamab），格菲妥单抗针对复发或难治性弥漫性大 B 细胞淋巴瘤患者，后三款针对滤泡性淋巴瘤或弥漫性大 B 细胞淋巴瘤。目前中国 CD20/CD3 双特异性抗体在研管线共有 10 款产品；其中在肾小球疾病适应症的临床研究里，仅天广实 MSC303 已进入临床 I 期，暂无其他候选 CD20/CD3 产品于 CDE 注册肾小球疾病相关的临床试验。

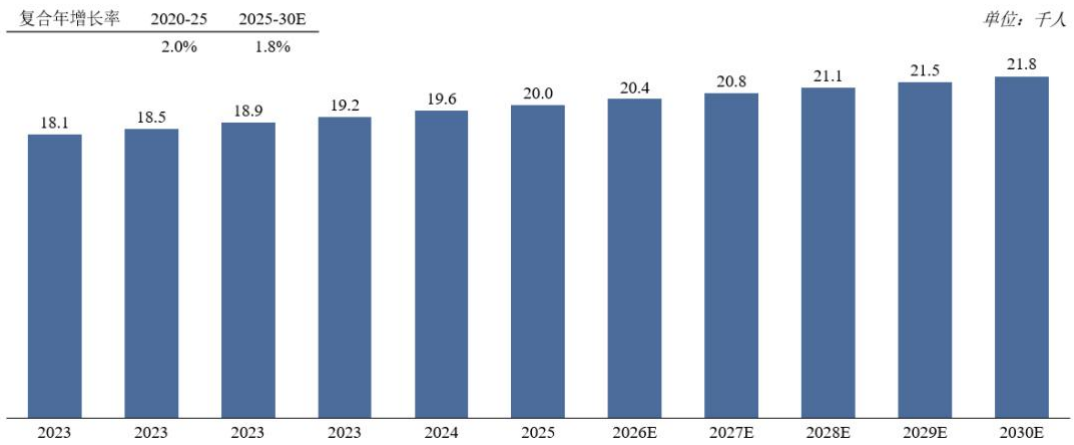
（3） GPRC5D/BCMA/CD3 市场

GPRC5D 是 G 蛋白偶联受体（GPCRs）家族的成员之一，也称为七次跨膜受体或七螺旋受体，是真核生物中最大和最多样化的膜受体蛋白家族。迄今为止，已经报道的 G 蛋白偶联受体有近 2,000 种，是人体中分布最广、地位最重要的膜蛋白受体。GPRC5D 在恶性骨髓浆细胞、正常皮肤毛囊中表达。研究数据显示，65%的多发性骨髓瘤患者中 GPRC5D 有超过 50%的表达阈值，且其表达水平与靶点 BCMA 相对独立。因此 GPRC5D 是治疗多发性骨髓瘤（Multiple Myeloma，MM）的潜在靶标。

BCMA（B Cell Maturation Antigen），又名 B 细胞成熟抗原，是一种Ⅲ型跨膜糖蛋白，在细胞的存活、增殖、转移和耐药中起着关键性的作用。研究表明，BCMA 主要在恶性增殖的 B 淋巴细胞（例如骨髓瘤细胞、白血病细胞）中高度表达，而在初始 B 细胞、CD34 阳性造血干细胞和其他正常组织细胞中不表达，这一特性使得它成为 MM 治疗的理想靶点。

GPRC5D/BCMA/CD3 三抗产品的适应症主要包括多发性骨髓瘤。多发性骨髓瘤是一种克隆浆细胞异常增殖的恶性疾病，异常克隆浆细胞的生长可引起破坏性骨病变、急性肾损伤、贫血和高钙血症。多发性骨髓瘤约占血液系统恶性肿瘤的 10%，发病趋势随着年龄增加而增高，发病时的中位年龄为 69 岁，约 63%的新诊断多发性骨髓瘤的患者年龄大于 65 岁。多发性骨髓瘤在全球每年有超过 13.8 万例新病例，且发病率呈逐年上升状态，在中国的发病年龄亦呈现年轻化趋势。我国多发性骨髓瘤患者的五年生存率约为 24.8%。据灼识咨询数据统计，2012-2016 年中国多发性骨髓瘤发病率为每 10 万人中有 1.6 人，患病率为每 10 万人中有 6.9 人。根据灼识咨询，2025 年多发性骨髓瘤发病人数为约 2.0 万人，预计在 2030 年达到约 2.2 万人。2025-2030 复合年增长率为 1.8%左右。

图 11：2020-2030E 中国多发性骨髓瘤发病人数（千人）



资料来源：灼识咨询，华金证券研究所

目前中国针对多发性骨髓瘤的主要药物可以分为三类：免疫调节剂（IMiD）、蛋白酶体抑制剂（PIs）和 CD38 单抗。符合移植条件的患者通常在移植前接受一线联合治疗，主要使用蛋白酶体抑制剂（硼替佐米）或免疫调节剂（沙利度胺或来那度胺），以及化学疗法和地塞米松。单药硼替佐米、来那度胺或沙利度胺通常用于移植后的维持治疗。中国约 90%的多发性骨髓瘤患者（包括许多适合移植的患者）由于各种原因无法接受干细胞移植治疗。对于此类患者，推荐的一线治疗为联合治疗。复发/难治性多发性骨髓瘤的二线治疗方案建议与一线治疗方案药物作用机制不同。该原则同样适用于末线治疗方案。因此，一旦免疫调节剂或蛋白酶体抑制剂对患者难治，则考虑使用 CD38 单抗。

中国目前还没有针对 GPRC5D 或者 BCMA 的单抗、GPRC5D/BCMA 双抗和囊括这两个靶点的三抗药物上市。截至 2026 年 9 月，CDE 注册的针对多发性骨髓瘤的 GPRC5D/BCMA/CD3 三抗创新药在研临床管线共有 6 款，公司的 MBS314 已处于临床 I/II 期受试者入组阶段。

（三）公司亮点

1、公司首款药品 MIL62 已于 2026 年获批上市，视神经脊髓炎谱系疾病、原发性膜性肾病两大适应症已推向市场，另有多项适应症正开展 III 期临床试验。公司聚焦创新型抗体靶向药物研发及产业化，核心产品 MIL62 为公司自主研发的第三代 CD20 重组人源化单克隆抗体，多项适应症管线具备良好市场前景与商业化潜力；其中，视神经脊髓炎谱系疾病（NMOSD）与原发性膜性肾病（PMN）两项适应症已于 2026 年获批上市，上半年相关收入合计突破 5000 万元。分适应症来看：1）NMOSD 为罕见的中枢神经系统自身免疫性疾病，严重可导致视力丧失和瘫痪，具有病程难以预测和复发率高等特征；根据灼识咨询及《中国视神经脊髓炎谱系疾病诊断与治疗指南（2025 版）》数据，2025 年中国 NMOSD 患病人数达 5.0 万人。公司 MIL62 的 NMOSD 适应症于 2026 年 2 月获批上市，系中国首个获批 NMOSD 的国产特效药物；竞争层面，国内已有 4 款进口生物大分子药物获批用于 NMOSD，MIL62 不仅临床 III 期有效性数据突出，同时具备一定价格优势，市场竞争力较为突出。2）PMN 是终末期肾病最主要的病因之一，中国发病率普遍高于西方国家；根据灼识咨询，2025 年中国适用 MIL62 治疗的中重度 PMN 患者人数高达 149 万人、且呈逐年增长态势，而以 MIL62 为主要代表的第三代 CD20 抗体药物能够有助于防止或延缓病情进展至终末期肾病阶段。目前，公司 MIL62 治疗 PMN 已被国家药品监督管理局纳入“突破性治疗”药物品种，是首款在肾病治疗领域获得该认定的国产药物，并于 2026 年 6 月获批上市，成为全球范围内首款且唯一一款获批治疗 PMN 的特效药物。另据招股书披露，除 PMN 与 NMOSD 两项适应症外，MIL62 正在进行关于滤泡性淋巴瘤（FL）以及系统性红斑狼疮（SLE）的 III 期临床试验，同时重症肌无力（MG）、原发性微小病变肾病（MCD）以及原发性局灶节段性肾小球硬化病（FSGS）亦已获批开展 III 期临床试验，有望持续贡献收入增量。

2、公司在研管线较为丰富；除核心产品 MIL62 外，另有 MBS303/MSC303、MBS314、MIL116 等持续聚焦免疫性肾小球肾炎、淋巴瘤和多发性骨髓瘤适应症，目前已进入 I/Ⅱ期临床阶段。除核心产品 MIL62 外，公司在研管线还包括主要产品 MBS303/MSC303、MBS314、MIL116 和其他在研产品 MIL86、MIL93、MIL98 以及 MIL97 等。就重点管线来看，MSC303 依托公司双特异性抗体技术平台开发，适应症为免疫性肾小球疾病，目前处于 I 期临床阶段，而国内暂无进入 IND /临床阶段的国产同靶点竞品；MBS314 为公司与康源博创联合研发的靶向 GPRC5D/BCMA /CD3 的三特异性抗体，针对多发性骨髓瘤，目前处于 I/II 期临床，研发进度在同类竞品中亦位居前列；MIL116 则是公司自主研发的长效 APRIL 抗体，用于 IgA 肾病治疗，现已进入 II 期临床入组阶段，而其他同机制长效抗体尚未进入临床阶段。同时，上述三款产品主要针对免疫性肾小球肾炎（包括 IgA 肾病）、淋巴瘤和多发性骨髓瘤适应症，治疗领域与 MIL62 相同，可在临床开发及商业化等方面形成协同效应，进一步巩固公司竞争优势。

3、贝达药业与公司合作紧密，兼具客户、股东、合作方三重身份。从业务层面来看，公司与贝达药业自 2017 年合作开发 MIL60 项目起，合作历程已近 10 年，2023-2025 年贝达药业持续位列公司前五大客户；股权层面，贝达药业为公司第七大股东，持有约 2.79%的股份；同时，双方还于 2021 年合资设立赋成生物作为公司生物大分子药物产业化基地，用于承接创新抗体的工艺开发与商业化生产。根据新浪财经等平台资料，贝达药业为国内肺癌靶向创新药领域重要参与者，拥有成熟的临床开发、学术推广及商业化运营能力；双方的持续交流，有望加快公司相关抗体管线产业化落地进程，并为后续产品的市场推广提供一定支撑。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目，以及补充流动资金。

1、创新生物药研发及临床项目投入：项目主要投入至公司 MIL62 有关视神经脊髓炎谱系障碍适应症的临床研发、系统性红斑狼疮、MBS303/MSC303 有关 B 细胞非霍奇金淋巴瘤和免疫性肾小球肾炎适应症的临床研究、MBS314 有关多发性骨髓瘤适应症的临床研究，各在研项目的临床前研究等。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）	项目建设期
1	创新生物药研发及临床项目投入	41,247.47	28,923.65	3 年
2	补充流动资金	6,000.00	6,000.00	-
	总计	**47,247.47**	**34,923.65**	**-**

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2025 年度，公司实现营业收入 1.28 亿元，同比增长 887.03%；归属于母公司净利润亏损 1.62 亿元，亏损幅度同比收窄 35.76%。根据管理层初步预测，公司预计 2026 年全年实现营业收入 33,000 万元至 43,000 万元，较 2025 年同比增长 157.03%至 234.92%；预计归母净利润亏损 1.00 亿元至 1.50 亿元，亏损幅度较 2025 年同比收窄 7.26%至 38.18%，预计扣非归母净利润亏损 0.85 亿元至 1.35 亿元，亏损幅度较 2025 年同比收窄 30.72%至 56.38%。

根据业务的相似性，选取康诺亚、云顶新耀、神州细胞、艾力斯、荣昌生物为天广实的可比上市公司。从上述可比公司来看，2025 年可比上市公司的平均收入规模为 24.84 亿元，平均 PE-TTM（剔除负值/算术平均）为 13.87X，平均销售毛利率为 86.83%；相较而言，公司营收规模及销售毛利率未及可比公司平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值(亿元)	PE-TTM	2025 年营业收入(亿元)	2025 年营收增速	2025 年归母净利润（亿元）	2025 年归母净利润增速	2025 年销售毛利率	2025 年 ROE（摊薄）
2162.HK	康诺亚	164.44	21.43	7.16	67.31%	-5.23	-1.44%	87.71%	-18.84%
1952.HK	云顶新耀	64.74	-121.08	17.07	141.51%	-2.98	71.41%	69.25%	-5.61%
688520.SH	神州细胞	119.89	-13.08	15.60	-37.91%	-5.65	-604.55%	93.10%	-440.3%
688578.SH	艾力斯	354.11	12.61	51.87	45.80%	21.89	53.10%	96.83%	30.91%
688331.SH	荣昌生物	399.62	7.59	32.51	89.36%	7.10	148.33%	87.28%	19.66%
平均值		220.56	13.87	24.84	61.21%	3.03	-66.63%	86.83%	-82.85%
920319.BJ	**天广实**	**/**	**/**	**1.28**	**887.03%**	**-1.62**	**35.76%**	**49.95%**	**-94.77%**

资料来源：iFind（数据截至日期：2026 年 11 月 25 日），华金证券研究所

备注：（1）可比公司平均 PE-TTM 计算剔除云顶新耀、神州细胞。

（六）风险提示

在研药物未能如期获批上市的风险，MIL62 可能存在销售不及预期的风险，药品生产风险，公司未来可能无法取得相关资质证书的风险，医药行业政策变动的风险，市场竞争风险，单一产品依赖风险，药品质量控制风险，高级管理人员、核心技术人员及其他关键岗位员工流失风险，核心技术泄密风险，知识产权相关风险，员工、合作伙伴及供应商不当行为风险，研发技术服务及原材料供应风险，与第三方合作的风险，经营规模扩大带来的管理风险，可能面临业绩持续亏损的风险，营运资金不足的风险等。

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

李蕙、戴筝筝声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
办公地址：
上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层
北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层
深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn