下载日志已记录，仅供内部参考

华海药业（600521）

证券研究报告
2026 年 10 月 14 日

创新药进入收获期，主业企稳回升

创新药：渐入佳境，肿瘤自免同步发力

创新药和国际化是公司实施第三次转型升级的战略核心，公司创新药以聚焦临床未被满足的治疗需求和高效推进为研发导向，集中优势科研力量，加快创新药研发进程，全力打造面向未来、具有全球竞争优势的产品管线。

根据丁香园 Insight 数据库，多家双抗已经披露其 1L NSCLC 的临床数据。虽然各家产品的患者基线不完全一致，但肩对肩的数据显示：HB0025 的 PFS 数据出色，1L sqNSCLC 的 PFS 为 16.46 个月、1L nsqNSCLC 的 PFS 为 14.65 个月，展示出潜在的疗效优势。此外，公司自免管线有 HB0034、HB0017、HB0043、HB0056 等潜力品种，我们看好后续公司肿瘤、自免管线潜力。

原料药：全球沙坦龙头之一，业绩企稳回升

公司原料药产品形成了梯队化、多元化的产品矩阵。截至 2026 年中报披露时间，公司原料药业务范围已覆盖上百个国家和地区，全球合作客户近 1,300 家，主要市场头部客户覆盖率超 90%。

制剂：国内集采政策逐步温和，海外制剂有望扭亏为盈

公司仿制药业务已构建多元化制剂产品矩阵，产品实现了中美双市场商业化销售。海外业务层面，公司在美国建立了多层次营销体系，销售网络基本覆盖美国主要大中型药品采购主体；国内业务层面，公司依托对标国际标准的研发制造能力、严格的全流程质量管控体系等核心竞争优势，紧抓集中带量采购带来的行业发展机遇，实现国内市场的高效拓展。

盈利预测与估值

我们预计公司 2026-2028 年总体收入分别为 96.08/104.38/113.42 亿元，同比增长分别为 11.89%/8.64%/8.66%；归属于上市公司股东的净利润分别为 12.46/12.24/15.40 亿元。

公司是国内特色原料药龙头之一，原料药与中间体板块价格端企稳，新品种持续贡献增量；制剂端海内外持续发力；此外，创新药板块进展良好，看好公司进入恢复增长阶段，给予 2026 年 27 倍 PE，目标价 22.48 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新产品研发注册风险、质量管控风险、主要原料药产品价格波动风险、汇率波动风险、贸易环境变化风险

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,547.43	8,587.15	9,608.49	10,438.44	11,342.26
增长率(%)	14.91	(10.06)	11.89	8.64	8.66
EBITDA(百万元)	3,592.29	3,202.99	3,177.25	2,965.10	3,216.83
归属母公司净利润(百万元)	1,118.98	266.40	1,246.39	1,223.50	1,540.30
增长率(%)	34.74	(76.19)	367.87	(1.84)	25.89
EPS(元/股)	0.75	0.18	0.83	0.82	1.03
市盈率(P/E)	22.08	92.74	19.82	20.19	16.04
市净率(P/B)	2.78	2.62	2.84	2.57	2.31
市销率(P/S)	2.59	2.88	2.57	2.37	2.18
EV/EBITDA	8.79	9.70	9.47	10.17	8.38

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	16.5 元
目标价格	22.48 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,497.25
流通 A 股股本(百万股)	1,497.25
A 股总市值(百万元)	24,704.69
流通 A 股市值(百万元)	24,704.69
每股净资产(元)	6.37
资产负债率(%)	54.23
一年内最高/最低(元)	21.15/13.73

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

刘一伯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525080001
liuyibo@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《华海药业-首次覆盖报告:特色原料药龙头，均衡布局全面发展》 2024-08-15
2 《华海药业-半年报点评:核心产品市场覆盖率不断提升，研发创新助力公司长期发展》 2020-09-03
3 《华海药业-半年报点评:缬沙坦事件导致中报业绩下滑，一致性评价利好公司制剂销售》 2018-08-27

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 创新药：渐入佳境，肿瘤自免同步发力 4
1.1. HB0034：公司首个上市的创新药品种，临床数据优于竞对 4
1.2. HB0025：1L NSCLC PFS 数据展示出潜在疗效优势 6
1.2.1. 1L NSCLC：临床数据良好，PFS 优势有望转为商业化潜力 6
1.2.2. 子宫内膜癌：临床数据优异，安全性良好 9
1.3. HB0017：自免市场放量可期，拥有 BIC 潜力 10
1.4. HB0043：全球 FIC 产品，临床初步疗效显著 15
1.5. HB0056：靶向 TSLPxIL11，临床稳步推进 16
2. 原料药：全球沙坦龙头之一，业绩企稳回升 16
3. 制剂：国内集采政策逐步温和，海外制剂有望扭亏为盈 19
4. 盈利预测与估值 20
4.1. 盈利预测及关键假设 20
4.2. 估值与投资评级 21
5. 风险提示 22

图表目录

图 1：公司创新药管线布局 4
图 2：IL-36 介导的 T 细胞极化 4
图 3：HB0025 作用机制 6
图 4：WT-NSCLC 新发无驱动基因突变患者人数 6
图 5：银屑病临床表现 10
图 6：银屑病发病机制 11
图 7：全球各年龄段人群的银屑病患病率（1990 和 2019 年） 11
图 8：2022-2032 年银屑病治疗市场规模（单位：亿美元） 12
图 9：2017-2030 年中国银屑病治疗市场规模（亿美元） 12
图 10：HB0043 分子结构 15
图 11：公司分治疗领域原料药收入(亿元) 17
图 12：公司分种类原料药销售量情况(吨) 17
图 13：重要沙坦类原料药价格变化（元/千克） 17
图 14：重要普利类原料药价格变化（元/千克） 17

表 1：IL-36 单抗治疗 GPP 临床数据对比（非头对头） 5
表 2：全球 1L NSCLC 关键临床 7
表 3：HB0025 1L NSCLC 临床 II 期患者基线 8
表 4：HB0025 1L NSCLC 临床 II 期疗效数据 8

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：HB0025 1L NSCLC 临床 II 期安全性数据 9
表 6：一线晚期 NSCLC 中 ≥3 级 VEGF 相关不良事件 9
表 7：双抗在 1L NSCLC 的数据对比（非头对头） 9
表 8：HB0025 1L 子宫内膜癌有效性数据 10
表 9：HB0025 1L 子宫内膜癌安全性数据 10
表 10：全球主要银屑病治疗药物市场信息 13
表 11：银屑病主流药物数据对比 13
表 12：临床 I 期 HB0017 半衰期情况 14
表 13：HB0043 16 周 HiSCR 应答率 15
表 14：HB0043 IHS4 改善应答率 15
表 15：HB0043 临床进展 16
表 16：HB0056 临床进展 16
表 17：公司原料药主要产品 18
表 18：公司主要国内制剂产品 19
表 19：公司主要美国制剂产品 19
表 20：公司分板块业绩预测 21
表 21：可比公司估值 22

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 创新药：渐入佳境，肿瘤自免同步发力

创新药和国际化是公司实施第三次转型升级的战略核心，是公司培育未来新增长动能的核心方向，是公司实现从成本竞争向技术驱动的跨越。公司创新药以聚焦临床未被满足的治疗需求和高效推进为研发导向，集中优势科研力量，加快创新药研发进程，全力打造面向未来、具有全球竞争优势的产品管线。同时，将国际化作为公司战略的重要组成部分和新质生产力的关键实现路径。依托现有仿制药海外销售渠道，进一步深化渠道布局和资源嫁接，为创新药上市后的国际市场拓展预先铺设通路，逐步实现从单一产品销售国际化向产业链运营国际化升级。

华奥泰是公司生物创新药的主要研发平台，其聚焦自身免疫和肿瘤两大核心治疗领域，以研发全球首创（FIC）和同类最优（BIC）产品为重点目标，着力布局临床未被满足的治疗需求。华奥泰以核心技术平台为基石，以前沿攻坚与蓝海布局为双轮驱动，持续构建差异化的创新资产：1、聚力前沿技术深度攻坚，持续深耕 ADC 与双特异性抗体技术，积极推进双特异性 ADC 等新型抗体研发进程；2、推进蓝海赛道差异化拓展，布局抗衰老、脱发、慢性炎症等新兴领域，打造管线差异化优势；3、依托 AI 赋能一体化抗体研发平台，搭建研产销一体化业务生态链，具备从药物发现、开发研究到产品上市、市场销售的端到端完整能力，实现创新药物全生命周期管理。截至 2026 年 6 月末，华奥泰已获得国内外专利 70 余项，首款生物创新药 HB0034（瑞西奇拜单抗注射液）于 2026 年 7 月获批上市，同时在研项目 20 余个，其中 10 多个项目已进入临床研究阶段。

小分子新药方面，公司以研发国内首创、同类最优的小分子创新药为目标，聚焦抗病毒等研发领域，发掘具有高市场前景和潜在竞争力的研究项目，持续强化创新投入，助力公司实现高质量可持续发展。

图 1：公司创新药管线布局



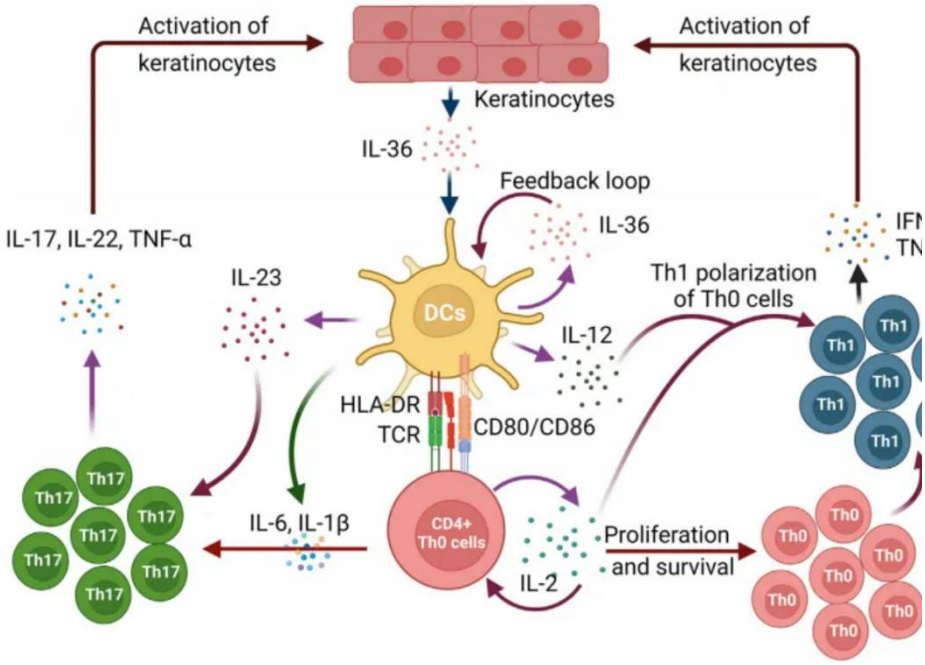
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.1. HB0034：公司首个上市的创新药品种，临床数据优于竞对

IL-36 主要在皮肤、肺和肠道等机体屏障部位表达，在炎症中起着至关重要的作用，并与各种疾病发生发展相关，如银屑病、炎症性肠病和慢性阻塞性肺病等。IL-36 通过诱导 T 细胞相关细胞因子如 IL-17、IL-22、TNF-α 和 IL-23 以及趋化因子 CXCL1、CXCL2、CXCL8 和 CCL20 的表达，从而促进屏障部位的宿主防御。这些分泌的细胞因子和趋化因子激活先天性免疫系统和适应性免疫系统细胞，并将其转移到炎症部位，进一步加剧受影响组织的炎症状态。

图 2：IL-36 介导的 T 细胞极化

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：医脉通皮肤科公众号，天风证券研究所

泛发性脓疱型银屑病是一种罕见的、临床异质性的严重银屑病，其特征是广泛的脓疱、红斑和鳞屑。IL36RN 被鉴定为 GPP 的致病基因，表明 GPP 是由 IL36RN 缺陷引起的自身炎症性疾病。IL36RN 编码 IL-36Ra，抑制 IL-36（α、β、γ）的促炎功能。因此，与 GPP 相关的 IL36RN 基因突变会导致 IL-36/IL-36R 轴过度激活，导致 KCs 释放的促炎细胞因子和趋化因子增加，从而驱动 DCs、朗格汉斯细胞、巨噬细胞、中性粒细胞以及 T 细胞活化，最终导致中性粒细胞浸润皮肤并形成脓疱。

泛发性脓疱型银屑病（GPP）作为皮肤罕见病的典型代表之一，已于 2023 年被列入《第二批罕见病目录》。流行病学数据显示，中国 GPP 的患病率为 1.4/10 万，发病率为 0.6/10 万。

与已上市的司柏索利单抗相比，HB0034 显示出较好的疗效（非头对头）。HB0034 在 GPP 病人的 Ib 期临床结果显示其单次给药能够迅速控制 GPP 的急性发作，并且疗效至少可以持续 12 周。在接受单次 HB0034 治疗后，第 1 周 77.8%的患者 GPPGA 脓疱亚项评分达到 0/1（无/几乎无可见脓疱），高于司柏索利单抗的 54.3%（非头对头）；44.4%的患者 GPPGA 评分达到 0/1（清除或几乎清除），高于司柏索利单抗的 42.9%（非头对头）。此外，单次 HB0034 治疗后第 1 周 GPPASI 评分较基线平均改善百分比为 66.4%，第 4 周为 78.7%，第 12 周为 90.0%。同时，单次 HB0034 治疗后第 1 周脓疱 BSA 较基线平均改善百分比可达 92.4%。

表 1：IL-36 单抗治疗 GPP 临床数据对比（非头对头）

品种	司柏索利单抗	Imsidolimab	HB0034
公司	勃林格殷格翰	AnaptysBio	华海药业
第 1 周 GPPGA 脓疱评分 0/1	54.3%		77.8%
第 1 周 GPPGA 0/1	42.9%	53.3%（第 4 周）	44.4%

资料来源：Hervé Bachelez et al.,《Trial of Spesolimab for Generalized Pustular Psoriasis》，新药情报库，浙江省化学品安全协会，天风证券研究所

根据医药魔方 Info，2025 年 3 月，瑞西奇拜单抗治疗 GPP 急性发作的关键性 II 期研究达到了主要终点。结果显示，相比于安慰剂组，瑞西奇拜单抗组单次静脉给药后的第 1 周 GPP 发作患者的皮肤脓疱得到明显清除。此外，瑞西奇拜单抗在安全性方面表现良好，未发现新的安全性信号。

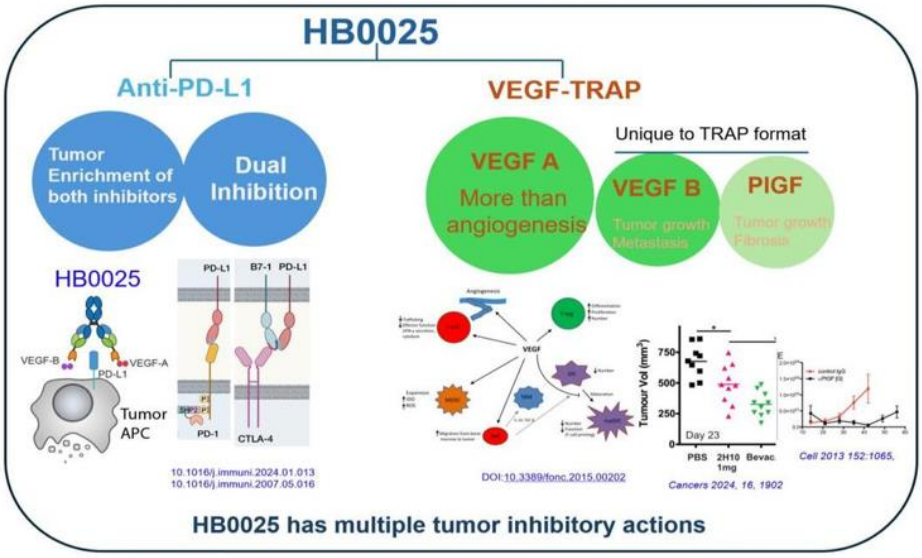
2026 年 7 月 29 日，NMPA 官网显示，公司的 HB0034 获批上市，用于治疗成人泛发性脓疱型银屑病（GPP）发作，成为全球第二个，国产第一个上市的 IL-36R 抗体。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2. HB0025：1L NSCLC PFS 数据展示出潜在疗效优势

HB0025 是一种通过柔性连接子，将 VEGFR1 膜外第 2 个 Ig 样结构域（VEGFR1D2）融合在 IgG1 型抗 PD-L1 单抗重链 N 端，从而构成的双特异性融合蛋白。能同时高特异性的与 PD-L1 和 VEGF 这两个靶点结合，阻断 PD-1/PD-L1 和 VEGF/VEGFR 这两条信号通路，从而解除 PD-L1/PD-1 信号通路介导的免疫抑制作用、活化细胞毒 T 淋巴细胞，抑制血管内皮细胞增殖和新血管的形成，达到抑制肿瘤生长的目的。

图 3：HB0025 作用机制



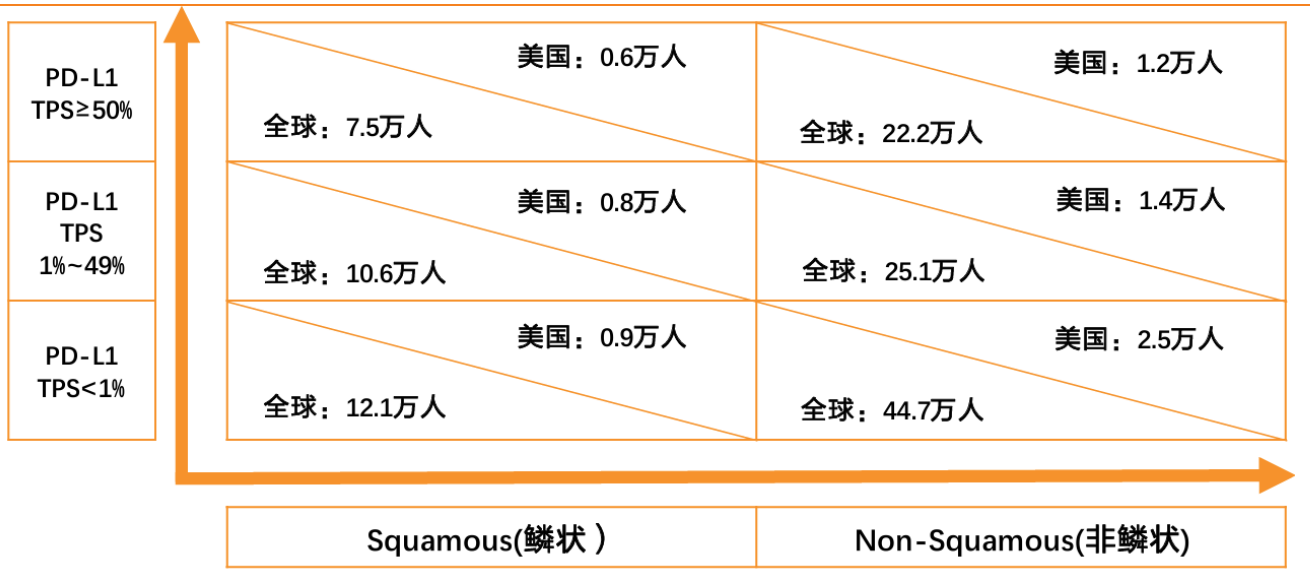
资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

1.2.1. 1L NSCLC：临床数据良好，PFS 优势有望转为商业化潜力

野生型非小细胞肺癌（WT-NSCLC）是肿瘤领域的重点布局方向，其人群庞大、市场容量明确。根据 GLOBOCAN 2022 数据，2022 年全球肺癌新发约 248 万例，其中中国新发约 106.1 万例，美国新发约 21.9 万例。NSCLC 约占全部肺癌的 85%。PD-1 类药物（如 K 药和 O 药）已成为 WT-NSCLC 治疗的基石， 并且已验证其商业潜力。K 药（Keytruda）2025 年销售额为 316.4 亿美元（yoy+7.3%），O 药（Opdivo）为 100.5 亿美元(yoy+8.0%)。

在 NSCLC 新发患者人数上，NSQ （非鳞状）患者人数显著大于 SQ（鳞状）， 且在各 PD-L1TPS 分层均成立，但 SQ 的预后较 NSQ 更差，且治疗选择有限。

图 4：WT-NSCLC 新发无驱动基因突变患者人数



资料来源：Preston Ngo et al.,《WhyPD-L1 expression varies between studies of lung cancer: results from a Bayesian meta-analysis》等，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

往后 1-3 年进入 WT-NSCLC 1L 适应症全球注册性临床试验的数据读出窗口期，研发风险有望大幅度释放。

表 2：全球 1L NSCLC 关键临床

主要试验药	靶点	成分类别	申办者	适应症	研发进度	地区	NCT 号/代号	试验登记时间	进度预期
德达博妥单抗/Dato-DXd	TROP2	ADC	第一三共/阿斯利康*	1LPD-L1TPS≥50%NSCLC	III 期	中国内地、美国等	NCT05215340/TROPION-Lung08	2022/1/2	2027 读出数据
Domvanalimab/AB-154	TIGIT	单抗	吉利德	1LNSCLC	III 期	中国内地、美国等	NCT05502237/STAR-121	2022/6/17	试验终止
德达博妥单抗/Dato-DXd	TROP2	ADC	阿斯利康	1LNSCLC	III 期	中国内地、美国等	NCT05687266/AVANZAR	2022/8/23	2026 H2 读出数据
德达博妥单抗/Dato-DXd	TROP2	ADC	第一三共/阿斯利康*	1LPD-L1TPS<50%NSCLC	III 期	中国内地、美国等	NCT05555732/TROPION-Lung07	2022/9/27	2027 读出数据
戈沙妥珠单抗/Trodelvy	TROP2	ADC	吉利德	1LPD-L1TPS≥50%NSCLC	III 期	中国内地、美国等	NCT05609968/EVOKE-03	2022/10/11	2026 H2 读出数据
依沃西/AK112	PD-1/VEGF	双抗	SummitTherapeutics/康方生物	1LNSCLC	III 期	中国内地、美国等	NCT05899608/HARMONi-3	2023/6/12	2026 H2 读出数据
Volrustomig/MEDI-5752	CTLA-4/PD-1	双抗	阿斯利康	1LPD-L1<50%NSCLC	III 期	中国内地、美国等	NCT05984277/eVOLVE-Lung02	2023/8/9	2027 读出数据
芦康沙妥珠单抗/sac-TMT	TROP2	ADC	默沙东	1LPD-L1TPS≥50%NSCLC	III 期	中国内地、美国等	NCT06170788/TroFuse-007	2023/12/14	
Rilvegostomig/AZD-2936	TIGIT/PD-1	双抗	阿斯利康	1LPD-L1TC≥50%NSQ-NSCLC	III 期	中国内地、美国等	NCT06357533/TROPION-Lung10	2024/4/10	2027 以后读出数据
芦康沙妥珠单抗/sac-TMT	TROP2	ADC	默沙东	1L 维持治疗 SQ-NSCLC	III 期	中国内地、美国等	NCT06422143/TroFuse-023	2024/5/20	
纳武利尤单抗+瑞拉利单抗-Opdualag	LAG3/PD-1	混合抗体	BMS	1LPD-L1TC≥1%NSQ-NSCLC	III 期	中国内地、美国等	NCT06561386/RELATIVITY1093	2024/8/20	
Rilvegostomig/AZD-2936	TIGIT/PD-1	双抗	阿斯利康	1LPD-L1TC≥1%SQ-NSC	III 期	中国内地、美国	NCT06627647/ARTEMIDE-Lung0	2024/10/4	

下载日志已记录，仅供内部参考

				LC		等	3	
Rilvegostomig/AZD-2936	TIGIT/PD-1	双抗	阿斯利康	1LPD-L1TC≥1%SQ-NSCLC	III期	中国内地、美国等	NCT06692738/ARTEMIDE-Lung02	2024/11/18
普密妥米单抗/BNT-327	PD-L1/VEGFA	双抗	BioNTech/普米斯生物	1LNSCLC	II/III期	中国内地、美国等	NCT06712316/ROSETTALung-02	2024/12/2
SigvotatugVedotin/SGN-B6A	ITGB6	ADC	辉瑞	1LPD-L1TPS≥50%NSCLC	III期	中国内地、美国等	NCT06758401/Be6ALung-02	2025/1/3
依沃西/AK112	PD-1/VEGF	双抗	SummitTherapeutics/康方生物	1LPD-L1TPS≥50%NSCLC	III期	中国内地、美国等	NCT06767514/HARMONi-7	2025/1/10

资料来源：丁香园 insight 数据库，阿斯利康官网，吉利德官网等，天风证券研究所

*代表该公司为试验合作方，数据为手工统计，可能存在误差

HB0025 显示出初步疗效及安全性。HB0025 用于 1LNSCLC 的临床Ⅱ期数据，分为 2 个队列：队列 1（鳞状 NSCLC，sq-NSCLC）：患者接受 20mg/kgHB0025+卡铂-紫杉醇。队列 2（非鳞 NSCLC，non-sq-NSCLC）：患者接受 20mg/kgHB0025+卡铂-培美曲塞。截至 2026 年 4 月 20 日数据截止，共入组 125 例患者接受 20mg/kgHB0025 联合化疗，其中鳞状 NSCLC62 例、非鳞 NSCLC63 例。

表 3：HB0025 1L NSCLC 临床Ⅱ期患者基线

基线特征	鳞状 NSCLC（N=62）	非鳞 NSCLC（N=63）
年龄，中位（范围），岁	65（44, 74）	64（34, 74）
男性，n (%)	59（95.2）	43（68.3）
ECOG PS 1，n (%)	60（96.8）	58（92.1）
疾病分期（TNM），n (%)		
III	22（35.5）	8（12.7）
IV	40（64.5）	55（87.3）
PD-L1 表达，n (%)		
TPS <1%	17（30.4）	28（52.8）
TPS 1–49%	20（35.7）	13（24.5）
TPS ≥50%	19（33.9）	12（22.6）
脑转移，n (%)	1（1.6）	3（4.8）
肝转移，n (%)	4（6.5）	9（14.3）
远处转移灶数 ≥3，n (%)	1（1.6）	5（7.9）
既往抗肿瘤手术，n (%)	7（11.3）	10（15.9）
新辅助/辅助治疗，n (%)	1（1.6）	3（4.8）

资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

疗效显著，HB0025 即使在 PD-L1 阴性患者中亦显示显著疗效。鳞状 NSCLC 患者 ORR 为 84.5%、DCR 为 94.8%；非鳞 NSCLC 患者 ORR 为 65.6%、DCR 为 96.7%。鳞状 NSCLC：mPFS 为 16.46 个月，mDOR 为 15.34 个月；非鳞 NSCLC：mPFS 为 14.65 个月，mDOR 为 12.06 个月。mOS 尚未成熟。

表 4：HB0025 1L NSCLC 临床Ⅱ期疗效数据

疗效	鳞状 NSCLC（N=62）	非鳞 NSCLC（N=63）
中位随访（范围），月	14.03（1.0, 20.1）	13.31（2.1, 20.9）
ORR, %（95%CI）	84.5（72.6, 92.7）	65.6（52.3, 77.3）

下载日志已记录，仅供内部参考

按 PD-L1 表达的 ORR, %		
TPS <1%	81.3（13/16）	66.7（18/27）
TPS 1–49%	72.2（13/18）	66.7（8/12）
TPS ≥50%	100.0（19/19）	66.7（8/12）
DCR, %（95%CI）	94.8（85.6, 98.9）	96.7（88.7, 99.6）
mPFS, 月（95%CI）	16.46（10.51, NE）	14.65（10.15, 17.61）
按 PD-L1 表达的 mPFS, 月（95%CI）		
TPS <1%	16.72（12.62, NE）	11.24（8.21, 17.61）
TPS ≥1%	16.46（7.69, NE）	16.62（8.87, NE）
mDOR, 月（95%CI）	15.34（11.83, NE）	12.06（7.95, NE）

资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

安全性数据良好。鳞状 NSCLC：最常见的 irAE 为甲状腺功能减退（9.7%）和甲状腺功能亢进（6.5%）。非鳞 NSCLC：最常见的 irAE 为丙氨酸氨基转移酶升高（6.3%）和甲状腺功能减退（6.3%）。≥3 级 irAEs 在鳞状、非鳞 NSCLC 中分别为 8.1%与 4.8%。

表 5：HB0025 1L NSCLC 临床Ⅱ期安全性数据

事件，n(%)	鳞状 NSCLC（N=62）	非鳞 NSCLC（N=63）
免疫相关不良事件（irAEs）	14（22.6）	14（22.2）
≥3 级 irAEs	5（8.1）	3（4.8）
导致停药的 TRAEs（治疗相关不良事件）	4（6.5）	3（4.8）
导致死亡的 TRAEs	2（3.2）	0（0.0）

资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

鳞状 NSCLC：最常见≥3 级 VEGF 相关 AE 为蛋白尿（12.9%）、出血（6.5%）、高血压（4.8%）。非鳞 NSCLC：最常见≥3 级 VEGF 相关 AE 为蛋白尿（9.5%）、高血压（9.5%）、血栓栓塞（4.8%）。

表 6：一线晚期 NSCLC 中 ≥3 级 VEGF 相关不良事件

≥3 级 VEGF 相关 AEs，n(%)	鳞状 NSCLC（N=62）	非鳞 NSCLC（N=63）
高血压	3（4.8）	6（9.5）
蛋白尿	8（12.9）	6（9.5）
出血	4（6.5）	1（1.6）
血栓栓塞	2（3.2）	3（4.8）

资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

根据丁香园 Insight 数据库，多家双抗已经披露其 1L NSCLC 的临床数据。虽然各家产品的患者基线不完全一致，但肩对肩的数据显示：HB0025 的 PFS 数据出色，1L sqNSCLC 的 PFS 为 12.62 个月、1L nsqNSCLC 的 PFS 为 14.65 个月，展示出潜在的疗效优势。

表 7：双抗在 1L NSCLC 的数据对比（非头对头）

	依沃西单抗	HB0025	SSGJ-707
1L sqNSCLC	11.1	12.62	/
1L nsqNSCLC	/	14.65	/
1L NSCLC	/	/	12.4

资料来源：丁香园 Insight 数据库，丁香园 Insight 数据库公众号，天风证券研究所

1.2.2. 子宫内膜癌：临床数据优异，安全性良好

2026 年 CSCO 披露优秀的 II 期临床数据。本次临床入组局部晚期或复发性子宫内膜癌患者，患者既往未曾针对晚期疾病接受过全身性系统治疗。给药方案：HB0025 20 mg/kg，每 3 周给药一次；联合卡铂 + 紫杉醇（CP）化疗，共 4-6 个化疗周期；化疗结束之后采用 HB0025 单药维持治疗。主要研究终点为基于 RECIST v1.1 标准评估的 ORR 数据。

下载日志已记录，仅供内部参考

基线：截至 2026 年 4 月 20 日，共有 62 例患者接受 20 mg/kg 剂量的 HB0025 治疗。大部分患者为 IV 期病变（79.0%），存在肺转移（56.5%）。59 例患者可获得 MMR 状态结果：其中 53 例为 pMMR 肿瘤、6 例为 dMMR 肿瘤。中位随访时间 16.81 个月（范围：2.5-22.7 个月）；中位治疗持续时间 11.93 个月（范围：0.7-19.5 个月）。

疗效：在全部受试者人群中，confirmed ORR 为 86.7%（95%CI：75.4-94.1）；mDOR 为 15.28 个月（95%CI：13.11-尚未达到，NE）。至数据分析时，35.5%的患者出现 PFS 事件；中位无进展生存期 PFS 为 16.76 个月（95%CI：14.52-尚未达到，NE）。

在可评估的 pMMR 亚组患者（n=51）：confirmed ORR 为 84.3%（95%CI：71.4-93.0），包含 3 例 CR；mDOR 为 15.15 个月（95%CI：10.45-尚未达到）；35.8%的患者发生 PFS 事件；中位 PFS 为 16.76 个月（95%CI：14.52-尚未达到）。

表 8：HB0025 1L 子宫内膜癌有效性数据

指标	数值	95%CI
confirmed ORR	86.7%	(75.4, 94.1)
mDOR	15.28 个月	(13.11, NE)
mPFS	16.76 个月	(14.52, NE)
PFS 事件率	35.5%	—

资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

在可评估的 dMMR 亚组患者（n=6）：confirmed ORR 达 100%；中位缓解持续时间尚未达到；33.3%的患者出现 PFS 事件；中位 PFS 尚未达到。

安全性：整体耐受性尚可，不良反应特征与化疗、PD-(L)1 抑制剂、VEGF 通路抑制药物已知的毒性相一致。≥3 级治疗相关不良事件（TRAEs）主要为化疗所致的血液学毒性。免疫相关不良事件（irAEs）发生率 42.2%；其中≥3 级占 14.5%。VEGF 通路相关不良事件发生率 68.7%；其中≥3 级占 12.0%；≥3 级出血事件少见（发生率 1.2%）。因治疗相关不良反应永久停药的患者占 9.6%；未报告治疗相关死亡；没有发现新的安全性警示信号。

表 9：HB0025 1L 子宫内膜癌安全性数据

安全性指标	结果
≥3 级 TRAEs	主要为化疗所致血液学毒性
irAEs（免疫相关不良事件）总发生率	42.2%
≥3 级 irAEs	14.5%
VEGF 通路相关 AE 总发生率	68.7%
≥3 级 VEGF 通路相关 AE	12.0%
≥3 级出血事件	1.2%
因 TRAE 永久停药	9.6%
治疗相关死亡	0

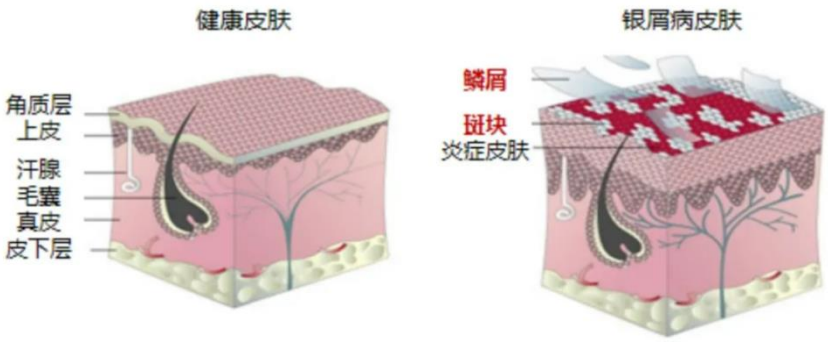
资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

1.3. HB0017：自免市场放量可期，拥有 BIC 潜力

银屑病是一种遗传与环境共同作用诱发的免疫介导的慢性、复发性、炎症性、系统性疾病。临床表现为鳞屑性红斑或斑块，局限或广泛分布。银屑病可合并系统疾病，严重影响患者的生活质量。

图 5：银屑病临床表现

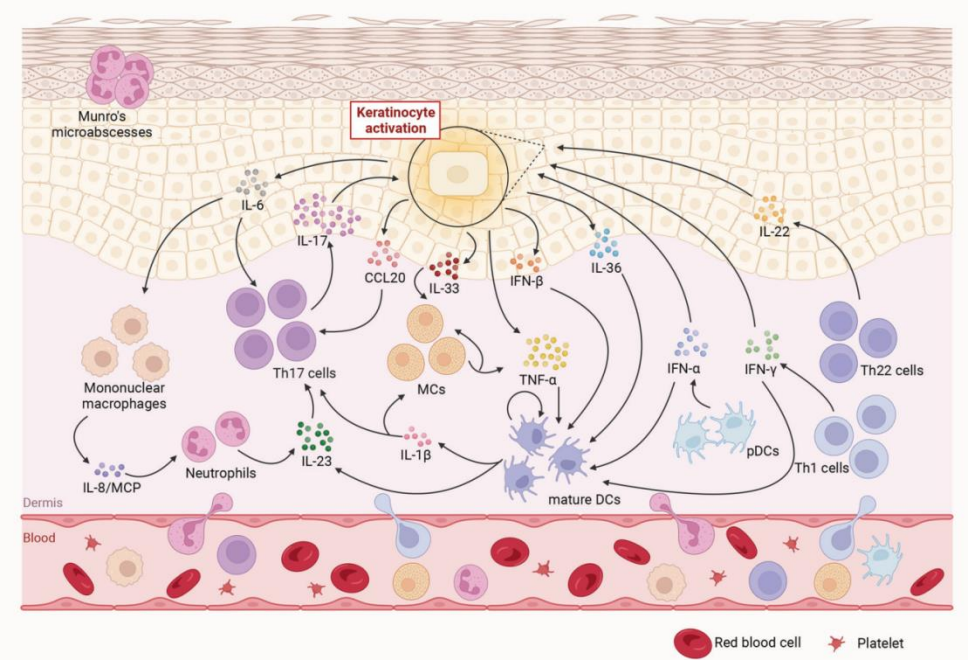
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：银屑病社区公众号，天风证券研究所

银屑病的确切病因尚未完全阐明，但遗传、免疫与环境因素在银屑病的发生中发挥重要作用。遗传是银屑病发病的主要风险因素，白细胞介素 23（IL-23）和辅助性 T 细胞 17（Th17）细胞相关的免疫通路是银屑病发病的核心机制。

图 6：银屑病发病机制



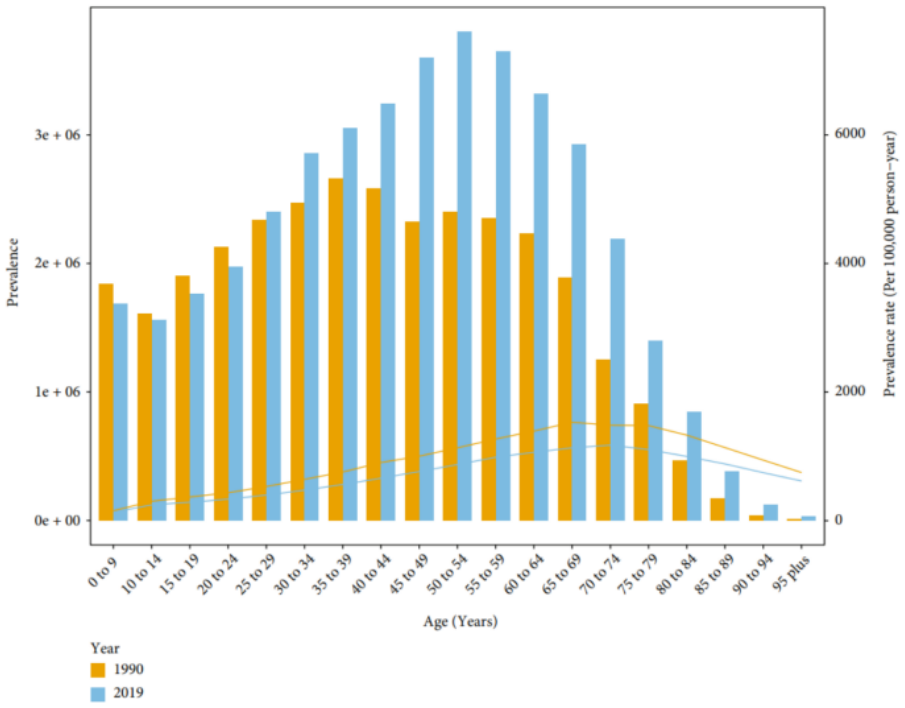
资料来源：Jia Guo et al.，《Signaling pathways and targeted therapies for psoriasis》，天风证券研究所

2019 年，全球约有 4000 万人患有银屑病，其中 460 万为新发病例。根据 GBD 2019 研究，不同国家的银屑病患病率在 0.09%~3.34%之间，中国为 0.56%。在全球范围内，2019 年的银屑病患病率在年轻人中略有下降，在 25 岁以上人群中有所增加，峰值出现在 50~54 岁人群中。

目前国内银屑病患者人数在 600 多万人。1984 年中国流行病学调查显示，银屑病患病率为 0.123%，2008 年中国 6 省市银屑病流行病学调查结果为 0.47%。关节病型银屑病（PsA）在我国银屑病患者中的发生率为 0.69%～5.8%，与亚洲其他国家类似（1%～9%），但低于欧美国家（10%～48%）。

图 7：全球各年龄段人群的银屑病患病率（1990 和 2019 年）

下载日志已记录，仅供内部参考

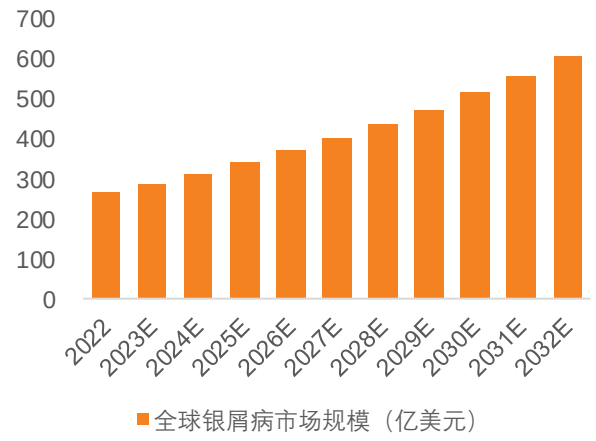


资料来源：生命新知公众号，天风证券研究所

根据 Global Market 数据，以白介素、TNF-α、维生素 D 等治疗药物计算的全球银屑病治疗市场（2022 年）规模为 265 亿美元。由于民众对银屑病的认识提高，对针对银屑病有效治疗手段的需求也同步提高，相关研发管线数量持续提升。预计到 2032 年全球银屑病市场规模将达到 605 亿美元左右，期间保持以 8.6%的复合年增长率（CAGR）增长。

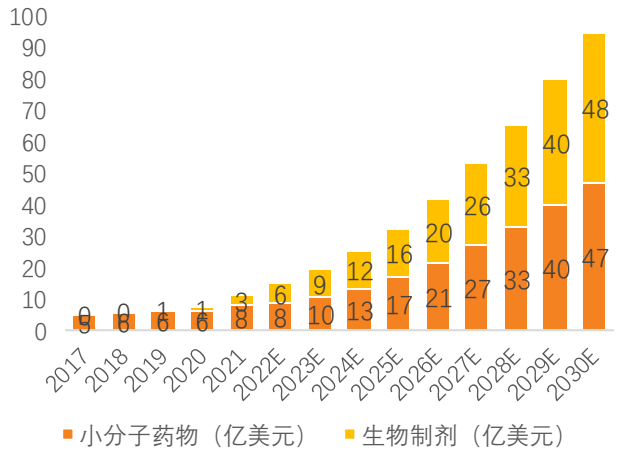
据弗若斯特沙利文报告，2021 年，我国银屑病药物市场规模为 11 亿美元，预计于 2030 年将增长至 95 亿美元，复合年增长率为 27.1%，增速远高于全球。

图 8：2022-2032 年银屑病治疗市场规模（单位：亿美元）



资料来源：Gminsights，天风证券研究所

图 9：2017-2030 年中国银屑病治疗市场规模（亿美元）



资料来源：药智数据公众号，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

靶向治疗为中重度银屑病患者带来了新选择。截至 2022 年底，美国 FDA 批准了多款用于治疗中重度斑块型银屑病的生物制剂。目前靶向治疗主要包括靶点在细胞膜外的大分子生物制剂，例如 TNF-α、IL-17A、IL-12/23 等；以及靶点在细胞膜内的小分子药物，例如 PDE4、TYK2 等。生物制剂因其显著的疗效和安全性，已成为治疗中重度银屑病的主要选择。

银屑病治疗市场规模超百亿美元，多个靶点药物全球市场表现出色。美国已上市的银屑病靶向药物表现出强劲的增长势头和广阔的市场前景，部分药物销售额亮眼。早年上市的阿

下载日志已记录，仅供内部参考

达木单抗在 2022 年的全球销售额高达 212.37 亿美元；乌司奴单抗 2022 年销售额达 97.23 亿美元，成为强生旗下销售额最多的药物。利生奇珠单抗于 2019 年上市，2024 年全球销售额突破 100 亿美元，在全球三大药物市场取得重要地位，在中国已经上市（未获批银屑病适应症）。我们预计未来银屑病药物市场或将继续增长，更多新药的研发和上市有望进一步推动市场的发展。

表 10：全球主要银屑病治疗药物市场信息

公司	中文通用名	中文商品名	靶点	美国上市时间	2024 全球销售额（亿美元）	2025 全球销售额（亿美元）	中国上市时间
Novartis	司库奇尤单抗	可善挺	IL-17A(IgG1k)	2015	61.41	66.68	2019/3/28
Eli Lilly	依奇珠单抗	拓咨	IL-17A(IgG4)	2016	32.60	35.62	2019/9/3
J&J	古塞奇尤单抗	特诺雅	IL-23 p19(IgG1λ)	2017	36.70	51.55	2019/12/27
Abbvie/BI	利生奇珠单抗	/	IL-23 p19(IgG1)	2019	117.18	175.62	2025/03/10
Amgen/Celgen	阿普米司特	欧泰乐	PDE4	2014	21.26	22.65	2021/8/17
BMS	氘可来昔替尼	颂狄多	TYK2	2022	2.46	2.91	2023/10/19
AbbVie	阿达木单抗	修美乐	TNF-α	2002	89.93	45.40	2010/2/6
J&J	乌司奴单抗	喜达诺	IL-12+IL-23	2009	103.61	60.78	2017/11/07

资料来源：丁香园 Insight 数据库，各公司财报等，天风证券研究所

表 11：银屑病主流药物数据对比

			COSENTYX	TALTZ	TREMFYA	SKYRIZI	OTEZLA	SOTYKTU	ENBREL	HUMIRA	STELARA
药品通用名			secukinumab	ixekizumab	guselkumab	risankizumab	apremilast	deucravacitinib	etanercept	adalimumab	ustekinumab
公司			Novartis	Eli Lilly	J&J	Abbvie/BI	Amgen/Celgen	BMS	Amgen	AbbVie	J&J
靶点			IL-17A (IgG1k)	IL-17A (IgG4)	IL-23 p19 (IgG1λ)	IL-23 p19 (IgG1)	PDE4	TYK2	TNF-α	TNF-α	IL-23 p40 (IgG1k)
用药方案			0/1/2/3/4 周 300mg sc，随后 300mg q4W	首次 160mg sc，随后 80mg q2Wx6，随后 80mg q4W	第 0/4 周 100mg sc，随后 100mg q8W	第 0/4 周 150mg sc，随后 150mg q12W	第 1~5 天剂量爬坡，第 6 天开始 30mg po bid	6mg po qd	前 3 个月 50mg sc biW，随后 50mg qW	80mg 初始剂量，随后 40mg q2W sc	第 0/4 周 45mg sc，随后 45mg q12W
有效性	PASI 50	12W	91% vs 9%				（16W）33% vs 5%		74% vs 14%	(26W) 78% vs 25%	84% vs 10%
		52W	96%						（96W）83% vs 79%		（28W）91%
	PASI 75	12W	82% vs 5%	89% vs 4%		（16w）89%		（16w）58% vs 1%	47% vs 5%	（26w）65% vs	67% vs 3%

下载日志已记录，仅供内部参考

	52W	94%	83%					（96W）52% vs 51%	14%	（28w）71%
PASI 90	12W	59% vs 1%	71% vs 1%	（16W）73% vs 3%	（16W）75% vs 5%		（16W）36% vs 4%	21% vs 1%	(26 W) 48% vs 7%	42% vs 2%
	52W	85%	77%					（96W）23% vs 23%		（28w）49%
PASI 100	12W	29% vs 1%	35% vs 0%		（16W）36% vs 0%	（16W）22% vs 4%	（16w）14% vs 1%		(26W) 29% vs 3%	13% vs 0%
	52W	62%	58%							（28w）21%
IGA/ sPGA (0/1)	12W	65% vs 2%	82% vs 3%	（16W）85% vs 7%	（16W）88% vs 8%		（16w）54% vs 7%			60% vs 4%
	52W	87%	73% vs 8%				（24W）59%			（28w）59%

资料来源：丁香园 Insight 数据库，Clinical Trials，FDA 等，天风证券研究所

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

2026 年 6 月 24 日，CDE 官网显示，华海药业及其子公司华奥泰生物申报的 HB0017 注射液上市申请获受理。

2025 年 11 月，华海药业宣布，HB0017 治疗银屑病的 III 期临床试验达到所有主要疗效终点和关键次要疗效终点。这是一项多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 III 期临床研究，共纳入 408 例中国中重度斑块状银屑病患者。

研究结果显示，相较于同靶点已上市产品，HB0017 的核心治疗期（前 12 周）和维持治疗期（12-52 周）疗效数据均展现有力的竞争优势。治疗 12 周时，试验组达到 PASI 75 的患者比例为 95.7%，显著优于安慰剂组的 7.4%（p <0.0001）；试验组达到静态医师整体评估消退或几乎消退（sPGA0/1）的患者比例为 87.0%，显著优于安慰剂组的 1.9%（p <0.0001）。关键次要终点也顺利达成，治疗 12 周时，试验组达到 PASI 90 的患者比例为 88.0%，显著优于安慰剂组的 1.9%（p <0.0001）。

在维持给药阶段，HB0017 维持给药间隔延长至 8 周且相关疗效指标仍旧维持稳定及持久。治疗 52 周时，疗效维持皮损消退或几乎消退（sPGA0/1）的受试者比例在 4 周给药一次（Q4W）组和 8 周给药一次（Q8W）组分别为 92.3% 和 85.9%；治疗 52 周时，PASI 100 的受试者比例在 Q4W 组和 Q8W 组分别为 79.1% 和 65.8%。

安全性方面，HB0017 整体安全性和耐受性良好，与前期临床研究数据及同靶点药物相比，常见的不良事件类型和严重程度均在预期范围，未发现新的安全性风险信号。

表 12：临床 I 期 HB0017 半衰期情况

类型	患者数量	半衰期（天）
50mg	8	33.96
150mg	8	34.33
300mg	8	34.45

资料来源：Jiang et al.,《Safety, tolerability, pharmacokinetics and efficacy of HB0017, a humanized monoclonal antibody that targets interleukin-17A, in healthy participants and patients with moderate-to-severe plaque psoriasis》，天风证券研究所

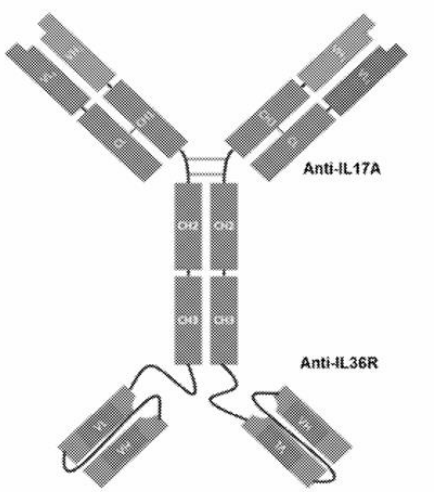
下载日志已记录，仅供内部参考

1.4. HB0043：全球 FIC 产品，临床初步疗效显著

HB0043 为重组人源化 IgG1 型双特异性抗体，同时靶向人白细胞介素-17A（IL-17A）和人白细胞介素-36 受体（IL-36R），具有高结合和阻断活性，开发用于治疗多种难以治疗的自身免疫性疾病。

相较单抗，HB0043 具有更强的抑制细胞因子诱导的炎症和纤维化反应，通过 IL-17A 和 IL-36R 的双重阻断，在多种动物疾病模型如特应性皮炎（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药效。HB0043 将为单因子阻断疗法存在局限性的免疫介导的炎症性皮肤病和纤维化疾病的靶向治疗提供新的思路。

图 10：HB0043 分子结构



资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

HB0043 为全球首款靶向 IL-17A 与 IL-36R 的双抗药物，有望突破现有单靶点治疗的局限。当前 IL-17A 抑制剂（司库奇尤单抗）、IL-17A/F 双重抑制剂（比美吉珠单抗）及抗 IL-36R 单抗（佩索利单抗）等虽已在多个适应症中取得积极疗效，但其对炎症单一维度干预在部分患者中仍存在不足。HB0043 创新性地融合 IL-17A 与 IL-36R 双重靶点，有望广泛应用于多种 T 辅助 17 型(Th17)和白介素-36 相关的免疫介导疾病，展现出机制领先、潜力广泛的同类首创（FIC）优势。

HB0043 临床数据：应用 HB0043 治疗后，直至第 24 周，患者均出现快速且持续的临床症状改善。在主要研究终点（第 16 周，给药方案：每 2 周用药一次），HiSCR50、HiSCR75、HiSCR90 应答率分别为 100%、80%、33.3%。有 66.7%、66.7% 以及 40% 的患者，其 IHS4 评分分别实现≥30%、≥50%、≥70% 的改善。患者报告结局指标（数字疼痛评分 NRS、皮肤病生活质量指数 DLQI、化脓性汗腺炎生活质量问卷 HiSQOL）持续改善。在第 16-24 周切换为每 4 周给药一次（Q4W）之后，疗效应答仍得以维持。

表 13：HB0043 16 周 HiSCR 应答率

终点	第 16 周应答率
HiSCR50	100%
HiSCR75	80%
HiSCR90	33.3%

资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

表 14：HB0043 IHS4 改善应答率

阈值	应答率
IHS4 改善 ≥30%	66.7%
IHS4 改善 ≥50%	66.7%
IHS4 改善 ≥70%	40%

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

根据丁香园 Insight 数据库，HB0043 已经开展痤疮、化脓性汗腺炎、系统性硬化症、特发性肺纤维化等临床，其中国内痤疮及化脓性汗腺炎处于临床Ⅱ期。

表 15：HB0043 临床进展

适应症	当前阶段	地区	最新进展时间
痤疮	临床Ⅱ期	中国内地	2026-03-10
化脓性汗腺炎	临床Ⅱ期	中国内地	2026-08-20
化脓性汗腺炎	申请临床	境外	2026-08-20
自身免疫性疾病	申请临床	境外	2025-05-24
系统性硬化症	申请临床	中国内地	2023-10-24
特发性肺纤维化	申请临床	中国内地	2023-10-24
特应性皮炎	临床前	中国内地	2024-11-12
慢性肾脏病	临床前	未知地区	2026-04-14
红斑狼疮	临床前	中国内地	2026-04-14

资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

1.5. HB0056：靶向 TSLPxIL11，临床稳步推进

HB0056 是以抗 TSLP（胸腺基质淋巴细胞生成素）人源化单克隆抗体为亲本抗体，在 N 端连接抗 IL-11（白细胞介素-11）单链纳米抗体的双特异性抗体，能高特异性地靶向 TSLP 和 IL-11 这两个靶点。研究表明，TSLP 在多种炎症性皮肤病及呼吸系统疾病的发病中发挥重要作用。IL-11 是一种具有多效性的细胞因子，参与多种自免疾病及肿瘤的发生和发展。TSLP 和 IL-11 均以不同的机制参与诱导 Th2（辅助型 T 细胞 2）反应、瘙痒和特应性皮炎的发病机制，两条通路以多种方式间接交叉，可以通过互补作用来影响该疾病的发生发展。同时阻断 TSLP 和 IL-11 通路具有为特应性皮炎患者提供更好临床治疗疗效的潜力，特别是对于中重度或易复发的特应性皮炎患者。

- 2024 年 10 月，华奥泰获得新西兰药品和医疗器械安全管理局、健康及残疾伦理委员会批准在新西兰开展 HB0056 注射液 I 期临床试验。
- 2025 年 1 月，华奥泰获得美国食品药品监督管理局批准在美国开展 HB0056 注射液的临床试验。
- 2025 年 2 月，华奥泰获得国家药监局批准开展 HB0056 注射液关于哮喘适应症的临床试验。
- 2025 年 11 月 27 日，华奥泰和华博生物就 HB0056 注射液项目新增的特应性皮炎适应症向国家药监局提交临床试验申请并获得受理；近日，国家药监局同意该药物进行上述新增适应症的临床试验。

表 16：HB0056 临床进展

适应症	当前阶段	地区	最新进展时间
哮喘	临床Ⅱ期	中国内地	2025-09-04
哮喘	临床Ⅰ期	境外	2025-09-04
特应性皮炎	申请临床	境外	2026-02-06
特发性肺纤维化	申请临床	境外	2026-05-28
慢性阻塞性肺疾病	临床前	中国内地	2026-04-14

资料来源：丁香园 Insight 数据库，天风证券研究所

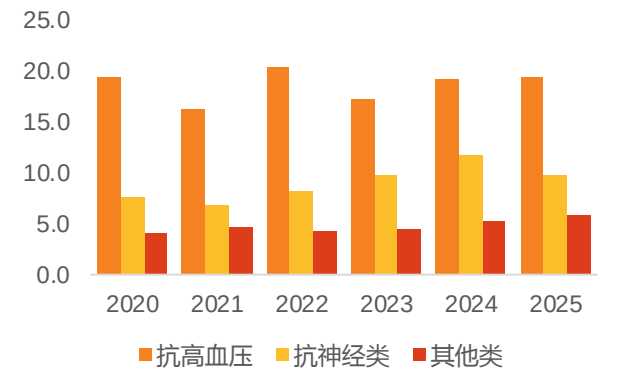
2. 原料药：全球沙坦龙头之一，业绩企稳回升

原料药及中间体业务是公司发展的基石。公司原料药主要产品为心脑血管类（以普利类、沙坦类系列产品为主）、精神障碍类及神经系统类、抗感染类等特色原料药。消化类、呼

下载日志已记录，仅供内部参考

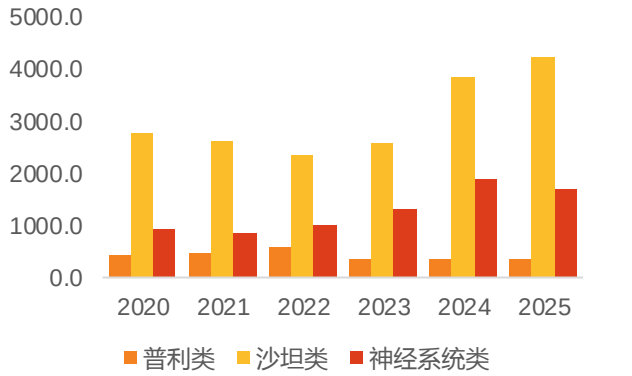
吸类、抗肿瘤类、内分泌类等新产品管线也逐步上量。

图 11：公司分治疗领域原料药收入(亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：公司分种类原料药销售量情况(吨)

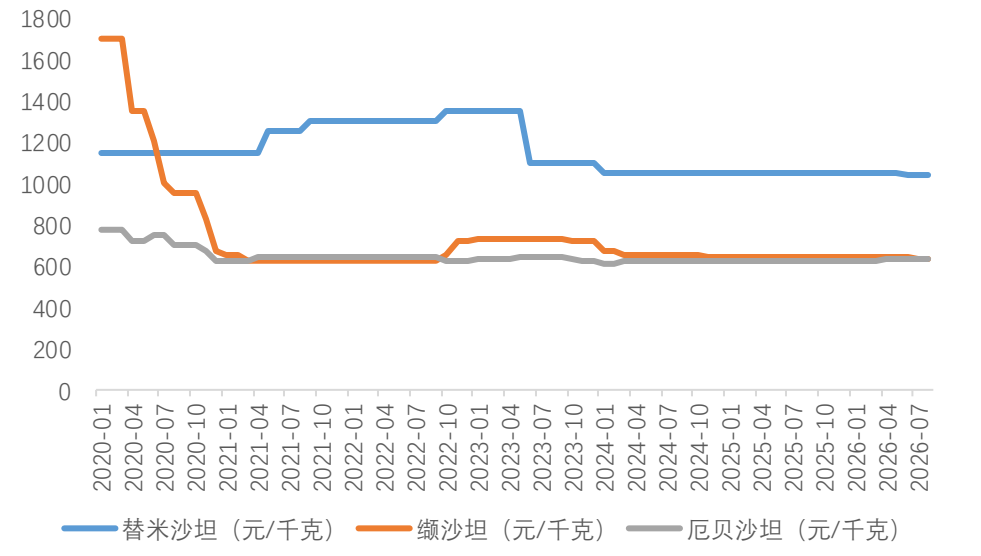


资料来源：公司公告，天风证券研究所

作为慢病用药的大品种，普利类、沙坦类原料药终端需求较为刚性。由于沙坦类、普利类原料药主要品种大多已过或将过原研专利保护，成本和售价更低的仿制药正在逐步占领市场，下游需求预计也将因此进一步提升。

原料药行业受供需关系影响呈现周期性。我们认为，受 2018 年基因毒性杂质事件影响，下游客户为应对不利的供给情况而提前大量囤积，导致价格抬升，尤其是缬沙坦出现价格明显失调。而后受疫情、经济环境、行业竞争等因素影响，沙坦价格呈现下降趋势，目前整体处于去库存阶段，价格处于周期的相对底部。截至 2026 年 8 月，厄贝沙坦、缬沙坦和替米沙坦价格分别为 630 元/千克、635 元/千克、1040 元/千克，绝对值来看均处于历史较低水平。

图 13：重要沙坦类原料药价格变化（元/千克）

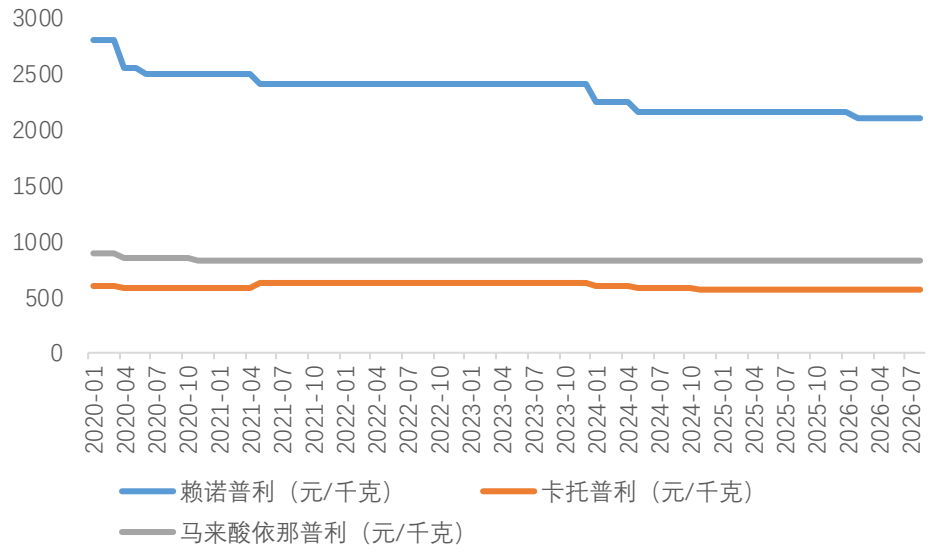


资料来源：Wind，天风证券研究所

普利类药品使用成熟，价格几年维持稳定，且处于较低位置。虽然以沙坦、普利为代表的全球特色原料药面临去库存压力，价格处于低位；随着心血管类、抗肿瘤类、中枢神经类、胃肠消化道类等特色原料药市场需求持续扩大，相关价格有望企稳回升。

图 14：重要普利类原料药价格变化（元/千克）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司原料药产品以心血管类、精神障碍类、神经系统类、抗感染类等特色原料药为主导，稳步向消化类、呼吸类、抗肿瘤类、内分泌类等治疗领域延伸，形成了梯队化、多元化的产品矩阵。截至 2026 年中报披露时间，公司原料药业务范围已覆盖上百个国家和地区，全球合作客户近 1,300 家，主要市场头部客户覆盖率超 90%。

表 17：公司原料药主要产品

领域	产品		
心血管领域	氯沙坦钾	赖诺普利	雷诺嗪
	缬沙坦	雷米普利	坎地沙坦酯
	厄贝沙坦	氢氯噻嗪	阿利沙坦酯
	卡托普利	托拉塞米	美阿沙坦钾*
	盐酸贝那普利	精氨酸培哚普利	奥美沙坦酯
	马来酸依那普利	奈必洛尔	替米沙坦
	氨氯地平	LCZ696	卡维地洛
中枢神经和精神领域	加巴喷丁	左乙拉西坦	阿戈美拉汀
	卡比多巴	西酞普兰	喹硫平
	盐酸苄丝肼	普瑞巴林	阿立哌唑
	舍曲林	美洛加巴林	非奈利酮
	瑞美吉泮	度洛西汀	奥比卡朋
	舒泽曲近	左旋多巴	多奈哌齐
	布立西坦	帕罗西汀	曲唑酮
其他领域	司美格鲁肽	达格列净	依度沙班
	替尔泊肽	壬二酸	恩利西肽*
	奥氟格列隆*	乌帕替尼	维贝隆
	奥司他韦	达比加群酯	伏立康唑
	恩格列净	利伐沙班	瑞司美替罗

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司原料药研发以全流程项目管理为抓手，强化选药立项、工艺开发、中试验证、注册申报各环节统筹管控，持续提升研发效能。重点布局高活性药物、无菌及细胞毒类等高端特色原料药，持续优化产品管线结构，同步扩充多肽发酵类产品矩阵，强化晶型专利研究及技术研究能力，推动业务由大宗原料药向高壁垒、高附加值原料药领域转型升级。同时深度贴合市场需求，深化研产销协同联动，精准匹配终端市场销售布局。2026 年上半年公司原料药通过审评审批 20 个，完成新产品立项 15 个、新产品申报 39 项。

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 制剂：国内集采政策逐步温和，海外制剂有望扭亏为盈

公司仿制药业务已构建以心血管、精神障碍、神经系统、抗感染领域为核心，持续向消化系统、呼吸系统、抗肿瘤等治疗领域延伸拓展的多元化制剂产品矩阵，产品实现了中美双市场商业化销售。海外业务层面，公司在美国建立了自主销售、大型批发商、终端连锁药店及商业合作企业协同的多层次营销体系，销售网络基本覆盖美国主要大中型药品采购主体，持续提升中国制药企业在国际医药市场的品牌影响力；国内业务层面，公司依托对标国际标准的研发制造能力、严格的全流程质量管控体系等核心竞争优势，紧抓集中带量采购带来的行业发展机遇，实现国内市场的高效拓展，销售网络已覆盖全国 31 个省、自治区、直辖市。

表 18：公司主要国内制剂产品

领域	产品				
心血管领域	厄贝沙坦片	氯沙坦钾氢氯噻嗪片	培哚普利叔丁胺片	安立生坦片	阿哌沙班片
	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	奥美沙坦酯氢氯噻嗪片	盐酸贝那普利片	托伐普坦片	恩格列净片
	氯沙坦钾片	奥美沙坦酯氨氯地平片	非洛地平缓释片	盐酸尼卡地平注射液	二甲双胍恩格列净片（I）
	缬沙坦氢氯噻嗪片	替米沙坦片	硝苯地平控释片	注射用尼可地尔	利格列汀二甲双胍片（II）
	奥美沙坦酯片	福辛普利钠片	托拉塞米片	琥珀酸美托洛尔缓释片	
	缬沙坦片	赖诺普利片	坎地沙坦酯氢氯噻嗪片（II）	利伐沙班片	
	缬沙坦氨氯地平片	马来酸依那普利片	培哚普利氨氯地平片(III)	达比加群酯胶囊	
中枢神经和精神领域	盐酸帕罗西汀片	奥氮平片	盐酸美金刚片	多巴丝肼片	
	盐酸舍曲林片	奥氮平口崩片	左乙拉西坦片	甲磺酸雷沙吉兰片	
	草酸艾司西酞普兰片	盐酸鲁拉西酮片	左乙拉西坦缓释片	卡左双多巴缓释片	
	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	氨磺必利片	左乙拉西坦注射用浓溶液	利培酮片	
	阿戈美拉汀片	富马酸喹硫平片	托吡酯片		
	阿立哌唑片	富马酸喹硫平缓释片	拉莫三嗪片		
	阿立哌唑口崩片	盐酸多奈哌齐片	拉考沙胺片		
其他领域	磷酸奥司他韦胶囊	注射用培美曲塞二钠	罗库溴铵注射液	吡美莫司乳膏	
	伏立康唑片	白消安注射液	甲氨蝶呤注射液	赛洛多辛胶囊	
	奈韦拉平片	艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊	非布司他片	普瑞巴林胶囊	
	恩替卡韦片	美沙拉秦肠溶片	马来酸曲美布汀片		
	注射用伏立康唑	艾拉莫德片	枸橼酸托法替布片		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 19：公司主要美国制剂产品

领域	产品		
心血管领域	厄贝沙坦片	替米沙坦氢氯噻嗪片	依那普利片

下载日志已记录，仅供内部参考

	氯沙坦钾片	缬沙坦氢氯噻嗪片	卡托普利片
	缬沙坦片	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	赖诺普利氢氯噻嗪片
	替米沙坦片	氯沙坦钾氢氯噻嗪片	奈必洛尔片
	奥美沙坦酯片	福辛普利钠片	奈必洛尔缬沙坦片
	坎地沙坦酯片	坎地沙坦酯氢氯噻嗪片	替卡格雷片
	奥美沙坦酯氢氯噻嗪片	赖诺普利片	盐酸贝那普利片
中枢神经和精神领域	阿立哌唑片	左乙拉西坦片	盐酸哌甲酯片
	利培酮片	左乙拉西坦注射用浓溶液	二甲磺酸赖右苯丙胺胶囊*
	帕罗西汀片	左乙拉西坦缓释片	—
	帕罗西汀胶囊	替马西泮胶囊	—
	艾司西酞普兰片	罗匹尼罗片	—
	盐酸安非他酮缓释片	盐酸罗匹尼罗缓释片	—
	氯硝西泮片	盐酸多奈哌齐片	—
其他领域	伏立康唑片	格隆溴铵注射液	盐酸芬特明片
	富马酸二甲酯缓释胶囊	罗库溴铵注射液	环苯扎林片
	罗氟司特片	注射用培美曲塞二钠	美索巴莫片
	他达拉非片	非布索坦片	强力霉素缓释片
	多西环素胶囊	非诺贝特片剂	呋塞米片

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2026 年内，第 12 批集采将正式落地，在三个维度上，出现了较为明显的变化。

（1）从中选覆盖面与降价幅度看，第 12 批整体趋于温和。第 12 批 521 个产品、327 家企业中选，产品和企业中选率分别为 60.7%、66.1%，均高于第 11 批和第 10 批。

（2）从市场格局变化看，第 12 批通过厂牌报量和医院二次分量机制，使采购量分配更加贴近原有临床使用结构，对存量市场的冲击预计也会小于部分此前批次。

（3）从参与企业和中选结果看，第 12 批平均每个品种约 15 家企业参与投标，单品种最多有 49 家企业参与竞争，均处于较高水平，集采的企业参与度扩大。但在“反内卷”的规则导向下，第 12 批的中选结果更加分散，整体呈现头部企业多品种中选、原研药不再大面积落选、长尾企业并存的格局。

我们认为集采的竞争逻辑正在发生变化。过去市场习惯把集采理解为“谁报得更低，谁就能拿到更多市场”。第 12 批则进一步强化了另一个维度：低价仍然重要，但企业的临床基础、供应能力和综合履约能力，正在越来越直接地影响最终结果。

2026H1 公司统筹推进产品成果转化和研发合规体系建设，前瞻性布局中长期创新产品管线。针对大宗仿制药，公司紧跟集采政策与市场动态，以注册落地为引领，强化项目矩阵协同管理，持续释放研发成果的商业化价值。复杂仿制药则聚焦具有高技术壁垒、高注册审批门槛的产品，加快适配美国市场需求的生物类似药研发，有效提升产品附加值和核心竞争力。同时同步推进研发组织架构变革，打造精干高效科研团队，完善分层分类立项遴选机制和全流程项目管理体系，提升研发运行效能。2026H1，国内市场累计获批新产品 12 项，完成注册申报 7 项（含抢首仿产品盐酸卡利拉嗪胶囊）；美国市场获 FDA 批准 1 项为加巴喷丁胶囊。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测及关键假设

核心板块关键假设：

（一）原料药及中间体销售板块：

公司为国内乃至全球特色原料药龙头之一，考虑到需求端全球慢病需求持续上升，产品价

下载日志已记录，仅供内部参考

格处于相对底部，有望企稳回升；增量品种上，公司新研与抢仿原料药品种注册与商业化节奏持续加快。考虑到存量品种价格企稳，增量品种增长持续加速。在特色原料药价格企稳（未出现明显增长）的假设下，我们预计 2026-2028 年原料药及中间体板块收入分别为 39.03/42.58/46.28 亿元，增速分别为 12.5%/9.1%/8.7%。

（二）成品药销售板块：

国内制剂端，集采降价对公司影响基本出清，后续新纳入集采品种有望为公司提供稳定的现金流；除集采之外，公司持续拓展院外业务增量，带动非集采/院外品种销售加速；海外制剂端，公司销售恢复良好，ANDA 批文数量国内领先，后续有望保持稳定增长。我们预计 2026-2028 年成品药销售板块收入分别为 54.97/59.69/65.01 亿元，增速分别为 9.9%/8.6%/8.9%。

表 20：公司分板块业绩预测

		2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
原料药及中间体销售	收入（百万元）	3160.09	3646.41	3469.09	3902.72	4257.87	4628.30
	yoy	-3.9%	15.4%	-4.86%	12.50%	9.10%	8.70%
	毛利（百万元）	1510.21	1728.03	1640.18	1657.10	1807.89	1965.18
	毛利率	47.8%	47.39%	47.28%	42.46%	42.46%	42.46%
	收入占比	38.03%	38.19%	39.98%	40.62%	40.79%	40.81%
成品药销售	收入（百万元）	4731.57	5758.63	5001.48	5496.63	5969.34	6500.61
	yoy	4.7%	21.71%	-13.15%	9.90%	8.60%	8.90%
	毛利（百万元）	3237.81	4120.88	3467.03	3858.63	4238.23	4647.94
	毛利率	68.4%	71.56%	69.32%	70.20%	71.00%	71.50%
	收入占比	56.95%	60.32%	57.64%	57.21%	57.19%	57.31%
技术服务	收入（百万元）	122.16	62.88	44.90	45.35	45.80	46.26
	yoy	264.5%	-48.5%	-28.60%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利（百万元）	89.02	28.26	24.27	23.64	23.88	24.12
	毛利率	72.9%	44.94%	54.06%	52.14%	52.14%	52.14%
	收入占比	1.47%	0.66%	0.52%	0.47%	0.44%	0.41%
贸易	收入（百万元）	5.25	5.51				
	yoy	-96.1%	5.00%				
	毛利（百万元）	0.49	0.52				
	毛利率	9.4%	9.39%				
	收入占比	0.06%	0.06%				
其他	收入（百万元）	30.11	266.78	162.17	163.79	165.43	167.09
	yoy	610.1%	786.0%	-39.21%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利（百万元）	20.42	168.55	82.64	99.78	100.78	101.79
	毛利率	67.8%	63.18%	50.96%	60.92%	60.92%	60.92%
	收入占比	0.36%	2.79%	1.87%	1.70%	1.58%	1.47%

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：

我们预计公司 2026-2028 年总体收入分别为 96.08/104.38/113.42 亿元，同比增长分别为 11.89%/8.64%/8.66%；归属于上市公司股东的净利润分别为 12.46/12.24/15.40 亿元。

4.2. 估值与投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值，公司为国内特色原料药龙头之一，中间体-原料药-制剂一体化布局全面。此外，公司创新药业务进入收获期。根据业务定位、原料药品种等角度选择可比公司，包括科伦药业、奥赛康、天宇股份、川宁生物。考虑到公司为国内特

下载日志已记录，仅供内部参考

色原料药龙头之一，原料药与中间体板块价格端企稳有望恢复，新品种持续贡献增量；制剂端海内外持续发力；此外，创新药板块已经有产品上市、海外授权，有望为公司多元化增长提供助力，看好公司进入恢复增长阶段，给予 2026 年 27 倍 PE，目标价 22.48 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 21：可比公司估值

公司简称	收盘价（元）	目前市值（亿元）	净利润（亿元）				PE(X)			
			2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
科伦药业	38.2	607.8	29.4	17.0	20.3	24.8	20.7	35.7	30.0	24.5
奥赛康	12.5	116.2	1.6	2.4	3.2	4.4	72.5	49.1	35.8	26.7
天宇股份	21.8	75.8	0.6	1.4	3.0	4.1	135.4	54.2	25.5	18.5
川宁生物	7.9	176.6	14.0	7.7	7.7	9.0	12.6	23.0	22.9	19.7
可比公司平均	20.1	244.1	11.4	7.1	8.6	10.6	60.3	40.5	28.5	22.3

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：预测数据来源为万得一致预期，收盘价及总市值为 2026 年 10 月 14 日收盘数据

5. 风险提示

新产品研发注册风险。医药行业的新产品开发具有技术难度大、前期投资大、审批周期长的特点，从前期开发到临床试验，从注册申报到产业化生产的周期长，环节多，存在着技术、审核等多种不确定因素的影响，未来产品的竞争形势也将发生变化。近年来，随着公司生物药、新药以及抢首仿、挑战专利等高难度复杂制剂等研发管线的布局和研发创新性的提高，药物研发和临床试验等研发投入持续加大，如新产品未能研发成功或者最终未能通过注册审批，将对公司前期投入的回收和效益实现产生不利影响。

质量管控风险。近年来随着国内外监管机构系列新规、新制度的不断出台和更新完善，对药品从研发、生产到上市的各个环节的要求更加严格，对全过程的质量管理和风险管控提出了更高要求。

主要原料药产品价格波动风险。近年来，受地缘政治、俄乌冲突、发达国家持续推进“本土化”战略等影响，原料药市场价格竞争愈发激烈，公司主要产品价格也因此存在一定的波动，将有可能会对公司经营业绩造成不利影响。

汇率波动风险。公司主要从事原料药和制剂的研发、生产和销售，业务范围包括美国、欧盟、东南亚等境外国家或区域。目前公司境外业务主要采用美元结算，同时，公司以美元从欧盟等地采购部分资源。随着国际形势复杂程度加深，一旦结算货币相对人民币汇率发生较大变动，将对公司业务收入和利润水平产生一定影响。

贸易环境变化风险。公司业务范围涵盖美国、欧盟、东南亚等境外国家或区域。近年来，受地缘政治、俄乌冲突、发达国家“去中国化”等不同程度的影响，国际形势复杂多变，贸易冲突加剧，经贸壁垒层层高筑，未来如果国际形势复杂程度进一步加剧，可能会对公司的出口业务造成不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,536.57	1,504.29	768.68	835.08	907.38
应收票据及应收账款	2,942.80	2,867.72	2,384.84	3,906.51	2,882.21
预付账款	94.95	76.42	79.54	105.24	97.00
存货	3,413.42	3,712.41	3,352.84	4,985.10	3,874.71
其他	495.41	581.43	548.63	598.78	654.44
流动资产合计	**8,483.15**	**8,742.27**	**7,134.54**	**10,430.70**	**8,415.74**
长期股权投资	421.57	373.39	373.39	373.39	373.39
固定资产	6,352.55	7,380.37	6,534.38	5,686.75	4,834.66
在建工程	2,188.17	1,987.10	2,172.75	2,254.11	2,283.91
无形资产	2,116.40	2,221.53	2,095.24	1,968.94	1,842.64
其他	699.53	798.29	743.72	711.79	711.73
非流动资产合计	**11,778.21**	**12,760.69**	**11,919.47**	**10,994.97**	**10,046.32**
资产总计	**20,261.35**	**21,502.96**	**19,054.01**	**21,425.67**	**18,462.06**
短期借款	2,110.00	2,860.32	3,625.63	3,724.66	744.39
应付票据及应付账款	1,585.05	1,806.91	1,152.80	2,412.45	1,488.35
其他	2,226.20	4,410.16	2,923.45	3,253.01	3,334.91
流动负债合计	**5,921.26**	**9,077.40**	**7,701.88**	**9,390.12**	**5,567.64**
长期借款	2,511.67	1,841.05	370.45	300.00	250.00
应付债券	1,882.14	0.00	1,361.40	1,265.14	1,127.17
其他	871.84	1,093.49	954.74	950.37	967.61
非流动负债合计	**5,265.66**	**2,934.54**	**2,686.59**	**2,515.51**	**2,344.78**
负债合计	**11,241.32**	**12,046.93**	**10,388.47**	**11,905.63**	**7,912.42**
少数股东权益	122.25	13.35	(26.49)	(76.17)	(149.45)
股本	1,466.76	1,497.25	1,497.25	1,497.25	1,497.25
资本公积	1,185.42	1,610.40	156.74	156.74	156.74
留存收益	6,301.18	6,194.87	7,067.34	7,923.79	9,002.00
其他	(55.58)	140.17	(29.30)	18.43	43.10
股东权益合计	**9,020.03**	**9,456.04**	**8,665.54**	**9,520.04**	**10,549.64**
负债和股东权益总计	**20,261.35**	**21,502.96**	**19,054.01**	**21,425.67**	**18,462.06**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,107.46	227.33	1,246.39	1,223.50	1,540.30
折旧摊销	932.58	1,024.70	1,086.64	1,092.58	1,098.59
财务费用	139.34	267.30	398.62	237.35	110.96
投资损失	28.23	(20.71)	(450.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(442.81)	(394.46)	301.75	(1,828.68)	1,151.32
其它	407.86	125.93	(38.80)	(84.09)	(107.71)
经营活动现金流	**2,172.66**	**1,230.09**	**2,544.60**	**630.66**	**3,783.45**
资本支出	1,741.32	1,673.54	438.75	204.37	132.76
长期投资	3.69	(48.18)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,665.29)	(3,492.91)	(323.23)	(369.45)	(266.61)
投资活动现金流	**(1,920.28)**	**(1,867.55)**	**115.52**	**(165.08)**	**(133.86)**
债权融资	401.49	252.56	(1,415.77)	(101.15)	(3,171.28)
股权融资	(382.37)	502.19	(1,979.97)	(298.03)	(406.01)
其他	(152.03)	(137.69)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	**(132.91)**	**617.07**	**(3,395.74)**	**(399.19)**	**(3,577.29)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**119.48**	**(20.40)**	**(735.61)**	**66.40**	**72.31**

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**9,547.43**	**8,587.15**	**9,608.49**	**10,438.44**	**11,342.26**
营业成本	3,636.60	3,421.51	3,969.34	4,267.66	4,603.24
营业税金及附加	116.83	111.13	117.58	128.01	140.86
销售费用	1,678.90	1,577.07	1,729.53	1,826.73	1,962.21
管理费用	1,464.24	1,558.91	1,277.93	1,377.87	1,485.84
研发费用	986.69	1,229.12	941.63	1,012.53	1,088.86
财务费用	95.48	248.16	398.62	237.35	110.96
资产/信用减值损失	(159.46)	(196.43)	(60.00)	(53.00)	(52.00)
公允价值变动收益	(69.49)	48.74	18.12	(13.12)	(3.02)
投资净收益	(28.72)	18.80	450.00	10.00	10.00
其他	355.57	113.67	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	**1,470.79**	**456.46**	**1,581.99**	**1,532.18**	**1,905.28**
营业外收入	9.95	15.16	10.00	9.00	8.00
营业外支出	17.13	27.74	20.00	18.00	16.00
利润总额	**1,463.61**	**443.88**	**1,571.99**	**1,523.18**	**1,897.28**
所得税	356.15	216.55	382.52	370.64	461.67
净利润	**1,107.46**	**227.33**	**1,189.47**	**1,152.54**	**1,435.61**
少数股东损益	(11.52)	(39.07)	(56.92)	(70.97)	(104.69)
归属于母公司净利润	**1,118.98**	**266.40**	**1,246.39**	**1,223.50**	**1,540.30**
每股收益（元）	0.75	0.18	0.83	0.82	1.03

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	14.91%	-10.06%	11.89%	8.64%	8.66%
营业利润	30.79%	-68.96%	246.58%	-3.15%	24.35%
归属于母公司净利润	34.74%	-76.19%	367.87%	-1.84%	25.89%
获利能力					
毛利率	61.91%	60.16%	58.69%	59.12%	59.42%
净利率	11.72%	3.10%	12.97%	11.72%	13.58%
ROE	12.58%	2.82%	14.34%	12.75%	14.40%
ROIC	9.03%	2.53%	9.92%	9.52%	10.15%
偿债能力					
资产负债率	55.48%	56.02%	54.52%	55.57%	42.86%
净负债率	65.69%	68.29%	71.27%	65.61%	29.51%
流动比率	1.42	0.96	0.93	1.11	1.51
速动比率	0.85	0.55	0.49	0.58	0.82
营运能力					
应收账款周转率	3.52	2.96	3.66	3.32	3.34
存货周转率	2.79	2.41	2.72	2.50	2.56
总资产周转率	0.49	0.41	0.47	0.52	0.57
每股指标（元）					
每股收益	0.75	0.18	0.83	0.82	1.03
每股经营现金流	1.45	0.82	1.70	0.42	2.53
每股净资产	5.94	6.31	5.81	6.41	7.15
估值比率					
市盈率	22.08	92.74	19.82	20.19	16.04
市净率	2.78	2.62	2.84	2.57	2.31
EV/EBITDA	8.79	9.70	9.47	10.17	8.38
EV/EBIT	11.80	14.18	14.39	16.10	12.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com