

## 荃信生物-B (02509.HK) 深度研究报告

## 深耕自免领域，单抗双抗全面布局

- ❖ 荃信生物 (2509.HK) 成立于 2015 年，并于 2024 年 3 月 20 日在港交所上市；是一家专注于自身免疫及过敏性疾病生物疗法的生物科技公司，全面覆盖自身免疫疾病的四个主要疾病领域，即皮肤病、风湿病、呼吸系统和消化系统疾病。
- ❖ **1.0 管线：乌司奴类似药国产首个上市，单抗布局全面。**公司基于完整的自主创新形成多个创新品种的产品管线，其中与华东医药合作的乌司奴类似药赛乐信®已于 2024 年 10 月获批上市，截至 2025H1 已发货 6 万支，首个商业化产品迎来收获期。此外，还有 3 个品种处于临床 III 期，3 个品种分别处于临床 II 期及 I 期，适应症覆盖银屑病、特应性皮炎、强直性脊柱炎、系统性红斑狼疮、哮喘、炎症性肠病等多种疾病，是国内在自身免疫及过敏性疾病领域布局领先的公司之一。
- ❖ **2.0 管线：创新双抗未来高潜力，出海强预期。**公司基于丰富的单抗分子积累，高效推进长效自免双抗研发，首个双抗预计 2025 年第四季度获批 IND，2025 年内还计划申报 2 个双抗。公司自主研发的长效自免双抗成功 BD 出海体现其研发实力，在自免双抗开发的行业趋势中有望崭露头角；2025 年 4 月，与 Caldera Therapeutics 就公司自主研发的临床前阶段的一款长效自免双抗 QX030N 签订授权许可协议，授予 Caldera 开发及商业化 QX030N 的全球独家许可。此外，公司基于丰富的自免靶点单抗分子库及以科学为前提的协同效应判断，正在持续评估一系列双抗分子的治疗潜力和 BD 合作潜力，并将择优推进至 IND 申报及临床研究阶段。
- ❖ **研发、生产及销售整合布局，商业化确定性增加。**公司具备抗体开发周期的全流程闭环能力，衔接早研和生产以快速推动单抗、双抗等产品开发，在泰州自有 87 亩 GMP 生产基地及 150 多名成员组成的 CMC 团队，具备年生产治疗性抗体 300 kg 左右产能；就临床后期管线分别与华东医药、翰森制药、健康元等公司达成商业化合作，商业化确定性进一步增强；同时，公司积极推进产品出海，已有一款长效自免双抗产品 NewCo 出海。
- ❖ **投资建议：研发、生产及商业化合作有望充分释放单抗管线价值，系列双抗布局具备出海潜力，看好公司持续巩固在自免领域的领先地位。**我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 3.29、4.03 和 5.08 亿元，同比增长 107.2%、22.5% 和 26.0%；归母净利润为 -1.46、0.46 和 1.21 亿元。根据创新药管线估值方法（基于风险调整的现金流折现法）测算，给予公司整体估值 99.37 亿港元，对应目标价为 43.76 港元。首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：对外合作不达预期、临床进度不达预期、竞争格局变动**

## 主要财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万)	159	329	403	508
同比增速(%)	13648.3%	107.2%	22.5%	26.0%
归母净利润(百万)	-336	-146	46	121
同比增速(%)	33.9%	56.5%	131.3%	164.5%
每股盈利(元)	-1.51	-0.64	0.20	0.53
市盈率(倍)	-18.9	-44.5	142.4	53.8
市净率(倍)	27.8	25.2	21.8	23.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2025 年 9 月 12 日收盘价

## 强推 (首次)

目标价：43.76 港元

当前价：31.40 港元

## 华创证券研究所

证券分析师：刘浩

邮箱：liuhao@hcyjs.com

执业编号：S0360520120002

联系人：段江瑶

邮箱：duanjiangyao@hcyjs.com

## 公司基本数据

总股本(万股)	22,707.16
已上市流通股(万股)	22,707.16
总市值(亿港元)	71.30
流通市值(亿港元)	71.30
资产负债率(%)	80.94%
每股净资产(元)	1.02
12 个月内最高/最低价	30.95/5.95

## 市场表现对比图(近 12 个月)



## 投资主题

### 报告亮点

市场首篇公司深度报告，详细梳理公司管线价值。

公司首个商业化产品乌司奴单抗类似药迎来收获期，此外，还有 3 个品种处于临床 III 期，覆盖疾病领域广泛。

2025 年中期实现营业收入 2.06 亿元(+359.7%)，其中 1.80 亿来自 BD(QX030N 对海外授权，以及与翰森制药合作 IL-23p19 产品 III 期里程碑等收入)，BD 成为重要收入贡献来源。

### 投资逻辑

公司深耕自免药物研发，具备自有产能，单抗临床后期管线与大药企达成多项战略合作，研发、生产及商业化成熟布局有望充分释放单抗管线价值；积极布局系列双抗，未来高潜力，出海强预期。看好公司持续巩固在自免领域的领先地位。

### 估值与盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 3.29、4.03 和 5.08 亿元，同比增长 107.2%、22.5%和 26.0%；归母净利润为-1.46、0.46 和 1.21 亿元。根据创新药管线估值方法（基于风险调整的现金流折现法）测算，给予公司整体估值 99.37 亿港元，对应目标价为 43.76 港元。首次覆盖，给予“强推”评级。

# 目 录

一、荃信生物：专注自免领域，管线布局丰富	6
二、1.0 系列：生物制剂靶点全面布局	8
（一）乌司奴单抗类似药：赛乐信®国产首个获批	8
（二）IL-4R $\alpha$ 单抗 QX005N：差异化优先推进结节性痒疹	11
1、结节性痒疹	13
2、特应性皮炎	14
（三）IL-17A 单抗 QX002N：强直性脊柱炎	16
（四）IL-23p19 单抗 QX004N：银屑病更优靶点	18
（五）TSLP 单抗 QX008N：COPD 进度领先	20
1、COPD	21
2、哮喘	22
三、2.0 系列：下一代高潜力创新管线	25
（一）c-kit 单抗 QX013N：国内独家产品，竞争格局良好	25
（二）自免双抗系列：布局创新自免双抗矩阵，出海 BD 预期强	27
四、投资建议	28
五、风险提示	29

## 图表目录

图表 1	荃信生物在研管线 .....	6
图表 2	荃信生物的自有产能 .....	7
图表 3	荃信生物的战略合作 .....	7
图表 4	疾病治疗领域覆盖广泛 .....	8
图表 5	乌司奴单抗抗原研药喜达诺全球销售额 (亿美元) .....	8
图表 6	银屑病中的免疫功能异常 .....	9
图表 7	IL-12 和 IL-23 及其受体和下游信号通路 .....	9
图表 8	银屑病代表性生物制剂疗法的给药方式 .....	10
图表 9	不同疗法在生物制剂初治 (左) 和经治 (右) 患者中的药物留存率比较 .....	10
图表 10	IL-12/23p40 药物国内竞争格局 .....	11
图表 11	疾病治疗领域覆盖广泛 .....	12
图表 12	华东医药自免领域产品布局 .....	12
图表 13	PN 与 AD 的症状和致病机制对比 .....	13
图表 14	IL-4R $\alpha$ 单抗治疗 PN 的国内竞争格局 .....	13
图表 15	AD 中的靶向疗法 .....	15
图表 16	全身治疗对 AD 患者重要结局的影响比较表 .....	15
图表 17	IL-4R $\alpha$ 单抗治疗 AD 的国内竞争格局 .....	16
图表 18	IL-17A 在脊柱关节炎骨侵蚀和骨形成中的作用 .....	17
图表 19	IL-17A 单抗国内竞争格局 .....	17
图表 20	银屑病靶向治疗中的 TNF/IL-23/IL17 轴 .....	18
图表 21	IL-23/IL17 相关药物的药物留存率荟萃分析 .....	19
图表 22	IL-23p19 单抗国内竞争格局 .....	19
图表 23	TSLP 的诱导剂、来源和靶点 .....	21
图表 24	COPD 的疾病特征 .....	22
图表 25	COPD 的疾病进展 .....	22
图表 26	TSLP 单抗治疗 COPD 的竞争格局 .....	22
图表 27	TSLP 在通过不同炎症途径驱动哮喘的机制 .....	23
图表 28	TSLP 治疗哮喘的作用机制 .....	23
图表 29	哮喘生物制剂疗法的对比 .....	23
图表 30	TSLP 单抗治疗哮喘的竞争格局 .....	24
图表 31	MC 与组织细胞的细胞-细胞因子相互作用 .....	25
图表 32	c-kit 信号通路 .....	25
图表 33	CSU 的发病机制及潜在治疗靶点 .....	26

图表 34	c-kit 抑制剂治疗免疫疾病的竞争格局 .....	26
图表 35	荃信生物的自免双抗布局及开发策略 .....	27
图表 36	荃信生物核心产品销售额预测（经成功率调整） .....	28

### 一、荃信生物：专注自免领域，管线布局丰富

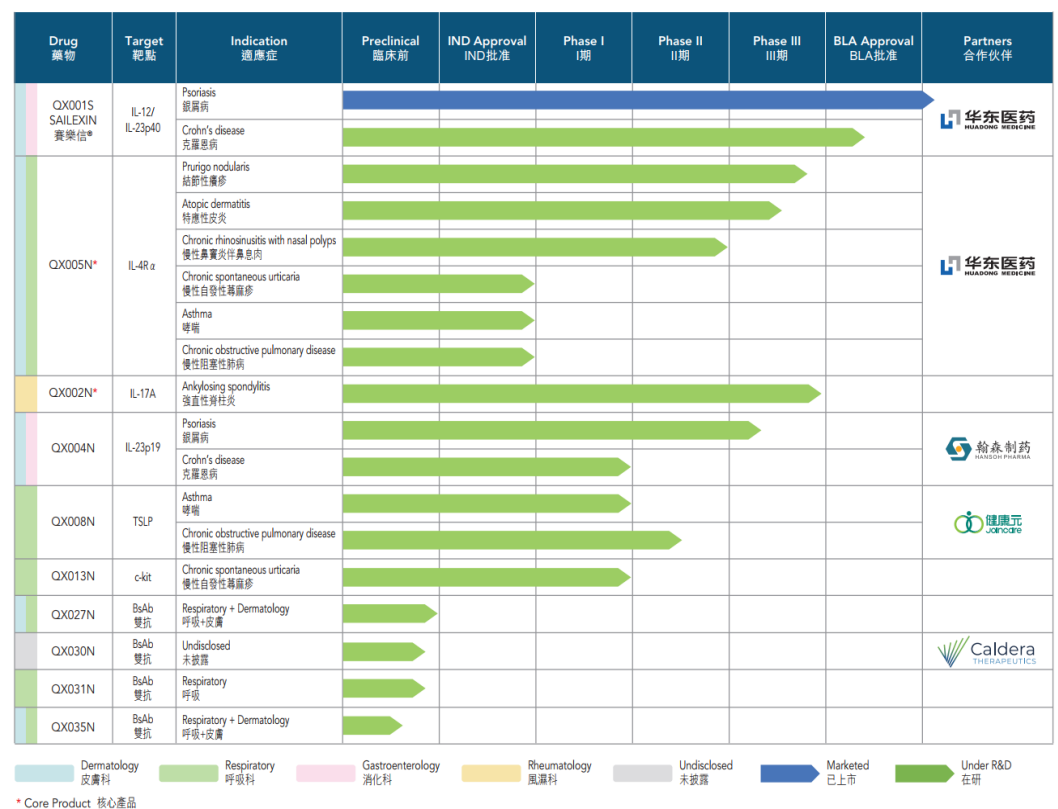
荃信生物 (2509.HK) 成立于 2015 年，并于 2024 年 3 月在港交所上市；是一家专注于自身免疫及过敏性疾病生物疗法的生物科技公司，全面覆盖自身免疫疾病的四个主要疾病领域，即皮肤病、风湿病、呼吸系统和消化系统疾病。

公司创始人裘霖宛先生于 1993 年 7 月于复旦大学毕业，取得遗传学及基因工程学学士学位；于 2005 年 6 月，取得浙江大学工商管理学硕士学位。裘霖宛先生拥有逾 30 年的生物药研发经验，并具备连续创业成功经历，于 2008 年 7 月创办江苏泰康生物医药有限公司，后该公司被并入迈威 (上海) 生物科技股份有限公司 (688062.SH) 旗下。

公司基于完整的自主创新能力已形成多个创新品种的产品管线，其中 1 个品种已获批上市，3 个品种处于临床 III 期，3 个品种分别处于临床 II 期及 I 期，适应症覆盖银屑病、特应性皮炎、强直性脊柱炎、系统性红斑狼疮、哮喘、炎症性肠病等多种疾病，是国内在自身免疫及过敏性疾病领域布局领先的公司之一。

此外，公司基于十年自免领域研发经验及丰富的单抗分子积累，高效推进长效自免双抗研发。首个双抗国内 IND 申请已于 2025 年 9 月 3 日获 NMPA 受理，预计 2025 年第四季度获批 IND，2025 年内还计划申报 2 个双抗。

图表 1 荃信生物在研管线



资料来源：荃信生物 2025 半年度报告

公司具备抗体开发全流程闭环能力，衔接早研和生产以快速推动单抗、双抗等产品开发。公司在泰州建立占地 87 亩的赛孚士 GMP 生产基地以及由 150 多名成员组成的 CMC 团队，生产基地具备自有产能，拥有四个 2,000 L 的一次性生物反应器、一条下游纯化生产线及两条制剂生产线，具备年生产治疗性抗体 300 kg 左右的生产能力。

图表 2 荃信生物的自有产能

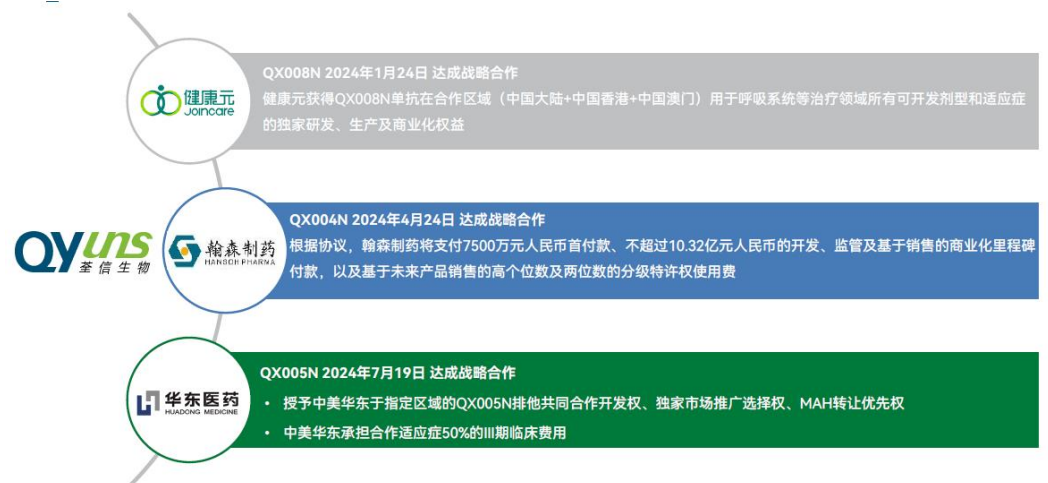
中国少数几家专注于自身免疫性疾病及过敏性疾病的生物技术公司之一，已通过GMP认证的商业级规模内部生产能力		成熟CMC能力、质量管理体系、符合cGMP标准的生产设施将确保临床研究和商业化产品以高质量、成本可控和可靠方式供应	
生产设施		CMC能力和质量管理	
<ul style="list-style-type: none"> <li>4 x 2,000L 一次性生物反应器</li> <li>约 300 kg 治疗性抗体年生产能力</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>成熟CMC能力提高生产效率</li> <li>通过质量保证 (QA) 和质量控制 (QC) 进行质量管理</li> </ul>	
			

24

资料来源：荃信生物 2025 中期业绩交流材料

战略合作方面，公司就临床后期管线分别与华东医药、翰森制药、健康元等公司达成商业化合作。通过商业端的深度绑定合作，公司达成了研发、生产及销售的全产业链整合布局，发展确定性进一步增强。

图表 3 荃信生物的战略合作



资料来源：荃信生物 2024 年业绩交流材料

## 二、1.0 系列：生物制剂靶点全面布局

公司专注于自身免疫及过敏性疾病，涵盖四大疾病领域和关键治疗途径。

图表 4 疾病治疗领域覆盖广泛

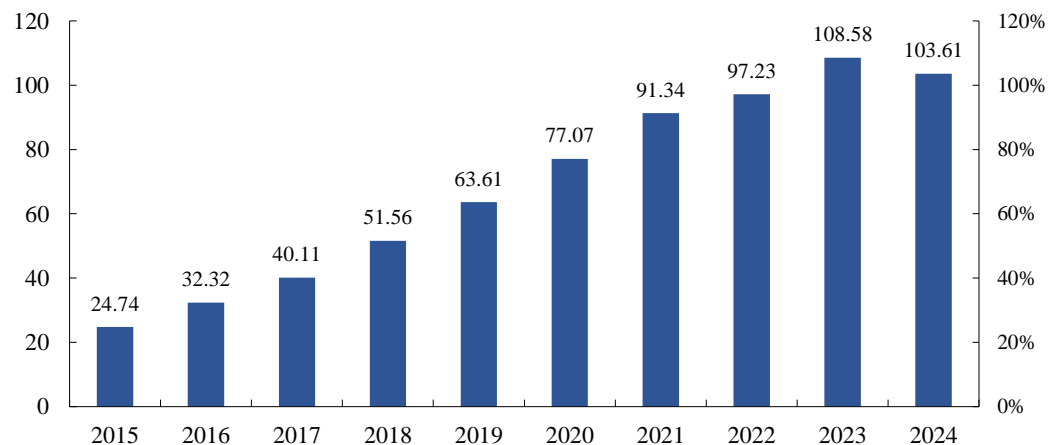


资料来源：荃信生物 2025 中期业绩交流材料

### (一) 乌司奴单抗类似药：赛乐信®国产首个获批

乌司奴单抗原研药于 2008 年首次获批上市，用于治疗斑块状银屑病，此后获批克罗恩病、溃疡性结肠炎、银屑病关节炎、幼年银屑病关节炎多个适应症。在国内，已获批用于对环孢素、甲氨喋呤或 PUVA（补骨脂素和紫外线 A）等其他系统性治疗不应答、有禁忌或无法耐受的成年中重度斑块状银屑病患者，对其他系统性治疗或光疗应答不足或无法耐受的 6 岁及以上儿童和青少年中重度斑块状银屑病患者，以及用于对传统治疗或 TNF $\alpha$  拮抗剂应答不足、失应答或无法耐受的成年中重度活动性克罗恩病患者。乌司奴单抗作为银屑病治疗领域的重磅产品，2024 年销售额为 103.61 亿美元（-4.6%）。

图表 5 乌司奴单抗原研药喜达诺全球销售额（亿美元）



资料来源：强生财报，华创证券

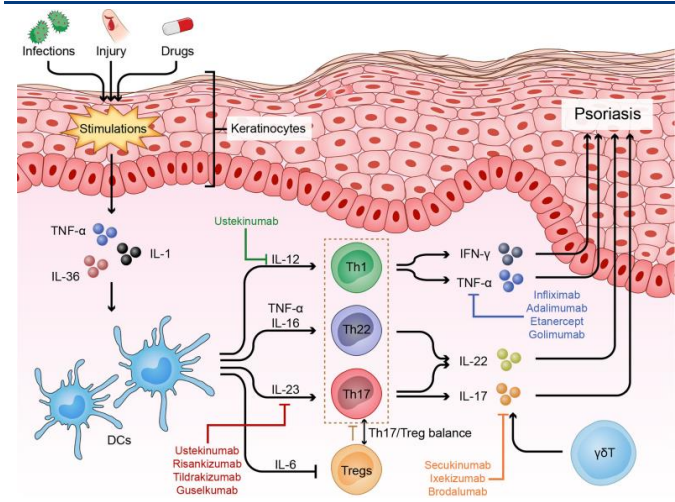
银屑病 (Ps) 是一种常见的慢性炎症性皮肤病，影响全球约 2%-3% 的人口。银屑病是一种异质性疾病，可分为不同的临床类型，最常见的类型是斑块状银屑病，会导致皮肤干燥、发痒和凸起的斑块，并带有银色鳞屑，占有银屑病病例的近 90%。此外还有滴状

银屑病、反向银屑病、脓疱型银屑病和红皮病性银屑病。根据灼识咨询报告，2023 年，中国银屑病患者人数预计约 720 万，其中 60% 患有中重度银屑病。

非甾体抗炎药 (NSAID) 及改善病情抗风湿药 (DMARD) 也常用于控制银屑病及缓解疼痛、僵硬及肿胀等症状，但疗效有限，靶向生物药物已成为中国中重度斑块型银屑病的主要治疗方案。鉴于生物制剂及小分子药物的疗效一般优于以往的传统治疗方法，建议以皮损完全清除 (PASI100) 或基本清除 (PASI90)、PGA0/1 作为达到满意疗效的指标。

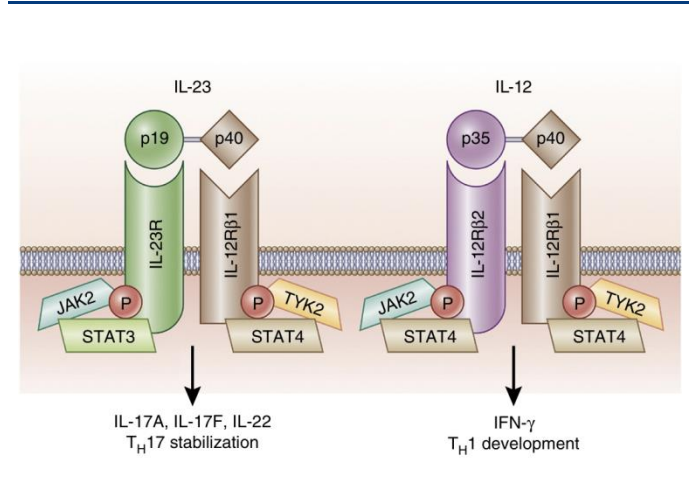
大量全基因组关联研究和临床试验的结果显示 TNF/IL-23/IL-17 信号通路在银屑病发病机制中具有核心作用，尤其是斑块状银屑病。治疗银屑病的部分生物制剂包括针对 IL-17A 及 IL-23 的抗体。IL-23 是斑块状银屑病致病途径中的上游靶点，靶向并阻断 IL-23 可有效减少 IL-17 及 IL-22 等促炎细胞因子的产生，靶向 IL-23 通路可实现更深和更持久的炎症缓解，在临床研究中显示出优越的疗效及安全性。乌司奴单抗通过阻断 IL-23 通路治疗银屑病，该药物靶向细胞因子 IL-23 与 IL-12 共同的 p40 亚基。

图表 6 银屑病中的免疫功能异常



资料来源: Peng Hu, et al., *The Role of Helper T Cells in Psoriasis*, 华创证券

图表 7 IL-12 和 IL-23 及其受体和下游信号通路



资料来源: Teng, M, et al., *IL-12 and IL-23 cytokines: from discovery to targeted therapies for immune-mediated inflammatory diseases*, 华创证券

银屑病是一种终身疾病，病程长、易复发，通常需要长期维持治疗。乌司奴单抗维持期每 12 周给药一次，便于患者长期用药管理。

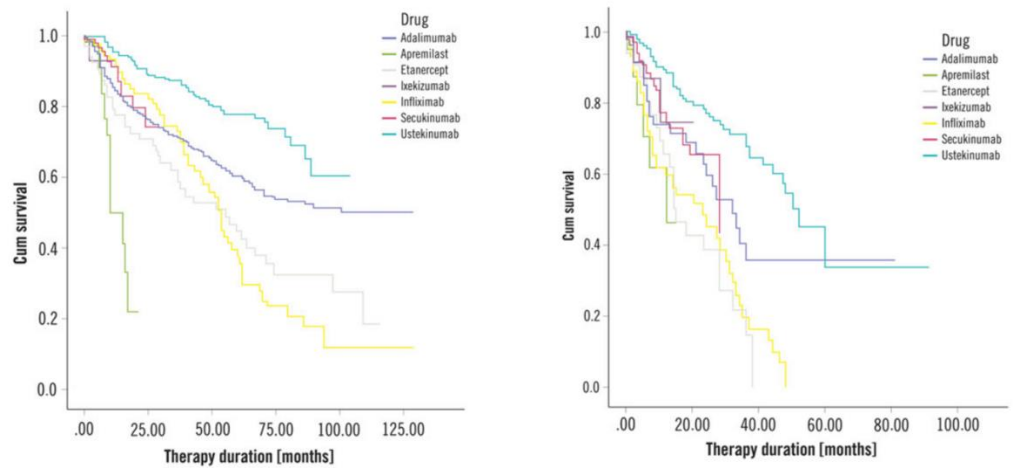
图表 8 银屑病代表性生物制剂疗法的给药方式

名称	靶点	给药方案
英夫利西单抗	TNF- $\alpha$	静脉滴注: 5 mg/kg 首次、第 2 周、第 6 周各注射 1 次, 此后 Q8W
阿达木单抗		皮下注射: 首次 80mg, 儿童体重 15-30 kg 每次 20mg, 体重 $\geq$ 30 kg 每次 40 mg 1 周后及以后 40 mg Q2W
乌司奴单抗	IL-12/IL-23p40	皮下注射: 45 mg, 体重 >100 kg 者每次 90mg 首次及第 4 周各 1 次, 此后 Q12W
司库奇尤单抗	IL-17A	皮下注射: 300 mg, 体重 <60 kg 可每次 150mg; 儿童体重 <50kg 者每次 75mg, 体重 $\geq$ 50kg 者每次 150mg 首次及第 1、2、3、4 周各 1 次, 此后 Q4W;
依奇珠单抗		皮下注射: 首次 160 mg, 第 2、4、6、8、10、12 周各 80 mg, 此后 80 mg Q4W
古塞奇尤单抗	IL-23p19	皮下注射: 100 mg, 首次和第 4 周各 1 次, 此后 Q8W
替瑞奇珠单抗		皮下注射: 100 mg, 首次和第 4 周各 1 次, 此后 Q12W

资料来源: 中国银屑病生物制剂及小分子药物治疗指南 (2024 版), 华创证券

药物留存率是指对于给定药物的依从率和持续用药时间, 受药物有效性、长期安全性以及患者和医生偏好等多重因素影响。银屑病生物制剂的药物留存率很好地反映了治疗的安全性、有效性、患者依从性和总体满意度, 可作为银屑病的一种治疗目标。一项对 1,606 名患者的分析显示, 乌司奴单抗的药物留存率在生物制剂中具有优势, 在生物制剂初治患者和经治患者中留存率水平都有较高水平。

图表 9 不同疗法在生物制剂初治 (左) 和经治 (右) 患者中的药物留存率比较



资料来源: Lunder et al., Drug survival of biological therapy is showing class effect: updated results from Slovenian National Registry of psoriasis, 华创证券

2024 年 10 月, 公司开发的中国首个乌司奴单抗生物类似药赛乐信® (QX001S) 获批用于银屑病成人患者; 2025 年 3 月, 赛乐信® 获批用于银屑病儿童患者。此外, 赛乐信® 用于克罗恩病适应症于 2025 年 2 月 BLA 获得受理。

QX001S 的氨基酸序列与乌司奴单抗原研的氨基酸序列完全相同, QX001S 的结构、理化性质、生物活性和稳定性也与乌司奴单抗原研高度相似, 只是 N-糖修饰导致电荷分布不

同。临床前药理学、毒理学和 PK 特征的研究显示, QX001S 在 PD、PK 和毒理学方面与乌司奴单抗原研高度相似。在针对银屑病的 III 期临床试验中, QX001S 在疗效、安全性、免疫原性和 PK 特征方面证明了与乌司奴单抗原研的临床等效性。

2020 年, 公司授予中美华东在中国大陆对 QX001S 进行合作开发和独家商业化权利, 自中美华东收取首付款及里程碑付款合共人民币 5,000 万元, 在抵消归因于 QX001S 商业化亏损后, 双方将以 50:50 比例分享 QX001S 所产生的累计税前利润。

与华东医药的战略合作将有助确保赛乐信®高效和快速商业化。此外, 乌司奴原研药已在医保目录, 赛乐信®作为生物类似药上市后自动纳入医保。截至 2025 年 6 月 30 日, 公司已向中美华东发货超过 6 万支, 2025 年中美华东国内目标销售金额 3 亿元。

**图表 10 IL-12/23p40 药物国内竞争格局**

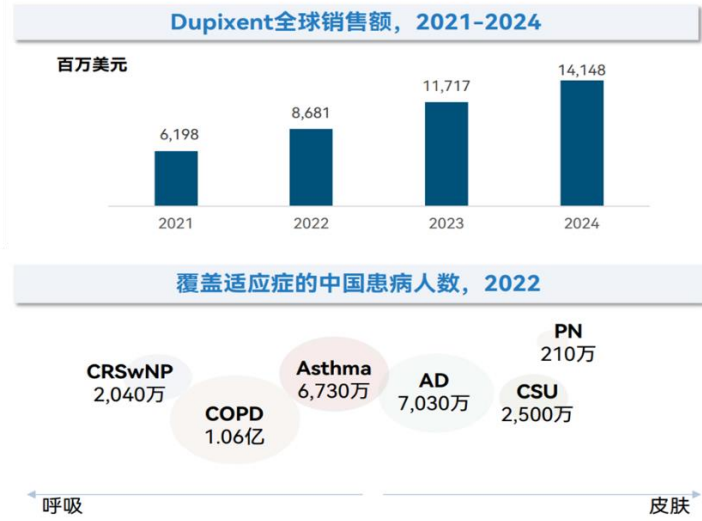
名称	适应症公司	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期	Ps 适应症国内开发进度	Ps 适应症最高研发阶段开始
乌司奴单抗	强生(原研)/BMS	批准上市	2017-11-07	批准上市	2017-11-07
乌司奴单抗	荃信生物(原研)/华东医药	批准上市	2024-10-29	批准上市	2024-10-29
依若奇单抗	康方生物	批准上市	2025-04-15	批准上市	2025-04-15
乌司奴单抗	百奥泰(原研)/Hikma Pharmaceuticals/World Medicine/Dr.Reddy's Laboratories/Tabuk /Gedeon Richter/Biommm/吉瑞医药	NDA	2024-05-09	III 期	2021-01-28
乌司奴单抗	石药集团	NDA	2024-11-26	NDA	2024-11-26
乌司奴单抗	Fuji Pharma/Alvotech(原研)/STADA/Teva	IND	2021-08-26		

资料来源: 医药魔方数据库(数据截至 2025 年 8 月 29 日), 华创证券

## (二) IL-4R $\alpha$ 单抗 QX005N: 差异化优先推进结节性痒疹

IL-4R $\alpha$  靶向药可同时阻断 IL-4 与 IL-13 两条通路, 能够显著抑制炎症性 Th2 细胞, 以及下游的参与炎症反应的嗜酸性粒细胞、肥大细胞、嗜碱性粒细胞的活性, 在各种炎症相关疾病治疗中前景广阔。首个被批准用于治疗中度至重度特应性皮炎的生物制剂 IL-4R $\alpha$  靶向单抗度普利尤单抗 2024 年销售额已达 141.48 亿美元 (+20.7%), 其中中国 2024 年销售额 25.49 亿元 (+33.1%)。

图表 11 疾病治疗领域覆盖广泛



资料来源: 荃信生物 2025 中期业绩交流材料

国内布局 IL-4R $\alpha$  单抗公司较多, 但对应的 IL-4R $\alpha$  单抗的适应症空间较大。公司自主研发的 QX005N 注射液已获得用于治疗成人中重度特应性皮炎、12-17 岁青少年特应性皮炎、结节性痒疹、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、慢性自发性荨麻疹、哮喘及慢性阻塞性肺疾病等适应症的 7 项 IND 许可。

2024 年 7 月, 公司授予中美华东于指定区域的 QX005N 排他共同合作开发权、独家市场推广选择权、MAH 转让优先权, 中美华东承担合作适应症 50% 的 III 期临床费用。QX005N 也成为华东医药自免矩阵关键产品之一。

图表 12 华东医药自免领域产品布局

**华东医药自身免疫领域全产品线布局**

▲ 合作开发    ■ 国内已上市产品

分类	剂型	移植免疫	银屑病	类风湿关节炎	特应性皮炎	结节性痒疹	克罗恩病	强直性脊柱炎	复发性心包炎/冷球蛋白综合征	脂溢性皮炎	白癜风
生物制剂	注射液		赛乐信® 恩利® IMB-101		QX005N ▲ QX005N ▲ 赛乐信® 恩利® IMB-102				炎朵®		
	外用制剂		ZORYVE® 乳膏(0.3%) Wynzora 乳膏		ZORYVE® 乳膏(0.15%) ZORYVE® 乳膏(0.05%)						
口服	口服胶囊		ZORYVE® 泡沫(0.3%)								ZORYVE® 泡沫(0.3%)
	口服片剂				他克莫司软膏						
口服	口服溶液					HDM3010					HDM3010
	颗粒										
	干混悬剂										
	凝胶										

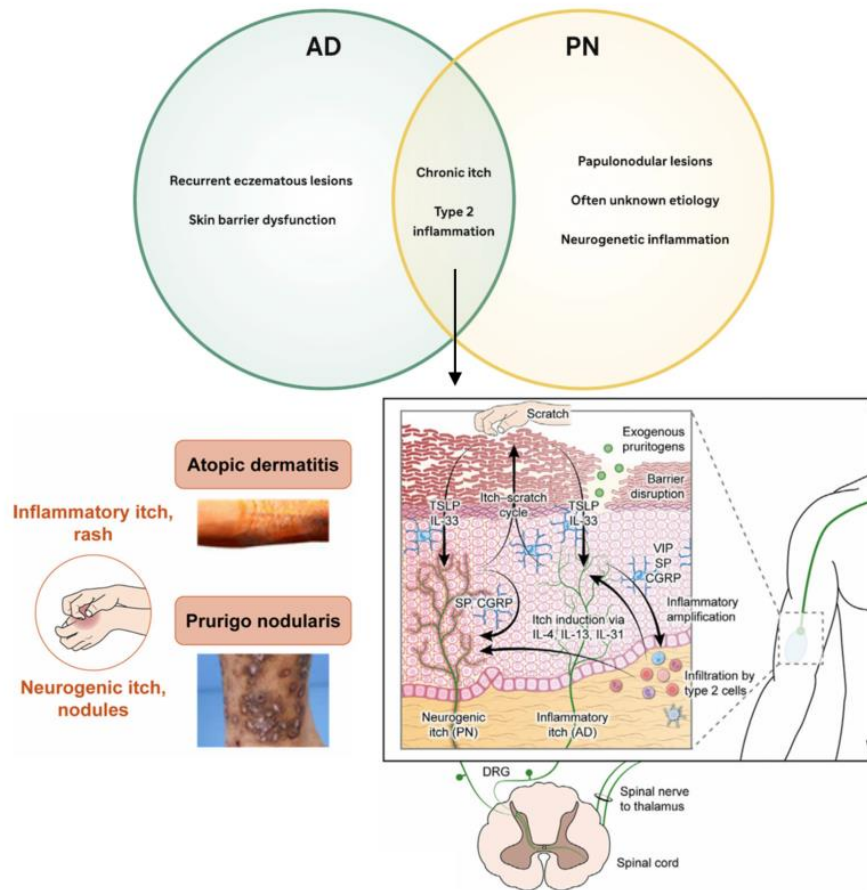
\*拥有商业化权益      自免领域已实现口服小分子药物、生物制剂及外用制剂产品的全覆盖 >>

资料来源: 华东医药 2024 年年报

### 1、结节性痒疹

结节性痒疹 (PN) 是一种慢性瘙痒性、炎症性皮肤病，其临床表现为高度角化、对称分布于四肢伸侧的瘙痒性丘疹和结节。该疾病瘙痒程度较特应性皮炎等其他皮肤类疾病更为严重。PN 的持续瘙痒会引起抓挠，引发角质形成细胞释放警报蛋白，包括 IL-25、IL-33 和 TSLP。警报素激活树突状细胞以促进 2 型炎症，从而导致瘙痒介质激增，瘙痒感通过瘙痒-抓挠循环使 PN 病情加重。

图表 13 PN 与 AD 的症状和致病机制对比



资料来源: Kim B, et al., Neuroimmune interplay during type 2 inflammation: Symptoms, mechanisms, and therapeutic targets in atopic diseases

靶向 IL-4R $\alpha$  的度普利尤单抗是唯一获得 NMPA 批准的适用于 PN 适应症的靶向药物。公司针对 QX005N 差异化地优先推进 PN 适应症，在国内在研药物中，临床进度处于第一梯队。

图表 14 IL-4R $\alpha$  单抗治疗 PN 的国内竞争格局

名称	适应症公司	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期
度普利尤单抗	再生元(原研)/赛诺菲	批准上市	2023-09-22
QX005N	荃信生物(原研)/华东医药	III 期	2024-04-07
司普奇拜单抗	康诺亚(原研)/石药集团	III 期	2024-05-22
comekibart	麦济生物(原研)/康哲药业	III 期	2024-12-17

SHR-1819	恒瑞医药	II/III 期	2024-08-14
度普利尤单抗	齐鲁制药	IND	2025-05-14
BA2101	博安生物(原研)/健康元	IND	2022-08-30
度普利尤单抗	百奥泰(原研)/SteinCares	IND	2024-06-25

资料来源：医药魔方数据库（数据截至 2025 年 8 月 29 日），华创证券整理

2024 年 1 月，公司自主研发的 QX005N 获得针对 PN 的 BTD 认定，成为中国唯二取得 BTD 认定的 IL-4R $\alpha$  单抗。

2024 年 6 月，QX005N 注射液治疗 PN 的 II 期临床数据在 2024 CSD 大会上以口头报告形式发布。该试验纳入 120 例受试者按 1:1:1:1 随机分配至 300 mg 组（首剂 600 mg）、450 mg 组、600 mg 组和安慰剂组，每两周给药一次，治疗 16 周，随后进入 8 周的随访期，研究时长总计 24 周。主要终点为第 16 周时 WI-NRS 评分较基线改善  $\geq 4$  分的患者比例，其他疗效指标包含 IGA PN-S 评分、IGA PN-A 评分等。

研究结果显示，本次临床试验各剂量组均达到主要终点，300/450/600 mg 组第 16 周实现 WI-NRS 评分较基线改善  $\geq 4$  分的患者比例分别为 76.7%、83.3%及 76.7%，均显著优于安慰剂组的 30.0%（ $p < 0.0001$ ），显示出 QX005N 缓解瘙痒的显著疗效。此外，QX005N 于给药首周即快速起效，并在第 16 周给药结束后，瘙痒改善疗效维持至第 24 周随访结束。在改善皮损方面，300/450/600 mg 组及安慰剂组在第 16 周实现 IGA PN-S 评分为 0 或 1 的患者比例分别为 26.7%、30.0%、16.7%及 6.7%；在第 16 周实现 IGA PN-A 评分为 0 或 1 的患者比例分别为 30.0%、50.0%、33.3%及 10.0%，两项评分各剂量组均明显优于安慰剂组。

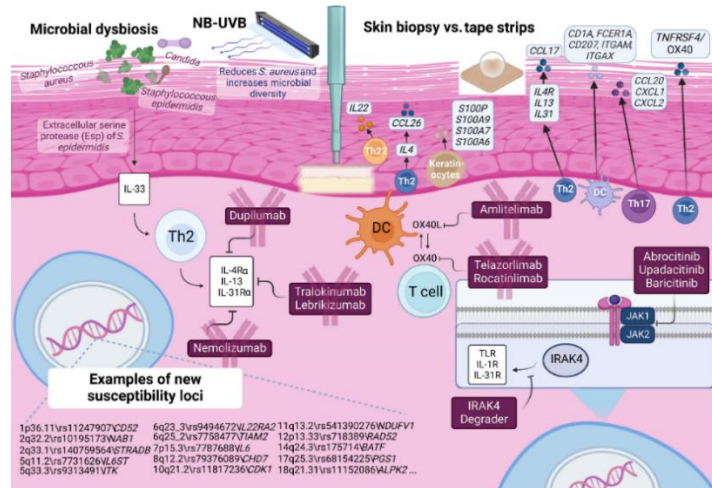
安全性方面，QX005N 注射液给药 16 周安全性与耐受性良好，未见  $\geq 3$  级 TEAE，未观察到其他特殊的安全信号。

2025 年 3 月 19 日，QX005N 注射液用于结节性痒疹的 III 期临床已完成全部 409 例受试者入组，这是国内首个由中国企业开展的针对 PN 适应症的 III 期临床试验，也是目前全球范围内最大人群规模的 PN 关键性临床试验，公司预计 2025H2 达到 III 期主要终点。公司计划于 2026H1 就 PN 适应症递交 BLA，预计于 2027H1 获批。

## 2、特应性皮炎

特应性皮炎（AD）通常称为湿疹或特应性湿疹，是最常见的慢性炎症性皮肤病，儿童患病率约为 13%，成人患病率约为 5%。2022 年，中国 AD 患者人数约为 7030 万人，约 30% 患者患有中重度 AD。

图表 15 AD 中的靶向疗法



资料来源: Meledathu S, et al., Update on atopic dermatitis.

对 IL-4、IL-13 和 IL-31 等关键细胞因子的生物疗法以及新型 JAK 抑制剂已被证明通过阻断潜在的免疫途径来有效控制 AD。抗 IL-4Rα 疗效在生物制剂中有优势，也是中国唯一获批准用于治疗 AD 的生物制剂疗法。

图表 16 全身治疗对 AD 患者重要结局的影响比较表

	Atopic Dermatitis Severity EASI (0-72)	Patient-Reported AD Severity POEM (0-28)	Itch NRS (0-10)	Sleep Disturbance NRS (0-10)	Eczema-Related Quality of Life DLQI (0-30)	Atopic Dermatitis Flares RD (95%CI)	Any Adverse Event RD (95%CI)	Serious Adverse Event RD (95%CI)
	MD (95%CrI)	MD (95%CrI)	MD (95%CrI)	MD (95%CrI)	MD (95%CrI)	RD (95%CI)	RD (95%CI)	RD (95%CI)
Baselines	29.00	20.87	7.10	5.30	14.74	139 per 1000	592 per 1000	22 per 1000
Cytostatics and Immunophilin Agents								
Azathioprine	-4.95 (-9.70 to -0.22)		-1.41 (-2.75 to -0.06)	-1.30 (-2.88 to 0.28)	-3.05 (-6.30 to 0.19)	-108 (-139 to 644)	193 (-541 to 404)	5 (-21 to 852)
Cyclosporine 4-5mg/kg (High Dose)	-13.38 (-17.01 to -9.83)		-2.05 (-2.79 to -1.33)	-1.45 (-2.37 to -0.58)	-8.34 (-12.54 to -4.11)		215 (22 to 324)	0 (-18 to 87)
Cyclosporine 2-3mg/kg (Low Dose)	-6.73 (-10.96 to -2.52)		-0.96 (-1.81 to -0.14)	-0.12 (-0.97 to 0.68)	-5.93 (-9.81 to -2.07)	0 (-136 to 757)	133 (-106 to 294)	35 (-18 to 516)
Methotrexate	-6.88 (-11.93 to -1.88)		-1.30 (-3.40 to 0.79)	-0.30 (-2.73 to 2.13)	-3.67 (-7.40 to 0.03)	-86 (-138 to 672)	177 (-154 to 343)	7 (-21 to 566)
Mycophenolate	-8.71 (-16.69 to -0.74)							
Monoclonal Antibodies								
Astegolimab	4.47 (-5.17 to 14.10)		0.66 (-1.20 to 2.54)			-64 (-122 to 133)	-169 (-377 to 71)	37 (-19 to 591)
Benralizumab	0.13 (-10.79 to 10.99)							
Dupilumab 300mg Q2W (Standard Dose)	-10.72 (-12.30 to -9.19)	-7.05 (-7.64 to -6.50)	-2.14 (-2.38 to -1.90)	-1.84 (-2.26 to -1.42)	-4.56 (-5.18 to -3.98)	-74 (-83 to -64)	-20 (-50 to 10)*	-11 (-14 to -7)
Fezakinumab	-4.98 (-13.97 to 4.02)						-52 (-312 to 188)	34 (-19 to 539)
Itepekimab	-3.82 (-11.33 to 3.68)		-1.30 (-2.74 to 0.13)			-55 (-105 to 57)		-13 (-21 to 55)
Lebrikizumab 250mg Q2W (Standard Dose)	-9.10 (-12.36 to -5.84)	-6.10 (-9.40 to -2.76)	-1.77 (-2.32 to -1.24)	-1.59 (-2.09 to -1.08)	-3.92 (-5.55 to -2.31)	-73 (-124 to 108)	70 (-48 to 171)*	-15 (-20 to 12)
Mepolizumab	-3.48 (-9.89 to 2.93)	-4.21 (-7.30 to -1.13)	-1.30 (-3.03 to 0.41)				-507 (-582 to -124)	-2 (-21 to 489)
Nemolizumab	-3.40 (-6.81 to 7.23)	-4.77 (-7.24 to -2.35)	-2.16 (-2.88 to -1.44)	-1.78 (-2.41 to -1.16)	-1.95 (-3.40 to -0.49)	3 (-42 to 66)	38 (-52 to 121)	4 (-13 to 51)
Omalizumab	0.17 (-6.81 to 7.23)	-0.51 (-3.59 to 2.51)				-20 (-104 to 194)	80 (-317 to 325)	0 (-15 to 45)
Tezepelumab	-2.13 (-6.98 to 2.68)		-0.57 (-1.95 to 0.81)			-4.01 (-6.76 to -1.22)	-66 (-258 to 118)	-8 (-18 to 32)
Tralokinumab 300mg Q2W (Standard Dose)	-6.45 (-8.67 to -4.27)	-4.47 (-5.37 to -3.58)	-1.08 (-1.51 to -0.65)	-0.93 (-1.36 to -0.49)	-2.36 (-3.21 to -1.51)	-57 (-72 to -40)	-1 (-43 to 40)*	-1 (-13 to 1)
Ustekinumab	1.58 (-5.01 to 8.27)		0.03 (-1.69 to 1.76)			-0.60 (-2.82 to 1.67)	-87 (-121 to 0)	-5 (-21 to 191)
Oral JAK Inhibitors								
Abrocitinib 200mg (High Dose)	-9.44 (-11.90 to -6.98)	-7.38 (-8.23 to -6.51)	-2.22 (-2.62 to -1.83)	-1.74 (-2.17 to -1.29)	-4.56 (-5.39 to -3.71)	-121 (-127 to -114)	85 (45 to 127)†	0 (-10 to 18)†
Abrocitinib 100mg (Low Dose)	-6.89 (-9.49 to -4.28)	-4.69 (-5.62 to -3.74)	-1.40 (-1.82 to -0.99)	-0.96 (-1.40 to -0.51)	-2.81 (-3.73 to -1.92)	-93 (-105 to -78)	5 (-42 to 51)†	-1 (-11 to 16)†
Baricitinib 2-4mg (High Dose)	-5.99 (-8.78 to -3.22)	-4.51 (-5.61 to -3.39)	-1.24 (-1.71 to -0.77)	-1.30 (-1.80 to -0.81)	-2.80 (-3.78 to -1.81)	-69 (-114 to 40)	60 (18 to 99)†	-6 (-13 to 6)†
Baricitinib 1mg (Low Dose)	-3.47 (-6.81 to -0.12)	-2.21 (-3.60 to -0.80)	-0.69 (-1.27 to -0.11)	-0.91 (-1.52 to -0.29)	-1.48 (-2.72 to -0.23)	-24 (-110 to 176)	19 (-36 to 72)†	8 (-6 to 36)†
Upadacitinib 30mg (High Dose)	-13.99 (-16.62 to -11.37)	-8.26 (-9.41 to -7.20)	-2.91 (-3.35 to -2.49)			-125 (-11.23 to -8.28)	108 (72 to 141)†	-4 (-11 to 7)†
Upadacitinib 15mg (Low Dose)	-11.43 (-14.25 to -8.64)	-6.54 (-7.64 to -5.45)	-1.90 (-2.35 to -1.45)			-8.36 (-9.83 to -6.89)	55 (14 to 95)†	-5 (-12 to 7)†
UV Light Therapy								
Narrow-Band UVB	-5.45 (-11.68 to 0.77)			-2.50 (-4.06 to -0.93)				
UVA/UVB Therapy	1.90 (-3.42 to 7.07)			-1.60 (-3.25 to 0.04)		-5.60 (-10.19 to -0.96)		36 (-531 to 321)
Other								
Oral Corticosteroid	-4.28 (-14.70 to 6.08)	-3.76 (-10.72 to 3.11)	-0.97 (-2.20 to 0.24)	-0.58 (-1.76 to 0.56)	-4.80 (-9.36 to -0.27)	133 (-134 to 824)		190 (-18 to 930)
Montelukast	-3.45 (-6.50 to -0.44)		0.71 (-0.54 to 1.95)	0.61 (-0.71 to 1.92)			-8 (-515 to 368)	42 (-19 to 614)

资料来源: Chu, Alexandro W.L, et al., Systemic treatments for atopic dermatitis (eczema): Systematic review and network meta-analysis of randomized trials

QX005N 注射液在 AD 适应症于 2025 年 8 月完成 III 期青少年和成人患者入组，未来获批后患者覆盖 12 岁及以上青少年和成年人。预计 2026H1 读出主要终点数据。公司计划于 2026H2 就 AD 适应症递交 BLA，预计于 2027H2 获批。

图表 17 IL-4R $\alpha$  单抗治疗 AD 的国内竞争格局

名称	公司	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期
度普利尤单抗	再生元(原研)/赛诺菲	批准上市	2020-06-19
司普奇拜单抗	康诺亚(原研)/石药集团	批准上市	2024-09-12
乐德奇拜单抗	康乃德(原研)/先声药业	NDA	2025-07-08
comekibart	麦济生物(原研)/康哲药业	III 期	2023-09-07
telikibart	智翔金泰	III 期	2023-12-14
SSGJ-611	三生国健	III 期	2023-12-14
QX005N	荃信生物(原研)/华东医药	III 期	2024-04-07
曼多奇单抗	康方生物	III 期	2024-04-11
SHR-1819	恒瑞医药	III 期	2024-05-28
TQH2722	正大天晴(原研)/博奥信(原研)	III 期	2024-08-13
度普利尤单抗	齐鲁制药	III 期	2025-03-14
BA2101	博安生物(原研)/健康元	II 期	2024-07-19
度普利尤单抗	百奥泰(原研)/SteinCares	IND	2024-06-25

资料来源：医药魔方数据库（数据截至 2025 年 8 月 29 日），华创证券整理

此外，QX005N 在慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症中于 2025 年 2 月完成 II 期临床。

### （三）IL-17A 单抗 QX002N：强直性脊柱炎

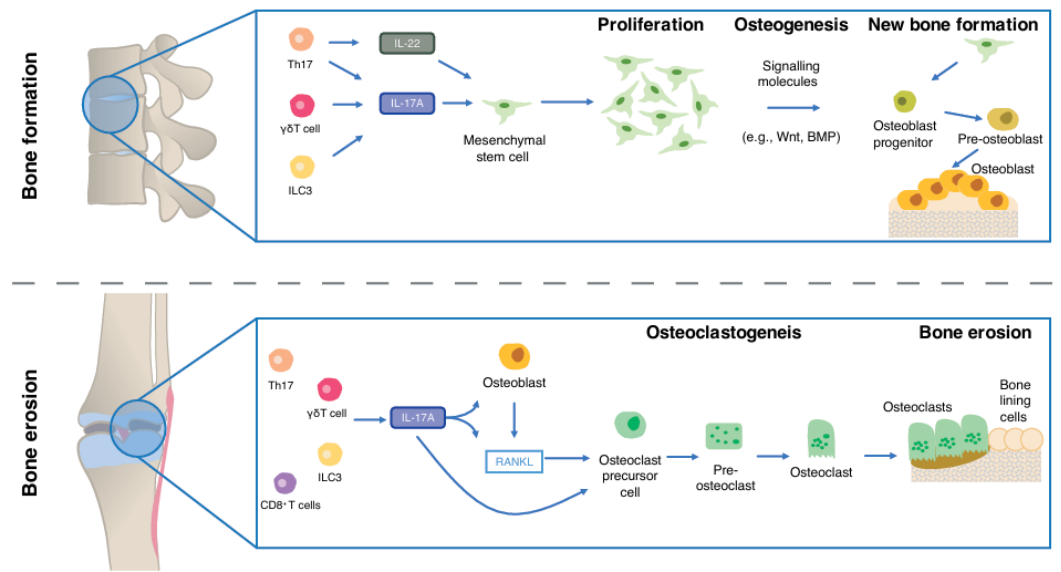
脊柱关节炎 (SpA) 包括相关但表型不同的炎症性疾病，如银屑病关节炎 (PsA)、放射学阴性中轴性脊柱关节炎 (nr-axSpA) 和放射学阳性中轴型脊柱关节炎 (axSpA，即强直性脊柱炎)、与炎症性肠病相关的关节炎、反应性关节炎、幼年特发性关节炎和急性前葡萄膜炎。

强直性脊柱炎 (AS) 是一种慢性进行性炎症性疾病，随着时间的推移导致关节灵活性降低和脊柱僵硬。2022 年中国强直性脊柱炎患病人数达到 390 万人，主要影响青壮年，治疗需求刚性。

目前，在中国获批用于 AS 临床治疗的生物制剂仅为 TNF 抑制剂及 IL-17 抑制剂，均作为对非甾体抗炎药治疗后病情仍持续活动的 AS 患者的推荐用药。高达 40% 的强直性脊柱炎患者对抗 TNF 治疗不耐受或未能达到足够疾病控制。在两类生物疗法中，IL-17A 抑制剂对未使用过 TNF- $\alpha$  抑制剂及对 TNF- $\alpha$  抑制剂不耐受或不能达到充分疾病控制的患者均有明显的临床益处。

IL-17A 抑制剂在治疗 SpA 的多个方面显示出疗效，包括银屑病关节炎、附着点炎、滑膜炎、骨侵蚀、新骨形成和疼痛。IL-17A 抑制剂被主流临床指南推荐为 AS 二线独立治疗方案，可以有效治疗接受一线传统治疗后疾病活动性高的强直性脊柱炎患者。

图表 18 IL-17A 在脊柱关节炎骨侵蚀和骨形成中的作用



资料来源: McGonagle DG, et al., *The role of IL-17A in axial spondyloarthritis and psoriatic arthritis: recent advances and controversies*

QX002N 是一种高亲和力重组人源化 IgG1 亚型抗人 IL-17A 单克隆抗体, 通过特异性结合 IL-17A, 阻止 IL-17AA 同二聚体和 IL-17AF 异二聚体与 IL-17 受体结合, 进而抑制核因子  $\kappa$ B 和激活蛋白 1 信号通路的激活, 通过阻止若干促炎信号通路的后续激活, 从而抑制炎症的发生和发展。

2025 年 2 月, QX002N 治疗强直性脊柱炎的 III 期临床试验达到主要终点, 研究共纳入 641 例中重度活动性强直性脊柱炎受试者, 其中 QX002N 组 322 例, 安慰剂组 319 例。首次分析研究结果显示: 主要疗效终点方面, 接受 QX002N (160 mg Q4W) 的治疗组第 16 周 ASAS40 应答率为 40.4%, 显著高于安慰剂组的 18.9% ( $p < 0.0001$ )。关键次要终点方面。两组第 16 周 ASAS20 应答率具有显著差异 (65.2% QX002N vs 41.3% 安慰剂;  $p < 0.0001$ )。QX002N 在 16 周双盲治疗期, 大多数患者发生的 TEAE 为 1-2 级, 与已上市的同类药物 AE 发生率相当, 未发现新的安全性信号。

公司计划于 2025Q4 递交 BLA, 预计 2027H1 获批。

图表 19 IL-17A 单抗国内竞争格局

名称	公司	AS 适应症国内开发进度	AS 适应症最高研发阶段开始
司库奇尤单抗	诺华	批准上市	2020-04-27
依奇珠单抗	礼来	批准上市	2022-07-26
赛立奇单抗	智翔金泰	批准上市	2025-01-14
夫那奇珠单抗	恒瑞医药	批准上市	2025-04-01
netakimab	Biocad(原研)/上药博康	III 期	2022-09-30
QX002N	荃信生物	III 期	2023-08-31
古莫奇单抗	康方生物	III 期	2023-10-08
HB0017	华博生物	III 期	2025-05-19
JS005	君实生物	II 期	2021-09-30

SSGJ-608	三生国健	II 期	2024-01-29
司库奇尤单抗	迈博太科	I 期	2023-01-18

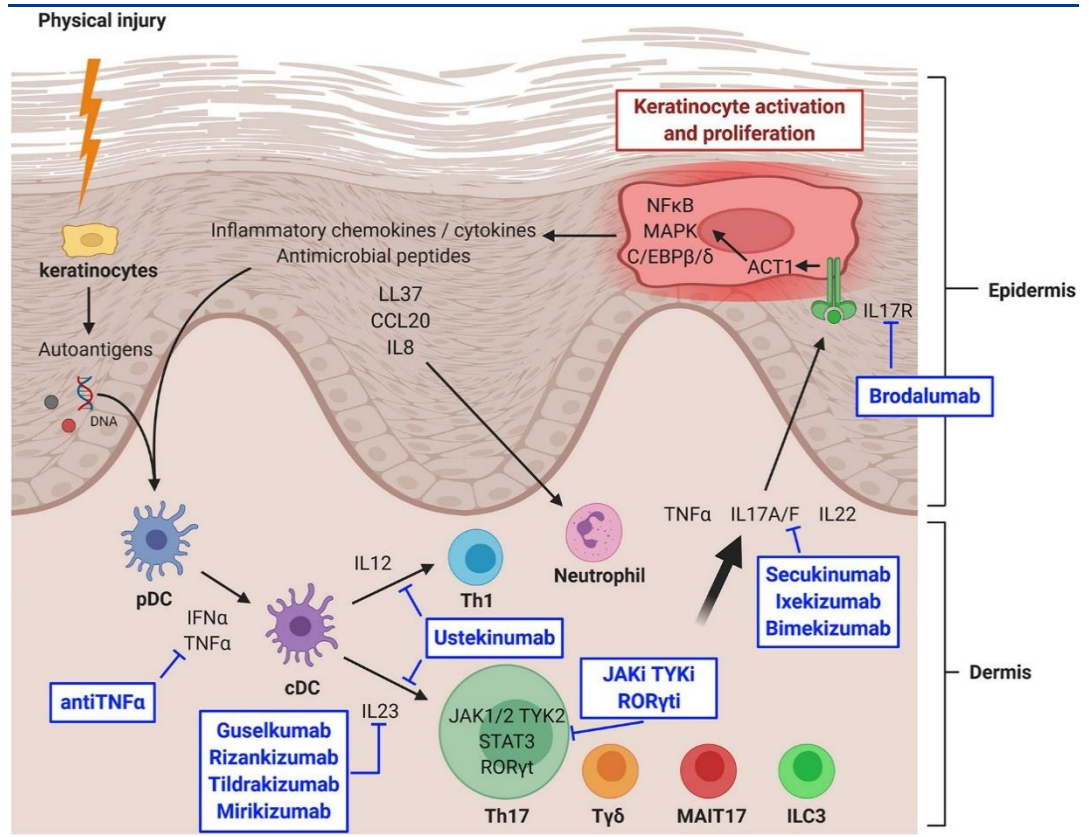
资料来源：医药魔方数据库（数据截至 2025 年 8 月 29 日），华创证券

注：仅统计统计临床后期管线

**（四）IL-23p19 单抗 QX004N：银屑病更优靶点**

在银屑病适应症中，抗 IL-12/23p40 抗体乌司奴单抗是继抗 TNF-α 抗体之后的第二代单克隆抗体，可以高效率诱导对 Th1 和 Th17 的非特异性抑制（第 12 周 PASI75: 67%），但起效速度较慢，通常在 3-6 个月。第三代单克隆抗体司库奇尤单抗和依奇珠单抗靶向 IL-17A，而比奇珠单抗阻断 IL-17A 和 IL-17F，布罗利尤单抗抑制 IL-17R，疗效也较好（第 12 周 PASI75: 77%-86%），但在 1-3 个月内起效速度更快。最新一代的单克隆抗体以特异性抗 IL-23 治疗为代表，如古塞奇尤单抗、利生奇珠单抗、替瑞奇珠单抗和米吉珠单抗，疗效较为理想（第 16 周 PASI90: 67%-75%），达到的速度与使用抗 IL-17 抗体时类似，并且没有抗 IL-17 抗体之前炎症性肠病发作的副作用。

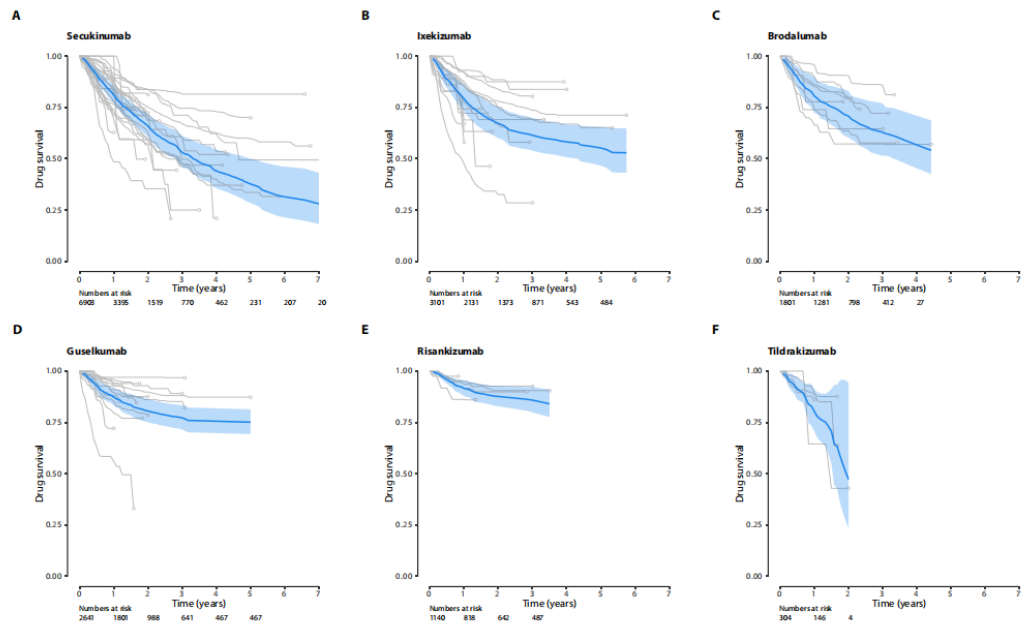
**图表 20 银屑病靶向治疗中的 TNF/IL-23/IL17 轴**



资料来源：Bugaut H, Aractingi S, Major Role of the IL17/23 Axis in Psoriasis Supports the Development of New Targeted Therapies

一项包括 69 个临床试验 48,704 名患者的药物留存率荟萃分析显示，以利生奇珠单抗及古塞奇尤单抗为代表的 IL-23p19 抑制剂留存率极高，提示海外市场对于该靶点抑制剂长期治疗及管控银屑病的认可。

图表 21 IL-23/IL17 相关药物的药物留存率荟萃分析



资料来源: Thomas SE, et al., Drug Survival of IL-17 and IL-23 Inhibitors for Psoriasis: A Systematic Review and Meta-Analysis

注: 蓝色表示药物留存率汇总数据, 灰色表示不同独立研究数据

QX004N 是一款特异性结合人 IL-23 的重组人源化 IgG1 单克隆抗体, 通过结合人 IL-23 的 p19 亚基, 阻断细胞外 IL-23 与细胞表面 IL-23 受体的结合, 抑制 IL-23 介导的促炎细胞因子和趋化因子的释放, 从而达到治疗银屑病的效果。

图表 22 IL-23p19 单抗国内竞争格局

名称	公司	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期	Ps 适应症国内开发进度	Ps 适应症最高研发阶段开始
古塞奇尤单抗	强生	批准上市	2019-12-10	批准上市	2019-12-10
替瑞奇珠单抗	康哲药业	批准上市	2023-05-26	批准上市	2023-05-30
利生奇珠单抗	BI(原研)/艾伯维	批准上市	2025-03-04	I 期	2019-07-18
米吉珠单抗	礼来	NDA	2024-10-09		
匹康奇拜单抗	信达生物	NDA	2024-09-26	NDA	2024-09-26
QX004N	荃信生物(原研)/翰森制药	III 期	2025-01-10	III 期	2025-03-21
NBL-012	NovaRock Biotherapeutics	I 期	2021-06-03		

资料来源: 医药魔方数据库 (数据截至 2025 年 8 月 29 日), 华创证券

2024 年 4 月, 公司与翰森制药达成战略合作, 翰森制药将获得 QX004N 单抗在大中华区所有可开发剂型和适应症的独家研发、生产及商业化权益; 公司将获得 7500 万元人民币首付款、高至 10.32 亿元人民币的开发、监管及基于销售商业化里程碑付款, 以及基于未来产品销售的高位数及两位数的分级特许权使用费。2025 年 8 月, 公司宣布 QX004N 已进入 III 期临床试验, 成为公司管线中第四个成功进入 III 期阶段的产品; 同时已收到翰森制药根据授权协议支付的银屑病 III 期里程碑及其他付款共计人民币 5800 万元。

QX004N 治疗银屑病的 II 期临床研究积极结果在 2025 AAD 大会上以最新突破性口头报

告形式 (late-breaking oral presentation) 发布。该研究采用随机、双盲、安慰剂对照、为期 52 周的试验设计, 包含 28 周的双盲治疗期 (前 16 周为安慰剂对照治疗期)、16 周的开放标签延长治疗期和 8 周的随访期。受试者随机分配至 QX004N 100 mg Q8W 组、200mg Q8W 组、200mg Q12W 组和安慰剂组。主要终点为 16 周达成 PASI 90 的受试者比例。16 周后, 安慰剂组接受试验药物 200 mg 治疗。

本研究共纳入 159 例受试者, 156 例受试者完成了主要终点评估。16 周时 200 mg Q8W 剂量组 PASI75、PASI90 的达成比例分别为 92.3% 和 76.9% (NRI 填补), 200mg Q12W 剂量组 PASI 100 高达 40%。16 周后 PASI 90 达成比例进一步提高, 200mg Q8W 剂量组第 20, 24 和 28 周分别高达 84.6%、89.7% 和 87.2%。

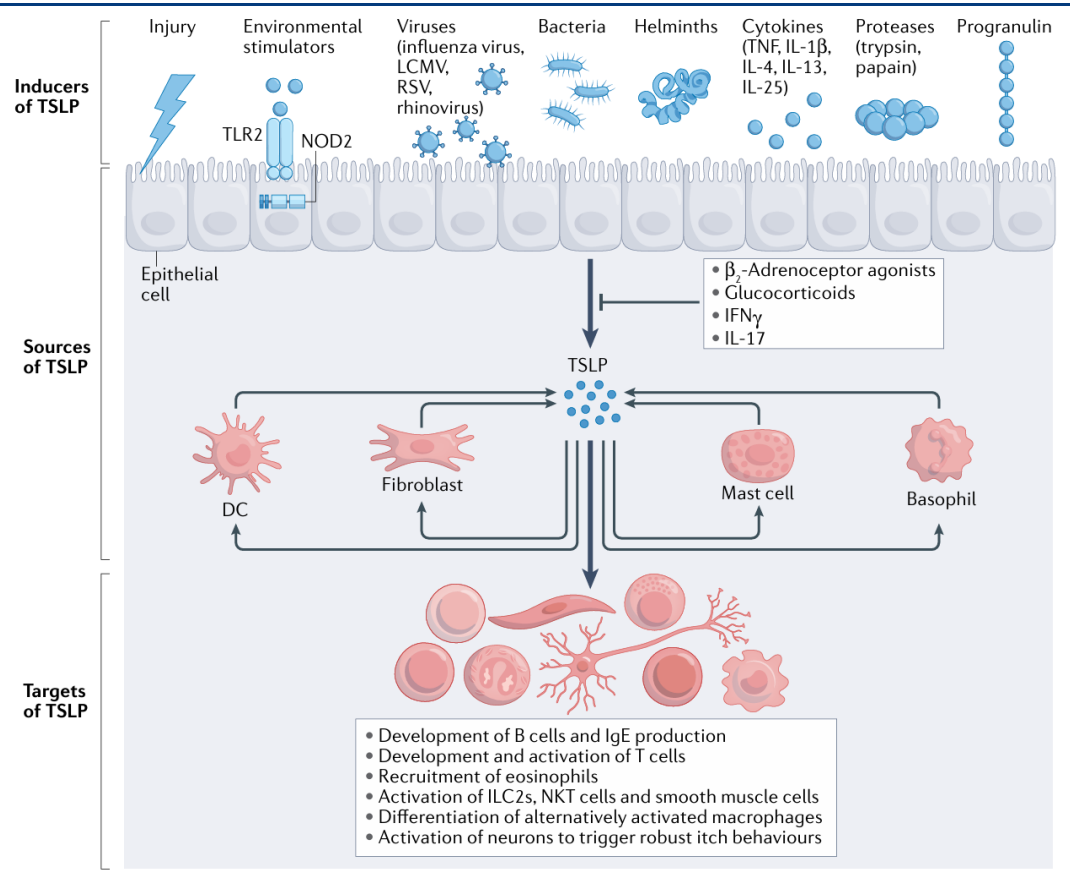
QX004N 起效迅速, 首次用药 4 周后 PASI 评分较基线下降超过 40%, 治疗 8 周 PASI 下降超过 70%, 16 周 PASI 平均值低于 3.3, 随后继续平稳下降, 28 周均值低于 3.0。患者生活质量持续改善, 受试者皮肤生活质量指数随治疗改善显著, 试验药物组 DLQI 评分均值在 16-28 周低于 5 分。

此外, QX004N 在克罗恩病适应症于 2024 年 5 月完成 Ia 期临床, 后续临床开发交由翰森制药主导。

#### (五) TSLP 单抗 QX008N: COPD 进度领先

TSLP 是由气道上皮表达的细胞因子, 位于多种炎症级联反应顶端, 是 2 型炎症重要驱动因素。在促进 2 型炎症反应过程中, TSLP 作为上皮细胞分泌的警报素, 触发气道对过敏原/病原体的初始炎症反应。TSLP 可直接作用于 DC 细胞以促进 Th2 细胞成熟, 有助于生成以 TSLPR 表达为特征的记忆 Th2 细胞的子集, 广泛作用于其他先天免疫细胞 (特别是 ILC2 和肥大细胞); 此外, TSLP 还可以刺激感觉神经末梢, 引起瘙痒症状。因此, TSLP 多态性与多种过敏性炎症、慢性炎症、自免疾病以及癌症相关, 包括哮喘、过敏性鼻炎、嗜酸性粒细胞增多症、AD 等。

图表 23 TSLP 的诱导剂、来源和靶点



资料来源: Ebina-Shibuya R, Leonard WJ. Role of thymic stromal lymphopoietin in allergy and beyond

特泽利尤单抗是当下唯一一款已经上市的抗 TSLP 人源化单克隆抗体，以高亲和力结合 TSLP 并阻断效应细胞上 TSLPR-TSLP- IL-7R $\alpha$  三元复合物的形成，以达到抑制 TSLP 诱导的人 DC 成熟和趋化因子产生、降低炎症发生的目的，2022-2024 年销售放量迅速，分别为 2.49 亿美元、6.53 亿美元 (+162.2%) 以及 12.19 亿美元 (+86.7%)。

QX008N 是一款靶向 TSLP 的人源化 IgG1 单克隆抗体，在 COPD 适应症已经完成 II 期患者入组，进度处于国产首位；在哮喘适应症处于 I 期。2024 年 1 月，公司与健康元药业达成战略合作；根据协议，健康元将获得 QX008N 单抗在中国大陆、中国香港和中国澳门用于呼吸系统等治疗领域所有可开发剂型和适应症的独家研发、生产及商业化权益；荃信生物将保留在合作区域外的研发、生产及商业化的权益。

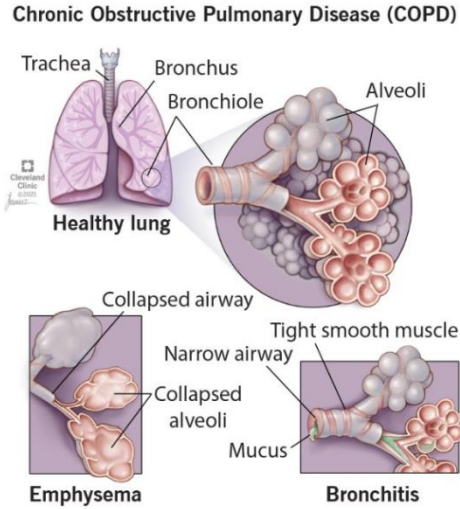
## 1、COPD

慢性阻塞性肺病 (COPD) 是指某些类型的不可逆的肺和气道损伤，该损伤会阻塞气道并导致呼吸困难，临床特征包括失去弹性、气道发炎和狭窄、肺泡肿大和受损以及粘稠粘液。2022 年，中国 COPD 患者人数约为 1.06 亿人。

随着时间的推移，慢性阻塞性肺病会逐渐恶化。健康个体的 1 秒用力呼气量 (FEV1) 会随着年龄的增长而缓慢下降，大约在 25 岁时达到峰值。大部分 COPD 患者会经历肺功能逐年加速下降，并在 FEV1 降至正常值的 60% 以下时出现症状，并且症状会随着气道阻塞的加重而加重，从体力活动减少到运动时呼吸困难，最终发展为静息时呼吸困难，最终导致呼吸衰竭；还有些 COPD 患者由于肺部发育受损可能从较低的峰值肺容量开始随年龄下降，即使 FEV1 下降速度接近健康人群，但由于峰值肺容量较低最终也会出现

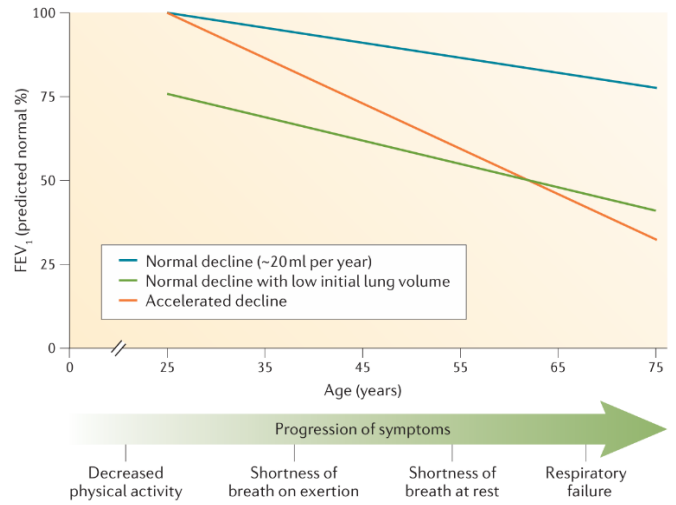
症状。

图表 24 COPD 的疾病特征



资料来源: Cleveland Clinic

图表 25 COPD 的疾病进展



资料来源: Barnes PJ, et al., Chronic obstructive pulmonary disease

健康元正在针对 QX008N 开展 COPD II 期临床试验, 已完成患者入组, 进度处于国内首位, 该研究是一项评价皮下注射 QX008N 治疗中、重度 COPD 有效性、安全性的随机、双盲、安慰剂对照 II 期临床研究, 在国内 65 个临床试验中心共入组 215 例受试者, 受试者接受 QX008N (420/520 mg, Q4W) 或安慰剂治疗, 治疗周期为 52 周。主要终点为 28 周以及 52 周治疗期间, 中、重度 AECOPD 发作的年化率。

预计 2026H1 启动 III 期临床试验。

图表 26 TSLP 单抗治疗 COPD 的竞争格局

名称	适应症	全球最高研发阶段	中国最高研发阶段
特泽利尤单抗	安进(原研)/阿斯利康	III 期	III 期
QX008N	荃信生物(原研)/健康元	II 期	II 期
solrikitung	默沙东(原研)/Uniquity Bio	II 期	
bosakitug	博奥信(原研)/正大天晴/Aclaris	II 期	II 期
MG-ZG122	麦济生物	I 期	I 期
APG333	Apogee(原研)/Paragon	I 期	
CM326	康诺亚(原研)/石药集团	IND	IND
HBM9378	科伦博泰(原研)/和铂医药(原研)/ Windward Bio(NewCo)	IND	IND
GR2002	智翔金泰	IND	
SHR-1905	恒瑞医药(原研)/GSK	IND	IND

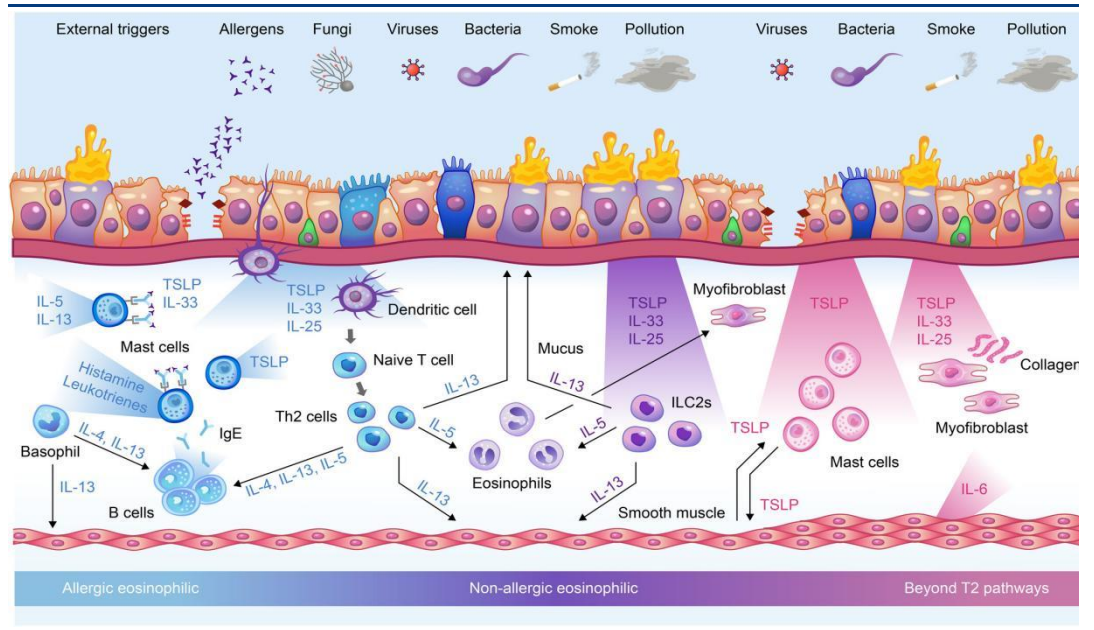
资料来源: 医药魔方数据库(数据截至 2025 年 8 月 29 日), 华创证券整理

## 2、哮喘

哮喘作为一种慢性气道炎症性疾病, 通常会因气道中的上游“警报素”TSLP 对吸入的过敏原、惰性物质或病原体做出反应而诱发; 此外, 其病理与 Th2 型细胞因子(IL-5、IL-

13 和 IL-4) 升高和气道嗜酸性粒细胞浸润有关, 研究数据表明, 哮喘气道炎症的严重程度与 TSLP 的表达水平呈正相关。2022 年, 中国哮喘患者人数约为 6730 万人。

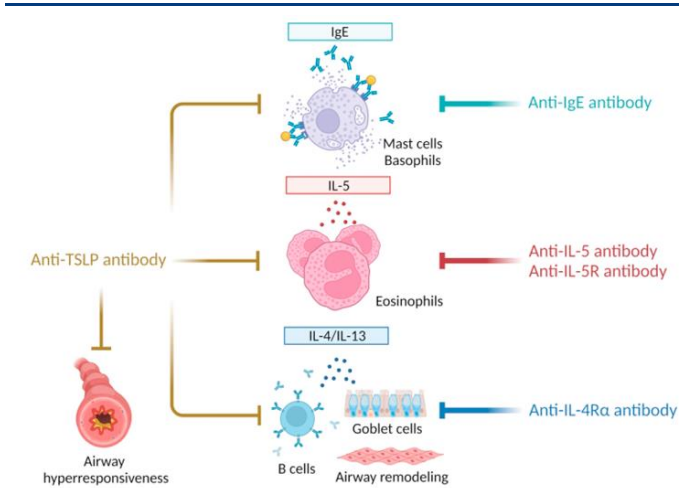
图表 27 TSLP 在通过不同炎症途径驱动哮喘的机制



资料来源: Caminati M, et al., Tezepelumab in patients with allergic and eosinophilic asthma

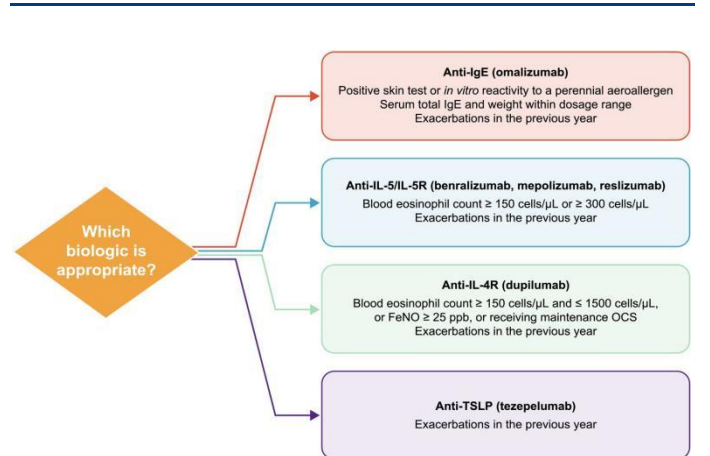
TSLP 单抗是唯一与嗜酸性粒细胞水平无关、且能在广泛人群中减少严重哮喘患者恶化的生物制剂, 无论基线嗜酸性粒细胞计数或过敏状态 (无需预先检测特定生物标志物, 如血嗜酸性粒细胞计数、IgE 水平等), 可显著降低患者的急性发作风险并延缓疾病进展。

图表 28 TSLP 治疗哮喘的作用机制



资料来源: Momoko Kurihara, et al., Current summary of clinical studies on anti-TSLP antibody, Tezepelumab, in asthma

图表 29 哮喘生物制剂疗法的对比



资料来源: Caminati M, et al., Tezepelumab in patients with allergic and eosinophilic asthma

QX008N 在临床前研究中观察到的 NOAEL 为 300mg/kg, 高于其拟定的临床最大剂量, 因此存在较大的安全性窗口。Ia 期临床试验中, QX008N 表现出优于内部制备的特泽利尤单抗类似物的效力, 并表现出良好的安全性。QX008N 组中的 29 名受试者 (82.9%) 合共报告 81 起 AE, 而安慰剂组中的 8 名受试者 (88.9%) 报告 21 起 AE, 均未导致受试者退出试验。

公司于 2023 年 8 月对中重度哮喘的成年患者开始 QX008N 的 Ib 期临床试验。该试验为一项在成年中重度哮喘患者中评估 QX008N 有效性、安全性、耐受性、药代动力学特征和免疫原性的多中心、随机、双盲、多次给药、剂量递增、安慰剂对照的 Ib 期临床研究。皮下注射，3 个剂量组，140 mg、280 mg、560 mg D1、D15、D29 给药一次，共 3 次。主要终点指标为第 12 周在使用支气管扩张剂前 FEV1 相对基线的变化。

**图表 30 TSLP 单抗治疗哮喘的竞争格局**

名称	适应症	全球最高研发阶段	中国最高研发阶段
特泽利尤单抗	安进 (原研)/阿斯利康	批准上市	NDA
bosakitug	博奥信(原研)/正大天晴/Aclaris	III 期	III 期
SHR-1905	恒瑞医药(原研)/GSK	III 期	III 期
CM326	康诺亚(原研)/石药集团	II 期	II 期
solrikigitug	默沙东(原研)/Uniquity Bio	II 期	
AZD8630	安进 (原研)/阿斯利康	II 期	II 期
MG-ZG122	麦济生物	II 期	II 期
HBM9378	科伦博泰(原研)/和铂医药(原研)/ Windward Bio(NewCo)	II 期	I 期
QX008N	荃信生物(原研)/健康元	I 期	I 期
LQ043H	洛启生物	I 期	I 期
GR2002	智翔金泰	I 期	I 期
STSA-1201	舒泰神	I 期	I 期
GB-0895	Generate Biomedicines	I 期	
APG333	Apogee(原研)/Paragon	I 期	

资料来源：医药魔方数据库（数据截至 2025 年 8 月 29 日），华创证券整理

### 三、2.0 系列：下一代高潜力创新管线

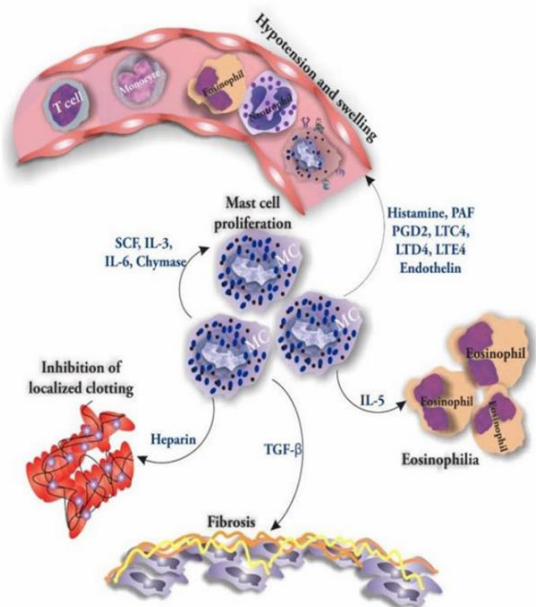
#### (一) c-kit 单抗 QX013N：国内独家产品，竞争格局良好

肥大细胞 (MC) 是一类先天免疫细胞，当 IgE 刺激其表面 Fc 受体时，会立即释放大量的组胺、血清素和其他炎症介质的分泌颗粒，通过产生和释放促炎介质、趋化因子和免疫调节细胞因子在宿主防御中发挥重要作用。MC 活化的症状包括突然发作的潮红、荨麻疹、血管性水肿、瘙痒、腹痛、头痛、腹泻、低血压、晕厥和肌肉骨骼疼痛，这些都是 MC 介质释放和浸润到靶器官的结果。

肥大细胞是炎症反应的关键驱动因素，然而目前的治疗手段主要为阻断肥大细胞释放的介质而非源头。直接抑制肥大细胞的激活和脱颗粒是一种创新疗法，用于治疗多种过敏性疾病，未来潜在适应症包括特应性皮炎、哮喘、过敏性鼻炎等。

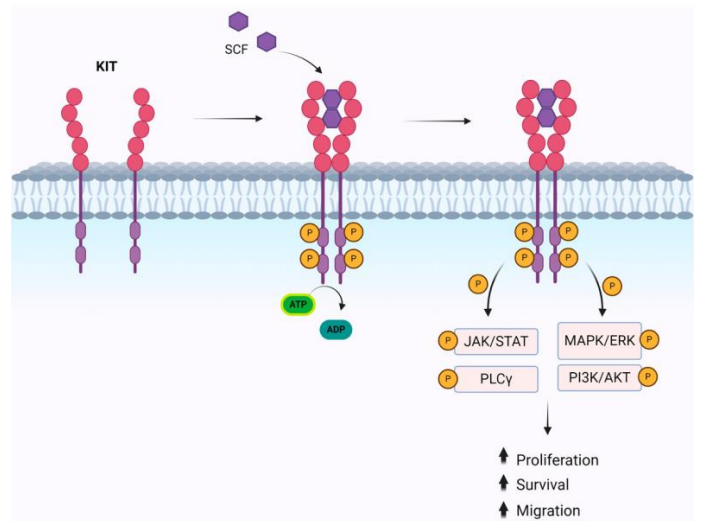
c-kit (也称作 KIT、CD117) 是一种 III 型酪氨酸激酶 (TK) 跨膜受体，在多种细胞类型中表达，可结合干细胞因子 (SCF)。c-kit 和 SCF 结合激活的信号参与许多生物过程，主要是细胞存活、增殖和迁移。在正常骨髓中，c-kit 在造血干细胞中表达，在自我更新和分化为各种类型的成熟细胞中起着重要作用。c-kit 在分化过程中逐渐下调，仅在肥大细胞、自然杀伤 (NK) 细胞和树突状细胞 (DC) 中表达，在免疫和炎症中发挥重要作用。c-kit 的下游信号传导涉及 MAPK/ERK、PI3K/AKT、PLC $\gamma$  和 JAK/STAT 通路的激活，共同有助于细胞存活、增殖和迁移。

图表 31 MC 与组织细胞的细胞-细胞因子相互作用



资料来源: Komi DEA, et al., Mastocytosis: from a Molecular Point of View

图表 32 c-kit 信号通路



资料来源: Cilloni D, et al., Detection of KIT Mutations in Systemic Mastocytosis: How, When, and Why

慢性自发性荨麻疹 (CSU) 是一种常见异质炎症性皮肤病，其特征是皮肤表面发痒肿胀，并可伴有血管水肿，即皮肤下的皮下组织肿胀，病发持续六周或更长时间，并无可识别的特定诱因。2022 年中国 CSU 患者人数约为 2500 万人，预计于 2030 年将达到约 2970 万人。

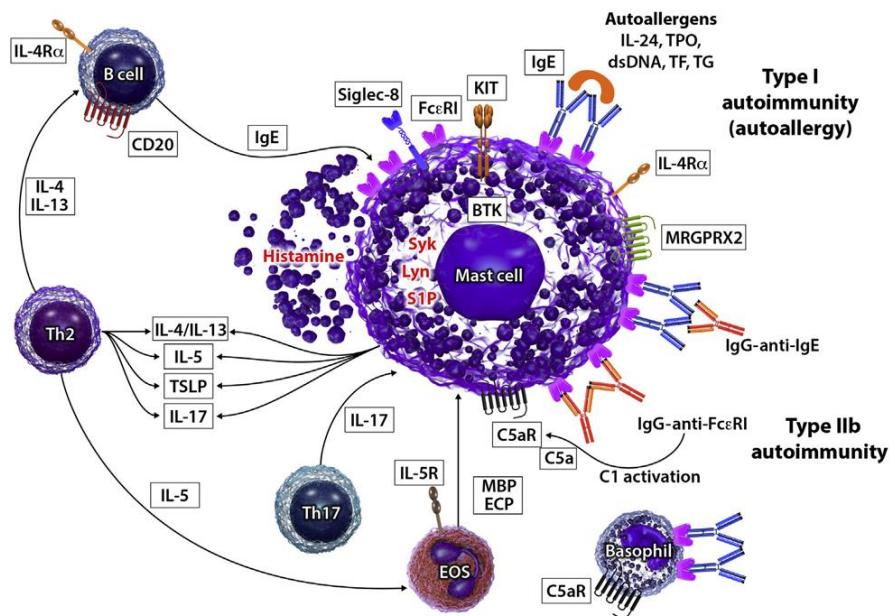
国内外指南均推荐非镇静 H1 抗组胺药为 CSU 的一线治疗 (最常用的荨麻疹一线治疗)。然而研究显示，标准剂量 H1 抗组胺药仅能使不到一半的 CSU 患者获得症状的完全控制，

且即使将 H1 抗组胺药剂量增加至 4 倍以上仍有 10% -50% 的患者应答不佳,临床上将 H1 抗组胺药标准或加倍剂量、或联合使用均未能实现症状完全控制的 CSU 定义为难治性 CSU。

抗组胺药治疗无效时会转用雷公藤多苷、环孢素或奥马珠单抗等生物制剂。中国首个针对 CSU 的生物药奥马珠单抗于 2022 年获批准;度普利尤单抗处于 III 期临床阶段。

I 型超敏反应的特征是 IgE 抗体的异常产生,因此含有 IgE 自身抗体的患者被归类为 I 型自身免疫型 CSU (I 型 aiCSU),也称为自身过敏性 CSU; Iib 型超敏反应的特征是抗体依赖性过程,其中特异性 IgG 抗体与自身抗原结合从而产生致病状态,因此携带 IgG 自身抗体的 CSU 患者被归类为自身免疫性 Iib 型 CSU。两种 CSU 亚型具有相同的表型,即出现瘙痒性风团、血管性水肿或两者兼有,并且肥大细胞活化下游机制相同,均导致血管扩张、渗出增加、感觉皮肤神经激活和炎症细胞募集。

图表 33 CSU 的发病机制及潜在治疗靶点



资料来源: , Pavel Kolchir, et al., Autoimmune chronic spontaneous urticaria

2024 年 7 月, CSU 适应症中全球进度最快的同靶点产品 barzolvolimab (由 Celldex 公司开发) 启动 III 期临床。barzolvolimab 是一种人源化抗 c-kit IgG1 单克隆抗体,于 II 期临床试验阶段针对抗组胺药难治性 CSU 患者取得良好顶线 II 期临床试验结果。

QX013N 是荃信生物自主研发的人源化 IgG1 单克隆抗体,是中国首款针对 c-kit 靶点的候选生物药物。临床前研究显示,相较于 barzolvolimab 类似物, QX013N 于抑制 SCF-c-kit 诱导活动方面显示良好及可比效力。2025 年 4 月完成 Ia 期试验, Ib/II 期试验设计正在进行中。

图表 34 c-kit 抑制剂治疗免疫疾病的竞争格局

名称	适应症	全球最高研发阶段	中国最高研发阶段
bezuclastinib	Cogent/第一三共(原研)	III 期	临床前
barzolvolimab	Celldex/多伦多大学(原研)	III 期	临床前
elenestinib	赛诺菲	II/III 期	临床前

briquilimab	Jasper/安进(原研)	II 期	临床前
BLU-808	赛诺菲	II 期	临床前
THB001	Third Harmonic/诺华(原研)	I 期	临床前
QX013N	荃信生物	I 期	I 期
THB335	Third Harmonic	I 期	临床前

资料来源：医药魔方数据库（数据截至 2025 年 8 月 29 日），华创证券整理

## （二）自免双抗系列：布局创新自免双抗矩阵，出海 BD 预期强

公司储备了多个长效自免双抗，旨在通过多靶点组合提升多种适应症的临床疗效，同时通过延长给药间隔提升患者用药便利性。公司基于十年自免研发经验及丰富的单抗分子积累，高效推进长效自免双抗研发。

首个双抗国内 IND 申请已于 2025 年 9 月 3 日获受理，预计 2025 年第四季度获批 IND，2025 年内还计划申报 2 个双抗：1) 针对呼吸及皮肤领域的 QX027N，2025 年 9 月中国 IND 申请获受理，美国 IND 申请待提交；2) QX030N 计划于 2025Q4 递交澳大利亚 CTN 申请；3) 针对呼吸领域的 QX031N，计划于 2025Q4 递交中美 IND 申请；4) 针对呼吸及皮肤领域的 QX035N，计划于 2026Q4 递交中美 IND 申请。

图表 35 荃信生物的自免双抗布局及开发策略



资料来源：荃信生物 2025 半年度业绩展示材料

公司自主研发的长效自免双抗成功 BD 出海体现其研发实力，在自免双抗开发的行业趋势中有望崭露头角。2025 年 4 月，公司宣布与 Caldera Therapeutics 就临床前阶段的一款长效自免双抗 QX030N 签订授权许可协议，授予 Caldera 开发及商业化 QX030N 的全球独家许可。根据协议，Caldera 获授予研究、开发、注册、生产及商业化 QX030N 的全球独家权益，公司将获得 1000 万美元预付款、Caldera 约 24.88% 的股权、最多 5.45 亿美元的里程碑付款以及 QX030N 首次商业销售后的一段特定时间内收取销售净额的分级特许权使用费。

此外，公司基于丰富的自免靶点单抗分子库及以科学为前提的协同效应判断，正在持续评估一系列双抗分子的治疗潜力和 BD 合作潜力，并将择优推进至 IND 申报及临床研究阶段。

#### 四、投资建议

公司深耕自免药物研发,具备自有产能,单抗临床后期管线与大药企达成多项战略合作,研发、生产及商业化成熟布局有望充分释放单抗管线价值;积极布局系列双抗,未来高潜力,出海强预期。看好公司持续巩固在自免领域的领先地位。

根据公司创新药产品研发进度、疗效和对应适应症人群规模,我们对荃信生物创新药收入进行如下预测:

1. 产品上市进度。公司已有 1 款商业化产品,此外,还有 3 个品种处于临床 III 期。我们主要对商业化和临床后期产品进行销售预测。
2. 适应症人群。根据弗若斯特沙利文的报告及文献提供的流行病学的的数据预测相应疾病的适应症人群。
3. 渗透率。根据相应产品当前渗透率及竞争格局预测未来渗透率水平。

图表 36 荃信生物核心产品销售额预测 (经成功率调整)

百万元人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
<b>合作产品:</b>										
赛乐信	311	568	1104	1516	1707	1514	1471	1405	1346	1292
Ps	311	559	1087	1491	1674	1488	1440	1367	1298	1232
CD		9	17	25	33	26	31	39	48	60
IL-4Rα 单抗 (QX005N)			64	719	1190	1541	1914	2287	2522	2763
PN			64	112	142	148	164	165	166	167
AD				497	862	1170	1480	1816	2025	2259
CRSwNP				110	186	223	270	306	330	337
IL-23p19 单抗 (QX004N)				273	485	733	838	995	1180	1340
TSLP 单抗 (QX008N)						325	1853	2705	3401	3299
COPD						325	1530	2436	3084	2945
哮喘							323	270	317	355
<b>直接销售:</b>										
IL-17A 单抗 (QX002N)			46	56	70	80	92	100	115	127
c-Kit						154	291	514	668	731

资料来源: 华创证券预测

我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 3.29、4.03 和 5.08 亿元,同比增长 107.2%、22.5%和 26.0%; 归母净利润为-1.46、0.46 和 1.21 亿元。根据创新药管线估值方法(基于风险调整的现金流折现法)测算,给予公司整体估值 99.37 亿港元,对应目标价为 43.76 港元。首次覆盖,给予“强推”评级。

## 五、风险提示

### 1、对外合作不达预期

公司多款自免双抗产品具有全球商业化潜力，预计将与跨国药企进行合作，合作进度、合作对手方及合作金额将对公司授权收入及产品销售峰值预期造成影响。若出海进展不及预期，可能使公司盈亏平衡时点推后。

### 2、临床进度不达预期

公司多款产品仍处于临床研发阶段，研发进度将影响新适应症的获批时间，最终对产品销售额产生影响；同时，合作产品 QX005N、QX004N 和 QX008N 等的研发进度可能影响公司的未来授权收入。

### 3、竞争格局变动

公司在研产品的适应症领域有其他公司候选产品处于研发后期，竞品的上市将改变竞争格局，可能对公司产品销售造成影响。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

	单位:百万人民币			
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	361	537	756	900
应收款项合计	52	107	132	166
存货	3	1	3	4
其他流动资产	201	38	39	43
流动资产合计	617	683	930	1,113
固定资产净额	312	301	292	288
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0
商誉及无形资产	6	6	7	7
土地使用权	20	19	19	18
其他非流动资产	29	18	21	23
非流动资产合计	367	344	339	336
<b>资产总计</b>	<b>984</b>	<b>1,027</b>	<b>1,269</b>	<b>1,449</b>
应付账款及票据	111	44	90	134
短期借贷及长期借贷当期到期部分	211	263	316	378
其他流动负债	108	43	86	131
流动负债合计	430	350	492	643
长期借贷	315	415	465	505
其他非流动负债	18	19	19	18
非流动负债合计	333	434	484	523
<b>负债总计</b>	<b>763</b>	<b>784</b>	<b>976</b>	<b>1,166</b>
归属母公司所有者权益	229	258	299	279
少数股东权益	-8	-15	-6	4
<b>股东权益总计</b>	<b>221</b>	<b>243</b>	<b>293</b>	<b>283</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>984</b>	<b>1,027</b>	<b>1,269</b>	<b>1,449</b>

**现金流量表**

	单位:百万元			
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-186</b>	<b>-318</b>	<b>141</b>	<b>199</b>
净利润	-336	-146	46	121
折旧和摊销	33	25	25	25
营运资本变动	140	-190	61	47
其他非现金调整	-23	-7	9	6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-25</b>	<b>-171</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>
资本支出	-2	-14	-17	-21
长期投资减少	0	0	0	0
少数股东权益增加	0	0	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	-23	-157	-3	-2
<b>融资活动现金流</b>	<b>352</b>	<b>665</b>	<b>98</b>	<b>-32</b>
借款增加	182	153	103	102
股利分配	0	0	0	0
普通股增加	12	5	5	0
其他融资活动产生的现金流量净额	158	507	-10	-134

**利润表**

	单位:百万人民币			
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>159</b>	<b>329</b>	<b>403</b>	<b>508</b>
主营业务收入	159	329	403	508
其他营业收入	0	0	0	0
<b>营业总支出</b>	<b>518</b>	<b>482</b>	<b>349</b>	<b>381</b>
营业成本	67	26	54	80
营业开支	451	456	295	301
<b>营业利润</b>	<b>-359</b>	<b>-153</b>	<b>54</b>	<b>126</b>
净利息支出	23	15	16	17
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	33	16	16	21
<b>非经常项目前利润</b>	<b>-350</b>	<b>-153</b>	<b>54</b>	<b>131</b>
非经常项目损益	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	<b>-350</b>	<b>-153</b>	<b>54</b>	<b>131</b>
所得税	0	0	0	0
少数股东损益	-14	-7	8	10
<b>持续经营净利润</b>	<b>-336</b>	<b>-146</b>	<b>46</b>	<b>121</b>
非持续经营净利润	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>-336</b>	<b>-146</b>	<b>46</b>	<b>121</b>
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>-336</b>	<b>-146</b>	<b>46</b>	<b>121</b>
EPS (摊薄)	-1.51	-0.64	0.20	0.53

**主要财务比率**

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	13648.3%	107.2%	22.5%	26.0%
归属普通股股东净利润增长率	33.9%	56.5%	131.3%	164.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	58.1%	92.0%	86.7%	84.2%
净利率	211.3%	-44.4%	11.3%	23.8%
ROE	128.1%	-60.0%	16.4%	41.8%
ROA	-37.7%	-14.5%	4.0%	8.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	77.5%	76.3%	76.9%	80.5%
流动比率	1.4	2.0	1.9	1.7
速动比率	1.4	1.9	1.9	1.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-1.51	-0.64	0.20	0.53
每股经营现金流	-0.82	-1.40	0.62	0.88
每股净资产	1.03	1.14	1.31	1.23
<b>估值比率</b>				
P/E	-18.9	-44.5	142.4	53.8
P/B	27.8	25.2	21.8	23.3

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

## 医药组团队介绍

### 组长、首席分析师：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年荣获新财富最佳分析师第四名，2023新财富最佳分析师入围，2024证券时报新财富最佳分析师第五名。

### 联席首席分析师：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年荣获新财富最佳分析师第四名，2023新财富最佳分析师入围，2024证券时报新财富最佳分析师第五名。

### 医疗器械组组长、高级分析师：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年荣获新财富最佳分析师第四名，2023新财富最佳分析师入围，2024证券时报新财富最佳分析师第五名团队成员。

### 中药和流通组组长、高级分析师：高初蕾

中国科学院理学博士，曾就职于华泰证券，2024年加入华创证券，2024证券时报新财富最佳分析师第五名团队成员。

### 分析师：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023年加入华创证券研究所。2023新财富最佳分析师入围，2024证券时报新财富最佳分析师第五名团队成员。

### 分析师：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022年加入华创证券研究所。2023新财富最佳分析师入围，2024证券时报新财富最佳分析师第五名团队成员。

### 助理研究员：张良龙

中国科学技术大学生物科学学士，复旦大学生物化学与分子生物学硕士。2023年加入华创证券研究所。2023新财富最佳分析师入围，2024证券时报新财富最佳分析师第五名团队成员。

### 助理研究员：陈俊威

西澳大学生物化学与分子生物学学士，悉尼大学会计学和商业分析硕士。2023年加入华创证券研究所。2023新财富最佳分析师入围，2024证券时报新财富最佳分析师第五名团队成员。

### 助理研究员：段江瑶

帝国理工学院生物科学学士，伦敦大学学院细胞生物学硕士。2024年加入华创证券研究所。2024证券时报新财富最佳分析师第五名团队成员。

### 助理研究员：赵建韬

北京大学硕士，2024年加入华创证券。2024证券时报新财富最佳分析师第五名团队成员。

### 助理研究员：吴昱爽

南开大学生物科学学士，复旦大学生物医学研究院博士，研究方向为表观遗传与肿瘤。2025年加入华创证券研究所。

### 研究员：孙芊荟

吉林大学化学学士，清华大学生物医学工程硕士。曾任职于浙商证券，2025年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售助理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售助理		fuyaqi@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	祁继春	副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522