

2026 年 03 月 18 日

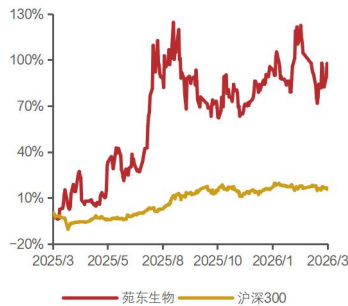
投资评级：买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 03 月 18 日
收盘价（元）	62.02
一年内最高/最低（元）	73.66/29.89
总市值（百万元）	10,948.53
流通市值（百万元）	10,948.53
总股本（百万股）	176.53
资产负债率（%）	19.47
每股净资产（元/股）	16.23

资料来源：聚源数据

苑东生物(688513.SH)

——主业稳健向上，分子胶平台稀缺性突出

投资要点：

- **麻醉主业稳健增长，布局分子胶蓝海驱动公司成长。**公司营收从 2013 年的 1.62 亿元增长至 2024 年的 13.50 亿元，复合增速达 21.3%，麻醉镇痛产品市占率持续提升。在此基础上，公司通过控股超阳药业，率先深度卡位 CRBN 分子胶，核心品种 HP-001 具备 Best-in-Class（BIC）潜力，叠加小分子管线推进，公司正从“高端仿制+改良药”向“创新麻醉+分子胶+小分子创新药”多轮驱动演进，中长期成长曲线有望显著抬升。
- **控股超阳药业深化蛋白降解分子胶布局，HP-001 具备 BIC 潜力。**公司子公司超阳药业（2025 年 10 月持股提升至 51.48%）创新属性强，聚焦分子胶、PROTAC、DAC 等前沿技术平台。其核心产品 HP-001 作为口服 CRBN 分子胶，在 CRBN 结合力、IKZF1 降解效率、底物选择性及临床前模型疗效等方面，均显著优于现有 IMiDs 与代表性 CELMoDs，具备明确 BIC 特征。2024 年 12 月 HP-001 在国内启动复发/难治性 MM 及 NHL 的 I 期试验，截至 2025 年 12 月已累计入组 15 例患者。考虑到泊马度胺和来那度胺超百亿美金市场，我们认为 HP-001 后续数据读出，或有出海授权可能性。此外，超阳药业正在同步推进 HP-002（BTK-PROTAC）、HP-003（VAV1 分子胶）等候选分子的研究以及 DAC 平台开发，创新管线丰富。
- **麻醉镇痛产品矩阵丰富，国际化布局贡献新增量。**公司拥有包括布托啡诺、纳布啡在内的 18 款已上市麻醉镇痛产品，另有 20 项临床在研项目。在研管线中，EP-9001A（抗 NGF 单抗）已完成 Ib 期临床，用于癌症骨转移疼痛。EP-0226（钙离子通道 $\alpha 2 \delta$ 亚基调节剂）已于 2026 年 1 月完成首例受试者给药；EP-0210 已于 2026 年 1 月获批 IND。**制剂出海步伐加快，鼻喷剂与高端仿制药有望贡献新增量。**公司海外营业收入从 2017 年的 0.02 亿元提升至 2024 年的 0.25 亿元，收入占比由 0.4%提升至 1.9%。公司盐酸尼卡地平注射液已在美国上市销售；单剂量纳洛酮鼻喷剂已于 2024 年 9 月提交 ANDA 申请，2025 年 5 月接受 FDA 现场检查和体外 BE 核查。原料药国际化项目推进中，枸橼酸马罗匹坦原料药完成欧洲 CP 程序注册并获批，罗替高汀提交日本 PMDA 注册，甲磺酸伐伐替尼完成 FDA 的 DMF 备案，其他国际化原料药研发项目按计划推进中。公司同步推进加拿大、尼加拉瓜等非美市场合作，国际化布局有望进入兑现期。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 13.3/15.1/17.3 亿元，同比增速分别为-1.33%/13.63%/14.16%，当前股价对应的 PE 分别为 38.7/35.0/30.5 倍。我们选取海思科，普洛药业，恩华药业，奥赛康作为可比公司，考虑到公司开展制剂及原料药国际化顺利且布局大量创新药管线，维持“买入”评级。

- **风险提示。**研发创新失败风险；国家集采和医保支付改革带来的风险；竞争加剧风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,117	1,350	1,332	1,513	1,728
同比增长率（%）	-4.56%	20.82%	-1.33%	13.63%	14.16%
归母净利润（百万元）	227	238	283	313	358
同比增长率（%）	-8.09%	5.15%	18.79%	10.63%	14.51%
每股收益（元/股）	1.28	1.35	1.60	1.77	2.03
ROE（%）	8.70%	8.83%	9.77%	10.04%	10.63%
市盈率（P/E）	48.32	45.96	38.69	34.97	30.54

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 13.3/15.1/17.3 亿元，同比增速分别为 -1.33%/13.63%/14.16%，当前股价对应的 PE 分别为 38.7/35.0/30.5 倍。我们选取海思科，普洛药业，恩华药业，奥赛康作为可比公司，考虑到公司开展制剂及原料药国际化顺利且布局大量创新药管线，维持“买入”评级。

关键假设

- 1) 化学药制剂：考虑到公司 2025 年执行第十批国家集中带量采购导致化学制剂销售收入下降，我们假设 2025-2027 年公司化学药制剂板块收入增速分别为 -2.0%/15.0%/15.0%，毛利率分别为 82.0%/82.0%/83.0%。
- 2) 化学原料药：考虑到公司持续强化原料制剂一体化竞争优势且多种原料药已经出口主流海外市场，我们假设 2025-2027 年公司原料药产品板块收入增速分别为 2.5%/10.0%/15.0%，毛利率分别为 68.0%/68.0%/68.0%。
- 3) CMO/CDMO：考虑到公司已大量布局 CDMO，且 2024 年报披露的毛利率为 13.64%，我们假设 2025-2027 年公司 CMO/CDMO 增速分别为 2.5%/10.0%/10.0%。
- 4) 技术服务：考虑到公司仅子公司优洛生物科技主要提供技术服务，我们假设 2025-2027 年公司技术服务收入增速分别为 0.0%/5.0%/5.0%。

投资逻辑要点

公司营收从 2013 年的 1.62 亿元增长至 2024 年的 13.50 亿元，复合增速达 21.3%，麻醉镇痛产品市占率持续提升。在此基础上，公司通过控股超阳药业（持股提升至 51.48%），率先深度卡位 CRBN 分子胶，核心品种 HP-001 在 IKZF1 降解效率、底物选择性及临床前模型疗效等方面显著优于现有 IMiDs/ CELMoDs，具备 BIC 潜力，有望接力来那度胺/泊马度胺打开百亿美金级蓝海空间。叠加 EP-9001A、EP-0226、EP-0210 等小分子管线推进，公司正从“高端仿制+改良药”向“创新麻醉+分子胶+小分子创新药”多轮驱动演进，中长期成长曲线有望显著抬升。

核心风险提示

研发创新失败风险；国家集采和医保支付改革带来的风险；竞争加剧风险。

内容目录

1. 创新与高端制剂双轮驱动，打开成长空间	6
1.1. 管理层深耕行业二十载，积极布局创新产品	6
1.2. 财务结构持续优化，高毛利业务驱动盈利质量提升	8
2. 超阳药业专注前沿分子胶技术，市场潜力大	9
2.1. 分子胶技术突破不可成药靶点瓶颈	9
2.2. 目前仅有三个已上市分子胶降解剂且市场空间庞大	10
2.3. CRBN/IKZF 是目前分子胶 E3 泛素连接酶研究最成熟靶点	11
2.4. 分子胶化学结构影响其生物特性	12
2.5. 超阳药业引领现有分子胶市场	13
2.5.1. HP-001 重塑多发性骨髓瘤靶向治疗格局	14
2.5.2. HP-002 全面克服耐药突变与脑部渗透难题	15
2.5.3. HP-003 覆盖自身免疫性疾病	15
3. 布局阿片类药物戒断治疗市场，精麻产品管线持续丰富	16
3.1. 公司麻醉管线众多，覆盖多适应症	16
3.2. 麻醉类药物市场庞大，应用场景多元化	18
3.3. 公司重点布局阿片类药物戒断治疗市场	19
3.4. 在研产品专注低成瘾性镇痛，缓解不良反应	20
3.4.1. EP-9001A 靶向性强，非中枢性镇痛避免成瘾性	20
3.4.2. 其他在研管线专注新型镇痛药、药物副作用和自体免疫疾病	21
4. 海外业务规模稳步提升	22
5. 盈利预测与评级	23
5.1. 盈利预测	23
5.2. 估值	23
6. 风险提示	24

图表目录

图表 1: 成都苑东生物制药股份有限公司股权结构 (截至 2025 年三季度)	6
图表 2: 公司主要化学药及市占率 (截至 2025 半年报)	6
图表 3: 公司在研项目 (截至 2025 半年报)	7
图表 4: 2013-2025 公司营业收入情况	8
图表 5: 2013-2025 公司归母净利润情况	8
图表 6: 2013-2025Q1-Q3 公司盈利水平情况	8
图表 7: 2013-2025Q1-Q3 销售/财务/管理费用率	8
图表 8: 2015-2025 年中报公司研发支出情况	8
图表 9: 不可成药靶点占人类基因组的百分比	9
图表 10: 泛素-蛋白酶体系统 (UPS) 介导的蛋白质降解机制	9
图表 11: 分子胶对比 PROTAC 有更好成药性且更多可用靶点	10
图表 12: 目前已上市分子胶降解剂总结 (截至 2025 年 10 月 11 日)	10
图表 13: 来那度胺与泊马度胺近 5 年全球销售额累计突破 600 亿美元	10
图表 14: 分子胶和 PROTAC 结构对比	11
图表 15: E3 连接酶与其代表分子胶	11
图表 16: CRBN 分子胶结构	12
图表 17: CRBN 底物, 分子胶和适应症	12
图表 18: 沙利度胺及其类似物化学结构	12
图表 19: CELMoDs 一般结构	12
图表 20: CELMoDs 对比第一代分子胶 IMiDs 优势	13
图表 21: Mezigdomide 治疗难治性多发性骨髓瘤响应持续时间	13
图表 22: Mezigdomide 治疗难治性多发性骨髓瘤无恶化生存期	13
图表 23: 超阳药业现有管线 (截至 2026 年 2 月 1 日)	14
图表 24: CN121620373A 披露公司靶向 IKZF1/3 分子胶化学式	14
图表 25: CC-92480(Mezigdomide)结构	14
图表 26: HP-001 化合物对 CRBN 表现出良好的结合效果	15
图表 27: VAV1 通过调控 T/B 细胞功能抑制免疫系统	16
图表 28: VAV1 药物竞争格局 (截至 2026 年 3 月 12 日)	16
图表 29: 苑东生物已上市/申请上市改良型创新药管线 (截至 2026 年 3 月 12 日)	16

图表 30: 公司部分已上市药物管线 (截至 2026 年 3 月 12 日)	17
图表 31: 2012-2022 年中国住院手术人数 (万人次)	18
图表 32: 2019-2025 年 H1 中国样本医院阿片类药物销售额	18
图表 33: 2025 年 H1 中国样本医院阿片类药物竞争格局	18
图表 34: 阿片类药物及其拮抗药物	19
图表 35: 注射/吸入布托啡诺在中国重点省市公立医院的年销售额	20
图表 36: 注射/吸入布托啡诺在中国重点省市公立医院的竞争格局 (截至 2025 年 10 月)	20
图表 37: NGF 靶点简介	20
图表 38: EP-9001A 临床结果	20
图表 39: NGF 抗体竞争格局 (截至 2026 年 2 月 1 日)	21
图表 40: 2017-2024 年公司海外销售收入 (亿)	22
图表 41: 2017-2024 年公司各地区销售收入占比	22
图表 42: 可比公司估值表	23

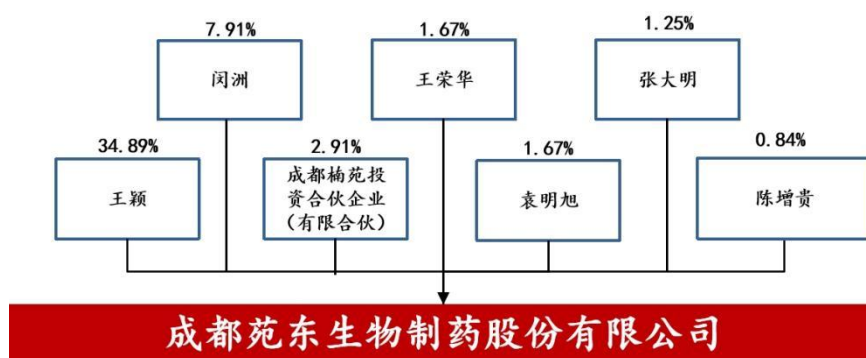
1. 创新与高端制剂双轮驱动，打开成长空间

公司创立于 2009 年，于 2020 年 9 月登陆科创板，公司聚焦麻醉镇痛、心脑血管、抗肿瘤等核心治疗领域，已形成“原料药+制剂+创新药”全产业链布局。

1.1. 管理层深耕行业二十载，积极布局创新产品

公司股权结构稳定，截至 2025 年三季报，公司控股股东王颖董事长，直接持股 34.89%，部分其他高管（张大明，袁明旭）均有部分股权。参股子公司方面，2025 年 10 月，苑东生物通过货币增资，将其对上海超阳药业有限公司的持股比例由 30.68%提升至 51.48%，上海超阳将变更为公司控股子公司，纳入公司合并报表范围。

图表 1：成都苑东生物制药股份有限公司股权结构（截至 2025 年三季报）



资料来源：公司官网，wind，华源证券研究所

截至 2025 年上半年，公司已上市麻醉镇痛及相关领域产品 18 个，其中，盐酸纳布啡注射液、酒石酸布托啡诺注射液均为国家第二类精神药品，盐酸麻黄碱注射液是国家第一类易制毒化学品，盐酸纳美芬注射液获美国 FDA 批准上市；在研产品 20 余个，其中 10 余个为国家精麻管制药品，1 个生物 1 类新药已完成 Ib 期临床试验。米内数据显示，公司多个麻醉镇痛领域产品市场占有率位居前列，逐步树立苑东麻醉镇痛品牌地位。

图表 2：公司主要化学药及市占率（截至 2025 半年报）

领域	主要产品	适应症或功能主治	特点	2025Q1 市占率	2025Q1 业内排名
麻醉镇痛	酒石酸布托啡诺注射液	治疗各种癌性疼痛、手术后疼痛	第二类精神药品，阿片受体激动拮抗剂中唯一用于术后镇痛的医保药品	NA	NA
	盐酸纳布啡注射液	作为镇痛药用于复合麻醉时的麻醉诱导	第二类精神药品，新一代阿片受体激动拮抗剂，安全性更高	NA	NA
	盐酸纳美芬注射液	逆转阿片类药物作用及类似物质过量的治疗	首仿上市	61.04%	1
	布洛芬注射液	成人和 6 个月及以上儿科治疗轻至中度疼痛，发热退热	首仿上市，首家通过一致性评价	29.68%	1
	依托考昔片	骨关节炎急性期和慢性期的症状和体征	中标国家药品集中采购	33.43%	2
心脑血管	富马酸比索洛尔片	高血压、冠心病（心绞痛）	首家通过一致性评价，中标国家药品集中采购	24.51%	2

	比索洛尔氨氯地平片	高血压	首仿，首家通过一致性评价	NA	NA
	达比加群酯胶囊	抗凝血药物	全新口服直接抗凝血药物，依从性好，视同通过一致性评价，中标国家药品集中采购	11.41%	5
	硫酸氢氯吡格雷片	预防动脉粥样硬化血栓形成事件	视同通过一致性评价，国家集采省级联盟续约中选 20 省	NA	NA
抗肿瘤	伊班膦酸钠注射液	绝经后骨质疏松症，恶性肿瘤溶骨性骨转移引起的骨痛，预防乳腺癌骨转移，高钙血	中标国家药品集中采购，规格丰富	12.17%	4
	乌苯美司胶囊	配合化疗、放疗及联合应用于白血病、多发性骨髓瘤、骨髓增生异常综合症及造血干细胞移植后，以及其它实体瘤患者	采用自主生产的已通过日本 MF 登记的原料药；口服制剂依从性好；规格丰富；10mg 通过一致性评价	49.58%	1
内分泌	瑞格列奈二甲双胍片 (I)	改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制	首家通过一致性评价	100.00%	1

资料来源：公司 2025 半年报，华源证券研究所

在改良型新药研发方面，氨酚羟考酮缓释片已申报生产；化学药品 2.2 类新药水合氯醛糖浆已于 2026 年 1 月获批上市；另有 EP-0203XR 等 3 个项目获得临床默示许可，进入临床阶段。在小分子创新药研发方面，公司自主研发的优格列汀片、EP-0186O 等 4 个 1 类新药正处于不同临床阶段，有望为患者提供全新的治疗方案；在生物药研发方面，公司 EP-9001A 单抗注射液已完成 Ib 期临床研究，注射用 YLSH003 IND 申请已获受理。公司在各个细分领域的创新成果，不仅推动了产品结构优化升级，也为公司创新发展注入动力。

图表 3：公司在研项目（截至 2025 半年报）

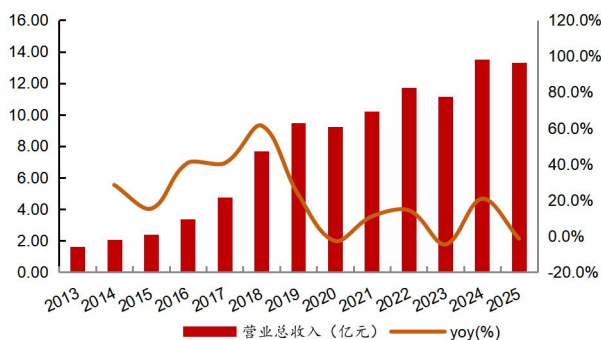
领域	项目名称	进展或阶段性成果	作用机制	适应症	技术特点
麻醉镇痛	EP-9001A 单抗注射液	已完成 Ib 期临床研究	NGF 人源化单克隆抗体	骨转移癌痛	作用机制方面可以与阿片类或非甾体类形成互补，为疼痛患者带来新的治疗手段，改善患者用药需求，具有极大的临床价值。
	EP-0203XR	申报中国 IND，已获得临床默许	阿片激动剂/阿片拮抗剂组合	麻醉镇痛	防滥用技术，降低单方使用过程中便秘等胃肠道不良反应，公司特药缓控释技术平台产品。
	氨酚羟考酮缓释片	已申报生产	COX 抑制剂；opioid receptor 激动剂	疼痛；慢性疼痛；急性疼痛	国家管制的第二类精神药品，是公司的特药缓控释制剂技术平台产品
	水合氯醛口服溶液	已申报生产		镇静剂	临床使用便捷。本品在稳定性和储存上的技术有较大的技术难度。
抗肿瘤	EP-0108 胶囊	中国 IND 获得临床默许	BRD4	恶性血液系统肿瘤	临床前动物实验表明候选化合物具备良好的口服药代动力学性质，在小鼠异种移植瘤模型中表现出良好的肿瘤生长抑制作用，同时显示良好的安全性。已申请化合物专利。临床前研究结果显示临床前候选化合物具有很好的抗肿瘤药效、药代动力学性质好，安全性高。
	EP-0146 片	申报中国+美国 IND，均已获得临床默许	表观遗传学相关的赖氨酸特异性去甲基化酶 LSD1	晚期实体瘤	候选化合物在体内药效试验中显示出优异的抗肿瘤活性，同时，在毒理实验中表现出良好的耐受性，能够显著改善一代普遍存在的血液学毒性。
	EP-0186O+A	申报中国+美国 IND，均已获得临床默许	高选择性 PARP1 抑制剂	晚期实体瘤	采用自主研发的新型连接器，保持安全性的前提下增加药物释放效率，体内药效显示抗肿瘤效果得到提高。同时采取差异化的临床适应症选择方案。
	YLSH003	已完成中国 IND 申报，2025 年 7 月获得 IND 受理	ADC 药物	肿瘤；实体瘤；胰腺癌；宫颈癌；卵巢癌	在相同疗效情况下的安全性更好，商业化生产的产品含量控制存在较高技术壁垒。
心血管	EP-0170T (I) +EP-0170T (II)	III 期临床研究中		心血管疾病	该类药物具有出色的有效性和安全性；一周一次的长效口服制剂，目前国内还没有 1 周 1 次的口服降糖药上市。
内分泌	优格列汀片+原料	完成 III 期单药临床试验并达到临床试验预期目标	二肽基肽酶-IV (DPP-IV) 抑制剂	糖尿病	本品口服给药有严重的肝毒性，临床迫切需要采用吸入给药，以降低药物的肝毒性，目前还没有本品的吸入制剂上市。
其他	EP-0206SI	已申报中国 IND，2025 年 7 月获得 IND 受理通知书		痰咳	

资料来源：公司 2025 半年报，医药魔方，新药情报库，华源证券研究所

1.2. 财务结构持续优化，高毛利业务驱动盈利质量提升

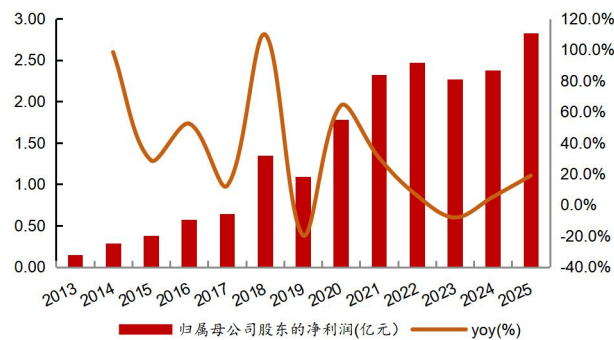
公司收入端近几年保持相对稳健增长趋势，公司营收从 2013 年的 1.62 亿增长到 2024 年的 13.50 亿，期间复合增速达到 21.3%。利润端方面，2024 年公司归母净利润达到 2.38 亿元，同比增长 5.15%。2025Q1-Q3，公司营收和归母净利润分别为 10.19 亿元（同比下降 2.0%）和 2.2 亿元（同比增长 1.5%）。

图表 4：2013-2025 公司营业收入情况



资料来源：Wind，华源证券研究所（备注：2025 年为业绩快报数据）

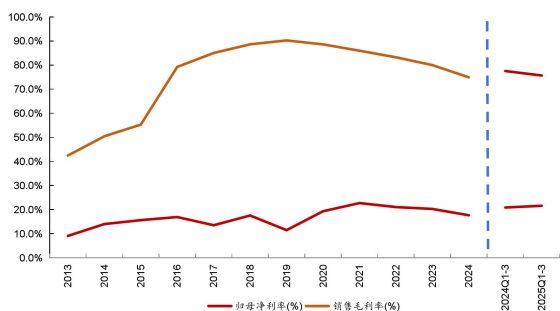
图表 5：2013-2025 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华源证券研究所（备注：2025 年为业绩快报数据）

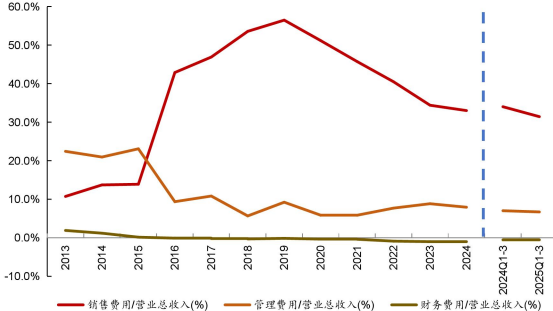
近几年公司毛利率相对较为稳定，2024 年公司毛利率为 74.9%，归母净利率为 17.7%。销售费用率近几年持续降低，从 2020 年的 51.2%下降至 2024 年的 33.0%。2024 年公司管理费用率为 7.9%。研发方面，近几年公司研发支出占营收的比例持续增大，2024 年公司研发支出达到 2.9 亿元，占公司营收的比例为 21.3%。

图表 6：2013-2025Q1-Q3 公司盈利水平情况



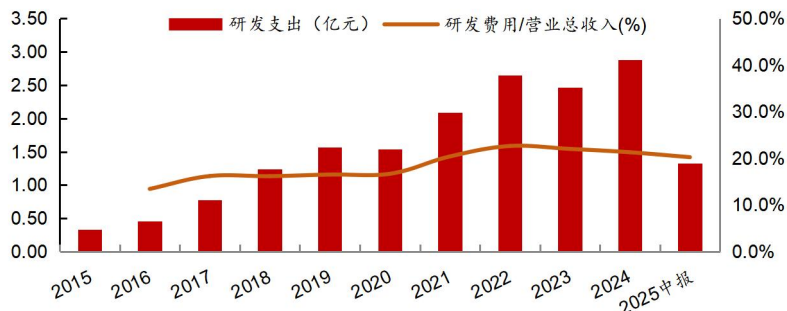
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：2013-2025Q1-Q3 销售/财务/管理费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：2015-2025 年中报公司研发支出情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

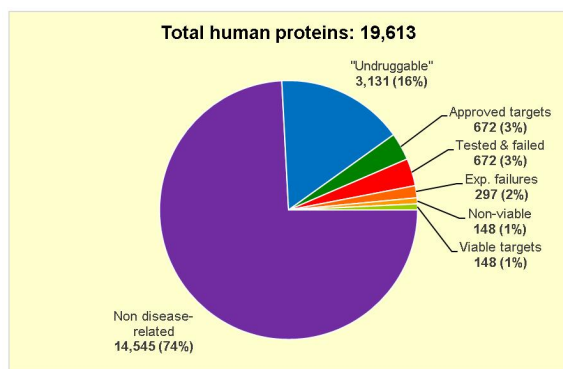
2. 超阳药业专注前沿分子胶技术，市场潜力大

超阳药业是一家致力于创新药研发的生物科技公司，其专注于抗肿瘤与自身免疫性疾病领域，基于对疾病机理深入洞察，依托蛋白质稳态技术和计算机辅助药物设计两大技术平台，不断推进 Molecular Glue（分子胶）、PROTAC（蛋白降解靶向嵌合体）和 DAC（降解剂-抗体偶联药物）等创新化合物结构设计和合成等核心技术的突破。

2.1. 分子胶技术突破不可成药靶点瓶颈

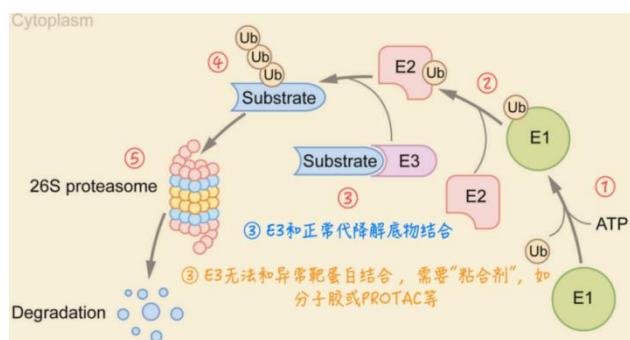
根据 CPHI 制药在线公众号介绍，与疾病相关靶点蛋白有 62% 是不可成药的，还有约 1200 多种（25%）不是适合作为药物靶点的。已经有药物上市的靶点占据 13%，很多跟疾病相关的靶点蛋白不可成药。

图表 9：不可成药靶点占人类基因组的百分比



资料来源：医药速览公众号，华源证券研究所

图表 10：泛素-蛋白酶体系统（UPS）介导的蛋白质降解机制



资料来源：《Targeted protein degradation: mechanisms, strategies and application》Lin Zhao 等，基因爱蛋白公众号，华源证券研究所

靶向蛋白降解（Targeted Protein Degradation）拓展不可成药性靶点疾病治疗方法。分子胶（molecular glue）是一类介导邻近诱导的蛋白质降解（TPD）的小分子化合物。这种方法有效地将 POI“粘附”或连接到泛素-蛋白酶体系统 E3 泛素连接酶（通常作为细胞垃圾处理系统），尤其适用于“不可成药性”致病蛋白靶点疾病。在人类基因组中有超过 600 个 E3 泛素连接酶被编码，到目前为止，只有少数使用 TPD 方法被开发，未来潜力较大。

PROTAC（蛋白水解靶向嵌合体）和分子胶是 TPD 分子两大类，与 PROTAC 相比，分子胶在几个方面具有优势。**例如，分子胶具有更好的物理化学性质、较低的亲和力要求以及减少或没有钩状效应。**然而，分子胶的发现比 PROTAC 更具挑战性，分子胶降解剂的发现主要依赖于各种筛选策略，通常涉及偶然发现、高通量筛选或药物化学指导的理性设计。

图表 11：分子胶对比 PROTAC 有更好成药性且更多可用靶点

	Molecular glues	PROTACs
Feature	Monovalent	Bivalent
Linker	No	Yes
Molecular weight	<500 Da	700-1000 Da
Lipinski's rule of 5	Within	Defy
Target	To be determined	Predictable
Binding pocket	Not required	Required
Binding affinity	Weak binding affinities for either E3 ligase or target protein is needed, display an event driven catalytic mechanism of action.	Strong binding to E3 ligase and the target protein, two ligands are connected by a linker.

A

B

E3-ubiquitin-ligase complex (CUL4^{CRBN})

资料来源：《Molecular Glues: The Adhesive Connecting Targeted Protein Degradation to the Clinic》Janet M Sasso 等，华源证券研究所

2.2. 目前仅有三个已上市分子胶降解剂且市场空间庞大

目前已经上市的分子胶降解剂只有沙利度胺（thalidomide）、来那度胺（lenalidomide）和泊马度胺（pomalidomide）。当前研发核心挑战在于分子胶的识别——已上市化合物并非通过理性筛选发现，而是源于传统表型筛选后的偶然发现。目前临床上研究重心正转向可实现理性设计的策略，包括多样性筛选及基于互作蛋白结构的合理设计。

图表 12：目前已上市分子胶降解剂总结（截至 2025 年 10 月 11 日）

药品名称	研发机构	靶点	疾病	研发途径	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期	美国最高研发阶段	美国最高研发阶段开始日期
来那度胺	Celgene(Bristol-Myers Squibb)	CRBN;CK1α;IKZF3;IKZF1	多发性骨髓瘤、骨髓增生异常综合征、套细胞淋巴瘤、滤泡性淋巴瘤、弥漫性大B细胞淋巴瘤	偶然发现	批准上市	2012-12-21	批准上市	2005-12-27
泊马度胺	Celgene(Bristol-Myers Squibb)	CRBN;IKZF3;IKZF1	多发性骨髓瘤、卡波西肉瘤、骨髓纤维化、AL淀粉样变性、移植后抗宿主病	偶然发现	批准上市	2020-11-10	批准上市	2013-02-08
沙利度胺	Grünenthal;Celgene(Bristol-Myers Squibb)	CRBN;IKZF3;IKZF1	多发性骨髓瘤、麻风结节性红斑、间皮瘤、AL淀粉样变性、克罗恩病	偶然发现	批准上市	1982-12-31	批准上市	1998-07-16

资料来源：医药魔方，《Screening for molecular glues - Challenges and opportunities》Geoffrey A. Holdgate 等，华源证券研究所

目前有第一代免疫调节剂沙利度胺，第二代免疫调节剂来那度胺（是沙利度胺强度的 100 倍），第三代免疫调节剂泊马度胺（是来那度胺强度的 10 倍）。2020-2024 年，来那度胺与泊马度胺全球销售额累计达到 637 亿美元，来那度胺为核心产品，2021 年峰值达 128.21 亿美元。Revlimid（来那度胺）核心专利已在 2019 年过期，其他专利也大部分在 2022 年到期。

图表 13：来那度胺与泊马度胺近 5 年全球销售额累计突破 600 亿美元

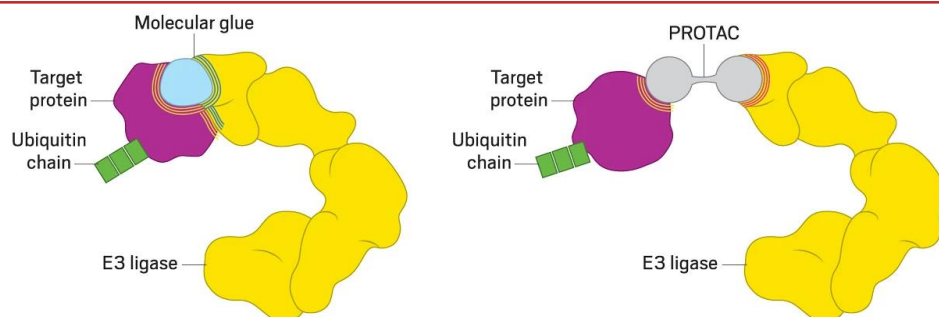


资料来源：BMS 年报，医药魔方，北京药研汇公众号，Committee on Oversight and Reform U.S. House of Representatives 等，华源证券研究所

2.3. CRBN/IKZF 是目前分子胶 E3 泛素连接酶研究最成熟靶点

分子胶结构将 E3 泛素连接酶和靶蛋白“粘”在一起，形成“E3-分子胶-靶蛋白”稳定的三元复合物，触发泛素-蛋白酶体系统（UPS）。

图表 14：分子胶和 PROTAC 结构对比



资料来源：《Molecular glues are beginning to stick》Gina Vitale 等，华源证券研究所

人体内有超过 600 种 E3 连接酶，但目前成功应用于分子胶开发的只有少数几种。CRBN（Cereblon）是目前最成功、应用最广泛的 E3 连接酶，沙利度胺及其衍生物（来那度胺、泊马度胺）正是通过结合 CRBN，进而降解 Ikaros、Aiolos 等血液肿瘤关键转录因子而发挥抗癌作用，当前绝大多数在研分子胶都围绕 CRBN 设计。

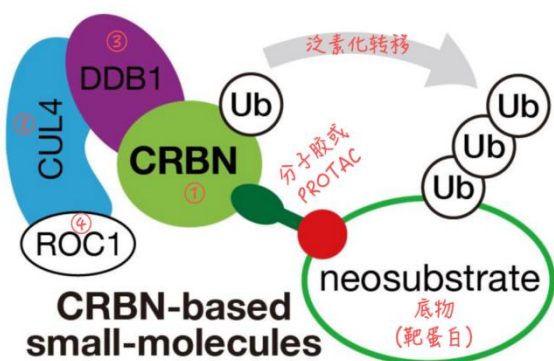
图表 15：E3 连接酶与其代表分子胶

E3 ligase	Target	MGD example	Refs
CRBN	ARID2	Pomalidomide	[12]
CRBN	CK1 α	Lenalidomide, TMX-4116	[26,30,64]
CRBN	ENL	rac-dHTC1	[10]
CRBN	GSPT1	CC-885, CC-90009	[16,31]
CRBN	IKZF1, IKZF3	Pomalidomide, lenalidomide	[4-6]
CRBN	IKZF2	NVP-DYK709	[8]
CRBN	PDE6D	TMX-4100	[64]
CRBN	SALL4	Thalidomide	[39,40]
CRBN	WIZ	dWIZ-1/2	[9,33]
CRBN	ZMYM2	CC-122	[27]
CRBN	ZFP91	CC-92480	[65]
DCAF11	BRD4	IBG4	[13]
DCAF15	RBM23, RBM39	Indisulam, E7820, CQS	[14,43,45]
DCAF16	BRD4	IBG1	[13]
DDB1	Cyclin k	CR8, dCEMM2/3/4, HQ461	[56-58]
SIAH1	BCL6	BI-3802	[11,63]
KEAP1	NRF2	VVD-065	[53]
VHL	CDO1	Cpd4, Cdp8	[42]
β -TrCP	β -Catenin	NRX-252114	[62]

资料来源：《Routes to molecular glue degrader discovery》Yanfen Liu 等，基因爱蛋白公众号，华源证券研究所

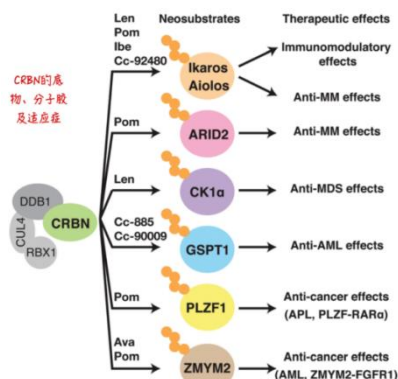
CRBN 底物涵盖转录因子（IKZF1/3、SALL4、IRF4）、翻译调控因子（GSPT1）、信号通路激酶（CK1 α ）等，广泛参与细胞分化、增殖、存活及免疫应答。CRBN（Cereblon）作为 E3 泛素连接酶复合体的底物识别亚基，通过结合小分子配体（如沙利度胺、来那度胺等）调控多种底物蛋白的泛素化降解。

图表 16: CRBN 分子胶结构



资料来源: 基因爱蛋白公众号, 华源证券研究所

图表 17: CRBN 底物, 分子胶和适应症



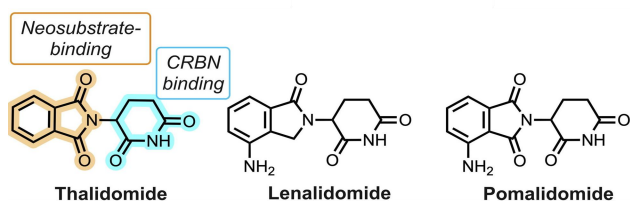
资料来源: 基因爱蛋白公众号, 华源证券研究所

2.4. 分子胶化学结构影响其生物特性

沙利度胺及其类似物, 包括来那度胺和泊马度胺等免疫调节药物 (IMiDs) 与 CRBN 结合后使底物被 CRBN-CRL4 复合物泛素化, 最终导致底物被 26S 蛋白酶体降解, IKZF1/3 是首批被鉴定出的 CRBN 底物。

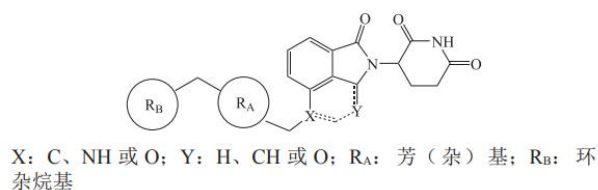
已有药物来那度胺和泊马度胺存在耐药问题, 尽管来那度胺对多发性骨髓瘤有较好疗效, 但大多数患者会在用药 2 年后出现耐药。泊马度胺是来那度胺出现耐药后多发性骨髓瘤患者的优选药物, 研究表明其与地塞米松联合用药可以抑制来那度胺耐药肿瘤细胞的生长和诱导细胞凋亡。尽管泊马度胺可以改善来那度胺耐药患者的疗效, 然而大约有 1/3 的患者在持续给药后 CRBN 基因会发生点突变, 导致泊马度胺耐药发生。因此, 开发对来那度胺和泊马度胺耐药患者有效, 同时又具有较低血液毒性尤其是中性粒细胞毒性的分子胶, 对于多发性骨髓瘤的治疗意义较大。

图表 18: 沙利度胺及其类似物化学结构



资料来源: 《Advances in molecular glues: exploring chemical space and design principles for targeted protein degradation》Hemant Kumar S 等, 华源证券研究所

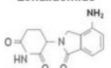
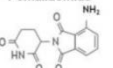
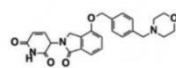
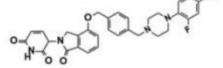
图表 19: CELMoDs 一般结构



资料来源: 药学进展公众号, 华源证券研究所

与早期的 IMiDs 相比, 最新一代的 IMiDs (CELMoDs), 如 iberdomide (三期临床) 和 mezigdomide (三期临床), 具有更强的效力和更显著的蛋白降解能力。就化学结构而言, 二者均含有戊二酰亚胺和异吲哚啉酮环结构, 但新一代 IMiDs 中具有额外结构如 R_A 片段 (一般为芳环如苯环) 和 R_B 片段 (一般为取代或未取代的环杂烷基), 可进一步与 CRBN 相互作用, 更深程度地改变 CRBN 蛋白构象, 从而提高对底物的结合力和特异性。

图表 20: CELMoDs 对比第一代分子胶 IMiDs 优势

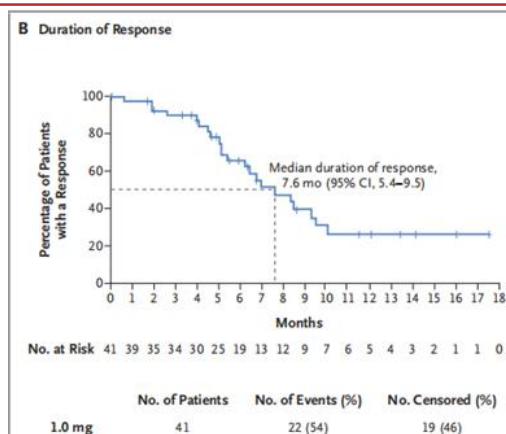
	Immunomodulatory drugs		Iberdomide		Mezigdomide	
	Lenalidomide	Pomalidomide				
						
Cereblon binding	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Targeted protein degradation	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Tumor antiproliferation	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Tumor apoptosis	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Immune stimulation	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Synergistic combinations	✓	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：《Mezigdomide—A Novel Cereblon E3 Ligase Modulator under Investigation in Relapsed/Refractory Multiple Myeloma》Monique A Hartley-Brown 等，华源证券研究所

这两种药物都通过直接促凋亡效应以及更强免疫调节活性对抗 MM 细胞，表现出更强大的抗肿瘤效果，其中包括增加 IL-2 分泌和细胞毒性 T 细胞浸润。重要的是，mezigdomide 在来那度胺耐药/难治以及泊马度胺耐药/难治的细胞系中仍显示出促凋亡效应。

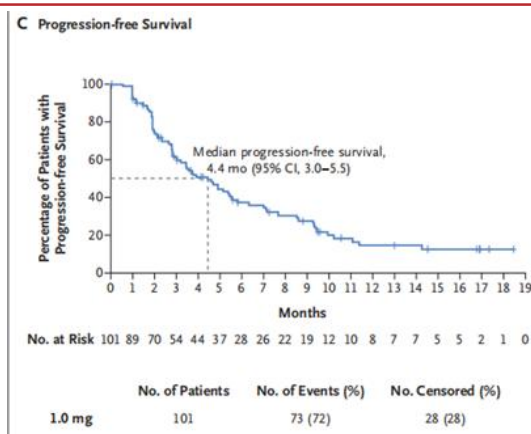
Mezigdomide 治疗难治性多发性骨髓瘤的 I/II 期单臂临床试验（101 例三重耐药患者）显示：总缓解率（ORR）达 41%（95% CI 31–51），中位缓解持续时间 7.6 个月（95% CI 5.4–9.5），中位无进展生存期（PFS）4.4 个月（95% CI 3.0–5.5），中位随访 7.5 个月。安全性可控，不良事件以中性粒细胞减少症为主，无预期外毒性。

图表 21: Mezigdomide 治疗难治性多发性骨髓瘤响应持续时间



资料来源：《Mezigdomide plus Dexamethasone in Relapsed and Refractory Multiple Myeloma》Paul G Richardson 等，华源证券研究所

图表 22: Mezigdomide 治疗难治性多发性骨髓瘤无恶化生存期



资料来源：《Mezigdomide plus Dexamethasone in Relapsed and Refractory Multiple Myeloma》Paul G Richardson 等，华源证券研究所

2.5. 超阳药业引领现有分子胶市场

超阳药业聚焦蛋白降解技术平台构建创新药管线，形成小分子降解剂、分子胶及表观遗传调节剂的多元化协同布局，其核心产品 HP-001（分子胶降解剂）针对血液系统恶性肿瘤已进入 I 期临床，也同步开启了联用地塞米松的 II 期临床。临床前品种 HP-002

(BTK-PROTAC) 展现出优异脑渗透与耐药突变突破能力; HP-003 (VAV1 分子胶) 拓展自体免疫疾病。后续还有 CY-006 (DAC) 和 CY-008 (Protac) 等管线布局。

图表 23: 超阳药业现有管线 (截至 2026 年 2 月 1 日)

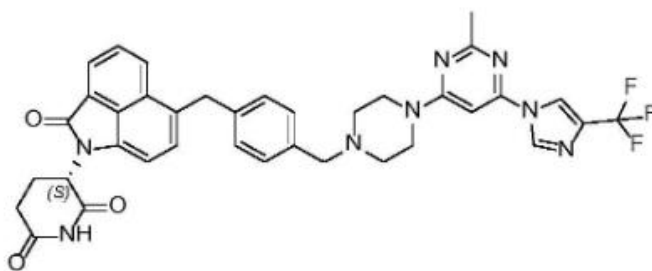
Program	Modality	Indication	Discovery	Preclinical	Early phase development	Late phase development
HP-001	Molecular glue	Hematologic Malignancies				
HP-002	Protac	Hematologic Malignancies				
HP-003	Molecular glue	Autoimmune				
CY002	Molecular glue	Solid tumor				
CY006	DAC	Tumor/Autoimmune				
CY008	Protac	Autoimmune				

资料来源: 超阳药业官网, 华源证券研究所

2.5.1. HP-001 重塑多发性骨髓瘤靶向治疗格局

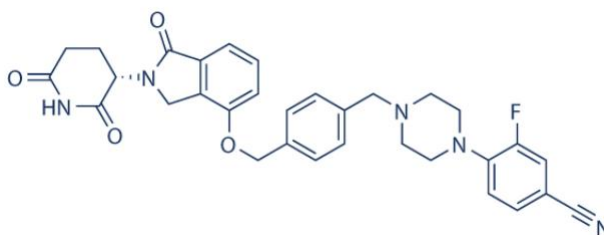
超阳药业专利 CN120917011A 披露了公司研发的 HP-001 通用结构, 在对比其和 CC-92480 (mezigdomide) 以及 CELMoDs 的通用结构, HP-001 有着和 CC-92480 (mezigdomide) 类似的化学结构。《Molecular glue CELMoD compounds are regulators of cereblon conformation》研究发现 CELMoDs 化合物能够诱导 CRBN 蛋白发生构象重排, 使其从完全开放的无功能形态转变为具有活性的闭合形态来激活更多 CRBN 蛋白。进一步研究发现, 泊马度胺只能诱导大约 20% 的 CRBN 呈 closed 状态, 而有 80% 仍是 open 状态, 而比泊马度胺活性强 20x 的 Iberdomide, 能诱导约 50% 的 CRBN 呈 closed 状态。而更强效的小分子, CC-92480 (mezigdomide) 更是诱导了接近 100% 的 CRBN 呈现 closed 状态。

图表 24: CN121620373A 披露公司靶向 IKZF1/3 分子胶化学式



资料来源: 专利 CN121620373A, 华源证券研究所

图表 25: CC-92480 (Mezigdomide) 结构



资料来源: selleck 中国官网, 华源证券研究所

HP-001 通过分子结构优化显著提升 CRBN 结合力, 其 IKZF1/3 降解能力较临床标杆药物 CC-92480 (Mezigdomide) 增强 10 倍, 在 MM 及 DLBCL 细胞系中实现 0.01-0.09 nM 的极低抗增殖浓度。

该药物在 100 nM 高浓度下仍维持严格底物选择性，消除 SALL4、GSPT1 等脱靶降解风险，外周血毒性窗口优化达 1000-8000 倍。联合地塞米松时可诱导 RPMI-8226 移植肿瘤消退，单药在 H929 模型中 15 天即达成 98%抑制率，IKZF1/3 蛋白清除率（80%/70%）。凭借突出的临床前数据，HP-001 已快速完成 IND 申报并启动复发/难治性 MM 及 NHL 的 I 期临床试验（CTR20242943）。该产品于 2024 年 12 月开展一期临床，目标入组 100 人以上。HP-001 截至 2025 年 12 月 30 日已完成 15 例患者给药。

图表 26：HP-001 化合物对 CRBN 表现出良好的结合效果

表 3：若干实施例的 CRBN 结合 IC50 值

实施例编号	HTRF CRBN IC50(nM)
CC-92480	108
21	34
22	20
23	19
25	38
30	27
37	8

资料来源：专利 CN120917011A，药化君公众号，华源证券研究所

2.5.2. HP-002 全面克服耐药突变与脑部渗透难题

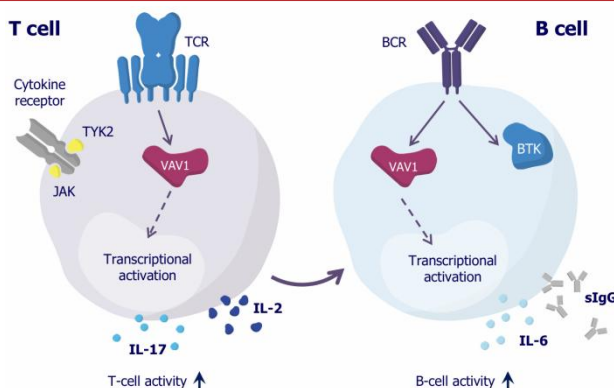
HP-002 为可透脑 BTK-PROTAC 降解剂，有望解决 BTK 抑制剂耐药突变问题。临床前研究表明，HP-002 对多种 BTK 突变株具备“Best-in-Class”的体外活性。在两种不同的体内药效模型中，其体内活性显著优于处于临床阶段的对照分子——美国 Nurix 公司的 NX-5948。此外，HP-002 在药代动力学方面也展现出卓越属性：其口服生物利用度良好，且血脑屏障穿透能力优于 NX-5948。

HP-002 作为新型脑穿透性 BTK 降解剂，通过有效清除突变型 BTK 蛋白展现出显著耐药突破潜力。该化合物针对 C481S/F、T474I、L528W 等经典及新兴耐药突变均具有广谱降解活性，在淋巴瘤细胞中皮摩尔级的抗增殖效力较 NX-5948 和 BGB-16673 提升 5-20 倍；在蛋白质组学分析中，HP-002 可在超过 7000 种蛋白质中选择性降解 BTK，且对任何已知的新底物（如 IKZF1/3、CK1 α 、SALL4 或 GSPT1）均无影响。体内实验中，HP-002 在 TMD8 异种移植模型中以 9 mpk 剂量实现 100%肿瘤有效生长抑制。蛋白质印迹法（WB）检测 BTK 蛋白水平显示，HP-002（3 mg/kg，口服，每日一次）可导致小鼠脑组织中约 50%的 BTK 降解，而 NX-5948（相同剂量与给药方式）的降解率低于 15%。目前已在非人灵长类中完成初步安全性评价，加速推进至 IND 支持性开发阶段。

2.5.3. HP-003 覆盖自身免疫性疾病

VAV1 是 T 细胞和 B 细胞受体下游的关键蛋白，用于开发治疗多种难治的自身免疫性疾病，比如炎症性肠病（IBD）、系统性红斑狼疮（SLE）和多发性硬化（MS）。降解 VAV1 可以有效抑制 T 细胞增殖、分化、激活及细胞因子释放，并抑制 B 细胞激活与细胞因子释放，从而发挥抗炎及免疫调节作用，缓解自身免疫和炎症的病理进程。

图表 27: VAV1 通过调控 T/B 细胞功能抑制免疫系统



资料来源: Monte Rosa 《Molecular Glue Degraders (MGDs) - From the Bench to the Clinic》, 华源证券研究所

VAV1 基因敲除小鼠的实验数据表明, VAV1 在 T/B 淋巴细胞功能及抗原受体信号传导中发挥关键作用, 尤其在 T 细胞中更为显著。目前, 全球尚无获批上市的 VAV1 靶向药物。Novartis/Monte Rosa 的 MRT-6160 美国研发进展最快, 处于临床 1 期; 苑东同时在临床前布局 VAV1 靶向药物 HP-003。

图表 28: VAV1 药物竞争格局 (截至 2026 年 3 月 12 日)

药品名称	研发机构	作用机制	疾病	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期	美国最高研发阶段	美国最高研发阶段开始日期
MRT-6160	Novartis/Monte Rosa Therapeutics	CRBN×VAV1 分子胶	自身免疫性疾病; 类风湿性关节炎; 炎症性肠病	临床前		1 期临床	2024-09-19
ICP-538	诺诚健华	VAV1 分子胶	自身免疫性疾病; 多发性硬化症	1 期临床	2026-02-26	临床前	
HP-003	上海超阳	VAV1 分子胶	自身免疫性疾病	临床前		临床前	
GT969	标新生物	CRBN×VAV1 分子胶	自身免疫性疾病	临床前		临床前	
GLB-008	格博生物	VAV1 分子胶	自身免疫性疾病	临床前		临床前	
neuroimmune project	SK Biopharma	VAV1 降解剂	神经系统疾病	临床前		临床前	
CX16	邦顺制药	CRBN×VAV1 分子胶	类风湿性关节炎; 多发性硬化症; 炎症性肠病	临床前		临床前	
WO2026026773A1	胶联生物	VAV1 降解剂	肿瘤; 自身免疫性疾病; 炎症 (未指明)	临床前		临床前	
VAV1 MG	奥瑞药业	VAV1 分子胶	自身免疫性疾病	临床前		临床前	
BCR-0010	百新生物	VAV1 分子胶	自身免疫性疾病	临床前		临床前	
LNK011	凌科药业	VAV1 分子胶	自身免疫性疾病; 类风湿性关节炎; 系统性红斑狼疮	临床前		临床前	
WO2026041138A1	人福医药	VAV1×CRBN 分子胶	炎症性肠病	临床前		临床前	

资料来源: 医药魔方, 华源证券研究所

3. 布局阿片类药物戒断治疗市场, 精麻产品管线持续丰富

3.1. 公司麻醉管线众多, 覆盖多适应症

公司麻醉镇痛相关产品线覆盖多阶段布局, 包括 18 款已上市产品及 20 项处于临床研究阶段的品种。主要药物的领域聚焦围手术期疼痛、术后认知功能障碍、慢性疼痛以及癌痛, 部分产品延伸至阿片类受体拮抗剂及骨转移疼痛等细分方向。

图表 29: 苑东生物已上市/申请上市改良型创新药管线 (截至 2026 年 3 月 12 日)

药品	作用机制	适应症	项目中国阶段	中国阶段日期
水合氯醛糖浆		[获批] 镇静剂	已上市	2026-01-14
解毒降脂胶囊		[获批] 慢性支气管炎; 血脂异常	已上市	2005-12-16
氨酚羟考酮缓释片	COX 抑制剂; opioid receptor 激动剂	[在研] 慢性疼痛; 急性疼痛; 疼痛	申请上市	2024-08-31

资料来源: 医药魔方, 华源证券研究所

图表 30：公司部分已上市药物管线（截至 2026 年 3 月 12 日）

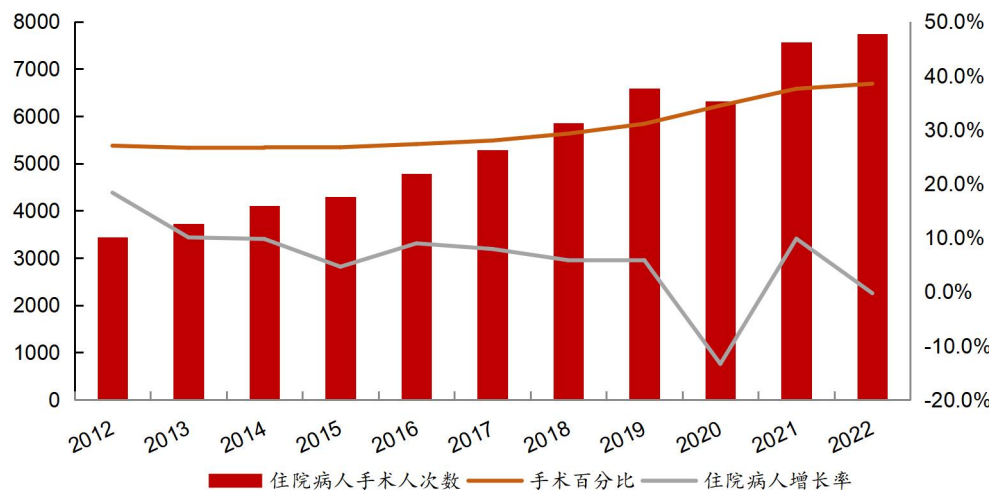
药品	首仿	作用机制	品种适应症	项目中国阶段	中国阶段日期
盐酸阿罗洛尔片		α -adrenergic receptor 阻断剂; β -adrenergic receptor 阻断剂	高血压; 心律失常; 心血管风险; 慢性肾病; 心绞痛	已上市	2025-09-09
盐酸纳呋拉啡口崩片	首仿	κ opioid receptor 激动剂	麻醉相关; 慢性肾病; 慢性肝病 引起的皮肤瘙痒; 肝病	已上市	2025-08-26
奥沙西洋片		苯二氮卓类药物; GABAA receptor 调节剂	抑郁症; 睡眠障碍; 焦虑症; 酒 精戒断综合征; 谵妄	已上市	2025-05-27
水合氯醛灌肠剂			癫痫; 镇静剂	已上市	2025-05-13
注射用维库溴铵		nAChR 拮抗剂	麻醉相关; 全身麻醉	已上市	2025-01-14
贝前列素钠片		PGI2 类似物	2 型糖尿病; 动脉粥样硬化; 疼痛	已上市	2024-05-15
酒石酸布托啡诺注射液		opioid receptor 激动剂	癌症疼痛; 围手术期疼痛; 麻醉 镇痛; 疼痛; 炎症(未指明)	已上市	2024-03-29
注射用尼可地尔		NO 供体	急性心力衰竭; 瓣膜性心脏病; 冠心病; 心绞痛	已上市	2024-03-19
盐酸纳布啡注射液		μ opioid receptor 拮抗剂; κ opioid receptor 激动剂	肝癌; 围手术期疼痛; 椎间盘突出; 出血; 麻醉镇痛; 术后疼痛	已上市	2024-02-23
布洛芬注射液		COX 抑制剂; 非甾体抗炎药	宫颈癌; 疼痛; 术后认知功能障碍; 感染; 全身麻醉; 围手术期 疼痛; 术后疼痛; 镇静剂;	已上市	2023-11-14
甲硫酸新斯的明注射液		AChE 抑制剂	呼吸抑制; 尿潴留; 重症肌无力	已上市	2023-06-30
盐酸去氧肾上腺素注射液		α 1-adrenergic receptor 激动剂	低血压; 全身麻醉; 局部麻醉; 室上性心动过速	已上市	2022-05-10
硫酸氢氯吡格雷片		P2Y12 receptor 抑制剂	心血管疾病; 外周动脉疾病; 血 栓; 动脉粥样硬化; 缺血性卒中;	已上市	2020-12-21
格隆溴铵注射液		mAChR 拮抗剂	心律失常; 麻醉相关; 肌松药; 术后恶心呕吐; 逆转神经肌肉阻 断剂	已上市	2020-11-02
注射用帕瑞昔布钠		COX-2 抑制剂; 非甾体抗炎药	肾绞痛; 急性胰腺炎; 高甘油三酯 血症; 疼痛; 术后认知功能障碍; 围手术期疼痛;	已上市	2019-03-22
布洛芬注射用浓溶液	首仿	COX 抑制剂; 非甾体抗炎药	疼痛; 术后认知功能障碍; 感染; 全 身麻醉; 出血; 围手术期疼痛	已上市	2018-07-31
盐酸纳美芬注射液		μ opioid receptor 拮抗剂	呼吸抑制; 全身麻醉; 阿片类药 物过量	已上市	2018-02-02
格隆溴铵/原料药		mAChR 拮抗剂	未知/待定	已上市	2016-02-01
马来酸氟吡汀胶囊		K ⁺ channel 开放剂	急性疼痛; 肌肉痉挛; 疼痛	已上市	2015-01-14
马来酸氟吡汀/原料药	首仿	K ⁺ channel 开放剂	未知/待定	已上市	2014-12-31
伊班膦酸钠/原料药		FPPS 抑制剂	未知/待定	已上市	2011-12-31
奥氮平/原料药		5-HT2A/C receptor 拮抗剂; D2 receptor 拮抗剂; 5-HT3 receptor 拮抗剂	未知/待定	已上市	2011-12-01
硫酸氢氯吡格雷/原料药		P2Y12 receptor 抑制剂	未知/待定	已上市	2010-09-30
盐酸法舒地尔/原料药		ROCK1 抑制剂; ROCK2 抑制剂	未知/待定	已上市	2010-05-07
盐酸法舒地尔/原料药		ROCK1 抑制剂; ROCK2 抑制剂	未知/待定	已上市	2010-04-20
盐酸纳美芬/原料药	首仿	μ opioid receptor 拮抗剂	未知/待定	已上市	2008-09-22
富马酸比索洛尔片		β 1-adrenergic receptor 阻断剂	高血压; 心力衰竭; 心动过速; 冠心 病; 心绞痛; 心血管疾病	已上市	2007-11-24
注射用盐酸纳洛酮		μ opioid receptor 拮抗剂	酒精中毒; 呼吸抑制; 阿片类药 物过量	已上市	2006-05-30
盐酸纳洛酮/原料药		μ opioid receptor 拮抗剂	未知/待定	已上市	2005

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

3.2. 麻醉类药物市场庞大，应用场景多元化

2016-2022 年国内住院病人手术百分比保持在 30%左右，预计未来国内住院手术量也将保持稳健增长态势。随着人口老龄化进程加剧、舒适化医疗观念的普及以及医疗技术的不断进步，我国麻醉药品行业迎来了新的发展机遇。老龄化、舒适化医疗和非手术室麻醉（NORA）场景的拓展，成为推动麻醉药品行业增长的三重引擎。

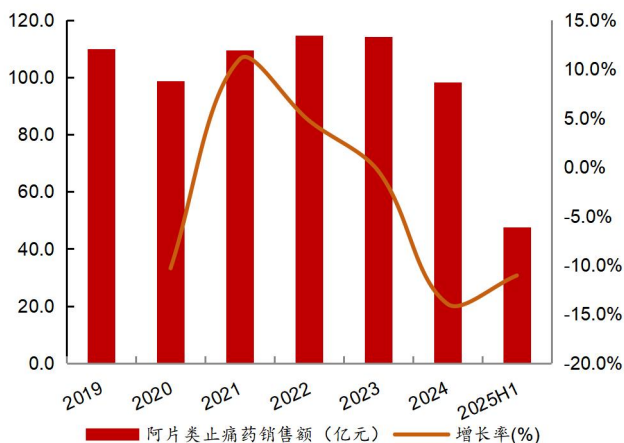
图表 31：2012-2022 年中国住院手术人数（万人次）



资料来源：中国卫健委，华源证券研究所

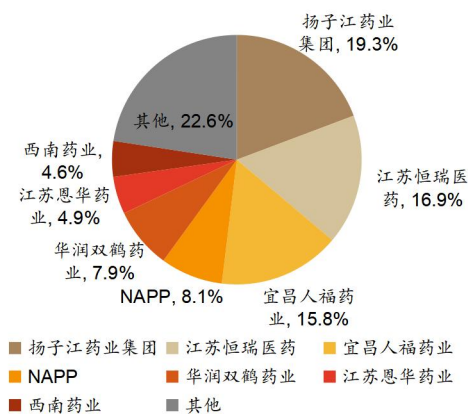
口服阿片类止痛药市场规模近年来呈现稳定波动趋势。米内网数据显示，2019 年至 2024 年期间，该品类年销售额从 110.1 亿元逐步降低至 98.4 亿元，2025 年 H1 达到了 47.6 亿元销售额。从竞争格局看，阿片类市场主要竞争公司为扬子江药业，恒瑞药业和宜昌人福药业，仅三家公司 25H1 占据了超 50%的市场份额。

图表 32：2019-2025 年 H1 中国样本医院阿片类药物销售额



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 33：2025 年 H1 中国样本医院阿片类药物竞争格局



资料来源：米内网，华源证券研究所（备注：数据代表市场份额）

3.3. 公司重点布局阿片类药物戒断治疗市场

阿片类药物通过与阿片类药物受体相互作用而产生其主要药理作用，阿片类药物受体是在生物学中被广泛发现的典型的 G 蛋白偶联受体家族(例如肾上腺素能受体、多巴胺能受体等)。

图表 34：阿片类药物及其拮抗药物

受体	作用	代表药物
激动剂	μ 受体激动	吗啡、氢吗啡酮、羟考酮、芬太尼、舒芬太尼
部分激动剂	对 μ 受体有部分激动和部分拮抗作用（高的受体亲和力），对 κ 受体的作用较弱，常表现为抑制作用	丁丙诺啡
激动拮抗剂	小剂量时激动 μ 受体，大剂量时拮抗 μ 受体，同时兴奋 κ 受体（不适合癌痛的治疗）	布托啡诺、地佐辛、喷他佐辛、纳尔布啡
拮抗剂	与受体亲和力高，对四种阿片受体均有拮抗作用，对 μ 受体的拮抗作用是 δ 受体的 2 倍，是 κ 受体的 15 倍	纳洛酮、纳曲酮、甲基纳曲酮

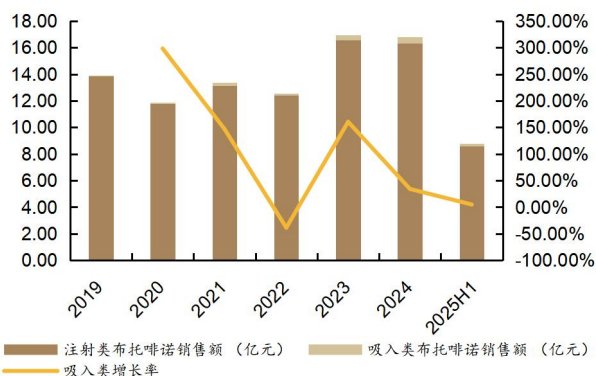
资料来源：中国药业公众号，华源证券研究所

苑东生物已获批 4 个阿片类拮抗剂产品，包括酒石酸布托啡诺注射液（阿片受体激动拮抗剂中唯一用于术后镇痛的医保药品）、盐酸纳布啡注射液（新一代阿片受体激动拮抗剂）、盐酸纳美芬注射液（首仿上市）、盐酸纳洛酮注射液（首家通过一致性评价）。

公司全面覆盖纳洛酮的不同剂型（注射剂/鼻喷剂）。在短效阿片类拮抗剂领域，公司为首家通过一致性评价的纳洛酮制剂。米内网重点省市公立医院数据库显示，2020 年盐酸纳洛酮注射液和注射液用盐酸纳洛酮在中国重点省市公立医院的终端销售额约为 1.04 亿元，市场份额前三的公司分别为北京华素制药（27.74%）、苑东生物（16.00%）和重庆药友制药（12.20%）。公司同时立项海外注册盐酸纳洛酮鼻喷剂。

米内网数据显示，酒石酸布托啡诺 2024 年在中国重点省市公立医院的终端销售额约 16.8 亿元。国内已有恒瑞医药、国药国瑞、福安庆余堂 3 家的国产仿制药上市，公司于 2024 年 4 月获批上市，为国内第 4 家获批上市且视同通过一致性评价的企业。同时，公司全资子公司四川青木制药有限公司的酒石酸布托啡诺原料也在 2023 年 12 月获批，公司在该产品上实现了原料制剂一体化，具有成本优势（销售单价远低于竞品）。

图表 35：注射/吸入布托啡诺在中国重点省市公立医院的年销售额



资料来源：米内网，华源证券研究所

图表 36：注射/吸入布托啡诺在中国重点省市公立医院的竞争格局（截至 2025 年 10 月）

	销售额 (百万元)		市场份额		销售单价 (元)	
	2024	2025H1	2024	2025H1	2024	2025H1
江苏恒瑞医药	1522.28	793.21	90.6%	90.2%	59.44	51.07
上海恒瑞医药	49.34	22.65	2.9%	2.6%	357	357
福安药业庆余堂制药	62.42	31.01	3.7%	3.5%	67.92	62.24
国药国瑞药业	46.38	24.69	2.8%	2.8%	57.51	70.06
成都苑东生物制药	0.03	8.13	0.0%	0.9%	35.7	18.74

资料来源：米内网，华源证券研究所

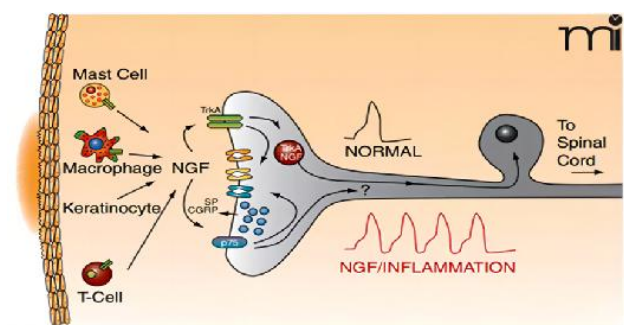
苑东生物布局纳布啡注射液。国家药监局官网显示，国内已有宜昌人福、扬子江紫龙药业、国药国瑞 3 家的国产仿制药上市，公司为国内第 4 家获批上市且视同通过一致性评价的企业。米内中国城市公立医院数据显示，盐酸纳布啡注射液 2022 年销售额约 6.26 亿元，同比增长 108.11%，2023 年上半年销售额约 4.08 亿元，同比增长 41.56%，保持较高增速。

3.4. 在研产品专注低成瘾性镇痛，缓解不良反应

3.4.1. EP-9001A 靶向性强，非中枢性镇痛避免成瘾性

作为急慢性疼痛的关键介质，神经生长因子（nerve growth factor, NGF）具有疼痛信号传递功能。NGF 与其受体 TrkA（Tropomyosinreceptor kinase A）的相互作用是启动和维持疼痛的重要环节，大量研究证明，NGF 水平在创伤、炎症和慢性疼痛中都有所升高。阻断 NGF/TrkA 通路可显著抑制疼痛。

图表 37：NGF 靶点简介



资料来源：邵逸夫医院肿瘤内科公众号，华源证券研究所

图表 38：EP-9001A 临床结果

在研药物	EP-9001A
作用靶点	NGF
适应症	骨转移癌痛
差异化	用量小，长效镇痛（提高依从性），副作用小，避免成瘾性的产生
项目状态	临床Ib/II期
安全性	EP-9001A注射液试验药物安全性良好，低（10mg）中（20mg）高（25mg）剂量组均没有发生剂量限制性毒性及严重不良反应
药代动力学	随着剂量增加，药物的体内暴露量增大，半衰期明显延长
疗效	在中重度骨转移癌痛患者中，中高剂量组第6~8周每日最高疼痛强度数字评分量表和每日平均疼痛强度NRS评分结果表明EP-9001A注射液镇痛效果明显且持续

资料来源：公司公告，苑东生物官网，华源证券研究所

慢性疼痛动物模型中 NGF 水平增加，导致外源性 NGF 增多、NGF 过度表达或抑制 NGF 降解，可使正常鼠模型的机械痛觉过敏和热痛过敏。在慢性疼痛患者中，NGF 水平也会升高，而皮肤内或肌肉注射 NGF 也会引起疼痛和痛觉过敏。同样，通过 NGF-Abs 抑制 NGF 活性

已被证明可以减轻各种动物模型中的痛觉过敏，包括自身免疫性关节炎、骨癌疼痛、OA 和骨折疼痛。抑制 NGF 通路，包括 TrkA 和 p75，可在啮齿动物模型中起到镇痛作用。

苑东生物 EP-9001A（抗 NGF 单抗）处于 Ib/II 期临床阶段，专注癌症骨转移疼痛领域。全球范围内，礼来的他尼珠单抗为进展最快项目（中国 III 期、美国申请上市），国内恒瑞（II 期）为第一梯队；苑东、达石药业（II 期）和三生制药（I/II 期）构成第二阵营，领先康方、泰诺麦博（均 I 期）等。

公司于 2025 年 4 月披露 EP-9001A 的 Ib 期数据，显示：10mg/20mg/25mg 剂量组均未报告剂量限制性毒性（DLT）或严重不良反应；中(20mg)高(25mg)剂量组第 6~8 周每日最高疼痛强度数字评分量表(NRS 评分)和每日平均疼痛强度 NRS 评分结果表明 EP-9001A 注射液镇痛效果明显且持续。

图表 39：NGF 抗体竞争格局（截至 2026 年 2 月 1 日）

药品名称	作用机制	研发机构	疾病	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段日期
他尼珠单抗	anti-NGF 单抗	Eli Lilly(Top20 MNC);Rinat Neuroscience(Pfizer)(Top20 MNC)(原研)	骨关节炎;疼痛;癌症疼痛等	III 期临床	2015-11-20
SHR-2017	anti-NGF/RANK L 双特异性抗体	恒瑞医药(原研)	实体瘤;多发性骨髓瘤;癌症疼痛	II 期临床	2025-06-12
DS002	anti-NGF 单抗	达石药业(原研)	癌症疼痛	II 期临床	2025-10-09
EP-9001A	anti-NGF 单抗	苑东生物(原研)	骨关节炎;癌症疼痛	I/II 期临床	2023-07-03
人源化神经生长因子抗体	anti-NGF 单抗	三生制药(原研)	癌症疼痛	I/II 期临床	2024-01-15
Luvagrobart	anti-NGF 单抗	康方生物(原研)	癌症疼痛	I 期临床	2022-03-03
TNM009	anti-NGF 单抗	泰诺麦博(原研)	癌症疼痛	I 期临床	2023-07-17
STSA-1001	anti-NGF 单抗	舒泰神(原研)	癌症疼痛;骨关节炎疼痛	申报临床	2023-10-24

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

3.4.2. 其他在研管线专注新型镇痛药、药物副作用和自体免疫疾病

公司持续研发阿片激动剂/阿片拮抗剂组合 EP-0203XR。苑东生物在布局 4 款阿片激动剂/阿片拮抗剂后，继续研发全新阿片激动剂/阿片拮抗剂组合的防滥用技术，来降低单方使用过程中便秘等胃肠道不良反应。EP-0203XR 适应症为中重度慢性癌痛以及阿片药物引起的便秘患者。该品应用缓释技术。根据公司报告，EP-0203XR 已于 2025 年 3 月申报 IND，并获临床默示许可，进入临床阶段。

苑东生物正在研发的 EP-0157I 为国内首个且唯一的水溶性丙泊酚前体药物，能有效克服目前临床上应用最广泛的丙泊酚脂肪乳剂可能引起的临床常见问题，如注射部位疼痛、血栓性静脉炎、高脂血症等丙泊酚输注综合征。主要技术亮点在于规避或挑战原研专利，属于冲刺提前上市的快仿品种。另本品规格较高，生产过程最大药液浓度 250mg/ml，产线要求和工艺控制要求较高，具有一定难度。

公司持续研发新型镇痛药物 EP-0226。EP-0226 片拟用于治疗神经病理性疼痛，是一种新型的钙离子通道（Cav2.2）调节剂，其作用机制是通过与钙离子通道 $\alpha 2 \delta$ 亚基结合，减

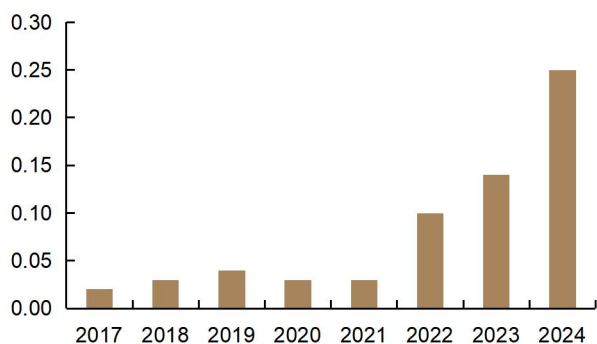
少神经元钙离子内流，从而减少谷氨酸盐、去甲肾上腺素等兴奋性神经递质的释放，进而有效控制神经病理性疼痛。临床前研究表明，EP-0226 片在靶点选择性、体内镇痛活性及药效方面优于已获批同机制的普瑞巴林，且安全性良好。EP-0226 片于 2025 年 12 月收到国家药品监督管理局正式批准签发的《药物临床试验批准通知书》。截至 2026 年 1 月 29 日，该研究 I 期单剂量给药阶段第 1 剂量组已经完成首例受试者给药。

公司通过 EP-0210 拓展炎症性肠病适应症。EP-0210 单抗注射液是一款靶向人肿瘤坏死因子样配体 1A (TNF-like ligand1A, TL1A) 的人源化 IgG1 单克隆抗体药物，拟定适应症为炎症性肠病，其作用机制是通过高效结合人 TL1A，阻止 TL1A 介导的促炎症信号通路，从而发挥治疗炎症性肠病的作用。临床前研究表明，EP-0210 单抗注射液药效作用机制明确，在多种炎症性肠病体内模型中药效显著，具有良好的安全性和有效性；其在靶点活性、体内药效等方面优于国外同靶点竞品 RVT-3101，有望为炎症性肠病患者带来安全有效的更多选择。EP-0210 单抗注射液于 2026 年 1 月收到国家药品监督管理局正式批准签发的《药物临床试验批准通知书》。截至 2026 年 2 月 9 日，该研究 I 期单剂量给药阶段第 1 剂量组已经完成首例受试者给药。

4. 海外业务规模稳步提升

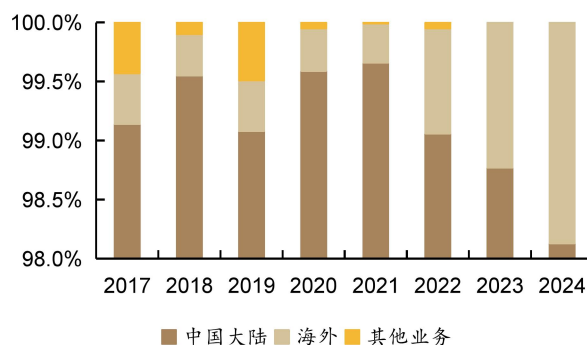
苑东生物营业收入整体呈现持续增长趋势，海外业务规模 2022 年以来稳步提升，2024 年达 0.25 亿元（2017 年为 0.02 亿元），占比从 2017 年的 0.4% 升至 2024 年的 1.9%。2022 年起海外营收增速显著加快，反映国际化战略成效初显。公司业务高度聚焦本土市场（2024 年营收占比 98.1%），海外拓展仍处早期阶段，但增量空间逐步打开。

图表 40：2017-2024 年公司海外销售收入（亿）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 41：2017-2024 年公司各地区销售收入占比



资料来源：wind，华源证券研究所

原料药国际化方面，枸橼酸马罗匹坦原料药完成欧洲 CP 程序注册并获批，同时支持制剂客户完成意大利、波兰的欧洲 NP 程序注册，罗替高汀提交日本 PMDA 注册，甲磺酸仑伐替尼完成 FDA 的 DMF 备案，其他国际化原料药研发项目按计划推进中。

制剂国际化方面，以美国市场为突破口，盐酸尼卡地平注射液常态化发货，单剂量纳洛酮鼻喷剂 ANDA 申报于 2024 年 9 月提交，并于 2025 年 5 月接受了美国 FDA 的鼻喷剂生产线批准前现场核查和体外 BE 核查。2025 年 11 月公司披露收到美国 FDA 出具的现场检查报

告，以零缺陷（no483）通过了上述现场检查。仿制药 EP-0160I 的 ANDA 申报已于 2024 年 6 月提交，目前正在审评中。鼻喷剂 EP-0125SP 已按计划完成了 BE 研究，其他制剂国际化项目正常推进。同时，公司亦在加拿大、尼加拉瓜等市场探索与当地合作伙伴携手共建商业化体系，寻求产品在非美市场的推广与销售。

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

1) 化学药制剂：考虑到公司 2025 年执行第十批国家集中带量采购导致化学制剂销售收入下降，我们假设 2025-2027 年公司化学药制剂板块收入增速分别为 -2.0%/15.0%/15.0%，毛利率分别为 82.0%/82.0%/83.0%。

2) 化学原料药：考虑到公司持续强化原料制剂一体化竞争优势且多种原料药已经出口主流海外市场，我们假设 2025-2027 年公司原料药产品板块收入增速分别为 2.5%/10.0%/15.0%，毛利率分别为 68.0%/68.0%/68.0%。

3) CMO/CDMO：考虑到公司已大量布局 CDMO，且 2024 年报披露的毛利率为 13.64%，我们假设 2025-2027 年公司 CMO/CDMO 增速分别为 2.5%/10.0%/10.0%。

4) 技术服务：考虑到公司仅子公司优洛生物科技主要提供技术服务，我们假设 2025-2027 年公司技术服务收入增速分别为 0.0%/5.0%/5.0%。

5.2. 估值

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 13.3/15.1/17.3 亿元，同比增速分别为 -1.33%/13.63%/14.16%，当前股价对应的 PE 分别为 38.7/35.0/30.5 倍。我们选取海思科，普洛药业，恩华药业，奥赛康作为可比公司，考虑到公司开展制剂及原料药国际化顺利且布局大量创新药管线，维持“买入”评级。

图表 42：可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
		2026/3/18	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
002653.SZ	海思科	575.3	4.54	6.78	9.39	126.6	84.8	61.3	
000739.SZ	普洛药业	211.9	9.07	11.00	13.48	23.4	19.3	15.7	
002262.SZ	恩华药业	229.9	12.69	14.55	17.26	18.1	15.8	13.3	
002755.SZ	奥赛康	137.7	2.81	4.91	7.47	49.0	28.1	18.4	
	平均值					54.3	37.0	27.2	
688513.SH	苑东生物	109.5	2.83	3.13	3.58	38.7	35.0	30.5	

资料来源：wind，华源证券研究所。注：归母净利润盈利预测来自 wind 一致预期，苑东生物公司盈利预测来自华源证券研究所

6. 风险提示

研发创新失败风险：公司创新药分子胶平台产品主要停留在 I/II 期临床，或面临研发创新失败、进度不及预期等风险。

国家集采和医保支付改革带来的风险：尽管公司存量核心产品多数已纳入集采，但其余产品未来仍面临因集采导致的价格下调风险。

竞争加剧风险：仿制药市场进入存量竞争阶段；创新研发成本高、模仿式创新陷入同质化竞争，未来存在竞争加剧的风险。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	971	1,191	1,401	1,628	营业收入	1,350	1,332	1,513	1,728
应收票据及账款	288	234	266	304	营业成本	338	319	359	392
预付账款	15	14	16	19	税金及附加	21	21	24	27
其他应收款	0	1	1	1	销售费用	446	400	439	492
存货	190	213	240	262	管理费用	107	106	120	137
其他流动资产	464	469	472	474	研发费用	264	246	303	363
流动资产总计	1,929	2,123	2,395	2,688	财务费用	-14	-1	-3	-4
长期股权投资	23	22	22	22	资产减值损失	-6	-4	-4	-5
固定资产	1,060	1,058	1,095	1,135	信用减值损失	-3	-1	-2	-2
在建工程	190	192	159	126	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	36	58	85	106	投资收益	10	10	10	10
长期待摊费用	4	3	3	4	公允价值变动损益	15	0	1	2
其他非流动资产	160	154	142	134	资产处置收益	0	0	0	0
非流动资产合计	1,471	1,487	1,506	1,527	其他收益	48	55	55	55
资产总计	3,400	3,611	3,901	4,215	营业利润	252	300	332	381
短期借款	74	0	0	0	营业外收入	1	1	1	1
应付票据及账款	144	217	244	266	营业外支出	1	0	0	0
其他流动负债	378	398	448	492	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	596	615	692	759	利润总额	253	301	333	381
长期借款	36	29	22	15	所得税	14	18	20	23
其他非流动负债	70	70	70	70	净利润	238	283	313	358
非流动负债合计	106	99	92	85	少数股东损益	0	0	0	0
负债合计	702	714	784	844	归属母公司股东净利润	238	283	313	358
股本	177	177	177	177	EPS(元)	1.35	1.60	1.77	2.03
资本公积	1,388	1,388	1,389	1,391	主要财务比率				
留存收益	1,133	1,332	1,551	1,803	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	2,698	2,897	3,117	3,371	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营收增长率	20.82%	-1.33%	13.63%	14.16%
股东权益合计	2,698	2,897	3,117	3,371	营业利润增长率	4.24%	19.16%	10.65%	14.53%
负债和股东权益合计	3,400	3,611	3,901	4,215	归母净利润增长率	5.15%	18.79%	10.63%	14.51%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-4.36%	82.04%	-14.57%	9.59%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	238	221	250	295	毛利率	74.93%	76.01%	76.27%	77.29%
折旧与摊销	85	84	92	101	净利率	17.65%	21.25%	20.69%	20.75%
财务费用	-14	-1	-3	-4	ROE	8.83%	9.77%	10.04%	10.63%
投资损失	-10	-10	-10	-10	ROA	7.01%	7.84%	8.02%	8.51%
营运资金变动	-65	119	14	1	估值倍数				
其他经营现金流	29	66	66	66	P/E	45.96	38.69	34.97	30.54
经营性现金净流量	263	479	409	449	P/S	8.11	8.22	7.23	6.34
投资性现金净流量	197	-94	-103	-112	P/B	4.06	3.78	3.51	3.25
筹资性现金净流量	-262	-165	-97	-109	股息率	0.68%	0.77%	0.85%	0.98%
现金流量净额	198	220	209	227	EV/EBITDA	13	24	22	19

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。