信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

高速成长的生物技术平台，乘风破浪未来可期

——百奥赛图(688796)公司深度报告

2026 年 1 月 9 日

唐爱金 医药首席分析师
S1500523080002
tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药联席首席分析师
S1500524120003
hexin1@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

百奥赛图(688796)

投资评级 买入

上次评级

公司主要数据

收盘价（元）	56.17
52 周内股价波动区间(元)	48.06-69.80
最近一月涨跌幅(%)	106.33%
总股本(亿股)	4.47
流通 A 股比例(%)	8.03%
总市值(亿元)	251.02

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编：100031

高速成长的生物技术平台，乘风破浪未来可期

2026 年 1 月 9 日

本期内容提要：

➢ **高速成长的生物技术平台，完成 A+H 两地上市。**

百奥赛图是一家创新技术驱动新药研发的国际性生物技术公司，公司业务可以分为抗体新药开发（RenMice）和临床前产品与服务（BioMice）两大平台：1）抗体新药开发技术平台：基于底层基因编辑技术，百奥赛图自主研发 RenMice 平台，用于抗体药物发现，目前已经积累超过 100 万全人源抗体序列库，服务于全球创新药企业。2）临床前产品与服务技术平台：公司子品牌 BioMice 提供几千种包括靶点人源化小鼠在内的基因编辑动物和细胞模型，同时为全球客户提供临床前药理药效和基因编辑服务。我们认为百奥赛图的发展历史可以分为公司初创期、资本化时期、战略转型期三个阶段，其中战略转型期阶段百奥赛图将自主研发管线陆续完成对外授权，全面向平台型公司转型，过去 5 年公司营业收入保持高速增长，2024 年正式实现扭亏为盈。2022 年公司通过港交所 IPO 审核，2025 年公司通过科创板 IPO 审核，成为少数完成 A+H 两地上市的生物技术平台公司。

➢ **RenMice：全人源抗体大势所趋，“千鼠万抗”进入兑现期。**

抗体药物的发展经历过鼠源单抗、人鼠嵌合单抗、人源化单抗、全人源单抗等不同阶段，随着技术的不断发展，人源化程度不断提升。根据文献统计，截至 2025 年 5 月，过去 50 年累计获批的抗体药物数量达到至少 212 种，从技术路径来看，人源化和全人源已经成为主流，鼠源抗体和人鼠嵌合抗体正在退出历史舞台。百奥赛图是全球较早布局全人源技术的生物科技公司之一，公司凭借先进的自有 SUPCE 技术，采取领先的基因组原位替换的策略开发了全人抗体/TCR 小鼠 RenMice 平台，包括 RenMab、RenLite、RenNano、RenTCR、RenTCR-mimic 多个系列小鼠，在人源化抗体基因替换长度和完整性方面显著优于同类已有模型，能够最大程度地保证抗体基因的多样性。公司于 2020 年 3 月启动“千鼠万抗”计划，拟在 RenMab 及 RenLite 小鼠平台的基础上通过靶点敲除，得到针对人体内千余种潜在药物靶点的靶点敲除小鼠进行药物发现（千鼠），针对每种 Target KO 小鼠免疫后得到数百种针对该靶点不同表位的抗体分子（万抗）。基于对 1000 多个潜在可成药的靶点进行规模化药物开发，公司已经建立起超 100 万条全人抗体序列库。截至 2025 年 6 月 30 日，公司累计完成 61 个正式转让/授权/合作开发项目，我们认为，公司目前抗体开发业务收入仍以首付款为主，随着合作项目的临床推进，里程碑付款将逐渐成为抗体开发业务收入的主要来源，如果有合作项目成功上市，销售分成对业绩的贡献同样可观。

➢ **BioMice：模式动物协同药理药效，持续贡献稳定现金流**

根据弗若斯特沙利文，2024 年全球临床前药理药效评价行业市场规模约 44.4 亿美元，2024 年中国临床前药理药效评价行业市场规模约 77.1 亿元人民币，考虑到模式动物是开展药理药效评价的重要工具，我们认为模式动物企业开展相关业务具备先天优势，由于部分客户结构重叠，两项业务具备较强协同作用。百奥赛图是全球领先的模式动物及药理药效评价平台公司：

1）模式动物方面，公司累计开发超过 4,300 种基因编辑动物及细胞模型，其中包括靶点人源化小鼠 1,700 余种；2）药理药效服务方面，公司建立了完备的体内外药理药效学评价、药代动力学（PK）和药效学（PD）评价以及小动物病理和毒理学评估体系，截至 2025 年 6 月 30 日，公司的药理药效团队已为全球约 950 名合作伙伴完成了超过 6,350 项药物评估。整体来看，公司模式动物销售业务和临床前药理药效评价业务协同发展，目前正处于高速成长期。和同业公司对比，百奥赛图的商业模式相对独特，虽然模型资源数量不多，但是聚焦高毛利的靶点人源化小鼠品系，不提供低毛利的普通品系，笼位资源的利用度较高，同时具备出海能力。

➢ 盈利预测与投资评级

我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 13.48 亿元、18.06 亿元、23.17 亿元，归母净利润分别为 1.50 亿元、3.18 亿元、5.07 亿元，对应的 EPS 分别为 0.34 元、0.71 元、1.13 元，对应的 PE 估值分别为 167.27 倍、78.95 倍、49.49 倍。我们认为百奥赛图是全球领先的生物技术平台型公司，RenMice 平台有望贡献高弹性空间，BioMice 平台有望贡献稳定现金流，中长期成长性突出，首次覆盖给予“买入”评级。

➢ 风险因素

创新药研发失败的风险；行业投融资不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；地缘政治和关税风险；次新股短期内股价波动风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	717	980	1,348	1,806	2,317
增长率 YoY %	34.3%	36.8%	37.5%	34.0%	28.3%
归属母公司净利润(百万元)	-383	34	150	318	507
增长率 YoY%	36.4%	108.8%	347.4%	111.9%	59.5%
毛利率%	70.6%	77.7%	76.7%	77.5%	78.0%
净资产收益率ROE%	-48.7%	4.0%	7.0%	12.9%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	-0.86	0.08	0.34	0.71	1.13
市盈率 P/E(倍)	—	748.39	167.27	78.95	49.49
市净率 P/B(倍)	31.94	30.10	11.70	10.19	8.45

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 1 月 8 日收盘价

目 录

投资聚焦 6
1、高速成长的生物技术平台，完成 A+H 两地上市 7
1.1 发展历史：战略转型平台型公司，完成 A+H 两地上市 7
1.2 主营业务：覆盖四大业务板块，研发管线陆续完成授权 8
1.3 治理关系：实控关系稳定，管理层经验丰富 10
1.4 财务分析：高速成长期，实现扭亏为盈 11
2、RenMice：全人源抗体大势所趋，“千鼠万抗”进入兑现期 14
2.1 全人源抗体大势所趋，小鼠平台是重要技术路径 14
2.2 前瞻布局全人源技术，掌握全球稀缺平台资源 16
2.3 启动“千鼠万抗”计划，赋能抗体药物研发 19
3、BioMice：模式动物协同药理药效，持续贡献稳定现金流 23
3.1 模式动物协同药理药效，市场空间广阔 23
3.2 以靶点人源化为特色，“产品+服务”协同发展 24
4、盈利预测和投资评级 30
4.1 盈利预测 30
4.2 投资评级 31
5、风险提示 32
附录：参考文献 33

表 目 录

表 1：百奥赛图公司管理层介绍 11
表 2：百奥赛图 RenMice 小鼠平台简介 16
表 3：全人源小鼠抗体平台对比 18
表 4：全人源小鼠抗体平台收并购交易不断 19
表 5：“千鼠万抗”全面多样的合作模式 20
表 6：“千鼠万抗”计划已经完成合作项目梳理 22
表 7：模式动物上市公司横向对比 28
表 8：模式动物上市公司模型资源横向对比 28
表 9：公司主营业务拆分及盈利预测（2020A-2027E） 30
表 10：百奥赛图可比公司估值情况 31

图 目 录

图 1：百奥赛图公司旗下两大技术平台 7
图 2：百奥赛图公司发展历史 8
图 3：百奥赛图不同发展阶段总结 8
图 4：百奥赛图主营业务板块总结 9
图 5：百奥赛图自主研发管线 9
图 6：多玛医药研发管线 10
图 7：百奥赛图股权结构图（科创板 IPO 后） 10
图 8：百奥赛图营业收入及同比增速 12
图 9：百奥赛图扣非净利润及同比增速 12
图 10：百奥赛图营业收入按照业务拆分（单位：百万元） 12
图 11：百奥赛图营业收入按照区域拆分（单位：百万元） 12
图 12：百奥赛图各项业务毛利率趋势（单位：%） 13
图 13：百奥赛图各项期间费用率趋势（单位：%） 13
图 14：抗体基本结构 14
图 15：抗体的重链和轻链基因 14
图 16：抗体药物技术路径变革 14
图 17：抗体药物人源化不同技术路径对比 15
图 18：过去 50 年获批的抗体药物总结 15
图 19：美国 FDA 批准抗体药物类型（单位：个） 16
图 20：中国 NMPA 批准抗体药物类型（单位：个） 16
图 21：RenMab 小鼠开发全人抗体示意图 17
图 22：RenLite 小鼠开发双抗示意图 17
图 23：RenNano 小鼠开发双抗示意图 17
图 24：RenMab 小鼠通过基因原位替换的方式实现人源化 18
图 25：“千鼠万抗”计划药物开发流程 20
图 26：百奥赛图抗体合作丰富的客户结构 21

图 27：创新药不同阶段的研发成功率统计.....21
图 28：百奥赛图抗体开发业务收入及同比增速.....22
图 29：百奥赛图抗体开发业务毛利率.....22
图 30：全球动物模型市场规模（不含动物模型相关服务）.....23
图 31：中国啮齿类模式动物产品和服务市场规模.....23
图 32：全球临床前药理药效市场规模.....24
图 33：中国临床前药理药效市场规模.....24
图 34：百奥赛图模式动物业务范围.....25
图 35：百奥赛图临床前药理药效业务范围.....25
图 36：百奥赛图动物设施资源.....26
图 37：百奥赛图抗体开发业务收入及同比增速.....26
图 38：百奥赛图抗体开发业务毛利率.....26
图 39：公司不同动物模型销售收入（百万元）.....27
图 40：公司不同动物模型销量（万只）.....27
图 41：公司不同动物模型平均单价（元）.....27
图 42：模式动物销售收入对比（单位：百万元）.....29
图 43：药理药效评价服务收入对比（单位：百万元）.....29

投资聚焦

百奥赛图是全球领先的生物技术平台型公司，我们认为，公司 RenMice 平台有望贡献高弹性空间，BioMice 平台有望贡献稳定现金流。

1）RenMice 平台有望贡献高弹性空间

基于公司自主知识产权的基因编辑技术平台，百奥赛图成功搭建 RenMice 技术平台，包括 RenMab、RenLite、RenNano、RenTCR、RenTCR-mimic 多个系列小鼠，在人源化抗体基因替换长度和完整性方面显著优于同类已有模型。公司前瞻性启动“千鼠万抗”计划，针对上千个潜力成药靶点，产生超过 100 万的抗体序列库，为全球生物医药企业提供各种形式的抗体开发服务，截至 2025 年 6 月 30 日，公司累计完成 61 个正式转让/授权/合作开发项目，抗体开发业务快速实现从 0 到 1 的突破，2024 年营业收入已经达到 3.18 亿元，我们认为目前抗体开发收入仍以首付款为主，随着合作项目的临床推进，里程碑付款和销售分成有望成为重要增量，未来具备高弹性成长空间。

2）：BioMice 平台有望贡献稳定现金流

模式动物是开展药理药效评价的重要工具，模式动物企业开展相关业务具备先天优势，由于部分客户结构重叠，两项业务具备较强协同作用。百奥赛图是全球领先的模式动物及药理药效评价平台公司，累计开发超过 4,300 种基因编辑动物及细胞模型，其中包括靶点人源化小鼠 1,700 余种，成功搭建完备的体内+体外药理药效学评价体系。2020-2024 年期间百奥赛图模式动物业务收入年复合增长率达到 56%，临床前药理药效评价业务收入年复合增长率达到 28%，在行业中具备领先优势。我们认为公司模式动物+药理药效两项业务相辅相成协同发展，未来有望持续贡献稳定现金流。

1、高速成长的生物技术平台，完成 A+H 两地上市

1.1 发展历史：战略转型平台型公司，完成 A+H 两地上市

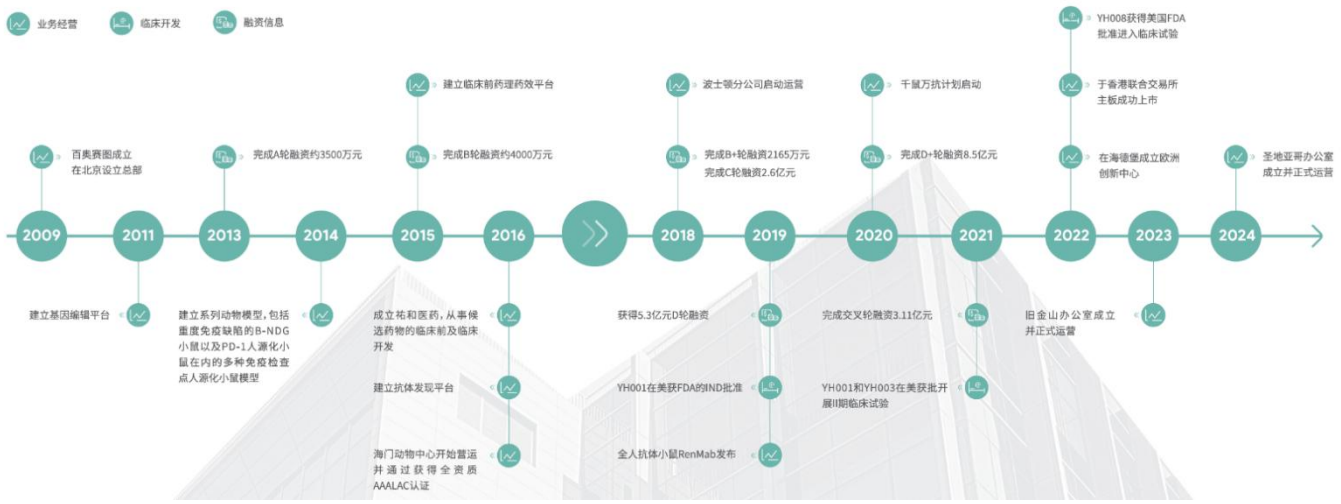
全球领先的创新生物技术公司，旗下拥有 RenMice 和 BioMice 两大技术平台。百奥赛图是一家创新技术驱动新药研发的国际性生物技术公司，公司总部位于北京，在中国（江苏海门、上海）、美国（波士顿、旧金山、圣地亚哥）及德国海德堡等地设有分支机构。公司业务可以分为抗体新药开发和临床前产业与服务两大平台：1）抗体新药开发技术平台：基于底层基因编辑技术，百奥赛图自主研发 RenMice 平台，用于抗体药物发现，目前已经积累超过 100 万全人源抗体序列库。2）临床前产品与服务技术平台：公司子品牌 BioMice 提供几千种包括靶点人源化小鼠在内的基因编辑动物和细胞模型，同时为全球客户提供临床前药理药效和基因编辑服务。

图 1：百奥赛图公司旗下两大技术平台

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

百奥赛图 2008 年成立于美国马萨诸塞州，2009 年在北京设立总部，经过十余年的积淀，公司逐步发展成为以基因编辑模式动物制备、创新模式动物繁殖与供应、临床前药理药效评价以及抗体药物发现四个技术平台为一体的企业。回顾公司发展历史，我们认为可以分为以下三个阶段：1）公司初创期：百奥赛图完成基因编辑平台建设，成功开发系列免疫检查点人源化小鼠和重度免疫缺陷小鼠（B-NDG 小鼠），建立临床前药理药效服务平台，拓展海门动物中心，基本完成公司平台搭建；2）资本化时期，百奥赛图陆续完成多轮融资，并于 2022 年在港交所主板上市，公司开始进军创新药赛道，YH001、YH002、YH003 等重点研发项目陆续进入临床试验阶段。3）战略转型期，百奥赛图自主研发项目陆续完成对外授权，全面向平台型公司转型，自主研发 RenMice（RenMab、RenLite、RenNano、RenTCR mimic）平台，启动“千鼠万抗”计划，建立起超 100 万条全人抗体序列库，2025 年通过科创板 IPO 审核，完成 A+H 两地上市，公司发展进入全新阶段。

图 2：百奥赛图公司发展历史



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 3：百奥赛图不同发展阶段总结

公司初创期	资本化时期	战略转型期
2008年：百奥赛图成立于美国马萨诸塞州 2009年：百奥赛图在北京设立总部 2011年：建立基于ESC/HR的基因编辑平台 2014年：开发系列免疫检查点人源化小鼠和重度免疫缺陷小鼠（B-NDG小鼠） 2015年：建立临床前药理药效服务平台 2016年：海门动物中心运营	2018年：波士顿和上海站点开设并开始运营，陆续完成完成B+轮和C轮融资 2020年：YH002在美国获得临床试验批准；YH001与YH002获得中国临床试验批准；完成D+轮融资8.5亿元 2021年：YH001和YH003在美获批开展二期临床试验；完成交叉轮融资3.11亿元 2022年：公司在香港联合交易所主板上市	2019年：全人抗体RenMab小鼠发布 2020年：规模化全人抗体开发“千鼠万抗”计划启动，向生物技术公司转型 2023年：全人仅重链抗体平台RenNano发布，RenMice家族的第三个成员 2025年：百奥赛图圣地亚哥新办公室正式启用加速全球化战略布局；公司在科创板IPO审核通过，完成A+H两地上市

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 主营业务：覆盖四大业务板块，研发管线陆续完成授权

定位临床前 CRO，覆盖四大业务板块。百奥赛图是一家临床前 CRO 以及生物技术企业，基于自主开发的基因编辑技术提供各类创新模式动物以及临床前阶段的医药研发服务，业务范围覆盖模式动物销售、临床前药理药效评价、基因编辑业务、抗体开发业务四大板块，其中模式动物销售、临床前药理药效评价、基因编辑业务属于 BioMice 平台，抗体开发业务属于 RenMice 平台。1）模式动物销售方面，公司累计开发超过 4,300 种基因编辑动物及细胞模型，其中包括靶点人源化小鼠 1,700 余种；2）临床前药理药效评价方面，依托动物模型优势，公司累计为全球约 950 名合作伙伴完成了超过 6,350 项药物评估；3）基因编辑业务方面，公司累计为客户完成了约 5,300 个基因编辑大/小鼠及细胞系项目；4）抗体开发业务方面，公司成功搭建人源化小鼠 RenMice 平台，形成包括 RenMab、RenLite、RenNano、RenTCR、RenTCR-mimic 多个系列小鼠。

图 4：百奥赛图主营业务板块总结

BioMice			RenMice
模式动物销售	临床前药理药效评价	基因编辑业务	抗体开发业务
公司累计开发超过4,300种基因编辑动物及细胞模型，其中包括靶点人源化小鼠1,700余种。逐步建立起符合AAALAC国际标准的模式动物生产中心，总使用面积约55,000平方米	公司建立了完备的体内外药理药效学评价、药代动力学（PK）和药效学（PD）评价以及小动物病理和毒理学评估体系，可服务于临床前药物研发的各个阶段，累计为全球约950名合作伙伴完成了超过6,350项药物评估	公司成立之初便开始提供基于动物以及细胞的定制化基因编辑服务，以满足基础科学研究和药物研发等需求，累计为客户完成了约5,300个基因编辑大/小鼠及细胞系项目	成功搭建人源化小鼠RenMice平台，形成包括RenMab、RenLite、RenNano、RenTCR、RenTCR-mimic多个系列小鼠，用于单抗、双抗/双抗、ADC、纳米抗体、TCR药物的发现与制备
25Q1-3收入：4.49亿元	25Q1-3收入：2.33亿元	25Q1-3收入：0.57亿元	25Q1-3收入：2.01亿元

资料来源：iFind，百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

研发管线大部分完成授权，合作开发推进临床。依托全人源抗体平台优势，公司自主研发立项 YH001、YH002、YH003、YH004、YH008、YH012、YH015 等项目，目前处于临床或临床前不同阶段。截至 2025 年 9 月，公司就药物管线 YH001、YH002、YH003、YH005、YH008、YH011、YH012、YH013、YH016 以及 YH017 分别与 Tracon Pharmaceuticals、Syncromune、荣昌生物、微芯新域、启德医药、Radiance Biopharma、多玛医药、Gilead Sciences（吉利德科学）、Neurocrine Biosciences 进行合作研发。随着战略转型平台型公司，公司未来将继续采用合作开发的方式推进研发管线，暂无计划自行开展研发管线的后续临床试验，预计不会对公司现金流造成负面影响。

图 5：百奥赛图自主研发管线

资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

对外投资孵化多玛医药，布局双抗 ADC 高潜赛道。公司对外投资标的包括多玛医药（参股 17.68%）、科迈生物（参股 15%）、恺佧生物（参股 4.24%）。其中多玛医药是公司参股的创新药研发企业，以双抗 ADC 为特色，根据多玛医药官网，公司目前有 3 款双抗 ADC 进入临床 I 期阶段，分别为 DM001（TROP2/EGFR）、DM002（HER3/MUC1）、DM005（EGFR/MET），均为已经 ADC 成药或具备成药潜力的靶点。

图 6：多玛医药研发管线

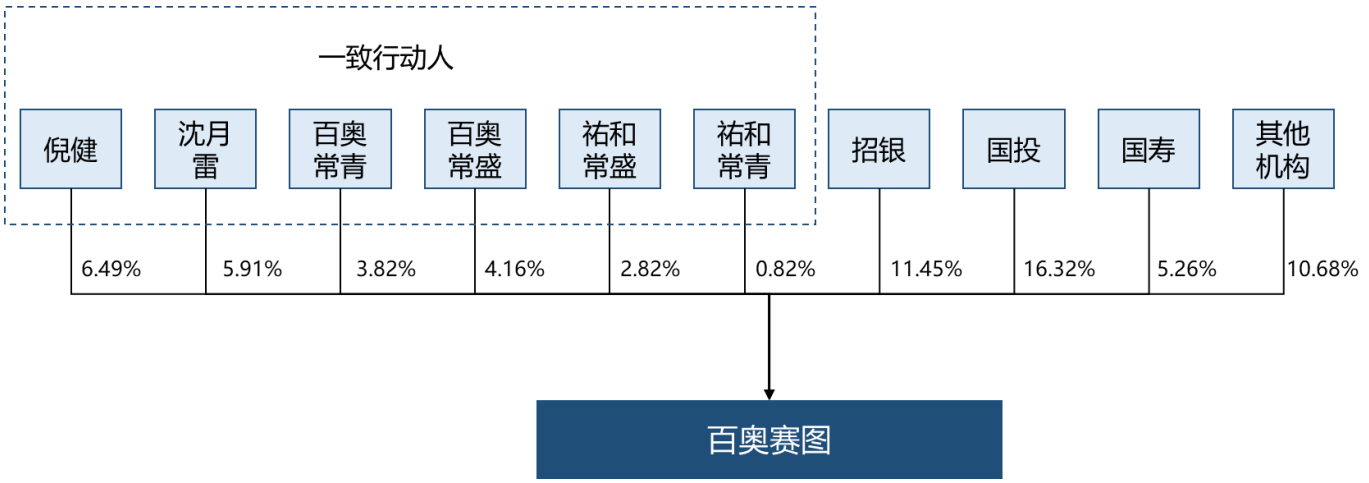
Therapeutic Area	Products	Target	Molecular Format	Indication	Status
					Discovery / Pre-clinical / IND / Phase I / Phase II / Phase III / BLA
Oncology	DM001	TROP2/EGFR	Bispecific ADC	Solid Tumor	
Oncology	DM002	HER3/MUC1	Bispecific ADC	Solid Tumor	
Oncology	DM005	EGFR/MET	Bispecific ADC	Solid Tumor	
Oncology	DM007	Undisclosed	Inhibitors	Solid Tumor	
Oncology	DM008	Undisclosed	Bispecific ADC	Solid tumor	
Oncology	DM009	Undisclosed	Bispecific ADC	Solid tumor	

资料来源：多玛医药公司官网，信达证券研发中心

1.3 治理关系：实控关系稳定，管理层经验丰富

公司股权结构清晰，实控人持股比例 24.01%。公司实际控制人为沈月雷先生和倪健女士，科创板 IPO 发行后，两人直接持有百奥赛图 12.40%的股权，通过控制百奥常青、百奥常盛、祐和常盛、祐和常青等主体间接持有百奥赛图 11.61%股权，合计控制百奥赛图 24.01%的表决权。公司机构投资人较多，持股较为集中的包括招银系（持股 11.45%）、国投系（持股 16.32%）、国寿系（持股 5.26%）。科创板 IPO 发行新股 4,750 万股，占发行后总股本比例约 10.63%，发行后公司 75.21%股份在 A 股上市流通、24.79%股份在 H 股上市流通，A 股流通股权比例高于 H 股流通股权比例。

图 7：百奥赛图股权结构图（科创板 IPO 后）



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心；其中招银系包括招银柒号、招银拾玖号、招银朗曜、招银资本，国投系包括国投重大专项基金、国投创业深圳基金、国投创业宁波基金，国寿系包括国寿成达、国寿建泉

公司管理层具备生物医学专业背景，从业经验丰富。创始人沈月雷博士毕业于美国马萨诸塞大学免疫学专业，曾任美国纽约大学医学院/Howard Hughes Medical Institute 博士后，创始人倪健博士毕业于美国马萨诸塞州药学与健康科学学院，曾任美国麻省大学医学院生物化学技术员、纽约大学医学中心儿科药剂师、美国西弗吉尼亚大学医院和药学院住院药剂师及药学院助理教授、哈佛医学院 DanaFarber 癌症研究所肿瘤专科驻院药剂师、哈佛医学院布里格姆妇女医院癌症专业临床药剂师。

表 1：百奥赛图公司管理层介绍

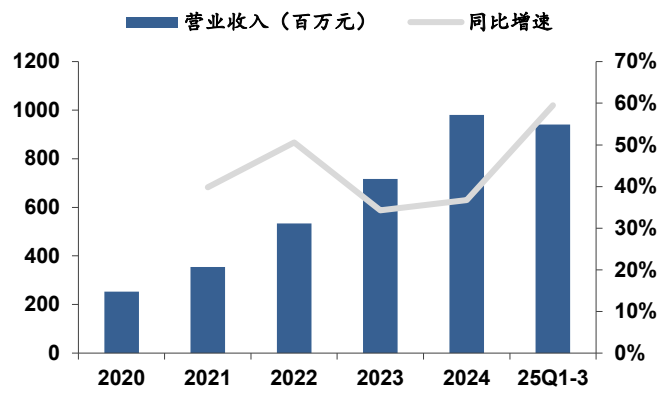
姓名	职位	年龄	履历
沈月雷	董事长&执行董事&总经理	56 岁	美国马萨诸塞大学免疫学博士，曾任美国纽约大学医学院/Howard Hughes Medical Institute 博士后；2008 年 6 月创立 Biocytogen LLC（百奥赛图美国），2009 年 11 月创立百奥赛图
倪健	执行董事	54 岁	美国马萨诸塞州药学与健康科学学院药学博士，曾任美国麻省大学医学院生物化学技术员、纽约大学医学中心儿科药剂师、美国西弗吉尼亚大学医院和药学院住院药剂师及药学院助理教授、哈佛医学院 DanaFarber 癌症研究所肿瘤专科驻院药剂师、哈佛医学院布里格姆妇女医院癌症专业临床药剂师
张海超	执行董事	45 岁	中国药科大学博士，2009 年加入百奥赛图，历任百奥赛图有限分子生物学部主管、营销总监、监事、董事、动物中心高级总监、祐和医药董事；现任百奥赛图动物中心高级总监、执行董事
杨毅	副总经理	47 岁	美国康涅狄格大学博士，曾任纽约大学博士后研究员、南卡罗来纳医科大学助理教授，2016 年加入百奥赛图，历任抗体开发部总监、首席科学家，现任百奥赛图副总经理
王永亮	副总经理	40 岁	南开大学理学硕士，曾任中国中化集团公司投资经理、中国高新投资集团公司高级投资经理、嘉实投资管理有限公司高级投资经理、投资副总裁、投资副总监；2017 年加入百奥赛图，现任公司副总经理、董事会秘书
刘斌	财务总监	57 岁	亚利桑那州立大学国际管理硕士，曾任 ABB 中国高压事业部财务总监、武汉凯迪电力环保首席财务官、北京世纪天乐首席财务官、新疆科大聚龙首席财务官、鸿合科技股份财务副总裁；2020 年加入百奥赛图，现任公司财务总监

资料来源：iFind，信达证券研发中心

1.4 财务分析：高速成长期，实现扭亏为盈

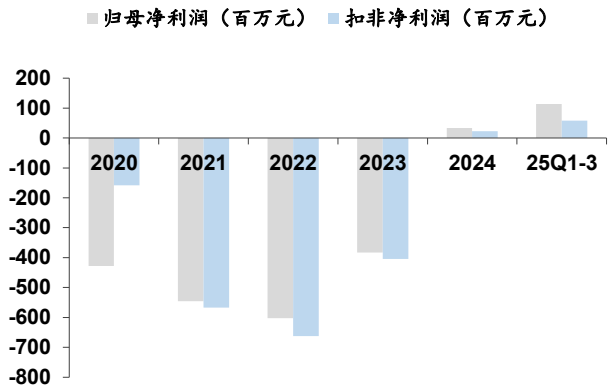
整体收入高速增长，利润端实现扭亏为盈。公司整体收入处于高速增长阶段，营业收入从 2020 年的 2.53 亿元快速增长至 2024 年的 9.80 亿元，年复合增长率达到 40%，2025 年前三季度实现营业收入 9.41 亿元，同比增长 60%。由于前期研发投入较大，公司 2020-2023 年始终处于亏损状态，随着公司战略转型平台型公司，逐步进入收获期，2024 年公司实现归母净利润 0.34 亿元，实现扣非净利润 0.23 亿元；2025 年前三季度公司实现归母净利润 1.14 亿元，实现扣非净利润 0.58 亿元。

图 8：百奥赛图营业收入及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

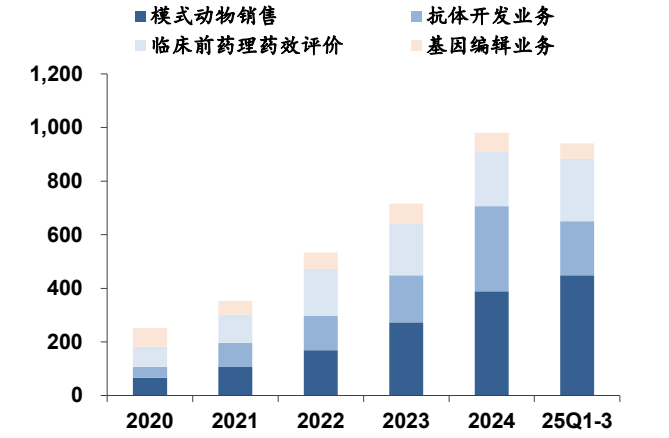
图 9：百奥赛图扣非净利润及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

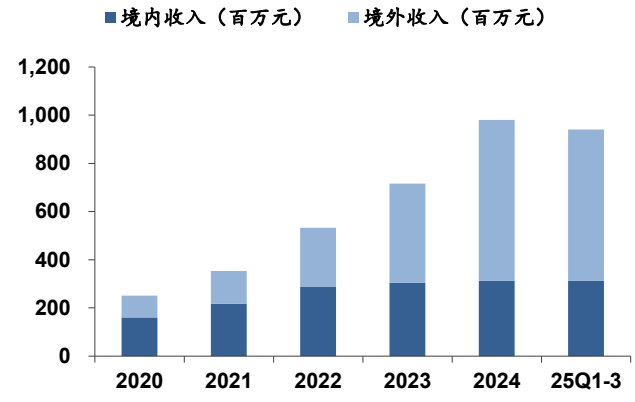
核心业务高速成长，境外收入占比较高。根据业务类型，公司营业收入可以拆分为模式动物销售、抗体开发业务、临床前药理药效评价、基因编辑业务等，其中模式动物占比最高（2025 年前三季度占比约 48%），模式动物销售、抗体开发业务、临床前药理药效评价 3 项核心业务均处于高速成长阶段，基因编辑业务规模保持相对稳定。根据区域分布，近年来公司境内收入体量保持相对稳定，境外收入保持高速增长，收入占比逐年提升，2025 年前三季度，公司境外收入占比约 67%，境内收入占比约 33%。

图 10：百奥赛图营业收入按照业务拆分（单位：百万元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

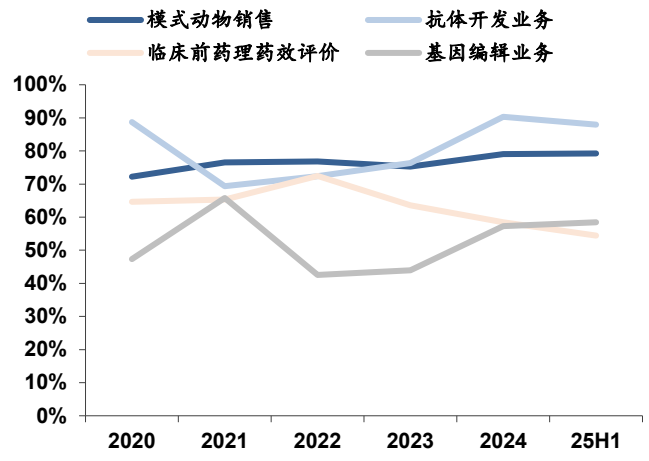
图 11：百奥赛图营业收入按照区域拆分（单位：百万元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

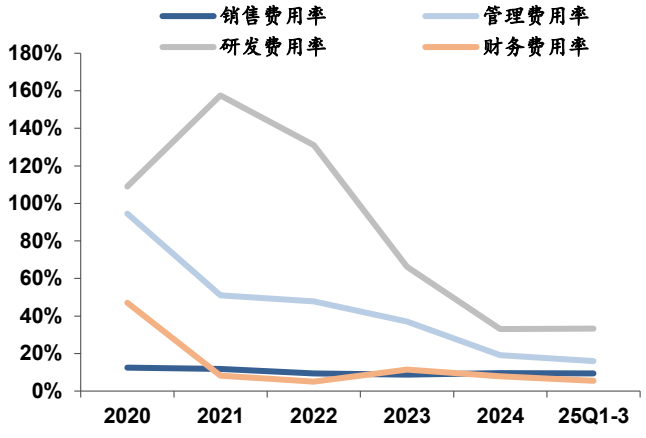
毛利率保持高水平，期间费用率显著下降。2025 年前三季度公司整体毛利率约为 75%，其中各项业务毛利率略有差异，模式动物销售毛利率约为 75-80%，抗体开发销售毛利率约为 80-90%，临床前药理药效评价毛利率约为 60%。从各项期间费用来看，随着营业收入的高速增长，2025 年前三季度整体期间费用率压缩至约 64%，其中公司 2022 年研发费用曾经高达 6.99 亿元，随着战略转型平台型公司，研发费用金额和占比均大幅下降，2025 年前三季度公司研发费用率约为 33%。

图 12：百奥赛图各项业务毛利率趋势（单位：%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 13：百奥赛图各项期间费用率趋势（单位：%）



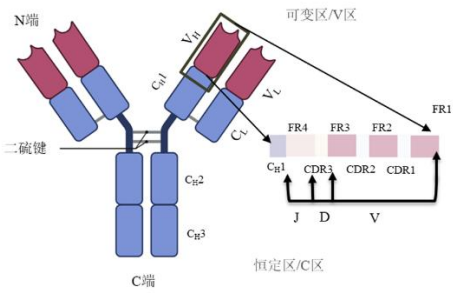
资料来源：iFind，信达证券研发中心

2、RenMice：全人源抗体大势所趋，“千鼠万抗”进入兑现期

2.1 全人源抗体大势所趋，小鼠平台是重要技术路径

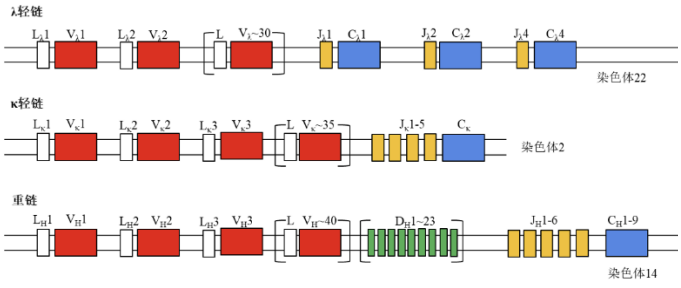
抗体结构精密，重链和轻链由不同基因编码。抗体也叫免疫球蛋白（Ig），是免疫系统对病原体的存在而产生的一种大型保护性蛋白质，这些病原体被称为抗原。抗体识别并抓住抗原，从而中和并从体内清除它们。一个完整的抗体由四条肽链组成，包括两条重链（H 链）和两条轻链（L 链），并连接成一个“Y”形。每条肽链有一个恒定区（C 区）和一个可变区（V 区）。轻链的可变区由 V、J 两部分组成，重链的可变区由 V、D、J 三部分组成。抗体的两条单链分别由不同的基因编码，编码人类抗体重链的基因位于 14 号染色体上，人类抗体轻链有两种亚型，κ 和 λ，由两个不同的基因组成，κ 轻链基因位于 2 号染色体上，λ 轻链基因位于 22 号染色体上。

图 14：抗体基本结构



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

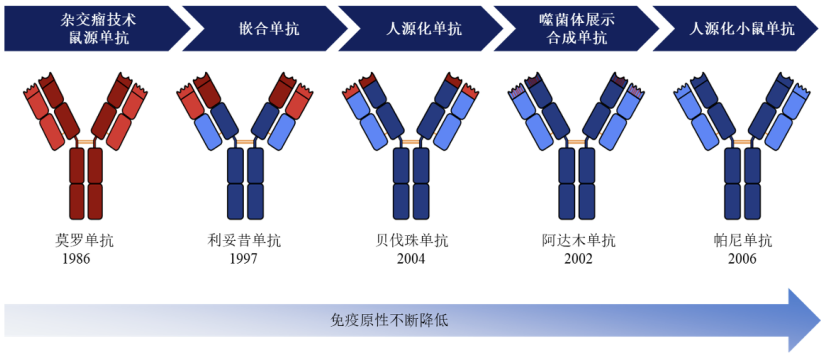
图 15：抗体的重链和轻链基因



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

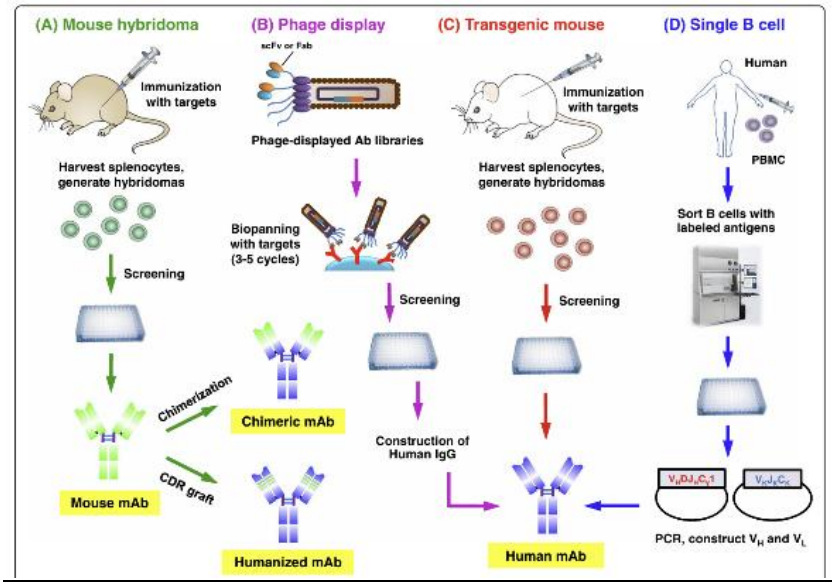
抗体药物不断进化，人源化大势所趋。抗体药物的发展经历过鼠源单抗、人鼠嵌合单抗、人源化单抗、全人源单抗等不同阶段。随着技术的不断发展，人源化程度不断提升，免疫原性不断降低，其中人鼠嵌合抗体将鼠源成分降低至 30%左右，例如利妥昔单抗，人源化抗体将鼠源成分降低至 10%左右，例如贝伐珠单抗。全人源单抗的可变区与恒定区均为人源片段，主要有两条技术途径，分别为噬菌体展示技术和全人抗体小鼠平台。通过噬菌体展示技术开发的代表抗体药物有艾伯维的靶向 TNF α 的阿达木单抗，通过人源抗体小鼠平台技术开发的代表抗体药物有安进的靶向 EGFR 的帕尼单抗。

图 16：抗体药物技术路径变革



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

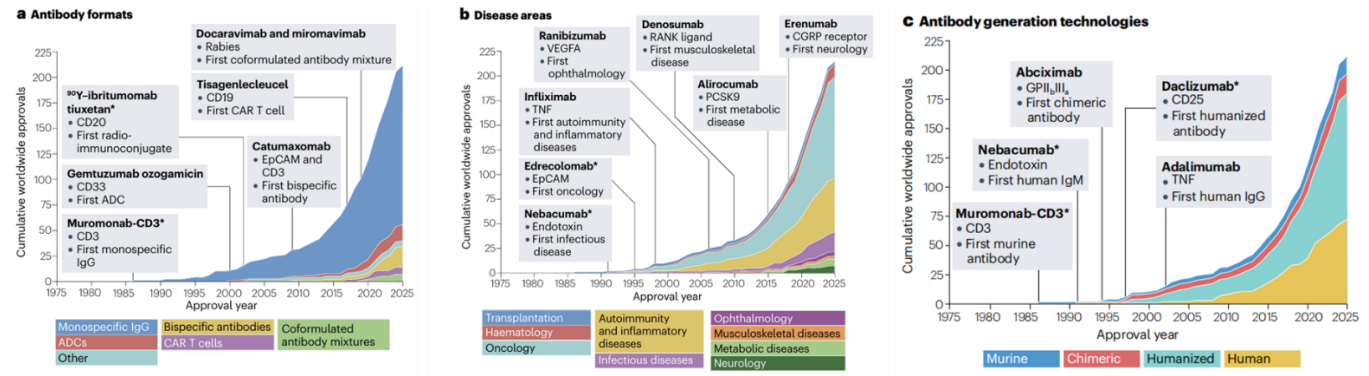
图 17：抗体药物人源化不同技术路径对比



资料来源：《Development of therapeutic antibodies for the treatment of diseases》[1]，信达证券研发中心

复盘过去 50 年抗体药物，全人源逐步成为主流。根据《Nature Reviews Immunology》文献[2]统计，截至 2025 年 5 月，过去 50 年累计获批的抗体药物数量达到至少 212 种，2022 年以来每年有 18 种以上新产品获批，呈现高速增长趋势。从分子类型来看，单抗分子依然占据主流，但是双抗、多抗、ADC、CAR-T 等新分子类型占比快速上升；从治疗领域来看，肿瘤适应症依然占据主流，但是自免、代谢、眼科、神经等细分领域占比快速上升；从技术路径来看，人源化和全人源已经成为主流，鼠源抗体和人鼠嵌合抗体正在退出历史舞台。

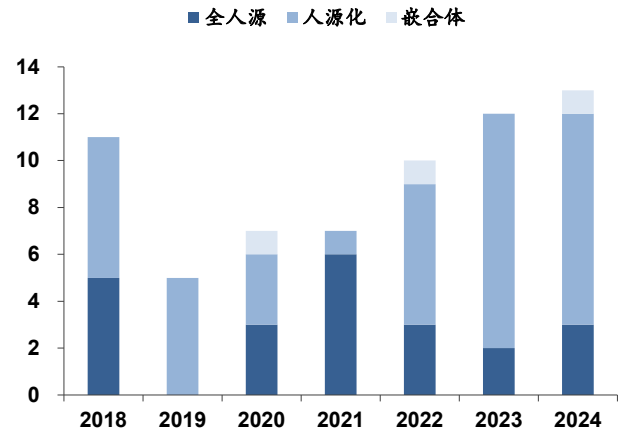
图 18：过去 50 年获批的抗体药物总结



资料来源：《Fifty years of monoclonals: the past, present and future of antibody therapeutics》[2]，信达证券研发中心

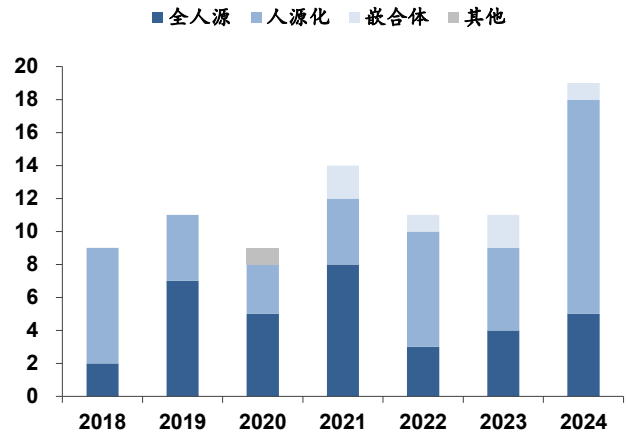
复盘近年获批抗体药物，全人源占比逐步提高。复盘近年获批抗体药物，无论是美国 FDA 还是中国 NMPA，全人源抗体占比较高。根据弗若斯特沙利文统计，从 2018 年到 2024 年，FDA 累计批准 65 个创新抗体药物，其中 22 个是全人源抗体药物，占抗体药物批准总量的 33.8%；从 2018 年到 2024 年，NMPA 累计批准 84 个创新抗体药物，其中 34 个是全人源抗体药物，占抗体药物批准总量的 40.5%。

图 19：美国 FDA 批准抗体药物类型（单位：个）



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

图 20：中国 NMPA 批准抗体药物类型（单位：个）



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

2.2 前瞻布局全人源技术，掌握全球稀缺平台资源

前瞻布局全人源技术，打造 RenMice 平台。百奥赛图是全球较早布局全人源技术的生物科技公司之一，公司凭借先进的自有 SUPCE（Super Piece Cassette Editing 超大片段基因编辑）技术，采取领先的基因组原位替换的策略开发了全人抗体/TCR 小鼠 RenMice 平台，包括 RenMab、RenLite、RenNano、RenTCR、RenTCR-mimic 多个系列小鼠，其中 RenMab、RenLite 及 RenNano 小鼠分别用于单抗、双抗/双抗 ADC 以及纳米抗体的发现与制备；RenTCR 及 RenTCR-mimic 小鼠分别用于 TCR 药物以及类 TCR 抗体的发现与制备。

表 2：百奥赛图 RenMice 小鼠平台简介

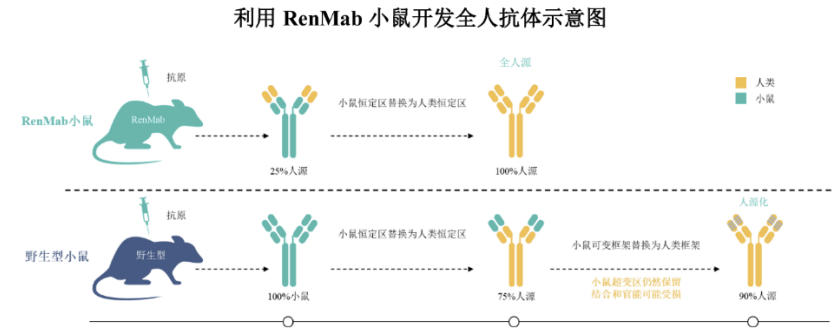
	RenMab	RenLite	RenNano	RenTCR	RenTCR-mimic
定位	全人单克隆抗体发现平台	全人共轻链双抗和双抗 ADC 发现平台	全人纳米抗体/仅重链抗体发现平台	全人 TCR 发现平台	全人类 TCR 抗体平台
操作	将野生小鼠抗体基因重链及 κ 轻链可变区片段原位替换为人源抗体基因相应片段，具有完整的人源抗体基因重、轻链可变区 V（D）J 片段	将抗体重链基因可变区原位替换为人源相应的基因片段，其 κ 轻链可变区替换为单一固定的人源抗体轻链可变区基因	在 RenMab 的基础上，进一步对抗体恒定区基因进行改造，可以直接产生丰富多样性及高亲和力的全人仅重链抗体	将人源 TCR 序列导入小鼠体内，并对鼠源的 MHC I 或/和 MHC II 进行人源化后得到的小鼠平台，具有正常的 T 细胞免疫应答，经免疫后可产生全人 TCR 序列	在 RenMice 基础上定点插入人源主要组织相容性复合体基因序列获得的 HLA 人源化的全人抗体小鼠
用途	单抗	双抗，双抗 ADC	纳米抗体	TCR 药物/细胞疗法	类 TCR 抗体/细胞疗法

资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

具体来看：1）RenMab 小鼠将野生小鼠抗体基因重链及 κ 轻链可变区片段原位替换为人源抗体基因相应片段，具有完整的人源抗体基因重、轻链可变区 V（D）J 片段，主要用于单抗药物的开发。2）RenLite 小鼠将抗体重链基因可变区原位替换为人源相应的基因片段，其 κ 轻链可变区替换为单一固定的人源抗体轻链可变区基因，主要用于双抗及双抗 ADC 的开发。3）RenNano 小鼠在 RenMab 的基础上，进一步对抗体恒定区基因进行改造，可以直接产生丰富多样性及高亲和力的全人仅重链抗体，主要用于纳米抗体的开发。4）RenTCR 小鼠将人源 TCR 序列导入小鼠体内，并对鼠源的 MHC I 或/和 MHC II 进行人源化后得到的

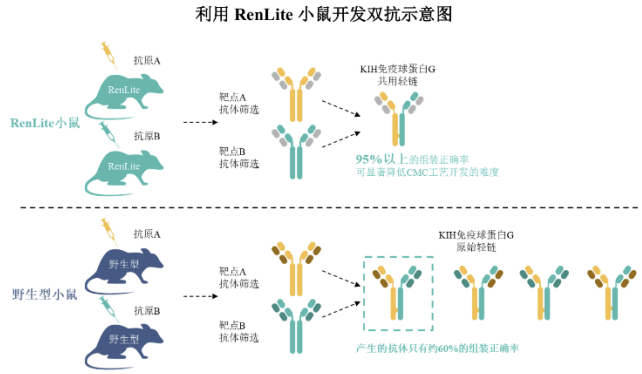
小鼠平台，具有正常的 T 细胞免疫应答，经免疫后可产生全人 TCR 序列，主要用于 TCR 药物/细胞疗法的开发。5）RenTCR-mimic 小鼠在 RenMice 基础上定点插入人源主要组织相容性复合体（MHC）基因序列获得的 HLA 人源化的全人抗体小鼠，主要用于类 TCR 抗体/细胞疗法的开发。

图 21：RenMab 小鼠开发全人抗体示意图



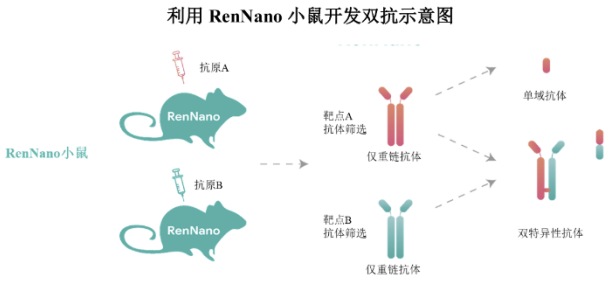
资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

图 22：RenLite 小鼠开发双抗示意图



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

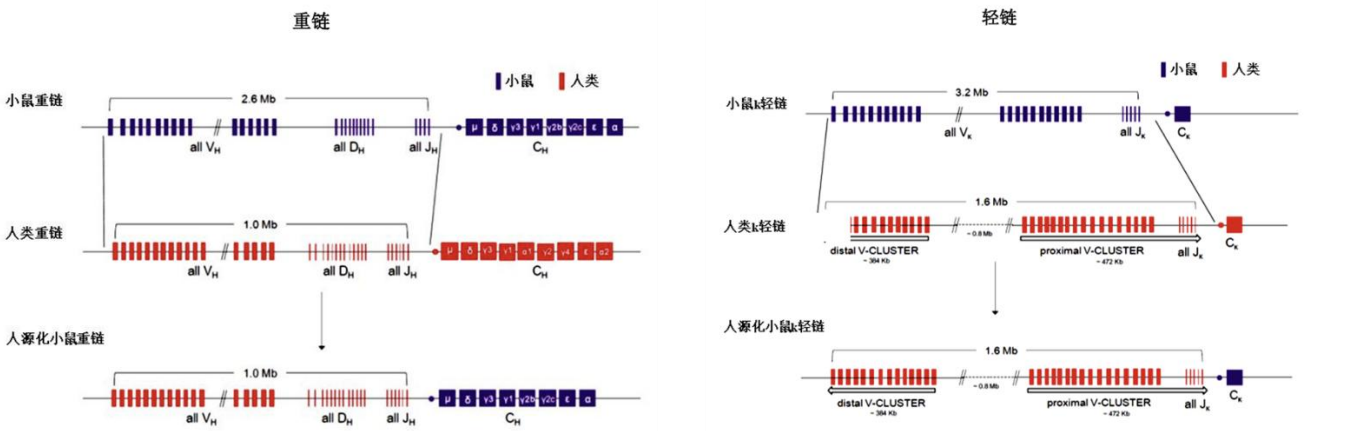
图 23：RenNano 小鼠开发双抗示意图



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

基因原位替换，保留抗体多样性。根据弗若斯特沙利文的数据，RenMab 是目前全球范围内已知的抗体基因人源化程度最高的小鼠平台之一，具有完整的人类抗体重链及 κ 轻链可变区 V、(D)、J 片段和小鼠重链及轻链的恒定区并保留了抗体生成过程中的重组机制及抗体基因调控区的调控机制。在抗体的产生过程中，不同位点的重、轻链基因可变区及恒定区将被随机选取并发生重组，重组后的 DNA 将进行转录、翻译进而合成为抗体蛋白。人源化小鼠的构造按技术路径可分为随机插入、靶向插入以及原位替换，公司基于独家 SUPCE 技术，一次性实现大规模的人源与鼠源抗体基因序列的原位替换，最大程度的保证了插入的抗体序列片段的完整性，并具有野生型小鼠相似的免疫系统发育与免疫应答机制。

图 24：RenMab 小鼠通过基因原位替换的方式实现人源化



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

新一代全人源抗体平台，技术优势明显。目前全球范围内全人源抗体小鼠平台可以分为两类：1）大型 MNC 为自己开发抗体提供服务的，一般不对外提供服务，例如 BMS、Amgen、Regeneron、Sanofi 等；2）第三方平台公司，通过平台授权、项目转让等方式提供对外服务，例如 Ligand、和铂医药、百奥赛图等。和同类技术平台相比，百奥赛图的 RenMab 平台采用独家专利的 SUPCE 技术，通过原位替换的方式对于小鼠人源抗体可变区片段进行全部导入，在人源化抗体基因替换长度和完整性方面显著优于同类已有模型，能够最大程度地保证抗体基因的多样性。

表 3：全人源小鼠抗体平台对比

小鼠平台	企业	开发日期	片段规模	技术路径	专利
HuMabMouse	BMS（百时美施贵宝）	1994 年	部分导入	鼠源基因敲除+人源基因敲入	已授权
XenoMouse	Amgen（安进）	1994 年	部分导入	鼠源基因失活+人源基因敲入	已授权
VelocImmune	Regeneron（再生元）	2004 年	部分导入	原位替换	已授权
Kymouse	Kymab/Sanofi（赛诺菲）	2014 年	部分导入	原位替换	已授权
TrianniMouse	Trianni/AbCellera	2013 年	引入几乎全部有功能人重链和轻链可变区	鼠源基因敲除+人源基因靶向插入	已授权
OmniRat	Ligand	2012 年	部分导入	鼠源基因敲除+人源基因插入	已授权
Harbour Mice	和铂医药	2005 年	部分导入	鼠源基因敲除+人源基因随机插入	已授权
NeoMab	药康生物	2023 年	未明确披露	原位反向插入	否
HUGO-Ab	赛业生物	未披露	全部导入	原位替换（基于 ES 打靶技术）	否
ImmuMab	伊米诺康	2022 年	全部导入	原位替换（基于 MASIRT 技术）	否
CAMouse	金迈博	未披露	部分导入	未披露	否
RenMab	百奥赛图	2019 年	全部导入	原位替换（基于 SUPCE 技术）	已授权（中美日俄等）

资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

由于全人源小鼠抗体平台具备稀缺价值，行业不断出现重磅收购。2005 年安进（Amgen）22 亿美元收购 Abgenix，2009 年百时美施贵宝（BMS）24 亿美元收购 Medarex，标志着第一代全人源小鼠抗体平台的价值得到大型 MNC 的认可。2021 年，赛诺菲（Sanofi）14.5 亿美元收购 Kymab，2021 年安进（Amgen）再次出手 25 亿美元收购 Teneobio，再次将行业收并购推向高潮。2025 年 Genmab 以 80 亿美元收购 Merus。

表 4：全人源小鼠抗体平台收并购交易不断

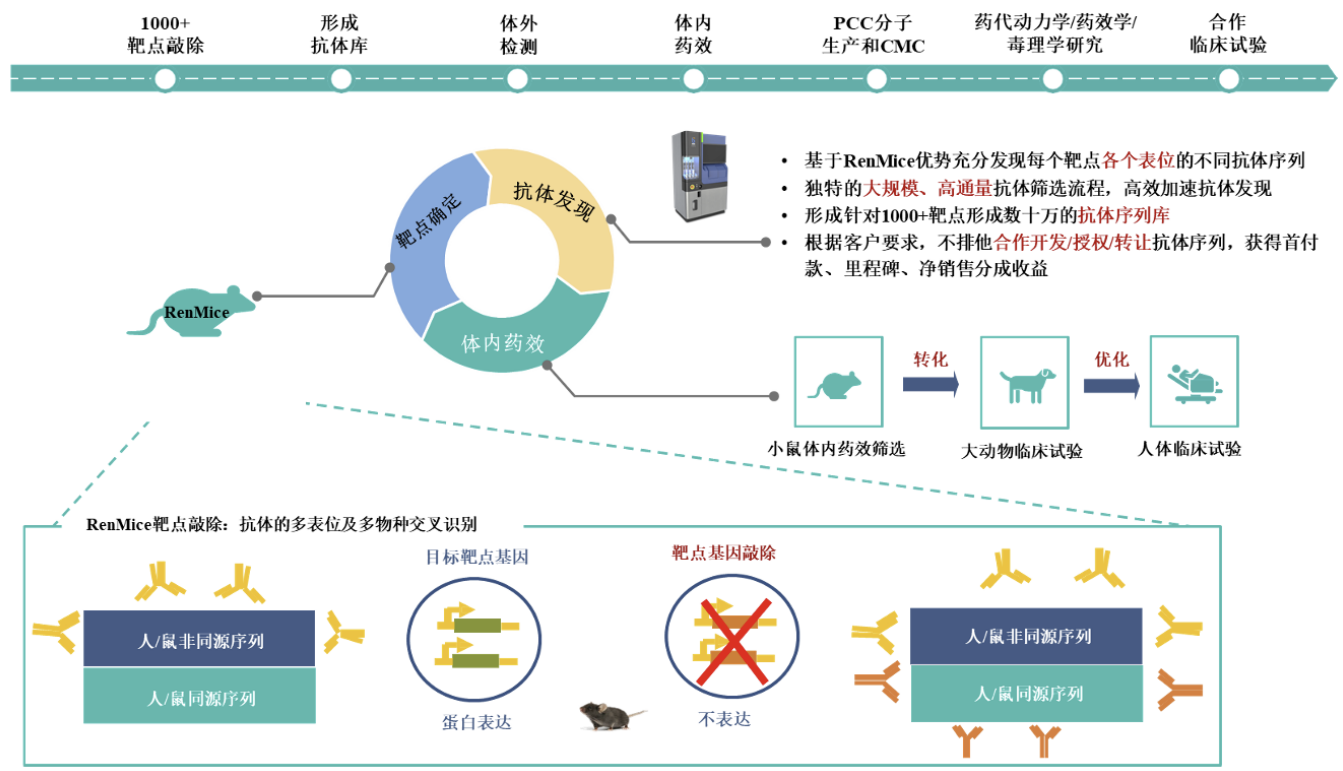
收购方	被收购方	时间	收购价格
安进（Amgen）	Abgenix	2005 年	22 亿美元
百时美施贵宝（BMS）	Medarex	2009 年	24 亿美元
和铂医药	Harbour	2016 年	/
Ligand	OMT	2016 年	1.78 亿美元（现金+股票）
AbCellera	Trianni	2020 年	9000 万美元
赛诺菲（Sanofi）	Kymab	2021 年	14.5 亿美元（预付款 11 亿美元+里程碑 3.5 亿美元）
安进（Amgen）	Teneobio	2021 年	25 亿美元（预付款 9 亿美元+里程碑 16 亿美元）
Genmab	Merus	2025 年	80 亿美元

资料来源：Abgenix、丁香通、Business Wire、GEN、动脉网、全科医学网、药时代，信达证券研发中心

2.3 启动“千鼠万抗”计划，赋能抗体药物研发

启动“千鼠万抗”计划，建立百万抗体序列库。弗若斯特沙利文数据显示，人体内有上千个潜在的药物靶点，截至 2025 年 6 月 30 日，仅有针对 70 余个靶点的 200 余种单抗药物获得中国 NMPA、美国 FDA 及欧盟 EMA 批准上市，其他靶点的巨大市场潜力仍然有待开发。基于此公司于 2020 年 3 月率先启动“千鼠万抗”计划，拟在 RenMab 及 RenLite 小鼠平台的基础上通过靶点敲除，得到针对人体内千余种潜在药物靶点的靶点敲除小鼠进行药物发现（千鼠），针对每种 Target KO 小鼠免疫后得到数百种针对该靶点不同表位的抗体分子（万抗）。基于对 1000 多个潜在可成药的靶点进行规模化药物开发，公司已经建立起超 100 万条全人抗体序列库。

图 25：“千鼠万抗”计划药物开发流程



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

合作模式多样，赋能海内外知名客户。从合作模式来看，公司全面支持抗体分子序列转让、靶点排他性合作开发、抗体分子序列授权、知识产权共享合作开发、RenMice 小鼠授权、抗体制备服务等各类合作方式，大部分项目可以享受首付款、里程碑付款及销售分成。截至 2025 年 9 月，公司已与 Merck KGaA（德国默克）、Gilead Sciences（吉利德科学）、Johnson & Johnson（强生公司）、IDEAYA Biosciences、Neurocrine Biosciences、百济神州、Xencor、ADC Therapeutics、Myricx Bio、ABL Bio、翰森制药、正大天晴、华润生物、信达生物、荣昌生物、上海生物制品研究所等数十家海内外知名生物科技或医药研发企业达成合作。

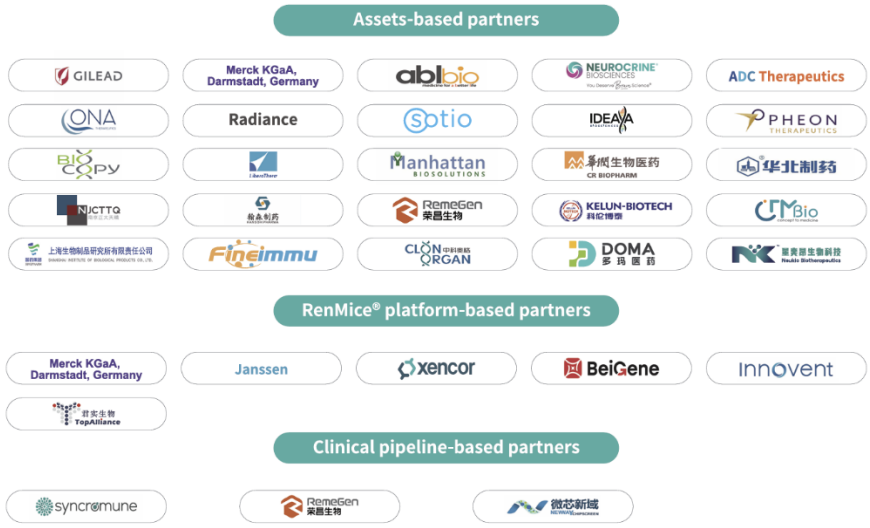
表 5：“千鼠万抗”全面多样的合作模式

合作模式	合作特点	盈利模式
抗体分子序列转让	合作方基于该转让分子序列开发的产品，知识产权归属于对方	首付款、里程碑付款及净销售额分成
靶点排他性合作开发	双方共同享有共同开发产品的知识产权及产品权益	首付款、利益分成（药物权益转让收益+药物净销售额）
抗体分子序列授权	公司保留授权分子本身的知识产权以及向第三方授权的权利	首付款、里程碑付款及净销售额分成
知识产权共享合作开发	双方共同拥有合作开发产品的知识产权	承担各自的研发投资并享有相应的权益百分比
RenMice 小鼠授权	合作方拥有借助 RenMice 所产生的抗体药物分子的知识产权	根据靶点数目付款，包括首付款、里程碑付款及销售分成

抗体制备服务	针对服务所产生的知识产权，归属于客户所有	公司进行相应服务并提交最终产品并收取服务收入

资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

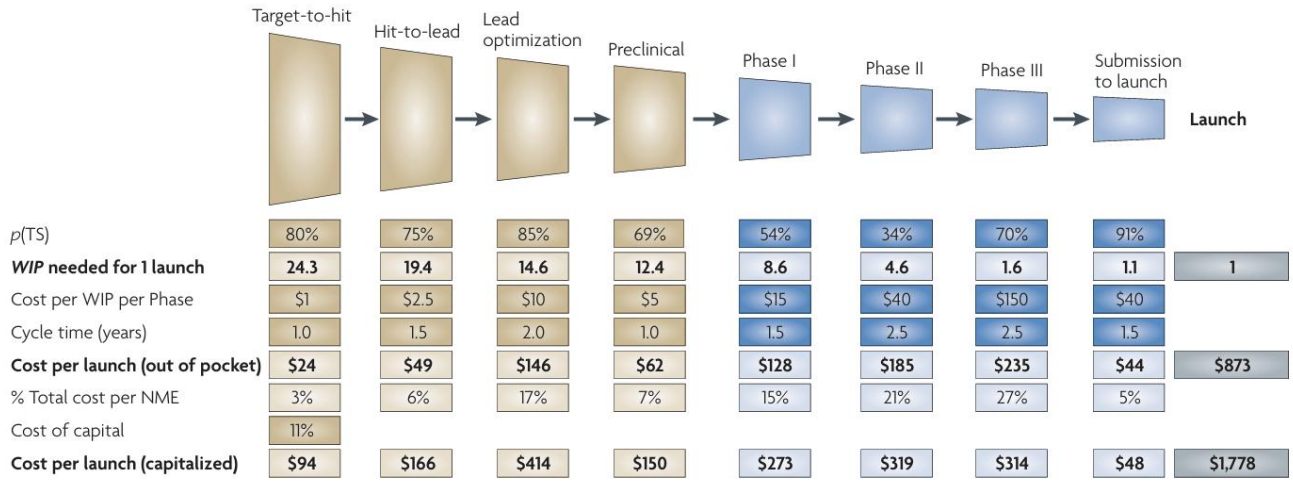
图 26：百奥赛图抗体合作丰富的客户结构



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

抗体序列库有望提高研发成功概率。创新药研发成功率较低，根据 Nature Review Drug Discovery 相关文献[3]的创新药研发管线模型，从靶点发现到获批上市，不同研发阶段的成功概率拥有较大差异，平均 24.3 个项目最终只有 1 个项目成功获批上市，累计成功概率约为 5%。从靶点（Target）到苗头化合物（Hit）成功率约 80%，从苗头化合物（Hit）到先导化合物（Lead）成功率约 75%，先导化合物（Lead）优化到确认 PCC 分子成功率约 85%，临床前试验成功率约 69%，临床 I 期到临床 III 期成功率分别为 54%、34%、70%，最后上市申报成功率约 91%。公司“千鼠万抗”项目已经积累百万级别的抗体序列，基于序列库的高通量筛选有望大幅缩短抗体药物的研发周期，提高抗体药物的研发成功概率。

图 27：创新药不同阶段的研发成功率统计



资料来源：《How to improve R&D productivity: the pharmaceutical industry's grand challenge》[3]，信达证券研发中心

累计合作 61 个项目，里程碑付款潜力可期。截至 2025 年 6 月 30 日，公司累计完成 61 个正式转让/授权/合作开发项目，其中 25 个项目处于抗体发现阶段，26 个项目处于 Hit/Lead 阶段，8 个项目处于 PCC 阶段，2 个项目处于 CMC/IND 阶段。以上已经完成合作的 61 个项目，其中 51 个项目合作方仍在推进研发，占比约 83.61%，研发阶段主要集中于 Lead 或 Hit 体内外药效筛选阶段，抗体分子的最快研发阶段已经进入临床 I 期试验。我们认为，公司目前抗体开发业务收入仍以首付款为主，随着合作项目的临床推进，里程碑付款将逐渐成为抗体开发业务收入的主要来源，如果有合作项目成功上市，销售分成对业绩贡献同样可观。

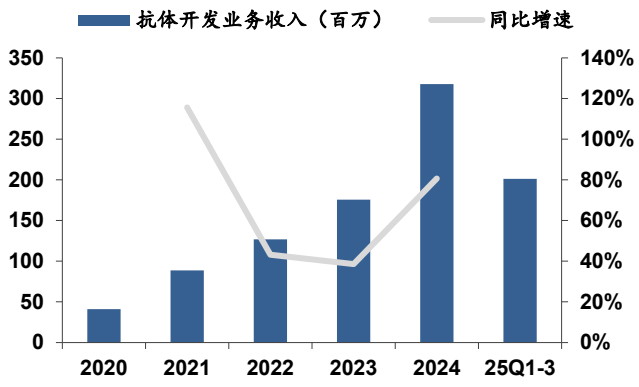
表 6：“千鼠万抗”计划已经完成合作项目梳理

	抗体发现	Hit/Lead	PCC	CMC/IND	合计
项目数量	25	26	8	2	61
数量占比	40.98%	42.62%	13.11%	3.28%	100%
累计收入占比	27.76%	15.38%	45.74%	11.12%	100%

资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

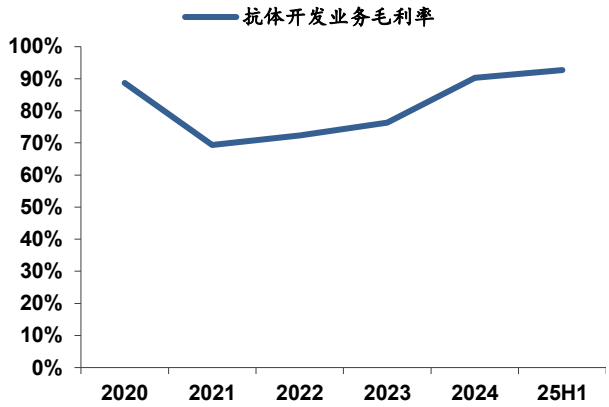
抗体开发业务快速实现从 0 到 1 突破。基于 RenMice 技术平台的优势和“千鼠万抗”计划的推进，公司抗体开发业务快速实现从 0 到 1 的突破，2024 年营业收入已经达到 3.18 亿元，同比增长 81%，2025 年前三季度实现营业收入 2.01 亿元，由于前期抗体平台搭建作为研发投入已经费用化，公司抗体开发业务毛利率达到 90%以上，未来有望保持在较高水平。大订单对公司业绩有推动作用，2024 年公司确认强生公司 3,593 万元的抗体开发业务收入；2025 年 1-6 月，公司确认来自 Gilead（吉利德）的抗体开发收入约 7,651 万元，来自多玛医药的双抗 ADC 药物管线研发里程碑收入 2,000 万元。

图 28：百奥赛图抗体开发业务收入及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 29：百奥赛图抗体开发业务毛利率



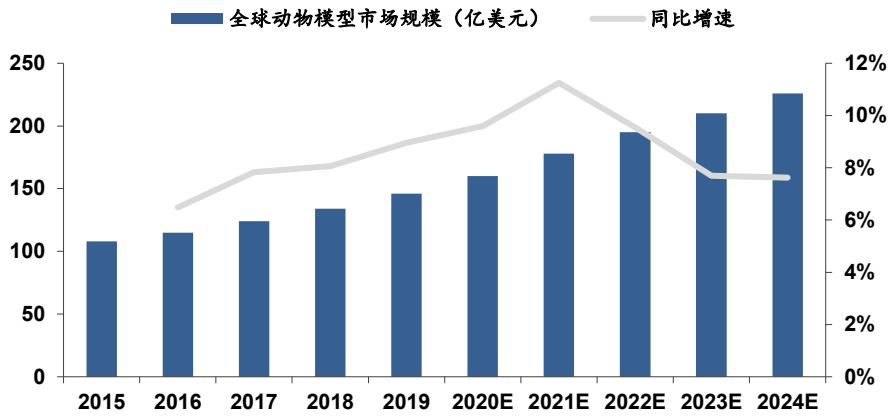
资料来源：iFind，信达证券研发中心

3、BioMice：模式动物协同药理药效，持续贡献稳定现金流

3.1 模式动物协同药理药效，市场空间广阔

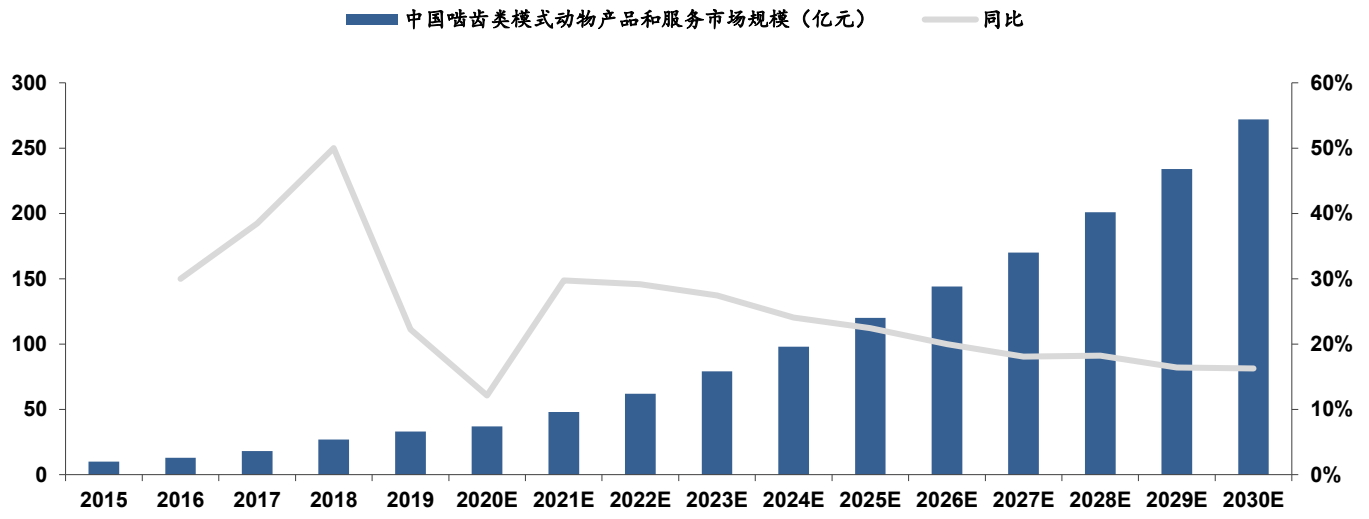
模式动物市场处于高速成长期，啮齿类占据重要地位。根据弗若斯特沙利文，全球动物模型市场规模（不含动物模型相关服务）从 2015 年的 108 亿美元增长至 2019 年的 146 亿美元，2015-2019 年复合增长率 7.8%，预计 2024 年市场规模为 226 亿美元，2019-2024 年复合增长率 9.2%。中国动物模型市场相对处于发展早期，其中啮齿类实验动物占据重要地位，国内产品和相关服务市场规模呈高速增长态势，从 2015 年的 10 亿元增长至 2024 年的 98 亿元，预计 2025 年将达到 120 亿元，预计 2030 年将达到 272 亿元，2024-2030 年复合增长率 18.5%。

图 30：全球动物模型市场规模（不含动物模型相关服务）



资料来源：弗若斯特沙利文，药康生物招股说明书，信达证券研发中心

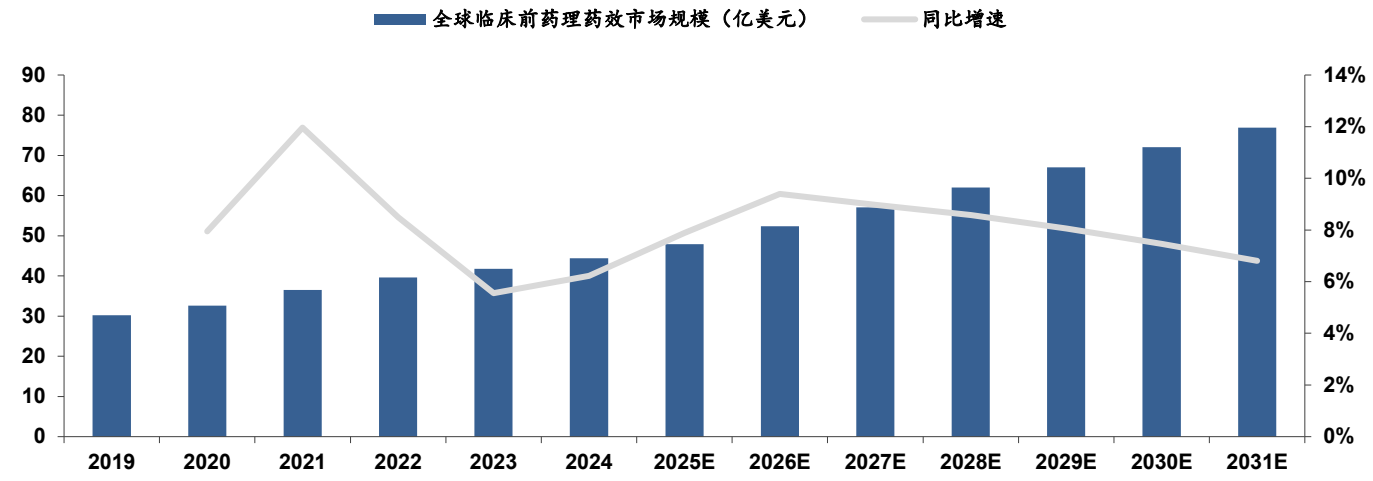
图 31：中国啮齿类模式动物产品和服务市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，药康生物招股说明书，信达证券研发中心

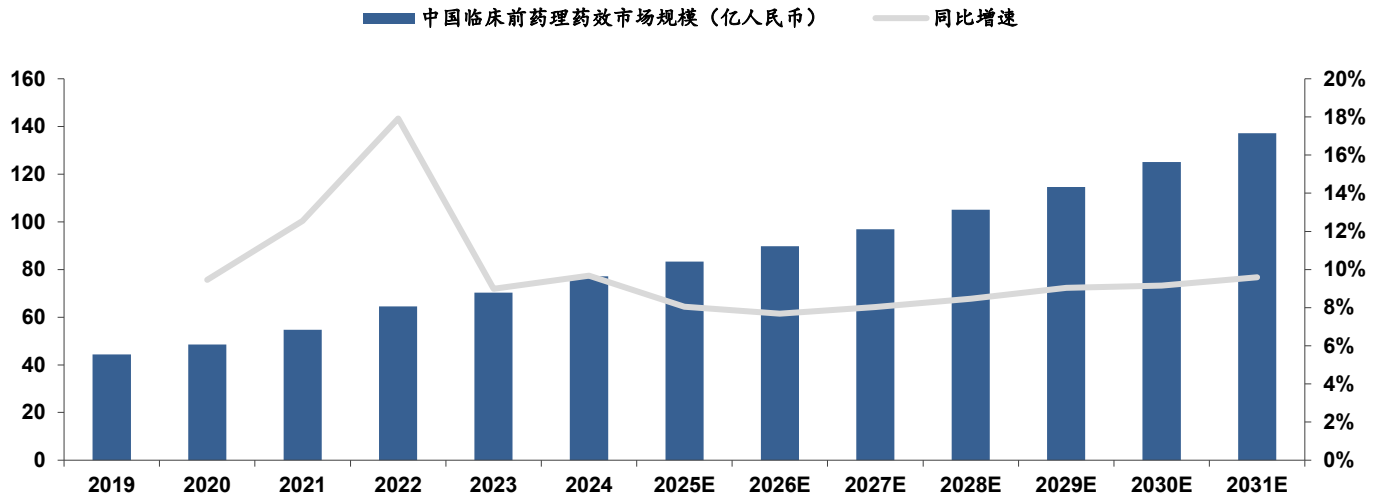
药理药效市场空间广阔，模式动物企业具备先天优势。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球临床前药理药效评价行业市场规模约 44.4 亿美元，预计 2031 年将增至 76.9 亿美元，2024-2031E 的复合增长率为 8.2%。2024 年中国临床前药理药效评价行业市场规模约 77.1 亿元人民币，预计 2031 年将增至 137.1 亿元人民币，2024-2031E 的复合增长率为 8.6%。考虑到模式动物是开展药理药效评价的重要工具，我们认为模式动物企业开展相关业务具备先天优势，由于部分客户结构重叠，两项业务具备较强协同作用。

图 32：全球临床前药理药效市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

图 33：中国临床前药理药效市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

3.2 以靶点人源化为特色，“产品+服务”协同发展

依托基因编辑技术平台，搭建模式动物资源。依托于高效、稳定的基因编辑技术平台及基因编辑领域多年的技术积淀与项目经验，公司累计开发超过 4,300 种基因编辑动物及细胞模型，其中包括靶点人源化小鼠 1,700 余种。从模型类型来看，公司产品组合涵盖靶点人源化小鼠模型、重度免疫缺陷小鼠模型、疾病模型鼠、工具小鼠等，其中靶点人源化小鼠包括免疫检查点人源化小鼠、细胞因子/细胞因子受体人源化小鼠、GPCR（G 蛋白偶联受体）人源化小鼠等细分类型。

图 34：百奥赛图模式动物业务范围

靶点人源化小鼠	重度免疫缺陷小鼠	疾病模型鼠
靶点人源化小鼠是指将药物靶点或疾病相关的人源抗体基因敲入小鼠基因组并破坏鼠源抗体基因的动物模型。该类小鼠模型具有功能健全的免疫系统，可表达与人类体内相似的靶点结构以结合作用于人类的抗体分子使其发挥药效，故而可用于免疫治疗药物的药效评价。	重度免疫缺陷（B-NDG）小鼠具有重度免疫缺陷表型，缺乏成熟的T细胞、B细胞和NK细胞，细胞因子信号传递能力缺失，是目前公认的适合人造血干细胞、人外周血单核细胞、人肿瘤细胞或组织移植的理想药物研发载体。	公司可提供多种稳定优质的基因编辑自发疾病动物模型，如肿瘤模型（B-p53 KO大/小鼠）、高血糖模型（B-ob/ob小鼠）、凝血模型（B-F8 KO小鼠、B-F9 KO小鼠）等，用于相关研究。
免疫检查点靶点人源化小鼠	细胞因子/细胞因子受体人源化小鼠	GPCR（G蛋白偶联受体）人源化小鼠

资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

四大技术平台，完备的体内+体外评价体系。公司建立了完备的体内外药理药效学评价、药代动力学（PK）和药效学（PD）评价以及小动物病理和毒理学评估体系，可服务于临床前药物研发的各个阶段，最终产品为相关服务的检测报告。截至 2025 年 6 月 30 日，公司的药理药效团队已为全球约 950 名合作伙伴完成了超过 6,350 项药物评估，并协助部分合作伙伴成功完成了 IND 申报工作。我们认为，体内药效是公司具备核心竞争力的子业务，依托公司小鼠模型优势，已经成功搭建肿瘤模型、自身免疫疾病模型、代谢疾病模型、外科手术模型、神经疾病模型、眼科模型、心血管和脑血管模型。

图 35：百奥赛图临床前药理药效业务范围

体内药效	PD+PK	体外药理	毒理安评（Non-GLP）
借助多种经验证的动物模型（包括人类基因敲入小鼠品系及疾病模型），评估新型疗法的疗效、安全性及早期毒性 体内药效模型：肿瘤模型，自身免疫疾病模型，代谢疾病模型，外科手术模型，神经疾病模型，眼科模型，心血管和脑血管模型	提供全面的药效学（PD）和药代动力学（PK）分析服务。 药效学（PD）：受体占有率分析，免疫细胞分析，细胞因子测定，靶点表达分析，ELISPOT检测 药代动力学（PK）：抗体血清/血浆浓度检测，抗药物抗体筛选	提供全面的体外药物功能性评估服务，通过流式细胞术、ELISA、HTRF、Incucyte细胞成像等技术，对候选抗体的结合能力，Fc相关功能特性，Fab相关功能特性等体外药理学进行检测评价	病理学平台具备先进的病理诊断、毒理学研究、生物标志物分析及组织病理学评估能力，提供靶点发现、作用机制分析、疾病模型的病理分析、Non-GLP毒理学研究等服务

资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，公司官网，信达证券研发中心

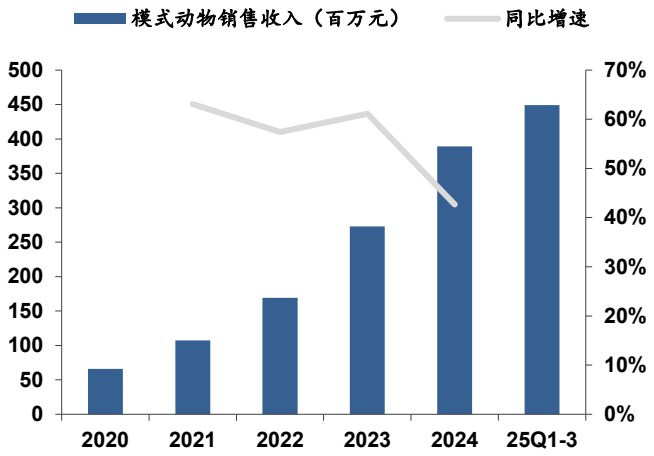
行业领先的 SPF 设施，业务范围遍布全球。百奥赛图拥有世界先进的通过 AAALAC 认证的 SPF 级动物设施，总面积约 55,000 平方米，可容纳 15 万个笼位，基因编辑小鼠年供应能力达 80 万只，设施分布于中国江苏海门、北京大兴以及美国波士顿。

图 36：百奥赛图动物设施资源

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

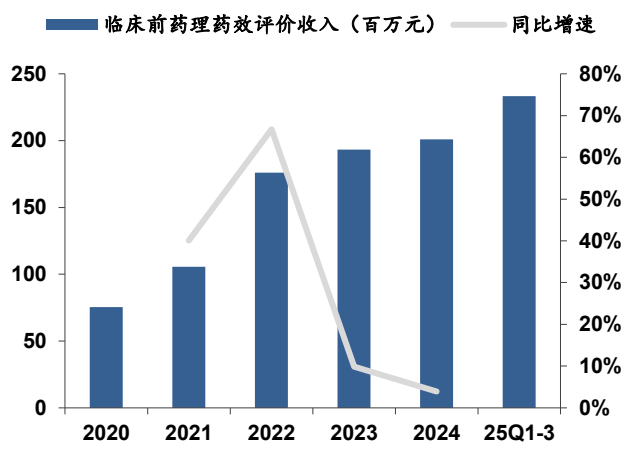
模式动物+药理药效协同发展，两项业务同步高速成长。公司的模式动物销售收入从 2020 年的 0.66 亿元快速增长至 2024 年的 3.89 亿元，年复合增长率达到 56%，2025 年前三季度收入达到 4.49 亿元，已经超过 2024 年全年；公司的临床前药理药效评价收入从 2020 年的 0.75 亿元快速增长至 2024 年的 2.01 亿元，年复合增长率达到 28%，2025 年前三季度收入达到 2.33 亿元，同样已经超过 2024 年全年。整体来看，公司模式动物销售业务和临床前药理药效评价业务协同发展，目前均处于高速成长期。

图 37：百奥赛图抗体开发业务收入及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

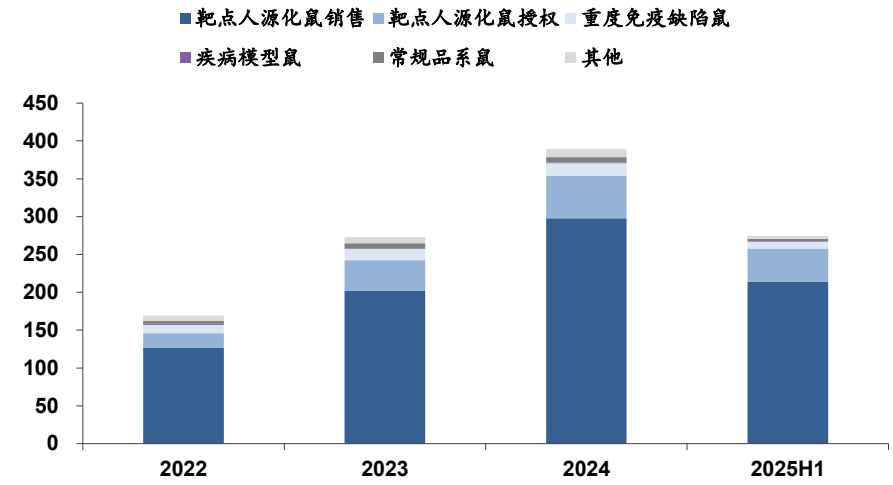
图 38：百奥赛图抗体开发业务毛利率



资料来源：iFind，信达证券研发中心

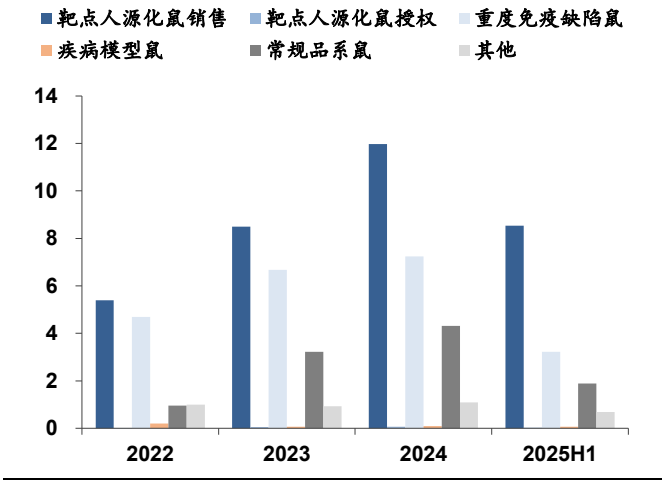
靶点人源化鼠占比最高，平均单价超过 2,000 元。根据小鼠类型不同，公司动物模型销售业务可以进一步拆分为靶点人源化鼠销售、靶点人源化鼠授权、重度免疫缺陷鼠、疾病模型鼠、常规品系鼠等，其中靶点人源化相关业务占比最高，2022-2025H1 其占比均超过 90%，是公司动物模型业务的主要收入来源。从量价分析来看，靶点人源化鼠的销量和价格均为最高，2022-2025 年 H1 平均单价均达到 2,000 元以上，远超过其他类型小鼠的平均单价。

图 39：公司不同动物模型销售收入（百万元）



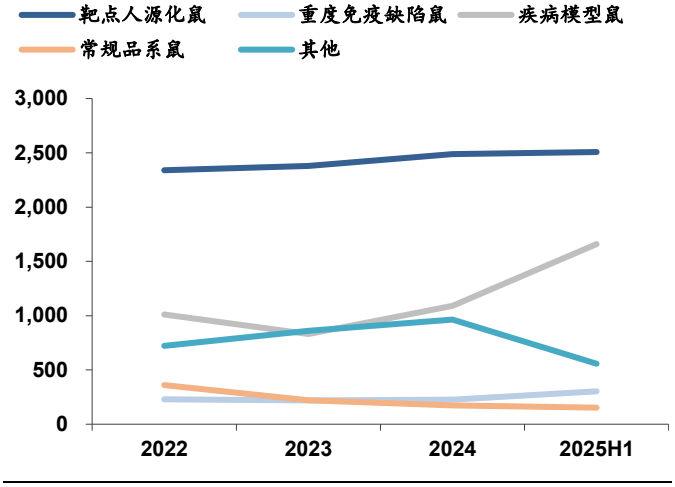
资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

图 40：公司不同动物模型销量（万只）



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

图 41：公司不同动物模型平均单价（元）



资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

同行业比较来看，百奥赛图具备独特竞争优势。国内以啮齿类模式动物及配套服务作为主营业务的公司包括百奥赛图、药康生物、南模生物、赛业生物等公司，其中百奥赛图、药康生物、南模生物均已实现 IPO 上市。和同业公司对比，百奥赛图的商业模式相对独特，虽然模型资源数量不多，但是聚焦高毛利的靶点人源化小鼠品系，不提供低毛利的普通品系，笼位资源的利用度较高，同时海外收入占比高，具备行业领先的毛利率水平。

表 7：模式动物上市公司横向对比

	百奥赛图	药康生物	南模生物
创立时间	2008 年	2017 年	2000 年
创始人	沈月雷/倪健	高翔	费俭
模型资源	基因编辑动物及细胞模型 4,300 种	小鼠品系超 22,000 种	标准模型 14,000 余种，定制模型 8600 余种
SPF 设施	5.5 万平米，15 万笼位	4.5 万平米，30 万笼位	14 万笼位
业务结构	模型 40%：服务 20%：抗体 32%	模型 58%：服务 22%：繁育 12%	模型 52%：服务 22%：繁育 24%
海外占比	国内 32%：海外 68%	国内 85%：海外 15%	国内 86%：海外 14%
收入体量	9.80 亿元（2024 年）	6.87 亿元（2024 年）	3.81 亿元（2024 年）
利润体量	0.34 亿元（2024 年）	1.10 亿元（2024 年）	650 万元（2024 年）
毛利率	77.67%（2024 年）	61.99%（2024 年）	45.64%（2024 年）

资料来源：iFind，各公司官网，各公司公告，信达证券研发中心

靶点人源化小鼠优势显著，更加聚焦工业客户需求。和同业公司对比来看，百奥赛图的靶点人源化小鼠品系数量更为丰富，根据百奥赛图科创板招股说明书，百奥赛图靶点人源化小鼠数量超过 1,700 种，南模生物人源化基因修饰模型小鼠超过 1,200 种，药康生物靶点人源化小鼠超过 700 种。靶点人源化小鼠可广泛用于临床前药理药效评价、安全性评价等动物实验，是大分子药物研发不可或缺的重要工具。一般而言，模式动物的下游客户包括科研客户和工业客户，科研客户对于模型的丰富度要求更高，工业客户研发更为聚焦，对于特定模型的要求更高。百奥赛图的模型资源数量不多，但是聚焦抗体药物研发的热门方向，客户结构更偏向于工业市场。

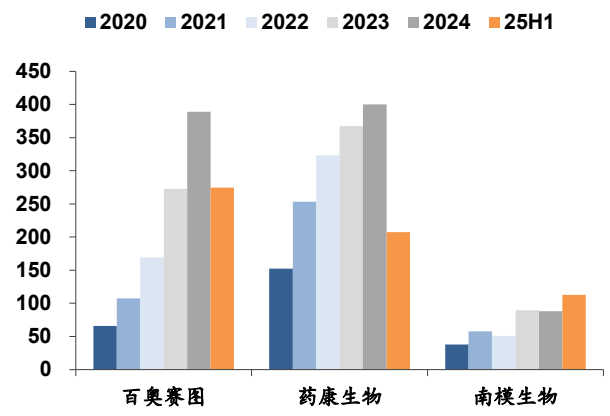
表 8：模式动物上市公司模型资源横向对比

	百奥赛图	南模生物	药康生物
人源化小鼠	超 1,700 种靶点人源化小鼠	超 1,200 种人源化基因修饰模型小鼠	超 700 种靶点人源化小鼠
免疫缺陷小鼠	重度免疫缺陷小鼠（B-NDG）模型及二代产品	重度免疫缺陷小鼠（M-NSG）模型及衍生产品	NOD-scid、NCG、NCG 衍生品系小鼠
其他	各类基础品系小鼠、KO 小鼠以及工具鼠、老年鼠、疾病模型小鼠等	各类基础品系小鼠、工具鼠、疾病模型小鼠等	各类斑点鼠、无菌小鼠、疾病模型小鼠、基础品系小鼠等

资料来源：百奥赛图科创板招股说明书，信达证券研发中心

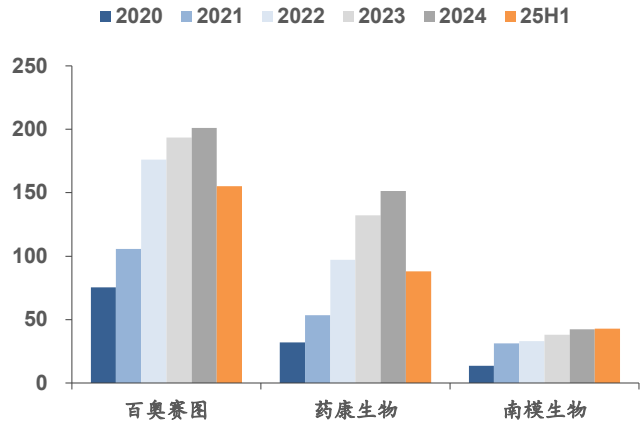
行业景气度较高，百奥赛图具备领先优势。从可比公司对标来看，模式动物+药理药效协同发展，是行业主要成长路径，2020 年以来各家公司收入均实现快速增长，整个行业景气度相对较高。横向对比来看，无论是模式动物销售还是药理药效评价服务，百奥赛图的业务均具备行业领先优势，从 2025 年上半年来看，百奥赛图的动物模型销售收入为 2.74 亿元，药理药效服务收入为 1.55 亿元，均处于领先地位。

图 42：模式动物销售收入对比（单位：百万元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 43：药理药效评价服务收入对比（单位：百万元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

4、盈利预测和投资评级

4.1 盈利预测

根据前文分析，我们提出以下核心假设：

1）模式动物销售：无论是全球市场还是国内市场，模式动物行业均处于高速成长期，百奥赛图的模式动物专注于靶点人源化小鼠，模型资源具备行业领先优势，未来有望保持高速成长，我们假设 2025-2027 年模式动物销售收入同比增长分别为 55%、32%、25%，对应的毛利率分别为 82%、82%、82%。

2）临床前药理药效评价：临床前药理药效评价市场空间广阔，公司依托动物模型资源，具备先天开展药理药效评价服务的优势，随着美联储进入降息周期，创新药研发需求有望进入加速通道，我们假设 2025-2027 年临床前药理药效评价收入同比增长分别为 65%、28%、25%，对应的毛利率分别为 58%、58%、58%。

3）抗体开发服务：公司“千鼠万抗”计划已经建立起百万级别的抗体序列库，考虑到全人源抗体是大势所趋，公司 RenMice 平台具备稀缺价值，未来有望持续赋能海内外创新药企业，随着已授权项目陆续推进至临床前和临床阶段，预计 2026 年开始将产生可观的里程碑付款，我们假设 2025-2027 年抗体开发服务收入同比增长分别为 6%、50%、40%，对应的毛利率分别为 90%、90%、90%。

4）其他重要假设：基因编辑业务保持平稳运行，我们假设 2025-2027 年基因编辑收入同比增长分别为 5%、5%、5%，对应的毛利率分别为 57%、57%、57%。考虑到公司已经战略转型平台型企业，自主研发管线不再独立开展临床，“千鼠万抗”研发投入趋于稳定，我们假设研发费用率 2025-2027 年分别为 33%、30%、28%。

表 9：公司主营业务拆分及盈利预测（2020A-2027E）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营收合计（百万元）	253.54	354.55	533.88	716.91	980.45	1,347.83	1,805.95	2,317.24
YoY		*39.84%*	*50.58%*	*34.28%*	*36.76%*	*37.47%*	*33.99%*	*28.31%*
毛利润合计（百万元）	166.99	247.44	391.75	506.03	761.52	1,033.53	1,399.43	1,808.40
YoY		*48.17%*	*58.32%*	*29.17%*	*50.49%*	*35.72%*	*35.40%*	*29.22%*
综合毛利率	65.86%	69.79%	73.38%	70.59%	77.67%	76.68%	77.49%	78.04%
模式动物销售								
收入（百万元）	65.95	107.55	169.33	272.80	389.20	603.27	796.31	995.39
YoY		*63.09%*	*57.44%*	*61.11%*	*42.67%*	*55.00%*	*32.00%*	*25.00%*
收入占比	26.01%	30.33%	31.72%	38.05%	39.70%	44.76%	44.09%	42.96%
毛利率	72.23%	76.57%	76.79%	75.24%	79.02%	82.00%	82.00%	82.00%
毛利润（百万元）	47.64	82.35	130.02	205.26	307.53	494.68	652.98	816.22
临床前药理药效评价								
收入（百万元）	75.38	105.61	176.07	193.40	200.99	331.63	424.49	530.61
YoY		*40.11%*	*66.72%*	*9.84%*	*3.93%*	*65.00%*	*28.00%*	*25.00%*
收入占比	29.73%	29.79%	32.98%	26.98%	20.50%	24.60%	23.51%	22.90%
毛利率	64.60%	65.28%	72.46%	63.54%	58.42%	58.00%	58.00%	58.00%
毛利润（百万元）	48.69	68.95	127.58	122.89	117.43	192.35	246.20	307.75
抗体开发								
收入（百万元）	41.09	88.61	126.89	175.87	317.79	336.86	505.29	707.41

YoY		*115.62%*	*43.20%*	*38.60%*	*80.70%*	*6.00%*	*50.00%*	*40.00%*
收入占比	16.21%	24.99%	23.77%	24.53%	32.41%	24.99%	28.06%	30.62%
毛利率	88.73%	69.36%	85.04%	82.42%	92.83%	90.00%	90.00%	90.00%
毛利润（百万元）	36.46	61.46	107.91	144.96	295.02	303.18	454.76	636.67
基因编辑								
收入（百万元）	68.89	51.15	61.08	74.33	72.08	75.69	79.47	83.45
YoY		*-25.75%*	*19.41%*	*21.69%*	*-3.02%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
收入占比	27.17%	14.43%	11.44%	10.37%	7.35%	5.62%	4.41%	3.61%
毛利率	47.30%	65.79%	42.55%	43.96%	57.34%	57.00%	57.00%	57.00%
毛利润（百万元）	32.59	33.65	25.99	32.67	41.33	43.14	45.30	47.56
其他								
收入（百万元）	2.24	1.64	0.52	0.52	0.38	0.38	0.38	0.38
YoY		*-26.67%*	*-68.25%*	*-1.02%*	*-25.73%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*
收入占比	0.88%	0.46%	0.10%	0.07%	0.04%	0.03%	0.02%	0.02%
毛利率	72.09%	63.00%	47.27%	49.28%	53.35%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利润（百万元）	1.61	1.03	0.25	0.25	0.20	0.19	0.19	0.19

资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心预测

我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 13.48 亿元、18.06 亿元、23.17 亿元，归母净利润分别为 1.50 亿元、3.18 亿元、5.07 亿元，对应的 EPS 分别为 0.34 元、0.71 元、1.13 元，对应的 PE 估值分别为 167.27 倍、78.95 倍、49.49 倍。

4.2 投资评级

我们选择药康生物、昭衍新药作为可比公司，其中：药康生物主营业务为模式动物销售及相关服务，昭衍新药的主营业务为临床前安全性评价，和百奥赛图的可比性相对较强。我们认为百奥赛图是全球领先的生物技术平台型公司，RenMice 平台有望贡献高弹性空间，BioMice 平台有望贡献稳定现金流，和可比公司相比，百奥赛图拥有稀缺全人源抗体平台以及独特的“千鼠万抗”模式，中长期成长性更为突出，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：百奥赛图可比公司估值情况

代码	公司	预测归母净利润（亿元）			预测市盈率（PE）			预测 PEG		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688046.SH	药康生物	1.34	1.65	2.00	51.59	41.93	34.44	2.37	1.82	1.58
603127.SH	昭衍新药	2.13	2.85	3.39	148.55	110.86	93.32	0.79	3.26	4.97
可比公司平均					100.07	76.39	63.88	1.58	2.54	3.27
688796.SH	百奥赛图	1.50	3.18	5.07	167.27	78.95	49.49	0.48	0.71	0.83
2315.HK	百奥赛图	1.50	3.18	5.07	96.16	45.39	28.45	0.28	0.41	0.48

资料来源：iFind，信达证券研发中心；可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期，截至 2026 年 1 月 8 日

5、风险提示

1）创新药研发失败的风险

公司自主研发和对外授权的创新药项目均处于研发早期阶段，后续进展有较大不确定性，可能存在研发失败的风险，影响公司未来发展预期。

2）行业投融资不及预期的风险

作为平台型公司，其需求高度依赖下游创新药公司的研发投入，而研发投入与行业投融资情况深度绑定，如果海外或国内创新药行业投融资不及预期，导致药企缩减研发预算，可能会对公司需求带来压力。

3）行业竞争加剧的风险

公司目前主要竞争对手包括药康生物、南模生物等，公司在靶点人源化小鼠、全人源抗体平台等细分方向具备领先优势，如果未来行业竞争加剧，可能会影响公司的地位。

4）地缘政治和关税风险

公司海外收入占比相对较高，主要面相欧美发达市场，需要警惕地缘政治和关税风险，尤其是中美关系存在生物安全法案、贸易战等不确定性挑战。

5）次新股短期内股价波动风险

公司科创板刚 IPO 上市时间较短，截至报告日 A 股流通股本占比只有 8.03%，作为次新股，存在短期内股价大幅波动的风险。

附录：参考文献

[1] Lu RM, Hwang YC, Liu IJ, Lee CC, Tsai HZ, Li HJ, Wu HC. Development of therapeutic antibodies for the treatment of diseases. J Biomed Sci. 2020 Jan 2;27(1):1. doi: 10.1186/s12929-019-0592-z. PMID: 31894001; PMCID: PMC6939334.

[2] Chan AC, Martyn GD, Carter PJ. Fifty years of monoclonals: the past, present and future of antibody therapeutics. Nat Rev Immunol. 2025 Oct;25(10):745-765. doi: 10.1038/s41577-025-01207-9. Epub 2025 Aug 7. PMID: 40775487.

[3] Paul SM, Mytelka DS, Dunwiddie CT, Persinger CC, Munos BH, Lindborg SR, Schacht AL. How to improve R&D productivity: the pharmaceutical industry's grand challenge. Nat Rev Drug Discov. 2010 Mar;9(3):203-14. doi: 10.1038/nrd3078. Epub 2010 Feb 19. PMID: 20168317.

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	723	817	2,081	2,387	2,906
货币资金	418	404	1,541	1,699	2,052
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	142	229	307	407	518
预付账款	10	9	13	17	21
存货	98	110	154	195	242
其他	55	64	66	70	73
非流动资产	1,726	1,599	1,634	1,620	1,596
长期股权投资	188	159	159	159	159
固定资产（合计）	1,111	1,078	1,065	1,041	1,008
无形资产	70	61	62	63	64
其他	358	300	347	356	365
资产总计	2,449	2,415	3,715	4,007	4,502
流动负债	578	535	688	763	851
短期借款	156	181	131	81	31
应付票据	60	46	66	85	106
应付账款	115	70	100	129	162
其他	246	238	391	467	551
非流动负债	1,081	1,042	877	777	677
长期借款	129	156	206	106	6
其他	952	886	671	671	671
负债合计	1,659	1,577	1,565	1,539	1,528
少数股东权益	5	5	5	4	4
归属母公司股东权益	786	834	2,145	2,463	2,970
负债和股东权益	2,449	2,415	3,715	4,007	4,502

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	717	980	1,348	1,806	2,317
同比（%）	34.3%	36.8%	37.5%	34.0%	28.3%
归属母公司净利润	-383	34	150	318	507
同比（%）	36.4%	108.8%	347.4%	111.9%	59.5%
毛利率（%）	70.6%	77.7%	76.7%	77.5%	78.0%
ROE%	-48.7%	4.0%	7.0%	12.9%	17.1%
EPS (摊薄)(元)	-0.86	0.08	0.34	0.71	1.13
P/E	—	748.39	167.27	78.95	49.49
P/B	31.94	30.10	11.70	10.19	8.45
EV/EBITDA	-1.04	0.50	65.02	44.65	30.78

利润表					单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	717	980	1,348	1,806	2,317
营业成本	211	219	314	407	509
营业税金及附加	3	14	19	26	33
销售费用	63	93	121	163	209
管理费用	266	187	216	253	290
研发费用	474	324	445	542	649
财务费用	82	78	62	17	9
减值损失合计	-9	-6	-5	-5	-5
投资净收益	0	-30	-40	-45	-46
其他	14	14	53	26	31
营业利润	-377	45	178	376	598
营业外收支	-3	-2	-2	-2	-2
利润总额	-380	43	177	374	597
所得税	3	9	26	56	89
净利润	-383	34	150	318	507
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-383	34	150	318	507
EBITDA	-120	307	372	535	760
EPS (当年)(元)	-0.96	0.08	0.34	0.71	1.13

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-77	211	333	506	696
净利润	-383	34	150	318	507
折旧摊销	182	169	134	144	154
财务费用	100	92	68	40	35
投资损失	0	30	40	45	46
营运资金变动	15	-112	-25	-36	-41
其它	9	-1	-34	-5	-5
投资活动现金流	-100	-137	-162	-157	-158
资本支出	-100	-36	-112	-112	-112
长期投资	0	-101	0	0	0
其他	0	0	-50	-45	-46
筹资活动现金流	-38	-92	964	-190	-185
吸收投资	0	0	1,144	0	0
借款	166	52	0	-150	-150
支付利息或股息	-5	-15	-68	-40	-35
现金流净增加额	-211	-15	1,137	158	353

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，6 年医药生物行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CX0、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券，主要覆盖创新药。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1 年医药生物行业研究经历，2025 年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 15%以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%～15%；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。