

## 華芒生物科技(青島)股份有限公司 IPO 報告分析

### 一、公司概況

#### 1.1 新股基本資訊

- 股份代號：2396.HK
- 全球發售：發行 17,648,800 股 H 股，集資 674-900 百萬港元
- 香港公開發售：發售 1,765,000 股 H 股，占全球發售總量約 10.0%
- 招股價：38.2-51.0 元
- 每手股數：200 股
- 入場費：10302.88 元
- 公開發售日期：2025 年 12 月 12 日至 2025 年 12 月 17 日
- 分配結果日：2025 年 12 月 18 日
- 暗盤日：2025 年 12 月 19 日
- 上市日期：2025 年 12 月 22 日
- 保薦人：華泰國際，中信證券

#### 1.2 企業簡介

華芒生物科技(青島)股份有限公司成立於 2012 年，是一家總部位於中國的生物製藥公司，致力於開發療法，重點是針對有醫療需求及市場機會的適應症開發蛋白質藥物。我們的主攻方向是發現、開發和商業化傷口癒合的療法，目前為 PDGF 藥物。截至 2025 年 8 月 6 日，我們的管線包含十款候選產品，其中七款為 PDGF 候選藥物，包括兩款核心產品，即用於治療燒燙傷的 Pro-101-1 及用於治療糖足的 Pro-101-2，是 rhPDGF-BB 藥物。

#### 1.3 保薦人情況

##### 華泰國際

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
2788.HK	創新實業	32.76
2579.HK	中偉新材	-0.12
2026.HK	小馬智行-W	-9.28
6980.HK	八馬茶業	86.70
2637.HK	海西新藥	20.60
2889.HK	博泰車聯	53.58
9973.HK	奇瑞汽車	3.80
6960.HK	雙登股份	31.29



新股發售

輝立暗盤交易

買入佣金為0

P 輝立証券集團  
Phillip Securities Group 50 Years  
免平台費

2592.HK	撥康視雲-B	-38.61
2643.HK	曹操出行	-14.16
2617.HK	藥捷安康-B	78.71
2050.HK	三花智控	-0.13
2621.HK	手回集團	-18.19
1276.HK	恒瑞醫藥	25.20
2865.HK	鈞達股份	20.09
2610.HK	南山鋁業國際	-5.08
0805.HK	新吉奧房車	-22.83
0325.HK	布魯可	40.85
2506.HK	訊飛醫療科技	5.07
0999.HK	小菜園	13.65
2566.HK	九源基因	-38.41
6936.HK	順豐控股	0.00
2519.HK	傲基股份	-11.41
2533.HK	黑芝麻智能	-26.96
9680.HK	如祺出行	-3.14

## 中信證券

代碼	名稱	首日收盤漲跌幅(%)
2659.HK	寶濟藥業-B	138.82
2665.HK	圖達通	33.00
2676.HK	納芯微	-4.31
2658.HK	天域半導體	-30.17
2685.HK	量化派	88.78
2698.HK	樂舒適	25.95
2630.HK	旺山旺水-B	145.73
1384.HK	滴普科技	150.56
6031.HK	三一重工	2.82
0638.HK	廣和通	-11.72
2670.HK	雲跡	26.05
2652.HK	長風藥業	161.02
2889.HK	博泰車聯	53.58
2259.HK	紫金黃金國際	68.46
6090.HK	不同集團	43.96



2595.HK	勁方醫藥-B	106.47
2631.HK	天岳先進	6.40
2591.HK	銀諾醫藥-B	206.48
2627.HK	中慧生物-B	157.98
9887.HK	維立志博-B	91.71
6613.HK	藍思科技	9.13
6603.HK	IFBH	42.09
3880.HK	泰德醫藥	0.65
6883.HK	穎通控股	-16.67
2508.HK	聖貝拉	33.74
2617.HK	藥捷安康-B	78.71
2589.HK	滬上阿姨	40.03
9606.HK	映恩生物-B	116.70
6693.HK	赤峰黃金	0.00
2613.HK	匯舸環保	6.29
2431.HK	佑駕創新	14.12
2585.HK	夢金園	7.50
2582.HK	國富氫能	20.00
2551.HK	晶科電子股份	47.65
2460.HK	華潤飲料	15.03
2410.HK	同源康醫藥-B	13.22
1471.HK	眾焱控股	5.00
2479.HK	天聚地合	-27.82
2228.HK	晶泰控股	9.85
2522.HK	一脈陽光	0.13
2443.HK	汽車街	26.86
6959.HK	長久股份	16.13

#### 1.4 同板塊新股

代碼	名稱	首日收盤價	首日收盤漲跌幅(%)
2659.HK	寶濟藥業-B	63.00	138.82
2630.HK	旺山旺水-B	82.00	145.73
2637.HK	海西新藥	104.20	20.60
2575.HK	軒竹生物-B	26.30	126.72
2652.HK	長風藥業	38.50	161.02
2595.HK	勁方醫藥-B	42.10	106.47

2627.HK	中慧生物-B	33.28	157.98
6887.HK	東陽光藥	59.90	
9887.HK	維立志博-B	67.10	91.71
2592.HK	撥康視雲-B	6.20	-38.61
2617.HK	藥捷安康-B	23.50	78.71
2565.HK	派格生物醫藥-B	11.56	-25.90
1276.HK	恒瑞醫藥	55.15	25.20
2629.HK	MIRXES-B	30.00	28.76
9606.HK	映恩生物-B	205.00	116.70
2561.HK	維昇藥業-B	68.80	0.00
2566.HK	九源基因	7.65	-38.41
2563.HK	華昊中天醫藥-B	20.80	30.00
2576.HK	太美醫療科技	9.20	-29.23
2410.HK	同源康醫藥-B	13.70	13.22
2898.HK	盛禾生物-B	14.52	7.56
2509.HK	荃信生物-B	24.50	23.74

## 二、公司概況與核心競爭力

### 業務模式分析

華荊生物技術是一家研發驅動型生物製藥企業，專注于創新藥的發現、開發與商業化，目前尚未實現任何產品的市場化銷售。公司收入來源極為有限，2023年、2024年及2025年9月30日止九個月的收入分別為人民幣47.2萬元、26.1萬元及零元，均來自單一客戶提供的研發服務或貨品銷售。公司尚未建立商業化銷售團隊或管道，其商業模式完全依賴於持續的研發投入與外部融資支持，屬於典型的“三無”藥企（無產品、無營收、無利潤）。

### 技術平臺優勢

公司依託與全球頂尖科研院所的合作，已建立多個生物大分子藥物研發技術平臺，包括酵母表達平臺、mRNA平臺及納米膠囊遞送系統。這些平臺為其在蛋白質藥物（特別是PDGF類療法）的開發中提供了底層技術支援，有助於提升蛋白表達效率、穩定性和靶向遞送能力。公司主攻方向為傷口癒合領域的多功能療法，聚焦於血小板衍生生長因子（PDGF）藥物，技術路徑具備一定的前沿性。

### 研發管線佈局

公司核心研發管線聚焦於創面癒合領域，具體進展如下：

產品編號	適應症	當前階段	預計中國上市時間



新股發售

輝立暗盤交易

買入佣金為0

P 輝立証券集團  
Phillip Securities Group 50 Years

免平台費

Pro-101-1	深二度燒燙傷	已完成 IIb 期臨床	2027 年
Pro-101-2	糖尿病足潰瘍	II 期臨床	2030 年

公司同時計畫推進 Pro-101-1 的 FDA IND 申請，表明其具備國際化開發的戰略意圖。目前尚無其他管線產品披露，研發集中度極高，高度依賴上述兩個核心專案的臨床成功。

### 三、財務狀況深度解析

#### 收入結構分析

公司收入規模極小，且呈持續萎縮趨勢，完全不具備商業化基礎：

會計期間	營業總收入 (人民幣)	收入來源說明
2023 年度	47.2 萬元	單一客戶研發服務或貨品銷售
2024 年度	26.1 萬元	單一客戶研發服務或貨品銷售
2025 年 1-9 月	0 元	無收入

收入來源單一且非主營業務，無法支撐公司持續運營，凸顯其對資本市場的高度依賴。

#### 研發投入效率

公司研發投入持續高企，且呈加速上升趨勢，但尚未形成任何可商業化成果：

會計期間	研發費用 (人民幣)	研發費用同比增長率
2023 年度	3.99 億元	—
2024 年度	9.13 億元	+128.8%
2025 年 1-9 月	6.12 億元	(年化約 8.16 億元)

2024 年研發費用較 2023 年翻倍以上，2025 年前九個月研發支出已接近 2024 年全年水準，表明公司正處於臨床推進的關鍵加速期。然而，由於無收入對沖，研發支出完全轉化為虧損，研發效率目前無法通過商業化回報衡量。

#### 資產品質評估

公司非流動資產中無形資產占比較高，反映其資產結構高度依賴研發成果的資本化：

截至日期	無形資產 (人民幣)	占比趨勢
2024 年 12 月 31 日	3.04 億元	較 2023 年顯著上升
2025 年 9 月 30 日	2.88 億元	略有下降，可能因攤銷或減值

無形資產主要為研發項目資本化支出，包括臨床前及臨床階段的智慧財產權、技術平臺價值等。2025 年 9 月末較 2024 年末下降約 5.3%，可能源于正常攤銷或部分專案評估調整，但整



P 輝立証券集團  
Phillip Securities Group 50 Years

體仍占資產重要部分，資產品質高度依賴未來臨床成功與估值支撐。

## 盈利能力前瞻

公司自成立以來持續虧損，累計稅務虧損達人民幣 4.04 億元（截至 2025 年 9 月 30 日），且預期 2025 年全年淨虧損將“大幅增加”。由於無商業化收入，未來至少 3–5 年內無盈利路徑。公司盈利前景完全取決於 Pro-101-1 與 Pro-101-2 能否如期獲批上市並實現銷售放量。

## 四、行業地位與市場前景

### 創面癒合市場規模

創面癒合領域（含燒燙傷、糖尿病足潰瘍等）在中國具有顯著的臨床需求。據行業估算，中國糖尿病足潰瘍患者超 1,000 萬人，每年新增燒燙傷患者超 1,000 萬例，其中深二度以上創面占相當比例。目前該領域治療手段有限，以敷料、植皮為主，缺乏高效、可重複的生物製劑。PDGF 類藥物（如貝復濟）雖已上市，但存在療效局限、給藥不便等問題，市場對新一代高效療法存在明確未滿足需求。

### 競爭格局分析

目前中國市場上，PDGF 類藥物主要由復旦張江（貝復濟）等企業主導，但均為早期產品。華葦生物的 Pro-101-1 與 Pro-101-2 若能證明在愈合速度、癒合品質或給藥便捷性上優於現有產品，有望形成差異化優勢。然而，國際上已有類似產品（如美國的 Bepamermin）因安全性問題退市，監管風險較高。此外，國內多家創新藥企在傷口癒合、組織修復領域佈局，競爭格局未來可能加劇。

### 監管政策影響

公司曾於 2024 年 8 月收到中國證監會補充材料要求，涉及人類遺傳資源採集與管理、是否涉及《外商投資准入特別管理措施（負面清單）》中禁止的“人體幹細胞、基因診斷與治療技術開發和應用”、以及第三類醫療器械生產業務合規性等問題。雖然公司已回應並繼續遞表，但監管對生物技術企業，尤其是涉及細胞、基因、人體組織相關技術的審查趨嚴，未來臨床審批、上市許可及商業化路徑均可能面臨更高合規成本與不確定性。

## 五、投資價值評估

### 估值方法選擇

華葦生物作為尚未實現收入的早期生物藥企，傳統市盈率（PE）、市銷率（PS）等估值方法均不適用。其估值應基於風險調整後的淨現值法（rNPV），即對 Pro-101-1 與 Pro-101-2 兩個核心管線的未來現金流進行概率加權折現。根據行業慣例，IIb 期臨床後藥物成功上市概率約為 30%–40%，II 期臨床約為 20%–25%。若假設 Pro-101-1 在 2027 年上市後峰值年銷售額達 5–10 億元人民幣，Pro-101-2 在 2030 年達 3–8 億元，經 rNPV 測算，公司合理估值區間可能在 20–40 億元人民幣。此前市場傳聞 33 億元估值，與該邏輯基本吻合，但高度依賴

臨床成功假設。

## 風險因素識別

- 1. 臨床失敗風險**：Pro-101-1 與 Pro-101-2 若 III 期臨床未達終點，或出現嚴重安全性問題，將導致估值歸零。
- 2. 融資持續性風險**：公司 2024 年研發支出達 9.13 億元，2025 年前九個月已支出 6.12 億元，若 IPO 募資不足或後續融資環境惡化，可能面臨資金鏈斷裂。
- 3. 商業化落地風險**：即使獲批上市，缺乏銷售團隊、醫保准入困難、醫院推廣緩慢均可能阻礙放量。
- 4. 監管與政策風險**：人類遺傳資源合規、外商投資限制、創新藥定價機制調整等均可能影響進程。
- 5. 股權集中風險**：賈麗加等四人通過一致行動協議合計控制 56.94% 股權，存在控制權過度集中、公司治理透明度不足的潛在風險。

## 投資建議

華葦生物是典型的風險極高、潛在回報極高的早期生物創新企業。其 IPO 估值已反映市場對其技術平臺與適應症賽道的樂觀預期，但當前財務狀況與商業化能力幾乎為零。**僅適合高風險偏好、具備專業醫藥投資能力的機構投資者參與，且應作為組合中的“期權式”配置。**對普通投資者而言，該標的不具備投資價值。

## 六、總結與展望

華葦生物科技是一家聚焦創面癒合領域的早期生物藥企，擁有明確的技術平臺與核心管線，其 Pro-101-1 與 Pro-101-2 若能成功上市，有望填補市場空白。然而，公司目前處於“燒錢”階段，無收入、無利潤、無商業化能力，財務可持續性完全依賴資本市場輸血。2024–2025 年研發支出的急劇攀升，顯示其正全力衝刺臨床關鍵節點，但成功概率仍存重大不確定性。

公司 IPO 的推進，反映了港股市場對早期創新藥企的包容性，以及資本對“未盈利生物科技公司”的持續關注。然而，2025 年以來港股生物科技板塊整體估值承壓，多隻同類型企業上市首日即破發（如必貝特-U、禾元生物-U），市場情緒趨於理性。華葦生物若想獲得合理估值，必須在 IPO 過程中清晰傳達其管線的差異化優勢、臨床資料的嚴謹性及未來資金使用計畫。

未來 3–5 年，公司發展將完全取決於兩個核心產品的臨床結果與監管審批進展。若成功，有望成為創面癒合領域的國產創新標杆；若失敗，則可能面臨估值崩塌與生存危機。