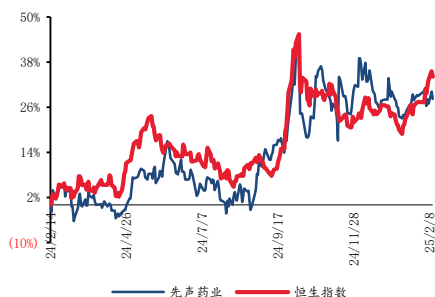


医药

先声药业：创新药密集兑现，未来持续增长可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 24.86/24.86
 总市值/流通(亿港元) 169.32/169.32
 12 个月内最高/最低价 (港元) 7.70/4.98

相关研究报告

<<穿越风雪, 奔赴山海——2025 年医药行业投资策略>>--2025-01-06
 <<全链条支持医药创新顶层文件获批, 全国多地支持政策先后落地>>--2024-08-04

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

报告摘要

● 神经专科制药龙头地位稳固

(1) 先必新舌下片获批，成为又一款能够改善卒中预后的重磅药物

先必新注射液于 2020 年获批上市后销售额快速增长，2020-2023 年 CAGR 达 749.9%。

2024 年 12 月，先必新舌下片获批上市，有望与先必新注射液构成涵盖卒中全病程的序贯疗法。结合舌下给药的便捷性，急性脑卒中患者的依从性将有所提高。先必新有望成为继依达拉奉后又一款能够改善卒中预后的重磅药物。

(2) 全球新一代 DORA 类失眠药快速放量，达利雷生国内上市在即

凭借较好的疗效和安全性，新一代 DORA 类失眠药上市后销量均出现快速增长：苏沃雷生（默沙东）2020 年销售额高达 3.3 亿美元，莱博雷生（卫材）2023 年销售额已超过苏沃雷生达 2.6 亿美元，达利雷生（Idorsia）正处于快速放量阶段。

2022 年 11 月，公司与 Idorsia 订立许可协议，获得科唯可（达利雷生）在中国临床开发及商业化权利。2024 年 5 月，科唯可在香港获批上市，无精神类药物限制。2024 年 6 月，科唯可获得《中国成人失眠诊断与治疗指南（2023 版）》A 级证据，I 级推荐，明确“可改善夜间睡眠和日间功能，日间嗜睡发生比例低”为科唯可独有优势。2024 年 7 月，NMPA 已正式受理科唯可 NDA 申请，有望 2025 年国内获批上市。

● 肿瘤创新药进入密集兑现期

(1) 多款肿瘤创新药密集获批上市，科赛拉和恩立妥纳入医保放量可期

(1) 2021 年 11 月，全球首个皮下注射给药的 PD-(L)1 抗体药物恩维达（恩沃利单抗注射液）获批上市，具有给药时间短、安全性良好等差异化优势。(2) 全球首个在化疗前给药，拥有全系骨髓保护作用的 FIC 创新药科赛拉（注射用盐酸曲拉西利）先后于 2021 年 2 月和 2022 年 7 月在美国和中国上市，其地化产申请于 2023 年 12 月获得 NMPA 批准，进一步提升中国肿瘤患者的可及性。(3) 2024 年 6 月，恩立妥（西妥昔单

抗 β 注射液)获得 NMPA 批准上市,与 FOLFIRI 联合用于一线治疗 RAS/BRAF 基因野生型的转移性结直肠癌(mCRC),是首个获 NMPA 批准用于 mCRC 一线治疗的国产 EGFR 单克隆抗体创新药。

科赛拉和恩立妥均已被纳入 2024 年国家医保目录,未来增长放量可期。

(2) TCE 三抗 SIM0500 获得 MNC 背书

SIM0500 是一款人源化 GPRC5D-BCMA-CD3 三特异性抗体,由先声再明通过其专有的 TCE 多特异性抗体技术平台开发。SIM0500 目前正在中美两国开展针对复发或难治性多发性骨髓瘤(MM)的临床 I 期研究。SIM0500 通过多种抗肿瘤机制,表现出了针对 MM 细胞的强大 T 细胞毒性效应。

2025 年 1 月 13 日,先声再明与艾伯维(AbbVie)就 SIM0500 达成许可选择协议,公司将收取首付款、以及最高 10.55 亿美元的选择性权益付款和里程碑付款。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 67.76/76.54/87.11 亿元,同比增速为 2.55%/12.96%/13.80%;归母净利润为 9.73/12.07/15.04 亿元,同比增速为 36.07%/24.15%/24.58%。对应 EPS 分别为 0.39/0.49/0.60 元,对应当前股价 PE 分别为 16/13/10 倍。

公司近年来多款创新药密集获批上市,创新药收入占比快速提升,业绩有望持续稳健增长。与可比公司相比,公司当前位置估值较低,随着业绩逐步提升,估值有望得到修复。首次覆盖,给予“买入”评级。

● 风险提示

创新药研发不及预期风险;新产品放量不及预期风险;医保支付政策调整带来的风险;地缘政治风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6608	6776	7654	8711
营业收入增长率(%)	5%	3%	13%	14%
归母净利(百万元)	715	973	1207	1504
净利润增长率(%)	-23%	36%	24%	25%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.39	0.49	0.60
市盈率(PE)	23.18	15.95	12.85	10.31

资料来源:携宁,太平洋证券,注:摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 创新药占比提升，未来持续增长可期	5
(一) 创新药密集上市，成为未来增长动力	5
(二) 创新药占比提升，有望催生业绩拐点	6
二、 产品注重协同优势，成为专科制药龙头	7
(一) 神经：先必新涵盖卒中全病程，舌下片上市有望改善卒中预后	7
(二) 自免：艾得辛销售额快速增长，2016-2023 年 CAGR 达 39.9%	10
(三) 肿瘤：恩度为晚期 NSCLC 一线治疗方案，科赛拉和恩立妥被纳入医保后放量可期	10
三、 管线注重差异化布局，失眠药大品种有望获批	12
(一) 差异化管线注重协同发展，TCE 三抗 SIM0500 顺利出海	12
(二) 全球新一代 DORA 类失眠药快速放量，其中达利雷生国内上市在即	15
四、 盈利预测及估值	18
五、 风险提示	20
1. 创新药研发不及预期风险	20
2. 新产品放量不及预期风险	20
3. 医保支付政策调整带来的风险	20
4. 地缘政治风险	20

图表目录

图表 1： 公司创新药产品进入密集上市阶段.....	5
图表 2： 创新药占比持续提升	6
图表 3： 费用端整体控制较好	6
图表 4： 强化现有适应症布局形成协同优势.....	7
图表 5： 依达拉奉右莰醇 VS 依达拉奉疗效比较（TASTE）	8
图表 6： 依达拉奉右莰醇舌下片疗效数据（TASTE-SL）	9
图表 7： 依达拉奉和依达拉奉右莰醇注射液销售情况.....	9
图表 8： 丁苯酞注射液和丁苯酞软胶囊销售情况.....	9
图表 9： 艾拉莫德片全国医院销售情况	10
图表 10： 2023 年抗炎和抗风湿药销售情况（亿元）	10
图表 11： 重组人血管内皮抑制素销售情况.....	11
图表 12： 药物研发核心技术平台	12
图表 13： 肿瘤领域研发管线进展	13
图表 14： 恩泽舒 III 期临床研究达到主要终点（SCORES）	13
图表 15： SIM0500（GPRC5D-BCMA-CD3）潜在多发性骨髓瘤 BIC 药物.....	14
图表 16： DNA 损伤修复相关靶点药物 SIM0501 和 SIM0508.....	14
图表 17： 三款 DORA 类失眠药疗效和安全性比较	15
图表 18： 达利雷生显著改善入睡困难和睡眠维持困难.....	16
图表 19： 苏沃雷生和莱博雷生全球销售情况.....	16
图表 20： 达利雷生全球销售情况	16
图表 21： 营收与盈利预测	18
图表 22： 可比公司估值表	19

一、创新药占比提升，未来持续增长可期

先声药业成立于 1995 年，是一家创新与研发驱动的制药公司，拥有研发、生产及专业化营销能力，重点聚焦肿瘤、神经系统、自身免疫及抗感染领域。

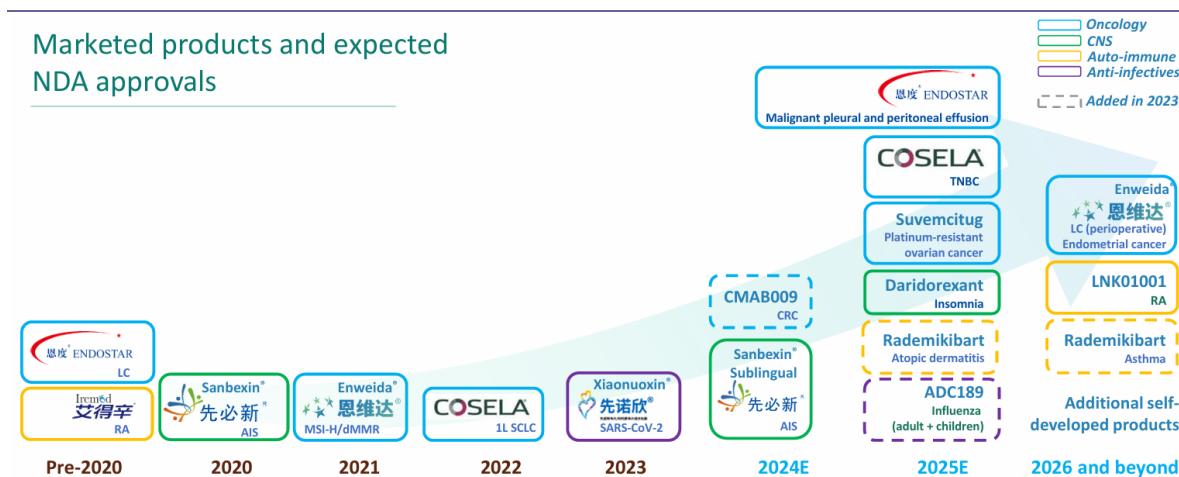
高度重视创新药研发能力的构建。公司在上海、南京、北京、波士顿和香港分别设有研发创新中心，并建设有神经与肿瘤药物研发全国重点实验室。截至 2024 年 6 月 30 日，公司共有研发人员约 880 人，其中博士约 160 人，硕士约 460 人。

覆盖全国的营销网络和领先的商业化能力。截至 2024 年 6 月 30 日，公司肿瘤、神经科学、自免及综合、零售基层四大营销事业部及其他支持部门共有人员约 3900 名，产品覆盖全国超 3000 家三级医院，约 17000 家其他医院及医疗机构，以及超过 200 家大型的全国性或区域性连锁药店。

(一)创新药密集上市，成为未来增长动力

已有 8 款创新药获批上市销售。在聚焦疾病领域内，公司已有 8 款创新药获批上市销售，多款产品纳入国家医保目录，有望成为未来增长动力。2024 年 11 月 28 日，公司 3 款创新药科赛拉（注射用盐酸曲拉西利）、恩立妥（西妥昔单抗 β 注射液）、先必新（依达拉奉右莰醇注射用浓溶液）被成功纳入新版国家医保药品目录。先必新为国家医保谈判续约产品，科赛拉和恩立妥均为本次国家医保谈判新增产品。

图表1：公司创新药产品进入密集上市阶段



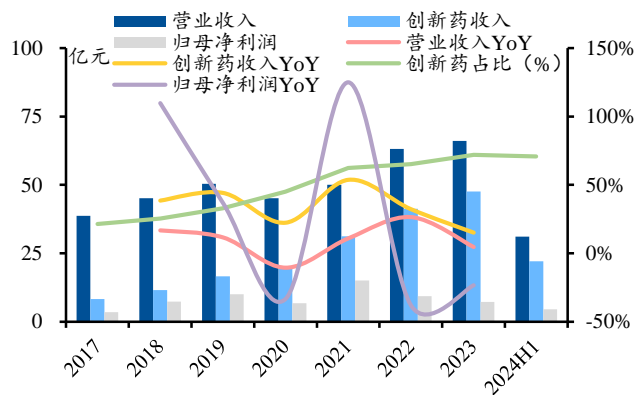
资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券整理

将有 2 款创新药上市贡献增量。2024 年 3 月，恩泽舒苏维西塔单抗新药上市申请获 NMPA 受理，拟联合化疗用于含铂化疗治疗失败的复发性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌的治疗，有望成为国内首个获批铂耐药性卵巢癌（PROC）适应症的新一代 VEGF 单抗。2024 年 7 月，科唯可达利雷生新药上市申请获 NMPA 受理，国内尚无此类双重食欲素受体拮抗剂（DORA）类失眠药上市。

（二）创新药占比提升，有望催生业绩拐点

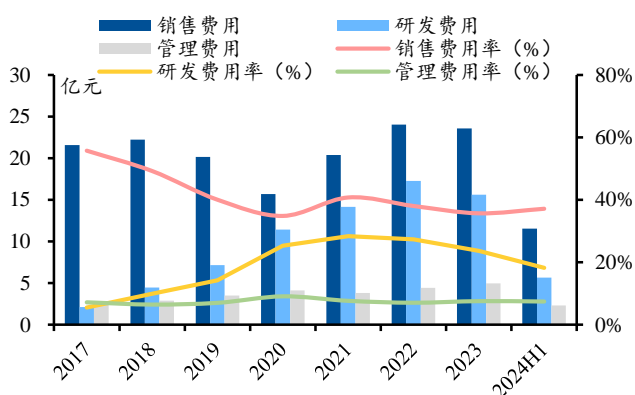
创新药收入占比快速提升。公司收入和利润稳步增长，其中创新药收入占比提升较快，有望催生业绩拐点。2017-2023 年，公司营业收入 CAGR 为 9.3%，归母净利润 CAGR 为 12.6%，创新药收入 CAGR 为 33.8%，创新药收入占比已从 2017 年的 21.4% 快速提升到 2023 年的 72.0%。2024 年上半年，公司实现营业收入 31.1 亿元，其中创新药收入 22.0 亿元，占比达 70.7%。

图表2：创新药占比持续提升



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

图表3：费用端整体控制较好


















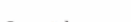

资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

加大研发投入促进长期增长。近年来公司持续加大研发投入，促进创新转型，保持长期增长动力。2017-2019 年研发投入 13.8 亿元，2020-2024H1 研发投入 64.2 亿元，2017-2023 年研发投入 CAGR 为 39.5%。研发效率持续提升，2020-2023 年先后获批上市的 3 款创新药先必新、科赛拉和先诺欣累计研发投入约 11 亿元。

二、产品注重协同优势，成为专科制药龙头

强化现有适应症布局，形成产品协同优势。公司在肿瘤、神经系统、自身免疫及抗感染领域均有已商业化的创新药产品，通过发挥产品间的协同优势，充分开发市场潜力。尤其在神经系统和自身免疫领域，高壁垒产品带来稳定增长，已成为专科制药龙头。

图表4：强化现有适应症布局形成协同优势

Oncology	CNS	Autoimmune	Anti-infectives
Lung cancer   GI cancer  Gynecologic Cancer 	Stroke  Insomnia 	RA  Derm 	Respiratory viral infections 
 COSELA   CMAB009  	 Sanbexin® IV Sanbexin® Sublingual tablets Daridorexant	 艾得辛 LNK01001 Rademikibart	 先诺欣® ADC189

资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券整理

(一)神经：先必新涵盖卒中全病程，舌下片上市有望改善卒中预后

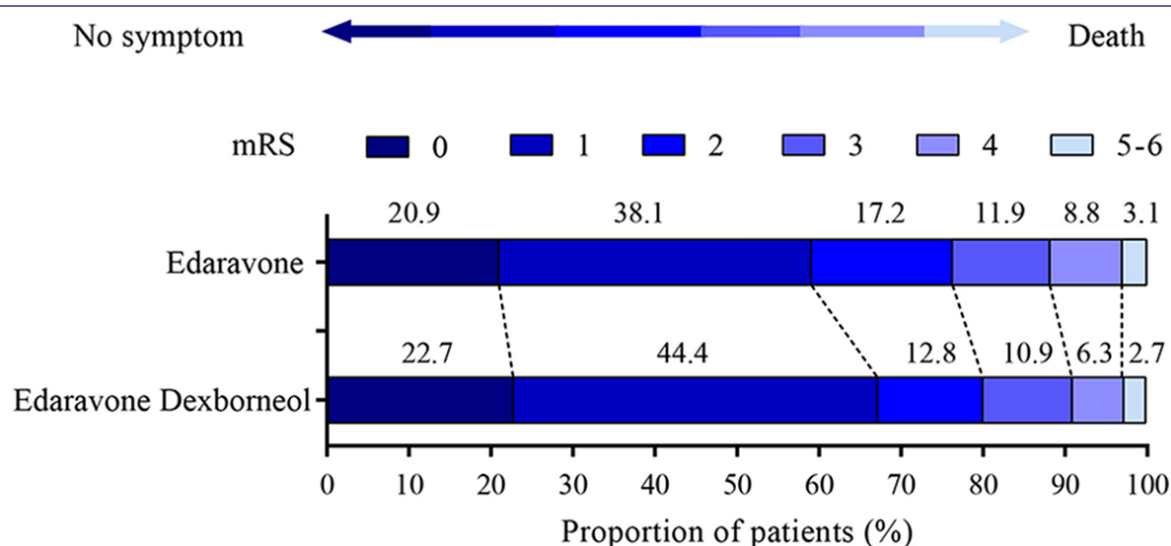
脑卒中负担或愈加沉重。根据国家卫生健康委发布的《脑血管病防治指南（2024 年版）》，2019 年全球疾病负担研究显示，我国每年新发卒中约 394 万例，占全球新发病例的 1/3；发病以缺血性卒中为主，约占 72%；现患病的卒中患者达 2800 多万人。2021 年中国死因监测数据显示，我国因卒中死亡占总死亡的 23%。根据《柳叶刀-神经病学》发表的 GBD 2021 脑卒中负担分析结果，脑卒中相关的死亡人数为 730 万，脑卒中成为全球第三大死因，给个人、家庭及社会带来沉重的疾病负担。随着人口老龄化程度持续加深，卒中负担可能愈加沉重。

先必新是临床疗效确凿的缺血性脑卒中治疗药物。脑细胞保护理念为卒中的治疗提供了新的策略。先必新是公司自主研发的一类创新药，作为一种双靶点脑细胞保护剂，含依达拉奉和右莰醇二种活性成分，将抗氧化、抗炎二种作用协同增效，能够显著减少急性缺血性卒中导致的脑细

胞损伤。

TASTE 研究显示，相较于单用依达拉奉，依达拉奉右莰醇可显著提高 90 天改良 Rankin 量表（mRS）评分在 0-1 分的 AIS 患者比例（ $P=0.004$ ），表明依达拉奉右莰醇的临床疗效显著优于单用依达拉奉。

图表5：依达拉奉右莰醇 VS 依达拉奉疗效比较（TASTE）



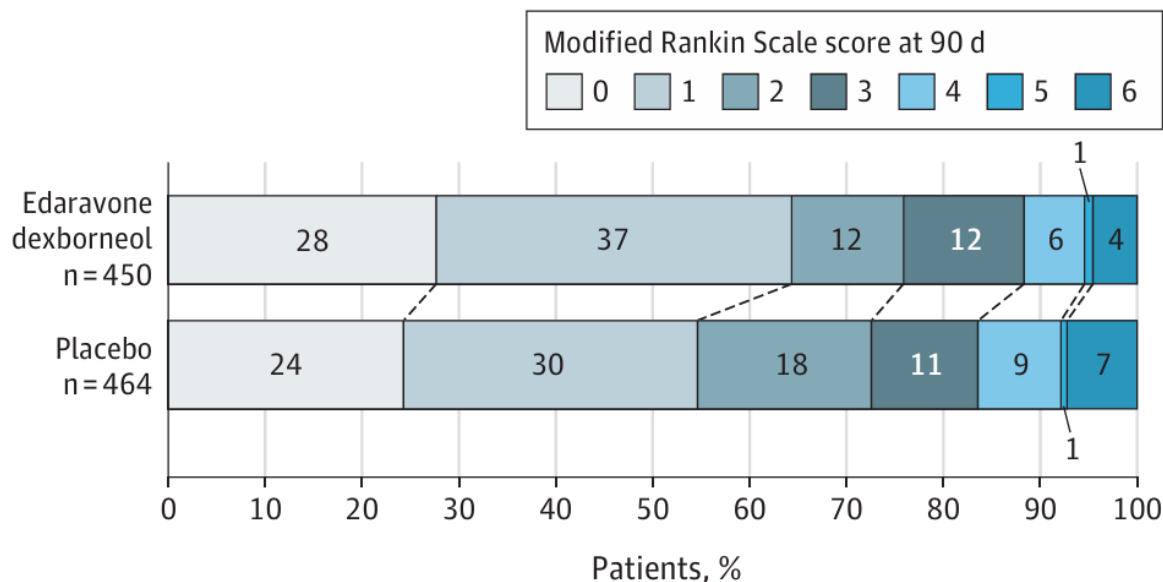
资料来源：《Edaravone dexborneol versus edaravone alone for the treatment of acute ischemic stroke: a phase III, randomized, double-blind, comparative trial》，太平洋证券整理

先必新注射液于 2020 年 7 月获批上市，适应症为急性缺血性脑卒中(AIS)，成为 2015 年以来全球卒中领域唯一获批的创新药。先必新注射液于 2020 年 12 月首次纳入国家医保药品目录，并于 2023 年 1 月和 2024 年 11 月成功续约。

舌下片用药更便捷，有望改善卒中预后。2024 年 12 月，先必新舌下片获批上市，用于改善急性缺血性脑卒中所致的神经症状、日常生活活动能力和功能障碍，有望与先必新注射液构成涵盖卒中全病程的序贯疗法。舌下片能够经舌下静脉丛迅速吸收入血，避开肝脏“首过”效应，不改变血药浓度峰值，有利于药物生物利用度的提高，并且舌下片起效迅速，5 分钟内即可溶解完全。结合舌下给药的便捷性，AIS 患者的依从性将有所提高，利于足疗程的脑细胞保护治疗。

TASTE-SL 研究显示，依达拉奉右莰醇舌下片组治疗第 90 天良好功能结局（mRS 评分 ≤ 1 ）的 AIS 患者比例为 64.4%，安慰剂组为 54.7%，两组具有明显统计学差异（ $P=0.003$ ）。亚组分析显示，在不同年龄（ ≤ 65 岁与 > 65 岁）、性别、发病时间（ $\leq 24h$ 与 $> 24h$ ）、伴或不伴高血压、高血糖、高血脂、心脏病史，以及在不同肾功能的亚组中，舌下片组在主要终点方面均优于安慰剂组。

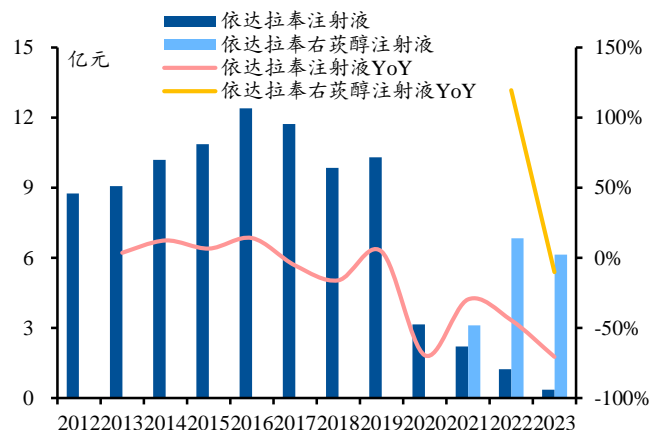
图表6：依达拉奉右莰醇舌下片疗效数据（TASTE-SL）



资料来源：《Sublingual Edaravone Dexborneol for the Treatment of Acute Ischemic Stroke: The TASTE-SL Randomized Clinical Trial》，太平洋证券整理

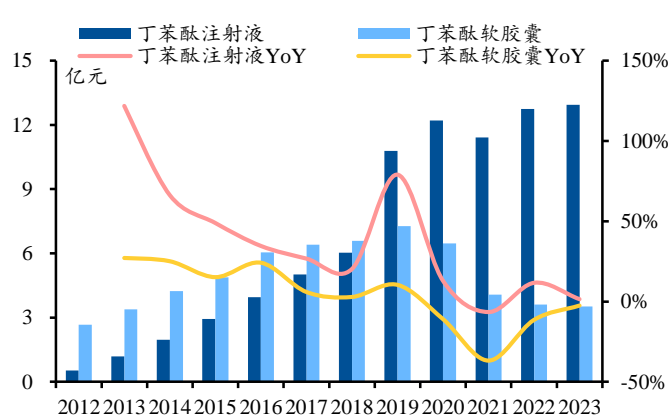
先必新有望成为改善卒中预后的重磅药物。依达拉奉和丁苯酞均为临床常用的脑细胞保护药物。依达拉奉右莰醇 2020 年获批上市后快速增长，2020-2023 年 CAGR 达 749.9%，有望成为继依达拉奉后又一款能够改善卒中预后的重磅药物。

图表7：依达拉奉和依达拉奉右莰醇注射液销售情况



资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

图表8：丁苯酞注射液和丁苯酞软胶囊销售情况

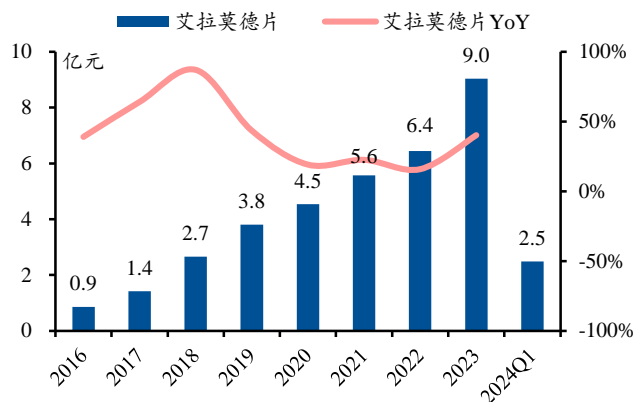


资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

(二)自免：艾得辛销售额快速增长，2016-2023 年 CAGR 达 39.9%

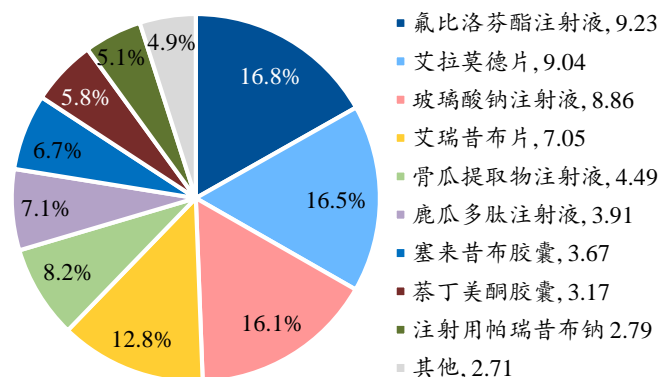
艾得辛为类风湿关节炎主要治疗药物。艾得辛于 2012 年获批上市，是全球首个上市和国内唯一上市的艾拉莫德药物，也是近十年唯一上市的中国自主研发的小分子 DMARDs（改善病情抗风湿药物）。艾得辛于 2017 年被纳入国家医保药品目录，适应症为活动性类风湿关节炎，已被国内外多项临床实践指南和诊疗规范推荐为活动性类风湿关节炎的主要治疗药物。

图表9：艾拉莫德片全国医院销售情况



资料来源：摩熵医药，太平洋证券整理

图表10：2023 年抗炎和抗风湿药销售情况（亿元）



资料来源：摩熵医药，太平洋证券整理

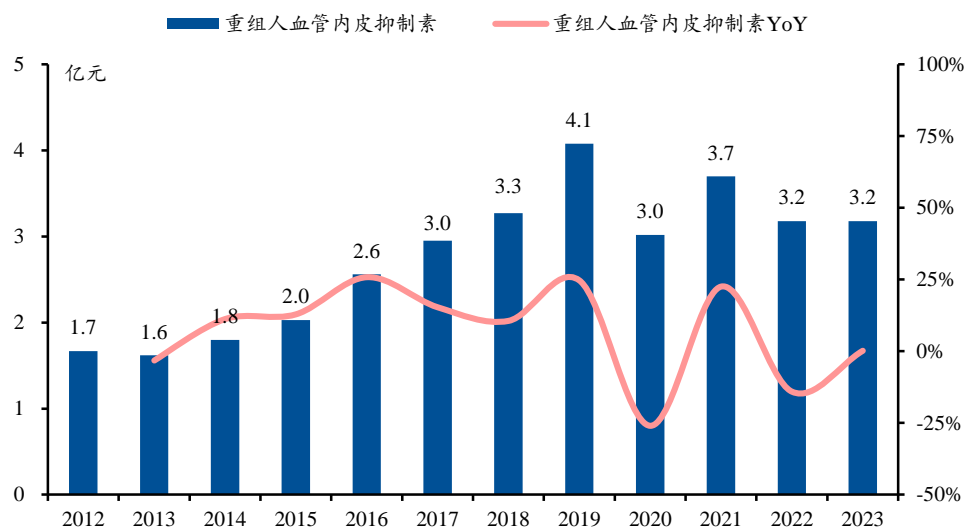
艾得辛是自免 TOP2 品种。根据摩熵医药数据库，在 2023 年全国院内市场抗炎和抗风湿药销售总额 91 亿元，其中，艾拉莫德是抗炎药和抗风湿药 TOP2 品种，在 2023 年全国院内市场的销售额超 9 亿元。艾拉莫德作为自免领域的核心产品增长较快，2016-2023 年 CAGR 达 39.9%。

(三)肿瘤：恩度为晚期 NSCLC 一线治疗方案，科赛拉和恩立妥被纳入医保后放量可期

恩度已被多个指南推荐。恩度（重组人血管内皮抑制素注射液）是中国第一个抗血管生成靶向药及全球唯一获准销售的血管内皮抑制素。2005 年 9 月恩度被批准上市，用于联合长春瑞滨/顺铂用于晚期 NSCLC 患者的治疗，目前已陆续被共约 20 种权威指南、共识与规范纳入推荐。2023 年恩度被《中华医学会肺癌临床诊疗指南（2023 版）》推荐用于 IV 期 NSCLC 一线治疗，与化疗联用并进行维持治疗（1 类或 2A 类推荐证据）。基于其较好的疗效和安全性，恶性胸腹腔积液适应症获

批上市后，恩度有望继续保持稳健增长。

图表11：重组人血管内皮抑制素销售情况



资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

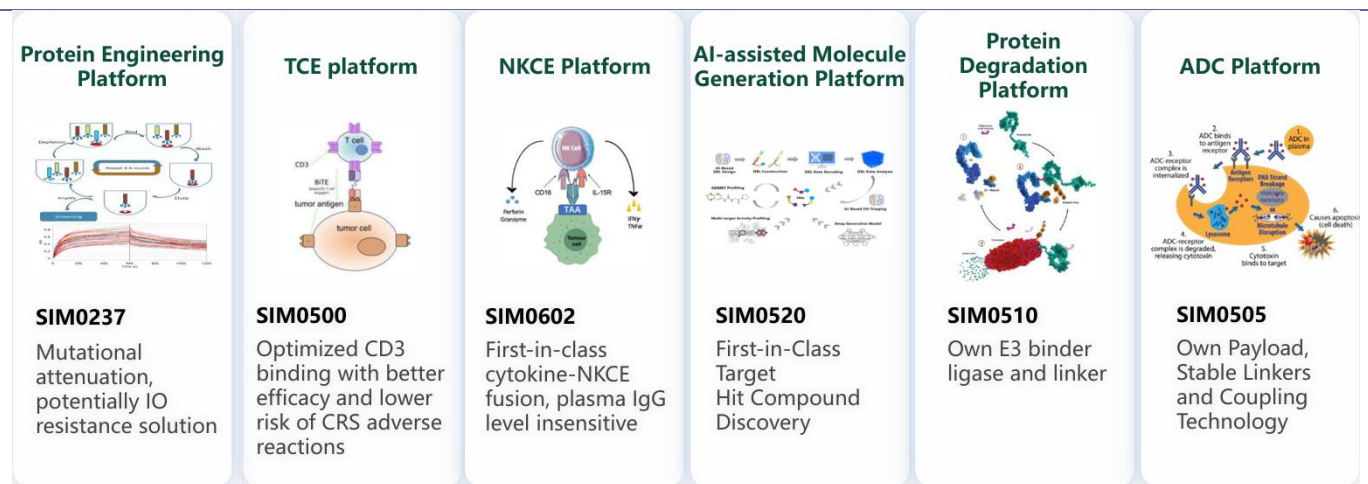
肿瘤创新药产品有望持续增长。2021年11月，全球首个皮下注射给药的PD-(L)1抗体药物恩维达（恩沃利单抗注射液）获批上市，具有给药时间短、安全性良好等差异化优势。全球首个在化疗前给药、拥有全系骨髓保护作用的FIC创新药科赛拉（注射用盐酸曲拉西利）先后于2021年2月和2022年7月在美国和中国上市，其地产化申请于2023年12月获得NMPA批准，进一步提升中国肿瘤患者的可及性。2024年6月，恩立妥（西安昔单抗β注射液）获得NMPA批准上市，与FOLFIRI联合用于一线治疗RAS/BRAF基因野生型的转移性结直肠癌（mCRC），是首个获NMPA批准用于mCRC一线治疗的国产EGFR单克隆抗体创新药。

科赛拉和恩立妥均已被纳入2024年国家医保目录，未来增长放量可期。

三、管线注重差异化布局，失眠药大品种有望获批

公司具备多个核心技术平台。公司搭建了神经与肿瘤药物研发全国重点实验室，具备多个针对神经疾病、恶性肿瘤领域的新药靶确证、先导物发现和成药性优化的技术平台，比如 NGS 技术平台、神经免疫技术平台、AI/ML 药物早期发现技术平台、基于纳米抗体及单链可变区抗体片段（ScFv）的 CD3 多特异抗体技术平台（SMART 技术平台）、蛋白质工程平台、多抗/TCE 平台、蛋白靶向降解平台等。

图表12：药物研发核心技术平台



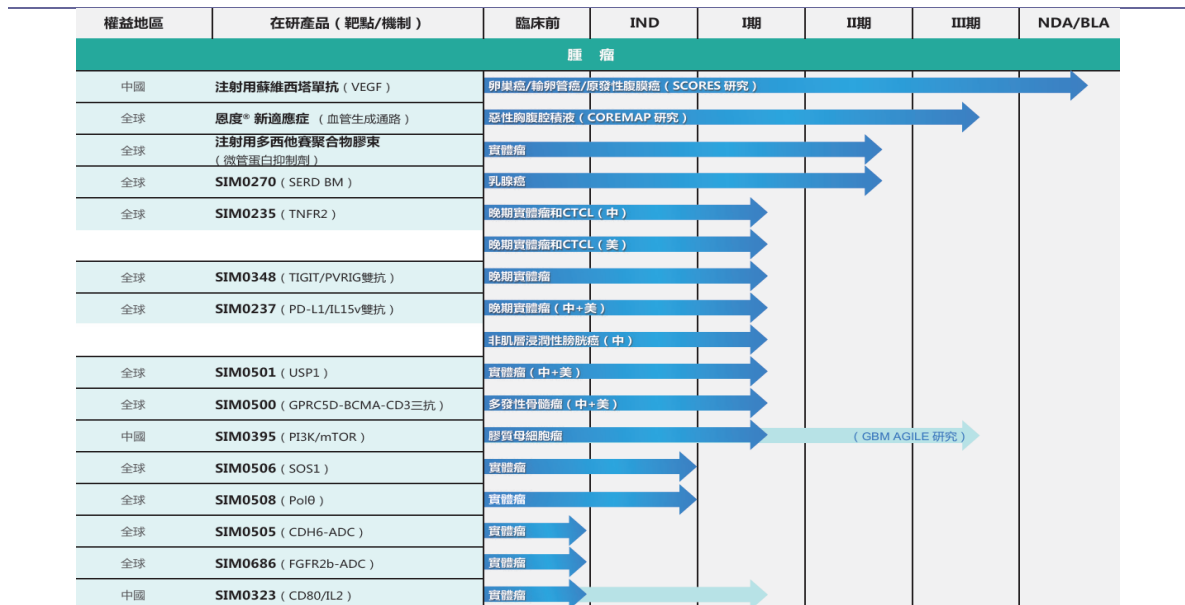
资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券整理

(一)差异化管线注重协同发展，TCE 三抗 SIM0500 顺利出海

管线布局上注重协同发展。公司子公司先声再明专注于肿瘤领域的创新药研发，已上市及近上市产品布局，主要包括血管靶向机制、创新肿瘤免疫治疗、肿瘤辅助治疗等手段的联合矩阵。基于此，在早期发现至临床开发阶段的策略主要聚焦在能与现有布局进一步协同的创新领域。

在肿瘤免疫治疗方面，重点开发工程化细胞因子及融合蛋白、靶向肿瘤杀伤细胞、新型免疫检查点及其合用；在肿瘤驱动基因/细胞周期因子方面，重点研究细胞周期调节、解决耐药问题、以及靶向肿瘤驱动基因及靶向蛋白降解；在 DNA 损伤修复/协同致死机制方面，主要研究多种类型的协同致死机制、以及 DNA 损伤修复、肿瘤代谢、基因转录等。

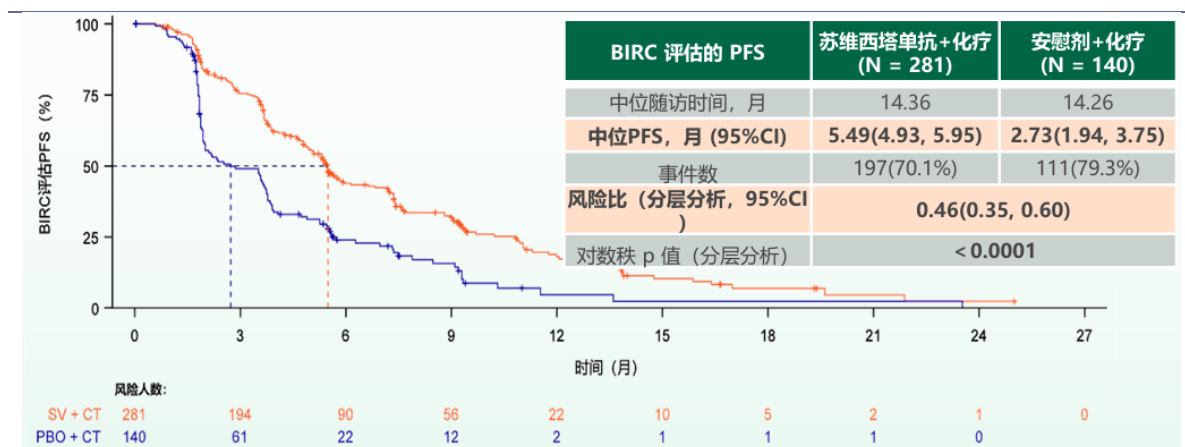
图表13：肿瘤领域研发管线进展



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

恩泽舒有望今年获批上市。恩泽舒（注射用苏维西塔单抗）是新一代重组人源化抗 VEGF 兔源单克隆抗体。2024 年 1 月，铂耐药卵巢癌首个证实了 VEGF 抑制剂抗肿瘤疗效的 III 期临床研究（SCORES），不受前线 VEGF 和 PARP 抑制剂治疗限制，达到主要研究终点：试验组 PFS 改善具有统计学意义和临床意义，显示出 OS 获益的趋势。2024 年 3 月，恩泽舒 NDA 申请已受理。

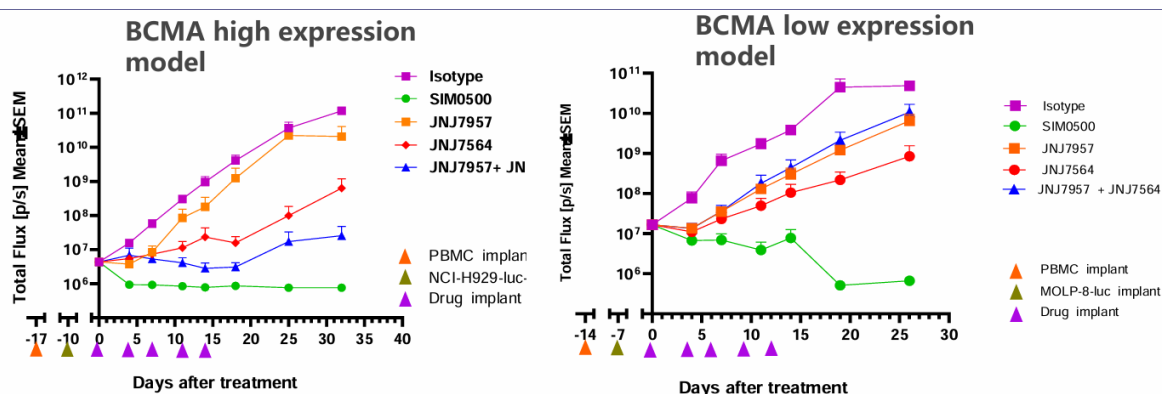
图表14：恩泽舒 III 期临床研究达到主要终点（SCORES）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

TCE 三抗 SIM0500 顺利出海。SIM0500 是一款人源化 GPRC5D-BCMA-CD3 三特异性抗体，由先声再明通过其专有的 TCE 多特异性抗体技术平台开发。SIM0500 目前正在中美两国开展针对复发或难治性多发性骨髓瘤（MM）的临床 I 期研究。SIM0500 通过多种抗肿瘤机制，表现出了针对 MM 细胞的强大 T 细胞毒性效应。2025 年 1 月 13 日，先声再明与艾伯维（AbbVie）就 SIM0500 达成许可选择协议，公司将收取首付款，以及最高 10.55 亿美元的选择性权益付款和里程碑付款。

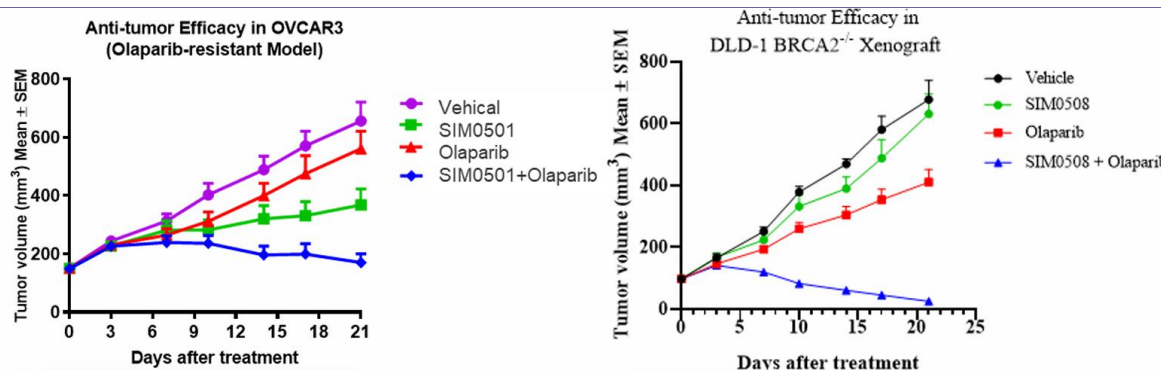
图表 15: SIM0500（GPRC5D-BCMA-CD3）潜在多发性骨髓瘤 BIC 药物



资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券整理

DNA 损伤修复靶点药物具备潜力。SIM0501（USP1 小分子抑制剂）单药或与 PARPi 联合，均对 HRD 肿瘤有显著的抗增殖活性，显示出较高的临床开发潜力。DNA 聚合酶 Pol θ 介导的 MMEJ 通路是 DNA 双链断裂修复的重要途径。SIM0508（Pol θ 小分子抑制剂）的 IND 已获批准。

图表 16: DNA 损伤修复相关靶点药物 SIM0501 和 SIM0508

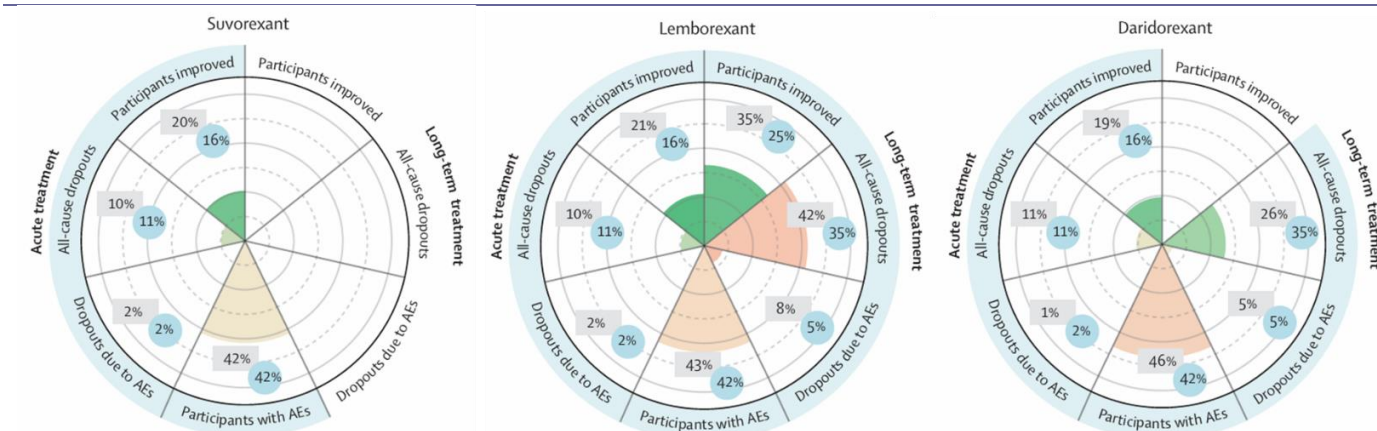


资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券整理

(二)全球新一代 DORA 类失眠药快速放量，其中达利雷生国内上市在即

全球仅 3 款 DORA 类失眠药获批上市。食欲素（Orexin）是一种神经肽，在进食、睡眠和行为等多种生理过程中起关键调节作用。食欲素受体拮抗剂包括选择性 OX1R 拮抗剂（SORA1s），选择性 OX2R 拮抗剂（SORA2s）和双重 OX1/2R 拮抗剂（DORAs）。SORA2s 和 DORAs 在治疗睡眠障碍方面具有明显作用，DORA 是目前失眠创新药研究的热门靶点。目前 FDA 共批准了 3 款 DORA 类失眠药，包括默沙东的苏沃雷生（2014 年 8 月）、卫材的莱博雷生（2019 年 12 月）和 Idorsia 的达利雷生（2022 年 1 月）。国内尚无 DORA 类失眠药上市。

图表 17：三款 DORA 类失眠药疗效和安全性比较

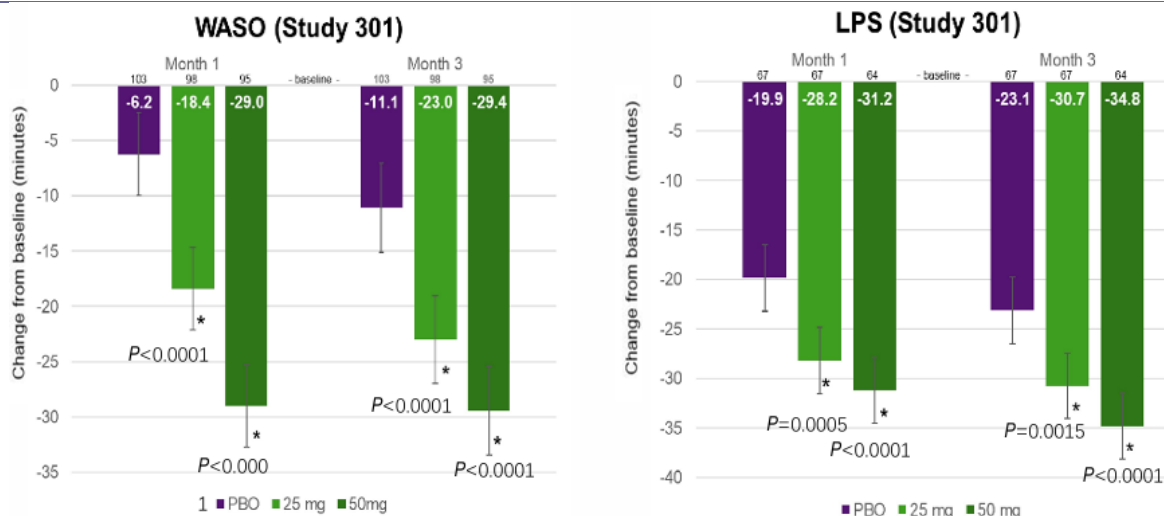


资料来源：《Comparative effects of pharmacological interventions for the acute and long-term management of insomnia disorder in adults: a systematic review and network meta-analysis》，太平洋证券整理

DORA 类失眠药疗效和安全性较好。DORA 类失眠药在入睡困难和睡眠维持困难方面疗效显著，且不会导致反跳性失眠，停药后不会产生戒断效应。根据文献数据：疗效方面，三款药物在急性期失眠治疗中相当，莱博雷生在长期失眠治疗中更佳；可接受性和耐受性方面，三款药物在急性期失眠治疗中相当，达利雷生在长期失眠治疗中更佳；安全性方面，达利雷生不良事件较多，莱博雷生潜在的嗜睡风险较苏沃雷生更大。

达利雷生显著改善入睡和睡眠维持困难。科唯可（达利雷生）海外 III 期临床数据表明，在治疗的第 1 个月及第 3 个月，科唯可较安慰剂显著改善了入睡（LPS 减少 34.8min）与睡眠维持（WASO 减少 29.4min），不改变睡眠结构，且安全耐受性良好。2024 年 5 月，科唯可中国 III 期临床研究结果显示：与安慰剂相比，每晚睡前服用一片，可以显著改善失眠患者夜间觉醒等多项睡眠指标，同时安全耐受性良好。

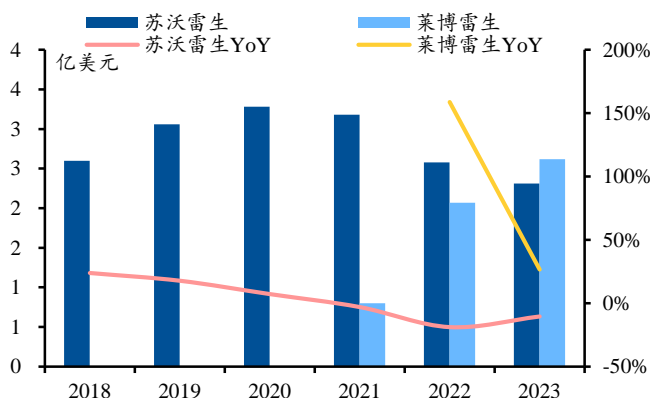
图表18：达利雷生显著改善入睡困难和睡眠维持困难



资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券整理

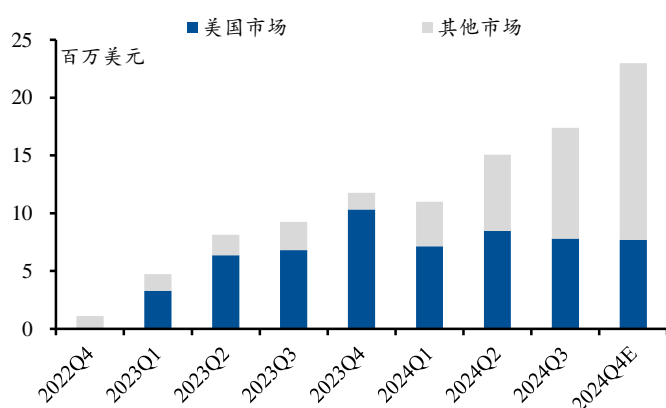
DORA 类失眠药上市后快速增长。凭借较好的疗效和安全性，DORA 类失眠药上市后销量均出现快速增长。苏沃雷生 2020 年销售额高达 3.3 亿美元。莱博雷生 2023 年销售额已超过苏沃雷生达 2.6 亿美元。随着全球上市的不推进，达利雷生正处于快速放量阶段。

图表19：苏沃雷生和莱博雷生全球销售情况



资料来源：各公司官网，太平洋证券整理

图表20：达利雷生全球销售情况



资料来源：Idorsia 官网，太平洋证券整理

科唯可有望国内获批上市。2022 年 11 月，先声药业与 Idorsia 订立许可协议，获得达利雷生在中国临床开发及商业化权利。2024 年 5 月，科唯可在香港获批上市，无精神类药物限制。2024

年6月，科唯可获得《中国成人失眠诊断与治疗指南（2023版）》A级证据，I级推荐，明确“可改善夜间睡眠和日间功能，日间嗜睡发生比例低”为科唯可独有优势。2024年7月，NMPA已正式受理科唯可NDA申请，有望2025年国内获批上市。

四、盈利预测及估值

关键假设：

（1）先必新继续保持稳健增长。

2024 年 12 月，先必新舌下片获批上市，有望与先必新注射液构成涵盖卒中全病程的序贯疗法。结合舌下给药的便捷性，急性脑卒中患者的依从性将有所提高，利于先必新继续保持稳健增长。我们预计 2024-2026 年神经系统领域收入分别为 19.11/23.53/28.80 亿元。

（2）乐德奇拜有望逐步贡献增量。

艾拉莫德作为自身免疫领域的核心产品增长较快，2016-2023 年 CAGR 达 39.9%。乐德奇拜单抗特应性皮炎和哮喘适应症获批上市后，有望逐步贡献增量。我们预计 2024-2026 年自身免疫领域收入分别为 16.70/18.20/19.11 亿元。

（3）肿瘤创新药有望接续增长。

近年来，多款创新药产品先后密集获批，包括恩维达（恩沃利单抗注射液）、科赛拉（注射用盐酸曲拉西利）和恩立妥（西妥昔单抗 β 注射液）等。科赛拉和恩立妥均已被纳入 2024 年国家医保目录，未来增长放量可期。我们预计 2024-2026 年肿瘤领域收入分别为 15.16/17.84/22.06 亿元。

图表21：营收与盈利预测

单位：亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	63.19	66.08	67.76	76.54	87.11
YoY	26%	5%	3%	13%	14%
神经系统领域	22.70	19.70	19.11	23.53	28.80
YoY	41%	-13%	-3%	23%	22%
自身免疫领域	8.84	14.15	16.70	18.20	19.11
YoY	18%	60%	18%	9%	5%
肿瘤领域	14.30	15.76	15.16	17.84	22.06
YoY	14%	10%	-4%	18%	24%
其他领域	17.35	16.47	16.80	16.97	17.14
YoY	25%	5%	2%	1%	1%
归母净利润	9.33	7.15	9.73	12.07	15.04
YoY	-38%	-23%	36%	24%	25%

资料来源：携宁，太平洋证券整理

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 67.76/76.54/87.11 亿元，同比增速为 2.55%/12.96%/13.80%；归母净利润为 9.73/12.07/15.04 亿元，同比增速为 36.07%/24.15%/24.58%。对应 EPS 分别为 0.39/0.49/0.60 元，对应当前股价 PE 分别为 16/13/10 倍。

我们选取恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药和石药集团等业务有相似性的公司作为可比公司，相对而言先声药业市盈率相对较低。公司近年来多款创新药产品密集获批上市，业绩有望持续稳健增长。当前位置估值较低，随着业绩逐步提升，公司估值有望得到修复。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表22：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600276.SH	恒瑞医药	44.19	0.67	0.94	1.05	1.26	67.06	48.33	42.99	35.92
3692.HK	翰森制药	18.12	0.52	0.69	0.66	0.72	25.86	24.17	25.32	23.11
1177.HK	中国生物制药	2.94	0.13	0.19	0.17	0.21	25.35	14.08	15.69	13.10
1093.HK	石药集团	4.52	0.49	0.46	0.48	0.52	13.33	9.16	8.82	8.08
平均值		-	-	-	-	-	32.90	23.94	23.21	20.05
2096.HK	先声药业	6.81	0.27	0.39	0.48	0.60	22.45	15.97	12.95	10.36

资料来源：WIND，太平洋证券整理（注：收盘价为 2025/2/11 价格，除恒瑞医药外，其他公司为港币，可比公司 EPS 为 WIND 一致预期）

五、风险提示

1. 创新药研发不及预期风险

创新药研发具有较大不确定性，临床试验过程中影响因素较多，存在临床数据不及预期而研发失败的风险。

2. 新产品放量不及预期风险

新产品放量影响因素较多，包括产品竞争格局、销售团队建设等。肿瘤可选疗法较多，销售竞争较激烈。

3. 医保支付政策调整带来的风险

近年来参加医保谈判的创新药产品逐渐增多，创新药医保价格谈判可能不及预期，医保支付政策可能根据医保基金结余情况进行调整带来的政策风险。

4. 地缘政治风险

当前国际关系错综复杂，大国间地缘政治与意识形态竞争加剧，创新药面临一定的地缘政治风险。

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,639	7,103	7,956	9,131
现金	2,007	2,596	3,140	3,746
应收账款及票据	2,632	3,012	3,189	3,508
存货	615	602	634	664
其他	386	894	993	1,213
非流动资产	5,215	5,456	5,716	5,957
固定资产	1,790	2,133	2,300	2,545
无形资产	858	867	971	1,064
其他	2,566	2,455	2,445	2,348
资产总计	10,854	12,559	13,672	15,088
流动负债	2,686	2,825	2,979	3,229
短期借款	1,015	1,000	1,000	1,000
应付账款及票据	317	314	340	365
其他	1,354	1,510	1,639	1,864
非流动负债	945	1,945	2,145	2,305
长期债务	206	206	406	566
其他	739	1,739	1,739	1,739
负债合计	3,631	4,769	5,123	5,534
普通股股本	3,174	3,174	3,174	3,174
储备	3,947	4,513	5,271	6,276
归属母公司股东权益	7,223	7,789	8,547	9,552
少数股东权益	0	1	2	2
股东权益合计	7,223	7,790	8,549	9,554
负债和股东权益	10,854	12,559	13,672	15,088

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	151	1,151	1,542	1,832
净利润	715	973	1,207	1,504
少数股东权益	-1	1	1	1
折旧摊销	310	297	330	362
营运资金变动及其他	-872	-120	4	-35
投资活动现金流	1,088	-102	-705	-834
资本支出	-980	-650	-600	-700
其他投资	2,068	548	-105	-134
筹资活动现金流	-895	-461	-294	-392
借款增加	-151	-15	200	160
普通股增加	-289	0	0	0
已付股利	-419	-446	-494	-552
其他	-35	0	0	0
现金净增加额	349	588	544	606

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,608	6,776	7,654	8,711
其他收入	32	40	36	38
营业成本	1,624	1,354	1,521	1,649
销售费用	2,356	2,406	2,679	3,005
管理费用	499	500	569	646
研发费用	1,563	1,491	1,607	1,829
财务费用	-20	19	18	20
除税前溢利	740	982	1,229	1,527
所得税	26	8	21	22
净利润	714	974	1,208	1,505
少数股东损益	-1	1	1	1
归属母公司净利润	715	973	1,207	1,504
EBIT	720	1,001	1,247	1,547
EBITDA	1,029	1,298	1,577	1,909
EPS（元）	0.27	0.39	0.49	0.60

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	4.57%	2.55%	12.96%	13.80%
归属母公司净利润	-23.37%	36.07%	24.15%	24.58%
获利能力				
毛利率	75.43%	80.02%	80.12%	81.07%
销售净利率	10.82%	14.35%	15.78%	17.27%
ROE	9.90%	12.49%	14.13%	15.75%
ROIC	8.22%	11.04%	12.31%	13.72%
偿债能力				
资产负债率	33.45%	37.97%	37.47%	36.68%
净负债比率	-10.88%	-17.84%	-20.28%	-22.81%
流动比率	2.10	2.51	2.67	2.83
速动比率	1.84	2.27	2.42	2.59
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.58	0.58	0.61
应收账款周转率	2.66	2.40	2.47	2.60
应付账款周转率	4.98	4.29	4.65	4.68
每股指标（元）				
每股收益	0.27	0.39	0.49	0.60
每股经营现金流	0.06	0.46	0.62	0.74
每股净资产	2.75	3.13	3.44	3.84
估值比率				
P/E	23.18	15.95	12.85	10.31
P/B	2.28	1.99	1.82	1.62
EV/EBITDA	15.24	10.88	8.74	6.98

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。