

医药生物

2025 年 03 月 28 日

通化金马 (000766)

——阿尔茨海默症治疗自主创新突破, 迈向高速增长新纪元

报告原因: 首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据: 2025 年 03 月 27 日

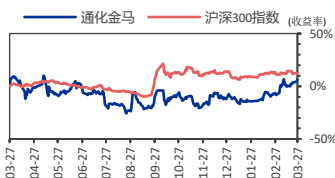
收盘价 (元)	18.29
一年内最高/最低 (元)	19.85/12.66
市净率	7.5
股息率% (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	17,668
上证指数/深证成指	3,373.75/10,668.10

注: “股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	2.42
资产负债率%	49.06
总股本/流通 A 股 (百万)	966/966
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com
仰佳佳 A0230522100005
yangjj@swsresearch.com

研究支持

仰佳佳 A0230522100005
yangjj@swsresearch.com

联系人

仰佳佳
(8621)23297818×
yangjj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **战略调整与创新布局, 公司已在多个经营层面实现积极变化。**通化金马是全国最早上市的一批医药企业之一, 2019 年实控人变更后, 公司通过战略调整与创新布局, 实现了从依赖并购扩张转向以创新驱动的高质量发展, 通过研发突破、资产优化、营销改革三大主线扭转颓势。从业务板块来看, 首先, 传统业务板块趋于稳健, 核心品种已经经历国家集采或者地方联盟集采, 基本面有支撑; 第二, 完善中药产业链布局, 计划不低于 10000 万元投资建设人工繁育麝香基地, 实现“林麝养殖、原料提取、制剂生产、创新研发”的麝香全产业链布局; 第三, 经过多年布局, 治疗阿尔兹海默病新药琥珀八氢氨吡啶片已经进入上市申报审评阶段, 公司有望凭借该药实现飞跃式的发展。
- **阿尔兹海默症新药 (AD) 相对匮乏, 急需迭代新药。**中国 AD 患病率和死亡率均高于全球平均水平, 且诊疗能力也有待提升。目前国内临床上使用的抗阿尔兹海默症药物主要是胆碱酯酶抑制剂, 近年来上市的新机制药物包括靶向脑-肠轴的 GV-971 和靶向脑中 A β 蛋白的单抗药物, 但上述药物结合其临床疗效、安全性和治疗费用来看, 尚不能很好满足临床的需求。因此当前市场急需满足临床需求的迭代新药。
- **琥珀八氢氨吡啶片是一种新型的双胆碱酯酶抑制剂, 根据我们的中性预测其销售峰值可达 70 亿左右。**琥珀八氢氨吡啶片对乙酰胆碱酯酶和丁酰胆碱酯酶均表现出较强的抑制能力, 通过抑制胆碱酯酶, 提高脑内乙酰胆碱含量, 治疗轻、中度阿尔兹海默病 (AD)。III 期数据显示: 琥珀八氢氨吡啶片安全耐受+疗效长久持续, 且显示了临床意义的改善趋势。琥珀八氢氨吡啶片已于 2024 年 8 月获得 CDE 针对其上市申请的受理通知书, 我们预计 2025 年有望获批上市销售。根据我们的测算, 中性假设下, 琥珀八氢氨吡啶片的销售峰值有望达到 70 亿元。
- **给予“买入”评级。**预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.52 亿、0.68 亿和 0.90 亿元。为了体现新药琥珀八氢氨吡啶片未来的价值, 我们选择 FCFF 绝对估值法进行估值, 得出通化金马当前的目标市值为 222 亿元, 较当前 (3 月 27 日) 收盘市值仍有 26% 的上涨空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新药上市失败或进度不及预期、销售不及预期风险、竞争恶化风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,473	969	1,493	1,650	1,890
同比增长率 (%)	0.2	-7.2	1.4	10.5	14.6
归母净利润 (百万元)	44	24	52	68	90
同比增长率 (%)	45.7	53.8	19.2	30.2	31.5
每股收益 (元/股)	0.05	0.02	0.05	0.07	0.09
毛利率 (%)	74.3	75.4	74.1	75.1	76.5
ROE (%)	1.9	1.0	2.2	2.8	3.6
市盈率	402		338	259	197

注: “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.52 亿、0.68 亿和 0.90 亿元。为了体现新药琥珀八氢氨吡啶片未来的价值，我们选择 FCFF 绝对估值法进行估值，得出通化金马当前的目标市值为 222 亿元，较当前（3 月 27 日）收盘市值仍有 26% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

1、化学药：传统产品属于已销售多年的老产品，其中核心产品复方嗜酸乳杆菌片竞争格局极优，集采价格大幅下降的可能性较低，因此我们给予老产品板块相对稳定的销售预期，预计 2024-2026 年老产品的收入增速分别为 0%、5% 和 5%；新产品琥珀八氢氨吡啶片根据申报上市进度预计 2025 年有望获批上市，开始贡献收入增量，保守预计 2026 年参加医保谈判，因此上市头 2 年在自费的情况下预计放量温和，此处我们预计 2025 年和 2026 年的销售收入分别为 8000 万和 2.4 亿。总体预计化学药板块 2024-2026 年收入增速分别为 0%、14% 和 21%。

2、中成药：考虑中成药板块的产品多属于老产品，且部分已被集采，因此预计中成药板块未来销售相对稳定，预计 2024-2026 年收入增速分别为 3%、5% 和 5%。

3、原料药：参考 2022 年和 2023 年公司原料药板块的增速处于较好的增长趋势，我们给予 2024-2026 年相对乐观的增长预期，预计增速分别为 30%、20% 和 20%。

4、毛利率：考虑 2025 年开始新药上市，预计高毛利的新药能够提升化学药板块的毛利率，此处假设 2024 年毛利率和 2023 年不变，2025 年和 2026 年的毛利率逐年提升 1 个百分点，其他板块的毛利率我们均假设和 2023 年保持不变，最终测算预计 2024-2026 年的毛利率分别为 74%、75% 和 77%。

有别于大众的认识

市场认为公司琥珀八氢氨吡啶片的作用机制属于老的作用机制，对于该款药物的临床疗效和市场前景持有怀疑态度；**我们认为**公司的琥珀八氢氨吡啶片的作用机制与传统的胆碱酯酶抑制剂有所不同，其对乙酰胆碱酯酶和丁酰胆碱酯酶均表现出较强的抑制能力，且透脑性更具优势，从机制上看会有更好的治疗效果和更好的安全性，临床试验结果也显示了对多奈哌齐临床意义级别的改善趋势，且不具有肝肾毒性，可以长期用药。另外我们认为公司可以凭借琥珀八氢氨吡啶片在精神神经领域的商业化机遇，在此领域持续深耕布局。

股价表现的催化剂

新药上市进度超预期、新药纳入国家医保目录、新药销售超预期

核心假设风险

新药上市失败或进度不及预期、销售不及预期风险、竞争恶化风险

目录

1. 战略调整与创新布局，公司已在多个经营层面实现积极变化	6
1.1 全资控股长春华洋，获取抗阿尔兹海默病（AD）新药	6
1.2 传统业务以化药和中成药为主，核心品种已被集采	7
1.3 投资建设人工繁育麝香基地，实现麝香全产业链布局	8
2. 阿尔兹海默症新药（AD）相对匮乏，急需迭代新药	9
2.1 中国阿尔兹海默症诊疗现状	9
2.1.1 中国 AD 患病率和死亡率均高于全球平均水平	9
2.1.2 阿尔茨海默病（AD）指南推荐治疗方案	9
2.1.3 阿尔兹海默症诊疗现状	10
2.2 主要胆碱酯酶抑制剂的商业化现状	12
2.3 2 款新机制的抗 AD 药物获批上市	13
2.3.1 靶向脑—肠轴——绿谷制药 GV971（甘露特钠胶囊）	13
2.3.2 靶向脑中 A β 蛋白的新机制——三款 A β 单抗药物获批上市	14
3. 琥珀八氢氨吡啶片显示出明显的临床症状改善趋势	16
3.1 琥珀八氢氨吡啶片是一种新型的双胆碱酯酶抑制剂	16
3.2 中性假设下预计琥珀八氢氨吡啶片销售峰值在 70 亿左右	18
4、盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测与关键假设	19
4.2 估值	20
5、风险提示	22

图表目录

图 1：公司历年大事件	6
图 2：公司股权情况（截止到 2024 年三季报）	6
图 3：近 5 年收入利润情况	7
图 4：公司主营业务拆分	7
图 5：中国阿尔茨海默病患者人数	9
图 6：2019 年中国及全球 AD 年龄标化患病率和死亡率	9
图 7：阿尔茨海默病病程	9
图 8：服药情况	11
图 9：目前服用药物	11
图 10：患者用药时长	11
图 11：治疗效果评价	11
图 12：患者停药原因	12
图 13：患者未服药原因	12
图 14：现有药物主要痛点	12
图 15：多奈哌齐 09 版医保和 17 版医保报销范围	13
图 16：多奈哌齐 19 版医保和 22 版医保报销范围	13
图 17：GV-971 主要终点 ADAS-cog12 结果	14
图 18：中国【城市公立,县级公立,城市药店,网上药店,城市社区,乡镇卫生】【甘露特钠】【销售金额】年度格局	14
图 19：多奈单抗对所有淀粉样蛋白阳性的早期症状患者的临床疗效	15
图 20：多奈单抗对处于 MCI 阶段且 tau 蛋白处于中低水平的患者的疗效	16
图 21：琥珀八氢氨吡啶片研发历程	17
表 1：中国【城市公立,县级公立,城市药店,网上药店,城市社区,乡镇卫生】【销售金额】主要品牌年度分析	7
表 2：通化金马核心品种集采情况	8
表 3：阿尔茨海默病指南推荐治疗方案	10
表 4：美金刚、多奈哌齐——中国【城市公立,县级公立,城市药店,网上药店,城市社区,乡镇卫生】【销售金额】年度格局	12
表 5：多奈哌齐 2024 年终端价格和年治疗费用	13

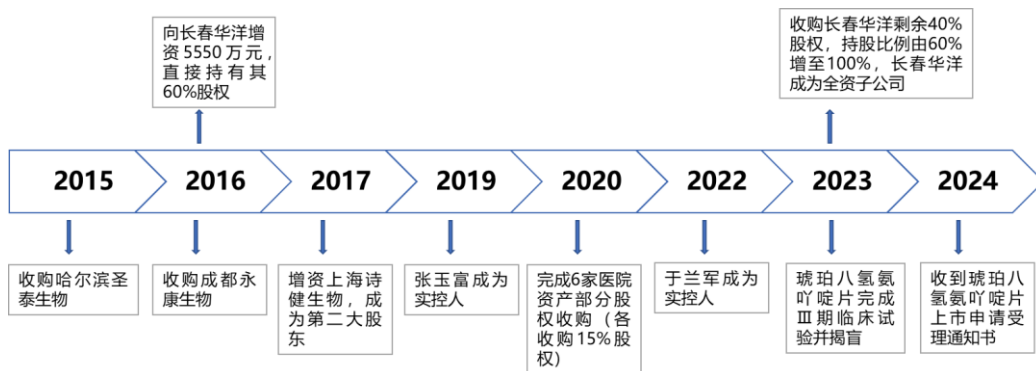
表 6: A β 单抗药物商业化情况	15
表 7: 阿尔兹海默病患病人人数推演	18
表 8: 琥珀八氢氮吡啶片销售峰值测算	19
表 9: 公司收入拆分	20
表 10: WACC 计算关键假设及测算结果	20
表 11: 半显性阶段公司收入拆分估算	21
表 12: FCFF 模型关键假设	21
表 13: 通化金马 FCFF 估值结果	21

1. 战略调整与创新布局，公司已在多个经营层面实现积极变化

1.1 全资控股长春华洋，获取抗阿尔兹海默病（AD）新药

通化金马成立于1990年，1997年在深圳证券交易所主板上市，是全国最早上市的一批医药企业之一。自上市以来，先后全资收购四川成都永康制药、河南安阳源首制药、黑龙江哈尔滨圣泰生物制药三家制药企业，全资控股长春华洋科技，参股北京民康百草科技、上海诗健科技三家新药研究所。公司在医药产业深耕多年，逐渐发展成为以中药为引领、化药和生物制药为两翼、创新药为核心，集现代化药物研发、生产、销售为一体，全产业链管理的大型制药企业。

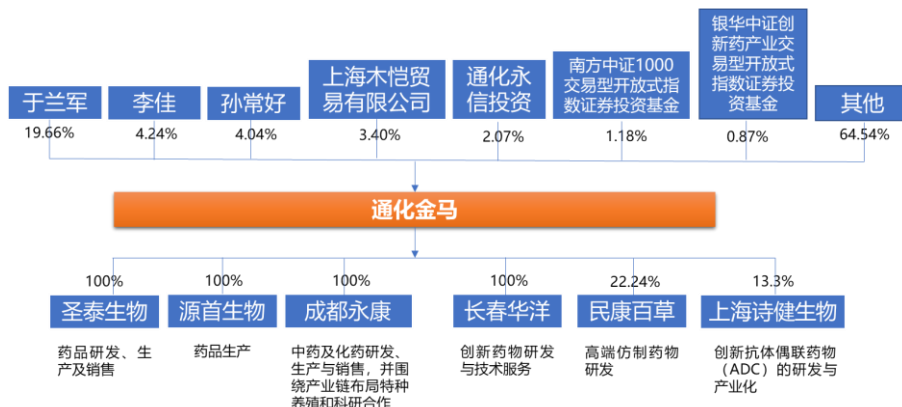
图 1：公司历年大事件



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

2019年，公司大股东北京晋商出现债务危机，公司实控人和高管层发生变更，当前实控人为于兰军，持股比例19.66%，董事长为张玉富，自2019年任职以来，通过战略调整与创新布局，公司从依赖并购扩张转向以创新驱动的高质量发展，通过研发突破、资产优化、营销改革三大主线扭转颓势。尽管早期经历阵痛，但2023年后AD新药的里程碑进展及财务指标改善，标志着公司已进入战略转型的收获期。

图 2：公司股权情况（截止到2024年三季报）

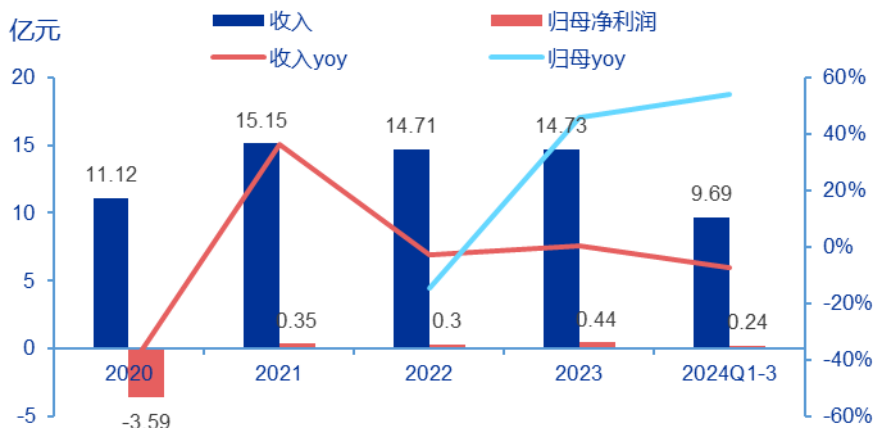


资料来源：wind（万得），申万宏源研究

1.2 传统业务以化药和中成药为主，核心品种已被集采

根据公司财报信息，从收入趋势来说，近 3 年公司销售收入处于相对稳定的状态，可能与公司的产品上市年限较早，已过高速增长阶段有关；利润趋势来看，2021 年扭亏，2023 年和 2024 年前三季度利润开始出现相对较好的增长趋势，与公司提质增效的经营举措有关。

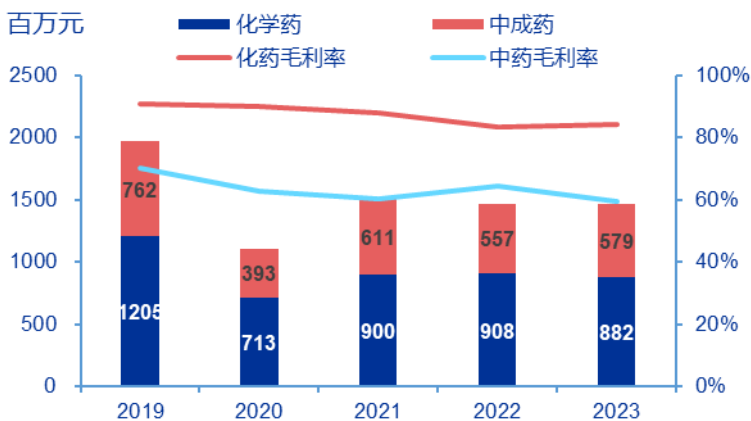
图 3：近 5 年收入利润情况



资料来源：wind（万得），申万宏源研究

根据公司公布的主营业务分拆数据来看，公司产品结构中，主要由化学药和中成药组成，其中化学药的占比更大；毛利率来看，两个板块的毛利率呈下降趋势，与集采导致的价格下降有关。

图 4：公司主营业务拆分



资料来源：wind（万得），申万宏源研究

公司在销品种覆盖领域比较齐全，涵盖抗肿瘤、治疗性益生菌、心脑血管、清热解毒、消化系统、骨骼肌肉系统、妇科领域、神经系统等多个领域，根据米内网数据，公司过亿产品包括复方嗜酸乳杆菌片、风湿祛痛胶囊、小金丸、骨瓜提取物和小儿热速清颗粒。

表 1：中国【城市公立,县级公立,城市药店,网上药店,城市社区,乡镇卫生】【销售金额】主要品牌年度分析

企业名称	产品名称	销售额（万元）					
		2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
通化金马药业	复方嗜酸乳杆菌片	94,172	79,966	95,968	98,115	127,643	64,131
	风湿祛痛胶囊	21,881	22,819	22,870	18,792	16,262	7,595

成都永康制药	小金丸	32,573	25,955	26,512	22,654	21,194	11,624
	消咳喘胶囊	5,032	3,837	3,179	2,663	4,570	1,494
哈尔滨圣泰生物	骨瓜提取物注射液	47,526	26,612	27,413	25,136	25,437	13,759
	注射用骨瓜提取物	22,624	16,469	16,618	13,644	13,064	7,123
	小儿热速清颗粒	16,732	10,739	13,746	13,474	13,530	7,072
	清开灵片	15,174	11,095	10,250	7,528	6,648	4,526

资料来源：米内网，申万宏源研究

公司核心品种中销售额较大的产品如复方嗜酸乳杆菌片、小金丸、骨瓜提取物、清开灵片等都已纳入国家集采或者地方联盟集采，因此后续因集采导致销售收入大幅下降的可能性较小。

表 2：通化金马核心品种集采情况

产品名称	集采情况
复方嗜酸乳杆菌片	2022 年广东联盟集采中选，2024 年京津冀“3+N”联盟药品集采中选
风湿祛痛胶囊	尚未集采
小金丸	2022 年广东联盟清开灵等中成药集采备选中标，2022 年北京市中成药带量联动拟中选，2023 年上海市中成药带量采购拟中选，2023 年江苏省第四轮药品集中带量采购中选，2024 年京津冀“3+N”联盟药品集采中选
消咳喘胶囊	尚未集采
骨瓜提取物注射液	2024 年京津冀“3+N”联盟药品集采中选，2025 年甘肃省第六批药品集中带量采购，2025 年河北省国家、联盟（省）集采到期接续药品中选
注射用骨瓜提取物	2024 年京津冀“3+N”联盟药品集采中选
小儿热速清颗粒	尚未集采
清开灵片	2022 年广东联盟清开灵等中成药集采中选，2024 年京津冀“3+N”联盟药品集采中选，2024 年福建省第五批药品集中带量采购中选，2024 年全国第三批中成药采购联盟集中带量采购中选

资料来源：米内网，申万宏源研究

1.3 投资建设人工繁育麝香基地，实现麝香全产业链布局

公司于 2024 年 11 月 27 号发布公告，拟投资不超过 10,000 万元用于永康制药建设人工繁育麝香基地，计划 2025 年 6 月底前完成圈舍及配套设施建设、设备购置、种源引进等工作，基地可正式投入使用，在养殖规模上，计划在 2025 年林麝存栏量达到 2000 头以上。

永康制药的主导产品小金丸（天然麝香）具有疗效独特、市场认知度高、原材料稀缺的特点，小金丸的重要原料之一天然麝香属于珍稀贵细中药材，具有开窍醒神、活血通络、消肿止痛的功效，已有 2000 多年的入药历史。近些年天然麝香的需求持续上升，价格也连年上涨，全国麝香年产量远不能满足市场需求，市场供需缺口亟待补充。根据公司官网信息，全国天然麝香的年需求量高达 2500 公斤，但由于野生林麝的捕杀，天然麝香供需严重失衡，实际年产量仅为 450 公斤，供需缺口巨大。另外麝香的使用实行国家行政许可管理和专用标识管理制度，其使用范围须严格限定于特效药、关键药等重点品种。目前，全国获得天然麝香使用资格的药品生产企业仅有 13 家。

通过此次基地建设项目，首先可以满足自身生产小金丸（麝香）的用料需求，平抑原料价格变动影响；另外也可以实现“林麝养殖、原料提取、制剂生产、创新研发”的麝香全产业链布局，推进公司的资产规模、市场竞争力步入新周期，迈上更高台阶。

2. 阿尔兹海默症新药（AD）相对匮乏，急需迭代新药

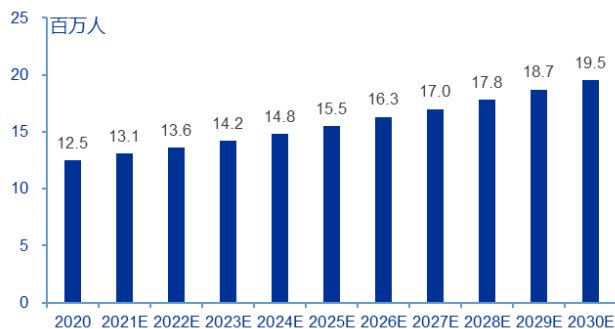
2.1 中国阿尔兹海默症诊疗现状

2.1.1 中国 AD 患病率和死亡率均高于全球平均水平

根据弗若斯特沙利文统计，2020 年我国共有 1,250 万 AD 患者，随着中国人口老龄化，中国 AD 患者人数正在逐渐增加，预计到 2025 年，将有 1,550 万 AD 患者，2030 年进展趋势加速，AD 患者将进一步增至 1,950 万人。

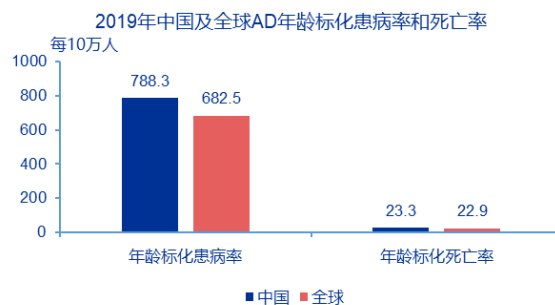
根据《中国阿尔茨海默病 2022 报告》，2019 年我国 AD 年龄标化患病率为 788.3/10 万人，因 AD 的死亡顺位在 1990 年处于第 10 位，20 年后已跃升至第 5 位，年龄标化死亡率为 23.3/10 万人。2019 年全球 AD 年龄标化患病率为 682.5/10 万人，年龄标化死亡率为 22.9/10 万人。因此无论是患病率还是死亡率，我国均高于全球平均水平。

图 5：中国阿尔茨海默病患者人数



资料来源：《中国阿尔茨海默病 2022 报告》，国家统计局，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

图 6：2019 年中国及全球 AD 年龄标化患病率和死亡率

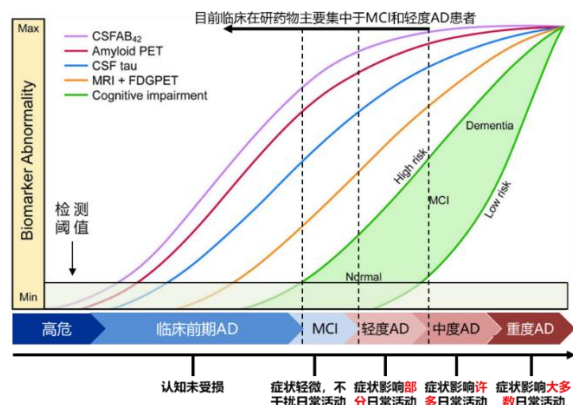


资料来源：《中国阿尔茨海默病 2022 报告》，国家统计局，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

2.1.2 阿尔茨海默病（AD）指南推荐治疗方案

AD 是一种病情进行性发展的神经退行性疾病。AD 起病隐匿，临床主要变化为认知障碍、精神行为异常、社会生活功能减退。根据患者病情，AD 通常分为临床前期、轻度认知障碍（mild cognitive impairment, MCI）、轻度、中度、重度，临床确诊时患者通常处于后 3 个阶段。在临床前期和 MCI 阶段，虽然患者症状不明显，但生物标志物指标已有异常。

图 7：阿尔茨海默病病程



资料来源：《自然评论-神经病学》，申万宏源研究

AD 治疗强调尽早诊断、及时治疗、终身管理。临床常用的认知改善药物包括胆碱酯酶抑制剂和谷氨酸受体拮抗剂，使用较多的为多奈哌齐和美金刚。对于中度、中重度的 AD 患者，1 种胆碱酯酶抑制剂加上美金刚能有更好获益。针对伴发的精神行为症状，非药物治疗是首选，必要时联用抗精神病药，常用药物包括利培酮、奥氮平等。

表 3：阿尔茨海默病指南推荐治疗方案

治疗类型	药物类别	药物名称	适用阶段	特点及不良反应
认知症状治疗	胆碱酯酶抑制剂	多奈哌齐	所有阶段	胃肠道反应：恶心、呕吐、腹泻等； 心血管系统反应：心动过缓、传导阻滞等；神经系统反应：头晕、头痛、失眠、困倦等；其他：皮肤刺激、肌溶解、恶性综合征、超敏反应等
		卡巴拉汀	所有阶段	
		加兰他敏	所有阶段	
	谷氨酸受体拮抗剂	美金刚	中重度	耐受性较好，偶有头晕、头痛、便秘、腹泻、嗜睡、血压波动等
		美金刚联合胆碱酯酶抑制剂	中重度	
精神行为症状治疗	非典型抗精神病药	奥氮平、利培酮、喹硫平、阿立哌唑	—	有加重认知损害等风险，奥氮平缓解 AD 精神和行为症状较突出，利培酮次之，喹硫平再次之
	选择性 5-羟色胺受体激动剂	匹莫范色林、丁螺环酮、坦度螺酮	—	匹莫范色林对 AD 痴呆的精神症状有短期效益
	选择性 5-羟色胺再摄取抑制剂	西酞普兰	—	会加重认知损害
	补肾法		所有阶段	
中医药治疗	化痰法		中期	序贯疗法加常规西药对 AD 痴呆认知和行为有协同效益
	活血法		中期	
	泻火法		中期	
	解毒法		晚期	

资料来源：《中国阿尔茨海默病痴呆诊疗指南(2020 年版)》，申万宏源研究

2.1.3 阿尔兹海默症诊疗现状

2021 年，第十三届健康中国论坛发布了《中国阿尔兹海默病患者诊疗现状调研报告》，此次调研由综合医院、精神专科医院、基层医院的临床医护人员推动，主要针对到院就诊

且符合纳排标准的调研对象，覆盖了全国 30 个省市自治区，回收了 2038 份有效问卷，包括城市受访问卷 1436 份和乡村受访问卷 602 份。针对 AD 患者的诊疗现状，我们可以获得如下信息：

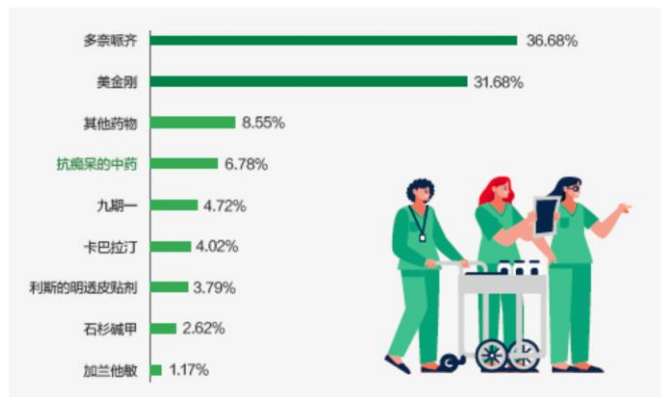
- 1、在 2038 位受访患者中，在服用药物的患者占比在 60%左右，仍有 20%的患者从未服用过药物；
- 2、目前服用的药物中，多奈哌齐和美金刚担任重要角色；

图 8：服药情况



资料来源：《中国阿尔茨海默病患者诊疗现状调研报告》，
申万宏源研究

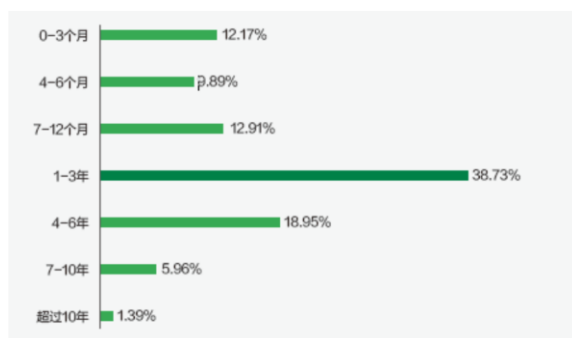
图 9：目前服用药物



资料来源：《中国阿尔茨海默病患者诊疗现状调研报告》，
申万宏源研究

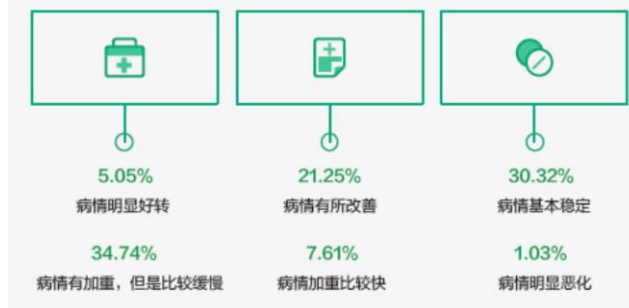
- 3、在用药时长上，长期服药患者比例不足，其中用药超过 1 年的比例占 65.03%，用药 1-3 年的受访患者比例最高，占比为 38.73%，有近 20%的患者用药时长达到 4-6 年；
- 4、从治疗效果来说，当前治疗药物效果仍有待提升，尽管 91.36%受访患者感受到治疗带来的益处，但仍有 34.74%受访患者认为“病情有加重，但比较缓慢”；

图 10：患者用药时长



资料来源：《中国阿尔茨海默病患者诊疗现状调研报告》，
申万宏源研究

图 11：治疗效果评价



资料来源：《中国阿尔茨海默病患者诊疗现状调研报告》，
申万宏源研究

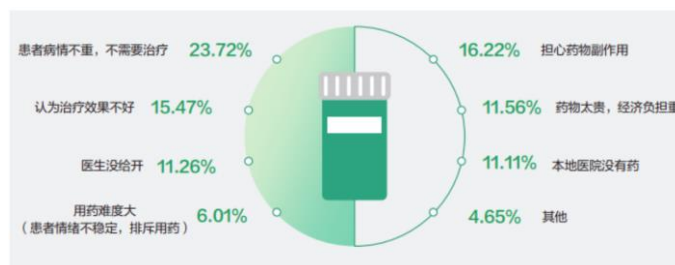
- 5、在停药原因上，由于治疗效果不好、药价太贵和副作用明显等药物本身问题停药的比例占 43.49%；
- 6、在患者未服药原因上，23.72%的受访患者认为“病情不重，不需要治疗”，“担心药物副作用”（16.22%）和“认为治疗效果不好”（15.47%）同样是妨碍治疗的主要原因。

图 12：患者停药原因



资料来源：《中国阿尔茨海默病患者诊疗现状调研报告》，
申万宏源研究

图 13：患者未服药原因



资料来源：《中国阿尔茨海默病患者诊疗现状调研报告》，
申万宏源研究

7、总的来说，阿尔茨海默病受访患者认为市场现有治疗药物存在的主要痛点是价格昂贵 (64.87%)、疗效不佳 (63.79%) 和副作用较多 (34.74%)。

图 14：现有药物主要痛点



资料来源：《中国阿尔茨海默病患者诊疗现状调研报告》，申万宏源研究

2.2 主要胆碱酯酶抑制剂的商业化现状

根据米内网数据，由于集采降价因素，多奈哌齐和美金刚的终端销售额自 2019 年开始便呈现下滑趋势，2024 年上半年终端销售趋于稳定微增状态。

表 4：美金刚、多奈哌齐——中国【城市公立,县级公立,城市药店,网上药店,城市社区,乡镇卫生】【销售金额】年度格局

年度	美金刚销售 额 (万元)	增长率	年度	多奈哌齐销 售额 (万元)	增长率
2019	62,880	--	2019	116,470	--
2020	72,923	15.97%	2020	75,911	-34.82%
2021	47,554	-34.79%	2021	57,291	-24.53%
2022	39,588	-16.75%	2022	55,255	-3.55%
2023	40,273	1.73%	2023	51,112	-7.50%
2024H1	23,129	15.42%	2024H1	26,376	4.42%

资料来源：米内网，申万宏源研究

根据米内网信息，多奈哌齐销售额前三的企业分别是卫材、重庆锐恩和华海，原研卫材的产品一直未参与集采，因此，价格最高，尽管过了专利期多年，若按照每天 5mg 剂量测算（最小剂量），卫材当前的年治疗费用仍在 5000 元左右，华海的年治疗费用在 481

元左右，植恩生物（重庆锐恩子公司）为 161 元。我们简单按照每人用药 1 年来进行测算，2024H1 国内有 26.8 万人在使用多奈哌齐进行治疗，全年预计在 60 万人左右。

表 5：多奈哌齐 2024 年终端价格和年治疗费用

企业	规格	价格（元）	年治疗费用（元）	2024H1 销售额	治疗人数（万人次）
卫材	5mg	13.64	4979	20191	4.1
华海	5mg	1.3189	481	1924	4.0
植恩	5mg	0.44	161	3007	19

资料来源：米内网，申万宏源研究

备注：植恩是重庆锐恩的子公司

多奈哌齐 2008 年进入国内市场，但未显著放量的原因，我们认为有以下几个原因：

- 1、国内得阿尔兹海默症的诊疗能力以及公众对于阿尔兹海默症的认知度曾经经历且正在经历不断提升的过程；
- 2、医保限制导致终端报销受限。根据多奈哌齐历年的医保报销政策，从 09 年的“限制三级医院治疗中度以上痴呆”到 17 年的“限神经专科医生确认并处方”再到 19 年的“限明确诊断的阿尔兹海默症”最后到 22 年国家医保目录才取消了对多奈哌齐的限制使用范围。

图 15：多奈哌齐 09 版医保和 17 版医保报销范围

医保详情			
医保分类:	乙类	区域:	全国
医保版本:	全国09版	增补情况:	全国医保品种
医保编号:	544	纳入医保省份数量:	
执行情况:	废止	纳入医保省份:	
限制使用范围:	限三级医院治疗中度以上痴呆		
原限定支付范围:			
调整后限定支付范围:			
医保详情			
医保分类:	乙类	区域:	全国
医保版本:	全国17版	增补情况:	全国医保品种
医保编号:	1068	纳入医保省份数量:	
执行情况:	废止	纳入医保省份:	
限制使用范围:	限神经专科医生确诊并处方		
原限定支付范围:			
调整后限定支付范围:			

资料来源：米内网，申万宏源研究

图 16：多奈哌齐 19 版医保和 22 版医保报销范围

医保详情			
医保分类：	乙类	区域：	全国
医保版本：	全国19版	增补情况：	全国医保品种
医保编号：	1068	纳入医保省份数量：	
执行情况：	废止	纳入医保省份：	
限制使用范围：	限明确诊断的阿尔茨海默病		
原限定支付范围：			
调整后限定支付范围：			
医保详情			
医保分类：	乙类	区域：	全国
医保版本：	全国22版	增补情况：	全国医保品种
医保编号：	西药(1079)	纳入医保省份数量：	
执行情况：	废止	纳入医保省份：	
限制使用范围：			
原限定支付范围：			
调整后限定支付范围：			

资料来源：米内网，申万宏源研究

- 3、胆碱酯酶抑制剂的长期用药安全限制也对患者长期使用造成了一定的阻碍，如因多奈哌齐可升高肝酶，可能导致肝毒性，因此治疗期间需要定期进行肝功能检查，对于长期使用该药物有阻力。

2.3 2 款新机制的抗 AD 药物获批上市

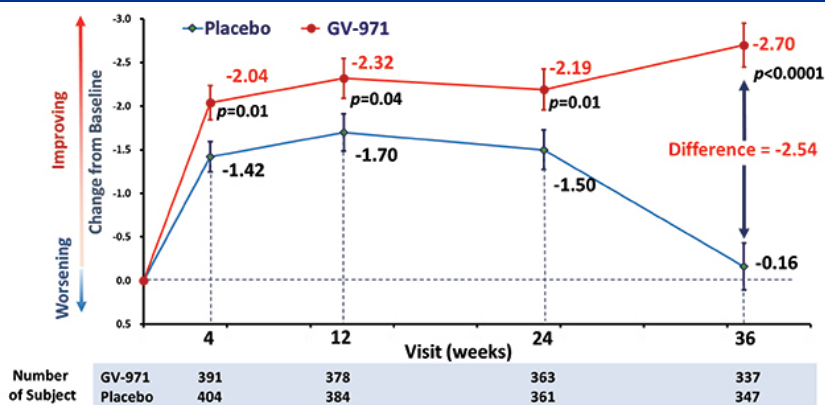
2.3.1 靶向脑—肠轴——绿谷制药 GV971（甘露特钠胶囊）

2019 年国家药监局有条件批准了绿谷制药的 GV-971，GV-971 针对神经炎症假说，靶向脑肠轴，研究表明，在 AD 病理过程中，肠道菌群变化引起苯丙氨酸和异亮氨酸在外周血内的积累，刺激 Th1 相关的外周炎症，并向脑部浸润，活化脑内 M1 型小胶质细胞，导致神经炎症，引起 Aβ 聚集和认知功能减退。绿谷制药研发的 GV-971，是以海洋褐藻提

取物为原料，制备获得的低分子酸性寡糖化合物。靶向脑-肠轴，通过修复肠道微生物群，降低苯丙氨酸和异亮氨酸浓度，减少 Th1 相关神经炎症。

发表在《阿尔茨海默病研究与治疗》杂志上的一项多中心、随机、双盲、安慰剂平行对照的 III 期临床 (NCT02293915) 显示，在轻、中度 AD 患者 (MMSE 11-26) 中，相较于安慰剂，GV-971 (36 周) 能显著改善 AD 相关的 ADAS-cog12 评分。但由于作用靶点不明确、安慰剂组在 24 周后认知功能 (ADAS-Cog 评分) 突然大幅下降导致社会对于该药物的临床结果存在一定的争议。

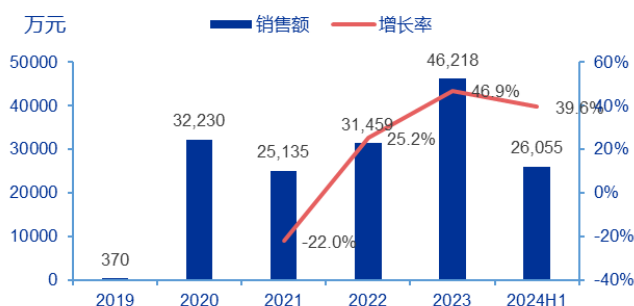
图 17: GV-971 主要终点 ADAS-cog12 结果



资料来源：《阿尔茨海默病研究与治疗》，申万宏源研究

但作为一种新机制的治疗 AD 药物，显示临床疗效，且自 2022 年开始被正式纳入国家医保目录（国家医保局），当前年治疗费用在 1.5 万元左右，自 2022 年 Q1 开始，实现了高速增长，反应临床急需新型的 AD 治疗药物。

图 18: 中国【城市公立,县级公立,城市药店,网上药店,城市社区,乡镇卫生】【甘露特钠】【销售金额】年度格局



资料来源：米内网，申万宏源研究

2.3.2 靶向脑中 Aβ蛋白的新机制——三款 Aβ单抗药物获批上市

Aβ假说认为，β-淀粉样蛋白 (Aβ) 由淀粉样前体蛋白 (APP) 经β和γ分泌酶异常切割生成，尤其 Aβ42 因疏水性强更易聚集。这些寡聚体和斑块直接损伤神经元，破坏突触功能，并激活小胶质细胞引发神经炎症。同时，Aβ异常沉积促进 tau 蛋白过度磷酸化，形成神经原纤维缠结，导致微管结构解体及神经元死亡，最终引发记忆与认知功能衰退。

针对该途径的开发策略包括抑制 β -分泌酶切割 A β 产生、针对单体到聚合物的过程抑制 A β 聚集、通过药物结合 A β 促进其清除、阻断 A β 的下游通路。从 2021 年开始，有 3 款靶向 A β 蛋白的单抗药物获得 FDA 的批准，分别是 Biogen 的阿杜那单抗、卫材的仑卡奈单抗和礼来的多奈单抗，与此前化学小分子药不同，A β 单抗药物目前获批的适应症针对的是 MCI+早期痴呆患者，既症状更轻的患者群体。多奈单抗甚至已经开展了针对临床前期阶段（即认知未受损）的患者。

表 6: A β 单抗药物商业化情况

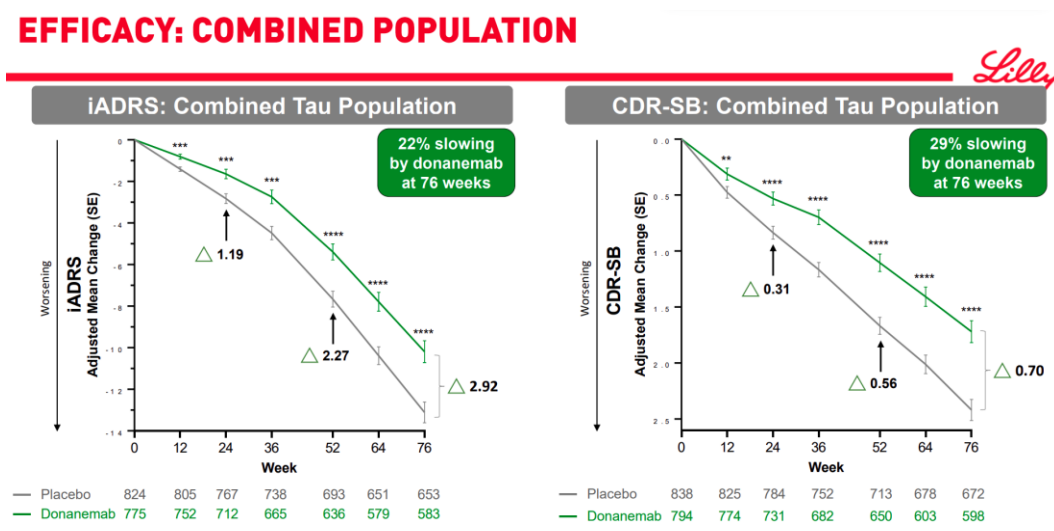
通用名	厂家	美国上市日期	中国上市日期	中国定价（万元/年）
阿杜那单抗	Biogen	2021 年 6 月	暂未上市	暂未上市
仑卡奈单抗	卫材	2023 年 1 月	2024 年 1 月	19.56
多奈单抗	礼来	2024 年 7 月	2024 年 12 月	23.10

资料来源: insight (丁香园数据库)、申万宏源研究

以三者中疗效较为突出的多奈单抗为例,其在 2023 年 7 月公布了 TRAILBLAZER-ALZ 2 的 3 期临床研究的完整结果, 入组患者为淀粉样蛋白阳性早期症状性阿尔茨海默病（轻度认知障碍或轻度痴呆）患者。TRAILBLAZER-ALZ 2 研究的受试者根据脑 tau 蛋白沉积水平（tau 蛋白是一种可预测阿尔茨海默病疾病进展的生物标志物）分为 tau 蛋白中低水平组（有时称为 tau 蛋白沉积中段亚群）或 tau 蛋白高水平组（代表疾病的后期病理阶段）。然后使用测量认知和功能的量表对所有受试者进行 18 个月的评估, 包括阿尔茨海默病综合评分量表(iADRS)和临床痴呆评定量表(CDR-SB)。

根据 TRAILBLAZER-ALZ 2 的 3 期结果, 在所有淀粉样蛋白阳性的早期症状性阿尔茨海默病的受试者中, 多奈单抗显著减缓 22%的 iADRS 下降和 29%的 CDR-SB 下降。

图 19: 多奈单抗对所有淀粉样蛋白阳性的早期症状患者的临床疗效

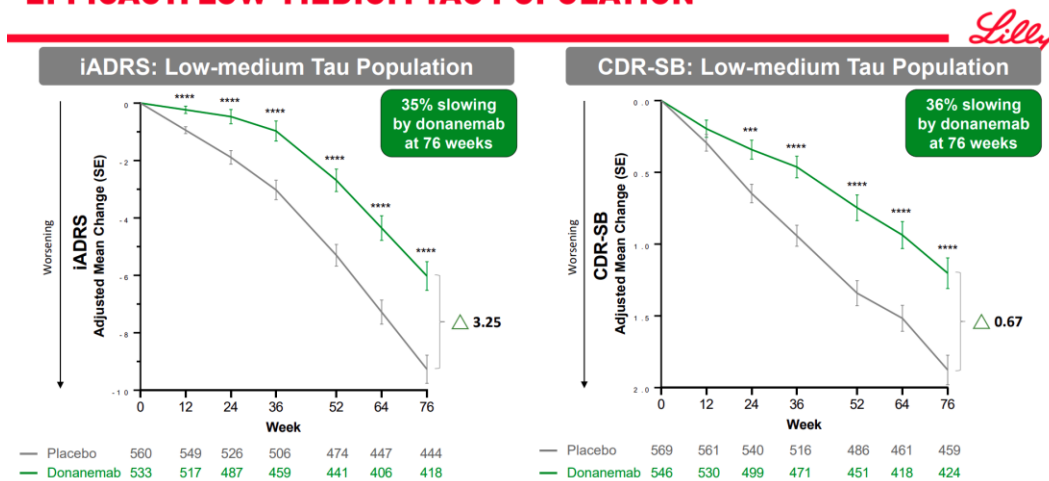


资料来源: 礼来官网, 申万宏源研究

在 tau 蛋白中低水平的受试者(n=1182)中, 使用多奈单抗 (donanemab) 治疗显著减缓 35%的 iADRS 下降和 36%的 CDR-SB 下降。

图 20: 多奈单抗对低 Tau 蛋白人群的临床疗效

EFFICACY: LOW-MEDIUM TAU POPULATION

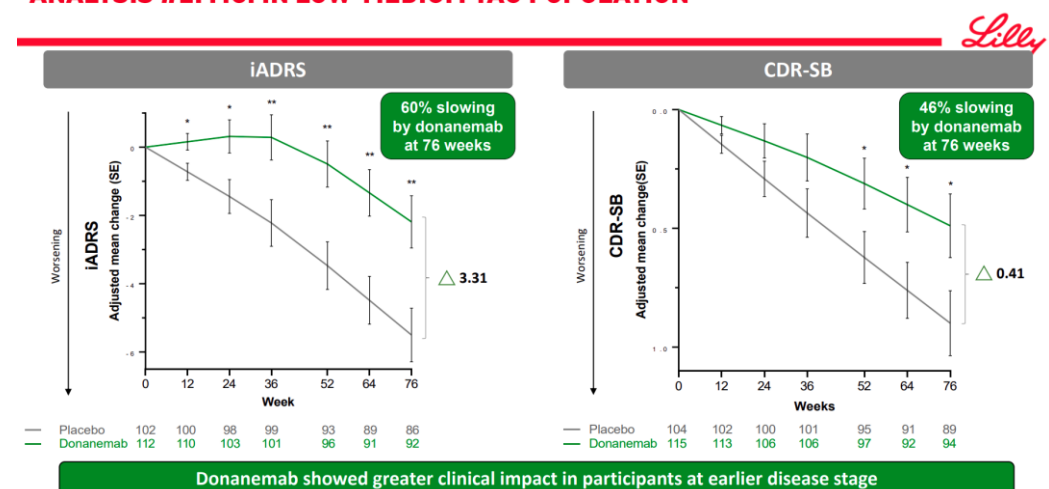


资料来源：礼来官网，申万宏源研究

对 tau 蛋白中低水平受试者的亚群分析显示，多纳单抗对处于疾病早期阶段的患者具有更大的获益：在患有轻度认知障碍的受试者(n=214) 中，donanemab 使 iADRS 的下降减慢了 60%，CDR-SB 的下降减慢了 46%。

图 20：多奈单抗对处于 MCI 阶段且 tau 蛋白处于中低水平的患者的疗效

ANALYSIS #2: MCI IN LOW-MEDIUM TAU POPULATION



资料来源：礼来官网，申万宏源研究

但目前展示的数据来看，A β 单抗药物并未逆转认知功能，且更适合早期患者，对于中重度患者的疗效不明确。

3. 琥珀八氢氨吡啶片显示出明显的临床症状改善趋势

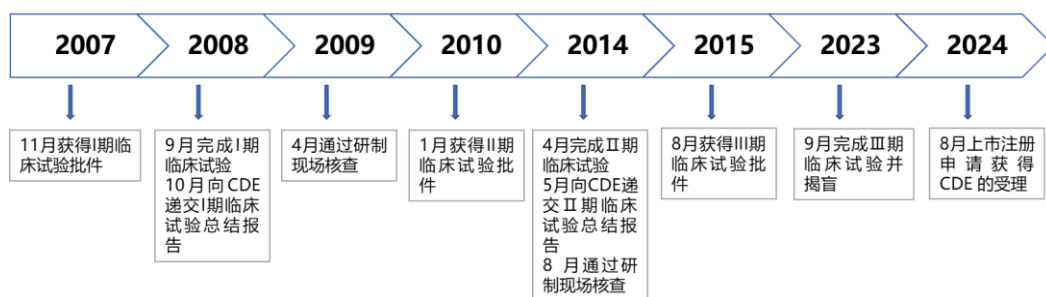
3.1 琥珀八氢氨吡啶片是一种新型的双胆碱酯酶抑制剂

作用机制明确：琥珀八氢氨吡啶片是一种新型的、强效、作用机制明确的胆碱酯酶抑制剂，是拥有完全自主知识产权、新化学分子结构的化学 1 类新药，用于轻、中度阿尔茨海默病的治疗。主要药效学研究结果表明，琥珀八氢氨吡啶片对乙酰胆碱酯酶和丁酰胆碱

酯酶均表现出较强的抑制能力，通过抑制胆碱酯酶，提高脑内乙酰胆碱含量，治疗轻、中度阿尔茨海默病（AD）。该药物由长春华洋与江苏神尔洋于 2003 年启动研发，通化金马通过分阶段收购长春华洋及其子公司江苏神尔洋高科技有限公司，最终获得全部知识产权。

琥珀八氢氨吡啶片是一种高溶解、高渗透类、口服易吸收、可透过血脑屏障、代谢途径清晰、长期给药不蓄积和分子作用机制明确的治疗轻、中度 AD 的药物。与已上市抗 AD 药物相比，患者获益突出且不增加安全性风险，获益远大于风险。琥珀八氢氨吡啶片有望成为 AD 治疗领域安全、有效的首选药物，为医生提供更加有效、安全的治疗选择。

图 21：琥珀八氢氨吡啶片研发历程



资料来源：通化金马官网，申万宏源研究

通过“化合物+晶型”双专利组合构建多层次保护体系

根据公司 2024 年 10 月 15 号的公告显示，晶型是化合物一个重要的理化性质，琥珀八氢氨吡啶是琥珀八氢氨吡啶片的原料药，琥珀八氢氨吡啶的主要晶型分别于 2020 年 10 月（《吡啶衍生物的新晶型、制备方法及其应用》）和 2023 年 4 月《胆碱酯酶抑制剂多晶型及其应用》获得中国发明专利授权。同时，琥珀八氢氨吡啶主要晶型陆续获得国际 PCT（专利合作条约）专利保护，其中 2022 年 9 月获得日本专利授权。2023 年 5 月获得欧洲授权，具体国家为以下 15 国：英国、德国、瑞士、瑞典、荷兰、丹麦、芬兰、比利时、法国、奥地利、西班牙、挪威、爱尔兰、希腊、意大利。于 2024 年 9 月获得美国专利授权。以上琥珀八氢氨吡啶的主要晶型保护期为二十年（自申请之日起计算）。

琥珀八氢氨吡啶片 III 期数据显示：安全耐受+疗效长久持续，相对多奈哌齐显示了临床意义的改善趋势

根据公司官网信息，琥珀八氢氨吡啶片的上市申请主要基于一项 III 期注册临床试验，即琥珀八氢氨吡啶片治疗轻、中度阿尔茨海默病的 26 周双盲、双模拟、随机、安慰剂/阳性药平行对照暨延至 54 周单臂、多中心 III 期临床试验研究。该项 III 期临床研究的主要疗效终点达到了预定的改善目标，试验结果显示：

1、主要疗效指标（ADAS-Cog12 量表）评分较基线变化值，试验组、安慰剂组和阳性药组（多奈哌齐）分别为 3.98 ± 5.82 分、 0.84 ± 7.03 分、 3.18 ± 5.26 分，三组间差异具有统计学意义（ $P < 0.001$ ）。其中，试验组琥珀八氢氨吡啶片 12 mg/d 治疗轻、中度 AD 患者 26 周后，ADAS-Cog12 总分较基线变化值修正均数两两比较，试验组与安慰剂组的差值为 3.35 分，差异具有统计学意义（ $P < 0.001$ ）。

试验组、安慰剂组、阳性药组 ADAS-Cog12 总分变化值<3 分的受试者比例分别为 36.30%、60.00%、45.65%；**变化值≥3 分的受试者比例**分别为 63.70%、40.00%、54.35%，组间差异具有统计学意义 ($P<0.001$)。

2、与安慰剂比较，琥珀八氢氨吡啶片 12 mg/d 治疗轻、中度 AD 患者 26 周后，次要疗效指标临床医生面谈的整体印象 (CIBIC-Plus) ($P<0.01$) 和 ADAC-ADL ($P<0.05$) 显著改善，两组间差异均有统计学意义。但次要疗效指标 NPI 的改善，组间差异无统计学意义 ($P>0.05$)。

3、进入延长期后，随着治疗时间的持续，**试验组药物对 ADAS-Cog12 评分具有持续的改善作用**，疗后 54 周 ADAS-Cog12 评分与基线相比，试验组降低 3.6 ± 5.24 分。

4、**安全性方面**，琥珀八氢氨吡啶片 12 mg/d 治疗轻、中度 AD 患者 26 周，不良事件的发生率与安慰剂组和阳性药组比较，无统计学差异 ($P>0.05$)。在 26 周的双盲治疗期和延长至 54 周的开放治疗期未发现琥珀八氢氨吡啶片存在重要的已知和潜在风险，耐受性和安全性良好。**延长期观察结果支持琥珀八氢氨吡啶片 12 mg/d 治疗 54 周的长期有效性和安全性。**

综上，琥珀八氢氨吡啶片在治疗轻、中度阿尔兹海默症方面，具有长期的安全性和耐受性，另外在有效性方面，相对多奈哌齐显示了临床意义的改善趋势。

3.2 中性假设下预计琥珀八氢氨吡啶片销售峰值在 70 亿左右

我们预计琥珀八氢氨吡啶片的销售峰值能够做到 70 亿元左右，假设在上市 10 年左右的时间达峰。关键假设如下：

达峰时间：根据审评进度，我们预计琥珀八氢氨吡啶片在 2025 年下半年有望开始上市销售，考虑国内阿尔兹海默病患者人数处于持续增长的趋势，且国内对于阿尔兹海默症的诊疗认知能力还在持续提升，预期达峰时间相对更久，此处假设 10 年，即 2035 年达峰；

2035 年患病人数：根据弗若斯特沙利文统计，2020 年我国共有 1,250 万 AD 患者，随着中国人口老龄化，中国 AD 患者人数正在逐渐增加，预计到 2025 年，将有 1,550 万 AD 患者，复合增速为 4.4%；2030 年进展趋势加速，AD 患者将进一步增至 1,950 万人，复合增速为 4.7%，参考 2020-2030 年复合增速以及国内老龄化趋势，预计 2031-2035 年的患病人数复合增速仍有可能保持在 4% 左右，据此测算 2035 年患病人数将达到 2370 万人。（根据新华社新闻，2035 年前海，中国 60 岁及以上的老年人口将突破 4 亿，根据央视新闻，65 岁以上人群发病率是 5%，每增加 10 岁，发病率就增加 5%，80 岁以上的患病率达到 30%。因此上述假设存在合理性。）

表 7：阿尔兹海默病患者人数推演

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国阿尔兹海默症患者人数 (百万人)	12.5	13.1	13.6	14.2	14.8	15.5
CAGR					2020-2025E	4.4%
	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
中国阿尔兹海默症患者人数 (百万人)	16.3	17.0	17.8	18.7	19.5	

CAGR	2025E-2030E				4.7%
	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
中国阿尔兹海默症患者人数（百万人）	20.3	21.1	21.9	22.8	23.7
CAGR	2025E-2030E				4.0%

资料来源：国家统计局，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

年治疗费用：参考当前甘露特钠胶囊 1.5 万元/年的治疗费用，此处假设 2035 年琥珀八氢氨吡啶片的年费用为 1 万元/年；

人均用药时长：琥珀八氢氨吡啶片安全性好，疗效明确，具备长期用药的基础，此处假设人均用药时长为 2 年；

根据以上关键假设，给予保守、中性和乐观的市占率假设，琥珀八氢氨吡啶片的销售峰值分别为 47 亿、71 亿和 95 亿元。

表 8：琥珀八氢氨吡啶片销售峰值测算

2035 年 AD 患病人数（万人）	2372		
药物治疗渗透率	10%		
琥珀八氢氨吡啶片市占率	保守	中性	乐观
	10%	15%	20%
达峰年琥珀八氢氨吡啶片治疗人数（万人）	23.72	35.59	47.45
每人平均用药时长（年）	2		
年治疗费用（万元）	1.00	1.00	1.00
琥珀八氢氨吡啶片销售峰值（亿元）	47	71	95

资料来源：申万宏源研究

4、盈利预测与估值

4.1 盈利预测与关键假设

盈利预测：预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 14.93 亿、16.50 亿和 18.90 亿，同比增长 1%、10%、15%。

关键假设：上述盈利预测关键假设如下

1、化学药：主要分为传统产品和治疗阿尔兹海默症的新药琥珀八氢氨吡啶片两块业务，传统产品属于已销售多年的老产品，其中核心产品复方嗜酸乳杆菌片竞争格局极优，集采价格大幅下降的可能性较低，因此我们给予老产品板块相对稳定的销售预期，预计 2024-2026 年老产品的收入增速分别为 0%、5%和 5%；新产品琥珀八氢氨吡啶片根据申报上市进度预计 2025 年下半年有望能获批上市，开始贡献收入增量，预计 2026 年参加医保谈判，因此上市头 2 年在自费的情况下预计放量温和，此处我们假设 2025 年和 2026 年的销售收入分别为 8000 万和 2.4 亿（200%增速）。总体预计化学药板块 2024-2026 年收入增速分别为 0%、14%和 21%。

2、中成药：考虑中成药板块的产品多属于老产品，且部分已被集采，因此预计中成药板块未来销售相对稳定，预计 2024-2026 年收入增速分别为 3%、5%和 5%。

3、原料药：参考 2022 年和 2023 年公司原料药板块的增速处于较好的增长趋势，我们给予 2024-2026 年相对乐观的增长预期，预计增速分别为 30%、20%和 20%。

4、毛利率：考虑 2025 年开始新药上市的情况，我们预计高毛利的新药能够提升公司化学药板块的毛利率，此处假设 2024 年毛利率和 2023 年不变，2025 年和 2026 年的毛利率逐年提升 1 个百分点，其他板块的毛利率我们均假设和 2023 年保持不变，最终测算预计 2024-2026 年的毛利率分别为 74%、75%和 77%。

表 9：公司收入拆分

单位：百万元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1112	1515	1471	1473	1493	1650	1890
yoy	-43.77%	36.31%	-2.95%	0.18%	1%	10%	15%
毛利	888	1162	1118	1094	1106	1238	1446
毛利率	79.83%	76.72%	75.98%	74.27%	74.07%	75%	77%
1、化学药	713.07	900.18	908.19	882.16	882	1006	1213
yoy	-41%	26%	1%	-3%	0%	14%	21%
毛利	640.02	791.55	756.73	742.11	742	855	1043
毛利率(%)	90%	88%	83%	84%	84%	85%	86%
销售占比	64%	59%	62%	60%			
——琥珀八氢氮吡啶片						80	240
2、中成药	393.12	610.54	557.23	578.69	596	626	657
yoy	-48.44%	55.31%	-8.73%	3.85%	3%	5%	5%
毛利	246.24	369.15	359	343.51	354	372	390
毛利率(%)	63%	60%	64%	59%	59%	59%	59%
销售占比	35%	40%	38%	39%			
3、原料药	4.89	3.45	4.75	8.93	11.61	13.93	16.72
yoy	-29%	-29%	38%	88%	30%	20%	20%
毛利	0.92	0.67	1.27	5.43	7.06	8.47	10.16
毛利率(%)	19%	19%	27%	61%	61%	61%	61%
4、其他业务	0.72	1.32	0.58	3.57	3.57	3.57	3.57
yoy		83%	-56%	516%	0%	0%	0%
毛利	0.32	1.27	0.54	3.17	3.17	3.17	3.17
毛利率(%)	44%	96%	93%	89%	89%	89%	89%

资料来源：wind (万得)，申万宏源研究

4.2 估值

考虑公司抗阿尔兹海默症新药未来的潜在价值，因此我们选取自由现金流模型(FCFF)进行绝对估值测算。

WACC：测算得到公司的 WACC 值为 5.66%，具体参考指标如下

表 10：WACC 计算关键假设及测算结果

加权资本成本	来源
无风险利率	1.80% 参考 2025 年 3 月 26 号十年期国债收益率
股票市场溢价	7.50% 二十年沪深 300 指数收益

Beta :	0.73	wind
股权成本(Ke)	7.275%	CAPM 公式
名义债务成本(Kd)	4.75%	参考央行 1-5 年贷款基准利率
资产负债率	50%	根据历史平均水平预测
有效税率	15.00%	高新技术企业, 享受企业所得税优惠税率 15%
WACC	5.66%	加权平均

资料来源: wind (万得), 中国财务公司协会, 申万宏源研究

半显性关键指标假设: 公司创新药琥珀八氢氨吡啶片预计在 2025 年下半年开始销售, 预计 2026 年进行医保谈判, 2027 年开始执行医保, 上文中我们预测了该产品大概上市 10 年左右达峰, 即 2035 年左右可以达到峰值销售 70 亿元左右, 因此 2027 年进入医保之后的 5 年将成为该产品快速放量的阶段(半显性阶段), 此处我们假设半显性阶段的复合增速为 22%, 其中主要由新药贡献增长。新药能够显著提升公司的利润率, 因此公司历史水平不具有参考价值, 我们参考成熟企业恒瑞医药的历史数据, 预计半显性阶段的 ROIC 和 EBIT Margin 分别为 15%和 20%, 均高于公司历史阶段(销售仿制药的阶段)。

表 11: 半显性阶段公司收入拆分估算

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
琥珀八氢氨吡啶片销售 收入(百万元)	80	240	600	1080	1728	2506	3383
yoy		200%	150%	80%	60%	45%	35%
传统业务收入	1570	1650	1706	1733	1704	1681	1725
yoy		5%	3%	2%	-2%	-1%	3%
总计	1650	1890	2306	2813	3432	4187	5108
yoy		15%	22%	22%	22%	22%	22%

资料来源: 申万宏源研究

永续增长率: 行业进入成熟期后, 增速预计与 GDP 增速保持一致, 参考美国近 10 年 GDP 平均增速在 2.75%左右, 假设公司进入永续增长阶段的增长率为 2%;

FCFF 关键具体假设如下图所示:

表 12: FCFF 模型关键假设

估值阶段	年数	收入增长率	ROIC	EBIT Margin	WACC	少数股权 PB
显性阶段	3	—	—	—	5.66%	1
半显性阶段	5	22.00%	15.00%	20.00%		
递减过渡阶段	6	递减	趋于稳态	趋于稳态		
永续	After 14 年	2.00%	15.00%	20.00%		

资料来源: 申万宏源研究

基于以上假设, 采用 FCFF 绝对估值法得出通化金马当前的目标市值为 222 亿元, 较当前(3 月 27 日)收盘市值仍有 26%的上涨空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 13: 通化金马 FCFF 估值结果

单位: 百万元 (人民币)	价值
显性半显性递减过渡价值	878
终值	19,131

核心企业价值	20,009
加：非核心长期投资	1,933
货币资金	177
交易性金融工具净值	1
企业总价值	22,120
减：付息债务	1,772
少数股东权益价值	0
少数股东权益	0
少数股权PB	1
股权价值	20,348
总股本	966
每股价值	21.05
最新每股价值 2025/3/27	22.97

资料来源：申万宏源研究

5、风险提示

1、新药上市失败或进度不及预期：琥珀八氢氨吡啶片存在上市申请被拒或者是上市申请的进度不及预期的风险；

2、销售不及预期风险：成熟产品线的销售可能会受到集采扩面、市场竞争加剧导致的销售低预期风险，新产品的销售有可能受到进院速度、纳入医保目录的时间等因素的影响从而导致销售不及预期的风险；

3、竞争恶化风险：若阿尔兹海默症领域出现更优的治疗药物，则可能使得公司核心产品琥珀八氢氨吡啶片的终端竞争出现进一步恶化的风险。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,471	1,473	1,493	1,650	1,890
营业收入	1,471	1,473	1,493	1,650	1,890
化学药_营业收入	908	882	882	1,006	1,213
中成药_营业收入	557	579	596	626	657
原料药_营业收入	5	9	12	14	17
其他_营业收入	1	4	4	4	4
营业总成本	1,432	1,420	1,427	1,575	1,775
营业成本	353	379	387	411	444
化学药_营业成本	151	140	140	151	170
中成药_营业成本	198	235	242	254	267
原料药_营业成本	3	4	5	5	7
其他_营业成本	0	0	0	0	0
税金及附加	12	11	11	12	14
销售费用	815	792	791	896	1,032
管理费用	108	113	112	124	149
研发费用	65	46	45	53	57
财务费用	79	80	80	80	80
其他收益	11	11	11	11	11
投资收益	1	-3	-3	-3	-3
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	-7	0	0	-15
资产减值损失	0	-2	-10	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	51	52	64	84	110
营业外收支	-1	3	0	0	0
利润总额	50	55	64	84	110
所得税	21	12	14	18	23
净利润	29	43	51	66	88
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2
归母净利润	30	44	52	68	90

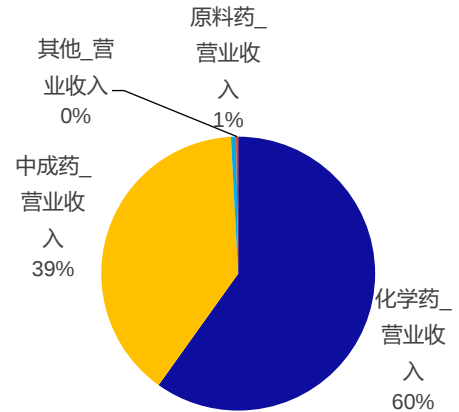
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

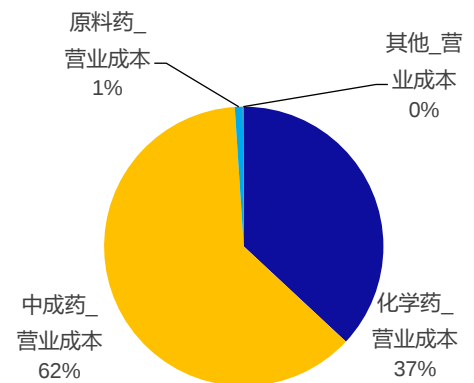
百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	29	43	51	66	88
加：折旧摊销减值	72	84	150	142	159
财务费用	89	83	80	80	80
非经营损失	1	3	3	3	3
营运资本变动	7	-101	-19	9	-169
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	198	113	265	299	160
资本开支	22	26	21	21	21
其它投资现金流	1	99	-4	-4	-4
投资活动现金流	-21	73	-25	-25	-25
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-55	-97	-19	-6	-6
支付股利、利息	89	83	89	90	93
其它融资现金流	0	-73	0	0	0
融资活动现金流	-144	-254	-108	-97	-99
净现金流	33	-68	132	178	36

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

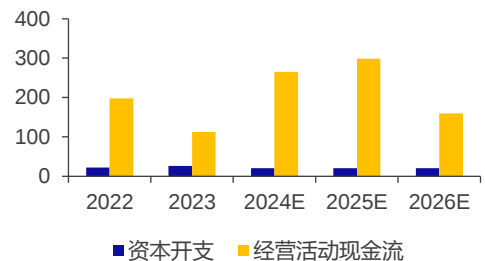
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,238	1,111	1,277	1,477	1,676
现金及等价物	337	178	311	490	527
应收款项	520	563	563	563	698
存货净额	381	369	402	423	450
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,989	1,986	1,986	1,986	1,986
固定资产	1,048	1,021	921	817	710
无形资产及其他资产	409	401	372	355	339
资产总计	4,685	4,519	4,556	4,635	4,710
流动负债	672	572	573	603	610
短期借款	230	143	130	130	130
应付款项	276	228	242	272	279
其它流动负债	166	201	201	201	201
非流动负债	1,645	1,629	1,622	1,616	1,610
负债合计	2,317	2,201	2,196	2,219	2,220
股本	966	966	966	966	966
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	3,642	3,579	3,579	3,579	3,579
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	109	109	109	109	109
未分配利润	-2,381	-2,337	-2,293	-2,236	-2,159
少数股东权益	32	0	-1	-3	-5
股东权益	2,369	2,318	2,360	2,416	2,490
负债和股东权益合计	4,685	4,519	4,556	4,635	4,710

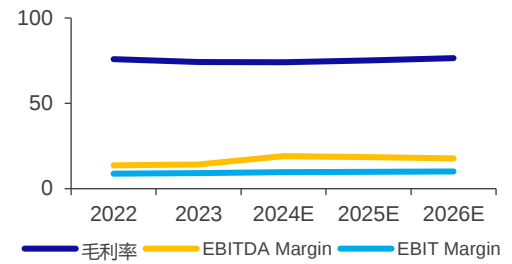
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

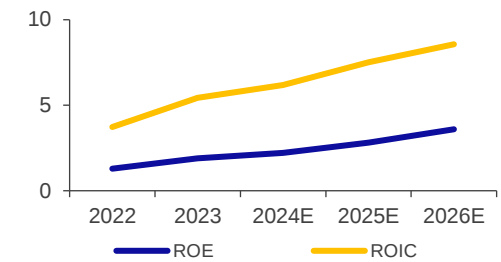
报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.05	0.05	0.07	0.09
每股经营现金流	0.21	0.12	0.27	0.31	0.17
每股红利	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
每股净资产	2.42	2.40	2.44	2.50	2.58
关键运营指标(%)					
ROIC	3.7	5.4	6.2	7.5	8.6
ROE	1.3	1.9	2.2	2.8	3.6
毛利率	76.0	74.3	74.1	75.1	76.5
EBITDA Margin	13.7	14.2	19.1	18.6	17.8
EBIT Margin	8.8	9.1	9.7	9.9	10.1
营业总收入同比增长	-3.0	0.2	1.4	10.5	14.6
归母净利润同比增长	-14.5	45.7	19.2	30.2	31.5
资产负债率	49.4	48.7	48.2	47.9	47.1
净资产周转率	0.63	0.64	0.63	0.68	0.76
总资产周转率	0.31	0.33	0.33	0.36	0.40
有效税率	43.0	20.2	20.2	20.2	20.2
股息率	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
估值指标(倍)					
P/E	586.3	402.4	337.6	259.3	197.2
P/B	7.6	7.6	7.5	7.3	7.1
EV/Sale	13.3	13.2	13.0	11.8	10.3
EV/EBITDA	97.5	92.7	68.3	63.2	57.6
股本	966	966	966	966	966

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

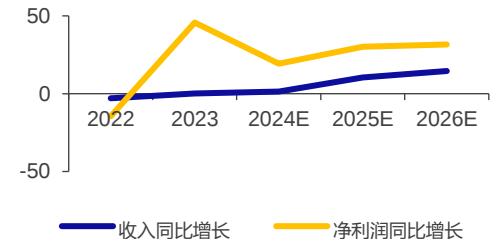
经营利润率(%)



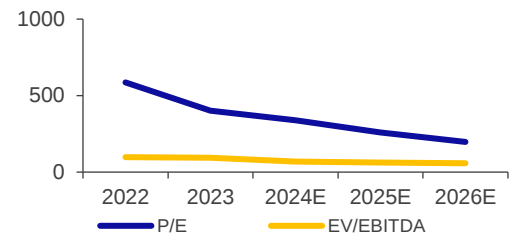
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。