

2025年08月26日

京新药业（002020.SZ）

公司快报

医药 | 化学原料药III

核心业务逐步稳健，创新管线突破在即

投资要点

◆ **集采压力基本出清，主营业务趋稳：**公司 2024 年实现营收 41.59 亿元（YoY+3.99%），实现归母净利润 7.12 亿元（YoY+15.04%）。成品药收入为 25.22 亿元（YoY+8.42%），原料药收入为 8.76 亿元（YoY-8.37），院外渠道增长显著（同比增长超 45%），集采影响基本出清，核心品种如左乙拉西坦片、舍曲林片等通过一致性评价后持续放量。25Q1，公司实现营收 9.56 亿元（YoY-9.86%）；实现归母净利润 1.63 亿元（YoY-4.62%），主要受去年同期高基数因素影响，全年来看，地达西尼胶囊纳入医保后 25 年将进入放量期，随着市场渗透率提升有望成为公司新增长点。

◆ **研发管线持续完善，降脂药 JX2201 有望 BD 出海：**2024 年，公司研发投入 3.83 亿元，鉴定布局创新药管线。治疗精神分裂症的 JX1502MA 胶囊 II 期临床接近尾声；治疗溃疡性结肠炎的改良型新药康复新肠溶胶囊 II 期临床试验进展顺利。此外，公司口服小分子 Lp（a）抑制剂 JX2201 胶囊已于 25Q1 启动 I 期临床。在市场上看，石药集团和恒瑞医药的 Lp（a）小分子抑制剂分别于 2024 年 10 月和 2025 年 3 月以 20.2 亿美元和 19.7 亿美元的交易总金额将全球权益授权给阿斯利康和默沙东，参考同行，公司有望复制这一路径，实现该产品的 BD 出海，贡献增量市值。

◆ **投资建议：**公司成品药集采压力逐步出清，失眠新药借医保快速放量，Lp（a）小分子 BD 出海可期。我们预计公司 2025 年至 2027 年营业收入分别为 46.44、51.16 和 56.49 亿元，同比增长 11.7%、10.2%、10.4%。归母净利润分别为 8.96、10.38、11.78 亿元，同比增长 25.9%、15.8%、13.4%。市盈率分别为 19.6、16.9、14.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**研发进展不及预期风险，海外 BD 不及预期风险，市场竞争加剧风险，研发失败风险，行业政策风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,999	4,159	4,644	5,116	5,649
YoY(%)	5.8	4.0	11.7	10.2	10.4
归母净利润(百万元)	619	712	896	1,038	1,178
YoY(%)	-6.5	15.0	25.9	15.8	13.4
毛利率(%)	50.6	50.0	52.4	52.5	52.1
EPS(摊薄/元)	0.72	0.83	1.04	1.21	1.37
ROE(%)	11.3	12.0	13.7	14.2	14.3
P/E(倍)	28.4	24.7	19.6	16.9	14.9
P/B(倍)	3.2	2.9	2.7	2.4	2.1
净利率(%)	15.5	17.1	19.3	20.3	20.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

投资评级

买入(首次)

股价(2025-08-26)

20.42 元

交易数据

总市值(百万元)	17,582.22
流通市值(百万元)	14,783.43
总股本(百万股)	861.03
流通股本(百万股)	723.97
12 个月价格区间	19.76/10.74

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.94	41.13	50.37
绝对收益	31.83	55.82	84.19

分析师

刘颖然

SAC 执业证书编号：S0910525060002
liuhaoran@huajinsc.cn

相关报告

一、盈利预测及业务拆分

医药制造：成品药精神领域可期，地达西尼有望借医保加速覆盖、持续放量，左乙拉西坦片、普拉克索片及缓释片、盐酸舍曲林片及分散片市占率领先；原料药领域预计调整后恢复增长，预计板块 2025-2027 年收入增速分别为 10.00%/10.50%/11.00%，毛利率分别为 56.10%/57.09%/57.48%。

医用器械：子公司深圳巨烽加快推进医疗器械布局，增长稳健，预计板块 2025-2027 年收入增速分别为 9.00%/9.00%/8.00%，毛利率分别为 34.90%/31.31%/26.86%。

表 1：公司业务拆分和预测

京新药业	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合计					
收入（百万元）	3,998.84	4,158.55	4,643.84	5,115.90	5,649.12
YoY（%）	5.79%	3.99%	11.67%	10.17%	10.42%
毛利率（%）	49.43%	50.03%	47.65%	47.49%	47.91%
医药制造					
收入（百万元）	3282.70	3465.07	3811.58	4211.79	4675.09
YoY（%）	4.50%	5.56%	10.00%	10.50%	11.00%
毛利率（%）	53.16%	54.01%	56.10%	57.09%	57.48%
医用器械					
收入（百万元）	637.25	693.48	755.90	823.93	889.84
YoY（%）	-0.18%	8.82%	9.00%	9.00%	8.00%
毛利率（%）	36.36%	35.49%	34.90%	31.31%	26.86%
其他业务					
收入（百万元）	78.89	72.73	76.37	80.18	84.19
YoY（%）	0.00%	-7.81%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	57.81%	45.80%	38.06%	29.21%	19.09%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、估值对比

京新药业核心成品药业务涵盖精神神经、心脑血管和消化系统三大领域，逐步向创新药方向发力，基于仿创结合的发展模式，我们选取恩华药业、科伦药业和恒瑞医药作为可比公司，2025-2027 年可比公司 PE 平均值为 31.8/27.7/23.9 倍，京新药业对应 PE 分别为 19.6/16.9/14.9 倍。公司成品药集采压力逐步出清，地达西尼胶囊纳入医保后 25 年将进入放量期，降脂药 JX2201 有望 BD 出海，看好未来公司成长空间。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (亿元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002262.SZ	恩华药业	24.84	252.32	1.29	1.51	1.75	19.2	16.5	14.2
002422.SZ	科伦药业	38.20	610.46	1.84	2.09	2.40	20.8	18.3	15.9
600276.SH	恒瑞医药	65.30	4343.79	1.18	1.35	1.57	55.3	48.4	41.6
	平均值						31.8	27.7	23.9
002020.SZ	京新药业	20.42	175.82	1.04	1.21	1.37	19.6	16.9	14.9

资料来源：数据截至 2025 年 8 月 26 日收盘，Wind（可比公司 wind 一致预期），华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3354	2905	3510	4698	5405
现金	1461	316	657	1584	2140
应收票据及应收账款	571	748	750	955	993
预付账款	13	23	22	25	26
存货	653	793	863	936	1028
其他流动资产	655	1025	1218	1197	1219
非流动资产	4633	5575	5577	5566	5615
长期投资	63	56	52	48	45
固定资产	1775	2139	2135	2119	2122
无形资产	401	382	397	420	453
其他非流动资产	2394	2997	2993	2979	2996
资产总计	7987	8479	9087	10264	11020
流动负债	2075	2135	2138	2536	2375
短期借款	279	281	505	281	281
应付票据及应付账款	941	881	674	1165	967
其他流动负债	855	972	959	1090	1126
非流动负债	372	343	343	343	343
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	372	343	343	343	343
负债合计	2446	2478	2481	2879	2718
少数股东权益	28	32	41	51	63
股本	861	861	861	861	861
资本公积	1723	1723	1723	1723	1723
留存收益	2914	3368	3983	4696	5505
归属母公司股东权益	5512	5970	6564	7333	8239
负债和股东权益	7987	8479	9087	10264	11020

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	793	726	888	1695	1131
净利润	623	719	905	1049	1189
折旧摊销	217	297	269	293	290
财务费用	-54	-64	9	-10	-39
投资损失	-6	-9	4	4	4
营运资金变动	-45	-350	-299	360	-313
其他经营现金流	57	134	0	0	0
投资活动现金流	-738	-1438	-447	-285	-342
筹资活动现金流	-246	-280	-324	-259	-233
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.83	1.04	1.21	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.84	1.03	1.97	1.31
每股净资产(最新摊薄)	6.40	6.93	7.62	8.52	9.57

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3999	4159	4644	5116	5649
营业成本	1976	2080	2213	2430	2707
营业税金及附加	47	50	49	57	64
营业费用	784	692	697	742	791
管理费用	213	228	246	266	288
研发费用	401	383	427	466	508
财务费用	-54	-64	9	-10	-39
资产减值损失	-26	-27	-31	-32	-37
公允价值变动收益	37	-42	0	0	0
投资净收益	6	9	-4	-4	-4
营业利润	714	844	1032	1198	1365
营业外收入	2	5	0	0	0
营业外支出	8	4	0	0	0
利润总额	708	844	1032	1198	1365
所得税	85	125	127	150	176
税后利润	623	719	905	1049	1189
少数股东损益	5	7	9	10	12
归属母公司净利润	619	712	896	1038	1178
EBITDA	898	1149	1310	1481	1616

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	4.0	11.7	10.2	10.4
营业利润(%)	-5.6	18.1	22.3	16.1	13.9
归属于母公司净利润(%)	-6.5	15.0	25.9	15.8	13.4
获利能力					
毛利率(%)	50.6	50.0	52.4	52.5	52.1
净利率(%)	15.5	17.1	19.3	20.3	20.8
ROE(%)	11.3	12.0	13.7	14.2	14.3
ROIC(%)	9.8	11.1	12.4	13.2	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	30.6	29.2	27.3	28.1	24.7
流动比率	1.6	1.4	1.6	1.9	2.3
速动比率	1.1	0.9	1.2	1.4	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.6	6.3	6.2	6.0	5.8
应付账款周转率	2.4	2.3	2.8	2.6	2.5
估值比率					
P/E	28.4	24.7	19.6	16.9	14.9
P/B	3.2	2.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	18.5	14.8	12.8	10.5	9.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

刘颖然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn