2025 年 09 月 13 日

证券研究报告•公司研究报告

莱美药业（300006）医药生物

当前价：4.58 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

聚焦核心产品卡纳琳的多适应症拓展和出海进程，同步建设“仿创结合”研发管线梯队

投资要点

- **推荐逻辑：**1）公司核心产品卡纳琳（纳米炭混悬注射液）是全国独家的肿瘤淋巴示踪剂，2024 年市占率超过 80%，具备强大的护城河；2）25H1 公司研发投入增速约为 19.8%。公司建设“仿创结合”的研发管线梯队，采取自主研发与外部引进相结合的模式构建风险和收益平衡的研发管线；3）国资背景下的资源整合与外延预期。公司的第一大股东广西梧州中恒集团股份有限公司（持股 23.43%）和第二大股东邱宇（持股 10.48%）合计持股比例达到 33.91%。公司控股股东为中恒集团，最终实际控制人为广西壮族自治区国资委。较高的股权集中度使得公司经营战略相对稳定，且可能在融资、政策支持、资源整合等方面具备优势。

- **聚焦核心产品卡纳琳的多适应症拓展和出海进程。**公司核心产品卡纳琳（纳米炭混悬注射液）是全国独家的肿瘤淋巴示踪剂，具备强大的护城河。在国内，卡纳琳已是甲状腺外科手术的一线常规用药，2024 年市占率超过 80%。公司正积极将其应用拓展至胃肠道、乳腺、妇科肿瘤等新领域，通过学术推广和专家共识不断打开新的市场空间，这是其内生增长的核心驱动力。公司正稳步推进卡纳琳的出海计划，目前已完成小试工艺等工作，并启动了临床前动物实验。海外市场的成功开拓将为产品带来显著的增长天花板提升。

- **建设“仿创结合”的研发管线梯队，采取自主研发与外部引进相结合的模式构建风险和收益平衡的研发管线。**创新药布局：围绕核心的纳米炭技术平台，向后续升级产品如纳米炭铁（抗肿瘤，在研）、纳米炭热疗等延伸，有望打造新的独家产品系列；高质量仿制药补充：公司拥有丰富且持续推进的仿制药管线，如尼可地尔片、艾普拉唑肠溶片等十余个品种处于申报或在研阶段。这些产品上市后能快速贡献现金流，为创新药研发提供支持，形成良性循环。

- **国资背景下的资源整合与外延预期。**公司控股股东为中恒集团，最终实际控制人为广西壮族自治区国资委。国资背景不仅为公司提供了较好的融资环境和信用背书，也带来了产业协同和外延并购的想象空间。公司近年来积极参与产业基金，体现了其利用资本平台整合外部资源的战略意图。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为-0.07 元、0.02 元、0.02 元，对应 PE 分别为-69 倍、283 倍、202 倍。随着集采的影响消化以及集采反内卷，预计边际将会有所改善，首次覆盖建议关注。

- **风险提示：**行业政策风险、药品降价风险、技术开发风险、对外投资风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	795.60	832.28	935.25	1072.63
增长率	-11.17%	4.61%	12.37%	14.69%
归属母公司净利润（百万元）	-87.80	-70.21	17.06	23.98
增长率	-883.55%	20.03%	124.30%	40.55%
每股收益 EPS（元）	-0.08	-0.07	0.02	0.02
净资产收益率 ROE	-4.25%	-3.52%	0.89%	1.27%
PE	-55	-69	283	202
PB	2.58	2.44	2.40	2.37

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxy@swsc.com.cn

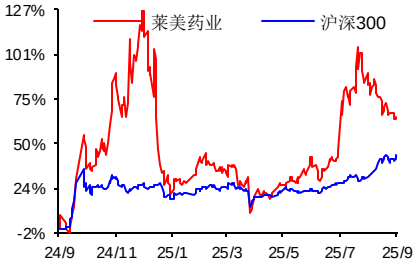
分析师：陈辰

执业证号：S1250524120002

电话：021-68416017

邮箱：chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.56
流通 A 股(亿股)	10.56
52 周内股价区间(元)	2.71-6.29
总市值(亿元)	48.36
总资产(亿元)	26.85
每股净资产(元)	1.76

相关研究

目 录

1 莱美药业：聚焦核心产品卡纳琳 的多适应症拓展和出海进程，同步建设“仿创结合”研发管线梯队.....1

1.1 主要从事医药制造和药品销售业务，产品线较为丰富.....1

1.2“集采突围+渠道拓展”双轮驱动，加速布局集采赛道.....3

2 我国医药制造业加速向创新驱动型产业转型.....5

3 建设“仿创结合”的研发管线梯队.....8

4 盈利预测与估值.....10

4.1 盈利预测.....10

4.2 相对估值.....11

5 风险提示.....11

图 目 录

图 1：公司发展历程.....1
图 2：2025H1 年公司主营医药制造业务结构.....2
图 3：2018-2025H1 各产品构成趋势（百万元）.....2
图 4：公司股权结构图（截至 2025/8 月底）.....3
图 5：2018-2025H1 营业总收入趋势.....4
图 6：2018-2025H1 归母净利润趋势.....4
图 7：2018-2025H1 毛利率和净利率趋势.....4
图 8：2018-2025H1 四费率趋势.....4
图 9：2018-2025H1 研发投入及研发费用率.....5
图 10：铁死亡机制杀死癌细胞示意图.....9

表 目 录

表 1：公司业务分拆收入预测.....10
表 2：可比公司估值.....11
附表：财务预测与估值.....12

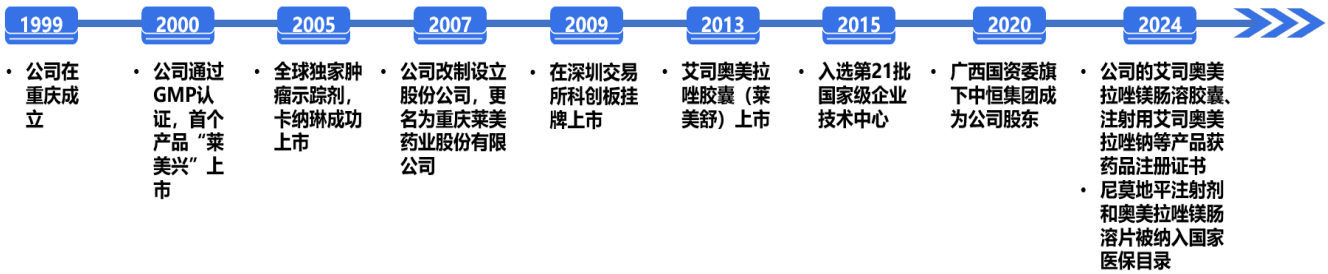
1 莱美药业：聚焦核心产品卡纳琳 的多适应症拓展和出海进程，同步建设“仿创结合”研发管线梯队

1.1 主要从事医药制造和药品销售业务，产品线较为丰富

莱美药业成立于 1999 年，是一家集科研、生产、销售于一体的国家级高新技术医药企业，2009 年 10 月 30 日在深交所创业板挂牌上市，为重庆首家登陆创业板的上市公司，也是首批创业板 28 家公司之一。公司主要产品涵盖特色专科类（主要包括抗肿瘤药、消化系统药、肠外营养药）、抗感染类等。公司核心产品卡纳琳（纳米炭混悬注射液）是唯一获得国家药监局批准的淋巴示踪剂，主要用于甲状腺癌、乳腺癌、胃癌、肠癌及妇科肿瘤等多种适应症手术中的淋巴清扫，目前已成为国内甲状腺外科手术的常规一线用药。

公司商业发展历史：公司在科研创新方面形成了以淋巴示踪技术、淋巴靶向化疗纳米药物技术及肿瘤靶向化疗纳米药物技术为核心方向，聚焦前沿治疗领域，为原研药物研发提供源头技术支撑；以微米、纳米分散技术、无菌原料药制备技术为核心支撑，重点解决工业化量产的难题；此外，聚焦抗感染药与特色专科用药两大核心领域，依托成熟的仿制药研发体系，丰富公司产品矩阵。1999 年，重庆莱美药业股份有限公司成立。2000 年通过 GMP 认证，首个产品“莱美兴”上市。2005 年，全球独家肿瘤示踪剂，卡纳琳成功上市，在甲状腺、胃肠肿瘤手术中广泛应用，2024 年市占率超 80%，成为国内甲状腺外科一线用药。2007 年，公司整体由重庆莱美药业有限公司变更为股份有限公司，股东包括邱宇、邱炜等 43 个自然人股东及法人股东重庆科技风险投资有限公司，此次改制推动了资本结构的优化。2009 年，在深圳交易所科创板挂牌上市，成为重庆首家科创板上市公司。2010-2013 年，公司陆续收购湖南康源制药、四川禾正制药、成都金星药业等公司。2013 同年，艾司奥美拉唑胶囊（莱美舒）上市。2015 年，入选第 21 批国家级企业技术中心。2020 年广西国资委旗下中恒集团通过协议转让、定增等方式成为控股股东。2021 年，获国家企业技术中心资格，标志着公司在技术创新、研发投入等方面达到了国家级水平。2022-2024 年，公司的艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊、注射用艾司奥美拉唑钠等产品获药品注册证书，尼莫地平注射剂和奥美拉唑镁肠溶片被纳入国家医保目录，拓宽公司产品的市场推广和销售，提升公司的整体效益。整体来看，公司经过多年历经浮沉，不变初心，目前正通过肿瘤创新药和国际化寻求突破。

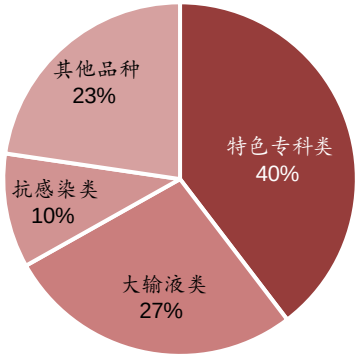
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

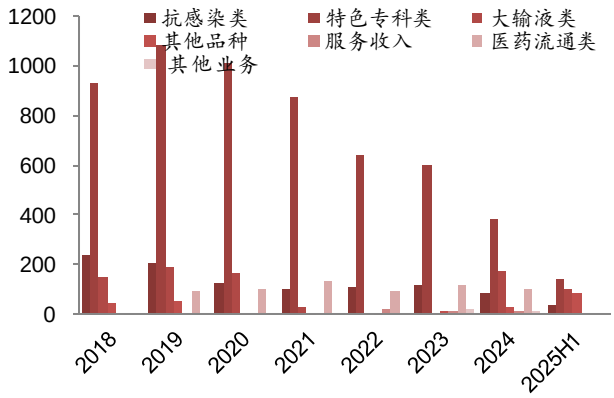
主营业务结构：主要从事医药制造和药品销售业务，产品线较为丰富。在治疗领域方面，生产的药品主要涵盖特色专科类（主要包括抗肿瘤药、消化系统药、肠外营养药）、大输液类、抗感染类等；目前主要产品包括纳米炭混悬注射液(卡纳琳)、注射用艾司奥美拉唑钠、头孢泊肟酯干混悬剂、艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊、伏立康唑（原料药）、盐酸克林霉素注射液、注射用磷酸氟达拉滨、注射用炎琥宁、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠、盐酸左氧氟沙星氯化钠注射液等。

图 2：2025H1 年公司主营医药制造业务结构



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：2018-2025H1 各产品构成趋势（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

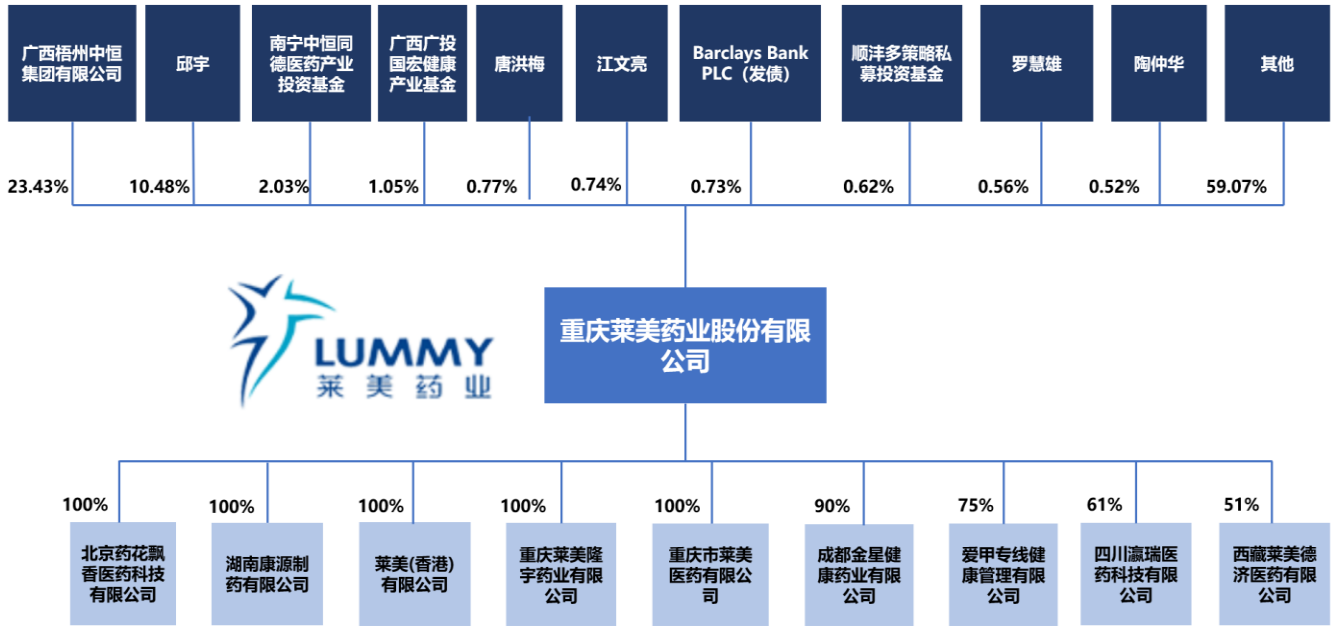
公司国内持续巩固卡纳琳的优势地位，同步稳步推进卡纳琳出海计划。卡纳琳作为国内首个获批的淋巴示踪剂，其核心竞争力源于全球领先的纳米炭技术——150nm 直径的炭颗粒具有高度淋巴趋向性，可精准定位肿瘤引流淋巴结，显著提高手术清扫率并降低复发风险，使其在甲状腺癌手术中占据 80% 以上的市场份额，连续四年斩获“中国化学制药行业原研药优秀品牌”。在甲状腺领域稳占主导的同时，积极向胃肠道、乳腺、妇科等肿瘤领域渗透，通过推动内镜临床学术研究拓宽应用场景，2024 年相关新适应症市场销量同比实现显著增长；公司依托专利保护与创新属性，在集采质量门槛提升背景下进一步巩固竞争壁垒；此外，在出海项目方面，已完成实质等同方案研究与临床前动物实验，计划将技术推向国际市场。公司已完成纳米炭混悬注射液出海相关的技术方案设计，并进行了实质等同方案研究、小试工艺等相关工作，已进入临床前动物试验阶段。莱美药业与国内大型 CRO 上市公司签订卡纳琳出海项目合同，借助其在东南亚等地区的成熟渠道，加速卡纳琳在目标国家的注册及市场覆盖。若在海外市场成功上市，有望填补当地在该领域的部分空白，将为公司带来新的利润增长点。

公司持续加大研发投入，坚定推进自主创新。公司加速在优势细分领域布局战略品种，积极推动自主创新项目的进展。在药品研发方面，子公司四川瀛瑞的纳米炭铁二期临床试验进展顺利，已完成首例入组。同时，纳米炭混悬注射液的国际化工作稳步推进，截至报告期末已完成实质等同研究、小试工艺等关键环节，并已启动临床前动物实验及相关注册沟通。公司参股企业康德赛的两个创新药项目也取得积极进展：用于晚期卵巢癌的个体化肿瘤疫苗 CUD002，以及用于中晚期肝硬化的巨噬细胞项目 CUD005，均处于稳步推进的一期临床试验阶段。在医疗器械板块，公司控股子公司海南莱美医疗器械有限公司新获海南省药监局颁发的两项《医疗器械注册证》，分别为电子内窥镜图像处理器和一次性使用电子支气管成像导管，进一步丰富了公司器械产品组合，增强了整体竞争力。

2024 年在政策推动与技术创新双轮驱动下，医药制造行业整体保持稳定增长。2024 年公司积极应对带量采购等政策影响，通过持续加强研发创新、优化产品组合、深入推进提质增效等一系列举措，有效缓解了政策变化对主营业务收入的冲击。同时，公司紧抓政策机遇，加速推进创新药与高端仿制药的研发及上市进程，持续推动业务结构优化与转型升级。

实际控制权清晰，前两大股东持股集中。公司的第一大股东广西梧州中恒集团股份有限公司（持股 23.43%）和第二大股东邱宇（持股 10.48%）合计持股比例达到 33.91%，占据了公司总股本的三分之一以上。这表明公司的股权结构在核心层面是比较集中的，有利于公司重大决策的推进和执行。公司控股股东为中恒集团，最终实际控制人为广西壮族自治区国资委，同时意味着莱美药业的最终实际控制人是地方政府，这对于公司的长期战略稳定性和获取政府资源支持方面是有利的。在前两大股东之后，其他股东的持股比例均显著降低（均低于 2.1%）。前十大股东合计持股比例约为 40.94%。股东名单中包括了多位自然人和产业投资基金，产业投资基金的入驻可能更看重公司在医药健康领域的长期产业价值。较高的股权集中度使得公司经营战略相对稳定，且可能在融资、政策支持、资源整合等方面具备优势。

图 4：公司股权结构图（截至 2025/8 月底）



数据来源：Wind，西南证券整理；注：图上仅标注持有>50%股权的子公司

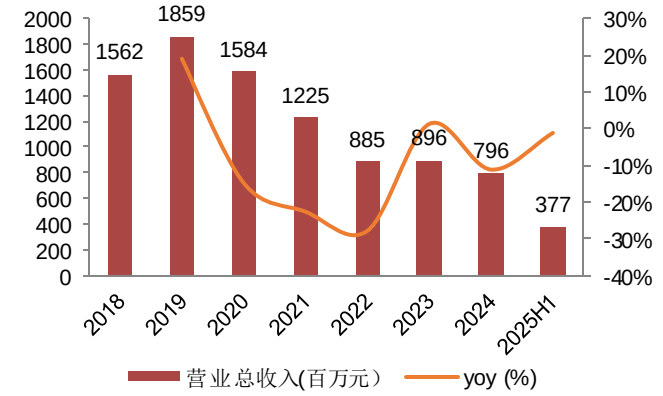
1.2“集采突围+渠道拓展”双轮驱动，加速布局集采赛道

“集采突围+渠道拓展”双轮驱动，加速布局集采赛道。2024 年面对市场竞争加剧及带量采购政策的持续影响，公司多措并举稳定经营。一方面，持续强化核心产品卡纳琳的营销与学术建设，积极拓展其在胃肠道、乳腺、妇科等专科领域的医院覆盖，加强内镜临床应用研究，不断拓宽使用场景，巩固了该产品在甲状腺外科领域超过 80%的市场占有率。另一方面，受国家及省级集采政策冲击，部分普药品种如艾司奥美拉唑肠溶胶囊、盐酸克林霉素注射液等产品价格承压，销售收入出现下滑。为应对这一挑战，公司坚持“集采突围+渠道拓

展”双轮驱动策略，积极布局集采品种市场。2024 年，公司产品尼莫地平注射液成功中选第十批国家集采，伏立康唑片、紫杉醇注射液、碳酸氢钠注射液、曲普瑞林注射液等也在相关省际联盟或省级集采项目中选，为后续销量提升与市场扩展奠定基础，进一步增强了公司的品牌影响力。

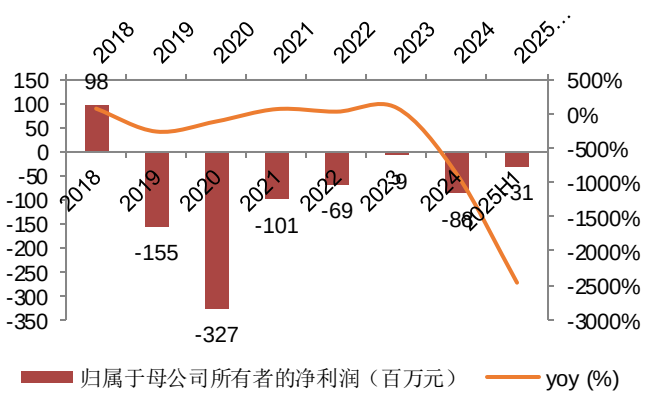
受到集采降价影响，25H1 营收同比略有下滑。2025H1，公司营收为 3.77 亿元，同比下降 1.2%。主要是去年同期公司全资子公司莱美医药根据与长春海悦药业股份有限公司关于购销合同纠纷案二审判决结果，确认营业外收入 3011.33 万元所致，因此去年同期整体基数较高。此外，2025 年国家集采政策进一步深化，公司部分普药产品如艾司奥美拉唑肠溶胶囊、盐酸克林霉素注射液受价格挤压，销售收入下滑，导致净亏损 3137.73 万元，同比下降 2462.5%。从盈利能力来看，2024 年及 2025H1 毛利率为 64.39%、55.63%，毛利率同比下滑明显，主要因市场竞争加剧，大宗药品成本飙升。未来，随着核心产品卡纳琳的多领域拓展和出海项目的实施，公司有望提升业绩，利润带来新的增长点。

图 5：2018-2025H1 营业总收入趋势



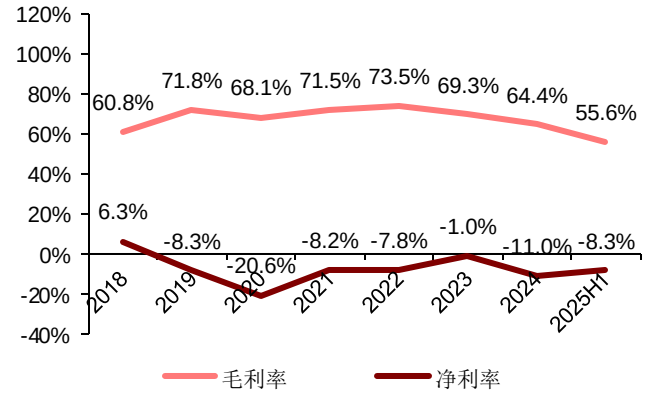
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2018-2025H1 归母净利润趋势



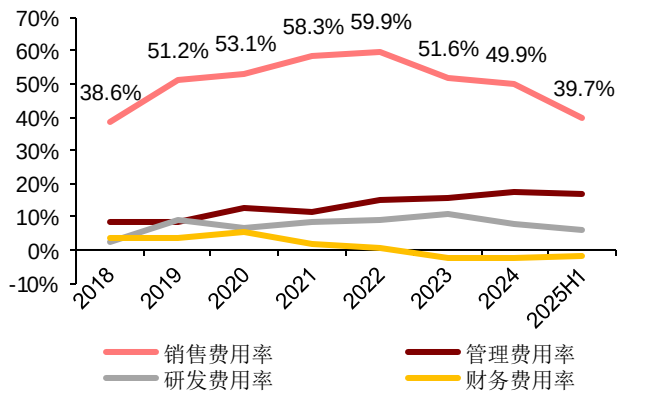
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2018-2025H1 毛利率和净利率趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2018-2025H1 四费率趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

销售财务费率逐步下降，管理财务费逐年略有上升。2025H1 销售费用率下降至 39.7%，公司持续深化精细化管理，加强成本费用控制。通过制定并实施详细的降本方案，从各环节系统性降低成本，尤其注重管控销售费用率，以提升整体盈利能力。同时，公司建立了健全成本费用监控体系，推动可控费用持续下降。针对亏损业务单元，公司全面梳理经营状况并

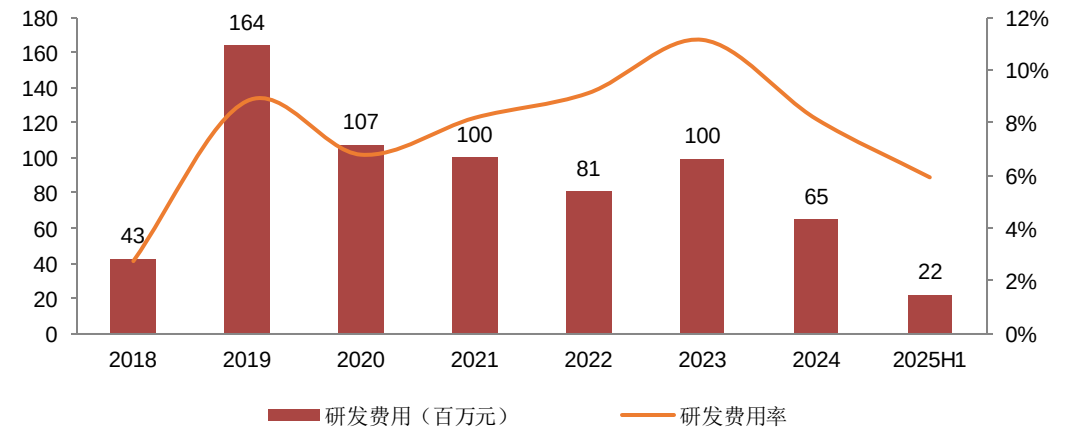
制定专项治理计划，通过多种举措逐步实现扭亏为盈或有序退出。研发费用率自 2023 年 11.1%下滑至 2024 年的 8.1%。而研发费用的下降主要是因为纳米碳铁混悬注射液 II 期临床试验进展顺利，当期研发投入减少。此外，注射用尼可地尔、阿奇霉素颗粒剂等品种获批上市，完成阶段性研发目标，因此 25H1 后续投入减少。

特色专科类：2025 年 H1 收入 1.44 亿元，占总营收 38.24%，同比下降 24.55%，毛利率为 69.5%。以公司独家产品纳米炭混悬注射液（卡纳琳）为核心，主要用于肿瘤手术中的淋巴示踪，在甲状腺、胃肠等领域市占率领先。公司持续通过学术推广和临床指南合作实现多领域拓展，巩固其优势地位，出海项目已进入临床前动物试验阶段，未来有望给公司带来新的利润增长。

大输液类：2025 年 H1 收入 9909.82 万元，占比 26.27%，同比增长 48.45%，毛利率为 53.98%。该业务主要覆盖基础输液产品，如葡萄糖注射液、氯化钠注射液等，市场竞争激烈，毛利率低于特色专科类。

抗感染类：2025 年 H1 收入 3809.7 万元，占比 10.1%，同比下降 30.65%，毛利率为 54.43%。公司唯一毛利率增长为正的业务板块，该板块以注射用抗生素为主，如阿奇霉素颗粒剂、盐酸纳洛酮注射液等。

图 9：2018-2025H1 研发投入及研发费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

2 我国医药制造业加速向创新驱动型产业转型

医药制造业是我国国民经济的重要支柱产业，是国家医疗卫生体系的核心基础。近年来，生物医药产业被确立为国家战略性新兴产业，在人口老龄化加深、慢性病发病率持续上升以及居民医疗需求不断增长的推动下，行业整体保持快速发展的态势。2024 年，我国医药制造业迈入全面高质量发展新阶段。

2024 年我国医药制造业持续向创新驱动转型，国家政策将生物医药列为战略性新兴产业。国家明确支持基因治疗、细胞治疗等前沿领域发展。行业研发投入保持年均 20%以上的增速，在研新药数量位居全球前列，人工智能与大数据深度融合于新药研发，推动临床试验效率提升超 30%，生产智能化水平也显著增强。国家药监局持续优化审评流程，进一步激发了企业创新活力。尽管医药行业呈现弱周期性特征，2024 年在带量采购常态化和医保控费

深化的影响下，行业收入与利润出现阶段性波动。全年规模以上医药制造业收入同比下降3.7%，利润总额同比下降 15.1%。然而，行业长期增长基础依然稳固。在人口老龄化加速、慢性病诊疗需求持续增长以及健康消费升级的推动下，创新药与高端仿制药已成为主要增长点，医药市场整体前景依然积极。医药制造业是我国国民经济的重要支柱产业，是国家医疗卫生体系的核心基础，也是关乎民生保障与社会稳定的关键领域。近年来，生物医药产业被确立为国家战略性新兴产业，在人口老龄化加深、慢性病发病率持续上升以及居民医疗需求不断增长的推动下，行业整体保持快速发展的态势。2024 年，我国医药制造业迈入全面高质量发展新阶段。

在行业中，公司专注于抗肿瘤、消化系统及特色专科药物领域。核心产品纳米炭混悬注射液（卡纳琳）在淋巴示踪细分市场中持续保持领先。报告期内，公司共有 10 个品种取得批件、补充申请批件或通过一致性评价，包括艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊、注射用艾司奥美拉唑钠、盐酸纳洛酮注射液、尼莫地平注射液、氨甲环酸氯化钠注射液等，进一步丰富了产品组合，增强了市场竞争力。在创新研发方面，公司通过自主研发积极布局纳米炭铁、mRNA 疫苗等项目。控股子公司瀛瑞医药的纳米炭铁项目二期临床试验正在稳步推进。同时，参股公司康德赛的 CUD002 注射液——一种基于个体肿瘤新生抗原的 mRNA 编辑 DC 肿瘤治疗性疫苗，一期临床进展顺利；用于治疗失代偿期肝硬化的 CUD005 注射液已获国家药监局药物临床试验批准，并进入一期临床。未来，公司将继续加大研发投入，推动自主创新，拓展医药流通与医疗器械等业务板块，不断提升整体经营规模与盈利水平。

随着国家《药品管理法实施条例》的修订和《药品标准管理办法》的实施，药品全生命周期监管进一步强化。国家药品标准与药品注册标准的管理框架更加明确，有效提升了药品质量和安全性。与此同时，《医疗保障法》正式实施，推动医保支付方式改革持续深化，在优化医保基金使用效率的同时，也促进了医药行业的规范与健康发展。国家医保 DRG/DIP 支付方式改革全面落地，引导医疗机构优先选用性价比高的药品，进一步扩大了优质药品的应用范围，并推动企业加快产品结构优化与转型升级。此外，国家出台《全链条支持创新药发展实施方案》，通过医保准入谈判、税收优惠和政策扶持等多项措施，系统加强对创新药的支持。2024 年，共有 91 种新药被纳入国家医保目录，其中 38 种为全球首创药物，显著加快了国产创新药的商业化进程。

医药制造业在政策、技术及市场层面均呈现显著变化。政策方面，带量采购持续深化，医保目录动态调整趋于常态化，行业集中度不断提高。技术方面，生物技术与人工智能等新兴科技与医药产业深度融合，显著提升了新药研发与生产效率。市场方面，人口老龄化与健康意识增强推动医药需求持续增长，同时行业竞争加剧；国际化进程加快，中国药企获 FDA、EMA 认证数量增多，国产创新药逐步走向全球，国际合作案例日益丰富。

1）**带量采购政策进一步深化，医保目录动态调整常态化。**2024 年随着带量采购常态化推进，国家组织药品集中带量采购范围持续扩大，药品价格呈现普遍下降趋势。以第十批集采为例，覆盖抗感染、心血管等多个治疗领域，中标价格平均降幅达 70%。其中，抗感染类药物价格降幅最为显著，平均达 84.27%，心血管类药物平均降幅也超过 60%。大幅降价在减轻患者用药负担的同时，也倒逼企业提升创新与成本控制能力，以应对利润收窄的挑战。在带量采购深入推进的背景下，医保目录动态调整机制也在加速创新药纳入医保的进程。根据国家医保局公布的 2024 年医保谈判结果，共有 162 个通用名药品参与谈判/竞价，最终成功纳入 89 个，平均降价 63%。通过医保谈判，创新药得以更快进入医保支付范围，显著推动了国产创新药的商业

化进程。为鼓励医药创新，国家持续推出包括税收优惠、研发补贴、优先审评审批等在内的一系列支持政策，旨在推动医药产业向高端化、国际化转型升级，全面提升行业竞争力。与此同时，国家对医药行业的监管力度不断加强，聚焦于药品质量、生产安全与市场秩序整顿。日益严格的监管环境有助于促进行业规范发展，保障药品安全性与有效性，为患者提供更加可靠的医疗保障。

2）**政策推动行业集中度持续提升。**一方面，集采常态化使得缺乏成本优势的中小企业逐步退出市场，资源加速向龙头企业聚集；另一方面，“四同”药品价格治理、全国联审通办等政策工具的应用，消除了省际间不公平高价，推动药品价格透明均衡，构建全国统一大市场。

3）**技术层面，生物技术、人工智能等新兴技术与医药产业深度融合，推动新药研发和生产效率提升。**2024 年医药制造业的技术创新呈现出“生物技术突破”与“数字化转型”双轮驱动的特征。国家药监局数据显示，全年共批准 48 款 1 类创新药上市，其中国产创新药 40 款，包括 23 款化学药品、22 款生物制品和 3 款中药及天然产物，在数量上再创新高。这一突破背后是生物技术与信息技术的深度融合，人工智能、大数据等技术正全面渗透药物研发、生产和供应链管理各个环节。

4）**市场层面，随着人口老龄化和健康意识增强，医药市场需求持续增长，但竞争也日趋激烈。**国内方面，随着人口老龄化加速、慢性病发病率上升以及公众健康意识增强共同推动医药市场刚性需求持续扩大。这种需求结构变化为慢性病用药、基层常用药带来了结构性增长机遇。市场竞争呈现出明显的分层特征。在仿制药领域，在集采政策下，价格竞争白热化，企业利润空间持续收窄，迫使企业向原料药制剂一体化转型。在创新药领域，竞争焦点则集中在临床价值和差异化优势上，具备国际竞争力的创新成果获得了更好的市场准入条件。同时国际化进程加速。中国药企通过 FDA、EMA 认证数量增加，国产创新药逐步进入全球市场，国际化合作案例显著增多，体现了中国创新药在全球价值链中地位的提升。

医药制造业的竞争格局呈现“头部集中、创新突围”的显著特征。在政策监管与市场竞争的双重驱动下，行业集中度持续攀升，资源加速向具备全产业链优势的龙头企业倾斜，中小企业的生存空间面临挤压。此外，带量采购、医保控费等政策的持续深化也给传统仿制药带来了降价压力和市场竞争加剧的风险，对企业的成本控制和产品结构优化能力提出了更高要求，企业的成本控制能力、质量管理水平和供应链韧性成为基础竞争力，因此，创新驱动成为企业差异化竞争的核心战略。整体而言，行业正处于从“仿制为主”向“创新驱动”转型的关键时期。公司拥有将重点产品成功推向全国市场的成熟经验，长期以来持续向各级医院供应药品，建立了稳定的销售体系。同时，公司能够依托国际化资源与渠道，及时获取全球前沿研发动态，积极开展合作，推动海外产品在国内市场的转化与落地。凭借多年来构建的院内与院外营销网络，公司不断巩固和扩大优势产品的市场份额，使渠道能力成为其核心竞争优势之一。

在医药制造板块，巩固优势存量业务销售规模和市场份额稳定。公司将持续巩固拳头产品卡纳琳在甲状腺、胃肠道等领域的领先优势，以专业学术推广为切入点，进一步深化医院市场的覆盖与影响力。积极响应国家集采和医保谈判政策，在持续投入传统化药研发、保障品种通过一致性评价的同时，着力扩充参与集采的品种数量，实现在政策周期内的稳健盈利与创新活力之间的平衡。公司积极推进新产品引进，加速已引入品种的上市转化，致力于成为中国细分疾病领域医药产业升级的实践者和细分治疗领域优势产品的引领者。在保持现有

优质业务存量并推动其平稳增长的基础上，通过加快高质量仿创结合产品的研发与先进技术引进，进一步扩展仿制药业务板块，增强收入与盈利水平。

核心独家产品“卡纳琳”的“一体两翼”成为增长驱动。一体，公司重点品种纳米炭混悬注射液（卡纳琳），系首家获得 CFDA 批准的淋巴示踪剂，具有高度的淋巴趋向性，实现淋巴示踪的目的；同时作为药物载体，将药物载入淋巴系统，完成淋巴靶向治疗。目前，已成为中国甲状腺外科手术一线常规用药，市占率长期稳定在 80% 以上，技术壁垒构筑护城河，形成稳固的存量市场优势。**两翼，**莱美药业积极挖掘国内增量市场，寻找卡纳琳在多医疗场景的更多应用价值。在针对胃肠道、乳腺、妇科等专科领域，通过学术会议等方式，推广产品，提升卡纳琳在这些领域的认知度。此外，在临床应用方面，支持消化内镜下纳米碳注射标记定位等新型应用技术临床研究，为产品销售提供新的增长点。莱美药业目前已启动卡纳琳出海计划，海外拓展计划完成顺利，已完成实质等同方案研究、小试工艺等关键工作，并正式启动临床前动物实验，同时正积极与海外注册服务方开展沟通，为后续注册审批做准备。若产品未来顺利通过东南亚、中东乃至欧美等地区药监部门注册，公司将开辟全新的营收增长空间，推动卡纳琳从“国内核心产品”向“全球型产品”升级。

3 建设“仿创结合”的研发管线梯队

创新药布局：围绕核心的纳米炭技术平台的多领域拓展和国际化，向后续升级产品如纳米炭铁（抗肿瘤，在研）、纳米炭热疗等延伸，有望打造新的独家产品系列。

（1）纳米炭铁：肿瘤治疗领域的差异化突破。作为卡纳琳的升级产品，纳米炭铁混悬注射液通过纳米炭载体将 Fe^{2+}精准递送至肿瘤细胞，利用芬顿反应诱导肿瘤细胞“铁死亡”，同时保留纳米炭的淋巴靶向性，实现原发灶与转移淋巴结的双重治疗。纳米炭对 Fe^{2+}有一定的吸附作用，能协助 Fe^{2+}更好地进入肿瘤细胞内。Fe^{2+}在细胞内被氧化为 Fe^{3+}，产生大量活性氧自由基（ROS），导致肿瘤细胞凋亡，从而抑制肿瘤生长；纳米炭铁保留了纳米炭原有的病灶定位及淋巴示踪功能，同时增加了抑制肿瘤生长的能力，给药方式是通过瘤内注射方式给药。

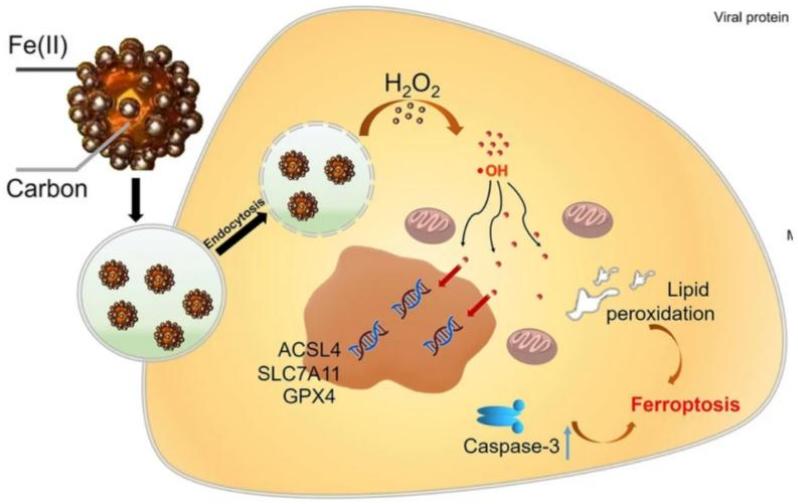
纳米炭铁主要用于治疗晚期实体瘤，适用于标准治疗无效（治疗后疾病进展或不能耐受）或缺乏有效标准治疗的患者。其目标适应症广泛，包括但不限于：软组织肉瘤、难治性甲状腺癌、大肠癌、胰腺癌、胃癌、乳腺癌、宫颈癌、外阴癌、肺癌、头颈部癌、肝癌、胆管癌、肾癌、前列腺癌等。

纳米炭铁的研发和临床试验取得了稳步进展。I 期临床试验：已于 2024 年 8 月前顺利完成。该阶段主要评估了不同剂量纳米炭铁在晚期实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征和初步疗效，为后续剂量选择提供了依据。II 期临床试验：2024 年 8 月，纳米炭铁在四川大学华西医院获得了伦理审查批件，正式进入 II 期临床试验阶段。临床数据显示，其 Ib/IIa 期试验剂量爬坡阶段 ORR 率达 25%，DCR 率达 75%，与国际一线肿瘤药物抑制率水平相当。该产品已获中、美、日三国专利授权，拟开发适应症涵盖胰腺癌、结直肠癌、乳腺癌等多种实体瘤，尤其针对未分化甲状腺癌、肉瘤等现有标准治疗不敏感的肿瘤类型。截至 2024 年底，纳米炭铁二期临床试验已完成首例入组，有望成为全球首个靶向铁死亡通路的纳米药物。

（2）纳米炭热疗：除了纳米炭铁，莱美药业及其合作伙伴也在探索纳米炭在肿瘤光热治疗（Photothermal Therapy, PTT）中的应用。纳米炭混悬液中的 sp^2碳结构具有显著的

近红外光吸收和光热转换能力。在 808 nm 激光照射下，能迅速将光能转化为热能，局部升温可有效杀死肿瘤细胞。西南民族大学与四川瀛瑞的研究表明，在动物实验中，注射纳米炭后经激光照射，肿瘤区域温度可迅速升至 61.4℃。接受此治疗的小鼠肿瘤消失，生存期从 28 天延长至 58 天，60 天内生存率从 0%提升至 50%。纳米炭本身就是已商业化的临床药物，其生产工艺稳定、生物安全性已有充分验证（每年超 10 万人使用）。瘤内注射也是临床医生熟练掌握的技术，无需额外开发靶向分子，有助于降低成本并推动临床转化。

图 10：铁死亡机制杀死癌细胞示意图



数据来源：医药魔方，西南证券整理

高质量仿制药补充：公司拥有丰富且持续推进的仿制药管线，如尼可地尔片、艾普拉唑肠溶片等十余个品种处于申报或在研阶段。公司围绕"仿创结合"战略，通过短期引进与自主研发并举、中期丰富产品组合、长期培育核心竞争力的方式，构建了短中长期协同的三维科研创新体系。(1)短期：积极引进优质项目及创新技术，筛选符合公司发展需要的潜力标的，快速丰富产品线；(2)中期：技术中心开展新药仿创科研工作，进一步丰富公司细分领域产品组合，提升公司在该领域竞争力；(3)长期：推进创新技术和产品的开发工作，培育核心技术和长期竞争力。莱美药业在高质量仿制药的布局上注重选择具有市场潜力和技术壁垒的品种，主要集中在抗感染、免疫抑制剂、消化道疾病治疗等领域。这些选择既考虑了市场竞争格局，也兼顾了与公司现有销售渠道和专业推广能力的协同效应。

1）**抗感染药物领域：**①玛巴洛沙韦片——莱美药业布局了抗流感病毒药物玛巴洛沙韦片（规格：20mg），这是一种帽状结构依赖性内切酶抑制剂，通过抑制 mRNA 合成的启动来阻断病毒复制。该药品具有显著临床优势：独特的作用机制可阻断病毒基因转录起始阶段，在流感早期即可发挥作用；只需服药一次，就能在 24 小时内有效抑制流感病毒，缩短传染期并大幅减少症状持续时间，大大提高患者依从性；对奥司他韦耐药的患者仍然有效。该品种已于 2025 年 6 月获得伦理批件，正式进入 BE（生物等效性）试验阶段；②克林霉素磷酸酯注射液——公司已就该药品 2ml：0.3g 和 4ml：0.6g 两种规格获得《药品补充申请批准通知书》，通过一致性评价。该药主要用于由敏感厌氧菌、链球菌、肺炎球菌和葡萄球菌敏感株等引起的严重感染。尽管市场竞争较为激烈（截至目前通过一致性评价的生产厂家共 21 家），但公司仍看好其市场潜力。

2）**消化道和代谢疾病领域：**莱美药业在消化道疾病治疗领域也有布局，主要围绕艾司奥美拉唑系列产品（包括艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊和注射用艾司奥美拉唑钠）。这些产品已中选相关省级集中采购项目，有助于提升市场份额和品牌影响力。尽管受集采政策冲击，公司相关产品价格承压，销售收入出现下滑，但通过集采中标，公司有望以价换量，维持市场地位。此外，公司还布局了替米沙坦片（抗高血压药物）等产品，该产品也已中选相关省级集中采购项目，体现了公司在心血管治疗领域的拓展。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2025-2027 年公司主营业务的预测如下：

1）医药制造：公司将持续巩固拳头产品卡纳琳在甲状腺、胃肠道等领域的领先优势，以专业学术推广为切入点，进一步深化医院市场的覆盖与影响力。积极响应国家集采和医保谈判政策，在持续投入传统化药研发、保障品种通过一致性评价的同时，着力扩充参与集采的品种数量，实现在政策周期内的稳健盈利与创新活力之间的平衡。我们预计 2025-2027 年公司医药制造业务的收入增速分别为 4%、14%、16%，（由于涉及到集采带来的量增的不确定性），由于集采，预计 2025-2027 年毛利率下降至 55%附近。

2）服务收入：服务收入与药品销售推广服务相关。我们预计 2025-2027 年公司服务销量增速分别为 5%、5%、5%。价格预计 2025-2027 年将相对稳定，预计毛利率保持稳定。

3）医药流通：主要是指其子公司展的药品、医疗器械等的批发配送业务所获得的收入。这部分业务充当连接上游生产企业和下游医疗机构、零售药店等终端的关键环节。我们预计 2025-2027 年公司服务销量增速分别为 5%、5%、5%。价格预计 2025-2027 年将相对稳定，预计毛利率保持稳定。

表 1：公司业务分拆收入预测

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
医药制造	营业收入	669	697	792	919
	YOY	-9.5%	4.2%	13.6%	16.1%
	毛利率	67.9%	55.0%	54.5%	54.2%
服务收入	营业收入	10	16	17	18
	YOY	-37.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	93.4%	93.0%	93.0%	93.0%
医药流通	营业收入	104	109	115	120
	YOY	-13.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	38.3%	38.0%	38.0%	38.0%
其他业务	营业收入	13	10	12	15
	YOY	-38.8%	-23.4%	20.0%	25.0%
	毛利率	69.7%	69.0%	69.0%	69.0%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业总收入	796	832	935	1,073
	YOY	-11.2%	4.6%	12.4%	14.7%
	毛利率	64.4%	53.7%	53.4%	53.3%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

公司作为一家专注于抗感染类、特色专科用药（如抗肿瘤药、消化道药物、肠外营养药、眼科用药等）的研发、生产和销售的医药企业。其业务范围较广，因此在不同细分领域会遇到不同的上市公司竞争对手。在抗肿瘤等特色专科药领域，灵康药业是可比公司。奥赛康在国内艾司奥美拉唑市场占据主要份额，是莱美药业在该品种上的直接竞争者。科伦药业在喹诺酮类等抗感染制剂、肠外营养药上是可比公司。2025 年可比公司平均 PE 为 48X，首次覆盖建议关注。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002755.SZ	奥赛康	22.70	0.23	0.32	0.45	98	71	50
603669.SH	灵康药业	6.00	0.25	0.35	-	24	17	-
002422.SZ	科伦药业	37.27	1.72	1.97	2.25	22	19	17
平均值						**48**	**36**	**33**

数据来源：Wind，西南证券整理；股价为 2025 年 9 月 13 日收盘价

5 风险提示

1）行业政策风险

2）药品降价风险

3）技术开发风险

4）对外投资风险等

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	795.60	832.28	935.25	1072.63
营业成本	283.33	385.40	436.24	501.34
营业税金及附加	18.00	19.14	21.51	24.67
销售费用	396.72	337.21	360.82	404.11
管理费用	139.21	140.60	142.01	163.31
财务费用	-18.86	-10.00	-10.00	-12.00
资产减值损失	-34.35	-5.00	-5.00	-5.00
投资收益	-18.88	-20.00	20.00	30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	45.71	50.00	80.00	80.00
营业利润	-105.82	-71.21	18.43	26.51
其他非经营损益	30.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	-75.54	-71.21	18.43	26.51
所得税	4.55	-1.00	0.37	0.53
净利润	-80.09	-70.21	18.06	25.98
少数股东损益	7.72	0.00	1.00	2.00
归属母公司股东净利润	-87.80	-70.21	17.06	23.98

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-80.09	-70.21	18.06	25.98
折旧与摊销	51.61	76.50	77.91	79.52
财务费用	-18.86	-10.00	-10.00	-12.00
资产减值损失	-34.35	-5.00	-5.00	-5.00
经营营运资本变动	132.63	37.70	-53.60	-49.02
其他	134.09	11.79	0.70	4.41
经营活动现金流净额	185.03	40.78	28.07	43.88
资本支出	-32.37	-50.00	-40.00	-40.00
其他	14.06	-50.00	-10.00	0.00
投资活动现金流净额	-18.31	-100.00	-50.00	-40.00
短期借款	129.41	-42.91	20.00	-30.00
长期借款	14.95	0.00	0.00	0.00
股权融资	-0.18	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	17.56	14.04	-3.41
其他	45.75	91.12	25.00	27.00
筹资活动现金流净额	189.94	65.77	59.04	-6.41
现金流量净额	357.10	6.55	37.12	-2.53

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1072.10	1078.65	1115.77	1113.23
应收和预付款项	472.66	565.60	622.87	708.51
存货	201.70	273.94	320.30	359.63
其他流动资产	23.64	8.99	11.17	12.40
长期股权投资	220.17	220.17	220.17	220.17
投资性房地产	2.35	2.35	2.35	2.35
固定资产和在建工程	266.71	268.13	258.13	246.53
无形资产和开发支出	262.22	234.79	207.37	179.94
其他非流动资产	334.25	363.76	393.27	422.77
资产总计	2855.80	3016.39	3151.39	3265.55
短期借款	242.91	200.00	220.00	190.00
应付和预收款项	113.40	134.92	154.40	177.59
长期借款	141.45	141.45	141.45	141.45
其他负债	474.70	546.81	610.24	708.64
负债合计	972.47	1023.18	1126.09	1217.67
股本	1055.91	1055.91	1055.91	1055.91
资本公积	1483.24	1483.24	1483.24	1483.24
留存收益	-501.33	-553.98	-522.88	-502.32
归属母公司股东权益	1875.30	1985.17	2016.27	2036.83
少数股东权益	8.04	8.04	9.04	11.04
股东权益合计	1883.33	1993.20	2025.31	2047.87
负债和股东权益合计	2855.80	3016.39	3151.39	3265.55

财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
销售收入增长率	-11.17%	4.61%	12.37%	14.69%
营业利润增长率	-288.21%	32.70%	125.88%	43.84%
净利润增长率	-699.46%	12.33%	125.72%	43.84%
EBITDA 增长率	-171.83%	93.55%	1931.66%	8.90%
获利能力				
毛利率	64.39%	53.69%	53.36%	53.26%
三费率	64.99%	56.21%	52.69%	51.78%
净利率	-10.07%	-8.44%	1.93%	2.42%
ROE	-4.25%	-3.52%	0.89%	1.27%
ROA	-2.80%	-2.33%	0.57%	0.80%
ROIC	-15.05%	-10.02%	1.08%	1.89%
EBITDA/销售收入	-9.18%	-0.57%	9.23%	8.77%
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.28	0.30	0.33
固定资产周转率	2.97	3.33	4.04	4.95
应收账款周转率	2.39	2.61	2.67	2.70
存货周转率	1.47	1.57	1.44	1.46
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.90%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	34.05%	33.92%	35.73%	37.29%
带息债务/总负债	39.52%	33.37%	32.10%	27.22%
流动比率	2.21	2.30	2.24	2.19
速动比率	1.96	1.97	1.89	1.83
股利支付率	0.00%	25.01%	-82.32%	14.23%
每股指标				
每股收益	-0.08	-0.07	0.02	0.02
每股净资产	1.78	1.88	1.91	1.93
每股经营现金	0.18	0.04	0.03	0.04
每股股利	0.00	-0.02	-0.01	0.00

业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	-73.07	-4.71	86.34	94.03
PE	-55.08	-68.88	283.49	201.70
PB	2.58	2.44	2.40	2.37
PS	6.08	5.81	5.17	4.51
EV/EBITDA	-53.62	-793.95	42.80	38.69
股息率	0.00%	—	—	0.07%

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzr@swsc.com.cn