

康弘药业（002773）

证券研究报告

2025 年 10 月 13 日

眼科药物龙头企业，肿瘤药研发塑造第二成长曲线

报告摘要

康弘药业成立于 1996 年，业务领域覆盖生物制品、中成药、化学药及医疗器械研发、生产、销售及售后服务，拥有先进的研发中心和标准的产业化生产基地与遍布全国的营销网络。2015 年 6 月 26 日，康弘药业正式在深圳证券交易所挂牌上市。

投资要点

● 康柏西普适获批多个适应症，综合竞争力较强

公司康柏西普目前已获批湿性年龄相关性黄斑变性，视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿，糖尿病黄斑水肿，脉络膜新生血管等多个适应症，适应症数量仅次于雷珠单抗，多于阿柏西普、法瑞西单抗、布西珠单抗等产品。从定价上，康柏西普最小规格中标价为 3452.8 元，我们认为定价较为适中。综合考虑获批适应症与产品定价，我们认为康柏西普注射液在终端的综合竞争力较强。

● 中成药板块增长稳健，阿尔茨海默症新药潜在弹性较大

中成药是公司第二大收入板块，目前上市产品包括舒肝解郁胶囊、松龄血脉康胶囊、渴络欣胶囊、胆舒胶囊、一清胶囊等。2020-2024 年中成药板块收入呈稳健增长趋势，2024 年公司中成药板块收入 14.14 亿元，同比增长 7.73%。毛利率方面，中成药板块毛利率总体维持在 85%以上，2024 年毛利率为 85.70%。

● 发力肿瘤创新药，KH815 双载荷设计有望提升分子疗效

注射用 KH815 是一种具有抗耐药潜力的靶向滋养层细胞表面抗原 2（TROP2）的新型双载荷（dual-payload）抗体偶联药物（ADC）。体内药效研究显示，KH815 在多个瘤种的 CDX 模型和 PDX 模型中，均表现出剂量依赖的抑制肿瘤生长作用，并且在多个喜树碱类 ADC 耐药的 CDX 和 PDX 模型中，KH815 也显示出抗肿瘤作用。双载荷设计有望使 KH815 具有较高的人体抗肿瘤应答率，且对单喜树碱类 ADC 耐药患者具有治疗潜力。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年总体收入分别为 49.19/54.28/59.63 亿元，同比增长分别为 10.48%/10.34%/9.86%；归属于上市公司股东的净利润分别为 13.24/15.02/16.61 亿元，EPS 分别为 1.44/1.63/1.80 元。考虑到公司作为制药行业的优秀企业，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级，给予 2025 年 PE 为 36X，目标价 51.84 元/股。

风险提示：市场准入及销售价格下降的风险、药品研发风险、募投项目实施风险、人才缺乏风险、股价波动风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,957.46	4,452.66	4,919.42	5,427.96	5,963.29
增长率(%)	16.77	12.51	10.48	10.34	9.86
EBITDA(百万元)	1,785.14	2,088.04	1,683.90	1,883.65	2,055.01
归属母公司净利润(百万元)	1,044.77	1,191.23	1,324.07	1,501.71	1,660.57
增长率(%)	16.52	14.02	11.15	13.42	10.58
EPS(元/股)	1.13	1.29	1.44	1.63	1.80
市盈率(P/E)	30.94	27.13	24.41	21.52	19.46
市净率(P/B)	4.14	3.74	3.45	3.18	2.92
市销率(P/S)	8.17	7.26	6.57	5.95	5.42
EV/EBITDA	6.65	5.77	15.00	12.98	11.25

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	35.08 元
目标价格	51.84 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	921.32
流通 A 股股本(百万股)	686.83
A 股总市值(百万元)	32,319.94
流通 A 股市值(百万元)	24,094.14
每股净资产(元)	9.62
资产负债率(%)	7.17
一年内最高/最低(元)	47.37/18.41

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

张中华 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525050002
zhangzhonghua@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《康弘药业-半年报点评:业绩稳定增长，研发管线稳步推进》 2019-08-27
- 2 《康弘药业-半年报点评:中成药下滑拖累业绩，康柏西普快速放量前景广阔》 2018-08-30
- 3 《康弘药业-季报点评:业绩符合预期 静待医保放量，海外布局稳步推进》 2017-10-27

目录

1. 康弘药业：业务领域丰富，多款重磅产品在研.....	4
1.1. 公司利润端持续增长，生物制品板块表现亮眼.....	4
1.2. 公司产品布局领域丰富，在研管线潜力较大.....	6
2. 康柏西普获批多个适应症，在研管线有助巩固眼科领域优势.....	7
2.1. 中国眼科用药市场超 200 亿元，2023 年康柏西普院内销售额领跑.....	8
2.2. 康柏西普获批适应症较多、定价适中，综合竞争力强.....	9
3. 中成药板块增长稳健，阿尔茨海默症新药潜在弹性较大.....	11
3.1. 舒肝解郁胶囊是国内首个抗抑郁中成药，临床证据积累丰富.....	11
3.2. 中国阿尔茨海默病患者超千万人，有较大未满足临床治疗需求.....	12
4. 发力肿瘤创新药，KH815 双载荷设计有望提升分子疗效.....	13
4.1. TROP-2 在多种上皮源肿瘤中高表达，市场空间广阔.....	13
4.2. KH815 双载荷设计有望提升分子疗效，已进入 1 期临床试验.....	14
5. 盈利预测与估值.....	15
5.1. 收入拆分与盈利预测.....	15
5.2. 估值与投资评级.....	16
6. 风险因素.....	17

图表目录

图 1：康弘药业发展历程.....	4
图 2：康弘药业股权结构（截至 20250630）.....	4
图 3：2021-2025H1 公司营业收入（亿元）及同比（%）.....	5
图 4：2021-2025H1 公司归母净利润（亿元）及同比（%）.....	5
图 5：2020-2025H1 公司主要板块毛利率情况（%）.....	5
图 6：2020-2025H1 公司营收结构（按产品划分）.....	5
图 7：2020-2025H1 公司管理、销售、研发费用率情况（%）.....	5
图 8：抗 VEGF 药物作用机制.....	8
图 9：2017-2024Q1 眼科用药全国等级医院销售情况（百万元，%）.....	8
图 10：2020-2024 年公司中成药板块收入及增速（百万元，%）.....	11
图 11：2020-2024 年公司中成药板块毛利率（%）.....	11
图 12：2020 年全球抑郁症患病人数及治疗人数对比.....	11
图 13：TROP2 参与细胞增殖的信号通路.....	13
图 14：TROP2 在不同上皮源性肿瘤中过表达情况.....	13
图 15：全球 TROP2 ADC 市场规模（十亿美元）.....	14
图 16：Trodelvy 全球销售数据（百万美元）.....	14
图 17：双载荷 ADC 示意图.....	14

表 1：公司部分已上市产品情况 6

表 2：公司部分在研产品管线（截至 20250630） 7

表 3：2024 年第一季度眼科用药全国等级医院销售额 TOP10（单位：亿元） 9

表 4：眼部疾病部分 VEGF 靶点生物制剂情况（截至 20250730） 10

表 5：眼部疾病部分 VEGF 靶点生物制剂中标情况（截至 20250730） 10

表 6：公司眼科领域部分在研情况（2025 年 7 月更新） 10

表 7：全球主要抗抑郁药市场（2016-2020） 11

表 8：阿尔茨海默病部分治疗方式情况 12

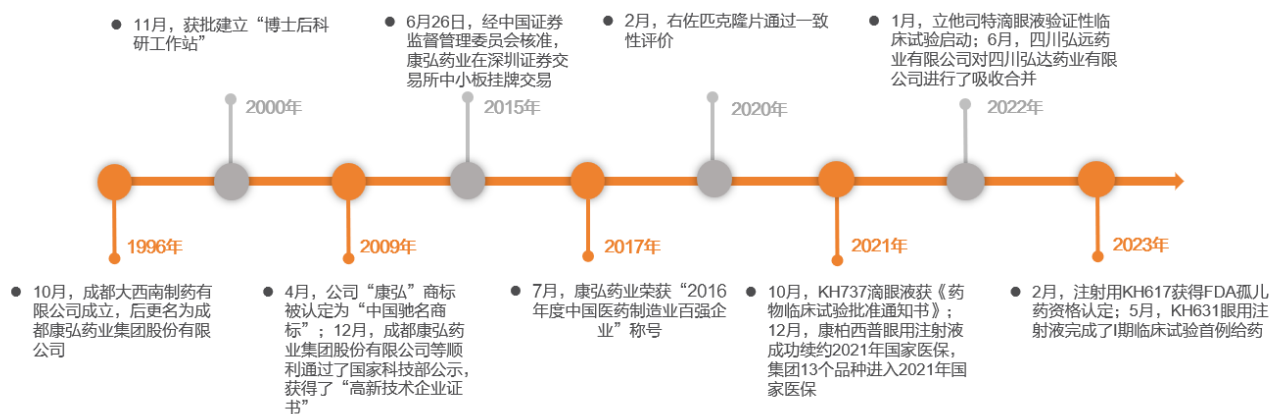
表 9：公司收入拆分 15

表 10：可比公司估值 16

1. 康弘药业：业务领域丰富，多款重磅产品在研

成都康弘药业集团股份有限公司成立于 1996 年，业务领域覆盖生物制品、中成药、化学药及医疗器械研发、生产、销售及售后服务，拥有先进的研发中心和标准的产业化生产基地与遍布全国的营销网络。2015 年 6 月 26 日，康弘药业正式在深圳证券交易所挂牌上市。2023 年，公司荣获“2022 年度中国医药工业百强企业”、“2022-2023 年度中国医药行业最具影响力榜单‘医药制造业百强’”、“2023 中国医药创新企业 100 强”、“2023 中国药品研发综合实力 100 强”等。

图 1：康弘药业发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权较为集中，股权结构稳定

截止 2025 年 6 月 30 日，董事长柯尊洪先生直接持有公司 22.55% 的股份。柯潇为成都康弘科技实业（集团）有限公司控股股东、董事长，柯尊洪为成都康弘科技实业（集团）有限公司股东、董事，柯尊洪、钟建荣夫妻与其子柯潇为公司实际控制人，钟建荣为钟建荣之弟，柯潇为公司控股股东。

图 2：康弘药业股权结构（截至 20250630）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

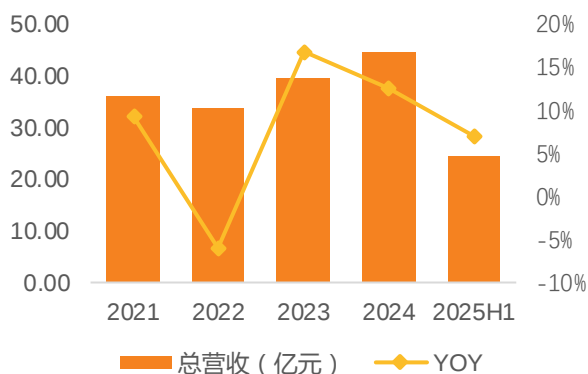
1.1. 公司利润端持续增长，生物制品板块表现亮眼

2022 年公司营收略有下降，实现营收 33.89 亿元，同比下降 6.00%。2023-2024 年公司营收持续增长至 2024 年的 44.53 亿元。2025H1，公司实现营收 24.54 亿元，同比增长 6.95%。

近五年公司归母净利润持续增长，由 2021 年的 4.21 亿元迅速增长至 2024 年的 11.91 亿元。

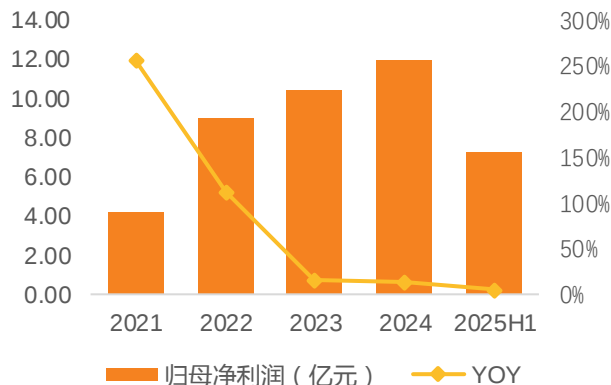
2025H1，公司实现 7.30 亿元归母净利润，同比增长 5.41%。

图 3：2021-2025H1 公司营业收入（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2021-2025H1 公司归母净利润（亿元）及同比（%）



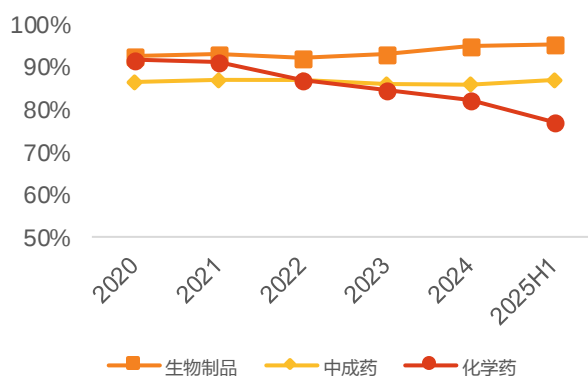
资料来源：Wind，天风证券研究所

生物制品和中成药板块贡献较多收入和毛利

生物制品、中成药与化学药三大板块是公司主要营收来源。2020 年起，公司生物制品与中成药营收占比总体呈增长趋势，化学药营收占比逐年递减。2025H1，公司生物制品营收占比 54.83%，中成药占比 32.49%，化学药营收占比 12.50%。

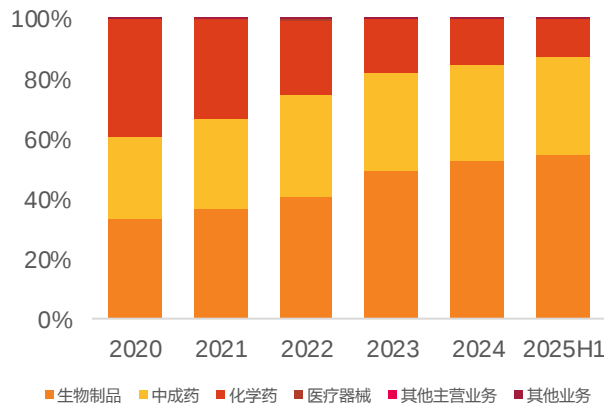
板块毛利率方面，生物制品毛利率从 2020 年的 92.22% 增长至 2025H1 的 95.14%；中成药毛利率总体保持稳定，2025H1 中成药毛利率为 86.66%；化学药毛利率有所下降，2025H1 化学药毛利率为 76.97%。

图 5：2020-2025H1 公司主要板块毛利率情况（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2020-2025H1 公司营收结构（按产品划分）

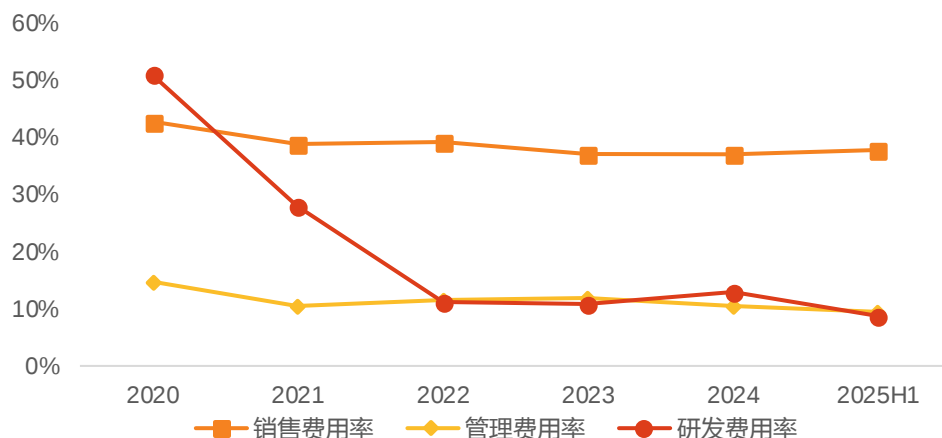


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司费用率管控较好，三费占比总体呈下降趋势

2020 年公司销售费用率为 42.69%，至 2025H1 已下降至 37.70%；管理费用率也从 2020 年的 14.72% 下降至 2025H1 的 9.45%。研发费用率占比下降较快，2020 年公司研发费用率为 50.86%，至 2025H1 已下降至 8.75%。公司费用管控较好，三费占比总体呈下降趋势。

图 7：2020-2025H1 公司管理、销售、研发费用率情况（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 公司产品布局领域丰富，在研管线潜力较大

公司以临床需求为出发点，依据病种病机和病程的不同特点，针对性地开发了中成药、化学药和生物制品等不同类别的药品，在眼科、精神/神经重大疾病和高血压、糖尿病等慢病防治及呼吸科、消化科等多发常见病的治疗上已形成了具有康弘特色的产品布局优势。

公司目前上市产品主要为：康柏西普眼用注射液、利非司特滴眼液、普拉洛芬滴眼液、舒肝解郁胶囊、松龄血脉康胶囊、渴络欣胶囊、胆舒胶囊、一清胶囊、盐酸文拉法辛缓释片、阿立哌唑口崩片、阿立哌唑口服溶液、氢溴酸伏硫西汀片、草酸艾司西酞普兰片、草酸艾司西酞普兰口服溶液、枸橼酸莫沙必利片、枸橼酸莫沙必利分散片、盐酸普拉克索缓释片、右佐匹克隆片等药品和医疗器械。目前主要上市在销的 25 个药品中,有 11 个品种是独家、20 个品种进入国家医保目录、10 个品种进入国家基本药物目录。

表 1：公司部分已上市产品情况

临床领域	产品名称	适应症
眼科	康柏西普眼用注射液（含：预充式）	新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD）；继发于病理性近视的脉络膜新生血管（pmCNV）引起的视力损伤；治疗糖尿病性黄斑水肿（DME）引起的视力损害；继发于视网膜静脉阻塞（RVO）（视网膜分支静脉阻塞（BRVO）或视网膜中央静脉阻塞（CRVO））的黄斑水肿引起的视力损伤；
	普拉洛芬滴眼液	外眼及眼前节炎症的对症治疗（眼睑炎、结膜炎、角膜炎、巩膜炎、浅层巩膜炎、虹膜睫状体炎、术后炎症）
	二氧化碳激光光束操控系统	消融巩膜组织，用于原发性开角型青光眼的治疗
精神/神经	舒肝解郁胶囊	轻、中度抑郁症
	盐酸文拉法辛缓释片	抑郁症，包括伴有焦虑的抑郁症及广泛性焦虑症
	阿立哌唑口服溶液	精神分裂症
	氢溴酸伏硫西汀片	成人抑郁症
	草酸艾司西酞普兰片	抑郁症及治疗伴有或不伴有广场恐怖症的惊恐障碍
	右佐匹克隆片	失眠症
消化科	盐酸普拉克索缓释片	治疗成人特发性帕金森病
	枸橼酸莫沙必利分散片	功能性消化不良、慢性胃炎伴有烧心、嗝气、恶心、呕吐、早饱、上腹胀、上腹痛等消化道症状者
	胆舒胶囊	慢性结石性胆囊炎、慢性胆囊炎及胆结石

	清润丸	清热，润肠，通便，导滞。用于积热便秘
呼吸科	一清胶囊	用于热毒所致的身热烦躁，目赤口疮，咽喉、牙龈肿痛，大便秘结及上呼吸道感染、咽炎、扁桃体炎、牙龈炎见上述症状者
	玄麦甘桔胶囊	用于阴虚火旺，虚火上浮，口鼻干燥，咽喉肿痛
	感咳双清胶囊	急性上呼吸道感染、急性支气管炎
高血压	松龄血脉康胶囊	用于肝阳上亢所致的头痛、眩晕、急躁易怒、心悸、失眠；高血压病及原发性高脂血症见上述症候者
糖尿病	渴络欣胶囊	糖尿病肾病

资料来源：公司公告，天风证券研究所

临床需求导向，多款重磅产品处于临床阶段

截至 20250630，公司处于临床试验阶段的主要研发项目有：基因治疗板块的 KH631、KH658 眼用注射液；合成生物技术板块的 KH617；中成药板块的 KH110、KH109；小分子创新药板块的 KH607、KH702；生物药板块的 KH917、KH801、KH815、KH902-R10 等。

表 2：公司部分在研产品管线（截至 20250630）

板块	主要研发项目名称	治疗领域/适应症	目前阶段
基因治疗	KH631	新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD）	中国临床 II 期，美国临床 I 期
基因治疗	KH658 眼用注射液	新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD）	中国临床 II 期，美国临床 I 期
合成生物技术	KH617	晚期实体瘤患者（包括成人弥漫性胶质瘤）	临床 II 期
中成药	KH110	阿尔茨海默症（Alzheimers disease, AD）	临床 III 期
中成药	KH109	舒肝解郁胶囊新增焦虑症	临床 III 期
小分子创新药	KH607	抑郁症	临床 II 期
小分子创新药	KH702	急性疼痛	临床 I 期
生物药	KH917	斑块状银屑病	临床 I 期
生物药	KH801	晚期实体瘤	临床 I 期
生物药	KH815	多种晚期实体瘤	中国临床 I 期，澳大利亚临床 I 期
生物药	KH902-R10	高剂量康柏西普眼用注射液治疗糖尿病黄斑水肿	临床 II 期

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 康柏西普获批多个适应症，在研管线有助巩固眼科领域优势

眼底是指从晶状体往后的眼球内部结构，这一区域涵盖了视觉系统的核心组成部分。这包括视网膜、眼底血管、视神经乳头（又称视神经盘）、视神经纤维、视网膜上的黄斑部以及视网膜后的脉络膜等。

在眼底的各个部分中，视网膜是一个至关重要的组织，直接涉及到光的感知和视觉信号的传递，在视觉系统中起到关键的成像功能。因此，当视网膜受损或出现疾病，往往会导致视觉障碍，并伴随有失明的风险。主要的分类有：血管及其系统的病变、视网膜炎、视网膜脱离、视网膜变性以及视网膜肿瘤。以下是部分常见的视网膜疾病：

视网膜静脉阻塞 (Retinal Vein Occlusion, RVO): 分为分支静脉阻塞 (BRVO) 和中央静脉阻塞 (CRVO), 其中, BRVO 约占 80%。其主要的诱发因素包括高血糖、高血压和动脉粥样硬化。BRVO 可能导致黄斑水肿, 从而导致视力显著下降或失明。尽管其病理机制尚不完全清楚, 但与视网膜的新生血管及细胞因子的大量释放有关。

糖尿病视网膜病变 (Diabetic Retinopathy, DR): 它是由糖尿病引发的, 并已成为全球中老年人群中失明的主要原因。根据其病程, 分为非增生型 (NPDR) 和增生型 (PPDR)。除了高血糖作为主要的致病因素外, 慢性炎症和神经退行性改变也可能加剧其病情。此外, 血管内皮生长因子 (VEGF) 的作用可能导致 NPDR 发展为 PDR。

老年性黄斑变性 (Age-related Macular Degeneration, AMD): 它是黄斑区结构的衰老性改变, 导致患者的中心视力下降。AMD 分为干性 (dAMD) 和湿性 (wAMD), 其中, 湿性 AMD 主要由脉络膜新生血管化 (CNV) 引发, 这一病理基础与 VEGF 的活性高度相关。

病理性近视脉络膜新生血管 (Pathological Myopia Choroidal Neovascularization, pmCNV): 这是病理性近视的常见且严重的并发症, 其发病率在 4%-11% 之间。其可能导致黄斑区发生病变, 进而导致中心视力损害。VEGF 的过量表达是其主要的致病原因。

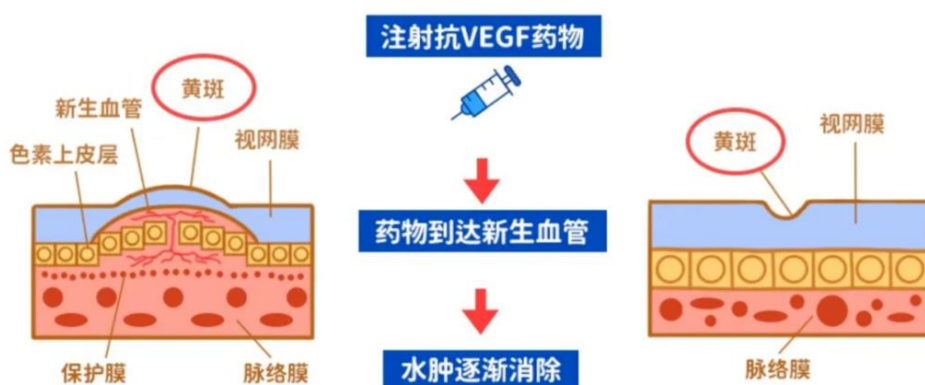
抗 VEGF 疗法: 针对新生血管性眼底病首选的治疗手段

抗血管内皮生长因子 (VEGF) 疗法目前已被国际和国内眼科权威指南推荐为新生血管性眼底病的首选治疗手段。

血管内皮生长因子 (VEGF) 是最重要的促血管生成因子, 可在体内诱导血管的新生。VEGF 在肿瘤生成和湿性黄斑变性等眼科疾病发生中扮演着重要角色。目前 VEGF 靶点的药物主要包括实体瘤和眼科疾病两个大的适应症。血管生成是肿瘤发生、生长和转移的必经过程, 也是其重要的生物学标志之一。

抗 VEGF 治疗的原理主要是针对黄斑区的新生血管的问题。黄斑是视力最敏锐的区域, 新生血管的生长、出血和渗出在黄斑区域会产生严重的视觉障碍。VEGF 是促进这些新生血管生长的主要因素。通过使用抗 VEGF 药物, 可以从源头上消除 VEGF, 相当于对新生血管进行“斩草除根”的操作, 从而有效保护黄斑功能。

图 8: 抗 VEGF 药物作用机制

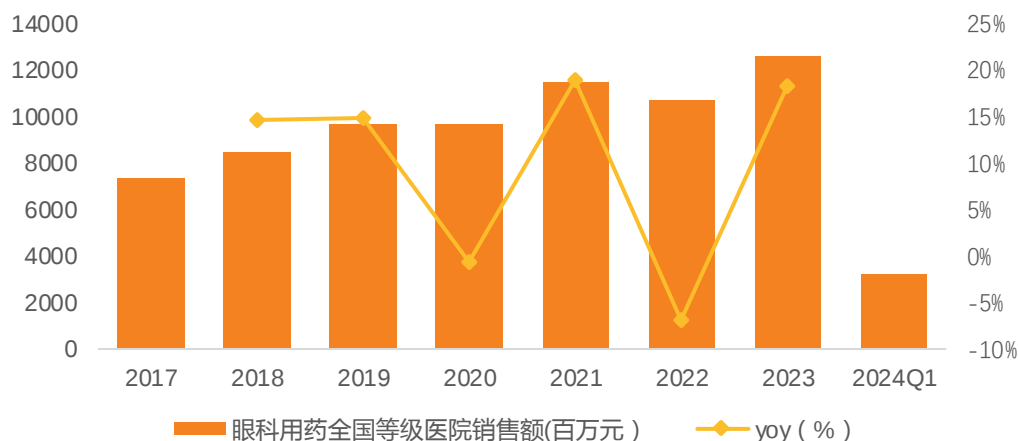


资料来源: 赢来资本微信公众号, 天风证券研究所

2.1. 中国眼科用药市场超 200 亿元, 2023 年康柏西普院内销售额领跑

根据中康开思数据, 2023 年眼科用药在等级医院销售 126 亿元, 零售终端销售 78 亿元, 两大渠道合计销售 204 亿元。2024 年第一季度两大渠道合计销售 51 亿元。

图 9: 2017-2024Q1 眼科用药全国等级医院销售情况 (百万元, %)



资料来源：新康界微信公众号，天风证券研究所

从市场格局来看，雷珠单抗、康柏西普、阿柏西普等为国内主要销售的抗 VEGF 药物。2006 年，全球首款针对眼疾的 VEGF 单抗——雷珠单抗获批上市。2012 年，雷珠单抗进入中国，以 9800 元/支的价格占据中国主要眼科市场；康柏西普于 2013 年 11 月在国内获批上市；阿柏西普是全球销售量最高的抗 VEGF 眼科药物，2018 年进入中国。

康柏西普是全球第三款、国内首款国产 VEGF 单抗，填补了国内眼底黄斑变性治疗药物的市场空白，打破了高价进口药对中国眼科市场的垄断。根据公司公告，公司康柏西普所在的生物制品板块收入已连续 5 年(2020 年-2024 年)突破 10 亿元，分别为 10.87 亿元、13.2 亿元、13.66 亿元、19.36 亿元、23.43 亿元。2025H1，公司生物制品板块收入 13.45 亿元，同比增长 14.66%。

根据中康开思数据，仅从单一渠道看，康柏西普眼用注射液在 2023 年等级医院销售额同比增长 35.1%，达 18.15 亿元；2024 年第一季度销售 4.96 亿元，同比增长 57.92%。2023 年，康柏西普为全国等级医院眼科用药销售额第一，超越雷珠单抗，并且在 2024 年第一季度仍保持领先优势。

表 3：2024 年第一季度眼科用药全国等级医院销售额 TOP10（单位：亿元）

排名	药品名称	2021 年等级医院销售额	2022 年等级医院销售额	2023 年等级医院销售额	2024Q1 等级医院销售额
1	康柏西普	14+	13+	18+	4+
2	雷珠单抗	15+	15+	16+	4+
3	阿柏西普	7+	8+	10+	2+
4	玻璃酸钠	7+	5+	6+	1+
5	复方血栓通	6+	7+	5+	1+
6	牛碱性成纤维细胞生长因子	3+	3+	4+	1+
7	普拉洛芬	3+	2+	4+	1+
8	妥布霉素地塞米松	3+	2+	3+	0.9+
9	环孢素	0.3+	1+	3+	0.7+
10	左氧氟沙星	3+	2+	2+	0.7+

资料来源：新康界微信公众号，中康开思，天风证券研究所

2.2. 康柏西普获批适应症较多、定价适中，综合竞争力强

根据 Insight 数据库，公司康柏西普目前已获批湿性年龄相关性黄斑变性，视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿，糖尿病黄斑水肿，脉络膜新生血管等多个适应症，适应症数量仅次于雷珠单抗，多于阿柏西普、法瑞西单抗、布西珠单抗等产品。从定价上，康柏西普最小规格中标价为 3452.8 元，我们认为定价较为适中。综合考虑获批适应症与产品定价，我们认为康柏西普注射液在终端的综合竞争力较强。

表 4：眼部疾病部分 VEGF 靶点生物制剂情况（截至 20250730）

成分	靶点	最早上市企业	国内最早上市时间	获批适应症	2024 国家医保
雷珠单抗	VEGFA	诺华制药	2011.12.31	糖尿病黄斑水肿，脉络膜新生血管，湿性年龄相关性黄斑变性，增殖性糖尿病视网膜病变，早产儿视网膜病变，视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿，非增殖性糖尿病视网膜病变	乙类
康柏西普	VEGF	康弘药业	2013.11.29	湿性年龄相关性黄斑变性，视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿，糖尿病黄斑水肿，脉络膜新生血管	乙类
阿柏西普	VEGF	拜耳医药	2018.02.02	糖尿病黄斑水肿，湿性年龄相关性黄斑变性	乙类
法瑞西单抗	ANGPT2， VEGFA	罗氏制药	2023.12.13	视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿，糖尿病黄斑水肿，湿性年龄相关性黄斑变性	乙类
布西珠单抗	VEGFA	诺华制药	2025.05.27	糖尿病黄斑水肿	非医保
阿柏西普生物类似药	VEGF	齐鲁制药	2023.12.13	湿性年龄相关性黄斑变性，糖尿病黄斑水肿	乙类
雷珠单抗生物类似药	VEGFA	齐鲁制药	2024.08.13	湿性年龄相关性黄斑变性，糖尿病黄斑水肿，糖尿病视网膜病变，早产儿视网膜病变，脉络膜新生血管，视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿	乙类

资料来源：Insight 数据库，天风证券研究所

表 5：眼部疾病部分 VEGF 靶点生物制剂中标情况（截至 20250730）

药品名称	规格	单位	最小规格中标价	中标时间	价格类型	生产企业（原始名）	地区
雷珠单抗注射液	10mg/ml,每瓶装量 0.20ml	-	3673.5	2025/1/24	拟中标	Novartis Pharma Stein AG	湖南
雷珠单抗注射液	10mg/ml,每瓶装量 0.20ml	盒	2570	2025/1/20	中标	齐鲁制药有限公司	山西
康柏西普注射液	10mg/ml,0.05ml/支（预充式）	盒	3452.8	2024/10/16	挂网	成都康弘生物科技	广东
阿柏西普眼内注射溶液	40mg/ml,每瓶可抽取体积为 0.1ml，相当于 4mg 阿柏西普	盒	4100	2024/10/16	挂网	Vetter Pharma-Fetigung GmbH&Co.KG	山东
阿柏西普眼内注射溶液	40mg/ml,每瓶可抽取体积为 0.1ml，相当于 4mg 阿柏西普	盒	2970	2024/10/16	挂网	齐鲁制药有限公司	山东
法瑞西单抗注射液	0.05ml(6mg)/瓶	盒	3608	2025/1/1	挂网	F.Hoffmann-La Roche AG	四川
布西珠单抗注射液	19.8mg/0.165ml		6500	2025/7/30	其他	Novartis Manufacturing NV	广东

资料来源：Insight 数据库，天风证券研究所

在眼科领域，公司还有高剂量康柏西普眼用注射液、KH631、KH658 等多个管线在研，其中 KH902-R10、KH631 在临床 2 期阶段，KH658 在临床 1 期阶段。我们认为，公司在眼科形成了梯级层次清晰、结构合理的在研产品系列，有助于巩固公司在眼科用药领域的优势。

表 6：公司眼科领域部分在研情况（2025 年 7 月更新）

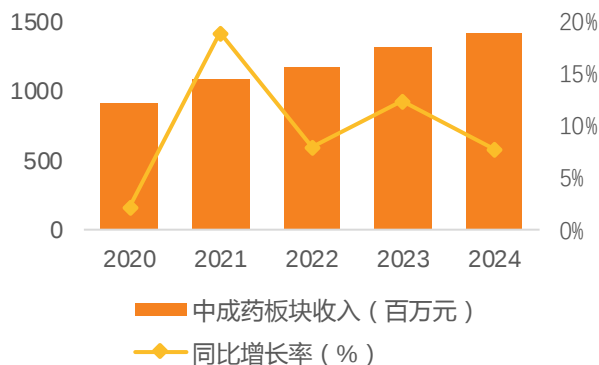
项目名称	适应症	进展阶段
KH902-R10 高剂量康柏西普眼用注射液	糖尿病黄斑水肿（DME）	临床 2 期
KH631 眼用注射液	新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD）	临床 2 期
KH658 眼用注射液	新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD）	临床 1 期

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3. 中成药板块增长稳健，阿尔茨海默症新药潜在弹性较大

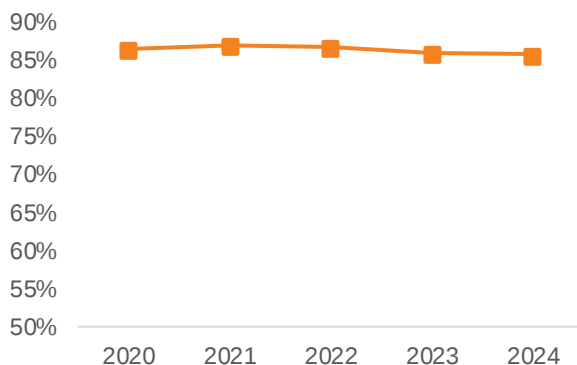
中成药是公司第二大收入板块，目前上市产品包括舒肝解郁胶囊、松龄血脉康胶囊、渴络欣胶囊、胆舒胶囊、一清胶囊等。2020-2024 年中成药板块收入呈稳健增长趋势，2024 年公司中成药板块收入 14.14 亿元，同比增长 7.73%。毛利率方面，中成药板块毛利率总体维持在 85% 以上，2024 年毛利率为 85.70%。

图 10：2020-2024 年公司中成药板块收入及增速（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2020-2024 年公司中成药板块毛利率（%）

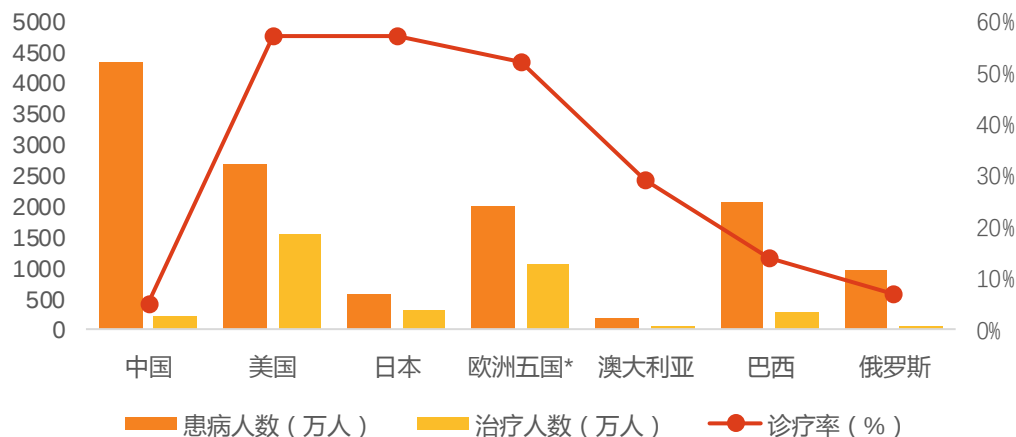


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1. 舒肝解郁胶囊是国内首个抗抑郁中成药，临床证据积累丰富

根据世界卫生组织的报告，截至 2020 年，全球有超过 3.5 亿人口受抑郁症的困扰。中国成人抑郁症的终生患病率为 6.8%，年患病率为 3.6%。基于人口基数计算，中国抑郁症患者总人数远高于欧美、日本等高收入国家，而诊疗率却低于世界平均水平。根据 IQVIA，2020 年，中国抑郁症患病人数为 4320 万人，治疗人数仅 206 万人，诊疗率为 5%，较美国的 57% 诊疗率有较大的提升空间。

图 12：2020 年全球抑郁症患病人数及治疗人数对比



资料来源：IQVIA 艾昆纬微信公众号，天风证券研究所

根据艾昆纬数据，2020 年全球抗抑郁药市场规模已达到 98 亿美元，且分布相对集中，排名前五的国家和地区（美国、欧洲五国、日本、中国、巴西）占总市场规模的 80%。美国是全球最大的抗抑郁药市场，占全球市场份额的 41%。而全球范围内的市场增幅主要来自亚太地区的贡献。中国抗抑郁药市场虽然起步较晚，但大有后来居上的趋势。2016 年至 2020 年中国抗抑郁药市场年复合增长率为 13.3%，是全球增长最快的市场。

表 7：全球主要抗抑郁药市场（2016-2020）

	2020 年抗抑郁药物市场规模 (亿美元)	复合年增长率 (2016-2020)
全球	98.4	1.0%

美国	39.4	-1.3%
欧洲五国*	15.3	0.4%
日本	7.5	-1.5%
中国	7.2	13.3%
巴西	4.9	4.5%
印度	1.4	8.9%
俄罗斯	0.8	9.5%
澳大利亚	0.4	1.1%

资料来源：IQVIA 艾昆纬微信公众号，天风证券研究所

舒肝解郁胶囊是国内首个获批用于轻中度抑郁障碍治疗的中成药，自 2009 年上市以来，广泛应用于轻中度抑郁障碍及卒中后抑郁、失眠症伴发轻中度抑郁障碍、轻中度抑郁障碍共病焦虑障碍、肠易激综合征伴发轻中度抑郁障碍等疾病，在治疗抑郁障碍的应用中积累了丰富的临床证据。

其成份包括贯叶金丝桃、刺五加，功能主治为：舒肝解郁、健脾安神，适用于轻、中度单相抑郁症属肝郁脾虚证者，症见情绪低落、兴趣下降、迟滞、失眠、多梦、紧张不安、急躁易怒、食少纳呆、胸闷、乏力、多汗，疼痛，舌苔白或腻，脉弦或细。

从药理角度看，舒肝解郁胶囊可以通过两个方面发挥作用：

1) 调节神经递质：舒肝解郁胶囊通过激活瞬时受体电位通道，抑制 5-羟色胺、多巴胺、去甲肾上腺素 3 种单胺类神经递质的再摄取，使此 3 种神经递质在突触前膜的重吸收减少的同时反馈性地增加 3 种神经递质的合成与释放，致其在突触间隙的浓度增加。

2) 改善神经元突触可塑性：舒肝解郁胶囊通过增加脑组织脑源性神经营养因子(BDNF)及 BDNF mRNA 的表达改善神经元突触可塑性。

我们认为，中国抗抑郁药物市场空间广阔，公司舒肝解郁胶囊上市多年，治疗抑郁障碍的临床应用数据积累丰富，具有较好的销售潜力。

3.2. 中国阿尔茨海默病患者超千万人，有较大未满足临床治疗需求

阿尔茨海默病（AD）作为神经退行性疾病的典型代表，发病率、患病率和死亡率呈上升趋势。2021 年，中国阿尔茨海默病及相关痴呆（ADRD）患者总数约 1699 万例，总患病率 1194.2/10 万，女性患病率（1558.9/10 万）约为男性的 1.8 倍。患病率随年龄增长而上升。2021 年新发病例约 291 万例，总发病率 204.8/10 万，女性发病率（264.4/10 万）约为男性的 1.8 倍，且随年龄增长而上升，80 岁及以上年龄组达到峰值。

在治疗上，阿尔茨海默病（AD）的治疗正在从对症缓解向疾病修饰转变，抗 A β 和抗 tau 治疗成为研究热点，神经调节疗法和新型药物不断涌现，为患者带来新希望。未来，精准化、个性化治疗有望成为主流趋势。

表 8：阿尔茨海默病部分治疗方式情况

治疗方式	内容
传统药物	包括多奈哌齐、加兰他敏、利斯的明、美金刚和甘露特钠胶囊（GV-971），用于改善临床症状。
抗 A β 治疗	A β 单克隆抗体药物是 AD DMTs 的代表，被认为可以干预 A β 的产生、聚集和清除，以延缓早期 AD 的发病和进展
抗 Tau 疗法	全球范围内，抗 tau 单克隆抗体临床试验结果有限，未能达到主要终点或仅显示适度改善。中国参与的 III 期研究评估 tau 蛋白聚集抑制剂 leuco-methylthioninium bis，结果为阴性
其他 DMT	AR1001 是一种口服小分子药物，对磷酸二酯酶-5 具有高选择性抑制作用，针对 A β 斑块、tau 蛋

白磷酸化和神经炎症，正在进行 III 期临床试验

神经调控疗法	重复经颅磁刺激（尤其是高频刺激方案）、40 赫兹的经颅交流电刺激、近红外光治疗、深部脑刺激等，都显示一定认知改善效果，需优化参数和长期验证
淋巴静脉吻合术	通过颈淋巴静脉吻合术进行淋巴重建，改善大脑淋巴引流，清除病理性蛋白，减缓 AD 进展。截至 2024 年底，至少有 500 例病例在中国主流公共在线平台的病例报告和媒体报道中公开报道。然而，持续观察接受该手术的患者以及密切监测正在进行的研究对于确保其安全有效的实施至关重要
干细胞/外泌体疗法	使用人脂肪间充质干细胞来源的外泌体进行鼻内给药的临床试验显示出一定的认知改善效果，且未报告不良事件
中医药与非药物疗法	中医药（如花青素、针灸、复方）和多种非药物干预（维生素 D3、认知训练、多模干预）在研究中显示潜力

资料来源：《中国阿尔茨海默病报告 2025》，格物致和生物科技微信公众号，天风证券研究所

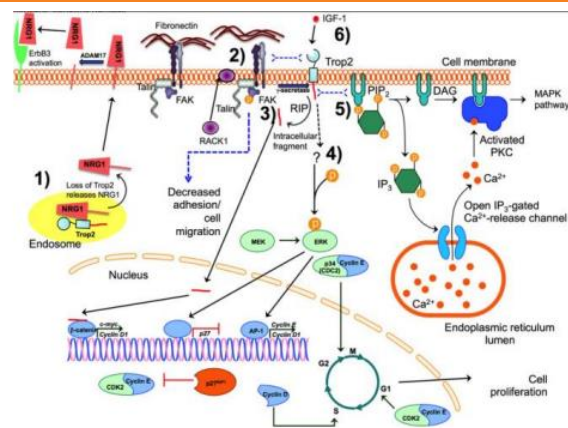
公司在研中成药 KH110 治疗阿尔茨海默症（AD）处于临床 III 期阶段。KH110 由刺五加、淫羊藿、茯苓组成，具有补肾健脾、生精填髓、益智健脑的功效。KH110 在开展的两项针对轻、中阿尔茨海默病临床试验中，五加益智颗粒在认知功能改善方面非劣效于多奈哌齐，并且不良反应率低，安全性良好。我们认为，阿尔茨海默症药物市场空间广阔，患者人数多，且用药时间长，若 KH110 成功完成三期临床试验并上市，或具有较大的销售潜力。

4. 发力肿瘤创新药，KH815 双载荷设计有望提升分子疗效

4.1. TROP-2 在多种上皮源肿瘤中高表达，市场空间广阔

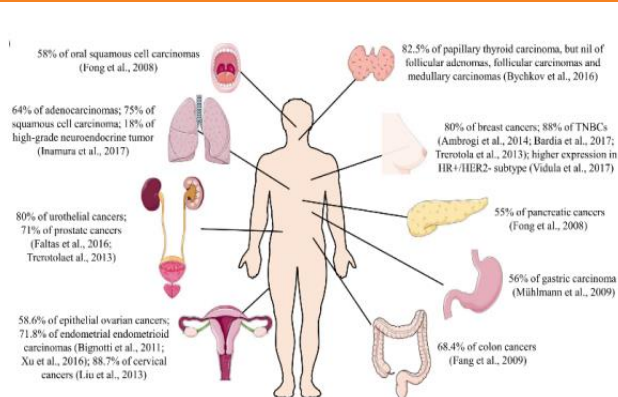
滋养层细胞表面抗原 2（TROPoblast cell surface antigen 2, TROP2）TROP2，是 TACSTD 蛋白家族的一种细胞表面糖蛋白，主要在上皮细胞中表达，在肿瘤的生长、增殖中扮演重要角色。TROP2 蛋白的胞内部分可以被蛋白激酶 C（PKC）磷酸化，进而促进 PIP2 水解为三磷酸肌醇（IP3）和二酰基甘油（DAG）两部分。其中，IP3 结合内质网表面 IP3 受体，促进内质网中钙离子的释放，激活 MAPK 通路，促进细胞周期进程。另外，胞内钙离子增加还可促进环磷酸腺苷反应结合蛋白（CREB1）、Jun、NF- κ B、Rb、STAT1 和 STAT3 的表达，从而抑制肿瘤细胞凋亡。TROP2 胞内区域在肿瘤坏死因子- α 转换酶（TACE）等多个蛋白的共同作用下水解，入核结 β -连环蛋白，进而上调下游 cyclin D1 和原癌基因 c-myc 表达，从而促进肿瘤细胞增殖。此外研究发现，TROP2 过表达可增加 p42/p44MAPK（ERK1/2）磷酸化，从而进一步增强下游靶点 AP-1 转录因子活性，下调 Bcl-2 表达，抑制凋亡。

图 13：TROP2 参与细胞增殖的信号通路



资料来源：TROP2: From development to disease. McDougall, et al., 天风证券研究所

图 14：TROP2 在不同上皮源性肿瘤中过表达情况



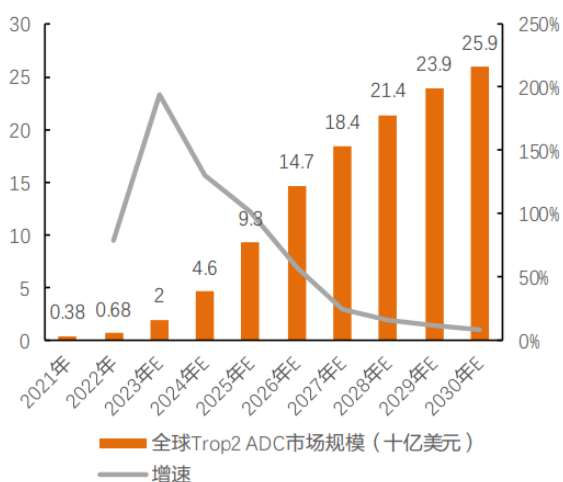
资料来源：Recent advances in TROPoblast cell-surface antigen 2 targeted therapy for solid tumors. Shutan Liao et al., 天风证券研究所

据弗若斯特沙利文预测，TROP2 ADC 全球市场在 2030 年有望达到 259 亿美元。一般情况下，TROP2 在正常组织中不表达或低表达，但在多种上皮性恶性肿瘤，如：乳腺癌(80%)，肺癌(64%)，肺鳞癌(75%)，上皮性卵巢癌(58.6%)等中高表达，其高表达与肿瘤患者生

存期缩短及不良预后密切相关。因此，TROP2 被各大药企看好，是继 HER2 以后，重点布局的又一个 ADC 靶点。

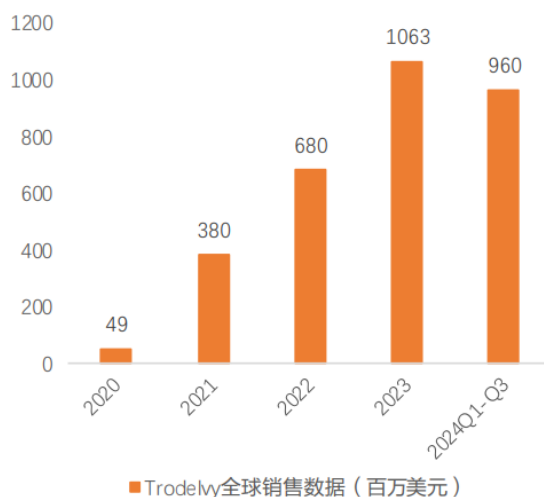
目前，全球共有两款 TROP2 ADC 获批上市。科伦博泰 SKB264 于近日在中国内地获批 2L 及以上 TNBC 适应症。而 Trodelvy 以 TNBC 三线治疗适应症于 2020 年 4 月在美国获批上市，随后又于 2021 年 4 月在美国获批 TNBC 二线治疗和局部晚期或转移性 UC，并于 2023 年 2 月在美国获批 HR+/HER2- BC 适应症。此外，Trodelvy 还分别于 2021 年 11 月和 2022 年 6 月在 EMA 和中国内地以 TNBC 二线治疗适应症获批上市；2023 年 7 月，HR+/HER2- BC 适应症 也于 2023 年 7 月在 EMA 获批上市。Trodelvy 上市后迅速放量，2022 年和 2023 年的全球 销售额分别为 6.8 亿美元和 10.63 亿美元，2024 年前三季度的全球的销售额为 9.60 亿美元。

图 15：全球 TROP2 ADC 市场规模（十亿美元）



资料来源：科伦博泰公司招股书，弗若斯特沙利文，吉利德财报，天风证券研究所

图 16：Trodelvy 全球销售数据（百万美元）



资料来源：吉利德财报，天风证券研究所

4.2. KH815 双载荷设计有望提升分子疗效，已进入 1 期临床试验

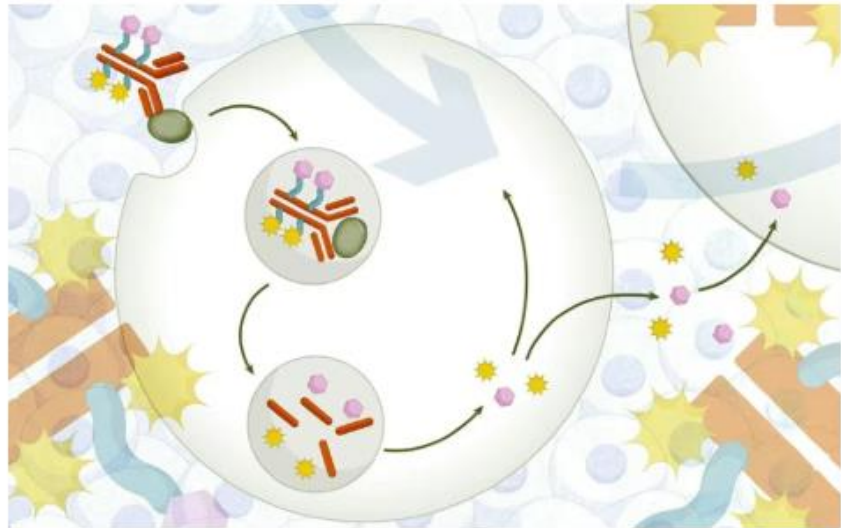
双载荷 ADC 通过在单一抗体上同时搭载两种不同作用机制的有效载荷(或同种载荷的不同连接子形式)，灵活调控总药物抗体比 (DAR)，旨在提升药物活性、产生协同效应、增强治疗效果、拓展适应症范围并克服耐药性挑战。

注射用 KH815 是康弘生物自主研发的一种具有抗耐药潜力的靶向滋养层细胞表面抗原 2 (TROP2) 的新型双载荷 (dual-payload) 抗体偶联药物 (ADC)，其双载荷能实现同时在 RNA 水平和 DNA 水平对肿瘤细胞的抑制，具有双效协同机制。此外，还能降低 P-gp 和 HSP70 蛋白的表达，克服耐药，增加细胞对化疗药物的敏感性。

体外药效研究显示，KH815 对 TROP2 不同表达水平的肿瘤细胞，均具有纳摩尔级别的杀伤活性。体内药效研究显示，KH815 在多个瘤种的 CDX 模型和 PDX 模型中，均表现出剂量依赖的抑制肿瘤生长作用，并且在多个喜树碱类 ADC 耐药的 CDX 和 PDX 模型中，KH815 也显示出抗肿瘤作用。双载荷设计有望使 KH815 具有较高的人体抗肿瘤应答率，且对单喜树碱类 ADC 耐药患者具有治疗潜力。

2025 年 3 月，公司注射用 KH815 的 I 期临床试验申请获得澳大利亚人类研究伦理委员会批准。2025 年 4 月，注射用 KH815 临床试验申请获得国家药品监督管理局签发的《药物临床试验批准通知书》。

图 17：双载荷 ADC 示意图



资料来源：医药魔方微信公众号，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 收入拆分与盈利预测

收入拆分与关键假设：

公司目前有 4 大业务板块，生物制品、中成药、化学药和其他。

生物制品板块，我们认为康柏西普具有较好的综合竞争力和成长空间，预计生物制品板块 2025-2027 年收入增速分别为 15%、13%、12%；对应毛利率分别为 95%、95%、95%。

中成药板块，历年收入增长较为稳健，我们依据历史趋势预计中成药板块 2025-2027 年收入增速分别为 8%、8%、8%；对应毛利率分别为 86%、86%、86%。

化学药板块，收入占公司比重有限且同比增速降幅趋缓，公司整体经营持续向好，我们预计化学药板块 2025-2027 增速分别为 0%、5%、5%；对应毛利率分别为 82%、82%、82%。

其他业务，此项业务占公司收入比重有限，公司整体经营持续向好，我们预计其他业务板块 2025-2027 年收入增速分别为 10%、10%、10%；对应毛利率分别为 35%、35%、35%。

表 9：公司收入拆分

单位：百万元，%	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3389.03	3957.46	4452.66	4919.42	5427.96	5963.29
yoy	-6.00%	16.77%	12.51%	10.48%	10.34%	9.86%
毛利率	88.56%	88.92%	89.52%	90.13%	90.27%	90.40%
生物制品板块收入	1366.33	1936.47	2342.69	2694.09	3044.32	3409.64
yoy	3.53%	41.73%	20.98%	15.00%	13.00%	12.00%
毛利率	92.01%	93.13%	94.69%	95.00%	95.00%	95.00%
中成药板块收入	1168.75	1312.88	1414.30	1527.44	1649.64	1781.61
yoy	7.86%	12.33%	7.73%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	86.74%	85.75%	85.70%	86.00%	86.00%	86.00%
化学药板块收入	833.91	693.50	673.52	673.52	707.20	742.56
yoy	-29.95%	-16.84%	-2.88%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	86.66%	84.30%	82.26%	82.00%	82.00%	82.00%
其他业务收入	20.04	14.62	22.15	24.37	26.80	29.48
yoy	75.48%	-27.05%	51.51%	10.00%	10.00%	10.00%

毛利率	37.18%	35.64%	8.18%	35.00%	35.00%	35.00%
-----	--------	--------	-------	--------	--------	--------

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：

我们预计公司 2025-2027 年总体收入分别为 49.19/54.28/59.63 亿元，同比增长分别为 10.48%/10.34%/9.86%；归属于上市公司股东的净利润分别为 13.24/15.02/16.61 亿元，EPS 分别为 1.44/1.63/1.80 元。

5.2. 估值与投资评级

我们采用可比公司估值法对公司进行估值，公司主营制药业务，根据公司所处行业及自身性质的角度选择可比公司，包括贝达药业、特宝生物和凯因科技。对公司业务采用 PE 法进行估值，可比公司 2025、2026 年 PE 估值均值分别为 35X、27X。考虑到公司作为制药行业的优秀企业，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级，给予 2025 年 PE 为 36X，目标价 51.84 元/股。

表 10：可比公司估值

公司简称	公司代码	归母净利润（亿元）				PE(X)			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
贝达药业	300558.SZ	4.03	6.10	7.94	9.69	56.06	45.06	34.61	28.33
特宝生物	688278.SH	8.28	11.06	14.95	19.69	36.06	30.84	22.83	17.33
凯因科技	688687.SH	1.42	1.70	2.12	2.55	25.91	27.88	22.36	18.62
可比公司平均		4.58	6.29	8.34	10.64	39.34	34.59	26.60	21.43

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，截至 20251013 收盘后。

6. 风险因素

市场准入及销售价格下降的风险

随着医疗体制改革不断深入，相关法律法规陆续调整，包括药品集中带量采购及医保谈判等，公司纳入集采产品的准入条件可能因此改变，销售价格将会因此而降低，市场覆盖范围可能缩减。同时，随着行业竞争加剧、医保控费等影响，也可能对本公司产品销售造成影响。

药品研发风险

公司基于未来发展所需，每年都必须储备及投入大量资金用于药品的研发。一种新药从开展药学研究、非临床研究、临床试验，到获得监管部门生产上市许可需要经过多个环节，具有资金、技术投入较大，周期长，行业进入门槛高等特点。同时，新药研发存在不确定性以及研发周期可能延长的风险。

募投项目实施风险

公司在确定投资本次各募集资金投资项目之前对项目必要性和可行性已经进行了充分论证，但相关结论均是基于当时的发展战略、市场环境和国家产业政策等条件做出的。由于未来市场情况具有较大不确定性，项目投产后仍存在不能达到预期的收入和利润目标的风险，从而影响公司本次募集资金投资项目效益的实现和未来发展战略的实施。。

人才缺乏风险

随着公司规模的扩张和业务的拓展，公司在战略执行和推进中，可能存在管理人才和专业人才储备与公司发展需求不能很好匹配的风险。

股价波动风险

由于资本市场具有一定的不确定性，公司股价存在波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,702.14	5,689.52	6,637.25	7,491.43	8,815.51
应收票据及应收账款	160.41	177.85	256.53	222.76	303.80
预付账款	10.48	11.46	25.50	10.02	26.34
存货	403.61	386.86	420.07	465.33	488.13
其他	28.96	23.14	33.13	25.64	33.16
流动资产合计	5,305.61	6,288.82	7,372.47	8,215.17	9,666.93
长期股权投资	16.78	16.44	16.44	16.44	16.44
固定资产	2,237.85	2,230.43	2,060.62	1,879.42	1,695.04
在建工程	166.54	112.35	49.88	43.90	39.12
无形资产	408.95	403.70	373.09	342.44	311.74
其他	393.96	290.20	404.04	357.30	347.48
非流动资产合计	3,224.07	3,053.12	2,904.07	2,639.50	2,409.82
资产总计	8,529.68	9,341.94	10,276.54	10,854.67	12,076.76
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	344.03	297.16	517.57	321.97	628.91
其他	305.30	348.91	332.76	326.39	363.34
流动负债合计	649.33	646.07	850.33	648.36	992.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	63.33	40.08	74.53	59.31	57.98
非流动负债合计	63.33	40.08	74.53	59.31	57.98
负债合计	717.76	695.07	924.86	707.67	1,050.22
少数股东权益	7.89	(6.34)	(14.81)	(24.42)	(35.05)
股本	919.46	919.78	921.32	921.32	921.32
资本公积	1,989.60	1,996.61	1,998.51	1,998.51	1,998.51
留存收益	4,896.31	5,738.14	6,447.91	7,252.90	8,143.04
其他	(1.34)	(1.33)	(1.24)	(1.30)	(1.29)
股东权益合计	7,811.92	8,646.87	9,351.69	10,147.00	11,026.53
负债和股东权益总计	8,529.68	9,341.94	10,276.54	10,854.67	12,076.76

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,031.12	1,177.01	1,324.07	1,501.71	1,660.57
折旧摊销	224.72	233.12	231.68	233.83	235.86
财务费用	0.24	0.32	(74.61)	(85.51)	(98.70)
投资损失	(45.03)	(47.28)	(20.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(16.09)	63.20	(19.52)	(158.86)	224.46
其它	23.46	(14.49)	(15.81)	(17.93)	(19.83)
经营活动现金流	1,218.41	1,411.87	1,425.81	1,468.24	1,997.37
资本支出	158.41	185.20	(65.66)	31.22	17.34
长期投资	(0.21)	(0.34)	0.00	0.00	0.00
其他	(151.59)	(296.92)	116.86	(42.22)	(28.34)
投资活动现金流	6.62	(112.06)	51.20	(11.00)	(11.00)
债权融资	51.29	63.54	74.17	85.41	98.92
股权融资	(354.02)	(545.34)	(603.44)	(688.47)	(761.22)
其他	172.23	137.65	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(130.50)	(344.14)	(529.28)	(603.06)	(662.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,094.53	955.68	947.73	854.18	1,324.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,957.46	4,452.66	4,919.42	5,427.96	5,963.29
营业成本	438.41	466.46	485.62	527.88	572.73
营业税金及附加	56.08	58.97	68.41	75.48	82.92
销售费用	1,470.87	1,646.43	1,820.19	2,008.35	2,206.42
管理费用	472.38	470.90	521.46	575.36	632.11
研发费用	421.68	579.71	590.33	597.08	655.96
财务费用	(52.35)	(62.34)	(74.61)	(85.51)	(98.70)
资产/信用减值损失	(1.55)	(1.94)	0.20	(2.00)	(2.00)
公允价值变动收益	(0.83)	(1.06)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	45.03	47.28	20.00	5.00	5.00
其他	(153.33)	(133.08)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,261.07	1,381.33	1,528.23	1,732.33	1,914.85
营业外收入	1.37	5.38	5.00	5.00	5.00
营业外支出	28.52	34.17	12.00	12.00	12.00
利润总额	1,233.92	1,352.54	1,521.23	1,725.33	1,907.85
所得税	202.79	175.53	212.97	241.55	267.10
净利润	1,031.12	1,177.01	1,308.26	1,483.78	1,640.75
少数股东损益	(13.64)	(14.22)	(15.81)	(17.93)	(19.83)
归属于母公司净利润	1,044.77	1,191.23	1,324.07	1,501.71	1,660.57
每股收益（元）	1.13	1.29	1.44	1.63	1.80

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	16.77%	12.51%	10.48%	10.34%	9.86%
营业利润	24.20%	9.54%	10.63%	13.35%	10.54%
归属于母公司净利润	16.52%	14.02%	11.15%	13.42%	10.58%
获利能力					
毛利率	88.92%	89.52%	90.13%	90.27%	90.40%
净利率	26.40%	26.75%	26.92%	27.67%	27.85%
ROE	13.39%	13.77%	14.14%	14.76%	15.01%
ROIC	37.67%	42.26%	46.84%	61.27%	67.92%
偿债能力					
资产负债率	8.41%	7.44%	9.00%	6.52%	8.70%
净负债率	-60.19%	-65.78%	-70.96%	-73.82%	-79.94%
流动比率	8.11	9.60	8.67	12.67	9.74
速动比率	7.49	9.01	8.18	11.95	9.25
营运能力					
应收账款周转率	24.65	26.33	22.65	22.65	22.65
存货周转率	10.77	11.27	12.19	12.26	12.51
总资产周转率	0.49	0.50	0.50	0.51	0.52
每股指标（元）					
每股收益	1.13	1.29	1.44	1.63	1.80
每股经营现金流	1.32	1.53	1.55	1.59	2.17
每股净资产	8.47	9.39	10.17	11.04	12.01
估值比率					
市盈率	30.94	27.13	24.41	21.52	19.46
市净率	4.14	3.74	3.45	3.18	2.92
EV/EBITDA	6.65	5.77	15.00	12.98	11.25
EV/EBIT	7.59	6.48	17.40	14.82	12.71

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com