

医药行业研究组

分析师：吴春红

执业证书编号：S1410524050001

投资评级： 增持（首次）

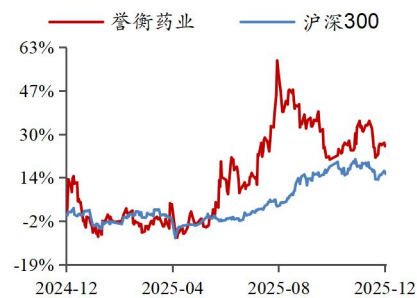
当前价格： 3.22元
目标价格： 3.64元
目标期限： 6个月

市场数据

总股本(百万股)	2232.03
A股股本(百万股)	2232.03
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	98.46
12个月最高/最低(元)	4.08/2.12
第一大股东	沈臻宇
第一大股东持股比例(%)	4.92
上证综指/沪深300	3878.00/4531.05

数据来源：聚源 注：2025年12月3日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-4.31	-6.61	8.72
绝对收益	-6.94	-5.01	23.37

数据来源：聚源 注：相对收益与沪深300相比

相关研究报告

誉衡药业 002437.SZ

医药生物行业

双核心业务筑牢基本盘，多矩阵产品贡献增量

投资要点：

◆公司2000年成立、2010年于深交所上市，历经“二次创业”完成战略转型，从单一骨科领域拓展至心脑血管、营养补充、电解质调节等多治疗领域。2025年公司锚定创新转型方向，以“产品为王”为核心战略，通过“自研+合作”模式丰富产品管线，构建起清晰的产品梯队。2025年上半年公司实现营收10.995亿元，其中营养类药物以43.88%的占比成为第一大收入来源，心脑血管药物贡献27.99%营收，骨科、电解质类药物为重要业务补充。股权层面，公司股权结构相对稳定，沈臻宇为实际控制人；管理端，高管团队兼具医药产业深耕经验与资本运作能力。依托“集采产品筑牢基本盘、独家品种驱动放量、新品与并购拓展管线”的发展模式，公司业绩近几年逐渐修复，2025年三季度归母净利润达2.44亿元，同比增长32.85%，已形成“低负债、高盈利韧性”的良性经营格局。

◆公司核心竞争力主要体现在“产品集群壁垒、运营效率优势、管线拓展韧性”三个方面。在产品端，公司已形成“营养类+心脑血管类”的双核心产品格局。注射用多种维生素（12）市场竞争优势明显，安脑丸/片作为中药独家基药，骨科、电解质类产品则构成稳定的收入补充。值得注意的是，收入占比超60%的核心产品均已纳入集采，为公司业绩提供了坚实保障。在运营端，公司通过提升经营管理效率，强化费用管控，销售费用率从2021年的57.78%降至2025年上半年的26.76%，同时保持稳健的负债财务结构，有效提升了盈利质量。在管线端，公司积极拓展增长边界，通过与跨国药企合作（如与日本第一三共等MNC开展合作）、推进新签约品种（佩玛贝特片、甲钴胺注射液）的研发与上市，以及实施并购战略，持续为公司发展注入新动力。

◆医药行业处于“集采常态化+创新药政策支持”的双轨发展阶段。据IQVIA数据预测，全球医药市场规模预计2027年将达1.9万亿美元，中国市场占比有望持续提升，其中ADC、双抗、CGT等创新药技术成为核心增长引擎，2024年FDA批准的新药中中国药企贡献占比达24.6%。2025年上半年全国规模以上医药制造业实现营业收入12,275.2亿元，同比下降1.2%；营业成本7,153.7亿元，同比下降0.1%；利润总额1,766.9亿元，同比下降2.8%。从政策端看，集采对仿制药的价格冲击已基本消化，存量集采品种进入稳定供应期，可为企业提供持续现金流；而创新药、独家品种则持续获得政策保护，成为行业增长的核心赛道。公司核心产品的高市场份额以及新签约品种的储备，与行业发展趋势高度契合，具备赛道适配性。

◆估值和投资建议：我们预计2025-2027年公司营业收入分别为2,252.80/2,392.24/2,637.93百万元，同比增长-7.70%/6.19%/10.27%；2025-2027年公司归母净利润分别为254.40/288.74/348.65百万元，同比增长9.30%/13.50%/20.75%。当前市值对应2025-2027年PE分别为28.25/24.89/20.61倍。考虑公司受集采压力的影响基本消化，未来随着核心产品的放量和产品矩阵的扩容及新签产品贡献增量，未来业绩有望实现稳健增长，给予2026年28倍PE，对应目标价3.64元。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：行业政策风险，药品研发风险，质量控制风险，环保及安全经营风险，集采产品业绩承压风险，新签产品放量不确定性风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,626.04	2,440.73	2,252.80	2,392.24	2,637.93
增长率 (%)	-15.51%	-7.06%	-7.70%	6.19%	10.27%
归母净利润 (百万元)	120.33	232.76	254.40	288.74	348.65
增长率 (%)	141.31%	93.43%	9.30%	13.50%	20.75%
ROE (%)	7.53%	12.29%	12.13%	11.83%	12.63%
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.05	0.10	0.11	0.13	0.16
P/E (倍)	59.73	30.88	28.25	24.89	20.61
P/B (倍)	4.32	3.68	3.26	2.88	2.53

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司概况：25 载深耕医药赛道，构建研发-生产-销售全链条生态	1
1.1 发展历程：“二次创业”合规发展，深化国际合作	1
1.2 公司荣誉：国家火炬计划新医药产业基地首批骨干企业	4
1.3 公司股权相对稳定，高管增持	5
1.4 公司管理团队：行业深耕+专业互补	6
1.5 公司构建多领域产品集群，核心产品处于领先地位	7
2 行业分析：政策支持稳健发展	11
2.1 全球医药行业市场规模持续增长	11
2.2 全球人口增长与老龄化趋势凸显	12
2.3 创新药行业：技术突破与政策驱动的黄金发展期	14
2.4 公司核心竞争力：产品矩阵、生产质控、销售网络等多优势协同	15
3 公司财务：营收保持韧性，管理效率提升，盈利逐渐修复	16
4 盈利预测及估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值及建议	20
5 风险提示	21

图表目录

图 1 、公司控股和联营公司情况	3
图 2 、公司近年部分荣誉展示	4
图 3 、全球医药市场趋势预测	12
图 4 、全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势	12
图 5 、全球人口增长趋势展望情况	13
图 6 、中国老龄化问题凸显（万人，%）	13
图 7 、2022-2024 年中国 1 类创新药批准数量	14
图 8 、2024 年国家药监局批准的创新药药品类型	15
图 9 、公司营业收入、归母净利润及增长情况（亿元，%）	17
图 10 、公司销售毛利率和净利率变化情况（%）	18
图 11 、公司近年费用率变化情况（%）	18

表 1、公司发展历程.....	1
表 2、公司前十大股东（截止 2025 年 11 月 25 日）.....	6
表 3、公司管理团队.....	6
表 4、公司主要产品.....	8
表 5、公司主要研发项目（截止 2024 年底）.....	10
表 6、销售收入结构预测.....	20
表 7、可比公司估值.....	21

1 公司概况：25 载深耕医药赛道，构建研发-生产-销售全链条生态

1.1 发展历程：“二次创业”合规发展，深化国际合作

公司（股票代码：002437）成立于 2000 年 3 月，是一家以制药业务为核心，涵盖研发、生产、销售等领域的现代化医药企业。公司于 2010 年在深圳证券交易所上市，上市初聚焦骨科治疗领域，现已拓展至心脑血管、骨骼肌肉、营养用药等多个大治疗领域。其在哈尔滨、广州、大同、启东等地建有通过 GMP 认证的现代化生产基地，还搭建了符合 GSP 的营销体系，同时布局了 CMO 平台、慢病领域产品服务等创新业务，现有员工 2700 余人。

2023 年以来，公司管理层在“二次创业”的指引下，秉承“责任、奋斗、求真、高效、创新、分享”的理念，以合规经营为前提，采取精英治理模式，秉承卓越创新精神，坚持“产品为王”战略，着手布局更有竞争力的差异性产品、创新性产品，努力将公司打造成为一个资产质量优良、盈利能力较强、具备自主创新能力的国际化公司；2024 年公司提前偿还全部银行贷款，大幅优化资产负债结构；2025 年迎来公司成立 25 周年、上市 15 周年，同年推进产品一致性评价，深化国际合作，持续完善公司治理机制。

表 1、公司发展历程

时间	重要事件
2001 年	誉衡药业代理 脱氧核苷酸钠 注射液（DNA），开启代理销售模式。
2002 年	誉衡药业被黑龙江省科技厅评为“ 高新技术企业 ”。
2004 年	誉衡药业全部生产线通过国家食品药品监督管理局 GMP 认证。
2006 年	公司“松梅乐”被评为黑龙江省著名商标。
2010 年	誉衡药业在深圳证券交易所中小板正式挂牌 上市 。
2011 年	誉衡药业荣获“企业品牌百强”、“成长型企业品牌十强”、“创新型企业品牌十强”。
2012 年	誉衡药业代理乐普药业产品 帅信氯吡格雷 。
2013 年	1 月誉衡药业收购哈尔滨蒲公英药业 75% 股权；3 月誉衡药业收购澳诺（中国）100% 股权；12 月誉衡药业拥有坎伯兰新兴科技（CET）12.5% 股权。
2014 年	2 月誉衡药业收购上海华拓 98.86% 股权；5 月誉衡药业的全资子公司西藏阳光收购南京万川 100% 股权。
2015 年	1 月誉衡药业受让广州新花城 30% 股权，广州新花城成为公司全资子公司；4 月普德药业成为公司控股子公司；5 月誉衡药业与药明康德达成“创新肿瘤生物药开发及化学药战略合作”；9 月誉衡药业与波兰 Bioton S A 公司及其子公司 SciGen Limited 签订了《重组人胰岛素产品供应与分销协议》；12 月誉衡药业取得奥美沙坦酯片在中国大陆指定区域的独家推广及经销权。
2016 年	1 月誉衡药业代理第一三共产品 普伐他汀钠片 ；2 月誉衡药业全资子公司誉衡香港与 Proteus 公司签署了《H 轮优先

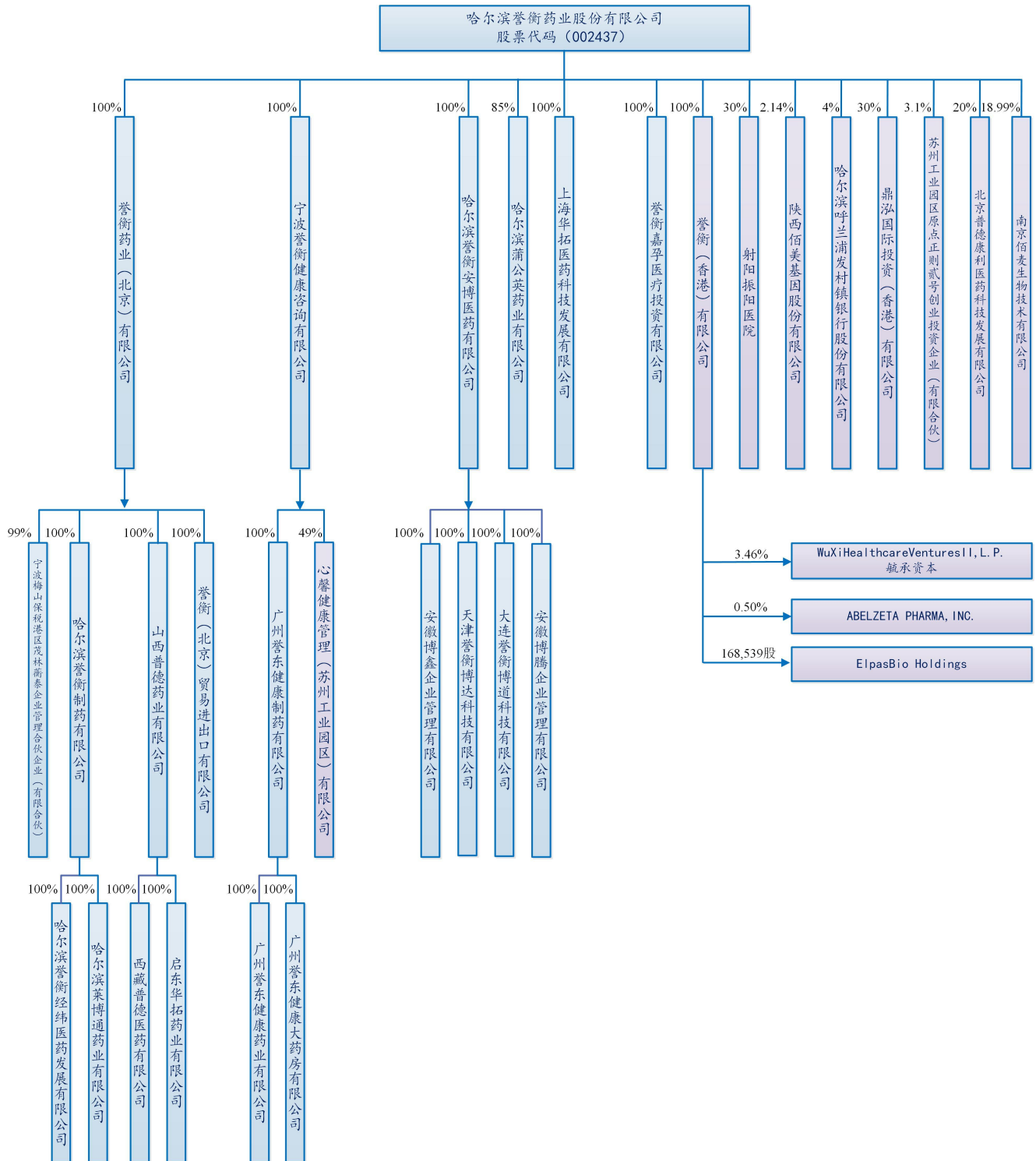
时间	重要事件
	股认购协议》等相关协议；4月誉衡药业及全资子公司宁波誉衡与江苏京东邦能投资管理有限公司签署协议，共同投资设立誉衡京东健康投资管理有限公司。
2017年	3月抗PD-1 全人创新抗体药 GLS-010 注射液获得临床批件；4月广州誉东健康制药有限公司收购广州迈特兴华制药厂有限公司所属的以氯化钾缓释片、茶碱缓释片、维铁缓释片为核心品种的合计112个药品批准文号有关的生产技术及相关的专利、辅料批文及生产技术等系列无形资产；8月誉衡药业与药明生物：许可 Arcus Biosciences, Inc 在境外特定区域独家开发、商业化抗PD-1 全人创新抗体药；9月誉衡药业荣获首届黑龙江省人民政府质量奖提名奖；11月誉衡药业与药明生物签订合作协议，共同开发抗LAG3 全人创新抗体药。
2018年	1月誉衡药业与南京金斯瑞联手开发 Yervoy 生物类似药；5月誉衡药业与微医云携手共建基层医疗云平台；6月誉衡药业 PD-1 启动关键注册上市研究；9月誉衡 PD-1 首次亮相 2018CSCO 期临床研究数据成绩喜人；12月誉衡药业 PD-1 单抗 I 期临床研究数据亮相欧洲肿瘤内科学大会-国内外独立临床试验团队首次联合发布。
2019年	1月，誉衡生物在美国临床肿瘤学会胃肠道肿瘤研讨会（ASCO-GI）上首次以壁报的形式发布在研的重组全人抗PD-1 单抗 GLS-010 注射液 I b 期扩展期研究的初步数据；9月，誉衡药业与第一三共（中国）投资有限公司在北京正式会晤并签署了美百乐镇在中国区的全面推广协议；12月，誉衡药业下属公司广州誉东健康制药有限公司收到国家药品监督管理局核准签发的氯化钾缓释片的《药品补充申请批件》，该药品通过仿制药质量和疗效一致性评价。
2020年	2月18日，誉衡药业参股公司誉衡生物宣布，国家药品监督管理局已正式受理其在研重组全人抗PD-1 单克隆抗体——赛帕利单抗注射液；7月誉衡药业与第一三共在上海签署了奥美沙坦酯氨氯地平片和甲苯磺酸艾多沙班片在中国区的合作推广协议；11月哈尔滨誉衡药业股份有限公司与济宁为民制药有限公司在哈尔滨签署了硝酸甘油气雾剂的合作推广协议。
2021年	8月30日，根据国家药品监督管理局（NMPA）官网公示，誉衡生物申报赛帕利单抗注射液；9月赛帕启航——誉妥®（赛帕利单抗）首批药品发货全国。
2023年	1月31日，誉衡药业与第一三共（中国）投资有限公司在上海开展2023年新年业务沟通会，双方进行了积极、友好、深入的沟通；6月， 誉衡药业出售誉衡生物 ，着力聚焦主营业务发展。
2024年	2月西格列汀二甲双胍缓释片取得药品批准文号，该产品为DPP-4抑制剂和二甲双胍复方产品；5月起，与第一三共相关公司合作推广奥美沙坦酯片、奥美沙坦酯氨氯地平片、甲苯磺酸艾多沙班片等多款产品（含补充协议新增的奥美沙坦酯氨氯噻嗪片）；6月与第一三共制药合作推广不同规格的普伐他汀钠片；9月与第一三共（中国）合作推广苯磺酸美洛加巴林片（协议至2029年3月）。
2025年	2025年5月与兴和制药（中国）签约推广“佩玛贝特片（派龙达）”；2025年6月子公司天津博达与卫材（中国）签约独家推广“甲钴胺注射液（弥可保）”（中国大陆不含港澳台）。

资料来源：公司官网，公司年报，江海证券研究发展部

截至2025年半年报，誉衡药业已构建起以全资子公司为核心、孙公司与联营企业为补充的业务布局。直接控股的子公司和孙公司、联营公司涵盖哈尔滨誉衡制药、誉衡药业（北京）、蒲公英药业、誉衡（香港）、哈尔滨誉衡安博医药等20余家主体，涉及医药销售、制造等核心业务，投资金额从数千万元到超15亿元不等；同时通过孙公司（如安徽博瑞企业管理等）拓展业务触角，并布局了北京普德康利医药科技发展、心睿健康管理等联营企业，整体体系覆盖医药产业链多环节，支撑公司业务的多元化落地与区域拓展。其中2025H1，子公司对公司净利润影响达10%以上的参股公司情况主要有

普德药业为公司全资子公司，主要产品有银杏达莫注射液、注射用多种维生素（12）、注射用氟尿嘧啶等；誉东制药为公司全资子公司，主要产品是氯化钾缓释片、西格列汀二甲双胍缓释片；蒲公英为公司控股子公司，持股比例 85%，主要产品有安脑丸、安脑片等。

图 1、公司控股和联营公司情况

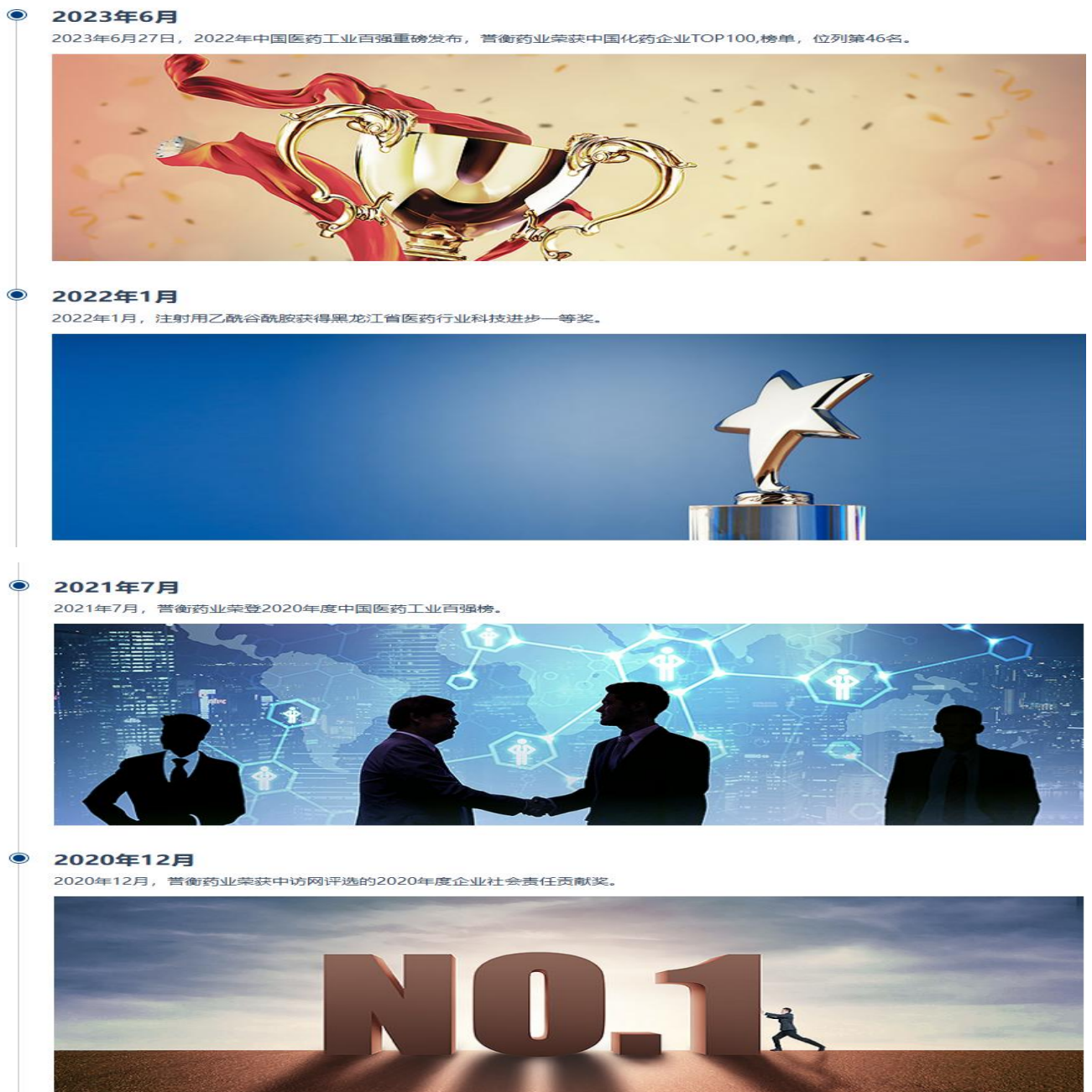


资料来源：公司官网，同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

1.2 公司荣誉: 国家火炬计划新医药产业基地首批骨干企业

公司多年来持续健康的发展,不断迈上新台阶,综合实力位居行业前列。公司是国家科技部认定的“国家火炬计划新医药产业基地首批骨干企业”;黑龙江省政府认定的“高新技术企业”;中国医药工业信息中心评出的“中国医药工业百强”;中国医药企业管理协会评出的“中国最具竞争力医药上市公司20强”;中国化学制药工业协会等多家行业协会联合评出的“中国化学制药行业工业企业综合实力百强”。

图2、公司近年部分荣誉展示



- 2012年2月**
2012年2月，公司荣获2011年度哈尔滨市工业企业纳税三十强。
- 2011年3月**
2011年3月，公司获得哈尔滨市产学研合作创新先进企业称号。
- 2010年9月**
2010年9月，公司被黑龙江省委员会、黑龙江省青少年发展基金会“百所希望小学援建行动突出贡献奖”。
- 2009年12月**
2009年12月，公司被中共黑龙江省委、黑龙江人民政府授予2008年度黑龙江省非公有制企业纳税100强企业荣誉称号。
- 2008年12月**
2008年12月，公司被中华全国工商业联合会评为“抗震救灾先进集体”。
- 2007年**
2007年，“普衡”注册商标被黑龙江省工商行政管理局认定为黑龙江省著名商标。
- 2006年**
2006年，“松梅乐”被评为黑龙江省著名商标。
- 2004年**
2004年，公司被哈尔滨市人民政府评为“重合同守信用企业”。
- 2002年**
2002年，公司被国家科技部认定为“国家火炬计划新医药产业基地首批骨干企业”。

资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

1.3 公司股权相对稳定，高管增持

公司股权结构保持相对稳定状态。截至 2025 年三季报及近期高管增持公告，公司前十大股东合计持股比例为 20.06%。其中，香港中央结算有限公司为新晋增持股东；而 YU HENG INTERNATIONAL、ORIENTAL KEYSTONE 持有的股份已完成司法拍卖，后续将退出股东序列，其持股将分散至本次竞拍方（包括国磊峰及其他投资者）。需说明的是，国磊峰先生作为西藏誉磐企业管理合伙企业（有限合伙）的普通合伙人及执行事务合伙人，西藏誉磐

构成其一致行动人；此外，沈臻宇与上海方圆达创投资旗下的方圆-东方12号、27号、6号、22号私募投资基金，互为一致行动关系，合计占比10.16%。

表 2、公司前十大股东（截止 2025 年 11 月 25 日）

股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例
沈臻宇（一致行动人）	11,049.00	4.92%
国泰海通证券股份有限公司	10,879.20	4.84%
香港中央结算有限公司	6,636.97	2.96%
YU HENG INTERNATIONAL INVESTMENTS CORPORATION（已拍卖，待过户）	5,677.81	2.53%
ORIENTAL KEYSTONE INVESTMENT LIMITED（已拍卖，待过户）	4,290.05	1.91%
国磊峰+西藏誉磐（增持后）	4,698.00	2.10%
上海方圆达创投资合伙企业（方圆-东方12号）	3,070.00	1.37%
上海方圆达创投资合伙企业（方圆-东方27号）	3,034.98	1.35%
上海方圆达创投资合伙企业（方圆-东方6号）	2,843.51	1.27%
上海方圆达创投资合伙企业（方圆-东方22号）	2,800.00	1.25%
合计（扣除已拍卖后的数据）	45011.66	20.06%

资料来源：公司公告，公司年报，江海证券研究发展部

1.4 公司管理团队：行业深耕+专业互补

公司管理团队兼具“行业深耕+专业互补”的鲜明优势。核心成员覆盖医药全链条（生产、营销、研发）与资本财务领域，既有国磊峰、李润宝等深耕医药行业数十年的资深管理者，也有沈臻宇等具备资本运作经验的战略掌舵者，更有周康、王小航等熟悉产业协同与市场拓展的中生代骨干，多元背景的组合既能锚定行业趋势，也能高效落地经营与合规管理。

表 3、公司管理团队

姓名	职务	学历	个人简历
沈臻宇	董事长、董事	大专	出生于 1979 年 11 月，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于立信会计高等专科学校。曾任上海康润置业有限公司副董事长、上海鑫康润实业有限公司副董事长。2016 年 9 月至今，任上海方圆达创投资合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人。
国磊峰	董事、总经理、财	硕士	中国国籍，无境外永久居留权，出生于 1973 年 5 月，毕业于上海财经大学投资经济管

姓名	职务	学历	个人简历
	务负责人		理学专业、中欧国际工商管理学院 EMBA，研究生学历；曾任中银万国证券股份有限公司执行总裁、国信证券股份有限公司业务部副总经理、哈尔滨誉衡药业股份有限公司董事、董事会秘书、副总经理、深圳市拾玉投资管理有限公司管理合伙人、上海艾力斯医药科技股份有限公司董事。
刘月寅	董事、副总经理、董事会秘书	硕士	出生于 1986 年 3 月，中国国籍，硕士研究生，无境外永久居留权。
周康	董事、副总经理	硕士	中国国籍，无境外居留权，出生于 1984 年 11 月，硕士研究生。现任哈尔滨誉衡药业股份有限公司董事兼副总经理、宁波誉衡健康咨询有限公司执行董事、广州誉东健康制药有限公司执行董事兼经理、心馨健康管理（苏州工业园区）有限公司董事。
李润宝	副总经理	本科	出生于 1968 年 4 月，中国国籍，无境外永久居留权，高级工程师、执业药师；毕业于山西大同大学化学工程系化学制药专业、中国药科大学药理学系药学专业；曾任山西普德药业有限公司质量副总经理、常务副总经理、山西省药学会理事会常务理事、大同市药协会副会长、大同市中小企业协会副会长等；现任哈尔滨誉衡药业股份有限公司副总经理、山西普德药业有限公司总经理。
王小航	副总经理	硕士	中国国籍，无境外永久居留权，出生于 1979 年 5 月，毕业于西安医学院药学专业、中国人民大学 EMBA；曾任陕西东盛医药有限公司销售主管，安康正大制药有限公司、西安正大制药有限公司省区经理，哈尔滨蒲公英药业有限公司营销中心副总经理兼商务总监；现任哈尔滨誉衡药业股份有限公司副总经理、哈尔滨誉衡安博医药有限公司总经理。

资料来源：同花顺 iFinD，公司官网，江海证券研究发展部

1.5 公司构建多领域产品集群，核心产品处于领先地位

公司自 2010 年上市后，秉持“产品为王”战略，通过外延并购、合作代理、自主研发等丰富产品线，从上市初单一的骨科治疗领域拓展至心脑血管等大领域，形成多领域产品集群，公司核心产品在细分领域处于领先地位。

1.安脑丸/片：中药独家、基药、国家医保乙类品种，2023 年 12 月解除医保支付限制。2025 年上半年覆盖近 4000 家医院等终端，销量同比增超 30%，有望持续增长。

2.注射用多种维生素（12）：国内首仿、国家医保乙类及基药品种，完成 31 个省级区域准入。凭借先发与品牌优势，在首轮集采中独家中选，如 2025 年 1-5 月，先后在河北、江苏、四川等牵头组织的集采中中选。

3.氯化钾缓释片（补达秀）：国家基药、医保甲类品种，有 30 余年销售史，品牌认可度高。公司下属公司广州誉东是全国首家通过一致性评价企业。2024 年，在全国药店零售份额占比超 60%，居细分市场第一，医院份额占比近 30%，居第二。2024-2025 年 1 月，在各省联盟及山东、广东联盟集采中中选。

4.鹿瓜多肽注射液：骨科领域产品，竞争格局较好，销售稳定。根据摩熵

医药数据，2024 年在全国医院份额占比约 56%，居细分市场第一，中选京津冀“3+N”联盟集采。

5.银杏达莫注射液：竞争格局稳定，国内 3 家企业在售。2024 年在全国医院份额占比超 40%，居细分市场第一。另外奥美沙坦酯氨氯地平片、甲苯磺酸艾多沙班片、普伐他汀钠片、奥美沙坦酯氨氯噻嗪片、苯磺酸美洛加巴林片、脱氧核苷酸钠注射液（DNA）、佩玛贝特片、甲钴胺注射液为公司推广的产品。其中，苯磺酸美洛加巴林片为第一三共原研一类新药，于 2024 年 6 月在中国获批上市；佩玛贝特片为兴和制药原研一类新药，于 2025 年 4 月在中国获批上市。

表 4、公司主要产品

序号	用药领域	主要产品	主治功能
1	心脑血管药物	安脑丸/安脑片	清热解毒，醒脑安神，豁痰开窍，镇惊熄风。用于高热神昏，烦躁谵语，抽搐惊厥，中风窍闭，头痛眩晕；高血压、脑中风见上述证候者。
		注射用磷酸肌酸钠	心脏手术时加入心脏停搏液中保护心肌；缺血状态下的心肌代谢异常。
		银杏达莫注射液	适用于预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病。
		奥美沙坦酯氨氯地平片	用于治疗原发性高血压。本固定剂量复方适用于单用奥美沙坦酯或氨氯地平治疗血压控制效果不佳的成人患者。
		奥美沙坦酯氨氯噻嗪片	适用于高血压的治疗。
		甲苯磺酸艾多沙班片	用于伴有一个或多个风险因素（如充血性心力衰竭、高血压、年龄≥75 岁、糖尿病、既往卒中或短暂性脑缺血(TIA)发作病史)的非瓣膜性房颤(NVAF)成人患者，预防卒中和体循环栓塞。用于治疗成人深静脉血栓和肺栓塞，以及预防成人深静脉血栓和肺栓塞复发。
		普伐他汀钠片	用于高脂血症、家族性高胆固醇血症。
		佩玛贝特片	在控制饮食的基础上，用于非家族型高甘油三酯血症成年患者，以降低甘油三酯(TG)水平。
2	骨骼肌肉药物	鹿瓜多肽注射液	用于风湿、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、各种类型骨折、创伤修复及腰腿疼痛。
		玻璃酸钠注射液	膝关节骨关节炎、肩关节周围炎。
3	维生素类药物	注射用多种维生素（12）	适用于当口服营养禁忌、不能或不足，需要通过注射补充维生素的患者。
		复方维生素（3）注射液	用于各种原因引起的维生素缺乏症。
4	电解质类药物	氯化钾缓释片	用于治疗 and 预防伴或不伴代谢性中毒的低血钾，在这些患者通过富含钾的食物进行膳食管理或减少利尿剂剂量效果不佳时。
		注射用门冬氨酸钾镁	可用于低钾血症，洋地黄中毒引起的心律失常（主要是室性心律失常）以及心肌炎后遗症、充血性心力衰竭、心肌梗塞的辅助治疗。
5	降糖类药物	西格列汀二甲双胍缓释片	本品配合饮食和运动治疗，用于正在接受西格列汀和二甲双胍缓释片联合治疗的成人 2 型糖尿病患者。
6	镇痛类药物	氟比洛芬酯注射液	术后及癌症的镇痛。

序号	用药领域	主要产品	主治功能
		苯磺酸美洛加巴林片	用于治疗成人糖尿病性周围神经病理性疼痛。
7	血液和造血系统药物	甲钴胺注射液	用于周围神经病因缺乏维生素 B12 引起的巨红细胞性贫血的治疗。
8	消化系统及代谢类药物	脱氧核苷酸钠注射液 (DNA)	用于急、慢性肝炎，白细胞减少症，血小板减少症及再生障碍性贫血等的辅助治疗。
		左卡尼汀注射液	尿毒症终末期慢性维持性血液透析继发的左卡尼汀缺乏症。
		注射用复方甘草酸单铵 S	用于急、慢性，迁延型肝炎引起的肝功能异常；对中毒性肝炎、外伤性肝炎以及癌症有一定的辅助治疗作用，亦可用于食物中毒、药物中毒、药物过敏等。
9	抗感染类药物	复方头孢克洛胶囊	头孢类抗生素，用于治疗因敏感菌引起的呼吸道感染。
10	抗肿瘤类药物	注射用左亚叶酸钙	用于治疗胃癌和结直肠癌。
		注射用氟尿嘧啶	用于乳腺癌、消化道癌肿、卵巢癌和原发性支气管肺癌、恶性葡萄胎及绒毛膜上皮癌的治疗；也可用于浆膜腔癌性积液、膀胱癌、头颈部恶性肿瘤和肝癌的化疗。
		注射用环磷酰胺	广泛应用的抗癌药物，对恶性淋巴瘤、急性或慢性淋巴细胞白血病、多发性骨髓瘤有较好的疗效，对乳腺癌、睾丸肿瘤、卵巢癌、肺癌、头颈部鳞癌、鼻咽癌、神经母细胞瘤、横纹肌肉瘤及骨肉瘤均有一定的疗效。
		注射用盐酸平阳霉素	主治唇癌、舌癌、齿龈癌、鼻咽癌等头颈部鳞癌。亦可用于治疗皮肤癌、乳腺癌、宫颈癌、食管癌、阴茎癌、外阴癌、恶性淋巴瘤、和坏死性肉芽肿等。对肝癌也有一定疗效。对翼状胬肉有显著疗效。

资料来源：公司 2025 年半年报，江海证券研究发展部

在产品推广方面，2025 年上半年，公司积极拓展合作版图，与兴和制药（中国）有限公司就佩玛贝特片（商品名：派龙达）达成共同推广协议，与卫材（中国）药业有限公司就甲钴胺注射液（商品名：弥可保）签订市场推广服务协议。其中，佩玛贝特片作为新一代贝特类药物，凭借其独特的优势，展现出极为广阔的市场前景。通过与这两家知名企业的合作，公司不仅能够进一步积累丰富多样的产品推广经验，还能不断提升专业化学术推广能力，为未来开展更多产品合作、拓展市场份额奠定坚实而稳固的基础。另一方面，公司与全球知名药企第一三共已保持近十年的紧密合作关系，且合作不断巩固加深。合作产品从 2015 年初期的单个产品，逐步拓展至奥美沙坦酯片、奥美沙坦酯氢氯地平片、奥美沙坦酯氢氯噻嗪片、甲苯磺酸艾多沙班片、普伐他汀钠片、苯磺酸美洛加巴林片 6 个产品，治疗领域也从心脑血管类延伸至镇痛类。截至 2025 年上半年，公司累计推广日本药企 10 款产品，其中 9 款为原研产品。这些合作不仅有助于提升公司的专业化学术推广能力与品牌影响力，更为未来更多产品落地创造了有利条件。后续，公司将以与日本企业的合作为契机，积极开拓更多产品合作机会，实现更广阔的发展。

在研发与项目管理领域，2025 年上半年，公司成果斐然。注射用多种维

生素（12）、注射用甲氨蝶呤、氯化钾口服溶液等4个产品顺利视同或通过一致性评价，这一成绩彰显了公司在研发环节的强劲实力与高效执行力，为产品的市场竞争力筑牢了坚实根基。截至2025年8月27日，公司积极推进项目申报工作，已向国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）递交了6个产品的申报资料。同时，公司立足长远发展，围绕现有优势领域精准发力，成功完成1个产品的立项，为公司的持续创新与业务拓展注入新动力。

表 5、公司主要研发项目（截止 2024 年底）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
氯化钾口服溶液	丰富公司产品线	已获批	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司产品线、提升公司补钾品牌影响力
氯化钾颗粒	丰富公司产品线	已获批	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司产品线、提升公司补钾品牌影响力
西格列汀二甲双胍缓释片	丰富公司产品线	已获批	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司慢病领域产品管线
注射用甲氨蝶呤	通过一致性评价	已获批	产品质量控制达到原研产品水平	有利于提高产品质量及市场竞争力
左卡尼汀口服溶液	丰富公司产品线	发补完成	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司慢病领域产品管线
复合磷酸氢钾注射液	丰富公司产品线	发补完成	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司维生素和矿物质产品管线
Z006SGX	丰富公司产品线	准备申报	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司维生素和矿物质产品管线
Z001WDD	丰富公司产品线	准备申报	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司维生素和矿物质产品管线
预充式甲氨蝶呤注射液	丰富公司产品线	已申报	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司免疫领域的产品管线
聚多卡醇注射液	丰富公司产品线	已申报	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司血管领域的产品管线
Z011MTS	丰富公司产品线	稳定性研究阶段	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司慢病领域的产品管线
Z020TSZ	丰富公司产品线	质量研究阶段	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司慢病领域的产品管线
Z021WPK	丰富公司产品线	前期准备阶段	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司免疫领域的产品管线
Z022DFE	丰富公司产品线	前期准备阶段	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司肾病领域的产品管线
注射用多种维	通过一致性	发补完成	产品质量控制达到原研产品水平	有利于提高产品质量及市场竞争力

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
维生素（12）	评价			
注射用左亚叶酸钙	通过一致性评价	发补研究	产品质量控制达到原研产品水平	有利于提高产品质量及市场竞争力
注射用水溶性维生素	通过一致性评价	已申报	产品质量控制达到原研产品水平	有利于提高产品质量及市场竞争力
注射用环磷酰胺	通过一致性评价	已申报	产品质量控制达到原研产品水平	有利于提高产品质量及市场竞争力
Z024JJZ	通过一致性评价	稳定性研究阶段	产品质量控制达到原研产品水平	有利于提高产品质量及市场竞争力
Z025SMT	丰富公司产品线	中试生产阶段	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司维生素和矿物质产品管线
Z017MJL	丰富公司产品线	稳定性研究阶段	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司慢病领域管线
Z018WPT	丰富公司产品线	BE 试验阶段	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司免疫领域的产品管线
Z018WPT	丰富公司产品线	进行中	药品获批视同通过一致性评价化学仿制药的新品种	丰富公司免疫领域的产品管线

资料来源：公司 2024 年报，江海证券研究发展部

2 行业分析：政策支持稳健发展

根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》，公司所处行业为“医药制造业”（行业代码：C27），主营业务涵盖药品（化药和中药及创新药等）的研发、生产和销售。2025 年上半年全国规模以上医药制造业实现营业收入 12,275.2 亿元，同比下降 1.2%；营业成本 7,153.7 亿元，同比下降 0.1%；利润总额 1,766.9 亿元，同比下降 2.8%。医药行业作为我国国民经济重要部分，有较强刚性需求，中长期看将稳健发展，短期在政策调控下整体承压，具备成本、品牌及研发优势的企业将胜出。2025 年医药行业深化医保改革，药品集采规则优化促进行业“质价平衡”，价格治理等工作持续推进，同时国家支持创新药高质量发展，相关政策从多维度构建支持体系，推动医药产业向“真创新”转型。

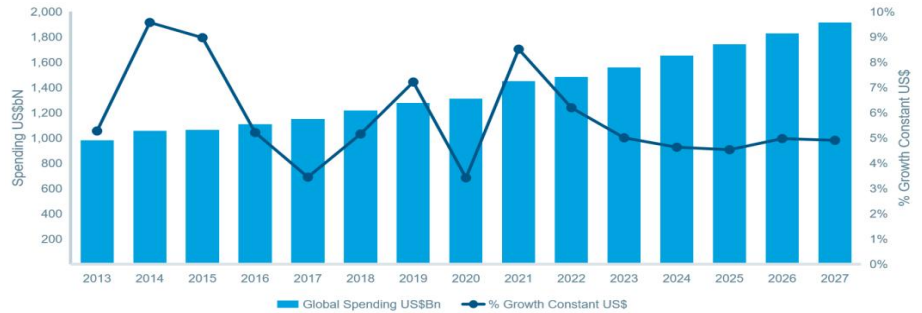
2.1 全球医药行业市场规模持续增长

随着世界经济发展、人口总量的增长、社会老龄化程度的提高以及创新类药物的持续研发创新和推广，全球医药市场将保持良好的增长态势。全球

医药市场，预计到 2027 年全球医药市场的累计净值将增加约 5000 亿美元。预计全球药品市场（按标价或出厂价格计算）的年复合增长率达 3%-6%，到 2027 年市场规模将达到约 1.9 万亿美元。

图 3、全球医药市场趋势预测

Exhibit 3: Global medicine market size and growth 2013–2027



Source: IQVIA Market Prognosis, Sep 2022; IQVIA Institute, Nov 2022
The Global Use of Medicines 2023: Outlook to 2027. Report by the IQVIA Institute for Human Data Science.

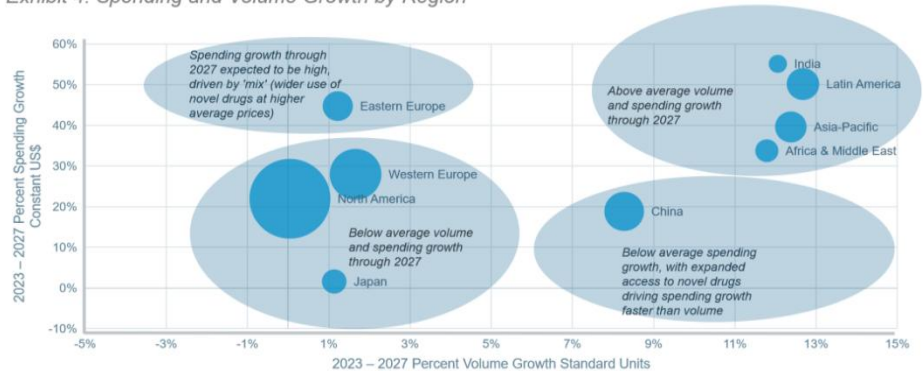
IQVIA
INSTITUTE

资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势，五年（2023 年至 2027 年）总增长率在不同的地区从不足 10% 到超过 50% 不等。在销量相对较低的地区，如东欧地区，预计这五年药品市场将增长约为 45%，这主要是由于均价更高的创新药被更广泛地使用所驱动。在北美、西欧以及日本等销量增长较慢的市场，这五年的药品销量增长和美元恒定支出增长预计都不高。在高销量市场如拉丁美洲、亚太地区、中东和非洲市场，预计这五年的支出增长将从 35% 到 55% 不等。中国药品市场支出预计这五年的增长约为 20%。

图 4、全球各地区医药市场的支出与销量增长呈现出不同的趋势

Exhibit 4: Spending and Volume Growth by Region



Source: IQVIA Market Prognosis, Sep 2022; IQVIA Institute, Nov 2022
The Global Use of Medicines 2023: Outlook to 2027. Report by the IQVIA Institute for Human Data Science.

IQVIA
INSTITUTE

资料来源：IQVIA 艾昆纬、江海证券研究发展部

2.2 全球人口增长与老龄化趋势凸显

全球人口增长与老龄化趋势凸显。《2024 年世界人口展望》报告指出，

到 2024 年中期，全球人口达到近 82 亿，预计在 60 年内还将增加 20 亿，到 2080 年代中期达到约 103 亿的峰值。2024 年 1 月，国务院发布首个支持银发经济发展的文件《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》，提出 4 个方面 26 项具体措施，旨在推动银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展，并培育高端产品与服务。随着老年群体扩大，保健品等医药需求持续增长，银发经济的兴起将为医药及相关产业链带来新的发展机遇。

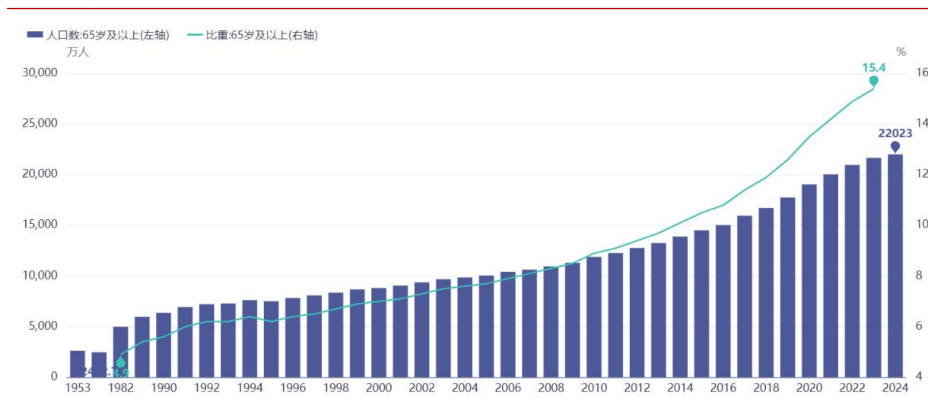
人口老龄化趋势也日益明显，美国国立卫生研究院和美国人口调查局预计到 2050 年，全球 65 岁以上人口占比将上升至近 16%，总人数达到近 16 亿人。根据国家统计局的相关数据，2023 年我国 65 岁及以上人口为 21,709 万人，占全国人口的 15.4%，2024 年我国 65 岁及以上人口为 22,203 万人。

图 5、全球人口增长趋势展望情况



资料来源：《2024 年世界人口展望》，江海证券研究发展部

图 6、中国老龄化问题凸显 (万人, %)



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

因此，随着经济发展、人口惯性增长、社会老龄化程度的上升以及民众健康意识的不断增强，我国医药行业将保持持续增长趋势。受益于我国医药行业的持续增长，同时随着合成生物学等科学技术的不断发展及应用，氨基酸在医药方面所起的重要作用日益增大，现实和潜在的功能被不断开发，医药行业对氨基酸及其衍生物的需求量将日益增加。

2.3 创新药行业：技术突破与政策驱动的黄金发展期

近年来，我国医药创新领域呈现蓬勃发展态势，创新药研发与上市进程持续加速，成为推动医药产业升级和健康中国战略实施的核心动力。医药行业经历了全面深化医疗保障改革，集采政策纠偏使仿制药利润趋于合理，挂网评价体系强化优质药品供给，同时全链条支持政策助力创新药发展。药品集采规则优化，注重“质价平衡”，革新竞价机制，优先临床需求，强化质量管控；2025年上半年大部分省份开展价格治理，以“全国药品挂网价格一览表”为工具，横向比价，常态化“回头看”，收窄药品价差；国家医保局与国家卫生健康委印发文件，从研发、准入、临床、支付等多维度支持创新药高质量发展，提升研发精准度，拓宽支付渠道，破除入院壁垒，加速出海，推动医药产业向“真创新”转型。

据国家药品监督管理局数据显示，2024年我国共批准228个新药上市申请，涵盖196个品种，其中1类创新药达48个品种，创历史新高。2025年5月，我国累计批准16款新药上市，除注射用泽尼达妥单抗外，其余15款均为全球首次获批，其中14款由我国药企自主研发。这些创新成果覆盖肿瘤、流感、罕见病等重大疾病领域，尤其以肿瘤治疗领域最为突出。典型代表如恒瑞医药自主研发的苹果酸法米替尼胶囊（商品名：艾比特），作为多靶点酪氨酸激酶抑制剂，通过阻断c-Kit、VEGFR、PDGFR等关键信号通路发挥抗肿瘤作用。其关键II期临床数据显示，卡瑞利珠单抗联合法米替尼治疗复发或转移性宫颈癌，中位总生存期（OS）达20.6个月，显著优于单药治疗组（14.9个月）和化疗组（13.9个月）。这些成果不仅彰显我国药企从仿制向原创的跨越式发展，更通过全球首创药物为患者提供全新治疗选择。随着政策支持力度加大、研发投入攀升，我国创新药产业正加速融入国际市场，为全球医疗健康事业贡献中国智慧与方案。

图 7、2022-2024 年中国 1 类创新药批准数量

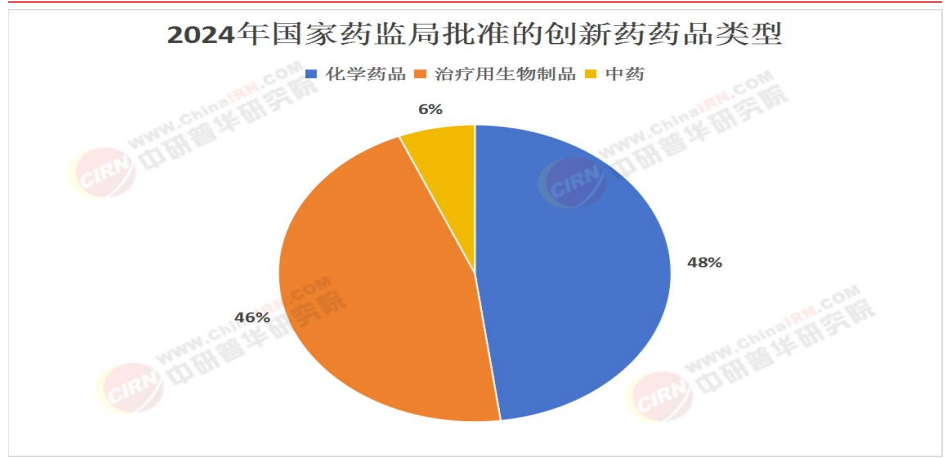


资料来源：国家药监局，中研普华，江海证券研究发展部

2024年国家药品监督管理局批准48个1类创新药中化学药品、治疗用生物制品和中药分别为23个、22个和3个，分别占比47.9%、45.8%、6.3%，涵

盖肿瘤、神经系统疾病、内分泌系统疾病和抗感染等近 20 个治疗领域。

图 8、2024 年国家药监局批准的创新药药品类型



资料来源：国家药监局，中研普华，江海证券研究发展部

2025 年创新药行业正经历技术突破与政策驱动的黄金发展期：中研普华报告显示，2024 年全球市场规模突破 1.2 万亿美元，中国以 4500 亿元规模占据约 6% 份额，年复合增长率达 20.3%，增长由 ADC（2024 年全球交易额超 420 亿美元，中国占 38%）、双抗（中国项目数占全球 37.9%）及 CGT（中国在研 2865 个，占 31%）三大技术平台驱动；政策端，2024 年医保谈判周期缩短至 1 年，60% 头部药企研发投入超 15%（复星、恒瑞、百济等年投入超 50 亿元）。市场规模方面，2025 年中国预计突破 7500 亿元，肿瘤/自免/代谢领域贡献 60% 增量，驱动因素包括技术红利（ADC 有效率提升 40%、双抗副作用降低 50%）、医保支付（2024 年达 920 亿元，占医保 3.7%，远低于美国 13%）及国际化突破（2024 年 License-out 交易新高，泽布替尼国际销售额 18 亿美元，同比增 107%；2025 年 1-5 月 License-out 总金额达 455 亿美元，超 2024 上半年，如三生制药与辉瑞达成超 60 亿美元合作，刷新首付款纪录）。创新药市场呈“哑铃型”格局（头部企业占 60%、细分领域创新者 30%、新兴 biotech 10%），2024 年 FDA 批准的 57 款新药中中国占 14 款（24.6%，全球第三）。预计 2030 年中国创新药市场行业规模或达 2.3 万亿元，中国将主导全球 30% 临床试验，原创药占比提升至 40%，AI 制药降低成本 50%、预计缩短周期至 6 年，生态协同（如张江科学城超 1000 家企业全链条）推动行业从“治疗”向“健康管理”跃迁。

2.4 公司核心竞争力：产品矩阵、生产质控、销售网络等多优势协同

公司在追求高质量发展的行业新常态下，稳中求进，持续打磨并强化自身核心竞争力，在多方面展现出优势。

文化理念优势：公司以“誉衡因您更精彩”为企业文化，秉持尊重、成长、激情、合作、分享的理念，融入产品开发、运营管理、人才发展、产业整合等各环节。管理层在“二次创业”指引下，秉持“责任、奋斗、求真、高效、创新、分享”理念，以合规经营为前提，采取精英治理模式，坚持“产品为王”战略，布局差异化、创新性产品，致力于打造资产质量优良、盈利能力较强、具备自主创新能力的国际化公司。

产品优势：自 IPO 以来，公司坚守“产品为王”战略，通过产品引进、合作开发、投资并购等方式，实现产品覆盖领域广、产品线丰富。截至 2025H1，持有 300 余个药品注册证书，覆盖多个治疗领域，213 个产品纳入 2024 版国家医保目录，64 个产品纳入基药目录。核心产品上市多年，在细分领域市场占有率高，部分产品为独家品种，且获得多项行业奖项，市场认可度高。

生产与质量管控优势：公司拥有 6 家具备完整生产与质量管理体系的生产子公司，构建起原料药+制剂的生产基地布局。各子公司生产工艺先进、设备精良、保障体系完善，生产剂型多样，拥有 50 余条生产线，涵盖多个特色生产线。形成了成熟技术平台，具备完整工艺开发与中试生产能力，部分产品获制备工艺发明专利，且不断优化工艺流程。同时，严格执行新版药品生产质量管理规范，完善全生命周期与全产业链质量管理体系，实行全员、全过程、全方位质量管理，健全药品安全追溯体系，确保质量管理体系有效运行与持续改进。

销售优势：公司构建了由多个具备 GSP 认证资格的法人销售主体及其他主要生产主体组成的销售网络，拥有高效专业销售团队，能根据市场反馈迅速调整推广与产品策略，实现产品开发、上量、直链终端。结合产品特点，形成精细化招商、零售、第三终端、电商等多样化销售模式，在“全渠道营销、分渠道管理”中坚持精细化管理，销售效率与专业化推广能力不断提升。

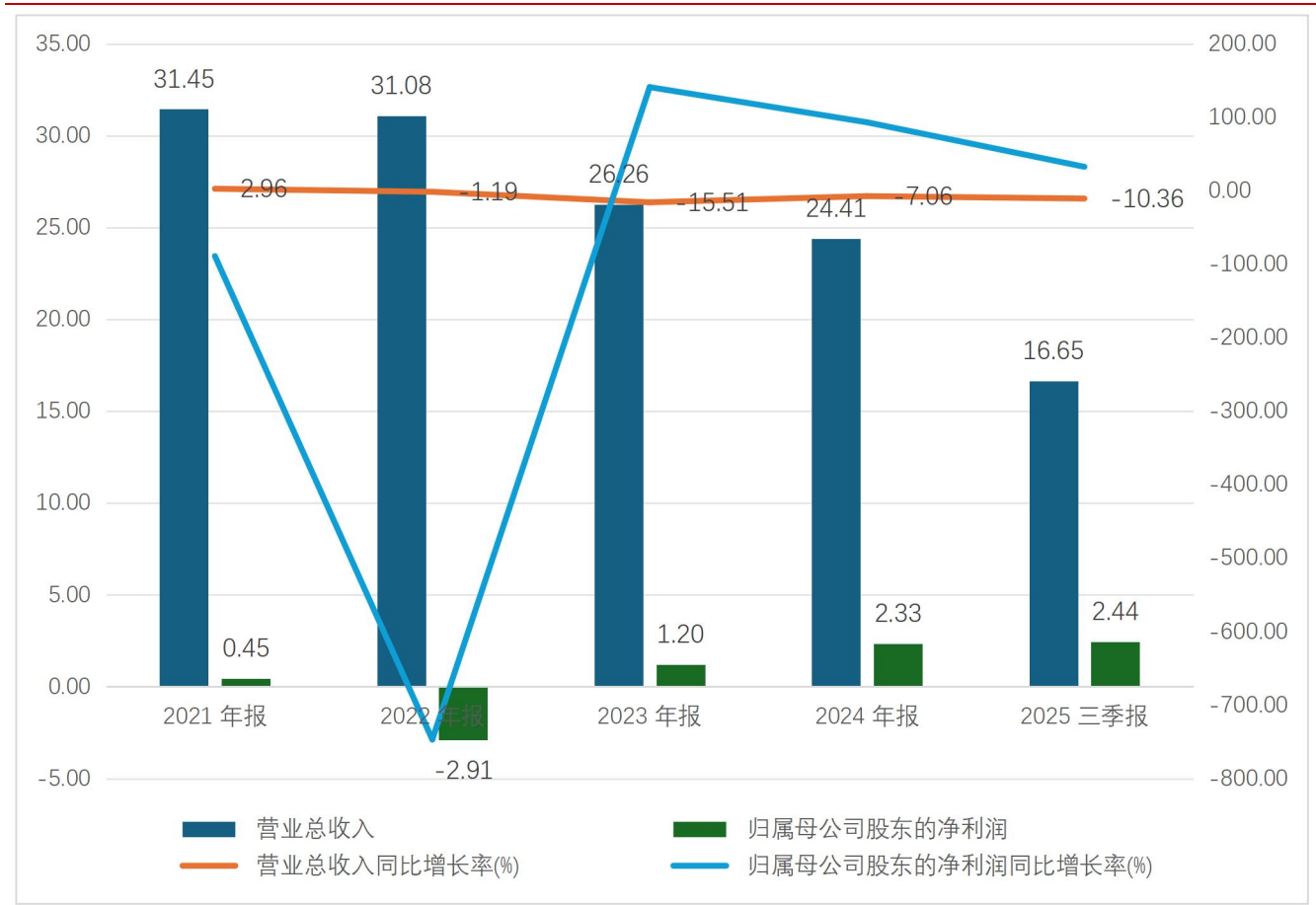
合作优势：公司与全球知名药企第一三共有近十年合作关系，合作产品从单个拓展到 6 个，治疗领域从心脑血管类拓展到镇痛类。2025H1，还与兴和制药（中国）有限公司、卫材（中国）药业有限公司签订推广协议。累计推广日本药企 10 款产品，其中 9 款为原研产品，提升了公司专业化学术推广能力与品牌影响力，为更多产品落地奠定基础，后续将以此为契机开拓更多合作机会。

3 公司财务：营收保持韧性，管理效率提升，盈利逐渐修复

近五年公司财务经历了 2022 年的亏损波动，后逐步修复并实现盈利质量

提升。收入端受集采冲击持续承压，营收从2021年31.45亿元波动调整至2025Q3的16.65亿元，归母净利润从2022年的-2.91亿元扭亏为盈，2025Q3达2.44亿元。2025Q3上涨主要源于以下几个方面（1）非经常性损益大幅增长：公司投资的基金Wu Xi Healthcare VenturesII,L.P.持有的**基石药业**股价大幅上涨，2025Q3产生较大的公允价值变动损益。未来存在股价波动的不确定性。（2）存量业务的增长：氯化钾缓释片、独家中药品种安脑丸/片、鹿瓜多肽注射液、玻璃酸钠注射液、注射用多种维生素（12）、注射用盐酸罂粟碱等产品销量实现了增长。（3）新上市产品如西格列汀二甲双胍缓释片、氟比洛芬酯注射液贡献增量。（4）第三季度成本费用的进一步节降：公司销售费用、管理费用、财务费用均有一定程度的下降，费用率控制在较低水平。

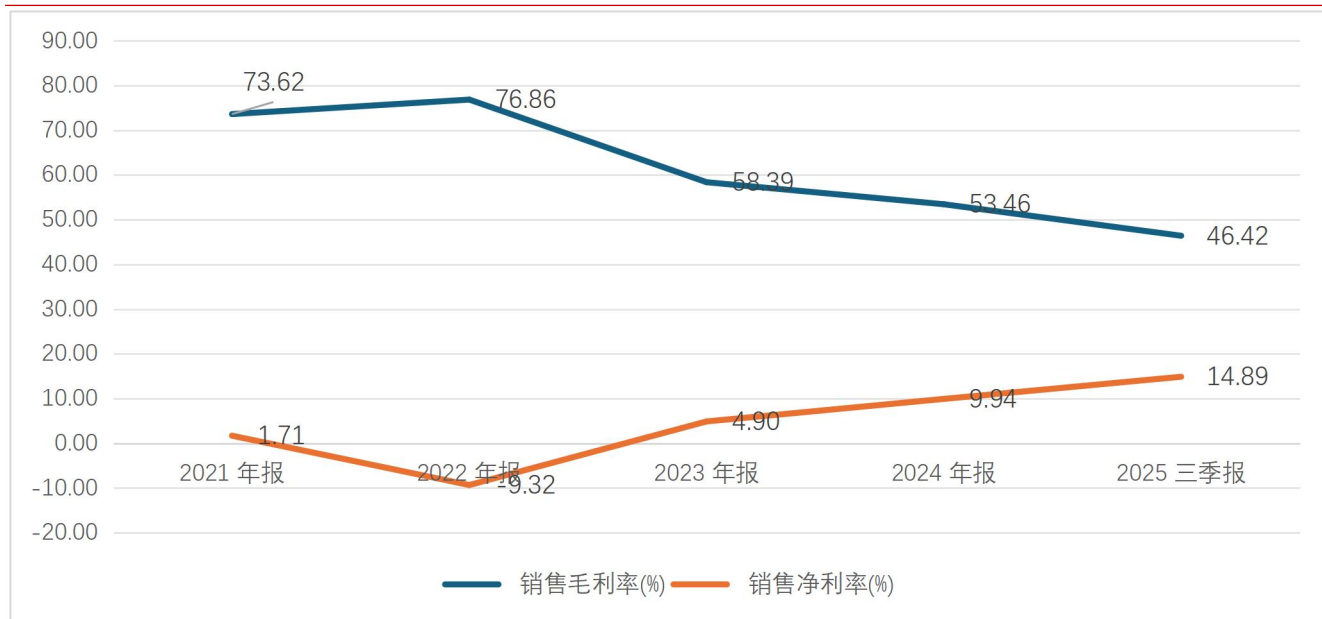
图9、公司营业收入、归母净利润及增长情况（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

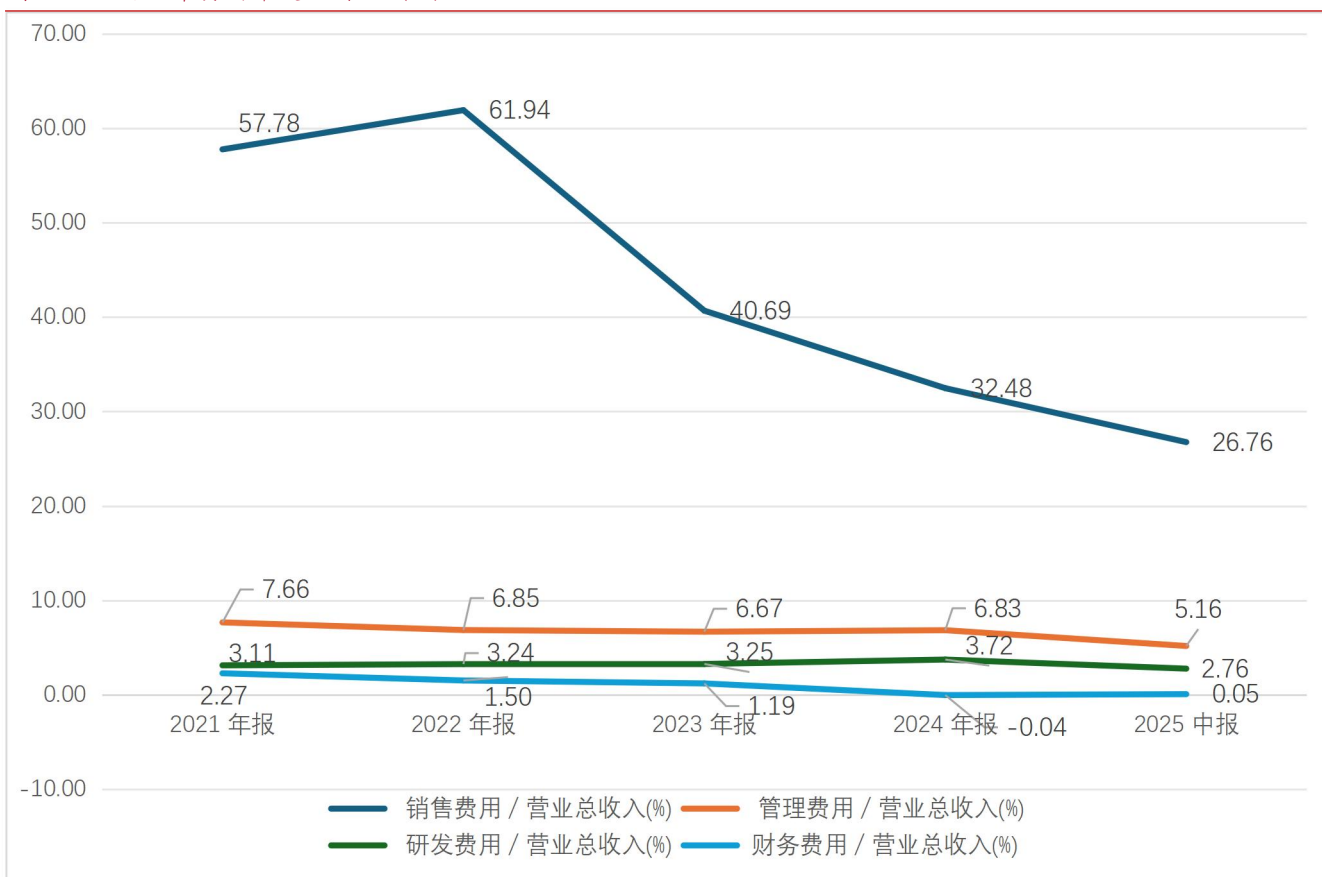
公司毛利率受集采影响从2021年的73.62%回落至2025Q3 46.42%，但净利率从1.71%升至14.89%；费用端销售/管理费用率持续下降，财务费用率因2024年提前还贷转负，研发费用率相对稳定在3%左右，资产负债率也由2021年的57.85%下降至2025Q3 28.13%，整体财务健康度改善。

图 10、公司销售毛利率和净利率变化情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

图 11、公司近年费用率变化情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，江海证券研究发展部

公司近五年的财务状态实现了从“波动修复”到“健康稳健”的转变：营收虽受行业调整略有波动，但通过产品结构优化与费用管控，成功扭转 2022 年的亏损，2025Q3 归母净利润同比增长超 30%；毛利率随集采消化后

未来有望趋于稳定，净利率逆势提升，同时销售、管理费用率持续下降、财务费用因还贷后压力减轻，研发费用保持稳定，整体盈利质量、资金健康度均有所改善，已进入“低负债、高盈利韧性”的良性经营阶段。

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

2025年上半年，公司营收10.995亿元，呈现“双核心+多补充”的清晰驱动格局：营养类药物作为绝对支柱，以43.88%的占比贡献4.82亿元收入；心脑血管药物紧随其后，27.99%的占比对应3.08亿元营收；骨科、电解质类药物则以10.72%（1.18亿元）、8.25%（0.91亿元）的占比构成业务补充，剩余营收来自其他品类。

营养类与心脑血管板块为公司营收“基本盘”，是业绩稳定性的核心压舱石。叠加经营管理效率的持续优化，公司研发、销售、管理费用率有望保持稳中有降的态势；而低负债的财务结构，也将支撑财务费用长期处于低位。从行业环境看，集采对公司存量产品（如注射用多种维生素（12）、氯化钾缓释片、鹿瓜多肽注射液等均已进入集采；中药产品安脑丸/片的集采风险较小）的影响大部分已经消化，但公司与日本第一三共合作的产品普伐他汀钠片未中选第十一批集采，2026年销售额或面临下滑风险，公司将通过其他产品的增长进行弥补，以及创新药、独家品种将持续受益于政策端的支持。

在此基础上，公司未来业绩增长将依托多维度布局实现：

1、集采产品筑牢业绩底盘，院外渠道打开增量空间：公司注射用多种维生素（12）、鹿瓜多肽注射液、氯化钾缓释片等核心产品已纳入集采，相关收入占比超60%，预计未来2-3年将持续为公司提供稳定现金流支撑。但注射用多种维生素（12）2025年前三季度增速已放缓至10%，集采降价带来的收入稀释效应呈现，该产品后续增长或将更多依托院外渠道的拓展来实现。

2、存量产品的增长续力：安脑丸/片等成熟产品将延续增长势能，西格列汀二甲双胍缓释片、氟比洛芬酯注射液等导入期产品也将加速放量，进一步打开收入空间。

3、新签产品的增量贡献：2025年新签约的佩玛贝特片、甲钴胺注射液，将在后续市场拓展中逐步释放潜力，成为营收新的增长点。

4、产品矩阵的扩容布局：公司将持续推进与跨国药企（MNC）合作产品的国内推广，同时积极捕捉并购机会，进一步丰富产品管线，为长期增长筑牢基础。

我们预计2025-2027年公司营业收入分别为2,252.80/2,392.24/2,637.93百万元，同比增长-7.70%/6.19%/10.27%；2025-2027年公司归母净利润分别为254.40/288.74/348.65百万元，同比增长9.30%/13.50%/20.75%。当前市值对应2025-2027年PE分别为28.25/24.89/20.61倍。

表 6、销售收入结构预测

收入(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
合计营收	2,440.73	2,252.80	2,392.24	2,637.93
YOY	-7.06%	-7.70%	6.19%	10.27%
维生素类药物	1125.24	1046.47	1098.79	1208.67
YOY	0.00%	-7.00%	5.00%	10.00%
心脑血管药物	669.50	602.55	632.68	695.95
YOY	-1.52%	-10.00%	5.00%	10.00%
骨科药物	271.53	274.25	301.67	331.84
YOY	0.42%	1.00%	10.00%	10.00%
抗肿瘤药物	128.81	103.05	104.08	105.12
YOY	-27.24%	-20.00%	1.00%	1.00%
电解质类药物	124.18	126.66	139.33	160.23
YOY	-47.30%	2.00%	10.00%	15.00%
抗感染药物	51.04	43.38	43.81	44.25
YOY	-19.51%	-15.00%	1.00%	1.00%
其他用药领域	39.54	51.40	66.82	86.86
YOY	85.32%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务	5.02	5.07	5.12	5.18
YOY	0.00%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	2024A	2025E	2026E	2027E
整体	53.46%	48.49%	49.07%	49.94%

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

4.2 估值及建议

公司以“产品为王”为核心战略，构建了以营养类、心脑血管类药物为双核心，骨科、电解质类药物为补充的多领域产品集群，依托集采产品稳定

托底、独家品种快速放量、跨国药企合作及精准并购拓展管线的模式，实现了从单一骨科领域向综合化制药企业的转型，同时凭借费用管控与低负债的财务结构筑牢盈利根基。我们选取福元医药、立方制药、华森制药、仟源医药等主营业务与营收体量相近的企业作为可比公司，2025年可比公司平均PE为34.27倍，当前公司估值处于合理区间。基于公司“集采产品托底+独家品种放量+新签产品增量”的增长逻辑，公司具备估值提升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表7、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601089.SH	福元医药	1.02	1.13	1.26	1.41	24.46	22.05	19.79	17.73
003020.SZ	立方制药	0.84	1.05	1.32	1.71	33.12	26.55	21.14	16.33
002907.SZ	华森制药	0.18	0.27	0.31	0.34	88.28	59.05	52.59	47.14
300254.SZ	仟源医药	0.16	0.36	0.54	0.71	63.50	29.44	19.84	15.31
算术平均值						52.34	34.27	28.34	24.13
002437.SZ	誉衡药业	0.1	0.11	0.13	0.16	30.88	28.25	24.89	20.61

资料来源：同花顺iFinD，数据截至2025年12月2日，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于同花顺iFinD一致预期）

5 风险提示

行业政策风险。医药行业直接影响到使用者的生命健康安全，属于国家重点监管行业。随着医疗卫生体制改革的进一步深化，药品审批、质量监管、公立医院改革、医保控费、药品集中带量采购等政策的实施，将影响公司产品的销售数量、销售价格，从而对公司经营造成影响。

药品研发风险。医药产品研发涉及实验研究、临床测试、药品注册批件获取、工业化生产上市等多个阶段，随着国家监管法规、注册法规的日益严格，药品研发所需资金可能会大幅提高，存在药品研发失败的风险。

质量控制风险。注册审评新规、仿制药一致性评价办法等一系列新标准、新制度、新规定的出台和实施，对药品自研发到上市的各个环节都做出了更加严格的规定，对全流程的质量把控提出了新的要求。

环保及安全经营风险。环保法等监管规定对污染物的排放管控力度较大，在环保规范化管理和污染防治等方面对公司提出了更高的要求。

集采产品业绩承压风险。普伐他汀钠片未中选第十一批集采，2026年起公立医疗机构渠道份额或将流失；注射用多种维生素（12）受集采降价影响，2025年前三季度增速已放缓至10%，若院外渠道拓展不及预期，核心产品收

入或低于预期。

新签产品放量不确定性风险。佩玛贝特片、甲钴胺注射液尚处于市场导入期，需面临同类产品竞争及医保准入节奏的不确定性，短期或难以贡献显著增量。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1154	877	1373	1996	2429
现金	711	482	915	1559	1896
应收票据及应收账款	206	126	180	145	214
其他应收款	27	19	23	21	28
预付账款	10	14	8	16	11
存货	191	189	199	208	233
其他流动资产	10	47	47	47	47
非流动资产	1998	1948	1642	1463	1365
长期股权投资	69	68	-10	-97	-145
固定资产	1056	1024	882	868	892
无形资产	200	181	103	31	-38
其他非流动资产	674	675	667	661	656
资产总计	3152	2825	3015	3460	3794
流动负债	1411	823	741	884	851
短期借款	676	0	0	0	0
应付票据及应付账款	70	60	73	67	84
其他流动负债	666	763	668	817	766
非流动负债	31	29	29	29	29
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	29	29	29	29
负债合计	1442	852	770	913	880
少数股东权益	48	22	40	52	72
股本	2198	2280	2280	2280	2280
资本公积	380	457	457	457	457
留存收益	-914	-681	-408	-107	261
归属母公司股东权益	1662	1951	2205	2494	2842
负债和股东权益	3152	2825	3015	3460	3794

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	274	411	235	601	328
净利润	129	243	272	301	368
折旧摊销	110	91	94	96	101
财务费用	31	-1	-19	-33	-47
投资损失	23	-5	73	84	44
营运资金变动	1	30	-143	166	-125
其他经营现金流	-20	54	-43	-12	-12
投资活动现金流	94	-59	181	9	-37
资本支出	30	63	-134	4	50
长期投资	103	-24	78	87	48
其他投资现金流	21	28	-31	-74	-34
筹资活动现金流	-889	-583	17	33	47
短期借款	-779	-676	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	82	0	0	0
资本公积增加	-91	76	0	0	0
其他筹资现金流	-19	-66	17	33	47
现金净增加额	-520	-230	433	644	338

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2626	2441	2253	2392	2638
营业成本	1093	1136	1160	1218	1321
营业税金及附加	36	34	30	33	36
销售费用	1069	793	597	622	699
管理费用	175	167	115	121	132
研发费用	85	91	63	72	82
财务费用	31	-1	-19	-33	-47
资产和信用减值损失	-1	-3	1	2	3
其他收益	78	72	59	59	67
公允价值变动收益	-18	-14	38	6	6
投资净收益	-23	5	-73	-84	-44
资产处置收益	3	3	4	3	3
营业利润	175	285	334	347	450
营业外收入	3	1	2	2	2
营业外支出	1	2	4	2	2
利润总额	177	284	332	346	450
所得税	48	41	59	45	82
净利润	129	243	272	301	368
少数股东损益	8	10	18	12	20
归属母公司净利润	120	233	254	289	349
EBITDA	311	375	406	406	500
EPS (元)	0.05	0.10	0.11	0.13	0.16

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-15.5	-7.1	-7.7	6.2	10.3
营业利润(%)	164.8	62.7	17.2	3.8	29.9
归属于母公司净利润(%)	141.3	93.4	9.3	13.5	20.7
获利能力					
毛利率(%)	58.4	53.5	48.5	49.1	49.9
净利率(%)	4.9	9.9	12.1	12.6	14.0
ROE(%)	7.5	12.3	12.1	11.8	12.6
ROIC(%)	6.2	12.3	11.5	10.8	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	45.7	30.2	25.5	26.4	23.2
净负债比率(%)	-1.0	-23.7	-40.1	-60.7	-64.6
流动比率	0.8	1.1	1.9	2.3	2.9
速动比率	0.7	0.8	1.6	2.0	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	12.1	14.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	15.0	17.4	38.4	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.10	0.11	0.13	0.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.18	0.11	0.27	0.15
每股净资产(最新摊薄)	0.74	0.87	0.99	1.12	1.27
估值比率					
P/E	59.7	30.9	28.3	24.9	20.6
P/B	4.3	3.7	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	23.7	18.3	15.9	14.3	11.0

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

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，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。

分析师介绍

姓名：吴春红

从业经历：中南民族大学金融管理学硕士，17 年证券从业经验，2009 年入职江海证券。

分析师声明

本报告署名分析师声明，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，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。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“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。