



为进一步丰富公司产品品类，增强核心竞争力，公司成立全资子公司海南柳药投资有限公司，与 Suninflam Ltd. 签订《投资协议》。Suninflam Ltd.（含其下属公司）正在开展 SIF001 药物研究，该药是一款以炎症反应中的关键因子作为靶点的创新单克隆抗体药物，是全球首个针对癫痫“炎症病因”的药物，填补了药物难治性癫痫治疗的机制空白，尤其适合对传统药物耐药的患者。截至 9 月 30 日，该项目已进入美国一期临床试验，并在中国开展 IIT 试验。

● 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 211.33、222.21、233.83 亿元，归母净利润分别为 8.28、8.73、9.22 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8.5、8.1、7.7 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

医保政策收紧风险，集采扩面降价超预期风险，参股公司创新药进度不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21182	21133	22221	23383
增长率（%）	1.78	-0.24	5.15	5.23
EBITDA（百万元）	1468.00	1241.36	1288.92	1249.71
归属母公司净利润（百万元）	854.87	828.24	873.18	921.58
增长率（%）	0.62	-3.12	5.43	5.54
EPS(元/股)	2.15	2.09	2.20	2.32
市盈率（P/E）	8.27	8.53	8.09	7.67
市净率（P/B）	0.93	0.88	0.82	0.77
EV/EBITDA	5.21	4.85	4.45	4.33

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表									
营业收入	21182	21133	22221	23383	营业收入	1.8%	-0.2%	5.1%	5.2%
营业成本	18775	18913	19857	20863	营业利润	-3.8%	0.9%	4.3%	4.9%
税金及附加	64	73	76	77	归属于母公司净利润	0.6%	-3.1%	5.4%	5.5%
销售费用	630	613	664	706	盈利能力				
管理费用	424	465	507	549	毛利率	11.4%	10.5%	10.6%	10.8%
研发费用	40	35	39	58	净利率	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%
财务费用	235	0	0	0	ROE	11.2%	10.4%	10.2%	10.1%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	8.8%	6.9%	6.9%	6.9%
营业利润	1004	1013	1056	1107	偿债能力				
营业外收入	15	7	8	10	资产负债率	62.7%	61.9%	60.9%	60.0%
营业外支出	15	7	9	10	流动比率	1.57	1.60	1.64	1.67
利润总额	1003	1012	1056	1107	营运能力				
所得税	136	140	144	151	应收账款周转率	2.01	2.03	2.09	2.08
净利润	868	873	912	956	存货周转率	7.59	7.21	7.53	7.52
归母净利润	855	828	873	922	总资产周转率	1.02	0.98	0.99	1.00
每股收益(元)	2.15	2.09	2.20	2.32	每股指标(元)				
资产负债表									
货币资金	3684	5339	5629	5948	每股收益	2.15	2.09	2.20	2.32
交易性金融资产	0	0	0	0	每股净资产	19.20	20.13	21.56	23.08
应收票据及应收账款	10777	10461	11177	11686	估值比率				
预付款项	334	422	413	423	PE	8.27	8.53	8.09	7.67
存货	2642	2601	2674	2872	PB	0.93	0.88	0.82	0.77
流动资产合计	18613	19367	20491	21591	现金流量表				
固定资产	1016	1006	980	940	净利润	868	873	912	956
在建工程	83	103	123	143	折旧和摊销	232	229	233	143
无形资产	223	201	179	157	营运资本变动	-509	502	-450	-368
非流动资产合计	2656	2529	2426	2403	其他	248	13	29	28
资产总计	21269	21896	22917	23994	经营活动现金流净额	839	1617	724	759
短期借款	2944	2944	2944	2944	资本开支	-148	-139	-128	-118
应付票据及应付账款	6920	7231	7560	7870	其他	5	544	0	0
其他流动负债	1993	1896	1981	2113	投资活动现金流净额	-142	405	-129	-118
流动负债合计	11858	12071	12485	12927	股权融资	691	0	0	0
其他	1474	1472	1472	1472	债务融资	-175	92	0	0
非流动负债合计	1474	1472	1472	1472	其他	-463	-459	-305	-322
负债合计	13332	13543	13956	14398	筹资活动现金流净额	53	-367	-305	-322
股本	399	399	399	399	现金及现金等价物净增加额	750	1655	290	319
资本公积金	2305	2305	2305	2305					
未分配利润	4519	4934	5372	5834					
少数股东权益	313	357	396	431					
其他	401	357	488	627					
所有者权益合计	7937	8353	8961	9595					
负债和所有者权益总计	21269	21896	22917	23994					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3

楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048