

医药生物

2025年12月12日

华海药业

(600521)

—— 仿创结合，创新即将步入收获期

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

**市场数据：** 2025年12月11日

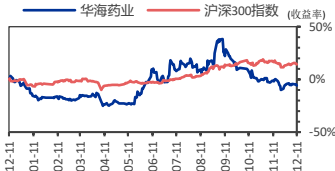
收盘价(元)	17.67
一年内最高/最低(元)	27.97/13.49
市净率	2.9
股息率%(分红/股价)	1.41
流通A股市值(百万元)	26,456
上证指数/深证成指	3,873.32/13,147.39

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2025年09月30日

每股净资产(元)	6.19
资产负债率%	54.62
总股本/流通A股(百万)	1,497/1,497
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

张静含 A0230522080004  
zhangjh@swsresearch.com  
余玉君 A0230522080005  
yuyj@swsresearch.com

研究支持

余玉君 A0230522080005  
yuyj@swsresearch.com

联系人

余玉君 A0230522080005  
yuyj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **原料药+制剂一体化，奠定公司发展基石。** 公司是国内特色原料药优质企业，并基于强大的原料药生产优势，多年坚持制剂全球化战略布局。国内制剂一方面现有产品借助集采实现快速上量。公司是国内原料药公司转型制剂销售的先行者，2018年之后，受益于带量采购的政策，公司国内制剂进入快速增长阶段，2024年国内外制剂销售规模合计达57.59亿元，2012-2024年CAGR达24.4%。截至2025年上半年，公司107个产品获得美国ANDA文号；通过国内仿制药质量与疗效一致性评价(含视同)产品共91个，销售区域覆盖全国31个省、市、自治区，共涉及45个制剂产品在“国家集中带量采购及国采协议期满各省市接续”中中选。随着产品文号的不断积累，叠加产品获批后部分可通过集采渠道实现快速放量，我们认为未来1-2年公司制剂批文数量有望破百，品种的快速积累也有助于塑造企业护城河。
- **创新转型，打开第二成长曲线。** 公司生物药聚焦于自身免疫和肿瘤领域生物创新药的自主研发，已申请国内外发明专利超70件，目前在研项目20余个，其中12个项目已进入临床研究阶段，同时，公司主要布局潜在FIC和BIC项目等具有差异化和创新性的早期项目，聚焦未被满足的临床需求，开启华海药业的创新转型，打开长期成长空间。
- **创新药即将步入收获关键期。** 公司核心创新管线中，(1) HB0034 (IL-36R) 即将迎来商业化，截止2025年10月，HB0034完成关键性临床试验，所有终点均已达成，2025年8月已纳入CDE优先审评品种名单，公司于2025年10月10日发布公告称上市许可申请已被受理，有望于明年第二季度获批上市；(2) HB0017 (IL-17A)：除中重度斑块状银屑病适应症已完成临床III期外，还在同步开展强直性脊柱炎III期临床；(3) 肿瘤领域，HB0025 (PD-L1/VEGF双抗) 联合标准治疗用于晚期或复发的子宫内膜癌已正式向CDE递交确证性III期临床试验启动前会议申请，标志着该项目即将步入III期临床开发的关键阶段；非小细胞肺癌的II期临床数据疗效显著，有望年内启动III期临床。
- **盈利预测与投资评级。** 2025-2027年公司营业收入预计分别为86.32、94.13、102.82亿，增速分别为-9.6%、9.0%、9.2%。归母净利润预计分别为4.88亿、7.97亿、9.85亿元，增速分别为-56.4%、63.5%、23.6%。可比公司2026年平均P/E为43X，我们给予目标公司行业平均P/E，则目标市值为344亿元，有30.04%的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：** 业绩波动风险、市场竞争加剧风险、原料药及中间体产品存在价格下降及销售波动的风险、研发不及预期的风险、地缘政治风险、诉讼进展不确定性风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9,547	6,409	8,632	9,413	10,282
同比增长率(%)	14.9	-11.6	-9.6	9.0	9.2
归母净利润(百万元)	1,119	380	488	797	985
同比增长率(%)	34.7	-63.1	-56.4	63.5	23.6
每股收益(元/股)	0.77	0.26	0.33	0.53	0.66
毛利率(%)	61.9	61.7	60.9	61.1	61.0
ROE(%)	12.6	4.0	5.6	8.3	9.3
市盈率	24		54	33	27

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

2025-2027 年公司营业收入预计分别为 86.32、94.13、102.82 亿，增速分别为-9.6%、9.0%、9.2%。归母净利润预计分别为 4.88 亿、7.97 亿、9.85 亿元，增速分别为-56.4%、63.5%、23.6%。可比公司 2026 年平均 P/E 为 43X，我们给予目标公司行业平均 P/E，则目标市值为 344 亿元，有 30.04% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设点

(1) **原料药及中间体**：主要包括抗高血压、抗神经和其他。其中，抗高血压类主要包括沙坦类和普利类，我们假设抗高血压类 2025-2027 年销量增速分别为 3%、4.83%、4.83%，考虑到抗高血压品类产品价格基本处于底部，我们假设 2025-2027 年单价增速分别为-5%、5%、5%，则抗高血压类原料药 2025-2027 年收入增速分别为-2%、10%、10%；抗神经类 2025-2027 年收入增速分别为-20%、10%、10%；考虑到其他品类主要是新品种，2025-2027 年收入增速分别为 5%、20%、20%。综合以上假设，原料药及中间体 2025-2027 年收入增速预期分别为-7%、12%、12%。

(2) **成品药销售**：公司成品药销售主要分国内制剂和国外制剂两大部分。其中，国内制剂 2025 年由于部分品种集采控费续约等影响，增长压力较大，我们假设 2025-2027 年国内制剂销售增速分别为-14%、9%、9%；国外制剂 2025 年在关税影响下，呈现小幅下滑趋势，2026 年有望逐步恢复增长，我们假设 2025-2027 年收入增速分别为-3%、3%、3%。综合以上假设，公司成品药销售 2025-2027 年收入增速预期分别为-11.66%、7.42%、7.59%。

### 有别于大众的认识

市场普遍质疑公司作为原料药企业的转型能力，认为其缺乏创新基因。**我们认为**，公司以“原料药+制剂一体化”形成的成本与制造优势为基底，正在将“创新制剂”与“创新药”作为第二曲线，其首款自研新药已经提交上市申请，第二款新药已经三期临床结束，2026-2027 年正是公司创新药经过多年积淀，进入收获期阶段，已展现出清晰的转型路径与执行力，具备确定性成长空间。

### 股价表现的催化剂

(1) 仿制药业绩回暖；(2) 创新药商务合作落地；(3) 创新药研发突破。

### 核心假设风险

业绩波动风险、市场竞争加剧风险、原料药及中间体产品存在价格下降及销售波动的风险、研发不及预期的风险、地缘政治风险、诉讼进展不确定性风险。

## 目录

<b>1 原料药制剂一体化布局，创新转型开启新篇章.....</b>	<b>5</b>
1.1 深耕医药制造的老牌药企 .....	5
1.2 股权结构稳定，管理架构清晰 .....	5
1.3 原料药制剂价格承压，业绩有望触底回升 .....	5
<b>2 原料药制剂一体化，双轮驱动稳增长.....</b>	<b>8</b>
2.1 原料药维持稳健，品种梯队丰富.....	8
2.2 产业链协同，制剂打开公司第二条成长曲线.....	10
<b>3 布局生物新药，聚焦肿瘤自免，打造全新平台.....</b>	<b>12</b>
3.1 自主研发布局，聚焦肿瘤自免平台 .....	12
3.2 多年积累，研发管线逐步进入收获期.....	12
3.3 前瞻布局 PD-(L)1/VEGF 双抗，一线数据亮眼，已推至子宫内膜癌三期 .....	13
<b>4 盈利预测与估值分析.....</b>	<b>15</b>
4.1 关键假设与盈利预测.....	15
4.2 相对估值法：公司目标市值为 344 亿.....	16
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

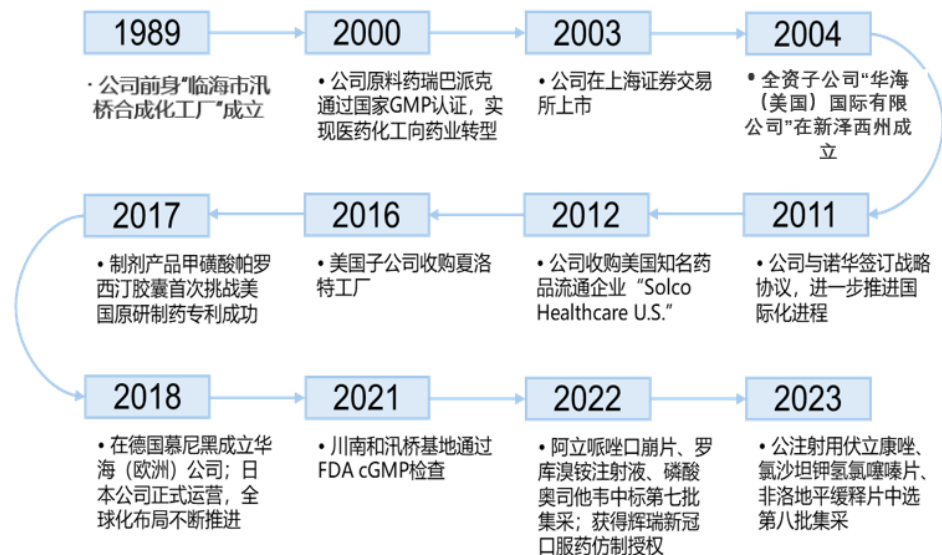
图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司营业收入及增速 (2020-2025Q3) .....	6
图 3: 公司归母净利润及增速 (2020-2025Q3) .....	6
图 4: 公司收入构成 (2020-2024) .....	7
图 5: 主营业务毛利贡献 (2020-2024) .....	7
图 6: 公司毛利率与净利率 (2020-2025Q3) .....	7
图 7: 公司主营业务毛利率变化情况 (2020-2024) .....	7
图 8: 公司费用率 (2020-2025Q3) .....	7
图 9: ROA 和 ROE 变化情况 (2020-2025 Q3) .....	7
图 10: 公司原料药不同领域销售额及整体增速 .....	8
图 11: 公司原料药不同领域占比 .....	8
图 12: 不同领域原料药销量趋势 .....	9
图 13: 抗高血压和抗神经类原料药销售均价趋势 .....	9
图 14: 公司原料药及中间体分品类毛利率趋势 .....	9
图 15: 沙坦类原料药价格趋势.....	10
图 16: 普利类原料药价格趋势.....	10
图 17: 公司制剂销售收入及增速 .....	10
图 18: 制剂销售毛利率 .....	10
图 19: 国内制剂和国外制剂同步增长 .....	10
图 20: 国内国外制剂毛利率趋势 .....	10
图 21: 公司近 5 年国内制剂每年新增获批数量.....	11
表 1: 华海药业布局主要原料药品种 .....	8
表 2: 公司参与全国带量采购中选品种情况.....	11
表 3: 公司部分生物创新药在研管线梳理 (截止 2025 年 11 月) .....	12
表 4: HB0025 在 CSCO 发布的最新临床疗效数据 .....	14
表 5: 盈利预测表.....	15
表 6: 可比公司情况 .....	16
表: 可比公司估值 (截止 年 月 日) .....	

# 1 原料药制剂一体化布局，创新转型开启新篇章

## 1.1 深耕医药制造的老牌药企

华海药业创立于 1989 年，总部位于中国浙江，经历三十多年的发展，公司已成为集医药制剂和原料药为一体的制药企业。公司是中国首家通过 FDA 制剂质量认证、自主拥有 ANDA 文号的制药公司，并在美国实现规模化制剂销售的中国制药公司。公司现有员工 9000 余人，在全球拥有 40 多家分子公司；主要业务覆盖化学药、生物药、细胞治疗、贸易流通等多个领域，与全球近千家制药企业建立了长期合作关系，为一百多个国家和地区提供医疗健康产品。公司产品涵盖：心血管类、精神障碍类、神经系统类、抗感染类等领域，是全球主要的心血管、精神类健康医疗产品制造商之一。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 1.2 股权结构稳定，管理架构清晰

公司股权结构稳定，子公司布局广泛、分工明确。公司创始人、现任总裁陈保华先生为华海药业第一大股东和实际控制人，直接持股 24.64%（截至 2025Q3）。陈保华于 1989 年创立华海药业前身临海市汛桥合成化工厂，历任临海市华海合成化工厂厂长、临海市华海化工有限公司总经理、浙江华海医药化工有限公司总经理、浙江华海药业有限公司董事长、总经理等职务。公司下设 40 余家子公司，各子公司分工明确，包括原料药、中间体、制剂一体化等医药化工相关业务、商品流通、进出口贸易业务等。同时，公司通过开设华奥泰等子公司，积极推进公司科研开发和创新转型。

## 1.3 原料药制剂价格承压，业绩有望触底回升

受原料药、制剂价格影响，公司营业收入和利润出现波动，但 2024 年恢复增长。近年来公司受到杂质事件和 FDA 禁令、原料药市场降价、汇率波动等影响，营收和利润有所波

动。而随着 FDA 禁令于 2022 年解除，同时公司集采制剂放量、海外市场恢复、销售渠道优化等推进，公司 2024 年营业收入达 95.47 亿元，同比增长 14.91%，归母净利润达 11.19 亿元，同比增长 34.74%。公司 2025 年前三季度业绩有所波动，实现营收 64.09 亿元，同比下降 11.57%；归母净利润 3.80 亿元，同比下降 63.12%。

### 2025 年前三季度业绩波动较大，2026 年有望恢复增长：

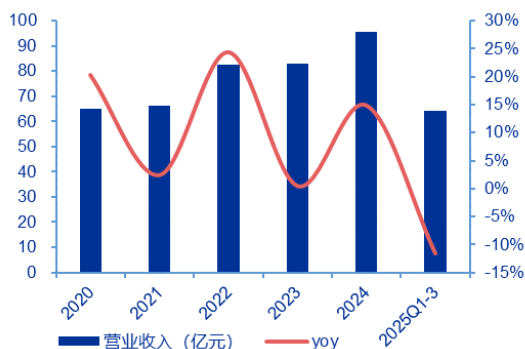
(1) 公司正积极推进创新战略转型升级，聚焦“仿创协同-全球运营-价值升级”的战略，加快生物创新药研发项目的推进进度，相应研发费用化投入同比大幅增长约 54%。2026 年公司创新管线逐步进入三期和申请上市阶段，研发费用资本化率会进一步提升，我们预计研发费用化率会一定幅度下降；

(2) 国内制剂业务虽因国内集采政策的扩面深化，价格持续承压，竞争不断加剧，公司老产品存量市场竞争激烈，新产品上量尚需时间，导致国内制剂销售收入同比出现下降，影响利润同比减少，但公司持续深化多元化渠道网络建设和多模态业务拓展，制剂产品市场占有率及影响力快速提升。在 2025 年集采承压的基础上，我们预计 2026 年随着院外市场开拓、集采增加进而销售费用率下降等多方面因素，公司国内制剂业务有望恢复增长；

(3) 美国制剂业务受中美关税及市场竞争加剧等影响，销售收入及利润同比均略有下降，随着 2026 年关税税率一定程度下降，公司美国制剂业务 2026 年有望恢复增长；

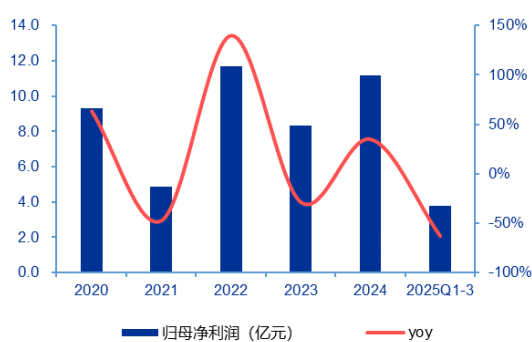
(4) 原料药业务持续面临前期产能扩张与价格承压交织的激烈竞争，同时新产品因开发周期长、受内外部经营环境变化因素影响大等特点，新项目商业化进程未达预期，影响了原料药销售收入同比出现下降，影响利润同比减少。得益于公司精益化管理的持续深化、技改能力的不断提升及规模化效应带来的影响，公司原料药业务毛利率保持相对稳定，2025 年前三季度公司原料药毛利率约为 48.45%，公司成本控制能力及综合竞争实力进一步增强。在公司降本增效的同时，我们看到公司主力原料药品种价格已基本维稳，原料药收入承压缓解，以及新产品放量加速，2026 年预计原料药业务将触底回升。

图 2：公司营业收入及增速 (2020-2025Q3)



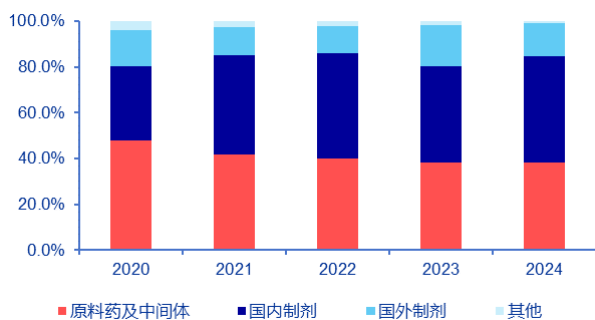
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：公司归母净利润及增速 (2020-2025Q3)

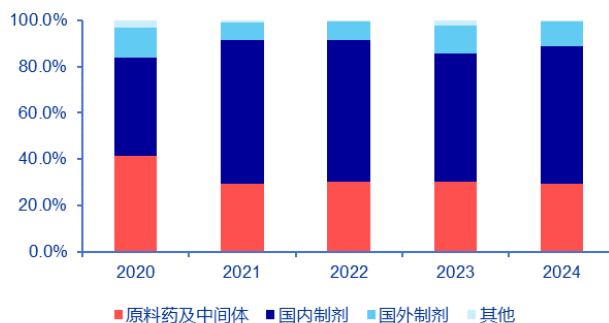


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**国内制剂业务贡献公司近 60%毛利。**从具体业务板块来看，公司主营业务收入和毛利结构相对集中；其中，原料药及中间体业务收入贡献占比有所下降，而制剂业务收入贡献持续提升。2024 年公司原料药及中间体实现收入占比 38.4%，对应毛利占比 29.3%，整体保持稳定；国内制剂收入占比 46.3%，近五年毛利贡献由 2020 年的 42.5%逐步提升至 2024 年的 .%；国外制剂收入占比 .%，毛利占比 .%，较上年有所回落。

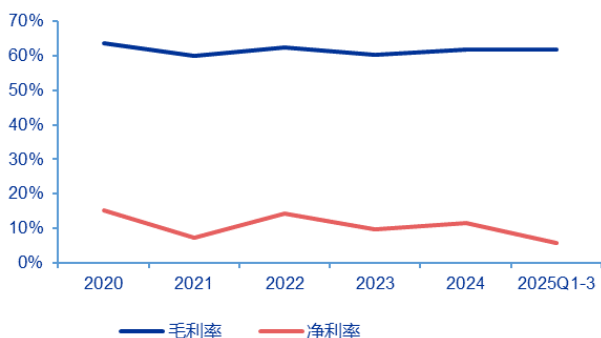
**图 4：公司收入构成 (2020-2024)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

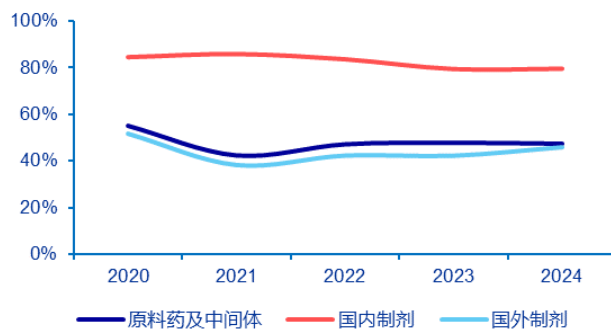
**图 5：主营业务毛利贡献 (2020-2024)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司毛利率和各主营业务毛利率整体稳定。**受到国内集采政策深化、原料药竞争加剧和中美关税影响，公司净利率有所波动，而公司整体和主营业务毛利率仍保持稳定。公司近五年毛利率均保持在 60-64%左右，2025Q3 毛利率基本维持。随着公司进一步加强销售渠道拓展，和创新药管线进入收获期，预计未来盈利能力将进一步改善。

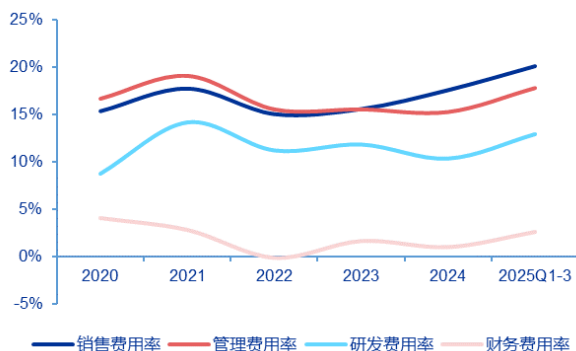
**图 6：公司毛利率与净利率 (2020-2025Q3)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

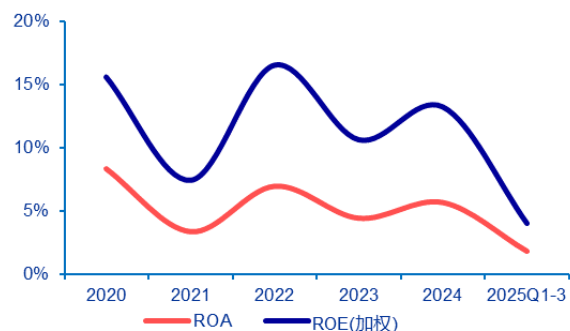
**图 7：公司主营业务毛利率变化情况 (2020-2024)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司销售投入增加支持新市场拓展、研发投入增加全面拥抱创新。**由于公司近年来在原料药、国内外制剂等业务持续开拓新市场和新客户，深化地区和全球销售网络，销售投入增加使得销售费用率有所上升。同时，公司积极推动向创新药转型，加大研发投入，2025 前三季度研发费用率有所上升。公司 ROA 和 ROE 有所波动，随着集采政策优化、市场拓展和创新药管线持续推进，未来有较大修复空间。

**图 8：公司费用率 (2020-2025Q3)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 9：ROA 和 ROE 变化情况 (2020-2025 Q3)**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2 原料药制剂一体化，双轮驱动稳增长

公司主营医药制剂、原料药业务，形成了以心血管类、精神障碍类、神经系统类、抗感染类等为主导的产品系列。公司坚持华海特色，持续加快产业转型升级步伐，推进全球化战略布局，完善和优化制剂和原料药两大产业链，深化国际国内两大销售体系，不断提升研发创新能力，积极规划落实健康科技产品的战略布局。

### 2.1 原料药维持稳健，品种梯队丰富

原料药业务是公司发展的基石。公司原料药产品以心血管类、精神障碍类、神经系统类、抗感染类等特色原料药为主，逐步向消化类、呼吸类、抗肿瘤类、内分泌类等延伸。作为全球主要的心血管类、精神障碍类及神经系统类原料药供应商，公司销售网络覆盖全球上百个国家和地区，与全球超千家制药企业建立了稳定的合作关系，主要市场头部客户覆盖率近 90%。截至 2025 年上半年，公司通过国家药监局审评审批的原料药登记号 81 个，获得美国 DMF86 个，在其他主要境外市场取得原料药批文合计 102 个。

表 1: 华海药业布局主要原料药品种

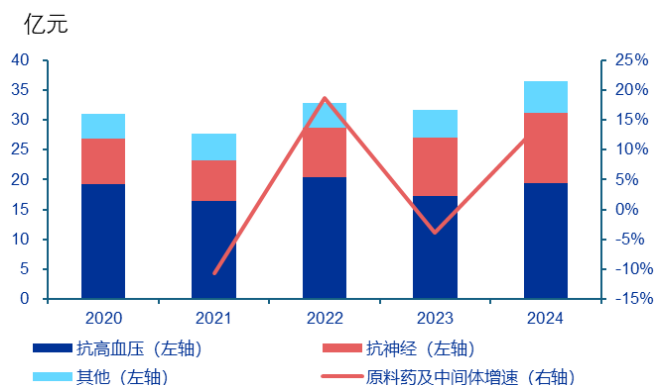
领域	主要原料药品种
心血管领域主要产品	厄贝沙坦、缬沙坦、氯沙坦钾、卡托普利、盐酸贝那普利、马来酸依那普利、氨氯地平、尼卡地平、拉西地平、按氯噻嗪、托拉塞米等等
中枢神经和精神领域主要产品	奥氮平、利培酮、度洛西汀、帕罗西汀、多奈哌齐、盐酸美金刚
其他领域主要产品	尼拉帕利、乌帕提尼、伏立康唑、奥司他韦、芦可替尼

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司是国内特色原料药的优质企业，在国际原料药市场也处于行业领先地位，是全球主要的心血管类原料药供应商。同时，公司精神障碍类及神经系统类原料药产品近几年市场拓展成效显著，已在全球市场占有一定的市场份额，抗感染类、消化类、呼吸类、抗肿瘤类、内分泌类等产品逐步上量，产品梯队效益显现。

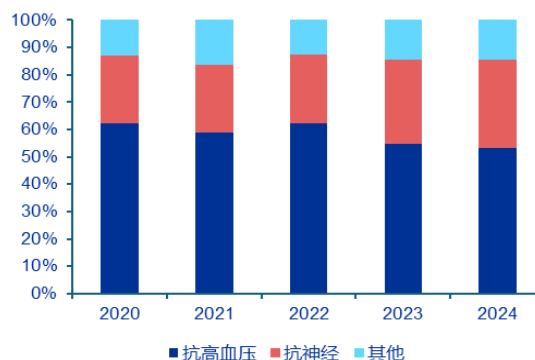
公司整体原料药及中间体 2020-2024 年维持稳健，从 2020 年的 31.02 亿元增长至 2024 年的 36.46 亿元，复合增速为 4.13%。从结构来看，随着公司品类的不断开拓，抗高血压类在原料药及中间体收入占比呈下降趋势，抗神经和其他种类呈增长趋势。

图 10: 公司原料药不同领域销售额及整体增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11: 公司原料药不同领域占比

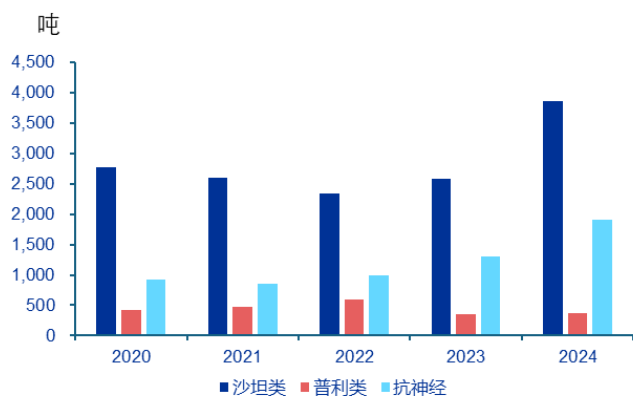


资料来源：公司公告，申万宏源研究

从三大品类销售额和销售量来看,抗高血压类销量持续增长,沙坦类和普利类合计销量从2020年的3193吨增长至2024年的4228吨,销售额从2020年的19.26亿增长至2024年的19.46亿,销量增长但均价下降导致销售额基本维持稳定。

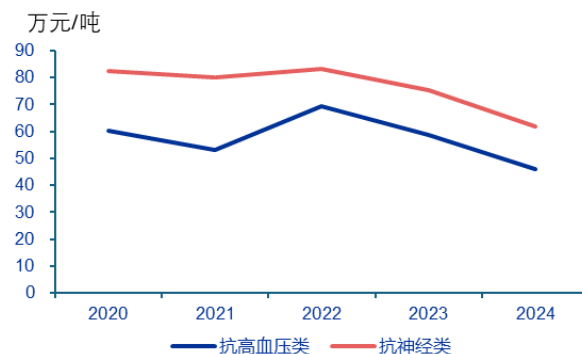
从两大主要品类销售均价来看,抗高血压类和抗神经类的销售均价呈下降趋势。2020-2024年,抗高血压和抗神经类分别下降-23.7%和-25.4%。

图 12: 不同领域原料药销量趋势



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

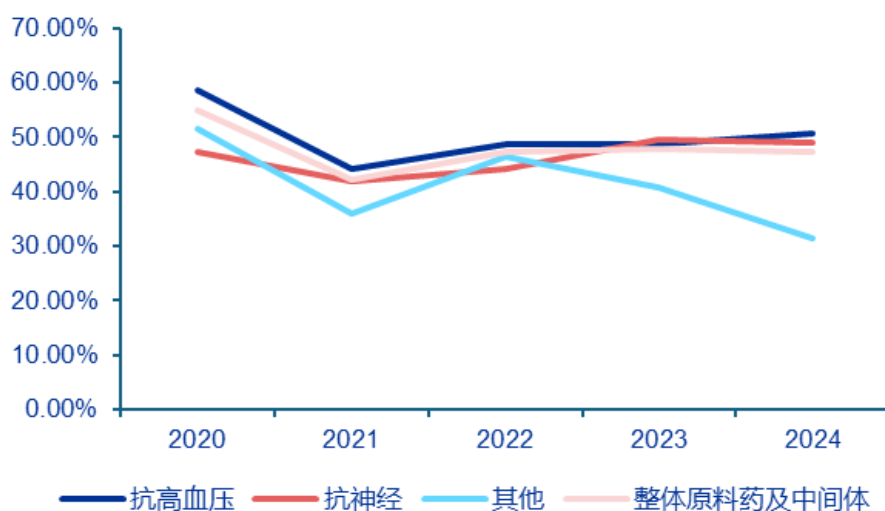
图 13: 抗高血压和抗神经类原料药销售均价趋势



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

受复杂多变的国际政治经济环境及美国加征关税等影响,原料药市场竞争加剧,价格持续承压,在此背景下,公司持续建设并优化全球销售网络,通过深度市场拓展,深化大客户多元化、定制化业务开发合作,聚焦市场潜力品种拓展等举措,在一定程度上对冲了价格下行的影响,维持了整体毛利率相对稳健趋势。

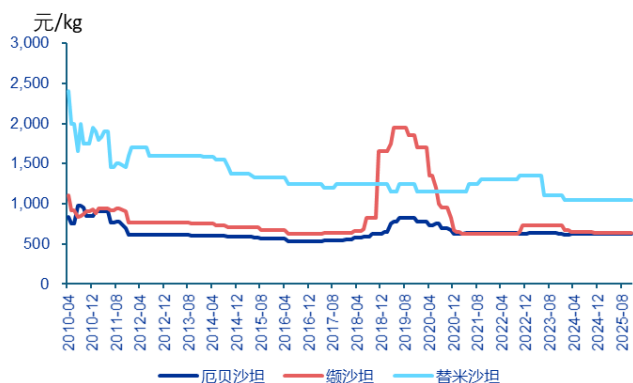
图 14: 公司原料药及中间体分品类毛利率趋势



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

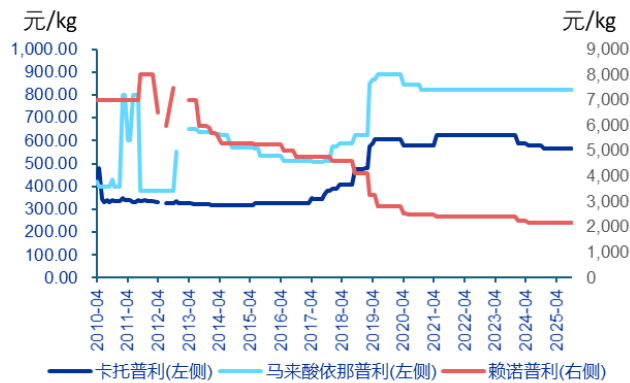
**主力品种沙坦价格底部趋稳。**2018年受缬沙坦杂质事件影响,全球缬沙坦供应端出现短缺,价格大幅上涨,产能扩张明显,2020年主流厂商恢复供应叠加下游进入去库存周期,缬沙坦原料药价格一路走低。目前公司主要沙坦类原料药价格底部趋稳,进一步下跌空间有限。我们预计在低价周期下,原料药产能有望逐步出清,期待未来价格弹性。

图 15: 沙坦类原料药价格趋势



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 16: 普利类原料药价格趋势



资料来源: wind, 申万宏源研究

## 2.2 产业链协同, 制剂打开公司第二条成长曲线

公司在做大、做强特色原料药产业的同时, 将产业链向下游高附加值的制剂领域延伸, 拥有从中间体、原料药到制剂的垂直一体化优势, 具备研产销相对闭环的产业链、价值链和供应链优势。

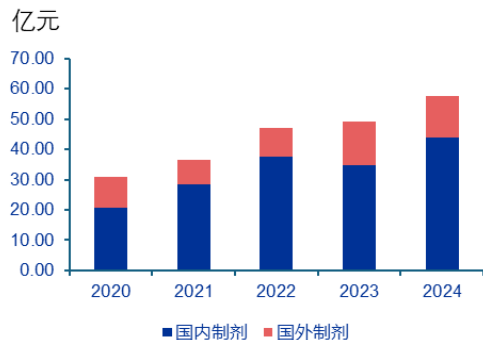
公司是国内原料药公司转型制剂销售的先行者, 2018年之后, 受益于带量采购的政策, 公司国内制剂进入快速增长阶段, 2024 年国内外制剂销售规模合计达 57.59 亿元, 2012-2024 年 CAGR 达 24.4%, 且随着制剂规模的不断增长, 公司制剂销售毛利率也不断提升, 2024 年公司制剂销售毛利率达 71.56%。

图 17: 公司制剂销售收入及增速



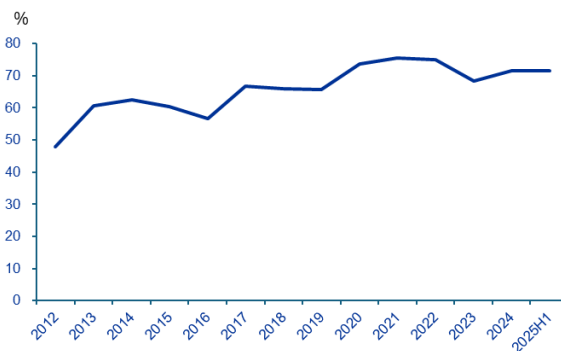
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 19: 国内制剂和国外制剂同步增长



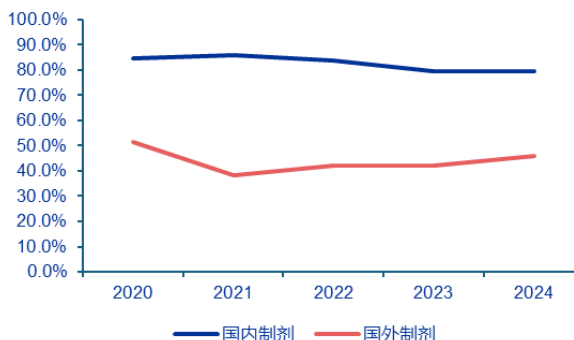
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 18: 制剂销售毛利率



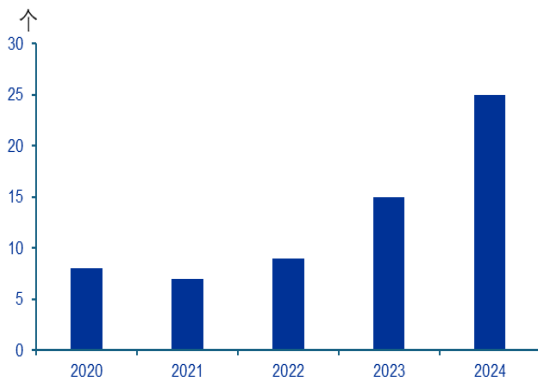
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 20: 国内国外制剂毛利率趋势



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

近年来，公司不断加强产品管线建设，逐年增加国内制剂品种的申报和获批，在 2024 年全年获批和申报多项达历史高峰。截至 2025 年上半年，公司 107 个产品获得美国 ANDA 文号；通过国内仿制药质量与疗效一致性评价（含视同）产品共 91 个，销售区域覆盖全国 31 个省、市、自治区，共涉及 45 个制剂产品在“国家集中带量采购及国采协议期满各省市接续”中中选。随着产品文号的不断积累，叠加产品获批后部分可通过集采渠道实现快速放量，我们认为未来 1-2 年公司制剂批文数量有望破百，品种的快速积累也有助于塑造企业护城河。

**图 21：公司近 5 年国内制剂每年新增获批数量**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 2：公司参与全国带量采购中选品种情况**

批次	时间	涉及品种数量	涉及品种
4+7 城市药品集中采购	2018.12	6	厄贝沙坦片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、赖诺普利片、利培酮片、氯沙坦钾片、盐酸帕罗西汀片
第4批全国带量采购	2021.2	1	伏立康唑
第5批全国带量采购	2021.6	2	阿立哌唑片、利伐沙班片
第7批全国带量采购	2022.7	3	阿立哌唑口崩片、罗库溴铵注射液和磷酸奥司他韦胶囊
第8批全国带量采购	2023.3	3	氯沙坦钾氢氯噻嗪片、非洛地平缓释片和注射用伏立康唑
第9批全国带量采购	2023.11	2	赛洛多辛胶囊、奥美沙坦酯氢氯噻嗪片
第10批全国带量采购	2024.12	2	甲磺酸雷沙吉兰片、西格列汀二甲双胍片(II)
第11批全国带量采购	2025.1	4	多巴丝肼片、阿戈美拉汀片、尼麦角林片、二甲双胍恩格列净片(I)

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 3 布局生物新药，聚焦肿瘤自免，打造全新平台

### 3.1 自主研发布局，聚焦肿瘤自免平台

生物药及创新药业务是公司构建“仿创协同-全球运营-价值升级”战略的核心，是公司实现从成本竞争向技术驱动的跨越。公司生物药聚焦于自身免疫和肿瘤领域生物创新药的自主研发，已申请国内外发明专利超 70 件，目前在研项目 20 余个，其中 12 个项目已进入临床研究阶段，同时，公司主要布局潜在 FIC 和 BIC 项目等具有差异化和创新性的早期项目，聚焦未被满足的临床需求，以期惠及更多患者。

表 3：公司部分生物创新药在研管线梳理（截止 2025 年 11 月）

领域	产品	靶点	适应症	申报地区	研发进度					更新日期	
					临床前	IND申请	I期	II期	III期		上市申请
自身免疫性疾病	HB0017	IL-17A	中重度斑块状银屑病 强直性脊柱炎	中国	[Progress bar]					2024/9/10	
			化脓性汗腺炎、银屑病关节炎、 泛发性脓疱型银屑病		[Progress bar]					2025/5/19	
	HB0034	IL-36R		中国	[Progress bar]					2025/2/6	
	HB0056	TSLP/IL-11	哮喘		[Progress bar]					2025/10/1	
					新西兰	[Progress bar]					2025/7/1
					中国	[Progress bar]					2024/9/25
	HB0043	IL-17A/IL-36R	化脓性汗腺炎 特发性肺纤维化、系统性硬化症	中国/美国	[Progress bar]					2025/7/31	
肿瘤				中国	[Progress bar]					2025/5/24	
	HB0025	PD-L1/VEGF (HB0025+SOC)	子宫内膜癌	中国	[Progress bar]					2023/9/6	
			三阴性乳腺癌		[Progress bar]					2025/5/21	
			非小细胞肺癌		[Progress bar]					2024/11/31	
			肾细胞癌		[Progress bar]					2023/2/21	
HB0052	CD73 ADC	多种实体瘤	中国/美国	[Progress bar]					2024/7/18		
HB0046	CD39 x CD73	晚期恶性实体瘤	中国	[Progress bar]					2024/7/5		
眼科	HB002.1M	VEGF	糖尿病性黄斑水肿	中国	[Progress bar]					2021/9/29	
			年龄相关性黄斑变性		[Progress bar]					2020/6/9	

资料来源：公司官网，丁香园数据库，申万宏源研究

公司旗下子公司华奥泰生物，是一家以自主研发为主、着眼于全球的生物新药研发企业，专注于肿瘤和自身免疫疾病等领域生物新药的研发。2024 年 12 月 26 日，公司发布公告，为加快推进公司生物创新药战略布局，增强公司控股子公司华奥泰的运营能力，引入投资者海璟创投认购华奥泰新增股份 2,000 万股，认购价款为 20,000 万元，增资扩股后海璟创投持有华奥泰 6.25% 股权，公司仍持有华奥泰 79.69% 股权，对华奥泰具有控制权。

### 3.2 多年积累，研发管线逐步进入收获期

- (1) **HB0034 (IL-36R)：即将迎来商业化。** HB0034 是华奥泰自主研发的靶向 IL-36R 的人源化 IgG1 型单克隆抗体，能特异性结合 IL-36R，阻断 IL-36 炎症通路信号，抑制上皮细胞/成纤维细胞/免疫细胞介导的炎症反应，从而减少炎症疾病/皮肤疾病（包括泛发性脓疱型银屑病、炎性肠病、系统性红斑狼疮、纤维化疾病）中驱动致病的细胞炎症因子的释放，达到控制疾病的目的。

截止 2025 年 10 月，HB0034 完成关键性临床试验，所有终点均已达成，2025 年 8 月已纳入 CDE 优先审评品种名单，公司于 2025 年 10 月 10 日发布公告，瑞西奇拜单抗（研发代号为：HB0034）注射液境内生产药品注册上市许可申请已被受理，有望于明年第二季度获批上市。

- (2) **HB0017 (IL-17A)：银屑病、强直性脊柱炎推进 3 期。** HB0017 是华奥泰自研 IL-17A 单抗，HB0017 产品除中重度斑块状银屑病适应症已完成临床 III 期外，还在同步开展强直性脊柱炎 III 期临床，HB0017 注射液在已完成的强直性脊柱炎 II 期临床研究中显示出积极的疗效和良好的安全性。

11 月 20 日，公司发布公告，HB0017 注射液治疗中重度斑块状银屑病的疗效和安全性的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 III 期临床研究已顺利完成揭盲，总计共纳入 408 例中国中重度斑块状银屑病患者。研究结果显示，研究达到预设的所有主要疗效终点（第 12 周时达到 PASI 75（PASI 评分较基线改善  $\geq 75\%$ ）的受试者比例、第 12 周时达到 sPGA 0/1（sPGA 评分为 0 分或 1 分）的受试者比例）和关键次要疗效终点（第 12 周达到 PASI 90（PASI 较基线改善  $\geq 90\%$ ）的受试者比例）。维持治疗期给药方案有望实现同类产品给药间隔最长，且各种疗效指标在维持治疗期持续升高并保持稳定。相较于同靶点已上市产品，HB0017 的核心治疗期（前 12 周）和维持治疗期（12-52 周）疗效数据均展现有力的竞争优势。安全性方面，HB0017 整体安全性和耐受性良好，与前期临床研究数据及同靶点药物相比，常见的不良事件类型和严重程度均在预期范围，未发现新的安全性风险信号。

- (3) **肿瘤领域,HB0025 联合标准治疗用于晚期或复发的子宫内膜癌已正式向 CDE 递交确证性 III 期临床试验启动前会议申请**，标志着该项目即将步入 III 期临床开发的关键阶段；非小细胞肺癌的 II 期临床数据疗效显著，9 月初在济南 CSCO 口头公布临床结果，有望年内启动 III 期临床。
- (4) 早期研发方面，加强立项的新颖性，利用 AI 和广泛的生物信息，前瞻性地布局立项潜在 FIC 和 BIC 项目，持续蓄力公司生物药研发管线的创新性和差异化竞争优势。
- (5) 积极稳步推进项目海外权益转让工作，以加速拓展国际市场，尽快实现研发成果的价值落地。

### 3.3 前瞻布局 PD-(L)1/VEGF 双抗，一线数据亮眼，已推至子宫内膜癌三期

HB0025 是公司自主研发的 PD-L1/VEGF 双抗，连接 VEGFR1 片段与抗 PD-L1 单抗而成，高特异性靶向 PD-L1 和 VEGF 双靶点。阻断 PD-L1 解除 PD-1/PD-L1 通路介导的免疫抑制作用、活化细胞毒 T 淋巴细胞，从而抑制肿瘤生长；阻断 VEGF 可抑制血管内皮细胞增殖和新生血管的形成，改善肿瘤微环境、提高细胞毒 T 淋巴细胞在肿瘤微环境中的浸润，有利于免疫治疗。

2020 年 11 月，华奥泰分别向国家药监局及 FDA 递交 HB0025 注射液的临床申请，并分别于 2020 年 12 月、2021 年 1 月获美国、中国临床试验许可，目前 HB0025 已在子宫内膜癌、非小细胞肺癌、肾细胞癌、三阴性乳腺癌等多癌种上开展临床研究，其中 HB0025

联合标准治疗用于晚期或复发的子宫内膜癌已正式向 CDE 递交确证性 III 期临床试验启动前会议申请，标志着该项目即将步入 III 期临床开发的关键阶段。

**2025CSCO 数据亮眼，重磅赛道。**2025 年 9 月在 CSCO 年会上，华奥泰生物 1 场口头报告、1 个壁报：展示全球首创抗 PD-L1/VEGF 融合蛋白 HB0025 的最新临床进展和成果。HB0025 在二期临床中展示显著突破，一线非小细胞肺癌 (NSCLC) 的总体客观响应率 (ORR) 在鳞癌队列达 82.8%，非鳞癌队列达 62.3%。该疗法在 PD-L1 低表达人群 (TPS<1%) 的响应率高达 81.3%，突破现有疗法局限，机制上通过 PD-L1 抗体融合 VEGFR1 D2 靶点多因子 (如 VEGFB/PIGF)，实现差异化优势。

**表 4: HB0025 在 CSCO 发布的最新临床疗效数据**

	Sq-NSCLC (鳞癌组) ,N=62	Non-sq-NSCLC (非鳞癌组) ,N=63
Median follow-up (range), mo (中位随访时间 (范围), 月)	7.10 (2.8, 12.1)	8.97 (2.7, 12.8)
Median treatment duration (range), mo (中位治疗持续时间 (范围), 月)	5.51 (0.7, 11.9)	4.9 (0.7, 12.6)
No. of pts with response evaluation (可进行疗效评估的患者数)	58	61
Best Overall Response, (BOR), n% (最佳总体反应)		
CR (完全缓解)	0	0
PR (部分缓解)	48 (82.8)	38 (62.3)
SD (疾病稳定)	7 (12.1)	21 (34.4)
PD (疾病进展)	3 (5.2)	2 (3.3)
ORR % (95% CI) - 客观缓解率 (95%置信区间)	82.8 (70.6, 91.4)	62.3 (49.0, 74.4)
DCR % (95% CI) - 疾病控制率 (95%置信区间)	94.8 (85.6, 98.9)	96.7 (88.7, 99.6)
ORR % by PD-L1 expression (95% CI) - 按 PD-L1 表达水平分的 ORR		
TPS <1% (阴性)	81.3 (54.4, 96.0)	59.3 (38.8, 77.6)
TPS 1-49% (低表达)	66.7 (41.0, 86.7)	66.7 (34.9, 90.1)
TPS ≥50% (高表达)	100 (82.4, 100.0)	66.7 (34.9, 90.1)

资料来源：2025CSCO (中国临床肿瘤学会) 大会，申万宏源研究

PD-(L)1/VEGF 为国内外创新药 BD 热门靶点，2025 年 5 月 20 日三生制药发布公告，与辉瑞就 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 达成授权许可协议，授予辉瑞全球开发、生产及商业化 SSGJ-707 的独家权益，交易对应 12.5 亿美金首付款及其他最高可达 48 亿美金的潜在付款。此外，PD-(L)1/VEGF 靶点竞品中 BioNTech PM8002、康方生物依沃西单抗、礼新医药 LM-299 等项目均达成高额 BD 交易。

## 4 盈利预测与估值分析

### 4.1 关键假设与盈利预测

公司业务主要分为原料药及中间体、成品药销售（分国内外制剂）及其他（含技术服务和进出口贸易等）。关键假设主要如下：

**(1) 原料药及中间体：**主要包括抗高血压、抗神经和其他。其中，抗高血压类主要包括沙坦类和普利类，我们假设抗高血压类 2025-2027 年销量增速分别为 3%、4.83%、4.83%，考虑到抗高血压品类产品价格基本处于底部，2026-2027 年我们预计产品均价小幅回升，我们假设 2025-2027 年单价增速分别为-5%、5%、5%，则抗高血压类原料药 2025-2027 年收入增速分别为-2%、10%、10%；抗神经类 2025-2027 年收入增速分别为-20%、10%、10%；考虑到其他品类主要是新品种，2025-2027 年收入增速分别为 5%、20%、20%。**综合以上假设，原料药及中间体 2025-2027 年收入增速预期分别为-6.89%、11.66%、11.78%。**

**(2) 成品药销售：**公司成品药销售主要分国内制剂和国外制剂两大部分。其中，国内制剂 2025 年由于部分品种集采控费续约等影响，增长压力较大，2026-2027 年我们预计由于国内制剂由于新品放量拉动、老品续约后放量增长等因素，将呈现销售回暖增长趋势，因此假设 2025-2027 年国内制剂销售增速分别为-14%、9%、9%；国外制剂 2025 年在关税影响下，呈现小幅下滑趋势，2026 年关税税率下降背景下国外制剂有望逐步恢复增长，我们假设 2025-2027 年收入增速分别为-3%、3%、3%。**综合以上假设，公司成品药销售 2025-2027 年收入增速预期分别为-11.66%、7.42%、7.59%。**

表 5：盈利预测表

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	66.44	82.66	83.09	95.47	86.32	94.13	102.82
yoy		24.4%	0.5%	14.9%	-9.6%	9.0%	9.2%
毛利率	60.00%	62.36%	60.42%	61.91%	60.95%	61.11%	61.03%
1.1 原料药及中间体 (亿元)	27.71	32.88	31.60	36.46	33.95	37.91	42.37
yoy		18.68%	-3.90%	15.39%	-6.89%	11.66%	11.78%
毛利率	42.25%	47.14%	47.79%	47.39%	47.58%	47.95%	47.75%
1.2 成品药销售 (亿元)	36.46	47.21	49.32	57.59	50.87	54.65	58.80
yoy		29.49%	4.46%	16.77%	-11.66%	7.42%	7.59%
毛利率	75.58%	75.07%	68.43%	71.56%	70.19%	70.56%	70.92%
1.3 其他业务 (亿元)	2.27	2.57	2.17	1.42	1.50	1.57	1.65
yoy		13.01%	-15.39%	-34.38%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	26.7%	23.6%	62.5%	43.50%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**综合以上业务模块假设，2025-2027 年公司营业收入预计分别为 86.32、94.13、102.82 亿，增速分别为-9.6%、9.0%、9.2%。归母净利润预计分别为 4.88 亿、7.97 亿、9.85 亿元，增速分别为-56.4%、63.5%、23.6%。**

根据假设，2025-2027 年公司盈利波动较大，主要原因如下：（1）2025 年公司原料药、国内制剂、海外制剂均承压（具体原因参见上文分析）， 年我们预计三大业务将

触底回升,收入端回归稳健上涨趋势;(2)费用端,2025年由于核心创新管线品种 HB0025、HB0017(强直性脊柱炎适应症)等处于临床二期关键阶段,费用投入较大,研发费用率上升,2026年 HB0034、HB0017、HB0025均进入临床三期或申报上市阶段,研发费用可计入资本化处理,研发费用率有望下降;(3)销售费用方面,公司近年来不断加强产品管线建设,逐年增加国内制剂品种的申报和获批,在2024年全年获批和申报多项达历史高峰,新品种上市初期加大市场投入,导致2025年销售费用率攀高,2025年产品获批略有放缓,对2026-2027年销售费用压力将有一定缓解。因此综合以上分析,我们预计2026-2027年在2025年公司经营压力较大的基础上,将出现盈利回升和修复。

## 4.2 相对估值法: 公司目标市值为 344 亿

华海药业是仿制药转创新药的代表企业。考虑到公司创新药业务逐步进入收获期,有丰富的管线品种已进入一期、二期、三期以及上市申请阶段,可以给予一定创新药估值,因此我们选择可比公司时,一方面,选择与华海药业类似,有原料药+制剂一体化且同样布局海外市场的可比公司(翰宇药业),另一方面,选择类似的有丰富创新药研发管线以及传统主业实现稳定盈利的可比公司(康辰药业、汇宇制药、奥赛康等)。

表 6: 可比公司情况

股票代码	可比公司	公司概况以及选择原因
603590.SH	康辰药业	与华海药业类似,公司在研发高壁垒、高投入产出比和力争首仿的优质仿制药的同时,积极推进实体肿瘤、肺癌等领域的创新药研发,在重点布局的疾病领域,与华海药业布局管线有所重合。
688553.SH	汇宇制药	与华海药业类似,公司在研发高壁垒、高投入产出比和力争首仿的优质仿制药的同时,积极推进肿瘤治疗领域生物创新药和小分子创新药的研发。生物创新药的项目聚焦于三抗、抗体偶联药物(ADC),尤其在大分子创新药管线方面,与华海药业布局领域有所重合。
002755.SZ	奥赛康	与华海药业类似,公司在研发高壁垒、高投入产出比和力争首仿的优质仿制药的同时,积极推进肿瘤治疗领域生物创新药和小分子创新药的研发。生物创新药的项目聚焦于双抗、抗体偶联药物(ADC),在创新药管线方面,与华海药业布局领域有所重合。
300199.SZ	翰宇药业	与华海药业类似,公司深度布局原料药+制剂一体化,2024年翰宇药业原料药占收入比重44%,华海药业2024年原料药收入占比38%,且翰宇同样布局海外制剂市场,业务结构可比

资料来源:公司公告,公司官网,申万宏源研究

可比公司 2026 年平均 P/E 为 43X,我们给予目标公司行业平均 P/E,则目标市值为 344 亿元,有 30.04% 的上涨空间,首次覆盖给予“买入”评级。

表 7: 可比公司估值 (截止 2025 年 12 月 11 日)

股票代码	公司	市值 (亿元)		归母净利润 (百万)			PE		
		2025.12.11	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603590.SH	康辰药业	68	42	145	182	218	47	37	31
688553.SH	汇宇制药	79	325	56	158	229	140	50	34
002755.SZ	奥赛康	158	160	244	348	475	65	45	33
300199.SZ	翰宇药业	166	-174	273	416	576	61	40	29
平均 P/E 值							78	43	32
600521.SH	华海药业	265	1119	488	797	985	54	33	27

资料来源:wind(万得),申万宏源研究

备注:除华海药业利润为申万医药预测外,其他公司利润为wind一致性预测数据。

## 5 风险提示

### 1. 业绩波动风险

公司原料药和中间体销售收入受下游客户制剂的研发及注册申报进程，以及获批上市后的商业化推广情况等因素影响，具有一定波动性。对于制剂业务而言，公司品种受带量采购、终端销售推广等多方面影响，存在不确定性。

### 2. 市场竞争加剧风险

随着医药行业快速发展，众多医药企业纷纷加大研发投入，已对公司布局的主要自主选择品种进行研发甚至已提交注册申请或取得注册批件的制药企业家数不断增加，市场竞争将日益激烈，公司可能面临被其他供应商替代或市场份额下降的风险，这将影响公司业务的经营业绩。

### 3. 原料药及中间体产品存在价格下降及销售波动的风险

对于公司原料药及中间体产品而言，自下游客户启动制剂研发至其完成制剂验证批生产，其对公司原料药产品的采购量一般不断增长；在完成验证批生产至制剂获批上市前，其对公司的采购量较少，而在制剂获批上市后，其对公司的采购量取决于其制剂的销售情况，具有较大不确定性。另外，随着客户采购量的不断扩大，公司原料药产品的销售价格一般也会逐步下降。故受到下游制剂的研发、注册申报进程以及获批上市后的商业化销售情况等因素影响，公司自主原料药产品存在价格下降及销售波动的风险。

### 4. 研发不及预期的风险

创新药研发在最终监管部门给予准入上市的监管决策之前，均有研发失败的可能，因此投资者需要注意创新药研发失败的风险

### 5. 地缘政治风险

公司制剂出海业务的核心市场是美国市场，因此存在被限制在美国销售的风险

### 6. 诉讼进展不确定性风险

公司于 2025 年 11 月 13 日发布公告，披露涉及在美国的缙沙坦诉讼进展情况（公告编号：2025-117 号）。本次涉及的 Gaston Roberts 案件判决系法院针对首例领头羊案件 Gaston Roberts 案件，美国新泽西州联邦法院地区首席法官 Renée Marie Bumb 针对 Gaston Roberts 案件作出简易判决，在该案件中支持了公司的全部意见，驳回了原告的全部诉讼请求。此外，截至目前，除原告主动撤回的诉讼案件及上述已作出一审判决的首例领头羊案件外，公司在美国的其余缙沙坦诉讼案件大部分处于早期停滞阶段，早期停滞阶段外的剩余案件尚未进入庭审阶段，相关诉讼结果仍存在不确定性。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,309	9,547	8,632	9,413	10,282
营业收入	8,309	9,547	8,632	9,413	10,282
原料药及中间体	3,160	3,646	3,395	3,791	4,237
国内制剂	3,476	4,400	3,770	4,108	4,482
国外制剂	1,456	1,358	1,318	1,357	1,398
其他	217	142	150	157	165
营业总成本	7,097	7,979	8,025	8,446	9,096
营业成本	3,288	3,637	3,371	3,661	4,006
原料药及中间体	1,650	1,918	1,780	1,973	2,214
国内制剂	717	902	792	863	941
国外制剂	840	736	725	746	769
其他	129	98	97	102	107
税金及附加	97	117	106	115	126
销售费用	1,295	1,679	1,640	1,694	1,799
管理费用	1,297	1,464	1,467	1,506	1,645
研发费用	983	987	1,122	1,177	1,234
财务费用	137	95	318	294	285
其他收益	185	157	147	163	156
投资收益	-63	-29	-29	-29	-29
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-100	-69	0	0	0
信用减值损失	8	-37	0	0	0
资产减值损失	-117	-123	-90	-60	-30
资产处置收益	0	2	2	2	2
营业利润	1,125	1,471	638	1,043	1,286
营业外收支	-24	-7	0	0	0
利润总额	1,100	1,464	638	1,043	1,286
所得税	283	356	154	255	310
净利润	817	1,107	484	789	976
少数股东损益	-13	-12	-3	-9	-9
归母净利润	830	1,119	488	797	985

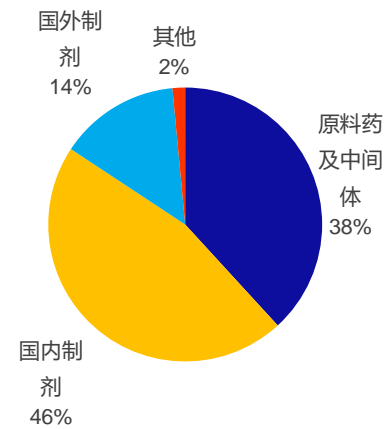
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并现金流量表

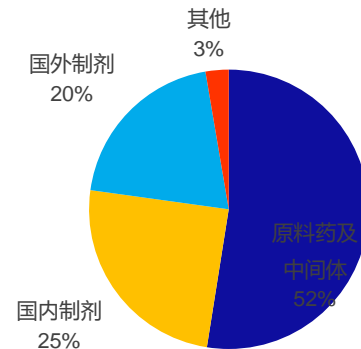
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	817	1,107	484	789	976
加：折旧摊销减值	880	1,092	911	1,044	1,172
财务费用	167	139	318	294	285
非经营损失	175	78	26	26	26
营运资本变动	149	-267	-151	-86	-78
其它	28	59	0	0	0
经营活动现金流	2,217	2,173	1,590	2,067	2,381
资本开支	1,588	1,848	1,664	1,620	1,609
其它投资现金流	-35	-72	-29	-29	-29
投资活动现金流	-1,623	-1,920	-1,693	-1,649	-1,638
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	73	586	1,000	-148	-333
支付股利、利息	569	507	691	294	285
其它融资现金流	-148	-212	-243	0	0
融资活动现金流	-644	-133	66	-441	-618
净现金流	-21	171	-37	-23	126

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

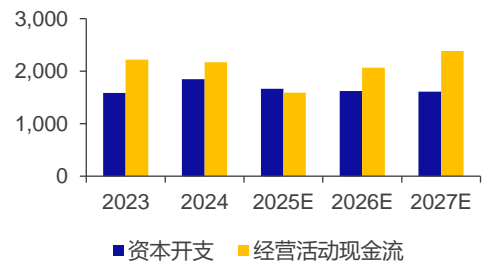
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



**合并资产负债表**

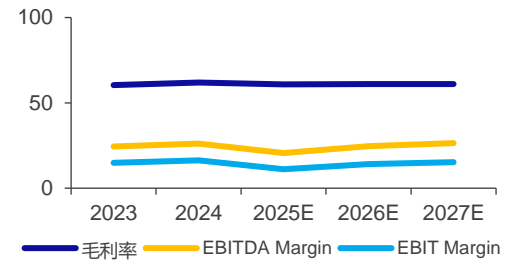
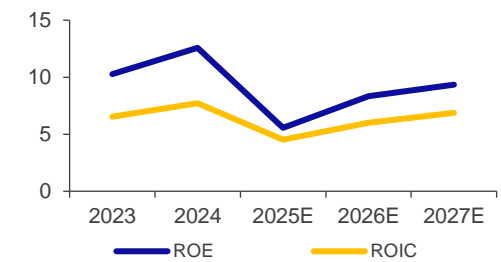
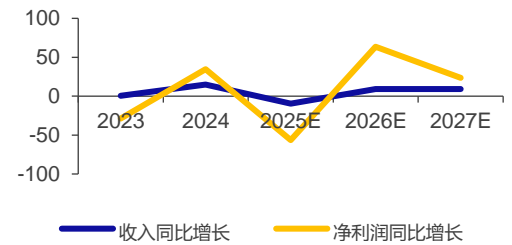
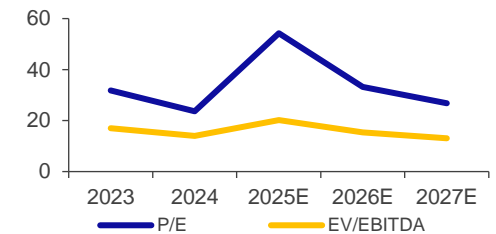
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,622	8,483	8,376	8,513	8,897
现金及等价物	1,435	1,597	1,560	1,537	1,663
应收款项	2,647	3,369	3,369	3,369	3,369
存货净额	3,432	3,413	3,343	3,504	3,762
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	107	103	103	103	103
长期投资	785	796	796	796	796
固定资产	7,936	8,541	9,144	9,586	9,854
无形资产及其他资产	2,257	2,441	2,683	2,880	3,082
资产总计	18,600	20,261	20,999	21,776	22,629
流动负债	5,445	5,976	6,538	6,220	5,790
短期借款	2,942	3,068	3,761	3,307	2,668
应付款项	1,820	2,061	1,930	2,065	2,275
其它流动负债	683	848	848	848	848
非流动负债	4,904	5,266	5,572	5,879	6,185
负债合计	10,349	11,241	12,111	12,098	11,975
股本	1,483	1,467	1,497	1,497	1,497
其他权益工具	240	240	0	0	0
资本公积	879	885	855	855	855
其他综合收益	1	1	1	1	1
盈余公积	746	746	746	746	746
未分配利润	4,725	5,555	5,671	6,468	7,453
少数股东权益	174	122	119	110	101
股东权益	8,251	9,020	8,889	9,677	10,654
负债和股东权益合计	18,600	20,261	20,999	21,776	22,629

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**重要财务指标**

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.75	0.33	0.53	0.66
每股经营现金流	1.48	1.45	1.06	1.38	1.59
每股红利	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00
每股净资产	5.39	5.94	5.86	6.39	7.05
关键运营指标(%)					
ROIC	6.6	7.7	4.5	6.0	6.9
ROE	10.3	12.6	5.6	8.3	9.3
毛利率	60.4	61.9	60.9	61.1	61.0
EBITDA Margin	24.4	26.1	20.6	24.7	26.4
EBIT Margin	14.9	16.3	11.1	14.2	15.3
营业总收入同比增长	0.5	14.9	-9.6	9.0	9.2
归母净利润同比增长	-28.9	34.7	-56.4	63.5	23.6
资产负债率	55.6	55.5	57.7	55.6	52.9
净资产周转率	1.03	1.07	0.98	0.98	0.97
总资产周转率	0.45	0.47	0.41	0.43	0.45
有效税率	24.3	23.9	23.1	23.8	23.6
股息率	0.0	0.0	1.4	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	31.9	23.6	54.3	33.2	26.9
P/B	3.3	3.0	3.0	2.8	2.5
EV/Sale	4.2	3.7	4.2	3.8	3.4
EV/EBITDA	17.0	14.0	20.2	15.4	13.1
股本	1,483	1,467	1,497	1,497	1,497

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**经营利润率(%)**

**投资回报率趋势(%)**

**收入与利润增长趋势(%)**

**相对估值(倍)**


## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

显示，否则本报告中的所有材料的

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。