

# 东阳光药 (06887.HK)

## 东阳光，Pharma 扬帆起航

买入 (首次评级)

### 投资要点:

#### 抗感染：流感领域龙头企业，丙肝、乙肝管线齐头并进

**流感：**龙头地位稳固。公司奥司他韦在国内市占率排名第一，且具备全球面积最大的生产基地，具备充足供应能力。**丙肝：**泛基因型疗法获批上市。磷酸茶坦司韦及艾考磷布韦已分别获NMPA批准于2025年2月及2025年3月上市。**乙肝：**莫非赛定进展最快，小核酸管线进入临床。甲磺酸莫非赛定是国内研发进展最快的衣壳抑制剂，也是国内唯一进入III期临床的产品。且针对乙肝的siRNA疗法(HECN30227)于25年10月进入临床阶段。

#### 慢病：伊非尼酮潜在BIC期待出海，胰岛素FDA获批在即

**特发性肺纤维化：**伊非尼酮为潜在BIC，进军全球40亿美金市场。伊非尼酮完成中美I期，且国内II期数据亮眼：与安慰剂相比，伊非尼酮200mg组较基线延缓下降的比例达96%，远优于同试验吡非尼酮组的47%，具备BIC潜质，目前处于III期临床阶段。**胰岛素出海：**甘精胰岛素美国FDA获批在即，即将贡献业绩增量。**甘精胰岛素：**公司预计将于2026年上半年获得BLA批准。**门冬胰岛素：**已递交Pre-IND申请，公司计划2025年底向FDA递交BLA申请，预计2026年底获得BLA批准。

#### 肿瘤：BCL2 克立福替尼公司预计27年上市，肿瘤管线布局丰富

针对AML的克立福替尼公司预计2027年获批上市，公司和三生制药达成授权协议，强强联合。**后续管线丰富：**甲磺酸莱洛替尼(III期)，治疗食管癌。HEC53856(II期)，治疗化疗贫血。HEC201625(即将IND)，口服PD-L1小分子，且公司持续布局新的技术领域，包括ADC、TCE等。

#### 盈利预测与投资建议

我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为2.5/5.4/9.3亿元，PS分别为4.5/3.7/3.2X，与可比公司相比性价比突出。我们认为东阳光药作为流感领域龙头企业，基本盘稳固，且创新管线储备丰富，成长性强，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 风险提示

产品销售不及预期；研发进展不及预期风险；经营成本增加风险。

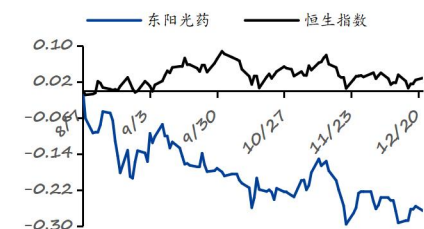
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	6,386	4,019	5,083	6,176	7,119
增长率	67%	-37%	26%	22%	15%
净利润(百万元)	185	-207	246	538	932
增长率	117%	-212%	218%	119%	73%
EPS(元/股)	0.32	-0.36	0.43	0.93	1.62
市盈率(P/E)	124.3	-110.8	93.5	42.7	24.7
市净率(P/B)	70.1	66.8	33.0	18.6	10.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2025-12-22
收盘价:	43.94 港元
总股本/流通股本(百万股)	/
流通市值(百万港元)	
每股净资产(港元)	0.92
资产负债率(%)	61.84
一年内最高/最低价(港元)	62.30/40.54

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师：陈铁林(S0210524080007)  
ct130598@hfzq.com.cn

### 相关报告



## 正文目录

1 东阳光药：东阳之光，Pharma 扬帆起航.....	3
2 感染领域：流感领域龙头，全方位拓展.....	5
2.1 流感领域龙头，奥司他韦市占率稳居第一.....	5
2.2 丙肝、乙肝：莫非赛定研发进展领先.....	7
3 慢病领域：伊菲尼酮数据亮眼，甘精胰岛素出海可期.....	9
3.1 特发性肺纤维化：不是癌症的癌症，公司 II 期数据表现亮眼.....	9
3.2 甘精胰岛素：出海在即，即将贡献业绩增量.....	13
3.3 奥洛格列净：新型口服降糖药，获批在即.....	13
3.4 GLP-1 系列产品：布局全面，期待临床进展.....	14
3.5 慢病：布局广泛，覆盖肺动脉高压、抑郁、MASH、痛风等领域.....	15
4 肿瘤领域：AML BCL-2 抑制剂克立福替尼、后续管线蓄势待发.....	15
4.1 肿瘤管线布局丰富，包括 PD-L1 口服小分子.....	16
5 盈利预测与投资建议.....	17
6 风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1：东阳光药在研管线.....	3
图表 2：东阳光药收入、利润（亿元）.....	4
图表 3：东阳光药费用率（%）.....	4
图表 4：东阳光药研发费用（亿元，%）.....	4
图表 5：东阳光药在手现金（亿元）.....	4
图表 6：东阳光药分业务收入（亿元）.....	4
图表 7：东阳光药收入构成（%）.....	4
图表 8：东阳光药分产品收入结构.....	5
图表 9：东阳光药分地区收入（%）.....	5
图表 10：甲、乙型流感患者临床特征分析.....	6
图表 11：抗流感治疗药物分类及代表药物.....	7
图表 12：2024 年国内抗流感药物市场格局（%）.....	7
图表 13：2024 年国内奥司他韦市场格局（%）.....	7
图表 14：国内 HCV 治疗药物市场规模（十亿元）.....	8
图表 15：国内抗 HBV 药物市场规模（十亿元）.....	9
图表 16：国内衣壳抑制剂管线.....	9
图表 17：东阳光药慢病领域管线.....	9
图表 18：IPF 治疗手段.....	10
图表 19：IPF 治疗药物销售额（百万美元）.....	11
图表 20：IPF 获批药物情况.....	11
图表 21：IPF 新药研发历程.....	12
图表 22：作用机制.....	12
图表 23：美国上市甘精胰岛素及其类似物.....	13
图表 24：赛诺菲、礼来美国甘精胰岛素销售（百万美元）.....	13
图表 25：国内糖尿病药物市场规模（十亿元）.....	14
图表 26：2023 年国内糖尿病药物市场结构（%）.....	14
图表 27：GLP-1/FGF21 竞争格局.....	15
图表 28：国内 AML 药物市场规模（十亿元）.....	16
图表 29：国内治疗 AML 的 FLT3 抑制剂管线.....	16
图表 30：公司业绩拆分预测表.....	17
图表 31：可比公司估值表.....	18
图表 32：财务预测摘要.....	19



## 1 东阳光药：东阳之光，Pharma 扬帆起航

**东阳光药：立足感染，慢病、肿瘤等领域齐发展。**东阳光药成立于2003年，专注于感染、慢病及肿瘤等治疗领域。公司流感热销产品磷酸奥司他韦2024年在国内市场排名第一，市占率达54.8%（按销售额计）。根据招股书，公司在全球拥有150款获批药物，超过100款在研药物，包括49款1类创新药，公司在中国凭借自主研发已成功开发三款1类创新药并上市，一款1类创新药申请上市。

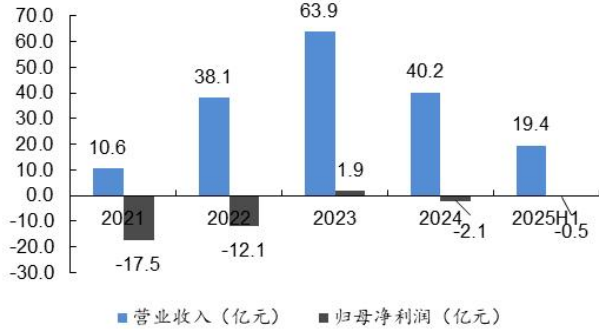
图表 1：东阳光药在研管线

治疗领域	药物名称	适应症	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	上市
感染领域	依米他韦	丙肝	[Progress bar to end]			
	安泰他韦	丙肝	[Progress bar to 80%]			
	英强布韦	丙肝	[Progress bar to 80%]			
	莫非赛定	乙肝	[Progress bar to 70%]			
	福瑞赛定	乙肝	[Progress bar to 50%]			
	东安恩	流感	[Progress bar to 50%]			
肿瘤/免疫领域	莱洛替尼	食管癌	[Progress bar to 80%]			
	克立福替尼	AML	[Progress bar to 80%]			
	东宁达	实体瘤	[Progress bar to 30%]			
	东宁安	实体瘤	[Progress bar to 20%]			
代谢/慢病领域	荣格列净	糖尿病	[Progress bar to 80%]			
	伊非尼酮	IPF/PF-ILD	[Progress bar to 60%]			
	东健源	NASH	[Progress bar to 60%]			
	东健顺	痛风	[Progress bar to 50%]			
	东健华	糖尿病肾病	[Progress bar to 50%]			
	东健强	肺动脉高压	[Progress bar to 50%]			
	东健生	肾性贫血	[Progress bar to 50%]			
	东健安	糖尿病肾病	[Progress bar to 30%]			
神经精神领域	喀替佐酮	抑郁症	[Progress bar to 60%]			
	东通顺	偏头痛	[Progress bar to 50%]			

数据来源：公司官网，华福证券研究所

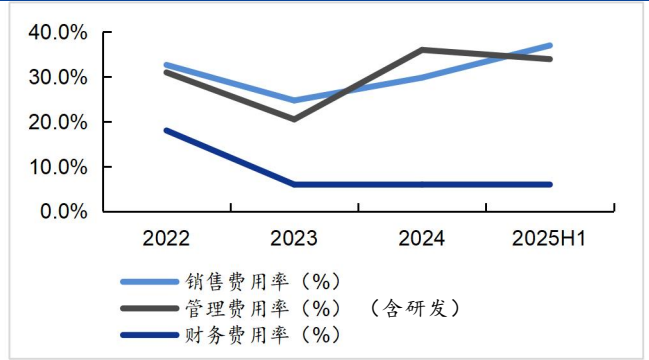
**研发投入持续加大，在手现金充沛。**从收入及利润角度看：2023年为公司近几年收入峰值，达到63.9亿元，其中奥司他韦收入55.5亿元，占比86.9%，归母净利润1.9亿元。2025年上半年实现收入19.4亿元，归母净利润-0.5亿元。**从费用率的角度看：**2024年销售费用率为29.8%、管理费用率为36%（含研发）、财务费用率为6%。从研发费用的角度看：研发投入力度持续加大，2022-2024年研发费用分别为7.9/8.3/8.9亿元，2025年上半年研发费用为3.5亿元。**在手现金充沛：**截至2025年上半年公司在手现金及等价物为10.4亿元。

图表 2: 东阳光药收入、利润 (亿元)



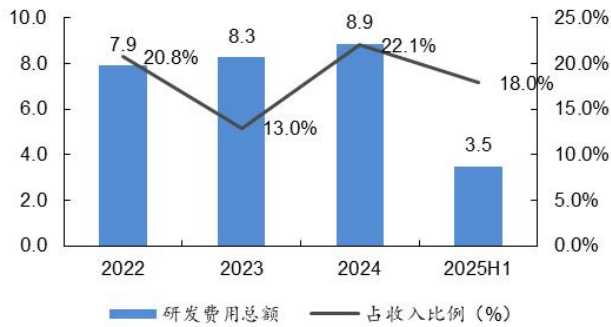
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 3: 东阳光药费用率 (%)



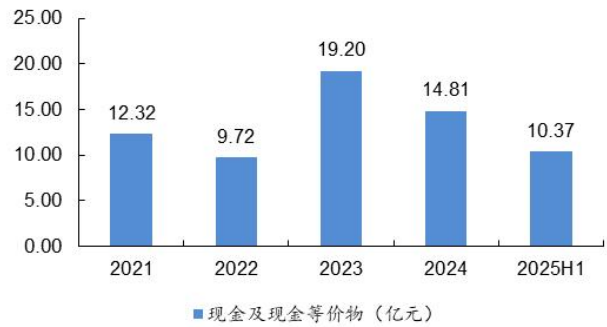
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 4: 东阳光药研发费用 (亿元, %)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

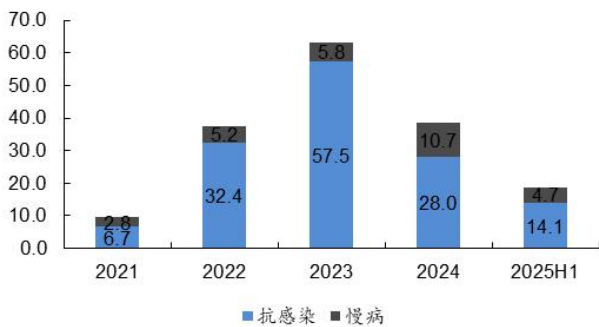
图表 5: 东阳光药在手现金 (亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

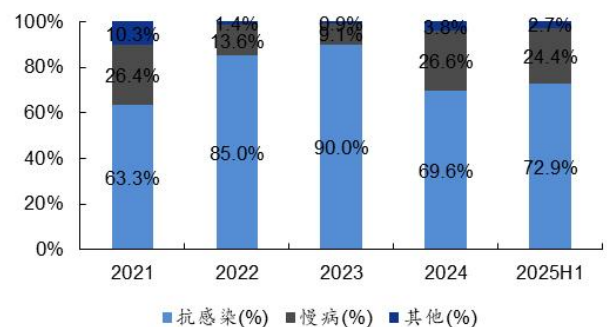
抗感染业务为公司收入基石, 慢病领域增速明显。2024 年抗感染领域收入 28 亿元, 占比 69.6%, 慢病领域收入 10.7 亿元, 收入占比 26.6%。其中抗感染领域主要产品为奥司他韦, 随流感流行情况波动, 2022-2024 年收入分别为 32.4/57.5/28 亿元, 慢病领域 2024 年接近翻倍增长。

图表 6: 东阳光药分业务收入 (亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 东阳光药收入构成 (%)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

从分产品收入来看: 抗感染领域为公司收入基石, 其中主要产品为磷酸奥司他韦, 2021-2024 年收入分别为 5.5/31.0/55.5/25.8 亿元, 占比分别为



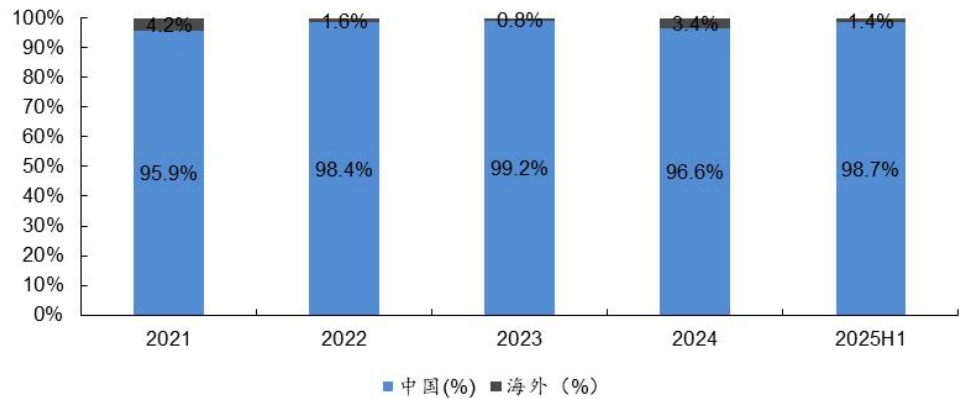
52.4%/81.2%/86.9%/64.2%。抗感染其他产品包括：克拉霉素片、莫西沙星片、依米他韦、左氧氟沙星。慢病领域包括：苯溴马隆片、奥美拉唑、替米沙坦、胰岛素、奥美沙坦酯等。分地区来看：公司主要收入来源于国内业务。

图表 8：东阳光药分产品收入结构

治疗领域	主要产品	截至 12 月 31 日止年度							
		2021 年		2022 年		2023 年		2024 年	
抗感染药物	磷酸奥司他韦	554.6	52.4%	3097.4	81.2%	5546.1	86.9%	2580.7	64.2%
	克拉霉素片	45.4	4.3%	52.3	1.4%	42.0	0.7%	43.1	1.1%
	盐酸莫西沙星片	23.2	2.2%	33.4	0.9%	47.5	0.7%	48.2	1.2%
	磷酸依米他韦胶囊	0.3		10.8	0.3%	40.7	0.6%	89.5	2.2%
	左氧氟沙星片	32.3	3.1%	25.8	0.7%	29.8	0.5%	27.6	0.7%
慢病治疗药物	苯溴马隆片	77.1	7.3%	98.4	2.6%	95.0	1.5%	109.5	2.7%
	艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊	46.7	4.4%	89.7	2.4%	86.3	1.4%	206.2	5.1%
	替米沙坦片	49.7	4.7%	62.9	1.6%	78.0	1.2%	110.3	2.7%
	胰岛素注射液	0.2		12.4	0.3%	69.4	1.1%	136.7	3.4%
	奥美沙坦酯片	41.0	3.9%	44.4	1.2%	42.9	0.7%	59.4	1.5%
	主要产品合计	870.5	82.3%	3527.7	92.6%	6077.7	95.3%	3411.2	84.9%

数据来源：东阳光药招股书，华福证券研究所

图表 9：东阳光药分地区收入（%）



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

## 2 感染领域：流感领域龙头，全方位拓展

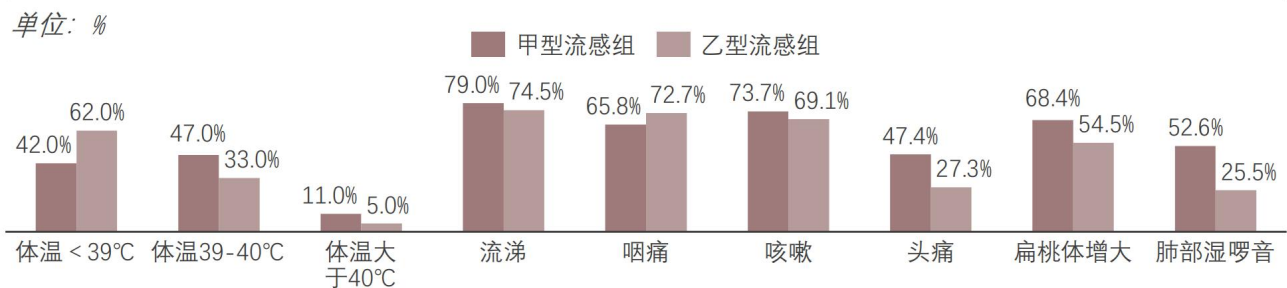
### 2.1 流感领域龙头，奥司他韦市占率稳居第一



流行性感冒是由流感病毒引起的急性呼吸道传染病，根据陈晨等《中国流感疾病负担现状、问题与挑战及应对策略》，全球每年有高达约 10 亿人罹患流感，其中 300 万~500 万例为重症病例，29 万-65 万例死于流感相关呼吸道疾病。在新冠肺炎流行以前，流感是世界卫生组织第一个实行全球监测的传染性疾病，表明其严重的危害性。

人流感病毒主要可分为甲型和乙型，抗流感药物品种繁多，其中奥司他韦为市场主流。流感病毒属于正黏病毒科，为有包膜的负链 RNA 病毒，根据抗原特性可分为甲型、乙型、丙型和丁型流感病毒，每年呈季节性流行。

图表 10：甲、乙型流感患者临床特征分析



数据来源：头豹研究院，华福证券研究所

国内流感疫苗接种率不足 4%，全人群免疫屏障较弱。据头豹研究院报告，中国人群流感疫苗接种率未实现理想接种，接种率不足 4%，相比下美国和加拿大流感疫苗接种率分别为 51.4%和 39%，与发达国家相比，中国疫苗接种率仍处较低水平。

据头豹研究院报告，奥司他韦占据抗流感药物主导地位。抗流感药物的作用机制包括：阻断病毒吸附、融合、入核、释放以及阻断核酸复制。目前市场主流用药包括奥司他韦、金刚烷胺、利巴韦林、阿比多尔、玛巴洛沙韦、扎那米韦、帕拉米韦和瑞德西韦。截至 2023 年年中，奥司他韦成分药品占流感用药 97.5%的销售份额。另外 RNA 聚合酶抑制剂的代表药物玛巴洛沙韦，实现单剂量口服抗甲型与乙型流感的药物，全程只需一次服药。据头豹研究院预测 2019-2023 年，国内抗流感药物市场规模由 102.2 亿元增加至 107.4 亿元，预计到 2028 年，市场规模将增加至 269.1 亿元。



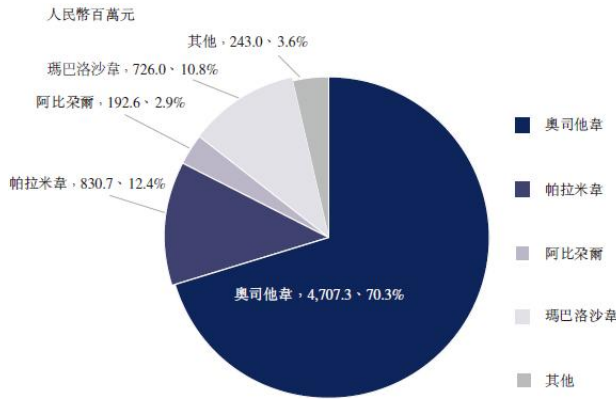
图表 11: 抗流感治疗药物分类及代表药物

	定义	代表药物
神经氨酸酶 (NA) 抑制剂	与神经氨酸酶的天然底物唾液酸竞争, 选择性抑制病毒包膜上神经氨酸酶的活性, 阻断酶活性位点, 抑制神经氨酸酶的切割作用, 进而阻断病毒颗粒从被感染宿主细胞脱落, 阻止病毒在宿主细胞间扩散, 以减少病毒在体内的复制	<ul style="list-style-type: none"> <li>奥司他韦: 发病48小时内使用可缩短病程至少30%, 病情严重程度减轻38%</li> <li>扎那米韦: 缓解时间从6天缩短至5天</li> <li>帕拉米韦: 治疗季节性流感疗效与奥司他韦相当</li> </ul>
血凝素 (HA) 抑制剂	通过阻止病毒进入细胞, 抑制包膜病毒膜融合, 在细胞内吞过程中加强病毒糖蛋白与宿主膜的相互作用, 达到抑制病毒的作用	<ul style="list-style-type: none"> <li>阿比多尔: 对甲型、乙型和丙型流感病毒有抑制作用</li> </ul>
RNA聚合酶抑制剂	流感病毒RNA聚合酶是由3个亚单位组成的异源三聚体复合物, 三个亚基分别是合成病毒RNA的聚合酶碱性蛋白1, 与宿主细胞pre-mRNA结合的聚合酶碱性蛋白2, 以及具有内切酶活性、负责夺取pre-mRNA帽状结构的聚合酶酸性蛋白; 病毒RNA聚合酶在病毒复制中发挥的关键作用, 是抗流感病毒药物作用的新靶点	<ul style="list-style-type: none"> <li>法匹拉韦: 有效抑制流感病毒PB1亚基活性</li> <li>玛巴洛沙韦: 缩短成人门诊患者H3N2感染后流感症状缓解的中位时间, 且与奥司他韦相比在治疗后第1天取得更大幅度的病毒载量下降</li> <li>匹莫迪韦: 对包括NAI耐药毒株和金刚烷胺类耐药毒株在内的甲型流感病毒有效, 而对乙型流感病毒则无效</li> </ul>

数据来源: 中华医学会, 头豹研究院, 华福证券研究所

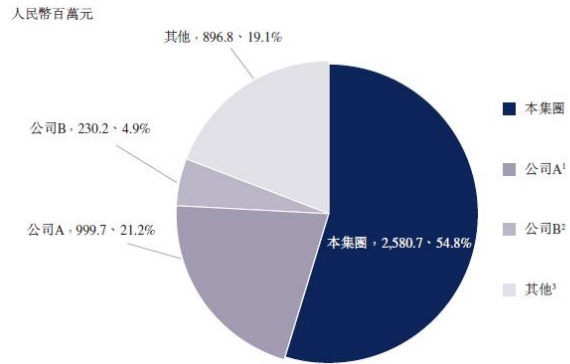
2024年在奥司他韦市场中东阳光药占据54.8%的市场份额, 稳居第一。东阳光药能够在竞争日益激烈的环境中保持市场份额主要是由于公司能够扩大奥司他韦的生产规模, 及时应对不断变化的市场需求, 亦得益于对各种销售及分销渠道的覆盖以及品牌声誉。同时公司获弗若斯特沙利文认证如下: 奥司他韦五年内累计产量及出货量全球第一; 拥有全球占地面积最大的磷酸奥司他韦生产基地; 奥司他韦累计出货量超过33亿剂。

图表 12: 2024年国内抗流感药物市场格局 (%)



数据来源: 东阳光药招股书, 上市公司年报, NMPA, 专家访谈, 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所

图表 13: 2024年国内奥司他韦市场格局 (%)



数据来源: 东阳光药招股书, 上市公司年报, NMPA, 专家访谈, 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所

## 2.2 丙肝、乙肝: 莫非赛定研发进展领先

丙肝确诊率极低, 大部分感染者会终生携带: 不进行治疗的情况下, 55%-85%的感染者会终生携带丙肝病毒, 最常见的早期症状为疲劳, 难以识别, 可持续20-25年, 肝硬化患者可能发展为肝癌。目前国内确诊率极低。

- 预计2030年将确诊310万人。据东阳光药招股书, 现有疗法可治愈HCV, 随着HCV健康管理意识的增强, 确诊率预期将大幅上升, 2023年确诊260万人, 2018-2023年CAGR=5.2%, 预计2030年将达到310万人。

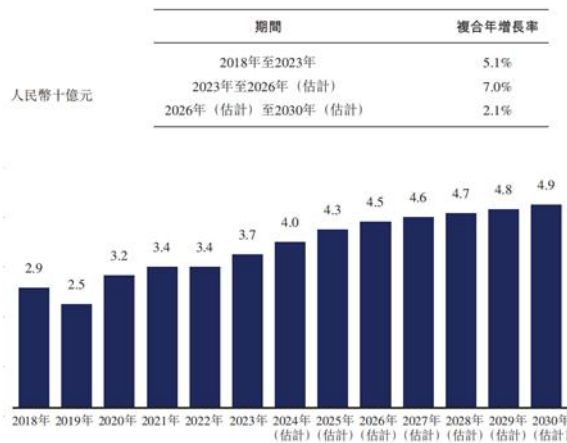


- **预计 2030 年药物市场规模达到 49 亿元。**据东阳光药招股书，2023 年 HCV 药物市场达到 37 亿元，随着 DAA 在 2020 年纳入医保&国内获批的 DAA 不断增加，且国家政策推动，加上国内产能提升，预计到 2030 年将达到 49 亿元。

**NMPA 已批准 24 种丙肝药物，包括 7 种干扰素为基础的疗法及 17 种 DAA。**

- **DAA 靶向三种关键病毒蛋白：**1) NS3/4A，参与 HCV 多蛋白的转化后加工；2) NS5A：在复制复合物的形成中起作用；3) NS5B：一种催化 HCV RNA 合成的酶；近年来治疗策略逐渐转向 DAA，与传统疗法相比，DAA 具有更高的安全性、更短的治疗时间和更高的耐受性。
- **东阳光药：**磷酸茶坦司韦及艾考磷布韦已分别获 NMPA 批准于 2025 年 2 月及 2025 年 3 月上市。

**图表 14：国内 HCV 治疗药物市场规模（十亿元）**



数据来源：东阳光药招股书，上市公司年报，NMPA，CDE，国家医保药品目录，专家访谈，弗若斯特沙利文，华福证券研究所

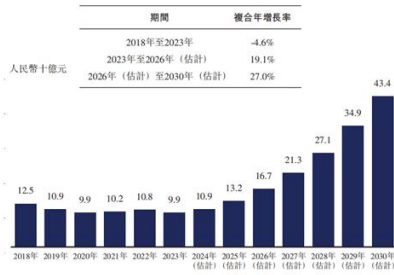
**乙型肝炎：**由乙型肝炎病毒（HBV）引起的以肝脏炎症为特征的传染性疾病，感染后可能发展为慢性肝炎、肝硬化、肝衰竭和肝细胞癌。随着乙肝疾病管理意识提高，基层医疗机构对乙肝检测工作的展开，以及各类药物推出，未来确诊患者数量将快速增加。**患者：**据东阳光药招股书，2023 年确诊慢性乙肝患者为 1910 万人，2018-2023 年 CAGR=4.4%，预计到 2030 年将达到 3190 万人。**市场：**据东阳光药招股书，2023 年 HBV 药物市场达到 99 亿元，预计 2030 年将达到 434 亿元。

国内乙肝药物共有 19 种疗法获批，包括 7 个核苷酸类似物、7 种干扰素为基础的疗法、以及 5 种免疫调节剂。**核苷酸类似物及干扰素：**不能根除 HBV，需要长期治疗，停药后会复发，且干扰素副作用明显。**衣壳抑制剂：**衣壳自组装为病毒生命周期的关键步骤且具有极强的保守性，衣壳抑制剂可干扰 HBV 衣壳组装，从而强烈抑制 HBV 复制及成熟病毒颗粒的产生。

目前国内尚无获批用于治疗乙肝的衣壳抑制剂，国内 9 条管线处于临床阶段。**甲磺酸莫非赛定（东阳光药）**是国内研发进展最快的衣壳抑制剂，也是国内唯一进

入 III 期临床的产品。且东阳光药的福瑞赛定片目前处于 I 期临床。莫非赛定在 II 期试验中：联用核苷酸类似物 vs 仅接受核苷酸类似物，各项疗效指标（HBsAg、HBV pgRNA 及 HBcrAg）更优，且在核苷酸药物经治患者中，仍然证明疗效更优，且安全性良好，患者耐受性较高。此外，公司针对乙肝的 siRNA 疗法（HECN30227）于 25 年 10 月进入临床阶段。

图表 15: 国内抗 HBV 药物市场规模 (十亿元)



图表 16: 国内衣壳抑制剂管线

药物名称	公司	适应症	靶点	阶段	首次发布日期
甲磺酸莫非赛定胶囊	本集团	乙型肝炎	衣壳	III期	2021年12月10日
GST-HG141片剂	廣生堂	乙型肝炎	衣壳	II期	2022年11月17日
ZM-H1505R片剂	華聖醫藥	乙型肝炎	衣壳	II期	2022年8月30日
QL007片剂	齊魯製藥	乙型肝炎	衣壳	II期	2019年9月18日
JNJ-5613679片剂	楊森製藥	乙型肝炎	衣壳	II期	2018年8月6日
ALG-000184片剂	Aligos	乙型肝炎	衣壳	I期	2021年6月9日
福瑞赛定片剂	本集团	乙型肝炎	衣壳	I期	2021年9月7日
HRS5091片剂	恒瑞醫藥	乙型肝炎	衣壳	I期	2020年7月20日
KL060332片剂	科倫博泰	乙型肝炎	衣壳	I期	2020年5月27日

数据来源: 东阳光药招股书, 上市公司年报, NMPA, CDE, 国家医保药品目录, 专家访谈, 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所

数据来源: 东阳光药招股书, 药品审评中心, 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所

### 3 慢病领域: 伊非尼酮数据亮眼, 甘精胰岛素出海可期

公司慢病领域管线包括多个创新药管线及生物类似物: 1 款处于 NDA 阶段: 1 类创新药奥洛格列净 (SGLT-2), 治疗 2 型糖尿病, 已申报 NDA; 1 款处于 III 期临床: 1 类创新药伊非尼酮 (p38 $\gamma$ ), 治疗特发性肺纤维化, 目前处于 III 期临床; 5 款处于 II 期临床: HEC88473 (GLP-1/FGF21) 治疗糖尿病、肥胖、MASH; HEC95468 (sGC) 治疗肺动脉高压; 磷酸噻替佐酮 (5-HT<sub>2A</sub>/5-HT<sub>1B</sub>) 治疗抑郁; HEC93077 (XO/URAT1) 治疗痛风; HEC96719 (FXR) 治疗 MASH; I 期临床: HEC137076 (5-HT<sub>1F</sub>) 治疗偏头痛; HEC53856 (HIF-PHD), 治疗肾性贫血等。生物类似物: 东阳光药与 Lannett 合作在美国开发两款胰岛素, 甘精胰岛素+门冬胰岛素。

图表 17: 东阳光药慢病领域管线



数据来源: 东阳光药招股书, 华福证券研究所

#### 3.1 特发性肺纤维化: 不是癌症的癌症, 公司 II 期数据表现亮眼

IPF 患者数: 根据红棉公益基金会及头豹研究院, 中国约 26 万人, 美国约 10 万人。人口老龄化、烟草使用及环境空气污染均导致 IPF 发病率快速增长, 近年来



全球 IPF 疾病负担呈明显上升趋势，中国 2018-2022 年 IPF 患者人数由 23.7 万人增加至 26.4 万人。在美国特发性肺纤维化患者大约有 10 万人，欧盟地区大约有 11 万人，且每年欧盟地区新增患者约 3.5 万人。

IPF 的治疗仍缺乏有效的治疗手段，尚无肯定显著有效的治疗药物、安全性与耐受性有待提高。获批使用的吡非尼酮和尼达尼布仅可减缓 IPF 患者的肺功能下降和疾病进行，并不能逆转肺纤维化。接受抗纤维化药物治疗的患者平均每年损失 100~200 毫升肺活量，约为未服用抗纤维化药物患者肺活量损失的一半。关于 IPF 的治疗还有氧疗、肺康复等，若疾病进展到晚期可选择肺移植，移植后的寿命大约为 4.5 年。

图表 18: IPF 治疗手段

治疗方式	适用人群	作用机制	优点	缺点
<b>药物治疗</b>				
吡非尼酮	轻到中度肺功能障碍的 IPF 患者	吡非尼酮是一种多效性的吡啶化合物，抑制转化因子 $\beta$ (TGF- $\beta$ ) 等靶点，降低细胞增殖、纤维化相关蛋白的产生和细胞外基质的合成和聚集，减少多种刺激引起的炎症细胞聚集	能显著地延缓用力呼气肺活量的下降速率，可能在一定程度上降低病死率	副作用包括光过敏、乏力、皮疹、胃部不适和厌食，仅对轻、中度纤维化有效，且只能延缓疾病进展，耐受性较差
尼达尼布	轻到中度肺功能障碍的 IPF 患者	是一种多靶点酪氨酸激酶抑制剂，能够抑制血小板衍生生长因子受体、血管内皮生长因子受体及成纤维细胞生长因子受体	能显著地减少 IPF 患者 FVC 下降的绝对值，一定程度上延缓疾病进程	具有肝损害和肾损害的不良不良反应，仅对轻、中度纤维化有效，且只能延缓疾病进展，耐受性较差。
<b>非药物治疗</b>				
氧疗	静息状态低氧血症的 IPF 患者	通过氧疗提高血浆与组织之间的氧分压梯度以促进氧的弥散	可改善患者的缺氧情况，对患者的预后有望显著改善作用	日常生活中存在一定限制，患者在长期接受氧疗后可能会产生缺氧恐惧
机械通气	IPF 呼吸衰竭患者	利用机械装置来代替、控制或改变自主呼吸运动，以维持气道通畅、改善通气和氧合、防止机体缺氧和二氧化碳蓄积	改善肺部功能及血气分析指标，改善部分 IPF 患者的缺氧，延长生存时间	许多小样本研究表明机械通气对于 IPF 治疗表现不佳，对患者的预后无明显改善作用；2011 年美国特发性肺纤维化诊治指南对大多数 IPF 患者不推荐使用机械通气的治疗方式
肺康复	大多数 IPF 患者可以推荐接受肺康复治疗，但具体适应证值得进一步研究	包括呼吸生理治疗，肌肉训练（全身性运动和呼吸肌锻炼），营养支持，精神治疗和教育	减轻呼吸困难症状，降低急性加重次数，提高运动耐力，提高生活自理能力	肺康复的长期效益目前仍不清楚，且肺康复治疗较为复杂，要根据患者的具体情况，制定个体化的训练方案和详尽的时间表
肺移植	对于疾病发展到终末期、呼吸衰竭阶段的 IPF 患者	是一种外科手术，病人的病变肺部分或全部被来自供体的肺替代	不断发展的肺移植技术已成为各种终末期肺疾病的主要治疗手段之一。肺移植可改善 IPF 患者的生活质量，提高生存率，5 年生存率达 50%-56%	移植器官的缺乏、移植后的排斥反应和昂贵的费用等问题仍是影响肺移植的重要因素

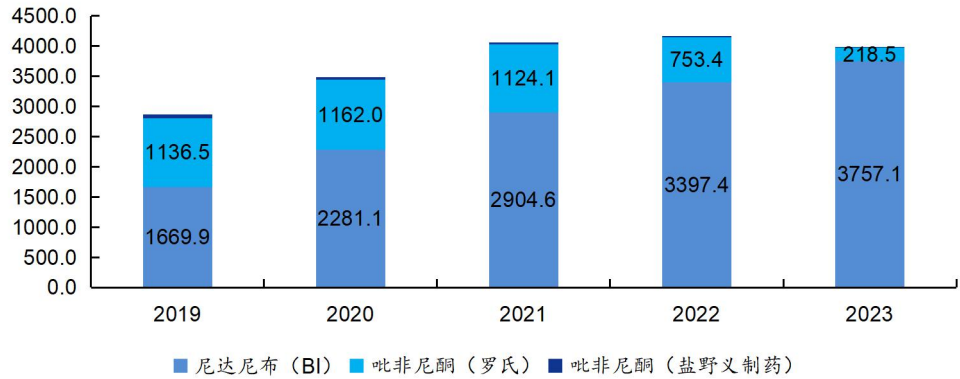
数据来源：头豹研究院，华福证券研究所

IPF 治疗药物市场目前仅有 2 款药物获批上市，分别为吡非尼酮和尼达尼布。据医药魔方数据，尼达尼布 2023 年销售额达到 37.6 亿美元，而吡非尼酮从 2019 年的 12.0 亿美元下滑至 2023 年的 2.3 亿美元，推测由于仿制药竞争。尼达尼布：原研厂家为 BI，在美国获批适应症包括：特发性纤维化（2014）、进展性肺纤维化（2020）、系统性硬化症相关间质性肺病（2019）；以上适应症分别为 2017、2020、2020 年在



国内获批。**吡非尼酮**：最初由 Marnac 研发，特发性肺纤维化适应症在 2013 年于国内获批，2014 年于美国获批，其化合物专利已到期。

图表 19: IPF 治疗药物销售额 (百万美元)



数据来源：医药魔方，华福证券研究所

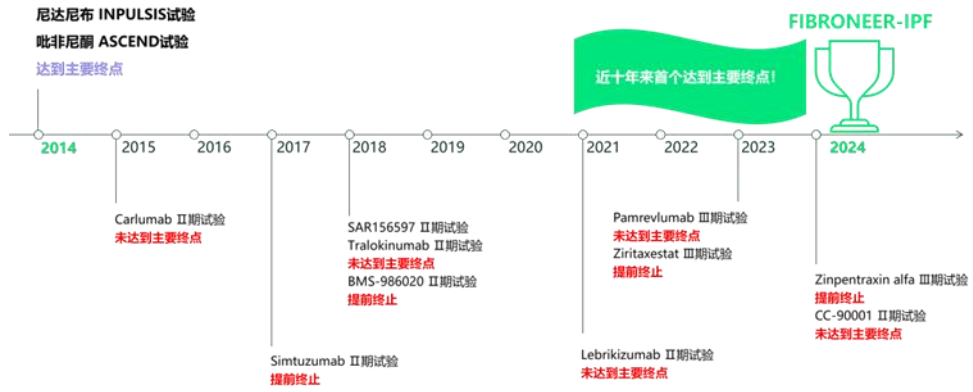
图表 20: IPF 获批药物情况

FDA 获批 IPF 治疗药物						
商品名	公司	获批日期	作用机制	适应症	副作用	美国治疗费用 (每位患者/年)
Esbriet	罗氏	2014/10/15	TGF-β	轻度及中度特发性肺间质纤维化	肠胃不耐受和光毒性	8-11 万美元
OFEV	勃林格殷格翰	2014/10/15	多靶点激酶抑制剂	PF,PF-ILD 及系统性硬化相关间质性肺病	肝肾毒性、肠胃不耐受	10-12 万美元
NMPA 获批 IPF 治疗药物						
商品名	公司	获批日期	作用机制	适应症	副作用	治疗费用 (每位患者/年)
艾思瑞	北京康蒂尼药业	2013/12/25	TGF-β	轻度及中度特发性肺间质纤维化	肠胃不耐受和光毒性	约 9 万元
安博司	凯因科技	2019/09/11				约 7 万元
OFEV (维加特)	勃林格殷格翰	2017/09/20	多靶点激酶抑制剂	PF,PF-ILD 及系统性硬化相关间质性肺病	肝肾毒性、肠胃不耐受	约 10 万元
伊络达	石药集团恩必普药业	2021/03/09				约 4 万元
-	科伦药业	2023/05/19				NA.
畅翔	齐鲁制药	2023/06/30				约 4.5 万元
-	豪森药业	2023/08/29				NA.
-	人福普克药业	2023/09/12	NA			

数据来源：头豹研究院，FDA，NMPA，华福证券研究所

**IPF 新药开发难度极高，全球多项临床试验失败。**2014 年，尼达尼布与吡非尼酮凭借 INPULSIS 和 ASCEND 两项 III 期研究的成功，开启 IPF 抗纤维化治疗新纪元。此后十年间，全球多项临床试验提前终止或失败，直到 2025 年，BI 的 PDE4B 抑制剂，在 FIBRONEER-IPF 的研究以突破性成果打破沉寂，成为自 2015 年以来首个在 IPF 治疗领域达成主要终点的 III 期临床试验。

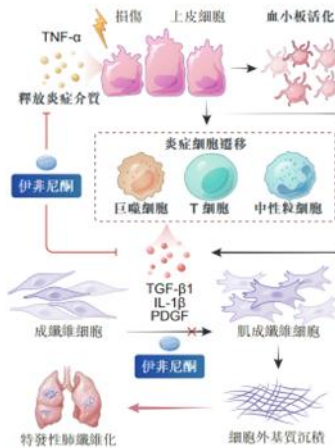
图表 21: IPF 新药研发历程



数据来源: 医脉通呼吸频道公众号, 华福证券研究所

**东阳光药伊非尼酮:**东阳光药自主研发的国产首个进入I期临床的IPF原研新药, 研究显示, 盐酸伊非尼酮不仅能够抑制内毒素刺激人单核细胞 TNF- $\alpha$ 及 TGF- $\beta$ 1 的释放, 还能抑制 TGF- $\beta$ 1-Smad 经典信号通路中 Smad2/3 磷酸化, 且能有效抑制协助胶原组装和分泌的热休克蛋白 47 的表达。最终, 盐酸伊非尼酮可有效抑制肺成纤维细胞的增殖、活化和细胞外基质的分泌, 达到缓和和治疗肺纤维化的目的。

图表 22: 作用机制



数据来源: 东阳光药招股书, 华福证券研究所

**伊非尼酮 2025 年第九届 IPF 大会公布 II 期数据, 表现亮眼。**

**临床设计:** 多中心、随机、安慰剂 (双盲) 及阳性药物 (开放) 平行对照的 II 期临床研究, 270 例受试者以 2:2:2:1:2 比例随机接受伊非尼酮四个剂量组 (100/200/400mg QD)、安慰剂组及吡非尼酮组治疗 24 周。临床疗效终点包括%FVC 较基线的变化、用力肺活量(FVC)、一氧化碳弥散量(DLco)、圣乔治呼吸问卷(SGRQ) 和 6 分钟步行测试 (6MWT) 等。II 期试验实际入组 224 例, 研究结果显示伊非尼酮组疗效显著: 与安慰剂相比, 伊非尼酮 200mg 组较基线仅下降 3.3 mL, 相比较安慰剂组改善超过 80mL, 具有统计学意义 (P<0.1), 延缓下降的比例达 96%, 远优于同试验吡非尼酮组的 47%。试验整体安全性、耐受性良好, 200mg 组与药物相关不



不良反应发生率与安慰剂组及吡非尼酮组相近，与药物相关的皮肤及皮下组织类疾病（皮疹、光敏性反应和瘙痒）的发生率明显低于吡非尼酮组。

### 3.2 甘精胰岛素：出海在即，即将贡献业绩增量

**美国甘精胰岛素：**据东阳光药招股书，2023年美国糖尿病药物市场规模达到404亿美元，2018-2023年CAGR=4%。预计到2030年市场规模将达到520亿美元。在2023年，胰岛素及其类似物占据降糖药物市场的20%，约为80亿美元。

**当前竞争在 Eli Lilly、Biocon 和原研 Sanofi 三家之间展开。**Sanofi 共有原研产品 Lantus、升级产品 Toujeo 以及于 2022 年推出的非品牌版本三种甘精胰岛素产品。Toujeo 成分与 Lantus 相同但释放活性成分更平缓，低血糖发生率显著降低，但临床的不可替代性相对较低。Biocon 于去年正式接手 Viatrix 开始销售具有可互换资格的生物类似药 Semglee 以及其非品牌版本产品。Eli Lilly 在之前销售的以化药 NDA 获批并完成 BLA 转换的 Basaglar 基础上于 2023 年上市了同样具有可互换资格的生物类似药 Rezvoglar。

**2024 年，生物类似药的份额维持在 12%。**此前各家受《通胀削减法案》的影响均进行了不同程度的降价以响应将患者每月的胰岛素自付费用限制在 35 美元的要求，从当前的 WAC 价格看，Lantus 和 Semglee 非品牌版本产品的价格维持在 34 美元/1000IU 和 30 美元/1000IU。

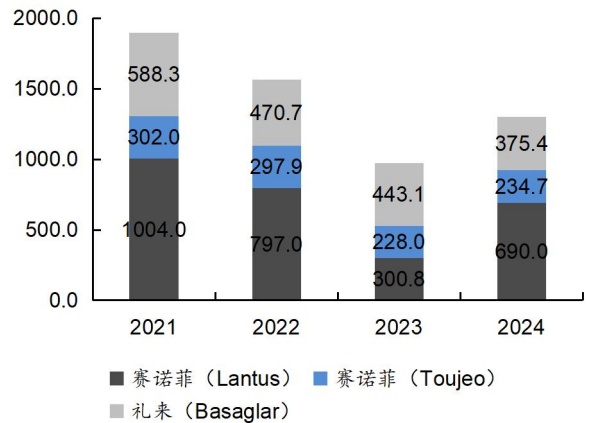
**东阳光药与 Lannett 在美国合作开发两款胰岛素，甘精胰岛素+门冬胰岛素注射剂。**  
**甘精胰岛素：**已完成在美国的关键 I 期临床试验（获得 FDA 批准豁免 III 期），于 2023 年 12 月向美国 FDA 递交 BLA 申请，公司预计将于 2026 年上半年获得 BLA 批准。  
**门冬胰岛素：**已递交 Pre-IND 申请，公司计划 2025 年底向 FDA 递交 BLA 申请，预计 2026 年底获得 BLA 批准。

图表 23：美国上市甘精胰岛素及其类似物

活性成分(中文)	申请机构	品种获批适应症	药品类别	美国最高状态	美国上市日期	中国最高进度(品种)	创新类型
甘精胰岛素	Biocon Biologics Inc.	1型糖尿病; 2型糖尿病; 糖尿病	生物制品	处方药	2021-07-28	已上市	生物类似物
甘精胰岛素	Mylan Pharmaceuticals Inc.	1型糖尿病; 2型糖尿病; 糖尿病	生物制品	处方药	2020-06-11	已上市	生物类似物
甘精胰岛素	Merck Sharp & Dohme Corp.	1型糖尿病; 2型糖尿病; 糖尿病	生物制品	临时批准	2018-02-22	已上市	仿制药
甘精胰岛素	Eli Lilly and Company Limited	1型糖尿病; 2型糖尿病; 糖尿病	生物制品	处方药	2015-12-16	已上市	生物类似物
甘精胰岛素	Sanofi-Aventis U.S. L.L.C.	1型糖尿病; 2型糖尿病; 糖尿病	生物制品	处方药	2000-04-20	已上市	创新药

数据来源：医药魔方，华福证券研究所

图表 24：赛诺菲、礼来美国甘精胰岛素销售（百万美元）



数据来源：医药魔方，华福证券研究所

### 3.3 奥洛格列净：新型口服降糖药，获批在即



据东阳光药招股书, 2023年中国糖尿病药物市场规模达到676亿元, 2018到2023年CAGR为3.4%。预计到2030年国内糖尿病患者将达到1.5亿人, 2030年市场规模将达到1223亿元。其中2023年SGLT2类药物规模为105亿元, 预计2030年将达到275亿元。

从结构来看: 国内双胍类、磺脲类和 $\alpha$ -葡萄糖苷酶抑制剂类等上市数十年的传统口服药物仍为主流, 而且全球范围内其市场占比已少于DPP-4、GLP-1、SGLT-2等新型药物, 预计未来随着此类新药陆续获批、商业化落地, 市场份额有望提升。

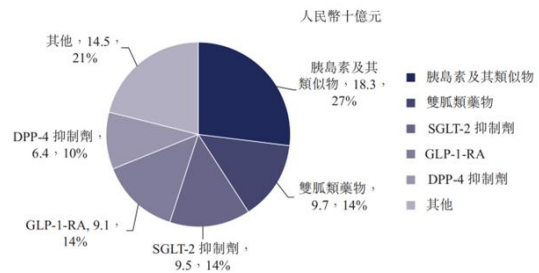
**奥洛格列净:** 已于2023年12月向NMPA提交NDA, 预计将于近期获批, 在两个III期临床中展示出全面和持久的降糖效果: 经过24周后, 与安慰剂相比, 单药50mg及20mg组HbA1c分别降低了1.01%及0.94%。与其他SGLT2抑制剂数据相比, 奥洛格列净的空腹血糖和餐后2h血糖降低幅度更慢, 其减重及降低收缩压的作用更加明显。安全性方面, 奥洛格列净具备良好的安全性, 胃肠副作用较小, 相较安慰剂组别的尿路感染比率较低, 没有血容量不足的相关不良反应。

图表 25: 国内糖尿病药物市场规模 (十亿元)



数据来源: 东阳光药招股书, 上市医药公司年报, 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所

图表 26: 2023年国内糖尿病药物市场结构 (%)



数据来源: 东阳光药招股书, 上市医药公司年报, 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所

### 3.4 GLP-1 系列产品: 布局全面, 期待临床进展

**HEC88473 注射液 (GLP-1/FGF21)**, 是一款双靶点长效融合蛋白注射液。GLP-1/FGF21 双靶点激动剂在降糖、减重、以及有效缓解 NASH 上均具有优势。HEC88473 是首个进入临床的 GLP-1/FGF21 双重激动剂候选药物, 且研发进度处于领先梯队。

**临床进展:** 目前已经完成中国和澳大利亚的 I 期临床试验, 其中国内多剂量爬坡 I 期在 2 型糖尿病合并脂肪肝患者中进行。此外正在国内开展针对 2 型糖尿病 II 期临床, 并且已招募 II 期全部受试者。且在 FDA 就 NASH 提交 IND 申请已获得许可。

**BD 授权:** 于 2024 年 11 月与 Apollo 签订独家海外许可及商业化协议。其中东阳光药将收到最多 9.4 亿美元的付款, 其中包括 1200 万美元的现金首付款, 以及最高 9.26 亿美元的开发、监管及商业化里程碑付款, 包括高个位数低两位数百分比的特权使用费, 其中首付款已于 2024 年确认收入。

**HEC007 (GLP-1/GCG/GIP) 三靶点融合蛋白, 治疗肥胖。**

临床前体内外研究显示, 其减重效果优于替尔泊肽, 可实现一周给药一次, 且具有较大的安全窗, 具备良好的成药性。于 2025 年 4 月在国内获得临床批件。

**图表 27: GLP-1/FGF21 竞争格局**

药物名称	公司	靶点	主要适应症	状态	首次发布日期
HEC88473	本集团	GLP-1 FGF21	2型糖尿病	II期	2023年8月17日
DR10624	道爾生物/華東醫藥	GLP-1 GCG FGF21	高甘油三酯血症	II期	2024年7月11日
AP026	安源醫藥	GLP-1 FGF21	2型糖尿病	I期	2023年3月13日
MWN105	民為生物技術	GLP-1 GIP FGF21	2型糖尿病、肥胖	I期	2024年12月13日

数据来源: 东阳光药招股书, 药品审评中心, 弗若斯特沙利, 华福证券研究所

**3.5 慢病: 布局广泛, 覆盖肺动脉高压、抑郁、MASH、痛风等领域**

**HEC95468 (sGC):** 治疗肺动脉高压 (23 年国内患者数量为 8.5 万人)、目前处于 II/III 期临床, 是第二代可溶性鸟苷酸环化酶刺激剂, 可实现每天给药一次, 达到稳定降压的作用。

**HEC113995:** 治疗抑郁 (2023 年国内患者数量为 3130 万人), 具有多靶点协同作用机制, 与维拉左酮相比, 噻替佐酮的体内外活性更强, 安全性更高。目前正在进行 II 期临床试验。

**HEC96719 (FXR):** 治疗 NASH, 目前完成中国和澳大利亚 I 期临床试验, 并且在国内完成对 NASH 患者的 IIa 临床试验, 是法尼醇 X 受体 (FXR) 激动剂, 临床进度同类靠前。基于非头对头比较, 其安全窗口超过 60 倍, 优于奥贝胆酸 (<5 倍) 及 Tropifexor (<4 倍), 后两者均为靶点相同的药物。I 期临床表明, 其对两种药效学指标具备很强的调节作用, 优于同靶点在研药物, IIa 期临床结果符合预期。

**HEC169584 (THR-β):** 治疗 NASH, 临床前结果表明, 584 针对 THR-β 细胞的体外活性优于阳性药 Resmetirom (2024 年 FDA 批准的首款治疗 NASH 的药物), 公司已于 2024 年 12 月获得临床许可。

**HEC93077 (XO/URAT1):** 治疗痛风和高尿酸血症, 是一种 XO/URAT1 双靶点抑制剂, 在同靶点候选药物中临床进展靠前, 与单靶点药物相比, 其通过靶向尿酸的产生和排泄, 有效降低血液中尿酸水平。I 期结果显示有良好的尿酸降低及良好的安全性。

**4 肿瘤领域: AML BCL-2 抑制剂克立福替尼、后续管线蓄势待发**

**急性髓性白血病(AML)是成人中最常见的白血病, 占有白血病病例的 80%。**

**患者:** 据东阳光药招股书, 2023 年中国 AML 新发 2.9 万例, 预计 2030 年将达到 3.2 万例。**市场:** 据东阳光药招股书, 2023 年 AML 药物市场规模达到 3 亿元,



随着 AML 发病率提升以及未来更多创新疗法获批上市，预计到 2030 年将达到 35 亿元。目前国内共有 13 种药物获批用于 AML，其中包括 8 款化疗药物及 5 款靶向药物。

靶向疗法中，以靶向 BCL-2 的维奈托克最常用，此外 IDH1 靶向药艾伏尼布等其他靶点药物于近期获批。目前国内仅一款 FLT3 抑制剂获批：10 种处于临床阶段，其中 1 款处于 NDA，4 款处于 III 期，5 款处于 I 或 II 期。

**预计 2027 年商业化：**其中东阳光药的克立福替尼已进入 III 期，且 CDE 已批准提交其 III 期中 CR/CRh 率的替代疗效指标中期分析，以取得有条件 NDA，公司计划于 2026 年向 NMPA 提交分析，并预期 2027 年商业化。为加速其上市后的市场覆盖，东阳光药已于 2024 年 11 月 25 日与东阳光长江药业及沈阳三生制药有限责任公司订立了独家商业化合作协议。

图表 28：国内 AML 药物市场规模（十亿元）



数据来源：东阳光药招股书，上市公司年报，NMPA，CDE，国家医保药品目录，专家访谈，弗若斯特沙利文，华福证券研究所

图表 29：国内治疗 AML 的 FLT3 抑制剂管线

品牌名称	研发名称	公司	适应症	批准日期	国家药品目录
诺西那	吉瑞替尼	诺西那	成人 FLT3 突变的急性髓系白血病 (AML)	2020 年 3 月 13 日	未纳入

品牌名称	公司	靶点	适应症	状态	首次发布日期
伊奈替尼	第一三共 / Patheon France / 科文斯	FLT3	新诊断的 FLT3-ITD 突变的 AML	NDA	2025 年 1 月 18 日
XY0206	百利奥美	FLT3 - KIT - PDGFRβ - RET - VEGFR2	FLT3-ITD 突变的急性/难治性 AML	III 期	2025 年 4 月 6 日
艾福替尼	本集康	FLT3	FLT3-ITD 突变的急性/难治性 AML	I 期	2022 年 10 月 19 日
艾福替尼	本集康	FLT3	新诊断的成人 AML	I 期	2021 年 10 月 22 日
SKL1028	石药集团	FLT3 - EGFR - LYN - ABL	FLT3 突变的急性/难治性 AML	III 期	2020 年 12 月 28 日
艾福替尼	诺西那生物 / Patheon	FLT3 - KIT - PDGFR	新诊断的 AML	III 期	2021 年 6 月 7 日
艾福替尼	诺西那生物 / Patheon	FLT3 - KIT - PDGFR	FLT3 突变的急性/难治性 AML	III 期	2020 年 4 月 15 日

数据来源：东阳光药招股书，弗若斯特沙利文，NMPA，药品审评中心，华福证券研究所

#### 4.1 肿瘤管线布局丰富，包括 PD-L1 口服小分子

**甲磺酸莱洛替尼：**用于治疗 ESCC（一种食管癌，国内 23 年食管癌新发 23 万人）。是国内首个进入 III 期临床试验的治疗食管癌的小分子靶向药，目前正在进行 III 期临床。

**HEC53856：**治疗非髓系恶性肿瘤的 CIA（化疗贫血）适应症，国内 2023 年癌症患者新发 490 万人，其中接受化疗的实体瘤患者比例超过 60%，其中 50% 患者合并中重度贫血需要治疗，目前治疗方法主要为输血及重组人促红细胞生成素加铁剂。856 是一种 HIF-PHD 抑制剂，目前正在进行 II 期临床（72 名化疗相关贫血患者）主要终点为 15 周后 Hb 于基线相比的变化。

基于已完成的临床及非临床数据表明，非头对头数据，856 安全性优于罗沙司他。健康受试者中没有与心率增加相关的不良反应，且形成血栓的风险降低，并且有降低胆固醇的额外益处，此外其有效性不受食物摄入或肾功能不全的影响，使得其成为肾功能不全患者更灵活、更合适的选择。



**HEC201625:** PD-L1 口服小分子，临床前数据表明，在多个人源化免疫重构肿瘤模型中展示出与 PD-L1 抗体相当甚至更强的抗肿瘤活性，体内安全系数高，具备良好的成药性。并且与化疗或 VEGF 抗体联合使用可增强协同效用。

## 5 盈利预测与投资建议

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

- (1) 抗感染领域：公司为流感领域龙头企业，奥司他韦市占率国内第一，且具备全球第一大的产能储备，龙头地位稳固。尽管第十一批集采公司奥司他韦未中标，中标公司湖南慧泽报量仅为 2 万袋，成都第一制药报量 10.8 万袋，合计仅 12.8 万袋，对应价值量约 241 万元，预计不会对公司构成显著影响。公司丙肝产品线陆续获批，将持续带来业绩增量，预计 2025-2027 年增速分别为 35%/10%/10%；
- (2) 慢病领域：公司甘精胰岛素及奥洛格列净预计将陆续获批，带来业绩增量，预计 2025-2027 年增速分别为 8.0%/62.0%/28.2%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入增速分别为 26.5%、21.5%、15.3%，归母净利润分别为 2.5/5.4/9.3 亿元。

**图表 30：公司业绩拆分预测表**

分业务收入（百万元）	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3813.6	6385.6	4018.9	5083.5	6176.5	7118.8
YOY (%)	260.4%	67.4%	-37.1%	26.5%	21.5%	15.3%
<b>抗感染药物</b>	3,242.5	5,745.8	2,797.6	3,776.8	4,154.5	4,569.9
YOY (%)	384.2%	77.2%	-51.3%	35%	10%	10%
<b>慢病药物</b>	517.3	580.7	1,067.7	1,153.1	1,868.4	2,395.3
YOY (%)	85.1%	12.3%	83.9%	8.0%	62.0%	28.2%
<b>其他</b>	53.8	59.1	153.6	153.6	153.6	153.6

数据来源：ifind，华福证券研究所

选取同为港股创新药标的的恒瑞医药、翰森制药、三生制药作为可比公司，由于公司每年研发费用较多，因此 PE 估值无法客观反映公司的盈利能力，故采用 PS 估值。可比公司 2025 平均 PS 为 9.8 倍，东阳光药仅 4.5 倍，估值具备性价比。考虑到公司管线丰富，后续成长性突出，首次覆盖给予“买入”评级。



图表 31: 可比公司估值表

标的	市值 (亿元) 2025/12/22	收入 (亿元)			PS (倍)		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
恒瑞医药	4,051.9	342.7	370.8	428.3	11.8	10.9	9.5
翰森制药	2,108.9	146.3	157.2	178.3	14.4	13.4	11.8
三生制药	601.3	182.5	111.7	118.3	3.3	5.4	5.1
平均					9.8	9.9	8.8
东阳光药	229.8	50.8	61.8	71.2	4.5	3.7	3.2

数据来源: ifind, 华福证券研究所 注: 可比公司盈利预测取自 ifind 一致预期

## 6 风险提示

1、**产品销售不及预期:** 药品集采政策造成产品销售价格下降, 对公司的经营业绩有较大的影响; 价格可能面临下降的风险; 随着行业竞争加剧, 产品销量有可能面临下降的风险; 2024 年奥司他韦原研专利到期, 仿制药持续上市, 未来行业竞争可能加剧导致公司市占率下滑;

2、**研发进展不及预期风险:** 新药研发过程周期长、投入高, 同时也存在着研发失败的可能;

3、**经营成本增加风险:** 受人力成本提高、资产折旧及新药研发费用增加及汇率波动等因素的影响, 存在经营成本增加、影响利润的风险。



图表 32：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,481	2,606	3,029	3,989	营业总收入	4,019	5,083	6,176	7,119
应收款项合计	2,321	3,082	3,321	3,998	主营业务收入	4,019	5,083	6,176	7,119
存货	738	644	783	952	营业总支出	3,728	4,448	5,003	5,410
其他流动资产	439	649	990	941	营业成本	960	1,220	1,482	1,709
流动资产合计	4,979	6,981	8,123	9,880	营业开支	2,768	3,228	3,521	3,702
固定资产净额	3,897	4,101	4,285	4,460	营业利润	291	635	1,174	1,709
权益性投资	25	0	0	0	净利息支出	240	204	214	202
其他长期投资	17	9	11	14	权益性投资损益	0	0	0	0
商誉及无形资产	1,725	1,562	1,406	1,308	其他非经营性损益	90	203	197	195
土地使用权	343	325	307	290	非经常项目前利润	141	635	1,157	1,701
其他非流动资产	946	561	639	643	非经常项目损益	0	0	0	0
非流动资产合计	6,953	6,558	6,648	6,715	除税前利润	141	635	1,157	1,701
资产总计	11,932	13,539	14,771	16,595	所得税	116	170	310	456
应付账款及票据	1,331	1,166	1,476	1,900	少数股东损益	232	219	309	313
循环贷款	2,196	3,133	2,873	2,734	持续经营净利润	-207	246	538	931
其他流动负债	1,287	1,561	1,896	2,187	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	4,814	5,860	6,245	6,821	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	2,287	2,287	2,287	2,287	归属普通股股东净利润	-207	246	538	932
其他非流动负债	363	353	353	356	EPS (最新股本摊薄)	-0.36	0.43	0.93	1.62
非流动负债合计	2,650	2,640	2,640	2,643					
负债总计	7,464	8,500	8,885	9,464					
归属母公司所有者权益	344	697	1,235	2,167					
少数股东权益	4,123	4,342	4,651	4,964					
股东权益总计	4,468	5,039	5,886	7,131					
负债及股东权益总计	11,932	13,539	14,771	16,595					

现金流量表				
单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	501	-225	886	1,277
净利润	-207	246	538	932
折旧和摊销	418	82	96	107
营运资本变动	-122	-775	-83	-90
其他非现金调整	412	222	334	328
投资活动现金流	30	519	11	21
资本支出	-1,062	-105	-106	-167
长期投资	-10	33	-2	-3
其他长期资产	1,102	591	119	191
融资活动现金流	-971	831	-474	-338
借款增加	-767	937	-260	-139
股利分配	0	0	0	0
普通股增加	0	113	0	0
其他融资活动现金流	-204	-219	-214	-199

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-37.1%	26.5%	21.5%	15.3%
归母公司净利润增长率	-212.2%	218.5%	118.8%	73.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	76.1%	76.0%	76.0%	76.0%
净利率	-5.2%	4.8%	8.7%	13.1%
ROE	-61.7%	47.2%	55.7%	54.8%
ROA	-1.7%	1.9%	3.8%	5.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.6%	62.8%	60.2%	57.0%
流动比率	1.0	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.9	1.1	1.2	1.3
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.4	0.4	0.9	1.6
每股经营现金流	0.9	-0.4	1.5	2.2
每股净资产	0.6	1.2	2.1	3.8
<b>估值比率</b>				
P/E	-111	94	43	25
P/B	67	33	19	11
EV/EBITDA	4	4	2	2

数据来源：公司公告、华福证券研究所



## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称

公司）不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

华福证券股份有限公司 本公司对本报告保留一切权利 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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn