

2026 年 01 月 28 日

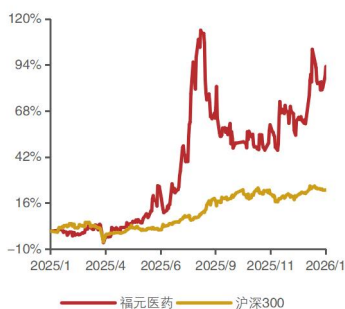
投资评级：买入（首次）

### 证券分析师

刘闯  
SAC: S1350524030002  
liuchuang@huayuanstock.com  
孙洁玲  
SAC: S1350524120004  
sunjieling@huayuanstock.com

### 联系人

### 市场表现：



### 基本数据 2026 年 01 月 27 日

收盘价（元）	28.82
一年内最高/最低（元）	33.50/14.01
总市值（百万元）	13,833.60
流通市值（百万元）	13,833.60
总股本（百万股）	480.00
资产负债率（%）	22.82
每股净资产（元/股）	7.68

资料来源：聚源数据

## 福元医药 (601089. SH)

### ——仿制药基本盘稳健，小核酸打开成长天花板

#### 投资要点：

- **深耕仿制药主业二十余载，前瞻布局小核酸创新药。**福元医药前身万生药业成立于 1999 年，2022 年在上交所主板上市，是新和成控股旗下以仿制药为核心、医疗器械为补充，并逐步向创新药延伸的综合性医药企业。截至 2025H1，公司拥有 209 个境内药品注册批件，涵盖心血管、糖尿病、消化、皮肤及慢性肾病等多个慢病领域。从业务结构看，2024 年公司药品制剂业务实现收入 32.09 亿元，占比 93%，医疗器械业务实现收入 2.23 亿元，占比 6%；从治疗领域看，心血管、糖尿病、消化系统、皮肤、慢性肾病五大类药物合计贡献 77% 的收入。**公司主业经营保持稳健**，2024 年，公司实现营业收入 34.46 亿元、归母净利润 4.89 亿元，2019 - 2024 年收入与归母净利润复合增速分别为 7% 和 17%。2024 年实现经营性净现金流 6.91 亿元；截至 25Q3，货币资金及交易性金融资产合计 20.68 亿元。公司在稳固仿制药基本盘的同时，近年来加速布局小核酸创新药，有望打开中长期成长空间。充裕的资金储备与稳健的经营性现金流，使公司具备以自有资金推进转型创新药的能力。
- **仿制药基本盘稳健，进入稳态增长阶段。**2024 年公司药品制剂业务实现收入 32.09 亿元，2019-2024 年复合增速达 7.75%，已进入稳态增长阶段。公司核心大品种已基本完成国家集采覆盖，据米内网数据，2025 年 Q1-Q3 福元医药母公司核心药品销售额前十品种合计贡献约 85.87% 的药品收入，其中 8 个品种（包含中标产品和未中标产品）已纳入国家带量采购。前十销量中尚未集采的核心品种为匹维溴铵片和富马酸贝达喹啉片，2025 年 Q1-Q3 收入占比约 13.04%。公司产品分散，单一品种依赖度低，通过“原料药+制剂”一体化布局及精细化成本控制优势，有助于中标品种的稳步放量。展望未来，1-8 批集采品种全国统一接续采购即将落地，已中标品种若接续有望延续报量、未中标品种或存在边际修复空间；叠加第十一批集采新中标品种有望贡献增量，仿制药主业有望持续为公司贡献稳定的现金流。
- **前瞻布局小核酸创新药，平台化能力与临床推进打造第二增长曲线。**公司坚持“仿创结合”的研发战略，前瞻性切入小核酸赛道，研发投入持续加码，研发费用从 2021 年的 1.8 亿元提升至 2024 年的 4.17 亿元。**依托自主构建的 N-ER 核酸药物递送平台，公司形成了同时推进肝靶向与肝外递送项目的平台化能力。**截至 2026 年 1 月 17 日，公司已公开 23 项小核酸药物专利，为参与国际化竞争奠定技术储备。核心管线 **FY101 注射液（治疗高脂血症）已进入 I 期临床**，结合我国血脂异常人群超过 4 亿、混合型高脂血症患者数量较大，药物潜在市场空间广阔；FY103 项目已经申报临床，持续丰富小核酸管线梯队。随着核心项目临床数据读出及肝外递送技术持续推进，小核酸业务有望成为公司中长期估值提升的重要驱动。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 4.65/4.81/5.20 亿元，增速分别为 -5%/4%/8%，当前股价对应 PE 分别为 30X、29X、27X。我们选取信立泰、京新药业和悦康药业作为可比公司，三家可比公司 2025-2027 年当前股价对应 PE 的平均值为 47X、71X、46X。考虑到公司仿制药基本盘稳健，小核酸创新药布局具备长期成长弹性，以及账面现金充沛，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。市场竞争加剧风险、集采丢标或降价风险、新药研发不及预期风险。**

#### 盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,340	3,446	3,472	3,852	4,266
同比增长率（%）	3.07%	3.17%	0.75%	10.95%	10.74%
归母净利润（百万元）	489	489	465	481	520
同比增长率（%）	11.36%	-0.02%	-4.94%	3.55%	8.09%
每股收益（元/股）	1.02	1.02	0.97	1.00	1.08
ROE（%）	14.09%	13.79%	12.25%	11.88%	12.01%
市盈率（P/E）	28.30	28.31	29.78	28.76	26.61

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

福元医药以仿制药为基本盘，核心品种集采影响或充分出清、现金流稳健，同时前瞻布局小核酸创新药，自建 N-ER 核酸平台推进临床，形成“稳现金流+高成长性”的双轮驱动，中长期估值有望提升。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 4.65/4.81/5.20 亿元，增速分别为-5%/4%/8%，当前股价对应 PE 分别为 30X、29X、27X。

### 关键假设

我们预计 2025-2027 年公司收入分别 34.72/38.52/42.66 亿元，同比增长 1%/11%/11%，关键假设如下：

- 1) 药品制剂：基本盘集采压力或基本出清，新品放量驱动稳健增长。我们预计药品制剂业务 2025-2027 年收入同比增长 1%/11%/11%。
- 2) 医疗器械：有望保持平稳增长。公司医疗器械业务基数相对较小，我们预计 2025-2027 年收入将保持每年 5%的平稳增长。公司将继续发挥现有渠道优势，提升器械类产品的终端渗透率。
- 3) 毛利率：我们预计公司综合毛利率在 2025-2027 年分别为 66%/65%/65%。

### 投资逻辑要点

- 1、仿制药基本盘稳健：核心品种集采影响充分消化，2024 年制剂收入 32.09 亿元、20-24 年 CAGR 8.4%，1-8 批集采有望接续+新品放量有望支撑公司主业稳健增长、现金流保持稳定。
- 2、创新药小核酸布局清晰：自建 N-ER 平台实现创新小核酸药物研发平台，FY101 (ANGPTL3 siRNA) 处于 I 期临床，后续管线有望持续丰富。
- 3、主业保持稳健，小核酸打开第二成长曲线，具备中长期价值重估潜力。

### 核心风险提示

市场竞争加剧风险、集采丢标或降价风险、新药研发不及预期风险。

## 内容目录

1. 福元医药：仿制药基石稳固，小核酸布局打开第二成长曲线 .....	6
2. 仿制药业务稳健增长，现金流底座进一步夯实 .....	9
3. 创新药战略聚焦小核酸，打造第二成长曲线 .....	12
3.1. 小核酸药物有望成为继小分子药物和抗体药物后的第三大类药物 .....	12
3.2. 公司仿创结合，前瞻布局小核酸赛道 .....	13
3.3. N-ER 平台构筑技术护城河，多靶点并行推进 .....	13
3.4. 核心管线推进至临床，FY101 打开肝靶向平台验证窗口 .....	14
3.5. 肝外递送加速突破，有望进一步打开长期空间 .....	20
4. 盈利预测与评级 .....	21
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

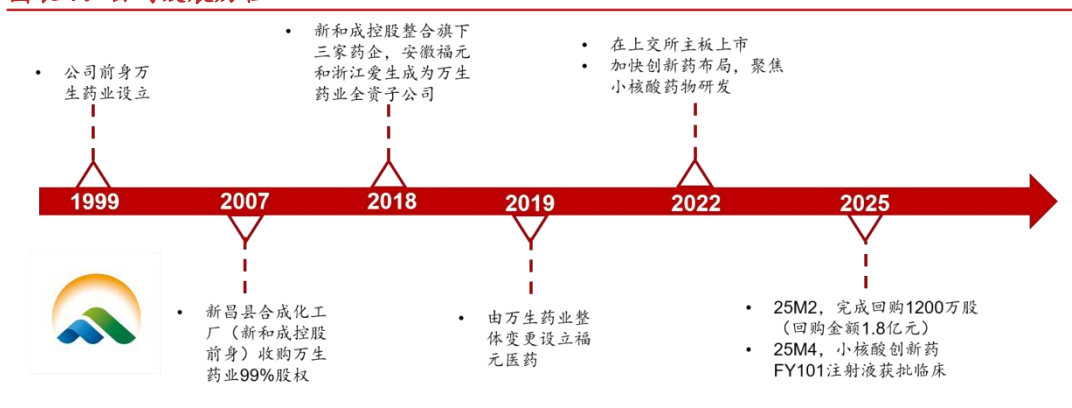
图表 1： 公司发展历程 .....	6
图表 2： 公司股权结构（截至 2026 年 1 月 27 日） .....	6
图表 3： 公司主要产品情况（截至 2024 年报） .....	7
图表 4： 福元医药营业收入及增速（2019–2025H1） .....	7
图表 5： 福元医药归母净利润及增速（2019–2025H1） .....	7
图表 6： 公司分行业收入结构（2019–2024） .....	8
图表 7： 公司分治疗领域收入结构（2019–2024） .....	8
图表 8： 公司毛利率及归母净利率情况 .....	8
（2019–2025 Q1–Q3） .....	8
图表 9： 公司期间费用率情况（2019–2025Q1–Q3） .....	8
图表 10： 公司货币资金及交易性金融资产（2019–2025Q1–Q3） .....	9
图表 11： 公司经营性净现金流金额（2019–2025Q1–Q3） .....	9
图表 12： 公司药品制剂收入及增速（2019–2025H1）（百万元） .....	10
图表 13： 公司药品收入 Top10 品种销售额占比（2025Q1–3） .....	10
图表 14： 公司仿制药主要产品集采情况（截至 2025 年中报） .....	10
图表 15： 第十一批集采公司拟中选药品情况 .....	11
图表 16： 核酸药物分类 .....	12
图表 17： 小分子药物、抗体药物、小核酸药物比较 .....	12
图表 18： 福元医药 2019–2025Q1–Q3 研发费用 .....	13
图表 19： 公司已公开的小核酸药物专利信息（截至 2026/1/17） .....	14
图表 20： 公司进入临床相关阶段的管线布局（截至 2026 年 1 月 16 日） .....	14
图表 21： 不同国家/地区成人严重高脂血症的患病率（TG ≥500 mg/dL） .....	15
图表 22： 中国城市公立血脂调节剂化药和生物药销售额（亿元） .....	16
图表 23： 血管生成素样蛋白 3 (ANGPTL3) 的结构 .....	16
图表 24： ANGPTL3 抑制剂降低 LDL-C 的作用机制：促进 VLDL 脂解并加速残粒清除 17	
图表 25： 全球 ANGPTL3 靶点药物竞争格局（临床 1 期及以上） .....	18
图表 26： 福元医药 FY101 注射液临床 I 期试验方案 .....	19
图表 27： 公司 ANGPTL3 siRNA 在入源化小鼠中对人 ANGPTL3 蛋白抑制率 .....	19
图表 28： 公司 ANGPTL3 siRNA 在食蟹猴中的药效实验 .....	19

图表 29： 全球肝外递送小核酸药物核心管线临床进展 .....	20
图表 30： 2025-2027 年福元医药收入预测（百万元） .....	21
图表 31： 可比公司估值表 .....	21

## 1. 福元医药：仿制药基石稳固，小核酸布局打开第二成长曲线

福元医药前身万生药业成立于 1999 年，2022 年在上交所主板上市。公司主要从事药品及医疗器械研发、生产和销售，以“专注医药领域，共创健康人生”为使命，致力于打造“研发、生产、营销”三位一体的医药健康大型企业，持续打造规模化产品群，形成“领域、品种、技术”组合优势的丰富产品线，构建从原料到药品完整周期的产业价值链。公司已入选北京医药产业跨越发展工程 G20 企业，荣列中国化药研发实力百强榜、北京民营企业科技创新百强榜。

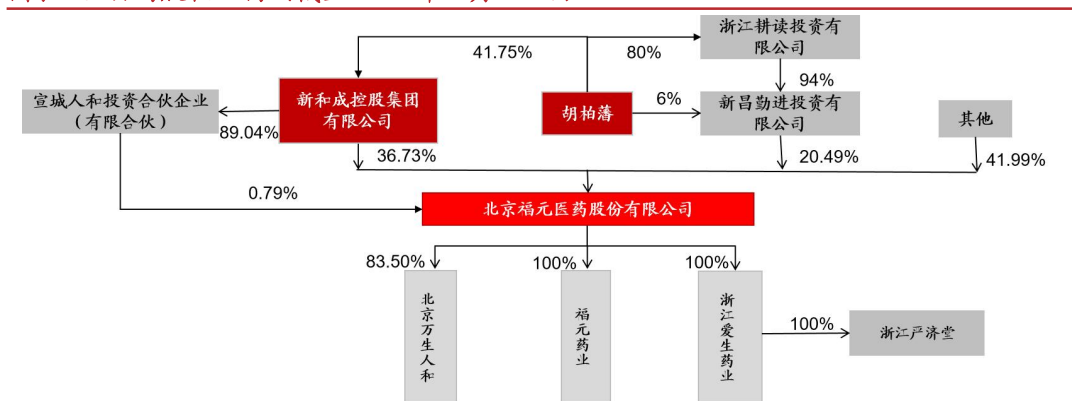
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

公司股权结构稳定，新和成控股为公司控股股东，胡柏藩先生为实控人。截至 2025 年 9 月 30 日，新和成控股持有公司 36.73% 的股份，为公司的控股股东；新和成控股集团有限公司的董事长兼总经理胡柏藩先生为公司实际控制人。2018 年新和成控股将旗下万生药业、安徽福元、浙江爱生三家药企进行整合，整合后安徽福元和浙江爱生成为万生药业全资子公司；2019 年万生药业整体更名为福元医药。

图表 2：公司股权结构（截至 2026 年 1 月 27 日）



资料来源：Wind，华源证券研究所



公司业务以仿制药为核心，主要分为药品制剂和医疗器械两大板块。截至 2024 年报，**药品制剂**主要涵盖心血管系统类、慢性肾病类、皮肤病类、消化系统类、糖尿病类、精神神经系统类、妇科类等多个优势治疗领域，核心产品包括奥美沙坦酯片、替米沙坦片、盐酸曲美他嗪片、阿托伐他汀钙片、复方  $\alpha$ -酮酸片、哈西奈德溶液、匹维溴铵片、开塞露、瑞格列奈片、格列齐特缓释片、阿卡波糖片、盐酸帕罗西汀片、盐酸文拉法辛缓释胶囊、黄体酮软胶囊等；**医疗器械**业务以加湿吸氧装置为主，主要产品包括一次性使用吸氧管等。

图表 3：公司主要产品情况（截至 2024 年报）

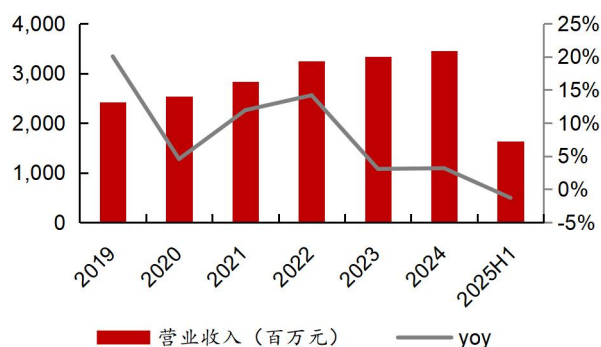
细分行业	产品名称	适应症	产品名称	适应症
药品制剂	奥美沙坦酯片	高血压	黄体酮软胶囊	流产、经前紧张综合症
	替米沙坦片	高血压	依折麦布片	高脂血症
	盐酸曲美他嗪片	心绞痛	孟鲁司特钠咀嚼片	过敏性鼻炎
	阿托伐他汀钙片	高胆固醇血症、冠心病	莫匹罗星软膏	皮肤感染
	复方 $\alpha$ -酮酸片	慢性肾功能不全	替米沙坦氢氯噻嗪片	高血压
	匹维溴铵片	肠道功能紊乱	盐酸特比萘芬喷雾剂	皮肤癣
	瑞格列奈片	II 型糖尿病	他克莫司软膏	特应性皮炎
	格列齐特缓释片	II 型糖尿病	沙格列汀二甲双胍缓释片	2 型糖尿病
	阿卡波糖片	II 型糖尿病	乳果糖口服溶液	便秘
	盐酸帕罗西汀片	抑郁症、强迫症、焦虑症	帕罗西汀肠溶缓释片	抑郁症
医疗器械	盐酸文拉法辛缓释胶囊	抑郁症、焦虑症	艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂	胃食管反流、胃溃疡
	一次性使用吸氧管	氧气输送	-	-

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**公司整体经营业绩保持稳健。**2024 年公司实现营业收入 34.46 亿元，2019–2024 年复合增长率为 7%，实现归母净利润 4.89 亿元，2019–2024 年复合增长率达 17%。2025 年上半年受 2024 年复方  $\alpha$ -酮酸片未中标第十批集采影响，实现营收 16.34 亿元（同比下滑 1.30%），归母净利润 2.68 亿元（同比下滑 7.83%）。

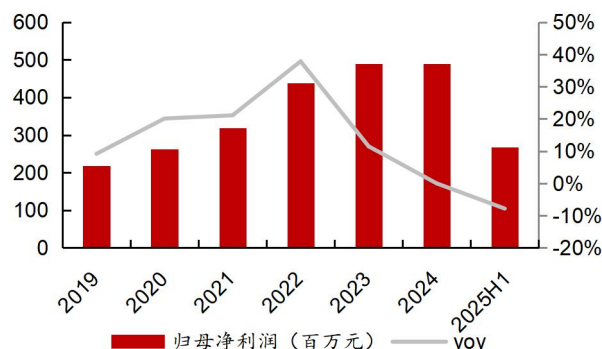
从业务结构看，药品制剂为公司主要收入来源，2024 年实现收入 32.09 亿元（占比 93%），医疗器械收入 2.23 亿元（占比 6%）；分治疗领域来看，2024 年心血管系统类占比 26%、糖尿病类占比 14%、消化系统类占比 14%、皮肤病类占比 12%、慢性肾病类占比 11%。五大类药物合计贡献 77% 的收入。

图表 4：福元医药营业收入及增速（2019–2025H1）



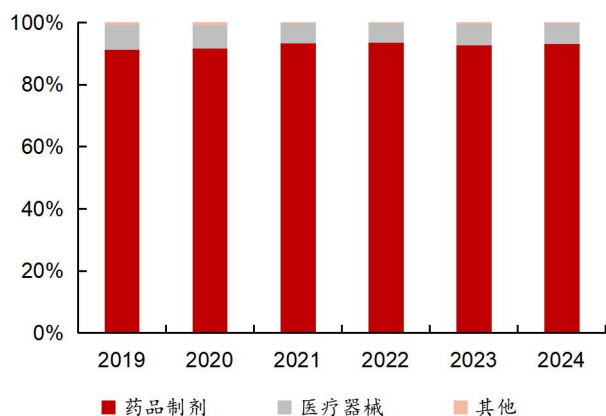
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：福元医药归母净利润及增速（2019–2025H1）



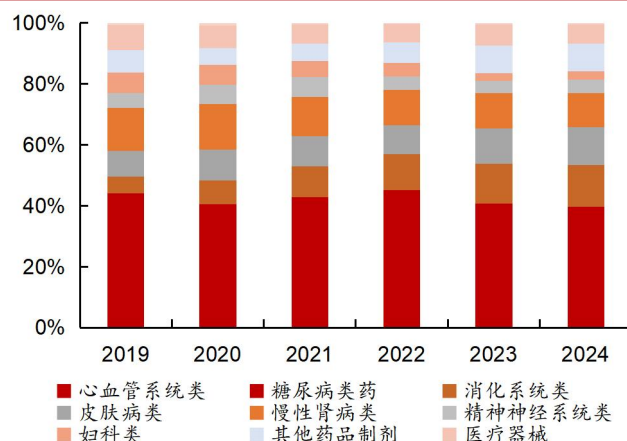
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：公司分行业收入结构（2019-2024）



资料来源：Wind, 华源证券研究所

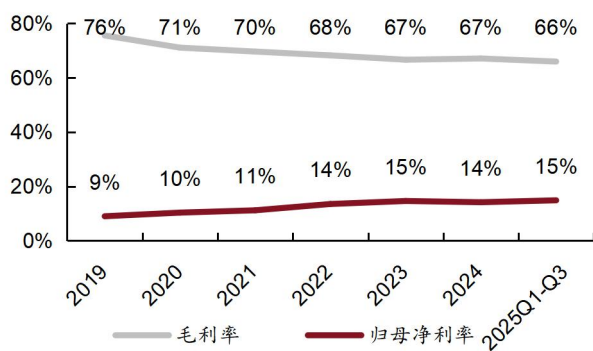
图表 7：公司分治疗领域收入结构（2019-2024）



资料来源：Wind, 华源证券研究所

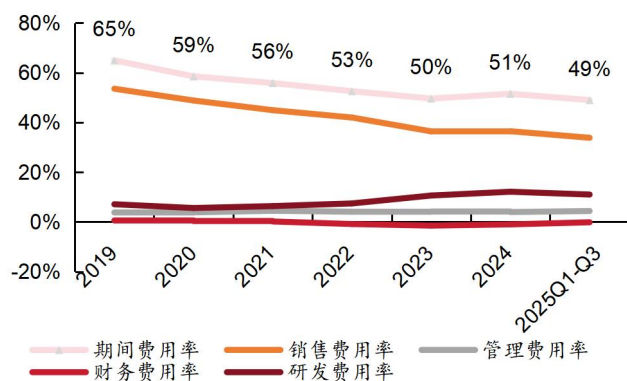
**归母净利润持续提升，费用管控能力优异。**随着国家集采政策的持续推行，公司毛利率从 2019 年的 75.56% 下降至 2024 年的 67.09%；归母净利润持续提升，从 2019 年的 9.02% 提升至 2024 年的 14.18%。公司整体费用管控效果显著，期间费用率从 2019 年的 64.93% 下降至 2024 年的 51.49%，其中销售费用率下降较为明显，管理费用率保持稳定，研发费用率稳步提升，2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 36.45%/3.94%/-1.02%/12.11%。

图表 8：公司毛利率及归母净利润情况（2019-2025 Q1-Q3）



资料来源：Wind, 华源证券研究所

图表 9：公司期间费用率情况（2019-2025Q1-Q3）

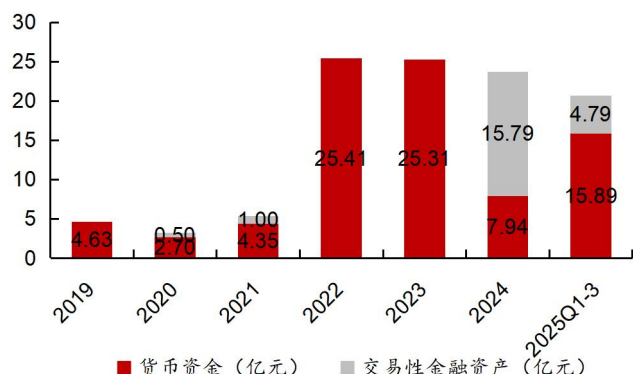


资料来源：Wind, 华源证券研究所

**账上现金储备充裕，经营现金流表现稳健。**公司账上现金储备保持充足水平，截至 2025 年三季度，公司账上货币资金及交易性金融资产合计 20.68 亿（货币资金 15.89 亿元、交易性金融资产 4.79 亿元），为公司后续业务拓展及研发投入扩张提供了充足的资金保障。同时，公司经营性现金流表现稳健，2024 年实现经营性净现金流达到 6.91 亿元，充分体现公司主业的现金流创造能力，内生动力充足。

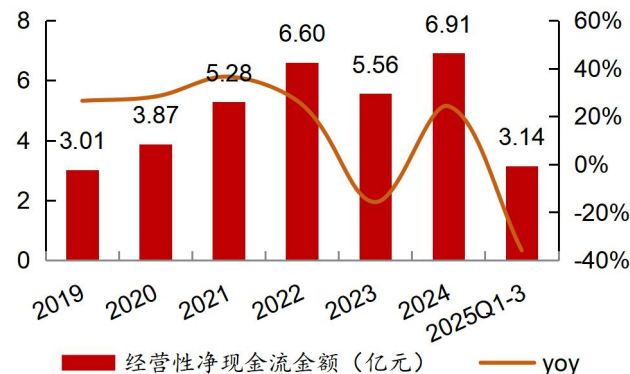


图表 10：公司货币资金及交易性金融资产  
(2019-2025Q1-Q3)



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 11：公司经营净现金流金额 (2019-2025Q1-Q3)



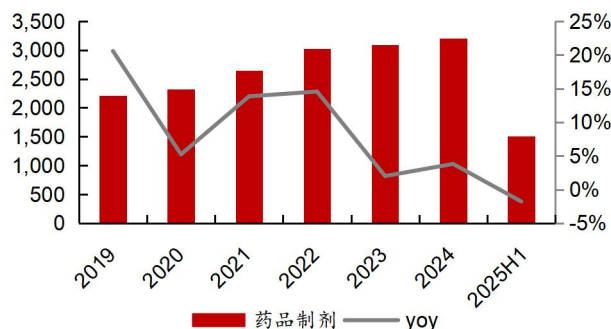
资料来源：Wind，华源证券研究所

## 2. 仿制药业务稳健增长，现金流底座进一步夯实

公司仿制药业务基本盘稳固，已进入压力出清后的稳态增长阶段。公司药品制剂业务覆盖心血管系统、慢性肾病、皮肤病、消化系统、糖尿病、精神神经系统、妇科等多个细分领域，产品结构分散、单一品种依赖度低；同时公司拥有多个国内首仿药物如复方 $\alpha$ -酮酸片、奥美沙坦酯片、盐酸曲美他嗪片、氯沙坦钾氢氯噻嗪片、盐酸莫西沙星片、匹维溴铵片、黄体酮软胶囊等，主要产品在细分领域市场排名位居国内厂商前列或呈现较好的增长趋势，具备较强的市场竞争力。截至 2025 年上半年，公司共获得境内药品注册批件 209 个，126 个产品纳入国家医保目录，为仿制药业务持续放量奠定坚实基础。2024 年，公司药品制剂业务实现收入 32.09 亿元，2019-2024 年年化复合增长率达 7.75%。

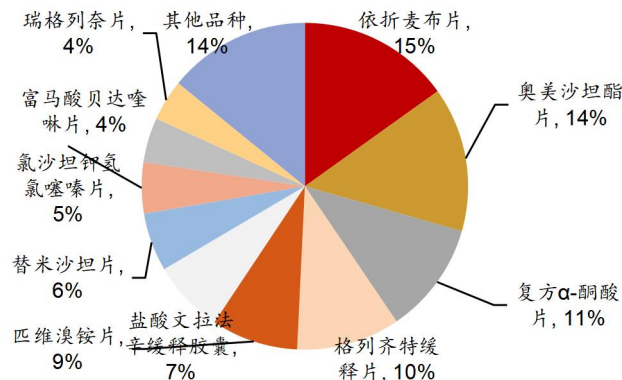
存量产品集采冲击或已基本出清。据米内网数据，2025 年 Q1-Q3 福元医药母公司核心药品销售额前十品种合计贡献约 85.87% 的药品收入，其中 8 个品种（包含中标产品和未中标产品）已纳入国家带量采购。公司未来预计将巩固集采中标产品领先优势，并扩大产能匹配快速增长的产品需求。前十销量中尚未集采的核心品种为匹维溴铵片和富马酸贝达喹啉片，2025 年 Q1-Q3 收入占比约 13.04%。其中，富马酸贝达喹啉片目前中国市场格局为进口强生 1 家、国产福元医药与先声药业 2 家；匹维溴铵片中国竞争格局为进口艾伯维 1 家、国产仅福元医药 1 家，整体竞争格局相对稳定，集采风险较小。整体来看，公司仿制药业务有望走出“集采冲击期”。

图表 12：公司药品制剂收入及增速（2019-2025H1）（百万元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13：公司药品收入 Top10 品种销售额占比（2025Q1-3）



资料来源：米内网，华源证券研究所

**集采中标品种持续放量，有望提供现金流支撑。**依托“原料药+制剂”一体化布局与成熟的成本控制体系，公司积极参与国家及省级集采，多个具备成本优势的“光脚品种”通过集采实现快速放量。截至 2025 年上半年，盐酸帕罗西汀片、奥美沙坦酯片、孟鲁司特钠咀嚼片、盐酸曲美他嗪片、格列齐特缓释片、瑞格列奈片、替米沙坦片、盐酸文拉法辛缓释胶囊、依折麦布片、艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂、盐酸帕罗西汀肠溶缓释片及替米沙坦氢氯噻嗪片共 12 个品种中标带量采购，为公司提供持续稳定的现金流支撑。

图表 14：公司仿制药主要产品集采情况（截至 2025 年中报）

产品名称	适应症	是否集采	产品名称	适应症	是否集采
复方 α-酮酸片	慢性肾功能不全	集采第十批未中标	富马酸贝达喹啉片	耐多药肺结核	×
奥美沙坦酯片	高血压	集采第二批中标	盐酸帕罗西汀片	抑郁症、强迫症、焦虑症	集采首批中标
依折麦布片	高脂血症	集采第七批中标	艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂	胃食管反流病	集采第九批中标
格列齐特缓释片	II 型糖尿病	集采第四批中标	沙格列汀二甲双胍缓释片	2 型糖尿病	×
匹维溴铵片	肠道功能紊乱	×	盐酸曲美他嗪片	心绞痛	集采第三批中标
替米沙坦片	高血压	集采第四批中标	阿卡波糖片	II 型糖尿病	集采第二批未中标
阿托伐他汀钙片	高胆固醇血症、冠心病	集采首批未中标	盐酸非索非那定片	过敏性鼻炎和慢性特发性荨麻疹	×
盐酸文拉法辛缓释胶囊	抑郁症及广泛性焦虑障碍	集采第五批中标	帕罗西汀肠溶缓释片	抑郁症	集采第九批中标
氯沙坦钾氢氯噻嗪片	高血压	集采第八批未中标	孟鲁司特钠咀嚼片	过敏性鼻炎	集采第三批中标
瑞格列奈片	II 型糖尿病	集采第四批中标	替米沙坦氢氯噻嗪片	高血压	集采第十批中标

资料来源：公司公告，米内网，华源证券研究所

**新品集采中选为业绩提供增量支撑。**在 2025 年第十一批国家组织药品集中采购中，公司成功中选阿戈美拉汀片、多巴丝肼片、普伐他汀片、阿仑膦酸钠片、富马酸卢帕他定片及西洛他唑片共 6 个品种，其中 5 个品种于 2024 年获批上市，产品新、生命周期长，有望在执行期内逐步放量，或成为公司仿制药业务重要的增长来源。

**图表 15：第十一批集采公司拟中选药品情况**

产品名称	公司获批时间	适应症	同品种拟中选企业数量
卢帕他定片	2024/11/22	过敏性鼻炎和荨麻疹	7 家
普伐他汀片	2024/9/19	高脂血症；家族性高胆固醇血症	6 家
西洛他唑片	2024/2/20	慢性动脉闭塞症；预防脑梗死复发	5 家
阿仑膦酸钠片	2005	骨质疏松症	6 家
阿戈美拉汀片	2024/7/30	成人抑郁症	9 家
多巴丝肼片	2024/6/4	帕金森病；症状性帕金森综合症	9 家

资料来源：医保局，米内网，华源证券研究所

**1-8 批集采续约推进，仿制药业务确定性将进一步增强。**国家医保局正推动 1-8 批国家集采品种全国统一接续采购，由江苏、河南、广东等省牵头组建接续采购联盟，覆盖 316 个品种（不含第六批胰岛素专项），采购周期自中选结果实际执行日起至 2028 年 12 月 31 日。本轮接续采购在组织形式和规则层面均发生重要变化：一是由全国统一联盟实施，或能降低省际政策分散带来的不确定性；二是采购方式由“竞价导向”向“询价导向”转变，更强调稳价、保供与可持续性。**我们认为，对公司而言，集采续约或是仿制药业务进入稳态运营的重要标志：**

1) 对已中标品种而言：我们预计在续约后价格压力或相对可控，并有望凭借既有履约记录延续甚至提升报量份额，锁定长期稳定的现金流；2) 对未中标品种而言：此前在 1-8 批中未中标的产品（如阿托伐他汀钙片）有望在接续中重新获得报量，贡献额外的边际增量。

**规模化与成本优势有望驱动公司仿制药业务稳健增长。**整体来看，公司核心仿制药品种已大多经历国家集采洗礼，价格与放量节奏在历史周期中或充分消化，仿制药板块有望为公司后续创新药布局提供更稳定的现金流基础。第十一批集采中，公司多个新获批品种成功中选，有望逐步贡献业绩增量；同时，1-8 批集采品种进入全国统一接续采购阶段，若续约，有望进一步增强仿制药业务长期稳定性。

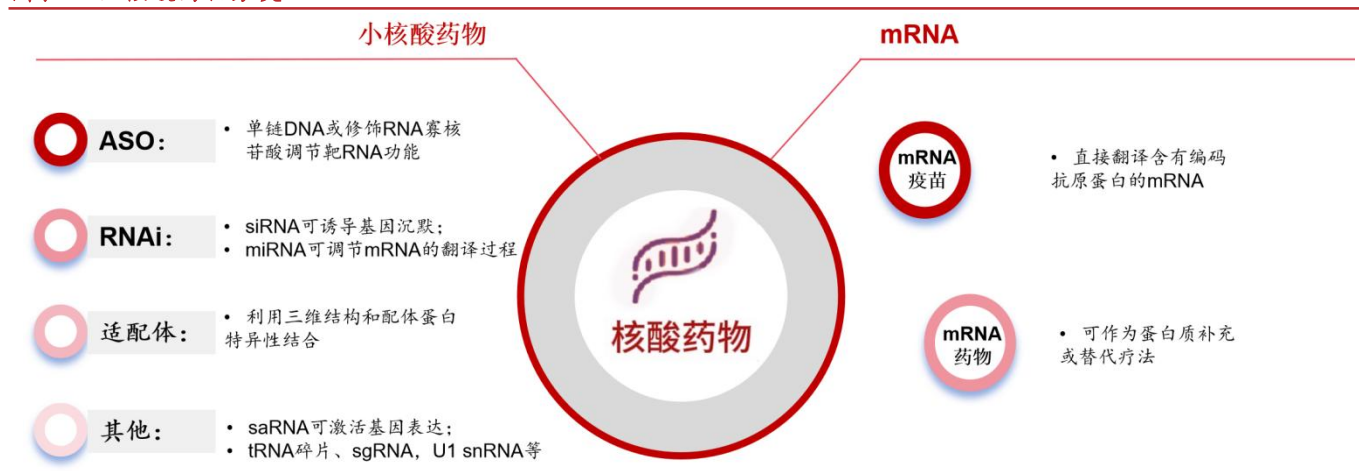
**我们看好在集采规则持续优化、行业低效产能加速出清的背景下，公司作为兼具规模化生产能力、精细化成本控制与丰富产品储备的仿制药企业，有望持续把握市场份额提升与竞争格局优化的机遇，推动仿制药业务实现长期稳健增长。**

### 3. 创新药战略聚焦小核酸，打造第二成长曲线

#### 3.1. 小核酸药物有望成为继小分子药物和抗体药物后的第三大类药物

核酸药物是指利用核酸分子的翻译或调控功能，在 RNA 水平干预疾病进程的一类创新药物。按照作用形式不同，核酸药物主要分为小核酸药物与 mRNA 药物两大类，其中，小核酸药物（寡核苷酸药物）目前在临床与商业化层面进展迅猛。小核酸药物通常由十几个至几十个核苷酸组成，依据结构与作用机制不同，主要包括反义寡核苷酸（ASO）、小干扰 RNA（siRNA）、微小 RNA（miRNA）及核酸适配体（Aptamer）等类型，其中 ASO 与 siRNA 为目前开发程度最高、商业化路径最为清晰的技术方向。

图表 16：核酸药物分类



资料来源：《核酸药物市场产业现状与未来》弗洛斯特沙利文，华源证券研究所

小核酸药物有望成为继小分子药物和抗体药物后的第三大类药物。与传统小分子和抗体药物主要作用于蛋白靶点不同，小核酸药物直接靶向 mRNA 或其他 RNA，在转录后水平调控基因表达，可覆盖大量“不可成药”的靶点，在靶点广度、作用特异性及长效性方面具备显著优势。

图表 17：小分子药物、抗体药物、小核酸药物比较

特性	小分子药物	抗体药物	小核酸药物
分子量	通常 <500 Da	约 >150 kDa	通常 >7 kDa
主要作用靶点	蛋白质	蛋白质	RNA
作用部位	细胞内外均可作用	细胞内外均可作用	细胞内
给药方式	口服、静脉注射、局部给药等	静脉输注	静脉、皮下或局部给药
作用机制	通过结合特定靶点发挥作用	特异性结合靶抗原，阻断受体-配体相互作用或激活免疫应答	ASO：调节靶 RNA 功能；siRNA：切割降解靶基因的 mRNA
优势	易生产、可口服给药	较小分子药物蛋白亲和性更强	靶向特异性强、药物作用长效、药物设计简便、研发周期短、候选靶点丰富、适应症广泛
挑战	特异性较弱、靶点蛋白数量有限	可成药性的靶点蛋白数量有限、生产成本低、注射给药、作用位点仅为胞外或细胞表面	需结合先进的药物递送系统，目前主要靶向肝脏，其他组织渗透性不足

资料来源：《核酸药物市场产业现状与未来》弗洛斯特沙利文，《Current status and trends in small nucleic acid drug development: leading the future》Yuxi Miao et al., 华源证券研究所

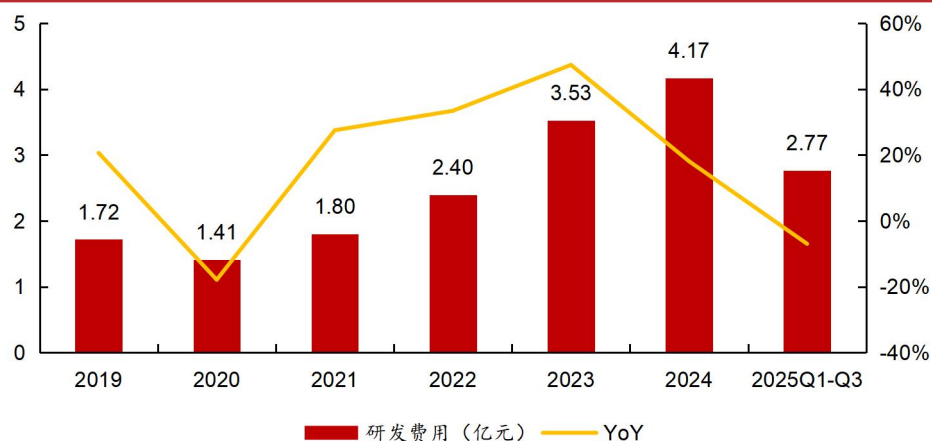


### 3.2. 公司仿创结合，前瞻布局小核酸赛道

福元医药坚持“仿创结合”的研发战略，以重大疾病和慢性病领域的临床需求为导向，逐步构建高端仿制药+创新药双轮驱动的研发体系。在夯实仿制药基本盘的同时，公司在创新药领域前瞻性布局技术壁垒高、长期成长空间广阔的小核酸赛道。研发投入方面，2024 年公司研发费用达 4.17 亿元，同比增长 18.13%，研发投入强度持续提升，为创新管线推进及平台技术迭代升级提供坚实保障。

在仿制药领域，公司依托多个制剂技术平台，围绕心血管、神经系统及皮肤病等优势适应症持续推进原料药与制剂研发，构建稳健现金流基础；在创新药领域，则以小核酸为核心方向，重点推进小核酸药物及递送系统的系统性研发，推动公司由传统仿制药企业向技术平台型药企转型。

图表 18：福元医药 2019-2025Q1-Q3 研发费用



资料来源：Wind，华源证券研究所

### 3.3. N-ER 平台构筑技术护城河，多靶点并行推进

公司自主搭建的 N-ER 核酸药物研发平台，以自研技术为基础，已形成覆盖核酸药物设计、合成与修饰、生物学评价及药学研究的一体化研发体系，为多靶点并行推进提供平台化支撑。基于该平台，公司已在多个靶点开展系统性研究，覆盖肝靶向与肝外靶向递送方向，重点聚焦心血管、代谢及其他慢性疾病领域。考虑到公司在仿制药阶段已深耕心内科、神内科等重点科室，并建立起成熟的公立医院准入与销售网络，创新药一旦上市，有望实现临床价值的高效转化，与存量业务形成协同共振。

截至 2026 年 1 月 17 日，根据医药魔方数据库，公司已公开 23 项小核酸相关专利，多个靶点在中国及全球研发赛道中处于前列水平，为公司参与全球竞争奠定坚实基础。

**图表 19：公司已公开的小核酸药物专利信息（截至 2026/1/17）**

靶点	疾病	中国研发赛道排名	全球研发赛道排名
ANGPTL3	血脂异常	6/23	8/23
ASGR1	心血管疾病	1/1	1/1
ANGPTL8	糖尿病;高血压	1/2	1/2
KHK	糖尿病;肥胖;血脂异常;肝病	1/2	2/4
HDLBP	动脉粥样硬化	4/16	1/1
AGT	高血压	4/19	14/31
factor XI	血栓(抗凝或抗血小板)	2/12	6/12
A2AP	血栓(抗凝或抗血小板)	1/4	1/1
DGAT2	代谢相关脂肪性肝炎	1/5	1/5
17β-HSD13	代谢相关脂肪性肝炎	1/1	4/17
SMAD2	代谢相关脂肪性肝病;代谢相关脂肪性肝炎;肝纤维化	1/1	1/1
DNAJC15	代谢相关脂肪性肝病;代谢相关脂肪性肝炎;肝纤维化	1/3	1/3
SMAD3	代谢相关脂肪性肝病;代谢相关脂肪性肝炎;肝纤维化	1/1	1/1
PNPLA3	代谢相关脂肪性肝病	1/1	4/8
MARC1	肥胖;代谢相关脂肪性肝病;肝纤维化;肝硬化	1/7	3/7
GPAM	肥胖;代谢相关脂肪性肝病;代谢相关脂肪性肝炎	1/1	1/2
HMGB1	脓毒症;癌症;代谢相关脂肪性肝炎;关节炎	1/1	1/1
C3	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	4/17	7/17
CFB	阵发性睡眠性血红蛋白尿症	2/17	8/19
C9	阵发性睡眠性血红蛋白尿症;非典型溶血尿毒综合征	1/1	1/1
IGFALS	肢端肥大症	1/1	1/1
LECT2	淀粉样变性	1/8	1/1
factor XII	多发性硬化症;炎症(未指明)	1/2	2/2

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

**在研发管线进展方面，公司目前有两项产品进入临床相关阶段：**

1) **FY101 注射液 (ANGPTL3 siRNA)**：于 2025 年 4 月获得临床试验批准，目前处于 I 期临床阶段，用于**高脂血症**的治疗，是公司小核酸管线中进展最快、靶点成熟度最高的项目。

2) **FY103 项目**：已于 2025 年 12 月 31 日提交临床试验申请，有望加快进入临床，进一步丰富公司在小核酸领域的管线布局。

**图表 20：公司进入临床相关阶段的管线布局（截至 2026 年 1 月 16 日）**

药品名称	靶点	疾病领域	疾病	中国研发阶段	中国研发阶段开始日期
FY101	ANGPTL3	心脑血管领域	高脂血症	I 期临床	2025-05-06
FY103	-	其他领域	-	申报临床	2025-12-31

资料来源：医药魔方，新药情报库，华源证券研究所

### 3.4. 核心管线推进至临床，FY101 打开肝靶向平台验证窗口

**混合高脂血症：患者基数庞大的未满足适应症**

“中国居民心血管病及其危险因素监测”项目于 2020–2022 年间调查显示我国成人血脂异常总患病率约为 38.1%。《中国血脂管理指南（2023 年）》指出，中国血脂异常人群规模超过 4 亿人，构成了庞大而尚未充分被满足的患者群体。根据 2012–2015 年 CHS 调查，中国 ≥35 岁成人对血脂异常的知晓率、治疗率和控制率仅为 16.1%、7.8%和 4.0%。**混合型**

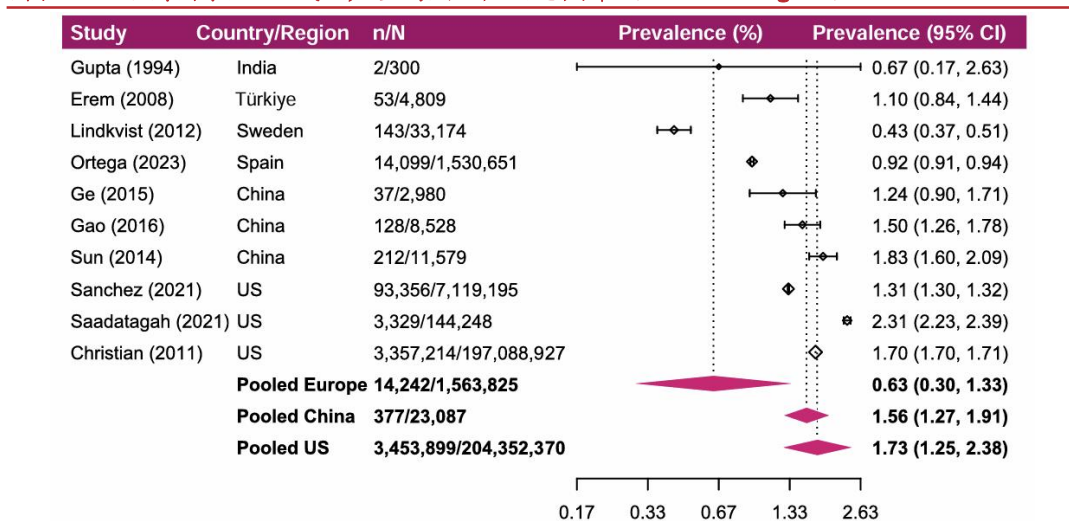


高脂血症是指血清中胆固醇（TC）和甘油三酯（TG）同时升高的血脂异常类型。临床诊断标准为：①TC $\geq$ 5.20 mmol/L；②LDL-C $\geq$ 3.4 mmol/L；③TG $\geq$ 1.70 mmol/L。当检测结果满足①+③或②+③时，即可诊断为混合型高脂血症。

与单一胆固醇或甘油三酯升高相比，混合型高脂血症患者的动脉粥样硬化性心血管疾病（ASCVD）风险更高，且临床治疗更为复杂。从病理机制看，混合型高脂血症核心在于载脂蛋白转运能力减弱，导致内源性脂质生成过多，或胆固醇分解代谢效率下降，造成脂质在体内蓄积。

在中国，虽然针对混合型高脂血症的直接流行病学数据有限，但多项研究已提示其患病负担不容忽视。1）2014年，DYSIS CHINA研究纳入了25,697例至少接受一种降脂药物治疗的患者，治疗3个月后发现LDL-C未达标的患者中，有33.4%合并HDL-C降低和/或TG升高，提示混合型高脂血症发生率较高；2）根据《Prevalence, Incidence, and Definition of Severe Hypertriglyceridemia: A Comprehensive Review and Weighted Summary》，欧洲、中国及美国成人严重高甘油三酯血症（TG $\geq$ 500 mg/dL）的患病率分别约为0.63%、1.56%和1.73%，对应人群规模庞大。综合来看，我国混合型高脂血症患者人数较多，且存在显著的未被满足的治疗需求。

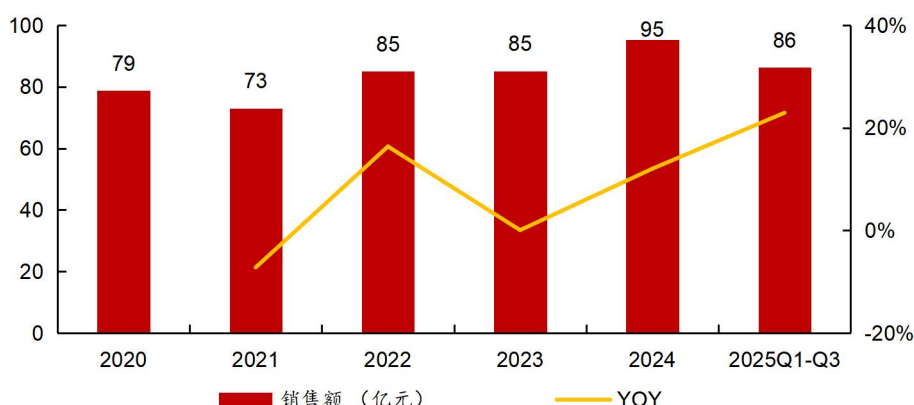
图表 21：不同国家/地区成人严重高脂血症的患病率（TG $\geq$ 500 mg/dL）



资料来源：《Prevalence, Incidence, and Definition of Severe Hypertriglyceridemia: A Comprehensive Review and Weighted Summary》Alexis Baass 等，华源证券研究所；备注：严重高脂血症包含未分型及混合型严重高脂血症患者

在市场层面，根据米内网数据，中国血脂调节剂化药生物药城市公立医院销售额在2024年达到95亿元，在三大终端六大市场的销售额达到248亿元。当前市场仍以化学药为主体，但以PCSK9、ANGPTL3为代表的生物药和RNAi疗法快速放量；生物药板块2024-2025年增速显著，独家注射剂单品增幅高达1825%。考虑到混合型高脂血症人群基数或持续扩大以及重度混合型高脂血症的未满足需求，混合型高脂血症对应的降血脂市场仍具有较大成长空间。

图表 22：中国城市公立血脂调节剂化药和生物药销售额（亿元）

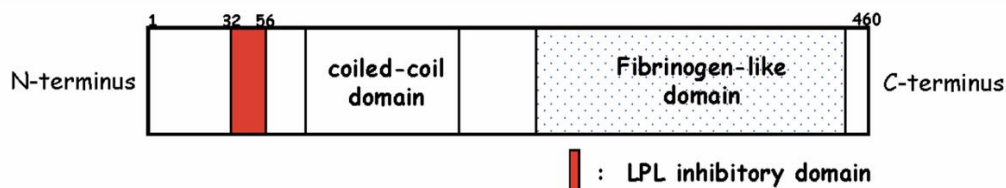


资料来源：米内网，华源证券研究所

### ANGPTL3 是血脂异常及动脉粥样硬化领域的高潜力靶点

血管生成素样蛋白 3 (ANGPTL3)，又称为 ANG3，是一种分泌型糖蛋白，属于分泌调控脂质代谢因子的类血管生成素家族的成员，在脂质代谢调控中发挥重要作用。ANGPTL3 由 460 个氨基酸组成，包含一个 N 端螺旋结构域和一个 C 端纤维蛋白原样结构域。

图表 23：血管生成素样蛋白 3 (ANGPTL3) 的结构



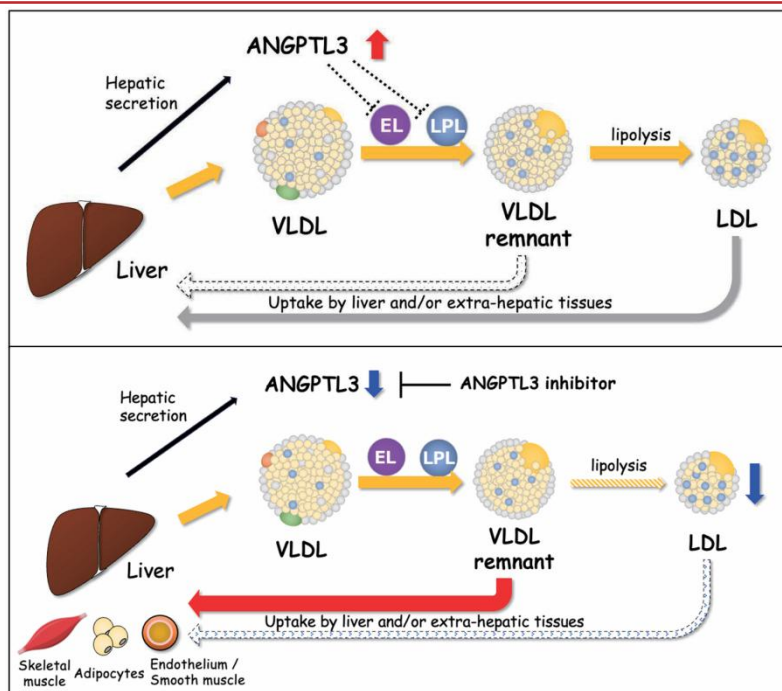
资料来源：《ANGPTL3: A Breakthrough Target in Treatment for Dyslipidemia and Atherosclerosis》Hirota Fukami 等，华源证券研究所

2002 年，Koishi 等人报道 ANGPTL3 主要在肝脏表达，其过表达显著增加了血清 TG 和总胆固醇水平。机制上，ANGPTL3 包含一个 N 端脂蛋白脂肪酶(LPL)结合基序，与 LPL 结合后，抑制 LPL 酶活性，从而提高血清 TG 浓度。同时，由于 ANGPTL3 也抑制内皮脂肪酶(EL)活性，从而通过 VLDL 受体和其他受体（如 LDL 受体相关蛋白）促进高水平极低密度脂蛋白(VLDL)残粒的清除，这一机制是 ANGPTL3 抑制剂降低 LDL-C 效应的基础，上述双重抑制作用使 ANGPTL3 成为调控血浆 TG 和 LDL-C 的重要节点。且 ANGPTL3 介导的 LDL-C 降低效应独立于 LDL 受体，使其在治疗缺乏功能性 LDL 受体活性的家族性高胆固醇血症 (FH) 患者时具有优势。

ANGPTL3 的低表达可以减缓血脂异常的各类疾病，包括乳糜微粒血症综合征、2 型糖尿病、家族性部分脂肪营养不良、高胆固醇血症、家族性高胆固醇血症、高甘油三酯血症、非酒精性脂肪肝、动脉粥样硬化、膝盖损伤及骨关节炎、血脂异常及相关代谢疾病。

除了全身性的脂质调节功能外，ANGPTL3 还可促进内皮细胞粘附、迁移和血管生成、以及与斑块进展和不稳定性相关的活动。ANGPTL3 激活整合素信号传导也刺激巨噬细胞的促炎反应，导致细胞因子产生增加和细胞内脂质积累，从而促进泡沫细胞形成，通过调节局部血管炎症和重塑来加速动脉粥样硬化。

图表 24：ANGPTL3 抑制剂降低 LDL-C 的作用机制：促进 VLDL 脂解并加速残粒清除



资料来源：《ANGPTL3: A Breakthrough Target in Treatment for Dyslipidemia and Atherosclerosis》Hirofumi Fukami 等，华源证券研究所

ANGPTL3 在调节血清脂质水平和心血管风险中的作用已获多项研究验证，已成为全球降脂药物研发的重要靶点。全球范围内，针对 ANGPTL3 的单抗、siRNA 及基因编辑疗法均在加速推进。相较于其他疗法，小核酸疗法通过肝脏靶向直接沉默 ANGPTL3 基因表达，有望凭借降脂深度和长效化给药优势在 ANGPTL3 靶点药物竞争中脱颖而出。目前，Arrowhead 的 Zodasiran 和礼来的 solbinsiran 已在 II 期临床研究中验证了靶点的临床可行性，为公司自研的 FY101 注射液（ANGPTL3 siRNA）提供了明确的临床对标路径。

图表 25：全球 ANGPTL3 靶点药物竞争格局（临床 1 期及以上）

作用机制	药品名称	研发机构	疾病	全球最高研发阶段	全球最高研发阶段开始日期	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期	美国最高研发阶段	美国最高研发阶段开始日期
anti-ANGPTL3 单抗	evinacumab	Regeneron/Ultrogenyx	纯合子型家族性高胆固醇血症（已获批上市）；糖尿病肾病（II 期）	批准上市	2021-02-11	临床前		批准上市	2021-02-11
	SHR-1918	恒瑞医药	高甘油三酯血症(III 期); 混合型高脂血症(III 期); 纯合子型家族性高胆固醇血症（III 期已完成）	III 期	2024-12-09	III 期	2024-12-09	临床前	
	NNC0491-6075	Novo Nordisk	血脂异常	I 期	2023-08-07	临床前		I 期	2023-08-07
	zodasiran	Arrowhead	纯合子型家族性高胆固醇血症(III 期)；混合型高脂血症（II 期已完成）	III 期	2025-06-25	III 期	2024-11-22	III 期	2025-06-25
	solbinsiran	Eli Lilly	混合型血脂异常(II 期完成)；高甘油三酯血症（II 期）	II 期	2022-02-25	II 期	2025-12-08	II 期	2022-02-25
siRNA 疗法	BW-00112	船望制药	高甘油三酯血症（II 期）；混合型高脂血症（II 期）	II 期	2024-03-05	II 期	2024-03-05	II 期	2024-05-20
	ALN-ANG3	Alnylam/Regeneron	糖尿病肾病	II 期	2025-12-09	临床前		临床前	
	JS401	君实生物/润佳医药	高甘油三酯血症	I 期	2023-08-29	I 期	2023-08-29	临床前	
	FY101	福元医药	血脂异常	I 期	2025-05-06	I 期	2025-05-06	临床前	
	SYH2070	石药集团	血脂异常	I 期	2025-11-03	I 期	2025-11-03	IND	2025-10-09
基因编辑疗法	CTX310	CRISPR	血脂异常	I 期	2023-07-27	临床前		临床前	
	VERVE-201	Eli Lilly/Verve Therapeutics	高胆固醇血症	I 期	2024-06-11	临床前		临床前	
ANGPTL3 抑制剂	AZD1705	AstraZeneca	血脂异常	I 期	2024-01-22	临床前		I 期	2024-01-22

资料来源：医药魔方，华源证券研究所；备注：数据截至 2026 年 1 月 22 日

### FY101 注射液（ANGPTL3 siRNA）I 期临床稳步推进

目前，FY101 注射液的 I 期临床试验正在稳步推进，该试验为随机、双盲、安慰剂对照设计，拟入组 62 名受试者，通过 5 个剂量组的单次皮下注射给药，评估药物的安全性、耐受性、药代动力学及药效学特征。

临床前数据显示，1）在 hANGPTL3 人源化小鼠中，公司的 ANGPTL3 siRNA 单次皮下注射即可实现较高的血清 hANGPTL3 蛋白抑制率，且抑制效果维持 6–8 周以上。具体来看，公司专利公开的 siRNA 缀合物中，N-ER-FY013062M2L96 在给药后第 8 天至第 43 天的抑制率均高于 91%，其中在第 15 天至第 36 天的抑制率均在 96%以上，在第 50 天至第 64 天期间，抑制率仍然保持在 77%以上；2）在食蟹猴体内，公司的 ANGPTL3 siRNA 单次皮下注射给药能够明显降低食蟹猴血浆中 ANGPTL3 蛋白的表达量和甘油三酯含量；9mg/kg 治疗 12 周后，ANGPTL3 蛋白表达量下降 66%、甘油三酯含量下降 54%。

图表 26：福元医药 FY101 注射液临床 I 期试验方案

药物	FY101 注射液
临床研究代码	CTR20251757
试验题目	一项在中国参与者中评估 FY101 注射液单次给药剂量递增的安全性、耐受性、药代动力学及药效学特征的随机、双盲、安慰剂对照的 I 期临床试验
适应症	高脂血症
患者入组标准	对于健康参与者，TG 水平在实验室正常值范围内，且 LDL-C $\geq$ 1.8 mmol/L 且 $\leq$ 3.1 mmol/L；对于血脂异常参与者，TG $>$ 1.7 mmol/L 且 $\leq$ 5.0 mmol/L 和/或 LDL-C $>$ 3.1mmol/L 且 $\leq$ 4.1 mmol/L
首次公示信息日期	2025/5/6
剂量	皮下注射，5 个剂量组，单次给药
目标入组人数	62
主要终点指标	不良事件（AE）、严重不良事件（SAE）、实验室检查、生命体征、12-导联心电图及体格检查等
次要终点指标	PK 指标；PD 指标和体重较基线的变化；免疫原性

资料来源：药物临床试验登记与信息公示平台，华源证券研究所

图表 27：公司 ANGPTL3 siRNA 在人源化小鼠中对人 ANGPTL3 蛋白抑制率

siRNA ID	hANGPTL3 蛋白表达抑制率								
	第 8 天	第 15 天	第 22 天	第 29 天	第 36 天	第 43 天	第 50 天	第 57 天	第 64 天
N-ER-FY013058M2 L96	95.01%	95.47%	97.28%	97.00%	95.45%	91.85%	80.70%	83.41%	75.10%
N-ER-FY013060M2 L96	88.89%	93.08%	95.41%	93.96%	92.39%	88.62%	73.85%	78.21%	76.05%
N-ER-FY013062M2 L96	94.67%	96.42%	97.53%	96.98%	96.24%	91.83%	84.26%	84.65%	77.25%
N-ER-FY013109M2 L96	78.99%	78.36%	85.85%	84.52%	81.93%	75.67%	55.27%	65.82%	53.86%

资料来源：《用于抑制 ANGPTL3 基因表达的双链核糖核酸及其修饰物、缀合物和用途：CN116987696A[P].》，华源证券研究所

图表 28：公司 ANGPTL3 siRNA 在食蟹猴中的药效实验

表16

组别	血浆 ANGPTL3 蛋白变化率 (%)												
	D1	D8	D15	D22	D29	D36	D43	D50	D57	D64	D71	D78	D84
阴性对照（1×PBS 缓冲液）	0	-7	14	-7	-7	-12	-12	-8	-1	-8	-11	-12	-11
N-ER-FY013062M6L96	0	-76	-82	-87	-86	-85	-85	-79	-75	-75	-67	-67	-66

表17

组别	血浆 TG 变化率 (%)												
	D1	D8	D15	D22	D29	D36	D43	D50	D57	D64	D71	D78	D84
阴性对照（1×PBS 缓冲液）	0	-13	-12	-2	-23	-12	-1	-15	-28	14	19	10	29
N-ER-FY013062M6L96	0	-71	-78	-79	-81	-77	-75	-75	-75	-68	-63	-62	-54

资料来源：《用于抑制 ANGPTL3 基因表达的 siRNA 修饰物、缀合物和用途：CN120005880A[P].》，华源证券研究所



### 3.5. 肝外递送加速突破，有望进一步打开长期空间

从全球趋势看，小核酸药物正从早期以肝靶向为主，逐步迈入肝外多组织、多靶点的临床兑现阶段。目前，肌肉、中枢神经系统、肺部及脂肪组织等方向均已有管线进入临床试验阶段，标志着肝外递送技术瓶颈正在被逐步突破。

图表 29：全球肝外递送小核酸药物核心管线临床进展

靶向组织	公司	药品名称	靶点	最高研发阶段	适应症
肌肉	Avidity	Del-desiran	DMPK	III 期	强直性肌营养不良 1 型
	Avidity	Del-brax	DUX4	III 期	面肩肱型肌营养不良症
	Avidity	Del-zota	dystrophin	II 期	假肥大性肌营养不良
	Dyne	FORCE-M23D	dystrophin	I/II 期	假肥大性肌营养不良
中枢神经系统	Arrowhead	SRP-1003 (ARO-DM1)	DMPK	I/II 期	强直性肌营养不良 1 型
	Ionis	Zilganersen	GFAP	III 期	亚历山大病
	Ionis	ION582	UBE3A-ATS	III 期	快乐木偶综合征
	Ionis	Ulefnersen	FUS	III 期	肌萎缩侧索硬化症
	<b>Alnylam</b>	<b>Mivelsiran</b>	<b>APP</b>	<b>II 期</b>	<b>脑淀粉样血管病 (II 期)、阿尔茨海默病 (I 期)</b>
	Alnylam	ALN-HTT02	HTT	I 期	亨廷顿氏病
	Alnylam	ALN-SOD	SOD1	I 期	肌萎缩侧索硬化症
	<b>Alnylam</b>	<b>ALN-5288</b>	<b>Tau</b>	<b>I 期</b>	<b>阿尔茨海默病</b>
	<b>Arrowhead</b>	<b>ARO-MAPT</b>	<b>Tau</b>	<b>I/IIa 期</b>	<b>阿尔茨海默病</b>
	Arrowhead	SRP-1001 (ARO-DUX4)	DUX4	I/II 期	面肩肱型肌营养不良症
	Arrowhead	SRP-1004 (ARO-ATXN2)	ATXN2	I 期	脊髓小脑共济失调 2 型
肺部	<b>Arrowhead</b>	<b>ARO-RAGE</b>	<b>RAGE</b>	<b>II 期</b>	<b>哮喘</b>
	Arrowhead	SRP-1002 (ARO-MMP7)	MMP-7	I/II 期	特发性肺纤维化
脂肪	<b>Arrowhead</b>	<b>ARO-ALK7</b>	<b>ALK7</b>	<b>I/IIa 期</b>	<b>肥胖</b>

资料来源：医药魔方，华源证券研究所；备注：数据截至 2026 年 1 月 10 日

福元医药已在肝外递送方向进行前瞻布局，我们预计未来有望通过自主创新与对外合作并行的方式，逐步缩小与海外领先企业之间的技术差距，有望为管线扩展与估值提升提供长期支撑。

综上，我们认为公司在小核酸领域已具有技术平台领先、靶点储备丰富、管线布局差异化等优势。随着 FY101 等核心项目临床进展的持续推进、肝外递送技术的不断突破以及更多靶点项目的逐步落地，公司有望在小核酸这一高增长赛道中实现价值重估，为长期发展注入强劲动力。



## 4. 盈利预测与评级

我们预计 2025–2027 年公司收入分别 34.72/38.52/42.66 亿元,同比增长 1%/11%/11%,关键假设如下:

1) **药品制剂**: 基本盘集采压力或基本出清, 新品放量驱动稳健增长。我们预计药品制剂业务 2025–2027 年收入同比增长 1%/11%/11%。

2) **医疗器械**: 有望保持平稳增长。公司医疗器械业务基数相对较小, 我们预计 2025–2027 年收入将保持每年 5% 的平稳增长。公司将继续发挥现有渠道优势, 提升器械类产品的终端渗透率。

3) **毛利率**: 我们预计公司综合毛利率在 2025–2027 年分别为 66%/65%/65%。

图表 30: 2025–2027 年福元医药收入预测 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收	3340	3446	3472	3852	4266
同比	3%	3%	1%	11%	11%
毛利率	67%	67%	66%	65%	65%
1. 药品制剂	3091	3209	3226	3594	3996
yoy	2%	4%	1%	11%	11%
毛利率	68%	68%	67%	66%	66%
2. 医疗器械	233	223	234	245	258
yoy	18%	-5%	5%	5%	5%
毛利率	46%	48%	48%	48%	48%
3. 其他业务	12	12	12	12	12
yoy	280%	3%	0%	0%	0%
毛利率	45%	85%	85%	85%	85%

资料来源: Wind, 华源证券研究所

我们预计公司 2025–2027 年实现归母净利润分别为 4.65/4.81/5.20 亿元, 增速分别为 -5%/4%/8%, 当前股价对应 PE 分别为 30X、29X、27X。我们选取信立泰(国内心血管慢病药物龙头)、京新药业(从传统仿制药企业不断向创新药转型)和悦康药业(创新性布局核酸药物)作为可比公司, 考虑到公司仿制药基本盘稳固, 小核酸赛道前瞻布局, 有望成为公司长期估值中枢上移的催化剂, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 31: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)		EPS (元)			PE	
		2026/1/27	25E	26E	27E	25E	26E	27E
002294.SZ	信立泰	47.19	0.63	0.73	0.86	75.23	64.34	54.70
002020.SZ	京新药业	17.45	0.94	1.09	1.25	18.53	16.01	13.96
688658.SH	悦康药业	26.14	-0.05	0.20	0.37	-	131.16	70.44
平均						46.88	70.50	46.37
601089.SH	福元医药	28.82	0.97	1.00	1.08	29.78	28.76	26.61

资料来源: Wind, 华源证券研究所; 注: 信立泰/京新药业/悦康药业盈利预测来自 Wind 一致预期, 福元医药盈利预测来自华源证券研究所

## 5. 风险提示

市场竞争加剧风险：公司产品品类丰富，主要产品已在细分市场形成一定竞争优势，但若行业内竞争对手未来推出更具疗效优势或性价比优势的产品，或将削弱公司的现有优势。

集采丢标或降价风险：若公司主要产品在后续带量采购中被纳入采购目录而未能中标，或将对产品销售产生不利影响；若成功中标，产品价格可能出现一定幅度下滑，若销量增加未能填补价格下降空间，或将对公司的盈利能力造成不利影响。同时已中标产品到期后可能须再次参加招标，存在价格进一步下降的风险。

新药研发不及预期风险：新药研发难度较大，存在不确定性。公司药品围绕心血管系统类、糖尿病类、精神神经系统类、消化系统类、抗感染类及皮肤病类药物等领域进行研发布局，新药研发具有资金投入大、技术难度高、试验周期长等特点，如果出现临床试验暂停或终止或审批速度不及预期的情形，公司存在在研产品不能如期完成注册的风险。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	794	1,006	1,373	1,765
应收票据及账款	452	473	525	581
预付账款	25	29	32	36
其他应收款	1	2	3	3
存货	348	358	408	455
其他流动资产	1,582	1,582	1,582	1,583
<b>流动资产总计</b>	<b>3,201</b>	<b>3,450</b>	<b>3,923</b>	<b>4,422</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	707	737	763	782
在建工程	719	615	507	396
无形资产	139	132	135	145
长期待摊费用	22	13	20	23
其他非流动资产	29	34	41	41
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,615</b>	<b>1,531</b>	<b>1,466</b>	<b>1,387</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,817</b>	<b>4,981</b>	<b>5,389</b>	<b>5,808</b>
短期借款	40	0	0	0
应付票据及账款	287	200	229	255
其他流动负债	863	911	1,037	1,154
<b>流动负债合计</b>	<b>1,190</b>	<b>1,111</b>	<b>1,266</b>	<b>1,408</b>
长期借款	21	13	7	3
其他非流动负债	50	50	50	50
<b>非流动负债合计</b>	<b>71</b>	<b>63</b>	<b>57</b>	<b>53</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,261</b>	<b>1,175</b>	<b>1,323</b>	<b>1,462</b>
股本	480	480	480	480
资本公积	1,662	1,662	1,662	1,662
留存收益	1,402	1,650	1,907	2,185
归属母公司权益	3,545	3,793	4,050	4,328
少数股东权益	12	14	17	19
<b>股东权益合计</b>	<b>3,556</b>	<b>3,807</b>	<b>4,066</b>	<b>4,347</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,817</b>	<b>4,981</b>	<b>5,389</b>	<b>5,808</b>

**现金流量表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	492	436	453	492
折旧与摊销	107	119	150	170
财务费用	-35	-1	-4	-5
投资损失	-11	-5	-5	-5
营运资金变动	90	-75	48	36
其他经营现金流	47	33	33	33
<b>经营性现金净流量</b>	<b>691</b>	<b>507</b>	<b>675</b>	<b>721</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-2,015</b>	<b>-33</b>	<b>-83</b>	<b>-88</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-467</b>	<b>-262</b>	<b>-226</b>	<b>-241</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-1,791</b>	<b>212</b>	<b>366</b>	<b>392</b>

**利润表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>3,446</b>	<b>3,472</b>	<b>3,852</b>	<b>4,266</b>
<b>营业成本</b>	<b>1,134</b>	<b>1,177</b>	<b>1,344</b>	<b>1,495</b>
税金及附加	34	37	41	45
销售费用	1,256	1,212	1,340	1,484
管理费用	136	132	150	166
研发费用	417	420	466	520
财务费用	-35	-1	-4	-5
资产减值损失	-11	-12	-13	-15
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	11	5	5	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	39	27	27	27
<b>营业利润</b>	<b>543</b>	<b>515</b>	<b>533</b>	<b>576</b>
营业外收入	3	5	5	5
营业外支出	5	4	4	4
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>540</b>	<b>516</b>	<b>534</b>	<b>578</b>
所得税	48	49	51	55
<b>净利润</b>	<b>492</b>	<b>467</b>	<b>484</b>	<b>523</b>
少数股东损益	3	2	3	3
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>489</b>	<b>465</b>	<b>481</b>	<b>520</b>
EPS(元)	1.02	0.97	1.00	1.08

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	3.17%	0.75%	10.95%	10.74%
营业利润增长率	-1.72%	-5.13%	3.56%	8.11%
归母净利润增长率	-0.02%	-4.94%	3.55%	8.09%
经营现金流增长率	24.26%	-26.55%	33.12%	6.72%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	67.09%	66.09%	65.12%	64.94%
净利率	14.28%	13.45%	12.56%	12.25%
ROE	13.79%	12.25%	11.88%	12.01%
ROA	10.15%	9.33%	8.93%	8.95%
<b>估值倍数</b>				
P/E	28.31	29.78	28.76	26.61
P/S	4.01	3.98	3.59	3.24
P/B	3.90	3.65	3.42	3.20
股息率	1.69%	1.56%	1.62%	1.75%
EV/EBITDA	9	18	17	15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。