

# 信立泰 (002294)

## 慢病领域创新龙头，心衰重磅 JK07 潜力大 买入 (首次)

2026年04月01日

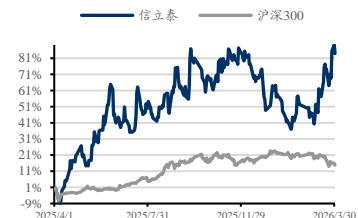
证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,365	4,012	4,643	5,563	6,775
同比(%)	(3.35)	19.22	15.72	19.81	21.79
归母净利润(百万元)	580.07	601.57	678.55	901.75	1,276.67
同比(%)	(8.95)	3.71	12.80	32.89	41.58
EPS-最新摊薄(元/股)	0.52	0.54	0.61	0.81	1.15
P/E(现价&最新摊薄)	111.66	107.67	95.46	71.83	50.73

### 股价走势



### 投资要点

- 老牌慢病龙头创新转型，重磅品种有望贡献百亿收入：**信立泰稳居国内心血管领域龙头地位，近年来加速仿创转型，布局慢病全周期产品。2025Q1-3 六款创新产品营收占比 46%。随着集采风险全面出清，核心创新品种放量，早研管线兑现，我们预期 2029 年将实现 100 亿元收入，创新管线打开市值空间。
- 全新机制 BIC 分子，JK07 有望颠覆全球心衰市场格局：**JK07 通过独特分子设计攻克 NRG-1 靶点成药难题，有望突破心衰治疗中心肌修复的瓶颈。境外 Ib 期各剂量组均实现 LVEF 显著改善，中高剂量组 180 天 LVEF 平均改善  $\geq 31\%$ ，耐受性极佳。国际多中心 II 期 282 例临床进展顺利，HFrEF 适应症入组已完成，2026 年上半年进入数据密集读出期。我们预期 2029 年上市后，仅海外市场就可贡献超 100 亿美元峰值销量，成为继诺欣妥（峰值销量 80 亿美元）后全球心衰领域最大突破。
- 首款国内自研 ARNI 药物领衔，高血压产品矩阵全面升级：**公司围绕自有独家 ARB 药物信立坦覆盖高血压治疗全领域，聚焦 ARNI、复方制剂、新靶点领先技术。信超妥是国内首款自研，全球唯二的 ARNI 类药物，降压效果和夜间血压控制优于竞品诺欣妥。创新复方制剂复立坦、复立安相继获批并纳入医保。ETA、ASI 早研分子 SAL120/140 补充难治性高血压需求空缺，临床进度全球领先。
- 代谢+肾科+骨科齐头并进，放量顺利管线丰富：**代谢、肾科、骨科全品类慢病管理均有亮点管线。肾科新一代 HIF-PHI 恩那罗和骨科国产首款特立帕肽欣复泰上市后快速放量贡献收入。代谢领域全面布局 PCSK-9、Lp(a)、GLP-1 等创新靶点，siRNA、小分子、基因编辑等前沿技术平台持续发力，从获批产品泰卡西单抗、信立汀到早研疗法 SAL0139、SAL061 均有竞争力，管线梯队储备充足。
- 盈利预测与投资评级：**我们预测 2025-2027 年公司实现营业收入 46.43/55.63/67.75 亿元，同比 +15.7%/19.8%/21.8%，归母净利润 6.79/9.02/12.77 亿元，同比 +12.8%/32.9%/41.6%，对应 EPS 为 0.61/0.81/1.15 元。基于 DCF 模型估值计算合理企业市值为 919.03 亿元，对应合理目标价为 85.48 元。公司国内商业化推进顺利，重磅单品潜力大，在研品种丰富全面，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**产品研发失败风险；药品销售不及预期；集采政策影响对产品价格的不确定性。

### 市场数据

收盘价(元)	61.31
一年最低/最高价	29.80/65.63
市净率(倍)	7.79
流通 A 股市值(百万元)	68,334.03
总市值(百万元)	68,349.40

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.87
资产负债率(%，LF)	18.69
总股本(百万股)	1,114.82
流通 A 股(百万股)	1,114.57

《信立泰(002294): 2023 年中报点评: 业绩基本符合预期,国内+国际创新加速推进》

2023-08-27

《信立泰(002294): 2022 年年报点评: 新药研发稳步推进,慢病领域厚积薄发》

2023-04-01

## 内容目录

<b>1. 信立泰：聚焦心血管领域，布局慢病全周期</b>	<b>5</b>
1.1. 收入拐点出现，创新转型进入收获期	6
1.2. 长期研发持续投入，申报及读出窗口密集	8
1.3. 早研管线丰富，创新构筑未来图景	9
<b>2. 心衰市场前景广阔，JK07 具备大单品潜力</b>	<b>10</b>
2.1. 功能修复为心衰治疗瓶颈，赛道具备百亿大单品潜力	11
2.2. NRG1：心脏结构修复潜在靶点，成药设计面临挑战	13
2.3. NRG1 受体终成药，JK07 具备 BIC 潜力	14
2.4. 临床进度理想，JK07 即将迈入“决赛圈”	16
2.5. JK-07 峰值销售预测	16
<b>3. 高血压：市场前景广阔，公司仿制+引进+自研构筑产品矩阵</b>	<b>18</b>
3.1. 传统疗法依从性差，复方制剂+ARNI 改写指南	19
3.2. 高血压仿制药市场红海，创新品种即将破局	20
3.3. 复方制剂机制互补，基于信立坦构筑产品矩阵	21
3.4. 阿利沙坦：ARB 类最佳药物，优势全面应用广泛	22
3.5. ARNI 药物改写心血管指南，信超妥具备 FIC 潜力	23
3.6. 面向难治性高血压，创新靶点进度国际前列	24
3.7. 已上市高血压药物的峰值销售预测	25
<b>4. 慢病矩阵：多领域布局完善，早研管线支撑长期增长</b>	<b>26</b>
4.1. 在售产品：多科室布局，恩那罗+欣复泰销售理想	27
4.2. 血脂管理：多通路全面布局 PCSK-9/Lp(a)靶点	28
4.3. 血糖管理：信立汀优势显著，GLP-1 布局兼顾	30
<b>5. 盈利预测和估值</b>	<b>30</b>
5.1. 盈利预测及关键假设	30
5.2. 估值预测和关键假设	31
<b>6. 风险提示</b>	<b>32</b>

## 图表目录

图 1: 公司业务架构.....	5
图 2: 公司股权结构图.....	6
图 3: 公司发展历程.....	7
图 4: 公司营业收入 (百万元).....	7
图 5: 公司归母净利润 (百万元).....	7
图 6: 公司毛利率与净利率水平.....	8
图 7: 公司收入结构占比.....	8
图 8: 公司销售费用及费用率.....	8
图 9: 公司研发费用及费用率.....	8
图 10: 公司近期上市产品.....	9
图 11: 公司研发系统架构.....	9
图 12: 公司管线一览.....	10
图 13: 心衰 LVEF 分型.....	11
图 14: 心衰 NYHA 分级.....	11
图 15: 心衰治疗药物机制.....	11
图 16: ARNI 机制图.....	12
图 17: 诺欣妥疗效显著.....	12
图 18: 全球心衰市场规模.....	12
图 19: 诺欣妥市场空间 (2026 年预计).....	12
图 20: NRG1-ErbBs 通路机制.....	13
图 21: HER3 抗体药物的心脏-肿瘤双向作用.....	14
图 22: NRG 药物进展.....	14
图 23: JK07 分子设计.....	15
图 24: 体外试验-抗 ErbB3 性能.....	15
图 25: 体内试验-心功能改善.....	15
图 26: JK07 Ib 期数据: 显著 LVEF 改善.....	16
图 27: JK07 销售峰值测算.....	18
图 28: 我国高血压人数变化.....	19
图 29: 我国高血压知晓/治疗/控制情况.....	19
图 30: 高血压患者血压控制指南演变.....	19
图 31: 高血压药物类型和特点.....	20
图 32: 高血压药物市场占比.....	21
图 33: SPC 获指南推荐.....	21
图 34: 基于信立坦的高血压产品矩阵.....	22
图 35: 信立坦在高血压药物中占比.....	23
图 36: 信超妥降压效果.....	23
图 37: SAL120 降压效果.....	24
图 38: ASI 降压机制.....	25
图 39: 已上市高血压药物的销售峰值测算.....	26
图 40: 目前肾性贫血疗法对比.....	27
图 41: 肾性贫血大医院渠道新药销售进展.....	28
图 42: PCSK9/Lp(a)血脂调控机制.....	29

图 43: 信立泰血脂管理药物布局.....	29
图 44: 公司盈利预测.....	31
图 45: 公司估值预测 (DCF 法) .....	32

## 1. 信立泰：聚焦心血管领域，布局慢病全周期

信立泰成立于 1998 年，2009 年在深交所上市，定位为研产销一体化的慢病领域医药企业。公司早期依托仿制药业务实现快速扩张，凭借在心脑血管领域的产品布局与商业化能力，逐步确立在国内慢病市场的领先地位。公司拥有 8 大产业基地、11 家分/子公司，在中美设立研发中心，业务覆盖全球 40 余个国家和地区。在研项目约 74 项，其中化学药 51 项、生物药 23 项，累计获得有效专利授权 364 项、在申 459 项，布局高端化学药、生物医药与器械三条创新主线。

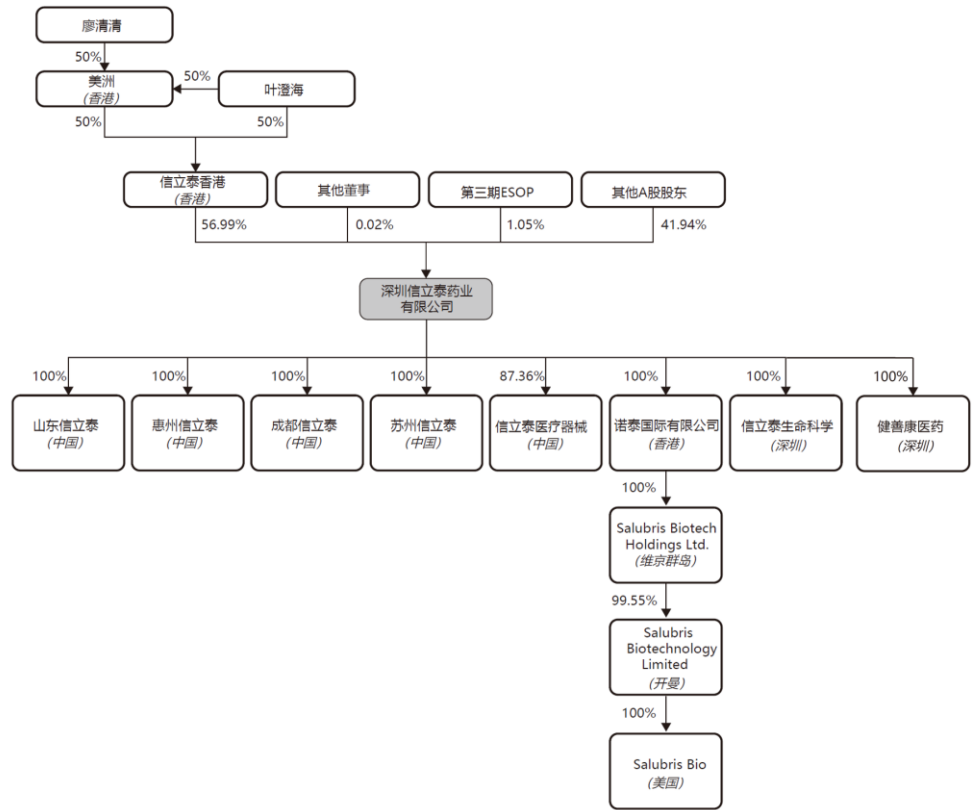
图1：公司业务架构



数据来源：公司官网，公司投关材料，东吴证券研究所

**公司股权结构稳定、实控人持股集中。**截至 2026 年 2 月，叶澄海和廖清清夫妇合计持股约 56.99%。公司子公司覆盖医药制造、研发平台及贸易销售等板块包括山东信立泰、惠州信立泰、信立泰（成都）、信立泰（苏州）、诺泰国际、深圳健善康医药、深圳信立泰医疗器械（信泰医疗）等。其中深圳信立泰医疗器械（信泰医疗）于 2023 年 3 月披露分拆信泰医疗至科创板上市预案。2026 年 2 月 13 日公司提交 H 股上市申请。

图2: 公司股权结构图



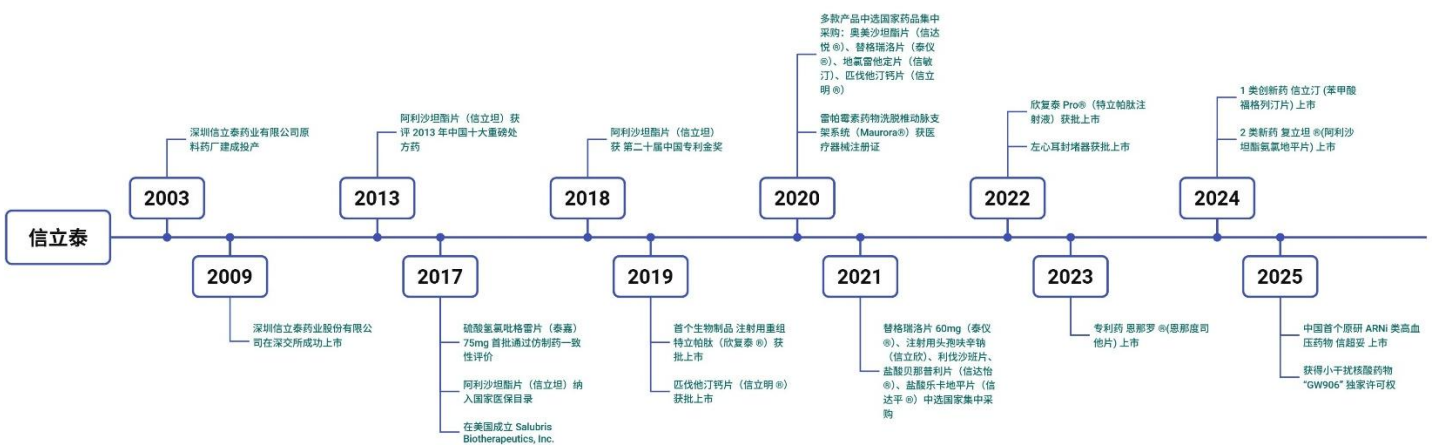
数据来源: Wind, 2026 年 2 月港股招股书, 东吴证券研究所

公司核心管理层处于迭代与调整阶段。创始人叶澄海曾任深圳市副市长、广东省委常委兼省对外经济工作委员会主任等职, 1980 年代转入实业领域创立信立泰。现任董事长叶宇翔为叶澄海之子, 耶鲁大学工商管理硕士, 担任中国医药创新促进会医药创新投资专业委员会委员、深圳市生物医药产业联盟会长、耶鲁大学中国医疗健康会创会会长。2022 年出任董事长并推动公司启动创新药研发战略转型。董事杨凌拥有哈佛商学院工商管理硕士背景, 曾任凯雷医疗相关投资团队经理及高盛投行分析师。

### 1.1. 收入拐点出现, 创新转型进入收获期

**仿制药业务带来现金收入, 自研+引进构建专利壁垒。**公司成立以来收入高度依赖仿制药氯吡格雷片(商品名: 泰嘉)。氯吡格雷作为抗血小板聚集的一线用药, 长期用于冠心病、脑卒中等动脉粥样硬化相关疾病的二级预防。公司凭借抢先获批长期占据抗凝/抗血小板核心市场, 确立心脑血管慢病领域的龙头地位。2019 年起, 受泰嘉集采落标和疫情期间医院准入停滞的影响, 公司进行业务布局调整, 强化 BD 引进与早研能力, 加速创新转型。

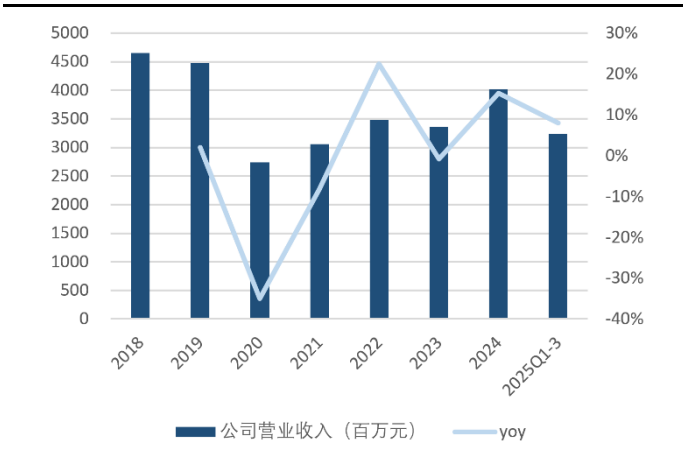
图3: 公司发展历程



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

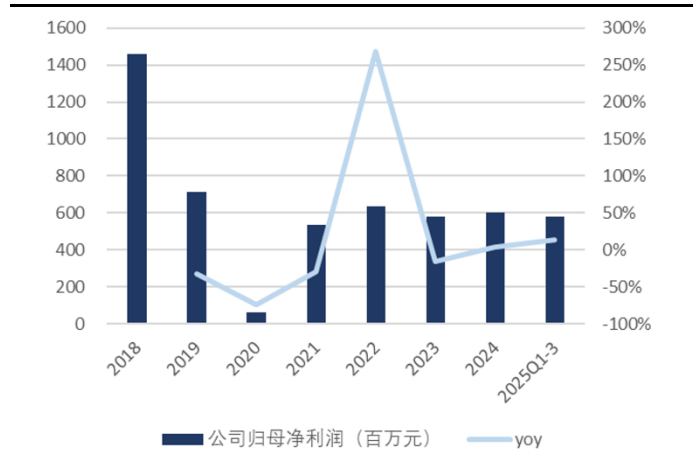
集采影响逐渐出清, 独家品种放量维持利润增速。公司历史收入以仿制药为主, 2018年泰嘉收入约32亿元、占总营收64.46%, 支撑公司收入由2010年的12.98亿元增长至2018年的46.52亿元、归母净利润由3.55亿元增长至14.55亿元。2018年后公司核心品种价格与份额承压, 2020年受集采落标, 入院停滞等影响利润承压, 2021年后公司及时调整战略, 加大研发投入并强化创新产品推广, 信立坦放量带动业绩拐点出现。

图4: 公司营业收入(百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

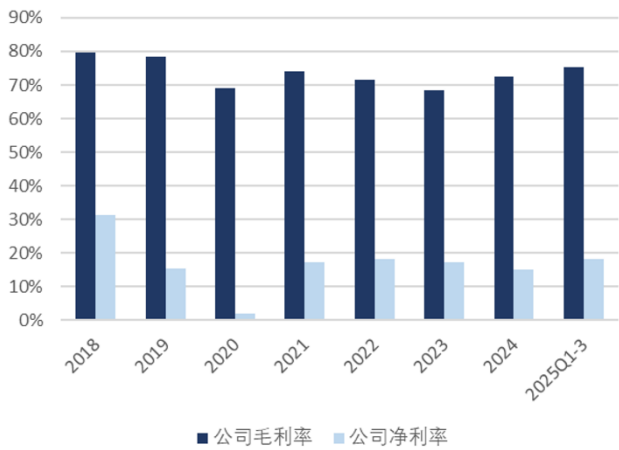
图5: 公司归母净利润(百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

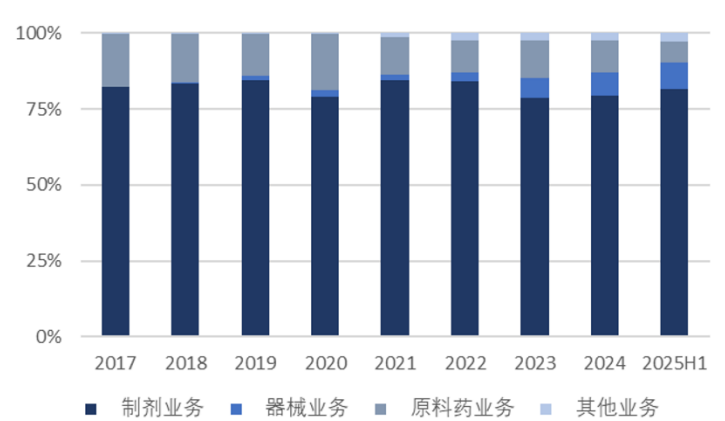
2025年前三季度实现营收32.41亿元(较2024年同期+8.01%), 归母净利润5.81亿元(较2024年同期+13.93%)。制剂业务贡献公司主要收入, 目前加入国家集采的药品共13种, 存量仿制药价格及份额已稳定。随高毛利创新药放量后利润占比提升, 公司销售得到修复。2025年前三季度净利率18.25%, 其中创新药品收入占比由2024年同期的32%提升至46%。

图6: 公司毛利率与净利率水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 公司收入结构占比



数据来源: Wind, 公司定期报告, 东吴证券研究所

### 1.2. 长期研发持续投入, 申报及读出窗口密集

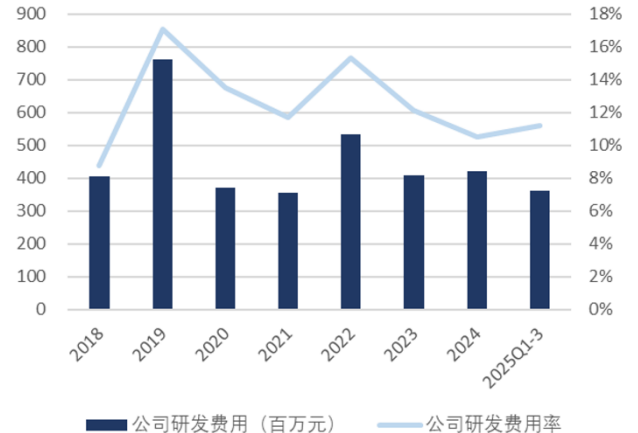
公司通过高研发+强推广投入加速创新转型。配合公司创新品种放量与新品上市布局, 2025 前三季度公司销售费用率抬升至 38.68%。此外, 公司在研管线推进与技术改进上持续加大投入, 2025 前三季度研发投入 5.42 亿元, 占营业收入比重 25.43%, 其中 57%为资本化投入。

图8: 公司销售费用及费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 公司研发费用及费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司在研管线已进入密集申报与关键读出窗口。公司截至 2025H1 在研项目 118 项, 涵盖化学药 74 项、生物药 20 项及医疗器械 20 项。临近上市产品中, 恩那度司他 (透析 CKD 患者贫血)、SAL056 (长效特立帕肽)、SAL003 (PCSK9 抗体) 已提交 NDA, S086 (慢性心衰)、SAL0130 (ARNI-CCB 制剂) 已完成 III 期临床入组。重磅心衰药物 JK07 正在开展国际多中心 II 期临床高剂量组入组, 期待 2026 年读出相关数据。随早研项目落地与临床后期推进, 公司“已上市品种放量+创新管线接续”的增长结构逐渐清晰。

图10: 公司近期上市产品

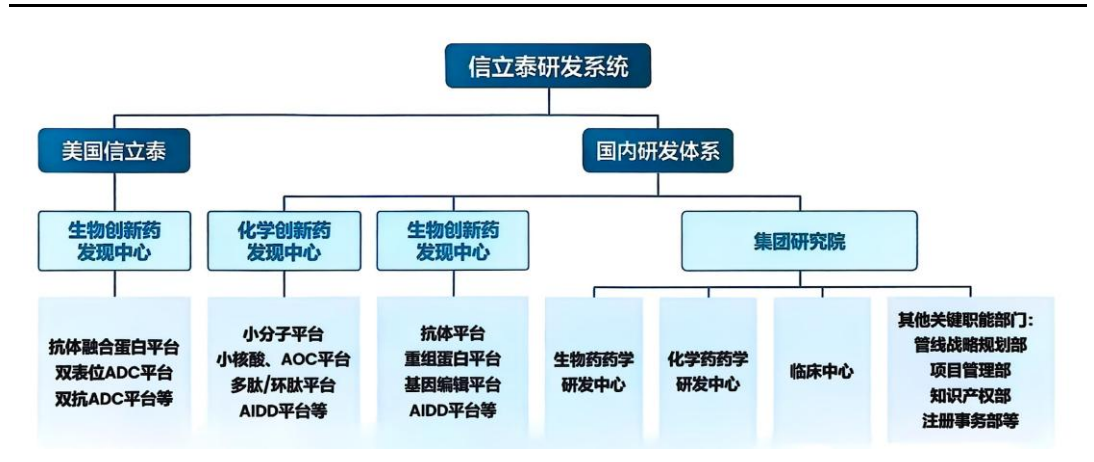


数据来源: 公司投关材料, 东吴证券研究所

### 1.3. 早研管线丰富, 创新构筑未来图景

公司已形成覆盖化学创新药与生物大分子创新药的全流程自主研发体系, 截至2025年9月研发队伍共814人、硕博占比43%, 研发系统布局深圳坪山集团研究院、成都集团研究院、北京集团研究院, 并在河套深港创新合作区设立创新药发现中心, 支撑从立项、发现、临床前到注册申报及上市转化的一体化推进。

图11: 公司研发系统架构



数据来源: 公司投关材料, 东吴证券研究所

公司以心肾代谢综合征 (CKM) 慢病为研发主轴, 累计布局 50 余项项目。2025年9月公司披露的在研及上市管线中, CKM相关占比约70%, 心脑血管项目占比34%, 覆盖高血压、血脂异常、2型糖尿病、MASH、CKD以及心衰、房颤、卒中等分期治疗场景, 管线梯队兼顾创新性与风险控制, 具备 FIC/BIC 潜力项目占比 23%。

公司在血糖、血脂管理领域小分子、抗体药物及基因编辑均有布局, 重点在研管线进展顺利。SAL0112、SAL0120、SAL0114 处于 II 期临床; SAL0140、SAL0132 处于 I 期临床, 碱基编辑疗法 SAL061 已提交 IND 申请。公司已搭建 AIDD 分子设计优

化、基因编辑、大分子创新、口服多肽/环肽、小核酸及小分子创新等多元分子发现平台。2018 年以来累计申报 95 个 IND、9 个 NDA，核心项目可实现 6 个月内完成 IND 申报。

图 12: 公司管线一览

治疗领域	项目名称	适应症	IND(临床前)	I期临床	II期临床	III期临床	上市申请	上市
心血管	信立坦	高血压	█	█	█	█	█	★
	恩那罗	肾性贫血	█	█	█	█	█	★
	复立坦	高血压	█	█	█	█	█	★
	信超妥	高血压	█	█	█	█	█	★
	SAL086	慢性心衰	█	█	█	█	█	
	复立安	高血压	█	█	█	█	█	★
	SAL0130	高血压	█	█	█	█	█	
	SAL0951	CIA	█	█	█	█	█	
	SAL0120	高血压/CKD	█	█	█	█	█	
	SAL0140	高血压/CKD/PA	█	█	█	█	█	
	SAL0132	高血压	█	█	█	█	█	
	SAL0137	血脂异常	█	█	█	█	█	
	SAL0139	血脂异常	█	█	█	█	█	
	SAL0144	血脂异常	█	█	█	█	█	
	SAL0147	IgA肾病	█	█	█	█	█	
	SAL0127	血栓	█	█	█	█	█	
	SAL003	高胆固醇血症	█	█	█	█	█	
	代谢	SAL007 (中美双报)	慢性心衰	█	█	█	█	█
SAL061		血脂异常	█	█	█	█	█	
信立汀		糖尿病	█	█	█	█	█	★
SAL0112		糖尿病/肥胖	█	█	█	█	█	
SAL0125		糖尿病/肥胖	█	█	█	█	█	
SAL0150		糖尿病/超重/肥胖	█	█	█	█	█	
骨科	SAL0145	MASH	█	█	█	█	█	
	SAL073	糖尿病/肥胖	█	█	█	█	█	
	欣复泰	骨质疏松	█	█	█	█	█	★
	欣复泰Pro	骨质疏松	█	█	█	█	█	★
肿瘤	SAL056	骨质疏松	█	█	█	█	█	
	SAL023	骨质疏松	█	█	█	█	█	
其它	SAL006	肿瘤	█	█	█	█	█	
	SAL012	肿瘤	█	█	█	█	█	
	SAL0114	抑郁/AD激越	█	█	█	█	█	
	SAL0119 (中美双报)	类风湿关节炎	█	█	█	█	█	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2. 心衰市场前景广阔，JK07 具备大单品潜力

心衰是心血管疾病进展到中晚期产生的心脏结构功能异常和心室充盈射血能力受损。《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2025》指出我国心衰患病率约 1.3%，对应患者规模约 1370 万，每年新发约 300 万。美国心脏协会（AHA）2026 年报告称 2023 年美国≥20 岁成年人中心衰患病人数为 770 万，2017-2023 年复合增长率 3.1%。心衰患者基数大、死亡与再住院风险高，医疗资源负担重，预后不理想，出院后 2-3 个月内死亡率和再住院率可达 15%和 30%，5 年生存率约 75%。

心衰按左室射血分数（LVEF）可分为射血分数降低的心衰 HFrEF、射血分数保留的心衰 HFpEF 与射血分数轻度降低的心衰 HFmrEF。又可根据患者生活情况分为 NYHA I-IV 级。不同分型和分级提示不同的心衰预后和治疗方案。

图13: 心衰 LVEF 分型

分类	诊断标准	人群占比	5 年全因死亡率
HFrEF	HFrEF 1. 症状和 (或) 体征; 2.LVEF≤40%	35.60%	25.2%
	HfImpEF 1. 病史; 2. 既往 LVEF≤40%, 治疗后随访 LVEF>40% 并较基线增加≥10%; 3. 存在心脏结构 (如左心房增大、左心室肥大) 或左心室充盈受损的超声心动图证据		约 10%~15%
HFmrEF	1. 症状和 (或) 体征; 2.LVEF 41%~49%	20.60%	18.10%
HFpEF	1. 症状和 (或) 体征; 2.LVEF≥50%; 3. 存在心脏结构或舒张功能障碍的客观证据, 以及与之相符的左心室舒张功能障碍 / 左心室充盈压升高	43.80%	13.40%

数据来源:《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2024 年版》, 东吴证券研究所

图14: 心衰 NYHA 分级

分级	功能状态	客观评估	占比	5 年全因死亡率
NYHA I 级	心脏病患者, 但没有体力活动受限, 一般体力活动不会引起过度疲劳、心悸、呼吸困难或心绞痛。	没有心血管疾病的客观证据	约 15%	约 5%-10%
NYHA II 级	心脏病患者, 体力活动轻微受限, 休息时无不适, 一般体力活动会导致疲劳、心悸、呼吸困难或心绞痛。	轻微心血管疾病的客观证据	约 35%	约 15%-20%
NYHA III 级	心脏病患者, 体力活动明显受限, 休息时无不适, 但低于一般活动会导致疲劳、心悸、呼吸困难或心绞痛。	中度严重心血管疾病的客观证据	约 30%	约 25%-35%
NYHA IV 级	心脏病患者, 任何体力活动均可引起不适, 即使在休息时也可能存在心力衰竭或心绞痛综合征的症状。如果进行任何体力活动, 会加重不适。	严重心血管疾病的客观证据	约 20%	约 50%-70%

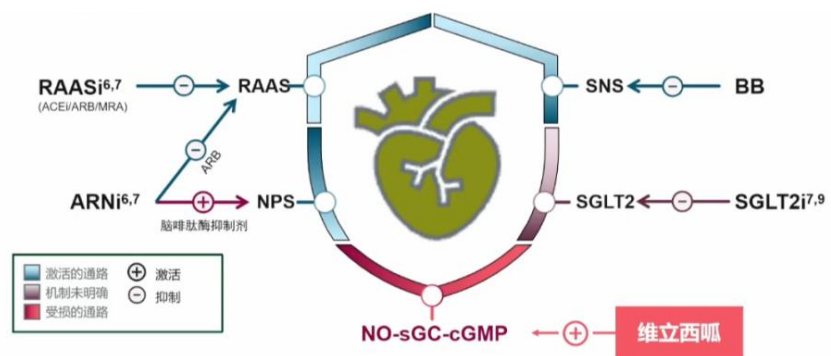
数据来源: AHA, 中华医学会, 东吴证券研究所

### 2.1. 功能修复为心衰治疗瓶颈, 赛道具备百亿大单品潜力

临床诊疗通常以 LVEF 分型指导治疗用药: HFrEF 以利尿剂缓解淤血为基础, 联合 ACEI/ARB/ARNI、β 受体阻滞剂与 MRA 构成核心框架。HFpEF/HFmrEF 以控制容量负荷、应用 SGLT2i 为主。并根据 NYHA 分型评估支持治疗强度, 基于血压、肾功能与心率, 危险因素等个体化加用其他药物。

现有方案更多通过减轻负荷、调节神经内分泌与改善循环来延缓进展, 难以直接修复受损心肌细胞结构与功能, 逆转心肌重构仍是长期未解的治疗命题。近年多条新通路药物被纳入指南, 包括口服 sGC 刺激剂维立西呱, ARNI 药物诺欣妥和 SGLT2i 药物达格列净。

图15: 心衰治疗药物机制



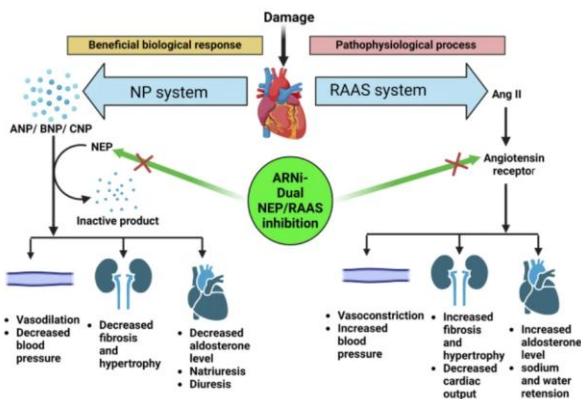
数据来源: 2025 上海心律失常论坛, Eur J Heart fail, 东吴证券研究所

ARNI 通过“双通路”实现降压与器官保护。ARNI 抑制 NEP 减少利钠肽降解, 增强 ANP/BNP/CNP 等 NPs 活性, 带来利尿、利钠、扩血管并抑制交感神经并以 ARB 拮抗 RAAS、阻断 AT1, 降低血管收缩与醛固酮释放, 协同改善容量负荷与外周阻力。全球

首个上市 ARNI 诺欣妥（沙库巴曲缬沙坦钠片）采用 NEP 抑制剂沙库巴曲与 ARB 的共晶设计。在心衰场景具备显著获益，凭借 PARADIGM-HF 等里程碑证据，上市后快速跃升至一线用药成为心衰“新四联”治疗的核心，在 HFrE 和 HFpEF 中替代 ACEI/ARB 等传统高血压药物。

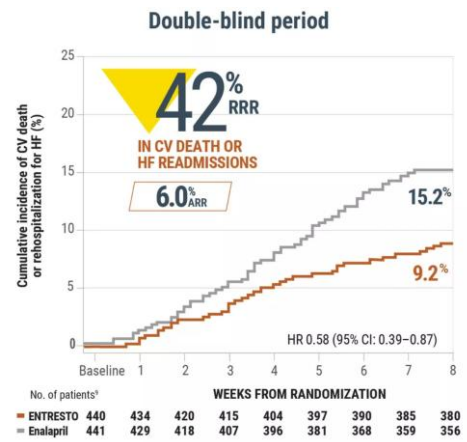
2016 年 ESC 指南将其列为 I 类推荐，可替代 ACEI/ARB；2017 年 ACC/AHA 指南将其与 ACEI/ARB 并列 I 类首选；2018 年中国心衰指南明确优先用其替换 ACEI/ARB 以进一步降低死亡与住院风险；2022 年后 AHA/ACC/HFSA 及 ESC 等指南明确未使用过 ACEI/ARB 的 HFrEF 患者起始值治疗可直接使用诺欣妥。2025Q1-3 诺欣妥在中国销售额 49.5 亿元、同比+21.5%，全球销售额达 77.5 亿美元。

图16: ARNI 机制图



数据来源: Hypertension Research, 东吴证券研究所

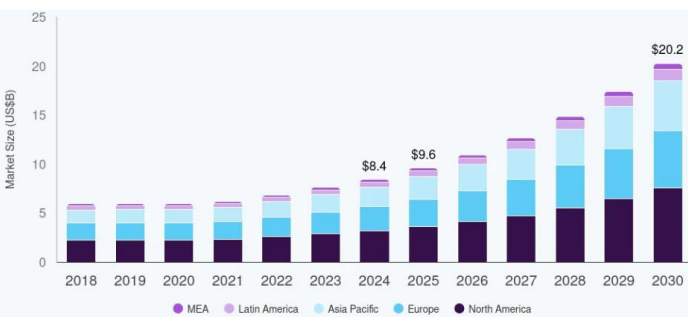
图17: 诺欣妥疗效显著



数据来源: entresto 官网, 东吴证券研究所

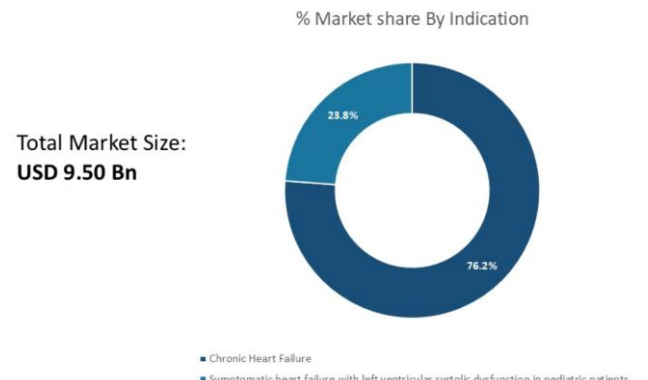
由此可见，心衰赛道存在孕育大单品的潜力。诺欣妥面世之后十年，该领域仍缺乏能在患者死亡率、住院率等核心指标上再次实现突破的新机制药物。由此可见，下一款能实现心肌功能修复的药物，如能在现有诊疗流程之外带来额外生存获益，将取得不小于诺欣妥的市场空间，成为本世纪以来心衰领域的最大突破。

图18: 全球心衰市场规模



数据来源: Grand View Research, 东吴证券研究所

图19: 诺欣妥市场空间 (2026 年预计)

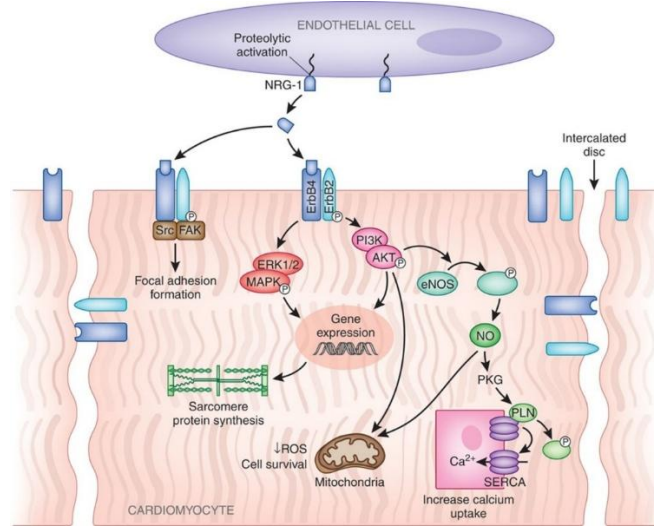


数据来源: Coherent Market Insight, 东吴证券研究所

## 2.2. NRG1: 心脏结构修复潜在靶点，成药设计面临挑战

神经调节蛋白-1 (neuregulin-1, NRG-1) 来源于微血管内皮细胞，隶属于表皮生长因子 (EGF) 家族，通过 NRG-1/ErbBs 信号通路介导内皮—心肌轴实现心脏稳态维持与损伤后修复。多数 NRG-1 以无活性的前体形式 (proNRG1) 锚定于细胞膜，释放后与主要在心房肌/心室肌细胞表达的 ErbB4 结合，与 ErbB2 构成高效异二聚体，激活 PI3K/AKT、MAPK/ERK、Src/FAK 等通路，增强肌节结构与肌间盘连接稳定性，促进细胞存活、抑制凋亡，并在一定程度上对抗慢性心衰相关的心室重构与收缩功能下降。

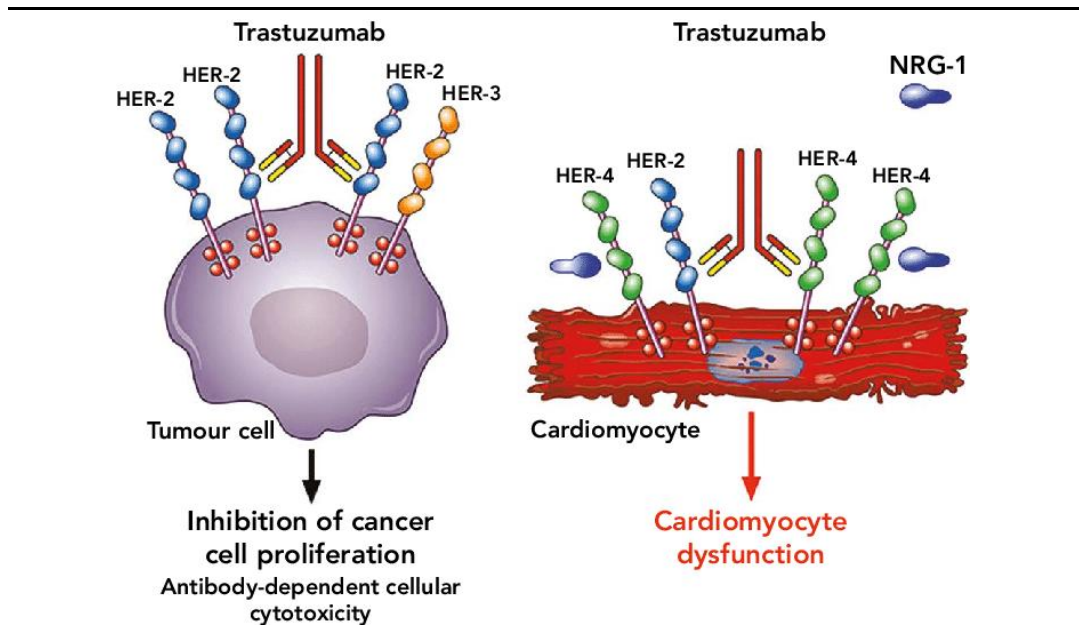
图20: NRG1-ErbBs 通路机制



数据来源: Circulation Research, 东吴证券研究所

外源性 NRG-1 成药困难，风险大，若设计不当存在致癌风险。NRG-1 信号在肿瘤领域具有双刃剑属性：NRG1 异常表达可持续驱动 ErbB3 (即 HER3) 构象开放并偏好性促进 ErbB2/ErbB3 异二聚化，强力募集 PI3K 等下游效应分子，推动 PI3K/AKT、MAPK 等促增殖、抗凋亡级联反应，进而引发增殖失控与致癌。天然或重组 NRG-1 由于分子量小、体内清除快而半衰期偏短，往往需要更频繁的给药以维持受体占有。因此，如何在保留“心脏保护性 ErbB4 轴”疗效的同时，最大限度剥离“ErbB3 相关异常信号”成为 NRG-1 靶点药物工程化设计的核心命题。

图21: HER3 抗体药物的心脏-肿瘤双向作用



数据来源: Cardiac Failure Review, 东吴证券研究所

全球 NRG-1 通路心衰药物开发中, 较早进入临床的候选物多采用“直接补充 NRG-1 蛋白”的思路, 如 Acorda 的 Cimaglermin 与泽生科技的 Neucardin。Cimaglermin 采用 NRG1-β3 全长蛋白, 在 I 期研究中纳入 40 例既往已接受至少 3 个月最佳药物治疗的患者, 给药后观察到高剂量组左室射血分数 (LVEF) 在约 28 天达到峰值并可维持至 90 天, 提示该通路具备心衰治疗潜力, 但早期研究发现肝毒性大, 安全性窗口窄, 2010 年停止研发。Neucardin 为重组 NRG-1β 蛋白, II 期试验在 44 例 NYHA II-III 级慢性心衰患者中可观察到 LVEF 的改善。总体人群全因死亡风险降低幅度不显著, 且对 NYHA IV 级重症患者可能不利。

图22: NRG 药物进展

药物	试验编号	试验阶段	入组日期	现状
Cimaglermin	NCT01258387	Ia 期	2010 年	高剂量出现肝毒性, 1 例 DLT (ALT/AST 升高 + 胆红素升高), FDA 叫停试验
	NCT01944683	Ib 期	2013 年 9 月	0.38 mg/kg 剂量组再现肝酶、胆红素升高, 被 FDA 再次暂停
Neuregulin	ZS-01-308B	III 期	2023 年 6 月	主要终点未达到统计学显著差异 (P > 0.05)
	ZS-01-306	III 期	2018 年 7 月	截至 2024 年 11 月入组 243 例, 仍在随访中, 暂无不良结果公布
	ZS-01-307	III 期	-	获 FDA 快速审批, 尚未启动

数据来源: 医药魔方, clinical trial, 东吴证券研究所

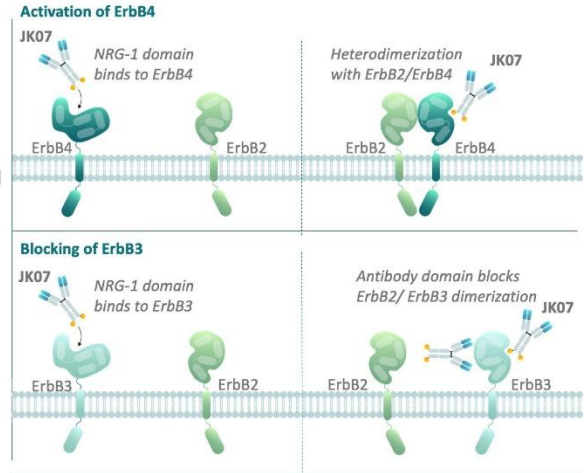
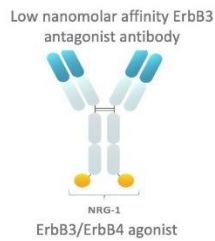
### 2.3. NRG1 受体终成药, JK07 具备 BIC 潜力

信立泰的 JK07 (重组人 NRG-1 活性结构域—抗 ErbB3 抗体融合蛋白) 围绕上述矛盾给出了“选择性 ErbB4 激动+ErbB3 通路封堵+抗体骨架延长代谢时间”的结构化解决方案: 分子以 NRG-1 活性结构域提供对 ErbB4 的配体功能获得心脏获益, 同时引入高

亲和抗 ErbB3 抗体，竞争性阻断 NRG-1 与 ErbB3 的结合并抑制 ErbB3 与 ErbB2 二聚化，抑制 ErbB2/ErbB3 复合体所偏好的致瘤/异常增殖信号输出。该方案使用的抗体骨架显著增大分子量，使体内暴露更接近典型单抗水平并延长作用时间，从而在“长期给药、慢病管理”的心衰场景中提高可开发性与安全窗。

图23: JK07 分子设计

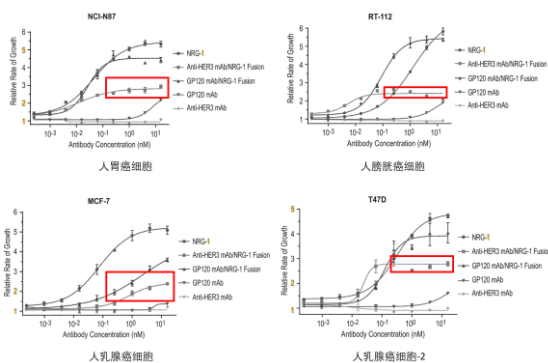
- JK07 consists of an antagonistic ErbB3 antibody fused to the active domain of NRG-1
- JK07 design is intended to provide improved safety and tolerability through selective agonism of ErbB4 and enhanced pharmacokinetics



数据来源: salubris bio, 东吴证券研究所

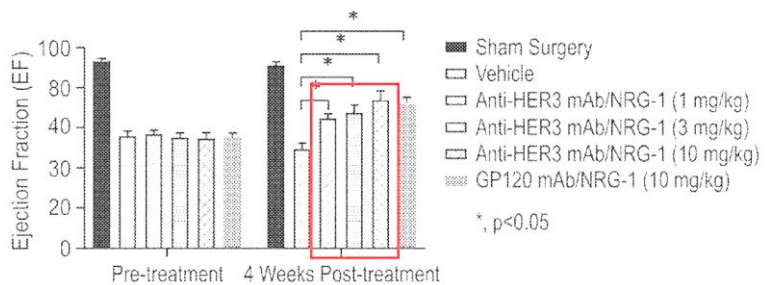
体外研究表明, JK07 诱导 ErbB2/ErbB4 二聚化效力与 NRG-1 相当, 而诱导 ErbB2/ErbB3 二聚化能力显著更弱, 体现出较好的受体选择性。在多种癌细胞增殖模型 (NCI-N87、MCF-7、RT-112 等) 中, JK07 促进增殖的活性明显低于天然 NRG-1 肽段及对照融合蛋白, 提示抗 ErbB3 抗体骨架对 NRG-1 经 ErbB3 介导的促增殖信号具有实质性阻断作用。心肌细胞模型进一步验证 JK07 可激活 ErbB2/ErbB4 并引发 PI3K/AKT 信号传导, 效力与 NRG-1 相当。体内研究表明, JK07 能减少心肌梗死后小鼠心脏的纤维化, 促进血管生成, 并改善心脏功能。在成年小鼠心脏中, JK07 通过抗体介导的受体拮抗作用抑制 ErbB3 磷酸化, 同时通过直接激动 NRG-1 受体增加。

图24: 体外试验-抗 ErbB3 性能



数据来源: 美国专利公示, 东吴证券研究所

图25: 体内试验-心功能改善

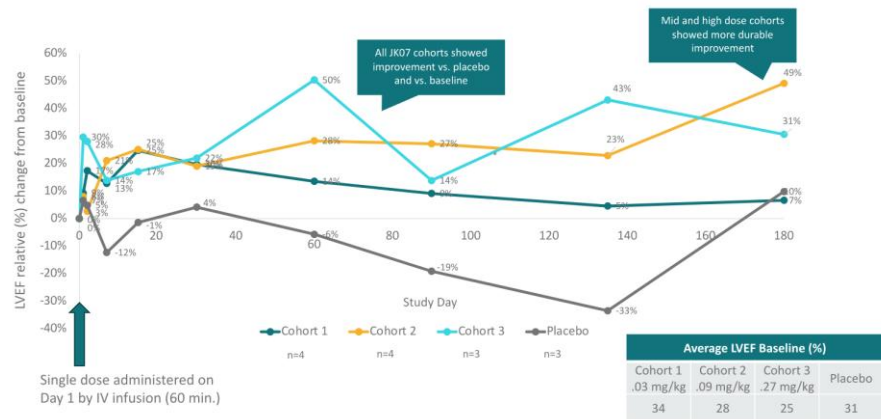


数据来源: 美国专利公示, 东吴证券研究所

## 2.4. 临床进度理想，JK07 即将迈入“决赛圈”

JK07 已在早期研究中释放出明确的安全性及初步疗效信号。境外 Ib 期为随机、双盲、安慰剂对照、剂量递增设计，14 例 NYHA II/III 级心衰患者按 3:1 随机（11 例 JK07、3 例安慰剂），覆盖 0.03/0.09/0.27 mg/kg 三个单次静脉给药剂量；与安慰剂相比，各剂量组均观察到具有临床意义的 LVEF 改善，且靶点相关替代生物标志物呈剂量依赖性变化，D180 时中、高剂量组 LVEF 平均改善 $\geq 31\%$ ，总体耐受性良好，不良事件以轻中度为主，仅最高剂量组出现 1 例 3 级严重不良事件。公司于 2025 年 1 月公告 HFrEF 与 HFpEF 人群 MRCT II 期多次给药研究中期分析结果，试验计划入组 282 例、2:1 随机 JK07 或安慰剂，中期分析覆盖最初随机的 68 例，低剂量 0.045 mg/kg 组显示出良好的安全性与耐受性，试验组与安慰剂组 AE 发生频率及严重性差异不具意义，并已出现积极疗效信号；该中期分析亦用于为高剂量 0.09 mg/kg 组启动提供安全性保障。

图26: JK07 Ib 期数据: 显著 LVEF 改善



数据来源: salubris bio, 东吴证券研究所

公司 II 期临床数据读出在即。2026 年预期将发布不同人群与剂量的 II 期核心结果。HFrEF 低剂量组 26 周 LVEF 关键疗效数据预计在 2026H1 率先公布，随后高剂量组及全体患者完整数据预计在 2026H2 披露；HFpEF 低剂量组的部分（26 周）与完整（52 周）疗效及安全性数据预计在 2026Q2~Q3 陆续读出，cpcPH 小样本 IIa 期关键数据亦计划于 2026H1 读出。

## 2.5. JK-07 峰值销售预测

- 患者数量假设: 根据中国心血管指南发布数据, 2025 年中国心衰患者约 1370 万人, 每年新发患者 300 万人。叠加心衰患者预后 5 年死亡率 16.5%, 每年患者人数新增 70 万人。美国 2025 年心衰人群 720 万人, 等比例估计新增人数 30 万人。HFrEF 占比 35.6% 来自官方统计数据, 根据治疗指南, HFmrEF 患者心泵血功能尚可, 治疗方案较 HFpEF 接近, 这里列入 HFpEF 计算。根据《中国心力衰竭诊疗数据 2023》, 患者中 5% 为 NYHA I 级轻症患者, 40%

为 NYHA II 级患者，55%为 NYHA III 级以上重症患者。

- 人群渗透率假设：JK07 作为心衰损伤逆转药，在严重心衰患者中渗透率较高，假设上市 10 年后在中国重症/轻症 HFrEF 患者中达到 12.5%/2.4%渗透率。HFpEF（包括 HFmrEF）患者心脏泵血功能尚可，预期获得适应证 10 年后重症/轻症患者中达到 8.5%/1.2%渗透率。美国市场销售存在阻力，但轻症 HFpEF 患者依从性较好，假定 HFrEF 重症/轻症患者渗透率分别假定为 10%/2.2%，HFpEF（包括 HFmrEF）重症/轻症患者渗透率分别假定 7.5%/1.6%。
- 治疗费用假设：中国心衰轻症患者年治疗费用为 1-3 万元，重症心衰患者年治疗费用为 10-20 万元。考虑 JK07 为唯一心衰逆转药物，上市定价假设为 4 万元/年，第一年降价 40%。随后每 2 年降价 15%。美国市场价格为 2 万美元/年，且后续不继续降价。
- 临床成功率假设：临床研究存在不确定性，HFpEF（包括 HFmrEF）给予 0.3 成功概率系数，HFrEF 给予 0.5 成功概率系数。
- 海外市场权益假设：海外市场开拓困难，公司或与其他企业 BD 合作共同开展 III 期临床试验及上市推广。参照 2025 年国内医药企业 BD 权益，假设公司获得海外销售收入 10%的分成，汇率按 2026.6.30 当日汇率（1 美元 ≈ 6.91 人民币）估算。

基于上述假设，我们预计 JK07 国内实现 72.35 亿元峰值销售额，海外若成功实现 109.30 亿美元峰值销售额，按 10%分成可以折算为 29.78 亿元销售峰值的产品权益。

图27: JK07 销售峰值测算

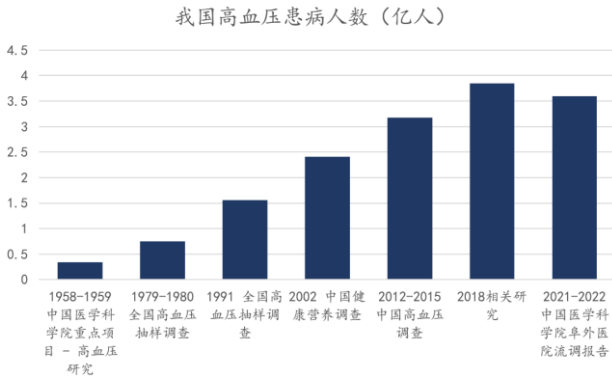
国内市场	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
<b>HFpEF</b>																
中国心衰人群/万人	1180	1230	1300	1370	1440	1510	1580	1650	1720	1790	1860	1930	2000	2070	2140	2210
中国HFpEF占比	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%
中国HFpEF人群/万人	420	438	463	488	513	538	562	587	612	637	662	687	712	737	762	787
中国HFpEF心衰 NYHA II级人群/万人	168	175	185	195	205	215	225	235	245	255	265	275	285	295	305	315
中国HFpEF心衰 NYHA III-IV级人群/万人	231	241	255	268	282	296	309	323	337	350	364	378	392	405	419	433
HFpEF心衰 NYHA II级人群 JK07渗透率								0.2%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	2.3%
HFpEF心衰 NYHA III-IV级人群 JK07渗透率								0.8%	2.5%	3.5%	5.0%	6.0%	7.5%	9.0%	10.0%	11.5%
JK07使用人数/万人								3.05	9.64	14.18	20.86	26.11	33.64	41.64	48.00	56.84
JK07年治疗费用/万元								4.0	2.4	2.4	2.0	2.0	1.7	1.7	1.5	1.5
临床成功率折算								0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
JK07年总销售额/亿元								6.1	11.6	17.0	21.3	26.6	29.2	36.1	35.4	41.9
yoy									89.44%	47.02%	25.04%	25.17%	9.52%	23.76%	-2.02%	18.43%
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
<b>HFpEF (包括HFmEF)</b>																
中国心衰人群/万人	1180	1230	1300	1370	1440	1510	1580	1650	1720	1790	1860	1930	2000	2070	2140	2210
中国HFpEF占比	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%	64.40%
中国HFpEF人群/万人	760	792	837	882	927	972	1018	1063	1108	1153	1198	1243	1288	1333	1378	1423
中国HFpEF心衰 NYHA II级人群/万人	304	317	335	353	371	389	407	425	443	461	479	497	515	533	551	569
中国HFpEF心衰 NYHA III-IV级人群/万人	418	436	460	485	510	535	560	584	609	634	659	684	708	733	758	783
HFpEF心衰 NYHA II级人群 JK07渗透率								0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%
HFpEF心衰 NYHA III-IV级人群 JK07渗透率								1.3%	2.5%	3.5%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.0%	8.0%
JK07使用人数/万人								8.72	17.69	25.45	33.75	42.83	52.46	62.36	68.88	
JK07年治疗费用								2.4	2.4	2.0	2.0	1.7	1.7	1.5	1.5	
临床成功率折算								0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
JK07年总销售额/亿元								6.3	12.7	15.6	20.7	22.3	27.3	27.6	30.5	
yoy									102.85%	22.27%	32.57%	7.87%	22.49%	1.05%	10.46%	
国内总计销售额/亿元								6.11	17.85	29.75	36.85	47.28	51.45	63.99	62.95	72.35
yoy									192.2%	66.7%	23.9%	28.3%	8.8%	23.2%	-0.7%	14.9%
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
<b>美国市场</b>																
<b>HFpEF</b>																
美国心衰人群/万人	630	660	690	720	750	780	810	840	870	890	910	930	950	970	990	1010
美国HFpEF占比	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
美国HFpEF人群/万人	252	264	276	288	300	312	324	336	348	356	364	372	380	388	396	404
美国HFpEF心衰 NYHA II级人群/万人	101	106	110	115	120	125	130	134	139	142	146	149	152	155	158	162
美国HFpEF心衰 NYHA III-IV级人群/万人	139	145	152	158	165	172	178	185	191	196	200	205	209	213	218	222
HFpEF心衰 NYHA II级人群 JK07渗透率								0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%	1.5%	1.8%	2.0%	2.2%
HFpEF心衰 NYHA III-IV级人群 JK07渗透率								1.0%	2.5%	3.5%	5.0%	6.0%	7.5%	9.0%	9.0%	10.0%
JK07使用人数/万人								2.18	5.48	7.92	11.47	14.14	17.96	21.92	22.77	25.78
JK07年治疗费用								2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
临床成功率折算								0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
JK07年总销售额/亿美元								2.2	5.5	7.9	11.5	14.1	18.0	21.9	22.8	25.8
yoy									44.52%	44.75%	23.29%	27.02%	22.09%	3.87%	13.20%	
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
<b>HFpEF (包括HFmEF)</b>																
美国心衰人群/万人	630	660	690	720	750	780	810	840	870	890	910	930	950	970	990	1010
美国HFpEF占比	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
美国HFpEF人群/万人	378	396	414	432	450	468	486	504	522	534	546	558	570	582	594	606
美国HFpEF心衰 NYHA II级人群/万人	151	158	166	173	180	187	194	202	209	214	218	223	228	233	238	242
美国HFpEF心衰 NYHA III-IV级人群/万人	208	218	228	238	248	257	267	277	287	294	300	307	314	320	327	333
HFpEF心衰 NYHA II级人群 JK07渗透率								0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.6%
HFpEF心衰 NYHA III-IV级人群 JK07渗透率								1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	6.8%	7.5%	7.5%
JK07使用人数/万人								3.39	6.94	10.65	14.51	18.30	22.23	25.50	28.88	
JK07年治疗费用								2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
临床成功率折算								0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
海外权益分成比例								10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
JK07年总销售额/亿美元								2.0	4.2	6.4	8.7	11.0	13.3	15.3	17.3	
yoy									104.60%	53.37%	36.26%	26.12%	21.51%	14.69%	13.25%	
美国总计销售峰值 (不考虑临床成功率) /亿美元								4.37	17.75	29.73	44.23	57.29	72.50	88.31	96.53	109.30
美国总计销售额/亿美元								2.18	7.52	12.09	17.85	22.84	28.93	35.26	38.07	43.10
美国权益折合收入/亿元 (汇率取1美元=6.91人民币)								1.51	5.19	8.35	12.34	15.78	19.99	24.37	26.31	29.78
yoy									244.2%	60.8%	47.7%	27.9%	26.7%	21.9%	8.0%	13.2%

数据来源: 医药魔方, 公司公告, 东吴证券研究所测算

### 3. 高血压: 市场前景广阔, 公司仿制+引进+自研构筑产品矩阵

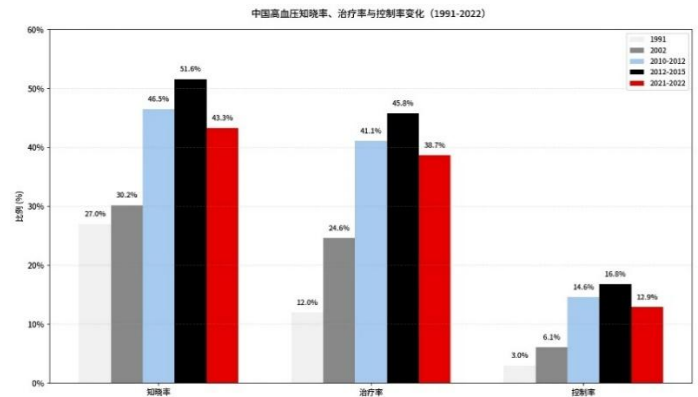
高血压是全球疾病负担最大的慢性病之一, 人群认知不全面, 疾病并发症严重。全球成年人患者已超过 10 亿, 根据《中国高血压防治指南(2024 年修订版)》, 中国≥18 岁成人高血压加权患病率为 27.5%, 2018 年国内高血压患者人数约 3.65 亿, 且患病率持续上升并呈年轻化趋势。高血压早期症状不显著, 多数患者未得到充分治疗。2021-2022 年调查显示知晓、治疗、控制率分别为 43.3%、38.7%、12.9%。未治疗或控制不佳的高血压可加速动脉粥样硬化并造成心、脑、肾及血管等靶器官损害, 显著增加心肌梗死、心力衰竭、卒中、肾衰竭、失明甚至死亡风险, 2021 年心血管病占农村、城市死因的 48.98%和 47.35%。

图28: 我国高血压人数变化



数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

图29: 我国高血压知晓/治疗/控制情况



数据来源: CNKI、公司投关材料、东吴证券研究所

**血压管理趋于精细化, 长期达标要求提高。**指南层面, 2024 中国指南仍以 $\geq 140/90$  mmHg 为诊断阈值, 而 2017 年美国 AHA 指南与加拿大成人高血压基层指南已将阈值下调至 $\geq 130/80$  mmHg 并推动更强化的控制目标, 2025 年起 AHA/AAC 指南进一步将控制血压目标调整至 120/80mmHg。我国 23.2% 成年人血压处于 130~139/80~89 mmHg 水平, 该水平人群 15 年内约 2/3 将进展为高血压。高血压药物对应人群进一步扩大, 精细化血压管理为降压药物市场带来新挑战。

图30: 高血压患者血压控制指南演变

年份	来源	具体指标
1977	JNC 1	建议血压控制 $< 160/95$ mmHg
1993	JNC 5	高血压管理进入 140/90 时期 (目标 $< 140/90$ mmHg)
2005	中国高血压防治指南	一般患者: $< 140/90$ mmHg
2017	ACC/AHA 指南	大多数患者 $< 130/80$ mmHg
2018	ESC/ESH	大多数患者的降压治疗目标应是 $\leq 130/80$ mmHg
2018	中国高血压防治指南	一般患者: $< 140/90$ mmHg
2023	ESH 高血压管理指南	18-64 岁: $< 130/80$ mmHg; 65-79 岁, 耐受性良好可 $< 130/80$ mmHg
2024	ESC 血压升高和高血压管理指南	患者能耐受, 首要目标为 120-129/70-79 mmHg
2024	中国高血压防治指南	一般患者 / 高危 / 很高危以及有合并症的高血压患者, 在可耐受的条件下 $< 130/80$ mmHg
2024	中国高血压实践指南	80 岁以下 $< 130/80$ mmHg
2025	ACC/AHA 指南	大多数患者 $< 130/80$ mmHg, 鼓励 $< 120/80$ mmHg

数据来源: 丁香园, ACS, 东吴证券研究所

### 3.1. 传统疗法依从性差, 复方制剂+ARNI 改写指南

高血压临床基础用药仍由血管紧张素酶抑制剂(ACEI)、血管紧张素 II 受体抑制剂(ARB)、钙通道阻滞剂(CCB)构成的“金三角”主导, 并由利尿剂与  $\beta$  受体阻滞剂在特定人群中补位。多数患者需长期口服一种或多种小分子制剂, 目前临床常用单方制剂专利几乎全部过期, 长期降压需求及夜间血压平稳需求仍未满足。

近 20 年来，高血压领域的治疗格局变化主要在于血管紧张素受体脑啡肽酶抑制剂（ARNI）和单片复方制剂（SPC）的推广。2023 年，《中国高血压防治指南》已补充 ARNI 作为新一类常用降压药物；SPC 在指南联合治疗中被优先推荐。其他高血压创新疗法包括围绕 RAAS 末端效应环节的矿物皮质激素受体拮抗剂以及更上游靶点的核酸类疗法，如靶向血管紧张素原 AGT 的小 siRNA、内皮素通路药物（ETA）、醛固酮合成酶抑制剂（ASI）相关药物等，目前拟用于基础疗法不理想的顽固性高血压患者，暂未改变目前市场格局。

图31: 高血压药物类型和特点

全称	简称	代表药物	特点
血管紧张素转换酶抑制剂	ACEI	卡托普利、依那普利、贝那普利	对心脏、肾脏有保护作用，适用于合并心衰、糖尿病肾病的高血压患者；常见不良反应为干咳
血管紧张素 II 受体拮抗剂	ARB	氯沙坦、缬沙坦、厄贝沙坦	作用与ACEI类似，降压平稳、耐受性好；无干咳不良反应，具有心肾保护作用。
钙通道阻滞剂	CCB	硝苯地平、氨氯地平、非洛地平	降压起效快、作用强，对老年高血压、合并心绞痛患者尤为适用；二氢吡啶类可能引起脚踝水肿、头痛、面部潮红。
利尿剂	DIU	氢氯噻嗪、呋塞米、螺内酯	通过促进体内钠和水分排出，适用于轻中度高血压及心衰，常与其他降压药联用；长期使用需监测电解质。
β受体阻滞剂	βRB	美托洛尔、比索洛尔、阿替洛尔	减少心输出量保护心肌，适用于合并冠心病、心衰、快速心律失常的高血压患者；禁忌用于支气管哮喘、严重心动过缓患者。
血管紧张素受体脑啡肽酶抑制剂	ARNI	沙库巴曲缬沙坦	同时作用于血管紧张素受体和脑啡肽酶，兼具降压和心肾保护作用，降压效果强效平稳。
内皮素受体抑制剂	ETA	阿普昔腾坦	选择性舒张血管，潜在降低心肾负担，多用于肺动脉高压，高血压适应症开发中。
醛固酮合成酶抑制剂	ASI	Baxdrostat、Lorundrostat	不影响皮质醇水平的前提下能有效降低醛固酮，对难治性高血压效果理想。
血管紧张素原靶向药物	AGT	IBI3016, BEBT-701	小核酸疗法，长效制剂，目前处于早研阶段。

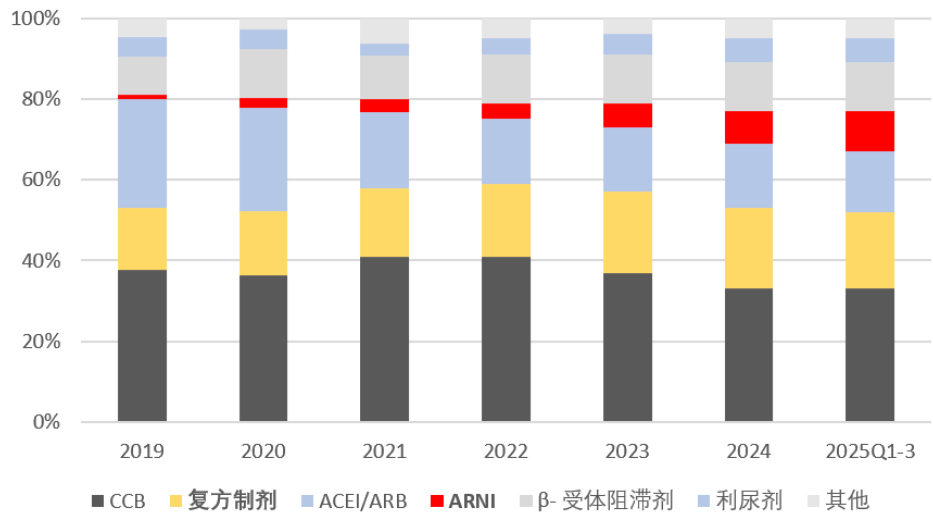
数据来源：丁香园，中华医学会，东吴证券研究所

### 3.2. 高血压仿制药市场红海，创新品种即将破局

受传统单方降压药专利集中到期和集采常态化影响，全球高血压用药进入“量增价减”的存量博弈期。根据 Statista Market Insights，2023 年全球降压药市场规模 225.5 亿美元，受仿制药上市加速与价格下行拖累，2024-2029 年 CAGR 预计为-0.2%。

在市场受集采影响大，单方制剂普遍被压价、患者长期用药品牌黏性更突出的背景下，具备明确临床增益与用药便利性的创新与改良复方成为破局方向。ARNI 药物销售量占比由 2019 年 1.1% 跃升至 2025Q1-3 的 10%。2024 年 SPC 制剂销售规模超 39 亿元。阿利沙坦酯作为少数国产创新单方/改良路径代表，在传统 ARB 受集采冲击阶段销售额由 2019 年 3.3 亿元逆势增长至 2024 年 12.8 亿元。AGT 靶点的小核酸药物、ETA 和 ASI 的创新靶点药物目前在研中，有望通过对难治性高血压更好的疗效、更长的药效周期和更好的夜间血压控制实现差异化。

图32: 高血压药物市场占比



数据来源: 米内网, insight, 东吴证券研究所

### 3.3. 复方制剂机制互补, 基于信立坦构筑产品矩阵

单片复方制剂 (SPC) 用药简化、降压协同与不良反应相对可控, 在长期血压控制中具有更好的依从性和降压效果。《中国高血压防治指南 (2024 年修订版)》提出血压  $\geq 160/100\text{mmHg}$ 、较目标值高  $20/10\text{mmHg}$  的高危人群或单药未达标患者应采用联合降压治疗, 且优先选用 SPC 治疗。

图33: SPC 获指南推荐



注:A 为血管紧张素转换酶抑制药(ACEI)或血管紧张素受体阻滞药(ARB)或血管紧张素受体脑啡肽酶抑制剂(ARNI);B 为  $\beta$  受体阻滞剂;C 为钙通道阻滞药;D 为利尿剂;F2 为 2 种药物的单片复方制剂;F3 为 3 种药物的单片复方制剂。

数据来源: 《中国高血压防治指南 (2024 年修订版)》, 东吴证券研究所

SPC 多采用药代动力学稳定, 半衰期长, 不良反应不叠加的 ARB 类药物进行复方, 仍处于专利期的自有 ARB 分子阿利沙坦是构筑 SPC 药物研发壁垒的稀缺资产。公司围绕阿利沙坦开发了 ARB/CCB 药物复立坦 (阿利沙坦酯氨氯地平, 2024 年上市)、ARB/利尿剂药物复立安 (阿利沙坦酯吲达帕胺, 2025 年上市) 及 ARNI 共晶药物信超妥 (沙库巴曲阿利沙坦, 2025 年上市)、SAL0130 (阿利沙坦氨氯地平, 处于临床 III 期)。

公司通过单方+复方+新靶点产品构筑高血压产品矩阵, 协同提升降压方案的可达性

与依从性。单方药物以信立坦为基础，配套成熟仿制药品种构筑高血压销售基本盘。复方及共晶制剂包括复立坦、复立安、信超妥、SAL0130，均于近年上市即将放量兑现价值。远期管线内皮素受体抑制剂 SAL0120 和高选择性 ASI SAL140 已经进入临床 II 期，有望覆盖现有高血压药物控制不佳患者。

图34：基于信立坦的高血压产品矩阵



数据来源：公司投关材料，东吴证券研究所

### 3.4. 阿利沙坦：ARB 类最佳药物，优势全面应用广泛

阿利沙坦酯（信立坦）为公司于 2012 年从艾力斯制药引进的 1.1 类 ARB 创新药，2013 年在国内获批上市，用于轻、中度原发性高血压治疗，制剂专利保护期至 2028 年。相比传统 ARB 药物缬沙坦，阿利沙坦酯具备以下优势：

- I. 选择性阻断血管平滑肌 AT1 受体和醛固酮分泌，形成“阻断 RAAS 关键受体+部分抑制醛固酮”的单药双效特征，不依赖肝脏细胞色素 CYP450 系统，降低肝代谢负担与抗凝/降脂药物相互作用风险；
- II. 可通过抑制 URAT1/OAT4 等尿酸转运相关通路降低血尿酸，临床研究提示治疗 12 周尿酸可下降 36.2 $\mu\text{mol/L}$ ；
- III. 降压表现强效且平稳，尤其对夜间血压控制理想。每日晨服 240mg 治疗 12 周后，白天与夜间动态血压降幅分别达到 9.9/5.4mmHg 与 10.4/5.4mmHg，并可提升血压节律由“非杓型”向“杓型”转化的比例。

阿利沙坦酯于 2017 年首次纳入国家医保目录，并获得《中国高血压防治指南(2018)》推荐，适用于合并左室肥厚、冠心病、糖尿病肾病、代谢综合征、微量白蛋白尿/蛋白尿等人群及 ACEI 不耐受患者，并具备与多种传统降压药联合应用的安全性基础。受 2021 年集采续约价格 30% 降幅影响，2022 年销售承压。随着医保续约价格企稳，2025 年我们预计销售额将达到 15 亿元，成为第三个年销售额超 10 亿元的 ARB 类降压药物。

图35: 信立坦在高血压药物中占比

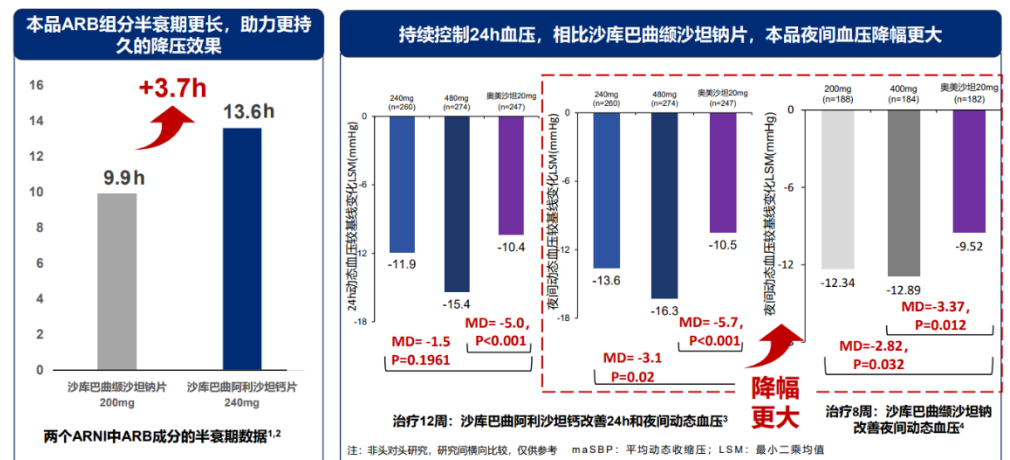
排名	MAT2023Q1		MAT2024Q1		MAT2025Q1	
	品牌	金额份额	品牌	金额份额	品牌	金额份额
1	拜新同	11.6%	诺欣妥	16.6%	诺欣妥	20.1%
2	诺欣妥	8.9%	络活喜	4.7%	络活喜	4.8%
3	倍他乐克	5.6%	信立坦	4.2%	信立坦	4.6%
4	波依定	4.8%	拜新同	3.5%	拜新同	3.7%
5	络活喜	4.3%	波依定	2.7%	地奥氨贝	3.1%
6	施慧达	3.8%	地奥氨贝	2.6%	开素达	2.2%
7	信立坦	2.9%	百安新	2.5%	元治	1.9%
8	玄宁	2.6%	倍他乐克	1.9%	倍他乐克	1.8%
9	百安新	2.1%	倍博特	1.7%	倍博特	1.8%
10	倍博特	1.7%	元治	1.7%	百安新	1.6%

数据来源: 医药魔方, 公司投关材料, 东吴证券研究所

### 3.5. ARNI 药物改写心血管指南, 信超妥具备 FIC 潜力

信超妥(沙库巴曲阿利沙坦钙, S086)为公司自主开发的 I 类 me-too ARNI 小分子, 通过引入自有分子阿利沙坦并以共晶形式实现专利与制剂层面的差异化。阿利沙坦除较缬沙坦存在机制优势外, 夜间降压优势更为突出。II 期与 III 期临床均达到主要终点: 8 周 240/480mg 诊室坐位收缩压平均降幅 18.8/23.4mmHg, 12 周进一步扩大至 25.1/28.2mmHg。在 24h 动态血压中, 240/480mg 夜间降幅均显著优于竞品。不良反应以低血压为主(10.9%), 风险与副作用负担相对可控。信超妥更长的半衰期和更优秀的全日血压控制使其可以实现每日一次给药下药效平稳覆盖, 对夜间高血压及顽固性高血压人群具有重要价值。

图36: 信超妥降压效果



ARB: 血管紧张素II受体阻滞剂;

1. 沙库巴曲缬沙坦钠说明书 2. 沙库巴曲阿利沙坦钙说明书 3. JACC Asia. 2024 Aug 13;4(9):697-707. 4. Huo Y, et al. J Clin Hypertens (Greenwich). 2019 Jan;21(1):67-76. 1.

数据来源: 医保材料, JACC asia, 东吴证券研究所

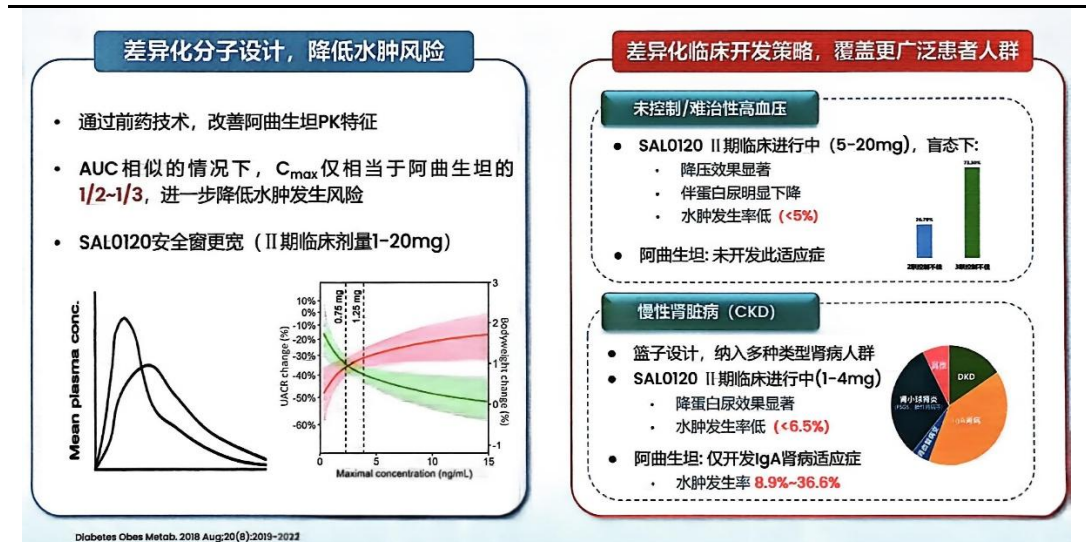
目前全球已上市 ARNI 药物仅诺欣妥和信超妥两种。在研 ARNI 药物多为 4 类仿制药或 2.1 类改良新药。一心和医药、石药欧意、正大天晴等在内约 13 家递交诺欣妥仿制药申请并相继获批。2026 年 11 月诺欣妥专利期满后信超妥有望展现其 BIC 分子特性，通过其夜间血压控制优势、一次给药依从性与相对可控的低血压发生率，在诺欣妥仿制药竞争红海中差异化获取诺欣妥的市场份额。

### 3.6. 面向难治性高血压，创新靶点进度国际前列

内皮素 (ET) 是 1988 年发现的强效肽类缩血管介质，通过阻止 ET-1 激活血管平滑肌 ETA/ETB 受体促进血管收缩，阻断其诱导内皮功能失调、血管重构、心肌肥厚及促炎反应，治疗高血压与心血管事件进展。但阻断内皮细胞 ETB 受体可能影响血管舒张并阻碍排钠利尿。内皮素受体拮抗剂既往主要用于肺动脉高压，2024 年 ETA/B 双受体拮抗剂阿普西腾坦在美欧获批未控制/难治性高血压，成为高血压领域近 40 年少见的新靶点药物，但其 4 周安慰剂校正 SBP 降幅约 3.7-3.8 mmHg，且水肿发生率达 9.1%/18.4%，临床风险被认为与 ETB 受体阻断相关。

SAL120 为高选择性 ETA 受体拮抗剂，定位于难治性高血压并拓展肾病合并高血压人群。该分子采用前药策略优化阿曲生坦的药代特征，在 AUC 相近前提下 C<sub>max</sub> 仅为阿曲生坦的 1/2-1/3，意在降低峰浓度相关不良反应并下调水肿风险；其安全窗更宽，II 期临床剂量覆盖 1-20 mg。现有临床观察显示，SAL120 在 I 期 5-20 mg 剂量下降压信号明确，并伴随蛋白尿明显下降，水肿发生率低于 5%；在 CKD 方向 I 期 (1-4 mg) 亦显示降蛋白尿效果显著，水肿发生率低于 6.5%。相较双受体拮抗策略，SAL120 以 ETA 高选择性与 PK 优化为核心差异化，有望在保证疗效的同时改善耐受性与可用人群范围。

图37: SAL120 降压效果

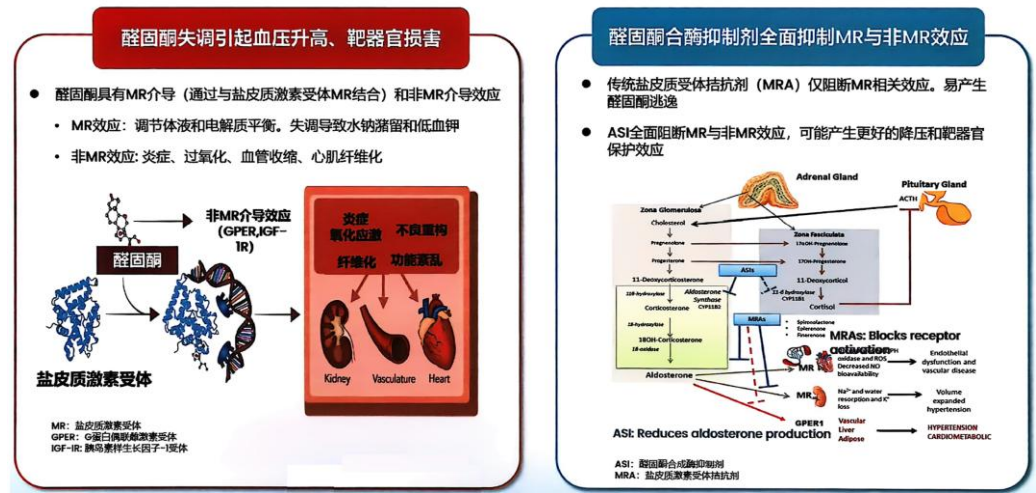


数据来源：公司投关材料，diabetes obes metab., 东吴证券研究所

醛固酮失调可通过盐皮质激素受体 (MR) 介导的水钠潴留与电解质紊乱，以及非 MR 介导的炎症、氧化应激、血管收缩与心肌纤维化等通路，驱动血压升高与靶器官损

害。传统难治性高血压药物盐皮质激素受体拮抗剂（MRA）仅阻断 MR 相关效应，且可触发负反馈上调肾素与血管紧张素 II，刺激肾上腺分泌更多醛固酮，出现“醛固酮逃逸”，难以从源头消除醛固酮的持续危害。醛固酮合酶抑制剂（ASI）通过抑制醛固酮生成降低其水平，从 MR 与非 MR 双路径实现降压与潜在靶器官保护。全球推进较快的 ASI 包括 Baxdrostat、Lorundrostat 与 Vicadrostat，均已进入 III 期，适应症覆盖高血压、CKD 及原发性醛固酮增多症等。

图38: ASI 降压机制



数据来源：公司投关材料，diabetes obes metab.，东吴证券研究所

**SAL140 为高选择性 ASI，机制上直接抑制醛固酮合成。** SAL140 具备不影响皮质醇合成的选择性特征，临床上有望降低激素相关安全性顾虑并改善长期用药可及性。I 期数据显示，SAL140 可使醛固酮水平呈剂量依赖性大幅下降，对皮质醇与 11-脱氧皮质醇基本无影响，整体安全耐受性良好。动物实验中，SAL140 降低醛固酮作用强于对照药物，降压效应及血钾下降更强且更持久。项目规划拟覆盖四个适应症开发，并定位为国内同靶点中进展领先、I 期结果突出的候选分子。

### 3.7. 已上市高血压药物的峰值销售预测

- 患者数量假设：根据卫健委发布的中国高血压患病率，2022 年全国高血压人数约 3.44 亿人，假设年化增长 2-2.5%。其中用药患者人群参照 2022 年高血压控制率 16.8%，随高血压诊疗理念完善，年化增长 0.2%。随着多药治疗的普及，假定单药治疗人群比例逐年下降，从 2020 年的 68.3% 每年下降 0.5%。
- 药物降价幅度假设：药品价格进入医保后假设每 3 年降价 20%，且价格不低于同类类型上市药物。
- 占有率假设：信立坦系列药物是目前 ARB 复方制剂领域潜在 BIC 药物，慢病药物放量具有长尾效应，预计上市 10 年后逐渐占据同类型药物市场

的 10-25%。信超妥目前 ARNI 药物赛道竞争格局最理想，假定峰值市占率 24%；复立安为稀缺 ARB+DIU 制剂，假定峰值市占率 17.5%；复立坦为 ARB+CCB 制剂相关产品较多爬坡较慢，假定峰值市占率 15%；信立坦产品格局相对稳定，ARB 单药产品众多，假定峰值市占率 13%。

基于上述假设，我们预计信立坦 2030 年总销售额达到 19.35 亿元，复立坦达到 6.95 亿元，复立安达到 3.99 亿元，信超妥达到 28.29 亿元，预期信超妥将逐步接续信立坦成为公司重要营收支柱。

图39：已上市高血压药物的销售峰值测算

国内市场	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
<b>信立坦</b>																
中国高血压人群/亿人	3.44	3.52	3.59	3.65	3.74	3.83	3.93	4.03	4.13	4.21	4.30	4.38	4.47	4.56	4.65	4.74
中国高血压患者控制率	16.8%	17.0%	17.2%	17.4%	17.6%	17.8%	18.0%	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.2%	19.4%	19.6%	19.8%
中国高血压依从治疗人群/亿人	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66	0.68	0.71	0.73	0.76	0.78	0.81	0.83	0.86	0.89	0.91	0.94
中国高血压单药治疗比例	67.3%	66.8%	66.3%	65.8%	65.3%	64.8%	64.3%	63.8%	63.3%	62.8%	62.3%	61.8%	61.3%	60.8%	60.3%	59.8%
ARB占高血压单药治疗份额	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%	21.4%
中国高血压多药治疗比例	32.7%	33.2%	33.7%	34.2%	34.7%	35.2%	35.7%	36.2%	36.7%	37.2%	37.7%	38.2%	38.7%	39.2%	39.7%	40.2%
ARB+CCB占多药治疗份额	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%	58.1%
阿利沙坦酯占比	4.0%	7.0%	8.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	12.5%	13.0%	12.5%	12.0%	12.0%	11.5%	11.5%
信立坦使用人数/万人	77.21	140.69	177.27	215.68	236.09	257.80	280.87	305.39	331.42	343.55	370.31	368.99	367.04	380.26	377.49	390.98
阿利沙坦酯单片价格/元	3.3	2.1	2.1	2.1	1.9	1.9	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
阿利沙坦酯年治疗费用/元	1204.5	766.5	766.5	766.5	693.5	693.5	584.0	584.0	584.0	511.0	511.0	511.0	474.5	474.5	474.5	474.5
阿利沙坦酯年总销售额/亿元	9.30	10.78	13.59	16.53	16.37	17.88	16.40	17.83	19.35	17.56	18.92	18.86	17.42	18.04	17.91	18.55
yoy		16.0%	26.0%	21.7%	-1.0%	9.2%	-8.3%	8.7%	8.5%	-9.3%	7.8%	-0.4%	-7.6%	3.6%	-0.7%	3.6%
<b>复立坦</b>																
中国高血压人群/亿人	3.44	3.52	3.59	3.65	3.74	3.83	3.93	4.03	4.13	4.21	4.30	4.38	4.47	4.56	4.65	4.74
中国高血压患者控制率	16.8%	17.0%	17.2%	17.4%	17.6%	17.8%	18.0%	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.2%	19.4%	19.6%	19.8%
中国高血压依从治疗人群/亿人	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66	0.68	0.71	0.73	0.76	0.78	0.81	0.83	0.86	0.89	0.91	0.94
中国高血压多药人群比例	32.7%	33.2%	33.7%	34.2%	34.7%	35.2%	35.7%	36.2%	36.7%	37.2%	37.7%	38.2%	38.7%	39.2%	39.7%	40.2%
ARB+CCB占多药比例	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%
SPC在ARB+CCB人群中占有率	31.7%	32.2%	32.7%	33.2%	33.7%	34.2%	34.7%	35.2%	35.7%	36.2%	36.7%	37.2%	37.7%	38.2%	38.7%	39.2%
复立坦在ARB+CCB SPC的占有率			1.0%	3.0%	4.0%	7.0%	8.0%	9.0%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%
复立坦使用人数/万人			3.70	11.75	16.73	31.25	38.09	45.69	59.51	65.93	72.88	80.39	88.48	97.20	106.58	116.68
复立坦单片价格			7.8	4.1	4.1	3.6	3.6	3.6	3.2	3.2	3.2	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8
复立坦年治疗费用			2847.0	1496.5	1496.5	1314.0	1314.0	1314.0	1168.0	1168.0	1168.0	1058.5	1058.5	1058.5	1022.0	1022.0
复立坦年总销售额/亿元			1.05	1.76	2.50	4.11	5.01	6.00	6.95	7.70	8.51	8.51	9.37	10.29	10.89	11.92
yoy				67.1%	42.4%	64.0%	21.9%	19.9%	15.8%	10.8%	10.5%	0.0%	10.1%	9.9%	5.9%	9.5%
<b>复立安</b>																
中国高血压人群/亿人	3.44	3.52	3.59	3.65	3.74	3.83	3.93	4.03	4.13	4.21	4.30	4.38	4.47	4.56	4.65	4.74
中国高血压患者控制率	16.8%	17.0%	17.2%	17.4%	17.6%	17.8%	18.0%	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.2%	19.4%	19.6%	19.8%
中国高血压依从治疗人群/亿人	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66	0.68	0.71	0.73	0.76	0.78	0.81	0.83	0.86	0.89	0.91	0.94
中国高血压两药联合人群比例	32.7%	33.2%	33.7%	34.2%	34.7%	35.2%	35.7%	36.2%	36.7%	37.2%	37.7%	38.2%	38.7%	39.2%	39.7%	40.2%
ARB+DIU占两药联合比例	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
SPC在ARB+DIU人群中占有率	70.0%	70.5%	71.0%	71.5%	72.0%	72.5%	73.0%	73.5%	74.0%	74.5%	75.0%	75.5%	76.0%	76.5%	77.0%	77.5%
复立安在ARB+DIU SPC的占有率				2.0%	5.0%	8.0%	11.0%	13.5%	15.0%	16.0%	17.0%	17.5%	17.0%	16.5%	16.0%	15.5%
复立安使用人数/万人				3.04	8.06	13.66	19.89	25.83	30.36	34.07	38.08	41.22	42.10	42.94	43.74	44.50
复立安单片价格				7.8	4.1	4.1	3.6	3.6	3.6	3.2	3.2	3.2	2.9	2.9	2.9	2.8
复立安年治疗费用				2847.0	1496.5	1496.5	1314.0	1314.0	1314.0	1168.0	1168.0	1168.0	1058.5	1058.5	1058.5	1022.0
复立安年总销售额/亿元				0.87	1.21	2.04	2.61	3.39	3.99	4.45	4.81	4.46	4.46	4.54	4.63	4.55
yoy					39.2%	69.4%	27.8%	29.9%	17.5%	-0.2%	11.8%	8.2%	-7.5%	2.0%	1.9%	-1.8%
<b>信超妥</b>																
中国高血压人群/亿人	3.44	3.52	3.59	3.65	3.74	3.83	3.93	4.03	4.13	4.21	4.30	4.38	4.47	4.56	4.65	4.74
中国高血压患者控制率	16.8%	17.0%	17.2%	17.4%	17.6%	17.8%	18.0%	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.2%	19.4%	19.6%	19.8%
中国高血压依从治疗人群/亿人	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66	0.68	0.71	0.73	0.76	0.78	0.81	0.83	0.86	0.89	0.91	0.94
难治性高血压人群/亿人	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11	0.12
中国慢性心衰人群/万人	1310	1400	1470	1540	1610	1680	1750	1820	1890	1960	2030	2100	2170	2240	2310	2380
中国心衰合并高血压人群/万人	852	910	956	1001	1047	1092	1138	1183	1229	1274	1320	1365	1411	1456	1502	1547
高血压中ARNI占有率	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%
难治性高血压中ARNI占有率	8.0%	10.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%	19.0%	19.5%	20.0%	20.5%	21.0%
心衰合并高血压患者中ARNI占有率	26.0%	29.0%	32.0%	35.0%	37.0%	39.0%	41.0%	43.0%	45.0%	47.0%	49.0%	51.0%	53.0%	55.0%	57.0%	59.0%
信超妥在ARNI中占有率				2%	6%	10%	14%	18%	21%	23%	24%	24%	23%	22%	21%	20%
信超妥使用人数/万人				7.9	35.7	66.3	103.0	146.0	184.6	218.0	244.7	262.6	269.5	275.5	280.6	284.6
信超妥单片价格				5.1	4.5	4.5	4.5	4.5	4.2	4.2	4.2	4.0	4.0	4.0	3.8	3.8
信超妥年治疗费用				1861.5	1642.5	1642.5	1642.5	1642.5	1533.0	1533.0	1533.0	1460.0	1460.0	1460.0	1387.0	1387.0
信超妥年总销售额/亿元				1.48	5.86	10.89	16.91	23.99	28.29	33.41	37.51	38.34	39.35	40.23	38.92	39.47
yoy					296.2%	85.9%	55.2%	41.9%	17.9%	18.1%	12.2%	2.2%	2.6%	2.2%	-3.3%	1.4%
<b>总计销售额/亿元</b>	<b>9.30</b>	<b>10.78</b>	<b>14.64</b>	<b>20.64</b>	<b>25.94</b>	<b>34.92</b>	<b>40.93</b>	<b>51.22</b>	<b>58.59</b>	<b>62.65</b>	<b>69.39</b>	<b>70.52</b>	<b>70.58</b>	<b>73.10</b>	<b>72.35</b>	<b>74.50</b>
yoy		16.0%	35.8%	41.0%	25.7%	34.6%	17.2%	25.1%	14.4%	6.9%	10.8%	1.6%	0.1%	3.6%	-1.0%	3.0%

数据来源：医药魔方，公司定期报告，东吴证券研究所测算

#### 4. 慢病矩阵:多领域布局完善，早研管线支撑长期增长

#### 4.1. 在售产品：多科室布局，恩那罗+欣复泰销售理想

肾性贫血是慢性肾脏病(CKD)的重要并发症，患者数量庞大，临床需求存在空缺。《肾性贫血诊断与治疗中国专家共识(2018 修订版)》指出，2018 年中国成人 CKD 患病率约 8-11%，患者人数约 1.2 亿。《中国肾性贫血诊治临床实践指南(2021)》指出，非透析患者贫血患病率约为 30-70%，随肾功能恶化显著升高，透析患者则普遍超过 90%。

肾性贫血核心机制为 EPO 生成绝对或相对不足、尿毒症毒素干扰红细胞生成导致组织供氧持续受损，显著降低运动耐量、认知功能与生活质量，增加心脑血管事件和全因死亡风险。目前临床常用治疗方案包括 ESAs 红细胞生成刺激剂、铁剂和罗沙司他治疗。ESA 和铁剂为注射制剂依从性差，部分患者对外源性 EPO 反应欠佳，需要较高剂量维持 Hb 水平，可能引发心血管事件、高血压及血栓栓塞风险、胃肠道不良反应、过敏及感染风险。首个口服 HIF-PHI 药物罗沙司他可以部分满足肾性贫血患者需求，但 Hb 达标率不高，Hb 波动大，临床应用不理想。

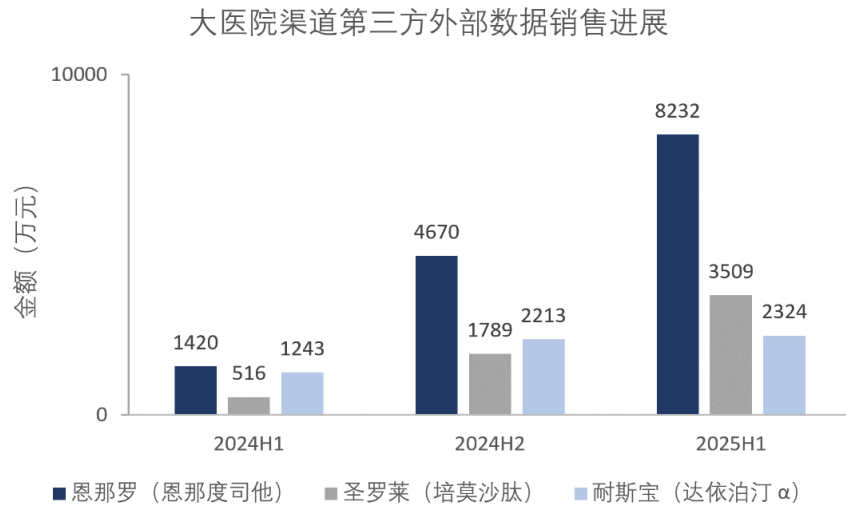
图40：目前肾性贫血疗法对比

治疗方案	核心疗效	主要风险	用药依从性
ESAs	5%~15% 患者因功能性铁缺乏等出现治疗低反应，部分需高剂量维持 Hb	注射给药不便、需冷藏；存在心血管并发症、铁过载、感染加重风险	注射给药痛苦，非透析 / 腹膜透析患者依从性差
铁剂	仅适用于绝对铁缺乏，口服起效慢，对功能性铁缺乏无效	过量易致铁超载，铁沉积可造成肝脾不可逆损伤	静脉铁剂需注射，增加穿刺痛苦
罗沙司他	Hb 达标率仅 67%，临床效果有限	用药后 Hb 波动大，提升血栓及心血管事件风险	需频繁调药，流程复杂，易漏服错服
恩那度司他	新一代口服 HIF-PHI，精准稳定 HIF-2α，Hb 提升平稳，铁利用率高，可减少静脉铁需求	整体安全窗更优，心血管事件风险更低，无明显铁过载	每日口服，无需注射，依从性优于注射类药物
培莫沙肽	长效 EPO 模拟肽，对 ESA 低反应患者仍有效，Hb 升高平稳	心血管不良事件风险低于传统 ESAs，无严重过敏反应	每月皮下注射 1 次，给药频率显著降低，依从性优于短效 ESAs
达依泊汀α	长效 ESA，半衰期为传统 EPO 的 3 倍，可有效维持 Hb 水平	存在高血压、血栓栓塞、过敏等风险，与传统 ESAs 类似	每 1~2 周注射 1 次，给药频率低于短效 ESAs，依从性有所提升

数据来源：丁香园，公司投关材料，东吴证券研究所

恩那度司他凭借新一代 HIF-PHI 的精准机制，相较于现有方案形成了显著差异化优势。同品类 HIF-PHI 药物罗沙司他，其对 PHD1 的高选择性使其能精准稳定 HIF-2，在专注促红细胞生成的同时最大限度降低脱靶效应，且单次剂量仅为罗沙司他的 1/20 即可高效改善贫血；量效关系明确的特性让 Hb 水平平稳升高、波动更小，显著减少了血栓及心血管事件风险，也无需频繁复杂调药，降低了漏服错服概率；强效降铁调素解决 CKD 患者常见的功能性铁缺乏问题，且药物相互作用风险更低，更适合需联合用药的慢性病人群。虽然新一代长效 ESAs 也改善了传统疗法的缺点，但受剂型和销售途径影响，恩那罗与同期的肾性贫血新品相比销售进展大幅领先。

图41: 肾性贫血大医院渠道新药销售进展



数据来源: IQVIA, 公司投关材料, 东吴证券研究所

**特立帕肽是目前骨质疏松治疗中唯一直接促进成骨的药物。**在钙剂补充, 双磷酸盐及地舒单抗等抗破骨药物治疗效果不理想的严重骨质疏松患者中, 特立帕肽具备不可替代的促骨形成作用。我国骨质疏松患病率高, 高危人群基数庞大, 但特立帕肽具有成瘤风险, 价格昂贵, 制剂依从性差, 临床推广较困难, 目前尚有大量临床需求未被满足。

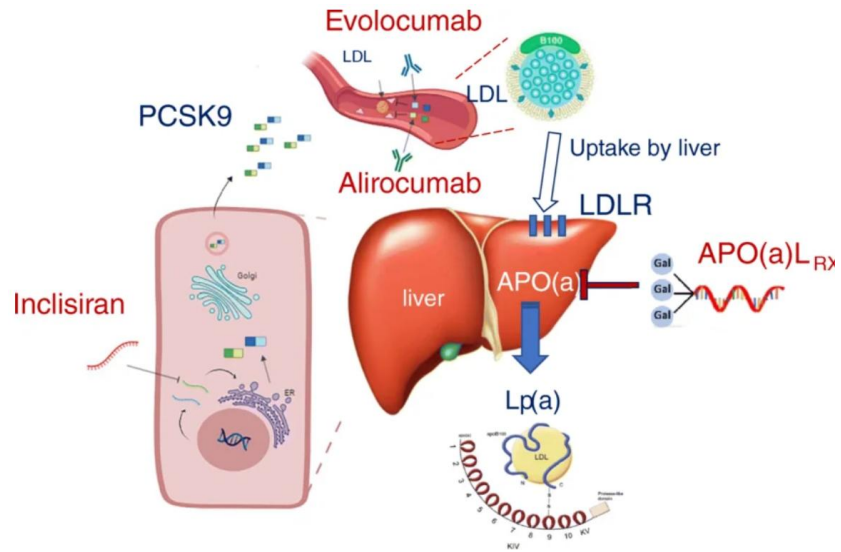
公司率先构建特立帕肽完整产品矩阵, 2019 年推出欣复泰粉针, 为国内首款特立帕肽生物类似药; 2022 年上市欣复泰 Pro 水针剂, 为国产自主研发首款特立帕肽注射液, 已成为主力销售剂型。产品年化费用仅为原研约一半, 院方销售能力强, 有望打破原研药长期垄断格局。公司前瞻布局长效特立帕肽, 进一步优化给药频率与依从性, 覆盖不同治疗场景与患者需求。依托临床价值、剂型优势、价格竞争力与长效管线接力。

#### 4.2. 血脂管理: 多通路全面布局 PCSK-9/Lp(a)靶点

2023 年中国血脂管理指南指出, 我国心血管系统疾病 (ASCVD) 患者 LDL-C 达标率仅 13%, 极高危和超高危患者达标率仅 6.6%左右, 他汀类药物治疗后仍存在约 70% 残余风险, 且他汀不耐受、家族性高胆固醇血症等难治性人群缺乏有效治疗方案, 血脂管理存在显著未满足临床需求。随着 ASCVD 独立危险因素 Lp(a)和血脂调控核心靶点 PCSK9 认识加深, 新靶点血脂管理药物即将显著拓宽目前以他汀为主的血脂管理市场。

PCSK9 通过与肝细胞表面 LDLR 结合并促进其降解, 降低肝脏对血液中 LDL-C 的清除能力, 进而升高血浆 LDL-C 水平。相较于传统他汀类药物, PCSK9 靶点药物具有显著优势: 降脂效果更强, 适用人群更广, 剂型更便捷, 同时减少他汀类药物可能存在的不良反应, 大幅降低患者残余心血管风险。Lp(a)是 ASCVD 独立危险因素, 通过促进动脉粥样硬化、引发血管炎症等, 增加心血管疾病风险, 同样具备加入血脂管理治疗方案的价值。

图42: PCSK9/Lp(a)血脂调控机制



数据来源: Epidemiology, 东吴证券研究所

信立泰聚焦血脂管理核心需求, 针对 PCSK9、Lp(a)等关键靶点, 布局了多元化、差异化的创新管线, 进展明确且优势突出。在 PCSK9 靶点领域, SAL003 (泰卡西单抗注射液) 作为全人源抗 PCSK9 单克隆抗体, NDA 已获受理, 具有每四周 1 次皮下注射的长效优势, 起效快、调脂谱广, 副作用发生率低于 2% 且不影响血糖; SAL061 作为国内首家、全球前三的 PCSK9 基因编辑药物, 采用单碱基精准编辑及双重肝靶向递送技术, 具有一次治疗、终身有效的潜力, I 期 NHP 研究显示单次给药疗效可维持 15 个月, 首发杂合子家族性高胆固醇血症; SAL0139 作为小分子 PCSK9 抑制剂, 通过独特作用机制, 在动物模型中表现出更优体内疗效及心血管安全性。针对 Lp(a) 靶点, 公司布局 SAL0137 (小分子 Lp(a) 抑制剂) 与 SAL0144 (Lp(a) siRNA), 前者具有每周口服潜力, 后者脱靶风险及毒性低, 体内疗效优异。

图43: 信立泰血脂管理药物布局

项目	分子类型	给药途径及频率	血脂干预指标					FDC潜力
			LDL-C	TC	non-HDL-C	ApoB	Lp(a)	
SAL0137	小分子	PO, QD/QW?					☑	☑
SAL0139	小分子	PO, QD	☑	☑	☑	☑		☑
SAL0167	肽	PO, QD	☑	☑	☑	☑		
SAL003	单抗	SC, Q4W	☑	☑	☑	☑	☑	
SAL0138	小核酸	SC, Q6M	☑	☑	☑	☑		☑
SAL0144	小核酸	SC, Q6M/Q12M					☑	☑
SAL061	基因编辑	IV, 1次	☑	☑	☑	☑		☑

数据来源: 公司投关材料, 东吴证券研究所

### 4.3. 血糖管理：信立汀优势显著，GLP-1 布局兼顾

血糖药物方面，公司深耕 DPP-4 抑制剂赛道构建核心优势，同时布局有口服小分子 GLP-1 受体激动剂 SAL0150（IND 阶段）、口服小分子降糖药 SAL0112（糖尿病适应症已完成 II 期入组）、代谢适应症疗法 SAL0112 等分子。血糖领域的核心产品信立汀（苯甲酸福格列汀片）作为 1 类创新 DPP-4 抑制剂，于 2024 年 6 月获得 CDE 批准，用于改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制。临床疗效与安全性在两项关键 III 期临床研究中展现出确切优势。

凭借确切的疗效和良好的安全特性，信立汀已于 2025 年被纳入《国家基层糖尿病防治管理指南（2025 版）》，成为推荐用于基层糖尿病管理的口服降糖药物之一。公司凭借信立汀的基层渠道优势、良好的安全性口碑，以及丰富的在研管线储备，在差异化竞争中占据优势，同时依托公司 CKM（心血管-肾脏-代谢）领域的整体布局，实现血糖管理与心肾保护的协同发展，为 2 型糖尿病患者提供更全面、安全、便捷的治疗方案，持续巩固其在慢病创新领域的龙头地位。

## 5. 盈利预测和估值

### 5.1. 盈利预测及关键假设

收入预测：

1、传统业务：公司近期业务重心为创新药的研发和销售，仿制药及原料药贡献收入有限。我们假设 2025-2027 公司仿制药收入同比下降 5%、5%、5%，随后下降幅度放缓。原料药业务同比增长 2%、2%、2%，器械业务同比增长 3%、3%、3%。

2、高血压产品：高血压产品为公司主要收入来源，我们估计高血压业务 2025 年带来 20.64 亿元收入，2029 年将带来 51.22 亿元收入。公司销售能力强，高血压分子独特，有望实现慢病药物的长尾增长，收入持续上升。

3、心衰产品：心衰产品为公司近期最大亮点业务，预期国内峰值收入达 72.35 亿元。若临床试验成功，将在海外市场取得峰值 109.30 亿美元收入。由于海外药物研发和销售业务可能通过 BD 合作方式进行，具有较大不确定性，计入临床成功概率系数和海外权益分成后，可以折算为 29.78 亿元销售峰值的产品权益。

4、其他产品：公司创新管线众多，早研管线齐全，覆盖慢病多领域。我们取确定性较高的管线上市及待上市管线进行估值，预期恩纳罗、欣复泰等 5 大产品将带来 44.99 亿元的峰值收入。随着公司临床及临床前研发的推进，我们期待未纳入估值的产品管线为公司贡献额外收入。

费用率预测：

1.销售费用率：2025 年预期短期有所增加，主要系公司多款新产品获批上市，覆盖多

个医院科室，销售推广需求较高。2026年后随新品陆续放量贡献收入，销售费用率将有所下滑。

2.研发费用率：考虑到公司在研管线众多，创新转型正在进行时，重磅产品 JK07 后续 II/III 期临床费用较高，公司研发费用率将持续上升。

综上，我们预计 2025-2027 年公司销售费用率为 40%、39%、38%；研发费用率为 12.5%、12.5%、12.5%；管理费用率为 6.5%、6.5%、6.5%。

图 44：公司盈利预测

(单位: 亿元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
<b>创新药</b>																
<b>高血压药物</b>																
信立坦	9.30	10.78	13.59	16.53	16.37	17.88	16.40	17.83	19.35	17.56	18.92	18.86	17.42	18.04	17.91	18.55
yoy		16.0%	26.0%	21.7%	-1.0%	9.2%	-8.3%	8.7%	8.5%	-9.3%	7.8%	-0.4%	-7.6%	3.6%	-0.7%	3.6%
复立坦			1.05	1.76	2.50	4.11	5.01	6.00	6.95	7.70	8.51	8.51	9.37	10.29	10.89	11.92
yoy				67.1%	42.4%	64.0%	21.9%	19.9%	15.8%	10.8%	10.5%	0.0%	10.1%	9.9%	5.9%	9.5%
复立安				0.87	1.21	2.04	2.61	3.39	3.99	3.98	4.45	4.81	4.46	4.54	4.63	4.55
yoy					39.2%	69.4%	27.8%	29.9%	17.5%	-0.2%	11.8%	8.2%	-7.5%	2.0%	1.9%	-1.8%
信超妥				1.48	5.86	10.89	16.91	23.99	28.29	33.41	37.51	38.34	39.35	40.23	38.92	39.47
yoy					296.2%	85.9%	55.2%	41.9%	17.9%	18.1%	12.2%	2.2%	2.6%	2.2%	-3.3%	1.4%
高血压药物合计	9.30	10.78	14.64	20.64	25.94	34.92	40.93	51.22	58.59	62.65	69.39	70.52	70.58	73.10	72.35	74.50
yoy		16.0%	35.8%	41.0%	25.7%	34.6%	17.2%	25.1%	14.4%	6.9%	10.8%	1.6%	0.1%	3.6%	-1.0%	3.0%
<b>心衰药物 (JK07)</b>																
国内收益								6.11	17.85	29.75	36.85	47.28	51.45	63.39	62.95	72.35
yoy									192.2%	66.7%	23.9%	28.3%	8.8%	23.2%	-0.7%	14.9%
美国权益折算								1.51	5.19	8.35	12.34	15.78	19.99	24.37	26.31	29.78
yoy									244.2%	60.8%	47.7%	27.9%	26.7%	21.9%	8.0%	13.2%
JK07合计								7.62	23.37	38.36	49.42	63.10	71.47	87.81	89.21	102.18
yoy									206.8%	64.1%	28.8%	27.7%	13.2%	22.9%	1.6%	14.5%
<b>其他创新药</b>																
泰卡西单抗					1.59	2.59	4.47	6.56	5.77	6.66	8.38	8.50	8.93	7.92	7.71	6.41
yoy						63.3%	72.3%	46.7%	-12.0%	15.4%	25.7%	1.5%	5.1%	-11.3%	-2.6%	-17.0%
SAL120									0.75	2.82	8.08	11.20	12.37	10.29	11.39	10.16
yoy										278.8%	186.4%	38.6%	10.4%	-16.9%	10.7%	-10.8%
恩那罗			0.95	2.03	3.81	5.24	7.83	9.64	11.96	13.06	15.57	15.93	18.01	17.66	19.21	18.77
yoy				114.8%	87.5%	37.4%	49.4%	23.2%	24.0%	9.2%	19.2%	2.3%	13.0%	-1.9%	8.8%	-2.3%
欣复泰	0.43	0.58	0.82	1.07	1.20	1.47	1.77	2.10	2.15	2.18	2.35	2.32	2.51	2.61	2.66	2.77
yoy		36.0%	41.7%	30.2%	12.4%	22.1%	20.5%	19.2%	2.3%	1.3%	8.0%	-1.4%	8.0%	4.3%	1.6%	4.1%
信立汀				1.05	1.86	2.68	2.85	3.58	3.78	3.74	3.47	3.42	3.17	3.13	2.90	2.85
yoy					76.8%	44.4%	6.1%	26.0%	5.4%	-1.1%	-7.3%	-1.3%	-7.3%	-1.5%	-7.3%	-1.7%
其他创新药合计	0.43	0.58	1.77	4.15	8.46	11.98	16.91	21.89	24.41	28.47	37.85	41.38	44.99	41.61	43.87	40.95
yoy		15.0%	265.8%	57.0%	64.9%	51.6%	28.2%	13.4%	19.1%	9.0%	10.3%	9.0%	6.6%	5.5%	1.6%	6.0%
创新药合计	9.73	11.36	16.41	24.79	34.40	46.90	57.84	80.73	106.37	129.47	156.67	175.00	187.04	202.53	205.43	217.62
yoy		16.0%	28.3%	70.3%	43.8%	36.0%	24.2%	18.6%	14.0%	6.1%	2.2%	3.6%	5.2%	1.7%	5.6%	3.7%
<b>其他业务</b>																
仿制药	21.03	17.28	14.60	12.34	11.72	11.13	10.58	10.26	9.95	9.65	9.36	9.08	8.81	8.72	8.63	8.55
yoy		-18%	-16%	-5%	-5%	-5%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-1%	-1%	-1%	-1%
原料药	3.68	4.14	4.76	4.86	4.95	5.05	5.15	5.26	5.36	5.47	5.58	5.69	5.80	5.92	6.04	6.16
yoy		12%	15%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
器械	1.00	2.16	3.35	3.45	3.55	3.66	3.77	3.88	4.00	4.12	4.24	4.37	4.50	4.64	4.78	4.92
yoy		116%	55%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
其他业务	0.81	0.86	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
yoy		5%	15%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
其他业务合计	26.52	24.44	23.71	21.64	21.23	20.84	20.50	20.40	20.31	20.24	20.18	20.14	20.11	20.28	20.45	20.63
yoy		-7.8%	-3.0%	-8.7%	-1.9%	-1.8%	-1.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	0.8%	0.8%	0.9%
<b>总收入</b>	<b>34.82</b>	<b>33.65</b>	<b>40.12</b>	<b>46.43</b>	<b>55.63</b>	<b>67.75</b>	<b>78.34</b>	<b>101.13</b>	<b>126.68</b>	<b>149.71</b>	<b>176.85</b>	<b>195.14</b>	<b>207.16</b>	<b>222.80</b>	<b>225.88</b>	<b>238.25</b>
yoy		-3.4%	19.2%	15.7%	19.8%	21.8%	15.6%	29.1%	25.3%	18.2%	18.1%	10.3%	6.2%	7.6%	1.4%	5.5%

数据来源：医药魔方、公司公告、东吴证券研究所测算

### 5.2. 估值预测和关键假设

信立泰是国内心肾代谢慢病领域唯一的“仿创转型+重磅单品”龙头，正处于仿制药出清、创新药密集兑现、重磅管线 JK07 贡献核心弹性的关键阶段，较其他多领域转

型药企和纯创新 Biotech 公司差异大，不适用可比估值法。考虑公司核心估值弹性来自近期兑现管线，采用 DCF 估值法可精确反映其特征。

我们预测公司 2025-2027 年公司实现营业收入 46.43/55.63/67.75 亿元，同比 +15.7%/19.8%/21.8%。归母净利润 6.79/9.02/12.77 亿元，同比 +12.8%/32.9%/41.6%，对应 EPS 为 0.61/0.81/1.15 元。基于 DCF 模型估值，假设永续增长率为 2%。公司创新药产品上市放量在即，慢病领域竞争格局良好，产品放量具备长尾效应根据盈利预测我们假设至 2040 年公司收入能维持高增长状态，故假设过渡期为 13 年，过渡期增长率 20%。无风险利率为 1.81%（参考截至 2026.3.28 的 10 年期国债收益率的平均水平），市场预期收益率为 8.8%（参考沪深 300 医药指数近 10 年实际年化收益率），创新药企业假设有效税率为 15%，截至 2025/12/31 近 1 年平均 beta=0.89，则平均资本成本 WACC 为 8.02%。根据假设，计算合理企业市值为 919.03 亿元，对应合理目标为 85.48 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图45: 公司估值预测 (DCF 法)

估值假设		参数设置	
预测期年数	3		
过渡期年数	13		
过渡期增长率	20.00%		
永续增长率g	2.00%		
贝塔值(β)	0.89		
无风险利率Rf(%)	1.81%		
市场的预期收益率Rm(%)	8.80%		
所得税率T(%)	15.00%		
剩余月份	9		

资本成本		参数设置	
债务资本成本Kd	5.00%		
债务资本比重Wd	0.38%		
股权资本成本Ke	8.03%		
加权平均资本成本WACC	8.02%		

**绝对估值法**

**FCFF估值 (元/股)** 85.48

单位: 百万元

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	724.25	706.20	933.77	1,321.17	1,717.94	2,471.85	2,984.14	3,558.19	4,406.88	4,861.99	5,320.55
所得税税率	4.33%	3.80%	3.42%	3.32%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%
息税前税后利润(NOPAT)	692.92	679.36	901.84	1,277.31	1,661.25	2,390.27	2,885.67	3,440.77	4,261.46	4,701.55	5,144.97
加: 非现金调整	613.38	46.52	59.87	17.91	11.52	11.52	12.03	7.24	9.84	9.84	9.84
减: 营运资本的增加	690.07	866.98	-535.60	-35.83	-646.51	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 资本性投资	624.17	472.65	186.14	70.05	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00
公司自由现金流量FCFF	-7.94	-613.76	1,311.16	1,260.99							

	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E
过渡期自由现金流	1,513.19	1,815.83	2,179.00	2,614.80	3,137.75	3,765.30	4,518.37	5,422.04	6,506.45	7,807.74	9,369.28

FCFF预测期现值	1,731.21
FCFF过渡期现值	22,279.96
FCFF永续价值现值	67,892.15
<b>企业价值</b>	<b>91,903.32</b>
加: 非核心资产价值	3,795.68
减: 付息债务	243.35
减: 少数股东权益	159.01
<b>股权价值</b>	<b>95,296.63</b>
总股本/百万股	1,114.82
<b>每股价值/元</b>	<b>85.48</b>

数据来源: wind、公司年报、东吴证券研究所测算

## 6. 风险提示

- 1、产品研发失败风险: 公司核心管线 JK07 存在研发失败风险，导致公司市场竞争力下滑。
- 2、药品销售不及预期风险: 公司高血压产品及未来拟获批创新药产品销售若不及

预期，则会影响公司整体收入。

3、集采政策影响对产品价格的不确定性风险：公司主业慢病产品可能受集采影响，导致出厂价波动与丢标风险。

信立泰三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>4,025</b>	<b>4,203</b>	<b>4,242</b>	<b>5,005</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,012</b>	<b>4,643</b>	<b>5,563</b>	<b>6,775</b>
货币资金及交易性金融资产	1,859	1,055	1,258	1,610	营业成本(含金融类)	1,098	1,252	1,466	1,626
经营性应收款项	626	795	961	1,150	税金及附加	51	60	72	88
存货	507	592	741	868	销售费用	1,473	1,857	2,169	2,642
合同资产	0	0	0	0	管理费用	272	302	362	440
其他流动资产	1,032	1,761	1,282	1,377	研发费用	421	580	695	847
<b>非流动资产</b>	<b>6,441</b>	<b>6,718</b>	<b>7,041</b>	<b>7,090</b>	财务费用	(32)	0	0	0
长期股权投资	290	290	389	300	加:其他收益	73	92	118	126
固定资产及使用权资产	1,368	1,366	1,385	1,371	投资净收益	33	47	51	65
在建工程	62	48	44	67	公允价值变动	15	0	0	0
无形资产	1,335	1,368	1,486	1,499	减值损失	(204)	(10)	(20)	13
商誉	11	55	68	104	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	117	120	129	125	<b>营业利润</b>	<b>646</b>	<b>720</b>	<b>948</b>	<b>1,335</b>
其他非流动资产	3,258	3,472	3,538	3,623	营业外净收支	(14)	(14)	(14)	(14)
<b>资产总计</b>	<b>10,466</b>	<b>10,922</b>	<b>11,283</b>	<b>12,095</b>	<b>利润总额</b>	<b>633</b>	<b>706</b>	<b>934</b>	<b>1,321</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,113</b>	<b>1,263</b>	<b>1,260</b>	<b>1,553</b>	减:所得税	27	27	32	44
短期借款及一年内到期的非流动负债	130	245	101	136	<b>净利润</b>	<b>605</b>	<b>679</b>	<b>902</b>	<b>1,277</b>
经营性应付款项	126	147	152	187	减:少数股东损益	4	1	0	1
合同负债	38	21	37	55	<b>归属母公司净利润</b>	<b>602</b>	<b>679</b>	<b>902</b>	<b>1,277</b>
其他流动负债	819	850	969	1,174	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.54	0.61	0.81	1.15
非流动负债	600	652	656	663	EBIT	724	706	934	1,321
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,133	743	974	1,352
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	72.64	73.04	73.65	76.00
租赁负债	4	2	5	12	归母净利率(%)	14.99	14.61	16.21	18.84
其他非流动负债	596	651	651	651	收入增长率(%)	19.22	15.72	19.81	21.79
<b>负债合计</b>	<b>1,713</b>	<b>1,915</b>	<b>1,916</b>	<b>2,216</b>	归母净利润增长率(%)	3.71	12.80	32.89	41.58
归属母公司股东权益	8,712	8,965	9,326	9,837					
少数股东权益	40	41	41	42					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,752</b>	<b>9,006</b>	<b>9,367</b>	<b>9,878</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,466</b>	<b>10,922</b>	<b>11,283</b>	<b>12,095</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,186	356	345	1,091	每股净资产(元)	7.81	8.04	8.37	8.82
投资活动现金流	(1,526)	(811)	770	172	最新发行在外股份(百万股)	1,115	1,115	1,115	1,115
筹资活动现金流	122	(262)	(681)	(724)	ROIC(%)	8.15	7.49	9.63	13.10
现金净增加额	(214)	(725)	434	540	ROE-摊薄(%)	6.90	7.57	9.67	12.98
折旧和摊销	409	36	40	31	资产负债率(%)	16.37	17.54	16.98	18.32
资本开支	(624)	(473)	(186)	(70)	P/E(现价&最新股本摊薄)	107.67	95.46	71.83	50.73
营运资本变动	87	(367)	(579)	(153)	P/B(现价)	7.43	7.22	6.95	6.58

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>