

2026年06月02日

上海谊众(688091.SH)

投资评级：买入(维持)

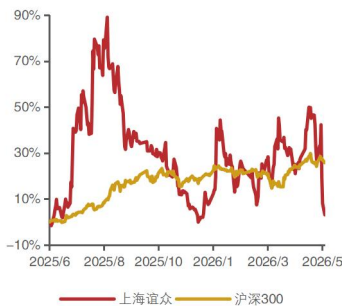
——紫杉醇胶束迎来放量期，关注三抗研发进展

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026年06月01日

收盘价(元)	44.60
一年内最高/最低(元)	83.60/41.85
总市值(百万元)	9,218.98
流通市值(百万元)	9,218.98
总股本(百万股)	206.70
资产负债率(%)	6.31
每股净资产(元/股)	7.01

资料来源:聚源数据

投资要点:

- 事件:** 上海谊众发布2025年年报及2026年一季报。2025年全年,公司实现营业收入3.16亿元,同比增长82.14%;实现归母净利润0.65亿元,同比增长825.49%;扣非归母净利润0.61亿元。2026年第一季度,公司实现营业收入0.79亿元,同比增长11.44%;实现归母净利润0.18亿元,同比增长28.07%。
- 紫杉醇胶束迎来放量期,适应症拓展未来可期。** 公司收入主要由核心产品注射用紫杉醇聚合物胶束的销售贡献,此产品已于2024年底纳入医保目录,有望迎来快速放量期。从销售模式看,公司采用直销和经销结合的方式。2025年,经销收入为2.49亿元,同比增长85.77%;直销收入为0.67亿元,同比增长70.73%,经销模式是收入的主要来源,且增速更快。产能方面,募投项目“年产500万支注射用紫杉醇聚合物胶束及配套设​​施”正在推进,目前已基本完成建筑主体土建工程施工,正在进行产线装配及设备联调联试,有望解决产能的问题。新适应症拓展方面,乳腺癌和胰腺癌适应症正在3期临床阶段,未来有望增大紫杉醇胶束的市场空间。
- 三抗打开成长空间,关注早研研发进展。** 公司在确保核心产品商业化的同时,正全力推进后续创新管线,构建第二增长曲线。1) YXC-001 (PD-1/VEGF/IL-2 三功能抗体): 公司重点布局的下一代IO产品,通过“解除免疫抑制+血管重塑+激活T细胞”三重机制协同作用。该管线靶点组合具备全球首创性潜力,临床前数据显示出抑制肿瘤优势,目前已经IND。2) 第四代EGFR-TKI: 针对非小细胞肺癌的耐药突变靶点开发,具备高脑渗透性,该项目处于临床前研究阶段。3) KRAS G12D 治疗性 mRNA 癌症疫苗: 该产品为针对极难治的KRAS G12D 突变实体瘤(如胰腺癌、肺癌、结直肠癌等)研发的一款saRNA 肿瘤疫苗。4) IL-11/c-Mpl 双功能融合蛋白: 将TPO受体激动剂与IL-11构建成融合蛋白,协同发挥治疗血小板减少症,以解决当前血小板减少症治疗中存在的疗效瓶颈与未满足临床需求。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为0.36/1.09/2.69亿元,鉴于公司商业化放量迅速,早研管线潜力十足,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 临床研发失败风险;竞争格局恶化风险;销售不及预期风险;行业政策风险等。

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	174	316	569	1,023	1,585
同比增长率(%)	-51.83%	82.14%	79.88%	79.93%	54.97%
归母净利润(百万元)	7	65	36	109	269
同比增长率(%)	-95.68%	825.49%	-44.50%	203.72%	147.31%
每股收益(元/股)	0.03	0.31	0.17	0.53	1.30
ROE(%)	0.50%	4.51%	2.45%	6.97%	14.93%
市盈率(P/E)	1,321.66	142.81	257.31	84.72	34.26

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	44	54	93	182
应收票据及账款	130	210	294	456
预付账款	5	6	11	17
其他应收款	1	6	11	17
存货	63	177	297	429
其他流动资产	389	394	458	522
流动资产总计	631	847	1,165	1,622
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	118	131	142	152
在建工程	157	130	104	78
无形资产	29	28	27	27
长期待摊费用	7	5	3	1
其他非流动资产	586	586	586	586
非流动资产合计	896	880	863	844
资产总计	1,527	1,727	2,028	2,467
短期借款	0	40	110	160
应付票据及账款	52	143	240	346
其他流动负债	17	59	101	146
流动负债合计	69	242	450	652
长期借款	25	20	15	10
其他非流动负债	3	3	3	3
非流动负债合计	28	23	18	13
负债合计	97	265	468	665
股本	207	207	207	207
资本公积	1,039	1,039	1,039	1,039
留存收益	185	217	315	557
归属母公司权益	1,430	1,463	1,560	1,802
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,430	1,463	1,560	1,802
负债和股东权益合计	1,527	1,727	2,028	2,467

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	65	33	106	267
折旧与摊销	14	16	17	19
财务费用	-14	0	1	0
投资损失	-3	-5	-5	-5
营运资金变动	-80	-93	-111	-197
其他经营现金流	-1	3	3	3
经营性现金净流量	-19	-47	11	87
投资性现金净流量	-574	26	-25	-16
筹资性现金净流量	-7	32	53	18
现金流量净额	-601	10	39	89

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	316	569	1,023	1,585
营业成本	53	92	155	223
税金及附加	1	2	3	4
销售费用	110	227	379	523
管理费用	16	45	82	127
研发费用	86	171	297	428
财务费用	-14	0	1	0
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	-4	6	10	16
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	3	5	5	5
公允价值变动损益	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	1	1	1	1
营业利润	62	43	124	302
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	4	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	61	40	121	299
所得税	-3	4	12	30
净利润	65	36	109	269
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	65	36	109	269
EPS(元)	0.31	0.17	0.53	1.30

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	82.14%	79.88%	79.93%	54.97%
营业利润增长率	552.62%	-30.34%	185.56%	143.73%
归母净利润增长率	825.49%	-44.50%	203.72%	147.31%
经营现金流增长率	-149.15%	-143.02%	124.08%	664.96%
盈利能力				
毛利率	83.12%	83.82%	84.89%	85.93%
净利率	20.42%	6.30%	10.64%	16.98%
ROE	4.51%	2.45%	6.97%	14.93%
ROA	4.23%	2.07%	5.37%	10.91%
估值倍数				
P/E	142.81	257.31	84.72	34.26
P/S	29.17	16.21	9.01	5.81
P/B	6.45	6.30	5.91	5.12
股息率	0.00%	0.04%	0.12%	0.30%
EV/EBITDA	152	162	65	28

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）。