



# 恒瑞医药 (600276.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 蓝海市场开花，眼科领域步入收获期

### 事件

2026年6月，恒瑞医药环孢素滴眼液IV（恒宜®）获NMPA批准上市，用于治疗干眼所致的泪液生成减少。作为中国首个且唯一0.1%无水环孢素滴眼液，该产品带来多重治疗优势，有望引领临床用药迭代。随着多款创新产品陆续获批上市，公司的眼科布局正在步入收获期。

### 经营分析

干眼症市场为广阔蓝海，临床需求亟待满足。我国干眼症患者人群超3.6亿，是眼科门诊的第一常见病。近年来，随着临床治疗思路正从症状缓解向病因干预转型，领域内的创新制剂的需求日益提升，有望催生药物市场规模的快速增长。

公司新品具备极佳的临床疗效与安全性，有望引领临床用药迭代。恒宜基于全球首个无水药物递送技术平台 EyeSol®研发，生物利用度较传统制剂显著提升17.6倍。其独特优势在于单药治疗最快15天即可起效，用药周期缩短了2/3，且眼部刺激发生率仅为4.9%，远低于传统同类产品。这种“强抗炎+抗蒸发”的双重作用机制极大地改善了患者的使用舒适度与依从性，展现出强劲的大单品潜力。眼科领域的产品矩阵日益丰富，有望成为新增长极。公司此前已通过地夸磷索钠和他氟前列素等首仿产品积累了成熟的眼科商业化经验；而全氟己基辛烷（恒沁®）与环孢素滴眼液IV（恒宜®）则形成了机制互补的干眼症创新药联合双引擎。此外，用于延缓儿童近视进展的硫酸阿托品滴眼液上市申请已获得受理，预计2026年下半年获批。眼科板块多点开花，有望逐步成为恒瑞医药除肿瘤、代谢、自身免疫等管线外的全新业绩增长极。

### 盈利预测、估值与评级

公司创新药收入高速增长，“借船出海”成效显著；在研管线丰富，创新研发步入收获期。考虑到BD首付款确认节奏，调整26/27/28年公司归母净利润预测为87/104/125亿元（原预测99/118/142亿元）。维持“买入”评级。

### 风险提示

研发临床不及预期风险；海外授权兑现不及预期风险；国内控费力度超预期风险；汇兑损益风险等。

### 医药组

分析师：甘坛煥（执业S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：姜铸轩（执业S1130525070015）

jiangzhuxuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：55.99元

### 相关报告：

- 《恒瑞医药点评：业绩稳健增长，研发成果密集兑现》，2026.4.22
- 《恒瑞医药点评：业绩稳健增长，出海布局迎来收获期》，2026.3.27
- 《恒瑞医药公司点评：业绩稳健增长，国际化进程提速》，2025.10.28



### 公司基本情况（人民币）

| 项目             | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 27,985 | 31,629 | 35,202 | 40,356 | 47,053 |
| 营业收入增长率        | 22.63% | 13.02% | 11.30% | 14.64% | 16.59% |
| 归母净利润(百万元)     | 6,337  | 7,711  | 8,666  | 10,405 | 12,505 |
| 归母净利润增长率       | 47.28% | 21.69% | 12.38% | 20.08% | 20.18% |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.993  | 1.162  | 1.306  | 1.568  | 1.884  |
| 每股经营性现金流净额     | 1.16   | 1.69   | 0.90   | 1.51   | 1.78   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.92% | 12.58% | 12.67% | 13.94% | 15.22% |
| P/E            | 46.21  | 51.27  | 44.04  | 36.68  | 30.52  |
| P/B            | 6.43   | 6.45   | 5.58   | 5.11   | 4.65   |

来源：公司年报、国金证券研究所



## 恒瑞医药：蓝海市场开花，眼科领域步入收获期

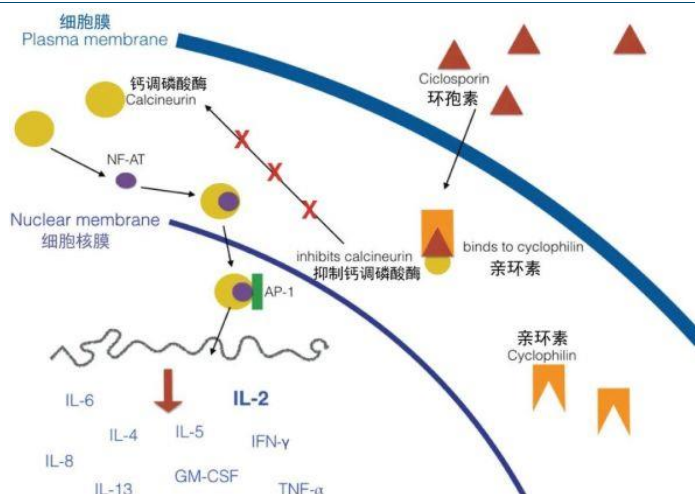
### 干眼症新品获批上市，眼科领域布局持续夯实

2026年6月23日，公司引进的环孢素滴眼液（IV）（恒宜®）正式获得国家药品监督管理局（NMPA）批准上市，成为中国首个且唯一0.1%无水环孢素滴眼液，适应症为用于治疗干眼所致的泪液生成减少的患者，以改善干眼的体征。该产品原创技术来自于德国 Novaliq GmbH 公司。2019年，公司与德国 Novaliq GmbH 公司达成独家合作，获得该产品在中国的独家开发与商业化权利。截至目前，公司对该项目的累计研发投入约1.026亿元。

**环孢素作为免疫抑制剂，是眼科领域的重要工具用药。**环孢素作为高效、选择性的免疫抑制剂，作用机制为：通过与T细胞内的亲环素（Cyclophilin）结合，选择性抑制T淋巴细胞的活化与增殖，从而阻断NF-AT信号通路，下调IL-2、TNF- $\alpha$ 等多种促炎细胞因子的转录与释放。该免疫抑制效应可有效保护结膜杯状细胞、泪腺腺泡细胞及角膜上皮细胞免受炎症损伤，促进内源性泪液分泌和眼表稳态修复。

**恒宜在制剂层面迎来创新，进一步提高临床应用价值。**该产品采用全氟丁基戊烷（F4H5）作为无水递送系统，实现了技术与疗效的双重突破。一方面，该无水制剂使环孢素的生物利用度较传统水基0.05%制剂显著提升17.6倍，增强药物的角膜渗透与驻留；另一方面，载体F4H5本身具有抑制泪液蒸发、透气携氧及促进角膜上皮修复的独立治疗功效。由此，公司的环孢素滴眼液（IV）达成了药物活性成分与功能型递送载体的协同治疗效应，代表了干眼症治疗从单一抗炎向多靶点、病因干预迈进的创新方向。

图表1：环孢素介导T细胞免疫抑制，为眼科抗炎的常用药



来源：《Cyclosporin and the cat: Current understanding and review of clinical use》，国金证券研究所

### 干眼症为百亿级蓝海市场，临床需求亟待满足

**干眼症为高发慢性眼病，免疫炎症为核心机制。**据《中国干眼临床诊疗专家共识（2024年）》，干眼症被定义为一种有多因素引起的慢性炎症性眼表疾病，核心特征为泪膜稳态及眼表炎症反应。我国干眼患病率为21%~52%。2020年爱尔眼科发布的《国人干眼多中心大数据报告》显示，患者总数约3.6亿，年增速约10%，是眼科门诊的第一常见病。从人群特征看，18-35岁人群患病率高达63%，呈现显著年轻化趋势，且干眼严重程度随年龄增加而上升。总体而言，干眼症病因机制复杂，临床需求极为广泛。

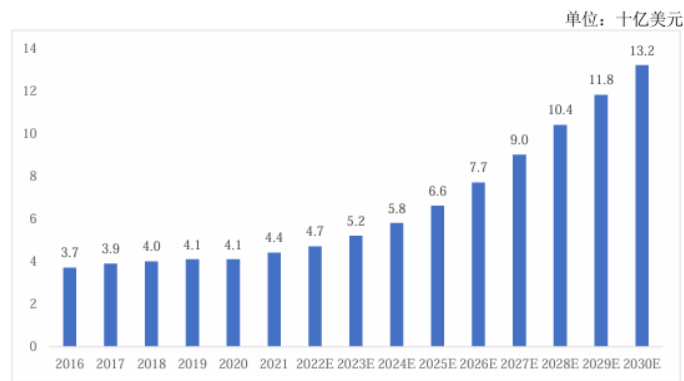
**治疗格局正从症状缓解向病因干预转型，创新制剂的需求日益提升。**干眼症的治疗原则强调病因导向与个体化分层治疗，需根据患者类型及严重程度制定差异化管理方案。传统方案以人工泪液为主，主要发挥物理润滑与补水作用，优先适用于可逆的轻、中度干眼。然而，严重干眼病因复杂且多数不可逆，抗炎治疗因此彰显出独特临床价值。作为免疫抑制剂的环孢素已被证实可有效阻断干眼的炎症恶性循环，成为中重度干眼的一线治疗药物之一。竞争格局方面，国内环孢素干眼赛道近年来由兴齐眼药独家垄断，其产品2025年销售额约6亿元。恒瑞环孢素滴眼液（IV）的获批有望加速抗炎治疗渗透率的提升，为患者提供更多优质治疗选择。

**干眼症治疗需求有望催生高增速临床用药市场。**据弗若斯特沙利文数据，全球干眼药市场规模从37亿美元增长至41亿美元（CAGR约为3.2%），预计2025年和2030年全球干眼药市场规模将分别达到66亿美元和132亿美元。其中，中国干眼症药物市场规模近年

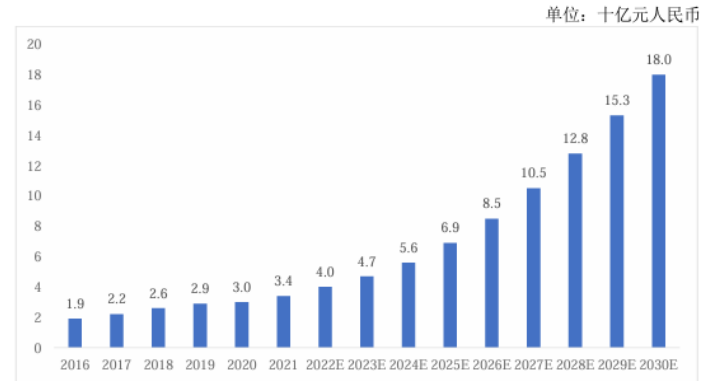


来尤其呈现出更加迅速的增长态势，从 2016 年的 19 亿元增长到 2020 年的 30 亿元（CAGR 约为 3.2%），预计 2025 年约 69 亿元（CAGR 约 18.2%），预计 2030 年达 180 亿元（CAGR 约 21.2%）。驱动因素多重，包括需求端干眼患病率持续攀升、诊疗率提升，政策端医保扩容，以及治疗理念从“人工泪液”向“抗炎病因干预”的范式切换，创新药渗透率的提升有望驱动市场持续扩容。

图表2：全球干眼药市场规模



图表3：中国干眼药市场规模



来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

来源：Frost & Sullivan，国金证券研究所

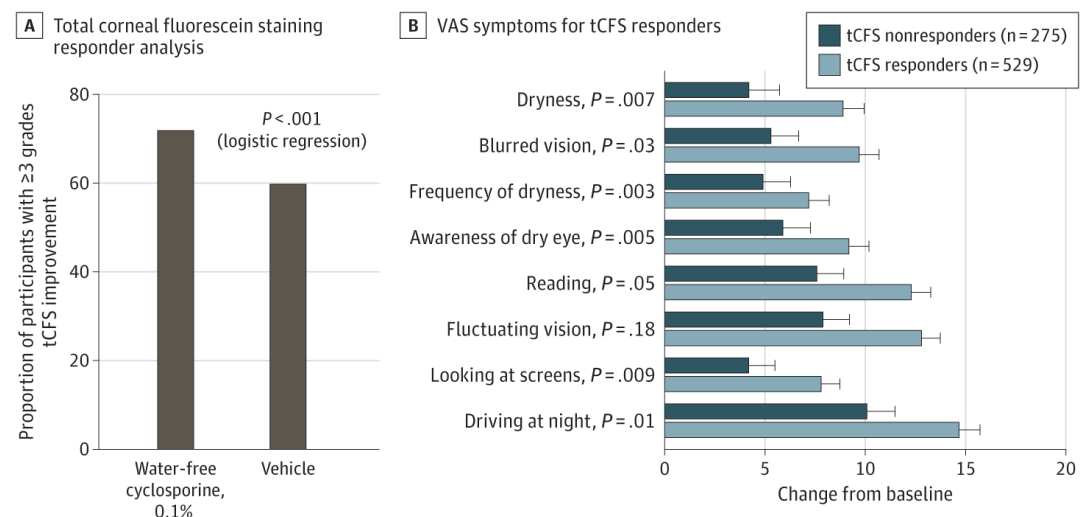
### 创新技术驱动，环孢素滴眼液IV在多维度带来差异化突破

环孢素滴眼液（IV）是基于全球首个无水药物递送技术平台 EyeSol®研发的创新制剂，由恒瑞医药从德国 Novaliq 公司引进。该产品（CyclASol）已于 2023 年获 FDA 批准在美国上市，系全球首个获批“治疗干眼症症状和体征”适应症环孢素滴眼液。2026 年获中国 NMPA 批准上市，是国内首个且唯一 0.1% 无水环孢素滴眼液。

该产品在全球关键性 ESSENCE-2 研究（III 期/834 例）显示出多重治疗优势：

- **体征显著改善：**治疗第 2 周，环孢素组总角膜荧光素染色（tCFS）评分改善优于对照组（试验组-3.5 vs 对照组-3.0,  $P=0.002$ ）；第 29 天时，差异持续扩大，体征表现为显著改善（试验组-4.0 vs 对照组-3.6,  $P<0.001$ ）。
- **症状应答明确：**眼干程度 VAS 评分虽未达主要终点统计学差异，但应答者（tCFS 改善 $\geq 3$  分）在眼干（ $P=0.007$ ）和视力模糊（ $P=0.03$ ）等多种症状上显著优于非应答者，提示体征改善与症状获益的高度关联性。
- **长期管理优势：**ESSENCE-2 OLE 52 周延长研究显示 80% 患者治疗 4 周即达 tCFS $\geq 3$  分改善，且持续应答至 12 个月，依从性高达 92.5%，充分验证其适合干眼慢病长期管理的特性。

图表4：29 天治疗期内，患者的 tCFS 评分（A）和 VAS 评分（B）



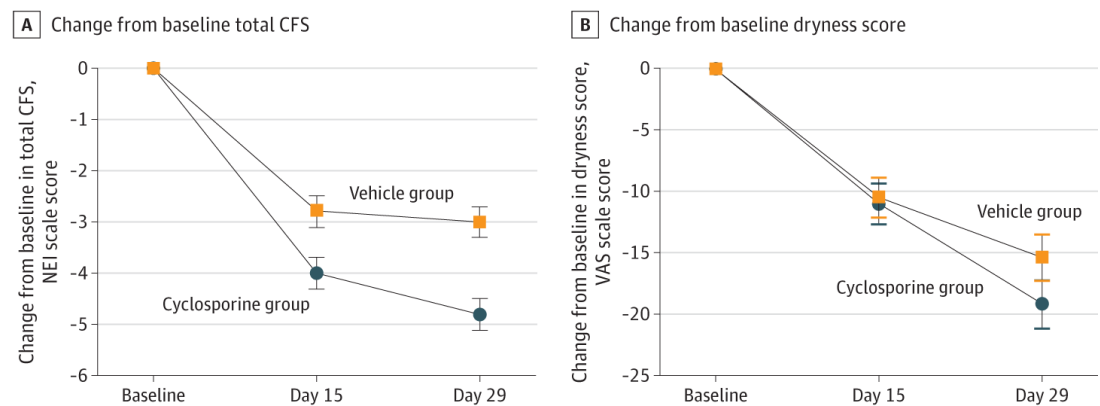


来源：《Efficacy and Safety of a Water-Free Topical Cyclosporine, 0.1%, Solution for the Treatment of Moderate to Severe Dry Eye Disease》，国金证券研究所

本次境内获批基于 SHR8028-301 研究，一项由北京大学第三医院洪晶教授团队牵头开展的随机、双盲、赋形剂平行对照的 III 期临床研究。入组 206 例中重度干眼患者（1:1 随机分配至环孢素组或载体组），每日给药两次，治疗周期 29 天。核心结果包括：

- **体征修复迅速且显著**：治疗第 15 天起，环孢素组 tCFS 评分即显著优于对照组（试验组-4.0 vs 对照组-2.8,  $P=0.008$ ）；第 29 天差异持续扩大（试验组-4.8 vs 对照组-3.0,  $P<0.0001$ ），验证了快速且持续的角膜修复作用。
- **症状改善趋势一致**：眼干程度 VAS 评分未显示组间差异（ $P=0.17$ ），与全球 ESSENCE-2 研究结论一致，在改善客观体征方面优势更为突出。
- **安全性优势凸显**：未观察到味觉障碍、头痛等传统环孢素滴眼液常见的特异性非眼部不良反应，整体耐受性良好。

图表5：29 天治疗期内，患者的 tCFS 评分（A）和 VAS 评分（B）



来源：《Water-Free Cyclosporine Ophthalmic Solution vs Vehicle for Dry Eye Disease》，国金证券研究所

恒宜®（环孢素滴眼液IV）的核心竞争力在于其“补脂+强抗炎”的双重作用机制，这一创新设计直击传统水基环孢素滴眼液（II）起效慢、刺激强、依从差、需联用人工泪液等临床痛点，实现了对传统水基环孢素制剂的代际超越。其优势可系统概括为以下四个维度：

- **起效速度提升 1 倍，用药周期缩短 2/3**。中国 III 期研究（SHR8028-301）显示，本品单药治疗起效时间最快 15 天，起效速度较传统水基环孢素滴眼液（II）的 28 天提升近一倍。在用药周期上，本品 III 期研究仅 1 个月即达主要疗效终点，较对照药常规 3 个月的用药周期缩短 2/3，有望显著提升患者治疗依从性与临床转归效率。
- **舒适度突破性提升，眼部刺激同类最低**。凭借无水、无防腐剂、无表面活性剂的制剂特性，该产品眼部刺激症状发生率仅 4.9%，远低于环孢素滴眼液（II）的 17% 及利非司特滴眼液的 54.3%。同时，其赋形剂全氟丁基戊烷屈光指数接近水，滴眼后无视觉干扰，显著改善患者用药体验。
- **疗效深度与强度全面领先**。在与环孢素滴眼液（II）原研药的头对头临床研究中，环孢素滴眼液IV治疗 1 个月的角膜染色降幅（-1.88）显著优于对照药治疗 1 个月（-0.85,  $P=0.01$ ）及 3 个月（-1.17,  $P=0.03$ ）的结果。同时，传统环孢素（II）在临床中需 100% 联用人工泪液，环孢素滴眼液IV单药即可起效，无需联用人工泪液，为患者精简用药方案提供了可能。
- **卫生经济学优势明确**。本品单药治疗方案可节约人工泪液的联合使用，加之用药周期大幅缩短，有望从药品费用和诊疗管理两个维度节约医保基金支出。此外，无水制剂无需防腐剂，可常温保存，多剂量包装使用便利，临床管理无额外负担。

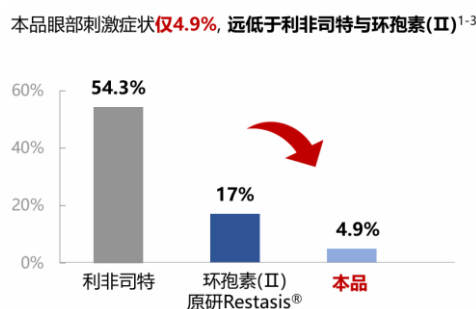
综合而言，作为在干眼症领域定位独特的复方油性环孢素滴眼液，公司产品兼具技术领先性与临床差异化，在干眼症抗炎治疗领域具备大单品潜力。



图表6：环孢素滴眼液IV与参照药/同类产品相比优势

| 通用名        | 本品：环孢素滴眼液(IV)     | 环孢素滴眼液(II)       | 利非司特滴眼液            |
|------------|-------------------|------------------|--------------------|
| 国内III期用药方案 | 单药                | 联用人工泪液           | 单药                 |
| 起效时间       | 15天 <sup>1</sup>  | 1个月 <sup>2</sup> | 15天 <sup>3</sup>   |
| III期用药周期   | 1个月 <sup>1</sup>  | 3个月 <sup>2</sup> | 3个月 <sup>3</sup>   |
| 眼部刺激症状     | 4.9% <sup>4</sup> | 17% <sup>5</sup> | 54.3% <sup>6</sup> |

图表7：环孢素滴眼液IV眼部刺激同类最低



来源：恒瑞公司医保申报资料，国金证券研究所

来源：恒瑞公司医保申报资料，国金证券研究所

图表8：环孢素滴眼液IV与与环孢素滴眼液(II)对比优势

| 中国人群III期研究角膜染色变化（非头对头研究） |                              |                            | 本品优势                                                    |
|--------------------------|------------------------------|----------------------------|---------------------------------------------------------|
| 药品                       | 本品：环孢素滴眼液(IV) <sup>1,a</sup> | 环孢素滴眼液(II) <sup>2,b</sup>  |                                                         |
| 用药方案                     | 单药                           | 100%联用人工泪液                 |                                                         |
| 起效时间                     | 15天                          | 28天                        |                                                         |
| 角膜染色较基线降幅（用药时间）          | -4.8*(29天)                   | -2.86*(28天)<br>-5.25*(84天) |                                                         |
| 应答率（用药时间）                | 78.6%*(29天)                  | 23.5%(28天)<br>70.6%*(84天)  | <b>复方，节约人工泪液</b><br><b>起效速度提升1倍</b><br><b>用药周期缩短2/3</b> |

说明：角膜染色代表角膜损伤程度，是最具临床意义的客观体征指标。本品基线干眼更严重，中位角膜染色12分 vs. 7分（总分15，越高越重）

来源：恒瑞公司医保申报资料，国金证券研究所

### 干眼症用药市场为广阔蓝海，新品有望引领市场持续扩容

随着公司新品获批，国内干眼症用药格局正在迎来重塑。此前，兴齐眼药的0.05%环孢素滴眼液(II)（商品名：兹润®）作为国内首款且唯一获批治疗干眼的环孢素处方药，于2020年获批上市、2021年纳入国家医保目录，放量持续增长，2025年全终端医院市场和实体药店的销售额分别达到5.95亿元、1803.68万元，分别同比增长30.20%、21.62%。其他获批产品中，参天与众生药业环孢素滴眼液(III)适应症为儿童青少年严重性春季角结膜炎（VKC），华北制药的环孢素滴眼液则主要用于预防和治疗眼角膜移植术后的免疫排斥反应，属于不同的眼表疾病领域，干眼症领域的环孢素产品选择长期匮乏。随着公司新品获批，市场有望迎来进一步扩容。

图表9：国内环孢素滴眼液主要产品优势对比

| 企业   | 时间      | 通用名             | 注册分类 | 适应症                       | 技术特点及优势                       |
|------|---------|-----------------|------|---------------------------|-------------------------------|
| 恒瑞医药 | 2026年6月 | 环孢素滴眼液IV（恒宜®）   | 进口引进 | 干眼症                       | 0.1%无水制剂，EyeSol®平台，生物利用度提高18倍 |
| 兴齐眼药 | 2020年6月 | 环孢素滴眼液II（兹润®）   | 仿制药  | 干眼症                       | 0.05%微乳制剂，Ailic-Tech专利技术平台    |
| 参天制药 | 2022年4月 | 环孢素滴眼液III（维卡思®） | 进口原研 | 用于治疗4岁及以上儿童和青少年的严重性春季角结膜炎 | 水包油型阳离子纳米乳剂，不含防腐剂，            |
| 众生药业 | 2025年6月 | 环孢素滴眼液III（洁眸仕®） | 国内首仿 | 严重性春季角结膜炎（VKC）            | 阳离子型水包油纳米乳剂                   |
| 华北制药 | 2007年   | 环孢素滴眼液          | 国产新药 | 用于预防和治疗眼角膜移植术后的免疫排斥反应     | 国内首个环孢素眼用制剂                   |

来源：各公司官网，各产品药品说明书，各公司医保申报资料，国金证券研究所

技术代际领先，恒瑞环孢素滴眼液IV有望推动市场增速提高。相比传统水基制剂，恒瑞环孢素滴眼液IV的独特优势在于无水制剂，从源头规避了水基滴眼液的多重局限，包括环孢素水溶性差需借助表面活性剂或防腐剂（可能引发眼表刺激与损伤）、且生物利用度低（易随泪液流失）等。基于此，环孢素滴眼液IV提升生物利用度17.6倍，在药物效果方面显



著提升。此外，无水体系无需防腐剂，避免了水基产品可能出现的眼部刺激感和防腐剂相关不良反应。此外，在临床临床证据强度方面，恒瑞的中国临床试验提供了高等级的循证医学证据，带来明确的放量潜力与市场扩容空间。

#### 公司眼科产品矩阵：从仿制药到创新药的跨越，多点布局蓝海市场

公司在眼科领域构建了覆盖干眼症、青光眼、儿童近视防控等多适应症的产品矩阵，实现了从仿制药到创新药的战略升维，随着新品陆续获批，眼科业务正步入全面收获期。

**干眼症仿制药业务成熟，积累眼科商业化经验。**公司于2021年11月获得他氟前列素滴眼液的国内首仿，用于治疗青光眼，打破了此前参天制药独家进口的垄断格局。公司于2022年5月上市多剂量地夸磷索钠滴眼液（国内首仿），后续2023年9月单剂量（不含防腐剂）剂型进一步获批，该产品通过促进含有水分及黏蛋白的泪液分泌，适用于经诊断为伴随泪液异常的角结膜上皮损伤的干眼患者。两款仿制药的成功上市，夯实了恒瑞眼科产品的注册与商业化能力，同时在临床端建立了医生与患者的品牌认知，为后续高端创新药的入院推广奠定了渠道基础。

**干眼症创新药新晋上市，抗炎+抗蒸发双引擎驱动。**2025年6月，公司获批上市的全氟己基辛烷滴眼液（商品名：恒沁®）系目前全球唯一一款专门用于治疗睑板腺功能障碍（MGD）相关干眼的药品。为半氟烷类惰性液体，可补充非极性油脂成分，增加泪膜脂质层厚度，稳定泪膜，同时融解睑板腺开口阻塞物，改善睑脂分泌。今年最新获批上市的环孢素滴眼液（IV）则用于治疗有炎症的干眼患者，解决泪液生成不足的问题，这些患者以中重度干眼患者为主。两款产品存在明确的机制互补性，对于临床上常见的混合型干眼患者（既有MGD导致蒸发过强，又合并眼表炎症），这两款产品的联合治疗可覆盖多重病因，为患者带来综合性获益。恒瑞医药通过这一组合，实现了对干眼症主要发病路径的全面覆盖，构建了难以被单一产品复制的竞争壁垒。

图表10：恒瑞干眼症产品均已经入商业化收获期

|       | 恒沁®（全氟己基辛烷）                    | 恒宜®（环孢素滴眼液IV）   |
|-------|--------------------------------|-----------------|
| 针对病因  | 泪液蒸发过强（脂质层缺失）                  | 泪液生成不足（眼表炎症）    |
| 核心患者群 | 睑板腺功能障碍（MGD）相关干眼，占干眼人群 69%-86% | 中重度干眼伴眼表炎症的患者   |
| 作用靶点  | 物理性补充脂质层+疏通睑板腺                 | 免疫抑制（抑制 T 细胞活化） |
| 起效机制  | 即刻形成保护膜，抑制蒸发                   | 调节免疫微环境，修复眼表    |

来源：公司官网，公司医保申报资料，国金证券研究所

**硫酸阿托品滴眼液获受理，儿童近视防控新赛道布局。**2025年2月，恒瑞硫酸阿托品滴眼液（HR19034）上市申请获受理，用于延缓6至12岁儿童近视进展。据中华人民共和国国家卫生健康委员会数据，2020年国内儿童青少年近视患病率达52.7%，其中6岁儿童为14.3%，小学生为35.6%。恒瑞核心优势在于：（1）院内销售网络成熟，覆盖全国数千家医院，具备快速准入能力；（2）单剂量无防腐剂制剂契合儿童长期用药安全需求。随着多款眼科产品获批，公司的眼科产品矩阵持续夯实。

## 风险提示

#### 研发临床不及预期风险

公司在靶向药、ADC、心血管用药等前沿领域布局了庞大的在研管线。新药研发具有高投入、长周期、高风险的特征。若关键候选药物在临床试验中未达到主要疗效终点，或因安全性问题导致临床暂停、审批延期，将直接面临前期研发费用无法收回的风险，进而影响后续创新药接力上市节奏。

#### 海外授权兑现不及预期风险

近年来，公司通过多项对外合作积极推进出海进程，海外首付款及后续里程碑付款已成为其业绩增长的重要驱动力。海外授权的后续兑现高度依赖于合作伙伴的临床开发进度与海外监管审批。若合作方发生战略调整，或在海外临床中遇阻、未能顺利实现商业化销售，将导致后续里程碑款项及销售分成无法兑现，进而对公司国际化估值溢价造成冲击。

#### 国内控费力度超预期风险

随着国家医保谈判的常态化推进和医保控费政策的持续深化，公司产品或面临降价压力。



若产品降价幅度超出市场预期，或者新版医保目录的谈判或执行环节未能达到预期，将压缩公司核心品种的利润空间。

#### 汇兑损益风险

伴随公司海外授权业务的增加以及跨国临床研发投入的扩大，公司以美元等外币结算的跨境资金往来频率有所提升。在外汇市场波动加剧的背景下，汇率的剧烈起伏或将通过汇兑损益对公司的净利润指标带来非经营性扰动，增加财务报表的波动性和不确定性。



## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

|              | 2023   | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E   | 2028E   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 主营业务收入       | 22,820 | 27,985 | 31,629 | 35,202 | 40,356  | 47,053  |
| 增长率          |        | 22.6%  | 13.0%  | 11.3%  | 14.6%   | 16.6%   |
| 主营业务成本       | -3,525 | -3,848 | -4,363 | -4,749 | -5,323  | -6,065  |
| %销售收入        | 15.4%  | 13.8%  | 13.8%  | 13.5%  | 13.2%   | 12.9%   |
| 毛利           | 19,295 | 24,136 | 27,267 | 30,454 | 35,033  | 40,988  |
| %销售收入        | 84.6%  | 86.2%  | 86.2%  | 86.5%  | 86.8%   | 87.1%   |
| 营业税金及附加      | -219   | -258   | -264   | -176   | -202    | -235    |
| %销售收入        | 1.0%   | 0.9%   | 0.8%   | 0.5%   | 0.5%    | 0.5%    |
| 销售费用         | -7,577 | -8,336 | -9,106 | -9,857 | -11,098 | -12,704 |
| %销售收入        | 33.2%  | 29.8%  | 28.8%  | 28.0%  | 27.5%   | 27.0%   |
| 管理费用         | -2,417 | -2,556 | -2,806 | -3,168 | -3,632  | -4,235  |
| %销售收入        | 10.6%  | 9.1%   | 8.9%   | 9.0%   | 9.0%    | 9.0%    |
| 研发费用         | -4,954 | -6,583 | -6,961 | -7,833 | -8,777  | -10,234 |
| %销售收入        | 21.7%  | 23.5%  | 22.0%  | 22.3%  | 21.8%   | 21.8%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 4,127  | 6,404  | 8,129  | 9,420  | 11,324  | 13,579  |
| %销售收入        | 18.1%  | 22.9%  | 25.7%  | 26.8%  | 28.1%   | 28.9%   |
| 财务费用         | 478    | 573    | 407    | 391    | 287     | 253     |
| %销售收入        | -2.1%  | -2.0%  | -1.3%  | -1.1%  | -0.7%   | -0.5%   |
| 资产减值损失       | -90    | -4     | -111   | -56    | -7      | -9      |
| 公允价值变动收益     | -58    | 109    | 174    | 0      | 0       | 0       |
| 投资收益         | -49    | 4      | -80    | 0      | 0       | 0       |
| %税前利润        | n.a    | 0.1%   | n.a    | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    |
| 营业利润         | 4,910  | 7,491  | 8,990  | 9,755  | 11,604  | 13,824  |
| 营业利润率        | 21.5%  | 26.8%  | 28.4%  | 27.7%  | 28.8%   | 29.4%   |
| 营业外收支        | -243   | -321   | -282   | 0      | 0       | 0       |
| 税前利润         | 4,667  | 7,170  | 8,708  | 9,755  | 11,604  | 13,824  |
| 利润率          | 20.5%  | 25.6%  | 27.5%  | 27.7%  | 28.8%   | 29.4%   |
| 所得税          | -389   | -833   | -991   | -1,090 | -1,199  | -1,319  |
| 所得税率         | 8.3%   | 11.6%  | 11.4%  | 11.2%  | 10.3%   | 9.5%    |
| 净利润          | 4,278  | 6,337  | 7,717  | 8,666  | 10,405  | 12,505  |
| 少数股东损益       | -25    | 0      | 6      | 0      | 0       | 0       |
| 归属于母公司的净利润   | 4,302  | 6,337  | 7,711  | 8,666  | 10,405  | 12,505  |
| 净利率          | 18.9%  | 22.6%  | 24.4%  | 24.6%  | 25.8%   | 26.6%   |

### 现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2023   | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 4,278  | 6,337  | 7,717  | 8,666  | 10,405 | 12,505 |
| 少数股东损益   | -25    | 0      | 6      | 0      | 0      | 0      |
| 非现金支出    | 884    | 874    | 1,053  | 879    | 878    | 931    |
| 非经营收益    | -54    | -158   | -146   | 666    | 1      | 1      |
| 营运资金变动   | 2,536  | 369    | 2,611  | -4,251 | -1,284 | -1,623 |
| 经营活动现金净流 | 7,644  | 7,423  | 11,235 | 5,959  | 10,001 | 11,813 |
| 资本开支     | -1,464 | -1,947 | -2,943 | -590   | -1,910 | -2,111 |
| 投资       | 2,590  | -17    | 151    | -50    | -55    | -61    |
| 其他       | 96     | 53     | 51     | 0      | 0      | 0      |
| 投资活动现金净流 | 1,222  | -1,912 | -2,741 | -640   | -1,965 | -2,171 |
| 股权募资     | 0      | 0      | 10,352 | 1,929  | 0      | 0      |
| 债权募资     | -1,260 | 0      | -4     | -1,572 | 0      | 0      |
| 其他       | -1,884 | -1,551 | -2,566 | -3,468 | -4,163 | -5,003 |
| 筹资活动现金净流 | -3,144 | -1,551 | 7,782  | -3,111 | -4,163 | -5,003 |
| 现金净流量    | 5,734  | 3,968  | 15,916 | 2,208  | 3,872  | 4,640  |

### 资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2023   | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 20,746 | 24,816 | 40,955 | 43,150 | 47,014 | 51,647 |
| 应收款项     | 6,573  | 6,226  | 5,938  | 7,314  | 8,385  | 9,777  |
| 存货       | 2,314  | 2,417  | 2,878  | 2,741  | 3,073  | 3,501  |
| 其他流动资产   | 1,654  | 1,856  | 1,719  | 2,628  | 2,980  | 3,407  |
| 流动资产     | 31,287 | 35,315 | 51,490 | 55,834 | 61,452 | 68,332 |
| %总资产     | 71.5%  | 70.4%  | 73.7%  | 76.2%  | 76.9%  | 77.6%  |
| 长期投资     | 1,451  | 1,732  | 2,030  | 2,080  | 2,135  | 2,195  |
| 固定资产     | 6,552  | 6,819  | 7,837  | 7,919  | 8,044  | 8,215  |
| %总资产     | 15.0%  | 13.6%  | 11.2%  | 10.8%  | 10.1%  | 9.3%   |
| 无形资产     | 3,712  | 5,305  | 7,047  | 7,347  | 8,264  | 9,285  |
| 非流动资产    | 12,497 | 14,821 | 18,377 | 17,413 | 18,507 | 19,756 |
| %总资产     | 28.5%  | 29.6%  | 26.3%  | 23.8%  | 23.1%  | 22.4%  |
| 资产总计     | 43,785 | 50,136 | 69,867 | 73,247 | 79,959 | 88,088 |
| 短期借款     | 0      | 41     | 31     | 0      | 0      | 0      |
| 应付款项     | 2,119  | 2,997  | 3,610  | 3,374  | 3,789  | 4,336  |
| 其他流动负债   | 435    | 595    | 2,728  | 917    | 980    | 1,065  |
| 流动负债     | 2,554  | 3,634  | 6,369  | 4,292  | 4,769  | 5,401  |
| 长期贷款     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债   | 198    | 412    | 1,701  | 30     | 21     | 15     |
| 负债       | 2,751  | 4,045  | 8,070  | 4,322  | 4,791  | 5,416  |
| 普通股股东权益  | 40,466 | 45,520 | 61,272 | 68,401 | 74,644 | 82,147 |
| 其中：股本    | 6,379  | 6,379  | 6,637  | 6,637  | 6,637  | 6,637  |
| 未分配利润    | 28,803 | 33,866 | 40,173 | 45,373 | 51,616 | 59,119 |
| 少数股东权益   | 567    | 570    | 525    | 525    | 525    | 525    |
| 负债股东权益合计 | 43,785 | 50,136 | 69,867 | 73,247 | 79,959 | 88,088 |

### 比率分析

|             | 2023    | 2024    | 2025    | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标        |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益        | 0.674   | 0.993   | 1.162   | 1.306   | 1.568   | 1.884   |
| 每股净资产       | 6.344   | 7.136   | 9.232   | 10.306  | 11.246  | 12.377  |
| 每股经营现金净流    | 1.198   | 1.164   | 1.693   | 0.898   | 1.507   | 1.780   |
| 每股股利        | 0.200   | 0.200   | 0.200   | 0.522   | 0.627   | 0.754   |
| 回报率         |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率      | 10.63%  | 13.92%  | 12.58%  | 12.67%  | 13.94%  | 15.22%  |
| 总资产收益率      | 9.83%   | 12.64%  | 11.04%  | 11.83%  | 13.01%  | 14.20%  |
| 投入资本收益率     | 9.20%   | 12.24%  | 11.63%  | 12.14%  | 13.51%  | 14.86%  |
| 增长率         |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率   | 7.26%   | 22.63%  | 13.02%  | 11.30%  | 14.64%  | 16.59%  |
| EBIT 增长率    | 35.00%  | 55.16%  | 26.94%  | 15.88%  | 20.21%  | 19.92%  |
| 净利润增长率      | 10.14%  | 47.28%  | 21.69%  | 12.38%  | 20.08%  | 20.18%  |
| 总资产增长率      | 3.38%   | 14.51%  | 39.36%  | 4.84%   | 9.16%   | 10.17%  |
| 资产管理能力      |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数    | 88.7    | 65.9    | 58.1    | 60.0    | 60.0    | 60.0    |
| 存货周转天数      | 246.7   | 224.4   | 221.5   | 215.0   | 215.0   | 215.0   |
| 应付账款周转天数    | 142.7   | 153.5   | 177.3   | 150.0   | 150.0   | 150.0   |
| 固定资产周转天数    | 87.2    | 66.9    | 67.3    | 56.1    | 45.1    | 35.3    |
| 偿债能力        |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益    | -50.80% | -54.35% | -66.41% | -62.77% | -62.70% | -62.61% |
| EBIT 利息保障倍数 | -8.6    | -11.2   | -20.0   | -24.1   | -39.5   | -53.7   |
| 资产负债率       | 6.28%   | 8.07%   | 11.55%  | 5.90%   | 5.99%   | 6.15%   |

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 4    | 11   | 26   | 51   | 83   |
| 增持 | 0    | 2    | 3    | 5    | 1    |
| 中性 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.40 | 1.29 | 1.17 | 1.12 | 1.04 |

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



## 特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                                | 深圳                                     |
|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------------|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                   | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                         | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究