宏辉果蔬（603336）

果蔬龙头转身医药平台，双轮驱动重塑估值

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,080	1,052	1,070	1,089	1,109
同比（%）	(0.52)	(2.58)	1.68	1.82	1.84
归母净利润（百万元）	18.30	17.81	13.81	47.34	50.39
同比（%）	(23.59)	(2.67)	(22.45)	242.69	6.44
EPS-最新摊薄（元/股）	0.03	0.03	0.02	0.08	0.08
P/E（现价&最新摊薄）	242.79	249.46	321.69	93.87	88.19

投资要点

- **投资逻辑：**宏辉果蔬 2025 年控制权变更，新实控人叶桃、刘扬具有辉瑞、默沙东等跨国药企背景；2026 年 6 月以 7 亿元收购施美药业 41.128%股权且并表，形成果蔬+医药双主业结构，估值逻辑有望从农业股向医药股切换。

- **并表施美药业，构建集团营收压舱石。**施美药业聚焦“大病种、大市场、大品种”疾病领域，采用“首仿、抢仿、高难仿”差异化研发策略，2025 年营收 3.56 亿元（+13.7%），归母净利润 1.45 亿元（+35.5%），2026M6 净利率 64.91%，公司几乎无有息负债，且研发费用率显著高于传统仿制药企业。其基石药物苯磺酸左氨氯地平片（施美力健）2025 年全终端销售额约 26.39 亿元，位列零售端高血压用药 TOP3；公司凭借先发优势和技术壁垒，市场份额从 2022 年集采前的 3.47%提升至 2025 年前三季度的 12.03%，排名第三。在研管线方面，公司覆盖 1 类创新药 1 项、2 类改良型创新药 16 项，5 个临床三期产品覆盖中国高血压防治指南推荐的 6 种优化联合治疗方案中的 3 种，此外，QTLK 系列为与广州医科大学合作筛选的广谱抗耐药菌 I 类创新药物，具备 FIC 潜力。

- **实控人核心资产腾瑞制药，全产业生物制药平台成最大期权。**腾瑞制药核心产品 1）艾夫吉夫（rh-aFGF）是全球首个获批的外用重组人酸性成纤维细胞生长因子产品，适应症覆盖深 II 度烧伤创面和慢性溃疡创面，在国内 aFGF 赛道形成独家垄断格局（目前仅腾瑞一家获批），呈“碱性 FGF 红海竞争、酸性 FGF 蓝海独占”分化态势，且因独家品种+一类新药+原研专利属性不纳入集采，无降价压力，长期维持高毛利。2）注射用重组巴曲酶是全球第一个重组血凝酶制剂，已完成 409 例受试者的 III 期临床研究，2025 年 5 月提交上市申请获 CDE 受理，先发优势显著。该产品利用基因工程技术生产，纯度超 95%，有望替代现有蛇毒提取血凝酶存量市场。3）奥美沙坦酯氨氯地平氢氯噻嗪片为国内首仿潜力的三联降压药，已完成 338 例 III 期临床研究，生产申请于 2026 年 2 月获受理，同品种竞争尚处早期，有望凭借首仿先发窗口快速切入市场。4）2026 年 3 月，公司与派格生物达成国家 1 类新药维培那肽注射液（派达康）中国大陆独家商业化合作（已成功纳入 2026 年国家医保药品目录），支付合计约 1.4 亿港元权益金，双方设定累计销售规模超 100 亿元商业化目标，商业化平台价值持续兑现。

- **盈利预测与投资评级：**截至 2026H1，公司直接持有施美药业 41.13%股份，考虑施美药业业绩承诺 2026-2028 年净利润不低于 1.56/1.72/1.89 亿元，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.14/0.47/0.50 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**果蔬业务盈利波动风险、医药资产整合不及预期风险、集采降价及竞争加剧风险、研发管线推进不及预期风险。

2026 年 11 月 19 日

证券分析师 朱国广
执业证书：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.05
一年最低/最高价	7.01/13.26
市净率(倍)	3.00
流通 A 股市值(百万元)	4,291.47
总市值(百万元)	4,291.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.35
资产负债率(%,LF)	32.59
总股本(百万股)	608.72
流通 A 股(百万股)	608.72

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 公司概况 4
2. 施美药业：构建集团营收压舱石 5
2.1. 正式成为宏辉果蔬并表子公司，财务状况向好 5
2.2. 从明星单方走向复方矩阵，全面布局高血压用药领域 8
2.3. 仿创结合，改良型新药构建中流砥柱 11
2.4. QTLK 新分子实体，抗菌领域新突破 14
3. 腾瑞制药：全产业链生物制药平台 16
3.1. 腾瑞制药公司概况 16
3.2. 艾夫吉夫：全球首个获批的 rh-aFGF 17
3.3. 重组巴曲酶：全球首个重组血凝酶制剂 20
3.4. 奥美沙坦酯氨氯地平氢氯噻嗪片：首仿先发有望快速切入市场 22
3.5. 派达康商业化落地，有望贡献稳健现金流 24
4. 盈利预测与投资评级 27
5. 风险提示 29

图表目录

图 1: 公司发展历程.....4
图 2: 公司股权结构（变更前）.....5
图 3: 公司股权结构（变更后）.....5
图 4: 施美药业发展历程.....5
图 5: 施美药业定位及业务框架.....6
图 6: 施美药业营业收入及净利润（亿元）.....6
图 7: 施美药业业务板块收入拆分（万元）.....6
图 8: 施美药业盈利指标.....7
图 9: 施美药业资产负债率.....7
图 10: 施美药业研发费用及费率.....7
图 11: 中国高血压患病率趋势.....8
图 12: 中国高血压知晓率、治疗率与控制率趋势.....8
图 13: 全国零售药店 TOP 高血压品类销售额市场分布趋势.....9
图 14: 抗高血压药物市场格局.....9
图 15: 施美力健与左益医药端销售额对比（百万元）.....9
图 16: SPC 获指南推荐.....10
图 17: 施美药业仿制药复方产品线.....11
图 18: 施美药业进入临床阶段的改良型新药布局.....11
图 19: 施美药业管线总览.....12
图 20: 施美药业进入临床阶段的改良型新药前景.....12
图 21: 进入临床阶段改良型新药的销售峰值测算.....13
图 22: G+和 G-细菌的膜结构和防御素的抗菌机制.....14
图 23: 腾瑞制药创始人.....16
图 24: 腾瑞制药概况.....17
图 25: 中国 rh-aFGF 治疗慢性难愈性创面专家共识（2026）推荐.....18
图 26: rh-aFGF 作用机制.....19
图 27: rh-aFGF 注册临床试验数据汇总.....19
图 28: 国内 FGF 竞争格局.....20
图 29: 天然巴曲酶与重组巴曲酶对比.....21
图 30: 毕赤酵母重组巴曲酶临床试验凝血酶时间和纤维蛋白原含量基线变化.....22
图 31: TRINITY 临床试验给药方案、患者基数和部分终点数据和部分不良事件汇总.....23
图 32: 派达康研发上市发展历程.....25
图 33: PB-119 作用机制.....25
图 34: 派达康 III 期临床试验给药方案、患者基数和部分终点数据和部分不良事件汇总.....26
图 35: PB-119 与市售长效 GLP-1RA 产品的非头对头对比.....27
图 36: 公司盈利预测.....28
图 37: 可比公司估值.....29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

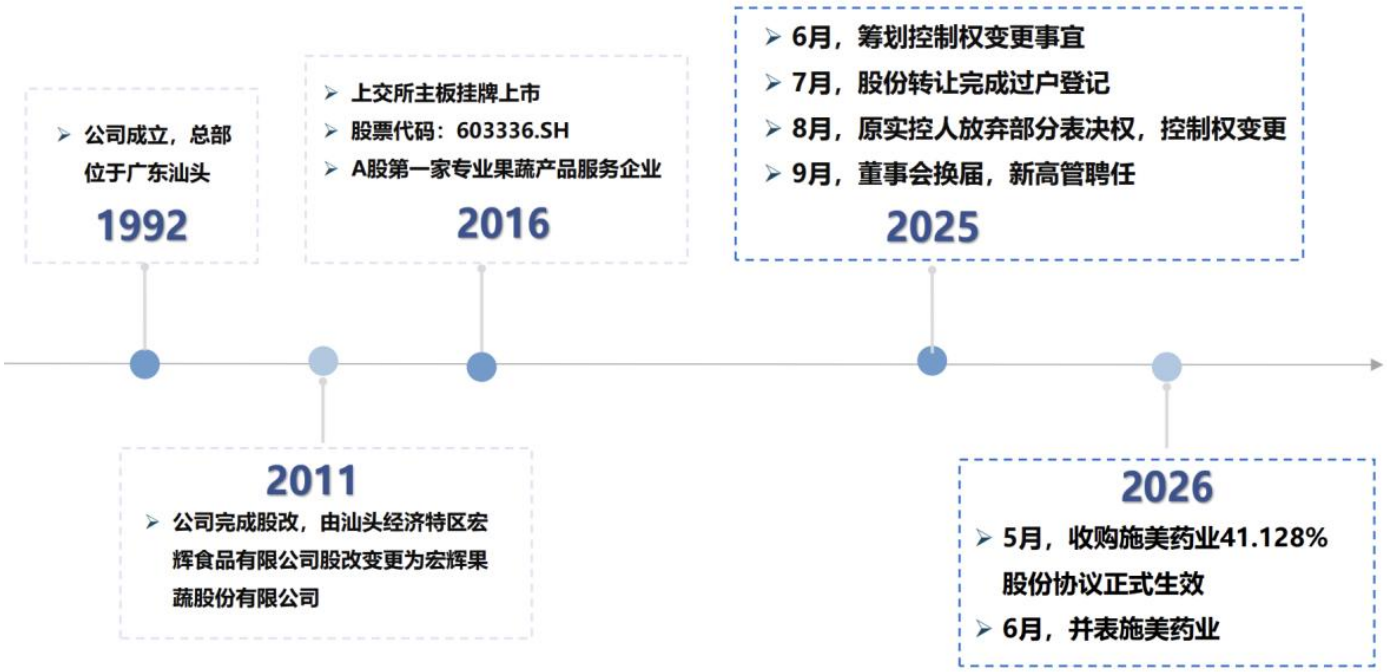
1. 公司概况

宏辉果蔬成立于 1992 年，主营果蔬贸易业务，是农业产业化国家重点龙头企业。2011 年完成股份制改造，2016 年 11 月在上交所主板挂牌上市，成为 A 股第一家专业果蔬产品服务企业。上市后，公司持续扩张，逐步建成覆盖产地、加工、仓储、物流及终端销售的全产业链，与大型商超、电商平台等长期稳定合作。

2025 年 6 月，公司启动控制权变更事宜。原实际控制人黄俊辉向苏州申泽瑞泰签署股份转让协议，并放弃部分表决权；8 月，叶桃、刘扬及苏州资管成为公司新实控人。新实控人具有医药产业背景，为公司后续布局医药业务提供了产业基础。公司业务开始向医药行业布局。

2026 年 4 月，公司公告拟通过全资子公司上海腾晖收购江西施美药业 41.128%股份，交易对价为 7.00052 亿元，公司于 2026 年 6 月 3 日取得施美药业控制权，并自 6 月起将其纳入合并报表，公司正式形成果蔬与医药并行的业务结构。

图1：公司发展历程

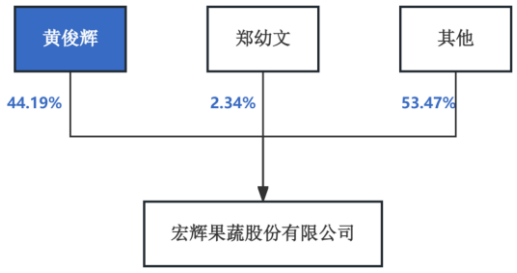


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2025 年，公司原实际控制人黄俊辉将所持 1.5 亿股公司股份转让给苏州申泽瑞泰，转让完成后申泽瑞泰持有公司 26.54%的股份，成为公司控股股东；叶桃、刘扬及苏州资产管理有限公司成为公司实际控制人。股份转让完成后，黄俊辉仍持有公司 17.66%的股份，但放弃其中 12%的股份对应的表决权。结合其一致行动人持股情况，原实际控制人一方合计拥有表决权的股份比例降至约 8%，不再对上市公司形成控制。

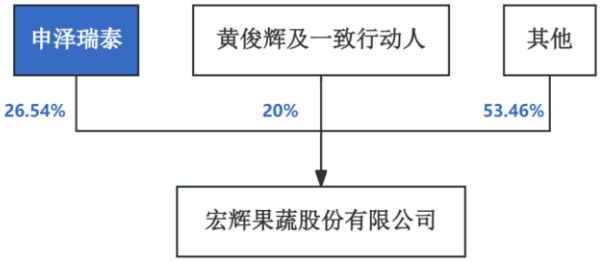
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图2：公司股权结构（变更前）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：公司股权结构（变更后）



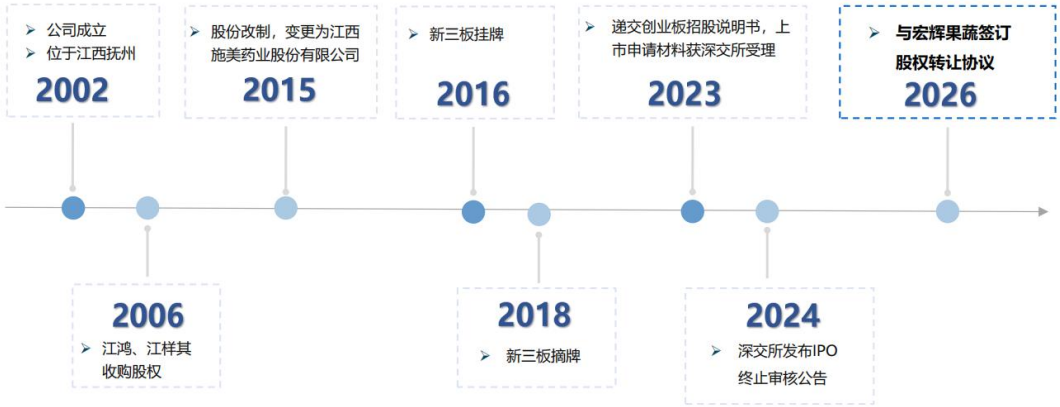
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 施美药业：构建集团营收压舱石

2.1. 正式成为宏辉果蔬并表子公司，财务状况向好

施美药业成立于 2002 年，于 2015 年完成股份制改造，2016 年挂牌新三板。2026 年 5 月，宏辉果蔬以 7 亿元受让江鸿持有的施美药业 41.128%股权，并于 2026 年 6 月完成全部交割，施美药业正式成为宏辉果蔬并表子公司。

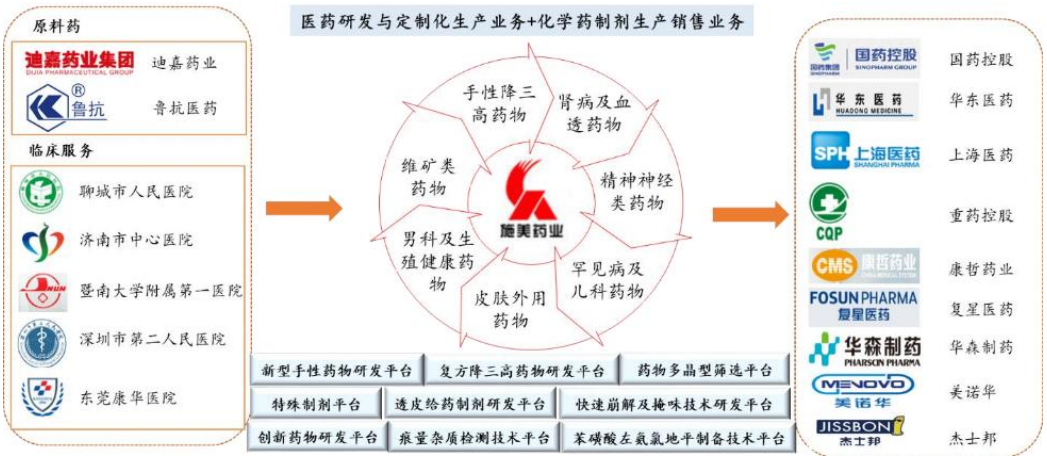
图4：施美药业发展历程



数据来源：施美药业官网，东吴证券研究所

施美药业的核心定位是以研发为驱动力的创新型医药企业，专注于仿制药、改良型创新药、创新药的研发、生产及销售，并向客户提供自主研发技术成果转化、受托研发（CRO）、定制化生产和委托加工（CDMO）等一站式综合服务。公司聚焦手性降三高药物、肾病及血透药物、精神神经类药物、罕见病及儿童药物、皮肤外用药物、男科及生殖健康药物、维矿类药物等“大病种、大市场、大品种”疾病领域，通过“首仿、抢仿、高难仿”的差异化研发策略，采用“自主立项、自行研发、自我申报、择机转让”的商业模式，形成了独特的“四轮驱动”综合服务能力。

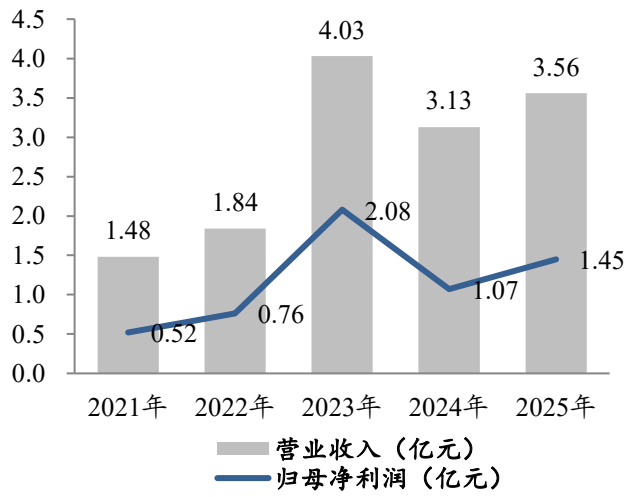
图5：施美药业定位及业务框架



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

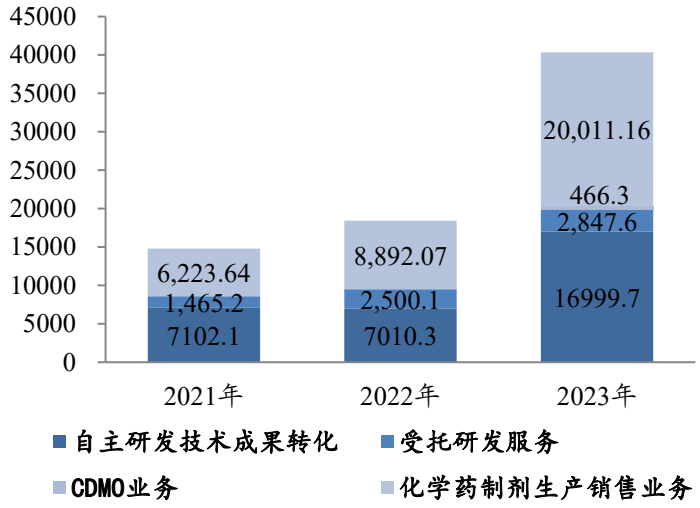
施美药业财务呈现“轻资产、高附加值”特征，盈利能力处于行业领先水平。收入端看，公司 2021-2025 年营业收入分别为 1.48 亿、1.84 亿、4.03 亿、3.13 亿和 3.56 亿元，归母净利润分别为 0.52 亿、0.76 亿、2.08 亿、1.07 亿和 1.45 亿元。2023 年收入和利润出现跳跃式增长，主要受益于苯磺酸左氨氯地平片第八批国家集采中标带来的以价换量，以及大额自主研发技术成果转化收入的集中确认。2024 年营收和利润有所回落，反映技术成果转化收入的“脉冲式”特征——自主研发成果在达到阶段性里程碑后一次性转让确认收入，导致年度间波动较大。2025 年后公司重回增长轨道，营收同比增长 13.7%至 3.56 亿元，净利润同比增长 35.5%至 1.45 亿元，核心业务已恢复稳健增长。

图6：施美药业营业收入及净利润（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图7：施美药业业务板块收入拆分（万元）

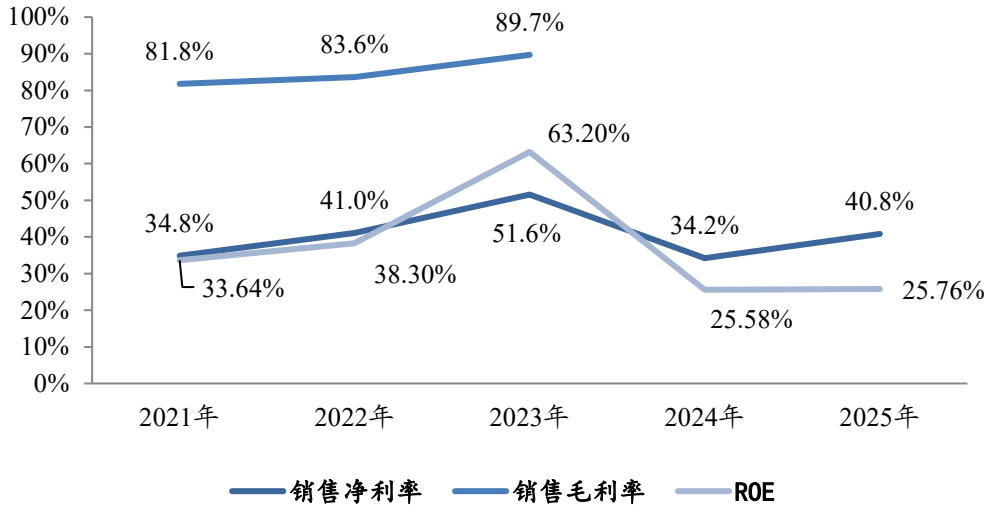


数据来源：wind，东吴证券研究所

从盈利质量看，公司 2023 年销售毛利率高达 89.71%，销售净利率 51.56%，ROE 达 63.20%。即便在 2024-2025 年技术转让收入回落的情况下，净利率仍维持在 34%-41%

区间，ROE 保持在 25%以上。据上市公司半年报披露，施美药业 6 月净利率已回升至 64.91%，公司盈利质量稳步提高。两大业务板块中，医药研发与定制化生产业务毛利率从 2021 年的 81.60%持续提升至 2023 年的 91.50%，化学药制剂生产销售业务毛利率从 2021 年的 82.05%提升至 2023 年的 87.90%.

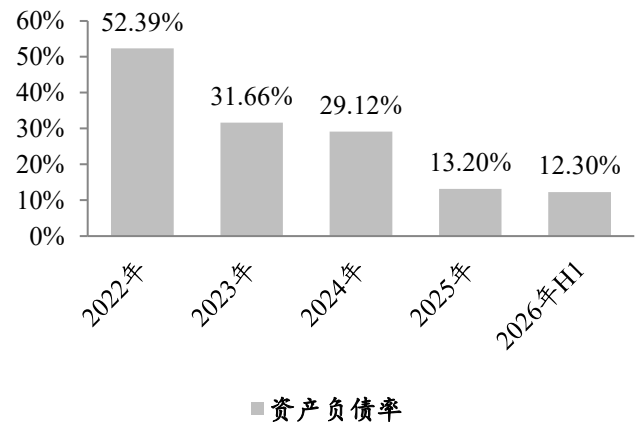
图8：施美药业盈利指标



数据来源：wind，东吴证券研究所

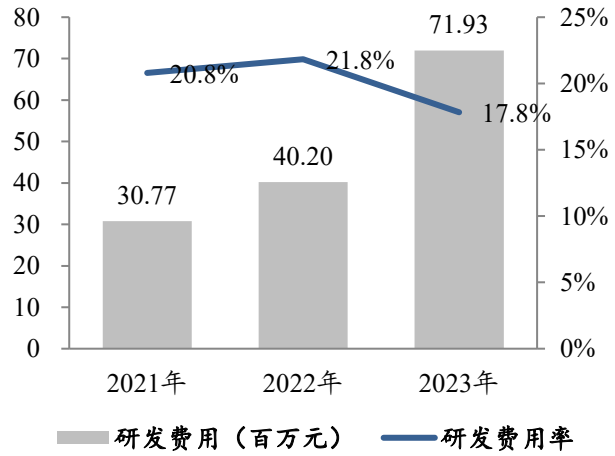
从资产负债结构看，公司财务较为稳健。资产负债率从 2022 年的 52.39%持续下降至 2026 年 H1 的 12.30%，五年间累计下降 40.09 个百分点，2026 年上半年负债总额仅 6454.29 万元，几乎无有息负债。2023 年经营现金流达 2.32 亿元，现金流质量良好，为后续研发投入和产能扩张提供了充足的内部资金支持。从研发投入看，公司 2021-2023 年研发费用分别为 3,077 万、4,020 万和 7,193 万元，研发费用率维持在 17.83%-21.83%的高水平，显著高于传统仿制药企业，体现了“以研发为核心驱动力”的战略定位。

图9：施美药业资产负债率



数据来源：wind，东吴证券研究所

图10：施美药业研发费用及费率

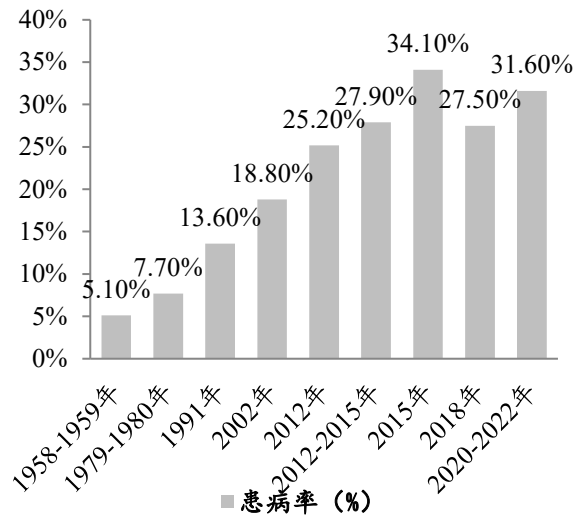


数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 从明星单方走向复方矩阵，全面布局高血压用药领域

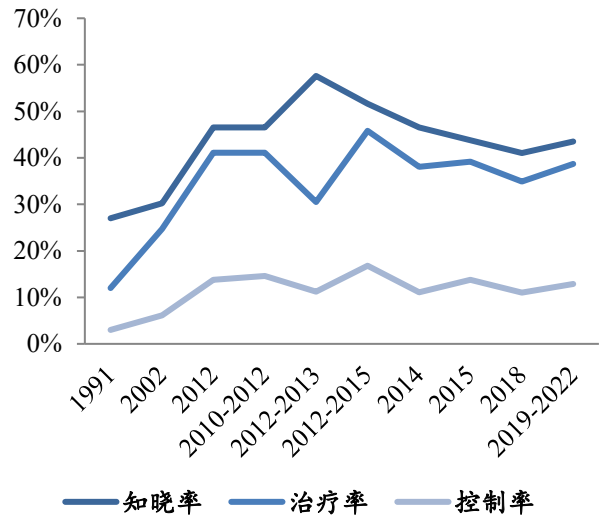
中国是全球高血压患者最多的国家。根据中国心血管健康与疾病 2024 年报告，中国 18 岁以上成人高血压患病率约 31.6%，全国约有 3.7 亿成年人患有高血压，知晓率仅约 43.5%，治疗率约 38.7%，控制率仅约 12.9%，与 WHO 设定的 50%控制目标存在巨大差距。随着人口老龄化加深和诊断率、治疗率持续提升，高血压用药市场具备长期结构性增长动力。

图11：中国高血压患病率趋势



数据来源：心血管健康与疾病报告，东吴证券研究所

图12：中国高血压知晓率、治疗率与控制率趋势



数据来源：心血管健康与疾病报告，东吴证券研究所

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)构成主导，并由利尿剂与 β 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。

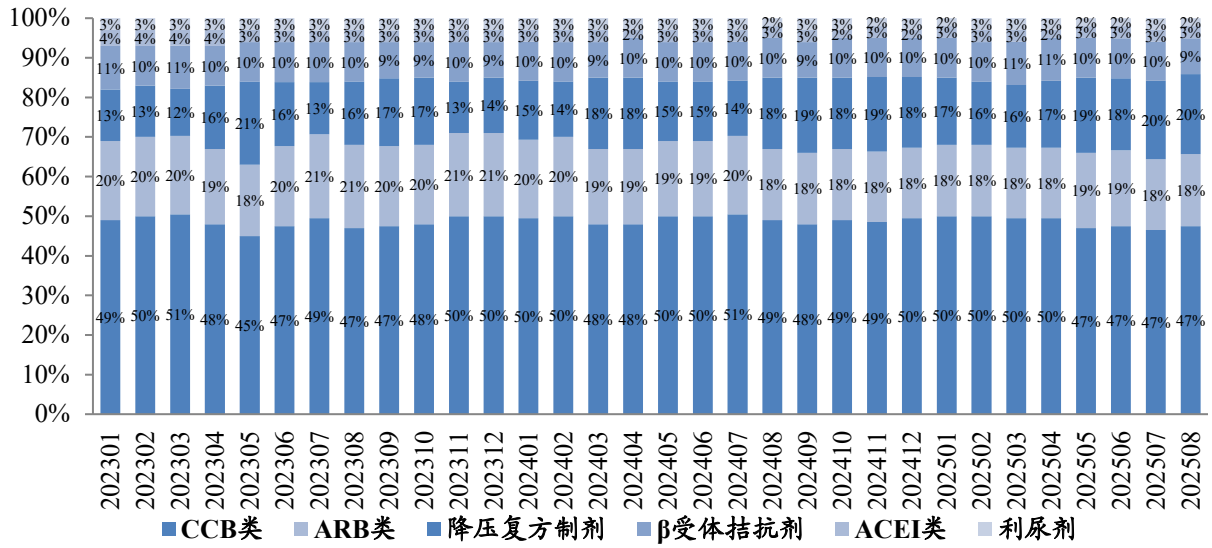
近 20 年来，高血压领域的治疗格局变化主要在于血管紧张素受体脑啡肽酶抑制剂（ARNI）和单片复方制剂（SPC）的推广。2023 年，《中国高血压防治指南》已补充 ARNI 作为新一类常用降压药物；SPC 在指南联合治疗中被优先推荐。其他高血压创新疗法包括围绕 RAAS 末端效应环节的矿物皮质激素受体拮抗剂以及更上游靶点的核酸类疗法，如靶向血管紧张素原 AGT 的小 siRNA、内皮素通路药物（ETA）、醛固酮合成酶抑制剂（ASI）相关药物等，目前拟用于基础疗法不理想的顽固性高血压患者，暂未改变目前市场格局。

钙通道阻滞剂（CCB）和作用于肾素-血管紧张素系统的药物合计占据约 80%市场份额，**其中以氨氯地平系列、硝苯地平系列为代表的 CCB 类药物凭借疗效确切、无绝对禁忌症、可与其他降压药任意联用的临床优势，长期稳居一线基础用药地位。**同时正如上文所说，随着 SPC 的逐渐推广，高血压复方制剂已成为增速最快的细分方向，市场份额从 2023 年的约 13%提升至 2025 年的 20%，成为高血压用药中唯一保持份额正增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的品类。

图13：全国零售药店 TOP 高血压品类销售额市场分布趋势

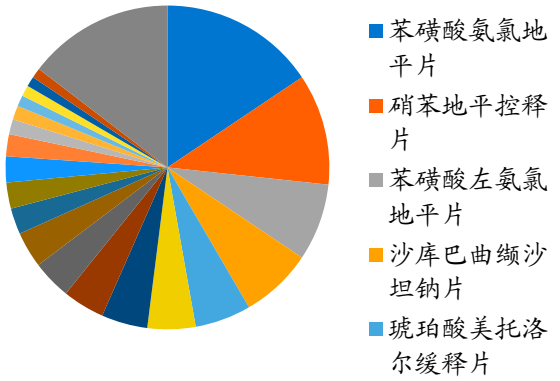


数据来源：药智数据，东吴证券研究所

公司基石药物：苯磺酸左氨氯地平片。苯磺酸左氨氯地平片是氨氯地平的左旋异构体，属于典型的手性药物。氨氯地平含有等量的左旋和右旋异构体，其中右旋体几乎无降压活性，且容易引起外周水肿等不良反应。左氨氯地平去掉了无活性的右旋体，在保持同等降压效果的前提下，剂量减半（从 5mg 减至 2.5mg），不良反应显著降低，可实现每日一次平稳降压 24 小时。这一"减毒增效"的临床优势，构成了左氨氯地平区别于普通氨氯地平的核心差异化壁垒。

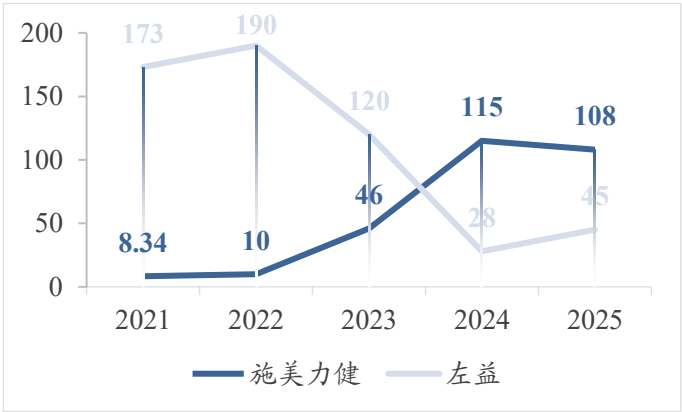
全终端苯磺酸左氨氯地平片 2025 年国内销售额约 26.39 亿元，位列零售端高血压用药 TOP3 品种。从竞争格局看，施美药业（商品名“施美力健”）凭借先发优势和技术壁垒，市场份额从 2022 年集采前的 3.47%飙升至 2025 年前三季度的 12.03%，排名第三，而同类竞品因第八批集采落标，2023 年后医院端制剂收入骤降约 80%。

图14：抗高血压药物市场格局



数据来源：开思数据，东吴证券研究所

图15：施美力健与左益医药端销售额对比（百万元）



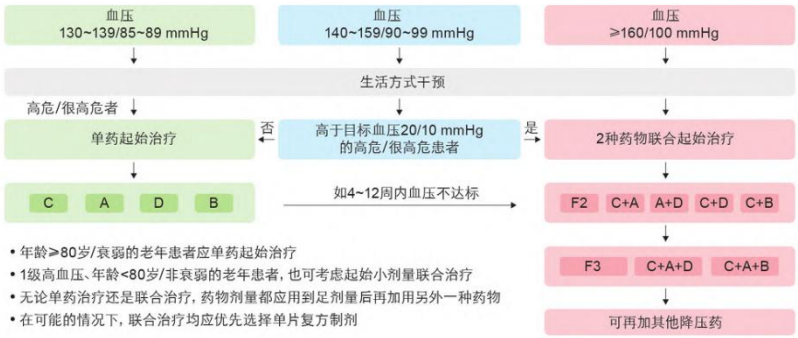
数据来源：开思数据，东吴证券研究所

施美药业在该品种上拥有深厚的技术积淀，其领先的工艺优化技术和原料药制剂一体化构建的成本壁垒，使得施美力健在集采背景下仍能稳定贡献高额利润。公司是国内首家申报苯磺酸左氨氯地平片一致性评价的企业，也是迄今为止唯一一个无参比制剂通过一致性评价的品种，开创了行业先河。该品种获国家重大新药创制"十二五"科技重大专项立项，验收结论为“具有国内领先水平”，并获中国专利优秀奖。公司围绕该品种建立了苯磺酸左氨氯地平制备技术平台，拥有 5 项发明专利，全国首家检测并制备出三个脱氨环合杂质（其中两个未被国内外药典收载），并委托中检院对照品标定纳入国家标准品库。通过工艺改进，产品有效期从 24 个月延长至 36 个月，存储条件从阴凉改为常温，显著降低了运输和仓储成本，其单片生产成本可控制在 0.035 元/片，对比 2026 年续标价 0.46 元/片，仍有广阔利润空间。

另一方面，公司通过集采实现了典型的“以价换量”。2023 年 4 月，公司以 0.514 元/片（含税）中选第八批国家集采，首年约定采购量 2.27 亿片，供应广东、重庆、北京等 7 个省份。集采后化学药制剂收入从 2022 年的 8,892 万元跃升至 2023 年的 20,011 万元，增长 125%。2022 年产能利用率已达 101.99%（超负荷），2023 年制剂二车间投产后产能大幅扩充。销量大幅增长摊薄了单位固定成本（人工、折旧等），同时营销推广费占比从 2021 年的 31.31%降至 2023 年的 19.45%——集采中标后无需大量营销投入，进一步释放了利润空间。

产品线延伸：左氨氯地平复方制剂。高血压患者通常需要终生每日服药，约 50%的患者需要 2 种及以上类型的药物才能有效控制血压。而多种药物极易产生错服漏服，使得患者血压非正常波动，影响生活质量。单片复方制剂（SPC）用药简化、降压协同与不良反应相对可控，在长期血压控制中可以显著提高依从性，并具有更好的降压效果。《中国高血压防治指南（2024 年修订版）》提出血压≥160/100mmHg、较目标值高 20/10mmHg 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16：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 β 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。

图 5 选择单药或联合治疗的流程图

数据来源：《中国高血压防治指南 2024》，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

以苯磺酸左氨氯地平单方制剂为基石，施美药业构建了庞大的氨氯地平/左氨氯地平复方制剂管线，横向覆盖 ARB、ACEI、β 阻滞剂、他汀四类搭档，形成 10 个以上复方品种，延长产品生命周期，并保持在手性降三高细分领域的领先。

在仿制药复方层面，公司已成功研发并转化了多个品种：厄贝沙坦氨氯地平片（国内首家申报，转让康哲药业）、奥美沙坦酯氨氯地平片（转让华森制药，2022 年获药品注册证书）、替米沙坦氨氯地平片等。在研品种涵盖缬沙坦氨氯地平片、氨氯地平阿托伐他汀钙片（降压+降脂复方）、比索洛尔氨氯地平片、培哚普利氨氯地平片等 10 余个品种。

图17：施美药业仿制药复方产品线

组合类别	产品	概况
ARB（沙坦类）+ CCB（地平类）	厄贝沙坦氨氯地平片	国内首家申报品种，转让康哲药业
	缬沙坦氨氯地平片	市场竞争红海，卡位品种
	奥美沙坦酯氨氯地平片	2022年取得国家药监局药品注册证书，转让华森制药
	替米沙坦氨氯地平片	首仿药，替米沙坦氨氯地平片(II)属国产前三家获批
	坎地沙坦酯氨氯地平片	研发储备阶段
	阿齐沙坦氨氯地平片	研发储备阶段
ACEI（普利类）+ CCB	培哚普利氨氯地平片	研发储备阶段
	贝那普利氨氯地平胶囊	研发储备阶段
β受体阻滞剂 + CCB	比索洛尔氨氯地平片	国产前三家获批品种
CCB + 他汀类（降脂）	氨氯地平阿托伐他汀钙片	研发储备阶段

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在改良型创新药复方层面，公司以左氨氯地平替代消旋氨氯地平，与 ARB/ACEI/利尿剂/β 受体阻滞剂等组合，开发 2.3 类改良型新药。这一策略依托公司新型手性药物研发平台和复方降三高药物研发平台，做到了利用手性药物的临床优势（副作用更低），形成与现有氨氯地平复方制剂的差异化竞争，同时可以享受改良型新药 4 年的数据保护期。

图18：施美药业进入临床阶段的改良型新药布局

产品	临床进度	临床备案号	机制
SMF-216	三期临床	CTR20263473	CCB+ACEI
SMF-204	三期临床	CTR20242169	CCB+ARB
SMF-216	三期临床	CTR20242838	CCB+ACEI
SMF-209	三期临床	CTR20242170	CCB+ARB
SMF-210	三期临床	CTR20242837	CCB+ARB
SMF-215	三期临床	CTR20244612	CCB+β 受体阻滞剂

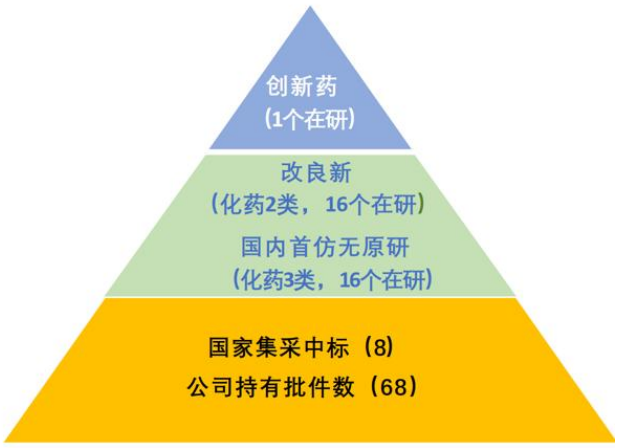
数据来源：药物临床试验登记与信息公示平台，东吴证券研究所

2.3. 仿创结合，改良型新药构建中流砥柱

施美药业树立了"以仿养创、以仿促创、仿中有创、仿创结合"的经营理念，在研管线覆盖 1 类创新药 1 项、2 类改良型创新药 16 项，以及大量仿制药项目。这一管线布局的核心逻辑在于：仿制药业务提供稳定的现金流和研发基础设施，改良型新药在中期（3-5 年）贡献增量利润，1 类创新药在长期（5-10 年）打开估值上限。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图19：施美药业管线总览



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司改良型新药主要为 2.3 类改良型新药，多个正在进行临床三期，有望于 2028 年起陆续获批上市。

其中 5 个临床三期产品覆盖了中国高血压防治指南推荐的 6 种优化联合治疗方案中的 3 种，且均以副作用更低的左氨氯地平替代传统消旋氨氯地平作为 CCB 组分，构成了施美药业区别于其他高血压复方制剂企业的核心差异化壁垒。具体来看，施美药业在 CCB+ARB 赛道密集布局了三个品种（SMF-204、SMF-209、SMF-210），分别对应缬沙坦、替米沙坦和奥美沙坦酯三种不同的 ARB 成分，覆盖了从经典（缬沙坦）到超长效（替米沙坦）再到强效（奥美沙坦酯）的完整 ARB 光谱。在 CCB+ACEI 赛道，SMF-216（左氨氯地平贝那普利胶囊）是目前公开信息中在研企业极少的蓝海品种，有望成为该赛道的先行者。在 CCB+β 受体阻滞剂赛道，SMF-215（比索洛尔左氨氯地平片）瞄准了合并冠心病、心率偏快的高血压患者这一差异化人群，市场空间广阔。

图20：施美药业进入临床阶段的改良型新药前景

产品	机制	前景
SMF-204	CCB+ARB	消旋体市场成熟，临床认可度高，凭借左氨氯地平的差异化优势，可定位为”升级
SMF-209	CCB+ARB	消旋体市场处于培育期，SMF-209有望成为首家获批左旋体品种。
SMF-210	CCB+ARB	市场规模偏小，福元医药领先，替代空间有限。
SMF-216	CCB+ACEI	在研企业极少，市场先行者。
SMF-215	CCB+β受体阻滞剂	消旋体市场处于大幅放量阶段，施慧达药业领先，但该品类技术门槛较高、竞争壁

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

销售峰值预测

- 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。
- 药物降价幅度假设：药品进入医保后假设每 3 年降价 20%，且价格不低于同类型上市药物。
- 占有率假设：SMF-204 考虑到消旋体市场多家企业充分竞争，价格锚定效应强，以及 ARB 复方内部的替代竞争，假定峰值市占率 15%；SMF-209 考虑到先发优势，假定峰值市占率 20%；SMF-210 考虑到市场在研竞争激烈，假定峰值市占率 12%；SMF-216 考虑到市场竞争最理想，假定峰值市占率 25%；SMF-215 考虑到公司追赶者的地位和技术壁垒，假定峰值市占率 18%。

基于上述假设，我们预计 2038 年公司改良型新药管线总销售额达到 11.22 亿元，其中 SMF-204、SMF-215、SMF-216 将成为公司重要的营收支柱。

图21：进入临床阶段改良型新药的销售峰值测算

国内市场	2022A	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
SMF-204；SMF-209；SMF-210										
中国高血压人群/亿人	3.44	3.93	4.01	4.09	4.17	4.25	4.34	4.43	4.51	4.60
中国高血压患者控制率	16.8%	18.0%	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.2%	19.4%	19.6%
中国高血压依从治疗人群/亿人	0.58	0.71	0.73	0.75	0.78	0.80	0.82	0.85	0.88	0.90
中国高血压多药人群比例	32.7%	35.7%	36.2%	36.7%	37.2%	37.7%	38.2%	38.7%	39.2%	39.7%
ARB+CCB占多药比例	54.30%	54.30%	54.30%	54.30%	54.30%	54.30%	54.30%	54.30%	54.30%	54.30%
SPC在ARB+CCB人群中占有率	31.70%	34.70%	35.20%	35.70%	36.20%	36.70%	37.20%	37.70%	38.20%	38.70%
SMF-204在ARB+CCB SPC的占有率		1.50%	3.00%	6.00%	9.00%	11.00%	13.00%	14.00%	14.50%	15.00%
SMF-204使用人数/万人		7.14	15.14	32.11	51.05	66.09	82.70	94.25	103.26	112.94
SMF-204单片价格/元		3.50	1.58	1.58	1.58	1.34	1.34	1.34	1.14	1.14
SMF-204年治疗费用/元		927.50	417.38	417.38	417.38	354.77	354.77	354.77	301.55	301.55
SMF-204年总销售额/亿元		0.66	0.63	1.34	2.13	2.34	2.93	3.34	3.11	3.41
yoy			-4.52%	112.06%	58.97%	10.04%	25.13%	13.97%	-6.88%	9.38%
替米沙坦在ARB+CCB SPC的占有率		8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
SMF-209在替米沙坦ARB+CCB SPC的占有率		2.00%	5.00%	8.00%	11.00%	13.50%	16.00%	18.00%	19.00%	20.00%
SMF-209使用人数/万人		0.76	2.02	3.43	4.99	6.49	8.14	9.69	10.82	12.05
SMF-209单片价格/元		5.00	2.25	2.25	2.25	1.91	1.91	1.91	1.63	1.63
SMF-209年治疗费用		1825.00	821.25	821.25	821.25	698.06	698.06	698.06	593.35	593.35
SMF-209年总销售额/亿元		0.14	0.17	0.28	0.41	0.45	0.57	0.68	0.64	0.71
yoy			19.35%	69.65%	45.72%	10.50%	25.48%	19.05%	-5.09%	11.30%
奥美沙坦酯在ARB+CCB SPC的占有率		35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
SMF-210在奥美沙坦酯ARB+CCB SPC的占有率		1.20%	2.80%	3.60%	5.00%	6.50%	8.00%	10.00%	11.00%	12.00%
SMF-210使用人数/万人		2.00	4.95	6.74	9.93	13.67	17.81	23.56	27.42	31.62
SMF-210单片价格/元		3.00	1.32	1.32	1.32	1.12	1.12	1.12	0.95	0.95
SMF-210年治疗费用		1095.00	481.80	481.80	481.80	409.53	409.53	409.53	348.10	348.10
SMF-210年总销售额/亿元		0.22	0.24	0.32	0.48	0.56	0.73	0.96	0.95	1.10
yoy			8.91%	36.32%	47.19%	17.05%	30.31%	32.28%	-1.10%	15.34%
	2022A	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
SMF-216										
中国高血压人群/亿人	3.44	3.93	4.01	4.09	4.17	4.25	4.34	4.43	4.51	4.60
中国高血压患者控制率	16.8%	18.0%	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.2%	19.4%	19.6%
中国高血压依从治疗人群/亿人	0.58	0.71	0.73	0.75	0.78	0.80	0.82	0.85	0.88	0.90
中国高血压多药人群比例	32.7%	35.7%	36.2%	36.7%	37.2%	37.7%	38.2%	38.7%	39.2%	39.7%
ACEI+CCB占多药比例	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
SPC在ACEI+CCB人群中占有率	31.70%	34.70%	35.20%	35.70%	36.20%	36.70%	37.20%	37.70%	38.20%	38.70%
SMF-216在ACEI+CCB SPC的占有率		2.50%	6.50%	10.50%	14.00%	17.50%	18.50%	21.00%	23.00%	25.00%
SMF-216使用人数/万人		3.29	9.06	15.52	21.94	29.05	32.51	39.05	45.24	52.00
SMF-216单片价格/元		4.50	2.03	2.03	2.03	1.72	1.72	1.72	1.46	1.46
SMF-216年治疗费用		1642.50	739.13	739.13	739.13	628.26	628.26	628.26	534.02	534.02
SMF-216年总销售额/亿元		0.54	0.67	1.15	1.62	1.82	2.04	2.45	2.42	2.78
yoy			24.12%	71.28%	41.30%	12.55%	11.93%	20.13%	-1.53%	14.93%
	2022A	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
SMF-215										
中国高血压人群/亿人	3.44	3.93	4.01	4.09	4.17	4.25	4.34	4.43	4.51	4.60
中国高血压患者控制率	16.8%	18.0%	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.2%	19.4%	19.6%
中国高血压依从治疗人群/亿人	0.58	0.71	0.73	0.75	0.78	0.80	0.82	0.85	0.88	0.90
中国高血压多药人群比例	32.7%	35.7%	36.2%	36.7%	37.2%	37.7%	38.2%	38.7%	39.2%	39.7%
β受体阻滞剂+CCB占多药比例	36.31%	36.31%	36.31%	36.31%	36.31%	36.31%	36.31%	36.31%	36.31%	36.31%
SPC在β受体阻滞剂+CCB人群中占有率	31.70%	34.70%	35.20%	35.70%	36.20%	36.70%	37.20%	37.70%	38.20%	38.70%
SMF-215在β受体阻滞剂+CCB SPC的占有率		1.80%	3.60%	5.50%	9.00%	12.00%	14.00%	16.50%	17.50%	18.00%
SMF-215使用人数/万人		5.73	12.15	19.68	34.14	48.21	59.55	74.28	83.33	90.63
SMF-215单片价格/元		3.00	1.35	1.35	1.35	1.15	1.15	1.15	0.98	0.98
SMF-215年治疗费用		1095.00	492.75	492.75	492.75	418.84	418.84	418.84	356.01	356.01
SMF-215年总销售额/亿元		0.63	0.60	0.97	1.68	2.02	2.49	3.11	2.97	3.23
yoy			-4.52%	61.99%	73.42%	20.05%	23.52%	24.72%	-4.64%	8.75%
总计销售额/亿元		2.19	2.30	4.06	6.32	7.20	8.77	10.55	10.09	11.22
yoy			5.41%	76.32%	55.57%	13.91%	21.76%	20.32%	-4.33%	11.21%

数据来源：开思数据，东吴证券研究所

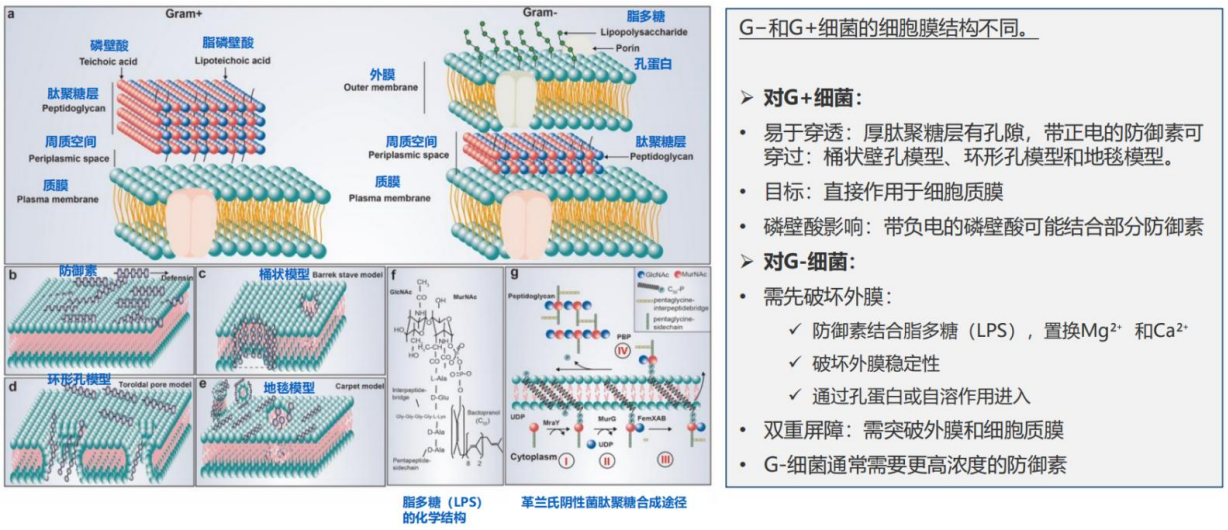
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.4. QTLK 新分子实体，抗菌领域新突破

QTLK 系列为公司与广州医科大学合作筛选出的广谱抗耐药菌 I 类创新药物，是公司从仿制药企业向创新药企业转型的战略标志。候选药物均为新型小分子实体抗菌肽模拟物，靶向细菌细胞膜，通过破坏细菌细胞膜完整性发挥杀菌作用。其临床适应症覆盖革兰氏阳性菌（含 MRSA）、革兰氏阴性菌及多重耐药菌引发的严重感染，全球范围内尚无相同靶点新药上市，具备 First-in-Class 潜力。

天然宿主防御肽（Host Defense Peptides, HDPs）是哺乳动物先天免疫系统产生的阳离子抗菌肽（AMPs），由 18-45 个氨基酸残基组成，形成疏水和亲水的两亲性构型，可以避免细菌耐药性产生。其作用机制为防御素分子中的阳离子基团与带负电荷的细菌细胞膜（含磷脂酰甘油、心磷脂等酸性磷脂）发生静电相互作用，实现对细菌的选择性识别。然后分子中的疏水部分通过疏水相互作用插入细菌细胞膜的磷脂双层中，破坏膜结构的完整性，从而导致细菌死亡。

图22：G+和 G-细菌的膜结构和防御素的抗菌机制



数据来源：《Biochemistry》，东吴证券研究所

然而，天然抗菌肽存在蛋白酶降解、组织毒性、高制造成本等成药障碍。小分子防御素模拟物通过保留关键药效团（阳离子基团+疏水基团的两亲性结构），以非肽骨架替代多肽链，实现口服/局部给药的成药性。

小分子防御素模拟物是指在生物功能和化学结构上模拟防御素的人工合成的抗菌多肽小分子，通常含有非多肽类骨架。作为新型小分子防御素模拟物的一种，QTLK 与传统抗生素靶向特定酶或蛋白质合成通路不同，以细菌细胞膜的物理结构为靶点。细菌难以通过单基因突变改变细胞膜的物理化学性质来逃避杀伤，从根本上降低了耐药性产生的可能。同时，G+（革兰氏阳性菌）菌和 G-菌（革兰氏阴性菌）的细胞膜均含酸性磷脂，均可被识别，赋予其广谱抗菌特性。考虑到 QTLK 尚处于临床前阶段，我们基于同类已上市品种对其销售峰值进行预测：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- 达托霉素：达托霉素是全球首个获批的脂肽类抗生素，靶向 G+菌细胞膜（与 QTLK 的膜靶向机制具有类比性），主要用于 MRSA 和 VRE 等耐药 G+菌感染。该药由 Cubist Pharmaceuticals 开发，2003 年获 FDA 批准上市，2013 年全球销售额达 9.67 亿美元，2014 年前三季度即突破 7 亿美元，年化销售额有望超过 10 亿美元。2014 年默沙东以 84 亿美元收购 Cubist，核心逻辑正是看中达托霉素的商业价值及其后续管线。尽管达托霉素在 2015 年后因专利到期面临仿制药冲击，但其峰值销售轨迹充分证明：一款具有差异化机制的 G+耐药菌抗菌药，完全有能力达到 10 亿美元以上的全球峰值销售。

- 利奈唑胺：利奈唑胺由 Pharmacia 开发、后随并购归入辉瑞，2000 年获 FDA 批准，是全球首个恶唑烷酮类抗菌药，用于 MRSA 和 VRE 感染。2008 年全球销售额即达到 11.15 亿美元。利奈唑胺的成功表明，全新作用机制的抗菌药即使面临万古霉素等廉价老药的竞争，仍能凭借安全性或给药便利性优势实现可观的商业回报。

综合以上对标品种的商业化表现，我们认为 G+耐药菌药物峰值可达 10-15 亿美元，G-耐药菌药物峰值可达 20-60 亿美元，而 G+/G-双覆盖的广谱药物由于市场空间叠加，拥有更高的理论上限。基于上述市场空间数据和对标药物商业化轨迹，我们对 QTLK 的潜在全球峰值销售进行情景估计。

- 保守情景（15-30 亿元人民币 / 约 2-4 亿美元）

QTLK 仅在中国获批上市，适应症聚焦于 G+耐药菌感染（MRSA 等），以局部给药（如皮肤感染、角膜炎）为主，系统给药适应症未获批或进度缓慢。2030 年中国 G+耐药菌市场约 85 亿元，假设 QTLK 作为 me-better 药物占据 15%-25%份额，叠加局部给药适应症溢价，峰值销售约 15-30 亿元人民币。该情景下，QTLK 的商业价值主要体现为中国区域性创新药，对施美药业的市值贡献有限。

- 中性情景（8-15 亿美元）

QTLK 在中国及欧美主要市场获批，适应症覆盖 G+和部分 G-耐药菌感染，系统给药（皮下/静脉）和局部给药双剂型上市，凭借 G+/G-双覆盖的差异化优势占据一定市场份额。达托霉素峰值约 10 亿美元（仅 G+），头孢他啶-阿维巴坦 2025 年 28 亿美元（仅 G-）。QTLK 的 G+/G-双覆盖使其可触达的市场空间约为单一谱系药物的 1.5-2 倍。假设 QTLK 在全球 MDR 抗菌药市场中占据 3%-5%份额（全球 MDR 抗菌药市场 2030 年估计约 200-300 亿美元），对应峰值销售约 8-15 亿美元。

我们判断该情景为基准预期。核心逻辑在于：（1）G+/G-双覆盖的稀缺性赋予 QTLK 明确的差异化定位；（2）全新分子骨架和全球专利体系提供了充分的保护期；（3）膜靶向机制的不易耐药特性契合临床最迫切的未满足需求。

- 乐观情景（15-25 亿美元）

QTLK 临床数据优异，不仅 G+/G-双覆盖得到验证，且在安全性上显著优于 Brilacidin（无神经毒性），适应症拓展至耐药菌血流感染、肺炎等重症领域，成为耐药菌感染的一线经验性治疗选择。同时，通过全球 BD 合作实现全球商业化覆盖。利奈唑胺峰值 11.15 亿美元（仅 G+、仅美国为主），头孢他啶-阿维巴坦 2034 年预计 59 亿美元（仅 G-）。若 QTLK 实现 G+/G-双覆盖且安全性更优，其市场定位将介于两者之间但更接近后者。假设占据全球 MDR 抗菌药市场 5%-8%份额，对应峰值销售约 15-25 亿美元。

3. 腾瑞制药：全产业链生物制药平台

3.1. 腾瑞制药公司概况

创始团队深耕医药行业 20 余年，商业化能力突出。腾瑞制药创始人叶桃、刘扬均具有丰富的医药行业从业及企业经营经验。叶桃现任公司董事长、CEO，曾任职于上海雷允上药业及辉瑞，2005 年起参与创办腾瑞前身并长期负责公司整体经营；刘扬曾任职于浦东医药药材有限公司及默沙东制药，长期负责医药销售及经营管理。创始团队兼具药企经营与市场推广经验，公司有望依托创始团队积累的医药产业及销售资源，凭借“自研创新药+外部产品商业化”双轮驱动逐步发展壮大。

图23：腾瑞制药创始人



数据来源：腾瑞制药官网，东吴证券研究所

腾瑞制药成立于 2010 年，早期通过收购及产品整合快速搭建生产与商业化基础，2011 年取得国家一类新药艾夫吉夫，次年取得一类新药重组巴曲酶。2023 年，公司与日健中外就“喜格迈”签署战略合作协议，进一步拓展外部产品商业化能力；2025 年 5 月，核心创新产品重组巴曲酶上市申请获受理。2025 年 6 月，公司实际控制人叶桃、刘扬参与宏辉果蔬控制权变更；2026 年，公司进一步与派格生物达成派达康®中国大陆独家商业化合作，双方设定累计销售规模超过 100 亿元的商业化目标，推动公司由研发驱动的制药企业向“自研创新药+外部产品商业化”平台型企业转型。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图24：腾瑞制药概况



数据来源：腾瑞制药官网，东吴证券研究所

公司聚焦人体系统稳态调控研究，重点深耕再生医学和组织工程领域（重组蛋白药品为主），同时谋求自免领域的协同与发展，产品管线覆盖再生修复、凝血、自身免疫疾病等多个领域，已形成从已上市产品、临床阶段创新药到临床前候选药物的梯度化研发管线：

在已上市产品方面，公司核心产品为国家 1 类生物新药外用重组人酸性成纤维细胞生长因子（rh-aFGF）“艾夫吉夫”，主要用于促进创面修复，已获批用于深二度烧伤创面、慢性溃疡创面修复等适应症。依托 rh-aFGF 在组织修复领域的先发优势，公司持续围绕再生修复领域进行产品拓展。

在临床阶段管线方面，公司重点推进注射用重组巴曲酶，该产品为国家 1 类生物新药，目前处于报产阶段，拟用于需减少出血或需要止血的相关医疗场景。该产品已获得 10 项中、美、欧以及澳大利亚注册专利认证及发明专利证书，产品技术壁垒高、仿制难度大，有望进一步拓展公司在凝血与止血领域的产品布局。

此外，公司布局奥美沙坦氨氯地平氢氯噻嗪片，为国内独家三类化学仿制药，目前处于上市审批阶段。由于相关原研产品未在国内上市，该产品具备一定的国产替代空间，有望成为公司化学药业务的重要补充。

在早期创新管线方面，公司围绕再生修复及自身免疫等方向储备了多个生物创新药项目：

3.2. 艾夫吉夫：全球首个获批的 rh-aFGF

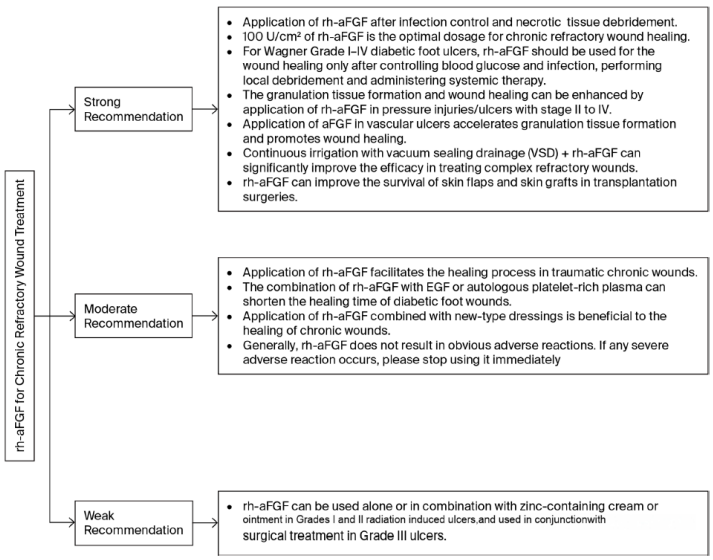
艾夫吉夫（rh-aFGF）是公司核心上市产品，具备较强的产品先发优势。艾夫吉夫 2006 年在中国上市，是全球首个获批的外用重组人酸性成纤维细胞生长因子（rh-aFGF）产品，适应症覆盖深 II 度烧伤创面和慢性溃疡创面（包括外伤后残余创面、糖尿病足溃疡、血管性溃疡和褥疮）。rh-aFGF 可以有效促进伤口愈合，是中国原研、全球领先上市的国家医保乙类产品，曾获得原研专利、国家技术发明二等奖、国家一类新药、中华医学会科技一等奖等荣誉。

从专家共识来看，rh-aFGF 在慢性难愈性创面中的应用价值已得到系统性强化。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2026 年 2 月发布的《中国 rh-aFGF 治疗慢性难愈性创面专家共识》对 rh-aFGF 在该领域的临床应用进行了规范化总结，形成 12 项推荐意见，其中 7 项为强推荐。其中，Wagner II-IV 级 DFU 及 II-IV 期压力性损伤均被列为强推荐适应症，强调 rh-aFGF 可促进肉芽组织形成并加速创面愈合；血管性溃疡同样获得强推荐，并在与 VSD 及敷料等联合治疗中显示出协同改善创面修复效果。随着 rh-aFGF 临床证据持续积累及规范化应用推广，rh-aFGF 有望由烧伤创面治疗进一步拓展至 DFU、压力性损伤及血管性溃疡等慢性难愈性创面领域，从而打开长期增长空间。

图25：中国 rh-aFGF 治疗慢性难愈性创面专家共识（2026）推荐



数据来源：Pharmaceuticals，东吴证券研究所

rh-aFGF 通过多环节调控创面修复过程，加速创面愈合并改善修复质量。rh-aFGF 由 154 个氨基酸组成，可与成纤维细胞、角质形成细胞及血管内皮细胞等多种细胞相关受体结合，促进细胞增殖、迁移及分化，从而参与创面修复的多个关键环节。在创面修复早期，rh-aFGF 可促进成纤维细胞及血管内皮细胞增殖，促进肉芽组织形成、血管新生、胶原合成及再上皮化，加速创面闭合；在后期组织重塑阶段，则有助于调节细胞外基质及胶原重塑，改善新生组织结构，从而降低异常瘢痕形成风险。此外，rh-aFGF 扩增于东方人红细胞，与人体内源性 aFGF 具有相同的生物学属性，采用重组 DNA 技术在大肠杆菌中表达制备，具有较好的生物相容性，为其长期用于创面修复提供了产品基础。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图26：rh-aFGF 作用机制



数据来源：腾瑞制药官网，东吴证券研究所

临床疗效与安全性分析：多项随机对照研究验证创面修复疗效，两大核心适应症临床表现良好。根据 rh-aFGF 药品说明书所载临床试验数据，rh-aFGF 已针对深 II 度烧伤创面及慢性溃疡创面开展多项临床研究，结果显示其能够有效促进创面愈合，且总体安全性良好：（1）**深 II 度烧伤创面：**106 例安慰剂对照试验中，rh-aFGF 显著缩短创面愈合时间（17.23 天 vs 18.92 天），第 12 天愈合率提高 11.04 个百分点；216 例碱性成纤维细胞生长因子（bFGF）阳性对照试验中，愈合时间（16.00 天 vs 16.19 天）及各时间点愈合率均与对照相当。（2）**慢性溃疡：**432 例临床试验中，rh-aFGF 平均愈合时间为 33 天，与 bFGF 组 34 天相当，覆盖糖尿病溃疡、血管性溃疡及褥疮等慢性创面。（3）**安全性：**总体耐受性良好，不良反应以轻度局部疼痛、发热、皮疹等为主，未观察到严重不良反应。

图27：rh-aFGF 注册临床试验数据汇总

适应症	实验类型	样本量	患者类型	分组与给药方案	主要疗效指标（平均愈合天数）	关键时间点创面愈合率（%）	统计学差异	主要不良反应
深 II 度烧伤创面	随机、阳性对照	216	烧伤后48h内入院且烧伤面积小于30%	艾夫吉夫（n=108）：100 U/0.1 mL/cm²，1次/日；bFGF（n=108）	16.00 vs 16.19天	第12天：72.55% vs 70.77%；第15天：88.74% vs 88.45%；第21天：98.94% vs 98.74%	组间差异无统计学意义，疗效相当	轻度发热、局部疼痛
深 II 度烧伤创面	随机、安慰剂对照	106	烧伤后48h内入院且烧伤面积小于30%	艾夫吉夫（n=53）：100 U/0.1 mL/cm²，1次/日；安慰剂（n=53）	17.23 vs 18.92天	第12天：67.01% vs 55.97%；第15天：89.20% vs 78.43%；第21天：99.23% vs 95.62%	组间差异具有统计学意义，艾夫吉夫优于安慰剂	2例轻微局部疼痛，未见严重不良反应
慢性溃疡创面（糖尿病性、血管性、褥疮等）	随机、阳性对照	432	未披露	艾夫吉夫（n=321）；bFGF（n=109）	33.00 vs 34.00天	未披露	组间差异无统计学意义，疗效相当	皮疹、瘙痒、创面疼痛，组间差异无统计学意义

数据来源：公司药品说明书，东吴证券研究所

此外，公司持续推进 rh-aFGF 适应症外延，拓展创面修复应用边界。在现有烧伤及慢性创面适应症基础上，公司已启动一项 III 期多中心、随机、双盲、安慰剂平行对照临床试验（CTR20210692），探索外用 rh-aFGF 促进新鲜创面（如四肢 I 类手术切口）提前愈合的有效性及安全性。与此同时，公司亦在积极探索 rh-aFGF 不同剂型（如凝胶剂、滴剂等）在角膜修复及肛瘘等领域的应用。

国内 FGF 市场以重组人碱性成纤维细胞生长因子（bFGF）为主，竞争者众多；而酸性 FGF（aFGF）赛道则高度集中，目前仅上海腾瑞制药的艾夫吉夫®获批上市，形成

请务必阅读正文之后的免责声明部分

独家垄断格局。总体而言，FGF 市场呈现"碱性 FGF 红海竞争、酸性 FGF 蓝海独占"的分化态势。

图28：国内 FGF 竞争格局

企业	获批产品数	代表产品	FGF类型
珠海亿胜生物制药	8	贝复济、贝复新	碱性(bFGF)
北京双鹭药业	6	扶济复	碱性(bFGF)
朗肽生物制药	5	—	—
桂林华诺威基因药业	5	—	—
深圳华生元基因工程	4	—	—
上海昊海生物科技	4	康合素	EGF
上海腾瑞制药	1	艾夫吉夫	酸性(aFGF)

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所

而艾夫吉夫相比竞品而言，具备三大竞争优势，其一：艾夫吉夫是唯一获批上市的外用重组人酸性 FGF 生物制剂，在该细分赛道形成绝对垄断。**其二：**艾夫吉夫已纳入国家医保乙类目录（2025 版），且为无报销限制品种，在烧伤创面、糖尿病溃疡、褥疮等适应症范围内均可全额按比例报销。终端放量不受医保控费限制，处方自由度高，销售天花板显著高于有限制条件的同类品种。**其三：**艾夫吉夫医院终端零售价约 90-150 元/支（25000U/2ml 规格），显著高于同类 bFGF 产品（贝复济约 32-60 元/瓶）。由于独家品种属性+国家一类新药身份+原研专利保护，该产品不纳入集采范围，无价格谈判和降价压力，长期维持高毛利状态。

3.3. 重组巴曲酶：全球首个重组血凝酶制剂

腾瑞制药的注射用重组巴曲酶是全球第一个重组血凝酶制剂，为国际首创的利用基因工程技术重组表达的首个完成临床研究的重组血凝酶制剂，临床 III 期登记适应症为颈椎后路手术与腰椎后路椎间融合术出血。从来源上说，止血所用巴曲酶通常指矛头蝮蛇毒中的所含的类凝血酶丝氨酸蛋白酶。目前，传统巴曲酶（如巴曲亭）主要来源于蛇毒提取，已广泛用于预防和减少手术出血以及临床各科室的出血性疾病。

天然巴曲酶临床应用成熟，但生产端仍受天然蛇毒资源约束。传统巴曲酶主要从矛头蝮蛇等蛇毒中提取，蛇毒属于成分复杂的天然混合物，目标巴曲酶含量有限，其原料获取及后续分离纯化均依赖天然资源和提取工艺；同时，蛇毒组成可受蛇种、地理来源、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

季节及个体等因素影响，天然来源蛋白在原料组成和目标蛋白含量方面存在一定生物学变异。因此，天然巴曲酶虽已形成成熟的临床应用基础，但其生产在原料稳定供应、批间一致性及规模化制造方面仍存在一定约束。

重组表达技术则为巴曲酶提供了由天然提取向工程化生产转变的新路径：通过将巴曲酶编码基因导入毕赤酵母等工程宿主，可利用发酵培养获得目标蛋白，从而降低对天然蛇毒资源的直接依赖，并有望借助可放大的发酵工艺和可控的生产参数提升供应稳定性及质量控制水平。因此，**重组巴曲酶的核心技术价值主要体现在生产端，而非重新构建巴曲酶的药理机制。**

重组巴曲酶并非天然巴曲酶的简单复制，其质量属性需经过系统验证。由于表达宿主不同，重组巴曲酶与天然蛋白可能在分子量、糖基化等翻译后修饰方面存在差异，理论上可能进一步影响蛋白的活性、稳定性及免疫原性，因此其临床价值仍需通过药学、药效学及临床研究逐层验证。已有研究采用毕赤酵母表达重组巴曲酶，并显示其能够保留纤维蛋白原水解等核心生物学活性；进一步的动物及人体研究亦观察到明确的止血/药效学作用。

图29：天然巴曲酶与重组巴曲酶对比

维度	天然巴曲酶	重组巴曲酶（毕赤酵母表达）
生产方式及可及性	来源于巴西矛头蝮蛇蛇毒，天然毒液提取受到低产量和生物学变异限制	通过异源表达生产；毕赤酵母具有高细胞密度发酵、真核蛋白加工及规模化生产优势
分子特征	具有天然翻译后修饰及分子特征，分子量较高，可具有约40种不同糖链结构	受表达宿主影响，糖基化等翻译后修饰与天然不同，分子量约低4 kDa，主要具有酵母型糖基化，可能对蛋白功能产生影响
生物学活性	具有凝血及纤维蛋白原水解活性	保留凝血活性；研究显示其纤维蛋白原向纤维蛋白转化及血浆凝固速度略高于天然形式，但原始研究缺乏充分统计分析，尚不足以证明活性优于天然形式
安全性	具有长期临床应用基础	动物毒理研究显示良好的安全性特征；健康成人研究显示剂量依赖性去纤维蛋白原作用及可接受耐受性。

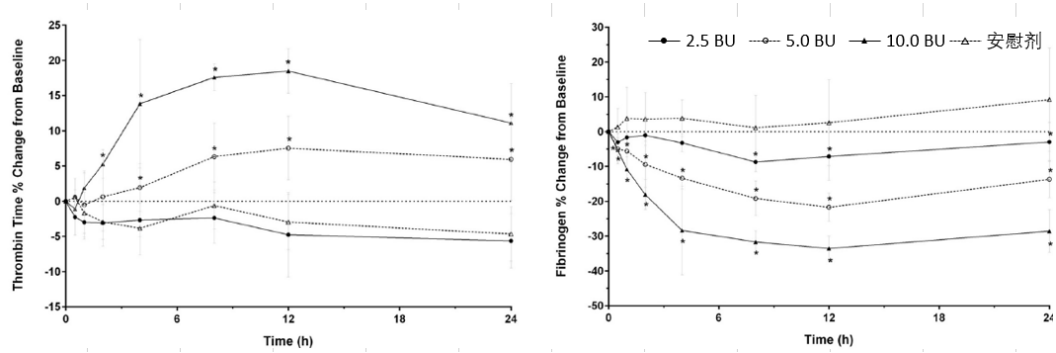
数据来源：东吴证券研究所

他山之石已验证毕赤酵母重组巴曲酶的跨层级药效可行性。在动物毒理学实验中，毕赤酵母重组巴曲酶表现出良好安全性。在人体研究中，Choi 等采用随机、双盲、安慰剂对照的单次递增剂量试验，对 18 例接受重组巴曲酶的健康男性受试者进行评价，结果显示，2.5、5.0、10.0 BU 剂量静脉给药后，纤维蛋白原水平均显著下降，其中 10.0 BU

请务必阅读正文之后的免责声明部分

剂量组最大降幅达 33.57%，同时 5.0 和 10.0 BU 剂量组凝血酶时间（TT）分别延长 7.53%和 18.48%，且未观察到严重不良事件，提示毕赤酵母来源的重组巴曲酶能够在人体内保持预期的凝血药理活性并具有良好的短期耐受性。

图30：毕赤酵母重组巴曲酶临床试验凝血酶时间和纤维蛋白原含量基线变化



数据来源：Clinical Drug Investigation，东吴证券研究所

腾瑞制药重组巴曲酶研发进度领先，先发优势显著。腾瑞制药采用基因工程技术开发重组巴曲酶，已完成国内多中心、随机、双盲、安慰剂对照 III 期临床研究（CTR20202352），针对颈椎后路手术及腰椎后路椎间融合术开展止血疗效及安全性评价，共入组 409 例受试者，主要终点为术中失血量。公司于 2025 年 5 月提交上市申请并获 CDE 受理，2026 年 2 月公司主动撤回上市申请，目前正处于补充数据阶段。

国内蛇毒血凝酶制剂市场是外科围手术期止血领域的核心品类。据米内网数据，2021 年市场规模约 14 亿元，疫情前峰值（2019 年）约 15 亿元。2020—2022 年受新冠疫情冲击，医院手术量大幅下降，品类销售额从约 12 亿元缩水至约 7 亿元，累计降幅超 40%。2023 年起随手术量恢复及苏灵医保解限，市场快速回升，2024 年约 13 亿元，2025 年预计恢复至约 17 亿元，已超疫情前水平。

目前国内重组巴曲酶仍处于早期产业化阶段，腾瑞已完成 III 期临床研究并实现上市申报，在临床开发及注册申报进度方面具备明显先发优势。其作为全球首个重组血凝酶

制剂，利用基因工程技术生产，纯度超 95%，避免了蛇毒提取产品组分不均一、潜在血栓风险及免疫原性问题。我们认为其产品获批后，重组产品在纯度、安全性、批次稳定性上具备替代效应，叠加国家集采对仿制药的价格压力，重组巴曲酶有望分食现有蛇毒提取血凝酶的存量市场。

3.4. 奥美沙坦酯氨氯地平氢氯噻嗪片：首仿先发有望快速切入市场

腾瑞制药的奥美沙坦酯氨氯地平氢氯噻嗪片是腾瑞制药布局高血压领域的三联复方制剂，注册分类为 3 类化学仿制药，具备国内首仿潜力。该产品由奥美沙坦酯、氨氯

地平和氢氯噻嗪组成，属于“ARB+CCB+利尿剂”三联降压方案，原研产品已在海外获批上市，但未引进中国。腾瑞制药推进该品种，有望凭借首仿先发优势切入三联降压药市场，进一步丰富公司心血管领域产品管线。

原研产品已验证三联方案临床价值，腾瑞有望凭借首仿先发优势切入市场。奥美沙坦酯氨氯地平氢氯噻嗪片原研产品为第一三共开发的 Tribenzor，于 2010 年获美国 FDA 批准上市，用于两种降压药联合治疗后血压仍未得到充分控制的高血压患者。TRINITY 研究显示，奥美沙坦酯/氨氯地平/氢氯噻嗪三联方案较三种双联方案均可进一步强化降压，治疗 12 周后坐位收缩压/舒张压分别下降 37.1/21.8 mmHg，血压达标率达到 69.9%，均显著优于相应双联方案，且整体不良事件发生率与双联方案相当，未见非预期的安全性风险，总体耐受性较好，验证了三联方案的临床价值。该品种已被纳入我国化学仿制药参比制剂目录，腾瑞制药以 3 类化学仿制药推进该产品，有望凭借先发优势切入国内三联降压市场。

图31：TRINITY 临床试验给药方案、患者基数和部分终点数据和部分不良事件汇总

比较维度	三联治疗组（Tribenzor）	双联治疗组 1	双联治疗组 2	双联治疗组 3
用药方案与剂量	OM 40 mg + AML 10 mg + HCTZ 25 mg	OM 40 mg / AML 10 mg	OM 40 mg / HCTZ 25 mg	AML 10 mg + HCTZ 25 mg
评估例数	N = 627（安全性分析 N = 574，疗效分析 N = 614）	N = 628（安全性分析 N = 596，疗效分析 N = 624）	N = 637（安全性分析 N = 580，疗效分析 N = 627）	N = 600（安全性分析 N = 552，疗效分析 N = 593）
平均年龄（岁）	54.7 ± 11.2	55.1 ± 10.9	55.9 ± 10.8	54.6 ± 10.8
性别（男性 %）	51.0%	51.8%	53.2%	55.7%
种族（白人/黑人 %）	66.2% / 29.3%	68.8% / 28.8%	66.2% / 31.4%	65.8% / 32.0%
平均BMI（kg/m²）	33.2 ± 7.0（肥胖率 61.7%）	33.1 ± 7.3（肥胖率 63.5%）	33.1 ± 7.3（肥胖率 62.6%）	33.0 ± 7.1（肥胖率 61.7%）
合并症（糖尿病 %）	0.153	0.159	0.155	0.153
基线坐位血压（mmHg）	167.9 ± 13.4 / 100.9 ± 7.4	168.1 ± 13.5 / 100.9 ± 7.8	169.0 ± 14.9 / 100.7 ± 8.2	168.9 ± 14.5 / 101.3 ± 7.6
主要终点结果				
坐位舒张压（SeDBP）较基线变化（LS mean）	-21.8 mmHg	-18.0 mmHg（P<0.001）	-16.9 mmHg（P<0.001）	-15.1 mmHg（P<0.001）
关键次要终点结果				
坐位收缩压（SeSBP）较基线变化（LS mean）	-37.1 mmHg	-30.0 mmHg（P<0.001）	-29.7 mmHg（P<0.001）	-27.5 mmHg（P<0.001）
血压达标率（<140/90 mmHg）	69.9%	52.9%（P<0.001）	53.4%（P<0.001）	41.1%（P<0.001）
不良事件与安全性（12周）				
治疗期不良事件（TEAE）发生率	58.4%	51.7%	55.0%	58.9%
药物相关 TEAE 发生率	28.2%	23.2%	55.0%	29.7%
因 TEAE 导致的停药率	4.0%（主要为头晕、外周水肿、低血压）	1.0%	2.1%	2.0%
常见不良事件发生率				
头晕	9.9%	4.9%	10.0%	3.1%
外周水肿	7.7%	7.0%	1.0%	8.3%
头痛	6.4%	7.0%	6.6%	6.0%
低血钾	0.7%	0.3%	0.5%	4.5%
低血压	1.4%	0.0%	0.5%	0.0%
OM = 奥美沙坦酯；AML = 苯磺酸氨氯地平；HCTZ = 氢氯噻嗪				

数据来源：TRINITY，东吴证券研究所

腾瑞已通过生物等效性及 III 期临床研究逐步验证产品的研发可行性与临床价值。在产品开发早期，公司开展 CTR20212561 生物等效性研究，以原研参比制剂为对照，采用随机、开放、两周期双交叉设计评价奥美沙坦酯氨氯地平氢氯噻嗪片的生物等效性，试验已完成，为产品与原研参比制剂的药代动力学一致性提供依据。在此基础上，公司进一步开展 CTR20241045 III 期临床研究，以奥美沙坦酯/氢氯噻嗪片双联方案为对照，评价三联制剂治疗原发性高血压的有效性和安全性。该研究采用随机、双盲、平行对照

请务必阅读正文之后的免责声明部分

设计，实际入组 338 例患者，以治疗 8 周后平均坐位舒张压（msDBP）变化为主要终点，并进一步考察收缩压变化及血压达标率，该试验已于 2025 年 8 月 26 日完成，结果尚未公开。两项研究分别从“与原研等效”及“临床降压疗效”两个层面验证产品，为腾瑞后续申报上市奠定临床基础。

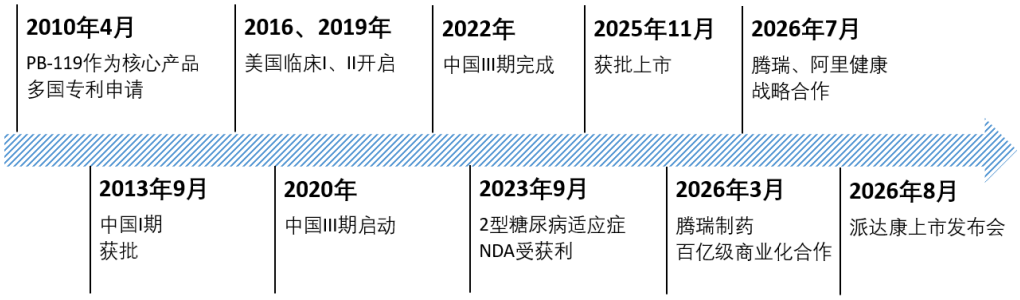
国内同品种竞争尚处早期，腾瑞有望凭借首仿优势抢占市场先发窗口。目前国内奥美沙坦酯氨氯地平氢氯噻嗪三联复方的直接竞争尚不充分，该品种原研产品 Tribenzor 及欧洲原研 Sevikar HCT 已被纳入我国化学仿制药参比制剂目录，但同成分仿制药的市场竞争仍处于早期阶段。目前腾瑞制药的生产申请已于 2026 年 2 月获得受理；此外仅同年 5 月有另一家公司临床申请获受理。与此同时，国内三联降压市场并非空白，缬沙坦氨氯地平氢氯噻嗪等其他 ARB+CCB+利尿剂组合构成同类竞争；而奥美沙坦酯氨氯地平片等 ARB+CCB 双联复方已形成一定市场基础，亦构成三联治疗的潜在替代方案。例如，中国生物制药的奥美沙坦酯氨氯地平片于 2020 年获批上市并成为该品种国内首仿，显示 ARB+CCB 固定复方已具备较成熟的市场基础，因此，腾瑞产品短期有望受益于同品种竞争有限所形成的首仿先发窗口。

3.5. 派达康商业化落地，有望贡献稳健现金流

派达康商业化合作落地，有望成为公司拓展创新药商业化版图的重要抓手。2026 年 3 月，腾瑞制药与派格生物医药（杭州）股份有限公司达成商业化合作，就派格生物自主研发的国家 1 类新药维培那肽注射液（商品名为派达康，管线名为 PB-119）在中国大陆地区开展商业化推广，其中腾瑞制药负责产品商业化推广。根据双方合作安排，腾瑞制药将向派格生物支付合计约 1.4 亿港元权益金，双方以派达康®累计销售规模超过人民币 100 亿元为商业化目标；2026 年 6 月，派格生物进一步公告确认已收到腾瑞制药支付的首笔 6,100 万港元权益金，标志着双方合作进入实质履约及全面推进阶段。派达康为派格生物自主研发并获国家药品监督管理局批准上市的长效 GLP-1 受体激动剂，用于 2 型糖尿病（T2DM）治疗，产品具备每周一次给药、起始即治疗及无需剂量滴定等特点。此次合作有望依托派格生物的创新药研发及临床优势与腾瑞制药的商业化推广能力，加快派达康在中国大陆市场的准入、渠道建设、学术推广及终端覆盖，为公司切入 GLP-1 这一高景气慢病创新药赛道、拓展商业化产品矩阵提供新的增长支点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

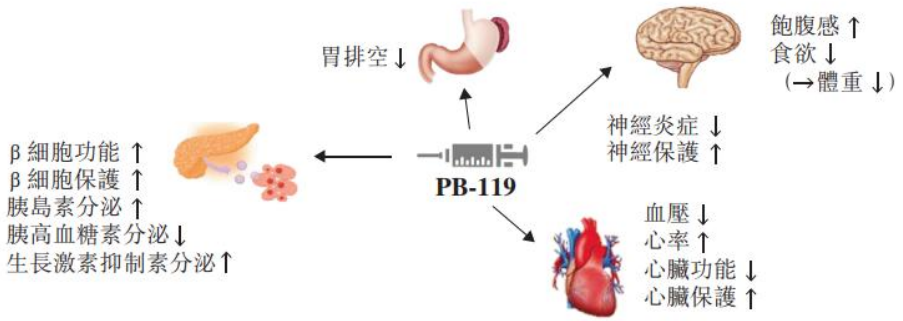
图32：派达康研发上市发展历程



数据来源：派达生物 IPO 招股书，派格生物公司公告，东吴证券研究所

派达康主要为国内自主研发的长效 GLP-1 受体激动剂（GLP-1RA）。它本质是一种聚乙二醇（PEG）化的 GLP-1RA，具有与天然人体 GLP-1 相似的生理作用。PEG 是一种具有多种临床功能的聚醚化合物，PEG 化药物则是将 PEG 链共价连接到药物形成的。派格生物通过优化各种 PEG 聚合物结构、长度以及与合成形式毒蜥外泌肽-4 类似物的 C 端半胱氨酸（C 端丝氨酸被半胱氨酸取代）连接以实现聚乙二醇化从而开发出 PB-119。其中，PB-119 被证明可以增强胰岛素分泌、减少胰高血糖素分泌、延缓胃排空和抑制食欲，从而显著改善血糖控制效果并减轻体重。

图33：PB-119 作用机制



数据来源：派达生物 IPO 招股书，东吴证券研究所

派达康具备无需剂量滴定等差异化特点。与传统每日给药的降糖药物相比，派达康采用每周一次给药方案，且起始即治疗、无需进行剂量滴定，有望降低用药复杂度并提升长期治疗依从性。根据派格生物披露的临床研究结果，**PB-119 单药治疗可实现较快且持续的降糖效果：**在一项随机、双盲、安慰剂对照 III 期研究中，PB-119 治疗组 HbA1c 自基线持续下降，24 周时较基线平均下降 1.37 个百分点，显著优于安慰剂组的 0.63 个百分点；治疗 52 周时，HbA1c 较基线降幅进一步达到 1.39 个百分点，且 24 周时达到 HbA1c<7%的患者比例达到 50.4%。同时，派格生物披露的关键临床研究显示，产品兼具体重管理获益和良好的安全性特征。因此，派达康在满足 T2DM 核心降糖需求的同时，通过长效周制剂、无需滴定以及兼顾体重管理等特点形成一定产品差异化，为腾瑞

请务必阅读正文之后的免责声明部分

制药切入 GLP-1 创新药市场提供了产品基础。

图34：派达康 III 期临床试验给药方案、患者基数和部分终点数据和部分不良事件汇总

比较维度	PB-119	安慰剂组	差异/显著性分析
用药方案与剂量	150 μg，每周一次，皮下注射（无需剂量滴定）	同等外观/包装的安慰剂，每周一次，皮下注射	-
研究设计	前24周双盲治疗期；后28周扩展治疗期（继续使用PB-119）	前24周双盲治疗期；后28周交叉至PB-119治疗期（Placebo→PB-119）	-
评估例数	137 例	136 例	-
平均年龄 (岁)	50.3 ± 10.25	50.4 ± 11.41	无显著差异
性别 (男/女)	男 104 (75.9%) / 女 33 (24.1%)	男 96 (70.6%) / 女 40 (29.4%)	无显著差异
体重 (kg) / BMI (kg/m²)	74.34 kg / 26.53 kg/m²	73.71 kg / 26.52 kg/m²	无显著差异
糖尿病病程 (年)	2.20 ± 2.41	2.16 ± 2.60	无显著差异
基线 HbA1c (%)	8.47 ± 0.81 %	8.53 ± 0.81 %	无显著差异
空腹血糖 FPG (mmol/L)	9.15 ± 2.00	9.26 ± 2.01	无显著差异
主要终点结果（第24周）			
HbA1c 较基线改变 (Treatment Policy 策略)	-1.36% (-15.14 to -13.08 mmol/mol)	-0.63% (-8.61 to -5.07 mmol/mol)	95% CI: -0.96 ~ -0.50 P < 0.001
HbA1c 较基线改变 (Hypothetic Policy 策略)	-1.37% (-16.76 to -13.14 mmol/mol)	-0.63% (-8.89 to -4.90 mmol/mol)	95% CI: -0.98 ~ -0.49 P < 0.001
部分次要终点结果			
第4周早期 HbA1c 降低	-0.82%	-0.30%	P < 0.001
第52周 HbA1c 降低	-1.39%	-1.49%（交叉接受PB-119后）	交叉接受后，安慰剂组获得改善
HbA1c < 7.0% 达标率 (第24周 / 第52周)	50.4% / 43.0%	14.2% / 47.2%（交叉接受PB-119后）	24周对比 P < 0.001 交叉接受后，安慰剂组获得改善
体重变化 (第52周)	全体：-0.69 kg BMI≥32 kg/m²亚组：-4.77 kg	全体：-0.62 kg BMI≥32 kg/m²亚组：-1.77 kg	呈现 BMI 依赖性减重特征（BMI越高减重越显著）
不良事件与安全性			
治疗期不良事件 (TEAE) 发生率	81.0%（111例）	62.5%（85例）	组间有差异
胃肠道不良事件 (GI AEs) 整体	30.7%（42例）	11.0%（15例）	显著低于同类每周一次 GLP-1 RA上市药物
因胃肠道不良事件导致停药	4.0% (主要为头晕、外周水肿、低血压)	1.0%	1.0%
因胃肠道不良事件导致停药	2.2% (3例)	0.0% (0例)	脱落率极低
低血糖事件	4.4% (6例，均为轻微/无症状)	0.7% (1例)	无二级低血糖 (≤3.0 mmol/L) 及严重低血糖发生
严重不良事件 (SAE)	0.7% (1例，急性肾盂肾炎，评估与研究药物无关)	0.0% (0例)	-
常见胃肠道不良事件发生率			
腹泻	8.0% (11例)	1.5% (2例)	多为轻至中度，发生在治疗初期且呈一过性
恶心	8.0% (11例)	0.7% (1例)	-
头痛	6.4%	7.0%	-
呕吐	5.8% (8例)	0.0% (0例)	-

数据来源：派达康 III 期临床试验，东吴证券研究所

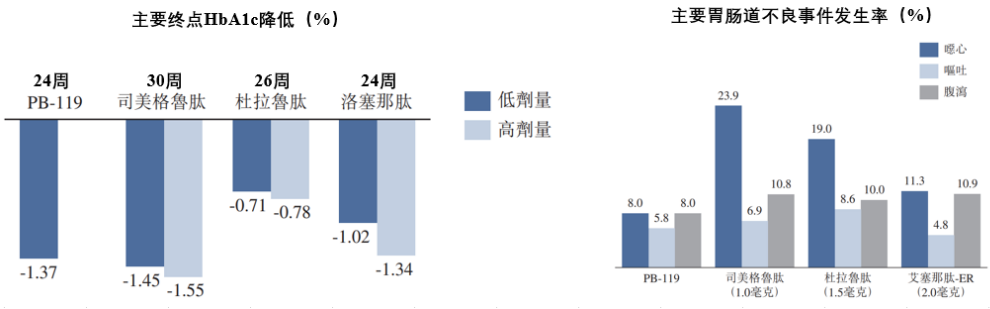
临床研究显示，其单药治疗 24 周 HbA1c 较基线下降 1.37 个百分点，且降糖效果可持续至 52 周；同时，产品采用每周一次给药，并无需进行剂量滴定，相较于部分需要逐步调整剂量的长效 GLP-1RA，在用药便利性方面具备一定优势。此外，派达康临床研

请务必阅读正文之后的免责声明部分

究还观察主要胃肠道不良事件发生率整体相较其他已上市产品较低。整体来看，派达康在疗效持续性、给药便利性及安全性等方面形成一定差异化，有望在国产长效 GLP-1RA 市场中获得一定竞争优势。

图35：PB-119 与市售长效 GLP-1RA 产品的非头对头对比

藥品名稱（通用名）[1]		PB-119	司美格魯肽	聚乙二醇洛塞那肽	杜拉魯肽	艾塞那肽-ER
藥效時長		長效型	長效型	長效型	長效型	長效型
用藥頻率		每週一次	每週一次	每週一次	每週一次	每週一次
半衰期		2-3日	~7日	4-5日	~5日	一週緩釋
劑量滴定		否	是	否	是	否
T2DM	中國定價	不適用	人民幣478.8元（2毫克：1.5毫升）	人民幣187元（0.2毫克：0.5毫升）	人民幣149元（1.5毫克：0.5毫升）	人民幣496.25元（2毫克：0.65毫升）
	每月支出[2]	不適用	~人民幣957元	~人民幣748元	~人民幣596元	~人民幣1,985元
	國家藥監局批准日期	不適用	諾和泰／Ozempic 2021年4月27日	孚來美 2019年5月5日	度易達／Trulicity 2019年2月22日	百達揚／Bydureon 2017年12月28日



数据来源：派达生物 IPO 招股书，东吴证券研究所

腾瑞具备成熟的药品商业化推广基础，此次承接派达康有望进一步将既有商业化能力延伸至高景气慢病创新药领域。公司长期从事药品研发、生产及营销，具有成熟的市场准入管理体系、专业合规的营销推广模式、覆盖全国的创新药销售网络和承接 MNC 的 CSO 业务能力。公司围绕艾夫吉夫等核心产品持续开展市场推广及渠道建设，并具备外部产品商业化经验，2021 年曾与卫材中国合作推广糖尿病药物米格列奈钙片“快如妥”，2023 年与日健中外合作推广心血管药物尼可地尔片“喜格迈”，积累了慢病领域推广经验。近年来，公司商业化渠道进一步向院外多元终端延伸，2026 年宏辉果蔬公告显示，海南腾瑞拟在全国院外市场为施美药业开展经销代理，覆盖连锁药店、基层医疗机构、电商及互联网医疗等渠道，预计交易金额为 5,000 万元；上海腾瑞制药同时提供集采产品专业市场推广服务，预计交易金额分别 1,500 万元，体现公司兼具院内推广与院外渠道能力。**此次承接派达康商业化推广，有望依托既有糖尿病药物推广经验及多元终端渠道，加快产品市场渗透，并为腾瑞贡献新的收入增长曲线。**

4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2026-2028 年收入为 10.70、10.89、11.09 亿元，核心假设：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1)果蔬服务维持稳定增长，2026-2028 年同比增速 2%/2%/2%，毛利率 10%/10%/10%。

2)速冻食品维持稳定增长，2026-2028 年同比增速 2%/2%/2%，毛利率-5%/-5%/-5%。

3）食用油匀速下滑，2026-2028 年同比增速-10%/-10%/-10%，毛利率 1%/1%/1%。

4)药品销售受益集采放量快速增长，2027-2028 同比增速 10%/10%，毛利率 85%/85%。

5）医药定制研发生产受益需求端扩大，2027-2028 同比增速 10%/10%，毛利率 90%/90%。

图36：公司盈利预测

亿元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	**10.86**	**10.79**	**10.51**	**10.70**	**10.89**	**11.09**
总毛利	**0.87**	**0.98**	**0.96**	**1.00**	**1.02**	**1.04**
果蔬服务	**10.09**	**10.23**	**9.97**	**10.17**	**10.37**	**10.58**
yoy	-6.77%	1.44%	-2.53%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	8.65%	9.66%	10.02%	10.00%	10.00%	10.00%
速冻食品	**0.35**	**0.35**	**0.34**	**0.35**	**0.35**	**0.36**
yoy	25.13%	0.36%	-2.97%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	-7.81%	-3.21%	-12.46%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
食用油	**0.36**	**0.19**	**0.17**	**0.15**	**0.14**	**0.12**
yoy	145.79%	-45.83%	-12.47%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	-1.45%	0.06%	1.40%	1.00%	1.00%	1.00%
药品销售				**3.20**	**3.52**	**3.87**
yoy					10.00%	10.00%
毛利率				85.00%	85.00%	85.00%
医药定制研发生产				**0.70**	**0.77**	**0.85**
yoy					10.00%	10.00%
毛利率				90.00%	90.00%	90.00%
其他业务	**0.06**	**0.02**	**0.03**	**0.03**	**0.03**	**0.03**
yoy	-27.38%	-66.22%	77.85%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	52.47%	6.60%	5.24%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源：wind，东吴证券研究所

公司直接持有施美药业 41.13%股份，考虑施美药业业绩承诺 2026-2028 年净利润不低于 1.56/1.72/1.89 亿元，且主业果蔬部分贡献利润较薄，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.14/0.47/0.50 亿元。

我们选取以下四家可比公司。1）立方制药：商业模式最接近，如心血管缓控释制剂，硝苯地平控释片等与施美“苯磺酸左氨氯地平片”续标属于同一批次、同一周期、同一竞争方式。2）昂利康：同品种对标，其苯磺酸左氨氯地平片为重点品种且市占较高，与施美核心首仿品种直接重叠。3）福元医药：产品线覆盖心血管、慢性肾病、糖尿病、精神神经四大领域，与施美“降四高+精神神经”趋同。 4）苑东生物：收入结构与施美“制剂+原料药+MAH/CRO/CDMO 一站式服务”的三层结构相似。

以上 4 家可比公司 2026 年平均 PS 为 3.0 倍，宏辉果蔬为 4.1 倍。考虑公司后续为苏州国资控股，可继续注入资产，且施美药业有望持续兑现业绩承诺，首次覆盖，给予“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图37：可比公司估值

代码	公司	市值（亿元）	营业收入			PS		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
003020	立方制药	33	15.94	17.04	18.84	2.1	1.9	1.8
002940	昂利康	42	12.95	13.8	14.76	3.2	3.0	2.8
601089	福元医药	70	37.94	42.27	47.51	1.8	1.7	1.5
688513	苑东生物	68	14.04	16.04	18.49	4.8	4.2	3.7
	平均值					3.0	2.7	2.4
603368	宏辉果蔬	44	10.7	10.89	11.09	4.1	4.0	4.0

数据来源：wind，东吴证券研究所（可比公司收入采用 wind 一致预期，市值选取 2026 年 11 月 18 日收盘价）

5. 风险提示

1）果蔬业务盈利波动风险。

公司果蔬贸易业务受气候、供需及农产品价格周期影响较大，且原有实控人变更后经营管理重心可能向医

药倾斜，果蔬板块的盈利稳定性和增长持续性存在不确定性，若果蔬业务收入下滑将对公司整体业绩产生拖累。

2）医药资产整合不及预期风险。

公司 2026 年 6 月刚将施美药业纳入合并报表，果蔬与医药跨行业整合涉及管理团队磨合、业务协同及财务并表等复杂事项，若整合进度滞后或协同效应不达预期，可能影响医药资产盈利释放节奏及估值切换逻辑兑现。

3）集采降价及竞争加剧风险。

施美药业核心品种苯磺酸左氨氯地平片已纳入第八批国家集采，后续续标存在进一步降价压力；截至 2026 年已有 20 家企业通过一致性评价，若竞争格局恶化导致份额流失或价格持续下行，将直接压缩该品种利润空间及收入贡献。

4）研发管线推进不及预期风险。

公司改良型新药 5 个品种处于临床三期，预计 2028 年起陆续获批，QTLK 创新药尚处早期阶段；若临床数据不及预期、审批进度延迟或适应症拓展受阻，将直接影响管线估值假设的兑现，拖累公司长期增长预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏辉果蔬三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**1,122**	**1,126**	**1,262**	**1,403**
货币资金及交易性金融资产	409	405	531	659
经营性应收款项	476	481	488	497
存货	158	160	163	166
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	79	79	80	80
非流动资产	**670**	**833**	**832**	**828**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	472	474	473	470
在建工程	0	0	0	0
无形资产	105	101	97	93
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	12	10	8	7
其他非流动资产	80	248	253	259
资产总计	**1,791**	**1,959**	**2,094**	**2,231**
流动负债	**235**	**251**	**252**	**253**
短期借款及一年内到期的非流动负债	188	204	204	204
经营性应付款项	39	39	40	41
合同负债	2	2	2	2
其他流动负债	6	6	7	7
非流动负债	**120**	**267**	**369**	**472**
长期借款	111	214	317	419
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0
其他非流动负债	8	53	53	53
负债合计	**354**	**518**	**621**	**725**
归属母公司股东权益	1,435	1,439	1,469	1,500
少数股东权益	2	3	4	6
所有者权益合计	**1,437**	**1,442**	**1,473**	**1,506**
负债和股东权益	**1,791**	**1,959**	**2,094**	**2,231**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,052**	**1,070**	**1,089**	**1,109**
营业成本(含金融类)	956	970	987	1,005
税金及附加	6	5	5	6
销售费用	7	43	44	44
管理费用	38	53	54	55
研发费用	2	21	22	22
财务费用	26	0	0	0
加:其他收益	0	0	0	0
投资净收益	6	37	74	78
公允价值变动	4	0	0	0
减值损失	(7)	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**21**	**15**	**51**	**55**
营业外净收支	(1)	0	0	0
利润总额	**20**	**15**	**51**	**55**
减:所得税	1	1	3	3
净利润	**18**	**14**	**49**	**52**
减:少数股东损益	1	0	1	2
归属母公司净利润	**18**	**14**	**47**	**50**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.03	0.02	0.08	0.08
EBIT	36	15	51	55
EBITDA	69	47	86	92
毛利率(%)	9.12	9.37	9.39	9.40
归母净利率(%)	1.69	1.29	4.35	4.54
收入增长率(%)	(2.58)	1.68	1.82	1.84
归母净利润增长率(%)	(2.67)	(22.45)	242.69	6.44

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	205	43	0	0
投资活动现金流	311	(156)	41	45
筹资活动现金流	(167)	109	85	84
现金净增加额	350	(4)	126	128
折旧和摊销	33	32	34	37
资本开支	(15)	(186)	(29)	(29)
营运资本变动	132	(7)	(9)	(12)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	2.36	2.36	2.41	2.46
最新发行在外股份（百万股）	609	609	609	609
ROIC(%)	1.91	0.79	2.53	2.52
ROE-摊薄(%)	1.24	0.96	3.22	3.36
资产负债率(%)	19.78	26.43	29.68	32.50
P/E（现价&最新股本摊薄）	249.46	321.69	93.87	88.19
P/B（现价）	3.10	3.09	3.03	2.96

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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