

投资评级:增持(首次)

基本数据	2025-09-10
收盘价(元)	121.95
流通股本(亿股)	4.00
每股净资产(元)	55.98
总股本(亿股)	4.08

最近 12 月市场表现



分析师 华挺

SAC 证书编号: S0160523010002
 huating@ctsec.com

联系人 宋田田

songtt@ctsec.com

相关报告

- 《业绩符合预期, 生长激素长期向好趋势不变》 2019-08-13
- 《金赛经营者股权流通有利于长远发展》 2019-03-08
- 《业绩符合预期, 中长期增长确定性强》 2018-10-22

核心观点

- ❖ **公司营业收入略微下滑, 进入转型关键期:** 2024 年实现营业收入 134.66 亿元, 同比下降 7.55%, 2025 年 H1 实现营业收入 66.03 亿元, 同比下降 0.54%。公司目前已进入“单一大单品驱动业绩增长”向“多款创新药驱动的业绩增长”的转换关键期, 多款创新药物进入临床后期及上市, 销售费用率和研发费用率会阶段性升高, 但公司运营稳健, 仍保持稳定的盈利状态, 这些将为公司转型带来充足的资金和管理体系保证。
- ❖ **新上市产品具有成为大单品的潜力:** 纳米晶型甲地孕酮克服了传统剂型需要伴高脂高热量饮食的缺陷, 大大提高患者的依从性和可及性。疗效更好、起效更快, 安全性良好的特性为 CACS 患者短时间恢复体重, 提高抗肿瘤治疗承受力提供了优良的选择。而 2025 年新获批上市的伏欣奇拜单抗作为中国首款获批用于痛风急性发作的 IL-1 β 抑制剂, 兼具长期控制、快速强效、安全放心的多重优势, 有望开启痛风治疗新格局。
- ❖ **早期在研临床管线竞争格局良好, 具有 BD 潜力:** 公司早期在研管线中 NK3R 抑制剂、PD-1 激动剂以及 TSHR 抑制剂均属于市场竞争小且在研厂家少、MNC 较为关注的靶点, NK3R 已上市两款产品, PD-1 激动剂也已有产品验证可行性, 以上均提示公司早期临床管线的重要价值。
- ❖ **投资建议:** 公司生长激素龙头地位稳固, 多款创新药打开增长空间。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 134.08/142.99/155.19 亿元, 归母净利润 22.24/23.01/24.58 亿元, 对应 PE 分别为 22.4/21.6/20.2 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 研发失败或不及预期风险; 销售不及预期风险; 生长激素主导产品集采风险

盈利预测

币种(人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,566	13,466	13,408	14,299	15,519
收入增长率(%)	15.4	-7.6	-0.4	6.6	8.5
归母净利润(百万元)	4,532	2,583	2,224	2,301	2,458
净利润增长率(%)	9.5	-43.0	-13.9	3.5	6.8
EPS(元)	11.21	6.42	5.45	5.64	6.02
PE	13.0	15.5	22.4	21.6	20.2
ROE(%)	20.5	11.2	9.2	9.0	9.1
PB	2.7	1.8	2.1	2.0	1.8

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2025 年 09 月 10 日收盘价计算)

内容目录

1	公司简介：深耕基因工程生物制药的综合发展企业	5
1.1	公司业务范围广泛，长春金赛药业为其主要资产	5
1.2	公司营业收入略微下滑，整体运营稳健	5
1.3	公司营业收入主要来自基因工程/生物类药品	6
1.4	公司转向创新驱动，持续加大研发投入	6
1.5	公司主要产品	7
2	新上市产品直击市场痛点，具有成为大单品的潜力	8
2.1	生长激素基本盘稳定，长效制剂市占率有待提高	8
2.2	醋酸甲地孕酮口服混悬液打破肿瘤恶病质营养补给困境	9
2.2.1	CACS 患病人数多，生活质量差	9
2.2.2	CACS 治疗药物少，传统剂型甲地孕酮临床使用难	10
2.2.3	新型纳米晶型甲地孕酮使用无需伴高脂高热量食物，可及性大大提高	12
2.3	伏欣奇拜单抗获批上市为痛风患者提供更优选择	13
2.3.1	高尿酸血症是痛风的基础病理条件	13
2.3.2	高尿酸血症患病人数多，痛风患病人数随之增加	14
2.3.3	IL-1 是急性痛风发作的关键细胞因子	14
2.3.4	传统疗法存在较多限制，难以达到治疗效果	15
2.3.5	目前已上市的 IL-1 抑制剂	16
3	早期临床产品靶点新颖，BD 潜力大	18
3.1	绝经后血管舒缩症患病人数多，NK3R 靶点潜力巨大	18
3.2	PD-1 激动剂在自免领域展现优势，成为自免领域新热点	20
3.3	甲状腺相关眼病上市药物尚存不足，TSHR 或成关键靶点	24
4	盈利预测	26
4.1	公司分子公司营业收入预测	26
4.1.1	制药业	26
4.1.2	房地产业	27
4.1.3	服务业	28

4.2	关键费率假设	28
4.3	可比公司估值	29
5	投资建议	30
6	风险提示	31

图表目录

图 1:	公司为长春新区国有控股的多元布局企业（截至 2025 年半年报）	5
图 2:	公司营业收入略微下滑	6
图 3:	公司的三大费用率阶段性上升	6
图 4:	公司营业收入有四大来源	6
图 5:	公司基因工程/生物类药品毛利率保持稳定	6
图 6:	公司研发投入持续增加	7
图 7:	公司在研管线	8
图 8:	生长激素以短效水针为主	9
图 9:	公司在生长激素国内市场占绝对主导地位（2024 年）	9
图 10:	CACS 严重影响抗肿瘤治疗的疗效	10
图 11:	CACS 直接导致至少 20%肿瘤患者死亡	10
图 12:	恶病质中国部分瘤种发病率（2021 年）	10
图 13:	恶病质中国发病人数（2021 年）	10
图 14:	指南推荐治疗肿瘤厌食-恶病质综合征相关症状的药物	11
图 15:	甲地孕酮通过多重机制改善食欲	12
图 16:	纳米晶型甲地孕酮与普通制剂甲地孕酮结构对比	12
图 17:	美适亚无需伴餐，餐前餐后均可起效	13
图 18:	美适亚疗效更强，起效更快	13
图 19:	高尿酸血症的形成机制	14
图 20:	全球高尿酸血症患病人数持续增加	14
图 21:	中国高尿酸血症患病人数逐渐增加	14
图 22:	NLRP3 炎症复合体的激活	15

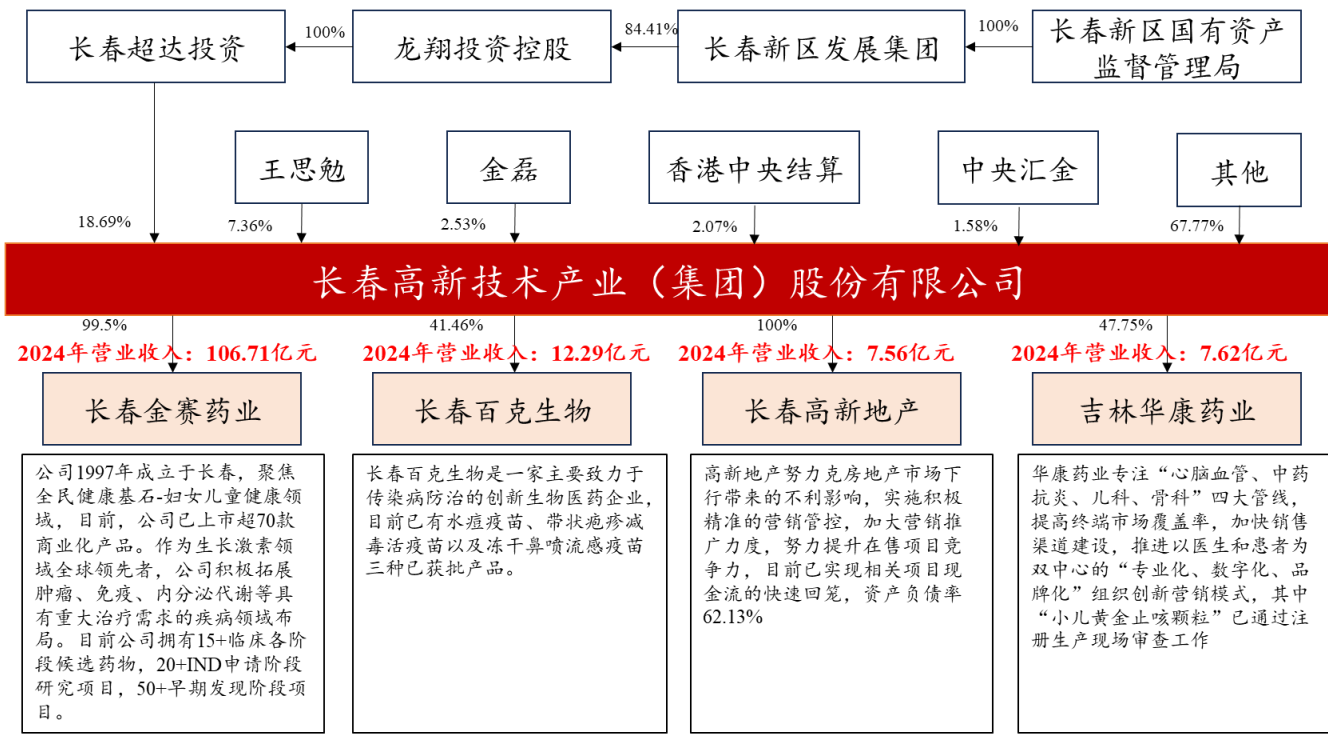
图 23:	卡那单抗的止痛效果明显	16
图 24:	伏欣奇拜单抗止痛效果与复方倍他米松相当	17
图 25:	伏欣奇拜单抗预防复发显著优于复方倍他米松 (12 周)	18
图 26:	伏欣奇拜单抗预防复发显著优于复方倍他米松 (24 周)	18
图 27:	全球更年期用药市场规模持续增长	19
图 28:	我国更年期用药市场规模持续增长	19
图 29:	NK3R 是调控 HPG 轴的关键信号节点	19
图 30:	Fezolinetant 显著降低 VMS 发作频率	20
图 31:	Elinzanetant 显著降低 VMS 发作频率	20
图 32:	PD-1 通路激活可抑制 T 细胞作用	21
图 33:	Rosnilimab 治疗后 70% 患者出现症状改善	22
图 34:	Rosnilimab 治疗后 DAS28-CRP 显著改善	22
图 35:	Rosnilimab 安全性良好	23
图 36:	TED 发病机制及目前疗法	25
图 37:	替妥尤单抗眼球突出应答率达到 85.8%	26
图 38:	替妥尤单抗显著改善眼球突出度	26
图 39:	可比公司营业收入对比	29
图 40:	可比公司归母净利润对比	29
图 41:	可比公司研发费用率对比	30
表 1:	中美欧三大市场恶病质市场规模超 248 亿美元	10
表 2:	传统疗法存在诸多隐患	16
表 3:	目前已进入临床阶段的 PD-1 激动剂	24
表 4:	公司分行业营业收入预测	28
表 5:	公司期间费用率及税率假设	29
表 6:	可比公司估值	30

1 公司简介：深耕基因工程生物制药的综合发展企业

1.1 公司业务范围广泛，长春金赛药业为其主要资产

公司由长春新区国有资产监督管理局控股，通过四大主要子公司覆盖多个领域，业务范围广泛。公司成立于1993年6月，1996年12月在深圳证券交易所挂牌上市。公司拥有四大主要子公司：长春金赛药业、长春百克生物、长春高新地产及吉林华康药业，公司主要营业收入来自长春金赛药业。目前公司已成为一家专注于医药科技创新领域，实施产业投资的企业集团。明确以生物制药为主、房地产为辅的产业定位，形成了基因工程药、生物疫苗、现代中药三大产业发展平台，实现了金赛药业、百克生物、华康药业、高新地产“四驾马车”鼎立的发展格局。

图1：公司为长春新区国有控股的多元布局企业（截至2025年半年报）



数据来源：Wind、财通证券研究所

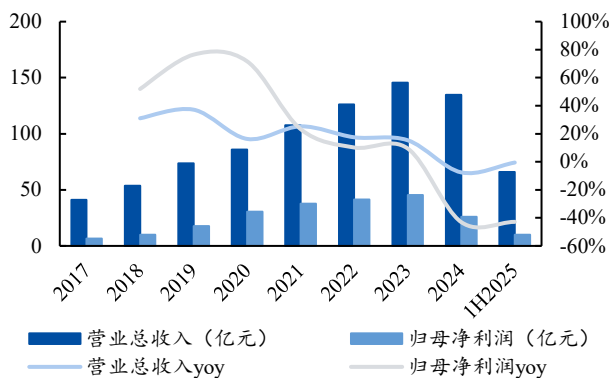
1.2 公司营业收入略微下滑，整体运营稳健

受到集采的影响，公司营业收入略微下滑。2024年公司实现营业收入134.66亿元，同比下降7.55%，主要系金赛药业、百克生物和高新地产收入下降影响，2025年上半年实现营业收入66.03亿元，同比下降0.54%，主要系百克生物、华康药业营收下降所致。

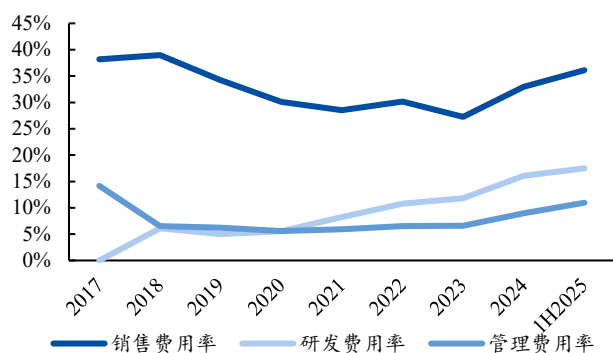
营业收入略微下滑，公司三大费用率阶段性上升，转型期归母净利润有所下滑。2024年公司实现归母净利润25.83亿元，同比下降43.01%，2025年上半年实现归母净利润9.83亿元，同比下降42.85%。主要原因系公司为强化销售端竞争力，加快新产品推广进度，销售业务人员数量增加导致销售费用率增加；公司持

续加快 1 类新药等终点新产品研发工作,研发投入持续增长导致研发费用率增加;子公司金赛药业新 BU 管理架构调整及相关下一级子公司设立,相关费用会计处理方式变化导致管理费用率增加。

公司目前已进入“单一大单品驱动业绩增长”向“多款创新药驱动的业绩增长”的转换关键期,多款创新药物进入临床后期及上市,销售费用率和研发费用率会阶段性升高,但由于公司仍保持较为稳定的盈利状态,这将为公司转型带来充足的资金保证。

图2: 公司营业收入略微下滑


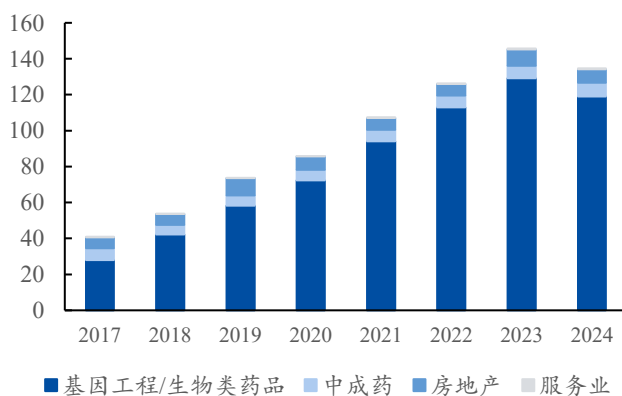
数据来源: Wind、财通证券研究所

图3: 公司的三大费用率阶段性上升


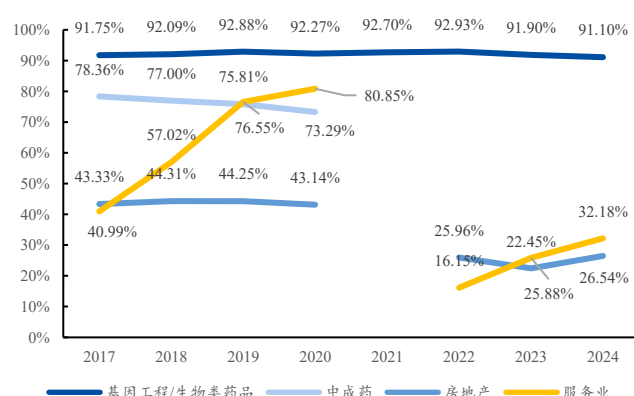
数据来源: Wind、财通证券研究所

1.3 公司营业收入主要来自基因工程/生物类药品

公司营业收入主要有四大来源,分别是基因工程/生物类药品、中成药、房地产和服务业,其中基因工程/生物类药品的占比最高,2024 年基因工程/生物类药品销售收入 119.04 亿元,占营业总收入 88.41%。此外,基因工程/生物类药品也是公司产品中毛利率最高的品类,2017-2024 年毛利率始终维持在 91%以上。

图4: 公司营业收入有四大来源


数据来源: 公司公告、财通证券研究所 (单位: 亿元)

图5: 公司基因工程/生物类药品毛利率保持稳定


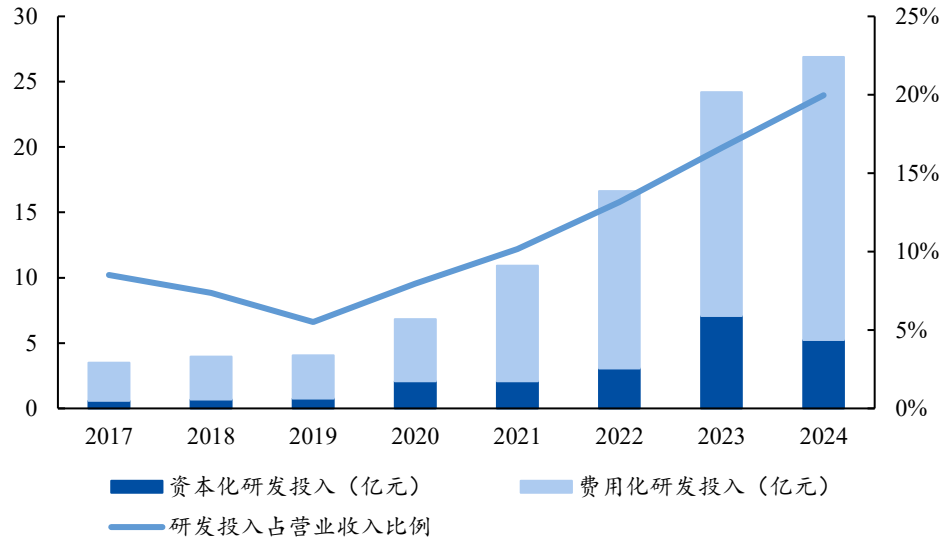
数据来源: 公司公告、财通证券研究所

1.4 公司转向创新驱动,持续加大研发投入

公司近年来创新转型,持续加大研发投入,2017-2024 年公司研发投入从 3.49 亿元增长至 26.90 亿元,占营业收入比例也从 8.50%增长至 19.97%。随着研发

投入持续增加，公司拥有的创新管线也在快速推进，2025年7月2日伏欣奇拜单抗获批上市，成为第一款公司自研的新型生物制品。

图6：公司研发投入持续增加



数据来源：公司公告、财通证券研究所

1.5 公司主要产品

公司已上市产品主要有生长激素包括粉针剂、水针剂、长效水针剂三代生长激素产品、促卵泡激素、醋酸甲地孕酮、水痘、流感及带状疱疹疫苗、中成药。2025年7月2日，公司子公司长春金赛自研的国内首款 IL-1 β 抑制剂伏欣奇拜单抗获批上市，标志公司从“生长激素大单品”转向“创新能力驱动的综合药企”。

公司已有多款进入临床在研产品，其中包括 GS1-144、GenSci098、GenSci120、GenSci128 等多款潜力创新产品。除此之外，公司还围绕核心创新，构建了靶向递送 RNA 技术平台、AI 驱动裂解酶药物技术平台、蛋白药物长效控释技术平台及双功能/多功能大分子平台多个具备国际竞争力的核心技术平台。

图7：公司在研管线

【肿瘤】		【免疫和呼吸】		【内分泌代谢】		【女性健康】	
前列腺癌管线		肾病管线		生长发育、骨代谢和罕见病管线		辅助生殖、潮热、阴道炎、子宫内腺异位症	
亮丙瑞林注射剂	前列腺癌 GnRH	GenSci136	IgA肾病 APRIL X BAFF	伏欣奇拜单抗 GenSci048	结缔组织病相关间质性肺病 IL-1β	GenSci093	儿童中枢性早熟 GnRHR
GenSci143	前列腺癌 B7H3 x PSMA	痛风, 风湿和皮肤疾病管线		GenSci111	特发性肺纤维化 CTGF	重组人促卵泡激素 CTP融合蛋白注射液 GenSci094	青少年特发性低促性腺激素 性腺功能减退症 FSHR
GenSciP153	前列腺癌	伏欣奇拜单抗 GenSci048	全身型幼年特发性关节炎 IL-1β	GenSciP117	特发性肺纤维化 MMP-7	GenSci134	生长激素缺乏症
GS24-B039	前列腺癌 CY17	伏欣奇拜单抗 GenSci048	预防痛风发作 IL-1β	GenSciP118	慢性阻塞性肺疾病 RAGE	GenSci098	格雷夫斯病 TSHR
结直肠癌管线		GenSci120	类风湿关节炎、红斑狼疮 PD-1	GS24-B044	慢性阻塞性肺疾病	GS3-007a GenSci073	儿童生长激素缺乏症; 成人 生长激素缺乏症诊断 GHSR1a
GenSci139	结直肠癌 EGFR x HER2	GenSci161	化脓性汗腺炎	GS24-B063	COPD, 哮喘 TSLP x* x*	GenSci144	苯丙酮尿症 SLC6A19
肺癌管线		GenSci136	红斑狼疮, 原发性干燥综合征 APRIL X BAFF	GenSciP163	肺部耐药菌感染	GenSci155	支气管肺发育不良 IGF-1
GenSci128	TP53 Y220C突变实体瘤 TP53 Y220C	GS25-B001	特应性皮炎 IL-13 x* x*	神经疾病管线		GenSci164	甲状旁腺功能减退 PTH
GenSci139	肺癌 EGFR x HER2	GS24-B040	系统性红斑狼疮	GenSci155	脑卒中 IGF-1	GenSciP133	骨质疏松 PTH-RANKL
卵巢癌、乳腺癌管线		IBD管线		GenSci136	重症肌无力 APRIL x BAFF	减重管线	
GenSci093	绝经前乳腺癌 GnRH	GenSci120	炎症性肠病 PD-1	GS24-B037	阿尔茨海默病	GenSciP156	肥胖症 ACTRII/GIPR
GenSci122	高浆卵巢癌 KIF18A	GS25-B005	炎症性肠病	眼科疾病管线		GS24-B053	肥胖症
GenSci139	乳腺癌 EGFR x HER2	GS24-B010	炎症性肠病 IL-23 x* x*	GenSci098	甲状腺相关眼病 TSHR	GS24-B043	肥胖症
GenSci140	≥2线铂耐药卵巢癌 FRα x FRα	GS24-B062	炎症性肠病 TL1A x* x*	GenSci148	湿性年龄相关性黄斑变性 VEGF-A/C/D x ANG2		
GenSci145	乳腺癌 PI3Kα						
其它							
GenSci139	尿路上皮癌、胃癌 EGFR x HER2						

数据来源：公司 2025 年中报、财通证券研究所

2 新上市产品直击市场痛点，具有成为大单品的潜力

2.1 生长激素基本盘稳定，长效制剂市占率有待提高

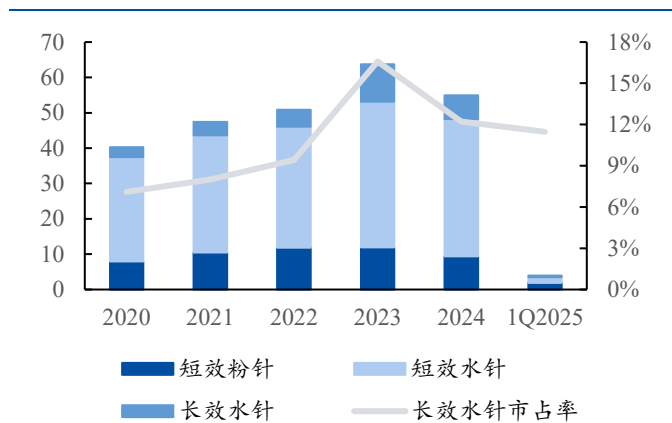
生长激素是由基因重组技术合成的多肽类激素，主要用于治疗由内源性生长激素缺乏引起的儿童矮小症。根据中华医学会儿科分会数据显示，我国儿童矮小症发病率约为 3.2%，需要治疗的 4-15 岁患儿约有 700 万人，但每年就诊患者不到 30 万人，真正接受合理治疗的患者不到 3 万名，远低于欧美国家 10% 的渗透率，因此目前仍存在巨大的未满足需求。

根据药智网数据，2020-2025 年 Q1 院内销售额中短效水针始终占据超 50% 的市场份额，这是由于短效粉针冻干会影响肽链空间结构，且需要患者自行溶解、易污染、操作复杂等因素导致患者依从性较差。首款长效水针于 2014 年上市，作为周制剂相较于短效水针每天注射，增加使用便捷度及依从性，大大降低了漏针率。但由于目前长效水针是生长激素产品中最贵的产品（国产短效粉针 2-3 万元/年；短效水针 5-7 万元/年；长效水针 14-15 万元/年）且生长激素市场仍在向基层渗透，基层对高价位产品较敏感，以上原因导致长效生长激素的市占率提升较为缓慢。

根据药智网医院端生长激素销售数据，生长激素市场由国内企业主导，这是因为国内企业产品相较于国外企业产品普遍价格较低（海外平均价格为每针 654.3 美元，

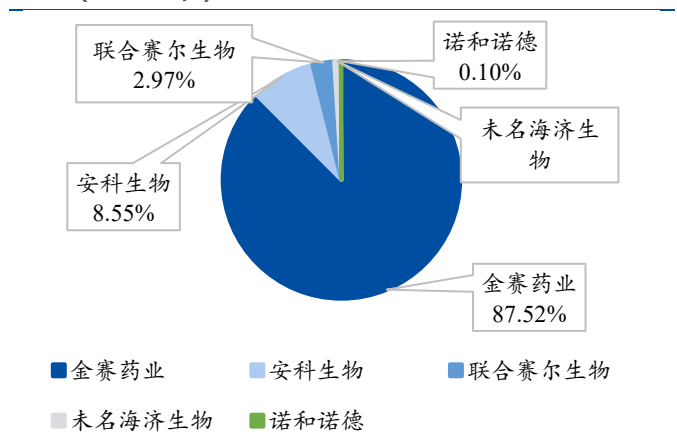
约为国内同规格产品的 7 倍)。其中公司子公司金赛药业在生长激素市场占据绝大部分的市场份额，2024 年市场份额达到 87.52%。

图8：生长激素以短效水针为主



数据来源：药智网、财通证券研究所（单位：亿元）

图9：公司在生长激素国内市场占绝对主导地位（2024年）



数据来源：药智网、财通证券研究所

目前仅有特宝生物的长效生长激素产品获批上市，且由于国内生长激素市场仍有较大空间增长，新产品的获批上市将有助于长效生长激素的深层渗透，而公司作为全球少数拥有粉针剂、水针剂、长效水针剂三代生长激素产品的企业，可以为不同需求的患者提供多样化的产品选择。

2.2 醋酸甲地孕酮口服混悬液打破肿瘤恶病质营养补给困境

醋酸甲地孕酮口服混悬液（美适亚®）由保盛药业股份有限公司开发，金赛药业于2024年获得该产品在中国大陆、香港、澳门地区及新加坡独家经销和产品上市许可持有人授权，目前已获批“癌性厌食-恶病质综合征”的适应症。2025年6月14日，公司新增适应症（预防化疗引起的恶心呕吐）已获批开展临床试验。

2.2.1 CACS 患病人数多，生活质量差

癌性厌食-恶病质综合征（CACS）以持续性骨骼肌丢失（伴有或不伴脂肪组织丢失）为特征，不能被常规营养支持完全缓解，逐步导致功能障碍的多因素综合征。恶病质常伴有厌食、消瘦、贫血及全身多器官衰竭等临床特点，以厌食、进行性体重下降、肌肉萎缩和代谢异常为特征，严重影响患者的生活质量和治疗效果。

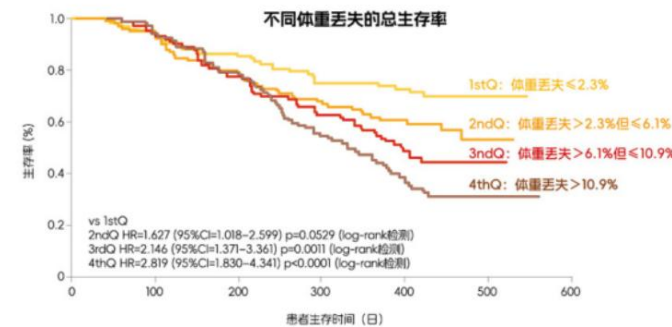
CACS 患者股四头肌面积减少，骨骼肌指数减少，肌肉质量严重受损。Nature 发表的研究结果显示，体重丢失越多，患者生活质量越差，生存时间越短，CACS 直接导致至少 20% 肿瘤患者死亡。

图10: CACS 严重影响抗肿瘤治疗的疗效



数据来源: 百瘤汇、财通证券研究所

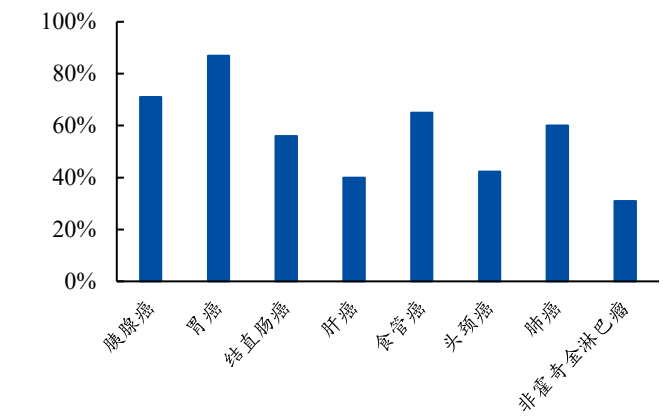
图11: CACS 直接导致至少 20% 肿瘤患者死亡



数据来源: 百瘤汇、财通证券研究所

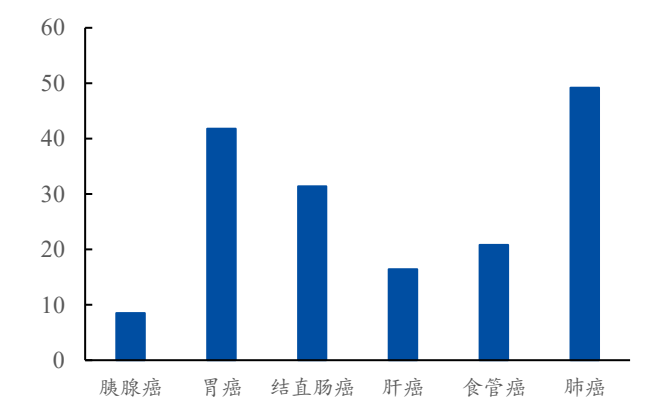
恶性肿瘤伴发恶病质非常普遍, 根据原发肿瘤部位, 胰腺癌和胃癌约为 80%, 肺癌、前列腺癌和结肠癌为 54%-60%, 乳腺癌、肉瘤、淋巴瘤和白血病为 32%-48%。同一肿瘤不同分期的恶病质发生率不同, 晚期肿瘤伴发恶病质高达 80%。其中肺癌和胃癌恶病质发病人数最多, 分别为 49.2 和 41.8 万人。

图12: 恶病质中国部分瘤种发病率 (2021 年)



数据来源: 智慧芽全球新药情报库、财通证券研究所

图13: 恶病质中国发病人数 (2021 年)



数据来源: 智慧芽全球新药情报库、财通证券研究所 (单位: 万人)

一项 2019 年由 Anker 主导的 Meta 研究表明, 在美国和欧洲, 恶病质患病率在肿瘤患者人群中高达 30%。针对恶病质的癌症药物将成为癌症患者的基础、长期用药; 按每位病人每年费用 1.6 万美元 (欧美) 和 0.4 万美元 (中国) 计算, 中美欧市场规模超过 248 亿美元。

表1: 中美欧三大市场恶病质市场规模超 248 亿美元

	中国	美国	欧洲	总计
癌症患者 (百万人)	3.12	1.75	2.67	7.54
恶病质发生率	30%	30%	30%	30%
恶病质病人 (百万人)	1	0.5	0.8	>2.3
每个病人的治疗费用 (千美元)	4	16	16	
恶病质市场 (十亿美元)	4	24	12.8	>24.8

数据来源: 智慧芽全球新药情报库、财通证券研究所

2.2.2 CACS 治疗药物少, 传统剂型甲地孕酮临床使用难

根据肿瘤患者的体重下降、代谢及厌食情况，恶病质可分为恶病质前期、恶病质期、恶病质难治期。进入恶病质难治期，通常患者的预计生存时间小于 3 个月。目前用于改善肿瘤厌食-恶病质综合征相关症状的药物较少，仅孕酮类药物获得指南 I 级推荐。创新药方向仅日本获批上市阿拉莫林，但该药并未实质上提升患者的身体机能和生存期。

图14： 指南推荐治疗肿瘤厌食-恶病质综合征相关症状的药物

5.1 用于改善肿瘤厌食 - 恶病质综合征相关症状的药物

	I 级推荐	II 级推荐	III 级推荐
刺激食欲	孕酮类 ^{a, b, c} [1A 类]	糖皮质激素 ^{d, e} [1B 类] 精神科药物：奥氮平、米氮平 ^f [2A 类]	n-3 多不饱和脂肪酸或鱼油补充剂 ^h [2B 类] 阿拉莫林 ⁱ [2A 类]
改善早饱		促胃肠动力药 ^g [2A 类]	

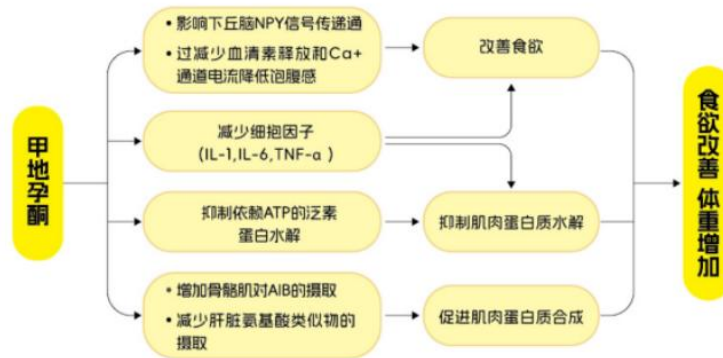
5.2 肿瘤厌食 - 恶病质综合征药物的具体用法

药物分类	药物名称	推荐剂量及使用途径	推荐治疗期
孕酮类	醋酸甲地孕酮片	160~800mg/d ^{a, b} 口服	1~12 周 ^d
	醋酸甲地孕酮口服混悬液 ^c	2.5ml/d, 5ml/d (125mg/ml) ^c 口服	1~12 周 ^d
	醋酸甲羟孕酮片	500~1 000mg/d ^e 口服	1~12 周 ^d
糖皮质激素类	地塞米松片 / 注射液	3~8mg/d ^f 口服 / 静脉	1~3 周 ^f
	泼尼松片	15~30mg/d ^f 口服	1~3 周 ^f
	甲泼尼龙片	32mg/d ^f 口服	1~3 周 ^f
促胃肠动力药	甲氧氯普胺片 / 注射液 ^g	5~10mg 餐前 / 睡前 15min 或 5~20mg 口服 / 静脉 / 肌注，每 6h 一次	根据需要
	多潘立酮片	10mg 口服，每日 3 次	根据需要
精神科药物	奥氮平 ^h	2.5~5mg 口服（睡前），每日 1 次	根据需要
	米氮平 ⁱ	15~30mg 口服（睡前），每日 1 次	根据需要
营养素	二十碳五烯酸 ^j	≥ 2g/d 口服	持续服用

数据来源：《肿瘤厌食-恶病质综合征 CSCO 治疗指南 2025 年版》、财通证券研究所

甲地孕酮作为典型的孕酮类药物，是早期应用于 CACS 治疗的药物之一，通过调节体液和神经机制显著改善患者的食欲状况。

图15: 甲地孕酮通过多重机制改善食欲



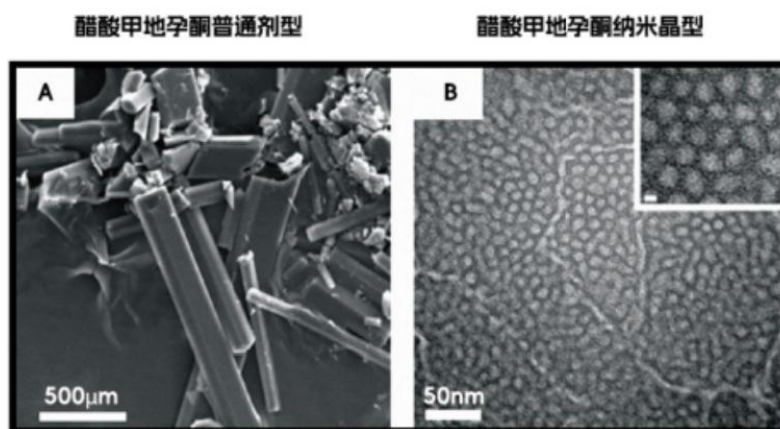
数据来源: 百瘤汇、财通证券研究所

传统剂型的醋酸甲地孕酮是一种天然类固醇激素黄体酮的合成衍生物, 普通剂型在水中的溶解度较低($2 \mu\text{g/ml}$)且生物利用度不足, 以上严重影响药物发挥作用, 因此在治疗过程中往往需要借助高脂高热的特殊饮食策略(要求患者单次摄入达到 $800-1000\text{kcal}$: 相当于 2 个煎蛋+100g 油条+100g 火腿肠+240ml 全脂牛奶) 通过促进胆汁酸的分泌间接提升药物血药浓度。

2.2.3 新型纳米晶型甲地孕酮使用无需伴高脂高热量食物, 可及性大大提高

纳米药物制剂是指利用纳米技术将药物制备成尺寸小于 1 微米的颗粒, 主要包括纳米微球、白蛋白纳米粒、纳米晶和纳米乳剂等多种形式。其中, 药物纳米晶是将原料药与少量稳定剂直接微粉化至纳米级的药物粒子, 通常存在于液体中, 以混悬液形式存在。这一创新剂型构建了一个无载体的胶体药物微粒分散体系, 不仅显著提升了药物的载药量, 还因减少了辅料的使用而增强了药物的安全性和纯度。另外纳米晶技术有效解决了难溶性药物溶解度的难题, 通过减小药物粒子的粒径, 极大的增加药物的比表面积, 从而加速溶解过程, 提高溶解度, 进一步增强药物的疗效。

图16: 纳米晶型甲地孕酮与普通制剂甲地孕酮结构对比



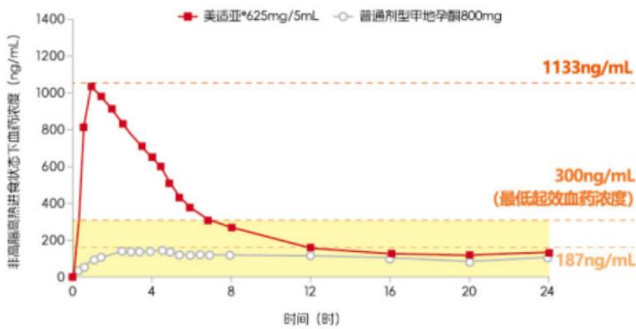
普通制剂醋酸甲地孕酮中含有尺寸超过 $500 \mu\text{m}$ 的大而不规则的醋酸甲地孕酮微晶。

相比之下, 美适亚®的纳米晶体具有均匀的尺寸分布, 平均为 $26.6 \pm 8.1 \text{ nm}$

数据来源: 百瘤汇、财通证券研究所

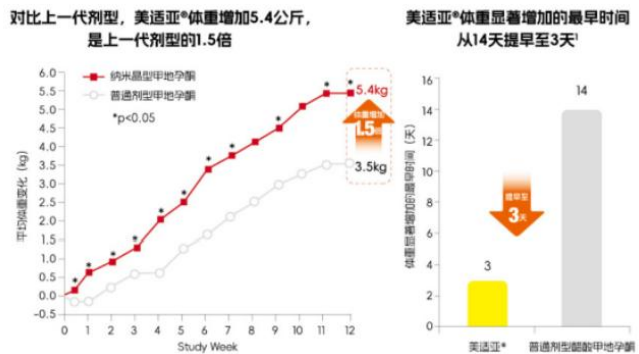
纳米晶型醋酸甲地孕酮通过纳米晶技术解决以上问题,使生物利用度、溶出速率、溶解度大幅提升,并通过生物黏附效应及多种吸收机制,减少了进食对药物吸收的影响,无须伴餐,餐前/后均可起效。基于以上优化,纳米晶型醋酸甲地孕酮具有更强的疗效,研究显示 12 周平均恢复体重 5.4 公斤,是普通剂型的 1.5 倍,且增加的体重中 40%为肌肉,60%为脂肪。同时,起效时间也更快速,血药达峰时间缩短 70%,体重显著增加的最早时间为服药后第 3 天。

图17: 美适亚无需伴餐,餐前餐后均可起效



数据来源: 百瘤汇、财通证券研究所

图18: 美适亚疗效更强,起效更快



数据来源: 百瘤汇、财通证券研究所

癌症患者本就食欲不振,传统剂型的伴高脂高热量饮食要求极难达到,纳米晶型甲地孕酮克服了传统剂型需要伴高脂高热量饮食的缺陷,大大提高患者的依从性和可及性。美适亚疗效更好、起效更快和安全性良好的特性为 CACS 患者短时间恢复体重,提高抗肿瘤治疗承受力提供了优良的选择。另外甲地孕酮作为指南唯一 I 级推荐药物,医生和患者教育已较为全面,纳米晶型甲地孕酮也得到 CSCO 多名专家推荐,以上都有助于公司对美适亚在国内进行的推广,在可预见的未来,美适亚或将成为公司肿瘤领域大单品。

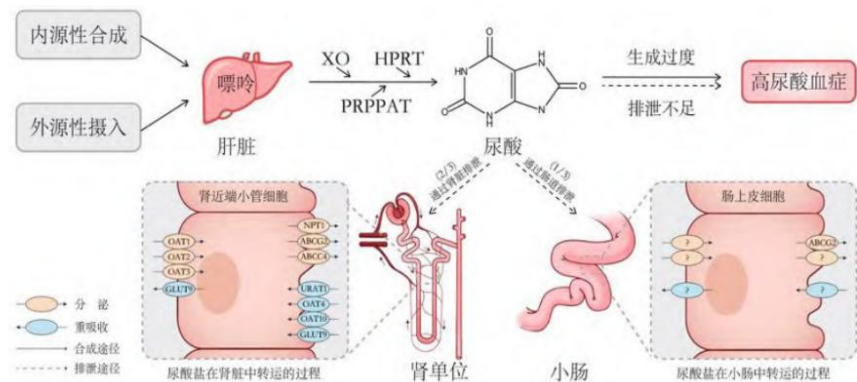
2.3 伏欣奇拜单抗获批上市为痛风患者提供更优选择

2.3.1 高尿酸血症是痛风的基础病理条件

痛风是一种由于高尿酸血症导致尿酸盐结晶在关节、软组织、肾脏等部位沉积的疾病,它会引发包括痛风性关节炎、尿酸性肾病和尿路结石在内的一系列临床综合征,属于代谢性风湿病的一种。痛风通常与其他疾病有关,如高血压、肥胖、心血管疾病、糖尿病、血脂异常、慢性肾病和肾结石,这些疾病会使痛风的治疗复杂化,并导致过早死亡。

而高尿酸血症则定义为成人在正常嘌呤饮食情况下,不分男女,非同日 2 次空腹血尿酸水平超过 $420 \mu\text{mol/L}$ 。根据体内尿酸生成和代谢途径不同,将高尿酸血症分为肾脏尿酸排泄不良型、尿酸生成过多型及混合型。当高尿酸血症患者血尿酸超过其在血液或组织液中的饱和度可发生尿酸盐晶体沉积,诱发局部炎症反应和组织破坏,导致痛风性关节炎、尿酸盐性肾病和肾结石称为痛风。

图19： 高尿酸血症的形成机制



XO: 黄嘌呤氧化酶; PRPPAT: 磷酸核糖焦磷酸酰胺转移酶; HPRT: 黄嘌呤鸟嘌呤磷酸核糖转移酶; OAT: 有机阴离子转运蛋白; GLUT9: 葡萄糖转运蛋白9; URAT1: 尿酸盐阴离子转运蛋白1; ABCG2 为 ATP 结合盒超家族 G 成员; ABCG1 为 ATP 结合盒转运蛋白1; NPT1 为钠依赖性磷酸转运蛋白1。

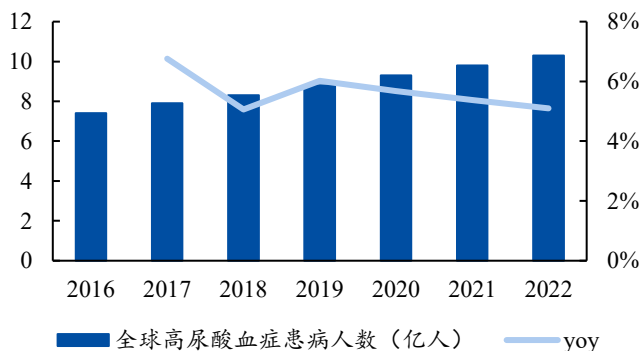
数据来源:《运动调控尿酸的作用机制》-吴宗辉、财通证券研究所

2.3.2 高尿酸血症患病人数多，痛风患病人数随之增加

高尿酸血症患病率受多种因素影响，主要包括地区、性别、年龄、地理位置、气候条件以及其他多种危险因素。2018-2019 年我国慢性病及危险因素监测数据显示，我国成人居民高尿酸血症患病率达 14%，其中男性为 24.5%，女性为 3.6%，另外青年男性（18-19 岁）患病率达 32.3%，呈显著年轻化趋势。

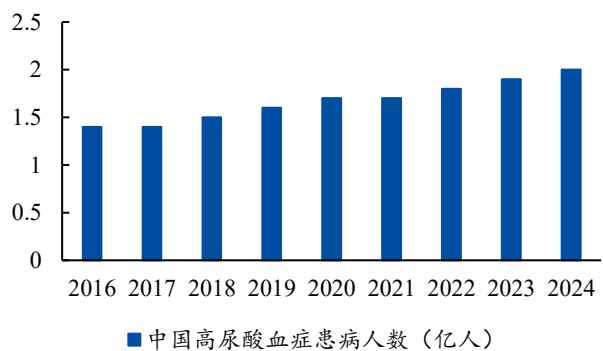
部分高尿酸患者会进展为痛风，痛风属于全球性疾病，不同国家、地区的患病率有所差异。欧洲痛风患病率为 0.9%-2.5%。美国痛风患病率也逐年增加，从 1988-1994 年的 2.64% 升至 2007-2010 年的 3.76%。根据 2021 年《中国高尿酸及痛风趋势白皮书》，我国痛风人数接近 1500 万人，根据 The Lancet 最新研究，2025 年中国痛风患者将接近 1800 万人。

图20： 全球高尿酸血症患病人数持续增加



数据来源: 医药地理、财通证券研究所

图21： 中国高尿酸血症患病人数逐渐增加



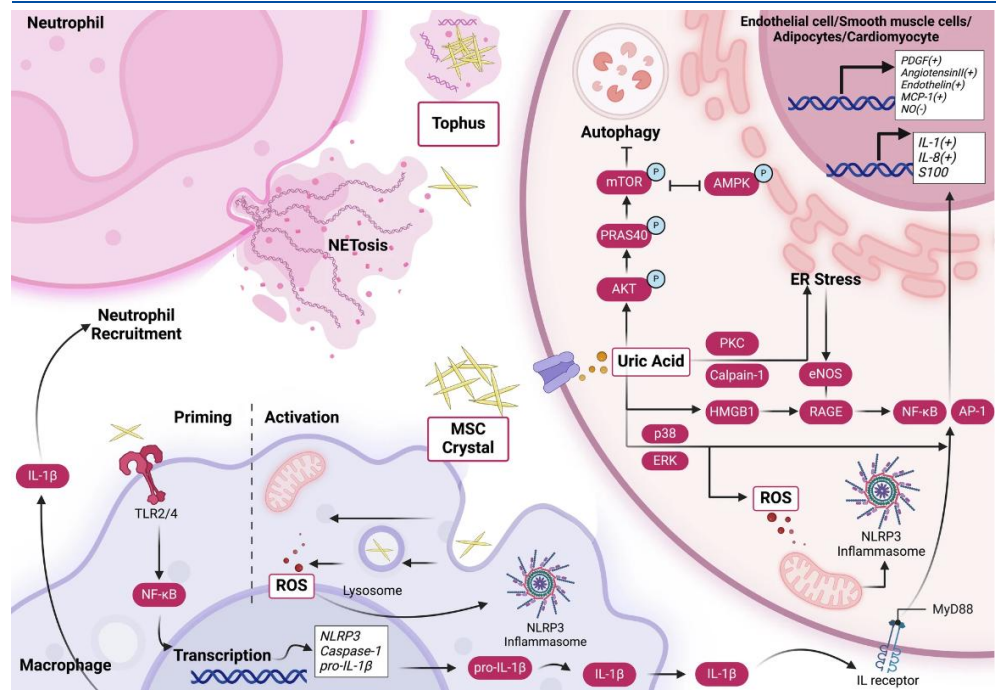
数据来源: 医药地理、财通证券研究所

2.3.3 IL-1 是急性痛风发作的关键细胞因子

急性痛风发作与 NLRP3 炎性小体的激活特别相关，NLRP3 炎性小体的激活依赖于双信号，第一个信号通过 TLR4 和 TLR2 刺激 NF- κ B 以及前体 IL-1 β

(Pro-IL-1 β)和炎性体成分的合成,尿酸单钠盐晶体作为第二个激活信号,引起炎性体的组装和Caspase-1的激活,Caspase-1将Pro-IL-1 β 蛋白水解为IL-1 β ,IL-1 β 与其受体相互作用,触发涉及促炎细胞因子和趋化因子的下游信号级联,导致中性粒细胞和其他细胞募集。在此过程中,IL-1是其中的关键细胞因子。

图22: NLRP3 炎症复合体的激活



数据来源:《Hyperuricemia and its related diseases: mechanisms and advances in therapy》-高俊杰、财通证券研究所

2.3.4 传统疗法存在较多限制,难以达到治疗效果

2023 年痛风诊疗规范认为痛风的急性期治疗原则是快速控制关节炎症和疼痛,目前一线治疗药物有秋水仙碱和非甾体抗炎药,存在治疗禁忌或治疗效果不佳时,也可考虑短期应用糖皮质激素抗炎治疗,另外也可以使用白介素-1 受体拮抗剂作为二线痛风急性发作期的治疗。

表2：传统疗法存在诸多隐患

药物名称	注意事项	不良反应
秋水仙碱	eGFR<15ml/min 者或透析患者禁用；使用强效 P-糖蛋白和/或 CYP3A4 抑制剂（如环孢素 A 或克拉霉素）的患者禁用	该药可能出现胃肠道不良反应，如腹泻、腹痛、恶心、呕吐，同时可能出现肝、肾损害及骨髓抑制，应定时监测肝肾功能及血常规
非甾体抗炎药	活动性消化道出血、穿孔是用药禁忌，肾功能异常者应充分水化并检测肾功能，eGFR<30ml/min 且未行透析者不宜使用	消化道溃疡、出血、穿孔等胃肠道风险；可能增加心血管事件发生风险
糖皮质激素	使用时注意排除关节感染	高血压、高血糖、高血脂、水钠潴留、感染、胃肠道出血、骨质疏松等不良反应

数据来源：《痛风诊疗规范》-中华内科杂志、财通证券研究所

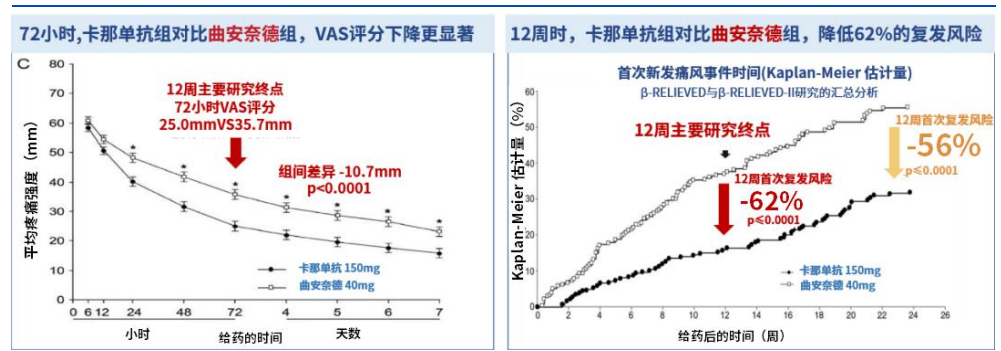
传统药物存在诸多隐患，难以达到预期的治疗效果，且不利于痛风患者的长期抗炎治疗。非甾体抗炎药可能引发胃肠道出血、心血管疾病等严重不良反应；秋水仙碱治疗窗窄，使用不当可能导致中毒，长期使用会造成消化道和肝肾不良反应，严重影响生活质量。因此临床亟需具备长期控制炎症，降低发作频率且更加安全的创新治疗方案。因此 IL-1 抑制剂的开发成为市场热点。

2.3.5 目前已上市的 IL-1 抑制剂

目前国内外已获批上市的 IL-1 抑制剂包括阿纳白滞素、利纳西普、卡那单抗、伏欣奇拜单抗等，利纳西普由于获益没有显著高于安全风险；阿纳白滞素未进入 III 期研究，且其会产生过高的抗药物抗体，因此以上两款药物均未被正式获批。其中卡那单抗是全球首个获批用于治疗急性痛风性关节炎 IL-1 β 抑制剂，于 2023 年 8 月 FDA 获批。

两项随机、多中心、阳性对照、双盲试验及其初步扩展研究（ β -RELIEVEDE 及 β -RELIEVEDE-II）纳入 454 例急性痛风性关节炎患者，研究发现，72 小时卡那单抗对比曲安奈德组，VAS 评分下降更显著。12 周时，卡那单抗组对比曲安奈德组，降低 62% 的复发风险。

图23：卡那单抗的止痛效果明显



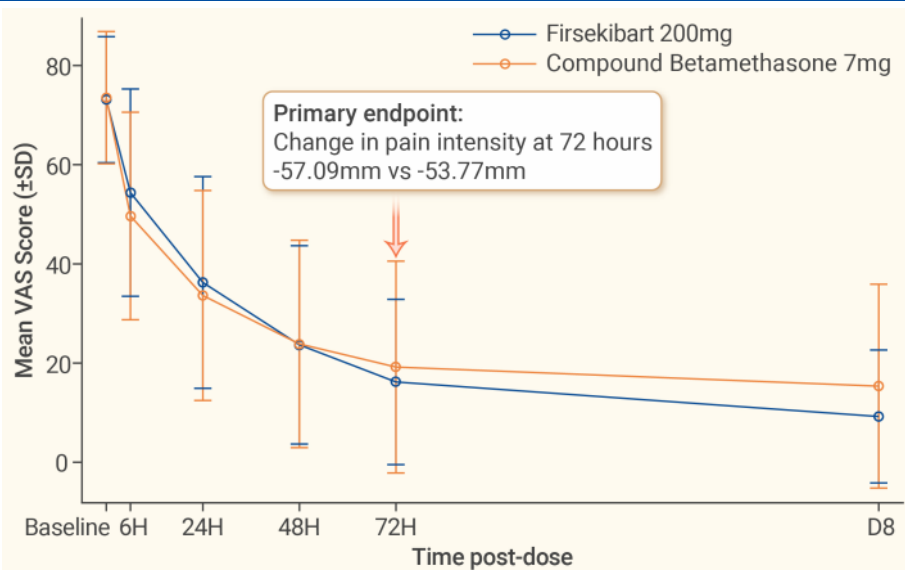
数据来源：医脉通、财通证券研究所

2025年7月2日，公司子公司金赛药业自主研发的1类创新药伏欣奇拜单抗获批上市，获批适应症为对NSAIDs和/或秋水仙碱禁忌、不耐受或缺乏疗效的，以及不适合反复使用类固醇激素的成年痛风性关节炎急性发作患者。本次获批基于伏欣奇拜单抗III期临床研究的卓越疗效，目前公司的注射用制剂也已在开发过程中，另外该产品还有在研的全身型幼年特发性关节炎处于临床III期、结缔组织相关的间质性肺病处于临床II期阶段。

III期研究是一项多中心、随机化、双盲、双模拟、阳性对照的临床试验，纳入标准为“确诊痛风+1年内≥2次痛风急性发作+NSAIDs/秋水仙碱禁忌、不耐受或缺乏疗效”的患者。设置双终点评估伏欣奇拜单抗的抗炎和防复发效果。

研究共纳入311例患者进入全分析集，研究对象特征与中国临床真实世界患者特征相符。结果显示：伏欣奇拜单抗的止痛效果非劣于复方倍他米松，两组72小时疼痛VAS评分较基线变化分别为-57.09mm和-53.77mm，同时研究展现了伏欣奇拜单抗的快速止痛效果，开始治疗仅6小时后，伏欣奇拜单抗组疼痛评分已较基线下降20mm，且伏欣奇拜单抗组患者补救治疗比例也远低于复方倍他米松组（10.9%vs48.4%）。

图24： 伏欣奇拜单抗止痛效果与复方倍他米松相当



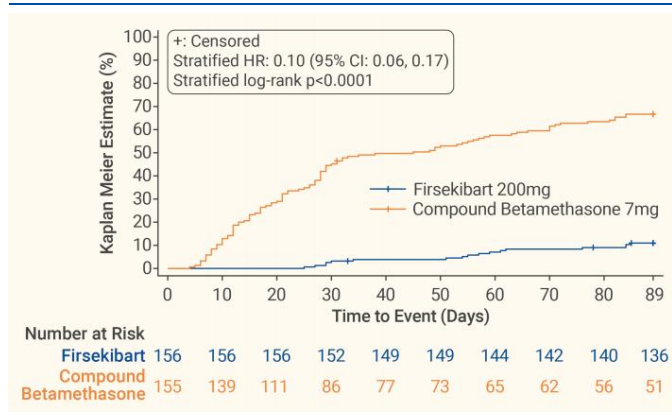
数据来源：梅斯医学、财通证券研究所

除此之外，伏欣奇拜单抗预防复发结果也显著优于复方倍他米松，12周内首次急性发作的中位复发时间伏欣奇拜单抗组未达到，而复方倍他米松组仅有45.0天，风险比HR达到0.10，这意味着伏欣奇拜单抗组患者12周内的首次复发风险相比复方倍他米松组显著降低了90%。伏欣奇拜单抗组中至少有一次复发的患者比例为10.7%，远低于复方倍他米松组的65.2%，24周内降低复发风险高达87%。

安全性方面，伏欣奇拜单抗组大多数不良事件为1-2级，无需药物干预，未发现与药物相关严重不良事件，也未出现抗药物抗体相关不良事件，研究中共出现3

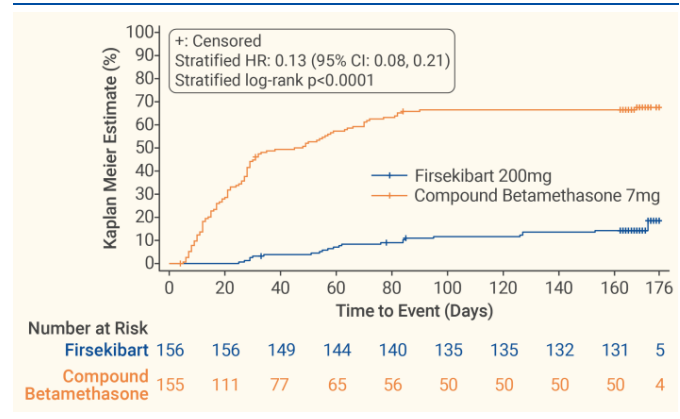
例导致停药的不良事件以及 3 例药物相关严重不良事件，均发生在复方倍他米松组。

图25： 伏欣奇拜单抗预防复发显著优于复方倍他米松（12周）



数据来源：梅斯医学、财通证券研究所

图26： 伏欣奇拜单抗预防复发显著优于复方倍他米松（24周）



数据来源：梅斯医学、财通证券研究所

作为中国首款获批用于痛风急性发作的 IL-1 β 抑制剂，伏欣奇拜单抗兼具长期控制、快速强效、安全放心的多重优势，有望开启痛风治疗新格局，秋水仙碱本身应用的广泛性及较高的可及性，IL-1 β 新型疗法可能需要较长的市场教育和推广期，但由于三生国健在研的 SSGJ-613 也处于注册申请阶段，相信两款产品的集中上市将为 IL-1 抑制剂在痛风市场的普及加速。

3 早期临床产品靶点新颖，BD 潜力大

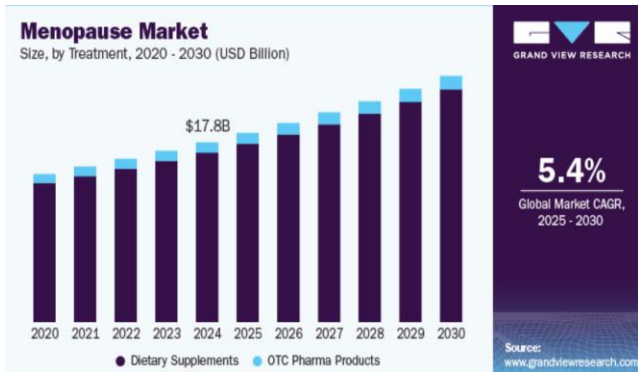
3.1 绝经后血管舒缩症患者人数多，NK3R 靶点潜力巨大

根据联合国世界卫生组织估计，到 2030 年全球更年期女性人口预计将增加到 12 亿，我国更年期女性将超过 2.1 亿，而高达 80% 的更年期女性会经历绝经后血管舒缩症（VMS，又名潮热），一般在末次月经后平均持续 7-10 年，其中 1/3 的女性报告会出现非常频繁或严重的症状。

目前缓解绝经相关 VMS 最常用的治疗方法为绝经激素治疗。然而，绝经激素治疗的使用禁忌症较多，具有治疗窗口期，研究证明还可能会增加乳腺癌、心血管疾病和血栓栓塞发生风险。另外据 2021 年的一项全球调查报告显示，3460 名更年期女性中，大约 10% 的女性无法使用激素治疗（9% 来自美国，12% 来自欧洲，8% 来自日本）。此外，约 50% 的女性表示她们虽然符合激素治疗的条件，但不想使用激素治疗（54% 来自美国，56% 来自欧洲，79% 来自日本）。因此对于更年期产生的相关症状开发非激素的治疗方法是必要的。

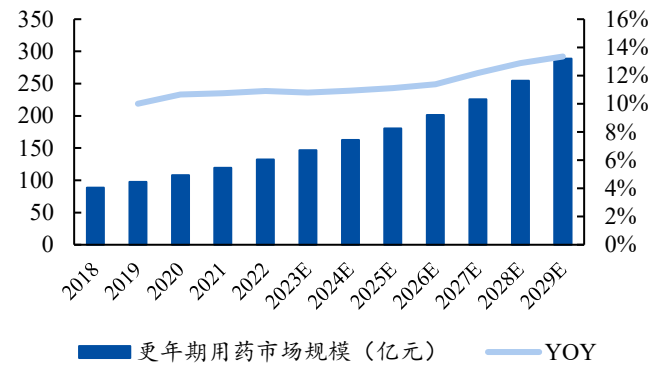
根据 Grandview 预测，2024 年全球更年期市场规模为 177.9 亿美元，预计 2025 年至 2030 年复合年增长率将达到 5.42%，2030 年市场规模将达到 243.5 亿美元。而根据智研瞻产业研究院的数据，2022 年我国更年期用药行业市场规模为 132.28 亿元，同比增长 10.91%。根据智研瞻产业研究院进一步预测，2029 年我国更年期用药市场规模将达到 288.74 亿元。

图27： 全球更年期用药市场规模持续增长



数据来源：Grand View Research、财通证券研究所

图28： 我国更年期用药市场规模持续增长

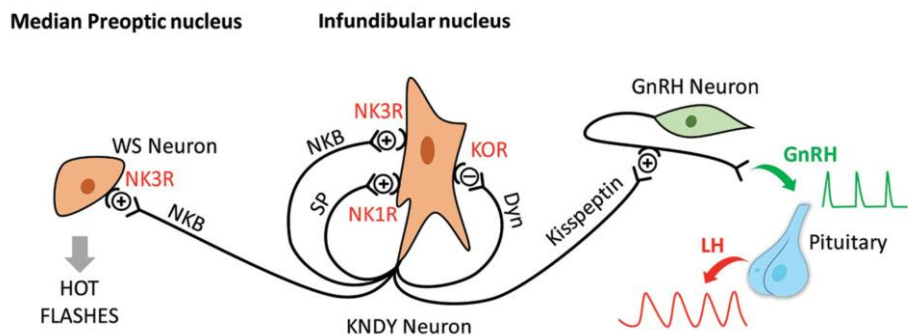


数据来源：智研产业研究院、财通证券研究所

目前非激素药物有雌激素受体激动剂和神经激肽（NKRs）拮抗剂等。NKRs 属于 G 蛋白偶联受体（GPCR）超家族，根据配体选择性分为三类：NK1R、NK2R 和 NK3R。其中 NK3R 作为神经激肽 B 的高亲和力受体，是调控下丘脑-垂体-性腺轴（HPG 轴）的关键信号节点，直接参与性激素的脉冲式释放。

在生殖调控中枢下丘脑弓状核中，NKB 与基斯细胞素、强啡肽共表达于 KNDy 神经元，并通过激活 NK3R 驱动促性腺激素释放激素（GnRH）脉冲生成。该过程受雌激素负反馈精密调控：雌激素通过抑制 KNDy 神经元活性，限制 NKB/NK3R 信号通路的过度激活。但绝经期雌激素水平显著下降可解除此种抑制，导致 NKB 合成释放异常增加，并通过 NK3R 持续刺激 KNDy 神经元，引发 GnRH 脉冲紊乱及下游体温调节通路失调，因此靶向阻断 NK3R 信号是缓解绝经相关 VMS 的直接治疗策略。

图29： NK3R 是调控 HPG 轴的关键信号节点

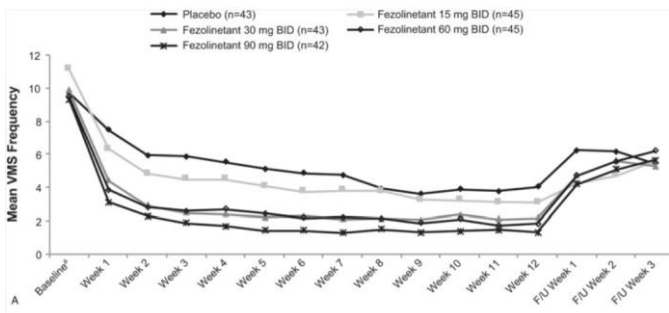


数据来源：《Elinzanetant: a phase III therapy for postmenopausal patients with vasomotor symptoms》- Jenifer Sassarini、财通证券研究所

目前全球已上市两款 NK3R 相关的拮抗剂，阿斯泰来的小分子口服药物非唑奈坦片（fezolinetant）以及拜耳的 Elinzanetant。Fezolinetant 是阿斯泰来于 2017 年以 5 亿欧元收购 Ogeda 获得，2023 年 5 月 FDA 批准其用于治疗因绝经引起的中重度 VMS，2024 年其全年销售额 338 亿日元。根据 Evaluate Pharma 公司预测，到 2028 年 Fezolinetant 的销售额将达到 19 亿美元。

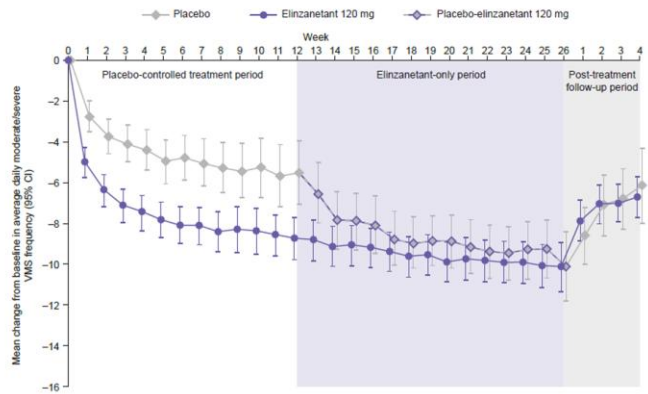
另一款非激素疗法 Elinzanetant 于 2025 年 7 月英国药品监管机构正式批准其用于治疗更年期相关的中重度 VMS，Elinzanetant 是全球首个神经激肽 1/3 (NK1/NK3) 双重受体拮抗剂，本次批准基于其 OASIS 1、2、3 研究的积极结果，研究结果显示 Elinzanetant (每日口服 120mg) 显著降低中重度 VMS 的频率及严重程度，并显示出良好的安全性。该药物是由拜耳在 2020 年花费 8.7 亿美元 (包括 4.25 亿美元前期付款和 4.5 亿美元里程碑付款) 收购 KaNDy Therapeutics 公司获得。

图30: Fezolinetant 显著降低 VMS 发作频率



数据来源:《A phase 2b, randomized, placebo-controlled, double-blind, dose-ranging study of the neurokinin 3 receptor antagonist fezolinetant for vasomotor symptoms associated with menopause》- Graeme L Fraser、财通证券研究所

图31: Elinzanetant 显著降低 VMS 发作频率



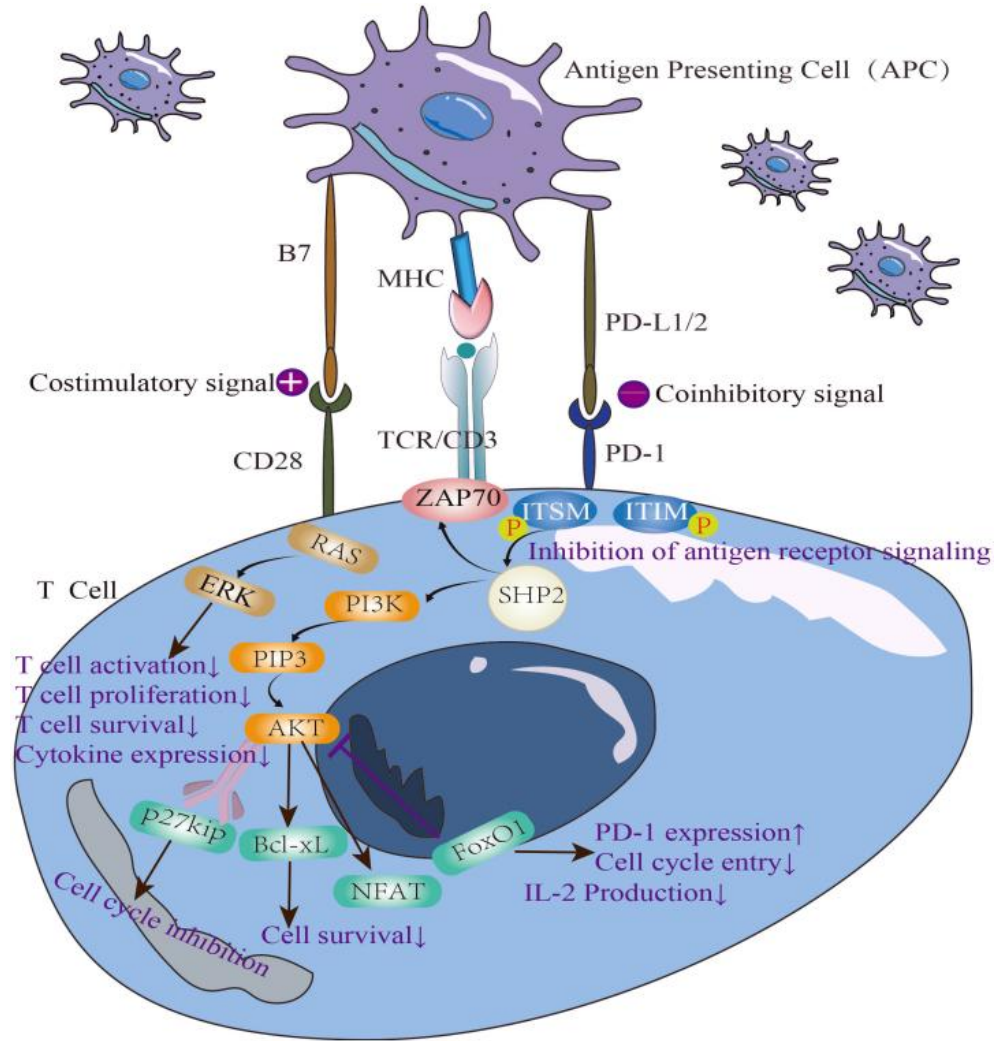
数据来源:《Elinzanetant for the Treatment of Vasomotor Symptoms Associated With Menopause OASIS 1 and 2 Randomized Clinical Trials》- JoAnn V Pinkerton、财通证券研究所

现阶段在研的 NK3 受体拮抗剂，国外赛诺菲的 Osanetant、Sojournix 的 SJX-653 均处于临床 II 期阶段，以上两款产品均未在国内开展研究。国内瀚森制药的 HS-10384 在国内已进入 II 期临床试验阶段，并在美国启动了 I/II 期临床试验，公司子公司金赛药业自主研发的 GS1-144 在中国和海外均已进入 II 期临床试验，是国内进度最快的分子。VMS 市场潜力大，在研及上市竞品少，且 GS1-144 海外进度靠前，将很可能将海外权益授权给相关领域的 MNC。

3.2 PD-1 激动剂在自免领域展现优势，成为自免领域新热点

PD-1 通路是影响 T 细胞免疫强弱的重要通路，PD-1 被激活可使 T 细胞免疫弱化，而 T 细胞是自身免疫疾病中重要的免疫细胞，因此 PD-1 激活在理论上可治疗自身免疫疾病。APC (抗原呈递细胞) 的 PD-L1 与 PD-1 结合激活 PD-1 通路，随后激活磷酸酶 SHP2，SHP2 可通过 ZAP70 抑制 TCR (T 细胞受体) 从而抑制 IL-2 等细胞因子分泌，也可通过拮抗 CD28 信号传导影响 RAS-ERK 通路达到抑制 T 细胞活性的作用。

图32: PD-1 通路激活可抑制 T 细胞作用



数据来源:《The effect of combining PD-1 agonist and low-dose Interleukin-2 on treating systemic lupus erythematosus》-王冰、财通证券研究所

在 PD-1 激动剂领域已有破局者-AnaptysBio 自主研发的 Rosnilimab, 该产品可靶向耗竭 PD-1 高表达的 T 细胞 (尤其是活化 T 细胞) 并抑制 PD-1 阳性 T 细胞帮助免疫系统恢复平衡状态。通过 AnaptysBio 的前期研究发现, 类风湿性关节炎 (RA) 和溃疡性结肠炎 (UC) 患者的外周 PD-1 阳性 T 细胞高于健康人群, 且 RA 患者的关节滑膜中超过 80% 的 T 细胞呈 PD-1 阳性, UC 患者的肠粘膜固有层中超过 40% 的 T 细胞呈 PD-1 阳性, 这为 Rosnilimab 在 RA 和 UC 适应症中的探索提供理论依据。

类风湿性关节炎 (RA) 是一种以慢性侵蚀性关节炎为主要临床表现的自身免疫疾病, 全球发病率约为 0.5%-1%, 我国大陆地区 RA 发病率约为 0.42%, 据此估计我国目前 RA 患者超过 500 万人, RA 是一种高致残性疾病, 在关节病中 RA 的致残率高居首位, 不仅给患者造成躯体痛苦, 且使患者的身体机能、生活质量和社会参与度下降, 也给患者的家庭和社会带来巨大经济负担, 目前 RA 主要采用传统合成 DMARDs 治疗, 治疗失败后通常选择 TNF 抑制剂和 JAK 抑制剂进行后续治疗。

炎症性肠病 (IBD) 是一种非特异性的慢性复发性肠道炎症性疾病, 包括溃疡性结肠炎 (UC) 和克罗恩病 (CD)。亚洲 IBD 发病率呈逐年上升趋势。我国 UC 发病率为 11.6/10 万, CD 为 1.4/10 万。疾病反复发作导致较高的病残率和病死率, 目前 IBD 的药物治疗主要包括传统治疗药物 (氨基水杨酸制剂、糖皮质激素和免疫抑制剂)、生物制剂 (TNF 抑制剂、IL-12/23 单抗、抗白细胞迁移、黏附类药物) 以及小分子药物 (JAK 抑制剂)。

2025 年 6 月 3 日, AnaptysBio 公布其 PD-1 单抗 Rosnilimab (ANB030) 治疗 RA 的 II b 期 RENOIR 研究的积极结果。结果显示, 接受不同剂量 Rosnilimab 治疗的中重度 RA 患者, 在 DAS28-CRP (基于 C 反应蛋白水平的 28 个关节疾病活动度指数) 评分方面均实现了显著改善。28 周时 Rosnilimab 组的 ACR50 和 ACR70 反应率与 JAK 抑制剂相当。

图33: Rosnilimab 治疗后 70%患者出现症状改善

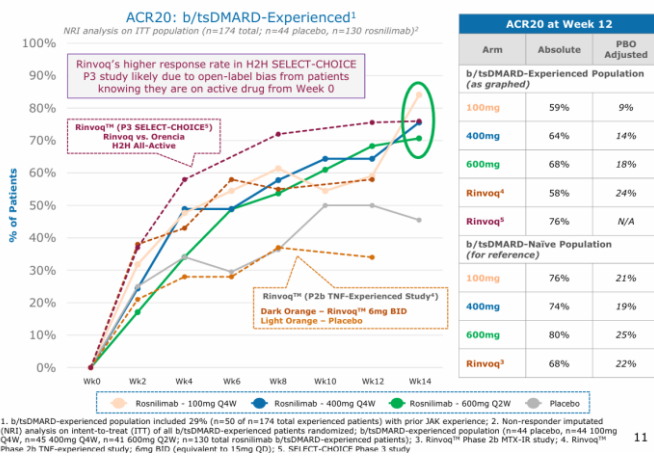
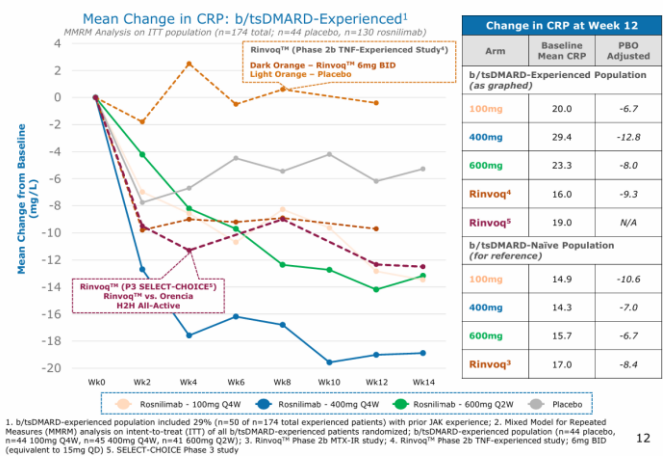


图34: Rosnilimab 治疗后 DAS28-CRP 显著改善



数据来源: AnaptysBio 官网、财通证券研究所

数据来源: AnaptysBio 官网、财通证券研究所

安全性方面, 在 6 个月的研究期间, 600mg Rosnilimab 组不良反应发生率为 36%, 并且感染发生率仅为 11%, 因不良事件退出研究的比例低于 2%。相较同样布局 RA 和 UC 的 JAK1 抑制剂乌帕替尼 (15mg 乌帕替尼 57%报告不良事件, 29%发生感染; 30mg 乌帕替尼 54%报告不良事件, 32%发生感染), 安全性明显较好。

图35: Rosnilimab 安全性良好
Rosnilimab well tolerated with no safety signals

<2% dropout rate overall due to AEs through 6 months,
 with only 1 dropout due to AE (headache-moderate) after 3 months



Study Period	Week 0 through Week 12 (N=424)				Week 0 through Week 28 (N=424)			
	Participants with Adverse Events, n (%)				Participants with Adverse Events, n (per 100 PY)*			
	Placebo (n=106)	100mg Q4W (n=106)	400mg Q4W (n=107)	600mg Q2W (n=105)	Placebo (n=106)	100mg Q4W (n=106)	400mg Q4W (n=107)	600mg Q2W (n=105)
Any AE	36 (34%)	51 (48%)	48 (45%)	38 (36%)	39 (125.6)	73 (260.9)	66 (206.5)	52 (149.1)
Any SAE ¹	1 (1%)	1 (1%)	1 (1%)	3 (3%)	1 (2.4)	2 (3.8)	2 (3.7)	4 (7.7)
Any Drug-Related SAE	1 (1%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (2.4)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
Severe AE ²	2 (2%)	1 (1%)	0 (0%)	4 (4%)	2 (4.8)	4 (7.5)	1 (1.9)	4 (7.8)
Drug-Related AE	18 (17%)	13 (12%)	18 (17%)	17 (16%)	18 (48.8)	17 (36.1)	28 (62.0)	19 (41.7)
AE Leading to Treatment Discontinuation	1 (1%)	1 (1%)	2 (2%)	2 (2%)	1 (2.4)	1 (1.9)	3 (5.6)	2 (3.8)
Infections	14 (13%)	24 (23%)	21 (20%)	12 (11%)	16 (41.5)	41 (98.7)	39 (89.4)	31 (67.6)
Serious	1 (1%)	1 (1%)	0	0	1 (2.4)	1 (1.9)	1 (1.9)	1 (1.9)
Opportunistic ³	2 (1.9%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (4.8)	1 (1.9)	1 (1.8)	1 (1.9)
Participants with any AEs > 5%								
Headache	4 (4%)	7 (7%)	6 (6%)	4 (4%)	4 (9.7)	10 (19.9)	10 (19.4)	5 (9.8)
Upper respiratory tract infection	1 (1%)	7 (7%)	2 (2%)	3 (3%)	2 (4.8)	14 (27.8)	7 (13.4)	10 (19.6)
Nasopharyngitis	4 (4%)	5 (5%)	5 (5%)	0	4 (9.6)	9 (17.5)	8 (15.4)	1 (1.9)
Elevated ALT (alanine aminotransferase) ⁴	1 (1%)	4 (4%)	3 (3%)	3 (3%)	1 (2.4)	8 (15.5)	5 (9.5)	4 (7.8)

* Measured as an exposure adjusted incidence rate (per 100 patient years)

1. SAEs (severe unless otherwise noted): RSV - moderate (600mg Q2W); anaphylaxis from wasp sting (600mg Q2W); ureter stone (600mg Q2W); cholecystitis / pericardial effusion (600mg Q2W); meniscus tear - moderate (400mg Q4W); diverticulitis - moderate (400mg Q4W); embolic ischemic stroke (100mg Q4W); pneumonia - mild (100mg Q4W); cellulitis/diarhea (placebo)

2. Severe AEs (excluding SAEs): RA flare (600mg Q2W); blood creatine phosphokinase increase (400mg Q4W); endometriosis (100mg Q4W); alanine aminotransferase increased/aspartate aminotransferase increase (100mg Q4W); flu/headache (100mg Q4W); macular degeneration/retinal hemorrhage (placebo)

3. Values shown are for herpes zoster, none were severe and are the only opportunistic infection reported.

4. No patient met the predefined protocol liver function test stopping criteria. Only one ALT elevation was severe, which resolved without interruption of therapy, none were serious, all had an outcome of recovered/resolved or recovering/resolving.

30

数据来源: UmabsDB、财通证券研究所

值得注意的是, 该研究纳入 424 例接受过至少一种常规改善病情抗风湿药物 (cDMARDs) 治疗的中重度 RA 成人患者, 样本量已达到 III 期临床要求, 这意味着本次试验的积极结果极有可能延续至 III 期临床中。Rosnilimab 在 RA 患者中的优异疗效使其成功成为该领域的破局者, 验证了 PD-1 激动剂在自身免疫疾病中的优异疗效, 而良好的安全性则使其很可能迭代 JAK1 抑制剂。

根据医药魔方数据, 目前 PD-1 在自免领域的项目共有 6 个处于临床阶段, Rosnilimab 是进展最快的分子, 其他项目均处于临床 I 期。除此之外, PD-1 单抗治疗自免有 3 个临床阶段终止或无进展项目, 其中包括强生的 JNJ-67484703、礼来的 peresolimab 以及 BMS 的 CC-90006 等。国内目前只有公司子公司金赛药业自主研发的 GenSci120 进入临床阶段, 目前已获批开展用于成人系统性红斑狼疮、原发性干燥综合征、炎症性肠病、类风湿性关节炎的临床试验, 且类风湿性关节炎在美国处于临床试验申请获得 FDA 默示许可状态。

表3：目前已进入临床阶段的 PD-1 激动剂

药品名称	作用机制	研发机构	疾病	全球最高阶段	全球研发状态
rosnilimab	anti-PD1 单抗	AnaptysBio	类风湿性关节炎等	II 期临床	Active
ONO-4685	anti-PD-1/CD3 双抗	Ono Pharma	斑块状银屑病等	I 期临床	Active
GX-P1	PDL1-Fc 融合蛋白	Egret Therapeutics; Genexine	自身免疫性疾病	I 期临床	Active
ONO-4915	anti-PD1/CD19 双抗	Ono Pharma	免疫相关疾病	I 期临床	Active
GenSci120	anti-PD1 单抗	金赛药业	系统性红斑狼疮等	I 期临床	Active
PD-1 antibody	anti-PD1 抗体	Boehringer Ingelheim	免疫相关疾病	I 期临床	Active
MB151	anti-PD1 单抗	MiroBio(吉利德)	类风湿性关节炎	I 期临床	Active
JNJ-67484703	anti-PD1 单抗	强生	特应性皮炎	II 期临床	Inactive
peresolimab	anti-PD1 单抗	礼来	类风湿性关节炎	II 期临床	Inactive
CC-90006	anti-PD1 单抗	AnaptysBio;BMS	斑块状银屑病	I 期临床	Inactive

数据来源：医药魔方、BioPlus、财通证券研究所

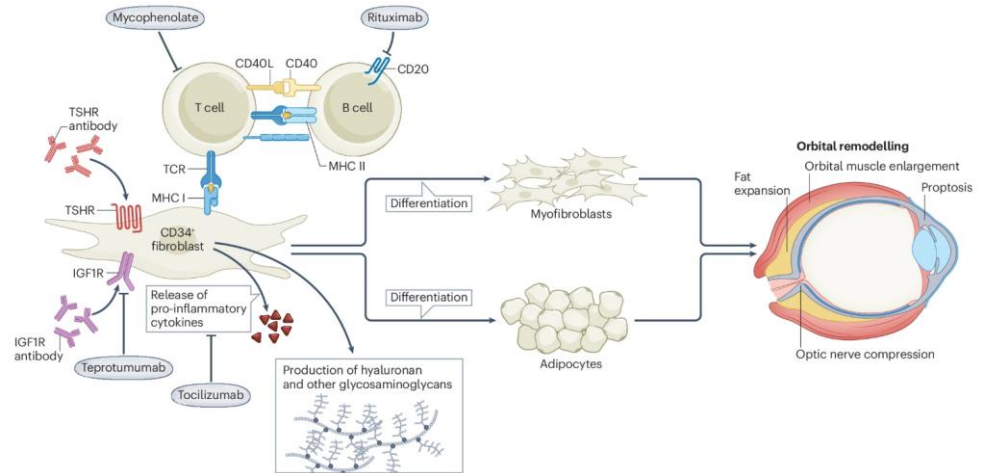
3.3 甲状腺相关眼病上市药物尚存不足，TSHR 或成关键靶点

甲状腺相关眼病 (TED) 是一种与甲状腺功能异常密切相关的器官特异性自身免疫性疾病，发病率居成人眼眶病首位。TED 是 Graves 病 (该病是一种自身免疫性甲状腺疾病，是造成甲状腺功能亢进的最常见原因) 常见的重要甲状腺外表现，中国甲亢患病率为 1.2%，成人甲亢患者绝对数超过 1000 万，甲亢 80%-90% 由 Graves 病引起，而 25%-40% 的 Graves 病患者会出现 TED。该病的临床症状和体征复杂多样，眼睑退缩、眼球突出、眼外肌功能障碍，严重时会导致暴露性角膜炎、复视和压迫性视神经病变等。患者容貌改变、视功能受损，严重影响患者的生活质量。

TED 发病机制为自身免疫功能异常导致眼眶内和眶周软组织出现炎性反应、眶组织纤维化及脂肪堆积。而在 TED 发病过程中 TSHR (促甲状腺激素受体) 为主要抗原，TED 患者眼眶成纤维细胞和脂肪细胞表面异常表达，除此之外，TED 患者眼眶组织中 IGF-1R 表达显著上调，且与 TSHR 形成功能复合体，通过 MAPK 和 JAK/STAT 通路进一步增强 TSHR 从而形成正反馈，针对 TSHR 的自身免疫反应导致自身反应性 T 细胞和 B 细胞浸润眼眶组织触发成纤维细胞增殖和分化为脂肪细胞。活化的 CD34+ 成纤维细胞、自身反应性 T 细胞和 B 细胞促进促炎细胞因子和透明质酸的释放，从而导致结缔组织重塑。因此 TSHR 的异常表达为 TED 发病中的核心机制。

其中霉酚酸酯 (Mycophenolate) 对 T 细胞和 B 细胞都具有抗增殖活性；利妥昔单抗 (Rituximab) 可结合 CD20 导致 B 细胞耗竭；替妥尤单抗 (Teprotumumab) 是 IGF-1R 抗体，可破坏成纤维细胞的活化；托珠单抗 (Tocilizumab) 是 IL-6R 单抗，可结合过度表达的 IL-6，降低炎症反应强度。

图36: TED 发病机制及目前疗法



数据来源:《Graves disease: latest understanding of pathogenesis and treatment options》-Giulia Lanzolla、财通证券研究所

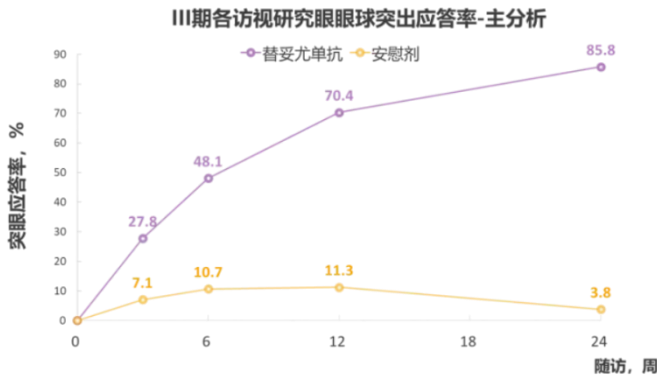
对于中重度 TED, EUGOGO 指南及美国甲状腺协会 (ATA) 和欧洲甲状腺协会 (ETA) 的共识声明均推荐糖皮质激素作为中重度 TED 的首选一线治疗药物 (EUGOGO 指南建议在静脉注射糖皮质激素的基础上加用霉酚酸酯)。研究表明, 静脉注射糖皮质激素可使 58%–83% 的患者炎症性疾病活动度得到改善, 且对复视的影响存在争议, 只有高剂量静脉注射糖皮质激素才能对复视产生影响, 但高剂量糖皮质激素会增加肝毒性在内的风险。另外霉酚酸酯并不能预防 DON, 也不能减轻眼球突出的严重程度或范围。

EUGOGO 指南推荐的二线治疗药物包括利妥昔单抗、托珠单抗以及新机制药物替妥尤单抗。研究表明托珠单抗可有效减轻炎症和眼球突出, 但对复视无效, 托珠单抗的主要不良反应包括感染易感性增加、中性粒细胞减少和肠穿孔。利妥昔单抗可减轻炎症, 但也对眼球突出或复视无显著影响。

根据 ATA 和 ETA 的共识声明, 替妥木单抗被认为是控制疾病活动、改善眼球突出、复视和眼球运动问题的首选治疗药物, 替妥木单抗的研究报告显示, 患者眼球突出平均减少 3.32mm, 且 68.3% 的患者 (28/42) 复视评分降低, 但有一定复发几率, 72 周时的复发率为 38%, 在停药后长达 2 年的上市后评估中, 复发率增至 63%。

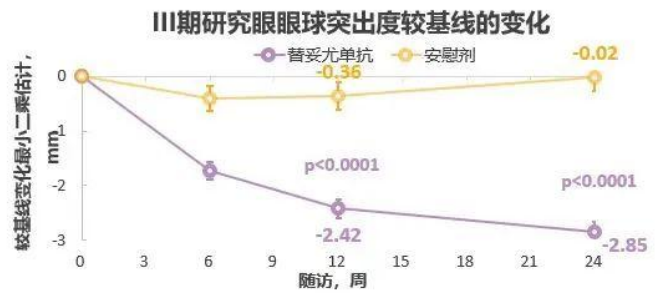
在国内的 III 期研究中, 替妥尤单抗组眼球突出应答率为 85.8%, 安慰剂组仅为 3.8%, 差异具有统计学意义。替妥尤单抗组眼球突出度较基线回落 2.85mm, 而安慰剂组研究眼的眼球仅回落 0.02mm, 替妥尤单抗显著改善了患者的突眼度。

图37: 替妥尤单抗眼球突出应答率达到 85.8%



数据来源: 医学界公众号、财通证券研究所

图38: 替妥尤单抗显著改善眼球突出度



数据来源: 医学界公众号、财通证券研究所

另外该药可能会引起多种不良反应, 包括肌肉痉挛、恶心、脱发、腹泻。131 名患者中有 40 名 (30.5%) 出现听力损失, 其中约一半病例可能为永久性听力损失。另外 10%–30%接受替妥木单抗治疗的患者会出现高血糖。替妥木单抗禁用于炎症性肠病患者和妊娠期妇女。

替妥木单抗 (Tepezza) 价格较高, 6 个月治疗费用约 35 万美元, 根据安进 2024 年财报, Tepezza 作为美国和日本首个也是唯一一个获批的 TED 治疗药物, 全年销售额达 19 亿美元, 同比增长 313%。该药的水针剂型由信达生物研发, 2025 年 3 月 14 日在国内获批上市。

TED 市场潜力巨大, 替妥尤单抗仍有一定的应用限制。因此, 开发新靶点药物是必要的, TSHR 靶点成为重要的突破点, 2025 年 4 月 18 日, 橙帆医药与 Ollin Biosciences 就 VBS-102 达成总金额可达 4.4 亿美元的授权协议, 其中 VBS-102 是一款 IGF-1R/TSHR 双抗, 这表明 TSHR 的作用已受到一定认可。公司子公司金赛药业自主研发的 GenSci098 注射液在临床前的数据已表明其有潜力治疗 TED, 目前该分子国内处于 I 期临床阶段, 美国处于临床试验申请获得 FDA 默示许可状态, 根据药智网数据, GenSci098 注射液是唯一一款针对 TED 开发的 TSHR 抑制剂, 该分子很可能将海外权益授权。

4 盈利预测

4.1 公司分子公司营业收入预测

4.1.1 制药业

金赛药业: 已上市产品中生长激素为主要收入来源, 2024 年由于区域集采, 整体营业收入同比减少 3.73%, 但对主要收入贡献的水针并未进入集采, 且短期内竞争厂家少。竞争厂家多布局长效水针剂型, 未来生产厂家的增多有助于提升长效水针的市占率。且目前国内生长激素市场并未饱和, 还有较大提升空间, 因此生长激素部分业务将保持相对稳定。

除此之外，金赛药业新上市产品潜在市场空间较大，美适亚解决肿瘤恶病质-厌食综合征（CACS）患者使用传统甲地孕酮时对饮食的高要求，能更快速的逆转患者体重的快速下降，使其可继续耐受肿瘤治疗。CACS 国内患者人群超百万，每年市场规模超 40 亿美元。目前国内专家已对纳米晶型醋酸甲地孕酮（美适亚）在恶病质中的应用形成高度共识，该产品在临床端的推广及放量将加速。

国内首款 IL-1 β 抑制剂伏欣奇拜单抗治疗传统药物禁忌或不耐受的急性痛风发作患者，在我国，痛风患病人群在 2021 年已达到 1679 万人，而其中 56.1% 的患者经历 1-4 次的痛风发作，潜在获益人群约 300 万人。而伏欣奇拜单抗一年仅需注射两次，即可预防 90% 的痛风复发，相较糖皮质激素防复发效果显著，且安全风险小。该产品作为首款 IL-1 β 抑制剂，将我国痛风急性发作的治疗从秋水仙碱主导带入生物制品治疗时代，显著的治疗效果叠加可接受的定价将加速推动市场教育进程，加速销售收入增长。金赛药业在研管线中 NK3R 抑制剂、PD-1 激动剂及 TSHR 抑制剂均属于研发进度靠前，市场前景好的潜在大单品品种，极有可能产生合作交易。

另外，金赛药业 2025-2027 年还将上市替勃龙片、亮丙瑞林注射乳剂、注射用醋酸曲普瑞林微球、长效促卵泡激素、以及金妥昔单抗，以上三款产品特别是亮丙瑞林注射乳剂将传统 4 周的长效制剂延长至 6 个月注射一次的超长效制剂，对于前列腺癌、乳腺癌患者的去势治疗使用更方便，不用多次往返医院注射，且亮丙瑞林注射乳剂对儿童中枢性早熟也有一定疗效。

百克生物：百克生物是公司主要经营疫苗业务的子公司，目前已获批水痘减毒活疫苗、冻干鼻喷流感减毒活疫苗和带状疱疹减毒活疫苗，目前在研的产品有鼻喷流感减毒活疫苗液体制剂、吸附无细胞百白破联合疫苗以及狂犬病毒疫苗、破伤风疫苗。百克生物 2024 年销售收入为 12.29 亿元，同比减少 32.64%，主要系带状疱疹病毒疫苗销售收入同比减少 71.54% 所致，未来由于鼻喷流感疫苗已申报上市，且带状疱疹病毒疫苗销售收入基数较小，随着公司加强销售推广，百克生物业绩有望恢复正增长。

华康药业：华康药业是公司主要经营中成药业务的子公司，目前已获批多款产品。2024 年华康药业营业收入达 7.62 亿元，同比增长 8.39%。2025 年-2027 年还有两款产品上市，分别为小儿黄金止咳颗粒和银花泌炎灵片。其中小儿黄金止咳颗粒面对的市场潜在空间较大，解决儿童咳嗽难用药的问题。随着新产品上市推广，华康药业营业收入将迅速增长。

以上产品不预测 BD 交易金额，根据以往毛利率，并多个产品综合推测，假设 2025-2027 年公司制药业的毛利率分别为 88.47%、88.20% 和 87.56%。预计 2025-2027 年公司制药业部分的营业收入将达到 126.97、135.77、147.23 亿元，分别同比增长 0.25%、6.93% 和 8.44%。

4.1.2 房地产业

高新地产是公司主营业地产业务的子公司，由于总需求下降，地产行业进入集中度增加的转型期，公司资产负债率良好，暂无资金链断裂风险。但宏观层面需求下降、微观层面居民消费意愿下降以及房产价格下跌，短期内高新地产的营业收入

仍将保持下降趋势，预计 2026 年止亏，2027 年恢复增长。根据以往毛利率，假设未来三年地产行业保持毛利率 25%，2025-2027 年公司房地产板块营业收入分别为 6.80、6.87 及 7.56 亿元，分别同比-10%、1%、10%。

4.1.3 服务业

服务业是公司营业收入的较小来源，毛利率与收入变化较大，根据以往毛利率假设后续三年服务业的毛利率保持 25%，预计 2025-2027 年服务业板块营业收入分别为 0.30、0.35 及 0.40 亿元，分别同比-30.23%、16.67%及 14.29%。

表4：公司分行业营业收入预测

年份	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	145.66	134.66	134.08	142.99	155.19
yoy	15.35%	-7.55%	-0.43%	6.65%	8.53%
制药业					
营业收入（亿元）	136.13	126.66	126.97	135.77	147.23
yoy	13.93%	-6.96%	0.25%	6.93%	8.44%
毛利率	90.40%	89.44%	88.47%	88.20%	87.56%
房地产行业					
营业收入（亿元）	9.14	7.56	6.80	6.87	7.56
yoy	41.93%	-17.29%	-10.00%	1.00%	10.00%
毛利率	22.45%	26.54%	25.00%	25.00%	25.00%
服务业					
营业收入（亿元）	0.38	0.43	0.30	0.35	0.40
yoy	11.76%	13.16%	-30.23%	16.67%	14.29%
毛利率	25.88%	32.18%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：Wind、财通证券研究所

4.2 关键费率假设

公司运营稳定，由于公司 2025 年-2027 年有多款产品上市推广，销售费用会持续增加，销售费用率维持稳定，预测 2025-2027 年的销售费用率分别为 36.00%/36.00%/36.00%；公司以往管理费用率较为稳定，维持在 6.6%左右，2024 年由于组织架构整合，管理费用率上升至 8.92%，2025 年上半年由于金赛药业职工薪酬增加及折旧摊销，管理费用率上升至 10.96%，预计后续管理费用率保持稳定，假设 2025-2027 年管理费用率维持在 10.00%；公司在研管线多，多个产品进入临床阶段，预计 2025-2027 年研发费用将持续增加，假设 2025-2027 年研发费用率分别为 17.00%/17.50%/17.50%；公司属于高新技术企业，假设 2025-2027 年所得税税率为 15.00%。

表5： 公司期间费用率及税率假设

年份	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	27.26%	32.97%	36.00%	36.00%	36.00%
管理费用率	6.57%	8.92%	10.00%	10.00%	10.00%
研发费用率	11.83%	16.09%	17.00%	17.50%	17.50%
所得税税率	13.33%	13.75%	15.00%	15.00%	15.00%

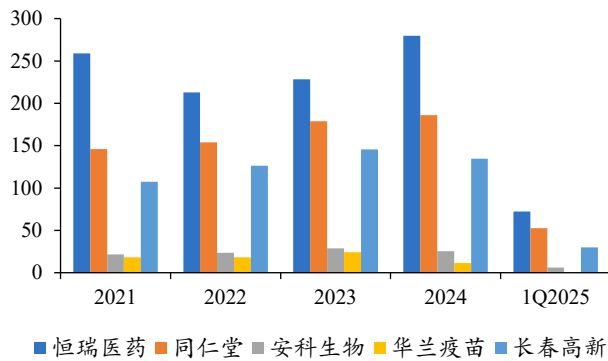
数据来源：Wind、财通证券研究所

基于以上，我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 134.08/142.99/155.19 亿元，对应归母净利润 22.24/23.01/24.58 亿元。

4.3 可比公司估值

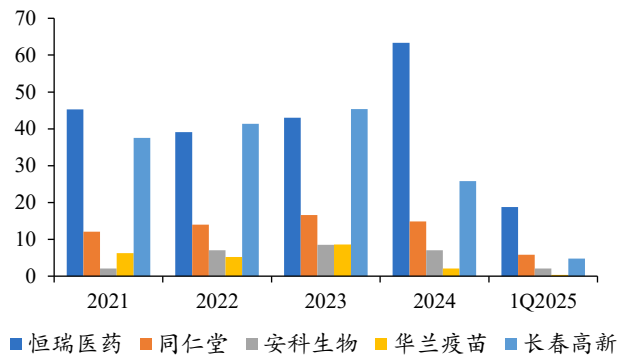
可比公司选择深耕创新药的恒瑞医药、深耕中成药领域的同仁堂、深耕生长激素行业的安科生物、深耕疫苗的华兰疫苗。可比公司均处于盈利状态，且营业收入和归母净利润均保持相对稳定。

图39： 可比公司营业收入对比



数据来源：Wind、财通证券研究所（单位：亿元）

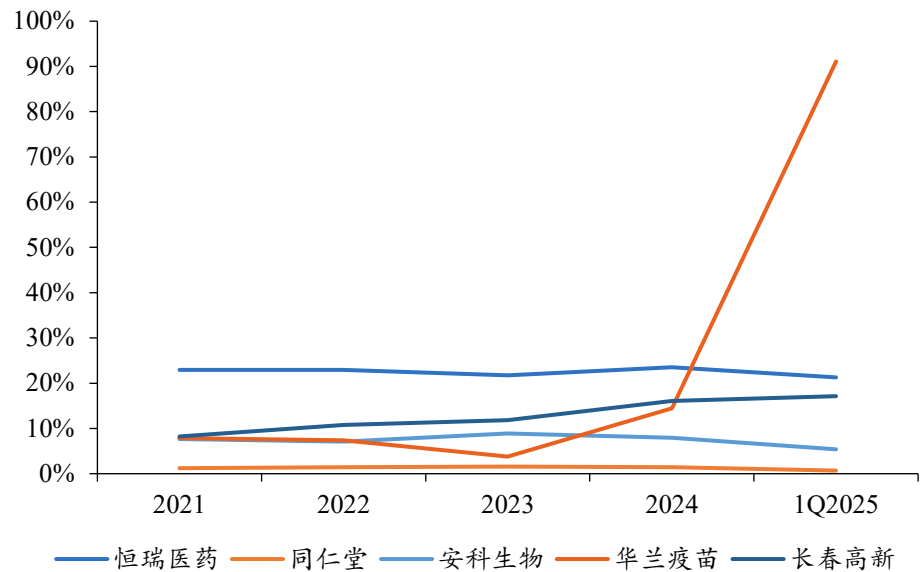
图40： 可比公司归母净利润对比



数据来源：Wind、财通证券研究所（单位：亿元）

可比公司的研发费用率保持在 10%左右，与公司早期研发费用率相似，其中恒瑞医药的研发费用率保持高位，将与公司后续的研发费用率水平保持相似。华兰疫苗 2025 年一季度研发费用率高达 91.08%，主要系研发费用与去年同期保持一致，2025 年一季度公司营业收入下降所致。

图41： 可比公司研发费用率对比



数据来源：Wind、财通证券研究所

四家可比公司未来三年均实现稳定盈利，四家可比公司均与公司部分业务可比，2025-2027年的平均PE分别为31.46/26.64/22.96倍。而公司根据当前市值2025-2027年的PE分别为22.37/21.62/20.24倍，这是因为市场普遍陷入“公司是单一大单品驱动增长的企业”，而选择性忽视了目前公司新上市的两款大单品（美适亚和伏欣奇拜单抗的潜在市场空间）以及公司目前在研管线中处于临床I期或II期的潜力分子，NK3R抑制剂、PD-1激动剂以及TSHR抑制剂均属于市场竞争小且在研厂家少、MNC较为关注的靶点，NK3R已上市两款产品，PD-1激动剂也已有产品验证可行性，TSHR是TED的核心致病因子，以上均提示公司早期临床管线的重要价值。

表6： 可比公司估值

公司名称	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
恒瑞医药	70.32	4667.28	0.68	1	1.12	1.3	1.52	103.41	70.32	62.79	54.09	46.26
同仁堂	35.19	482.62	1.217	1.113	1.29	1.49	1.72	28.92	31.62	27.28	23.62	20.46
安科生物	10.62	177.62	0.51	0.42	0.57	0.67	0.72	20.82	25.29	18.63	15.85	14.75
华兰疫苗	18.33	110.17	1.43	0.34	1.07	1.41	1.77	12.82	53.91	17.13	13.00	10.36
平均值								41.49	45.28	31.46	26.64	22.96
公司	121.95	497.48	11.21	6.42	5.45	5.64	6.02	10.88	19.00	22.37	21.62	20.24

数据来源：Wind、财通证券研究所（股价为2025年9月10日收盘价，可比公司预计数据来自Wind一致预期）

5 投资建议

公司是生长激素的龙头企业，正面临“单一大单品驱动”向“多款创新产品驱动”的阵痛期，该阶段公司的期间费用率会保持较高水平，但由于公司生长激素龙头地位短期不会改变，该业务将为公司提供稳定的现金流以供创新管线的开发，2025年将是公司创新产品兑现的元年，引进产品美适亚和自研新上市产品伏欣

奇拜单抗均有较大的市场空间，且竞争格局良好，具有成为大单品的潜力。另外公司早期临床管线中的 NK3R 抑制剂治疗 VMS、PD-1 激动剂在自免领域中的探索以及 TSHR 抑制剂治疗 TED 均属于市场空间较大，竞争格局良好，跨国药企关注且前期已有成功经验可以借鉴的分子。在目前 BD 交易火热的背景下，以上三款分子很有可能成就大单 BD 交易。

基于以上，我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 134.08/142.99/155.19 亿元，对应归母净利润 22.24/23.01/24.58 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。

6 风险提示

研发失败或不及预期风险：公司未来价值主要在研发管线中的早期临床分子，因此研发失败或研发进展不及预期均会为公司带来损失。

销售不及预期风险：公司今年有两款待放量分子需要销售推广，但两款分子的目标科室与公司以往深耕的儿科、妇科均有不同，分别是肿瘤科以及风湿免疫科，因此新销售团队是否能将产品顺利推广，体现其应有的价值将有不确定性，因此具有销售不及预期的风险。

生长激素主导产品集采风险：目前公司生长激素中的主导产品水针并未进入集采，且竞争格局良好，但如果有竞争厂家进入该领域并集采降价，将对公司的营收带来较大打击，若公司营收下降较多，在研管线的研发也将进度放慢，带来较大损失。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14566.04	13465.63	13407.77	14299.04	15519.25	货币资金	7583.81	6097.33	6859.32	7378.16	8008.32
减:营业成本	2043.95	1922.61	1927.68	2105.68	2368.98	交易性金融资产	9.96	24.96	34.96	44.96	54.96
营业税费	105.93	62.02	67.04	71.50	77.60	应收账款	3214.28	2721.10	2602.07	3167.56	3864.81
销售费用	3970.19	4439.06	4826.80	5147.66	5586.93	应收票据	136.39	249.23	204.84	238.32	280.21
管理费用	956.87	1201.70	1340.78	1429.90	1551.92	预付账款	619.76	737.22	578.30	673.82	805.45
研发费用	1723.01	2166.63	2279.32	2502.33	2715.87	存货	4956.29	4754.64	4665.64	4771.74	4964.40
财务费用	-114.09	-81.07	9.73	1.86	-3.58	其他流动资产	199.42	293.21	343.21	393.21	443.21
资产减值损失	-166.15	-337.04	-154.00	-152.00	-151.00	可供出售金融资产					
加:公允价值变动收益	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	持有至到期投资					
投资和汇兑收益	-126.87	-130.89	-67.04	-71.50	-77.60	长期股权投资	962.40	290.88	290.88	290.88	290.88
营业利润	5588.05	3295.91	2758.55	2841.65	3020.53	投资性房地产	89.84	190.02	195.02	200.02	205.02
加:营业外净收支	-77.78	-156.59	-75.00	-65.00	-55.00	固定资产	3802.00	6056.39	7602.21	8499.48	8948.45
利润总额	5510.27	3139.32	2683.55	2776.65	2965.53	在建工程	2850.24	2987.71	1912.63	1267.58	880.55
减:所得税	734.45	431.81	402.53	416.50	444.83	无形资产	1723.94	1957.97	1988.41	2001.36	1996.80
净利润	4532.48	2583.06	2223.99	2301.15	2457.68	其他非流动资产	1235.71	910.12	702.88	702.88	702.88
资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产总额	30743.65	31051.12	32122.53	33923.27	35965.90
短期债务	144.47	242.40	232.40	222.40	212.40	应付账款	790.62	771.68	771.07	859.82	987.07
应付账款	790.62	771.68	771.07	859.82	987.07	应付票据	0.44	0.09	0.27	0.29	0.33
应付票据	0.44	0.09	0.27	0.29	0.33	其他流动负债	231.90	170.99	180.99	190.99	200.99
其他流动负债	231.90	170.99	180.99	190.99	200.99	长期借款	176.62	1229.16	1133.84	1133.84	1133.84
长期借款	176.62	1229.16	1133.84	1133.84	1133.84	其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债总额	5711.39	4948.67	4890.88	5261.94	5777.64
负债总额	5711.39	4948.67	4890.88	5261.94	5777.64	少数股东权益	2957.32	3102.93	3159.96	3218.96	3281.98
少数股东权益	2957.32	3102.93	3159.96	3218.96	3281.98	股本	404.65	407.98	407.94	407.94	407.94
股本	404.65	407.98	407.94	407.94	407.94	留存收益	19026.29	19799.57	21123.78	22494.47	23958.38
留存收益	19026.29	19799.57	21123.78	22494.47	23958.38	股东权益	25032.26	26102.44	27231.64	28661.33	30188.27
股东权益	25032.26	26102.44	27231.64	28661.33	30188.27	现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润	4532.48	2583.06	2223.99	2301.15	2457.68
净利润	4532.48	2583.06	2223.99	2301.15	2457.68	加:折旧和摊销	577.79	666.00	1101.05	1288.15	1408.61
加:折旧和摊销	577.79	666.00	1101.05	1288.15	1408.61	资产减值准备	212.82	344.80	159.00	157.00	156.00
资产减值准备	212.82	344.80	159.00	157.00	156.00	公允价值变动损失	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损失	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	37.34	37.22	70.70	70.45	70.20
财务费用	37.34	37.22	70.70	70.45	70.20	投资收益	126.87	130.89	67.04	71.50	77.60
投资收益	126.87	130.89	67.04	71.50	77.60	少数股东损益	243.33	124.46	57.03	59.00	63.02
少数股东损益	243.33	124.46	57.03	59.00	63.02	营运资金的变动	-573.40	-714.92	336.05	-687.49	-842.89
营运资金的变动	-573.40	-714.92	336.05	-687.49	-842.89	经营活动产生现金流量	5103.69	3104.28	3923.49	3323.32	3443.66
经营活动产生现金流量	5103.69	3104.28	3923.49	3323.32	3443.66	投资活动产生现金流量	-2281.97	-2400.86	-1823.04	-1795.07	-1741.04
投资活动产生现金流量	-2281.97	-2400.86	-1823.04	-1795.07	-1741.04	融资活动产生现金流量	-795.43	-2310.87	-1327.95	-999.42	-1062.46
融资活动产生现金流量	-795.43	-2310.87	-1327.95	-999.42	-1062.46						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2025 年 09 月 10 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。