



基药目录扩容稳固基本盘，创新管线临床数据陆续兑现

——康弘药业更新报告

康弘药业（002773.SZ）
生物制品

证券研究报告/公司点评报告

2026 年 07 月 30 日

评级： 买入（维持）

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：穆奕杉

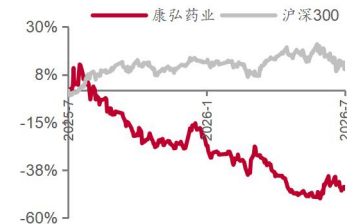
执业证书编号：S0740524070001

Email: muys@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	921.33
流通股本(百万股)	686.77
市价(元)	21.64
市值(百万元)	19,937.50
流通市值(百万元)	14,861.77

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、《眼科龙头守正出奇，新药管线多领域进发》2025-07-23

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,453	4,585	4,625	5,099	5,309
增长率 yoy%	13%	3%	1%	10%	4%
归母净利润(百万元)	1,191	1,163	999	1,162	1,315
增长率 yoy%	14%	-2%	-14%	16%	13%
每股收益(元)	1.30	1.26	1.08	1.26	1.43
每股现金流量	1.53	1.63	1.26	1.67	1.35
净资产收益率	14%	13%	10%	11%	11%
P/E	16.7	17.1	20.0	17.2	15.2
P/B	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6

备注：股价截止自2026 年 07 月 29 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

■ **眼科基因疗法双产品同步推进，全球可比性进一步增强。** 公司作为国内眼科龙头，围绕眼底病长效化同时布局高剂量康柏西普、KH631 和 KH658，产品形态由持续给药的生物药延伸至一次给药的基因疗法。法瑞西单抗和高剂量阿柏西普持续放量，证明延长给药间隔能够转化为真实的商业价值；sura-vec、4D-150 等头部项目进入 III 期尾声，则进一步验证了“一次给药、长期表达抗 VEGF”的临床开发路径。公司在 ARVO 2026 更新 KH631、KH658 人体数据，两款产品均呈现减少补救注射的趋势，治疗后视功能和视网膜厚度总体稳定，早期安全性支持继续开发。KH631 采用视网膜下给药，随访积累相对充分；KH658 采用脉络膜上腔给药，具备给药方式层面的全球稀缺性。全球先发项目进入 III 期尾声，抗 VEGF 基因疗法开始接受注册性验证，sura-vec 治疗 nAMD 的注册临床 ATMOSPHERE 和 ASCENT 已完成超过 1,200 例入组，预计 2026Q4 读出顶线数据，有望通过大样本验证基因疗法在眼底病变领域的视功能保持、补救注射负担的稳定性和长期安全性，4D-150 两项 III 期均完成入组，“一次给药、长期表达抗 VEGF”已由早期概念验证走向大样本临床验证。KH631 和 KH658 均已取得中美临床许可，并披露了人体减针、视功能 and 安全性结果，横向对比竞争力明显，具备 BIC 潜力。先发项目逐步验证赛道成药性，康弘药业则通过两个产品具备竞争力的临床数据形成全球稀缺的资产组合，后续数据成熟有望进一步提升其出海确定性。

■ **合成生物学打开第二增长曲线。** KH617（来自公司合成生物平台的榄香烯）通过干预肿瘤代谢并调节 MGMT 表达，探索恢复肿瘤对替莫唑胺的敏感性，ASCO 2026 披露的 I 期研究在复发 GBM 患者中观察到积极的早期生存信号，整体耐受性支持继续开发；AACR 2026 公布的多项研究又从代谢调节、MGMT 下调和替莫唑胺再增敏三个层面补充了机制依据。与此同时，公司已利用合成生物工艺完成活性成分的规模化生产验证，使天然产物药物从“有活性”进一步走向“可稳定制造”。已登记的随机 II 期将聚焦首次复发、MGMT 启动子未甲基化患者，同时考察 KH617 单药活性和与替莫唑胺联用的再增敏价值。KH815 采用 TROP2+雷公藤甲素（来自公司合成生物学平台）+依沙替康双载荷设计，希望通过两类作用机制不同的载荷同时作用于 RNA 和 DNA 层面，改善单一喜树碱类载荷可能面临的耐药问题，项目已在中国和澳大利亚进入 I 期；第二款双毒素 ADC KHN922 于 2026 年取得临床试验许可，说明公司已具备从同一平台持续产生候选物的能力。公司选择了成熟 TROP2 靶点与前沿载荷组合，既具备靶点层面的成药确定性，也保留产品差异化空间，若临床研究数据积极，价值有望由 KH815 单品进一步延伸到平台及后续海外合作。

■ **创新能力多点延伸，多条管线站上全球研发热点。** KH607 抑郁症 II 期已经完成、产后抑郁症处于 II 期；KHN702 布局已被 FDA 批准药物验证的 Nav1.8 非阿片镇痛机制；KHN707 则切入食欲素受体失眠药赛道。公司已不再只是依靠单一眼科产品推进创新，而是逐步形成“成熟产品贡献现金流、核心临床资产建立全球可比性、技术平台持续输出新项目”的研发体系。

- **基药目录扩容改善主业预期，成熟产品和创新管线形成双重支撑。** 2026 年版国家基本药物目录中，公司共有 13 个主要在销产品在列，新增舒肝解郁胶囊、右佐匹克隆片、枸橼酸托法替布缓释片以及康柏西普预充式产品。康柏西普西林瓶剂型早在 2018 年版已进入目录，本轮增加预充式规格，有利于进一步完善终端使用场景；舒肝解郁等独家或优势品种进入目录，也有望提升基层覆盖和患者可及性。
- **盈利预测及投资评级：**我们预测公司 2026-2028 年有望实现营业收入 46/51/53 亿元（2026-2027 年的前值 54.6/57.0 亿元，因 2026 年新医保价格略低于预测值故调低收入预测），归母净利润 10/12/13 亿元（2026-2027 年的前值 15.1/16.3 亿元，因 2026 年收入预计低于前期预测值）。考虑到公司主业稳健，创新药研发管线同时布局基因疗法、双毒素 ADC、小分子平台，近期在数据读出方面进入兑现期，显现创新转型成效，维持“买入”评级。
- **风险提示：**临床试验失败的风险；竞争格局恶化的风险；资本市场行情波动的风险；国家基本药物目录落地、医疗机构配备及产品放量不及预期的风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

一、眼科基因疗法双产品、双路径推进，全球可比性持续增强	4
二、榄香烯、新毒素为突破口，合成生物平台价值不断验证	7
三、积极拓展新领域，多款差异化新药进入临床验证阶段	8
四、主业基本盘稳固，充裕现金支撑创新价值兑现	8
盈利预测及投资评级	8
风险提示	8

图表目录

图表 1：已上市长效眼底药商业验证与高剂量康柏西普定位	4
图表 2：KH631、KH658 在 ARVO 2026 披露的不同剂量组随访时间和年化治疗频率下降幅度	5
图表 3：KH631、KH658 与全球 III 期阶段抗 VEGF 基因疗法治疗眼底病变临床数据对比	6

一、眼科基因疗法双产品、双路径推进，全球可比性持续增强

- 长效化已经从临床需求走向商业兑现，公司眼底病产品梯队顺应行业升级方向。nAMD、DME 等眼底病患者需要长期接受抗 VEGF 治疗，频繁玻璃体腔注射带来的就诊负担和依从性问题始终存在，因此延长给药间隔是眼底病药物迭代最清晰的方向之一。法瑞西单抗凭借最高 16 周给药间隔，2025 年全球销售额达到 41.02 亿瑞士法郎，同比增长 12%（CER）；高剂量阿柏西普 2025 年全球销售额达到 25.70 亿美元，同比增长 78%，2026 年 4 月美国标签进一步允许部分稳定治疗满一年的 nAMD 及 DME 患者将给药间隔延长至 20 周。两款产品的持续放量说明，即使在成熟的抗 VEGF 市场，能够真正降低治疗频率的产品仍可形成明显差异化。公司已经形成现有规格康柏西普、高剂量康柏西普和眼科基因疗法三层布局：现有产品稳固市场基础，高剂量产品承接生命周期，基因疗法则进一步探索一次给药带来的长期获益。三类产品对应不同患者和治疗场景，使公司能够持续参与眼底病治疗由“有效”向“更长效、更便捷”升级的过程。

图表 1：已上市长效眼底药商业验证与高剂量康柏西普定位

产品	机制/策略	给药间隔或开发目标	商业化/临床阶段	对康弘的启示
Vabysmo (法瑞西单抗)	VEGF-A/Ang-2 双特异性抗体	美国 nAMD 给药间隔最高可至 Q16W	2025 年全球销售额 41.02 亿瑞士法郎 (+12%)	上市后保持两位数增长，验证长效眼底药的商业价值
EYLEA HD (阿柏西普 8 mg)	高剂量 VEGF 抑制剂	常规 Q8W—Q16W； 成功治疗 1 年后可延长至 Q20W	2025 年全球销售额 25.70 亿美元 (+78%)	高剂量策略快速放量，并推动标签继续延长给药间隔
高剂量康柏西普 (KH902-R10)	高剂量 VEGFR 融合蛋白	长效化目标；实际间隔待 III 期验证	在研；已进入 III 期	有望承接现有康柏西普生命周期，并与基因疗法形成梯度布局

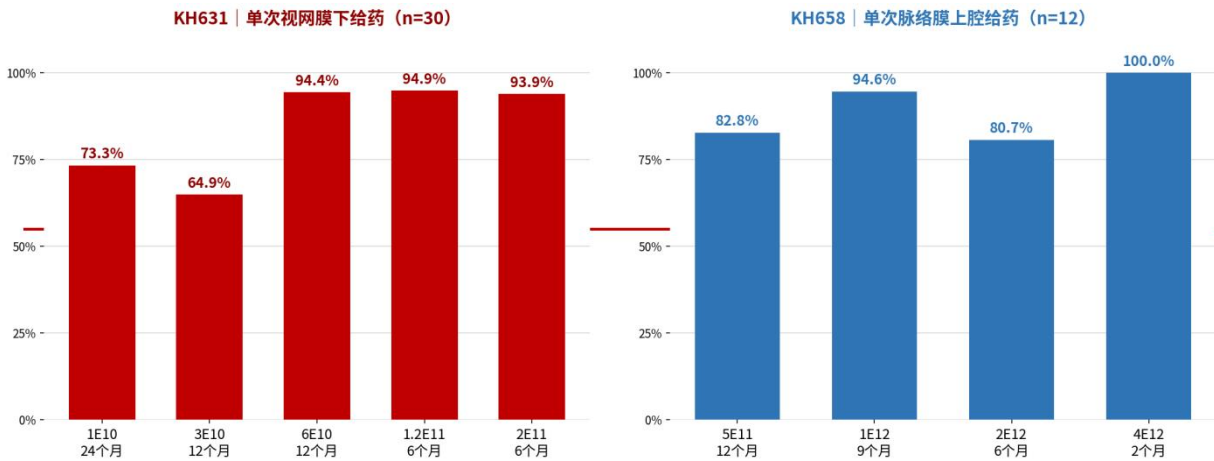
来源：Roche 2025 年年报，Regeneron 2025 年年报，Regeneron 官网，康弘药业 2025 年年报，中泰证券研究所

- 全球先发项目进入 III 期尾声，抗 VEGF 基因疗法开始接受注册性验证。sura-vec 治疗 nAMD 的注册临床 ATMOSPHERE 和 ASCENT 已完成超过 1,200 例入组，预计 2026Q4 读出顶线数据，有望通过大样本验证基因疗法在眼底病变领域的视功能保持、补救注射负担的稳定性和长期安全性，4D-150 两项 III 期均完成入组，“一次给药、长期表达抗 VEGF”已由早期概念验证走向大样本临床验证。KH631 和 KH658 均已取得中美临床许可，并披露了人体单次给药后年化注射频率、最佳矫正视力和安全性结果，横向对比竞争力明显，具备 BIC 潜力。先发项目逐步验证赛道成药性，康弘药业则通过两个产品具备竞争力的临床数据形成全球稀缺的资产组合，后续数据成熟有望进一步提升其出海确定性。
- KH631 高剂量组短期随访数据亮眼，低剂量组长期随访证明产品稳定减针的潜力。KH631 中国 I 期采用多中心、开放、剂量递增设计，共纳入 30 例既往接受抗 VEGF 治疗的活动性 nAMD 患者，五个剂量组各 6 例，均接受单次视网膜下给药。ARVO 2026 披露的不同队列随访窗口为 6—24 个月，五组年化补救注射频率较治疗前分别下降 73.3%、64.9%、94.4%、94.9% 和 93.9%，平均 BCVA 及 CRT 总体稳定或改善。研究未观察到 DLT，也未发生与 KH631 相关的 SAE；与药物相关的不良事件均为 1—2 级。较高剂

量组减针幅度较大，较早入组的低剂量队列也已积累了两年随访数据，为一次给药后持续有效性提供证据。

- **KH658 有望凭借脉络膜上腔给药建立稀缺性。** KH658 中国 I 期纳入 12 例既往治疗后仍存在视网膜下或视网膜内积液的 nAMD 患者，四个剂量组各 3 例，接受单次脉络膜上腔给药。四组随访窗口分别为 12 个月、9 个月、6 个月和 2 个月，年化补救注射频率较治疗前下降 82.8%、94.6%、80.7%和 100%，平均 BCVA 及 CRT 总体稳定。研究未见 DLT 或 SAE，常见眼部 AE 主要是轻度、短暂的结膜出血、结膜炎及结膜或巩膜充血，多与给药操作相关。相较在研眼科基因疗法常采用的视网膜下、玻璃体给药，KH658 有望在实现明显疗效的同时提升治疗接受度，扩大可覆盖的患者范围。

图表 2：KH631、KH658 在 ARVO 2026 披露的不同剂量组随访时间和年化治疗频率下降幅度



来源：公司 ARVO 2026 海报，中泰证券研究所

图表 3：KH631、KH658 与全球 III 期阶段抗 VEGF 基因疗法治疗眼底病变临床数据对比

药品名称	KH631	KH658	Surabgene lompaprovec (suravec)	Ixoberogene soroparovec (ixovec)	Ixoberogene soroparovec (ixovec)	4D-150
企业	康弘药业/弘基生物	康弘药业/弘基生物	REGENXBIO/AbbVie	礼来/Adverum	礼来/Adverum	Abbvie/4D Molecular
最高阶段	中国 II 期；美国 I 期	中国 II 期；美国 I 期	III 期	III 期	III 期	III 期
已读出数据临床试验	KH631-40101 (NCT05672121；ARVO 2026)	KH658-40101 (NCT06458595；ARVO 2026)	RGX-314-001 (NCT03066258)	OPTIC (NCT03748784)	LUNA	PRISM (NCT05197270)
人群	既往接受抗 VEGF 治疗的活动性 nAMD 患者	既往治疗后仍有视网膜下或视网膜内积液的 nAMD 患者	既往接受抗 VEGF 治疗的 nAMD 患者	既往接受抗 VEGF 治疗的 nAMD 患者	既往接受抗 VEGF 治疗的 nAMD 患者	既往接受抗 VEGF 治疗的 nAMD 患者
试验设计	1.0×10 ¹⁰ vg/eye, 3.0×10 ¹⁰ vg/eye, 6.0×10 ¹⁰ vg/eye, 1.2×10 ¹¹ vg/eye, 2.0×10 ¹¹ vg/eye 单次视网膜下注射	5×10 ¹¹ vg/eye, 1×10 ¹² vg/eye, 2×10 ¹² vg/eye, 4×10 ¹² vg/eye. 单次脉络膜上腔注射	3.0×10 ⁹ vg/eye, 1.0×10 ¹⁰ vg/eye, 6.0×10 ¹⁰ vg/eye, 1.6×10 ¹¹ vg/eye, 2.5×10 ¹¹ vg/eye 单次视网膜下注射	6E11 vg/eye 、2E11 vg/eye 单次玻璃体腔注射	2E11 vg/eye 、6E10 vg/eye 单次玻璃体腔注射	6.0×10 ⁹ vg/eye, 1.0×10 ¹⁰ vg/eye, 3.0×10 ¹⁰ vg/eye 单次玻璃体腔注射
例数	30 例（阶段性分析；5 组各 6 例）	12 例（阶段性分析；4 组各 3 例）	37 例	30 例	60 例	爬坡针对重症 24 例；2b 期针对广泛人群 30 例、近期确诊 15 例
有效性数据	低到高剂量组年化针数下降 73.3%/64.9%/94.4%/94.9%/93.9%，随访期分别为 24 个月、12 个月、12 个月、6 个月、6 个月；BCVA、CRT 总体稳定或改善	低到高剂量组年化针数下降 82.8%/94.6%/80.7%/100%，随访期分别为 12 个月、9 个月、6 个月、2 个月；BCVA、CRT 总体稳定	低到高剂量组年化针数下降 8.9%/24.0%/65.2%/64.4%/68.8%，随访期为 5 年；BCVA 分别-19/-20/+9/-11/-18 个字母	15 例 2×10 ¹¹ vg/眼剂量组 4 年年化针数下降 86%	低到高剂量组年化针数下降 89%/90%，随访期为 2 年；BCVA 分别+0.5/-2.3 个字母	3.0×10 ¹⁰ vg/eye 重症、广泛人群、近期确诊亚组降针 79%/78%/87%，随访期为 2 年；BCVA、CST 维持
安全性数据	无 DLT；8 例共 12 起 SAE 均与药物无关；9/30 例共 12 起药物相关 1-2 级 AE	无 DLT 或 SAE；多为轻度、短暂操作相关事件	最高剂量组有 1 起用药后眼底色素改变后视力显著下降，2 起被认为和研究者相关的严重视力损伤事件；6.0×10 ¹⁰ vg/eye, 1.6×10 ¹¹ vg/eye	总体耐受；100% 的炎症在一年内缓解	6E10 vg/eye 组耐受性好，2 年内无炎症，被选为 III 期剂量	3.0×10 ¹⁰ vg/eye 无药物相关 SAE

来源：公司 ARVO 2026 海报，各公司官网，中泰证券研究所

二、榄香烯、新毒素为突破口，合成生物平台价值不断验证

- **复发 GBM 现有疗法预后不佳，历史中位生存期为 7-8 个月，KH617（基于合成生物学方法构建的榄香烯衍生物）I 期临床实现积极生存获益信号。** KH617 晚期实体瘤 I 期临床探索 5—60 mg/kg 七个剂量水平，共纳入 32 例患者，其中 23 例为复发 GBM，确定推荐 II 期剂量为 33 mg/kg，复发 GBM 亚组 mOS 为 16.07 个月，33 mg/kg 队列 8 例患者中，ORR 为 12.5%、mPFS 为 1.84 个月，数据截止时 mOS 已超过 21 个月且尚未成熟。安全性方面未见 DLT 或治疗相关 SAE，仅 1/32 例发生 ≥3 级治疗相关 AE。
- **天然产物 KH617 通过调节 MGMT 逆转胶质母细胞瘤一线烷化剂药物的耐药，机制亮相 AACR 2026。** KH617 临床前结果发表在 AACR 2026，可直接同时抑制 PFK1、下调 PFKFB3 并上调 HSL，尝试通过干预糖酵解和脂代谢重编程抑制 GBM，能够下调 MGMT 表达，与替莫唑胺联用后在耐药原位模型中取得高于替莫唑胺单药的抑瘤效果。
- **随机 II 期聚焦 MGMT 未甲基化患者，研究设计能够同时回答“单药是否有效”和“能否恢复替莫唑胺敏感性”两个问题。** NCT07138001 计划纳入 60 例首次复发、MGMT 启动子未甲基化 GBM（预示着替莫唑胺预后不佳）患者，比较 KH617 联合替莫唑胺、KH617 单药和研究者选择治疗，主要观察 ORR、PFS-6 及安全性。该设计把临床前发现的 MGMT 调节机制转化为患者分层和试验臂设计，若结果积极有望验证 KH617 抗肿瘤作用与替莫唑胺再增敏作用。
- **双载荷 ADC 已由单一候选物走向连续产出，平台价值开始显现。** KH815 采用 TROP2+雷公藤甲素（来自公司合成生物学平台）+依沙替康双载荷设计，希望通过两类作用机制不同的载荷改善单一喜树碱类载荷可能面临的耐药问题，项目已在中国和澳大利亚进入 I 期；第二款双毒素 ADC KHN922 于 2026 年取得临床试验许可，说明公司已具备从同一平台持续产生候选物的能力。

三、积极拓展新领域，多款差异化新药进入临床验证阶段

- **精神神经和镇痛管线选择全球已经验证的创新机制，兼顾研发成功率与产品差异化。** KH607 抑郁症 II 期研究已经完成，产后抑郁症适应症正在推进 II 期临床。FDA 批准首款口服产后抑郁症药物 zuranolone，证明 GABAA 受体正向变构调节剂和短疗程治疗路径具有明确的临床价值，也为 KH607 的开发提供了直接的国际参照。KHN702 聚焦非阿片镇痛靶点 NaV1.8，公司年报概述显示 I 期已经完成，研发项目表仍按 I 期阶段列示；同靶点药物 suzetrigine 于 2025 年获得 FDA 批准后，NaV1.8 抑制剂的成药性和非阿片镇痛价值进一步得到确认。失眠症药物 KHN707 为食欲素 2 受体拮抗剂，已于 2026 年获批开展临床试验。公司围绕抑郁、疼痛和睡眠障碍形成多点布局，相关机制均有海外创新药提供临床验证；后续如果能够在起效速度、疗效持续性或安全性方面体现差异，精神神经管线有望成为眼科和肿瘤之外的新增长储备。
- **创新管线已经形成从临床前到申报上市的完整梯队，研发体系由“项目储备”转向“数据验证”。** KH631、KH658 在中国进入 II 期、美国处于 I 期；KH617 进入 II 期布局，KH815 处于 I 期，KHN922 取得临床许可；KH607 处于 II 期，KHN702 处于 I 期，KHN707 取得临床许可，创新管线陆续兑现临床数据，为后续产品迭代和潜在海外合作 BD 提供基础。

四、主业基本盘稳固，充裕现金支撑创新价值兑现

- **基药目录扩容改善准入预期，13 个主要在销产品进一步夯实主业基本盘。** 2026 年版国家基本药物目录自 2026 年 9 月 1 日起施行。根据公司官网口径，公司及子公司共有 13 个主要在销产品在列，覆盖中成药、精神神经、消化、免疫和眼科等领域；其中康柏西普预充式、舒肝解郁胶囊、右佐匹克隆片和枸橼酸托法替布缓释片为本轮新增。基药目录是各级医疗卫生机构配备使用药品的重要依据，产品数量增加和剂型扩展有利于改善基层覆盖及患者可及性。
- **充裕现金能够支持多条管线并行推进。** 2026 年一季度末公司货币资金 62.74 亿元，资产负债表未列示短期借款和长期借款，现有资金储备和经营现金流足以为创新资产临床研究推进提供支持。

盈利预测及投资评级

- 我们预测公司 2026-2028 年有望实现营业收入 46/51/53 亿元（2026-2027 年的前值 54.6/57.0 亿元，因 2026 年新医保价格略低于预测值故调低收入预测），归母净利润 10/12/13 亿元（2026-2027 年的前值 15.1/16.3 亿元，因 2026 年收入预计低于前期预测值）。考虑到公司主业稳健，创新药研发管线同时布局基因疗法、双毒素 ADC、小分子平台，近期在数据读出方面进入兑现期，显现创新转型成效，维持“买入”评级。

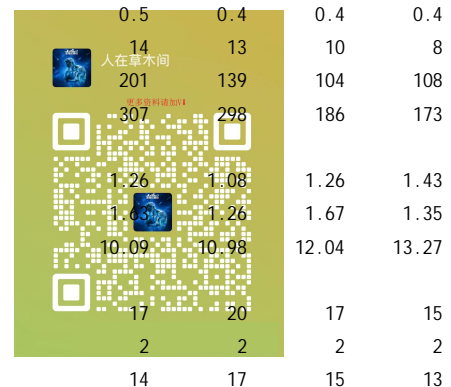
风险提示

- 临床试验失败的风险；竞争格局恶化的风险；资本市场行情波动的风险；国家基本药物目录落地、医疗机构配备及产品放量不及预期的风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,435	7,043	8,027	8,754	营业收入	4,585	4,625	5,099	5,309
应收票据	0	0	0	0	营业成本	465	469	512	528
应收账款	189	151	128	118	税金及附加	59	63	69	71
预付账款	13	7	8	8	销售费用	1,721	1,711	1,848	1,867
存货	407	370	159	349	管理费用	553	564	677	690
合同资产	0	0	0	0	研发费用	533	786	786	786
其他流动资产	40	46	51	53	财务费用	-53	-134	-149	-166
流动资产合计	7,084	7,617	8,372	9,282	信用减值损失	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-8	0	0	0
长期股权投资	16	16	16	16	公允价值变动收益	1	0	0	0
固定资产	2,148	2,362	2,617	2,909	投资收益	36	0	0	0
在建工程	98	198	198	98	其他收益	42	0	0	0
无形资产	353	360	373	401	营业利润	1,377	1,165	1,356	1,533
其他非流动资产	221	223	224	225	营业外收入	18	0	0	0
非流动资产合计	2,835	3,159	3,428	3,649	营业外支出	39	0	0	0
资产合计	9,920	10,776	11,801	12,931	利润总额	1,356	1,165	1,356	1,533
短期借款	0	50	51	52	所得税	210	181	211	238
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,146	984	1,145	1,295
应付账款	221	141	155	162	少数股东损益	-17	-15	-17	-20
预收款项	3	4	4	4	归属母公司净利润	1,163	999	1,162	1,315
合同负债	2	83	92	96	NOPLAT	1,101	871	1,019	1,155
其他应付款	46	46	46	46	EPS (摊薄)	1.26	1.08	1.26	1.43
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	主要财务比率				
其他流动负债	328	331	370	378	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动负债合计	602	657	720	740	成长能力				
长期借款	0	0	0	0	营业收入增长率	3.0%	0.9%	10.3%	4.1%
应付债券	0	0	0	0	EBIT 增长率	1.0%	-20.9%	17.1%	13.3%
其他非流动负债	44	44	44	44	归母公司净利润增长率	-2.4%	-14.1%	16.4%	13.1%
非流动负债合计	44	44	44	44	获利能力				
负债合计	645	701	764	783	毛利率	89.8%	89.8%	89.9%	90.0%
归属母公司所有者权益	9,299	10,115	11,093	12,224	净利率	25.0%	21.3%	22.5%	24.4%
少数股东权益	-24	-39	-57	-76	ROE	12.5%	9.9%	10.5%	10.8%
所有者权益合计	9,275	10,076	11,037	12,147	ROIC	14.6%	10.4%	11.1%	11.4%
负债和股东权益	9,920	10,776	11,801	12,931	偿债能力				
现金流量表					资产负债率	6.5%	6.5%	6.5%	6.1%
单位:百万元					债务权益比	0.5%	0.9%	0.9%	0.8%
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	流动比率	11.8	11.6	11.6	12.5
经营活动现金流	1,504	1,163	1,540	1,242	速动比率	11.1	11.0	11.4	12.1
现金收益	1,335	1,081	1,248	1,406	营运能力				
存货影响	-20	37	212	-190	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营性应收影响	-5	44	22	9	应收账款周转天数	14	13	10	8
经营性应付影响	-94	-80	15	6	应付账款周转天数	201	139	104	108
其他影响	288	81	43	11	存货周转天数	307	298	186	173
投资活动现金流	-225	-555	-521	-497	每股指标 (元)				
资本支出	-211	-553	-520	-496	每股收益	1.26	1.08	1.26	1.43
股权投资	1	0	0	0	每股经营现金流	1.63	1.26	1.67	1.35
其他长期资产变化	-15	-2	-1	-1	每股净资产	10.09	10.98	12.04	13.27
融资活动现金流	-520	0	-35	-18	估值比率				
借款增加	0	50	1	1	P/E	17	20	17	15
股利及利息支付	-553	-174	-193	-224	P/B	2	2	2	2
股东融资	35	0	0	0	EV/EBITDA	14	17	15	13
其他影响	-2	124	157	205					

来源: WIND, 中泰证券研究所



投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。