



传统业务筑底企稳，创新管线接力开启成长新周期

——京新药业深度报告

京新药业（002020.SZ）
化学制药

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 08 月 15 日

评级： 增持（首次）

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：杨涛

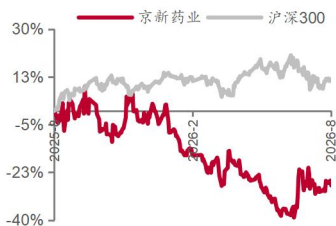
执业证书编号：S0740526080001

Email: yangtao02@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	861.03
流通股本(百万股)	723.97
市价(元)	14.05
市值(百万元)	12,097.46
流通市值(百万元)	10,171.76

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,159	4,069	4,222	4,559	4,867
增长率 yoy%	4.0%	-2.1%	3.8%	8.0%	6.8%
归母净利润（百万元）	712	758	804	910	1,013
增长率 yoy%	15.0%	6.5%	6.1%	13.2%	11.3%
每股收益（元）	0.83	0.88	0.93	1.06	1.18
每股现金流量	0.84	0.91	1.29	1.41	1.49
净资产收益率	13%	15%	13%	13%	13%
P/E	17.0	16.0	15.0	13.3	11.9
P/B	2.0	2.1	1.9	1.8	1.6

备注：股价截止自2026 年 08 月 14 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 存量业务陆续企稳，前期研发布局兑现有望开启新一轮业绩向上周期。**公司由原料药业务起步，目前已形成成品药+原料药+医疗器械的产业链协同布局，核心深耕精神神经与心脑血管两大业务领域。立足当前来看，公司成品药存量集采影响基本出清、原料药价格处于周期底部震荡、器械端国内反腐常态化+海外合作深化推动恢复性增长；同时增量端，公司首仿/改良型新药（卡利喉素、考来维仑、康复新肠溶胶囊）进入上市/NDA/三期阶段，创新药“地达西尼快速放量+Lp(a)小分子二期在研”格局形成。在存量品种外部扰动风险陆续落地出清，公司报表端业绩有望在特色品种基数渐成背景下开启上升周期，业绩企稳回升之际关注仿转创过程中陆续落地的创新产品进展催化。
- 行业端 Lp(a)靶点成药性进入集中验证窗口期，公司自持口服小分子管线稀缺性凸显，有望迎来估值与 BD 双重映射催化。**Lp(a)为基因遗传决定、终身指标稳定的独立 ASCVD 致病危险因素，目前主流降脂药物对 Lp(a)无显著抑制效果，临床特异性治疗手段长期缺失，Lp(a)靶向新药赛道正进入加速落地的关键时期。从技术路线对比来看，小核酸（ASO/siRNA）药物降幅优势突出（Olpasiran 临床 225mg 组，12 周降幅 97.5%）；口服小分子疗效略逊于小核酸（Muvalaplin 临床 240mg 组，12 周降幅 85.7%），但其凭借口服及经济成本优势，更适配于慢病长期管理及基层医疗的终端渗透。Lp(a)小分子赛道价值已由国内头部药企 BD 交易充分验证（恒瑞 HRS-5346 授权默沙东，2 亿美元首付+17.7 亿美元里程碑、石药 YS2302018 授权阿斯利康，1.0 亿美元首付+19.2 亿美元里程碑），公司 JX2201 为国内少数进入二期临床、且保留自主权益的进度领先 Lp(a)小分子抑制剂，管线卡位优势显著。后续随着 Pelacarsen、Olpasiran 管线全球三期临床数据验证，公司在研品种 JX2201 有望同步受益于赛道估值中枢提升催化。
- 地达西尼胶囊机制具备差异化，渠道/医保先发优势赋能迈入商业化放量期。**国内失眠病症具备基数庞大、需求未被满足的市场特征，既往用药以苯二氮卓/非苯二氮卓代表的唑吡坦、艾司唑仑、右佐匹克隆等为主，存在成瘾性/耐受、次日残留、联合用药相互作用等痛点，难以充分打开市场空间。地达西尼（京诺宁）为 GABAA 受体部分激动剂，可选择性作用α1 亚基并避免过度抑制，在“快速入睡+维持睡眠”与“次日日间功能”间取得更好平衡；其 FMO 代谢显著降低药物相互作用风险，联合用药安全性突出。地达西尼胶囊于 24 年 3 月上市、同年纳入国家医保后，院内渠道先发优势显现（25 年总计入院数量超 3000 家，同年达成销售额 2.0 亿元），我们预期地达西尼胶囊远期市场销售峰值~15.0 亿元。
- 三大业务板块边际持续改善，存量稳健打底、增量品种接续发力。**成品药板块前期集采带来的降价、放量波动风险已基本落地，公司盐酸卡立喉素胶囊（首仿，26M7 获批）、盐酸考来维仑片（首仿，NDA 阶段）及康复新肠溶胶囊（改良型新药，III 期阶段）等多款特色品种有望陆续迈入收获期，有望成为制剂板块核心增长驱动力。原料药板块周期底部特征明确，核心产品价格已回落至 21 年以来的历史低位区间，行业供需格局逐步修复，后续价格与盈利反弹弹性充足。医疗器械业务历史上具备稳健的业绩表现，公司聚焦高端医学影像显示领域，核心客户覆盖迈瑞、联影、GE 等国内外头部医疗设备厂商，在国内基层诊疗升级及海外市场拓展红利加持下，有望持续为公司提供稳定现金流支撑。
- 存量业务风险出清、新品接力落地，估值有望随创新品种催化迎来向上修复。**我们预期 26-28 年分别实现营业收入 42.2、45.6 和 48.7 亿元，同比增幅依次为 3.8%、8.0%和 6.8%；实现归母净利润 8.0 亿元、9.1 亿元、10.1 亿元，对应 26-28 年 PE 倍数分别为 15.0 倍、13.3 倍、11.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：创新药研发进展不及预期，成品药集采降价风险，并购资产业绩不及预期风险、海外业务与原料药周期波动风险、行业竞争加剧风险、研报使用信息更新不及时风险。**

内容目录

一、历史沿革：从仿制到创新，战略升级初见成效.....	4
1.1 公司概况：原料药起家，成品药拓展，创新药破局.....	4
1.2 业务结构：成品药为主，原料药与器械协同发展.....	4
1.3 财务分析：收入结构优化，利润端持续改善.....	5
二、创新药：商业化破冰+前沿靶点布局，创新开启新成长曲线.....	7
2.1 靶向 Lp(a)（高脂血症）：临床进度领先，具备出海潜力.....	7
2.2 地达西尼胶囊：机制新颖的 GABAA 部分激动剂，“昼舒夜宁”效果显著	10
三、存量业务：仿制药、原料药与器械齐驱，构筑发展基石.....	14
3.1 仿制药：集采压力逐步出清，新旧品种共振向上.....	14
3.2 原料药：筑牢产业链底座，海外业务贡献新增量.....	16
3.3 医疗器械：并购入局医用显示领域，海内外业务共振驱动稳健成长.....	16
四、盈利预测与估值.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 投资建议.....	19
风险提示.....	19

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司主要在售/在研产品.....	5
图表 3：18-26Q1 年营业收入（亿元）及同比.....	5
图表 4：18-26Q1 年归母净利润（亿元）及同比.....	5
图表 5：18-25 年公司按产品分营业收入（亿元）.....	5
图表 6：18-25 年公司按产品分营业收入占比（%）.....	5
图表 7：18-25 年公司盈利能力指标.....	6
图表 8：18-25 年公司三费情况.....	6
图表 9：Lp(a)的致病机制.....	7
图表 10：Lp(a)药物在体内对 Lp(a)的作用.....	7
图表 11：高 LDL-C 在中国人群中的患病率（%）.....	7
图表 12：中国人群 Lp(a)异常患病率（%）.....	7
图表 13：04-10 年阿托伐他汀全球销售金额（亿美元）.....	8
图表 14：全球 Lp(a)药物研发进展.....	9
图表 15：Lp(a)靶点小核酸、口服小分子抑制剂近期临床数据结果整理.....	9
图表 16：各年龄每日建议睡眠时长（h）.....	10
图表 17：中国人群睡眠概况.....	10
图表 18：主要失眠药主要代谢参数和临床推荐意见汇总.....	11
图表 19：地达西尼作用机制.....	11
图表 20：地达西尼对不同 α 亚基的 EC ₅₀ 值.....	12
图表 21：地达西尼 III 期临床试验治疗效果.....	12
图表 22：地达西尼主要竞品核心指标对比.....	12
图表 23：地达西尼胶囊销售额预期.....	13
图表 24：18-25 年公司成品药营收（亿元）及同比.....	14
图表 25：2025 年公司成品药销售额贡献收入.....	
图表 26：成品药主要产品集采风险出清情况整理.....	
图表 27：21-24 年全球盐酸卡利哌嗪销售额（亿元）及同比.....	
图表 28：2024 年院内胃药用药中成药市场格局.....	
图表 29：18-25 年公司原料药营收（亿元）及同比.....	



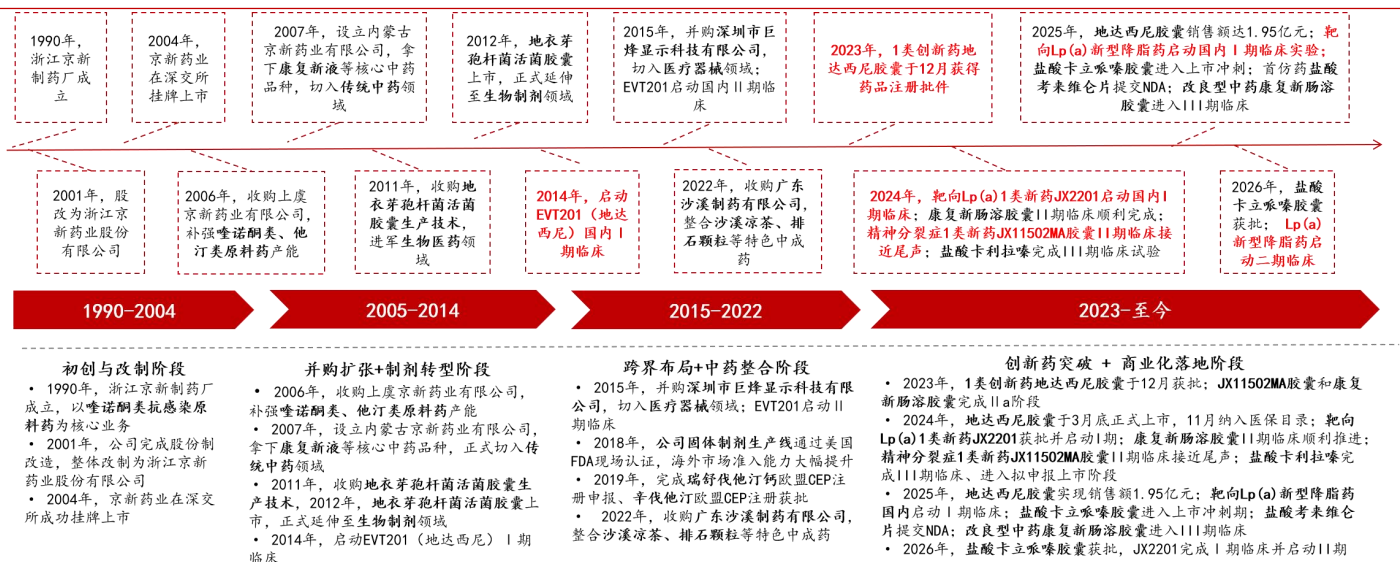
图表 30: 部分喹诺酮类抗生素价格变化 (元/千克)	16
图表 31: 18-25 年医疗器械营收表现 (亿元)	17
图表 32: 18-25 年医疗器械毛净利润表现 (百万元)	17
图表 33: 公司收入拆分及 26-28 年收入、费用预期表	18
图表 34: 可比公司 PE 数据对比	19

一、历史沿革：从仿制到创新，战略升级初见成效

1.1 公司概况：原料药起家，成品药拓展，创新药破局

- **自研+并购扩张形成原料药、中/化药、器械三大主业基础盘。**京新药业成立于1990年，初期以喹诺酮类抗感染原料药为核心业务。依靠上市后融资渠道的加持，05-11年内，公司陆续补强喹诺酮类、他汀类原料药产能，并拿下康复新液等核心中药品种，进军中药领域。2012年，公司地衣芽孢杆菌活菌胶囊上市，标志着公司主营业务正式延伸至生物制剂领域。2015年，公司收购深圳巨峰，形成“医药+器械”双主业。2022年，公司收购沙溪制药，整合沙溪凉茶、排石颗粒等特色中成药，进一步完善中药产业线。
- **地达西尼商业化放量征程开启，续接在研创新管线梯队渐成。**公司自主研发的1类创新药地达西尼胶囊2024年3月正式商业化上市，标志着公司十余年的创新药前期布局正式进入商业化兑现阶段（25年首个商业化完整年销售额1.95亿元）。公司靶向LP(a)的1类新药JX2201当前国内已处于二期阶段，初步凸显了公司在CNS与心血管双领域的创新药产品盘布局策略。展望未来，公司在传统业务稳健托底、创新药商业化放量与早期管线持续迭代的双重驱动下，业绩增量空间清晰，有望实现从传统仿制药企向创新驱动药企的稳步转型，迎来估值与业绩的双重修复。

图表1：公司发展历程



来源：公司公告，公司官网，医联招募，中泰证券研究所

1.2 业务结构：成品药为主，原料药与器械协同发展

- **公司聚焦精神神经、心脑血管两大核心慢病赛道，搭建仿制药打底、创新药引领、前沿管线接力的梯队化产品布局。**公司坚持仿创结合、以仿养创发展路径，长期聚焦精神神经、心脑血管代谢两大黄金慢病赛道，配套消化、中成药、原料药、医疗影像设备协同业务，已形成梯度完备的产品矩阵。存量端依托瑞舒伐他汀、左乙拉西坦、康复新液等成熟仿制药与特色中成药筑牢基本盘；创新端实现突破性落地，地达西尼快速放量，首仿卡立哌酮顺利获批上市。多业务管线协同有望助力公司持续突破中长期业务成长天花板。

图表 2：公司主要在售/在研产品

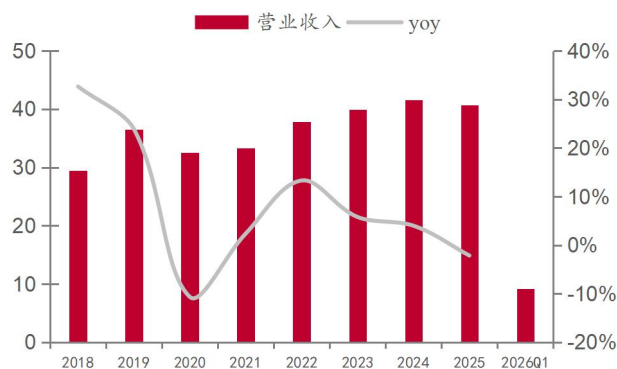
产品类别	产品领域	主要产品名称	产品用途
特色品种 (创新药/ 改良型新药/ 首仿药)	神经系统药物	地达西尼胶囊 盐酸卡立哌酮胶囊 (2026.07 获批) 改良型新药 JX2404 (2026.3 获临床批件)	适用于失眠患者的短期治疗 主要用于精神分裂症治疗 主要用于精神分裂症急性症状治疗
	心脑血管药物	靶向 Lp(a) 的新型降脂药 JX2201 (III 期临床) 盐酸考来维仑片 (提交 NDA)	主要用于高脂血症治疗 主要用于高胆固醇血症治疗
	消化系统药物	改良型中药康复新肠溶胶囊 (III 期临床)	主要用于溃疡性结肠炎治疗
仿制药	神经系统药物	盐酸舍曲林片/分散片 左乙拉西坦片/口服液	主要用于抗抑郁治疗 主要用于成人及 4 岁以上儿童癫痫患者部分性发作
	心脑血管药物	瑞舒伐他汀钙片/分散片、辛伐他汀片等	主要用于高血压、高血脂症及冠心病
生物制剂	消化系统药物	地衣芽孢杆菌活菌胶囊	主要用于婴幼儿腹泻、急性肠炎、便秘等
	消化系统药物	康复新液	主要用于胃溃疡出血、胃肠道溃疡及外部创伤修复
中成药	呼吸系统	沙溪凉茶、沙溪凉茶袋泡茶、沙溪凉茶颗粒	清热，除湿，导滞
	泌尿生殖系统	排石颗粒	清热利水，通淋排石
原料药	喹诺酮、他汀类、精神类原料药	左氧氟沙星、环丙沙星、辛伐他汀、盐酸舍曲林等	下游制剂生产的上游原材料
医用器械	定制化医用显示器和 HMI	放射类医疗影像设备定制显示器等	针对各类医疗设备定制化开发的配套显示器和 HMI
	标准化医用显示器及医疗影像解决方案	诊断级医用显示器、临床级医用显示器等医疗影像解决方案	可供医院独立使用的医用显示器和医疗影像解决方案

来源：公司公告，中泰证券研究所

1.3 财务分析：收入结构优化，利润端持续改善

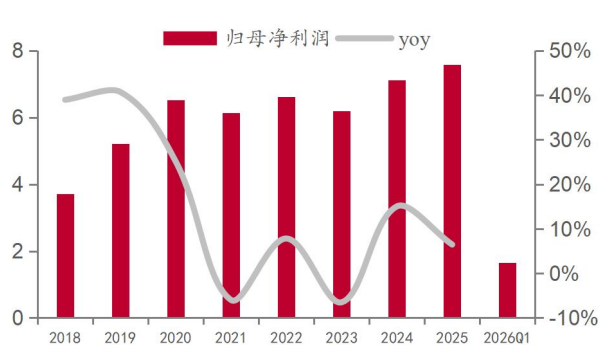
- 行业扰动逐步出清，公司经营韧性凸显、盈利持续优化。22-24 年，公司依托“院内+院外+基层+海外”四轮销售体系，持续深化连锁药店渠道合作，以量补价对冲集采降价影响，营收连续三年实现稳健正增长，经营基本面持续修复。25 年受集采续约降价力度加大、原料药行业景气下行的双重压制，公司全年营收同比小幅下滑 2.1%；公司通过高毛利产品结构占比提升，叠加核心创新药地达西尼持续放量，盈利能力逆势改善，全年实现归母净利润 7.6 亿元（同比+6.5%）、扣非净利润 7.1 亿元（同比+10.1%），在营收短期承压背景下实现利润稳健增长，经营韧性显著凸显。

图表 3：18-26Q1 年营业收入（亿元）及同比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：18-26Q1 年归母净利润（亿元）及同比

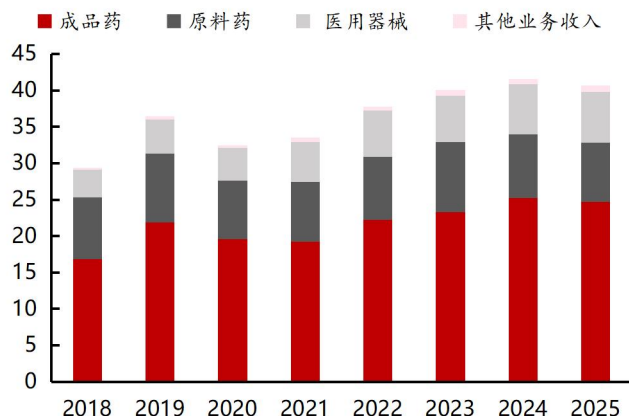


来源：公司公告，中泰证券研究所

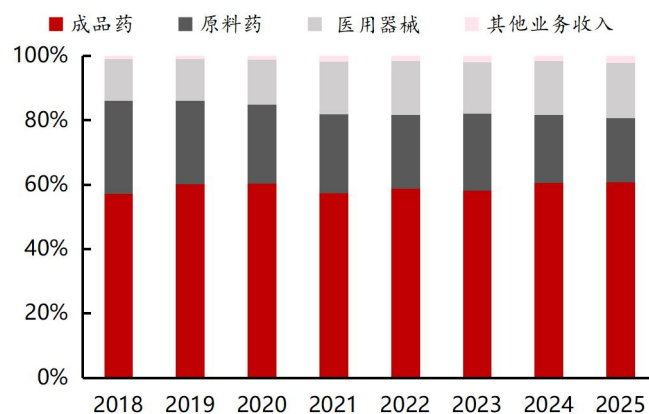
- 成品药收入稳中向好，原料药、医用器械收入复苏明显。尽管存量单品左乙拉西坦、康复新液等接连被纳入集采范围，公司成品药业务仍维持波动上升趋势，18-25 年业务收入复合增速为 5.7%。医疗器械业务随优质客户资源拓展，海内外渠道共振驱动，18-25 年业务收入复合增速为 9.1%。原料药业务受制于特殊公共卫生事件影响导致的供给端波动与渠道中的库存周期调整，23 年产品价格进入下行通道，致使 18-25 年业务收入复合增速为 -0.7%。2025 年，公司成品药、原料药及医疗器械业务分别实现营业收入 24.7、8.1 和 7.0 亿元，依次占总收入比例为 60.7%、19.9% 和 17.2%。

图表 5：18-25 年公司按产品分营业收入（亿元）

图表 6：18-25 年公司按产品分营业收入占比 (%)



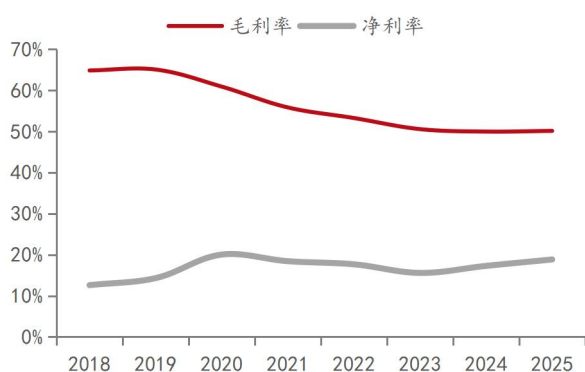
来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

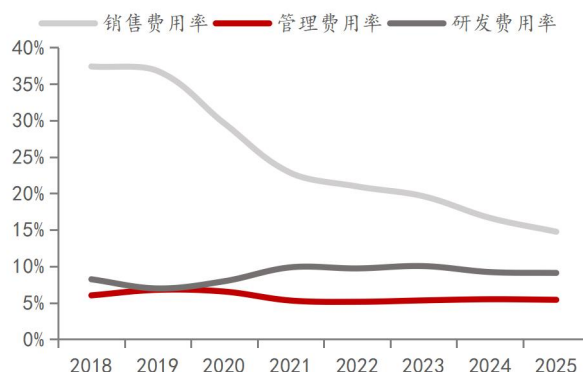
- **行业扰动逐步出清，业务结构持续优化，驱动盈利稳健抬升。**利润维度来看，20-23年，受药品集采落地、疫情扰动生产经营等多重因素影响，公司整体毛利率、净利率阶段性承压回落。2023年起，公司主动调整经营策略，重点深耕基层医疗市场、大力拓展院外零售渠道，同时通过原料药生产工艺迭代降本增效、精细化管控销售费用，有效对冲了集采带来的毛利率下行压力，推动公司净利率逆势稳步修复。
- **销售费用率持续优化，研发投入稳步提升，费用结构持续向好。**19-21年，公司线下学术推广、市场拓展活动受限，叠加集采政策深化，公司销售费用率显著下行。2021年后，公司持续优化团队人效、强化期间费用精细化管理，销售费用率延续逐年回落态势，降本增效成果显著。18-25年，公司管理费用率整体保持平稳，管控体系成熟稳定。研发端，2019年以来公司研发费用率稳步抬升，系公司持续加码创新药管线布局、推进核心创新品种临床研发所致，后续随着早期管线持续推进，研发投入有望维持稳步增长态势，为公司长期创新转型筑牢基础。

图7：18-25年公司盈利能力指标



来源：公司公告，中泰证券研究所

图8：18-25年公司三费情况



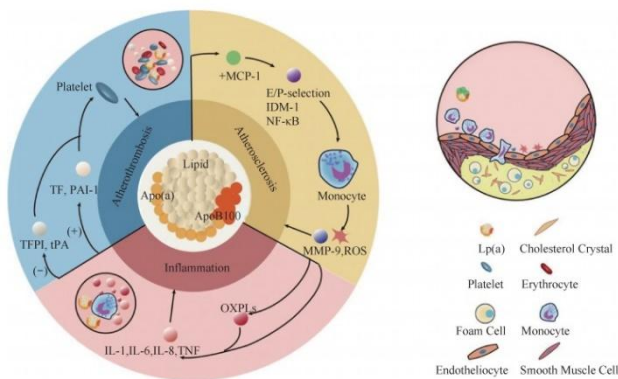
来源：公司公告，中泰证券研究所

二、创新药：商业化破冰+前沿靶点布局，创新开启新成长曲线

2.1 靶向 Lp(a)（高脂血症）：临床进度领先，具备出海潜力

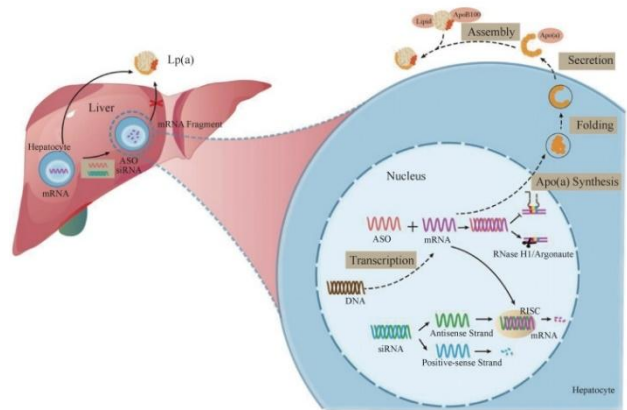
■ **Lp(a)为血脂领域极具潜力的干预靶点，药物商业化具备广阔爬坡空间。**脂蛋白(a)由载脂蛋白(a) [Apo(a)]、载脂蛋白 B100 [ApoB100] 及脂质组分共价结合构成。相较于低密度脂蛋白胆固醇 (LDL-C)，Lp(a)颗粒更易发生氧化，进而促进动脉粥样硬化斑块进展。Lp(a)血浆浓度高度受遗传调控，70%-90%个体差异由 LPA 基因拷贝数变异 (CNV) 等遗传因素主导。根据相关研究，即便 LDL-C 得到有效控制，Lp(a)升高依旧是动脉粥样硬化性心血管疾病 (ASCVD) 的独立危险因素。目前国内尚无专门靶向 Lp(a)的治疗药物，临床干预手段近乎空白（现有主流降脂药物并非针对 Lp(a)开发，仅 PCSK9 抑制剂可实现轻度降幅，他汀类药物几乎无下调作用，难以满足临床治疗需求）。

图表 9：Lp(a) 的致病机制



来源：中国心血管杂志，中泰证券研究所

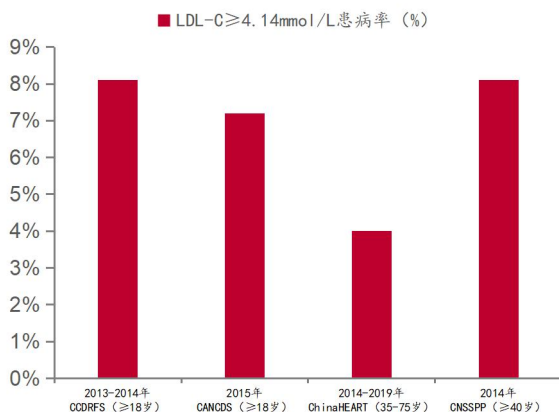
图表 10：Lp(a) 药物在体内对 Lp(a) 的作用



来源：中国心血管杂志，中泰证券研究所

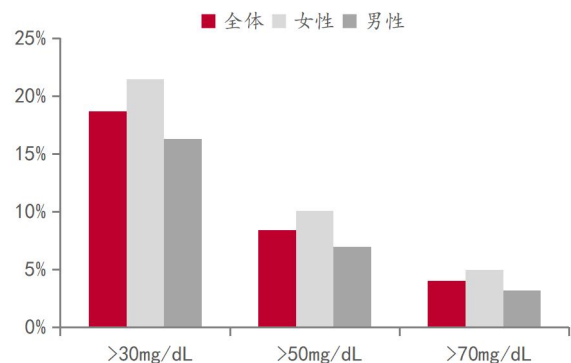
■ **LDL-与 Lp (a)升高均为 ASCVD 的重要危险因素，但二者致病机制与干预逻辑存在显著差异。**LDL-C 异常多为后天代谢驱动，高脂高糖饮食、久坐肥胖等不良生活方式及代谢疾病是主要诱因，仅部分家族性病例由强遗传因素主导；多数非家族性患者通过生活方式干预可实现改善，仅中高危人群需要阶段性药物控制。与之对比，Lp (a)升高主要由 LPA 基因遗传变异决定，生活方式几乎无法干预其血浆浓度；若未来靶向治疗药物获批，中-高度遗传升高的患者理论上需要长期维持用药，临床未满足治疗需求突出，靶向 Lp (a)的创新药物具备较高的临床价值与广阔的商业化前景。

图表 11：高 LDL-C 在中国人群中的患病率 (%)



来源：《中国循环杂志》，中泰证券研究所

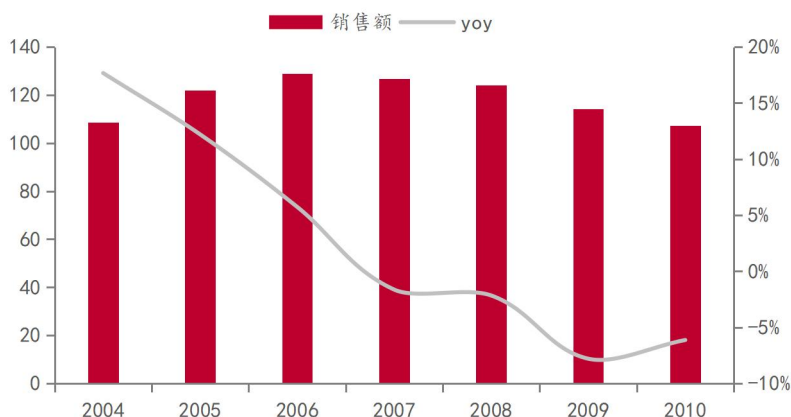
图表 12：中国人群 Lp(a) 异常患病率 (%)



来源：JACC，中泰证券研究所

- **国内血脂异常患者基数庞大，他汀类重磅品种印证降脂赛道具备千亿级市场空间。**依据《中国循环杂志》刊发的《中国血脂管理指南（2023 年）》，以动脉粥样硬化性心血管疾病（ASCVD）为代表的心血管疾病，是我国城乡居民首位死亡原因。2018 年全国流行病学调查显示，我国≥18 岁成人血脂异常总患病率达 35.6%，较 2015 年调查结果进一步抬升，且整体仍呈上行态势。庞大的高脂血症患病群体构筑刚性需求底盘，持续支撑降脂药物市场扩容。他汀类标杆品种阿托伐他汀于 1996 年获 FDA 批准，并于 2006 年达到销售峰值 128.9 亿美元。

图表 13：04-10 年阿托伐他汀全球销售金额（亿美元）



来源：医药魔方，中泰证券研究所

- **鉴于 Lp(a)靶点存在巨大的临床需求与广阔的市场空间，海内外药企加速布局相关赛道，抢占治疗卡位。**从当前全球在研管线格局来看，靶向 Lp(a) 药物主要分为小核酸药物、口服小分子抑制剂、基因编辑疗法三大技术路线。
- **1) 小核酸药物 (ASO/siRNA)：**通过靶向肝脏中 LPA 基因的 mRNA，抑制 Apo(a)合成，从而降低 Lp(a)生成。海外代表品种包括诺华 Pelacarsen、安进 Olpasiran、礼来 Lepodisiran，均已推进至 III 期临床。国内甘宝利 Kylo-11、石药 SYH2068 等 siRNA 产品陆续进入 I、II 期临床，紧跟海外研发节奏。
- **2) 口服小分子抑制剂：**以礼来 Muvalaplin 为代表，通过阻断 Apo(a)与 ApoB100 的非共价组装，抑制 Lp(a)颗粒的组装与生成。国内品种以恒瑞/默克 HRS-5346、京新 JX2201 为代表。相较于需要注射给药的 siRNA，口服剂型具备给药便捷、患者依从性更高的差异化优势。除 Muvalaplin 已进入 III 期临床外，国内品种多处于 II 期临床阶段。
- **3) 基因编辑疗法：**以 CRISPR Therapeutics 的 CTX320 为代表，通过靶向 LPA 基因，减少 Apo(a)合成，抑制 Lp(a)颗粒组装，当前尚处于早期临床探索阶段。
- **海外三期临床进度决定靶点成药性，为国内管线提供核心催化。**目前全球尚无任何 Lp(a)靶向药物成功上市，上述品种 III 期试验结果将直接验证靶点成药性，对京新 JX2201 等国内管线形成重要催化。进度层面，诺华作为进度最快的 ASO 药物，其核心 III 期 Lp(a)-HORIZON 研究最初预期于 2026 H1 读出主要终点（推断主要系事件累积速率不及预期），公司最新投资者交流指引预计于 2026 年 H2 初期读出数据；安进 Olpasiran 作为核心 siRNA 品种，其 III 期 OCEAN(a)-Outcomes 在公司 25 年 Q3 业绩交流会即定性说明该心血管终点事件累积速率不及预期，当前暂未更新读出窗口。海外企业领跑 III 期临床，国内药企快速跟进，多条管线进入临床 II 期。伴随海外关键临床数据持续落地，Lp (a)靶向药物有望迎来快速发展期。

图表 14：全球 Lp(a) 药物研发进展

药品名称	研发机构	靶点	作用机制	全球最高研发阶段开始日期	全球最高研发阶段	适应症	中国最高研发阶段	中国最高研发阶段开始日期	美国最高研发阶段	美国最高研发阶段开始日期
pelacarsen	Novartis; Akcea Therapeutics	apo(a)	反义疗法	2020-04-21	III 期临床	脂蛋白(a)增高	III 期临床	2020-04-21	III 期临床	2020-04-21
zerlasiran	Silence Therapeutics	apo(a)	siRNA 疗法	2022-09-13	III 期临床	脂蛋白(a)增高			I 期临床	2020-10-28
olpasiran	Amgen; Arrowhead Pharmaceuticals	lipoprotein(a)	siRNA 疗法	2023-01-31	III 期临床	脂蛋白(a)增高	III 期临床	2023-01-31	III 期临床	2023-01-31
lepodisiran	Eli Lilly; Dicerna Pharmaceuticals	apo(a)	siRNA 疗法	2024-03-04	III 期临床	脂蛋白(a)增高	III 期临床	2024-03-04	III 期临床	2024-03-04
Kylo-11	甘宝利	apo(a)	siRNA 疗法	2025-10-14	III 期临床	脂蛋白(a)增高	III 期临床	2025-10-14	III 期临床	2026-01-08
DII235	Novartis; 翰望制药	lipoprotein(a)	siRNA 疗法	2025-11-19	III 期临床	脂蛋白(a)增高	III 期临床	2025-11-19	III 期临床	2025-11-19
YKYY032	悦康药业	lipoprotein(a)	siRNA 疗法	2025-12-22	I 期临床	脂蛋白(a)增高	I 期临床	2025-12-22	申报临床	2025-12-19
SRSD216	靖国药业	lipoprotein(a)	siRNA 疗法	2025-12-31	III 期临床	脂蛋白(a)增高	III 期临床	2025-12-31	III 期临床	2025-12-31
RN5681	大睿生物	PCSK9; apo(a)	siRNA 疗法	2026-01-16	I 期临床	高胆固醇血症	申报临床	2026-06-12		
SYH2068	石药集团	lipoprotein(a)	siRNA 疗法	2026-06-08	III 期临床	脂蛋白(a)增高	III 期临床	2026-06-08		
muvalaplin	Eli Lilly	lipoprotein(a)	lipoprotein(a) 抑制剂	2025-09-05	III 期临床	脂蛋白(a)增高	III 期临床	2025-09-05	III 期临床	2025-09-05
HRS-5346	Merck & Co.; 恒瑞医药	lipoprotein(a)	lipoprotein(a) 抑制剂	2025-02-10	III 期临床	脂蛋白(a)增高	III 期临床	2025-02-10	III 期临床	2026-05-29
JX2201	京新药业	lipoprotein(a)	lipoprotein(a) 抑制剂	2026-03-16	III 期临床	脂蛋白(a)增高	III 期临床	2026-03-16		
SAL0137	信立泰	lipoprotein(a)	lipoprotein(a) 抑制剂	2026-07-03	III 期临床	脂蛋白(a)增高	III 期临床	2026-07-03		
YS2302018	AstraZeneca; 石药集团	lipoprotein(a)	lipoprotein(a) 抑制剂		I 期临床	心血管疾病; 血脂异常	临床前		—	
CTX320	CRISPR Therapeutics	apo(a)	基因编辑疗法	2023-10-18	I 期临床	脂蛋白(a)增高				

来源：摩熵医药，医药魔方，中泰证券研究所 注：Silence 已公布暂停 zerlasiran 临床推进

- 从全球 II 期临床试验结果看，口服小分子、注射类小核酸（siRNA/ASO）两大主流技术路线显现出差异化特征。从疗效层面来看，以 Olpasiran、Lepodisiran、Pelacarsen 为代表的小核酸药物降幅上限更高，最优剂量组 Lp(a) 相对基线降幅可达 90% 以上，强效抑制作用突出；礼来 Muvalaplin 作为现阶段进度领先的口服小分子，最优剂量下 Lp(a) 降幅可达 85.7%，疗效已较为接近小核酸产品。从安全性维度看，小核酸药物普遍为皮下注射给药，部分组别治疗相关不良事件（Related TEAE）发生率高达 45.8%，AE 停药率可达 12.5%；口服小分子 Muvalaplin 不良反应以恶心、肌痛、流感样症状为主，整体 Related TEAE 区间为 5.9%-14.7%，绝大多数剂量组未出现受试者因不良反应停药，口服耐受优势显著。
- 小核酸药物与口服小分子抑制剂凭借差异化的疗效与剂型优势，有望形成错位竞争、互补发展的行业格局。小核酸药物降脂疗效优异，精准匹配高危、重症血脂异常患者的强效治疗需求，核心聚焦院内重症诊疗市场。口服小分子药物虽最大降脂幅度略逊于小核酸，但整体疗效差距可控、可满足常规临床治疗标准。凭借剂型与体验优势，口服小分子药物更易于下沉基层慢病管理市场、覆盖广泛轻症及长期维持治疗人群。

图表 15：Lp(a) 靶点小核酸、口服小分子抑制剂近期临床数据结果整理

Lp(a) 异常在研管线临床数据整理																				
管线名称	muvalaplin				pelacarsen				olpasiran				lepodisiran							
原研药企	礼来				诺华/Ionis				安进/arrowhead				礼来							
当前全球进度	三期				三期				三期				三期							
药物类型	口服小分子				ASO				si RNA				si RNA							
给药形式	口服（每天）				注射				注射				注射							
往期临床结果																				
临床分期	全球二期				全球二期				全球二期				全球二期							
入组患者人数	233				286				281				320							
患者基线特征	Lp(a) 浓度 ≥175 nmol/L，且合并动脉粥样硬化性心血管疾病/糖尿病/高胆固醇血症				所有患者均确诊动脉粥样硬化性心血管疾病				Lp(a) 浓度中位数为 260.3 nmol/L，LDL-C 浓度中位数为 1.75mmol/L				Lp(a) 浓度中位数为 253.9 nmol/L，LDL-C 浓度中位数为 2.05mmol/L，apo b 浓度中位数为 79.0mg/dl							
试验周期	12 周				1 周/2 周/4 周				12 周/24 周				180 天							
试验设计	10mg	60mg	240mg	安慰剂	20mg 每周 4 周	40mg 每周 4 周	20mg 每周 2 周	60mg 每周 4 周	20mg 每周 4 周	安慰剂	10mg 每周 12 周	75mg 每周 12 周	225mg 每周 12 周	225mg 每周 24 周	安慰剂 每周 12 周	16mg-16mg	96mg-96mg	400mg-400mg	400mg-400mg	安慰剂
患者人数	34	63	68	67	48	48	48	47	48	47	58	58	56	55	54	36	74	72	69	69
主要有效性终点																				
Lp(a) 基线 (nmol/L)	211	198.2	223.5	234.2	246.6	220.0	238.2	204.5	233.7	231.6	304.0	227.5	265.4	283.4	246.1	243.2	262.0	264.1	242.2	241.9
Lp(a) 降幅	-47.4%	-81.6%	-85.7%	0.5%	-38.9%	-53.1%	-54.7%	-73.1%	-80.4%	-6.6%	-66.9%	-93.8%	-97.5%	-96.9%	3.6%	-30.5%	-65.3%	-90.5%	-90.5%	2.2%
ApoB 基线 (mg/dl)	79.5	74.2	77.3	75.5	80.7	71.9	69.3	68.5	70.6	73.8	66.8	74.0	65.8	64.0	62.5	82.5	83.0	79.0	79.0	75.0
ApoB 降幅	-10.5%	-14.5%	-17.6%	-1.7%	-2.7%	-11.5%	-9.1%	-5.7%	-15.4%	0.8%	-11.5%	-9.3%	-10.2%	-11.4%	7.4%	-7.0%	-9.6%	-12.6%	-12.6%	1.3%
主要安全性终点																				
Related TEAE	5.9%	14.3%	14.7%	14.9%	10.4%	31.3%	22.9%	25.5%	45.8%	6.4%	12.1%	22.4%	28.6%	25.5%	20.4%	2.8%	12.2%	11.1%	17.4%	1.4%
SAE	5.9%	3.2%	2.9%	6.0%	12.5%	14.6%	6.3%	12.8%	6.3%	2.1%	5.2%	5.2%	10.7%	7.3%	14.8%	2.8%	12.2%	11.1%	15.9%	8.7%
AE 导致停药比例	0.0%	0.0%	8.8%	1.5%	4.2%	0.0%	2.1%	6.4%	12.5%	4.3%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%
常见不良反应	恶心、流感、背痛、肌痛等				注射部位轻度红斑、瘙痒、皮疹等				注射部位轻度至中度局部疼痛、瘀伤和红斑				流感、头痛、背痛、咳嗽等							

来源：PubMed，clinicaltrials，中泰证券研究所

- 礼来 muvalaplin 临床进展亮眼，点燃国内小分子 Lp(a) 药物研发热情，行业交易热度持续升温。国内已诞生两笔重磅对外授权交易：其一为恒瑞医药自主研发的 Lp(a) 口服小分子抑制剂 HRS-5346，目前正在中国进行 II 期临床试验。2025 年 3 月，恒瑞医药将 HRS-5346 在大中华区以外的全球范围内开发、生产和商业化的独家权利有偿许可给默沙东。在交易款项安排上，恒瑞医药可获得 2 亿美元的首付款，后续有望凭借该项目特定的开发、监督以及商业化进展，获得不超过 17.7 亿美元的里程碑付款。其二是由石药

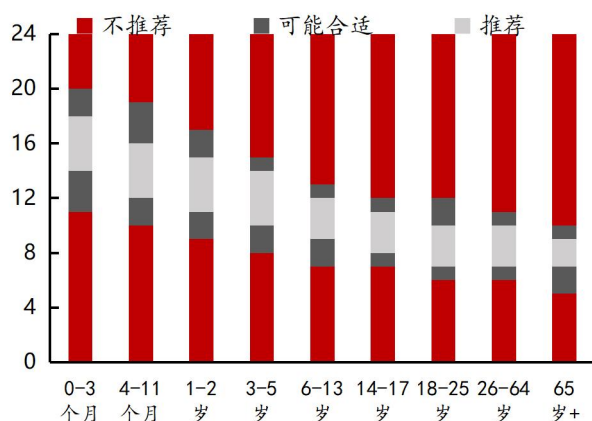
集团发现的 YS2302018，已证实可有效阻止 Lp(a) 的形成。2024 年 10 月，阿斯利康和石药集团达成独家授权协议，推进开发一款临床前创新小分子 Lp(a) 抑制剂，有望为血脂异常患者带来更多获益。根据协议条款，石药集团获得 1 亿美元的首付款。此外，石药集团还有资格获得高达 19.2 亿美元的开发和商业里程碑付款，以及分级特许权使用费。

- **截至目前，京新药业 JX2201 是国内尚未对外授权的 Lp(a) 小分子创新资产中临床进度最快的品种。**后续随着靶点临床价值被持续验证、海外商业化标杆产品逐步落地，凭借领先的临床进度与完整的自主权益，JX2201 有望获海内外资本与大型药企的持续青睐，打开自身商业化或合作变现空间。

2.2 地达西尼胶囊：机制新颖的 GABAA 部分激动剂，“昼舒夜宁”效果显著

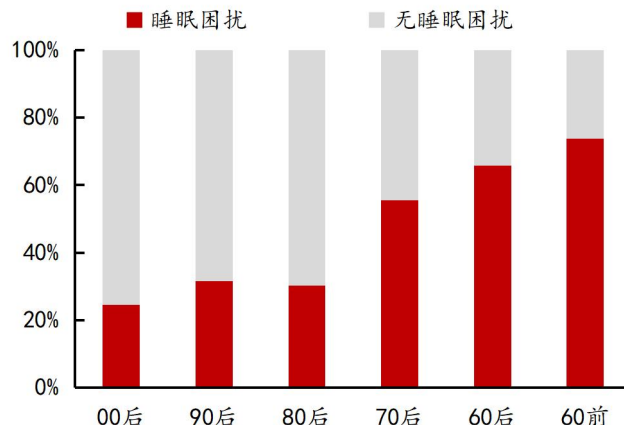
- 失眠为临床高发常见睡眠障碍，疾病负担较重，临床治疗需求空间广阔。失眠核心临床表现涵盖入睡困难、睡眠维持障碍及早醒等症状，病程多迁延反复。根据中国睡眠研究会《失眠诊断和治疗指南（2025 版）》数据，国内失眠症状患病率达 30%~48%，且失眠症患者长期死亡风险显著高于普通人群（22.5% Vs 11.1%）。当前国内失眠人群基数庞大、疾病危害性突出，且临床规范化治疗渗透率偏低，镇静催眠类创新药物的市场需求尚未充分释放。依托十余年创新研发积淀，公司地达西尼胶囊于 2024 年 3 月正式实现商业化销售，并于同年 11 月纳入国家医保目录，适应症为成人失眠的短期治疗。2025 年地达西尼胶囊实现销售额 1.95 亿元，商业化落地取得阶段性关键突破，产品长期成长潜力充足。

图表 16：各年龄每日建议睡眠时长（h）



来源：美国睡眠基金会，中泰证券研究所

图表 17：中国人群睡眠概况



来源：中国睡眠研究会，中泰证券研究所

- **失眠药行业整体呈现传统药物迭代升级，创新机制药物加速落地的发展阶段。**国内现有失眠药主要包括苯二氮革受体激动剂（BZRAs）、双食欲素受体拮抗剂（DORA）、褪黑素和褪黑素受体激动剂、抗组胺 H1 受体药物、具有镇静作用的抗抑郁药物五类。BZRAs 又可分为苯二氮革类药物（BZDs）、非苯二氮革类药物（nBZDs）和新型苯二氮革受体激动剂（地达西尼胶囊）三类：
 - 1) BZDs 可非选择性激动 γ -氨基丁酸受体 A（GABAA）上不同的 γ 亚基，具有镇静、催眠、抗焦虑、肌肉松弛和抗惊厥的药理作用。其不良反应包括：日间困倦、头昏、肌张力减低、跌倒和认知功能减退等。持续使用 BZDs 后，突然停药可能会出现戒断症状和反跳性失眠，需考虑潜在的药物滥用风险。
 - 2) nBZDs 应用于临床治疗失眠，其选择性激动 GABAA 上的 $\alpha 1$ 亚基，发挥催眠作用，不良反应较 BZDs 小，然而佐匹克隆、右佐匹克隆等药品半衰期偏长，易导致宿醉效应，依然存在成瘾、睡眠异常行为、呼吸抑制、停药反弹等缺点。
- **传统 BZRAs 院内处方习惯成熟、存量替代患者基数庞大。**根据 Guodong Lou 等在《Front Psychiatry》发表的《Trends in Prescriptions for Insomnia in a Province in China Between 2015 and 2019》调查数据显示，BZDs（54.0%）是院内治疗失眠最常见的药物类型，其次为其次是 nBZRAs

(31.3%) 和抗抑郁药 (10.3%)。BZDs 院内使用率在 15-19 年逐年下降，而 nBZRAs 使用率呈显著上升趋势。其中 BZDs 最常开的药物为艾司唑仑 (38.4%)，而 nBZRAs 最常开的药物为唑吡坦 (33.4%)。院端以外，国内 OTC 失眠市场以双食欲素受体激动剂和褪黑素药物为主，多适用于轻度失眠干预，无法满足中重度患者规范化治疗需求。

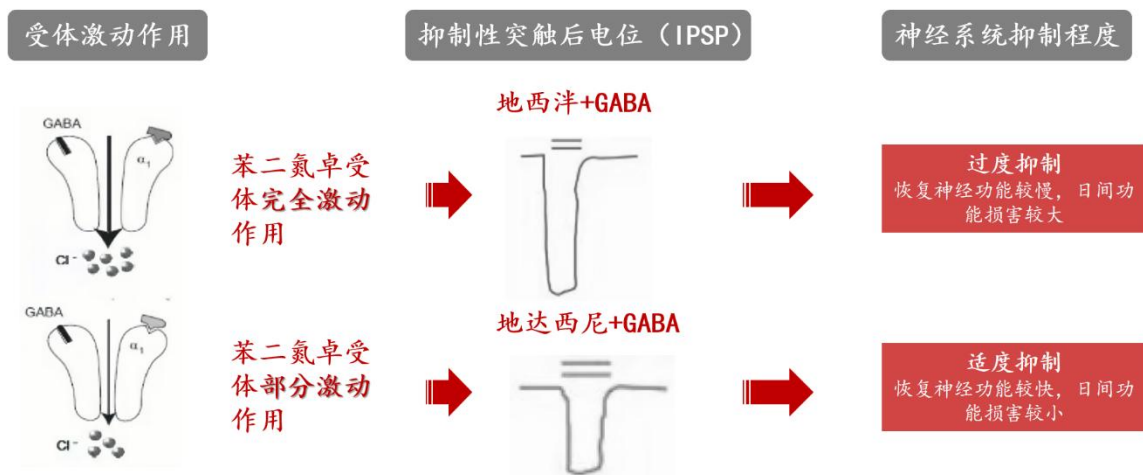
图表 18：主要失眠药主要代谢参数和临床推荐意见汇总

药品分类		药物达峰 (h)	半衰期 (h)	口服剂量 (mg)	常见不良反应	推荐强度	证据级别
苯二氮卓类药物 (BZDs)	艾司唑仑	3.0	10.0~24.0	1.0~2.0	宿醉、口干、虚弱等	II 级	A
	阿普唑仑	1.0~2.0	12.0~15.0	0.4~0.8	撤药反应、呼吸抑制、头痛等	II 级	A
	唑吡坦	0.5~3.0	0.7~3.5	10.0	头晕、头痛、遗忘	II 级	A
	非苯二氮卓类药物 (non-BZDs)	1.0	1.0	5.0~10.0	头晕、共济失调	II 级	A
	右佐匹克隆	1.0	6.0	1.0~3.0	味觉异常	II 级	A
新型苯二氮卓受体激动剂	地达西尼	1.0	4.0	2.5	头晕、乏力、恶心	II 级	A
双食欲素受体拮抗剂	莱博雷生	1.0~3.0	17.0~19.0	5.0 或 10.0	嗜睡、疲倦、睡眠麻痹	II 级	A
	达利雷生	1.0~2.0	8.0	25.0 或 50.0	头痛、头晕、嗜睡、恶心	II 级	A
褪黑素和褪黑素受体激动剂	褪黑素缓释片	未知	6.0	2.0	无明确描述	I 级	B
抗组胺 H1 受体药物	苯海拉明	1.0~4.0	4.0~7.0	25.0~50.0	恶心、呕吐、共济失调	I 级	B
具有镇静作用的抗抑郁药物	曲唑酮	1.0~2.0	3.0~14.0	25.0~150.0	直立性低血压、头晕等	II 级	A

来源：中华医学会神经病学分会睡眠障碍学组《中国成人失眠诊断与治疗指南（2023 版）》，美国 FDA AccessData 等，中泰证券研究所

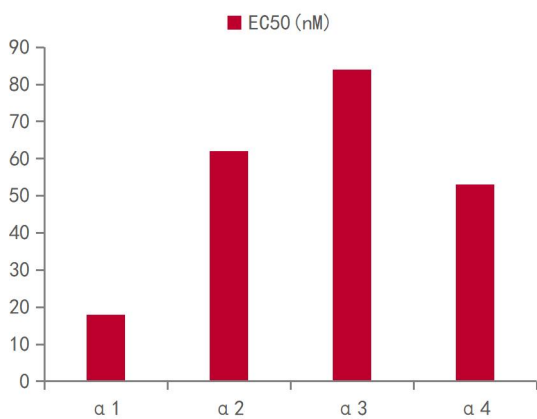
- **部分激动+快速达峰+适度半衰期的机制特征，有望在终端用药体感上奠定差异化优势。**地达西尼创新性地改变了对 GABAA 受体的激动程度，最终引起抑制性突触后电位的幅度小于完全激动剂。因此，相较于传统助眠药物完全激动 GABAA 受体，地达西尼在夜间适度抑制神经功能，日间神经功能恢复更快，对日间功能影响更小。此外，地达西尼选择性作用于 GABAA 受体 α_1 亚基，从而降低了激动其他 α 亚基带来的不良影响。在药代动力学方面，地达西尼达峰时间 T_{max} 为 1h，可快速诱导睡眠，半衰期 $T_{1/2}=4h$ ，可有效维持生理睡眠，通过独特的黄素单加氧酶 (FMO) 代谢途径，显著降低了药物相互作用的风险。JX202001-EVT201-III 临床数据显示，地达西尼在延长总睡眠时间的时间，对日间疲劳、嗜睡及认知功能的负面影响显著低于安慰剂，实现了“昼舒夜宁”的效果。

图表 19：地达西尼作用机制



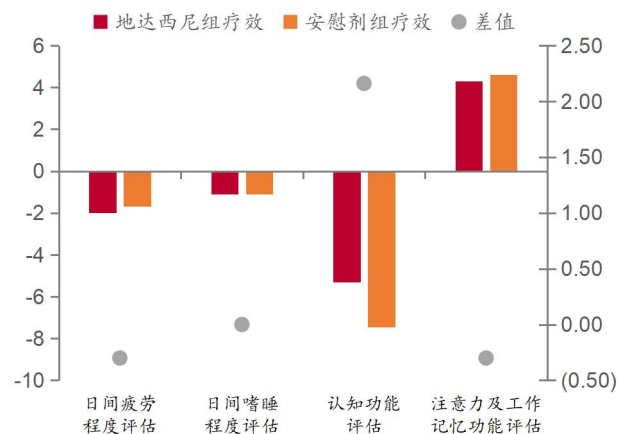
来源：地达西尼胶囊医保申报材料，中泰证券研究所

图表 20：地达西尼对不同 α 亚基的 EC_{50} 值



来源：地达西尼胶囊医保申报材料，中泰证券研究所 注： EC_{50} 指能引起 50% 最大效应的浓度，反映地达西尼对受体亚基的选择性，数值越小表示地达西尼对受体的选择性越高

图表 21：地达西尼 III 期临床试验治疗效果



来源：地达西尼胶囊医保申报材料，中泰证券研究所 注：日间疲劳程度评估使用 Flinders 疲劳量表，日间嗜睡程度评估使用 Epworth 嗜睡量表，认知功能评估使用 TMT-A 测试，注意力及工作记忆功能评估使用数字符号替代测试 (DSST)

■ 相较于市场存量市面创新药，地达西尼具备医保先发优势与潜在的联合用药安全窗口。国内近年获批上市的失眠创新药分为莱博雷生（2025 年 5 月国内获批上市）、达利雷生（2025 年 6 月国内获批上市）和法赞雷生（2026 年 5 月国内获批上市）三个品类，三者均为 OX1/OX2 双靶点 DORA，HS-10506 作为高选择性 OX2R 单受体拮抗剂，于 2026 年 4 月启动 III 期临床。疗效层面各品种均位于第一梯队，III 期临床严重不良事件发生率均保持在 1% 以下。地达西尼于 2024 年 3 月底上市，11 月纳入医保，凭借率先商业化的时间窗口优先抢占医生教育、临床处方的先机，在多款失眠药上市前完成初步的患者与临床资源沉淀，构筑短期竞争壁垒。同时其通过 FMO 通路代谢，显著降低了药物间的相互作用风险，更适用于有联合用药需求的患者，有望借此形成差异化临床竞争力。

图表 22：地达西尼主要竞品核心指标对比

对比维度	地达西尼		莱博雷生片		盐酸达利雷生片		法赞雷生片			HS-10506
商品名	京诺宁®		达卫可®		科唯可®		孟平®			
研发企业	京新药业		卫材药业		先声药业/Idorsia		扬子江药业			翰森药业
靶点	GABA _A 受体选择性部分激动剂		OX1/OX2 双重食欲素受体拮抗剂		OX1/OX2 双重食欲素受体拮抗剂		OX1/OX2 双重食欲素受体拮抗剂			高选择性 OX2R 单受体拮抗剂
获批时间	2023-12（国内）		2019-12（FDA）		2022-01（FDA）		2026-05（国内）			2026-04启动III期临床
国内终端零售价	13.88元/天		约15-16元/天		约18-19元/天		约22元/天			
	地达西尼组 2.5mg	安慰剂组 2.5mg	莱博雷生片组 10mg	安慰剂组 10mg	达利雷生组 50mg	安慰剂组 50mg	法赞雷生组 20mg	法赞雷生组 40mg	安慰剂组	
疗效结局指标										
总睡眠时间（TST） （min）	71.1	39.4					显著改善	显著改善		
睡眠效率（SE）（%）	13.3	7.7	15.6（1/2）	7.0（1/2）			4.8	5		
夜间觉醒时间（WASO） （min）	-49.7	-29.5	-42.9（1/2）	-18.0（1/2）	-35	-19.5	显著改善	显著改善		
持续睡眠潜伏期（LPS） （min）	-21.7	-15.2	-34.6（1/2）	-16.5（1/2）	-35.7	-22.2	显著缩短	显著缩短		
安全性评价指标										
不良事件（TEAE）（%）	47.4%	39.9%	31.9%	21.0%	21.6%	18.4%				
严重TEAE（%）	0.5%	1.1%	0.0%	1.0%	1.0%	0.0%				
常见不良反应	头晕、乏力、恶心等		嗜睡、疲倦、睡眠麻痹等		头痛、头晕、嗜睡、疲劳等		头痛、头晕、口干、恶心等			

来源：各公司官网，PubMed，clinicaltrials，中泰证券研究所

■ 随着当前多款机制新颖创新产品顺利获批上市，存量品种疗效及安全性隐患缺口有望逐渐完善，未来产品治疗率有望维持持续爬坡趋势。地达西尼胶囊作为代谢机制占优+医保/渠道窗口布局领先的新药产品，未来远期销售峰值有望超 15 亿元。

1) 失眠症治疗率：国内失眠人群基数庞大，但受就诊率不足、CBT-I 等非药物治疗可及性有限、传统药物安全性短板等多重因素制约，当前确诊失眠症患者的处方化药治疗整体渗透率仍处于低位。我们模型假设 2025 年国内失眠症患者起始用药率 4.5%；展望未来十年，伴随睡眠专

- 科诊疗体系完善、多款安全性更优的创新失眠药获批并进入医保，失眠症规范化药物治疗比例有望逐步抬升，假设远期用药率接近 10%；
- 2) **市占率**：我们预估地达西尼凭借差异化的代谢安全窗、先发医保准入优势，叠加公司 CNS 领域学术推广能力与全渠道布局，有望对部分传统苯二氮革类催眠药实现处方替代，远期市占率预估~15.0%。
- 3) **单价假设**：地达西尼上市初期挂网价（350 元/盒，折合 50 元/粒），纳入医保目录其单粒价格调整为 13.88 元，后续医保续约期我们模型假定逐次向下调整 3-5%。

图表 23：地达西尼胶囊销售额预期

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
中国失眠症成人患者数量（亿）	3.00	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5	3.5
yoy		0.0%	3.3%	0.0%	3.2%	0.0%	3.1%	0.0%	3.0%	0.0%	2.9%	0.0%
用药率	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%	8.8%	9.0%	9.3%	9.5%	9.8%	10.0%	10.0%
yoy		22.2%	18.2%	15.4%	13.3%	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	0.0%
用药人数（百万）	13.50	16.5	20.2	23.3	27.2	28.0	29.7	30.5	32.3	33.2	35.0	35.0
yoy		22.2%	22.1%	15.4%	17.0%	2.9%	6.1%	2.8%	5.8%	2.6%	5.6%	0.0%
地达西尼市占率	0.2%	3.0%	5.0%	7.5%	9.5%	12.5%	14.5%	15.0%	14.5%	14.0%	13.5%	13.2%
yoy		1281.8%	64.5%	50.0%	26.7%	31.6%	16.0%	3.4%	-3.3%	-3.4%	-3.6%	-2.2%
地达西尼用药人数（万）	0.30	5.0	10.1	17.4	25.8	35.0	43.1	45.8	46.8	46.4	47.3	46.2
yoy		1588.9%	100.9%	73.1%	48.2%	35.4%	23.0%	6.3%	2.3%	-0.9%	1.8%	-2.2%
地达西尼单粒费用（元）	50.00	13.9	13.9	13.2	13.2	12.5	12.5	12.2	12.2	11.8	11.3	11.3
地达西尼全治疗周期平均费用（元）	1400.00	388.64	388.64	369.21	369.32	350.85	350.84	340.31	340.31	330.11	316.68	316.68
销售额（亿）	0.42	1.95	3.9	6.4	9.5	12.3	15.1	15.6	15.9	15.3	15.0	14.6
yoy		368.8%	100.9%	64.4%	48.2%	28.7%	23.0%	3.1%	2.3%	-3.9%	-2.3%	-2.2%

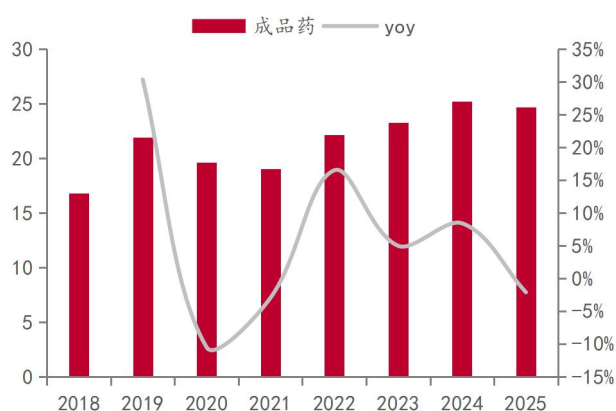
来源：弗若斯特沙利文，国家医保局，中泰证券研究所

三、存量业务：仿制药、原料药与器械齐驱，构筑发展基石

3.1 仿制药：集采压力逐步出清，新旧品种共振向上

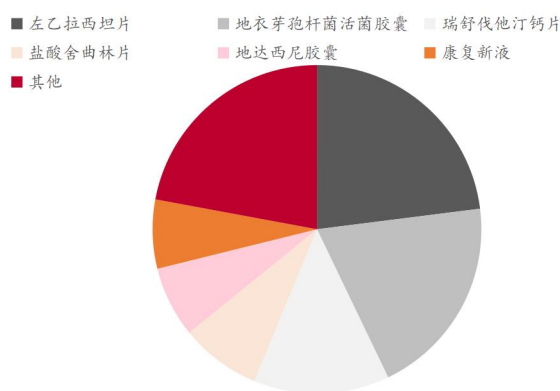
■ **集采冲击逐步消化，新旧品种接力成长。**从公司成品药板块历年经营走势来看，受多核心品种纳入国家集采、医院终端大幅降价冲击，19-21年成品药营收增速显著下滑。21年后，随着集采负面影响逐步出清，公司依托院内存量品种以价换量叠加院外渠道拓展，推动成品药营收规模重回持续上行轨道。24-25年陆续受制于集采续约价格调整与价格治理管控导致院内销售节奏受阻。从产品结构来看，左乙拉西坦片为公司成品药最大单品，地衣芽孢杆菌活菌胶囊、瑞舒伐他汀钙片、盐酸舍曲林片、地达西尼胶囊、康复新液等品种共同构成基本盘。在夯实存量产品基本盘的基础上，公司加快盐酸卡立哌嗪胶囊、康复新肠溶胶囊等特色品种的孵化落地，持续丰富产品梯队，对冲存量品种价格扰动。潜力特色品种培育+院外市场拓展有望共同推动公司仿制药板块业绩稳步向上。

图表 24：18-25 年公司成品药营收（亿元）及同比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25：2025 年公司成品药销售额贡献收入



来源：摩熵医药，中泰证券研究所

■ **仿制药多数主力品种已纳入国家集采或联盟集采，集采一次性降价风险基本出清。**从公司样本医院销售额过百万品种的集采及竞争格局上看：左乙拉西坦片、盐酸普拉克索系列等品种依托较高院内市占率稳固市场地位，价格负面影响已基本消化；瑞舒伐他汀钙片虽过评企业众多、行业竞争激烈，但经过多轮集采洗牌，价格底部已经确立。受省级中成药联盟集采影响，康复新液院内销售额有所下滑，公司通过覆盖基层医院，拓展零售药店、电商等院外市场，不断激发消化管线的市场潜力，使院内渠道冲击得到充分释放。盐酸舍曲林分散片、排石颗粒尚未纳入集采，竞品厂家少，竞争格局好。2026 年 3 月，公司多款核心品种顺利入围国采 1-8 批接续采购，周期将持续至 2028 年底，短期不存在大幅降价扰动，业绩稳定性显著提升。综合来看，核心品种首轮降价压力已经释放，仿制药板块集采风险基本出清，后续有望凭借院外市场拓展与特色品种孵化实现进一步放量。

图表 26：成品药主要产品集采风险出清情况整理

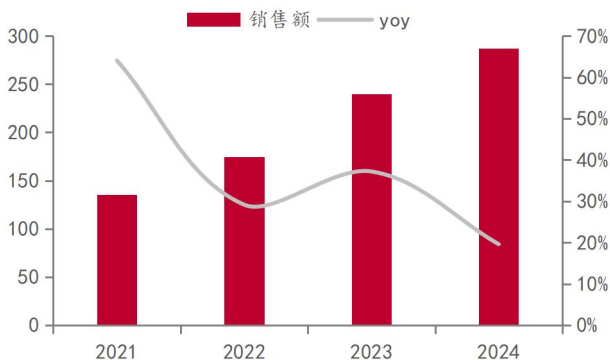
药品名称	样本医院销售额（百万元）			公司市占率	集采批次	医保	基药	竞争格局		
	公司销售额	药品销售额	药品同比					过评企业	申请一致性	公司过评
左乙拉西坦片	255.3	749.6	-5.2%	34.1%	国采第一批4+7	√		18	5	√
地衣芽孢杆菌活菌胶囊	220.6	462.1	13.4%	47.7%	联盟集采	√	√	0	0	
瑞舒伐他汀钙片	148.3	1855.4	-6.0%	8.0%	国采第一批4+7	√	√	35	7	√
盐酸舍曲林片	87.9	606.3	-14.5%	14.5%	国采第三批	√		10	0	√
康复新液	75.4	335.0	-51.7%	22.5%	联盟集采			0	0	
匹伐他汀钙分散片	61.0	61.0	-61.8%	100.0%	国采第三批	√		1	0	√
盐酸普拉克索片	52.5	246.2	-17.4%	21.3%	国采第四批	√	√	5	0	√
头孢呋辛酯片	45.4	139.1	-5.5%	32.6%	国采第一批扩围	√	√	13	0	√
盐酸普拉克索缓释片	16.1	81.3	-1.7%	19.8%	国采第四批	√	√	19	0	√
硫酸氢氯吡格雷片	14.4	3333.4	-10.5%	0.4%	联盟集采	√	√	27	7	√
盐酸舍曲林分散片	8.3	8.3	-38.3%	100.0%		√		1	0	√
富马酸比索洛尔片	7.9	391.9	-13.2%	2.0%	联盟集采	√	√	16	3	√
头孢泊肟酯片	7.8	17.3	-31.3%	45.3%	联盟集采			5	0	
排石颗粒	6.8	35.0	-53.9%	19.6%			√	0	0	

来源：摩熵医药，医药魔方，中泰证券研究所

■ 首仿与改良新药连续形成管线补充，特色品种接续拓宽仿制药成长空间。

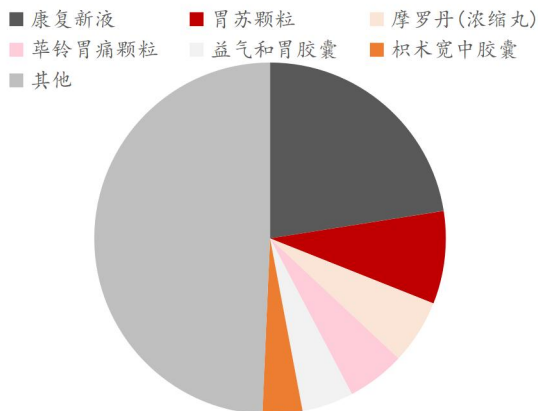
- 1) **盐酸卡立哌嗦胶囊/盐酸考来维仑片**：卡立哌嗦由 Gedeon Richter 原研，后联合艾伯维在多个国家和地区上市。据米内网数据，卡立哌嗦全球销售额保持高速增长，2022 年突破 20 亿美元，2024 年进一步增涨至 32.7 亿美元，已成为艾伯维中枢神经系统管线的“重磅炸弹”。作为国内首仿药，公司盐酸卡立哌嗦胶囊于 2026 年 7 月成功获批，在研发进度和专利布局层面具备显著先发优势。此外，公司盐酸考来维仑片于 2025 年提交 NDA，有望成功首仿上市。作为新型胆汁酸整合剂类降脂药物，盐酸考来维仑片可与他汀类药物联用，协同提高降脂疗效，具备良好临床应用前景。
 - 2) **康复新肠溶胶囊**：从 2024 年院内（城市公立、县级公立、城市社区、乡镇卫生）胃药用药中成药市场格局来看，康复新液占据重要份额，其临床需求基础扎实，患者群体稳定，长期市场空间广阔。相较于康复新液，康复新肠溶胶囊能够规避胃液对有效成分的破坏，实现药物在肠道的定向释放，靶向作用于肠道病灶，同时改善传统液体制剂携带不便、口感较差、给药依从性不足等痛点。目前康复新肠溶胶囊已于 2025 年进入 III 期临床，拟用于轻、中度溃疡性结肠炎活动期的治疗。作为改良型新品，康复新肠溶胶囊规避原有剂型集采约束，有望承接原有市场需求，开拓新的临床适用场景，持续贡献业绩弹性。
- 整体来看，公司仿制药板块集采风险逐步出清，未来业绩增长将由盐酸卡立哌嗦胶囊、康复新肠溶胶囊等特色品种持续驱动，创新仿制、改良型新药陆续进入商业化爬坡阶段，拟打开新一轮成长曲线。

图表 27：21-24 年全球盐酸卡立哌嗦销售额(亿元)及同比



来源：药智数据，中泰证券研究所

图表 28：2024 年院内胃药用药中成药市场格局

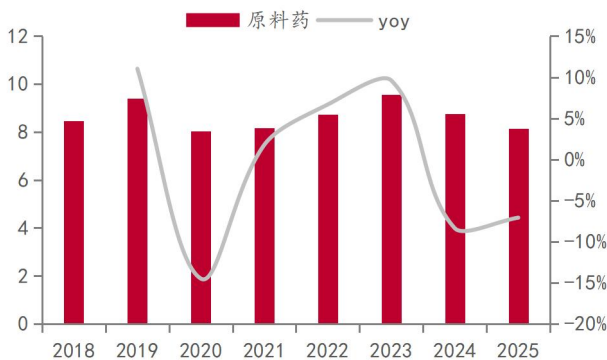


来源：国家药监局南方所米内网数据库，中泰证券研究所

3.2 原料药：筑牢产业链底座，海外业务贡献新增量

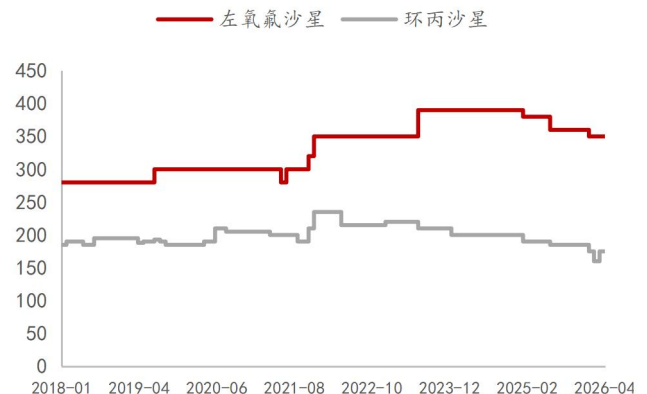
- **发挥一体化产业链优势，海外认证赋能产品结构升级。**原料药为公司传统优势业务，具备“中间体-原料药-制剂”一体化能力，产品覆盖喹诺酮类、他汀类、精神神经类等品类。全资子公司绍兴京新是全球喹诺酮类抗感染原料药的主要生产企业之一，其主要产品左氧氟沙星和环丙沙星的产量和市场份额均位居全球前列。2025 年，公司原料药瑞舒伐他汀钙通过美国 FDA 注册审评，替格瑞洛获得 FDA 批准上市，辛伐他汀（酶法工艺）获得 CEP 证，海外认证持续落地进一步夯实公司全球化供货能力。公司持续推进工艺优化与产品结构升级，逐步降低对低价大宗品种依赖，依托一体化产业链优势，推动原料药业务向高附加值、全球化方向发展。
- **历经周期轮动，产能布局与海外认证持续加码。**18-19 年公司原料药板块收入实现增长，2019 年到达阶段性高点。2020 年他汀类产品集采降价影响传导至上游原料药端，原料药收入与同比增速同步回落。2021 年起，公司上虞、上饶两大原料药生产基地持续推进精益生产、工艺改进及新车间建设，制造成本持续降低、产能进一步释放，驱动原料药营收进入持续修复通道，于 2023 年达到板块营收峰值。24-25 年，受国内原料药市场波动及喹诺酮类核心原料药价格下行影响，营收规模有所回调，但仍维持较高的收入底盘。同时公司持续夯实全球化供应链硬实力，子公司绍兴京新的 520 车间零缺陷通过 FDA 首次认证，恩诺沙星获得欧洲 CEP 证书，为持续拓展海外市场奠定基础。与此同时，山东京新原料药基地首期项目顺利投产，进一步扩充原料药产能储备，完善全国产业布局，为原料药业务后续的业绩修复与长期成长打开产能空间。

图表 29：18-25 公司原料药营收（亿元）及同比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 30：部分喹诺酮类抗生素价格变化（元/千克）



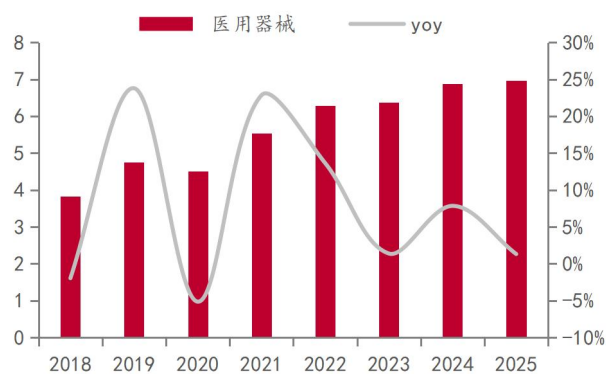
来源：WIND，中泰证券研究所

3.3 医疗器械：并购入局医用显示领域，海内外业务共振驱动稳健成长

- **公司收购深圳巨烽，布局医疗器械赛道。**深圳巨烽显示科技有限公司成立于 2004 年。2015 年，京新药业以 6.93 亿元收购了深圳巨烽 90% 股权，切入医疗器械领域，并于 2018 年收购剩余股权。巨烽聚焦医疗影像智能显示与人机界面技术的研发与应用，核心为医用专业显示设备，覆盖诊断、手术、临床、超声、病理等多场景显示器，配套工控硬件，同时提供阅片会诊、数字化手术室、智慧病理、无磁射线防护医疗解决方案。目前企业已成为 GE、飞利浦、西门子、佳能、迈瑞、联影、开立等全球 95% 的主流设备厂商的战略合作伙伴，终端医院客户 8000+ 家，产品远销海外百余个国家和地区，打开长期成长空间。
- **公司医疗器械板块盈利整体呈增长态势，具备长期发展韧性。**18-19 年公司医疗器械营收稳步上升。19-21 年，受疫情影响，市场活动停滞，同时受全球芯片价格暴涨、液晶屏供应链剧变等外部环境的影响，板块营收与同比增速出现阶段性回调。公司积极保障大客户订单需求，不断拓展国际业务，提升市场份额与品牌影响力，自 2021 年起营收重回增长轨道，增长由高速转向稳健。从利润端看，19-21 年毛利润、净利润同样出现回落趋势，2021 年后，毛利润持续走高，净利润稳步上移，具备较强的利润释放潜力。公司

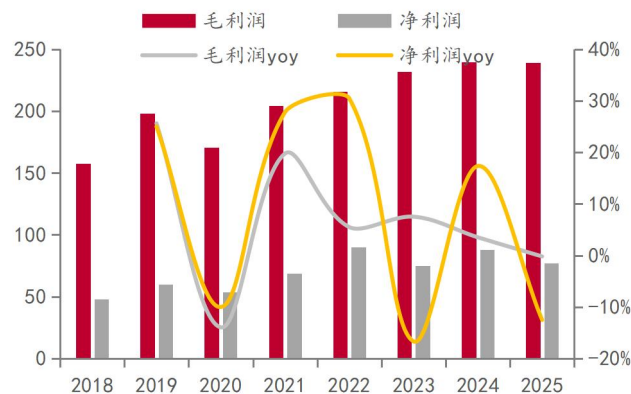
两次通过美国 FDA 现场检查，持续推进欧美区域市场，并在韩国布局研发生产基地，深化与全球主流医疗设备厂商的合作。公司推出 OLED 手术等多项创新产品，通过“国际化”与“创新”双主线，奠定医疗器械稳健增长基石。

图表 31：18-25 年医疗器械营收表现（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 32：18-25 年医疗器械毛净利润表现（百万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

- 结合上文分析,我们预测公司 26-28 年分别实现营业收入 42.2、45.6 和 48.7 亿元,同比增幅依次为 3.8%、8.0%和 6.8%。从各业务板块拆分来看:
- **1) 成品药板块:** Lp (a)靶向药 JX2201 预测期内无产品销售收入,长期具备巨大降脂市场空间与对外授权变现潜力;失眠创新药地达西尼胶囊预计渗透率持续提升,成为成品药板块最大增量单品。仿制药主力品种已充分消化多轮集采冲击,预测期内无大幅降价风险,通过院外市场拓展保持营收小幅增长;首仿药与改良新药陆续进入商业化爬坡阶段。我们预计成品药板块 26-28 年收入分别为 26.4、29.7 和 32.6 亿元,同比增速依次为 6.8%、12.3%和 9.9%,受益于地达西尼与首仿药放量,预测期内毛利率将稳步上升,依次为 64.5%、65.0%和 65.5%。
- **2) 原料药板块:** 喹诺酮、他汀类大宗原料药处于行业波动期,公司依托“中间体-原料药-制剂”一体化配套,对内稳定成品药生产成本、释放产能,对外持续推进海外认证。预计原料药业务 26-28 年收入分别为 8.1、7.8 和 7.7 亿元,同比降幅依次为 8.0%、3.0%和 1.0%,毛利率在 25.2%-25.8%区间窄幅震荡。
- **3) 医用器械板块:** 医用专业显示设备依托全球主流设备厂商供应链合作优势,同步拓展海内外双市场,韩国研发基地落地持续打开海外增量,OLED 手术显示器等新品迭代丰富产品矩阵,行业竞争加剧但客户绑定深度强,营收增速平稳,盈利稳定性突出。预计医用器械板块 26-28 年营收分别为 7.0、7.4、7.6 亿元,同比增速依次为 2.0%、5.0%和 3.0%,毛利率维持在 34.5%。
- 在费用率预期上: 26-28 年,随着创新药与首仿品种陆续进入商业化放量阶段,专项团队搭建、上市渠道建设及全国学术推广带动销售费用率稳步抬升;随着业务规模持续扩张,公司精细化费用管控,管理费率小幅下行;公司持续加码创新药、仿制药及改良新药管线,研发投入逐年提升。

图表 33：公司收入拆分及 26-28 年收入、费用预期表

	单位	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	亿元	32.6	33.4	37.8	40.0	41.6	40.7	42.2	45.6	48.7
yoy	%	-10.7%	2.4%	13.3%	5.8%	4.0%	-2.1%	3.8%	8.0%	6.8%
毛利率	%	60.9%	55.9%	53.3%	50.6%	50.0%	50.1%	51.7%	53.0%	54.1%
毛利	亿元	19.8	18.6	20.1	20.2	20.8	20.4	21.8	24.2	26.3
yoy	%	-16.4%	-6.1%	8.1%	0.4%	2.8%	-1.8%	7.0%	10.7%	8.9%
主营业务收入	亿元	32.1	32.7	37.2	39.2	40.9	39.8	41.5	44.8	47.9
医药制造	亿元	27.6	27.2	30.9	32.8	34.0	32.8	34.5	37.5	40.3
yoy	%	-11.7%	-1.6%	13.6%	6.3%	3.5%	-3.4%	4.8%	8.7%	7.6%
毛利率	%	64.5%	59.0%	56.6%	53.2%	53.1%	53.6%	55.3%	56.8%	57.9%
毛利	亿元	17.8	16.0	17.5	17.5	18.0	17.6	19.1	21.3	23.3
成品药	亿元	19.6	20.3	22.2	23.3	25.2	24.7	26.4	29.7	32.6
yoy	%	-10.5%	3.6%	9.2%	5.0%	8.4%	-2.1%	6.8%	12.3%	9.9%
毛利率	%				64.7%	62.7%	64.5%	64.5%	65.0%	65.5%
毛利	亿元				15.1	15.8	15.9	17.0	19.3	21.3
原料药	亿元	8.0	6.9	8.7	9.6	8.8	8.1	8.1	7.8	7.7
yoy	%	-14.5%	-14.1%	26.5%	9.6%	-8.4%	-7.1%	-8.0%	-3.0%	-1.0%
毛利率	%				25.1%	25.5%	20.5%	25.2%	25.5%	25.8%
毛利	亿元				2.4	2.2	1.7	2.0	2.0	2.0
医用器械	亿元	4.5	5.5	6.3	6.4	6.9	7.0	7.0	7.4	7.6
yoy	%	-5.1%	22.8%	13.6%	1.4%	7.8%	1.3%	2.0%	5.0%	3.0%
毛利率	%	37.9%	36.9%	34.3%	36.4%	34.9%	34.4%	34.5%	34.5%	34.5%
毛利	亿元	1.7	2.0	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4	2.5	2.6
其他业务收入	亿元	0.4	0.6	0.6	0.8	0.7	0.9	0.7	0.8	0.8
yoy	%	4.8%	42.5%	-0.4%	25.6%	-7.8%	23.5%	-2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	%	73.9%	87.3%	78.6%	57.8%	45.8%	47.7%	48.0%	48.0%	48.0%
毛利	亿元	0.3	0.6	0.5	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
主要费用率假定										
销售费用率	%	29.6%	22.8%	20.9%	19.6%	16.6%	14.8%	15.1%	15.2%	15.3%
管理费用率	%	6.50%	5.3%	5.1%	5.3%	5.5%	5.5%	5.4%	5.4%	5.3%
研发费用率	%	8.00%	9.9%	9.7%	10.0%	9.2%	9.0%	9.2%	9.5%	9.7%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 考虑到公司当前以仿制药与原料药业务构成核心收入基本盘,创新药放量在即,我们选取了三家同行业内的上市公司:仙琚制药、恩华药业、复星医药,并对公司的合理价值进行评估。其中,仙琚制药业务范围涵盖甾体原料药及制剂的研制、生产与销售,是国内规模最大、品种最为齐全的甾体药物生产厂家;恩华药业核心业务包括麻醉类、精神类和神经类药物的生产制造及研发,在中枢神经系统仿制药细分赛道具备较强的市场地位;复星医药拥有包

括创新药研发、成熟产品及制造、疫苗、医疗器械与医学诊断、医疗服务等多元业务板块，海内外商业化布局完善，在国内医药行业具备标杆参考意义。

- **我们选取 PE 估值法对公司合理价值进行评估。**根据可比公司估值结果，上述三个可比公司 26-28 年市盈率均值分别为 17.2、15.0、13.6 倍，公司市盈率分别为 15.0 倍、13.3 倍、11.9 倍。考虑到公司创新管线尚处商业化早期，核心品种尚未充分兑现业绩贡献，市场对新品放量节奏存在一定预期折价。但公司存量仿制药、原料药、医疗器械业务底盘稳固，创新管线布局清晰，后续随着创新产品逐步落地兑现收入、BD 授权价值释放，估值中枢有望迎来修复。

图表 34：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	归母净利润（亿元）				PE（倍）				
		2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
002332.SZ	仙琚制药	4.5	4.7	5.3	6.0	21.0	18.7	17.9	15.8	14.0
002262.SZ	恩华药业	10.6	11.9	13.5	15.2	19.6	21.0	18.7	16.6	14.7
600196.SH	复星医药	33.7	39.5	47.2	49.4	21.4	17.6	15.0	12.6	12.0
可比公司均值						20.7	19.1	17.2	15.0	13.6
002020.SZ	京新药业	7.6	8.0	9.1	10.1	17.0	16.0	15.0	13.3	11.9

来源：Wind，中泰证券研究所 注：以上市值及一致预期数据截至 2026.08.14

4.2 投资建议

- **存量业务风险出清、新品接力落地，估值有望随创新品种催化迎来向上修复。**存量端，公司依托原料药一体化产业链优势筑牢成本壁垒，仿制药板块集采风险基本释放、原料药价格已进入低位周期，经营端韧性持续凸显；增量端，公司创新转型成果显著，已形成“上市创新药+前沿在研管线+特色首仿品种”的多层次增量梯队。我们预期 26-28 年分别实现营业收入 42.2、45.6 和 48.7 亿元，同比增幅依次为 3.8%、8.0%和 6.8%；实现归母净利润 8.0 亿元、9.1 亿元、10.1 亿元，对应 26-28 年 PE 倍数分别为 15.0 倍、13.3 倍、11.9 倍。相较于行业可比公司，公司当前估值水平具备合理修复空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- **创新药研发进展不及预期。**核心创新药地达西尼已进入医保，但精神神经领域院内进院流程复杂、竞品众多，存在学术推广不及预期、销售放量低于预测的风险；在研品种 JX2201 等存在临床进度延后、临床终点不达预期、注册审批失败的可能性，创新转型进度存在不确定性。
- **成品药集采降价风险。**公司瑞舒伐他汀、左乙拉西坦、舍曲林等核心制剂品种已纳入国家集采，后续集采续约存在进一步降价或失标风险；同时部分尚未集采品种若被纳入集采，将压制仿制药板块盈利水平，原料药-制剂一体化成本优势或难以完全对冲降价压力。
- **并购资产业绩不及预期风险。**公司账面存在收购形成的商誉，沙溪制药等并购标的若中成药业务终端销售、原材料成本波动导致业绩持续承压，以及沙东生物相关生物药在研项目临床失败，存在商誉计提减值、侵蚀当期利润的风险。
- **海外业务与原料药周期波动风险。**原料药业务面向全球市场，受海外供需格局、竞品产能释放、汇率波动、海外药监检查影响，原料药价格存在周期性下行压力；医疗器械海外收入占比提升，海外地缘、贸易政策变化可能扰动海外板块盈利水平。
- **行业竞争加剧风险。**精神神经、心脑血管赛道竞争持续加剧，仿制药领域新的一致性评价品种持续获批分流份额；创新药端面临国内外同类产品上市冲击，公司在专科赛道的市场份额、产品定价均存在被挤压的风险，医疗器械显示业务亦面临同业竞争压力。
- **研报使用信息更新不及时风险。**本报告基于公开披露的公告、临床试验公告、行业数据库以及企业投资者交流材料完成撰写，医药行业管线临床进展、集采政策、产品价格、海外认证审批结果具备较强动态变化属性，而报告未



公司深度报告

能第一时间同步更新相关信息,可能导致报告中对公司管线价值、业绩测算、盈利预测的判断与实际情况产生偏差。

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	531	1,391	1,928	2,538	营业收入	4,069	4,222	4,559	4,867
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,029	2,038	2,142	2,235
应收账款	785	781	807	847	税金及附加	52	49	55	59
预付账款	22	21	21	23	销售费用	601	638	693	745
存货	766	776	784	838	管理费用	224	228	246	258
合同资产	0	0	0	0	研发费用	368	388	433	472
其他流动资产	1,197	477	487	500	财务费用	-45	-15	-27	-22
流动资产合计	3,301	3,445	4,027	4,747	信用减值损失	6	-9	-4	2
其他长期投资	158	158	158	158	资产减值损失	47	-16	-15	-6
长期股权投资	55	55	55	55	公允价值变动收益	9	0	0	0
固定资产	2,200	2,271	2,324	2,352	投资收益	17	11	12	13
在建工程	53	66	69	71	其他收益	49	20	10	5
无形资产	432	415	406	409	营业利润	969	901	1,020	1,135
其他非流动资产	1,925	1,964	1,972	1,982	营业外收入	4	4	4	4
非流动资产合计	4,823	4,929	4,985	5,027	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	8,124	8,374	9,012	9,774	利润总额	971	903	1,022	1,137
短期借款	284	0	0	0	所得税	98	91	103	114
应付票据	170	171	179	217	净利润	873	812	919	1,023
应付账款	496	499	530	560	少数股东损益	9	8	9	10
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	758	804	910	1,013
合同负债	56	76	82	88	NOPLAT	833	799	895	1,003
其他应付款	597	597	597	597	EPS (摊薄)	0.88	0.93	1.06	1.18
一年内到期的非流动负债	7	7	7	7	主要财务比率				
其他流动负债	296	299	315	326	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动负债合计	1,907	1,648	1,711	1,795	成长能力				
长期借款	0	0	0	0	营业收入增长率	-2.1%	3.8%	8.0%	6.8%
应付债券	0	0	0	0	EBIT 增长率	11.0%	-4.1%	12.0%	12.1%
其他非流动负债	346	346	346	346	归母公司净利润增长率	6.5%	6.1%	13.2%	11.3%
非流动负债合计	346	346	346	346	获利能力				
负债合计	2,253	1,995	2,057	2,141	毛利率	50.1%	51.7%	53.0%	54.1%
归属母公司所有者权益	5,833	6,334	6,900	7,568	净利率	21.5%	19.2%	20.2%	21.0%
少数股东权益	37	45	54	65	ROE	14.7%	12.6%	13.1%	13.3%
所有者权益合计	5,870	6,379	6,954	7,633	ROIC	27.5%	20.7%	20.4%	20.1%
负债和股东权益	8,124	8,374	9,012	9,774	偿债能力				
现金流量表					资产负债率	27.7%	25.6%	24.5%	27.7%
单位:百万元					债务权益比	10.9%	5.5%	5.1%	4.6%
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	流动比率	1.7	2.1	2.4	2.6
经营活动现金流	781	1,110	1,211	1,283	速动比率	1.3	1.6	1.9	2.2
现金收益	1,117	1,104	1,206	1,322	营运能力				
存货影响	27	-10	-9	-54	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营性应收影响	-83	22	-11	-37	应收账款周转天数	68	67	63	61
经营性应付影响	-225	3	40	67	应付账款周转天数	97	88	86	88
其他影响	-54	-9	-16	-16	存货周转天数	138	136	131	131
投资活动现金流	367	322	-358	-350	每股指标 (元)				
资本支出	-438	-374	-362	-354	每股收益	0.88	0.93	1.06	1.18
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	0.91	1.29	1.41	1.49
其他长期资产变化	805	696	4	4	每股净资产	6.77	7.36	8.01	8.79
融资活动现金流	-916	-571	-317	-322	估值比率				
借款增加	-4	-284	0	0	P/E	16	15	13	12
股利及利息支付	-289	-306	-340	-378	P/B	2	2	2	2
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	29	30	27	25
其他影响	-623	19	23	56					

来源：公司公告，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。