



信立泰 (002294.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

深耕心肾代谢综合征，心衰新药 JK07 潜力巨大

投资逻辑:

国内心肾代谢综合征龙头，创新转型加速兑现。公司深耕心血管领域超 20 年，已构建起“心血管+肾科+代谢+骨科”的创新产品矩阵。2025Q1-3 创新药收入占比已提升至近 46% (2023 年仅为 27%)，仿创转型步入收获期。目前已获批六款创新药，短期内有望保障稳定增长；研发持续加码，在研管线丰富，后备增长动力充足。

高血压创新矩阵进入收获期，重磅品种信超妥有望贡献近 40 亿峰值。公司布局多款重磅高血压管线，未来 3-5 年内将陆续贡献显著增量：①信超妥（沙库巴曲阿利沙坦）为全球第二款 ARNI 类药物，降压效果与夜间血压控制优于诺欣妥，2025 年获批并进入医保，有望快速放量，预计销售峰值近 40 亿元。②信立坦（阿利沙坦）有望持续稳健增长；③复立坦、复立安分别为阿利沙坦/氯氯地平和阿利沙坦/吲达帕胺复方制剂，已于 2024、2025 年相继获批并纳入医保，处于快速放量阶段，预计二者峰值均可达 10 亿元。**全球化创新管线潜力巨大，JK07 有望突破心衰治疗瓶颈。**公司通过自主研发与外部授权，前瞻性布局全球权益品种：JK07（NRG-1/ErbB4 融合蛋白）针对 HFrEF 和 HFpEF 两类心衰患者，I 期临床展现出较强的心功能改善效果（LVEF 提升）和良好的安全性。目前中美两地 II 期临床进展顺利，预计 2026H1 读出数据，我们预计或于 2029 年获批上市，上市后有望快速贡献收入。

肾科、代谢及骨科管线全面开花，构筑慢病产品闭环。肾性贫血重磅产品恩那罗（恩那度司他片），有望加速放量。代谢/糖尿病领域 1.1 类创新药信立汀于 2024 年获批，2025 年入选基层防治指南，凭借良好的肝肾安全性优势加速下沉市场渗透。骨科领域产品矩阵丰富，且持续拓展长效制剂进一步巩固骨科市场领先地位。

积极推进赴港上市进程，拟通过构建“A+H”双资本平台，进一步赋能创新药研发。2月13日，公司已正式提交H股上市申请。此次进军港股市场，不仅有助于提升公司在国际资本市场影响力，也将有望进一步赋能在研产品的临床转化和商业化进程。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2025-2027 年公司实现营业收入 43.37/50.36/59.91 亿元，同比+8.1%/+16.1%/+19.0%，归母净利润 6.40/7.72/9.48 亿元，同比+6.4%/20.7%/22.8%，对应 EPS 为 0.57/0.69/0.85 元。基于 DCF 估值模型，计算合理市值为 784 亿元，对应合理目标价为 70.36 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

研发进度不及预期风险，行业政策风险，市场竞争加剧风险。

医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：唐玉青（执业 S1130525080003）

tangyuqing@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 53.69 元

目标价 (人民币): 70.36 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,365	4,012	4,337	5,036	5,991
营业收入增长率	-3.35%	19.22%	8.09%	16.13%	18.97%
归母净利润(百万元)	580	602	640	772	948
归母净利润增长率	-8.93%	3.71%	6.42%	20.65%	22.77%
摊薄每股收益(元)	0.520	0.540	0.574	0.693	0.851
每股经营性现金流净额	0.75	1.06	0.68	0.87	1.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.23%	6.90%	7.31%	8.76%	10.67%
P/E	62.77	57.32	86.28	71.52	58.25
P/B	4.54	3.96	6.31	6.27	6.22

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、国内心肾代谢综合征龙头企业，集采边际减弱，创新转型加速	4
（一）深耕心血管领域多年并拓展布局，为国内心肾代谢综合征龙头企业	4
（二）业绩短期因集采等波动但边际影响减弱，仿创转型加速，创新药收入占比已近 46%	5
（三）研发持续加码，布局多药物范式，丰富的在研管线构筑充足的后备力量	7
二、高血压产品矩阵丰富，信立坦、信超妥等新进入医保后有望快速放量	8
（一）高血压患者人群众多，但治疗率仍有待提升	8
（二）信超妥：全球第二款 ARNI 类药物，生物利用度及降压效果较诺欣妥更优	10
（三）其他已上市创新药：信立坦有望稳健增长，复立坦、复立安有望借助医保快速放量	13
（四）持续探索新兴疗法满足未满足需求，丰富产品矩阵有望进一步夯实心血管龙头地位	14
三、重磅产品心衰新药 JK07 市场潜力巨大，预计 26H1 读出 II 期数据	15
（一）全球心衰患者约 6400 万人，现有疗法仍有巨大未满足需求	15
（二）JK07 靶向 NRG-1/ErbB4 通路促进心肌细胞代谢生长，有望突破现有心衰疗法瓶颈	17
四、肾科、代谢等多领域开花，进一步夯实慢病产品矩阵	19
（一）肾性贫血：重磅产品恩那罗（恩那度司他片），有望加速放量	19
（二）骨质疏松症：特立帕肽产品矩阵持续丰富，SAL023 已进入 I 期临床	21
（三）糖尿病领域：DPP-4 抑制剂信立汀于 2024 年获批，疗效及安全性整体良好	21
（四）PSCK9 靶向治疗：多分子范式布局，深入布局高脂血症等领域	21
五、盈利预测与估值	22
（一）盈利预测	22
（二）投资建议及估值	24
六、风险提示	25

图表目录

图表 1：AHA 将心肾代谢综合征分为 0 至 4 期，其中 2 期占全球成年人 49%	4
图表 2：全球心肾代谢综合征市场广阔且持续增长，我国 2024 年市场规模超 500 亿元	4
图表 3：以立普妥和络活喜为例不难看出，在我国优质慢病药物品牌具备持久竞争力	5
图表 4：公司深度布局心肾代谢综合征，创新产品矩阵丰富	5
图表 5：2019 年起受集采等多方面影响收入有所波动	6
图表 6：归母净利润近几年基本保持平稳	6
图表 7：销售费用率因近两年新产品上市有所增加	6
图表 8：毛利率因高毛利的创新药收入占比提高有所增加	6
图表 9：收入占比结构优化，创新药占比持续提升	6
图表 10：创新药收入快速增加，收入占比已近 50%	6



图表 11:	2020 年以来研发投入占收入比例均高于 20%	7
图表 12:	布局多药物范式, 多款产品在临床中后期	7
图表 13:	在研管线众多, 重点布局心肾代谢综合征领域, 叠加骨科、癌症等其他领域	8
图表 14:	2020-2022 年我国成人高血压患病率增至 31.6%	8
图表 15:	公司高血压创新产品矩阵丰富, 以 ARB 和 ARNI 为核心, 辐射满足不同需求, 并持续探索新兴疗法	9
图表 16:	丰富的高血压产品矩阵可针对靶器官损伤、临床并发症及合并症选择定制疗法	10
图表 17:	高血压患者初始多单药治疗, 联合治疗已成为降压治疗基本方法	11
图表 18:	ARNI200mg 治疗 8 周后可降低 SBP16.8mmHg, 优于传统五大类降压药	11
图表 19:	我国高血压用药市场中, ARNI 类药物市占率持续提升	12
图表 20:	诺欣妥国内 2024 年销售额 63 亿元, 同比增长 50%	12
图表 21:	信超妥复方中的阿利沙坦药效更强, 且对靶器官保护更强	12
图表 22:	持续控制 24h 血压, 相比诺欣妥, 信超妥夜间血压降幅更大	13
图表 23:	信超妥安全性优于诺欣妥	13
图表 24:	ARB 类药物中, 信立坦仍保持增长态势	14
图表 25:	发达国家成人心衰患病率 1.0%~2.0%, 全球约 6400 万人心衰患者	15
图表 26:	心衰主要分为三大类, 其中 HFrEF 和 HFpEF 两种类型患者占比最多	16
图表 27:	心衰预后较差, 目前仍有较大未满足的诊疗需求	16
图表 28:	心衰治疗药物发展历程: 从基础的强心利尿扩血管到目前以四联为主	17
图表 29:	NRG-1 可以与 ErbB3 和 ErbB4 结合, 前者激活对心血管有益, 后者激活有潜在肿瘤风险	17
图表 30:	NRG-1/ErbB4 信号通路可通过独特的激活与修复双重模式逆转心力衰竭的进展	18
图表 31:	JK07 由特异性 ErbB3 抗体与 NRG-1 的活性结构域融合而成	18
图表 32:	同浓度下 JK07 促癌风险明显低于 NRG-1 蛋白	19
图表 33:	JK07Ib 期结果显示: JK07 在所有剂量组的 LEVF 相对提升表现均优于安慰剂	19
图表 34:	CKD 患者贫血患病率较高, 其中透析患者高达 91.6%~98.2%	20
图表 35:	此前肾性贫血多以 ESA 和铁剂等疗法为主, 近几年虽然有罗沙司他上市, 但疗效、安全性仍有提升空间	20
图表 36:	恩那度司他相比于罗沙司他依从性更高, 且临床管理更为便捷	21
图表 37:	多样化布局 PSCK9 产品矩阵, 分子范式全面, 涵盖单抗、基因编辑、小核酸、小分子等	22
图表 38:	2025-2027 年收入预测	23
图表 39:	未来 10 年信立泰各产品预测收入情况	24
图表 40:	根据 DCF 估值法, 计算合理市值为 784 亿元, 对应合理目标价为 70.36 元	25

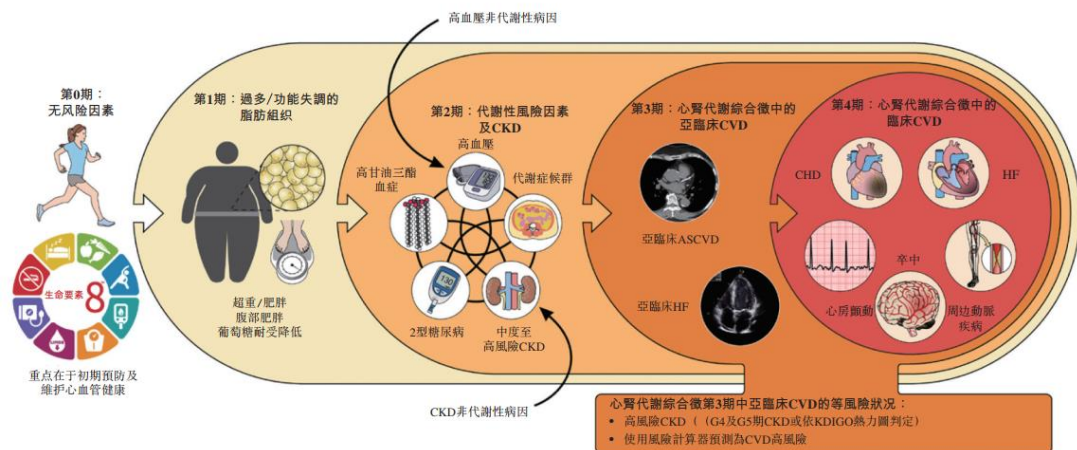


一、国内心肾代谢综合征龙头企业，集采边际减弱，创新转型加速

（一）深耕心血管领域多年并拓展布局，为国内心肾代谢综合征龙头企业

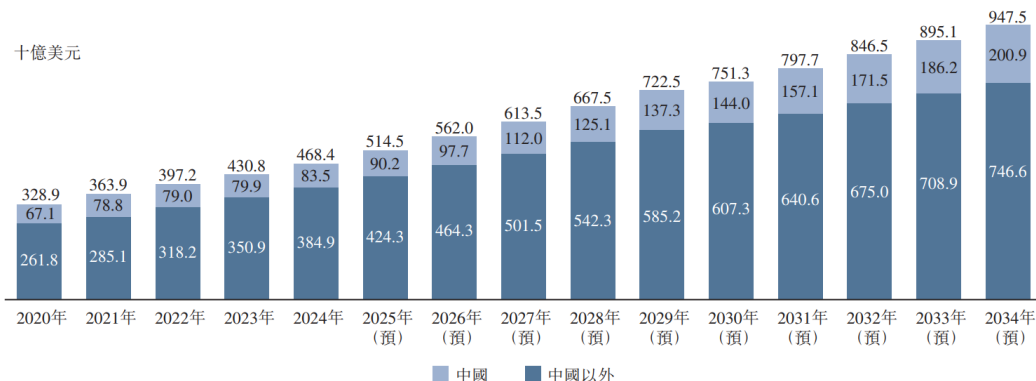
心肾代谢综合征患者人群众多，已成为全球巨大的疾病负担。心血管疾病（CVD）、慢性肾病（CKD）及代谢紊乱共同构成了全球公共卫生系统的巨大负担。鉴于该等疾病具有慢性且持续恶化的特性，患者通常会出现并发症，而非单一器官的孤立性病变。这种现象增加了临床复杂性，并造成大量未被满足的医疗需求。因此，临床正经历从对症干预到疾病修正治疗的策略转变，旨在提升慢性疾病的控制率，并提高患者的长期生存率和生活质量。在此情况下，心肾代谢综合征综合管理已成为一种系统的临床治疗范式。2023年，美国心脏协会（AHA）正式将心肾代谢综合征定义为一种系统性疾病，其特征是代谢风险因素、CKD与心血管系统之间的病理生理相互作用，导致多器官功能损伤和心血管不良结局高发。该疾病呈现高度的流行病学相关性与共病性，其基础患者群体的患病率在过去二十年间几乎翻倍。2024年，全球成年人中心肾代谢综合征的患病率已达88.9%。心肾代谢综合征相关病症的低控制率与死亡率上升存在密切关联，为全球主要的死亡诱因之一，每年的高危人群规模超10亿。

图表1：AHA将心肾代谢综合征分为0至4期，其中2期占全球成年人49%



来源：信立泰港股招股书，美国AHA，国金证券研究所

图表2：全球心肾代谢综合征市场广阔且持续增长，我国2024年市场规模超500亿元



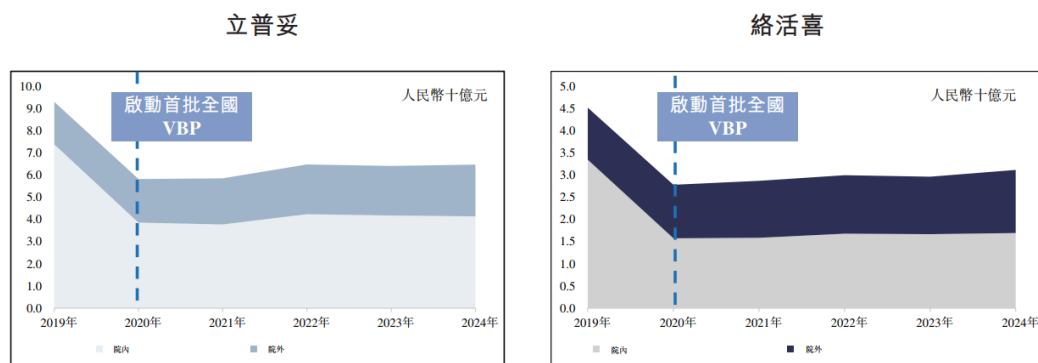
来源：信立泰港股招股书，Frost&Sullivan，国金证券研究所

我国心肾代谢综合征药物销售呈现出明显的长尾效应，患者更注重药物质量和品牌。由于心肾代谢综合征疾病属于慢性疾病，患者需要长期（通常是终身）治疗，因此对药物质量及品牌声誉尤为重视。此外，心肾代谢综合征疗法通常比治疗重症疾病的疗法更加可负担，即使在专利到期并被纳入集采后，高质量的原研品牌药物仍能保持相对稳定且具韧性的市场表现。如下图所示，尽管国家带量采购计划将其仿制药纳入其中，立普妥及络活喜这两种高质量的原研慢性病药物在中国市场仍成功维持了约70%的销售收入。院外市场的增长



及疾病管理意识的提高预期将进一步推动优质原研药的销售增长。这一动态变化凸显了在中国定价环境不断演变的背景下，优质慢性病药物品牌具备持久竞争力。

图表3：以立普妥和络活喜为例不难看出，在我国优质慢病药物品牌具备持久竞争力



来源：信立泰港股招股书，Frost&Sullivan，国金证券研究所

公司深耕心血管慢病领域多年，为国内心肾代谢综合征领域龙头企业，具备较高的品牌认知度。公司成立于1998年，布局化学药、生物药、医疗器械三条创新主线，以心脑血管（降压、心衰、抗凝、降脂、卒中等）领域为核心，同时借助科室间协同，向肾科、代谢、自免等领域深度拓展延伸，拓展心血管-肾脏-代谢疾病（心肾代谢综合征），成为国内目前心肾代谢综合征领域龙头企业。目前公司已经上市六款创新药物、数十款心血管慢病仿制药，此外仍有85项在研创新管线；已上市17款医疗器械产品及19项医疗器械候选研发项目均布局心肾代谢综合征领域。早年公司核心产品泰嘉作为国内首个上市的氯吡格雷仿制药（用于急性冠状动脉综合征治疗及血栓预防），2000年上市以来，年销售额峰值曾超人民币30亿元。如前所述，心肾代谢综合征疾病的慢性特点造就较高的患者留存率，这一特质进而依托公司丰富的高质量产品组合，支撑起可观且稳定的收入流、带来高品牌认知度与深厚的客户忠诚度。

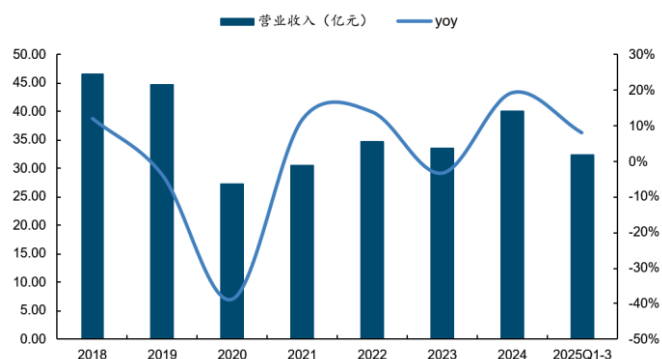
图表4：公司深度布局心肾代谢综合征，创新产品矩阵丰富



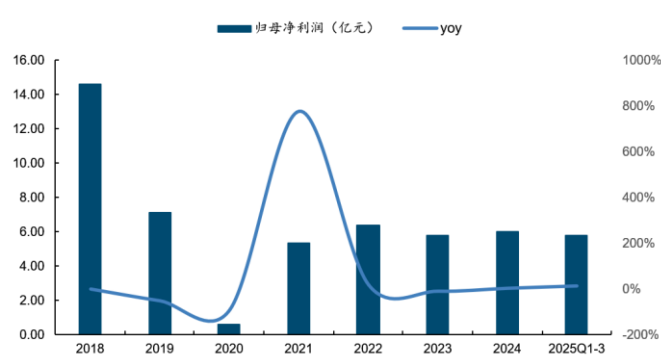


款仿制药进入集采，但随着创新产品的陆续上市及放量，整体业绩处于修复期。

图表5：2019年起受集采等多方面影响收入有所波动



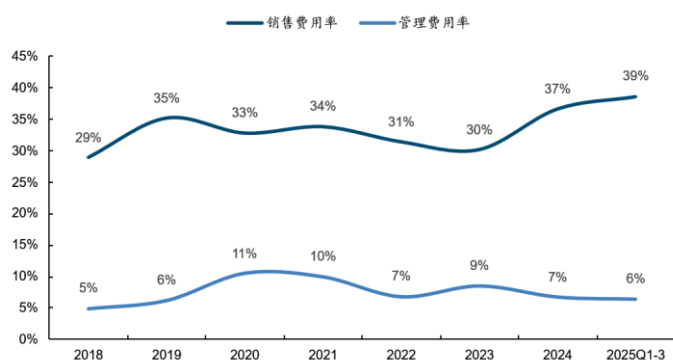
图表6：归母净利润近几年基本保持平稳



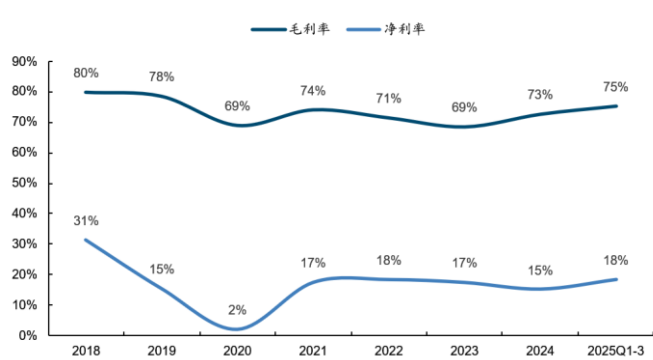
来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

图表7：销售费用率因近两年新产品上市有所增加



图表8：毛利率因高毛利的创新药收入占比提高有所增加

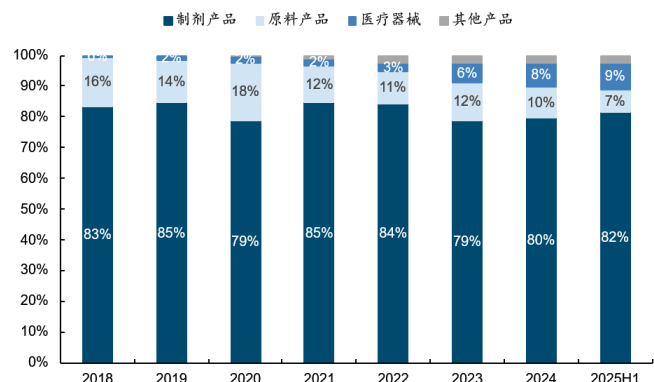


来源：ifind，国金证券研究所

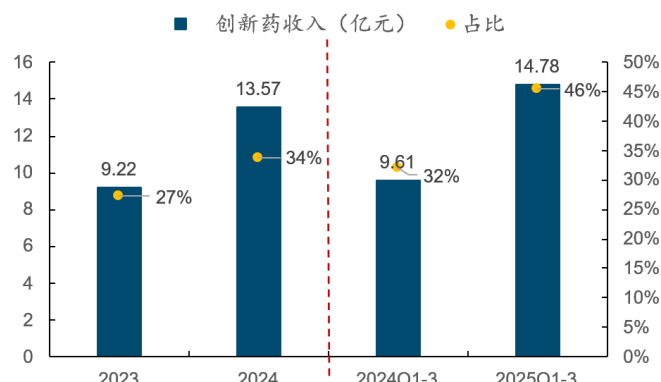
来源：ifind，国金证券研究所

创新转型持续加速兑现，创新药收入占比从23年的27%提升至25Q1-3近46%。目前公司共有六款创新药获批上市，除信立汀和恩那罗外均为高血压产品：①信立坦（2013年获批）；②复立坦（2024年获批）；③信超妥（2025年获批）；④复立妥（2025年获批）；⑤恩那罗（2023年初次获批，2025年获批新适应症）；⑥信立汀（2024年获批）。根据公司最新港股招股书，2023-2025Q1-3创新药收入分别为9.22、13.57、14.78亿元，占总收入比例分别为27.4%、33.9%、45.6%（24Q1-3同期为32.1%），占药品收入比例分别为30.1%、37.7%、51.7%（24年同期为35.5%）。创新药快速放量，收入占比持续增加，同时推动毛利率提升，且随着新产品的上市与医保放量，预计2026年创新药收入仍有望保持高增长态势。

图表9：收入占比结构优化，创新药占比持续提升



图表10：创新药收入快速增加，收入占比已近50%





来源：ifind，国金证券研究所

来源：公司港股招股书，国金证券研究所

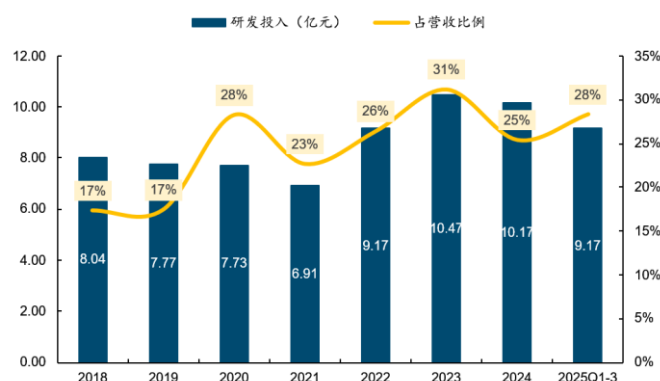
（三）研发持续加码，布局多药物范式，丰富的在研管线构筑充足的后备力量

持续加强研发投入，近三年研发投入占比超 25%，加速公司创新转型。自 2020 年以来，公司累计研发投入（包括资本化部分）已超 50 亿元，而年度研发投入占总收入的比例始终保持在 20% 以上，2023 年以来近三年研发投入占比均超 25%。公司组建了一支经验丰富、富有创造力的研发团队。研发团队经验丰富，截至 2025/9/30 共有 814 名研发人员，其中 43% 的研发专业人员持有硕士、博士或医学博士学位，且多数拥有在辉瑞、默克、GSK 等全球领先制药企业，以及国内外知名高校的多年行业经验。公司持续加大对新药研发和技术改进的投入，加速由传统药企向创新型医药企业的转型。

建立五大核心药物技术平台，布局多分子范式。目前公司建立了五大核心技术平台，覆盖小分子、抗体、多肽、siRNA 及基因编辑，一个支持药物发现及设计的集成的 AIDD/CADD 平台，以及一个专门的医疗器械开发平台。上述平台的多功能性使公司能够针对各项临床需求选择最优治疗范式，涵盖每日口服治疗药物至潜在一次性干预手段。公司拥有 85 项创新药研发项目，包括用于治疗未控制或难治性高血压与 CKD 的 SAL0140（高选择性 ASI）与 SAL0120（选择性 ETAR 拮抗剂）。同时，针对 PCSK9 靶点的管线布局全球领先，覆盖从小分子、环肽到基因编辑以及双靶点 siRNA 等多种药物范式，提供口服/或长效治疗方案，优化血脂控制效果，有效降低动脉粥样硬化性心血管疾病（ASCVD）的发病风险。

图表 11：2020 年以来研发投入占收入比例均高于 20%

图表 12：布局多药物范式，多款产品在临床中后期



来源：ifind，国金证券研究所

阶段	化学药	生物药
pre-IND	SAL0137、SAL0127、SAL0139、SAL0145	SAL0150、SAL012
IND		SAL061
I 期	SAL0119、SAL0125、SAL0140、SAL0951（新增适应症）、SAL0132	SAL023、JK06
II 期	SAL0951（CIA）、SAL0120（高血压、CKD）、SAL0112（糖尿病、肥胖）、SAL0114	JK07（HFrEF、HFpEF）、JK08
III 期	S086（慢性心衰）、SAL0130	SAL003
上市申请	SAL0951（血透和腹透）	SAL056

来源：公司公告，国金证券研究所

中美双设研发中心，美国全资子公司在研心衰新药 JK07 市场潜力巨大。公司秉持全球化视野，在中国与美国均设立研发中心，构建全球研发一体体系，加速全球创新进程。其中，JK07（SAL007）为美国全资子公司在研的 NRG1-ErbB3 抗体融合蛋白，是目前全球唯一一款处于活跃临床开发阶段、用于治疗心力衰竭的疾病修复性生物药，市场潜力巨大。同时公司亦是第一家启动治疗心力衰竭的全球国际多中心临床试验的中国公司，产品梯队建设完备，多条管线均处临床不同阶段。



图表13：在研管线众多，重点布局心肾代谢综合征领域，叠加骨科、癌症等其他领域

治疗领域	药物名称	靶点	药品类型	适应症	IND准备	IND	I期	II期	III期	NDA/BLA	上市	权益
心血管 疾病“C”	SAL0130	ARNI/CCB	小分子共晶复方制剂	高血压								全球
	SAL0120	ETAR	小分子	难治性高血压								全球
	SAL0140	ASI	小分子	难治性高血压/PA								全球
	SAL0132	AGT	siRNA	高血压								大中华区
	SAL0147	AT1R/ETAR	小分子	高血压								全球
	SAL003	PCSK9	单抗	血脂异常								中国内地
	SAL0137	LP(a)	小分子	LP(a)升高								全球
	SAL0139	PCSK9	小分子	血脂异常								全球
	SAL061	PCSK9	基因编辑	血脂异常								中国内地
	SAL0167	PCSK9	单抗	血脂异常								全球
	信超妥	ARNI	小分子共晶	HFpEF								全球
	SAL007/K07	NRG1-ErbB3	抗体融合蛋白	HFpEF/HFrEF/aphPH								全球
肾科疾病 “K”	SAL0140	ASI	小分子	慢性心衰								全球
	SAL0120	ETAR	小分子	肾病								全球
	SAL0140	ASI	小分子	肾病								全球
	SAL0150	GLP-1R	多肽	糖尿病/肥胖/MASH/肾病								全球
	SAL0147	AT1R/ETAR	小分子	肾病								全球
代谢疾病 “M”	SAL0112	GLP-1R	小分子	糖尿病/肥胖								全球
	SAL0125	GLP-1R/GCGR	多肽	糖尿病/肥胖/MASH/肾病								中国内地
	SAL0150	GLP-1R	多肽	糖尿病/肥胖/MASH/肾病								全球
	SAL0145	HSD17B13	siRNA	MASH								全球
	SAL056	PTH	多肽	骨质疏松								全球
骨科、癌症 及精神类	SAL006/K06	ST4	ADC	實體瘤								全球
	SAL0114	多靶点	小分子复方制剂	抑郁/AD/焦虑								全球
	SAL023	SOST	单抗	骨质疏松								全球
	SAL012	GPC3	ADC	實體瘤								全球

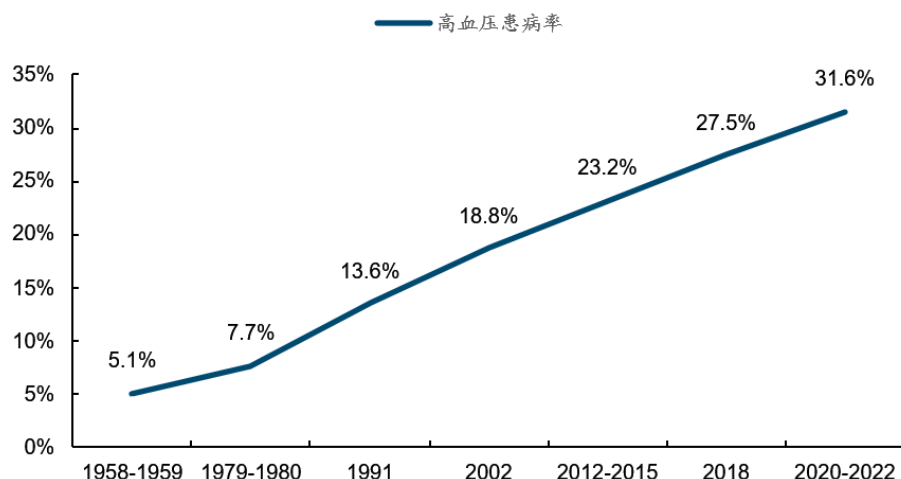
来源：公司港股招股书，国金证券研究所

二、高血压产品矩阵丰富，信立坦、信超妥等新进入医保后有望快速放量

（一）高血压患者人群众多，但治疗率仍有待提升

高血压患病率逐年增加，2020-2022 年我国成人高血压患病率 31.6%。CHNS 研究显示，1991-2015 年间成人的收缩压（SBP）和舒张压（DBP）水平均显著升高，且随着年龄的增加，SBP 明显增加。2018 年成人高血压患病率为 27.5%，而 2020-2022 年的调查这一患病率已增至 31.6%，相较于此前的抽样调查数据持续呈现明显增加态势。

图表14：2020-2022 年我国成人高血压患病率增至 31.6%



来源：《中国高血压防治指南 2024 版》，国金证券研究所

控制血压对降低心血管的整体风险至关重要。诊室血压水平与心血管风险呈连续、独立、直接的正相关关系。血压升高可引起动脉血管系统及其供应的器官在结构和功能上的改变，导致靶器官损害，进而发生心脑血管事件，导致心脏和肾脏等脏器功能衰竭。心脑血管疾病是我国人群的主要死亡原因，占总死亡的 45%以上。我国人群高血压与脑卒中的关联显著强于与冠心病的关联。队列研究结果显示，收缩压/舒张压 $\geq 160/100\text{mmHg}$ 者发生脑卒中和

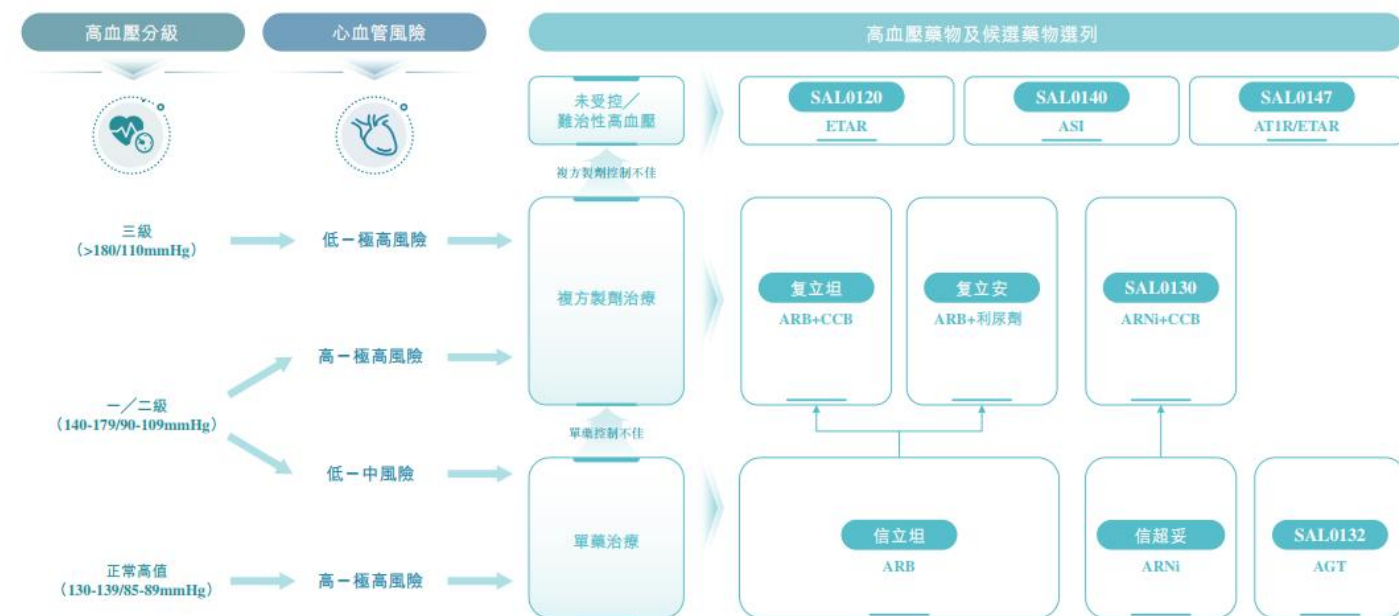


冠心病的风险分别是 $<120/80\text{mmHg}$ 者的 4.77 和 2.27 倍。脑卒中仍是我国人群心脑血管疾病最主要的类型和首位死亡原因,预防脑卒中仍是我国高血压防控的重要目标。此外,我国人群心房颤动和心力衰竭等心血管疾病患病率的明显上升也与高血压密切相关。控制血压对降低心血管的整体风险至关重要。

在高血压患病愈加严峻的趋势下,我国高血压知晓率、治疗率和控制率仍处于较低水平,仍有较大提升空间。高血压患者的知晓率、治疗率和控制率是反映高血压防治状况的重要评价指标。2012—2015 年调查显示,18 岁以上人群高血压的知晓率、治疗率和控制率分别为 51.6%,45.8%和 16.8%,较 1991 年和 2002 年明显增高,但距离发达国家防控水平仍有差距。《“健康中国 2030”规划纲要》明确了高血压管理的具体目标为:到 2030 年实现中国年龄 ≥ 30 岁居民高血压知晓率不低于 65%,高血压患者规范管理率不低 70%,高血压治疗率、控制率持续提高。目前我国高血压患者管理仍有较大提升空间,高血压领域市场空间广阔。

公司高血压产品矩阵丰富,除多款仿制药外,四款创新管线已经上市,后续仍有多款创新管线在研,有望进一步夯实高血压领域龙头地位。公司在高血压领域布局多年,2024 年以前除信立坦外产品多以仿制药为主,包括泰嘉(氯吡格雷)、信达怡(贝那普利)、信达悦(奥美沙坦)、利伐沙班等,大部分仿制药均已纳入集采。截至 2025 年底,公司共有四款高血压领域创新管线获批上市,此外,还有多款在研的单方/复方制剂,布局高血压不同分级和心血管风险,丰富的产品矩阵有望进一步夯实公司在高血压领域的龙头地位。

图表15: 公司高血压创新产品矩阵丰富,以 ARB 和 ARNI 为核心,辐射满足不同需求,并持续探索新兴疗法



来源: 公司港股招股书, 国金证券研究所



图表16：丰富的高血压产品矩阵可针对靶器官损伤、临床并发症及合并症选择定制疗法

疾病/药物	信立坦 (ARB)	信超妥 (ARNI)	复立坦 (ARB+C)	复立安 (ARB+D)	SAL0130 (ARNI+C)	SAL0132 (AGT)	SAL0120 (ETAR)	SAL0140 (ASI)	SAL0147 (AT1R/ETAR)
左心室肥厚	+	++	+	+	++	+	+	+	+
冠心病	+	+	++	+	++	+	+	+	+
动脉粥样硬化	+	+	++	+	++	+	++	+	+
房颤预防	+	+	+	+	+	+	+	+	+
心衰	+	++	+	++	+	+	+	++	+
蛋白尿	+	+	+	+	+	+	++	++	+
慢性肾病	+	++	+	+	+	+	++	++	+++
脑卒中	+	+	+	++	+	+	+	+	+
高尿酸血症	+	+	+	+	+	+	+	+	+
代谢综合征	+	+	+	+	+	+	+	+	+
老年高血压	+	++	+++	+++	++	+	+	+	+
醛固酮增多症	+	+	++	++	++	+	+	+++	+

来源：《中国高血压防治指南 2024 年修订版》，FrostSullivan，公司港股招股书，国金证券研究所

（二）信超妥：全球第二款 ARNI 类药物，生物利用度及降压效果较诺欣妥更优

降压药物类型丰富，2024 年国内诊疗指南补充 ARNI 类药物为一类降压药物。多种药物对于高血压的初始治疗和后续管理都是有效的，临床常用的降压药包括钙通道阻滞剂（CCB）、血管紧张素转化酶抑制剂（ACEI）、血管紧张素受体拮抗剂（ARB）、噻嗪类利尿剂和 beta 受体阻滞剂（BB）；《中国高血压防治指南（2024 年修订版）》首次补充了血管紧张素受体脑啡肽酶抑制剂（ARNI）为新一类的常用降压药物；以上六类降压药和单片复方制剂（SPC）均可作为初始和维持治疗的常用药物。血压 $\geq 160/100\text{mmHg}$ ，高于目标血压 20/10mmHg 的心血管高危/很高危患者，或单药治疗未达标的高血压患者，应进行联合降压治疗。

- **C-钙离子通道阻滞剂**：主要通过阻断血管平滑肌细胞上的钙离子通道发挥扩张血管降低血压的作用。可大致分为两类：二氢吡啶类 CCB 和非二氢吡啶类 CCB。在东亚地区，二氢吡啶类 CCB 因其降压效果（包括降低夜间收缩压）突出，是应用最为广泛的降压药。长效二氢吡啶类 CCB 能够改善夜间、清晨血压控制和 BPV（血压变异性）。
- **A-ACEI/ARB/ARNI 类**：①ACEI：其作用机制是抑制血管紧张素转换酶（angiotensin-converting enzyme, ACE），阻断血管紧张素 II（angiotensin II, Ang II）的生成，抑制激肽酶的降解而发挥降压作用。ACEI 还能促进 ACE2 的活性，阻断血管紧张素的降解，进一步起到扩张血管及抗增生的作用。②ARB：ARB 的作用机制是阻断血管紧张素 1 型（angiotensin type 1, AT1）受体而发挥降压作用。ARB 与 AT1 受体结合的程度越紧密，阻断 AT1 受体的作用越强。循环中增高的 Ang II 对未被阻断的血管紧张素 2 型（angiotensin type 2, AT2）受体起激动作用，可能产生对心血管有利影响，包括扩张血管、抗组织增生等。ARB 具有良好的耐受性而使用广泛；③ARNI：抑制脑啡肽酶对利钠肽的降解，发挥利尿、利钠和扩血管、抗交感神经的效应，其血管紧张素受体阻断作用可避免脑啡肽酶被抑制后对 RAS 的代偿激活，起到协同降压作用。
- **D-利尿剂**：利尿剂主要通过利钠排尿、降低容量负荷而发挥降压作用。噻嗪类利尿剂分为噻嗪型利尿剂和噻嗪样利尿剂两种，前者包括氢氯噻嗪和苄氟噻嗪等，后者包括吲达帕胺和氯噻酮等。噻嗪样利尿剂可通过 Na^+ 、 Ca^{2+} 交换机制减少小动脉平滑肌细胞内钙含量，扩张小动脉，而且消除半衰期长于噻嗪型利尿剂。
- **B 类-β 受体阻滞剂**：主要通过抑制过度激活的交感神经活性、抑制心肌收缩力、减慢心率发挥降压作用。β 受体阻滞剂分为 3 种亚型：非选择性 β 受体阻滞剂、高选择性 β1 受体阻滞剂和 α1 受体/β 受体阻滞剂，这三种亚型存在异质性。与其他降压药相比，除了阿替洛尔预防老年人群脑卒中的效果相对差之外，β 受体阻滞剂在预防主要心血管事件方面通常被认为是相当的，依然是治疗高血压的常用药物之一。



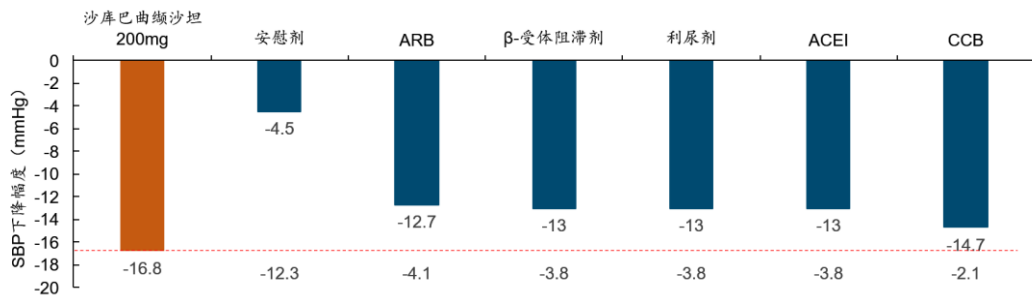
图表17：高血压患者初始多单药治疗，联合治疗已成为降压治疗基本方法



来源：《中国高血压防治指南 2024 版》，国金证券研究所

ARNI 类药物降压效果更好，且在特殊人群中有一定降压优势。沙库巴曲缬沙坦（诺华研发，商品名：诺欣妥）为全球首个 ARNI 类药物，于 2021 年 6 月在我国获批原发性高血压适应证。沙库巴曲是前体物质，进入体内后经酶切作用代谢为活性的 LBQ657。沙库巴曲和缬沙坦以 1：1 摩尔比例结合构成共晶结构。共晶结构避免了两药单独进入人体不能同时被吸收，使两药的吸收与消除速率相近，保障了药效发挥的同步性。2021ACC 上，葛均波院士公布了全球首项 ARNI 和其他 5 大类降压药物降压疗效比较的网状 Meta 分析，ARNI 200mg 治疗 8 周后可降低 SBP16.8mmHg，较 RAS 抑制剂进一步降低诊室 SBP 约 4mmHg，较 CCB 进一步降低诊室 SBP 约 2mmHg，优于传统五大类降压药。对于 CCB 治疗后不达标的高血压患者，与 CCB 单药相比，ARNI+CCB 联合治疗可使 24h 动态收缩压和舒张压分别进一步降低 13.1 和 7.7mmHg。国内一项多中心非对照研究证实，诺欣妥替换 RAS 抑制剂能显著降低无严重肝、肾功能损害的难治性高血压患者的诊室血压和 24h 动态血压，提高血压达标率。诺欣妥在部分特殊人群中有一定的降压优势，包括高血压合并心力衰竭、LVH、肾脏疾病、老年及难治性高血压。

图表18：ARNI 200mg 治疗 8 周后可降低 SBP16.8mmHg，优于传统五大类降压药

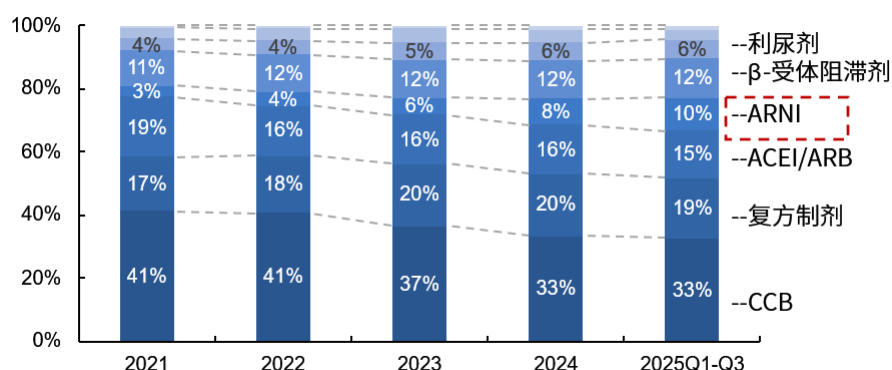


来源：2021ACC，国金证券研究所

ARNI 类药物近几年市占率持续增加，诺欣妥 2024 年国内样本销售额达 63 亿元。受益于医生及患者对 ARNI 类药物的逐步认可以及被纳入相关指南，ARNI 类药物在我国高血压用药市占率显著提升，从 2021 年的 3% 快速提至 2025Q1-Q3 的 10%。ARNI 类药物凭借其卓越的临床获益，正逐渐走向一线核心用药，成为高血压治疗领域最具增长潜力的细分赛道。根据米内网数据，2024 年诺欣妥在国内销售额达 63 亿元，同比增长 50%，其中院内和院外销售额都显著增加，2025 前三季度仍呈现快速增长态势。

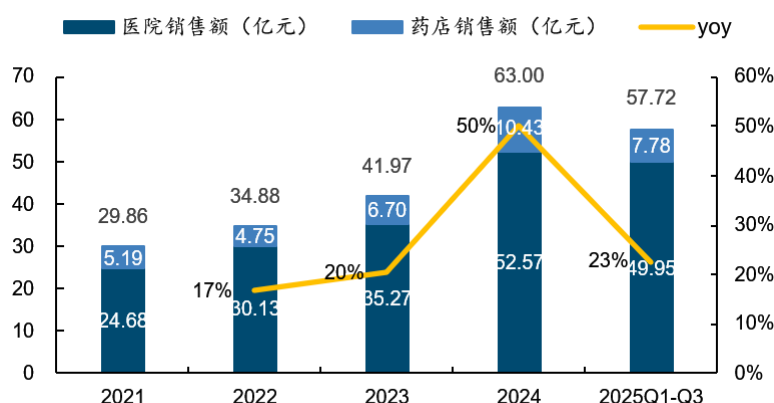


图表19: 我国高血压用药市场中, ARNI 类药物市占率持续提升



来源: insight, 米内网, 国金证券研究所

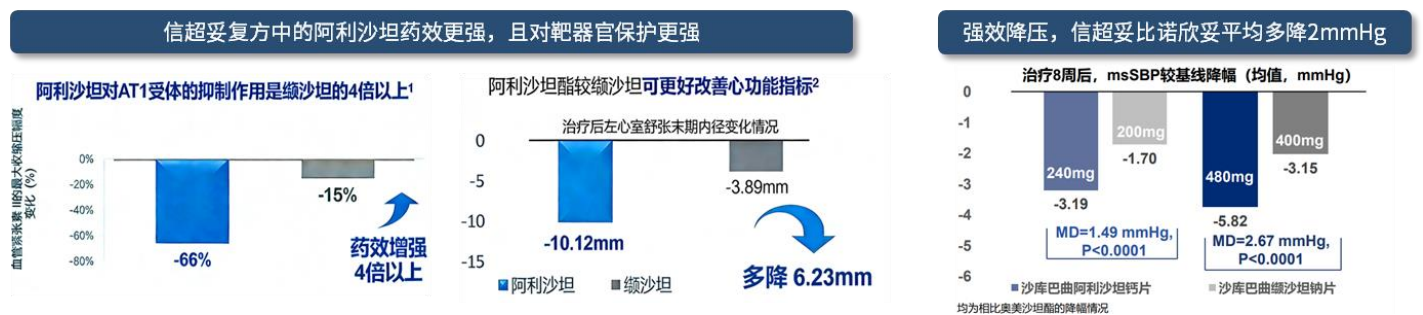
图表20: 诺欣妥国内 2024 年销售额 63 亿元, 同比增长 50%



来源: insight, 米内网, 国金证券研究所

信超妥作为全球第二款 ARNI 类药物, 疗效较诺欣妥更强, 且安全性更好, 市场潜力巨大, 慢性心衰适应症预计 26 年递交 NDA。信超妥是阿利沙坦与沙库巴曲组成的 ARNI, 相比于诺欣妥中缬沙坦, 阿利沙坦对 AT1 受体的一直作用是缬沙坦的 4 倍以上, 且可以更好改善心功能指标; 左心室舒张末期内径较缬沙坦多降 6.23mm, 平均坐位收缩压比沙库巴曲缬沙坦平均多降 2mmHg。同时, 信超妥相较于诺欣妥更能持久降压, 持续控制 24h 血压, 夜间血压控制更优。安全性上, 信超妥不良事件少, 安全性优于诺欣妥, 有望拓展更广阔的市场潜力。除高血压适应症外, 信超妥也在积极拓展慢性心衰适应症, 预计将于 2026 年向国家药监局提交信超妥用于治疗慢性 HFrEF 的 NDA 申请。

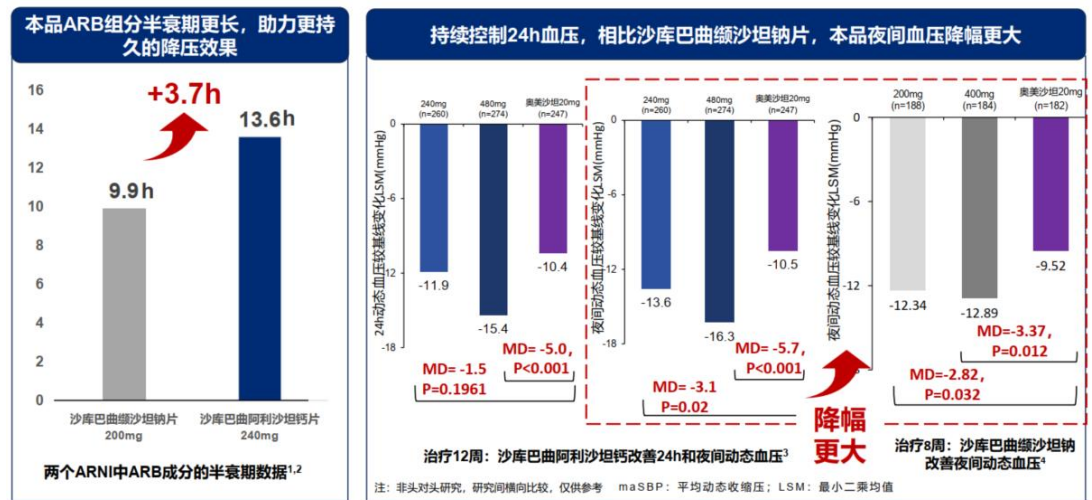
图表21: 信超妥复方中的阿利沙坦药效更强, 且对靶器官保护更强



来源: 信超妥医保材料, 国金证券研究所

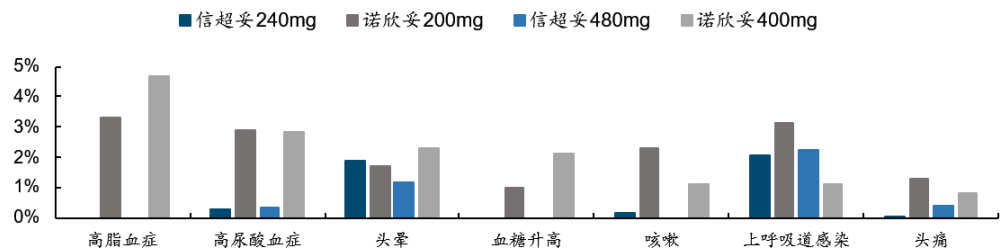


图表22：持续控制 24h 血压，相比诺欣妥，信超妥夜间血压降幅更大



来源：信超妥医保材料，国金证券研究所

图表23：信超妥安全性优于诺欣妥



来源：信超妥医保材料，国金证券研究所

诺欣妥专利临近到期，国产仿制药相继获批，整体 ARNI 类市场有望快速扩容；信超妥有望凭借疗效优势快速抢占市场份额。随着诺欣妥专利红利期收尾，多个国产仿制药陆续通过一致性评价。我们认为，一方面国产仿制药的获批将加速完成 ARNI 机制的市场教育，推动整体赛道天花板的抬升；另一方面，信超妥展现出极佳的差异化竞争壁垒，在面对仿制药潜在的价格战时，有望通过独立的医保谈判价维持良性的毛利结构，并依托公司在心血管领域的销售执行力，借助品牌和疗效优势，实现快速放量。

（三）其他已上市创新药：信立坦有望稳健增长，复立坦、复立安有望借助医保快速放量

➤ 信立坦：上市十余年，疗效好且安全性更优，收入有望保持稳健增长

信立坦是新型血管紧张素 II (AngII) 受体阻滞剂 (ARB)，是中国首个自主研发的 ARB，于 2013 年 10 月获 CDE 批准用于治疗轻至中度原发性高血压。根据 FrostSullivan，2024 年，就销售收入而言信立坦是中国最畅销的 ARB 类药物，并在所有高血压药物院内市场排名中位列第二。

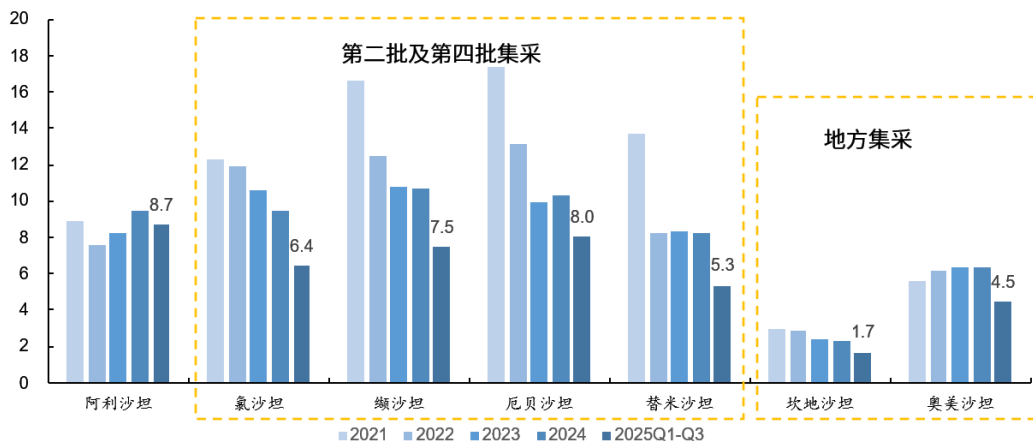
信立坦强效降压且安全性更好，临床优势明显。①强效高血压疗效：在一项纳入 2212 名患者的多中心、前瞻性、开放标签 IV 期临床试验中，信立坦 240mgQD 单药治疗四周后，SBP/DBP 较基线平均降幅达 14.7/8.0mmHg (p<0.001)，血压控制率达 68.8%。②强效夜间血压控制：经 12 周单药治疗后，日间及夜间动态 SBP 的平均降幅分别为 9.94mmHg 及 10.42mmHg；强效夜间血压控制作用已获得《中国夜间高血压管理专家共识》及《亚洲夜间高血压管理专家共识》的认可。③药物相互作用风险低：信立坦经胃肠道吸收后，可通过酯酶水解直接转化为活性物质 EXP3174（即阿利沙坦）。其代谢过程不涉及任何肝细胞色素 P450 亚家族酶。这种独特的代谢过程减轻肝脏负担，并显著降低不同药物间相互作用的发生率及药物不良反应，安全性及耐受性良好。④降血压的同时降低尿酸水平：信立坦的活性物质 EXP3174（阿利沙坦）可通过直接阻断尿酸转运蛋白 1（一种关键尿酸转运蛋白）抑制尿酸摄取，降低血中尿酸水平，是同时患有高尿酸血症的高血压患者的首选药。



物。

此前已经历多轮降价，2026 纳入医保常规目录，后续价格有望平稳，收入有望稳健增长。信立坦于 2017 年首次纳入国家医保目录，经过多次降价后，2026 年初已经进入医保常规目录乙类范围，价格企稳有望进一步下沉基层市场，进入平稳增长阶段。根据米内网数据，且同类 ARB 药物集采后信立坦仍保持增长态势，足证信立坦市场认可度较高，预计后续价格稳定后仍有望保持稳健增长。

图表24：ARB 类药物中，信立坦仍保持增长态势



来源：insight，米内网，国金证券研究所

➤ 复立坦：ARB+CCB 的复方制剂，2024 年获批并于当年进入医保目录，2025 年起有望快速放量

复立坦（阿利沙坦酯氨氯地平）：是我国首款自主研发的 ARB（阿利沙坦）与 CCB（氨氯地平）的固定剂量复方制剂（FDC）。2024 年 5 月，复立坦获国家药监局批准用于治疗原发性高血压，并于同年进入医保目录。复立坦在高血压管理中展现出强劲疗效，并且通过 ARB 与 CCB 成分的协同作用机制，展现出良好的安全性。一项针对七项临床研究的荟萃分析结果表明，作为单片复方制剂，复立坦能够提升患者依从性——初始治疗患者的依从性提高约 8%，既往治疗患者的依从性提高约 14%。另一项涵盖 44 项临床研究的荟萃分析结果显示，与阿利沙坦酯和氨氯地平的自由等效组合疗法相比，复立坦可进一步降低收缩压 3.99mmHg。

➤ 复立安：ARB+利尿剂的复方制剂，2025 年获批并纳入医保目录，预计 2026 年有望快速放量

复立安（阿利沙坦酯呋达帕胺缓释片）是全球首款 ARB（信立坦）与噻嗪样利尿剂（呋达帕胺缓释剂）的 FDC，2025 年 5 月获 CDE 批准用于治疗原发性高血压。复立安为盐敏感性、老年高血压患者以及有卒中风险的患者提供便捷、单片化的选择。呋达帕胺是一种成熟的噻嗪样利尿剂，通过双重作用机制有效降低血压。它阻断肾脏钠重吸收以促进利尿，并降低外周血管阻力以改善动脉顺应性。复立安为包芯片。其采用行业首创的缓释设计，能有效降低呋达帕胺相关的低钾血症风险，从而减少低血钾发生率。一项多中心、随机、双盲、平行对照的 III 期临床试验评估复立安用于 240mg 阿利沙坦单药治疗未控制的原发性高血压患者的疗效与安全性，结果显示，治疗 12 周后，复立安组 SBP 的 LSM 降幅为 -15.2mmHg，阿利沙坦组为 -9.9mmHg，组间差值为 -5.3mmHg (95%CI: 9.25, -1.34, p<0.05)。且血钾水平无明显降低：复立安组患者的血钾水平较基线降低 0.044mmol/L，仅 2.47% 的受试者血钾水平低于 3.4mmol/L。

（四）持续探索新兴疗法满足未满足需求，丰富产品矩阵有望进一步夯实心血管龙头地位

尽管采用 RAAS 抑制剂、CCB 与利尿剂联合的三联治疗方案，仍有大量患者无法达到目标血压，该病症称为难治性高血压。难治性高血压影响全球约 10% 的高血压人群，构成沉重的疾病负担。长期用药依从性问题进一步加剧高血压管理的挑战。为解决未控制高血压及难治性高血压领域未被满足的临床需求，并提升患者依从性，公司积极探索新兴疗法满足未满足需求，产品矩阵有望进一步丰富，持续夯实心血管领域龙头地位。

SAL0130：ARNI（信超妥）与 CCB（氨氯地平）组成的 FDC，适用于轻度至重度高血压患者，以及接受 ARNi 或 CCB 单药疗法后未实现有效控制的患者，已完成 III 期临床。



SAL0132: 靶向 AGT 的 siRNA 治疗药物，具备 BIC 潜力。SAL0132 预计可实现超过六个月的给药间隔，为高血压管理领域的长期依从性管控构建变革性模式。SAL0132 正针对轻至中度原发性高血压患者开展 II 期临床。

SAL0120: 选择性 ETAR 拮抗剂，在国内治疗未控制或难治性高血压领域具备 FIC。SAL0120 活性物质的半衰期较长，可降低血药浓度峰谷波动，进而提升产品安全性特征，目前正针对未控制高血压或难治性高血压开展 II 期临床。

SAL0140: 高选择性 ASI，在全球范围内具备 BIC 潜力，为国内首个进入难治性或顽固性高血压临床开发阶段的自主研发 ASI。SAL0140 通过竞争性抑制醛固酮合酶，减少醛固酮生成。该全新作用机制为醛固酮诱导性高血压患者提供优选治疗选择，目前正针对未控制或难治性高血压开展 II 期临床。

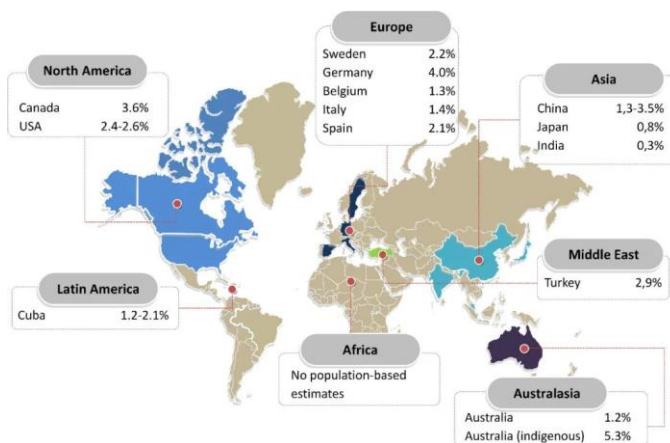
三、重磅产品心衰新药 JK07 市场潜力巨大，预计 26H1 读出 II 期数据

（一）全球心衰患者约 6400 万人，现有疗法仍有巨大未满足需求

心力衰竭发病机制复杂，是各种心脏疾病的严重表现或晚期阶段。心衰是多种原因导致心脏结构和（或）功能的异常改变，使心室收缩和（或）舒张功能发生障碍，从而引起的一组复杂临床综合征，主要表现为呼吸困难、疲乏和液体潴留（肺淤血、体循环淤血及外周水肿）等。心衰的主要病因是高血压病和冠心病，而当前我国高血压病患者人群庞大，冠心病、老年性瓣膜病和糖尿病等高危人群的增加，也使得心衰“后备军”日益壮大，导致心衰发病率和死亡率逐年升高，是现在心衰防控面临的重大挑战。心衰患者的 5 年生存率与恶性肿瘤相似，并且患者反复住院，许多患者进展到晚期心衰阶段时，尽管接受了最大限度的治疗，但症状仍然存在，预后差。

全球约有 6400 万心衰患者，其中国内现患超 1300 万，美国约 740 万患者。2012—2015 年的中国高血压调查数据显示，≥35 岁成年人中，心衰患病率为 1.3%，即约有 1370 万心衰患者。而从 1988 年到 2023 年，美国成年心力衰竭患者人数从 330 万增至 740 万，患病率约 3.0%，整体患病人数众多。根据我国心衰住院患者的年平均住院次数为 3.3 次，平均住院天数 9.7d；次均住院费用 8968 元，年人均住院费用 2.97 万元。这些数据均提示心衰已成为一个巨大的公共卫生负担，有效的预防和治疗，减少心衰恶化和再入院十分重要。

图表25：发达国家成人患心衰患病率 1.0%~2.0%，全球约 6400 万人心衰患者



来源：《Epidemiology of heart failure》，国金证券研究所

根据左心室射血分数(LVEF)的不同,将心衰分为三大类:①射血分数降低的心衰(HFrEF);②射血分数轻度降低的心衰(HFmrEF);③射血分数保留的心衰(HFpEF)。不同 LVEF 类别的心衰之间,患者临床特征、危险因素、心脏重构形式和预后存在一定程度的差异。其中 HFrEF 和 HFpEF 患者占比最多,总计占比约 70%~80%。



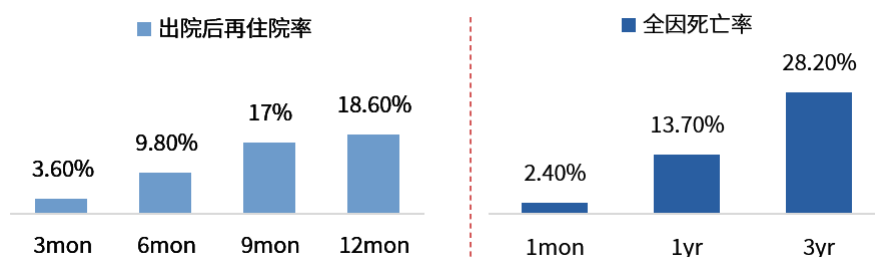
图表26：心衰主要分为三大类，其中 HFrEF 和 HFpEF 两种类型患者占比最多

	LVEF 诊断标准		占比	1y-死亡率
HFrEF	HFrEF	$\leq 40\%$	30%-40%	15.9%
	HFimpEF	$\leq 40\%$ ，治疗后 $>40\%$ 并 $\Delta \geq 10\%$		
HFmrEF		41%~49%	15%-20%	13.7%
HFpEF		$\geq 50\%$	40%-50%	11.9%

来源：《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2024 年版》，《2020 中国心力衰竭医疗质量控制报告》，The Lancet Global Health，国金证券研究所（此处仅列举 LVEF 的诊断标准，实际上还有临床症状等）

心衰预后较差，目前仍有较大未满足的诊疗需求。国内一项心衰患者 1 年随访研究表明，患者出院后 3、6、9 和 12 个月因心衰的再住院率分别为 3.6%、9.8%、17.0%和 18.6%。《TheLancetGlobalHealth》发表的一项纳入国内 23 万心衰患者的研究显示，心衰患者在 30 天、1 年和 3 年的全因死亡率分别为 2.4%、13.7%和 28.2%。从上述数据不难看出，当前心衰患者的预后整体较差，仍有较大的未满足诊疗需求。

图表27：心衰预后较差，目前仍有较大未满足的诊疗需求



来源：《慢性心力衰竭患者出院后 1 年预后及影响因素分析》，《Lancet Global Health 2024》，国金证券研究所

慢性心衰的治疗方案中，HFrEF 的用药已经标准化，HFpEF 与 HFmrEF 仍以综合性治疗和基础疾病治疗为主：

- HFrEF 治疗——以新四联疗法为主：1990 年代前的治疗策略旨在改善短期血液动力学，主要采用强心、利尿、扩血管药物，90 年代基础研究表明神经内分泌系统的异常激活参与和促进了心肌重构，具有抑制神经内分泌激活作用的药物可显著改善 HFrEF 心衰的预后，金三角形成；2020 年以来，多项临床数据确立了 SGLT2 抑制剂在 HFrEF 中的基石地位，从而形成“新四联”方案。而随后三十余年期间，全球仅沙库巴曲缬沙坦（ARNI）、达格列净/恩格列净（SGLT2i）、维立西呱（sGC）四款新药获批用于治疗 HFrEF。尽管 HFrEF 的治疗方法取得了进展，但接受目标导向药物治疗的患者最终会遇到治疗平台期，并进展至疾病终末期。因此，仍存在巨大的未满足的药物需求。
- HFpEF——以利尿剂和 SGLT2i 为主：由于其病理机理与 HFrEF 存在本质不同且 HFpEF 患者具有高度异质性，临床尚未形成标准治疗方案。美国/欧洲/中国指南均将沙库巴曲缬沙坦作为 HFpEF 治疗的 II 类推荐；目前国内心衰指南仅将利尿剂和 SGLT2i 作为 HFpEF 治疗的 I 类推荐，而创新药则仅有恩格列净/达格列净两款。



图表28：心衰治疗药物发展历程：从基础的强心利尿扩血管到目前以四联为主

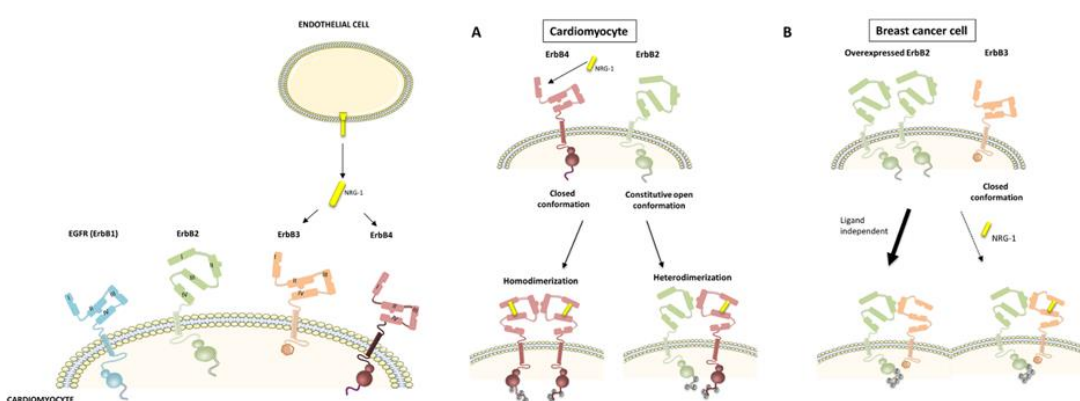
药物类型	作用机理	2024国内指南推荐		代表药物
		HFrEF	HFpEF	
利尿剂	消除体液潴留	I,C	I,B	托伐普坦、呋塞米
钙通道阻滞剂CCB	扩张血管	-	-	
强心剂	降低窦性心律	IIb,B	-	地高辛
肾素-血管紧张素系统抑制剂RAI	抑制神经内分泌激活	I,A	IIb,B	沙库巴曲缬沙坦
B-受体阻滞剂BB		I,A	不推荐	美托洛尔
盐皮质激素受体拮抗剂MRA		I,A	IIb,B	螺内酯
SGLT-2抑制剂	促进渗透性利尿、心肌能量效率	I,A	I,A	达格列净
可溶性鸟苷酸环化酶GC	刺激sGC活化并增加对NO敏感性	IIa,B	-	维立西呱
伊伐布雷定	降低窦性心律心率	IIa,B	不推荐	伊伐布雷定

来源：《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2024》，《慢性心力衰竭药物治疗 200 年评述》，国金证券研究所

（二）JK07 靶向 NRG-1/ErbB4 通路促进心肌细胞代谢生长，有望突破现有心衰疗法瓶颈

NRG-1/ErbB4 通路可促进心肌细胞代谢生长，具备心衰治疗潜力，但 NRG-1/ErbB3 通路则可能诱发肿瘤。表皮生长因子受体（EGFR）是受体酪氨酸激酶蛋白的一个亚类。EGFR 家族包含 4 个成员：EGFR（ErbB1，HER1）、ErbB2（HER2）、ErbB3（HER3）和 ErbB4（HER4）。神经调节蛋白（NRG）-1 是一种信号蛋白，是 ErbB4 的天然配体。NRG-1 和 ErbB4 共同在心肌发育、稳态和修复中发挥着关键作用。NRG-1 与 ErbB4 结合可促进其与 ErbB2 形成异二聚体，进而激活多种细胞信号通路，促进心肌细胞代谢和生长，抑制细胞凋亡，促进血管生成，并优化肌节的合成、组织和稳定性。大量在成熟的心力衰竭模型中进行的非人动物研究已证实重组 NRG-1 具有治疗潜力，尤其是在改善心脏血流动力学和左心室功能方面。但 NRG-1 同时还会结合 ErbB3/HER-3，被激活的 HER3 与 HER2 结合后形成的 HER2&HER3 异源二聚体容易诱发癌症或促肿瘤生长，以及存在胃肠毒性等不良反应。

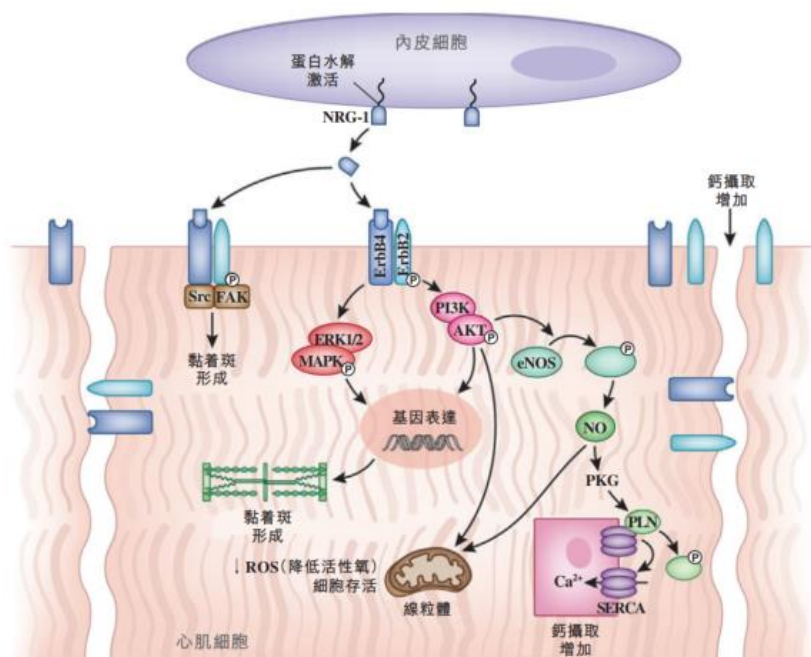
图表29：NRG-1 可以与 ErbB3 和 ErbB4 结合，前者激活对心血管有益，后者激活有潜在肿瘤风险



来源：《ErbB2 signaling at the crossing between heart failure and cancer》，国金证券研究所



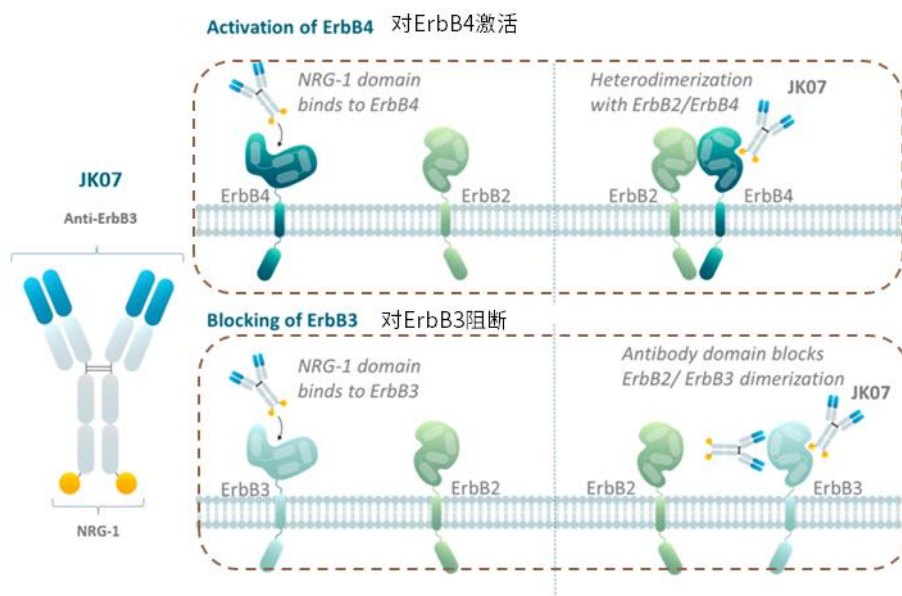
图表30: NRG-1/ErbB4 信号通路可通过独特的激活与修复双重模式逆转心力衰竭的进展



来源:《神经调节蛋白在心血管发育及疾病中的作用》, 公司港股招股书, Frost & Sullivan, 国金证券研究所

JK07 通过抗体融合设计实现:①对 ErbB4 激活: 通过 NRG-1 结构域结合并促进其与 ErbB2 二聚化, 激活有益信号; ②对 ErbB3 阻断: 通过拮抗抗体“结合+阻断二聚化”, 抑制异常信号。细胞培养研究表明, JK07 能促进成年心肌细胞增殖; 体内研究表明, JK07 能减少心肌梗死后小鼠心脏的纤维化, 促进血管生成, 并改善心脏功能。在成年小鼠心脏中, JK07 通过抗体介导的受体拮抗作用抑制 ErbB3 磷酸化, 同时通过直接激动 NRG-1 受体增加 ErbB4 磷酸化。

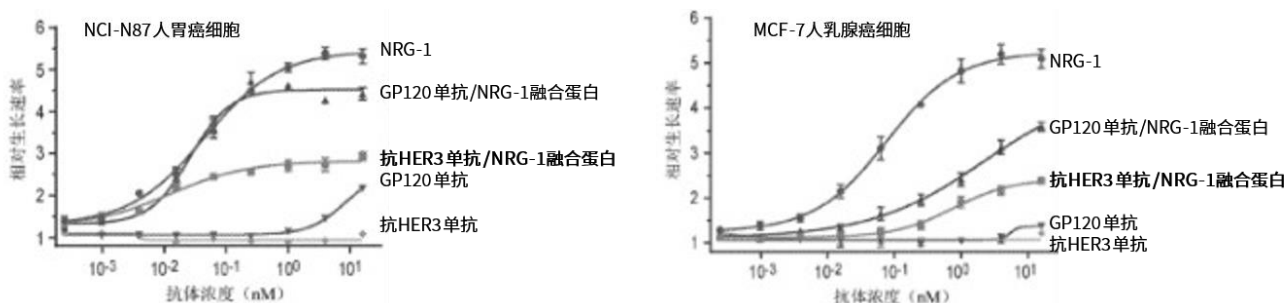
图表31: JK07 由特异性 ErbB3 抗体与 NRG-1 的活性结构域融合而成



来源: pubmed, Salubrisbio 官网, 国金证券研究所



图表32：同浓度下 JK07 促癌风险明显低于 NRG-1 蛋白



来源：信立泰 JK07 专利说明，国金证券研究所

JK07 的 Ib 主要终点 LVEF 提升数值疗效优，且提升绝对值高于对比现有治疗药物。JK07 的美国治疗 HFrEF 的 Ib 期临床结果于 2023 欧洲心脏病学会心力衰竭协会年会上以最新口头报告的形式公布。结果显示：单次给予 JK07 后，所有剂量组患者的射血分数（EF）在第 90 天均有所改善；且总体上安全且耐受性良好。

JK07 (SAL007) 正在进行治疗 HFrEF、HFpEF 和 cpcPH 的临床开发。RENEU-HF 是一项全球性 II 期、随机、双盲、安慰剂对照、多剂量临床试验，旨在评估 JK07 在 HFrEF 和 HFpEF 患者中的疗效和安全性。目前已完成 HFrEF 队列的患者入组，主要终点为第 26 周时 LVEF 的变化。HFrEF 队列共入组 215 名受试者，按 1:1:1 的比例随机分配至高剂量 JK07 组、低剂量 JK07 组或安慰剂组。JK07 针对 HFrEF 患者的 II 期临床预计 2026H1 取得主要终点初步数据，HFpEF 队列的患者正在积极入组中。

图表33：JK07Ib 期结果显示：JK07 在所有剂量组的 LEVF 相对提升表现均优于安慰剂

	安慰剂 N=3	JK07 0.03 mg/kg N=4	JK07 0.09 mg/kg N=4	JK07 0.27 mg/kg N=3
LVEF 平均基线（绝对值）	31%	34%	28%	25%
D30-ΔLVEF (Δ %)	+1% (+4%)	+7% (+20%)	+5% (+19%)	+6% (+22%)
D60-LVEF 较基线变化	-2% (-6%)	+5% (+14%)	+8% (+28%)	+13% (+50%)
D90-LVEF 较基线变化	-6% (-19%)	+3% (+9%)	+8% (+27%)	+4% (+14%)
D135-LVEF 较基线变化	-10% (-33%)	+2% (+5%)	+6% (+23%)	+11% (+43%)
D180-LVEF 较基线变化	+3% (+10%)	+2% (+7%)	+14% (+49%)	+8% (+31%)

来源：公司公告，pubmed，国金证券研究所

四、肾科、代谢等多领域开花，进一步夯实慢病产品矩阵

（一）肾性贫血：重磅产品恩那罗（恩那度司他片），有望加速放量

根据《中国心血管健康与疾病报告 2023》，我国成人慢性肾脏病（CKD）患病率为 8.2%。肾性贫血为慢性肾脏病（CKD）患者的主要并发症，可影响患者发病率及死亡率。研究表明，CKD 患者贫血患病率远高于普通人群，中国普通人群贫血患病率为 9.7%；非透析 CKD 患者贫血患病率：28.5~70.2%；透析 CKD 患者贫血患病率：91.6~98.2%。且肾性贫血的疾病负担重：①加速非透析患者肾功能恶化；②增加非透析患者心脑血管事件和全因死亡；③严重影响非透析患者的运动功能和生活质量。贫血使患者的医疗成本明显增加，贫血会使非透析患者平均每年增加 566 元（0.8 倍）的直接医疗费用，差异具有统计学意义。



图表34: CKD 患者贫血患病率较高，其中透析患者高达 91.6%~98.2%

研究	病例数(例)	非透析CKD患者(%)						透析患者(%)
		总体	1期	2期	3期	4期	5期	
Li等 ^[6]	2 420	51.5	22.4	30.0	51.1	79.2	90.2	-
林攀等 ^[7]	845	52.1	22.0	37.0	45.4	85.1	98.3	98.2
保红云等 ^[8]	465	72.0	24.2	43.8	63.2	88.6	99.4	-
阎梦潇 ^[9]	2 464	61.0	20.0	43.3	56.2	77.6	64.3	-
阿勇等 ^[10]	425	48.5	14.3	23.3	50.0	83.6	94.1	-
李欣等 ^[11]	525	44.4	-	-	30.4	64.3	88.9	96.1
何樟秀等 ^[12]	1 619	94.9	-	-	83.0	94.7	97.8	91.6
Wang等 ^[13]	462	28.5	17.8	17.8	42.9	87.5	100.0	-
Li等 ^[14]	2 924	-	16~36	16~36	16~36	65.8	80.2	-

注:-代表参考文献中该条目无数据

来源:《中国肾性贫血诊治临床实践指南》,国金证券研究所

肾性贫血主要由促红细胞生成素(EPO)生成减少及铁缺乏引发。红细胞生成刺激剂(ESA)作为肾性贫血的传统治疗药物,可特异性作用于造血系统发挥疗效。然而,该类药物可增加心血管事件、高血压及血栓栓塞事件的发生风险,高剂量使用时风险尤为显著。此外,研究发现使用ESA与血清铁调素水平升高相关,而铁调素在促红细胞生成素抵抗中发挥重要作用,但皮下或静脉给药方式,以及复杂的供应与储存要求,亦为患者带来诸多不便。上述挑战凸显临床对新型治疗药物的需求,该类药物不仅需具备疗效,还应具有更佳的耐受性与用药便捷性。HIF-PHI已成为一类极具前景的新型口服药物,用于治疗CKD患者的贫血。该类药物通过稳定HIF水平,提升内源性EPO生成,通过降低铁调素水平、上调铁转运蛋白表达改善铁代谢,进而在炎症状态下仍可支持红细胞生成。但国内首个上市的HIF-PHI罗沙司他Hb达标率不高,Hb波动大,且存在增加血栓和心血管事件风险等安全性问题,仍有进一步提升空间。

图表35: 此前肾性贫血多以ESA和铁剂等疗法为主,近几年虽然有罗沙司他上市,但疗效、安全性仍有提升空间

现有治疗方案	疗效	安全性	依从性
ESAs	ESAs治疗功能性铁缺乏等因素导致的ESA治疗低反应(5~15%)	注射给药不便、药物需冷藏保存、影响全因死亡率、存在心血管并发症、铁治疗过载和加重感染的风险	静脉/皮下注射给药,增加患者痛苦,尤其ND(非透析)及PD(腹膜透析)患者依从性差
铁剂	铁剂只适用于绝对铁缺乏,口服铁剂纠正贫血缓慢;不适用于功能性铁缺乏患者	过度铁剂治疗可引起机体铁代谢正平衡甚至铁超载;铁元素沉积在肝脏、脾脏等组织器官可造成不可逆损害	静脉铁剂需注射给药,增加穿刺痛苦
罗沙司他	罗沙司他Hb(血红蛋白)达标率不高,仅67.0%	罗沙司他给药后,Hb波动大,增加血栓和心血管事件风险	罗沙司他Hb波动大,须频繁调药,且调药阶梯非倍数关系,调药复杂,易错服漏服

来源:恩那度司他医保材料,国金证券研究所

恩那罗是新一代口服小分子低氧诱导因子脯氨酰羟化酶抑制剂(HIF-PHI),分别于2023年6月及2025年9月获国家药监局批准,用于治疗非透析依赖及透析依赖CKD患者的贫血。自2023年首次上市以来,恩那罗实现快速市场渗透,目前已覆盖全国1500余家医院。新一代HIF-PHI恩那罗的有几大主要优势:①稳定提升Hb水平及提升安全性——具有高选择性,在特异性靶向HIF通路的同时,最大限度降低脱靶效应,可促使EPO生成量接近生理浓度,实现Hb水平高效且稳定的升高;②强效降铁调素作用——通过降低铁调素及铁蛋白水平、同时提升总铁结合力调节铁代谢,解决CKD相关性贫血中常见的铁缺乏问题,且不会导致EPO水平超生理升高;③给药便捷——口服QD,于餐前或睡前服用,且与目前已上市的HIF-PHI相比,恩那罗药物相互作用风险较低,适合需要联合用药的患者。



图表36：恩那度司他相比于罗沙司他依从性更高，且临床管理更为便捷

	恩那度司他	罗沙司他
患者	每日1次口服，用药依从性高，不易错服漏服，确保疗效，无须频繁调药	每周3次，易错服漏服，产品为胶囊剂，Hb水平不稳定，2.7次调药/24周
医生	处方简便，无需按公斤体重调整初始剂量，使用后Hb水平稳定，不需要频繁调药	医生处方时须根据体重选择起始剂量：非透析患者为每次70mg (40-<60kg) 或100mg (≥60kg)，Hb水平波动大，须频繁调药
医院	4mg带刻痕薄膜衣片，单规格即可满足调药需求	20/50mg胶囊，须两种品规都入院才能满足临床调药需求

来源：恩那度司他医保材料，国金证券研究所

（二）骨质疏松症：特立帕肽产品矩阵持续丰富，SAL023已进入I期临床

➤ 特立帕肽产品矩阵：骨质疏松领域从生物类似药剂型创新及长效的深度布局

从生物类似药到剂型创新的深度布局，填补促进骨形成药物市场空白。公司在骨质疏松领域构建了完善的特立帕肽产品矩阵。首款产品欣复泰（粉针剂）于2019年获批，是国内首款特立帕肽生物类似药，疗效显著优于传统双膦酸盐类药物（如阿仑膦酸钠）。随后推出的升级款欣复泰 Pro（水针剂）于2022年获批，作为中国首款自主研发的特立帕肽注射液，配合自动注射笔显著降低了患者的操作难度，通过“疗效+便利性”的双重优势迅速获得了临床端的积极反馈。

战略品种 SAL056 引领长效化趋势。为进一步延长特立帕肽产品线的生命周期，公司前瞻性布局了长效品种 SAL056，有望成为中国首款每周一次给药的特立帕肽冻干粉针剂，已于2024年6月递交NDA。SAL056在III期研究中已证实在提升疗效的同时，将给药频率从每日降低至每周，这种突破性的依从性改良将显著提升患者的长期治疗意愿，有望在未来成为国内骨质疏松领域的重磅品种。

➤ SAL023：全人源抗硬化素单抗，针对 Evenity 的生物类似药

全人源抗硬化素单抗克隆抗体可特异性结合硬化素，拮抗其对骨代谢的负向调控作用，从而维持 Wnt/ β -连环蛋白信号通路的正常传导，促进骨形成并抑制骨吸收。在临床前模型中，SAL023在药效学、药代动力学、毒理学及免疫原性方面与 Evenity 高度相似。在去卵巢诱导的大鼠骨质疏松模型中，两款产品在骨矿物质密度、骨生物力学及骨组织形态计量学方面展现出相当的疗效。在食蟹猴及大鼠中，两者的药代动力学特征也具有可比性。在大鼠为期四周的重复给药研究中，两款产品进一步展现出相似的毒性特征及免疫原性反应。SAL023针对骨质疏松适应症已于2024年12月进入I期临床。

（三）糖尿病领域：DPP-4 抑制剂信立汀于2024年获批，疗效及安全性整体良好

信立汀为 DPP-4 抑制剂，2024年6月获得 CDE 批准，用于改善成人2型糖尿病患者的血糖控制。通过抑制 DPP-4 酶，DPP-4 抑制剂可减少肠促胰岛素（主要为 GLP-1 及 GIP）的水解。这些激素有助于胰腺释放胰岛素。DPP-4 抑制剂可以葡萄糖依赖性方式增强胰岛素释放并抑制胰高血糖素分泌，从而降低血糖水平。

在两项关键III期临床研究中，信立汀在全面血糖控制方面展现出确切疗效。研究数据显示，信立汀能够显著降低糖化血红蛋白（HbA1c）、空腹血糖及餐后血糖浓度。具体而言，在既往未接受治疗的2型糖尿病患者中，经信立汀单药治疗24周后，HbA1c较基线平均下降0.70%；在二甲双胍单药治疗控制不佳的患者中，联合信立汀治疗24周后，HbA1c较基线平均下降0.81%。此外，信立汀表现出良好的安全性与耐受性特征。常见不良反应（如鼻咽炎等）发生率较低，临床研究中未见严重不良反应报告。此外，该药物低血糖风险极低，且对肝肾功能影响较小，未观察到肌少症风险的增加，尤其适合需要长期管理的糖尿病患者。信立汀既可作为单药疗法用于一线治疗，也可在二甲双胍单药治疗效果不佳时与二甲双胍联合使用，为临床个体化治疗提供了灵活选择，尤其契合老年糖尿病患者对安全、简便治疗方案的临床需求。基于其确切的疗效和良好的安全特性，信立汀已于2025年被纳入《国家基层糖尿病防治管理指南（2025版）》，成为推荐用于基层糖尿病管理的口服降糖药物之一。

（四）PCSK9 靶向治疗：多分子范式布局，深入布局高脂血症等领域

PCSK9 通过与低密度脂蛋白受体（LDLR）结合并促进其降解，降低肝脏从血液中清除胆固



醇的能力，从而升高血浆 LDL-C 水平，其已被广泛验证为降低 LDL-C 水平、同时减少动脉粥样硬化性心血管疾病（ASCVD）风险的重要靶点。公司靶向所有关键指标（如 LDL-C 和脂蛋白）、多种治疗形式（如小分子药物、单克隆抗体、环肽、siRNA 药物和基因编辑药物）及治疗通路（如 PCSK9、Lp(a) 及 ANGPTL3），实现全面的血脂管理，致力于显著降低残余心血管风险。

图表37：多样化布局 PCSK9 产品矩阵，分子范式全面，涵盖单抗、基因编辑、小核酸、小分子等

	长效注射类			口服类	
	SAL003 (新藥上市申請)	SAL061 (臨床I期)	SAL0138 (臨床前)	SAL0167 (IND就緒)	SAL0139 (臨床I期)
分子類型	單克隆抗體	體內基因編輯	雙靶點siRNA	環肽	小分子
給藥頻率	每月一次	預計一次長效	預計每六個月一次	預計每日一次	預計每日一次
給藥途徑	皮下注射	靜脈注射	皮下注射	口服	口服
特點	自動注射筆一月一針，特應性過敏反應同類最低，給藥便利，強效降脂，安全性優	一次給藥，終身有效	6個月給藥間隔，順應性高，多個血脂指標綜合管理	口服給藥，強效降脂，有效性、安全性與單抗相當，無抗藥性抗體風險	口服給藥，便於聯合給藥以及多重複方製劑開發，無抗藥性抗體風險
應用場景	更適用於需要降脂人群，可單獨使用，也可聯合他汀使用	首發適應症為雜合子家族性高膽固醇血症，未來有潛力拓展至ASCVD高風險的普通血脂異常人群預防給藥	更適用於混合型血脂異常患者的強效降脂治療	更適用於需要口服用藥的單純高脂血症患者的降脂治療	更適用於需要口服用藥的高脂血症合併其他慢性疾病患者的降脂治療

来源：公司港股招股书，国金证券研究所

五、盈利预测与估值

（一）盈利预测

1、核心产品管线：

- 信立坦：产品于 2025 年底再次进行医保谈判并被纳入医保常规目录，此次谈判降价幅度约 17.8%，进入常规目录后预计价格后续将保持稳定。考虑到 2026 年起产品有一定幅度的降价，但预计量有所上升，收入整体预计将基本表现平稳，后续随着渗透率的提升有所增长。
- 信超妥（S086）：2025 年底纳入医保目录后 2026 年正式执行，预计首年进入医保目录有望快速放量，收入或超 5 亿元，后续预计每 2 年进行一次医保谈判，预计谈判后降幅较小，假定为 10%；且随着心衰适应症上市，有望进一步提升销售额，预计整体销售峰值可达近 40 亿元。
- 复立坦、复立安：分别 2024、2025 年获批上市，并均纳入当年底的医保目录，目前正处于快速放量阶段，预计二者峰值均可基本达到 10 亿。
- JK07：目前正在开展 II 期临床，考虑到临床进度和申报时间，我们预计 2029 年底有望中美获批，预计获批后有望快速抢占市场份额，呈现快速增长态势。
- 恩那度司他：考虑到目前仅一款竞品获批上市，且恩那罗相较于罗沙司他疗效和优势明显，考虑到肾性贫血庞大的患者人群，预计产品有望快速放量，总销售峰值可达近 20 亿元。
- 特立帕肽产品矩阵：多剂型和长效制剂丰富产品矩阵，尽管作为生物类似药，但仍有望借助公司较强的商业化能力快速推进商业化，销售峰值可超 5 亿元。
- 仿制药管线：仍可能有一定下滑风险，但考虑到后续创新管线的加速兑现，整体边际影响逐步减弱。
- 器械板块：预计仍有望保持稳健增长。

2、费用率预测：①销售费用率：2025 年短期预计有所增加，主要系 2025 年多款新产品获



批上市加大销售推广，2026 年随着新品陆续贡献收入、规模效应下销售费用率预计有所下滑；②管理费用率：随着规模效应有望逐步下滑；③研发费用率：考虑到公司仍有较多后续管线，且研发转型逐步加速，预计研发费用绝对值和费用率都有所增加。

图表38：2025-2027 年收入预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
制剂业务	26.5	31.9	34.2	40.7	49.8
yoy		20%	7%	19%	22%
原料药	4.14	4.1	4.1	4.1	4.1
yoy	13%	0%	0%	0%	0%
器械	2.16	3.1	4.0	4.4	4.9
yoy		41%	30%	12%	10%
其他业务	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
		15%	10%	5%	0%
总收入	33.7	40.1	43.4	50.4	59.9
yoy		19%	8%	16%	19%
毛利率	69%	70.3%	75.3%	75.5%	75.8%
销售费用率	30%	37%	39%	39%	38%
管理费用率	8.5%	6.8%	6.7%	6.6%	6.5%
研发费用率	12.2%	10.5%	12.0%	12.1%	12.2%

来源：ifind，国金证券研究所


图表39：未来 10 年信立泰各产品预测收入情况

创新药										
	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
信立坦	15.0	14.9	14.9	15.4	15.5	16.0	16.6	17.2	17.8	18.4
yoy	19%	-1%	0%	4%	0%	4%	4%	4%	3%	3%
S086	1.2	5.4	10.9	15.7	21.0	30.5	35.2	36.2	36.7	39.5
yoy		362%	103%	44%	34%	45%	15%	3%	1%	7%
复立安	1.6	2.1	3.0	3.8	4.8	5.9	7.2	8.5	9.6	10.8
yoy	253%	37%	40%	29%	26%	22%	22%	18%	13%	13%
复立坦	0.6	1.2	2.4	3.3	4.2	5.2	6.3	7.7	8.5	9.6
yoy		96%	97%	37%	27%	24%	21%	22%	11%	13%
恩那度司他	3.5	4.4	5.1	7.2	7.6	10.0	14.4	19.4	20.9	22.6
yoy	149%	26%	14%	42%	6%	31%	44%	35%	7%	8%
特立帕肽	1.95	2.64	3.27	3.58	3.92	4.18	4.56	4.95	5.15	5.59
yoy	30%	35%	24%	10%	9%	7%	9%	9%	4%	8%
复格列汀	1.0	1.2	2.0	2.3	2.9	3.1	3.8	4.3	5.1	5.9
yoy	240%	21%	61%	14%	25%	10%	21%	13%	18%	17%
JK07					3	18	47	83	147	230
yoy						554%	168%	77%	77%	56%
创新药合计	24.9	31.9	41.5	51.4	62.6	92.5	135.3	181.6	250.9	342.4
yoy	53%	28%	30%	24%	22%	48%	46%	34%	38%	36%
仿制药										
	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
泰嘉	5.4	5.1	4.9	4.6	4.4	4.2	4.0	3.8	3.6	3.4
yoy	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
头孢呋辛	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
yoy	-67%	-5%	-5%	-5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
其他	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	2.5
yoy	-34%	-10%	-10%	-3%	0%	0%	0%	0%	0%	67%
仿制药合计	9.3	8.8	8.2	7.9	7.6	7.4	7.2	7.0	6.8	7.6
yoy	-36%	-6%	-6%	-5%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	12%
制剂业务	34.2	40.7	49.8	59.2	70.2	99.9	142.5	188.6	257.7	350.0
yoy	7%	19%	22%	19%	19%	42%	43%	32%	37%	36%
原料药	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
yoy	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
器械	4.0	4.4	4.9	5.4	5.6	5.9	6.2	6.5	6.9	7.2
yoy	30%	12%	10%	10%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
其他业务	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
yoy	10%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
总收入	43.4	50.4	59.9	69.9	81.1	111.1	153.9	200.4	269.8	362.5
yoy	8%	16%	19%	17%	16%	37%	39%	30%	35%	34%

来源：insight, pubmed, CNKI, 国金证券研究所

（二）投资建议及估值

2025-2027 年公司实现营业收入 43.37/50.36/59.91 亿元，同比+8.1%/+16.1%/+19.0%，归母净利润 6.40/7.72/9.48 亿元，同比+6.4%/20.7%/22.8%，对应 EPS 为 0.57/0.69/0.85 元。

基于 DCF 模型估值，假设永续增长率为 2%，无风险利率为 1.78%（参考截至 2026.2.28 的 10 年期国债收益率的平均水平），市场预期收益率为 13.86%，风险溢价 12.08%，（参照沪深 300 近 5 年平均年化收益率），有效税率为 10%，截至 2025/12/31 近 1 年平均 beta=0.89，则平均资本成本 WACC 为 10.64%。根据假设，计算合理市值为 784 亿元，对应合理目标价为 70.36 元。首次覆盖，给予“买入”评级。


图表40：根据 DCF 估值法，计算合理市值为 784 亿元，对应合理目标价为 70.36 元

折现现金流法核心假设	
显性期（年数）：	10
终值期增长率	2.00%
Beta（β）：	0.89
无风险利率（Rf）：	1.78%
市场风险溢价：	12.08%
股权成本（Ke）：	12.47%
债务成本（Kd）：	5.00%
WACC：	10.64%

DCF										
单位：人民币百万元	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
是否显性期	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
EBIT	701	852	1,058	1,329	1,713	2,990	4,697	6,935	10,713	14,792
所得税率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
EBIT*(1-所得税率)	631	767	952	1,196	1,541	2,691	4,227	6,241	9,642	13,313
加：折旧和摊销	234	233	234	253	276	301	329	359	391	425
营运资本变动	-117	-49	-36	-60	-44	-107	-163	-198	-357	-352
资本开支	-335	-459	-499	-529	-579	-629	-679	-729	-779	-829
FCFF	413	491	651	861	1,194	2,256	3,714	5,674	8,897	12,557
FCFF现值	413	444	532	635	797	1,361	2,025	2,796	3,963	5,055
TV	148,265									
TV现值	59,687									
企业价值	77,707									
净负债	-766									
少数股东权益	40									
归母股权价值	78,433									
总股数（百万股）	1,115									
每股价值	70.36									

来源：ifind，国金证券研究所

六、风险提示

研发进度不及预期风险。公司目前拥有多款在研产品。若相关临床试验受试者入组进度滞后、数据结果无法达到预期终点，或在国家药监局的审评审批中受阻，将直接影响公司后续品种的上市节奏及业绩增长曲线。

行业政策风险。公司目前仍有一定仿制药等创新复方制剂在未来的医保谈判（NRDL）中，若降价幅度超预期或未能成功进入医保目录，将对其进院放量及市场渗透率造成不利影响。

市场竞争加剧风险。心血管领域为国内外药企的必争之地，面临着激烈竞争。若竞争对手推出更具临床价值或更高性价比的产品，或同类仿制药提前获批上市，可能导致公司市场份额流失，影响销售毛利率。

商业化不及预期风险。公司近几年有多款产品陆续上市，若销售团队在等级医院及零售终端的推广执行力不足，或临床医生对国产复方制剂的认可度提升缓慢，将导致产品放量速度低于市场预期。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,482	3,365	4,012	4,337	5,036	5,991
增长率		-3.4%	19.2%	8.1%	16.1%	19.0%
主营业务成本	-994	-1,058	-1,098	-1,073	-1,234	-1,453
%销售收入	28.5%	31.4%	27.4%	24.7%	24.5%	24.2%
毛利	2,488	2,308	2,915	3,264	3,802	4,539
%销售收入	71.5%	68.6%	72.6%	75.3%	75.5%	75.8%
营业税金及附加	-47	-44	-51	-60	-70	-83
%销售收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-1,094	-1,016	-1,473	-1,691	-1,939	-2,277
%销售收入	31.4%	30.2%	36.7%	39.0%	38.5%	38.0%
管理费用	-238	-287	-272	-291	-332	-389
%销售收入	6.8%	8.5%	6.8%	6.7%	6.6%	6.5%
研发费用	-534	-409	-421	-520	-609	-731
%销售收入	15.3%	12.2%	10.5%	12.0%	12.1%	12.2%
息税前利润 (EBIT)	576	553	698	701	852	1,058
%销售收入	16.5%	16.4%	17.4%	16.2%	16.9%	17.7%
财务费用	105	54	32	7	1	-10
%销售收入	-3.0%	-1.6%	-0.8%	-0.2%	0.0%	0.2%
资产减值损失	-53	-61	-204	-2	0	0
公允价值变动收益	4	8	15	0	0	0
投资收益	38	12	33	20	20	20
%税前利润	5.4%	1.9%	5.2%	2.8%	2.3%	1.9%
营业利润	727	656	646	725	872	1,068
营业利润率	20.9%	19.5%	16.1%	16.7%	17.3%	17.8%
营业外收支	-14	-14	-14	-14	-14	-14
税前利润	714	642	633	711	858	1,054
利润率	20.5%	19.1%	15.8%	16.4%	17.0%	17.6%
所得税	-80	-61	-27	-71	-86	-105
所得税率	11.1%	9.5%	4.3%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	634	581	605	640	772	948
少数股东损益	-3	1	4	0	0	0
归属于母公司的净利润	637	580	602	640	772	948
净利率	18.3%	17.2%	15.0%	14.8%	15.3%	15.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	634	581	605	640	772	948
少数股东损益	-3	1	4	0	0	0
非现金支出	402	436	613	237	234	235
非经营收益	-8	-14	-120	1	15	29
营运资金变动	-57	-164	87	-117	-49	-36
经营活动现金净流	971	839	1,186	761	972	1,176
资本开支	-598	-670	-624	-335	-459	-499
投资	-682	-731	-947	303	0	0
其他	7	30	46	20	20	20
投资活动现金净流	-1,273	-1,371	-1,526	-12	-439	-479
股权募资	34	0	1	0	0	0
债权募资	113	-135	79	115	425	519
其他	-549	-571	42	-600	-731	-908
筹资活动现金净流	-402	-706	122	-484	-306	-389
现金净流量	-671	-1,233	-214	265	226	308

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,670	1,322	1,125	1,389	1,615	1,922
应收款项	581	566	590	696	792	923
存货	544	491	507	471	534	597
其他流动资产	916	934	1,803	1,836	1,891	1,937
流动资产	4,711	3,313	4,025	4,392	4,832	5,379
%总资产	48.3%	35.3%	38.5%	41.6%	43.3%	45.1%
长期投资	759	834	1,236	933	933	933
固定资产	1,477	1,437	1,415	1,437	1,456	1,486
%总资产	15.1%	15.3%	13.5%	13.6%	13.0%	12.5%
无形资产	2,370	2,745	2,943	3,188	3,350	3,551
非流动资产	5,044	6,083	6,441	6,153	6,329	6,555
%总资产	51.7%	64.7%	61.5%	58.4%	56.7%	54.9%
资产总计	9,755	9,397	10,466	10,545	11,161	11,933
短期借款	189	51	130	318	735	1,244
应付款项	666	435	629	576	659	773
其他流动负债	749	329	354	346	398	469
流动负债	1,604	815	1,113	1,241	1,793	2,486
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	175	526	600	505	512	521
负债	1,779	1,341	1,713	1,746	2,305	3,008
普通股股东权益	7,941	8,019	8,712	8,759	8,816	8,885
其中：股本	1,115	1,115	1,115	1,115	1,115	1,115
未分配利润	5,003	5,037	5,093	5,140	5,197	5,267
少数股东权益	36	36	40	40	40	40
负债股东权益合计	9,755	9,397	10,466	10,545	11,161	11,933

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.571	0.520	0.540	0.574	0.693	0.851
每股净资产	7.123	7.193	7.815	7.857	7.908	7.970
每股经营现金净流	0.871	0.753	1.064	0.683	0.872	1.055
每股股利	0.500	0.500	0.500	0.532	0.642	0.788
回报率						
净资产收益率	8.02%	7.23%	6.90%	7.31%	8.76%	10.67%
总资产收益率	6.53%	6.17%	5.75%	6.07%	6.92%	7.95%
投入资本收益率	6.24%	6.16%	7.50%	6.92%	7.99%	9.36%
增长率						
主营业务收入增长率	13.85%	-3.35%	19.22%	8.09%	16.13%	18.97%
EBIT 增长率	10.13%	-3.97%	26.22%	0.44%	21.51%	24.24%
净利润增长率	19.34%	-8.93%	3.71%	6.42%	20.65%	22.77%
总资产增长率	5.53%	-3.67%	11.38%	0.76%	5.84%	6.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.9	52.5	44.8	50.0	49.0	48.0
存货周转天数	177.1	178.5	165.9	160.0	158.0	150.0
应付账款周转天数	68.6	59.0	46.9	50.0	49.0	48.0
固定资产周转天数	150.8	152.1	123.0	114.0	98.9	84.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.23%	-18.09%	-19.76%	-20.51%	-18.22%	-15.81%
EBIT 利息保障倍数	-5.5	-10.3	-21.7	-96.1	-958.0	104.2
资产负债率	18.23%	14.27%	16.37%	16.55%	20.65%	25.21%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	4	12
增持	0	0	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.75	1.56	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究