



三生国健

688336.SH

抗体龙头创新积淀厚积薄发，自免管线步入集中收获期

主要观点：

◆**抗体药物领军企业，从“创新积累”迈向“价值兑现”。**公司是国内领先、具备抗体药物全产业链自主创新与产业化能力的生物制药企业，深耕自免核心赛道；四款上市抗体产品构筑成熟商业化底盘，多款重磅管线推进至 NDA/III 期阶段，依托前沿研发平台打造差异化创新分子，拥有全球同步开发潜力，持续以源头创新为患者提供高品质生物药。

◆**安沐奇塔单抗重磅上市，凭独特临床优势突破银屑病赛道竞争。**安沐奇塔单抗 2026 年 2 月获批银屑病适应症，作为三生国健全新自主 IL-17A 创新单抗，凭借对标原研的强效皮损清除、独有长间隔 Q8W 给药、低免疫原性高安全等差异化优势，在竞争激烈的 IL-17A 赛道建立核心壁垒；产品同步推进强直性脊柱炎、放射学阴性中轴型脊柱炎 III 期临床，打开长期成长空间，是公司自身免疫管线核心业绩新引擎。

◆**长效优势筑壁垒，SSGJ-611 多适应症打开远期市场。**国内特应性皮炎患者基数庞大，中重度患者存在大量未被满足的精准长效治疗需求；IL-4R α 作为 Th2 炎症核心靶点赛道竞争加剧，长效 Q4W 给药叠加优异长期疗效已成关键竞争抓手。公司 SSGJ-611 于 2026 年 2 月提交成人中重度特应性皮炎 NDA，III 期临床验证短期皮损、瘙痒改善获益突出，52 周长期随访下 Q2W/Q4W 双给药方案均保持行业上游水平的高疗效维持率，长效剂型构筑鲜明差异化壁垒。管线同步布局青少年、儿童全年龄段特应性皮炎，推进单药/外用激素联合治疗方案，并向慢阻肺、慢性鼻窦炎伴鼻息肉呼吸领域拓展多条 III 期临床，多人群、多方案、跨领域布局持续拓宽产品远期市场空间，打造公司长线成长潜力品种。

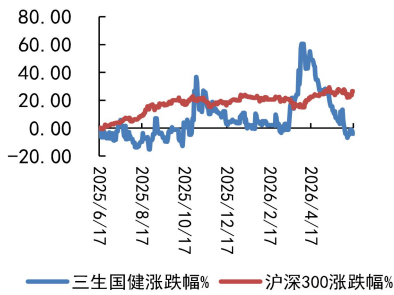
◆**急性痛风药物 SSGJ-613 获批在即。**国内急性痛风患者持续增长，传统疗法安全性受限，国产 IL-1 β 创新供给稀缺。自研差异化抗 IL-1 β

基础数据：

截至 2026 年 6 月 16 日

当前股价	55.18 元
投资评级	买入
评级变动	首次覆盖
总股本	6.18 亿股
流通股本	6.17 亿股
总市值	341.06 亿元
流动市值	340.34 亿元

相对市场表现：



分析师：

分析师 胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：010-68085205

公司地址：

北京市丰台区凤凰嘴街2号院1号楼中国长城资产大厦16层



单抗 SSGJ-613 镇痛效果达标，还可显著降低痛风复发风险，安全性良好；该品种急性痛风适应症 NDA 已于 2025 年提交，有望年内获批，或为国内第二款国产 IL-1 β 抗体。公司同步推进痛风间歇期适应症临床沟通，挖掘靶点长期价值。

◆SSGJ-610 有望率先实现国产突破。国内重度嗜酸粒细胞性哮喘（SEA）患者疾病负担沉重，当前 IL-5 靶点治疗药物均为进口，暂无国产抗体上市。公司自研抗 IL-5 单抗 SSGJ-610 拥有全新可变区序列，药效对标海外原研，II 期临床改善肺功能趋势突出，安全性与制剂工艺表现优异。该品种目前推进至 III 期临床，计划年内完成成人、青少年适应症全部入组，有望明年递交 NDA，冲击国内首款 IL-5 国产抗体。

◆BD 实现历史性突破，辉瑞加速推进 SSGJ-707 全球化临床。公司达成里程碑 BD 合作，联合关联主体将自研 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 海外权益授予辉瑞，潜在交易总额超 60 亿美元，大额首付款已落地显著增厚公司现金流与业绩，后续临床、商业化里程碑款项亦有望持续增厚公司业绩。辉瑞拥有中国大陆以外全球独家开发商业化权益，暂未行权境内商业化期权，国内权益仍由公司持有。辉瑞将该管线列为肿瘤重点产品，搭建跨国临床网络，同步开展五项全球 III 期试验，布局多款高发实体瘤。本次重磅全球化 BD 合作，充分印证了公司顶尖的自主研发硬实力与国产创新药的全球核心竞争力，树立了公司创新成果国际化输出的标杆。

投资建议：

我们预计公司 2026-2028 年的营业总收入分别为 17.63/20.41/24.65 亿元，归母净利润分别为 6.04/7.52/8.90 亿元，对应 EPS 分别为 0.98/1.22/1.44 元，当前股价对应 P/E 为 56/45/38 倍。随着安沐奇塔单抗顺利获批上市，公司迎来驱动业绩上行的核心新增长点；急性痛风管线的 SSGJ-613 审批进程渐近落地；SSGJ-611 成人特应性皮炎适应症 NDA 在 2026 年 2 月正式获受理。同时公司其余在研项目均保持良好推进节奏，后续一系列创新产品将逐步释放业绩增量，叠加与辉瑞合作约定的后续里程碑付款预期。我们首次给予其“买入”



评级。

风险提示：

医保降价/药品集中招标采购风险、新药研发及商业化过程漫长且成本高昂风险、研发人员流失风险、辉瑞里程碑付款确认节奏及退回风险

主要财务数据及预测：

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,199.12	1,763.07	2,041.00	2,465.13
增长率(%)	251.81	-58.01	15.76	20.78
归母净利润(百万元)	2,899.30	604.04	751.75	890.25
增长率(%)	311.49	-79.17	24.45	18.42
EPS(元/股)	4.69	0.98	1.22	1.44
市盈率(P/E)	11.76	56.46	45.37	38.31
市净率(P/B)	4.03	3.78	3.52	3.25

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



目录

一、从“创新积累”迈向“价值兑现”，产品商业化实现突破.....	6
1. 抗体药物领军企业，深耕自身免疫治疗领域.....	6
2. 背靠三生制药，股权集中稳固.....	8
3. 走出集采阵痛，盈利能力持续回升.....	10
二、安沐奇塔单抗获批上市，为公司业绩增长注入核心新动能.....	12
1. 安沐奇塔单抗差异化优势明显，给药间隔长且免疫原性极低.....	12
2. 银屑病市场快速增长，需求与创新双驱动.....	12
3. IL-17A 单抗赛道竞争激烈，国产创新药密集追赶.....	15
三、SSGJ-611 长效优势显著，多适应症打开长期市场空间.....	18
1. 特应性皮炎：患者基数庞大，靶向创新药打开成长空间.....	18
2. IL-4R α 赛道群雄逐鹿.....	20
四、急性痛风药物 SSGJ-613 获批在即.....	23
1. 急性痛风：疾病机制、市场空间与临床治疗现状.....	23
2. SSGJ-613 有望年内获批.....	26
五、SSGJ-610 有望率先实现国产突破.....	27
1. 高疾病负担催生 SEA 靶向治疗广阔蓝海.....	27
2. 国产进度最快 IL-5 药物，有望明年提交 NDA.....	28
六、BD 实现历史性突破，辉瑞加速推进 SSGJ-707 全球化临床.....	29
七、风险提示.....	31
八、盈利预测（单位：百万元）.....	32



图目录

图 1 : 公司在研管线进展	7
图 2 : 2021-2025 年研发人员数量 (左轴) 和研发人员数量占比 (右轴) 情况	8
图 3 : 2021-2025 年公司研发支出 (左轴) 和研发强度 (右轴) 情况	8
图 4 : 公司发展历程	9
图 5 : 2020-2025 年公司营业收入及增速 (右轴)	11
图 6 : 2020-2025 年公司归母净利润及增速 (右轴)	11
图 7 : 2020-2025 年公司销售净利率及销售毛利率	11
图 8 : 2020-2025 年公司四项费用率	11
图 9 : 中国银屑病治疗市场规模	13
图 10 : 现有银屑病治疗概览	14
图 11 : 中国特应性皮炎治疗药物市场规模情况	18
图 12 : 现有的特应性皮炎治疗模式	19
图 13 : 全球及中国急性痛风患者情况 (百万人)	24
图 14 : 全球及中国急性痛风药物市场情况 (亿美元)	25

表目录

表 1 : 公司前 10 名股东持股情况 (截至 2026Q1)	9
表 2 : 国内已上市 IL-17A 单抗在银屑病适应症的疗效数据对比	16
表 3 : 国内已上市 IL-17A 单抗情况 (银屑病适应症)	17
表 4 : 我国 IL-5 靶点药物在 SEA 适应症的进展情况	29

一、从“创新积累”迈向“价值兑现”，产品商业化实现突破

1. 抗体药物领军企业，深耕自身免疫治疗领域

三生国健是中国领先的创新型抗体药物研发、生产与商业化企业，当前专注于自身免疫性疾病等重大疾病治疗领域，具备从早期发现、临床开发、规模化生产到商业化推广的全产业链能力。作为国内最早专注于抗体药物研发的企业之一，公司也是目前少数拥有完整抗体药物自主创新 and 产业化平台的生物制药公司。

目前，公司已经建立起以抗体药物为核心、覆盖自身免疫和肿瘤治疗领域的核心产品组合，现有四款已上市产品。旗舰产品益赛普深耕国内自免市场二十余年，作为行业标杆拥有充足临床数据验证，品牌与全国销售渠道优势显著；肿瘤药赛普汀 2020 年获批即入医保，为晚期乳腺癌抗 HER2 标准治疗药物；自研健尼哌是国内唯一获批人源化抗 CD25 单抗，用于肾移植抗排斥，安全性优于进口竞品，填补国内市场空白。安沐奇塔单抗于 2026 年 2 月全新获批上市，进一步丰富公司抗体药物管线布局。

公司坚守“以患者价值为本、以源头创新为核”的初心，持续深耕自身免疫性疾病领域，强化差异化竞争优势。现有两款品种处于 NDA 申报阶段，其中 SSGJ-613 抗 IL-1 β 单抗针对急性痛风性关节炎已于 2025 年 6 月递交上市申请，止痛与预防复发优势突出，目前正就痛风间歇期适应症与 CDE 沟通 III 期试验方案；SSGJ-611 抗 IL-4R α 单抗成人特应性皮炎适应症 NDA 在 2026 年 2 月获受理，慢阻肺、青少年特应性皮炎等多条适应症同步开展 III 期临床。多款核心候选药物推进至 III 期阶段，其中抗 IL-5 单抗 SSGJ-610 为国内暂无同类国产药物的重度嗜酸粒细胞哮喘创新品种，适应症拓展潜力充足，计划 2026 年完成成人及青少年人群 III 期全部入组，608、611、613 多个拓展适应症也同步开展 III 期试验。早期临床管线稳步推进，SSGJ-626 抗 BDCA2 单抗靶向系统性红斑狼疮，药效优于海外同类产品，已完成健康人 Ia 期与患者 Ib 期入组，2026 年启动 II 期；SSGJ-627 抗 TL1A 单抗实现中美双临床申报，溃疡性结肠炎适应症于 2026 年 3 月进入 II 期，另有布局慢阻肺的 SSGJ-621 抗 IL-33 单抗暂缓推进。依托 AI 辅助药物设计、结构生物学研发平台，公司在临床前及 IND 阶段储备多款差异化创新分子，涵盖 OX40L/IL-31RA 双抗、CD3/BCMA/CD19 三抗、TL1A/IL-23 双抗、气道吸入型 TSLP/IL-4R 双抗、口服 IL-23R 多肽等，覆盖特应性皮炎、炎症性肠病、哮喘等适应症，各类药学、药理毒理评价工作按计划开展。研发端持续深耕自身免疫疾病原创靶点，通过双靶点协同、局部给药、口服递送等创新分子设计，同步兼顾疗效、安全性与患者用药依从性，具备全球同步开发实力。

图 1：公司在研管线进展



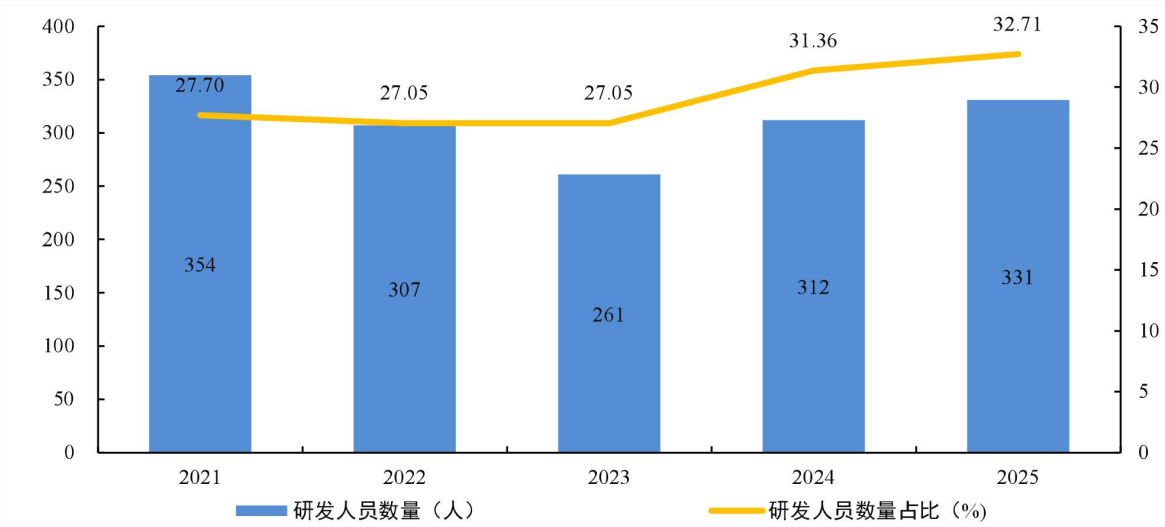
资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

以药物临床价值与市场需求为导向，公司搭建了自主研发体系与研发团队，专注于抗体药物的研发，通过建立多学科交叉、多技术协同、多设备集成的多个创新性研究技术平台，推动多个抗体药物的产业化进程。经过多年的自主研发与技术积累，公司形成了杂交瘤技术平台、抗体及蛋白工程综合平台、原液的中试工艺开发及临床用药 GMP 生产平台、生物大分子药物制剂开发平台、蛋白质表征分析平台、关键生产原材料技术平台等多项核心技术平台。

三生国健的研发团队是公司深耕自身免疫与炎症疾病领域、实现持续创新的核心引擎。研发体系由超过 300 名专业人才构成，其中硕博比例近 40%，30-40 岁的骨干力量占比过半，形成了结构合理、经验与活力并重的人才梯队。公司持续加大研发投入，2025 年，公司研发人员数量达 331 人，占总员工比例为 32.71%；研发支出 5.48 亿元，凸显出公司对创新研发的坚定决心，为可持续发展奠定坚实基础。

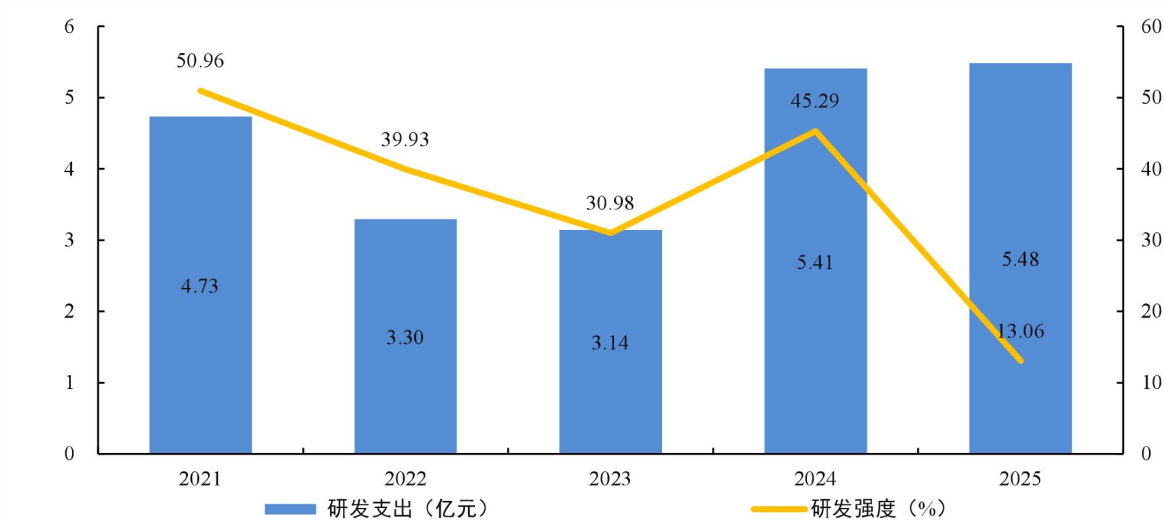


图 2：2021-2025 年研发人员数量（左轴）和研发人员数量占比（右轴）情况



资料来源 Wind，长城国瑞证券研究所

图 3：2021-2025 年公司研发支出（左轴）和研发强度（右轴）情况



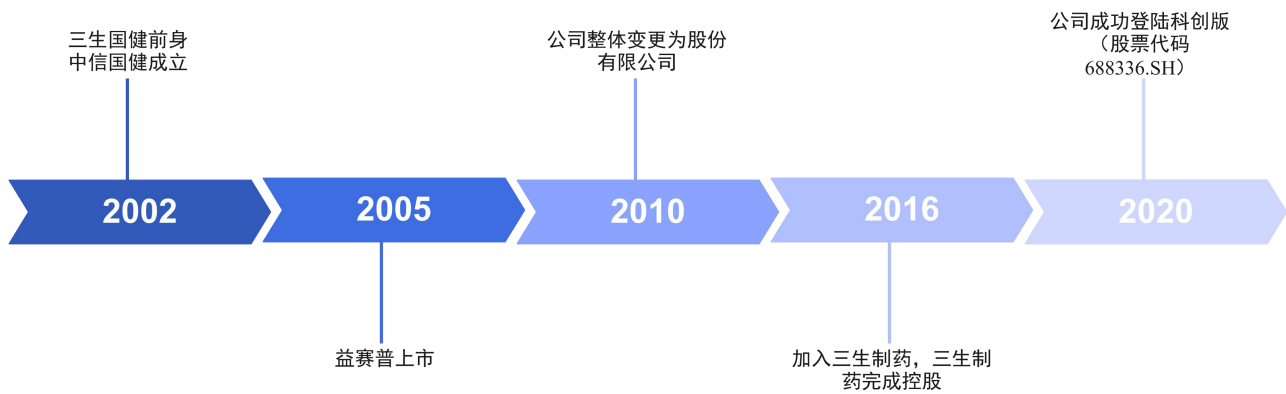
资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

2. 背靠三生制药，股权集中稳固

公司前身为上海中信国健药业有限公司，成立于 2002 年 1 月 25 日，由中信泰富有限公司与上海兰生国健药业有限公司共同出资设立，初期聚焦于抗体药物的研发与产业化，是国内抗体药物领域的先行者。2010 年 3 月 21 日公司整体改制为股份有限公司，完成了现代企业制度的构建。2016 年，三生制药（01530.HK）完成对公司的收购，确立了集团化发展的战略方向；2020 年 7 月 22 日公司成功在上海证券交易所科创板上市（股票代码：688336.SH），募集资金主要用于抗体药物生产基地建设及新药研发。



图 4：公司发展历程



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

截至 2026 年 3 月 31 日，公司的股东结构以三生制药集团为核心，呈现高度集中的集团化控制格局。实际控制人娄竞博士通过港股上市公司三生制药及其下属企业间接控制公司。其中，第一大股东为富健药业有限公司，持股 35.84%（约 2.22 亿股）；第二大股东为上海兴生药业有限公司，持股 34.41%（约 2.13 亿股）。富健药业与上海兴生均为三生制药的全资子公司，加之关联方沈阳三生制药有限责任公司持有的 6.41% 股份，三生制药集团合计控制公司超过 76% 的股份，拥有绝对控股权。整体来看，三生国健股权结构清晰且集中，背靠三生制药集团强大的产业资源，有利于公司战略的长期稳定性与商业化协同。

表 1：公司前 10 名股东持股情况（截至 2026Q1）

排名	股东名称	股东性质	持股数量 (股)	持股比例 (%)	期末参 考市值 (亿元)	股本性质
1	富健药业有限公司	境外法人	221,518,988	35.84	167.42	A 股流通股
2	上海兴生药业有限公司	境内非国有法人	212,658,228	34.41	160.73	A 股流通股
3	沈阳三生制药有限责任公司	境内非国有法人	39,614,607	6.41	29.94	A 股流通股
4	达佳国际(香港)有限公司	境外法人	19,265,834	3.12	14.56	A 股流通股
5	上海浦东田羽投资发展中心 (有限合伙)	其他	10,965,428	1.77	8.29	A 股流通股
6	Grand Path Holdings Limited	境外法人	10,408,922	1.68	7.87	A 股流通股
7	上海浦东领驭投资发展中心 (有限合伙)	其他	4,225,655	0.68	3.19	A 股流通股
8	上海翊熵投资咨询有限公司	境内非国有法人	3,717,472	0.60	2.81	A 股流通股
9	中欧医疗健康混合型证券投资 基金	其他	2,294,952	0.37	1.73	A 股流通股



10	香港中央结算有限公司	境外法人	2,284,541	0.37	1.73	A 股流通股
	合计		526,954,627	85.25	398.27	-

资料来源：Wind，公司公告，长城国瑞证券研究所

3. 走出集采阵痛，盈利能力持续回升

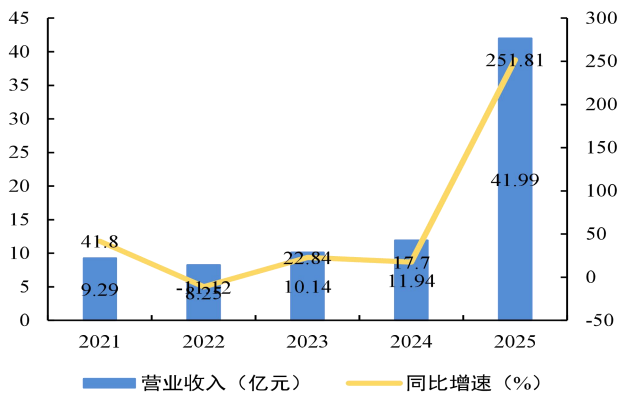
回顾公司近六年财务表现，集采政策落地曾对公司营收规模形成阶段性扰动，企业经营在经历短期承压后，于 2023 年重新踏上营收修复增长路径；利润端来看，2020 年归母净利润创下阶段性低点，此后整体盈利水平持续修复抬升。公司 2025 年实现营业收入 41.99 亿元，同比大幅攀升 251.81%，收入端爆发式增长核心驱动来自和辉瑞的 BD 交易收入。

在 2020 年之前，益赛普长期是公司的营收核心支柱。2020 年该产品受价格调整影响降幅近五成，叠加公共卫生事件冲击下医疗机构门诊量收缩，多重压力共同造成当年营业收入同比下滑 44.37%，归母净利润亏损 2.17 亿元，企业整体毛利率水平也同步承压。自 2021 年度开始，经营基本面迎来改善契机：创新产品健尼哌、赛普汀逐步完成市场渗透放量，同时团队针对益赛普落地优化销售运营策略，营收、盈利两项指标同步出现改善信号。2022 年行业环境再度迎来挑战，市场竞争加剧叠加线下诊疗活动恢复不及预期，营收规模再度回落；但公司同步推进精细化成本管控体系落地，依靠降本增效措施对冲收入压力，归母净利润依旧实现正向增长。2023 年，多重积极因素共振带动营收重回上行轨道：一方面 2022 年行业需求疲软、竞争白热化造就较低同期基数；另一方面益赛普水针剂型于年初获批上市，有效拓宽产品可触达市场空间。全年归母净利润达到 2.95 亿元，同比实现跨越式提升。

盈利层面近年受多重特殊事项扰动，账面表现增速波动特征显著。2023 年高利润表现增速由多重因素共同催生：①2022 年归母净利润基数较低；②公司完成部分肿瘤、眼科管线剥离工作，年度研发开支相应收窄；③益赛普地方集采落地后，销售端费用投放结构持续优化。2024 年企业收到参股海外企业 Numab 派发的分红，金额达 6242.47 万美元，全年归母净利润录得 7.05 亿元，同比增幅 139.15%。2025 年，辉瑞公司就 707 项目支付的授权许可首付款等相关款项并相应确认收入 28 亿元，大额一次性收益进一步推高账面盈利水平，全年归母净利润高达 28.99 亿元，同比增速达到 311.49%。

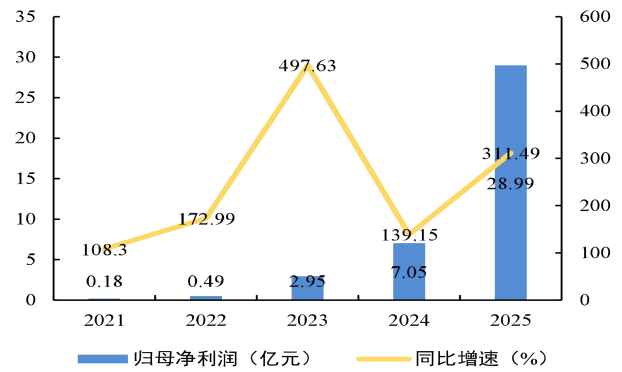
近三年公司归母净利润账面增速持续处于高位，背后主要来自大额对外合作授权分成、海外参股公司分红等非经常性、一次性收益贡献。倘若剥离此类偶发性因素带来的业绩增量，观察主营业务内生经营表现，公司运营态势整体保持平稳可控。

图 5：2020-2025 年公司营业收入及增速（右轴）



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 6：2020-2025 年公司归母净利润及增速（右轴）

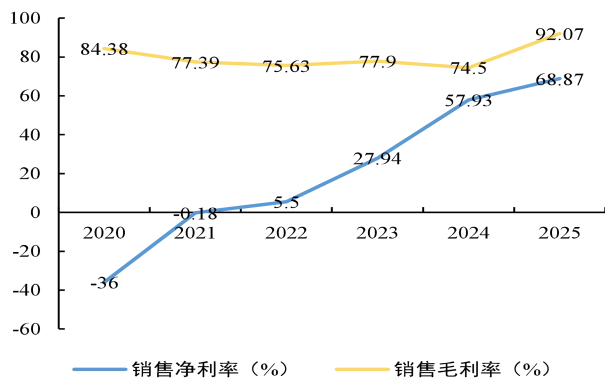


资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

公司整体费用管控持续优化：销售费用率自 2020 年 56.75% 的高位稳步回落，管理费用率依托内部精细化管控逐年下行；早年公司多条管线同步推进，2020-2022 年研发费用率处于 37% 以上高位，后续收缩非核心管线叠加营收增长，该占比有所收窄。2025 年公司各项费用率指标显著异动，销售、管理、研发费用率大幅走低，系当年确认大额合作授权许可收入，营收基数急剧扩张稀释各项费用占比，财务费用率负值收窄，但资金基本面仍保持稳健。

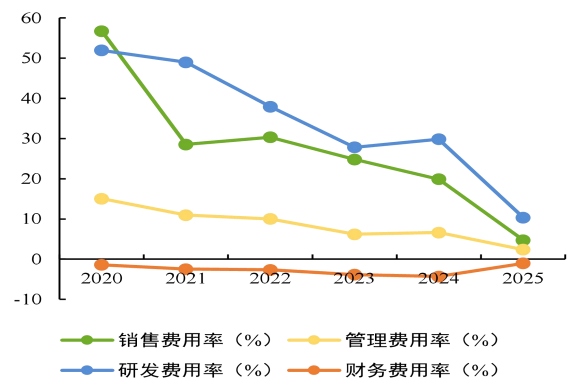
公司生物药主业保持高毛利特性，2020-2024 年销售毛利率维持 74%-85% 区间，2025 年毛利率跳升至 92.07%，主要是授权许可类收入几乎无对应生产成本；销售净利率 2020 年为 -36%，经营压力突出，2022 年转正后持续抬升，2025 年达到 68.87%，但 2024、2025 年账面高净利率中包含参股企业分红、辉瑞项目大额授权分成等一次性收益，剔除该类偶发性收益后，公司主营业务内生盈利水平显著低于表观数值。整体而言，2020-2024 年公司降本增效成果已清晰体现，而 2025 年毛利率、净利率、各项费用率的大幅波动均由大额合作事项带来的营收规模变化与一次性收益所致。

图 7：2020-2025 年公司销售净利率及销售毛利率



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图 8：2020-2025 年公司四项费用率



资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



二、安沐奇塔单抗获批上市，为公司业绩增长注入核心新动能

1. 安沐奇塔单抗差异化优势明显，给药间隔长且免疫原性极低

安沐奇塔单抗注射液是公司自主研发的抗 IL-17A 人源化单克隆抗体，为公司自身免疫性疾病管线的核心创新生物药，于 2026 年 2 月正式获得国家药品监督管理局（NMPA）批准上市，为第三款上市的国产 IL-17A 抗体，获批适应症为适合系统治疗或光疗的中度至重度斑块状银屑病成人患者，为国内银屑病患者提供了兼具强效、安全、便捷性的全新治疗选择。

安沐奇塔单抗在同靶点药物中具备差异化的核心竞争力，在疗效、安全性、用药便捷性等维度均实现行业领先：（1）强效快速，皮损清除能力行业领先：产品具备极强的皮损清除能力，且起效速度快，可快速改善患者核心临床症状，52 周疗效应答持续维持高位，长期治疗效果稳定可靠，为患者提供持续的临床获益。（2）复发风险极低，长期维持治疗优势显著：产品临床复发率处于同靶点药物最低梯队，Q4W 给药方案下 52 周仅 1 例患者复发，Q8W 给药方案下 52 周仅 4 例患者复发，可大幅降低患者病情反复的困扰，满足银屑病长期治疗的核心临床需求。

（3）给药间隔长，大幅提升患者用药依从性：产品维持期可实现 Q8W（每 8 周 1 次）的给药频率，在同靶点抗 IL-17A 药物中极具竞争力，大幅减少患者的用药频次与就诊负担，显著提升长期治疗的便捷性与患者依从性。（4）免疫原性极低，抗药抗体发生率行业领先：产品抗药抗体发生率仅 0.7%（9/1292），远低于同靶点药物平均水平，可有效避免因抗药抗体产生导致的疗效下降、不良反应增加等问题，保障长期治疗的稳定性与有效性。（5）安全性与耐受性突出，临床风险远低于同靶点药物：产品局部耐受性优异，注射部位反应发生率极低；临床研究未发现活动性乙肝、活动性结核激活风险，感染及严重感染风险显著低于同靶点药物，整体安全性与耐受性良好，为患者长期用药提供了可靠的安全保障。

2. 银屑病市场快速增长，需求与创新双驱动

银屑病是一种慢性自身免疫性皮肤病，会加速皮肤细胞生长，形成红色发炎斑块，表面覆盖较厚的银白色鳞屑，患处可能发痒、开裂。目前银屑病无法根治，多数情况下会严重影响患者的生活质量。寻常型银屑病也叫慢性斑块型银屑病，是最常见的类型，占全部病例的 80%至 90%，典型表现为边界清晰的红色斑块，表面覆有银白色鳞屑。中重度银屑病会累及面部、手掌、足底、生殖器等敏感部位，造成大面积皮肤损害，不仅带来不适、瘙痒，还会引发情绪问题，严重影响患者生活质量。

银屑病的确切病因与发病机制尚未完全明确，目前普遍认为它是由遗传因素、免疫细胞活

化、细胞因子分泌以及角质形成细胞异常增殖共同引发的复杂免疫性疾病。IL-23/IL-17 轴是核心免疫通路，会促使免疫细胞聚集、活化，进而诱发皮肤损伤与炎症。

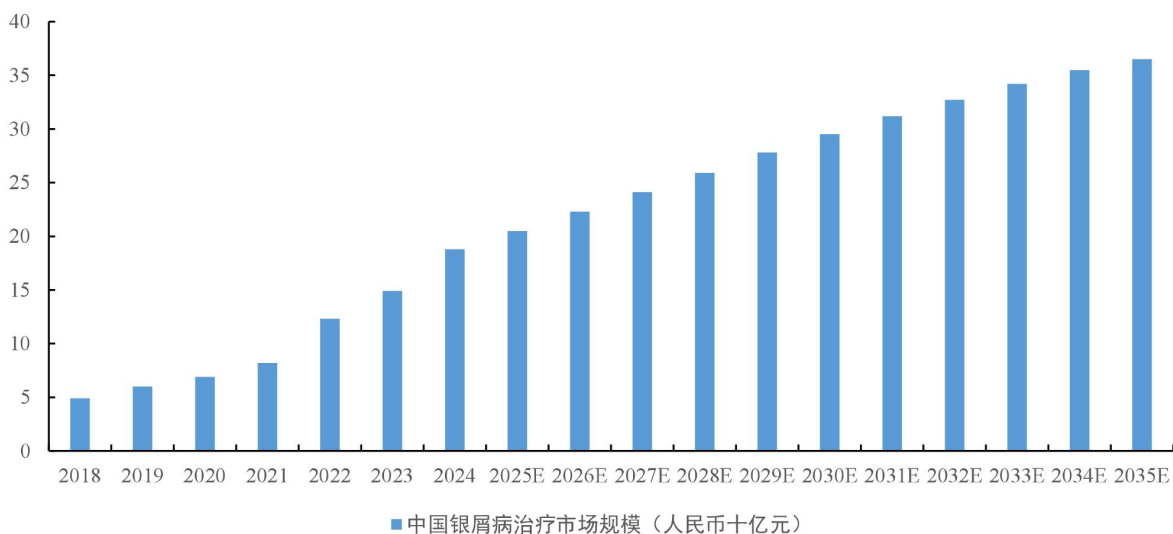
灼识咨询报告显示，2024 年中国银屑病患者约 720 万人。结合皮损面积（BSA）评分来看，中重度患者占比约 60%。

中国银屑病治疗市场呈现先高速爆发、后稳步成熟的两阶段发展特征，整体规模持续扩容，增长动力明确。2018-2024 年是行业黄金增长期，市场复合年增长率达 25.1%；2024-2035 年行业进入稳定发展周期，预计复合年增长率为 6.2%。

2018-2024 年，中国银屑病治疗市场实现跨越式增长，规模从 2018 年的 49 亿元人民币攀升至 2024 年的 188 亿元人民币，6 年间扩大近 4 倍。2024-2035 年，市场将从高速爆发转入稳步成熟的发展阶段，预计到 2035 年市场规模将达到 365 亿元人民币，较 2024 年实现规模翻倍；2025 年预计规模达 205 亿元，2028 年突破 250 亿元，2033 年超 340 亿元，最终在 2035 年达到 365 亿元的规模。

中国银屑病治疗市场的持续扩容，核心来自需求与供给两端的双重驱动。需求端，中国约有 720 万银屑病患者，中重度患者占比达 60%，随着诊疗率提升与患者对生活质量要求的提高，过往未被满足的治疗需求持续释放；供给端，以生物制剂、小分子靶向药物为代表的创新疗法，凭借更优的疗效与安全性逐步替代传统治疗方案，叠加医保覆盖范围的扩大，共同推动市场持续增长。

图 9：中国银屑病治疗市场规模

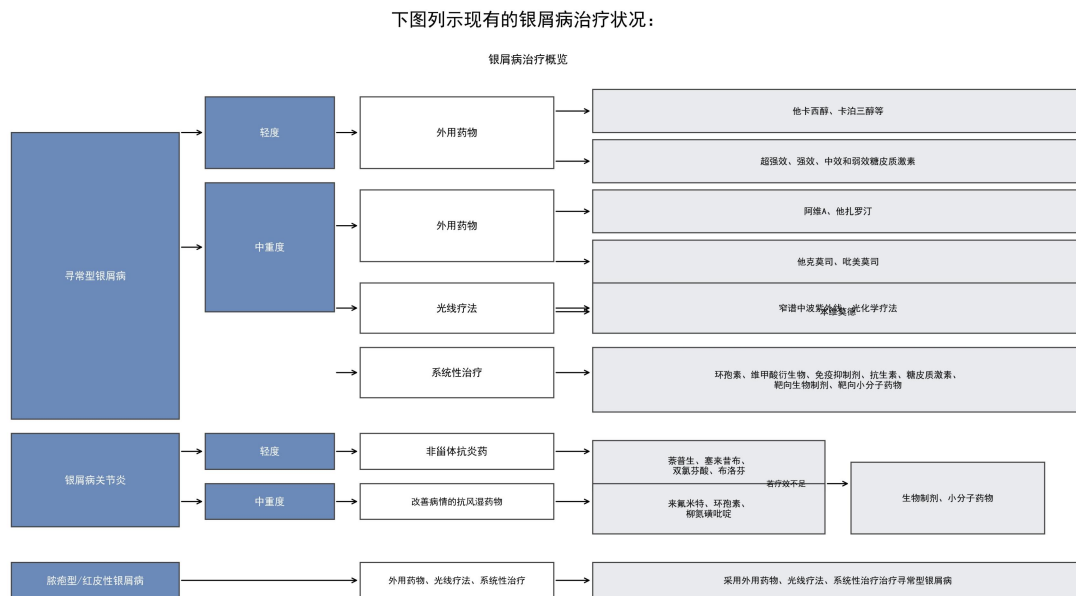


资料来源：灼识咨询，长城国瑞证券研究所

银屑病的治疗方案通常根据病情严重程度及患者个体情况分级制定。轻度银屑病一般采用局部治疗，常用药物包括糖皮质激素、维生素 D3 类似物、钙调磷酸酶抑制剂。对于中重度患者、病情进展期患者，或是对既往治疗无应答的患者，可选用光疗（如窄谱中波紫外线、补骨脂素联合长波紫外线）以及系统治疗，系统治疗药物包含环孢素、阿普斯特等传统口服药。合并银屑病关节炎（PsA）的患者，通常会使用非甾体抗炎药（NSAID），以缓解关节炎症与疼痛。

近年来，生物制剂（如抗 TNF- α 抗体、抗 IL-17 抗体、抗 IL-23 抗体）和小分子靶向疗法（如 JAK 抑制剂）发展迅速，已被各类专家指南列为中重度银屑病的一线治疗药物。对于传统疗法效果不佳的患者，这类靶向疗法是疗效与安全性更优的替代方案。

图 10：现有银屑病治疗概览



资料来源：中国银屑病诊疗指南(2023版)、灼识咨询。

资料来源：中国银屑病诊疗指南（2023 版），灼识咨询，长城国瑞证券研究所

银屑病传统疗法主要有外用药物（维生素 D3 衍生物、糖皮质激素、维 A 酸类药物）、光疗以及环孢素等系统治疗。但非靶向类传统药物，在疗效和安全性上均不及靶向药物。广谱免疫抑制剂仅能暂时改善症状，副作用明显，且停药后病情易复发。生物制剂与小分子靶向药物的普及，为银屑病患者带来了相较传统疗法更高效、安全的治疗选择。相比传统疗法，这类药物靶向性更强、起效更快、疗效更佳，且给药频次更少。其中 IL-23 是斑块状银屑病致病通路的上游靶点，地位高于 IL-17。阻断 IL-23 可有效减少 IL-17、IL-22 等促炎细胞因子生成，延长药效时长。靶向小分子药物方面，临床用于银屑病治疗的品种包括 PDE-4 抑制剂、AhR 抑制剂、



JAK 抑制剂。其中 JAK 抑制剂作用于 JAK 家族靶点，整体疗效优于传统疗法。

3. IL-17A 单抗赛道竞争激烈，国产创新药密集追赶

IL-17A 靶点是银屑病治疗的核心成熟靶点，IL-17A 单克隆抗体凭借精准靶向、强效清除皮损、安全性优异等特点，已成为国内外指南推荐的中重度银屑病一线治疗方案，也是国内自身免疫性疾病生物药赛道竞争激烈的细分领域之一。目前，国内已有 6 款 IL-17A 单抗获批银屑病适应症，形成了“原研产品先发主导、国产创新药密集追赶、差异化产品实现赛道突围”的三层竞争格局。公司自主研发的安沐奇塔单抗作为 2026 年赛道最新上市的国产创新产品，凭借核心临床数据的差异化优势，有望在行业竞争中实现快速突围，成为公司自身免疫性疾病管线的核心增长引擎。

原研产品先发优势显著，筑高行业临床疗效标杆。诺华、礼来两大跨国药企的原研产品，凭借全球领先的临床数据与国内先发上市优势，长期占据国内 IL-17A 单抗银屑病市场的核心份额，是行业公认的临床疗效标杆，也为赛道后续产品设立了明确的临床准入门槛。

其中，诺华的司库奇尤单抗（商品名：可善挺）于 2019 年 3 月在国内获批上市，是国内首个获批银屑病适应症的 IL-17A 单抗，300mg 剂量 Q4W 给药方案下，PASI75 应答率高达 98%，且治疗效果可稳定维持至第 52 周，长期疗效数据亮眼；礼来的依奇珠单抗（商品名：拓咨）于 2019 年 8 月获批上市，24 周治疗周期内 sPGA0/1 应答率达 75%，PASI75 应答率达 97%，同样具备强劲的皮损清除能力。两款原研产品凭借多年的临床应用积累、医生与患者的高认知度，以及完善的真实世界数据支撑，仍保持着市场绝对主导地位，构成了赛道竞争的第一梯队。

国产创新药实现从 0 到 1 突破，临床短板仍存，市场追赶仍有空间。2024 年起，国内 IL-17A 单抗赛道迎来国产创新药的集中上市期，国产产品凭借不劣于原研的基础疗效、更具性价比的定价，快速实现市场渗透，打破了原研产品的市场垄断格局，完成了国产 IL-17A 单抗在银屑病适应症从 0 到 1 的突破。

2024 年 8 月，智翔金泰的赛立奇单抗（商品名：金立希）获批上市，成为国内首个获批银屑病适应症的国产 IL-17A 单抗，200mg 剂量下采用“前 12 周 Q2W+后续 Q4W”的给药方案，52 周治疗周期内 sPGA0/1 应答率达 74%，PASI75 应答率达 91%，PASI100 应答率达 30%；2024 年 10 月，恒瑞医药的夫那奇单抗（商品名：安达静）获批上市，240mg 剂量下采用“0、2、4 周诱导期+后续 Q4W 维持期”的给药方案，16 周治疗周期内 sPGA0 应答率达 38.20%，sPGA0/1 应答率达 71.80%，PASI75 应答率达 93.60%，PASI90 应答率达 76.80%，PASI100 应答率达 36.60%，核心疗效数据较首个国产产品实现进一步提升。



但整体来看，已上市的国产 IL-17A 单抗仍存在明显的临床短板：一是深度皮损清除能力有待提升，两款国产产品的 PASI100 应答率均不足 40%，无法满足银屑病患者“皮损完全清除”的核心临床诉求；二是给药方案灵活性不足，均采用“诱导期高频给药+维持期 Q4W 给药”的固定方案，未提供长间隔给药选择，难以适配银屑病慢性终身性疾病的长期治疗需求，患者用药依从性仍有较大提升空间。这些临床短板，也为后续国产创新产品的差异化突围留下了充足的市场空间。

安沐奇塔单抗差异化优势实现国产从 1 到 10 的跨越。2026 年 2 月 14 日，公司自主研发的安沐奇塔单抗正式获得 NMPA 批准上市，用于适合系统治疗或光疗的中度至重度斑块状银屑病成人患者，成为国内第 5 款获批银屑病适应症的 IL-17A 单抗。产品凭借全面对标原研的核心疗效、远超国产竞品的深度皮损清除能力、双给药方案的差异化设计，实现了国产 IL-17A 单抗从 1 到 10 的跨越，填补了国产同靶点产品在长间隔给药、深度皮损清除领域的临床空白，在赛道竞争中具备极强的差异化竞争力。临床数据显示，安沐奇塔单抗为患者提供了 Q4W、Q8W 两种灵活的给药方案，核心疗效指标全面对标原研标杆产品。其中 Q4W 给药方案下，sPGA0/1 应答率达 76%，PASI75 应答率达 95%，PASI100 应答率达 64%；Q8W 长间隔给药方案下，sPGA0/1 应答率仍达 67%，PASI75 应答率达 93%，PASI100 应答率达 57%。

对比来看，产品 PASI75、PASI90 等核心疗效指标已全面对标原研标杆产品，PASI100 深度皮损清除率更是远超已上市的所有国产产品（赛立奇单抗 30%、夫那奇珠单抗 36.60%），实现了国产 IL-17A 单抗在深度皮损清除能力上的重大突破，能够更好地满足银屑病患者“皮损完全清除、恢复正常生活”的核心临床诉求，具备极强的临床价值。同时，安沐奇塔单抗是国内同靶点产品中，为数不多的在获批适应症中同时提供 Q4W、Q8W 两种给药方案的产品，可根据患者的病情严重程度、治疗需求与用药习惯，实现个性化给药，临床应用场景更灵活。尤其是 Q8W（每 8 周 1 次）的长间隔维持给药方案，在同靶点抗 IL-17A 药物中极具竞争力，大幅减少了患者的用药频次、就诊次数与时间经济负担，显著提升了患者长期治疗的依从性，精准解决了银屑病作为慢性终身性疾病，患者长期用药依从性差、停药后易复发的行业核心痛点，形成了与同靶点产品的核心差异化壁垒。

表 2：国内已上市 IL-17A 单抗在银屑病适应症的疗效数据对比

药品名称	PASI 75	PASI 90	sPGA 0/1	PASI 100
司库奇尤单抗（可善挺）	98%	--	--	42.1%
依奇珠单抗（拓咨）	97%	--	75%	--



比奇珠单抗	--	91%	--	68%
赛立奇单抗（金立希）	91%	74%	74%	30%
夫那奇珠单抗（安达静）	93.6%	76.8%	71.8%	36.6%
安沐奇塔单抗（益赛拓）	95%	--	76%	64%

资料来源：医药魔方，长城国瑞证券研究所

备注：非头对头临床数据对比

整体来看，国内 IL-17A 单抗银屑病赛道的竞争，已从“上市即红利”的初始阶段，转向“核心临床优势驱动市场份额”的成熟竞争阶段。原研产品凭借先发优势、长期临床数据积累与全球品牌力，仍将在短期内保持市场主导地位，但市场份额正逐步被具备差异化临床优势的国产创新药所分流。对于国产创新药而言，单纯的“me-too”产品已无法在市场竞争中获得优势，只有具备“对标原研的疗效、差异化的给药方案、优异的长期安全性”等核心临床优势的差异化产品，才能实现市场突围。

安沐奇塔单抗作为国内同靶点赛道最新上市的差异化产品，凭借全面对标原研的核心疗效、远超国产竞品的深度皮损清除能力、双给药方案的差异化设计，填补了国产 IL-17A 单抗在长间隔给药、深度皮损清除领域的临床空白，具备极强的市场竞争力。随着产品商业化推广的逐步落地，有望快速实现市场渗透，打破原研产品的市场垄断格局，成为国内银屑病治疗市场的核心国产产品，同时也将为公司自身免疫性疾病管线的商业化布局奠定核心基础，成为公司未来 3-5 年的核心增长引擎。

表 3：国内已上市 IL-17A 单抗情况（银屑病适应症）

药品名称	原研厂家	中国上市时间	医保情况
司库奇尤单抗（可善挺）	诺华	2019.03	2025 国家医保目录
依奇珠单抗（拓咨）	礼来	2019.08	2025 国家医保目录
比奇珠单抗	UCB	2026.03	未进医保
赛立奇单抗（金立希）	智翔金泰	2024.08	2025 国家医保目录
夫那奇珠单抗（安达静）	恒瑞医药	2024.10	2025 国家医保目录
安沐奇塔单抗（益赛拓）	三生国健	2026.02	未进医保

资料来源：医药魔方，长城国瑞证券研究所

与此同时，安沐奇塔单抗另外两项适应症的临床研究正在顺利推进中，II 期研究数据呈现突出的治疗潜力，其中安沐奇塔单抗在放射学阴性中轴型脊柱炎和强直性脊柱炎两个适应症 II 期研究中均取得了积极结果，目前均已进入 III 期临床（当前均在入组中）。未来随着各项新适应症临床开发的逐渐深入，该产品的治疗潜力将得到进一步拓宽。

三、SSGJ-611 长效优势显著，多适应症打开长期市场空间

1. 特应性皮炎：患者基数庞大，靶向创新药打开成长空间

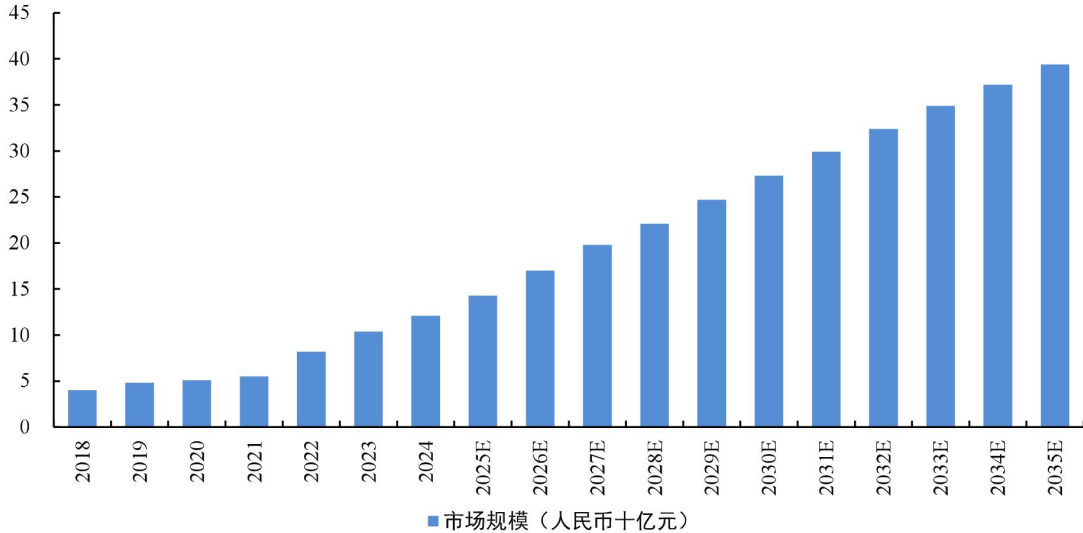
特应性皮炎（AD）属于临床高发的皮肤疾病，核心临床表现为反复迁延的慢性湿疹样皮损，同时伴随显著的皮肤干燥、瘙痒等典型症状。该疾病具有较高的复发率，但通过科学、规范的干预方案，能够有效控制病情发展，改善患者临床状态。

特应性皮炎的发病机制复杂，由遗传特质与外界环境等多重因素共同诱发，主要致病诱因包含过敏性疾病家族遗传史、丝聚蛋白缺失引发的皮肤屏障功能损伤、Th2 细胞异常活化、外界环境变动、日常作息与生活习惯改变、不规范的皮肤清洁护理、皮肤感染、接触各类过敏原，以及压力、焦虑、抑郁等负面心理因素。目前医学界尚未完全明确特应性皮炎的精准致病诱因，但已有研究证实，免疫功能紊乱、皮肤屏障受损、皮肤微生物群落失衡是诱发该疾病的核心关键因素。Th2 型炎症反应是特应性皮炎的标志性病理特征，其中 IL-4 与 IL-13 作为核心致病细胞因子，主要由 Th2 细胞、嗜碱性粒细胞和 2 型先天性淋巴细胞分泌生成，是介导特应性皮炎发病进程的重要介质。

灼识咨询报告显示，2024 年中国特应性皮炎患者超过 5400 万人，基于 SCORAD 评分，在 2024 年中国特应性皮炎患者中，轻度、中度和重度特应性皮炎的占比分别为 73%、25%和 2%。成年及青少年患者分别占有所有特应性皮炎患者的 50%以上及 15%以上。

近年来，中国特应性皮炎治疗药物市场规模呈现快速增长态势，从 2018 年的 40 亿元增长至 2024 年的 121 亿元，其中 2018-2021 年市场规模处于稳步增长阶段，年复合增长率约 11.2%；2021 年后市场进入加速增长通道，2021-2024 年的年复合增长率提升至 30.1%，2022 年市场规模已突破 80 亿元，2023 年、2024 年分别达到 104 亿元和 121 亿元。展望未来，随着患者认知提升、创新药物持续获批与渗透率提高，市场规模将保持持续扩张，预计 2035 年将达到 394 亿元，2024-2035 年预测年复合增长率约 11.3%，长期增长动力充足。

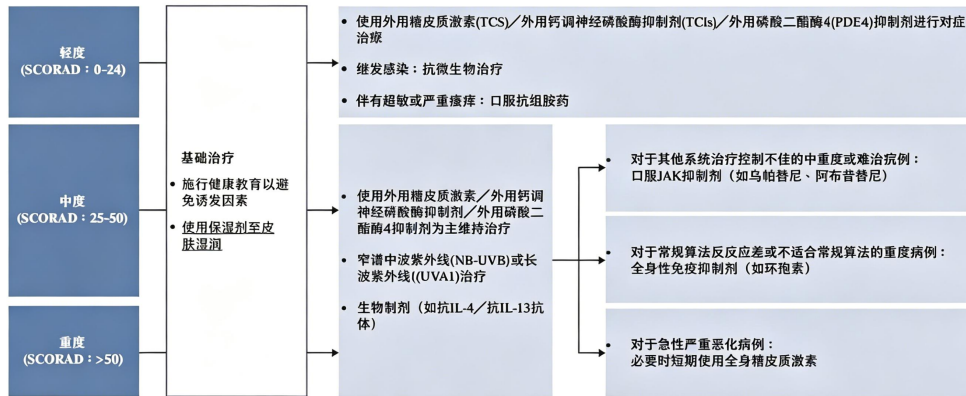
图 11：中国特应性皮炎治疗药物市场规模情况



资料来源：灼识咨询，长城国瑞证券研究所

对于轻度特应性皮炎，外用糖皮质激素(TCS)是一线治疗方法，而外用钙调神经磷酸酶抑制剂(TCIs)或 PDE-4 抑制剂是替代选择。对于中重度特应性皮炎，可开始使用系统治疗。如果局部治疗无效或不推荐使用，生物制剂可被选择为一线治疗的系统治疗方案。对于年龄在 65 岁以下且无心血管疾病或癌症风险的患者，如果其他治疗失败，可考虑使用口服 JAK 抑制剂。

图 12: 现有的特应性皮炎治疗模式



资料来源：特应性皮炎治疗药物应用管理专家共识（2024 版），《中华皮肤科杂志》，灼识咨询，长城国瑞证券研究所

特应性皮炎的传统临床治疗手段涵盖多种主流药物，主要包括外用糖皮质激素（TCS）、外用钙调神经磷酸酶抑制剂（TCIs）、口服抗组胺药、全身性免疫抑制剂及系统性糖皮质激素。上述各类传统治疗药物在特应性皮炎的临床干预中均具备对应的治疗价值，同时也存在不可忽视的应用缺陷、适用范围限制与安全隐惠。

在局部外用治疗层面，长期使用 TCS 药物易引发一系列皮肤不良反应，主要表现为皮肤萎缩、表皮变薄、皮肤屏障功能受损、永久性皮肤纹理改变、玫瑰痤疮等问题。鉴于上述潜在的



安全隐患，TCS 的临床应用疗程受到严格管控，这也是多数患者终止用药后病情反复的重要原因。与此同时，TCIs 的临床应用具有明确的局限性，仅对轻、中度特应性皮炎具备良好的治疗效果，无法满足重度患者的临床治疗需求。

在全身系统治疗领域，传统系统性治疗方案普遍存在安全性不足的问题。相关研究表明，长期服用环孢素等全身性免疫抑制剂，会显著增加高血压、肾功能损伤（血清肌酐水平升高）及各类感染性疾病的发生风险；而长期使用系统性糖皮质激素进行干预，则有可能诱发库欣综合征、骨质疏松等严重并发症，且该类药物停药后极易出现病情反弹现象，整体治疗稳定性欠佳。

特应性皮炎的发病机制具有高度复杂性，是遗传特质、外界环境、免疫功能紊乱、皮肤屏障结构损伤等多种内外因素共同介导的结果。**基于其发病机制特征，针对性靶向调控特异性免疫信号通路，是特应性皮炎精准治疗的核心方向。**伴随现代临床医学与药理学研究的持续革新，生物制剂与小分子靶向药物逐步完成研发与临床落地，标志着特应性皮炎正式进入靶向精准治疗的新时代。

靶向生物制剂可特异性作用于特应性皮炎发病过程中的关键信号通路，目前已广泛应用于中重度特应性皮炎的临床干预。相较于传统全身治疗方案，该类药物靶向性更强、作用机制更为精准，能够有效提升长期临床治疗的安全性。现阶段我国获批用于特应性皮炎治疗的靶向生物制剂品类较为有限，临床对于高疗效、低给药频次、高安全性的新型靶向生物制剂，仍存在较大的未满足临床需求。

JAK 抑制剂作为新型靶向小分子药物，其治疗中重度特应性皮炎的临床有效性已得到充分证实，是当前创新治疗体系中的核心药物之一。该类药物通过靶向阻断 JAK-STAT 核心炎症通路，抑制机体异常的炎症免疫反应，能够快速缓解患者皮肤瘙痒的核心临床症状。此外，JAK 抑制剂兼具口服制剂与外用乳膏两种给药形式，可根据患者病情严重程度制定个体化治疗方案，给药方式灵活、临床适配性广，具备起效迅速、治疗效果显著的突出临床优势。

2. IL-4R α 赛道群雄逐鹿

IL-4R α 是驱动中重度特应性皮炎 Th2 型炎症反应的核心靶点，国内市场格局已完成迭代，从原研单品垄断逐步切换为国产创新药批量上市、长效管线持续申报的多元竞争态势。行业内不同产品的竞争力分化清晰，主要体现在短期皮损缓解效果、给药周期选择、52 周长期症状维持能力三大维度，其中公司的 SSGJ-611 依托行业领先的长效维持临床数据，构筑起自身独特的差异化竞争壁垒。

2.1 原研与首批商业化国产单抗确立行业疗效基准

全球标杆原研药物度普利尤单抗（Dupixent，赛诺菲/再生元）与国内首个实现商业化的国产 IL-4R α 单抗司普奇拜单抗（康诺亚），二者均采用双周给药方案，为后续国产创新管线提供疗效参照标准。

度普利尤单抗作为全球首款获批 IL-4R α 单抗，2020 年 6 月在国内获批上市，是当前临床与行业评估的标杆品种。产品标准给药方案为 300mg Q2W，国内多项 III 期临床数据显示，单药治疗 16 周 IGA0/1 应答率区间为 36.1%-37.9%，EASI-75 应答率区间 44.2%-51.3%；若联合外用糖皮质激素同步治疗，可小幅提升短期皮损缓解效果。企业同步推进长期维持、停药复治等拓展性临床试验，完整搭建临床证据链条，但仅配备双周给药单一剂型，注射频次偏高，长期治疗场景下患者用药依从性存在明显短板。

司普奇拜单抗为 2024 年 9 月国内首款获批上市的国产 IL-4R α 单抗，同样仅布局 300mg Q2W 双周给药方案。III 期临床数据体现出优于原研的短期疗效，16 周 IGA0/1 应答率达到 44.2%；52 周长期随访中 EASI-75 维持率达 99.10%，短期缓解与长期症状控制表现均衡，但未开发四周长效剂型，在给药便捷度上不存在差异化优势。

2.2 2025 年起多款国产管线递交 NDA：长效 Q4W 成为行业核心创新方向

自 2025 年起，多家国内药企自研 IL-4R α 单抗陆续提交上市申请（NDA），行业竞争逻辑发生转变，四周长效 Q4W 给药方案成为各家企业重点布局的创新赛道，通过拉长给药间隔降低注射频次、改善患者长期用药体验，该梯队代表产品包括先声/康乃得乐德奇拜单抗、三生国健 SSGJ-611、麦济生物柯美奇拜单抗。

先声/康乃得乐德奇拜单抗、智翔金泰泰利奇拜单抗、麦济生物柯美奇拜单抗均在 2025 年下半年完成 NDA 申报。乐德奇拜单抗同步开发 Q2W、Q4W 两种给药方案，52 周维持期数据显示，两种剂型 EASI-75 维持率分别为 91.70%、91.90%，长效方案疗效未出现明显衰减，但整体长期缓解维持水平仍有提升空间；柯美奇拜单抗设置 150mg、300mg 多剂量梯度，配套 Q2W、Q4W 给药组别，300mgQ4W 组 16 周短期 EASI-75 应答率 79.50%，III 期大样本长效组 52 周 EASI-75 维持率可达 94.30%，长效赛道具备较强竞争力；泰利奇拜单抗目前仅披露 II 期 Q2W 给药方案基础数据，III 期完整分层临床结果尚未对外公开，长期疗效与长效剂型潜力有待验证。

2026 年 2 月公司的 SSGJ-611 与康方生物曼多奇单抗（AK120）同步提交上市申请，两款产品临床成熟度差距显著，其中三生国健管线在长期维持疗效维度具备突出差异化优势。



SSGJ-611 针对中国成人中重度特应性皮炎人群开展的 III 期关键性临床试验已顺利达成预设主要疗效终点：相较于安慰剂对照组，采用 600mg 负荷剂量联合 300mg 每两周一次维持方案（600mg+300mgQ2W）的 SSGJ-611 给药组，在治疗第 16 周的 EASI-75 应答率、IGA0/1 应答率（IGA 评分降至 0 或 1 分，且相对基线降幅 ≥ 2 分）两项核心指标上均实现统计学层面的显著优势，两组对比 P 值均小于 0.0001。

在瘙痒改善这一患者核心诉求指标上，SSGJ-611 同样展现突出获益：给药 16 周后，受试者瘙痒数字评分量表（NRS）周均值相对基线下降幅度 ≥ 4 分的人群占比可达 45.4%，远高于安慰剂组 15.6%，组间差异具备极高统计学显著性（ $P < 0.0001$ ）。除此之外，其余次要疗效指标，包含 EASI-50、EASI-90 达标比例、整体 EASI 评分基线变化值、特应性皮炎受累体表面积 BSA 评分等，SSGJ-611 干预组相比安慰剂均获得明确改善，各项对比均存在统计学差异。

试验后续 52 周长期维持阶段设置两种给药方案：300mg 每两周一次、300mg 每四周一次。随访至第 52 周的数据显示，两种方案下受试者持续维持 EASI-75 应答的比例分别为 96.9%、95.8%；持续保持 IGA0/1 缓解状态的比例分别为 89.6%、89.1%。对比同类靶点药物的同类型临床试验数据，SSGJ-611 两种给药间隔方案的长期疗效维持率整体更优。同时，综合整个 16 周核心治疗周期与最长 52 周长期随访阶段的安全数据来看，SSGJ-611 整体安全表现可观，受试者耐受度良好。

对比全部已递交 NDA 的长效竞品，SSGJ-611 四周长效方案的长期疾病控制能力处于行业上游，兼顾给药便捷性与疗效稳定性，可显著提升患者长期治疗依从性，是管线核心竞争壁垒。

曼多奇单抗虽 III 期临床已达到主要疗效终点，但 16 周分层应答、52 周长期维持等关键细分数据均未公开披露，产品核心竞争力仍需完整临床数据落地后方可验证。

从供给端来看，国内 IL-4R α 单抗赛道已经脱离原研独家垄断阶段，进入多家国产企业同台竞争的周期。2024 年仅有康诺亚司普奇拜单抗实现商业化落地，2025-2026 年多款候选药物集中递交 NDA，未来 2-3 年市场供给将持续扩容，行业竞争逐步白热化。

从竞争核心维度来看，短期 16 周皮损缓解指标上，国产药物整体疗效已对标甚至超越原研品种，赛道新的核心竞争壁垒转移至长效 Q4W 给药方案搭配优异的 52 周长期维持疗效。

对于公司而言，SSGJ-611 是当前已披露完整 52 周长期随访数据的全部 NDA 管线中，长效剂型症状维持率位于第一梯队的品种；同时产品长期维持阶段配备双周、四周两种灵活给药周期，可适配不同用药依从性的患者群体，在国产长效 IL-4R α 单抗赛道形成独特产品优势。后续

商业化阶段，公司有望依托长效、高长期维持率的差异化产品特性实现突围，充分受益于国内中重度特应性皮炎庞大患者群体带来的市场增量。

2.3 SSGJ-611 多适应症差异化管线布局

除核心成人中重度特应性皮炎适应症外，公司依托 SSGJ-611 完成多疾病领域、全年龄段人群的差异化管线布局，持续拓宽产品临床应用边界，打造长期增长曲线。

人群维度上，公司同步推进青少年、儿童两大细分年龄段特应性皮炎临床开发，2025 年已取得青少年中重度特应性皮炎 II 期阳性结果并启动 III 期入组，同年完成儿童 ADIb 期临床数据读出、顺利启动 II 期并完成全部受试者入组；2026 年规划完成青少年 ADIII 期全部入组、启动儿童 ADIII 期临床招募，覆盖全年龄段 AD 患者群体，填补儿童、青少年人群长效 IL-4R α 单抗治疗空白。治疗方案维度，公司同步开展 SSGJ-611 联合外用糖皮质激素（TCS）治疗特应性皮炎的 III 期临床试验，2025 年完成全部受试者入组且主要终点结果为阳性，计划 2026 年完成该适应症临床并递交 NDA，为中重度 AD 患者提供联合治疗新选择。疾病赛道层面，产品跳出特应性皮炎单一皮肤病赛道，同步布局呼吸领域适应症：2025 年顺利完成 COPD 适应症 II 期临床并启动 III 期入组，同时推进慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症 III 期临床，计划 2026 年读出该适应症 III 期主要终点数据并提交 NDA。

整体来看，SSGJ-611 覆盖成人/青少年/儿童全年龄段 AD、AD 单药/联合激素治疗、COPD、慢性鼻窦炎伴鼻息肉多条管线，通过人群分层、治疗方案拓展、跨呼吸科赛道布局形成差异化竞争优势，大幅打开产品远期市场空间。

四、急性痛风药物 SSGJ-613 获批在即

1. 急性痛风：疾病机制、市场空间与临床治疗现状

1.1 急性痛风简介

急性痛风是由尿酸单钠晶体在关节沉积引发的突发性剧烈炎症反应。发作时关节会出现持续数天至数周的剧痛、红肿、灼热和肿胀，随后通常进入无症状的缓解期。急性痛风发作在临床上代表痛风疾病谱系中一个独特且可识别的阶段，其特征表现为先天免疫反应引发快速炎症反应，而痛风的其它阶段，即无症状高尿酸血症、间歇性痛风及慢性痛风石性痛风，表现为未伴随急性炎症的持续尿酸盐沉积。总之，急性痛风是痛风及高尿酸血症病程中的典型常见表现。痛风患者若未接受治疗，发作频率会逐渐增加且持续时间延长，持续高尿酸水平还会导致痛风石形成—这些疼痛的结节可能造成关节损伤。

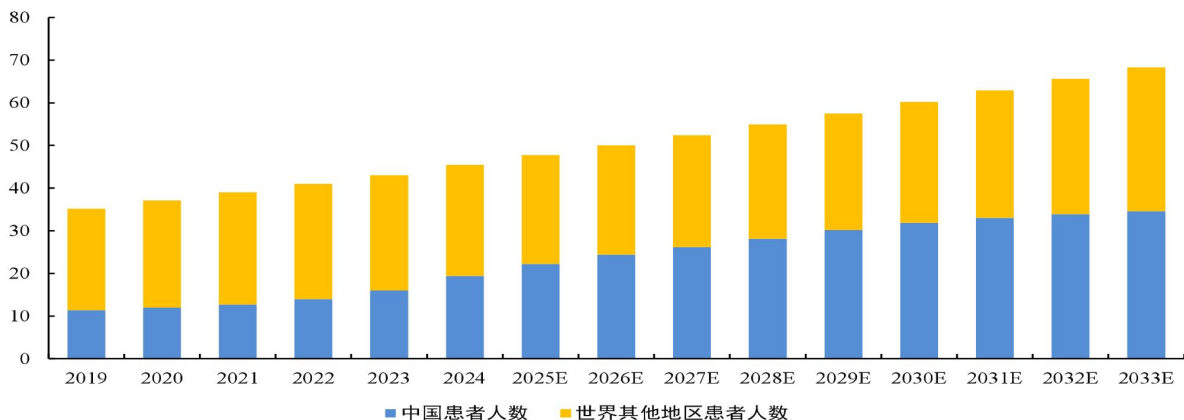
急性痛风炎症机制的核心在于 NOD-、LRR-和 Pyrin 结构域蛋白 3 (「NLRP3」) 炎性小体, 其在识别尿酸单钠晶体后, 会触发巨噬细胞释放白细胞介素-1 β (「IL-1 β 」) 等多重促炎细胞因子。这种 IL-1 β 不仅能募集中性粒细胞, 更与尿酸单钠晶体协同作用, 加剧中性粒细胞胞外诱捕网的形成 (痛风性炎症的标志性特征)。其他免疫细胞 (包括 T 细胞、肥大细胞和自然杀伤细胞) 也通过免疫应答失调、IL-1 β 释放及细胞毒性作用参与炎症进程。

因此, 急性痛风发作在病理生理学及临床上与慢性痛风或间歇性痛风阶段有所不同。虽然所有阶段均会出现相同的尿酸升高的潜在代谢异常, 但急性痛风发作的界定在于其突然性发作、剧烈的关节炎及 IL-1 β 介导通路激活, 而慢性或间歇性痛风表现为未伴随急性炎症的持续尿酸盐晶体沉积及长期代谢紊乱。

1.2 急性痛风患者人群和药物市场规模

全球急性痛风患病人数持续攀升, 每年急性痛风患者人数从 2019 年的 35.2 百万例增至 2024 年的 45.4 百万例, 复合年增长率达 5.3%, 预计到 2033 年患者人数预计将达 68.2 百万例, 2024 年至 2033 年的复合年增长率为 4.6%。在中国, 急性痛风患者人数同样快速增长, 从 2019 年的 11.4 百万例增至 2024 年的 19.4 百万例, 复合年增长率高达 11.3%。预计到 2033 年, 中国急性痛风患者人数将进一步上升至 34.6 百万例, 2024 年至 2033 年的复合年增长率为 6.6%。

图 13: 全球及中国急性痛风患者情况 (百万人)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 长城国瑞证券研究所

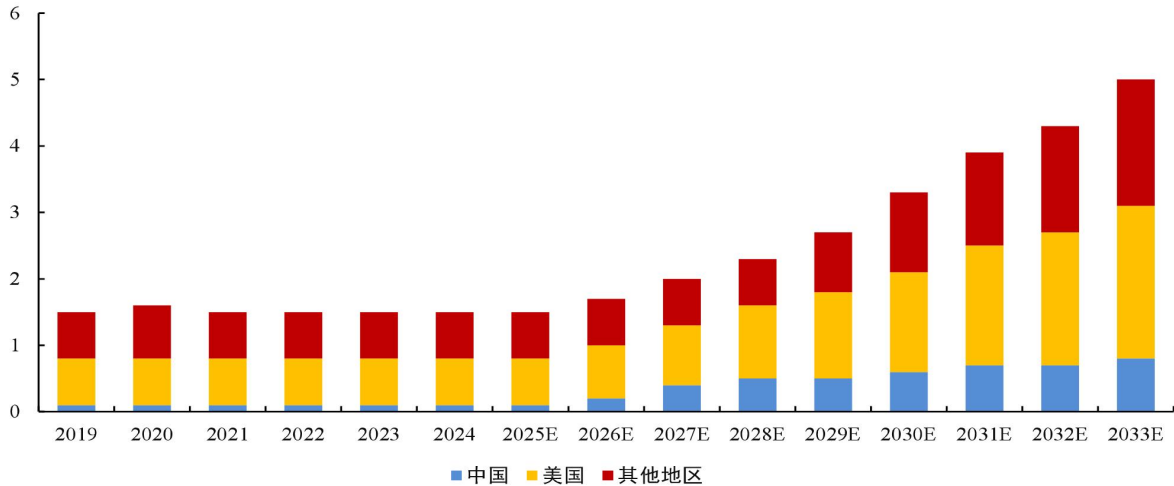
2019 年至 2024 年, 全球急性痛风药物市场轻微下跌, 从 16 亿美元降至 15 亿美元, 主要由于价格上涨导致的销售量下降。但随着新型疗法问世及疾病意识提升, 预计市场将强势反弹, 到 2033 年达 50 亿美元, 2024 年至 2033 年的复合年增长率为 14.3%。

对比之下, 2019 年至 2024 年中国急性痛风药物市场规模保持相对稳定, 但预计将迎来快速增长, 到 2033 年有望突破 8 亿美元, 2024 年至 2033 年的复合年增长率为 27.4%, 反映了诊



断率提升、医疗可及性改善及创新疗法采用增多。

图 14：全球及中国急性痛风药物市场情况（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，长城国瑞证券研究所

1.3 急性痛风的治疗

中国急性痛风的治疗遵循基于病情严重程度及患者个体化因素的规范化方案。一线药物包括秋水仙碱与非甾体抗炎药（「NSAID」）（短期足量使用）。同时推荐环氧化酶-2 抑制剂，如依托考昔（适用于消化道出血风险患者）和塞来昔布（适用于低剂量阿司匹林服用者）。二线方案包含：(i)全身用糖皮质激素—适用于其他治疗不耐受或禁忌者、多关节/大关节（膝/髌等）受累或伴全身症状的痛风发作患者；(ii)关节腔穿刺联合糖皮质激素注射—适用于 1-2 个大关节急性发作患者；及(iii)联合疗法（如秋水仙碱+非甾体抗炎药）—适用于剧痛、多关节、2 个或以上大关节炎患者。难治性或不耐受病例可考虑聚乙二醇尿酸氧化酶、白细胞介素-1（「IL-1」）或肿瘤坏死因子- α （「TNF- α 」）拮抗剂，痛风石压迫神经等并发症则需手术干预。

痛风发作的一级预防药物为低剂量秋水仙碱，需持续用药至少 3 至 6 个月。对秋水仙碱不耐受者，推荐将低剂量非甾体抗炎药作为二级预防用药。此外，对于同时存在秋水仙碱和非甾体抗炎药不耐受或用药禁忌的患者（如慢性肾功能不全等），可采用低剂量糖皮质激素（泼尼松 $\leq 10\text{mg}/\text{天}$ ）进行至少 3 至 6 个月的预防治疗。

在美国，急性痛风的治疗模式强调以患者为中心，治疗方案的选择基于个体临床因素和偏好。一线治疗包括口服秋水仙碱、非甾体抗炎药(NSAID)和糖皮质激素（口服、关节内或肌肉注射）。非甾体抗炎药适用于众多患者，而糖皮质激素（含关节内或注射剂型）则推荐用于无法口服用药的患者。局部冰敷常作为药物治疗的辅助手段。当一线抗炎治疗耐受性差或存在禁忌时，可考虑使用 IL-1 抑制剂或促肾上腺皮质激素等二线方案。此外，为预防未来发作，附条



件建议在急性发作期即开始降尿酸治疗，而非等待症状完全消退，以提升长期疾病控制效果。

尽管中国与美国均采用结构化模式管理急性痛风，主要依赖秋水仙碱、非甾体抗炎药及糖皮质激素治疗，并将生物制剂保留用于难治性病例，但仍存在显著限制。秋水仙碱及非甾体抗炎药虽具疗效，却因胃肠道、肾脏及心血管安全性疑虑而受限，常使老年或综合征患者无法使用。糖皮质激素虽广泛应用，但反复或长期使用可能引发代谢性及全身性副作用的风险。生物药或酵素疗法（例如 IL-1 抑制剂或尿酸氧化酶）仅适用于特定病例，其应用受限于成本、可及性及安全性考量。因此，两国面临相似的挑战：现行针对急性痛风的治疗方案于耐受性、安全性及可及性方面仍存在局限，凸显出亟需更安全且更有效的疗法来满足多元患者群体的需求。

2. SSGJ-613 有望年内获批

SSGJ-613 是一种新型重组抗人 IL-1 β 单克隆抗体，其抗体可变区编码序列为全新设计，与已上市的同靶点药物 Canakinumab、Gevokizumab 的抗原结合表位完全不同，具有差异化的作用机制与完全自主知识产权。鉴于我国庞大的人口规模，以及 IL-1 β 通路在痛风、肿瘤、心血管等多种疾病发生发展中的核心作用，该靶点药物的临床需求持续增长，国内自主研发的新型 IL-1 β 单抗仍存在显著的未被满足的临床治疗需求。

在急性痛风性关节炎受试者中开展的多中心、随机、阳性对照 III 期临床研究结果显示：受试者接受 SSGJ-613 的 200mg 单次给药后，关节疼痛视觉模拟评分（VAS）较基线水平实现快速、显著的下降，针对疼痛缓解的主要疗效终点达到非劣效于阳性对照药物复方倍他米松注射液的预设标准；同时，与阳性对照组相比，SSGJ-613 200mg 单次给药可显著降低受试者 12 周内痛风性关节炎首次急性发作的风险，显著延长 12 周内首次急性发作的中位时间（613 组中位时间未达到，对照组为 57 天）。疼痛改善相关、痛风急性发作相关的次要疗效终点结果，均与主要疗效终点的获益趋势保持一致。安全性方面，613 在试验中展现出良好的安全性与耐受性，未发生非预期的药物相关不良事件。

2025 年公司已完成 SSGJ-613 在急性痛风性关节炎适应症 III 期临床研究并提交新药上市许可申请（NDA），2026 年计划针对痛风性关节炎间歇期适应症，与国家药监局药品审评中心（CDE）开展关键 III 期临床研究的沟通交流。

目前，在治疗急性痛风的生物药领域，我国仅有长春金赛药业的伏欣奇拜单抗获批上市（粉剂 2025 年 6 月上市，注射剂 2026 年 4 月上市），公司的 SSGJ-613 有望作为第二款国产 IL-1 β 抗体药物在年内获批上市。



五、SSGJ-610 有望率先实现国产突破

1. 高疾病负担催生 SEA 靶向治疗广阔蓝海

哮喘作为一种常见的慢性气道炎症性疾病，在我国呈现出“高患病率、低诊断率、低控制率”的态势。据《柳叶刀》发布的中国成人肺部健康研究及最新统计显示，我国 20 岁及以上人群哮喘患病率为 4.2%，患者总数约达 4570 万。

哮喘是一种高度异质性的疾病，其分类逻辑正经历从“症状导向”向“机制导向”的深刻变革。传统临床表型（如过敏性、非过敏性、肥胖相关性、晚发型等）主要基于人口学特征和诱发因素，虽有助于初步评估，但难以揭示底层病理机制。现代呼吸病学引入了“内型（Endotype）”概念，将哮喘核心划分为 2 型炎症（T2-high）与非 2 型炎症（T2-low）。其中，2 型炎症以 Th2 细胞和 2 型固有淋巴细胞（ILC2）释放的 IL-4、IL-5、IL-13 等细胞因子高表达为特征，表现为外周血或痰液中嗜酸粒细胞（EOS）显著升高。这一基于分子机制的分类，直接为重度哮喘的精准靶向治疗奠定了病理学基础。

重度嗜酸粒细胞性哮喘（SEA）患者通常表现为气道炎症顽固、症状控制极差，且往往对传统的糖皮质激素治疗不敏感。由于频繁的急性发作和长期的口服激素依赖，SEA 患者的肺功能下降速度更快，生活质量受到严重破坏。我国重度嗜酸粒细胞性哮喘（SEA）仅占整体哮喘不足 5%，虽然人群有限，但疾病负担重。

重度嗜酸粒细胞性哮喘（SEA）的常规治疗路径遵循“基础治疗优化、生物制剂精准叠加、口服激素安全减停”的阶梯式管理逻辑。在启动任何进阶治疗前，临床首先要求全面评估并优化患者的基础背景治疗。这通常意味着患者需要规范、足量地使用高剂量吸入性糖皮质激素（ICS）联合长效 $\beta 2$ 受体激动剂（LABA），必要时可进一步联合长效抗胆碱能药物（LAMA）形成三联疗法。然而，由于 SEA 患者气道内存在大量嗜酸粒细胞浸润，单纯依赖传统吸入激素往往面临“激素抵抗”的瓶颈，难以实现疾病的长期稳定控制，这就构成了向下一阶段治疗升级的临床前提。

当基础吸入治疗无法有效控制症状或频繁发生急性发作时，治疗路径的核心便转向精准靶向干预。根据国内外最新指南，对于外周血嗜酸粒细胞（EOS）计数达到特定阈值（如 $\geq 150/\mu\text{L}$ 或 $\geq 300/\mu\text{L}$ ）的重度患者，首选加用抗 IL-5 或抗 IL-5R α 生物制剂（如本瑞利珠单抗、美泊利珠单抗等）。这类药物能够直接靶向结合嗜酸粒细胞或其受体，通过诱导细胞凋亡从源头上阻断 2 型炎症通路，从而显著降低年急性发作率并改善肺功能。此外，对于合并特应性皮炎



或鼻息肉等复杂 2 型炎症特征的患者，抗 IL-4R α 单抗（如度普利尤单抗）也是重要的靶向选择。这种基于生物标志物的精准用药，彻底改变了以往“广谱覆盖”的粗放模式。在引入生物制剂的同时，治疗路径的另一个关键闭环是口服糖皮质激素（OCS）的安全减停管理。许多重度 SEA 患者由于长期依赖口服激素维持基本呼吸功能，面临着骨质疏松、代谢紊乱等严重的全身性毒副作用。在启动生物靶向治疗后，医生会制定个性化的激素减量算法，在严密监测病情的前提下，逐步、缓慢地下调 OCS 剂量，直至患者能够完全停用口服激素。

2. 国产进度最快 IL-5 药物，有望明年提交 NDA

SSGJ-610 是公司自主研发的基于重度嗜酸性粒细胞性哮喘成熟靶点 IL-5 的一款抗体药物，针对 18 岁及以上重度嗜酸性粒细胞哮喘维持治疗的附加治疗，具有全新的抗体可变区序列，目前尚无相同靶点国产抗体药物在国内上市。

体外细胞实验及动物模型研究表明，610 的药效活性与海外已上市同靶点药物葛兰素史克的美泊利珠单抗（Nucala®）、梯瓦制药的瑞利珠单抗（Cinqaero®）水平相当，且对心血管、神经、呼吸系统均无明显不良影响，系统安全性突出。

临床阶段数据进一步验证产品优势：该药物半衰期较长，人体安全性与耐受性表现优异。已完成的重度嗜酸性粒细胞哮喘 II 期临床试验显示，100mg、300mg 每 4 周给药两个剂量组，在肺功能改善上均显著优于安慰剂组；对比同靶点竞品，本品在提升第一秒用力呼气容积（FEV1）指标上展现出更优的应答趋势，其余疗效指标改善效果同样显著，全程未出现明显安全风险。

公司 SSGJ-610 生产工艺成熟稳定，产品质量与制剂稳定性表现优异；多项毒理学试验结果显示，该药物无明显毒性反应，整体安全特征良好。除核心适应症重度嗜酸性粒细胞哮喘外，药物还具备拓展潜力，未来可开发高嗜酸性粒细胞增多综合征、变应性肉芽肿性血管炎、嗜酸性食管炎等适应症，进一步拓宽患者覆盖范围。

公司现阶段临床推进规划清晰，计划于今年完成成人及青少年重度嗜酸性粒细胞哮喘适应症的 III 期临床全部受试者入组，并同步开展成人患者延长给药间隔方案的 II 期临床数据收集工作。

目前，针对 SEA 适应症，我国 IL-5 靶点已上市的药物有 3 款且均为进口，在研临床二期中项目有 4 款。公司 SSGJ-610 的 SEA 适应症已推进至临床三期，有望明年提交 NDA，成为该靶点首款国产抗体药物。



表 4：我国 IL-5 靶点药物在 SEA 适应症的进展情况

药物名称	所属企业	靶点	所处阶段
美泊利珠单抗	GSK	IL-5	已上市
德莫奇单抗	GSK	IL-5	已上市
本瑞利珠单抗	阿斯利康	IL-5R α	已上市
SSGJ-610	三生国健	IL-5	临床三期
SHR-1703	恒瑞医药	IL-5	临床三期
RC1416	南京融捷康生物	IL-4R α ; IL-5	临床二期
BBT002	杉竹曜(北京)生物医药	IL-4R α ; IL-5	临床二期

资料来源：医药魔方，长城国瑞证券研究所

六、BD 实现历史性突破，辉瑞加速推进 SSGJ-707 全球化临床

2025 年，公司联合三生制药、沈阳三生与全球头部药企辉瑞达成 SSGJ-707（PD-1/VEGF 双特异性抗体）海外权益合作，本次合作创下国产创新药首付款最高纪录，充分验证了公司顶尖的自主研发能力与全球市场竞争力。本次合作交易规模亮眼，整体潜在总交易金额超 60 亿美元，核心包含 12.5 亿美元首付款、最高 48 亿美元的各类临床及商业化里程碑款项，同时叠加海外销售梯度特许权使用费，辉瑞另配套 1 亿美元战略投资深化合作。根据三方协议约定，本次合作全部相关款项由三生国健与沈阳三生按比例分配，其中三生国健占比 30%、沈阳三生占比 70%。截至 2025 年末，三生国健已收到 707 项目首付款并确认收入约 28 亿元，大幅增厚公司当期业绩、充实经营性现金流。权益划分方面，辉瑞获得该产品除中国大陆以外的全球独家开发与商业化权益，同时持有 2027 年底前行使中国大陆商业化权益的期权，三生国健现阶段保留国内市场核心权益。依托本次成功的出海合作，公司未来将持续以 License-out 模式推动新管线、新产品国际化布局，以此对冲国内创新药赛道内卷压力，持续补充研发现金流，优化企业经营模式，打开长期增长空间。

研发推进层面，协议生效后，辉瑞全面承接 SSGJ-707（内部代号 PF-08634404）全球临床开发工作，并将其定位为肿瘤板块重点布局的新一代 PD-1/VEGF 双抗基石产品。根据辉瑞 2025 年 11 月 SITC 投资者专项研发 PPT 披露，公司已快速完成全球化临床体系搭建，累计完成多项海外 IND 申报，布局覆盖 25 余个国家、500 余家全球临床中心。目前项目并行推进五项全球 III 期关键临床试验，核心聚焦一线非小细胞肺癌、转移性结直肠癌等大实体瘤适应症，同时拓



展妇科肿瘤、胃食管肿瘤等多瘤种布局。整体临床开发节奏显著提速，通过多适应症、多中心同步推进的策略快速验证产品广谱抗肿瘤价值，并规划后续多项创新联合用药方案，持续拓宽产品商业化潜力与长期成长空间。截至目前，辉瑞尚未行使中国大陆市场商业化期权，国内市场权益仍由公司完整保留。



七、风险提示

医保降价/药品集中招标采购风险。近年来，国家持续推进医药价格治理体系改革，以药品价格合理回归为导向，通过医保谈判、集中带量采购等政策工具压降药价，在切实提升药品可及性、保障民生健康福祉的同时，也使各类药品相关企业普遍面临盈利空间压缩的潜在挑战。

新药研发及商业化过程漫长且成本高昂风险。新药的研发和商业化过程是一项充满挑战和不确定性的长期任务，其特点是时间跨度大和成本高昂。若后续研发项目进展不及预期或商业化阶段受阻，都将直接影响公司的业绩表现。

研发人员流失风险。研发人员是创新药企业的核心资产，是推动创新药研发不可或缺的动力源泉。若关键研发人员离职，将可能影响公司在研项目进度，导致团队稳定性下降。同时，研发人员在公司中往往接触到大量核心技术和商业机密，离职和跳槽行为存在将这些关键信息带至其他企业的可能，这是公司知识产权的侵害，并增加公司在市场竞争中的不稳定性。

辉瑞里程碑付款确认节奏及退回风险。辉瑞的里程碑付款确认节奏存在较大不确定性。首先，该笔高达 48 亿美元的潜在里程碑付款高度绑定后续临床推进、监管审批及商业化节点，若后续临床试验终止或双方合作条款发生调整，可能触发退回条款或导致付款延期甚至取消。其次，协议中涉及辉瑞在 2027 年底前行权中国大陆权益的期权条款，一旦辉瑞行使该期权，可能引发合作模式的重大变更，进而对现有里程碑的兑现路径及公司整体权益带来潜在风险。



八、盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2025	2026E	2027E	2028E	利润表	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	193.27	854.49	1,571.11	2,234.97	营业收入	4,199.12	1,763.07	2,041.0	2,465.13
应收账款	150.07	290.69	219.55	396.73	营业成本	332.95	314.21	327.71	395.79
预付账款	38.46	31.36	41.46	46.49	营业税金及附加	11.69	12.34	14.29	17.26
存货	260.55	202.00	280.43	302.22	销售费用	198.74	299.72	346.97	493.03
其他	5,586.92	5,360.33	5,359.61	5,362.68	管理费用	100.97	114.60	126.54	142.98
流动资产合计	6,229.27	6,738.88	7,472.17	8,343.09	研发费用	434.95	528.92	571.48	616.28
长期股权投资	86.84	353.59	353.59	353.59	财务费用	-42.67	-52.89	-61.23	-73.95
固定资产	989.60	982.23	954.58	907.92	资产减值损失	0.49	0.00	0.00	0.00
在建工程	544.11	489.70	440.73	396.65	公允价值变动收益	50.55	20.00	20.00	20.00
无形资产	550.69	611.18	669.20	724.74	投资净收益	76.36	100.00	100.00	100.00
其他	556.87	281.89	281.89	281.89	其他收益	37.59	35.00	35.00	35.00
非流动资产合计	2,728.10	2,718.59	2,699.98	2,664.79	营业利润	3,326.64	701.37	870.43	1,028.95
资产总计	8,957.37	9,457.46	10,172.15	11,007.88	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	8.11	10.00	10.00	10.00
应付账款	188.90	165.73	204.14	242.56	利润总额	3,318.54	691.37	860.43	1,018.95
其他	258.13	214.67	220.07	222.92	所得税	426.68	88.89	110.63	131.01
流动负债合计	447.02	380.40	424.21	465.48	净利润	2,891.86	602.48	749.80	887.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-7.45	-1.57	-1.95	-2.31
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,899.30	604.04	751.75	890.25
其他	95.60	95.60	95.60	95.60	主要财务比率	2025	2026E	2027E	2028E
非流动负债合计	95.60	95.60	95.60	95.60	成长能力				
负债合计	542.62	476.00	519.81	561.08	营业收入	251.81%	-58.01%	15.76%	20.78%
少数股东权益	-38.21	-39.78	-41.73	-44.04	营业利润	357.89%	-78.92%	24.10%	18.21%
股本	616.79	618.09	618.09	618.09	归属于母公司净利润	311.49%	-79.17%	24.45%	18.42%
资本公积	2,386.32	2,400.40	2,400.40	2,400.40	获利能力				
留存收益	5,462.14	6,002.76	6,675.58	7,472.36	毛利率	92.07%	82.18%	83.94%	83.94%
其他综合收益	-12.28	0.00	0.00	0.00	净利率	69.05%	34.26%	36.83%	36.11%
股东权益合计	8,414.75	8,981.47	9,652.34	10,446.80	ROE	34.30%	6.70%	7.75%	8.49%
负债和股东权益总计	8,957.37	9,457.46	10,172.15	11,007.88	ROIC	98.71%	10.06%	12.24%	14.57%
现金流量表	2025	2026E	2027E	2028E	偿债能力				
经营活动现金流	3,043.45	461.74	784.33	733.38	资产负债率	6.06%	5.03%	5.11%	5.10%
资本支出	280.59	130.00	130.00	130.00	流动比率	13.94	17.72	17.61	17.92
长期投资	48.17	266.75	0.00	0.00	速动比率	13.35	17.18	16.95	17.27
其他	-3,492.34	-215.90	-180.00	-180.00	营运能力				
投资活动现金流	-3,163.58	180.85	-50.00	-50.00	应收账款周转率	28.66	8.00	8.00	8.00
债权融资	0.00	1.50	1.50	1.50	存货周转率	17.13	7.62	8.46	8.46
股权融资	104.56	80.55	61.23	73.95	总资产周转率	0.56	0.19	0.21	0.23
其他	-215.63	-63.42	-80.43	-94.98	每股指标（元）	2025	2026E	2027E	2028E
筹资活动现金流	-111.07	18.63	-17.70	-19.52	每股收益	4.69	0.98	1.22	1.44
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	4.92	0.75	1.27	1.19
现金净增加额	-231.20	661.22	716.62	663.86	每股净资产	13.68	14.6	15.6	16.97

资料来源：Wind，长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告的风险等级定级为 R3, 仅供符合长城国瑞证券有限公司投资者适当性管理要求的客户(简称“客户”)使用。我公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。