

评级变动报告

信立泰 002294.SZ



鉴于近期核心创新管线JK07的II期临床主要终点（LVEF）未达统计学显著性，我们下调了其销售峰值与渗透率假设，导致本期DDM与动态估值较上期下调。核心原因如下：

JK07临床数据低于预期，短期估值权重承压：2026年5月II期数据显示LVEF未达统计学显著性，削弱了“心肌修复”类重磅炸弹的确定性，导致销售峰值预期与商业化节奏下调。

存量业务与创新梯队仍提供支撑：公司仿制药集采风险逐步出清，创新药“信立坦”与S086持续放量，心血管龙头地位稳固。除JK07外，JK06等潜力管线仍在推进，创新转型的长期逻辑并未逆转。

综合评估，当前公司估值中枢较上期下调，但基本面仍具韧性。短期JK07数据miss压制估值，但公司存量业务稳健、心血管领域优势突出，且创新管线梯队仍具看点。建议关注JK07后续数据读出及JK06等管线的临床进展。

公司基本信息



信立泰1998年成立，是我国心血管领域老牌药企，2000年率先推出抗血栓药“泰嘉”，销售峰值一度超过30亿元。2013年首个创新药“信立坦”上市，在2017年纳入医保后实现放量。2025年则迎来降压重磅新品S086。其在研管线中，JK07剑指百亿心衰市场，备受市场关注。

公司深度评级

所属行业	医疗健康	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	418.52亿(较上期-7.96%)
当前股价	31.35元	盈利趋势	★★★★☆	状态	合理估值(上行空间+20%)
总市值	349.49亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	51.67	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	395.02亿(较上期-16.29%)
PB-MRQ	3.82			状态	合理估值(上行空间+13%)

公司盈利预测

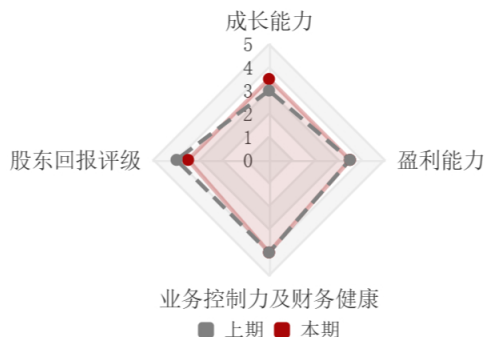
信立泰	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	33.7	40.1	43.5	51.2	65.2	76.5	84.6	98.2
归母净利润(亿)	5.8	6.0	6.5	7.8	11.6	15.3	19.9	25.5
归母净利润增速(%)	-9.0	3.7	8.4	20.4	48.3	31.4	30.4	28.0
经营性净利润(亿)	5.3	5.5	5.7	7.1	10.9	14.5	19.2	24.8
经营性净利润增速(%)	0.0	3.6	4.6	24.4	53.3	33.3	32.0	29.2
经营性归母净利润(亿)	5.3	5.4	5.7	7.1	10.9	14.5	19.2	24.7
经营性归母净利润增速(%)	-0.5	3.1	5.0	23.9	53.6	33.6	32.0	29.2

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力提升0.5星级：上期星级3.0星，本期星级3.5星。

公司持续践行创新转型，拉动2025年营收和业绩增长提速，成长能力评级有所提升。

股东回报评级下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

2025年公司实际ROE有所下降，与核心产品之一的信立坦医保谈价价格降幅较大有关，此外经营性资产周转天数有所延长，造成评级小幅下滑。公司重视股东权益，虽然面临业绩波动，但仍以较高的股东分红率维护股东权益。

估值评级

DDM估值下降-7.96%：上期 454.71亿，本期 418.52亿。**动态估值下降-16.29%：**上期 471.90亿，本期 395.02亿。

本期DDM和动态估值下调，主要原因是核心创新管线JK07的临床进展不及预期。2026年5月披露的II期临床数据显示，其主要终点（左心室射血分数LVEF）未达到统计学显著性。这一结果削弱了该药物作为“心肌修复”类重磅炸弹的确定性，导致后续商业化潜力的下降。因此，我们下调了JK07未来的销售峰值预期与渗透率假设，进而调低了公司远期的盈利预测与估值水平。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司当前核心业务包括制剂和医疗器械，我们分业务进行盈利预测并估值，核心假设及逻辑如下：

制剂：

收入假设（除JK07外）：

1) 经测算仿制药显性期收入CAGR为-9%，进入半显性期后转正为2%，主要系显性期内出清集采续标风险。我们假设显性期内已续标品种量稳价稳，而待续标品种销量下降至80%、价格降幅50%（参考信立泰续标平均降幅）。

2) 经测算创新药（除JK07外）显性期收入CAGR为40%，半显性期收入CAGR为3%，主要系显性期内大单品陆续获批推动收高增长。我们分管线分别测算销售峰值， $\text{销售额} = \text{患病人数} \times \text{治疗率} \times \text{该类药物渗透率} \times \text{人均治疗费用} \times \text{信立泰市占率} \times \text{调整风险系数}$ ，测算管线主要包括信立坦、S086等系列降压药、恩那度司他等慢病药物，市占率假设主要参考上市位次、差异化程度、品牌力等。

盈利能力假设（除JK07外）：

- 1) 我们假设仿制药毛利率两年下降至60%，后稳定。我们将仿制药分为集采前、集采后、集采续标后三大类，分别假设毛利率为80-85%、65-70%、60%，根据收入占比测算得到整体毛利率。
- 2) 我们假设创新药（除JK07外）毛利率显性期内缓慢下行（年均下降0.5个pct），进入半显性期后逐步稳定在89%左右，主要考虑医保谈判定价限制和上市后的降价趋势。并假设研发费用率和销售费用率显性期内保持高位，半显性期随收入规模大幅增长而摊薄下降，主要考虑显性期内需保持研发和销售高投入以筑高专利和渠道护城河。

JK07：

收入假设：

经测算显性期内JK07收入CAGR超100%，2034年达到销售峰值15亿元（调整风险后），测算逻辑： $\text{销售额} = \text{全$ 心衰患者人数 $\times$ 治疗率 $\times$ NRG1类药物渗透率 $\times$ 信立泰市占率 $\times$ 年治疗费用 $\times$ 风险系数。我们假设治疗率预计在我国心衰中心建设不断完善下保持增长，NRG1渗透率预计上市六年即达到40%左右（基于其“颠覆性心肌修复”的核心叙事现在不确定性较大），信立泰市占率在上市前两年保持100%，后随同类药物上市竞争有一定下降但仍保持先发优势，费用参考诺欣妥价格曲线，风险系数考虑II期临床成功率。

盈利能力假设：

- 1) 我们假设毛利率显性期超过93%，远期下降至90%以下，主要考虑在医保降价后有一定下行空间。
- 2) 我们假设销售费用率显性期超过50%，远期下降至15%，主要考虑前期市场推广需要，后随收入规模增长和临床地位确立快速下降。

医疗器械：

收入假设：

经测算医疗器械显性期收入CAGR为10%，测算逻辑： $\text{销售额} = \text{患者人数} \times \text{狭窄类神经介入手术渗透率} \times \text{支架类渗透率} \times \text{载药渗透率} \times \text{信立泰市占率} \times \text{价格}$ 。我们假设手术渗透率预计将在更多临床证据支持下持续上行，载药支架和载药球囊将成为主要手术器械（平分份额），信立泰市占率将在参与厂家增多后下行但仍保持优势，价格参考球囊类价格曲线。

盈利假设：

- 1) 我们假设毛利率显性期末下降至74%，半显性期稳定，主要考虑未来竞争厂家增多推动集采进一步降价超过40%，降幅参考竞争已较为充分的球囊集采。
- 2) 我们假设研发费用率和销售费用率显性期内下行，主要考虑公司集中开发核心单品。

公司整体业绩预测

信立泰	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	33.7	40.1	43.5	51.2	65.2	76.5	84.6	98.2
归母净利润(亿)	5.8	6.0	6.5	7.8	11.6	15.3	19.9	25.5
归母净利润增速(%)	-9.0	3.7	8.4	20.4	48.3	31.4	30.4	28.0
经营性净利润(亿)	5.3	5.5	5.7	7.1	10.9	14.5	19.2	24.8
经营性净利润增速(%)	0.0	3.6	4.6	24.4	53.3	33.3	32.0	29.2
经营性归母净利润(亿)	5.3	5.4	5.7	7.1	10.9	14.5	19.2	24.7
经营性归母净利润增速(%)	-0.5	3.1	5.0	23.9	53.6	33.6	32.0	29.2

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

制剂	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	26.5	31.9	34.2	41.1	54.1	67.1	74.3	87.1
收入增速(%)	-9.6	20.4	7.0	20.3	31.7	24.0	10.8	17.2
经营性净利润(亿)	5.7	4.9	4.8	6.2	9.9	13.7	18.2	23.6
经营性净利率(%)	21.7	15.3	14.1	15.1	18.4	20.5	24.5	27.1
经营性净利润增速(%)	5.6	-14.9	-1.6	29.2	59.9	38.1	32.7	29.8
医疗器械	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	2.2	3.1	3.8	4.5	5.3	3.4	4.3	5.0
收入增速(%)	114.6	41.7	24.9	17.1	19.3	-35.5	23.9	16.5
经营性净利润(亿)	0.1	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4	0.6
经营性净利率(%)	4.3	14.1	15.3	9.4	8.4	8.2	10.4	12.3
经营性净利润增速(%)	209.8	361.1	35.5	-28.3	7.2	-37.0	56.9	37.1
原料药及其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	5.0	5.2	5.6	5.7	5.8	5.9	6.0	6.1
收入增速(%)	11.3	3.1	7.8	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	-0.6	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
经营性净利率(%)	-11.3	2.8	5.8	8.4	8.9	8.9	9.0	9.1
经营性净利润增速(%)	-571.8	125.9	119.2	48.5	7.9	2.7	2.7	2.8

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
制剂	2.6%	中低	较好	强	7.8%	15.78	31.1
医疗器械	6.8%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	1.4
原料药及其他	2.0%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	0.6
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
制剂(亿)	116.4	250.5	366.8	6.0	—	—	372.8
医疗器械(亿)	3.9	11.5	15.4	0.7	1.8	—	14.2
原料药及其他(亿)	1.4	5.6	7.0	1.0	—	—	8.0
公司整体测算(亿)	121.6	267.6	389.2	7.6	1.8	—	395.0

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
制剂(亿)	180.5	208.9	389.4	6.0	—	—	395.4
医疗器械(亿)	8.0	11.3	19.2	0.7	2.3	—	17.6
原料药及其他(亿)	3.1	1.5	4.6	1.0	—	—	5.5
公司整体测算(亿)	191.5	221.7	413.2	7.6	2.3	—	418.5

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

信立泰估值确定性中等。公司创新药种类增多，院内院外均有销售，渠道分散，销售额等核心数据公司披露较少、可跟踪性差。此外JK07尚处临床II期，最终临床数据不确定性较大，心衰药物的临床终点(如心血管死亡、心衰恶化住院率)验证难度高，临床开发具有较大的不确定性，因此估值确定性中等。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。