

联环药业投资分析

日期:2026/5/25 股票: 600513

核心摘要

业绩与财务风险

2025年业绩大幅下滑，归母净利润由盈转亏，资产负债率显著高于行业平均，财务风险加剧。

估值与市场情绪

当前估值偏高，缺乏业绩支撑，市盈率(TTM)为负值，市场情绪整体偏悲观。

未来关键看点

长期投资价值取决于创新药LH-1801片的商业化成功与否，以及业务结构调整能否有效提升盈利能力。

一、公司概况分析

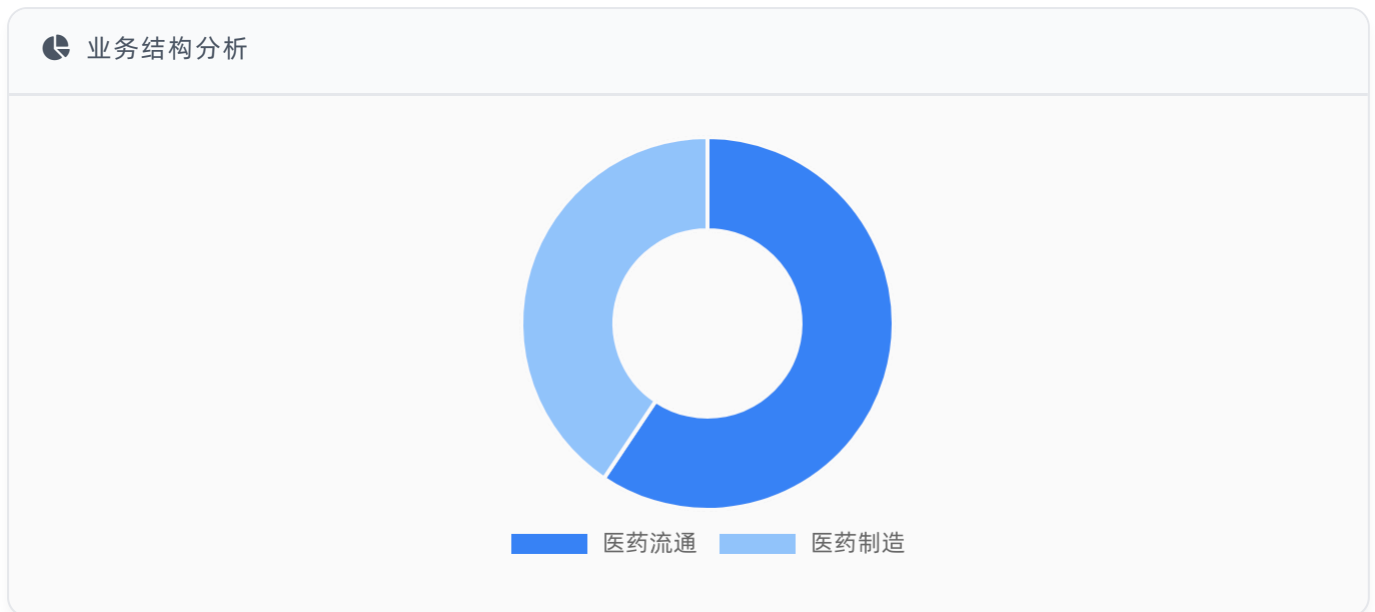
1.1 业务模式与核心竞争力

江苏联环药业股份有限公司(600513)成立于2000年2月，2003年3月在上海证券交易所上市，是一家集研发、生产、销售为一体的国家高新技术企业。公司业务涵盖医药制造和医药流通两大领域，形成"双轮驱动"的发展模式：

- 医药制造：**核心产品包括泌尿系统药(爱普列特片、他达拉非片)、抗组胺药(依巴斯汀片)、心血管药(非洛地平片)等，拥有9个独家产品和2类新药，研发投入占比约12.8%(2024年研发费用2.77亿元/营收21.6亿元)，技术壁垒主要体现在专利药物和FDA认证(2024年新厂区通过检查)。
- 医药流通：**通过收购龙一医药和亚中制药，构建覆盖川渝、辐射云贵藏的医药流通网络，与长三角总部形成"双核驱动"。流通业务占比高，2025年医药流通营收占比59.09%，医药制造占40.4%。

公司核心竞争力体现在：拥有国家1类新药爱普列特片(泌尿系统疾病)等独家产品，在西南医药流通领域具备区域优势，以及原料药出口能力(FDA认证)。但医药制造毛利率从2024年的82.66%骤降至

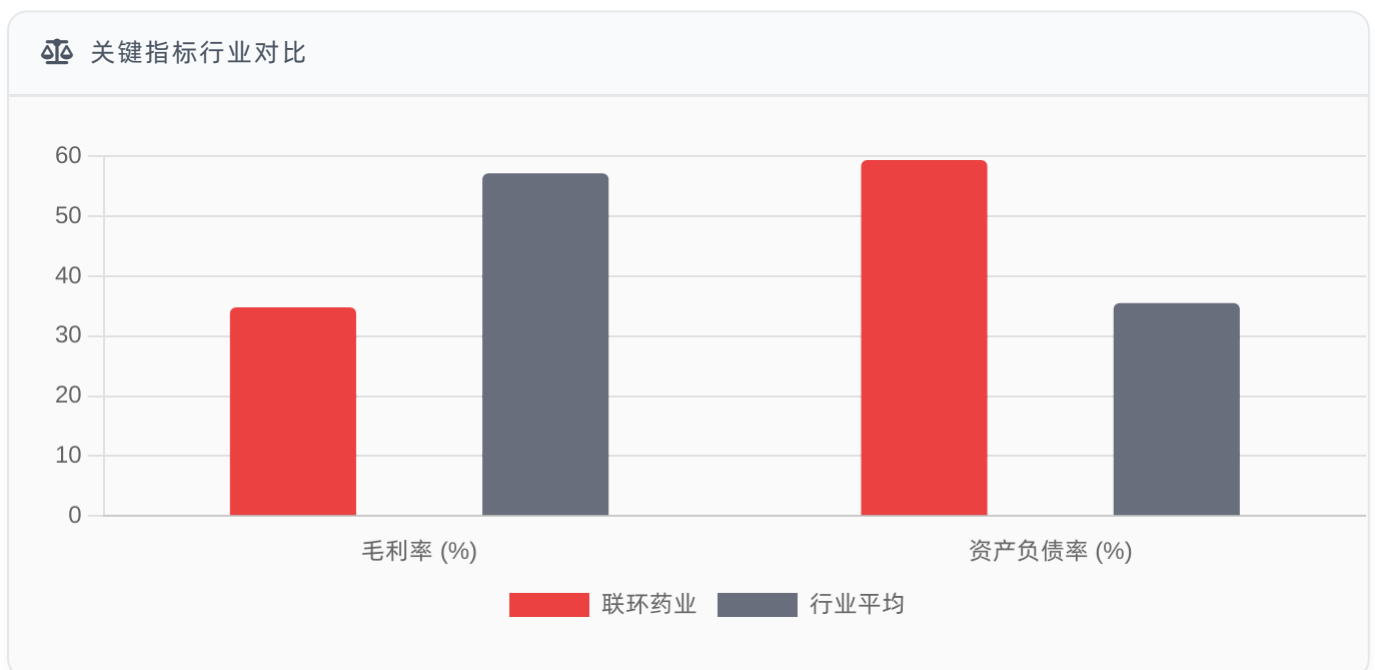
2025年的59.01%，下降幅度达23.65个百分点，显示业务结构面临重大挑战。



1.2 市值与行业地位

截至2026年5月22日，联环药业总市值约54.98亿元，流通市值54.98亿元，总股本2.85亿股。市盈率动态为213.93倍，市净率为4.30倍，显著高于行业平均水平。

在行业地位方面，联环药业在化学制剂行业中营收规模排名34位(2025年营收27.12亿元)，但净利润表现较差，排名78位，远低于行业龙头恒瑞医药(77.17亿元)和复星医药(42.48亿元)。公司**毛利率(34.80%)**低于行业平均水平(**57.18%**)，**资产负债率(59.39%)**显著高于行业平均(**35.54%**)，反映出盈利能力较弱且财务风险较高的特点。



1.3 护城河分析

联环药业的护城河主要体现在以下几个方面：

- 独家产品优势：**拥有爱普列特片等9个独家产品，在良性前列腺增生用药市场占有率接近20%，且未进入集采，价格相对稳定。
- 研发创新实力：**2025年研发投入3.26亿元，创历史新高，获得23个生产批件和2个临床批件，拥有专利授权28项(其中发明专利11项)。公司创新药LH-1801片已完成Ⅲ期临床试验，有望成为国内首个与达格列净开展头对头研究的SGLT-2抑制剂。
- 渠道整合优势：**通过收购龙一医药和亚中制药，构建覆盖川渝、辐射云贵藏的医药流通网络，形成与长三角总部的"双核驱动"，提升区域市场掌控力。
- 出口能力：**公司产品出口至北美、东欧、东南亚等地区，2024年7月通过美国FDA对新厂区原料药GMP管理体系的现场检查，为国际化发展奠定基础。

然而，这些护城河也面临挑战：**反垄断罚款6100万元(占2024年净利润的72.53%)**对短期业绩造成重大冲击；集采政策持续挤压药品价格空间，影响盈利能力；存货周转天数从2024年的95.22天增加至2025年的106.15天，存货管理效率下降。

⚠️ 关键风险事件

公司因违反《反垄断法》被罚没6100万元，该金额占2024年净利润的72.53%，对短期业绩造成重大冲击。

1.4 业务结构与战略方向

公司业务结构中，医药流通业务占比最高(59.09%)，医药制造业务占比40.4%。医药流通业务主要通过子公司联环营销、南京医疗、联环智慧等与江苏省内外公立医院、民营医院、基层医疗卫生机构建立长期合作。医药制造业务则聚焦创新药研发，布局心血管、泌尿系统、抗肿瘤药和呼吸系统等治疗领域，目前有6个创新药在研，其中1个进入Ⅲ期，2个进行I期临床试验，3个处于临床前研究。

公司战略方向包括：

- 创新驱动：**加大创新药研发投入，聚焦代谢、呼吸、肿瘤等新治疗领域
- 区域整合：**深化西南市场布局，构建以川渝为核心、辐射云贵藏的医药流通网络
- 国际化发展：**拓展原料药出口市场，推进产品在欧美等国际市场的注册认证
- 渠道优化：**实施"五轮驱动三线出击"营销战略，通过专业推广部、销售招商部、销售电商部、销售OTC部、销售进出口部等多渠道拓展市场

2025年公司完成对常乐制药和龙一医药的收购，从战略协同、布局优化、市场开拓、降本增效等方面进一步做大医药制造板块，提升西南区域市场掌控力。但这也导致公司毛利率大幅下滑，财务杠杆率提高。

三 发展路径

- 过去** 以医药制造为核心，拥有爱普列特片等独家产品，逐步建立品牌优势。
- 现在** 完成对常乐制药和龙一医药的收购，构建“双核驱动”的业务结构，但面临毛利率下滑和财务风险加剧的挑战。
- 未来** 聚焦创新驱动和渠道优化，期望通过创新药商业化和业务结构调整实现业绩拐点。

二、财务数据分析

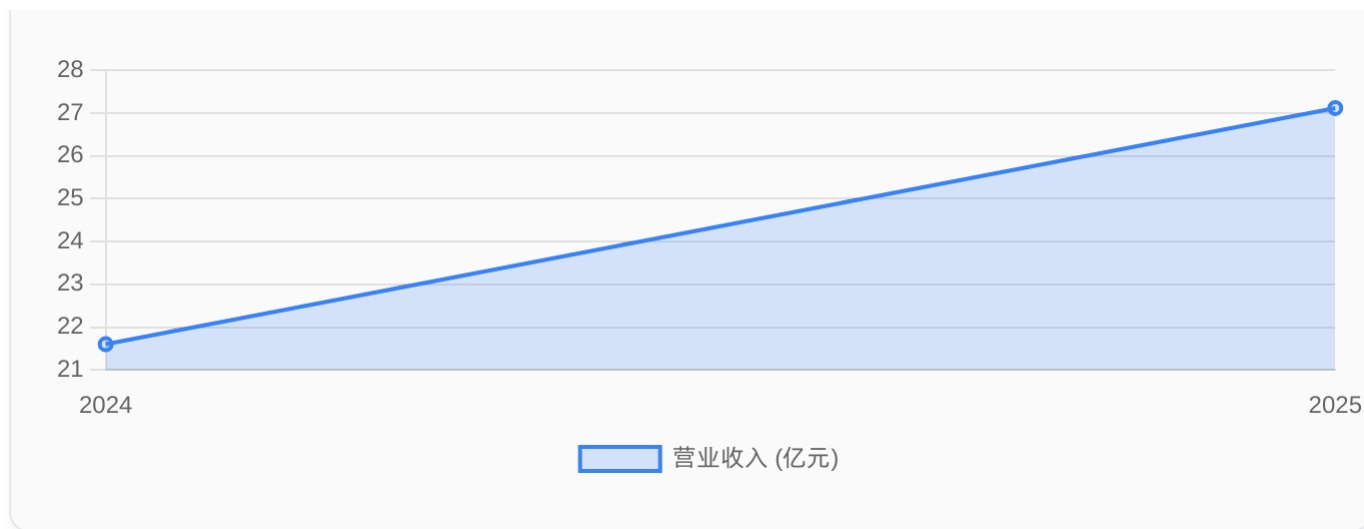
2.1 营收趋势与结构

联环药业2024-2025年营收增长情况如下：

年份	营业收入(亿元)	同比增长	医药制造营收(亿元)	医药流通营收(亿元)
2024	21.60	-0.63%	8.72	12.82
2025	27.12	+25.52%	10.96	16.02
2026年Q1	8.11	+29.14%	-	-

从数据可以看出，公司2025年营收实现显著增长，主要源于对常乐制药和龙一医药的并购，医药流通业务成为营收增长的主要驱动力。然而，医药制造业务的毛利率从2024年的82.66%大幅下滑至2025年的59.01%，降幅达23.65个百分点，医药流通业务的毛利率也从26.90%下降至17.87%，表明公司业务结构面临重大调整压力。

营收增长趋势



2.2 利润与盈利能力

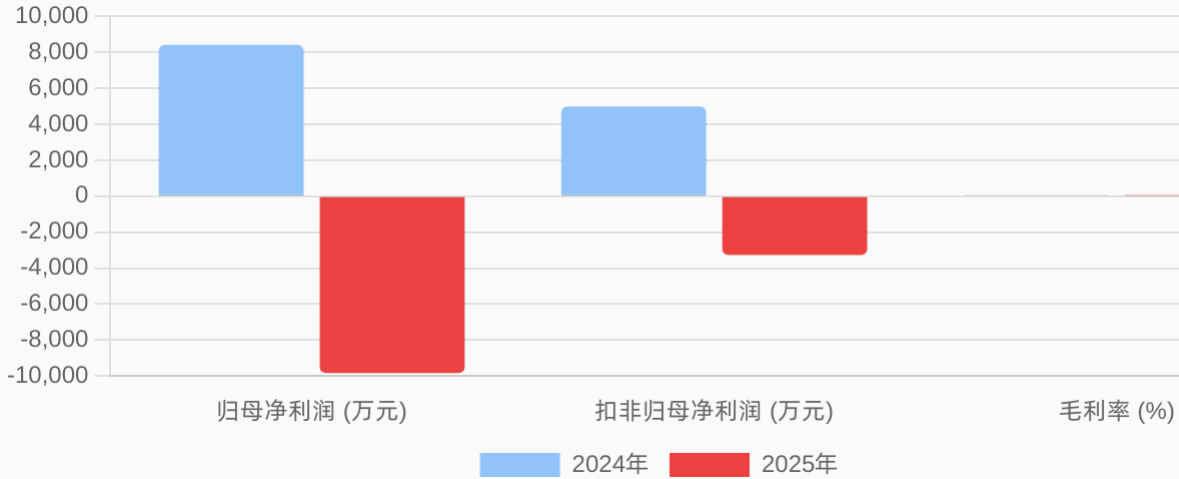
公司2024-2025年利润表现如下：

指标	2025年(万元)	2024年(万元)	变动幅度	主要原因
营业总收入	271,179.92	215,980.00	+25.52%	并购常乐制药、龙一医药
归母净利润	-9,833.24	8,415.99	-216.84%	集采降价、反垄断罚款
扣非归母净利润	-3,275.42	4,986.80	-165.68%	新收购子公司毛利率低、集采降价
经营活动现金流净额	-1,447.01	1,076.58	-234.41%	资金回笼不及预期、研发投入增加
毛利率	34.80%	49.41%	-14.61个百分点	并购低毛利子公司、集采降价
净利率	-3.10%	4.82%	-7.92个百分点	非经常性处罚支出、成本上升

2025年公司业绩大幅下滑，归母净利润由盈转亏，同比下降216.84%，主要受两方面因素影响：一是并购常乐制药和龙一医药导致营业总成本上涨32.27%，远高于营收增速25.52%；二是非经常性行政处罚支出及相关税费滞纳金增加，合计约6100万元。

2026年一季度，公司净利润虽小幅转正(642.48万元)，但同比下降72.14%，扣非净利润同比大幅下降74.67%，显示公司主业盈利能力仍未根本改善。

盈利能力下滑分析

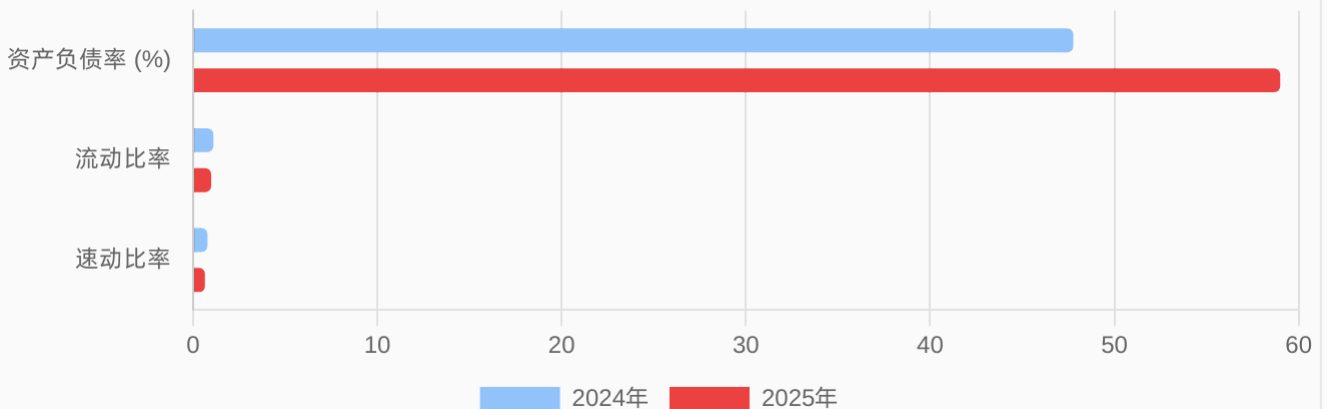


2.3 资产负债状况

公司资产负债状况呈现以下特点：

- 负债率显著上升：**资产负债率从2024年的47.77%上升至2025年的59.00%，主要因并购和研发投入增加导致长期借款大幅增长(从8,000万元增至35,508.97万元)。
- 短期偿债能力恶化：**流动比率从2024年的1.10降至2025年的0.98，速动比率从0.78降至0.64，均低于行业平均水平，显示短期偿债压力加大。
- 商誉大幅增加：**2025年商誉增加1.48亿元，同比增长196.62%，主因收购常乐制药和龙一医药，需关注标的公司业绩承诺完成情况及商誉减值风险。
- 营运资金需求上升：**应收账款周转天数从2024年的94.48天增至2025年的106.15天，存货/资产总额比值从11.05%上升至16.13%，显示营运资金管理效率下降。

偿债能力恶化趋势



2.4 现金流状况

公司现金流状况不容乐观：

- 经营现金流持续为负：**2025年经营现金流净额为-1,447万元，同比下降234.41%；2026年Q1为-7,895万元，同比进一步恶化。
- 筹资活动现金流激增：**2025年筹资活动现金流净额为59,246.87万元，同比增长438.89%，主要系银行借款增加。
- 投资活动现金流大幅流出：**2025年投资活动现金流净额为-48,600.10万元，同比大幅流出增加，主要用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产。
- 应收账款和存货规模激增：**应收账款余额从2024年的5.86亿元增至2025年的6.81亿元，增长16.25%；存货余额从3.15亿元增至6.61亿元，增长109.84%，导致营运资金需求大幅增加。

公司经营现金流已连续两年为负，且短期借款达**10.36亿元**，而现金仅**2.66亿元**，现金/短期借款比率仅为**25.6%**，存在明显的流动性风险。

≡ 流动性风险警示

公司经营现金流已连续两年为负，短期借款达10.36亿元，而现金仅2.66亿元，现金/短期借款比率仅为25.6%，存在明显的流动性风险。

三、技术分析

3.1 股价走势与关键事件

联环药业股价走势受到公司业绩、研发进展和行业政策等多重因素影响：

- 2025年全年：**股价整体呈现震荡下行趋势，从年初高点28.00元附近逐步回落至年底的18.00元区间，累计跌幅约35%。
- 2026年1-3月：**受LH-1801片Ⅲ期临床试验进展消息刺激，股价出现反弹，从18.00元附近上涨至22.00元以上，但随后受业绩亏损和集采政策影响再次回落。
- 2026年4-5月：**股价在20.00-22.00元区间震荡整理，5月7日公告LH-1801片Ⅲ期临床试验数据优于达格列净后，股价短暂反弹至23.00元附近，但随后再度走弱。

3.2 技术指标分析

截至2026年5月22日，公司技术指标呈现以下特点：

- 均线系统**：5日均线19.94元，10日均线20.63元，20日均线20.94元，呈现空头排列，股价处于短期均线压制之下。
- MACD指标**：MACD在零轴上方，红柱缩短，多头动能减弱，DIF(-0.80)和DEA(-0.63)均处于零轴下方，形成死叉，短期趋势偏弱。
- KDJ指标**：K值和D值均处于低位，其中D值为12.06，处于超卖区域，但J值未见明显修复，显示市场情绪依然悲观。
- RSI指标**：RSI在50以下区域运行，处于超卖状态，但未见明显反弹信号，表明短期股价缺乏上涨动力。
- 成交量**：近期成交量明显萎缩，从前期高点的29.0万手降至10.80万手左右，显示市场交投活跃度下降，投资者观望情绪浓厚。



3.3 支撑位与阻力位分析

根据最新技术分析，联环药业关键支撑位和阻力位如下：

1. 支撑位：

- 第一支撑：18.69元(近期低点)
- 第二支撑：18.28元(阶段低点，本轮上涨的起点位置)
- 第三支撑：17.57元(250日均线)

2. 阻力位：

- 第一阻力：20.50元(前期震荡区间上沿)

- 第二阻力：21.88元(短期均线压力位)
- 第三阻力：23.00元(近期高点，若能站稳可继续上攻)

从技术面看，公司股价已跌破多个关键支撑位，短期均线系统压制明显，MACD和KDJ指标均显示短期趋势偏弱，存在进一步下跌风险。然而，KD指标的D数值已达12.06，处于超卖区域，可能预示着短期反弹机会。

6.6 技术面结论

从技术面看，公司股价已跌破多个关键支撑位，短期均线系统压制明显，MACD和KDJ指标均显示短期趋势偏弱，存在进一步下跌风险。

3.4 资金流向分析

资金流向数据显示：

- **主力资金**：近期呈现净流出状态，近5日累计净流出约1.47亿元，5日累计DDX为-1.476，显示大单资金持续流出。
- **机构持仓**：截至2026年3月31日，十大流通股东中，香港中央结算有限公司持股229.85万股，较上期增加114.05万股，而部分基金如西部利得专精特新量化选股混合A已退出十大流通股东之列。
- **股东户数**：2026年一季度末股东户数为49,398户，较上期增加1.87%，显示散户参与度提高，但机构投资者态度谨慎。

四、市场情绪分析

4.1 机构评级与市场预期

联环药业近期机构评级情况如下：

- **中信建投证券**：2015年4月29日给予"买入"评级，但此后未有新的评级发布。
- **银河证券**：2015年4月27日和13日均给予"买入"评级，但同样未有近期评级。

近期市场预期：根据2025年10月15日的投资者调研记录，公司表示LH-1801片已完成III期临床试验，有望成为国内首个与达格列净开展头对头研究的SGLT-2抑制剂，市场对此给予一定关注。然而，公司2025年业绩大幅下滑，2026年一季度扣非净利润仍大幅下滑，导致市场情绪整体偏悲观。

4.2 舆情与新闻影响

近期影响公司股价的主要新闻事件：

- 反垄断处罚：**2025年6月，公司因违反《反垄断法》被罚没6100万元，占2024年净利润的72.53%，对公司短期业绩造成重大冲击。
- LH-1801片III期临床试验进展：**2026年4月30日，公司公告LH-1801片III期临床试验数据优于达格列净，引发市场关注；5月19日，公司进一步披露LH-1801片头对头试验数据优于达格列净，但股价反应平淡，显示市场对创新药商业化前景持谨慎态度。
- 业绩亏损：**2025年年报显示公司亏损9833.24万元，同比由盈转亏；2026年一季度扣非净利润同比大幅下滑74.67%，引发市场对公司盈利能力的担忧。
- 股东结构变化：**2025年9月，公司取消监事会及监事，相关职能由审计委员会承接，显示公司治理结构正在调整。

市场情绪呈现明显分化：一方面，对公司在研创新药LH-1801片的临床试验结果表示关注；另一方面，对公司业绩持续下滑和财务风险表示担忧，机构投资者整体持谨慎态度。

66 市场情绪分析

市场情绪呈现明显分化：一方面，对公司在研创新药LH-1801片的临床试验结果表示关注；另一方面，对公司业绩持续下滑和财务风险表示担忧，机构投资者整体持谨慎态度。

4.3 投资者调研与市场互动

公司近期频繁接受机构调研，显示市场对其创新药管线仍有一定兴趣：

- 2025年6月：**接受华西证券等投资者调研，重点介绍爱普列特片销售情况(1.19亿片，同比增长30.28%)和LH-1801片研发进展。
- 2025年7月：**接受中信银行等投资者调研，介绍公司创新药业务布局和出口战略。
- 2025年10月：**接受光大证券、天风证券等机构投资者调研，详细说明LH-1801片研发进展和市场策略。
- 2026年5月：**接受钜沚投资等机构调研，披露LH-1801片头对头试验数据优于达格列净。

然而，尽管公司积极与市场沟通，但投资者对创新药商业化时间和业绩改善预期仍持怀疑态度，反映在股价上即为“利好兑现”效应。

“ 关键结论

尽管公司积极与市场沟通，但投资者对创新药商业化时间和业绩改善预期仍持怀疑态度，反映在股价上即为“利好兑现”效应。

五、竞品对比分析

5.1 主要竞争对手及市场份额

联环药业在化学制剂行业的主要竞争对手包括：

- 华东医药**：2025年营收436.12亿元，远高于联环药业的27.12亿元，在行业111家公司中排名第一。
- 复星医药**：2025年营收416.62亿元，排名第二。
- 恒瑞医药**：2025年净利润77.17亿元，远高于联环药业的亏损9833.24万元，在行业中排名第一。
- 津药药业**：同样涉及地塞米松磷酸钠原料药垄断协议，被罚没6919.24万元，占其2024年归母净利润的51.85%。
- 仙琚制药**：同样涉及地塞米松磷酸钠原料药垄断协议，被罚没1.95亿元，占其2024年归母净利润的49.17%。

在细分领域，联环药业与竞争对手相比市场份额较小：

- 在良性前列腺肥大用药市场，联环药业2022年成为国内龙头企业，2023年市场份额首次涨至15%以上，2023年Q1-Q3爱普列特片市场份额接近20%，但整体规模仍远小于行业龙头。
- 在他达拉非片市场，2024年公立医院端年销售额仅为1.86亿元，原研药希爱力仍保持领先地位(销售额占比30.14%)，而联环药业的他达拉非片2024年公立医院端销售额情况尚不明确。

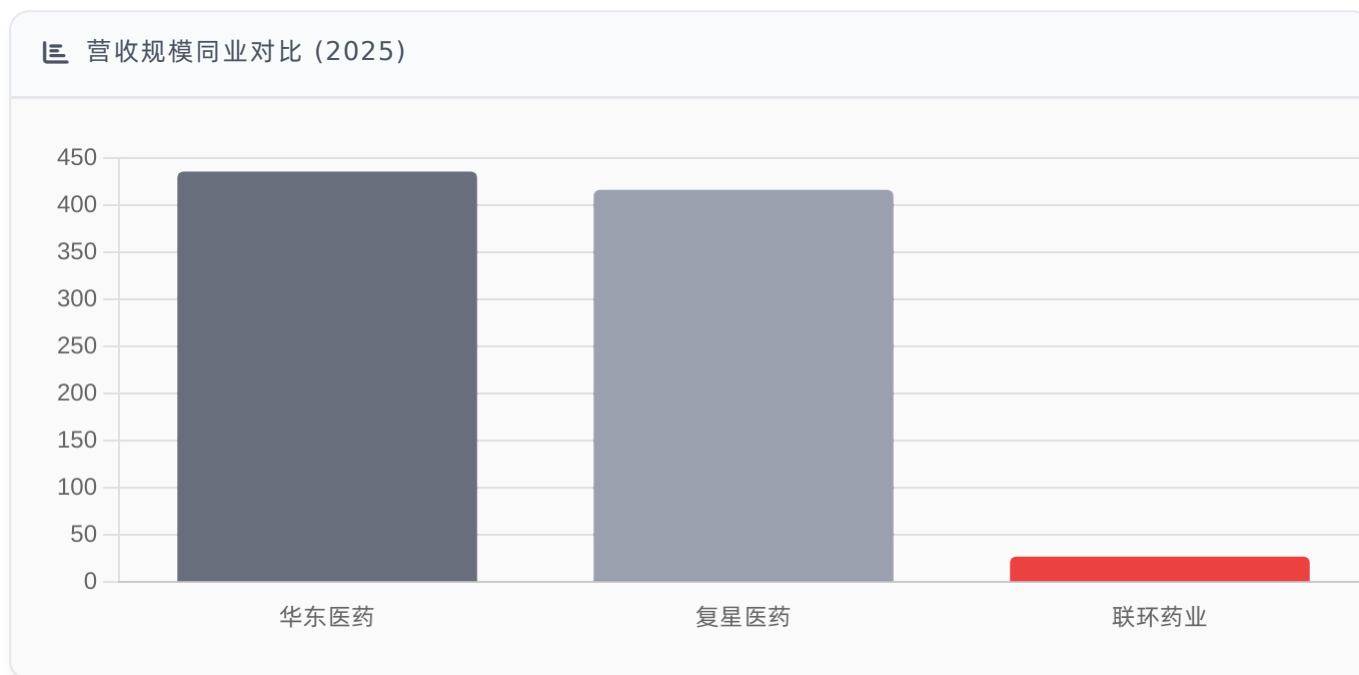
5.2 财务指标对比

与主要竞争对手相比，联环药业的财务指标存在明显劣势：

指标	联环药业(2025)	华东医药(2025)	复星医药(2025)	行业平均
营业收入(亿元)	27.12	436.12	416.62	40.74

指标	联环药业(2025)	华东医药(2025)	复星医药(2025)	行业平均
归母净利润(亿元)	-0.98	77.17	42.48	3.31
毛利率(%)	34.80	-	-	57.18
净利率(%)	-3.10	-	-	7.68
资产负债率(%)	59.00	-	-	35.54
ROE(%)	-7.38	-	-	9.87

与行业龙头相比，联环药业在规模、盈利能力、财务稳健性等方面均处于劣势。与同样涉及地塞米松磷酸钠原料药垄断协议的津药药业(被罚没6919.24万元)和仙琚制药(被罚没1.95亿元)相比，联环药业被罚没金额(6103.82万元)占2024年净利润比例更高(72.53%)，对短期业绩影响更大。



5.3 研发实力与管线布局

在创新药研发方面，联环药业与竞争对手相比：

- **联环药业**：有6个创新药在研，其中1个进入III期，2个进行I期临床试验，3个处于临床前研究。2025年研发投入3.26亿元，占营收比重约12.02%。
- **华东医药**：在GLP-1等减肥药领域布局较早，商业化进程领先，但具体研发投入数据未提供。
- **恒瑞医药**：研发投入占营收比重较高，创新药管线丰富，但具体研发投入数据未提供。

联环药业在创新药研发方面投入力度较大，但管线数量有限，且尚未有创新药实现商业化，与行业龙头相比仍存在较大差距。然而，LH-1801片作为国内首个与达格列净开展头对头研究的SGLT-2抑制剂，若能顺利获批上市，可能在细分市场形成差异化竞争优势。

5.4 产品线与市场策略

1. 产品线结构：

- 联环药业：以仿制药为主，拥有9个独家产品，但多数未进入集采
- 华东医药：创新药占比高，尤其在减肥药领域布局领先
- 恒瑞医药：创新药管线丰富，研发投入占比高

2. 市场策略：

- 联环药业：通过"五轮驱动三线出击"战略拓展市场，包括专业推广部、销售招商部、销售电商部、销售OTC部、销售进出口部
- 华东医药：聚焦创新药和高端仿制药，通过国际化布局提升竞争力
- 恒瑞医药：加大创新药研发投入，加速国际化进程

总体而言，联环药业在化学制剂行业中规模较小，盈利能力较弱，但通过特色产品和区域渠道布局在细分市场具有一定竞争力。与行业龙头相比，公司在规模和创新能力上存在明显差距，但通过持续的研发投入和渠道整合，未来有望在特定领域实现突破。

六、估值与健康度分析

6.1 主要估值指标分析

截至2026年5月22日，联环药业主要估值指标如下：

- 市盈率(动态)**：213.93倍，显著高于行业平均122.39倍
- 市净率**：4.30倍，高于行业平均水平
- 市销率(TTM)**：2.25倍，处于行业中等水平
- PEG**：由于净利润为负，无法计算

从估值角度看，公司目前估值较高，但缺乏业绩支撑，市盈率(TTM)为-183倍，显示市场对其未来盈利能力存在较大不确定性。

估值指标分析

动态市盈率

213.93倍

高估

市净率

4.30倍

高估

市销率(TTM)

2.25倍

中等

PEG

无法计算

不适用

6.2 财务健康度评估

公司财务健康度呈现以下特点：

1. 盈利能力：

- 毛利率从2024年的49.41%降至2025年的34.80%，降幅达14.61个百分点
- 净利率从4.82%降至-3.10%，由正转负
- 2025年归母净利润亏损9833.24万元，同比由盈转亏
- 2026年Q1扣非净利润同比大幅下滑74.67%

2. 偿债能力：

- 资产负债率从2024年的47.77%升至2025年的59.00%，上升11.23个百分点
- 流动比率从1.10降至0.98，速动比率从0.78降至0.64，均低于1.0，显示短期偿债能力较弱
- 短期借款达10.36亿元，而现金仅2.66亿元，现金/短期借款比率为25.6%，存在流动性风险

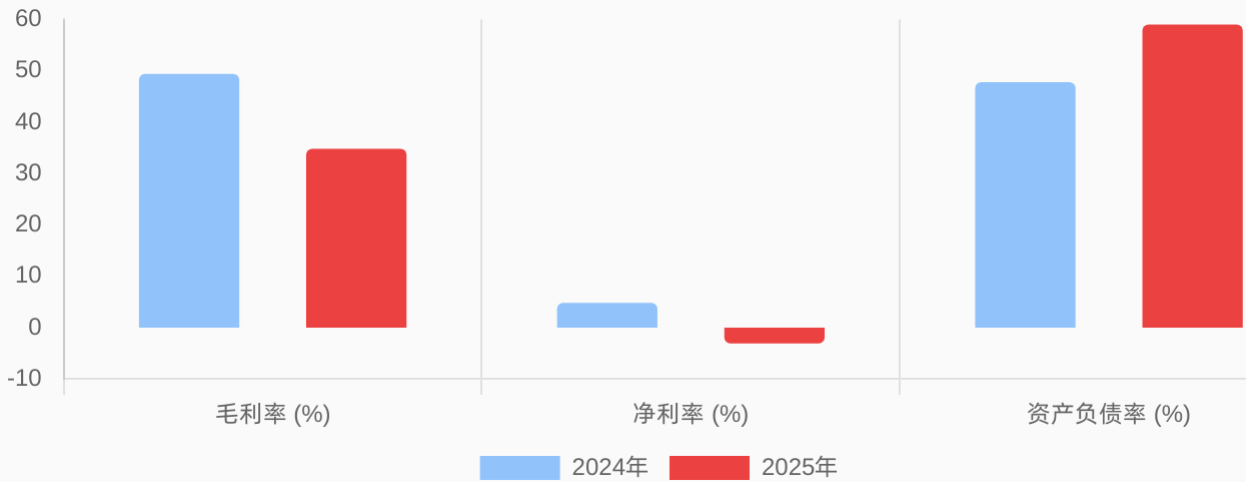
3. 营运能力：

- 应收账款周转天数从2024年的94.48天增至2025年的106.15天，增幅12.3%
- 存货周转天数从95.22天增至106.15天，增幅11.5%
- 存货/资产总额比值从11.05%升至16.13%，显示存货管理效率下降

4. 现金流状况：

- 经营活动现金流连续两年为负(2024年1,076.58万元，2025年-1,447.01万元)
- 2026年Q1经营现金流为-7,895.45万元，同比进一步恶化

财务健康度恶化趋势



6.3 估值合理性分析

从估值合理性角度看：

- PE估值：**动态市盈率高达213.93倍，显著高于行业平均122.39倍，且公司最近四个季度净利润合计为亏损，市盈率(TTM)为-183倍，估值缺乏业绩支撑。
- PB估值：**市净率4.30倍，高于行业平均水平，反映市场对公司资产质量和未来发展前景存在一定预期。
- DCF估值：**由于公司业绩持续下滑且创新药尚未商业化，未来现金流预测存在较大不确定性，DCF估值方法应用受限。
- PEG估值：**由于净利润为负，无法计算，但从研发投入与未来业绩预期角度看，PEG值可能较高。

综合来看，公司当前估值偏高，缺乏业绩支撑，但考虑到公司在研创新药LH-1801片的临床试验数据优于达格列净，市场可能对其长期发展前景抱有一定期待。然而，从短期角度看，业绩持续亏损和财务风险加剧，估值支撑不足。

6.4 风险因素与估值调整

公司面临的主要风险因素：

- 业绩亏损风险：**2025年归母净利润亏损9833.24万元，2026年Q1扣非净利润同比大幅下滑74.67%，业绩持续下滑可能进一步拖累估值。
- 集采政策风险：**公司产品虽未大规模进入集采，但集采政策持续深化，可能对未中标产品价格形成压力。

3. **研发风险**：创新药研发周期长、不确定性高，即使LH-1801片研发成功，商业化时间也存在不确定性。
4. **财务风险**：资产负债率高达59.00%，流动比率低于1.0，短期偿债压力大，且经营现金流持续为负，财务状况不容乐观。

考虑到上述风险因素，公司当前估值需要大幅调整，合理估值区间可能在15-20元之间，较当前股价(约19.66元)仍有约10-25%的下行空间。

“ 估值调整结论

考虑到业绩亏损、集采、研发和财务等多重风险因素，公司当前估值需要大幅调整，合理估值区间可能在15-20元之间，较当前股价仍有约10-25%的下行空间。

七、主要风险分析

7.1 行业竞争风险

1. **集采政策压力**：尽管公司目前大多数产品未纳入国家集采名录，但集采政策持续深化，未来可能有更多的产品面临降价风险。特别是公司核心产品如爱普列特片，虽然目前未进入集采，但集采覆盖范围不断扩大，长期来看仍面临降价压力。
2. **市场竞争加剧**：在化学制剂行业中，跨国药企和国内龙头企业占据主导地位，联环药业作为中小药企，在市场份额和品牌影响力方面处于劣势。此外，公司产品如他达拉非片等已面临多款仿制药的竞争，市场份额增长受限。
3. **研发竞争**：创新药研发已成为行业竞争焦点，联环药业虽然在LH-1801片等项目上取得进展，但与行业龙头相比，研发投入规模和管线数量仍存在差距，研发成果商业化时间也存在不确定性。

7.2 政策风险

1. **集采政策风险**：集采政策持续深化，中选药品价格大幅下降，且集采范围不断扩大，可能对公司未中标产品价格形成压力。
2. **反垄断处罚风险**：公司因违反《反垄断法》被罚没6100万元，虽然处罚已落地，但未来仍需严格遵守相关法律法规，避免类似事件再次发生。
3. **医保支付改革风险**：医保支付方式改革持续推进，从"按项目付费"向"按病种付费"转变，可能对公司产品销售和回款周期产生影响。

4. **创新药审批政策风险**：创新药审批政策不断优化，但审批标准和流程仍存在不确定性，可能影响公司在研产品的上市进度。

7.3 财务风险

1. **业绩持续下滑风险**：公司2025年归母净利润亏损9833.24万元，2026年Q1扣非净利润同比大幅下滑74.67%，业绩持续下滑可能进一步削弱市场信心。
2. **高负债率风险**：资产负债率高达59.00%，远高于行业平均35.54%，财务杠杆率过高，利息负担加重。2025年利息保障倍数为-2.72，表明公司已丧失利息覆盖能力。
3. **现金流紧张风险**：经营活动现金流连续两年为负，2026年Q1进一步恶化至-7,895.45万元，短期借款达10.36亿元，而现金仅2.66亿元，现金/短期借款比率为25.6%，存在流动性风险。
4. **应收账款和存货风险**：应收账款余额从2024年的5.86亿元增至2025年的6.81亿元，增长16.25%；存货余额从3.15亿元增至6.61亿元，增长109.84%，应收账款和存货规模激增，可能对公司营运资金形成压力。

❗ 财务风险聚焦

公司面临业绩持续下滑、高负债率、现金流紧张、应收账款和存货激增等多重财务风险，财务状况不容乐观。

7.4 地缘风险

1. **出口业务风险**：公司原料药出口至北美、东欧、东南亚等地区，国际贸易环境变化、关税政策调整等可能对出口业务造成影响。
2. **区域布局风险**：公司通过收购龙一医药和亚中制药在西南地区构建流通网络，但区域经济波动、政策调整等可能对区域业务产生影响。
3. **原材料供应风险**：公司部分产品依赖进口原料药，地缘政治冲突可能影响原料药供应和价格。

八、结论与投资建议

8.1 短期投资建议(1-3个月)

短期投资风险较大，建议谨慎观望：

- 业绩持续亏损：**2025年归母净利润亏损9833.24万元，2026年Q1扣非净利润同比大幅下滑74.67%，业绩未见明显改善迹象。
- 财务风险加剧：**资产负债率高达59.00%，流动比率低于1.0，短期借款达10.36亿元，而现金仅2.66亿元，现金/短期借款比率为25.6%，流动性风险显著。
- 技术面弱势：**股价处于短期均线压制之下，MACD和KDJ指标均显示短期趋势偏弱，存在进一步下跌风险。
- 市场情绪悲观：**机构投资者整体持谨慎态度，主力资金持续流出，市场对公司业绩改善预期较低。

若考虑短期投资，可关注以下机会：

- 超跌反弹机会：**KD指标的D数值已达12.06，处于超卖区域，可能预示短期反弹机会，但反弹空间有限，需严格设置止损。
- 创新药进展催化：**若LH-1801片新药注册申请获批或临床试验取得新进展，可能带来短期股价波动机会，但需警惕"利好兑现"风险。

8.2 中期投资建议(3-12个月)

中期投资仍需谨慎，建议等待更明确的业绩拐点信号：

- 业绩改善不确定性：**公司业绩持续下滑，2025年归母净利润亏损9833.24万元，2026年Q1扣非净利润同比大幅下滑74.67%，业绩拐点尚未明确。
- 财务风险仍存：**资产负债率持续上升，经营现金流持续为负，财务状况短期内难以根本改善。
- 创新药商业化时间不确定：**LH-1801片虽已完成Ⅲ期临床试验，但新药注册申请流程耗时较长，商业化时间仍存在不确定性。
- 集采政策压力：**集采政策持续深化，公司产品可能面临价格压力，影响盈利能力。

中期投资建议：

- 观望为主：**建议投资者暂不介入，等待公司业绩改善和财务状况稳定后再做决策。
- 关注关键催化剂：**密切跟踪公司创新药LH-1801片的注册进展和商业化计划，以及爱普列特片等核心产品的市场表现。
- 风险控制：**若考虑中期投资，需设置严格止损，控制仓位，做好风险控制。

8.3 长期投资建议(1-3年)

长期投资潜力取决于创新药商业化和业务结构调整成功：

- 创新药商业化潜力：**LH-1801片作为国内首个与达格列净开展头对头研究的SGLT-2抑制剂，若能顺利获批上市并实现商业化，可能为公司带来新的增长点。
- 业务结构调整空间：**公司通过收购龙一医药和亚中制药构建"双核驱动"的流通网络，若能有效整合资源，提升运营效率，可能改善盈利能力。
- 出口业务增长潜力：**公司原料药出口至北美、东欧、东南亚等地区，2024年通过美国FDA认证，出口业务增长潜力较大。
- 区域布局优势：**在西南地区构建覆盖川渝、辐射云贵藏的医药流通网络，形成与长三角总部的"双核驱动"，区域布局优势明显。

长期投资建议：

- 择机布局：**若公司创新药LH-1801片获批上市并实现商业化，且业绩开始改善，可考虑择机布局。
- 分批建仓：**建议投资者采取分批建仓策略，避免一次性重仓。
- 严格止损：**设置合理止损位，控制投资风险。
- 关注估值调整：**公司当前估值偏高，缺乏业绩支撑，需等待估值调整至合理区间后再考虑长期投资。

8.4 综合投资策略

综合考虑公司基本面、技术面和市场情绪，建议投资者采取以下策略：

- 现有股东：**若已持有公司股票，建议根据自身风险承受能力，考虑适当减仓或持有观望，避免追高。
- 潜在投资者：**暂不建议介入，等待更明确的业绩拐点信号和估值调整后再做决策。
- 风险偏好型投资者：**可小仓位、低比例关注创新药进展带来的短期波动机会，但需严格设置止损，控制投资风险。
- 长期价值投资者：**若看好公司在西南医药流通和创新药领域的长期发展潜力，可在估值调整至合理区间(如15-20元)时考虑择机布局，但需密切关注公司业绩改善和创新药商业化进展。

8.5 关键风险提示

- 业绩持续亏损风险：**公司业绩持续下滑，若无法实现扭亏为盈，股价可能进一步下跌。
- 财务风险加剧风险：**资产负债率持续上升，经营现金流持续为负，若无法改善财务状况，可能面临流动性危机。

- 创新药商业化失败风险：**LH-1801片虽已完成Ⅲ期临床试验，但新药注册和商业化仍存在不确定性，若失败将对公司长期发展造成重大打击。
- 集采政策风险：**集采政策持续深化，公司产品可能面临价格压力，影响盈利能力。
- 市场情绪风险：**若市场对公司创新药商业化前景和业绩改善预期进一步下调，可能导致股价大幅下跌。

总体而言，联环药业当前处于业绩和财务状况的双重压力下，短期内投资风险较大。虽然公司在创新药和区域流通领域有一定布局，但业绩拐点尚未明确，估值缺乏支撑。投资者需密切关注公司业绩改善和创新药商业化进展，做好风险控制。

九、未来展望与投资价值

9.1 未来业绩展望

- 2026年业绩预期：**公司2025年亏损9833.24万元，2026年Q1净利润微升至642.48万元，但扣非净利润同比仍大幅下滑74.67%，预计2026年全年业绩仍难有明显改善。
- 2027-2028年业绩拐点：**若LH-1801片能在2026年底或2027年初获批上市，并快速实现商业化，可能为公司带来业绩拐点。但创新药商业化存在不确定性，需谨慎评估。
- 业务结构调整效果：**公司通过收购龙一医药和亚中制药构建“双核驱动”的流通网络，若能有效整合资源，提升运营效率，可能改善盈利能力。但并购整合效果尚需观察。

9.2 投资价值评估

从投资价值角度看，联环药业存在以下特点：

1. 投资价值亮点：

- 拥有9个独家产品，如国家1类新药爱普列特片等，在细分市场具有一定竞争力
- 研发投入力度大，2025年研发投入3.26亿元，创历史新高
- 西南医药流通网络构建完成，形成与长三角总部的“双核驱动”
- 原料药出口能力增强，2024年通过美国FDA认证

2. 投资价值风险：

- 业绩持续亏损，2025年归母净利润亏损9833.24万元

- 财务状况不佳，资产负债率高达59.00%，经营现金流持续为负
- 创新药商业化时间不确定，LH-1801片虽已完成Ⅲ期临床试验，但注册和上市仍需时间
- 集采政策持续深化，可能对公司产品价格形成压力

综合评估，联环药业当前投资价值有限，主要风险大于潜在收益。公司未来发展取决于创新药商业化和业务结构调整成功，但这两方面均存在较大不确定性。投资者需密切关注公司业绩改善和创新药商业化进展，做好风险控制。

9.3 投资者关注要点

若考虑投资联环药业，投资者应重点关注以下方面：

1. **业绩改善信号**：营收增长是否持续，毛利率是否开始企稳回升，经营现金流是否转正等。
2. **创新药商业化进展**：LH-1801片注册申请进度，获批上市时间，市场推广策略和销售预期等。
3. **财务状况改善**：资产负债率是否开始下降，流动比率和速动比率是否回升，现金/短期借款比率是否改善等。
4. **业务结构调整效果**：医药制造和医药流通业务毛利率是否开始回升，渠道整合效果如何，区域市场占有率是否提升等。
5. **政策环境变化**：集采政策对公司产品的影响，创新药审批政策变化，医保支付改革等。

投资者需保持理性，不盲目追高，不轻信短期利好，关注公司基本面和长期发展潜力，在估值合理区间和业绩改善信号明确后再考虑投资。

十、总结

江苏联环药业股份有限公司是一家集研发、生产、销售为一体的国家高新技术企业，业务涵盖医药制造和医药流通两大领域。公司拥有9个独家产品，如国家1类新药爱普列特片等，在细分市场具有一定竞争力。2025年公司通过并购常乐制药和龙一医药实现营收显著增长(27.12亿元，同比增长25.52%)，但盈利能力大幅下滑，归母净利润亏损9833.24万元(同比下降216.84%)，主要受集采降价、反垄断罚款和并购低毛利业务影响。

财务状况方面，公司面临严峻挑战：资产负债率从2024年的47.77%升至2025年的59.00%，流动比率和速动比率均低于1.0，短期偿债压力大；经营现金流连续两年为负，2026年Q1进一步恶化至-7,895.45万元；应收账款和存货规模激增，营运资金管理压力增大。

技术面分析显示，公司股价处于短期均线压制之下，MACD和KDJ指标均显示短期趋势偏弱，存在进一步下跌风险。然而，KD指标的D数值已达12.06，处于超卖区域，可能预示短期反弹机会。

市场情绪方面，机构投资者整体持谨慎态度，主力资金持续流出，市场对公司业绩改善预期较低。但公司创新药LH-1801片的临床试验数据优于达格列净，可能为公司带来长期发展潜力。

与主要竞争对手相比，联环药业在规模、盈利能力、财务稳健性等方面均处于劣势，但通过特色产品和区域渠道布局在细分市场具有一定竞争力。未来业绩改善将取决于创新药商业化成功和业务结构调整效果，但这两方面均存在较大不确定性。

估值方面，公司当前估值偏高，缺乏业绩支撑，市盈率(TTM)为-183倍，市净率4.30倍，显著高于行业平均水平。考虑到公司业绩持续下滑和财务风险加剧，合理估值区间可能在15-20元之间，较当前股价仍有约10-25%的下行空间。

综合分析，联环药业当前投资风险较大，业绩持续下滑，财务状况不佳，估值缺乏支撑。投资者需密切关注公司业绩改善和创新药商业化进展，做好风险控制。短期内不建议介入，中长期投资者可在估值调整至合理区间(如15-20元)时考虑择机布局，但需设置严格止损，控制投资风险。

公司未来发展关键在于创新药LH-1801片能否成功商业化，以及业务结构调整能否有效提升盈利能力。投资者需保持理性，不盲目追高，不轻信短期利好，关注公司基本面和长期发展潜力，在估值合理区间和业绩改善信号明确后再考虑投资。