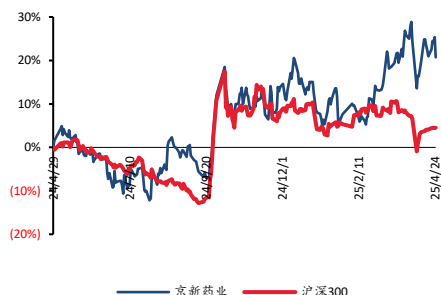


Q1 收入端下滑，销售费用率持续优化

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 8.61/7.24
总市值/流通(亿元) 118.22/99.4
12 个月内最高/最低价 (元) 14.78/9.88

相关研究报告

<<扣非净利润保持高速增长，销售费用率持续下降>>—2025-04-03
<<Q3 业绩符合预期，营销改革成果持续显现>>—2024-10-25
<<Q2 业绩超预期，成品药院外市场持续发力>>—2024-08-18

证券分析师：周豫

电话：

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

事件：

4 月 27 日晚，公司发布 2025 年一季度报告，2025 年第一季度公司实现营业收入 9.56 亿元，同比下滑 9.86%，归母净利润为 1.63 亿元，同比下滑 4.62%，扣非后归母净利润为 1.47 亿元，同比下滑 6.45%。

点评：

Q1 受去年同期高基数影响，利润端和收入端出现下滑。2025 年第一季度公司实现营业收入 9.56 亿元，同比下滑 9.86%，利润端归母净利润为 1.63 亿元，同比下滑 4.62%，扣非后归母净利润为 1.47 亿元，同比下滑 6.45%。单季度收入端和利润端均出现同比下滑，主要受去年同期高基数因素影响。

Q1 毛利率略有下滑，销售费用率持续优化。2025 年 Q1 公司整体毛利 4.56 亿元，毛利率达 47.71%，比去年同期下滑 4.17pct。同时，期间费用率下降明显，其中销售费用率为 15.84%，比去年下降 3.76%；管理费用率为 5.18%，比去年提升 0.27%；研发费用率为 9.13%，比去年下降 0.15%。销售费用率持续优化。

持续完善研发布局，开启仿创结合新时代。公司在 2025 年 Q1 投入 0.87 亿元用于研发，坚定创新布局。1 类创新药——治疗精神分裂症的 JX11502MA 胶囊临床试验持续推进，II 期临床接近尾声。另外，治疗溃疡性结肠炎的改良型新药康复新肠溶胶囊 II 期临床也进展顺利。除了上述品种之外，一款治疗 LP(a) 血症的 1 类创新药 JX2201 胶囊也在去年顺利提交临床申请，并于今年 Q1 取得临床批件，启动 I 期临床试验，随着公司创新品种逐步兑现，有望持续为公司业绩贡献增量。

盈利预测与投资建议：我们预测公司 2025/2026/2027 年收入为 43.67/46.73/50.47 亿元，同比增长 5.01%/7.01%/8.00%。归母净利润为 8.20/9.11/10.15 亿元，同比增长 15.21%/11.12%/11.35%。对应当前 PE 为 14/13/12X。考虑公司院内集采影响边际加速弱化，院外市场提升空间大，创新药持续贡献增量，维持“买入”评级。

风险提示：产品销售不及预期、医药政策不及预期、行业竞争加剧、研发进度不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,159	4,367	4,673	5,047
营业收入增长率(%)	3.99%	5.01%	7.01%	8.00%
归母净利(百万元)	712	820	911	1015
净利润增长率(%)	15.04%	15.21%	11.12%	11.35%
摊薄每股收益(元)	0.83	0.95	1.06	1.18
市盈率(PE)	16.54	14.41	12.97	11.65

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,461	316	169	639	1,223
应收和预付款项	585	771	815	872	942
存货	653	793	858	921	1,001
其他流动资产	655	1,025	1,349	1,360	1,373
流动资产合计	3,354	2,905	3,190	3,792	4,540
长期股权投资	63	56	56	56	56
投资性房地产	347	336	336	336	336
固定资产	1,775	2,139	2,321	2,455	2,541
在建工程	482	14	14	14	14
无形资产开发支出	401	382	361	339	317
长期待摊费用	21	59	49	39	29
其他非流动资产	4,897	5,494	5,497	6,088	6,825
资产总计	7,987	8,479	8,631	9,325	10,116
短期借款	279	281	281	281	281
应付和预收款项	941	881	919	987	1,073
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	1,226	1,316	1,382	1,456	1,549
负债合计	2,446	2,478	2,582	2,725	2,903
股本	861	861	861	861	861
资本公积	1,723	1,723	1,723	1,723	1,723
留存收益	2,914	3,368	3,855	4,396	4,999
归母公司股东权益	5,512	5,970	6,009	6,551	7,153
少数股东权益	28	32	40	50	60
股东权益合计	5,540	6,002	6,050	6,600	7,213
负债和股东权益	7,987	8,479	8,631	9,325	10,116

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	793	726	1,155	1,333	1,489
投资性现金流	-738	-1,438	-529	-493	-493
融资性现金流	-246	-280	-773	-370	-412
现金增加额	-188	-989	-147	470	584

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,999	4,159	4,367	4,673	5,047
营业成本	1,976	2,080	2,205	2,369	2,574
营业税金及附加	47	50	44	47	50
销售费用	784	692	655	654	656
管理费用	213	228	218	224	232
财务费用	-54	-64	0	0	0
资产减值损失	-21	-13	0	0	0
投资收益	6	9	8	9	9
公允价值变动	37	-42	0	0	0
营业利润	714	844	963	1,071	1,192
其他非经营损益	-6	0	0	0	0
利润总额	708	844	963	1,071	1,192
所得税	85	125	135	150	167
净利润	623	719	829	921	1,025
少数股东损益	5	7	8	9	10
归母股东净利润	619	712	820	911	1,015

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	50.57%	49.97%	49.51%	49.30%	49.00%
销售净利率	15.48%	17.12%	18.78%	19.50%	20.11%
销售收入增长率	5.79%	3.99%	5.01%	7.01%	8.00%
EBIT 增长率	-4.83%	30.12%	18.94%	11.12%	11.35%
净利润增长率	-6.55%	15.04%	15.21%	11.12%	11.35%
ROE	11.23%	11.93%	13.65%	13.91%	14.19%
ROA	8.12%	8.73%	9.68%	10.25%	10.55%
ROIC	9.35%	10.92%	13.01%	13.31%	13.61%
EPS (X)	0.72	0.83	0.95	1.06	1.18
PE (X)	19.07	16.54	14.41	12.97	11.65
PB (X)	2.14	1.98	1.97	1.80	1.65
PS (X)	2.96	2.84	2.71	2.53	2.34
EV/EBITDA (X)	12.51	10.55	9.00	7.75	6.60

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。