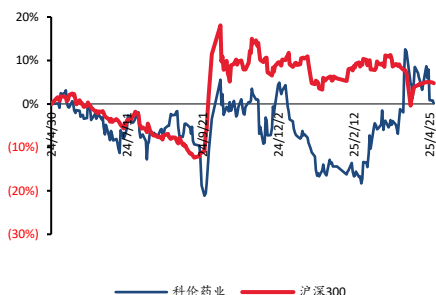


低谷期已过，全年有望迎来环比持续改善

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 15.98/13.06
总市值/流通(亿元) 526.08/429.89
12 个月内最高/最低价 38.08/25.72 (元)

相关研究报告

<<利润端保持高速增长，销售费用率持续下降>>—2025-04-24
<<Q3 利润持续同比高增长，降本增效成果显著>>—2024-10-29
<<业绩高速增长，期待创新成果落地>>—2024-08-30

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 29 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 43.90 亿元，同比下滑 29.42%，归母净利润为 5.84 亿元，同比下滑 43.07%，扣非后归母净利润为 5.64 亿元，同比下滑 43.10%。

点评：

Q1 收入和利润均出现下滑，主要受高基数及年初呼吸道传染病流行程度较低因素影响。2025 年第一季度公司实现营业收入 43.90 亿元，同比下滑 29.42%，利润端归母净利润为 5.84 亿元，同比下滑 43.07%，扣非后归母净利润为 5.64 亿元，同比下滑 43.10%。Q1 公司收入和利润端均出现下滑，主要受去年高基数及今年 Q1 呼吸道传染病流行程度较低因素影响。

毛利率出现下降，期间费用率基本保持稳定。2025 年 Q1 公司整体毛利 21.37 亿元，毛利率达 48.67%，比去年同期下降 7.17pct；Q1 净利率为 15.03%，比去年同期下降 5.64pct。公司期间费用率基本保持稳定，其中销售费用率为 14.38%，比去年同期下降 3.33%；管理费用率为 6.88%，比去年同期增长 1.48%；研发费用率为 11.03%，比去年同期增长 2.95%。

创新药管线步入收获期，产品商业化值得期待。创新药聚焦 ADC 药物，通过与默沙东合作，持续开拓全球化商业价值。年内核心产品新适应症有望持续获批：1) A166 (HER2 ADC): 2L+HER2+BC 和 3L+HER2+BC。2) SKB264: 2LEGRmNSCLC。另外，芦康沙妥珠单抗在 2L+HR+HER2-BC 适应症及 A400 (RET 抑制剂) 均有望在今年递交 NDA。给公司持续带来商业化新亮点。

盈利预测与投资建议：我们预测公司 2025/2026/2027 年收入为 238.30/261.50/286.00 亿元，同比增长 9.25%/9.74%/9.37%。归母净利润为 34.64/40.50/46.16 亿元，同比增长 17.99%/16.92%/13.97%。对应当前 PE 为 15/13/11X。考虑公司院内集采影响边际加速弱化，创新药持续贡献增量，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险；药品研发及上市不及预期；产品销售不及预期；竞争加剧的风险；环保风险。

盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,812	23,830	26,150	28,600
营业收入增长率(%)	1.67%	9.25%	9.74%	9.37%
归母净利(百万元)	2,936	3,464	4,050	4,616
净利润增长率(%)	19.53%	17.99%	16.92%	13.97%
摊薄每股收益(元)	1.86	2.17	2.53	2.89
市盈率(PE)	17.70	15.19	12.99	11.40

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	4,675	3,974	6,324	9,122	12,491
应收和预付款项	5,069	5,179	5,721	6,277	6,864
存货	3,840	3,801	4,153	4,550	4,965
其他流动资产	4,706	4,983	5,516	6,068	6,629
流动资产合计	18,290	17,936	21,714	26,018	30,949
长期股权投资	3,976	4,210	4,410	4,610	4,810
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	9,750	11,176	10,372	9,520	8,621
在建工程	2,045	1,204	1,204	1,204	1,204
无形资产开发支出	1,297	1,229	1,214	1,192	1,165
长期待摊费用	56	77	67	57	47
其他非流动资产	19,331	19,420	23,339	27,726	32,660
资产总计	36,455	37,316	40,605	44,308	48,507
短期借款	3,458	2,457	2,457	2,457	2,457
应付和预收款项	2,539	2,574	2,779	3,045	3,323
长期借款	1,082	342	242	142	92
其他负债	6,360	5,205	5,843	6,400	6,974
负债合计	13,439	10,578	11,321	12,044	12,846
股本	1,499	1,601	1,601	1,601	1,601
资本公积	6,144	7,732	7,732	7,732	7,732
留存收益	11,973	13,222	15,258	17,633	20,341
归母公司股东权益	19,672	22,480	24,508	26,883	29,590
少数股东权益	3,343	4,259	4,776	5,381	6,071
股东权益合计	23,016	26,738	29,284	32,264	35,661
负债和股东权益	36,455	37,316	40,605	44,308	48,507

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	5,337	4,493	5,263	5,918	6,692
投资性现金流	-3,370	-1,819	-1,504	-1,546	-1,565
融资性现金流	-2,059	-3,304	-1,413	-1,574	-1,758
现金增加额	-87	-644	2,351	2,798	3,369

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,454	21,812	23,830	26,150	28,600
营业成本	10,206	10,537	11,500	12,600	13,750
营业税金及附加	303	276	238	262	286
销售费用	4,450	3,493	3,336	3,400	3,432
管理费用	1,142	1,308	1,311	1,386	1,487
财务费用	234	66	-79	-126	-182
资产减值损失	-131	-131	-6	-6	-6
投资收益	359	345	9	9	0
公允价值变动	15	20	0	0	0
营业利润	3,654	4,426	5,245	6,118	6,961
其他非经营损益	-74	-141	-140	-150	-160
利润总额	3,580	4,285	5,105	5,968	6,801
所得税	934	923	1,123	1,313	1,496
净利润	2,647	3,362	3,982	4,655	5,305
少数股东损益	191	426	518	605	690
归母股东净利润	2,456	2,936	3,464	4,050	4,615

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	52.43%	51.69%	51.74%	51.82%	51.92%
销售净利率	11.45%	13.46%	14.54%	15.49%	16.14%
销售收入增长率	12.69%	1.67%	9.25%	9.74%	9.37%
EBIT 增长率	46.66%	17.57%	20.17%	16.24%	13.32%
净利润增长率	44.03%	19.53%	17.99%	16.90%	13.97%
ROE	12.49%	13.06%	14.13%	15.06%	15.60%
ROA	7.49%	9.11%	10.22%	10.96%	11.43%
ROIC	8.72%	10.60%	11.70%	12.45%	12.86%
EPS (X)	1.69	1.86	2.17	2.53	2.89
PE (X)	19.48	17.70	15.19	12.99	11.40
PB (X)	2.51	2.35	2.15	1.96	1.78
PS (X)	2.30	2.42	2.21	2.01	1.84
EV/EBITDA (X)	10.74	9.66	7.55	6.26	5.22

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。