

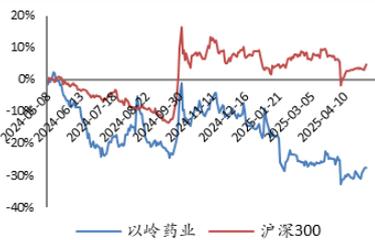
# 收入冲减影响 2024 业绩，25Q1 业绩拐点已现

## 相关研究：

- 《病理论指导新药研发，中药创新药龙头企业》 20240721
- 《Q3收入端降幅收窄，强研发创新推动新药进展不断》 20241102

## 公司评级：买入（上调）

### 近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	1	-2	-32
绝对收益	8	-4	-28

注：相对收益与沪深300相比

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: (8621) 50293534

Email: xw3315@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼

## 事件：

公司发布 2024 年年度报告和 2025 年第一季度报告。根据 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年公司实现营业收入 65.13 亿元，较上年同期下降 36.88%；实现归母净利润-7.25 亿元，较上年同期下降 153.57%。2025Q1 实现营业收入 23.58 亿元，较上年同期下降 6.52%；实现归母净利润 3.26 亿元，较上年同期增长 7.25%。

## 核心要点：

### □ 呼吸系统产品收入冲减、计提减值影响 2024 业绩，25Q1 业绩拐点已现

2024 年部分呼吸系统产品临近有效期，公司冲减相关产品销售收入，对临近有效期存货计提资产减值损失，加之收入减少、原材料价格上涨致毛利率下降、研发保持高投入等原因，导致 2024 年利润端出现亏损。根据 wind 数据，单季度来看，2024Q4 为近年来业绩低点，2025Q1 利润端是自 2023Q2 以来首次单季度实现同比正增长，2025Q1 归母净利润同比增长 7.25%，扣非归母净利润同比增长 11.23%，业绩拐点已现。

从经营性现金流净额来看，2023 年公司经营性现金流净额为 1.55 亿元，同比下降 95.6%；2024 年为 6.11 亿元，同比增长 293%；2025Q1 为 3.4 亿元，同比增长 190.6%。从存货周转天数来看，2024 年（233.31 天）较 2023 年增加 50.34 天；2025Q1 为 129.42 天，较 2024Q1 下降 34.51 天。从应收账款周转天数来看，2024 年（100.23 天）较 2023 年增加 28.22 天；2025Q1 为 54.06 天，较 2024Q1 下降 34.5 天。2025Q1 公司在经营性现金流及营运能力上均有明显改善，经历去库存及冲减计提之后，2025 年业绩有望迎来恢复性增长。

### □ 新药研发进展顺利，多业务板块协同发展

公司以络病理论指导研发的专利药物涵盖心脑血管、肿瘤、感冒呼吸系统疾病、糖尿病及其并发症等诸多领域，主要包括：心脑血管病用药通心络胶囊、参松养心胶囊、芪力强心胶囊，感冒呼吸疾病用药莲花清瘟胶囊/颗粒、莲花清咳片，糖尿病用药津力达颗粒、通络明目胶囊，神经系统用药益肾养心安神片、解郁除烦胶囊、枣椹安神口服液，肿瘤用药养正消积胶囊、参灵蓝胶囊，抗衰老领域的八子补肾胶囊，泌尿系统用药夏荔芪胶囊，妇科用药乳结泰胶囊、如血安片。其中，感冒呼吸系统疾病产品和心脑血管疾病产品均属于领先地位，11 个品种进入 2024 版国家医保目录，5 个品种（通心络胶囊、参松养心胶囊、莲花清瘟胶囊/颗粒、芪力强心胶囊、津力达颗粒）进入国家基药目录。

在研管线方面，1.1 类中药创新药芪防鼻通片已于 2025 年 1 月获批上市，柴黄利胆胶囊、芪桂络痹通片处于上市申报阶段，小儿莲花清感颗粒处于 III 期临床阶段，柴芩通淋片、参蓉颗粒、藿夏感冒颗粒、莲花御屏颗粒以及 2.2 类中药改良型新药莲花清咳颗粒均处于 II 期临床阶段。化药苯胺洛芬注射液（术后疼痛）处于上市申报阶段，XY0206 片（急性髓性白血病）

处于Ⅲ期临床阶段，XY03-EA 片（缺血性脑卒中）处于临床Ⅱb 阶段，G201-Na 胶囊（辅助生殖）临床试验申请获受理。公司计划每年申报 1-2 个品种。

公司形成了中药、化生药、健康产业三大业务板块。中药板块聚焦专利中药，以络病理论指导临床重大疾病治疗研究，目前拥有专利中药 17 个。化生药板块，制定了“转移加工-仿制药国际国内双注册-专利新药研发生产销售”齐步走的发展战略。构建了“原料-研发-生产”一体化平台，提供从中间体、原料药、临床样品、商业化加工到最后的代理销售一条龙服务，已形成化药初步产品矩阵。大健康业务板块以络病理论为基础，将络病理论延伸到大健康产业。以“通络-养精-动形-静神”养生八字为理论纲领，建立了“医、药、健、养”一体化、线上线下相结合的健康产业体系，建立了通络健康心脑血管系列产品、养精抗衰老增强免疫力系列产品、动形抗疲劳护关节系列产品、静神助眠及改善情绪系列产品、莲花呼吸健康系列产品。

### 投资建议

我们认为公司的优势主要体现在：（1）公司具备较强研发创新能力，拥有核心竞争优势—络病理论，并在络病理论指导下成功研发出覆盖心脑血管疾病、呼吸系统疾病、消化系统疾病、神经系统疾病、泌尿系统疾病、肿瘤疾病、妇科、五官科等领域的独家专利中药产品；（2）依靠络病理论、循证医学研究结果支持，主力产品进入基药和医保较为顺利，为产品放量提供了基础，且心脑血管、感冒呼吸系统产品拥有较高市场份额；（3）公司在研产品储备为未来提供了持续业绩驱动力；（4）以中药产业为核心，化生药与大健康产业协同发展，拓展了公司的产品领域，有助于培育新的业绩增长点。

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 88.04/106.14/120.27 亿元，同比增长 35.2%/20.5%/13.3%；归母净利润分别为 11.01/14.14/16.67 亿元；EPS 为 0.66/0.85/1.00 元，对应 2025.05.07 收盘价的 PE 分别为 20.98/16.34/13.86x。鉴于公司高基数、高库存等影响因素已逐步消除，25Q1 业绩拐点已基本显现，核心产品发货节奏有望恢复，我们上调公司的评级至“买入”。

### 风险提示

- （1）公司市场开拓、销量增速低于预期；
- （2）原材料价格涨幅过大；
- （3）药品降价幅度超出预期。

### 重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6513	8804	10614	12027
同比(%)	-36.9%	35.2%	20.5%	13.3%
归属母公司净利润	-725	1101	1414	1667
同比(%)	-153.6%	252.0%	28.4%	17.8%
毛利率(%)	50.2%	55.4%	56.3%	57.5%
ROE(%)	-7.1%	9.7%	11.1%	11.6%
每股收益(元)	-0.43	0.66	0.85	1.00
P/E	-31.89	20.98	16.34	13.86
P/B	2.26	2.04	1.81	1.60

资料来源：天软、湘财证券研究所

### 附表 财务报表及估值数据

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	4335	5277	7198	9301	<b>营业收入</b>	6513	8804	10614	12027
货币资金	853	1224	2379	4061	营业成本	3244	3930	4633	5114
应收账款	1225	1669	2182	2338	税金及附加	119	140	167	200
其他应收款	130	71	108	153	销售费用	2335	2377	2866	3247
预付账款	53	81	85	100	管理费用	600	528	637	722
存货	1746	1887	2085	2301	研发费用	827	704	849	1022
其他流动资产	327	346	359	348	财务费用	22	-15	-26	-47
<b>非流动资产</b>	8984	9103	9220	9113	信用减值损失	-10	-10	-10	-10
长期股权投资	2	2	2	2	资产减值损失	-248	-50	-40	-40
固定资产	6012	6437	6880	6929	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	1197	958	575	345	投资收益	40	40	40	40
无形资产	803	850	892	941	<b>营业利润</b>	-689	1288	1644	1926
其他非流动资产	971	856	872	896	营业外收入	10	9	9	10
<b>资产总计</b>	13319	14379	16418	18414	营业外支出	122	94	107	108
<b>流动负债</b>	2607	2618	3207	3519	<b>利润总额</b>	-800	1203	1546	1828
短期借款	0	10	20	25	所得税	-66	99	128	151
应付账款	1847	1804	2332	2611	<b>净利润</b>	-734	1103	1419	1677
其他流动负债	760	804	855	883	少数股东损益	-10	2	5	10
<b>非流动负债</b>	510	455	487	494	<b>归属母公司净利润</b>	-725	1101	1414	1667
长期借款	0	0	0	10	EBITDA	-63	1872	2306	2649
其他非流动负债	510	455	487	484	EPS (元)	-0.43	0.66	0.85	1.00
<b>负债合计</b>	3117	3074	3694	4013					
<b>归属母公司股东权益</b>	10223	11325	12739	14406	<b>主要财务比率</b>				
股本	1671	1671	1671	1671	<b>会计年度</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
资本公积	2343	2343	2343	2343	<b>成长能力</b>				
留存收益	6217	7318	8733	10399	营业收入	-36.9%	35.2%	20.5%	13.3%
少数股东权益	-21	-19	-14	-4	营业利润	-138.7%	287.0%	27.6%	17.1%
<b>负债和股东权益</b>	13319	14379	16418	18414	归属母公司净利润	-153.6%	252.0%	28.4%	17.8%
					<b>获利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率(%)	50.2%	55.4%	56.3%	57.5%
					净利率(%)	-11.1%	12.5%	13.3%	13.9%
<b>会计年度</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	ROE(%)	-7.1%	9.7%	11.1%	11.6%
<b>经营活动现金流</b>	611	1013	1926	2224	ROIC(%)	-6.7%	11.9%	14.6%	17.0%
净利润	-734	1103	1419	1677	<b>偿债能力</b>				
资产减值准备	259	0	0	0	资产负债率(%)	23.4%	21.4%	22.5%	21.8%
折旧摊销	604	599	688	770	流动比率	1.66	2.02	2.24	2.64
财务费用	28	-15	-26	-47	速动比率	0.99	1.29	1.59	1.99
投资损失	-45	-40	-40	-40	利息保障倍数	-22.98	1877.42	1434.23	1079.57
营运资金变动	661	-558	-194	-111	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	-161	-78	79	-25	总资产周转率	0.43	0.64	0.69	0.69
<b>投资活动现金流</b>	1612	-655	-813	-600	应收账款周转率	3.53	6.08	5.51	5.32
资本支出	290	742	712	554	存货周转率	1.53	2.16	2.33	2.33
长期投资	-1785	-19	9	-5	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	117	68	-91	-51	每股收益(最新摊薄)	-0.43	0.66	0.85	1.00
<b>筹资活动现金流</b>	-2253	13	43	58	每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.61	1.15	1.33
短期借款	-600	10	10	5	每股净资产(最新摊薄)	6.12	6.78	7.63	8.62
长期借款	-599	0	0	10	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	-31.89	20.98	16.34	13.86
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.26	2.04	1.81	1.60
其他筹资现金流	-1054	3	33	43	EV/EBITDA	-352.65	11.78	9.56	8.33
<b>现金净增加额</b>	-30	371	1156	1682					

资料来源：天软、湘财证券研究所

敬请阅读末页之重要声明

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。