

医药行业研究组

分析师：吴春红

执业证书编号：S1410524050001

投资评级： 增持（维持）

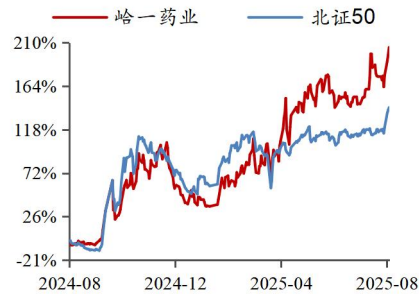
当前价格： 25.68元

市场数据

总股本(百万股)	78.71
A股股本(百万股)	78.71
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	59.98
12个月最高/最低(元)	33.90/11.22
第一大股东	董来山
第一大股东持股比例(%)	39.24
上证综指/沪深300	3766.21/4271.40

数据来源：聚源注：2025年8月20日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	10.68	10.57	62.13
绝对收益	24.54	21.49	203.73

数据来源：聚源注：相对收益与北证50相比

相关研究报告

1. 江海证券-公司深度报告(首次覆盖)-哈一药业-430478.BJ: 募投项目升级释放动能, CDMO业务与高毛利产品共筑未来 - 2025.04.16

哈一药业 430478.BJ

医药生物行业

2025年半年报营收利润超预期,关注募投项目的进展

事件:

公司公布2025年半年报,2025H1公司实现营业收入1.63亿元,同比增长18.35%;归母净利润4042.55万元,同比增幅达38.8%,扣非净利润3883.44万元,同比增长47.38%。毛利率从去年同期的39.25%提升至43.02%,净利率由20.33%增至23.65%,净资产收益率(ROE)同比上升1.79个百分点至8.02%。经营活动现金流净额达6004.6万元,同比+301.44%。

投资要点:

◆公司在2025年上半年营收稳健增长,盈利能力显著提升,净利润增速远超营收增速。值得一提的是,经营活动产生的现金流量净额大幅增加,同比增长了301.44%,反映出销售回款效率大幅改善。公司业绩增长主要得益于抗过敏类、抗氧化类产品需求的增长和客户销售额的增加。其中:抗过敏类药物中间体收入约0.69亿元,同比增长37.5%。抗氧化类药物及其中间体收入约0.16亿元,同比增长77.06%。解热镇痛类药物及其中间体(如塞来昔布)收入约0.12亿元,同比增长61.41%。公司通过工艺优化和成本控制,费用管控有效,使得毛利率和净利率双双提升。

◆公司技术壁垒与专利储备丰富。公司专注于高级医药中间体、原料药及相关产品的研发、生产与销售,核心产品涵盖抗过敏类、抗血栓类、抗氧化类、胃溃疡类、抗病毒类、解热镇痛类及紫外线吸收剂等类别,具体包括普仑司特、盐酸沙格雷酯、4-羟基香豆素、白藜芦醇、莫沙必利、塞来昔布、联苯双酯、二苯甲酰基间苯二酚等特色原料药的高级医药中间体及相关产品。这些产品具有结构复杂、研发难度大、技术壁垒高、生产工艺独特、附加值高等显著特点。产品终端市场以韩国、日本等境外市场为主,终端客户包括韩国大熊制药、韩国CKD、韩国日东制药、日本CHORICO.LTD、日本住友制药、日本三洋化学、日本日医工等国际知名医药企业。公司作为国家级高新技术企业,搭建了完整且专业化的研发平台,掌握自主知识产权与先进生产工艺,现拥有15项发明专利、19项实用新型专利。自成立以来,公司始终聚焦主营业务发展与科技创新,先后被认定为“安徽省专精特新中小企业”“安徽省创新型试点企业”“安徽省企业技术中心”及“滁州市工程技术研究中心”。

◆公司始终秉持“技术与工艺领先”的发展战略,持续加大研发投入。控股子公司杭州小蓓积极拓展CDMO业务,着力打造一站式服务平台。依托专业研发团队,以及在生产工艺研发、质量研究、安全性研究等领域积累的丰富技术经验,公司逐步培育和发展化学原料药及CDMO业务,旨在进一步延伸产业链、拓展业务模式,提升综合竞争力。公司上半年研发投入1014.43万元,同比增长4.67%,并取得了两项核心发明专利(吉格列汀草酸盐晶型、恩杂鲁胺中间体制备方法),这为后续产品竞争力提供了支撑。

◆公司募投项目升级,向全产业链延伸。公司将原“年产198吨医药中间体”项目拓展为“年产420吨原料药”的规模化产能布局,总投资额提升至7.08亿元,重点聚焦抗过敏、消化系统及抗病毒药物等领域。升级后的募投项目包含16种原料药,除已获批的阿嗪米特外,其余15个品种包括盐酸伊托必利、枸橼酸莫沙必利、盐酸沙格雷酯、普仑司特、舒林酸、依匹斯汀、克霉唑、辣椒素、氟比洛芬、

厄多司坦、培比洛芬、吉格列汀、华法林、特戈拉赞、氟卡尼。公司通过控股70%的合资企业安徽哈一达善医药，正加速构建全产业链体系——其制剂工厂已进入设备验证阶段，将作为韩国达善制药的海外生产基地，计划于2026-2027年完成产品产地变更审批。此次升级不仅强化原料药供应能力，更通过制剂环节的垂直整合，推动企业向“原料药-制剂”一体化制造平台转型，为国际合作伙伴提供稳定的高品质药物生产支持。

◆**估值和投资建议：**我们预计2025-2027年公司营业收入分别为328.40/412.83/485.61百万元，同比增长21.42%/25.71%/17.63%；2025-2027年公司归母净利润分别为69.45/86.08/92.70百万元，同比增长39.84%/23.94%/7.70%。当前市值对应2025-2027年PE分别为29.10/23.48/21.80倍。公司借助募投项目的产能升级、研发驱动高附加值产品优化及全球化布局，公司业绩有望保持稳定增长。维持“增持”评级。

◆**风险提示：**产品结构波动风险，销售客户集中风险，政策变动风险，原辅材料供应及价格波动风险，对外贸易波动风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	226.25	270.47	328.40	412.83	485.61
增长率（%）	-12.54%	19.54%	21.42%	25.71%	17.63%
归母净利润（百万元）	48.57	49.66	69.45	86.08	92.70
增长率（%）	-14.10%	2.25%	39.84%	23.94%	7.70%
ROE（%）	9.43%	9.01%	11.98%	13.74%	13.46%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.62	0.63	0.88	1.09	1.18
P/E（倍）	41.61	40.70	29.10	23.48	21.80
P/B（倍）	4.43	4.17	3.81	3.43	3.09

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	359	359	406	478	521
现金	69	75	91	115	135
应收票据及应收账款	20	41	33	60	49
其他应收款	14	6	19	12	24
预付账款	4	3	5	5	7
存货	92	88	113	139	160
其他流动资产	161	146	146	146	146
非流动资产	174	202	221	251	268
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	133	127	148	176	193
无形资产	25	33	34	35	36
其他非流动资产	16	42	39	40	39
资产总计	533	562	628	728	789
流动负债	63	64	89	136	138
短期借款	0	0	13	45	37
应付票据及应付账款	46	39	56	63	79
其他流动负债	16	26	19	27	22
非流动负债	3	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	2	2	2	2
负债合计	66	66	90	137	139
少数股东权益	11	11	6	1	-4
股本	40	56	79	79	79
资本公积	134	118	95	95	95
留存收益	281	315	360	416	473
归属母公司股东权益	456	484	531	590	654
负债和股东权益	533	562	628	728	789

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	41	41	60	66	98
净利润	44	45	64	81	87
折旧摊销	16	22	18	23	29
财务费用	-1	-3	-2	-2	-3
投资损失	-3	-3	-2	-2	-3
营运资金变动	-19	-25	-19	-34	-13
其他经营现金流	4	6	0	-0	0
投资活动现金流	-150	-23	-35	-50	-43
资本支出	17	45	37	53	46
长期投资	-136	19	0	0	0
其他投资现金流	3	3	2	3	3
筹资活动现金流	102	-9	-22	-25	-25
短期借款	0	0	13	33	-9
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	10	16	22	0	0
资本公积增加	100	-17	-22	0	0
其他筹资现金流	-8	-9	-34	-58	-17
现金净增加额	-7	11	3	-9	29

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	226	270	328	413	486
营业成本	145	170	190	238	283
营业税金及附加	3	3	4	5	6
销售费用	2	2	3	4	5
管理费用	26	27	38	50	61
研发费用	16	21	24	31	39
财务费用	-1	-3	-2	-2	-3
资产和信用减值损失	-3	-4	-1	-0	-1
其他收益	2	3	2	2	2
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	3	3	2	2	3
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	38	54	76	93	101
营业外收入	14	0	0	3	3
营业外支出	1	0	0	1	1
利润总额	52	53	76	96	103
所得税	7	9	12	14	16
净利润	44	45	64	81	87
少数股东损益	-5	-5	-5	-5	-5
归属母公司净利润	49	50	69	86	93
EBITDA	67	75	92	117	131
EPS (元)	0.62	0.63	0.88	1.09	1.18

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-12.5	19.5	21.4	25.7	17.6
营业利润(%)	-34.1	40.4	41.9	21.8	8.4
归属于母公司净利润(%)	-14.1	2.2	39.8	23.9	7.7
获利能力					
毛利率(%)	35.9	37.3	42.3	42.4	41.8
净利率(%)	19.5	16.5	19.6	19.7	18.0
ROE(%)	9.4	9.0	12.0	13.7	13.5
ROIC(%)	9.5	9.1	11.5	12.6	12.5
偿债能力					
资产负债率(%)	12.4	11.8	14.4	18.9	17.6
净负债比率(%)	-14.2	-14.8	-14.5	-11.6	-15.0
流动比率	5.7	5.6	4.6	3.5	3.8
速动比率	4.2	4.1	3.2	2.4	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	9.4	11.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.9	4.9	11.4	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.63	0.88	1.09	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.53	0.76	0.84	1.24
每股净资产(最新摊薄)	5.79	6.15	6.75	7.49	8.31
估值比率					
P/E	41.6	40.7	29.1	23.5	21.8
P/B	4.4	4.2	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	27.2	24.4	19.6	15.5	13.6

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

分析师介绍

姓名：吴春红

从业经历：中南民族大学金融管理学硕士，17 年证券从业经验，2009 年入职江海证券。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。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“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告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报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。