千红制药（002550）

2025 年中报点评：创新化转型顺利，原料药业务拐点已现，制剂毛利率大幅提升

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,814	1,526	2,051	2,737	3,283
同比（%）	(21.24)	(15.88)	34.36	33.46	19.95
归母净利润（百万元）	181.86	356.03	443.10	511.97	609.01
同比（%）	(43.77)	95.77	24.45	15.54	18.95
EPS-最新摊薄（元/股）	0.14	0.28	0.35	0.40	0.48
P/E（现价&最新摊薄）	76.71	39.18	31.48	27.25	22.91

投资要点

- **事件：2025 年 8 月 22 日，公司发布半年报。**2025 年上半年公司实现收入 8.62 亿元（+0.72%，括号内为同比，下同），实现归母净利润 2.58 亿元（+41.17%），实现扣非归母净利润 1.99 亿元（+10.71%）。单 Q2 实现收入 4.11 亿元（+4.16%），实现归母净利润 0.97 亿元（+23.38%），实现扣非归母净利润 0.92 亿元（+18.44%）。业绩超我们预期。

- **创新化转型顺利，新药临床顺利推进、走向海外。**截至 2025 年中报，公司已有 4 条创新药管线处在Ⅱ期临床或即将进入Ⅲ期临床。原创一类新药 QHRD107 胶囊已完成Ⅱa 期临床试验，且Ⅱa 期临床试验研究阶段性成果先后在美国血液学年会（ASH）、欧洲血液学年会（EHA）顺利发表，目前正处于向 CDE 申请Ⅱb 期临床研究阶段；原创一类新药 QHRD106 注射液已完成Ⅱ期临床试验，目前正处于向 CDE 申请Ⅲ期临床研究阶段。我们认为，公司布局创新药多年，现已进入收获期。

- **原料药业务见底回升，河南千牧投产有望带来业绩增量。**2025H1，公司原料药业务实现收入 3.2 亿元（+17.52%）。肝素原料药行业自 2023 年 Q2 起进入下游去库存周期，需求疲软。公司在经历连续 8 个季度的收入下滑后，首次实现单季度收入增长。我们判断肝素原料药下游需求正在改善，价格筑底，有望回升。此外，公司与牧原股份合资的河南千牧已于 7 月正式投产，保障公司上游粗品供应链稳定的同时，做到肝素可溯源，为公司进入高端市场制剂企业供应链打下坚实基础，中期有望贡献业绩增量。

- **制剂业务毛利率大幅提升，盈利能力增强。**2025H1，公司制剂业务实现收入 5.4 亿元（-7.15%），实现毛利率 69.90%，同比大幅提升 8.54pp。毛利率的提升主要得益于成本端的大幅下降。公司制剂产品主要为肝素制剂和胰酶制剂，均为原料药制剂一体化品种。肝素原料药价格在 2024 年触底，高价库存消耗殆尽后，2025 年公司制剂享受到低价原料药带来的成本降低。考虑到公司持续发力改善成本，我们预计公司制剂业务将维持高毛利率。

- **盈利预测与投资评级：**我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年收入分别为 20.51/27.37/32.83 亿元，归母净利润分别为 4.43/5.12/6.09 亿元；对应当前市值 P/E 估值 31/27/23X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原料药下游需求不及预期；新药研发进展不及预期；商业化进度不及预期。

2025 年 08 月 22 日

证券分析师 朱国广
执业证书：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	10.90
一年最低/最高价	4.87/12.75
市净率(倍)	5.21
流通 A 股市值(百万元)	10,439.36
总市值(百万元)	13,949.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.09
资产负债率(%,LF)	9.29
总股本(百万股)	1,279.80
流通 A 股(百万股)	957.74

相关研究

《千红制药(002550)：QHRD107 EHA 数据点评：Ⅱa 期初步数据优秀，临床进展顺利》

2025-06-11

《千红制药(002550)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：业绩符合我们预期，主业保持稳健，QHRD107 临床数据优秀》

2025-04-18

请务必阅读正文之后的免责声明部分

千红制药三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**1,694**	**1,902**	**2,301**	**2,733**
货币资金及交易性金融资产	714	654	724	898
经营性应收款项	286	394	504	615
存货	427	521	728	869
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	267	333	344	351
非流动资产	**1,137**	**1,104**	**1,045**	**986**
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产及使用权资产	502	449	395	342
在建工程	61	61	61	61
无形资产	109	104	98	92
商誉	11	11	11	11
长期待摊费用	21	21	21	21
其他非流动资产	427	453	453	453
资产总计	**2,830**	**3,006**	**3,346**	**3,719**
流动负债	**223**	**217**	**283**	**333**
短期借款及一年内到期的非流动负债	20	20	20	20
经营性应付款项	89	76	113	140
合同负债	10	12	17	20
其他流动负债	105	109	134	152
非流动负债	90	92	92	92
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0
其他非流动负债	90	92	92	92
负债合计	**314**	**309**	**375**	**424**
归属母公司股东权益	2,517	2,716	3,012	3,365
少数股东权益	(1)	(19)	(42)	(70)
所有者权益合计	**2,517**	**2,697**	**2,971**	**3,295**
负债和股东权益	**2,830**	**3,006**	**3,346**	**3,719**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**1,526**	**2,051**	**2,737**	**3,283**
营业成本(含金融类)	689	918	1,238	1,482
税金及附加	24	26	37	44
销售费用	305	410	547	657
管理费用	123	164	213	256
研发费用	104	144	192	236
财务费用	(12)	0	0	0
加:其他收益	13	19	27	31
投资净收益	12	10	16	19
公允价值变动	2	0	0	0
减值损失	76	57	0	0
资产处置收益	0	18	18	21
营业利润	**396**	**494**	**570**	**678**
营业外净收支	(1)	0	0	0
利润总额	**396**	**494**	**570**	**678**
减:所得税	63	68	81	97
净利润	**333**	**425**	**489**	**581**
减:少数股东损益	(23)	(18)	(23)	(28)
归属母公司净利润	**356**	**443**	**512**	**609**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.28	0.35	0.40	0.48
EBIT	370	494	570	678
EBITDA	440	553	629	737
毛利率(%)	54.85	55.24	54.75	54.85
归母净利率(%)	23.33	21.61	18.71	18.55
收入增长率(%)	(15.88)	34.36	33.46	19.95
归母净利润增长率(%)	95.77	24.45	15.54	18.95

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	515	199	252	390
投资活动现金流	(323)	(74)	34	40
筹资活动现金流	(325)	(185)	(216)	(257)
现金净增加额	(135)	(60)	71	173
折旧和摊销	70	59	59	59
资本开支	(77)	2	18	21
营运资本变动	183	(207)	(262)	(210)

重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股净资产(元)	1.97	2.12	2.35	2.63
最新发行在外股份（百万股）	1,280	1,280	1,280	1,280
ROIC(%)	12.30	16.19	17.14	18.42
ROE-摊薄(%)	14.14	16.31	17.00	18.10
资产负债率(%)	11.09	10.28	11.21	11.41
P/E（现价&最新股本摊薄）	39.18	31.48	27.25	22.91
P/B（现价）	5.54	5.14	4.63	4.15

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn