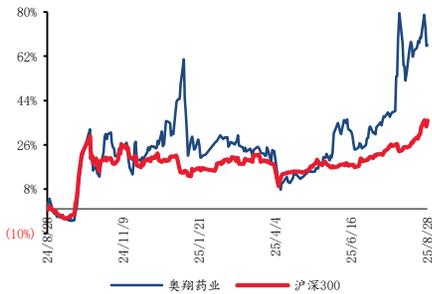


Q2 盈利能力短期承压,“大研发”有望驱动公司成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 8.3/8.3
总市值/流通(亿元) 94.82/94.82
12个月内最高/最低价 12.51/6.52 (元)

相关研究报告

<<Q1 业绩符合市场预期,持续加大研发投入>>—2025-04-30

<<Q3 业绩略低于市场预期,看好制剂获批贡献增量>>—2024-10-30

<<Q2 业绩略低于市场预期,高毛利产品占比提升>>—2024-08-25

证券分析师:周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师:乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190524080001

● 事件

2025年8月28日,公司发布2025年半年报,2025H1公司实现营业收入4.82亿元(YoY-2.14%),归母净利润1.69亿元(YoY-5.83%),扣非净利润1.51亿元(YoY-12.29%)。

● 观点

Q2 营收略有下滑,短期盈利能力承压。分季度来看,2025Q2公司实现营收1.75亿元(YoY-8.48%),归母净利润0.50亿元(YoY-25.54%),扣非净利润0.40亿元(YoY-37.97%),毛利率为53.16%,同比-9.03pct,净利率为28.62%,同比-6.55pct。公司Q2营收略有下滑,短期盈利能力承压,我们认为,一方面与产品结构变化有关,同时部分产品竞争加剧,价格承压,其中枢脑血管类产品毛利率同比下滑14.76pct;另一方面公司加大研发投入,Q2研发费用同比增长1,087万元,研发费用率达16.00%,同比提升7.40pct。

研发投入持续加码,25H1研发费用创历史新高。公司坚持“大研发实现超常规快速发展”的发展理念,在扩大API及制剂研发队伍,提升研发效率和水平的同时,引进生物国千人才团队,成立合成生物技术研究,利用生物技术与AI技术赋能API的发展,并开发特殊功能性产品,拓展新的发展领域,特别是合成生物技术与多肽药物、RNA药物、寡核苷酸及中分子药物的研发。2025H1,公司研发团队扩充至近500人,新成立了制剂研究院、合成生物技术研究,研发费用达5,633.80万元,占营业收入的11.69%,同比增长39.40%,创历史同期新高,未来公司还将不断加大研发投入。

制剂将迎来收获期,打造第三增长曲线。公司与STADA合作的第一个制剂产品甲磺酸伊马替尼片于2024年12月获得比利时上市许可,预计将陆续在欧洲其他国家及中国获批,并有望于2025年H2开始贡献销售收入。此外,公司积极布局创新药业务,一方面投资新药公司,另一方面引进、开发新药,公司正在开发的用于治疗缺血性脑卒中的1.1类新药布罗佐喷钠尚待进入III期临床。

● 投资建议

我们预测公司2025/26/27年收入为8.83/10.32/12.69亿元,归母净利润为2.71/3.20/3.96亿元,对应当前PE为35/30/24X,考虑到公司持续加码研发投入,有望驱动公司成长,且制剂业务将于年内开始贡献增量收入,持续给予“买入”评级。

● 风险提示

行业政策风险;关税风险;市场竞争加剧风险;产品价格下滑风险;产品研发失败风险;

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	795	883	1,032	1,269
营业收入增长率(%)	-2.63%	11.06%	16.83%	22.96%
归母净利润(百万元)	207	271	320	396
净利润增长率(%)	-18.55%	31.12%	17.85%	23.87%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.33	0.38	0.48
市盈率(PE)	45.68	34.97	29.67	23.95

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	1,124	1,096	1,353	1,407	1,632
应收和预付款项	137	193	148	167	202
存货	365	401	377	441	522
其他流动资产	49	19	16	14	16
流动资产合计	1,675	1,709	1,894	2,029	2,372
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	517	543	684	862	933
在建工程	526	496	446	396	346
无形资产开发支出	150	155	155	155	155
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,758	1,788	1,979	2,119	2,467
资产总计	2,952	2,982	3,264	3,532	3,901
短期借款	300	270	330	340	350
应付和预收款项	411	352	425	482	588
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	99	89	95	105	120
负债合计	810	710	850	927	1,059
股本	593	830	830	830	830
资本公积	677	440	440	440	440
留存收益	872	1,002	1,159	1,351	1,588
归母公司股东权益	2,142	2,272	2,413	2,605	2,842
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,142	2,272	2,413	2,605	2,842
负债和股东权益	2,952	2,982	3,264	3,532	3,901

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	222	178	417	316	417
投资性现金流	-175	-120	-81	-135	-35
融资性现金流	470	-108	-74	-126	-157
现金增加额	524	-39	268	54	224

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	817	795	883	1,032	1,269
营业成本	367	364	408	469	565
营业税金及附加	7	11	7	8	9
销售费用	18	17	15	18	19
管理费用	100	106	84	98	117
财务费用	-34	-24	-24	-34	-30
资产减值损失	5	-9	-3	-3	-3
投资收益	5	23	24	20	20
公允价值变动	-4	5	0	0	0
营业利润	291	241	313	369	458
其他非经营损益	0	-1	0	0	0
利润总额	291	240	313	369	458
所得税	37	33	42	50	62
净利润	254	207	271	320	396
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	254	207	271	320	396

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	55.05%	54.23%	53.82%	54.58%	55.48%
销售净利率	31.09%	26.00%	30.70%	30.97%	31.20%
销售收入增长率	6.83%	-2.63%	11.06%	16.83%	22.96%
EBIT 增长率	22.63%	-26.23%	52.77%	16.16%	27.51%
净利润增长率	7.87%	-18.55%	31.12%	17.85%	23.87%
ROE	11.86%	9.10%	11.24%	12.27%	13.93%
ROA	9.64%	6.97%	8.68%	9.41%	10.65%
ROIC	9.16%	6.40%	9.11%	9.85%	11.59%
EPS (X)	0.31	0.25	0.33	0.38	0.48
PE (X)	36.84	45.68	34.97	29.67	23.95
PB (X)	3.16	4.17	3.93	3.64	3.34
PS (X)	8.29	11.92	10.74	9.19	7.47
EV/EBITDA (X)	20.04	34.24	28.34	23.52	17.96

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。