

业绩持续恢复，新药研发推进顺利

相关研究：

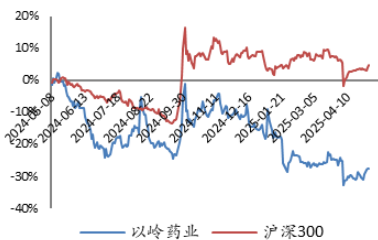
1. 《Q3收入端降幅收窄，强研发创新推动新药进展不断》

20241102

2. 《收入冲减影响2024业绩，25Q1业绩拐点已现》 20250508

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-11	-3	-31
绝对收益	0	13	8

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 2025 年半年度报告。根据 2025 年半年报，2025H1 公司实现营业收入 40.40 亿元，较上年同期下降 12.26%；实现归母净利润 6.69 亿元，较上年同期增长 26.03%。2025Q1 实现营业收入 16.82 亿元，较上年同期下降 19.21%；实现归母净利润 3.43 亿元，较上年同期增长 51.23%。

核心要点：

□ 2025Q2 利润端持续好转，业绩拐点再次验证

根据 wind 数据，单季度来看，2024Q4 为近年来收入及利润低点，2025Q2 利润端延续 Q1 好转趋势，业绩拐点再次得到验证。利润的改善主要源于成本的下降。2025H1 公司毛利率为 59.48%，同比上升 6.11pct；净利率为 16.47%，同比上升 5.03pct。分产品看，自 2024 年下半年以来，部分中药材价格持续回落，公司中药材成本整体呈现下降趋势。2025H1 公司心脑血管类产品毛利率为 65.54%，同比上升 12.77pct；呼吸系统类产品毛利率为 70.90%，同比上升 5.22pct；其他专利产品毛利率为 64.33%，同比上升 12.82pct；医药制造业整体毛利率同比上升 6.15pct。从经营性现金流净额来看，2025H1 经营性现金流净额为 8.32 亿元，较一季度末增加 4.92 亿元，经营性现金流继续改善。经历去库存调整之后，公司 2025 年业绩有望持续复苏。

□ 公司新药研发推进顺利，多款产品处于导入期，有望迎来放量

公司构建了专利中药+化生药+健康产业协同发展的业务布局，新药研发推进顺利。

中药方面，根据公司 2025 年半年报及 20250828 投资者关系活动记录表，芪防鼻通片于 2025 年 1 月获批上市，7 月获得澳门特别行政区政府药物监督管理局核发的《中成药注册证书》；4 月芪桂络痹通片新药注册申请获受理；6 月柴黄利胆胶囊新药注册申请获受理；7 月公司第一个经典名方半夏白术天麻颗粒注册申请获受理；8 月小儿莲花清感颗粒新药注册上市申请获受理。目前公司中药新药中，有 4 款处于申报新药阶段，5 款（柴芩通淋片、参蓉颗粒、藿夏感冒颗粒、莲花清咳颗粒、莲花御屏颗粒）处于 II 期临床阶段。

化生药方面，全资子公司以岭万州持续加大 1 类创新药的研发力度，形成 1 类新药、505B(2)、高端仿制药的优势产品群。目前公司已有 4 款创新药品种（苯胺洛芬注射液、XY0206 片、XY03-EA 片、G201 胶囊）进入临床阶段，多款产品处于临床前研究阶段。其中，苯胺洛芬注射液已完成临床试验，NDA 已获受理；治疗实体瘤、急性髓性白血病的 XY0206 片处于 III 期临床；治疗缺血性脑卒中的 XY03-EA 片进入 II 期临床；适应症为辅助生殖的 G201 胶囊正筹备 II 期临床研究。

未来在中药研发上，公司计划每年申报 1-2 个品种，重点布局大呼吸领域、内分泌领域、妇科和儿科领域。在化生药研发上，以原料药基地做保障，

形成化药核心竞争优势。

□ 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。

鉴于公司 2025H1 成本下降带来的毛利率上升以及对公司未来两年营收增速的预期改变，我们对公司盈利预测进行了调整。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 88.04/98.84/110.16 亿元（前值 88.04/106.14/120.27 亿元），同比增长 35.19%/12.26%/11.45%（前值 35.2%/20.5%/13.3%）；归母净利润分别为 12.58/14.15/15.24 亿元（前值 11.01/14.14/16.67 亿元）；EPS 为 0.75/0.85/0.91 元（前值 0.66/0.85/1.00 元），维持“买入”评级。

□ 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。

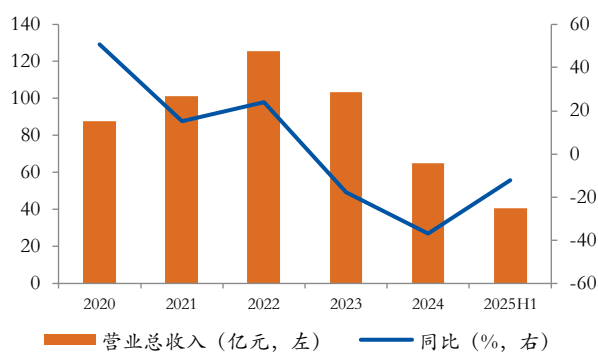
重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6513	8804.45	9883.88	11015.53
同比(%)	-36.9%	35.19%	12.26%	11.45%
归属母公司净利润	-725	1258.21	1415.27	1523.80
同比(%)	-153.6%	273.66%	12.48%	7.67%
毛利率(%)	50.2%	58.21%	58.43%	59.28%
ROE(%)	-7.1%	11.26%	11.50%	11.20%
每股收益(元)	-0.43	0.75	0.85	0.91
P/E	-31.89	21.75	19.34	17.96
P/B	2.26	2.45	2.22	2.01

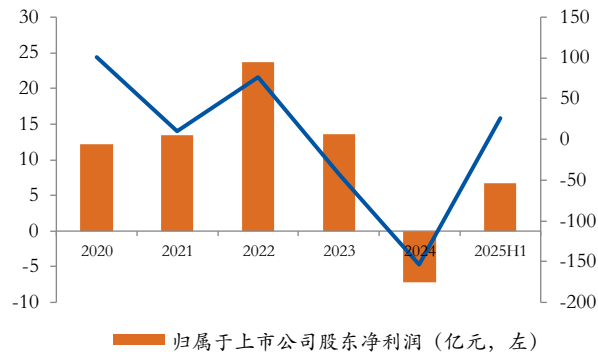
资料来源：同花顺 iFinD、湘财证券研究所

图 1、公司营收及同比增速



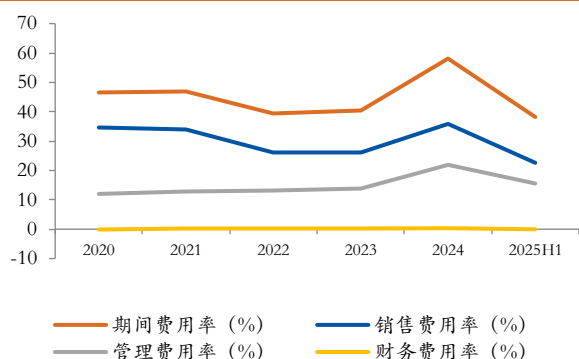
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2、公司归母净利润及同比增速



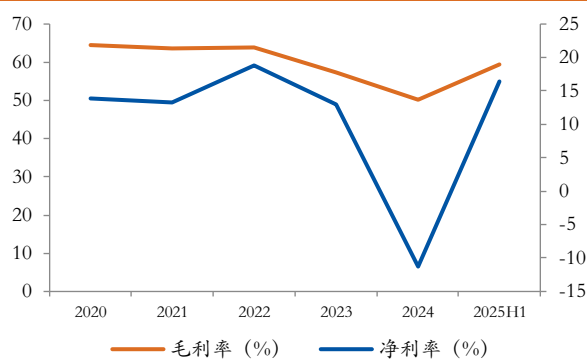
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3、公司期间费用率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4、公司毛利率和净利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

表 1、在研产品进展

在研产品	适应症	研发阶段
中药		
芪桂络痹通片	类风湿性关节炎	申报新药
柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	申报新药
半夏白术天麻颗粒	风痰上扰证	申报新药
小儿连花清感颗粒	儿童感冒	申报新药
柴芩通淋片	反复发作尿路感染	II 期临床
参苓颗粒	肌萎缩侧索硬化症	II 期临床
藿夏感冒颗粒	感冒风邪夹湿证	II 期临床
连花清咳颗粒	儿童气管-支气管炎	II 期临床
连花御屏颗粒	感冒气虚证	II 期临床
化药		
苯胺洛芬注射液	术后疼痛	申报 NDA
XY0206 片	实体瘤、急性髓性白血病	III 期临床
XY03-EA 片	缺血性脑卒中	II 期临床
G201 胶囊	辅助生殖	II 期临床

资料来源：2025 年半年报、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				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	853.03	1106.23	1212.99	1440.34	营业收入	6512.73	8804.45	9883.88	11015.53
应收票据及账款	1390.11	2051.49	2438.82	3019.06	营业成本	3244.21	3679.38	4109.12	4485.63
预付账款	52.77	175.89	127.55	150.49	税金及附加	119.21	139.80	155.76	183.38
其他应收款	129.85	61.34	90.35	132.36	销售费用	2334.70	2377.20	2668.65	2974.19
存货	1746.38	2116.90	2476.73	2826.56	管理费用	600.01	528.27	593.03	660.93
其他流动资产	162.81	163.75	216.14	240.37	研发费用	826.57	704.36	790.71	936.32
流动资产总计	4334.95	5675.60	6562.58	7809.18	财务费用	22.41	-2.64	-3.44	-4.20
长期股权投资	2.47	2.46	2.45	2.44	资产减值损失	-248.34	-147.36	-192.06	-272.81
固定资产	6055.62	6087.45	6389.34	7002.63	信用减值损失	-10.30	-15.34	-18.52	-19.08
在建工程	1196.94	1331.29	1332.31	1133.33	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	0.00
无形资产	802.57	761.98	712.64	654.53	投资收益	39.81	19.51	28.42	29.25
长期待摊费用	4.08	2.04	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	922.54	823.90	725.26	626.63	资产处置收益	-0.49	-1.47	-0.93	-0.96
非流动资产合计	8984.22	9009.13	9162.01	9419.56	其他收益	164.81	140.22	160.10	155.04
资产总计	13319.17	14684.73	15724.59	17228.75	营业利润	-688.90	1373.64	1547.07	1670.71
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	10.47	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	1896.58	1874.97	1868.81	1917.15	营业外支出	121.77	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	710.11	1144.37	1063.32	1216.15	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2606.69	3019.34	2932.13	3133.30	利润总额	-800.19	1373.64	1547.07	1670.71
长期借款	18.21	14.57	10.93	7.29	所得税	-66.01	113.31	127.62	137.82
其他非流动负债	492.18	492.18	492.18	492.18	净利润	-734.18	1260.33	1419.45	1532.89
非流动负债合计	510.39	506.75	503.10	499.46	少数股东损益	-9.67	2.12	4.18	9.09
负债合计	3117.08	3526.09	3435.23	3632.76	归属母公司股东净利润	-724.52	1258.21	1415.27	1523.80
股本	1670.71	1670.71	1670.71	1670.71	EBITDA	-163.72	2146.08	2390.73	2608.94
资本公积	2342.78	2342.78	2342.78	2342.78	NOPLAT	-775.99	1259.38	1417.22	1530.00
留存收益	6210.00	7164.43	8290.96	9588.50	EPS(元)	-0.43	0.75	0.85	0.91
归属母公司权益	10223.49	11177.92	12304.45	13601.99	主要财务比率				
少数股东权益	-21.40	-19.28	-15.09	-6.00	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	10202.09	11158.64	12289.36	13595.99	成长能力				
负债和股东权益合计	13319.17	14684.73	15724.59	17228.75	营收增长率	-36.88%	35.19%	12.26%	11.45%
现金流量表					营业利润增长率	-138.71%	299.40%	12.63%	7.99%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	营业利润增长率	EBIT 增	-145.47%	276.27%	12.59%
税后经营利润	-734.18	1115.13	1247.33	1364.69	EBITDA 增长率	-107.24%	1410.81%	11.40%	9.13%
折旧与摊销	614.06	775.08	847.11	942.43	归母净利润增长率	-153.57%	273.66%	12.48%	7.67%
财务费用	22.41	-2.64	-3.44	-4.20	经营现金流增长率	293.04%	121.43%	2.27%	18.52%
投资损失	-39.81	-19.51	-28.42	-29.25	盈利能力				
营运资金变动	661.27	-674.81	-867.43	-818.09	毛利率	50.19%	58.21%	58.43%	59.28%
其他经营现金流	87.27	159.73	188.52	184.29	净利率	-11.27%	14.31%	14.36%	13.92%
经营性现金净流量	611.01	1352.98	1383.67	1639.87	营业利润率	-10.58%	15.60%	15.65%	15.17%
资本支出	280.73	800.00	1000.00	1200.00	ROE	-7.09%	11.26%	11.50%	11.20%
长期投资	1785.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-5.44%	8.57%	9.00%	8.84%
其他投资现金流	107.76	4.99	12.03	13.17	ROIC	-7.19%	12.57%	12.95%	12.67%
投资性现金净流量	1612.03	-795.01	-987.97	-1186.83	估值倍数				
短期借款	-600.35	0.00	0.00	0.00	P/E	-37.77	21.75	19.34	17.96
长期借款	-593.90	-3.64	-3.64	-3.64	P/S	4.20	3.11	2.77	2.48
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.68	2.45	2.22	2.01
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	1.11%	1.06%	0.83%
其他筹资现金流	-1058.93	-301.14	-285.29	-222.06	EV/EBIT	-34.13	19.79	17.58	16.22
筹资性现金净流量	-2253.18	-304.78	-288.94	-225.70	EV/EBITDA	-162.12	12.64	11.35	10.36
现金流量净额	-30.03	253.19	106.76	227.35	EV/NOPLAT	-34.20	21.55	19.15	17.67

资料来源：同花顺 iFinD、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。