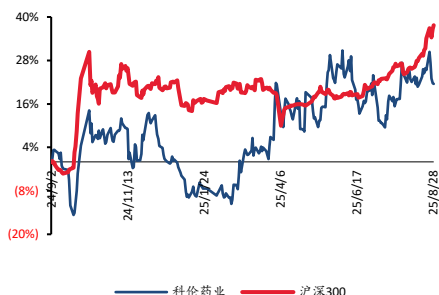


Q2 收入持续恢复，创新药逐步兑现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 15.98/13.06
总市值/流通(亿元) 582.65/476.13
12 个月内最高/最低价 40.8/25.72 (元)

相关研究报告

<<低谷期已过，全年有望迎来环比持续改善>>—2025-04-30
<<利润端保持高速增长，销售费用率持续下降>>—2025-04-24
<<Q3 利润持续同比高增长，降本增效成果显著>>—2024-10-29

证券分析师：周豫

电话：

E-MAIL: zhoubuyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

事件：

8 月 28 日晚，公司发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年公司实现营业收入 90.83 亿元，同比下滑 23.20%，归母净利润为 10.01 亿元，同比下滑 44.41%，扣非后归母净利润为 9.85 亿元，同比下滑 43.79%。

点评：

Q2 收入端出现环比改善，环比增长 6.90%。2025 年上半年公司实现营业收入 90.83 亿元，同比下滑 23.20%，利润端归母净利润为 10.01 亿元，同比下滑 44.41%，扣非后归母净利润为 9.85 亿元，同比下滑 43.79%。分季度来看，Q2 公司收入端实现 46.93 亿元，环比增长 6.90%；利润端实现 4.16 亿元，环比下滑 28.77%，主要受新品上市销售费用提升和研发费用环比增长因素影响。

Q2 毛利率出现环比提升，H1 期间费用率略有提升。2025 年上半年公司整体毛利 45.19 亿元，毛利率为 49.76%，比去年同期下降 4.07pct；净利率为 11.02%，比去年同期下降 4.20pct。单季度来看，Q2 毛利率达 50.77%，环比提升 2.10pct。上半年公司期间费用率略有提升，其中销售费用率为 15.82%，比去年同期下降 0.40%；管理费用率为 6.79%，比去年同期增长 1.60%；研发费用率为 11.54%，比去年同期增长 2.42%。

创新药管线步入收获期，成果逐步兑现。上半年，博度曲妥珠单抗 (A166) 的 NDA 已获 CDE 受理，下半年有望获批上市。抗胸腺基质淋巴细胞生成素 (TSLP) 单克隆抗体 (mAb) SKB378/HBM93781 已实现对外授权，与 Windward Bio AG 订立独占性许可协议。重组表皮生长因子受体 (EGFR) 人鼠嵌合单克隆抗体 (西妥昔单抗 N01 注射液) (达泰莱®) 获 NMPA 批准在中国上市。芦康沙妥珠单抗 (sacTMT) (佳泰莱®) 获 NMPA 批准第二个适应症，用于治疗经表皮生长因子受体 (EGFR) 酪氨酸激酶抑制剂 (TKI) 和含铂化疗治疗后进展的 EGFR 基因突变阳性的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 成人患者。芦康沙妥珠单抗是全球首个在肺癌适应症获批上市的 TROP2ADC 药物。芦康沙妥珠单抗用于治疗既往接受过内分泌治疗且在晚期或转移性阶段接受过其他系统治疗的不可切除的局部晚期或转移性激素受体阳性 (HR+) 且人表皮生长因子受体 2 阴性 (HER2-) 乳腺癌 (BC) 成人患者的适应症上市申请获 CDE 受理。芦康沙妥珠单抗联合塔戈利单抗 (PD-L1 单抗) 一线治疗无驱动基因突变的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌获 NMPA 突破性疗法认定。

盈利预测与投资建议：我们预测公司 2025/2026/2027 年收入为 202.75/221.00/243.00 亿元，同比-7.05%/+9.00%/+9.95%。归母净利润为 28.48/30.17/32.01 亿元，同比-3.01%/+5.96%/+6.09%。对应当前 PE 为 20/19/18X。考虑公司院内集采影响边际加速弱化，创新药持续贡献增量，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险；药品研发及上市不及预期；产品销售不及预期；竞争加剧的风险；环保风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,812	20,275	22,100	24,300
营业收入增长率(%)	1.67%	-7.05%	9.00%	9.95%
归母净利（百万元）	2,936	2,848	3,017	3,201
净利润增长率(%)	19.53%	-3.01%	5.96%	6.09%
摊薄每股收益（元）	1.86	1.78	1.89	2.00
市盈率（PE）	19.60	20.46	19.31	18.20

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	4,675	3,974	7,552	10,729	14,210
应收和预付款项	5,069	5,179	4,874	5,312	5,840
存货	3,840	3,801	3,593	3,911	4,297
其他流动资产	4,706	4,983	5,283	5,802	6,347
流动资产合计	18,290	17,936	21,302	25,755	30,695
长期股权投资	3,976	4,210	4,410	4,610	4,810
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	9,750	11,176	10,372	9,520	8,621
在建工程	2,045	1,204	1,204	1,204	1,204
无形资产开发支出	1,297	1,229	1,207	1,185	1,158
长期待摊费用	56	77	67	57	47
其他非流动资产	19,331	19,420	22,945	27,481	32,425
资产总计	36,455	37,316	40,205	44,058	48,265
短期借款	3,458	2,457	2,457	2,457	2,457
应付和预收款项	2,539	2,574	2,405	2,617	2,876
长期借款	1,082	342	242	142	92
其他负债	6,360	5,205	5,332	5,816	6,361
负债合计	13,439	10,578	10,435	11,032	11,785
股本	1,499	1,601	1,601	1,601	1,601
资本公积	6,144	7,732	7,732	7,732	7,732
留存收益	11,973	13,222	15,867	18,672	21,648
归母公司股东权益	19,672	22,480	25,086	27,891	30,866
少数股东权益	3,343	4,259	4,684	5,135	5,613
股东权益合计	23,016	26,738	29,770	33,026	36,480
负债和股东权益	36,455	37,316	40,205	44,058	48,265

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	5,337	4,493	5,011	4,481	4,712
投资性现金流	-3,370	-1,819	-1,220	-1,191	-1,156
融资性现金流	-2,059	-3,304	-211	-112	-75
现金增加额	-87	-644	3,578	3,177	3,481

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,454	21,812	20,275	22,100	24,300
营业成本	10,206	10,537	9,950	10,830	11,900
营业税金及附加	303	276	203	221	243
销售费用	4,450	3,493	3,244	3,757	4,374
管理费用	1,142	1,308	1,217	1,326	1,458
财务费用	234	66	-79	-151	-215
资产减值损失	-131	-131	-6	-6	-6
投资收益	359	345	324	354	389
公允价值变动	15	20	0	0	0
营业利润	3,654	4,426	4,336	4,586	4,857
其他非经营损益	-74	-141	-140	-140	-140
利润总额	3,580	4,285	4,196	4,446	4,717
所得税	934	923	923	978	1,038
净利润	2,647	3,362	3,273	3,468	3,679
少数股东损益	191	426	426	451	478
归母股东净利润	2,456	2,936	2,848	3,017	3,201

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	52.43%	51.69%	50.92%	51.00%	51.03%
销售净利率	11.45%	13.46%	14.04%	13.65%	13.17%
销售收入增长率	12.69%	1.67%	-7.05%	9.00%	9.95%
EBIT 增长率	46.66%	17.57%	-1.55%	4.33%	4.82%
净利润增长率	44.03%	19.53%	-3.01%	5.96%	6.09%
ROE	12.49%	13.06%	11.35%	10.82%	10.37%
ROA	7.49%	9.11%	8.44%	8.23%	7.97%
ROIC	8.72%	10.60%	9.45%	8.97%	8.57%
EPS (X)	1.69	1.86	1.78	1.89	2.00
PE (X)	21.57	19.60	20.46	19.31	18.20
PB (X)	2.78	2.60	2.32	2.09	1.89
PS (X)	2.55	2.68	2.87	2.64	2.40
EV/EBITDA (X)	11.84	10.70	9.50	8.51	7.54

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。