

华海药业（600521.SH）

2025 上半年业绩有所波动，在研项目快速推进

2025 年 09 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

阮帅（分析师）

yuruyi@kysec.cn

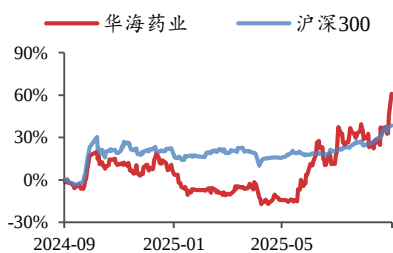
ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790524040007

日期	2025/9/1
当前股价(元)	26.59
一年最高最低(元)	26.59/13.49
总市值(亿元)	398.12
流通市值(亿元)	387.18
总股本(亿股)	14.97
流通股本(亿股)	14.56
近 3 个月换手率(%)	232.99

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024 年前三季度业绩快速增长，在研项目进展顺利——公司信息更新报告》-2024.11.3

《2024 上半年业绩快速增长，国内制剂业务强劲增长——公司信息更新报告》-2024.9.3

● 2025 年上半年业绩有所波动，在研项目快速推进

2025 年上半年公司实现营收 45.16 亿元（同比-11.93%，下文都是同比口径），归母净利润 4.09 亿元（-45.3%），扣非归母净利润 3.63 亿元（-52.48%），毛利率 63.32%（+1.31pct），净利率 8.97%（-5.74pct）。考虑公司创新药进展较快、研发投入较大，我们下调 2025-2026 年业绩预测（原预测归母净利润为 15.55/19.29 亿元），新增 2027 年业绩预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 11.64/12.50/13.14 亿元，当前股价对应 PE 为 34.2/31.8/30.3 倍，考虑公司创新药领域的积极进展，维持“买入”评级。

● 在研项目进展顺利，研发费用率有所提升

2025 年上半年公司研发投入 6.49 亿元，同比增长 23.07%，占营收比例为 14.36%。HB0034 达成关键临床试验终点，2025 年 8 月已纳入 CDE 优先审评品种名单并将于近期提交正式上市申请，有望于 2026 年第二季度获批上市。HB0017 产品中重度斑块状银屑病适应症关键 III 期临床试验患者随访接近收尾，强直性脊柱炎适应症的关键 III 期临床试验快速推进，该产品起效快，效果好，给药周期长，有望成为同类产品的 BIC。HB0025 联合标准治疗用于晚期或复发的子宫内膜癌已正式向 CDE 递交确证性 III 期临床试验启动前会议申请，标志着该项目即将步入 III 期临床开发的关键阶段；非小细胞肺癌的 II 期临床数据疗效显著，9 月初将在济南 CSCO 口头公布临床结果，有望年内启动 III 期临床。此外。公司加强立项的新颖性，利用 AI 和广泛的生物信息，前瞻性地布局立项潜在 FIC 和 BIC 项目，HB0056(TSLP/IL11)中重度哮喘适应症处于临床一期阶段，HB0052(CD73 ADC)胰腺癌适应症处于临床一期阶段。2025 年上半年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 20.93%、15.94%、11.58%、2.16%，同比 +1.29pct、+3.23pct、+3.00pct、+1.47pct。

● **风险提示：**新产品研发注册不及预期、行业政策变化、汇率波动、贸易环境恶化等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,309	9,547	10,786	12,192	13,787
YOY(%)	0.5	14.9	13.0	13.0	13.1
归母净利润(百万元)	830	1,119	1,164	1,250	1,314
YOY(%)	-28.9	34.7	4.0	7.4	5.1
毛利率(%)	60.4	61.9	62.2	62.4	62.7
净利率(%)	10.0	11.7	10.8	10.3	9.5
ROE(%)	9.9	12.3	11.7	11.5	11.1
EPS(摊薄/元)	0.55	0.75	0.78	0.83	0.88
P/E(倍)	47.9	35.6	34.2	31.8	30.3
P/B(倍)	5.1	4.6	4.2	3.8	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7622	8483	10314	10351	13073	营业收入	8309	9547	10786	12192	13787
现金	1342	1537	1739	1964	2222	营业成本	3288	3637	4080	4580	5143
应收票据及应收账款	2481	2943	3450	3623	4461	营业税金及附加	97	117	129	147	166
其他应收款	28	39	47	44	62	营业费用	1295	1679	1650	1792	2027
预付账款	62	95	80	119	106	管理费用	1297	1464	1639	1951	2206
存货	3432	3413	4631	4189	5833	研发费用	983	987	1618	1951	2344
其他流动资产	276	457	366	411	389	财务费用	137	95	3	-22	-4
非流动资产	10978	11778	12315	12853	13364	资产减值损失	-117	-123	-145	-161	-184
长期投资	418	422	410	392	378	其他收益	185	157	171	164	168
固定资产	5620	6353	6826	7273	7702	公允价值变动收益	-100	-69	-85	-77	-81
无形资产	1909	2116	2247	2366	2465	投资净收益	-63	-29	-46	-37	-41
其他非流动资产	3031	2888	2832	2822	2820	资产处置收益	-0	2	1	2	1
资产总计	18600	20261	22629	23204	26437	营业利润	1125	1471	1548	1652	1740
流动负债	5445	5976	8234	8634	11709	营业外收入	6	10	8	9	8
短期借款	1583	2110	4279	4139	6983	营业外支出	30	17	24	20	22
应付票据及应付账款	1387	1585	1680	2021	2115	利润总额	1100	1464	1532	1640	1727
其他流动负债	2476	2281	2275	2474	2611	所得税	283	356	383	405	429
非流动负债	4904	5266	4593	3862	3072	净利润	817	1107	1148	1235	1298
长期借款	4022	4394	3716	2988	2196	少数股东损益	-13	-12	-15	-15	-16
其他非流动负债	881	872	877	874	875	归属母公司净利润	830	1119	1164	1250	1314
负债合计	10349	11241	12827	12497	14781	EBITDA	2211	2768	2701	2999	3307
少数股东权益	174	122	107	92	76	EPS(元)	0.55	0.75	0.78	0.83	0.88
股本	1483	1467	1467	1467	1467	主要财务比率					
资本公积	1296	1185	1185	1185	1185	成长能力					
留存收益	5470	6301	7056	7878	8736	营业收入(%)	0.5	14.9	13.0	13.0	13.1
归属母公司股东权益	8077	8898	9695	10615	11580	营业利润(%)	-27.3	30.8	5.2	6.7	5.4
负债和股东权益	18600	20261	22629	23204	26437	归属于母公司净利润(%)	-28.9	34.7	4.0	7.4	5.1
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	2217	2173	687	3039	362	毛利率(%)	60.4	61.9	62.2	62.4	62.7
净利润	817	1107	1148	1235	1298	净利率(%)	10.0	11.7	10.8	10.3	9.5
折旧摊销	790	933	891	1048	1220	ROE(%)	9.9	12.3	11.7	11.5	11.1
财务费用	137	95	3	-22	-4	ROIC(%)	6.7	8.1	7.0	7.6	7.0
投资损失	63	29	46	37	41	偿债能力					
营运资金变动	149	-267	-1509	637	-2304	资产负债率(%)	55.6	55.5	56.7	53.9	55.9
其他经营现金流	261	275	108	103	110	净负债比率(%)	76.2	73.5	80.3	63.9	74.4
投资活动现金流	-1623	-1920	-1582	-1687	-1859	流动比率	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
资本支出	1592	1853	1413	1617	1740	速动比率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
长期投资	-22	-73	11	18	15	营运能力					
其他投资现金流	-8	6	-180	-87	-134	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
筹资活动现金流	-644	-133	-1335	-856	-1154	应收账款周转率	3.2	3.5	3.4	3.4	3.4
短期借款	186	527	2169	-140	2844	应付账款周转率	3.7	3.8	3.7	3.7	3.7
长期借款	-613	372	-678	-728	-792	每股指标(元)					
普通股增加	-1	-16	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.55	0.75	0.78	0.83	0.88
资本公积增加	-25	-111	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	1.45	0.46	2.03	0.24
其他筹资现金流	-191	-905	-2827	11	-3206	每股净资产(最新摊薄)	5.23	5.78	6.31	6.93	7.57
现金净增加额	-21	171	-2230	497	-2651	估值比率					
						P/E	47.9	35.6	34.2	31.8	30.3
						P/B	5.1	4.6	4.2	3.8	3.5
						EV/EBITDA	20.5	16.5	17.4	15.3	14.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn