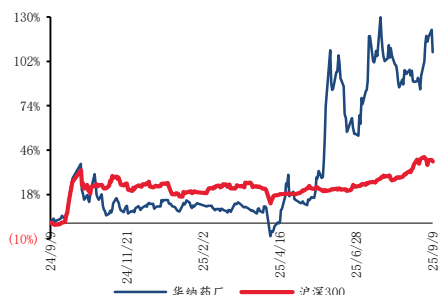


医药

## 华纳药厂：创新药临床稳步推进，ZG-001 有望成为重磅单品

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 1.31/1.31  
总市值/流通(亿元) 72.67/72.67  
12 个月内最高/最低价 63.71/32.88 (元)

### 相关研究报告

<<华纳药厂：高端化药与创新中药共发展，重磅抗抑郁药临床顺利>>—  
2025-07-25

### 证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

### 证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

**事件：**公司近期发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年实现营业收入 7.14 亿元，同比下降 3.37%；受市场竞争激烈及行业政策影响，制剂产品收入和原料药毛利率下滑及计提股权激励费用影响，归母净利润 0.71 亿元，同比下降 36.95%；剔除股权激励费用计提的影响，归母净利润 0.90 亿元，同比下降 19.89%。

### 组建专业化营销团队，促进产品稳定增长

公司组建了三个专业化营销团队，即原辅料事业部、新药事业部、制剂营销中心。2025 年上半年公司原辅料产品实现销售收入 1.80 亿元，同比增长 2.13%；制剂产品实现销售收入 5.22 亿元，同比下滑 5.93%，其中，新药事业部实现销售收入 0.67 亿元，同比增长 34.46%；制剂营销中心实现销售收入 4.55 亿元，同比下滑 10.08%，主要是由于市场竞争激烈及受集采政策影响。随着公司新产品陆续上市和销售产品结构的持续优化，公司原料、制剂产品销售有望保持持续稳定增长。

### 持续加大研发投入，积极推进管线临床

公司研发投入水平持续提高，2025 年上半年研发投入 0.80 亿元，同比增长 20.94%，占营收比例 11.26%，较上年增加 2.26 个百分点。

中药管线方面，乾清颗粒正在开展 III 期临床试验；ZY 系列濒危动物药材替代项目的相关审评审批政策指南清晰的背景下，各个项目的研究工作稳步推进。

小分子化药管线方面，ZG-001 项目正在开展 IIa 期临床试验，ZG-002 项目正在开展 I 期临床试验。2024 年 10 月，公司公告 ZG-001 在健康受试者中的 I 期临床研究结果表明，ZG-001 安全性优异，未见超过 1 级不良反应，针对氯胺酮相关副作用而设计的安全性量表（CADSS、MOAA/S、PWC-20）评估未见氯胺酮相关的分离、镇静症状，且停药未见戒断症状。ZG-001 有望成为新一代快速起效、无成瘾、口服抗抑郁药，重塑抗抑郁药市场格局。根据文献数据测算，我们预计 ZG-001 在 2032 年达到销售峰值 35.6 亿元，对应用药人数 49.6 万人，人均费用 7200 元，相关人群渗透率 15.0%。

**盈利预测及投资评级：**我们预计，2025/2026/2027 年公司营业收入为 14.74/15.93/17.42 亿元，同比增速为 4.30%/8.07%/9.39%；归母净利润为 1.41/1.70/1.90 亿元，同比增速为 -14.01%/20.20%/11.83%。对应 EPS 分别为 1.08/1.29/1.45 元，对应当前股价 PE 分别为 54.93/45.70/40.87 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**全国药品集中采购风险；基药目录和医保目录调整风险；创新药管线研发不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

|            | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 1,413   | 1,474   | 1,593  | 1,742  |
| 营业收入增长率(%) | -1.38%  | 4.30%   | 8.07%  | 9.39%  |
| 归母净利（百万元）  | 164     | 141     | 170    | 190    |
| 净利润增长率(%)  | -22.24% | -14.01% | 20.20% | 11.83% |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.75    | 1.08    | 1.29   | 1.45   |
| 市盈率（PE）    | 23.93   | 54.93   | 45.70  | 40.87  |

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      | 380   | 178   | 332   | 533   | 742   |
| 应收和预付款项   | 181   | 203   | 198   | 216   | 237   |
| 存货        | 363   | 412   | 431   | 472   | 526   |
| 其他流动资产    | 427   | 640   | 625   | 631   | 637   |
| 流动资产合计    | 1,350 | 1,433 | 1,586 | 1,852 | 2,143 |
| 长期股权投资    | 47    | 43    | 43    | 43    | 43    |
| 投资性房地产    | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 固定资产      | 569   | 544   | 481   | 418   | 353   |
| 在建工程      | 28    | 143   | 136   | 129   | 123   |
| 无形资产开发支出  | 77    | 186   | 181   | 171   | 161   |
| 长期待摊费用    | 5     | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 其他非流动资产   | 1,445 | 1,527 | 1,739 | 2,005 | 2,296 |
| 资产总计      | 2,177 | 2,460 | 2,597 | 2,782 | 2,992 |
| 短期借款      | 0     | 4     | 6     | 7     | 8     |
| 应付和预收款项   | 94    | 205   | 163   | 191   | 218   |
| 长期借款      | 17    | 114   | 171   | 203   | 237   |
| 其他负债      | 298   | 315   | 347   | 363   | 387   |
| 负债合计      | 409   | 637   | 686   | 763   | 850   |
| 股本        | 94    | 94    | 131   | 131   | 131   |
| 资本公积      | 850   | 850   | 813   | 813   | 813   |
| 留存收益      | 779   | 859   | 952   | 1,064 | 1,189 |
| 归母公司股东权益  | 1,724 | 1,803 | 1,896 | 2,008 | 2,133 |
| 少数股东权益    | 45    | 19    | 15    | 12    | 10    |
| 股东权益合计    | 1,768 | 1,823 | 1,911 | 2,020 | 2,143 |
| 负债和股东权益   | 2,177 | 2,460 | 2,597 | 2,782 | 2,992 |

| 现金流量表（百万） |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营性现金流    | 214   | 142   | 229   | 236   | 250   |
| 投资性现金流    | 39    | -359  | -70   | 0     | 0     |
| 融资性现金流    | -57   | 14    | -5    | -35   | -41   |
| 现金增加额     | 196   | -202  | 154   | 202   | 209   |

| 利润表（百万） |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入    | 1,433 | 1,413 | 1,474 | 1,593 | 1,742 |
| 营业成本    | 505   | 542   | 581   | 644   | 719   |
| 营业税金及附加 | 19    | 26    | 23    | 25    | 28    |
| 销售费用    | 528   | 480   | 507   | 519   | 549   |
| 管理费用    | 67    | 67    | 66    | 73    | 80    |
| 财务费用    | -12   | -17   | 4     | 3     | 1     |
| 资产减值损失  | -8    | -11   | -8    | -4    | -4    |
| 投资收益    | 4     | -19   | 4     | 3     | 2     |
| 公允价值变动  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润    | 237   | 162   | 163   | 197   | 222   |
| 其他非经营损益 | -7    | 0     | -3    | -3    | -2    |
| 利润总额    | 230   | 162   | 160   | 195   | 220   |
| 所得税     | 37    | 23    | 23    | 28    | 32    |
| 净利润     | 193   | 139   | 137   | 167   | 188   |
| 少数股东损益  | -18   | -26   | -4    | -3    | -2    |
| 归母股东净利润 | 211   | 164   | 141   | 170   | 190   |

| 预测指标         |        |         |         |        |        |
|--------------|--------|---------|---------|--------|--------|
|              | 2023A  | 2024A   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
| 毛利率          | 64.79% | 61.63%  | 60.56%  | 59.56% | 58.73% |
| 销售净利率        | 14.75% | 11.63%  | 9.59%   | 10.66% | 10.90% |
| 销售收入增长率      | 10.84% | -1.38%  | 4.30%   | 8.07%  | 9.39%  |
| EBIT 增长率     | 22.60% | -23.62% | -3.08%  | 20.76% | 11.37% |
| 净利润增长率       | 15.60% | -22.24% | -14.01% | 20.20% | 11.83% |
| ROE          | 12.26% | 9.11%   | 7.45%   | 8.46%  | 8.91%  |
| ROA          | 9.22%  | 5.99%   | 5.43%   | 6.19%  | 6.51%  |
| ROIC         | 10.40% | 7.47%   | 6.72%   | 7.58%  | 7.90%  |
| EPS(X)       | 2.25   | 1.75    | 1.08    | 1.29   | 1.45   |
| PE(X)        | 21.75  | 23.93   | 54.93   | 45.70  | 40.87  |
| PB(X)        | 2.66   | 2.18    | 4.09    | 3.87   | 3.64   |
| PS(X)        | 3.20   | 2.78    | 5.27    | 4.87   | 4.46   |
| EV/EBITDA(X) | 14.91  | 16.05   | 31.21   | 26.72  | 24.10  |

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。