

2025 年 09 月 12 日

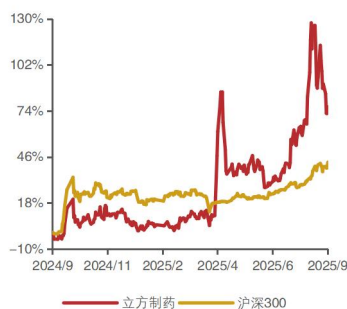
投资评级： 买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
孙洁玲
SAC: S1350524120004
sunjieling@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 11 日

收盘价（元）	30.06
一年内最高/最低（元）	41.47/16.40
总市值（百万元）	5,716.88
流通市值（百万元）	4,140.00
总股本（百万股）	190.18
资产负债率（%）	24.39
每股净资产（元/股）	9.24

资料来源：聚源数据

立方制药 (003020.SZ)

——25H1 业绩符合预期，哌甲酯已正式上市销售

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年中报，2025 上半年实现营业收入 7.32 亿元，同比下滑 4.80%，归母净利润 0.90 亿元，同比增长 16.53%，扣非归母净利润 0.66 亿元，同比下滑 9.68%。单二季度实现收入 3.72 亿元，同比下滑 14.57%，归母净利润 0.52 亿元，同比增长 10.45%，扣非归母净利润 0.35 亿元，同比下滑 22.93%。
- **25H1 业绩符合预期，归母净利率有所提升。**25H1，医药工业板块实现收入 6.68 亿元（同比-4.74%），医药零售实现收入 5645 万元（同比-0.74%）。盈利能力方面，2025H1 毛利率、归母净利率分别为 64.25%/12.32%，同比-7.28/+2.26pct。期间费用率优化，销售费用率显著改善，2025H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 41.3%/4.55%/7.06%/0.01%，同比-6.86/-1.28/+2.29/+0.08pct。
- **布局高端缓控释精麻药，羟考酮和哌甲酯有望持续放量。**公司在高技术壁垒的渗透泵控释技术领域具有领先地位，已上市缓控释制剂包括盐酸羟考酮缓释片、盐酸哌甲酯缓释片、硝苯地平控释片、甲磺酸多沙唑嗪缓释片、帕利哌酮缓释片、非洛地平缓释片、盐酸曲美他嗪缓释片、盐酸文拉法辛缓释片在内的 8 款产品。**精麻药已进入收获期：1）立优加®盐酸哌甲酯缓释片：**作为最复杂工艺的三层芯渗透泵制剂，于 25M4 首仿获批并于 25M9 上市首发，该药物是注意缺陷多动障碍（ADHD）一线治疗药物。根据《注意缺陷多动障碍早期识别、规范诊断和治疗的儿科专家共识（2020 年）》，我国儿童和青少年 ADHD 患病率约为 6.26%，对应患者约 2300 万人，考虑到市场需求持续增长以及原研药专注达®供应短缺，预计立优加有望实现快速放量。**2）羟考酮缓释片：**公司的盐酸羟考酮缓释片 10mg、40mg 规格已分别于 23M3、24M10 获批上市，2024 年上市首个完整年度销售额超 1 亿元，该药是指南推荐的三阶梯癌痛治疗一线用药，预计将保持快速增长。
- **研发投入持续加码，自研与合作并重。**公司持续加大在渗透泵制剂技术、精神麻醉药物、眼科用药、中成药、无菌制剂等领域的研发投入，目前有多个精麻药品立项获批并进入前期研究阶段。25H1 研发费用 5171 万元（同比+40.77%），研发费用率达 7.06%。在创新药布局策略上坚持自研与合作并重：一方面自主研发改良型新药；另一方面，积极通过外部合作引入 1 类新药，丰富产品管线。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.09 亿元、2.65 亿元、3.40 亿元，同比增长 30%、27%、29%，当前股价对应 PE 分别为 27X、22X、17X，考虑到公司精麻药新产品持续放量，业绩增长稳健，维持“买入”评级。
- **风险提示。**销售不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，研发进展不及预期的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,901	1,518	1,688	2,009	2,385
同比增长率（%）	-26.31%	-20.11%	11.16%	19.01%	18.74%
归母净利润（百万元）	227	161	209	265	340
同比增长率（%）	8.33%	-29.15%	30.00%	26.69%	28.54%
每股收益（元/股）	1.19	0.84	1.10	1.39	1.79
ROE（%）	13.45%	9.24%	11.73%	14.44%	17.90%
市盈率（P/E）	25.22	35.60	27.38	21.61	16.81

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	440	436	456	483	营业收入	1,518	1,688	2,009	2,385
应收票据及账款	416	318	379	450	营业成本	468	556	653	766
预付账款	11	24	29	35	税金及附加	22	17	20	24
其他应收款	8	10	12	14	销售费用	692	722	856	1,014
存货	220	178	209	245	管理费用	82	84	100	107
其他流动资产	91	78	82	86	研发费用	92	101	110	119
流动资产总计	1,185	1,044	1,166	1,312	财务费用	0	1	1	1
长期股权投资	175	176	180	184	资产减值损失	-12	-8	-10	-11
固定资产	703	706	717	738	信用减值损失	-4	-2	-2	-3
在建工程	269	251	220	175	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	105	111	136	167	投资收益	11	24	26	26
长期待摊费用	4	6	8	7	公允价值变动损益	2	0	0	0
其他非流动资产	144	154	154	154	资产处置收益	0	-1	-1	-1
非流动资产合计	1,400	1,405	1,414	1,425	其他收益	18	17	17	17
资产总计	2,586	2,449	2,580	2,737	营业利润	178	235	297	382
短期借款	0	0	20	40	营业外收入	1	2	2	2
应付票据及账款	348	251	295	346	营业外支出	7	3	3	3
其他流动负债	234	167	196	230	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	582	418	511	616	利润总额	172	234	296	380
长期借款	64	52	39	26	所得税	19	26	33	43
其他非流动负债	27	27	27	27	净利润	152	207	263	337
非流动负债合计	91	79	66	53	少数股东损益	-8	-2	-2	-3
负债合计	673	497	577	670	归属母公司股东净利润	161	209	265	340
股本	192	190	190	190	EPS(元)	0.84	1.10	1.39	1.79
资本公积	518	519	519	519	主要财务比率				
留存收益	1,028	1,070	1,122	1,190	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	1,738	1,779	1,832	1,899	成长能力				
少数股东权益	175	173	171	169	营收增长率	-20.11%	11.16%	19.01%	18.74%
股东权益合计	1,913	1,952	2,003	2,068	营业利润增长率	-30.37%	32.13%	26.54%	28.41%
负债和股东权益合计	2,586	2,449	2,580	2,737	归母净利润增长率	-29.15%	30.00%	26.69%	28.54%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-3.02%	19.40%	24.70%	26.28%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	152	173	227	301	毛利率	69.16%	67.05%	67.49%	67.89%
折旧与摊销	86	72	79	88	净利率	10.04%	12.28%	13.07%	14.15%
财务费用	0	1	1	1	ROE	9.24%	11.73%	14.44%	17.90%
投资损失	-11	-24	-26	-26	ROA	6.21%	8.52%	10.25%	12.42%
营运资金变动	-51	-27	-29	-34	估值倍数				
其他经营现金流	21	39	41	42	P/E	35.60	27.38	21.61	16.81
经营性现金净流量	198	236	294	371	P/S	3.76	3.39	2.85	2.40
投资性现金净流量	-182	-58	-68	-78	P/B	3.29	3.21	3.12	3.01
筹资性现金净流量	-78	-181	-206	-266	股息率	2.41%	2.93%	3.71%	4.77%
现金流量净额	-63	-4	20	27	EV/EBITDA	13	18	15	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。