

业绩承压，小核酸布局加速推进

悦康药业 2025 年中报点评

核心观点

- 业绩阶段承压，银杏叶提取物注射液受调价冲击。**2025 年上半年，公司业绩有所承压，主要受 2024 年底核心产品银杏叶提取物注射液调价影响，全国挂网价格由 24.1 元/支和 18.14 元/支（部分省份集采中标价格）统一调整为 11.2 元/支。公司上半年实现营收 11.7 亿元，同比减少 40.1%；归母净利润-0.99 亿元；扣非归母净利润-1.1 亿元，利润端同比转亏。
- 小核酸管线布局丰富，具备出海潜力。**公司小核酸药物和 mRNA 疫苗研发及中试生产平台已投入使用并高效运转。YKYY015 注射液（超长效 siRNA 降脂药物）在中国、美国获批开展临床试验，国内 I 期临床试验正在进行中；YKYY029 注射液（靶向 AGT 基因的 siRNA 降血压药物）在中国、美国获批开展临床试验，国内 I 期临床试验正在进行中；RSV mRNA 疫苗 YKYY025 注射液和 VZV mRNA 疫苗 YKYY026 注射液已获得美国 FDA 临床试验批准。用于治疗乙肝的小核酸药物 YKYY013 注射液的中美 IND 已正式提交。
- 加大创新力度，中药创新药推进顺利。**上半年，公司研发投入为 2.1 亿元，营收占比达到 17.9%，较上年同期增加 7.5pp。目前，公司研发项目合计 42 项，其中在研创新药 21 项，在研仿制药及一致性评价项目 21 项。重点中药创新药注射用羟基红花黄色素 A、“通络健脑片”和“紫花温肺止咳颗粒”均处于 NDA 审评阶段，若这些产品未来上市，将会丰富公司现有产品结构，拓展新增长点。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司调价影响和加大研发投入，我们下调收入与毛利率预期，上调研发费用率预期，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.13、0.39、0.52 元（原预测值 2025-2026 年分别为 0.88/1.15 元），参考可比公司平均市盈率，我们给予公司 2026 年 65 倍 PE 估值，对应目标价 25.35 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 产品研发注册失败或进度不及预期风险；政策变动风险；市场竞争加剧风险；其他收益变化风险；产品权益出海不及预期对估值产生负面影响的风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,196	3,781	3,107	3,353	3,685
同比增长(%)	-7.6%	-9.9%	-17.8%	7.9%	9.9%
营业利润(百万元)	232	159	76	219	286
同比增长(%)	-35.3%	-31.4%	-52.0%	187.2%	30.3%
归属母公司净利润(百万元)	185	124	57	177	233
同比增长(%)	-44.9%	-33.1%	-53.7%	209.1%	31.5%
每股收益(元)	0.41	0.27	0.13	0.39	0.52
毛利率(%)	62.7%	57.8%	49.3%	52.6%	56.4%
净利率(%)	4.4%	3.3%	1.8%	5.3%	6.3%
净资产收益率(%)	4.9%	3.5%	1.6%	4.6%	5.9%
市盈率	60.0	89.6	193.6	62.6	47.6
市净率	3.1	3.1	3.0	2.9	2.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

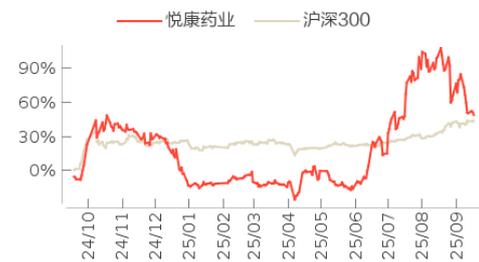
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年09月17日）	24.63 元
目标价格	25.35 元
52 周最高价/最低价	36.49/11.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	45,000/45,000
A 股市值（百万元）	11,084
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 09 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.78	-25.52	18.99	48.82
相对表现%	-9.16	-33.82	1.4	4.77
沪深 300%	2.38	8.3	17.59	44.05



证券分析师

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

赵博宇 执业证书编号：S0860524020003
zhaoboyu@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

产品主导，新药布局将进入收获季：—— 2024-12-09
悦康药业首次覆盖报告

图 1：可比公司估值（截止 2025.9.17）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率			
		2025/9/17	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
丽珠集团	000513	39.69	2.28	2.52	2.79	3.13	17.41	15.77	14.23	12.67	
奥赛康	002755	21.96	0.17	0.23	0.32	0.45	127.16	94.53	68.26	48.28	
信立泰	002294	52.61	0.54	0.62	0.72	0.84	97.50	85.05	72.84	62.35	
苑东生物	688513	58.14	1.35	1.55	1.85	2.23	43.08	37.48	31.47	26.10	
一品红	300723	60.30	-1.20	0.44	0.60	0.73	-50.43	138.53	99.70	82.46	
微芯生物	688321	32.88	-0.28	0.18	0.38	0.84	-117.01	187.46	86.69	39.21	
	调整后平均						26.89	88.90	64.81	43.98	

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,480	1,332	1,917	1,607	1,329	营业收入	4,196	3,781	3,107	3,353	3,685
应收票据、账款及款项融资	1,093	805	746	805	884	营业成本	1,566	1,595	1,577	1,588	1,608
预付账款	73	53	47	50	55	销售费用	1,767	1,302	809	860	1,063
存货	728	757	709	683	643	管理费用	230	240	234	243	247
其他	51	211	47	48	49	研发费用	352	374	338	375	416
流动资产合计	3,425	3,158	3,466	3,192	2,960	财务费用	(10)	5	18	20	23
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	49	94	60	50	40
固定资产	1,452	1,438	1,547	1,567	1,566	公允价值变动收益	(1)	2	(1)	(1)	(1)
在建工程	471	540	968	1,372	1,757	投资净收益	(0)	0	(0)	(0)	(0)
无形资产	174	175	185	191	195	其他	(9)	(14)	6	2	(2)
其他	390	427	326	324	322	营业利润	232	159	76	219	286
非流动资产合计	2,487	2,580	3,027	3,454	3,840	营业外收入	2	4	2	2	2
资产总计	5,911	5,738	6,493	6,646	6,800	营业外支出	10	11	10	10	10
短期借款	352	113	352	352	352	利润总额	223	152	68	211	278
应付票据及应付账款	721	642	721	727	736	所得税	36	31	10	32	42
其他	1,064	751	1,053	1,049	1,047	净利润	187	121	58	180	236
流动负债合计	2,137	1,506	2,126	2,128	2,134	少数股东损益	3	(2)	1	3	3
长期借款	55	517	517	517	517	归属于母公司净利润	185	124	57	177	233
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.41	0.27	0.13	0.39	0.52
其他	122	131	107	107	107						
非流动负债合计	177	648	624	624	624	主要财务比率					
负债合计	2,314	2,153	2,750	2,752	2,758		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	10	7	8	11	14	成长能力					
实收资本 (或股本)	450	450	450	450	450	营业收入	-7.6%	-9.9%	-17.8%	7.9%	9.9%
资本公积	2,590	2,545	2,645	2,645	2,645	营业利润	-35.3%	-31.4%	-52.0%	187.2%	30.3%
留存收益	548	582	640	788	932	归属于母公司净利润	-44.9%	-33.1%	-53.7%	209.1%	31.5%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,598	3,585	3,743	3,894	4,042	毛利率	62.7%	57.8%	49.3%	52.6%	56.4%
负债和股东权益总计	5,911	5,738	6,493	6,646	6,800	净利率	4.4%	3.3%	1.8%	5.3%	6.3%
						ROE	4.9%	3.5%	1.6%	4.6%	5.9%
						ROIC	4.5%	3.1%	1.8%	4.3%	5.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	39.1%	37.5%	42.4%	41.4%	40.6%
净利润	187	121	58	180	236	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	132	181	177	199	221	流动比率	1.60	2.10	1.63	1.50	1.39
财务费用	(10)	5	18	20	23	速动比率	1.24	1.59	1.30	1.18	1.09
投资损失	0	(0)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	407	(104)	534	(30)	(35)	应收账款周转率	4.0	5.0	5.0	5.2	5.2
其它	68	236	(82)	1	1	存货周转率	2.0	2.1	2.1	2.3	2.4
经营活动现金流	785	438	706	370	446	总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
资本支出	(439)	(239)	(651)	(626)	(607)	每股指标 (元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.41	0.27	0.13	0.39	0.52
其他	(64)	(307)	245	(1)	(1)	每股经营现金流	1.75	0.97	1.57	0.82	0.99
投资活动现金流	(502)	(546)	(406)	(627)	(608)	每股净资产	7.97	7.95	8.30	8.63	8.95
债权融资	72	496	(36)	(5)	(5)	估值比率					
股权融资	(91)	(45)	100	0	0	市盈率	60.0	89.6	193.6	62.6	47.6
其他	(413)	(480)	221	(48)	(111)	市净率	3.1	3.1	3.0	2.9	2.8
筹资活动现金流	(432)	(28)	285	(53)	(116)	EV/EBITDA	29.0	29.7	37.8	23.4	19.4
汇率变动影响	4	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	46.3	62.5	109.2	42.9	33.3
现金净增加额	(145)	(136)	585	(310)	(278)						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。