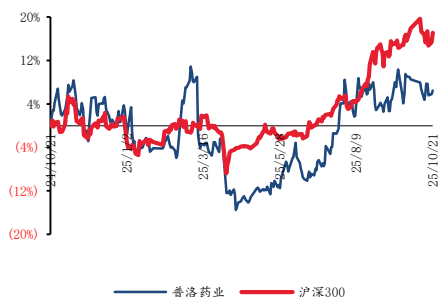


## Q3 业绩底部已现，看好 CDMO 业务持续兑现

### 走势比较



### 股票数据

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 总股本/流通(亿股)      | 11.58/11.58   |
| 总市值/流通(亿元)      | 186.16/186.09 |
| 12 个月内最高/最低价(元) | 17.66/12.96   |

### 相关研究报告

<<Q2 利润阶段性承压，CDMO 业务毛利贡献创新高>>—2025-08-20  
<<Q1 净利率改善，CDMO 业务有望逐步进入收获期>>—2025-04-18  
<<原料药制剂一体化布局加速，CDMO 有望迎来新通胀时代>>—2025-03-16

### 证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

### 证券分析师：乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524080001

### 事件

2025 年 10 月 21 日，公司发布 2025 年三季报，2025 年 Q1-3 公司实现营业收入 77.64 亿元 (YoY-16.43%)，归母净利润 7.00 亿元 (YoY-19.48%)，扣非净利润 6.47 亿元 (YoY-22.14%)。

### 观点

**Q3 收入同比下滑，盈利能力承压。**2025Q1-3，公司实现营业收入 77.64 亿元 (YoY-16.43%)，归母净利润 7.00 亿元 (YoY-19.48%)，毛利率为 25.02%，同比+0.79pct，净利率为 9.02%，同比-0.34pct。分季度来看，Q3 公司实现营业收入 23.19 亿元 (YoY-18.94%)，归母净利润 1.37 亿元 (YoY-43.95%)，扣非净利润 1.27 亿元 (YoY-44.66%)，受上年同期高基数影响，本期收入及利润承压，毛利率为 23.36%，同比+0.18pct，净利率为 5.91%，同比-2.64pct，我们认为 Q3 收入利润承压的主要原因是：①原料药及中间体业务中贸易业务战略收缩，同时抗生素需求疲软，价格同比下滑；②公司加大 CDMO 业务拓展力度及研发投入，销售费用率及研发费用率分别同比提升 1.14pct 和 0.74pct。

**CDMO 毛利占比近 40%，在手订单充足。**分业务来看，2025Q1-3，受行业周期筑底和抗生素等品种需求疲软影响，API 业务实现销售收入 51.9 亿元，同比下滑超 20%；CDMO 研发阶段项目高速增长，正在进行的商业化项目 391 个，同比+15%，临床期项目 853 个，同比+41%，报价项目 1343 个，同比+68%，CDMO 业务实现销售收入 16.9 亿元，同比增长近 20%，毛利率 44.4%，毛利占比近 40%，已成为毛利贡献最大的业务，公司未来 2-3 年需交付的在手订单金额达 52 亿元，主要为商业化订单和二供转商业化生产订单，CDMO 业务逐步进入收获期；药品业务实现销售收入 8.3 亿元，同比下滑超 10%，公司将更多资源集中改良型新药研发，同时拓展国际市场，美国仿制药业务已于 Q4 开始发货。

**股票回购彰显长期发展信心。**2025 年 2 月 19 日，公司发布公告，拟以 0.75-1.50 亿元回购股份用于股权激励或员工持股计划，回购价格不超过 22 元/股 (含)。截至 2025 年 9 月 30 日，公司以集中竞价交易方式累计回购公司股份 1,003.00 万股，占公司目前总股本的 0.87%，成交总金额为 1.44 亿元 (不含交易费用)。

### 投资建议

考虑到公司研发阶段项目高速增长，CDMO 业务逐步进入收获期，同时原料药制剂一体化布局加速，随着 CDMO 及制剂业务占比提升，2026-2027 年净利率有望持续提升，预测公司 2025/26/27 年营收为 103.32/111.94/125.04 亿元，归母净利润为 9.10/10.97/13.75 亿元，对应当前 PE 为 20/17/14X，持续给予“买入”评级。

### 风险提示

行业政策风险；市场竞争加剧风险；研发项目增长不及预期风险；原料药产品价格下滑风险；外汇汇率波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

|            | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 12,022 | 10,332  | 11,194 | 12,504 |
| 营业收入增长率(%) | 4.77%  | -14.05% | 8.34%  | 11.71% |
| 归母净利（百万元）  | 1,031  | 910     | 1,097  | 1,375  |
| 净利润增长率(%)  | -2.29% | -11.72% | 20.50% | 25.37% |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.89   | 0.79    | 0.95   | 1.19   |
| 市盈率（PE）    | 18.13  | 20.45   | 16.97  | 13.54  |

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       | 3,581  | 3,662  | 3,978  | 4,704  | 5,933  |
| 应收和预付款项    | 2,363  | 2,311  | 1,964  | 2,096  | 2,259  |
| 存货         | 2,083  | 1,860  | 1,436  | 1,403  | 1,381  |
| 其他流动资产     | 341    | 354    | 266    | 305    | 352    |
| 流动资产合计     | 8,368  | 8,187  | 7,643  | 8,507  | 9,925  |
| 长期股权投资     | 85     | 71     | 77     | 83     | 89     |
| 投资性房地产     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产       | 3,001  | 3,347  | 3,038  | 2,720  | 2,283  |
| 在建工程       | 546    | 407    | 460    | 559    | 558    |
| 无形资产开发支出   | 320    | 315    | 358    | 355    | 352    |
| 长期待摊费用     | 21     | 16     | 14     | 12     | 10     |
| 其他非流动资产    | 8,796  | 8,573  | 8,039  | 8,885  | 10,293 |
| 资产总计       | 12,768 | 12,729 | 11,985 | 12,614 | 13,585 |
| 短期借款       | 808    | 814    | 864    | 834    | 884    |
| 应付和预收款项    | 4,127  | 3,633  | 2,865  | 2,914  | 3,023  |
| 长期借款       | 19     | 70     | 60     | 50     | 40     |
| 其他负债       | 1,584  | 1,462  | 1,228  | 1,232  | 1,285  |
| 负债合计       | 6,537  | 5,979  | 5,017  | 5,031  | 5,231  |
| 股本         | 1,179  | 1,169  | 1,158  | 1,158  | 1,158  |
| 资本公积       | 438    | 247    | 105    | 105    | 105    |
| 留存收益       | 4,804  | 5,481  | 5,994  | 6,609  | 7,380  |
| 归母公司股东权益   | 6,223  | 6,742  | 6,960  | 7,575  | 8,345  |
| 少数股东权益     | 8      | 8      | 8      | 8      | 8      |
| 股东权益合计     | 6,230  | 6,750  | 6,968  | 7,583  | 8,353  |
| 负债和股东权益    | 12,768 | 12,729 | 11,985 | 12,614 | 13,585 |

| 现金流量表 (百万) |       |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营性现金流     | 1,031 | 1,209 | 1,509 | 1,818 | 2,189 |
| 投资性现金流     | -677  | -398  | -487  | -537  | -363  |
| 融资性现金流     | -301  | -582  | -709  | -555  | -597  |
| 现金增加额      | 81    | 267   | 316   | 726   | 1,230 |

| 利润表 (百万) |        |        |        |        |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 营业收入     | 11,474 | 12,022 | 10,332 | 11,194 | 12,504 |
| 营业成本     | 8,529  | 9,155  | 7,640  | 8,009  | 8,568  |
| 营业税金及附加  | 56     | 56     | 49     | 53     | 59     |
| 销售费用     | 658    | 640    | 537    | 582    | 650    |
| 管理费用     | 467    | 481    | 496    | 515    | 550    |
| 财务费用     | -104   | -115   | -40    | -47    | -62    |
| 资产减值损失   | -92    | -70    | -50    | -60    | -80    |
| 投资收益     | -22    | -18    | -10    | -29    | -5     |
| 公允价值变动   | 0      | 8      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润     | 1,220  | 1,212  | 1,062  | 1,280  | 1,605  |
| 其他非经营损益  | -15    | -9     | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额     | 1,205  | 1,203  | 1,062  | 1,280  | 1,605  |
| 所得税      | 149    | 172    | 152    | 183    | 229    |
| 净利润      | 1,055  | 1,031  | 910    | 1,097  | 1,375  |
| 少数股东损益   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归母股东净利润  | 1,055  | 1,031  | 910    | 1,097  | 1,375  |

| 预测指标          |        |        |         |        |        |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
|               | 2023A  | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
| 毛利率           | 25.66% | 23.85% | 26.06%  | 28.45% | 31.48% |
| 销售净利率         | 9.20%  | 8.58%  | 8.81%   | 9.80%  | 11.00% |
| 销售收入增长率       | 8.81%  | 4.77%  | -14.05% | 8.34%  | 11.71% |
| EBIT 增长率      | 15.10% | -2.59% | -7.67%  | 20.67% | 25.14% |
| 净利润增长率        | 6.69%  | -2.29% | -11.72% | 20.50% | 25.37% |
| ROE           | 16.96% | 15.29% | 13.08%  | 14.48% | 16.48% |
| ROA           | 8.51%  | 8.09%  | 7.37%   | 8.92%  | 10.50% |
| ROIC          | 13.92% | 12.32% | 10.99%  | 12.37% | 14.14% |
| EPS (X)       | 0.90   | 0.89   | 0.79    | 0.95   | 1.19   |
| PE (X)        | 17.81  | 18.13  | 20.45   | 16.97  | 13.54  |
| PB (X)        | 3.04   | 2.79   | 2.67    | 2.46   | 2.23   |
| PS (X)        | 1.65   | 1.56   | 1.80    | 1.66   | 1.49   |
| EV/EBITDA (X) | 9.60   | 9.51   | 9.18    | 7.52   | 5.83   |

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面许可任何机构和任何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。