

Q3 收入同比下滑，高研发投入影响利润表现

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	8.3/8.3
总市值/流通(亿元)	82.95/82.95
12 个月内最高/最低价(元)	12.51/6.94

相关研究报告

<<Q2 盈利能力短期承压，“大研发”有望驱动公司成长>>—2025-08-29
 <<Q1 业绩符合市场预期，持续加大研发投入>>—2025-04-30
 <<Q3 业绩略低于市场预期，看好制剂获批贡献增量>>—2024-10-30

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 30 日，公司发布 2025 年三季度，2025Q1-3 公司实现营业收入 6.46 亿元 (YoY-6.40%)，归母净利润 2.07 亿元 (YoY-9.59%)，扣非净利润 1.83 亿元 (YoY-13.83%)。

观点

Q3 收入同比下滑，毛利率同比微增。分季度来看，2025Q3 公司实现营业收入 1.64 亿元 (YoY-17.01%)，归母净利润 0.38 亿元 (YoY-23.33%)，扣非净利润 0.32 亿元 (YoY-20.42%)，毛利率为 53.32%，同比+0.03pct，环比+0.16pct，净利率为 22.97%，同比-1.89pct，环比-5.65pct。公司 Q3 营收同比下滑，毛利率同比微增，净利率同比、环比下降，我们认为：①毛利率相对较低的心脑血管类产品竞争加剧，价格承压，销售收入下滑，收入占比下降，同时 Q3 部分产品价格环比基本止跌；②公司加大研发投入，Q3 研发费用达 2,528.08 万元，同比增长 7.11%，研发费用率达 15.41%，同比提升 3.57pct；③Q3 管理费用率及财务费用率分别环比增长 4.27pct 和 5.47pct，净利率环比下降。

研发投入持续加码，25Q1-3 研发费用创历史新高。公司坚持“大研发实现超常规快速发展”的发展理念，在扩大 API 及制剂研发队伍，提升研发效率和水平的同时，引进生物国千人才团队，成立合成生物技术研究所以，利用生物技术与 AI 技术赋能 API 的发展，并开发特殊功能性产品，拓展新的发展领域，特别是合成生物技术与多肽药物、RNA 药物、寡核苷酸及中分子药物的研发。2025 年，公司研发团队扩充至近 500 人，新成立了制剂研究院、合成生物技术研究院，Q1-3 研发费用达 8,161.88 万元，同比增长 27.49%，创历史同期新高，研发费用率达 12.64%，未来公司还将不断加大研发投入。

制剂将迎来收获期，打造第三增长曲线。公司与 STADA 合作的第一个制剂产品甲磺酸伊马替尼片于 2024 年 12 月获得比利时上市许可，预计将陆续在欧洲其他国家及中国获批，并有望于 2025 年 H2 开始贡献销售收入。此外，公司积极布局创新药业务，一方面投资新药公司，另一方面引进、开发新药，公司正在开发的用于治疗缺血性脑卒中的 1.1 类新药布罗佐喷钠尚待进入 III 期临床。

投资建议

我们预测公司 2025/26/27 年收入为 8.32/9.78/12.13 亿元，归母净利润为 2.41/3.94/3.82 亿元，对应当前 PE 为 34/28/22X，考虑到公司持续加码研发，有望驱动公司加速成长，且制剂业务将于年内开始贡献增量收入，持续给予“买入”评级。

风险提示

行业政策风险；关税风险；市场竞争加剧风险；产品价格下滑风险；产品研发失败风险；

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	795	832	978	1,213
营业收入增长率(%)	-2.63%	4.66%	17.55%	23.94%
归母净利（百万元）	207	241	294	382
净利润增长率(%)	-18.55%	16.73%	21.60%	30.14%
摊薄每股收益（元）	0.25	0.29	0.35	0.46
市盈率（PE）	39.96	34.36	28.26	21.71

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	1,124	1,096	1,369	1,479	1,764
应收和预付款项	137	193	139	158	193
存货	365	401	357	423	501
其他流动资产	49	19	16	14	16
流动资产合计	1,675	1,709	1,882	2,074	2,474
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	517	543	614	722	724
在建工程	526	496	446	396	346
无形资产开发支出	150	155	155	155	155
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,758	1,788	1,967	2,164	2,569
资产总计	2,952	2,982	3,182	3,437	3,794
短期借款	300	270	330	340	350
应付和预收款项	411	352	403	463	565
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	99	89	96	106	121
负债合计	810	710	829	908	1,036
股本	593	830	830	830	830
资本公积	677	440	440	440	440
留存收益	872	1,002	1,133	1,309	1,538
归母公司股东权益	2,142	2,272	2,353	2,529	2,758
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,142	2,272	2,353	2,529	2,758
负债和股东权益	2,952	2,982	3,182	3,437	3,794

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	222	178	460	360	472
投资性现金流	-175	-120	-81	-134	-35
融资性现金流	470	-108	-92	-116	-152
现金增加额	524	-39	284	110	285

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	817	795	832	978	1,213
营业成本	367	364	387	450	543
营业税金及附加	7	11	7	8	8
销售费用	18	17	14	17	18
管理费用	100	106	79	93	109
财务费用	-34	-24	-24	-34	-31
资产减值损失	-5	-9	-3	-3	-3
投资收益	5	23	24	21	20
公允价值变动	-4	5	0	0	0
营业利润	291	241	279	339	442
其他非经营损益	0	-1	0	0	0
利润总额	291	240	279	339	442
所得税	37	33	38	46	60
净利润	254	207	241	294	382
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	254	207	241	294	382

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	55.05%	54.23%	53.52%	53.99%	55.24%
销售净利率	31.09%	26.00%	29.00%	30.00%	31.50%
销售收入增长率	6.83%	-2.63%	4.66%	17.55%	23.94%
EBIT 增长率	22.63%	-26.23%	34.59%	19.91%	34.49%
净利润增长率	7.87%	-18.55%	16.73%	21.60%	30.14%
ROE	11.86%	9.10%	10.26%	11.61%	13.85%
ROA	9.64%	6.97%	7.83%	8.87%	10.57%
ROIC	9.16%	6.40%	8.20%	9.20%	11.42%
EPS (X)	0.31	0.25	0.29	0.35	0.46
PE (X)	42.61	39.96	34.36	28.26	21.71
PB (X)	3.66	3.65	3.53	3.28	3.01
PS (X)	9.59	10.43	9.96	8.48	6.84
EV/EBITDA (X)	23.61	29.55	21.74	18.02	13.53

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。