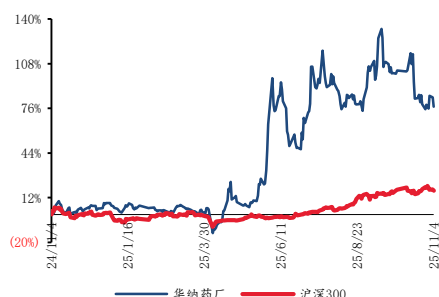


医药

华纳药厂：核心业务稳定增长，积极推进创新管线临床

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股 (亿股) 1.31/1.31
 总市值/流通 (亿元) 65.52/65.52
 12 个月内最高/最低价 66.88/32.88 (元)

相关研究报告

<<华纳药厂：创新药临床稳步推进，ZG-001 有望成为重磅单品>>—2025-09-10

<<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：2025 年 10 月 30 日，公司发布 2025 年三季度报告：公司前三季度实现营业收入 10.86 亿元，同比增长 1.55%；归母净利润 2.07 亿元，同比增长 30.75%；剔除股权激励费用影响，扣非归母净利润 1.33 亿元，同比下降 1.48%。

公司第三季度实现营业收入 3.72 亿元，同比增长 12.52%；归母净利润 1.36 亿元，同比增长 198.16%，主要为确认投资收益影响。

专业化营销和新产品获批促进稳定增长

公司通过专业化营销团队建设，以及推动新产品不断上市，持续优化产品结构以应对激烈的市场竞争。公司 2025 年前三季度新增 7 个仿制药批件、3 个品种通过一致性评价，8 个原料药转“A”类，产品管线持续丰富。2025 年 10 月盐酸贝尼地平片拟中标第十一批国家集采，有望打开增量市场。

公司 2025 年前三季度制剂产品收入 8.05 亿元，同比增长 0.55%；原料药及中间体产品收入 2.62 亿元，同比增长 2.06%。公司原料、制剂产品有望逐步恢复稳定增长。

加大投入推进创新管线临床开发

公司持续加大研发投入，推动中药和小分子创新药管线的临床研究开发。2025 年前三季度研发投入 1.06 亿元，同比增长 5.33%，营收占比为 9.76%。

ZG-001 是上海致根医药自主开发的 1 类新型抗抑郁药，拟用于治疗成人伴有自杀意念或行为的重性抑郁障碍（MDSI）。ZG-001 的安全性优异，在 I 期临床研究中未见超过 1 级不良反应，未见氯胺酮相关的分离、镇静症状，停药也未见戒断症状。ZG-001 目前正在开展 IIa 期临床试验，并将根据研究进展情况开展进一步临床试验。

ZG-002 是上海致根医药自主开发的 1 类新型抗自身免疫性疾病的药物，拟用于治疗中重度斑块状银屑病。ZG-002 目前正在开展 I 期临床试验，预计今年完成入组，并根据研究进展情况开展 II 期临床试验。

盈利预测及投资评级：我们预计，2025/2026/2027 年公司营业收入为 14.39/15.36/16.63 亿元，同比增速为 1.85%/6.75%/8.22%；归母净利润为 2.18/1.73/1.93 亿元，同比增速为 32.45%/-20.64%/11.82%。对应 EPS 分别为 1.66/1.32/1.47 元，对应当前股价 PE 分别为 30.10/37.93/33.92 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	1,439	1,536	1,663
营业收入增长率(%)	-1.38%	1.85%	6.75%	8.22%
归母净利（百万元）	164	218	173	193
净利润增长率(%)	-22.24%	32.45%	-20.64%	11.82%
摊薄每股收益（元）	1.75	1.66	1.32	1.47
市盈率（PE）	23.93	30.10	37.93	33.92

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（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	380	178	323	532	748
应收和预付款项	181	203	194	208	226
存货	363	412	416	446	491
其他流动资产	427	640	624	630	635
流动资产合计	1,350	1,433	1,556	1,816	2,100
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	186	175	165
长期待摊费用	5	10	10	10	10
其他非流动资产	1,445	1,527	1,776	2,035	2,320
资产总计	2,177	2,460	2,639	2,817	3,021
短期借款	0	4	6	7	8
应付和预收款项	94	205	157	181	204
长期借款	17	114	171	203	237
其他负债	298	315	346	358	377
负债合计	409	637	680	748	827
股本	94	94	131	131	131
资本公积	850	850	813	813	813
留存收益	779	859	1,002	1,116	1,243
归母公司股东权益	1,724	1,803	1,946	2,060	2,187
少数股东权益	45	19	13	9	8
股东权益合计	1,768	1,823	1,959	2,069	2,194
负债和股东权益	2,177	2,460	2,639	2,817	3,021

现金流量表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	214	142	233	244	259
投资性现金流	39	-359	-62	0	-1
融资性现金流	-57	14	-25	-36	-42
现金增加额	196	-202	145	209	217

利润表（百万元）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,433	1,413	1,439	1,536	1,663
营业成本	505	542	560	610	672
营业税金及附加	19	26	23	24	27
销售费用	528	480	495	501	524
管理费用	67	67	64	70	76
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	88	3	2
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	237	162	249	201	226
其他非经营损益	-7	0	-3	-3	-2
利润总额	230	162	246	198	223
所得税	37	23	35	29	32
净利润	193	139	211	169	191
少数股东损益	-18	-26	-6	-3	-2
归母股东净利润	211	164	218	173	193

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	64.79%	61.63%	61.06%	60.26%	59.58%
销售净利率	14.75%	11.63%	15.12%	11.24%	11.62%
销售收入增长率	10.84%	-1.38%	1.85%	6.75%	8.22%
EBIT 增长率	22.60%	-23.62%	48.09%	-19.58%	11.31%
净利润增长率	15.60%	-22.24%	32.45%	-20.64%	11.82%
ROE	12.26%	9.11%	11.18%	8.39%	8.83%
ROA	9.22%	5.99%	8.29%	6.21%	6.55%
ROIC	10.40%	7.47%	10.04%	7.55%	7.86%
EPS (X)	2.25	1.75	1.66	1.32	1.47
PE (X)	21.75	23.93	30.10	37.93	33.92
PB (X)	2.66	2.18	3.37	3.18	3.00
PS (X)	3.20	2.78	4.55	4.26	3.94
EV/EBITDA (X)	14.91	16.05	19.40	22.10	19.82

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。