

2025 年 11 月 27 日

创新管线快速推进，营收稳定增长

微芯生物(688321)

事件：

2025 年 1-9 月，公司营业收入增长 40.12%，主要系公司产品西达本胺及西格列他钠销售收入进一步增长所致。其中，西达本胺销售收入同比增长 18.76%，西格列他钠销售收入同比增长 136.13%。

点评：

据公司公告：西格列他钠 2025 年上半年同比增长 125.7%，前三季度同比增速进一步加速到 136.1%。糖肝共管人群市场需求巨大，西格列他钠是公司第一次在大病种领域的商业化尝试，凭借独特药物优势正在逐步提升市场份额。今年的增长趋势反映西格列他钠“自营+招商”模式的成功，线上渠道布局也在贡献增长份额。西达本胺 2025 年上半年同比增长 15.1%，前三季度同比增速进一步加速到 18.8%。今年是西达本胺 DLBCL 适应症进入医保正式放量的第一年，且 2025 年 7 月我们公布 DEB 研究达到了 EFS 的治疗终点，结果亮眼。该项目在 CSCO 上公布了试验的主要结果，试验组 54 个月 EFS 率达到了 52.5%，较对照组风险较低 28%，获得了市场的广泛认可，有助于其医学推广。公司合作伙伴沪亚生物在今年 ESMO 公布了 III 期临床中开放性单臂亚组数据，西达本胺联合 0 药在无症状脑转移黑色素瘤患者一线治疗中疗效很好，并且相比 PD1+CTLA4 的联合疗法安全性可控，期待后续随机双盲试验数据的读出。

投资建议

考虑到公司销售结构变动以及多个新产品陆续获批上市，未来创新产品放量可期，调整前期盈利预测，即我们预测 2025-2027 年公司营业总收入为 9/13/18 亿元（前值 9/12/16 亿元），分别同比增长 41%/37%/40%，归母净利润为 0.98/2.19/3.95 亿元（前值 0.39/1.01/4.35 亿元），分别同比增长 185%/124%/80%。EPS 分别为 0.24/0.54/0.97 元，对应 2025 年 11 月 27 日的 27.82 元/股收盘价，PE 分别为 116/52/29X，考虑到公司业绩有较大增长空间，维持“买入”评级。

风险提示

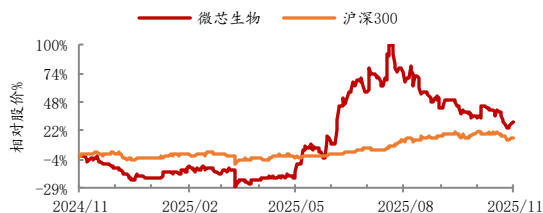
新药研发不及预期，市场竞争加剧，产品上市后商业化表现不及预期。

盈利预测与估值

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：27.82

股票代码：688321
52 周最高价/最低价：44.99/14.86
总市值(亿)：113.45
自由流通市值(亿)：113.45
自由流通股数(百万)：407.81



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

分析师：孙子豪

邮箱：sunzh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523120003

联系电话：

相关研究

1. 【华西医药】微芯生物 (688321.SH)：创新管线快速推进，营收稳定增长

2025.04.29

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	524	658	929	1,272	1,774
YoY (%)	-1.2%	25.6%	41.2%	36.9%	39.5%
归母净利润(百万元)	89	-115	98	219	395
YoY (%)	408.1%	-229.0%	185.2%	124.4%	80.5%
毛利率 (%)	89.1%	86.7%	90.6%	91.4%	91.4%
每股收益 (元)	0.22	-0.28	0.24	0.54	0.97
ROE	5.2%	-7.2%	6.0%	11.8%	17.6%
市盈率	127.85	-99.07	116.19	51.79	28.70

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	658	929	1,272	1,774	净利润	-115	98	219	395
YoY (%)	25.6%	41.2%	36.9%	39.5%	折旧和摊销	61	58	67	76
营业成本	87	87	110	152	营运资金变动	-14	-307	-122	-90
营业税金及附加	8	14	19	27	经营活动现金流	76	-112	226	453
销售费用	331	371	483	639	资本开支	-268	-136	-70	-70
管理费用	81	88	95	124	投资	-40	-20	-10	20
财务费用	14	38	61	44	投资活动现金流	-296	-145	-69	-33
研发费用	214	241	280	372	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-90	0	0	0	债务募资	222	370	968	-202
投资收益	-22	9	11	17	筹资活动现金流	175	337	895	-290
营业利润	-179	115	258	465	现金净流量	-44	78	1,052	129
营业外收支	82	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	-97	115	258	465	成长能力				
所得税	18	17	39	70	营业收入增长率	25.6%	41.2%	36.9%	39.5%
净利润	-115	98	219	395	净利润增长率	-229.0%	185.2%	124.4%	80.5%
归属于母公司净利润	-115	98	219	395	盈利能力				
YoY (%)	-229.0%	185.2%	124.4%	80.5%	毛利率	86.7%	90.6%	91.4%	91.4%
每股收益	-0.28	0.24	0.54	0.97	净利率	-17.4%	10.5%	17.2%	22.3%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	-3.6%	2.9%	5.3%	8.1%
货币资金	375	410	1,462	1,591	净资产收益率 ROE	-7.2%	6.0%	11.8%	17.6%
预付款项	6	13	17	23	偿债能力				
存货	41	73	92	127	流动比率	2.40	3.36	6.72	6.99
其他流动资产	661	793	907	976	速动比率	1.43	2.12	5.38	5.61
流动资产合计	1,083	1,288	2,477	2,716	现金比率	0.83	1.07	3.97	4.10
长期股权投资	246	246	246	246	资产负债率	51.4%	54.0%	61.1%	54.8%
固定资产	762	775	780	776	经营效率				
无形资产	448	477	504	529	总资产周转率	0.20	0.27	0.31	0.36
非流动资产合计	2,167	2,264	2,277	2,252	每股指标 (元)				
资产合计	3,251	3,552	4,754	4,967	每股收益	-0.28	0.24	0.54	0.97
短期借款	100	50	20	20	每股净资产	3.88	4.00	4.54	5.51
应付账款及票据	2	10	13	18	每股经营现金流	0.19	-0.27	0.55	1.11
其他流动负债	349	323	335	350	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	451	383	368	388	估值分析				
长期借款	647	947	1,947	1,747	PE	-99.07	116.19	51.79	28.70
其他长期负债	572	590	588	586	PB	4.79	6.95	6.13	5.05
非流动负债合计	1,218	1,536	2,534	2,332					
负债合计	1,670	1,919	2,903	2,721					
股本	408	408	408	408					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,581	1,632	1,852	2,247					
负债和股东权益合计	3,251	3,552	4,754	4,967					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。