



## 25年收入同比+2.7%，本维莫德收入大增

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2025年年度报告。公司实现营业收入3.88亿元(同比增长2.72%)；归属于上市公司股东的净利润为0.24亿元(同比下降11.20%)。扣除非经常性损益后的净利润为0.26亿元(同比增长33.47%)。2025年，公司财务费用为338.28万元，同比大幅增长148.00%，主要原因是天昊中医药科技项目取得项目贷款所致。然而，公司经营活动产生的现金流量净额为7147.38万元，较上年同期增加44.23%，主要原因是本报告期销售回款同比增加。
- **本维莫德销售表现亮眼，特应性皮炎新适应症持续推进。** 2025年，公司药品业务实现营业收入5787.52万元，同比大幅增长56.40%，占总营收比重由2024年的9.80%提升至14.93%。其中，本维莫德乳膏贡献收入5787.52万元，同比增长56.40%。公司加大了市场营销投入，有效拉动了销售规模的提升，药品销售量同比增长59.12%，生产量同比增长379.97%，期末库存量同比增长1433.36%。本维莫德乳膏(商品名:欣比克)已于2020年成功入围国家医保谈判，并于2026年1月被纳入常规医保药品目录。除银屑病治疗领域外，本维莫德在特应性皮炎、过敏性鼻炎、溃疡性结肠炎等多个重大疾病领域均具备广阔的应用潜力，目前针对特应性皮炎适应症的III期临床试验正有序推进。
- **医疗器械业务结构性调整，代理品收入增长较快。** 2025年，公司医疗器械业务实现营业收入2.83亿元，同比略有下降1.30%。分产品来看，代理品收入9785.99万元，同比增长12.88%，成为医疗器械板块的重要增长点。B型硬脑(脊)膜补片收入7402.12万元，同比增长2.61%。然而，生物型硬脑(脊)膜补片收入6754.84万元，同比下降9.66%；胸普外科修补膜收入3581.69万元，同比下降8.13%。公司医疗器械库存量较上年同期下降83.88%，主要系销毁过期无法销售的人工晶体32万片。公司积极拓展多元化销售渠道，持续优化全国营销网络布局，打造多产品协同推广模式与临床整体解决方案。
- **细胞技术服务收入承压，在研项目持续推进。** 2025年，公司细胞技术服务收入为3168.54万元，同比下降19.75%。尽管如此，公司在细胞领域仍持续投入研发，生物人工肝项目已完成临床前研究，并积极与相关医院等多方合作申请开展临床前研究。此外，公司正在推进“间充质干细胞在多种疾病治疗”方向上的前期研究，已与多家医疗单位合作推进间充质干细胞治疗项目的临床研究备案工作。公司还积极参与制定了2项干细胞相关团体标准和1项国家标准。财务费用大幅增长，经营活动现金流改善。
- **盈利预测:** 预计公司2026-2028年归母净利润分别为0.32/0.36/0.41亿元。公司本维莫德业务有望迎来持续修复，脑膜集采降价影响逐步消除，建议持续关注。
- **风险提示:** 本维莫德放量不及预期风险、耗材带量采购未中标或降价超预期风险、研发失败风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	387.75	435.12	487.24	547.84
增长率	2.72%	12.22%	11.98%	12.44%
归属母公司净利润(百万元)	24.35	31.80	35.95	41.15
增长率	-11.20%	30.64%	13.03%	14.47%
每股收益EPS(元)	0.09	0.12	0.14	0.16
净资产收益率ROE	3.03%	3.92%	4.46%	5.08%
PE	163	125	111	97
PB	6.97	6.13	5.81	5.48

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈辰

执业证号: S1250524120002

电话: 021-68416017

邮箱: chch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.65
流通A股(亿股)	2.65
52周内股价区间(元)	11.63-19.0
总市值(亿元)	39.75
总资产(亿元)	8.07
每股净资产(元)	2.15

### 相关研究

1. 冠昊生物(300238): 本维莫德销售有所承压, 脑膜集采降价影响逐步消除 (2025-05-05)

## 盈利预测

### 关键假设：

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2026-2028 年公司主营业务的预测如下：

- 1) 药品板块（本维莫德）：24 年由于新药竞争及推广力度不足，本维莫德未达预期；25 年开始公司将加大营销投入推广，收入同比大增，26 年预计会延续此趋势。因此我们预计 2026-2028 年销量增速分别为 30%、25%、25%，毛利率 26-28 年维持稳定。
- 2) 医疗器械板块：其中脑膜建一生物型硬脑(脊)膜补片受到集采的影响，收入有所下滑；冠朗 B 型硬脑(脊)膜补片未集采，整体增速保持稳健；预计后续脑膜集采的影响将逐步消除。预计 26-28 年整体医疗器械板块销量增速分别为 8%、8%、8%；由于集采后带来的成本规模效应，预计毛利率 26-28 年维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
药品板块 (本维莫德)	收入	58	75	94	118
	增速	56.4%	30.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	84.5%	84.5%	84.5%	84.5%
医疗器械板块	收入	283	306	330	357
	增速	-1.3%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	78.1%	78.0%	78.0%	78.0%
其他	收入	47	54	63	73
	增速	-12.8%	15.8%	16.4%	17.0%
合计	收入	388	435	487	548
	增速	2.7%	12.2%	12.0%	12.4%
	毛利率	77.1%	77.0%	77.0%	77.0%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	387.75	435.12	487.24	547.84	净利润	14.79	21.80	25.95	31.15
营业成本	88.67	100.08	112.07	126.00	折旧与摊销	21.83	42.37	43.23	44.12
营业税金及附加	7.46	6.09	6.82	7.67	财务费用	3.38	3.21	3.69	4.25
销售费用	160.94	180.25	198.28	220.09	资产减值损失	-1.90	-5.00	-5.00	-5.00
管理费用	57.21	64.08	71.76	80.38	经营营运资本变动	75.43	-60.83	-4.43	-9.08
财务费用	3.38	3.21	3.69	4.25	其他	-42.05	40.62	-24.09	21.15
资产减值损失	-1.90	-5.00	-5.00	-5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>71.47</b>	<b>42.18</b>	<b>39.35</b>	<b>86.58</b>
投资收益	1.89	2.00	2.00	2.00	资本支出	-21.03	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-15.16	-28.00	-28.00	-28.00
其他经营损益	2.62	5.00	5.00	5.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-36.19</b>	<b>-48.00</b>	<b>-48.00</b>	<b>-48.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>30.45</b>	<b>37.34</b>	<b>44.25</b>	<b>52.91</b>	短期借款	-5.01	-10.00	3.00	-4.00
其他非经营损益	-3.17	-1.00	-1.00	-1.00	长期借款	27.89	20.00	21.00	18.00
<b>利润总额</b>	<b>27.28</b>	<b>36.34</b>	<b>43.25</b>	<b>51.91</b>	股权融资	3.49	0.00	0.00	0.00
所得税	12.49	14.54	17.30	20.77	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	14.79	21.80	25.95	31.15	其他	-5.35	62.12	11.31	10.75
少数股东损益	-9.56	-10.00	-10.00	-10.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>21.02</b>	<b>72.12</b>	<b>35.31</b>	<b>24.75</b>
归属母公司股东净利润	24.35	31.80	35.95	41.15	<b>现金流量净额</b>	<b>56.12</b>	<b>66.30</b>	<b>26.66</b>	<b>63.34</b>
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	160.60	226.90	253.56	316.90	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	61.31	73.68	80.93	91.15	销售收入增长率	2.72%	12.22%	11.98%	12.44%
存货	77.71	106.60	153.36	156.81	营业利润增长率	7.82%	22.62%	18.49%	19.59%
其他流动资产	25.99	25.87	30.20	33.49	净利润增长率	-10.96%	47.46%	19.00%	20.04%
长期股权投资	0.19	0.19	0.19	0.19	EBITDA 增长率	8.72%	48.95%	9.95%	11.08%
投资性房地产	8.12	8.12	8.12	8.12	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	327.82	325.22	321.75	317.40	毛利率	77.13%	77.00%	77.00%	77.00%
无形资产和开发支出	103.04	83.54	64.04	44.54	三费率	57.13%	56.89%	56.18%	55.62%
其他非流动资产	41.75	71.48	101.22	130.95	净利率	3.81%	5.01%	5.33%	5.69%
<b>资产总计</b>	<b>806.53</b>	<b>921.61</b>	<b>1013.37</b>	<b>1099.56</b>	ROE	3.03%	3.92%	4.46%	5.08%
短期借款	15.00	5.00	8.00	4.00	ROA	1.83%	2.37%	2.56%	2.83%
应付和预收款项	50.31	63.54	73.06	81.16	ROIC	4.17%	5.54%	6.63%	8.32%
长期借款	103.89	123.89	144.89	162.89	EBITDA/销售收入	14.36%	19.06%	18.71%	18.49%
其他负债	149.51	173.03	205.33	238.27	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>318.72</b>	<b>365.47</b>	<b>431.29</b>	<b>486.32</b>	总资产周转率	0.50	0.50	0.50	0.52
股本	265.16	265.16	265.16	265.16	固定资产周转率	1.23	1.41	1.60	1.83
资本公积	598.03	598.03	598.03	598.03	应收账款周转率	3.89	4.20	4.14	4.15
留存收益	-246.60	-214.80	-178.85	-137.70	存货周转率	0.78	0.90	0.75	0.77
归属母公司股东权益	570.07	648.39	684.33	725.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.60%	—	—	—
少数股东权益	-82.25	-92.25	-102.25	-112.25	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>487.82</b>	<b>556.14</b>	<b>582.08</b>	<b>613.23</b>	资产负债率	39.52%	39.66%	42.56%	44.23%
负债和股东权益合计	806.53	921.61	1013.37	1099.56	带息债务/总负债	37.30%	35.27%	35.45%	34.32%
					流动比率	1.73	2.16	2.25	2.37
					速动比率	1.31	1.63	1.58	1.75
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	55.67	82.92	91.17	101.28	每股收益	0.09	0.12	0.14	0.16
PE	163.26	124.97	110.57	96.60	每股净资产	2.15	2.45	2.58	2.74
PB	6.97	6.13	5.81	5.48	每股经营现金	0.27	0.16	0.15	0.33
PS	10.25	9.13	8.16	7.26	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	69.62	45.75	41.25	36.35					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn