

浙江医药 (600216.SH)

买入 (维持评级)

2025 年公司业绩短期承压，1Q26 维生素价格回暖，创新药研发管线持续推进

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	9,375	8,881	9,601	10,314	11,147
增长率 yoy (%)	20.3	-5.3	8.1	7.4	8.1
归母净利润 (百万元)	1,161	873	1,150	1,289	1,465
增长率 yoy (%)	170.1	-24.7	31.7	12.1	13.6
ROE (%)	9.4	6.9	10.1	10.5	10.8
EPS 最新摊薄 (元)	1.21	0.91	1.20	1.34	1.52
P/E (倍)	12.2	16.2	12.3	11.0	9.7
P/B (倍)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 2026 年 4 月 10 日, 浙江医药发布 2025 年年度报告, 公司 2025 年营业收入为 88.81 亿元, 同比下跌 5.28%; 归母净利润 8.73 亿元, 同比下跌 24.74%; 扣非净利润 8.34 亿元, 同比下跌 28.10%。

点评: 2025 年公司盈利能力有所承压。2025 年公司总体销售毛利率为 34.67%, 较 2024 年下降 7.66pcts。2025 年公司财务费用同比下降 1371.81%; 销售费用同比下降 18.72%; 研发费用同比下降 22.62%。我们认为, 公司 2025 年盈利水平承压的主要原因是受维生素产品价格及销量下行、部分医药产品收入下滑所致。

2025 年公司经营活动净现金流同比上涨。 2025 年公司经营活动产生的现金流量净额为 18.86 亿元, 同比上涨 54.15%, 主要系销售商品产生的应收账款回款增加, 以及收到的税费返还增加所致; 投资活动产生的现金流量净额为-3.72 亿元, 同比上涨 21.45%; 筹资活动产生的现金流量净额为-4.03 亿元, 同比下降 57.79%, 主要系现金股利发放同比增加, 以及支付股份回购款增加所致。期末现金及现金等价物余额为 31.67 亿元, 同比上涨 61.12%。

2025 年维生素行业供需格局宽松, 产品价格下行, 2026 年中东地缘冲突驱动维生素产品价格回升, 利好公司业绩。 2025 年维生素及类维生素系列营收 43.27 亿元, 同比下降 7.86%, 毛利率 44.40%, 同比下降 10.14pcts。根据 wind 数据, 2025 年维生素 E、维生素 A 的市场均价分别为 86.80、76.57 元/千克, 同比分别为 -14.34%、-42.63%。根据行业统计数据, 2025 年中国维生素总产量约 49.1 万吨, 占全球产量比重达 89.0%, 行业头部企业复产与新产能释放导致供给增加, 叠加全球市场进入去库存阶段, 需求端偏弱, 使得维生素 A、维生素 E 等公司核心产品价格同比回落, 行业处于周期调整阶段。进入 2026 年, 由于中东地缘冲突导致的原油、天然气价格上涨, 使得维生素生产成本大幅上涨, 维生素 E、维生素 A 等产品价格出现明显回升。根据 wind 数据, 截至 2026 年 4 月 17 日, 维生素 E、维生素 A 的市场均价分别为 116.50、116.50 元/千克, 较 2026 年初同比分别上涨 109.90%、86.40%。

据公司 2025 年年报披露, 公司在全球脂溶性维生素领域具备显著优势: 1) 天然

股票信息

行业	医药
2026 年 04 月 22 日收盘价(元)	14.59
总市值 (百万元)	14,030.29
流通市值 (百万元)	13,880.77
总股本 (百万股)	961.64
流通股本 (百万股)	951.39
近 3 月日均成交额(百万元)	562.25

作者



分析师 肖亚平

SAC: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com



分析师 王彤

SAC: S1070525100002

邮箱: wangtong@cgws.com

相关研究

- 《维生素价格下跌影响公司短期业绩, 昌北生物项目有望完善供应链》2025-11-06
- 《1H25 公司盈利同比明显增长, 生命营养品板块持续放量-浙江医药 2025 年半年报点评》2025-09-02
- 《维生素 E 价格处于较高景气, 生命营养品与药品有望实现双轮驱动-浙江医药 2024 年报及 2025 年一季报点评》2025-05-06

维生素 E、维生素 A、生物素、维生素 D3、β-胡萝卜素、辅酶 Q10 等核心产品产量与市场份额均居全球前列；2) 全产业链一体化优势显著，从关键中间体到原料药、制剂、营养品实现全覆盖，上游原料自给率高，成本控制与抗周期能力突出；3) 技术与资质壁垒深厚，多项生产技术达国际先进水平，主导或参与制定多项国际及国家质量标准，客户与渠道壁垒稳固。

我们认为，由于原油价格仍在较高位运行，维生素价格受成本支撑有望延续较好走势，且公司具备规模、成本、技术及全球化渠道的优势，业绩有望逐步回暖。

创新药研发管线加速推进，重磅品种逐步进入收获期。公司创新药重点布局 ADC（抗体药物偶联物）领域，研发投入持续聚焦高价值品种。根据《浙江医药股份有限公司关于 ARX305 启动 II 期临床试验的公告》，注射用重组人源化抗 CD70 单抗-AS269 偶联物 ARX305 已于 2026 年 3 月正式启动针对复发/难治性淋巴瘤的 II 期临床试验，该品种为 1 类生物制品，靶点全球尚无上市药物，具备稀缺性与突破性临床价值，截至 2025 年末累计研发投入已达 1.09 亿元。同时，根据公司 2025 年年报，截至 2025 年公司另一核心 ADC 品种 ARX788 治疗乳腺癌项目已完成 III 期临床研究，即将申报上市，治疗胃癌项目处于 III 期临床推进阶段。此外，公司在抗感染、糖尿病、消化系统等领域的仿制药一致性评价、新工艺改进稳步推进，产品矩阵持续完善，创新驱动转型成效逐步显现。

根据公司 2025 年年报，公司研发资源有逐渐向 ADC 创新药、高端制剂、国际化申报三大高成长方向集中的趋势，核心品种投入加大、低效投入收缩，人员结构高端化、成果产出高效化，研发效率与产出质量有望持续优化提升。

重点在建项目稳步落地，产能布局持续优化。根据公司 2025 年年报，公司重大项目建设有序推进，总投资约 16.85 亿元的昌北生物项目分两期建设，截至 2025 年，一期已完成立项、环评、安评、能评等全部审批程序，进入设计阶段，项目建成后将进一步完善公司维生素产业链，提升关键原辅料自给率，强化成本优势。同时，公司持续推进各生产基地数字化、智能化改造，提升自动化生产水平，降本增效持续推进。此外，公司筹划分拆控股子公司新码生物赴港上市，有望拓宽生物药研发融资渠道，加速创新药产业化与国际化进程，进一步打开公司成长天花板。

投资建议：预计公司 2026-2028 年实现营业收入分别为 96.01/103.14/111.47 亿元，实现归母净利润分别为 11.50/12.89/14.65 亿元，对应 EPS 分别为 1.20/1.34/1.52 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 12.3X、11.0X、9.7X。我们基于以下几个方面：1) 2026 年，维生素 E、维生素 A 价格出现上升趋势，且公司作为全球维生素领先企业，产业链与成本优势稳固，业绩有望逐步回暖；2) 医药板块结构持续优化，原料制剂一体化优势凸显；3) 创新药研发管线加速推进、ARX305、ARX788 等重磅品种有望打开长期成长空间，叠加在建项目稳步落地，长期价值凸显，我们看好维生素价格走势及公司创新药发展，维持“买入”评级。

风险提示：维生素价格波动风险；药品集采降价超预期风险；创新药研发/临床进度不及预期风险；原材料价格波动风险等

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6585	7211	8455	10684	12928
现金	1966	3167	4723	6952	9401
应收票据及应收账款	1627	1468	963	831	374
其他应收款	195	115	220	140	249
预付账款	88	108	104	124	122
存货	2133	1855	1928	2130	2269
其他流动资产	577	498	517	508	512
非流动资产	7211	6879	6646	6216	5832
长期股权投资	86	69	61	56	52
固定资产	5116	5254	5192	5039	4873
无形资产	684	603	570	480	383
其他非流动资产	1324	953	824	641	524
资产总计	13795	14091	15101	16900	18759
流动负债	2569	2440	2268	2682	2915
短期借款	270	235	284	346	416
应付票据及应付账款	1130	1116	1105	1228	1328
其他流动负债	1169	1088	878	1108	1171
非流动负债	358	562	793	1027	1321
长期借款	171	357	588	823	1116
其他非流动负债	187	205	205	205	205
负债合计	2928	3002	3060	3710	4236
少数股东权益	220	146	206	296	389
股本	962	962	962	962	962
资本公积	1988	1871	1881	1885	1909
留存收益	7700	8221	9052	9995	11068
归属母公司股东权益	10648	10943	11835	12895	14134
负债和股东权益	13795	14091	15101	16900	18759

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1223	1886	1904	2067	2278
净利润	1020	760	1211	1379	1558
折旧摊销	725	797	672	729	785
财务费用	-5	-73	-105	-173	-228
投资损失	8	-3	-3	-13	-13
营运资金变动	-801	171	20	29	-17
其他经营现金流	276	233	109	117	193
投资活动现金流	-473	-372	-347	-175	-328
资本支出	689	446	447	304	404
长期投资	-26	6	7	5	4
其他投资现金流	242	68	92	124	72
筹资活动现金流	-255	-403	-1	336	500
短期借款	70	-35	49	62	70
长期借款	-59	186	231	235	294
普通股增加	-3	0	0	0	0
资本公积增加	-18	-117	10	4	25
其他筹资现金流	-245	-437	-290	36	112
现金净增加额	506	1201	1556	2228	2450

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9375	8881	9601	10314	11147
营业成本	5407	5802	5504	5905	6401
营业税金及附加	97	93	95	105	114
销售费用	1100	894	1109	1206	1255
管理费用	586	521	556	609	664
研发费用	749	580	853	888	892
财务费用	-5	-73	-105	-173	-228
资产和信用减值损失	-264	-196	-199	-227	-252
其他收益	72	89	72	73	76
公允价值变动收益	-22	5	5	6	11
投资净收益	-8	3	3	13	13
资产处置收益	3	0	84	104	48
营业利润	1223	963	1556	1744	1946
营业外收入	3	4	3	3	3
营业外支出	14	16	16	16	15
利润总额	1212	952	1542	1731	1934
所得税	192	191	332	352	376
净利润	1020	760	1211	1379	1558
少数股东损益	-140	-113	61	90	94
归属母公司净利润	1161	873	1150	1289	1465
EBITDA	1942	1744	2132	2331	2534
EPS (元/股)	1.21	0.91	1.20	1.34	1.52

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	20.3	-5.3	8.1	7.4	8.1
营业利润 (%)	221.7	-21.3	61.5	12.1	11.6
归属母公司净利润 (%)	170.1	-24.7	31.7	12.1	13.6
获利能力					
毛利率 (%)	42.3	34.7	42.7	42.7	42.6
净利率 (%)	10.9	8.6	12.6	13.4	14.0
ROE (%)	9.4	6.9	10.1	10.5	10.8
ROIC (%)	8.9	6.3	8.8	8.9	8.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	21.2	21.3	20.3	22.0	22.6
净负债比率 (%)	-10.2	-19.6	-29.7	-41.1	-50.8
流动比率	2.6	3.0	3.73	3.98	4.43
速动比率	1.7	2.1	2.81	3.12	3.60
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	6.5	5.7	6.1	5.9	6.0
应付账款周转率	4.9	5.4	5.2	5.3	5.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.21	0.91	1.20	1.34	1.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.27	1.96	1.98	2.15	2.37
每股净资产 (最新摊薄)	11.07	11.38	12.30	13.39	14.66
估值比率					
P/E	12.2	16.2	12.3	11.0	9.7
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.7	6.8	5.0	3.8	2.7

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686