

华海药业 (600521.SH)

强烈推荐 (维持)

短期业绩承压, 期待创新药进展

2025 全年: 营业收入 85.87 亿元 (-10.06%); 归母净利润 2.66 亿元 (-76.19%); 扣非归母净利润 1.58 亿元 (-86.05%); 综合毛利率 60.16% (-1.75pct); ROE (加权) 2.86%。分季看: Q1/Q2 盈利, Q3/Q4 单季亏损 (Q3 归母净利润 -0.29 亿元, Q4-1.14 亿元), H2 承压加剧。

2026Q1: 营业收入 23.35 亿元 (-1.40%); 归母净利润 4.04 亿元 (+35.90%); 扣非归母净利润 1.36 亿元 (-52.19%), 非经常收益为处置华海天衡 67%股权的一次性收益 (约 2.87 亿元)。

□ **业务结构及财务情况:** 原料药及中间体收入 34.69 亿元 (上年 36.46 亿元), 同比下滑; 成品药收入 50.01 亿元 (上年 57.59 亿元), 同比下滑; 国内收入 43.03 亿元、国外收入 42.82 亿元, 基本持平。

□ **创新药积极推进, 拟拆分华奥泰单独上市。**

➢ 2025 全年获得创新药临床批件 6 个; 国产首个自研用于治疗泛发性脓疱型银屑病的 HB0034 已完成关键临床研究且主要终点达成, 2025 年 9 月递交上市申请并获得国家药品监督管理局药品审评中心受理, 进入审评阶段; HB0017 中重度斑块状银屑病适应症顺利完成关键三期临床试验; HB0025 联合化疗治疗鳞状和非鳞状非小细胞肺癌的关键 III 期临床试验启动, 子宫内膜癌的 III 期临床试验即将启动, 三阴性乳腺癌、结直肠癌等适应症的 II 期临床稳步推进; HB0056、HB0043 等主要早期临床阶段项目快速推进, 构建了多元化、多层次的产品梯队, 形成了可持续发展的生物创新药研发格局。

➢ 同时, 公司宣布拟以持有的对应控股子公司华奥泰生物的 20 亿元债权向华奥泰进行增资。对其华奥泰的直接持股比例将由 79.69% 变更为 87.07%, 并筹划华奥泰子公司拆分上市计划, 有利于公司创新药更好发展。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**根据公司 2025 年年报, 考虑到 2025 年原料药行业仍处于调整周期, 公司制剂出口主要以美国市场为主, 受美国关税政策影响较大, 未来关税政策亦有不确定性。同时随着国内仿制药集采的深入及创新药研发投入持续加大, 公司短期业绩承压, 因此我们调整公司盈利预测, 预计公司 26-28 年营业收入 95、107、124 亿元, 归母净利润 8.0、8.5、9.0 亿元, 维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:** 原料药持续降价, 集采价格持续降低, 新药研发不及预期等风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	9547	8587	9500	10740	12350
同比增长	15%	-10%	11%	13%	15%
营业利润(百万元)	1471	456	1362	1460	1567
同比增长	31%	-69%	198%	7%	7%
归母净利润(百万元)	1119	266	800	850	900
同比增长	35%	-76%	200%	6%	6%
每股收益(元)	0.75	0.18	0.53	0.57	0.60
PE	21.5	90.5	30.1	28.4	26.8
PB	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2

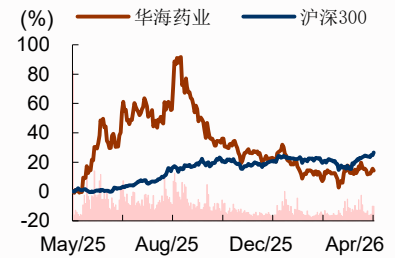
消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 16.1 元

基础数据

总股本 (百万股)	1497
已上市流通股 (百万股)	1497
总市值 (十亿元)	24.1
流通市值 (十亿元)	24.1
每股净资产 (MRQ)	6.6
ROE (TTM)	3.8
资产负债率	55.6%
主要股东	上海银行股份有限公司-银
主要股东持股比例	1.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-13	14
相对表现	-12	-16	-15



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《华海药业 (600521) — 业绩贴近预告上限, 彰显龙头韧性》2024-11-21
- 《华海药业 (600521) — 高基数下如期实现高质量盈利》2024-09-03
- 《华海药业 (600521) — 24H1 高基数下实现亮眼增长, 业绩持续体现经营右侧趋势》2024-07-05

梁广楷 S1090524010001

lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

侯彪 S1090525070010

houbiao@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	8483	8742	8601	9598	10955
现金	1537	1504	690	784	899
交易性投资	61	76	76	76	76
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2943	2868	3173	3587	4124
其它应收款	39	40	44	50	58
存货	3413	3712	4020	4428	5025
其他	491	542	598	673	773
非流动资产	11778	12761	13030	13252	13436
长期股权投资	422	373	373	373	373
固定资产	6353	7380	7885	8319	8692
无形资产商誉	2181	2286	2057	1852	1666
其他	2823	2721	2714	2709	2704
资产总计	20261	21503	21631	22850	24390
流动负债	5976	9112	8707	9562	10716
短期借款	2110	2860	5563	6215	7072
应付账款	1585	1807	1957	2155	2446
预收账款	54	35	38	42	47
其他	2226	4410	1150	1150	1151
长期负债	5266	2935	2935	2935	2935
长期借款	2512	1841	1841	1841	1841
其他	2754	1093	1093	1093	1093
负债合计	11241	12047	11641	12496	13651
股本	1467	1497	1497	1497	1497
资本公积金	1126	1751	1751	1751	1751
留存收益	6306	6195	6845	7335	7853
少数股东权益	122	13	(104)	(229)	(361)
归属于母公司所有者权益	8898	9443	10093	10583	11100
负债及权益合计	20261	21503	21631	22850	24390

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2173	1230	1534	1439	1396
净利润	1107	227	683	725	768
折旧摊销	933	1025	1267	1314	1353
财务费用	139	267	333	322	351
投资收益	28	(21)	(230)	(221)	(130)
营运资金变动	(17)	(263)	(520)	(701)	(945)
其它	(18)	(5)	0	0	0
投资活动现金流	(1920)	(1868)	(1307)	(1315)	(1406)
资本支出	(1853)	(1966)	(1536)	(1536)	(1536)
其他投资	(67)	98	230	221	130
筹资活动现金流	(133)	617	(1041)	(30)	124
借款变动	213	2237	(558)	652	858
普通股增加	(16)	30	0	0	0
资本公积增加	6	625	0	0	0
股利分配	(297)	(367)	(150)	(360)	(382)
其他	(40)	(1909)	(333)	(322)	(351)
现金净增加额	119	(20)	(814)	94	115

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	9547	8587	9500	10740	12350
营业成本	3637	3422	3705	4081	4631
营业税金及附加	117	111	123	139	160
营业费用	1679	1577	1492	1751	1988
管理费用	1464	1559	1463	1675	1964
研发费用	987	1229	1169	1439	1692
财务费用	95	248	333	322	351
资产减值损失	(157)	(196)	(83)	(94)	(128)
公允价值变动收益	(69)	49	52	49	20
其他收益	157	144	153	148	98
投资收益	(29)	19	25	24	12
营业利润	1471	456	1362	1460	1567
营业外收入	10	15	20	7	6
营业外支出	17	28	16	14	20
利润总额	1464	444	1366	1453	1553
所得税	356	217	683	728	785
少数股东损益	(12)	(39)	(117)	(125)	(132)
归属于母公司净利润	1119	266	800	850	900

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	15%	-10%	11%	13%	15%
营业利润	31%	-69%	198%	7%	7%
归母净利润	35%	-76%	200%	6%	6%
获利能力					
毛利率	61.9%	60.2%	61.0%	62.0%	62.5%
净利率	11.7%	3.1%	8.4%	7.9%	7.3%
ROE	13.2%	2.9%	8.2%	8.2%	8.3%
ROIC	8.5%	2.2%	4.8%	4.9%	4.9%
偿债能力					
资产负债率	55.5%	56.0%	53.8%	54.7%	56.0%
净负债比率	27.5%	37.0%	34.2%	35.3%	36.5%
流动比率	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	3.5	3.0	3.1	3.2	3.2
应付账款周转率	2.4	2.0	2.0	2.0	2.0
每股资料(元)					
EPS	0.75	0.18	0.53	0.57	0.60
每股经营净现金	1.45	0.82	1.02	0.96	0.93
每股净资产	5.94	6.31	6.74	7.07	7.41
每股股利	0.24	0.10	0.24	0.26	0.27
估值比率					
PE	21.5	90.5	30.1	28.4	26.8
PB	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	14.8	21.9	11.8	11.3	10.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。