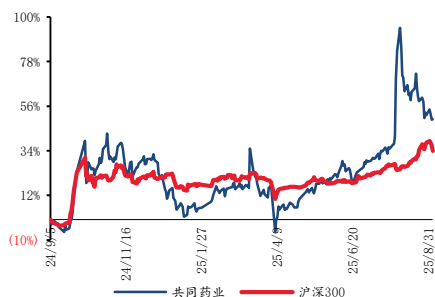


Q2 营收高速增长，产能利用率持续提升

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	1.15/0.77
总市值/流通(亿元)	25.11/16.7
12 个月内最高/最低价(元)	29.77/13.04

相关研究报告

<<Q1 营收稳步增长，业绩超市场预期>>—2025-04-29

<<2024 年业绩符合市场预期，产能大规模投放>>—2025-04-26

<<股票回购彰显长期发展信心，产能投放有望驱动收入快速增长>>—2025-03-16

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师：乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524080001

事件

2025 年 8 月 28 日，公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营业收入 3.02 亿元 (YoY+29.33%)，归母净利润-0.11 亿元 (YoY-117.88%)，扣非净利润-0.10 亿元 (YoY-107.42%)。

观点

Q2 营收同比高速增长，毛利率显著改善。分季度来看，Q2 公司实现营业收入 1.63 亿元，同比增长 46.23%，归母净利润-0.12 亿元，同比下降 41.18%，扣非净利润-0.12 亿元，同比下降 37.71%，毛利率为 19.66%，同比提升 6.86pct，净利率为-8.51%，同比提升 0.25pct。我们认为 Q2 营业收入高速增长，毛利率提升的主要原因是公司基本完成了车间的生产正常化，高能耗、低附加值中间体产能逐步缩减，扩充皮质激素类及非激素类产品线，毛利率较高的产品销售占比提升。净利率同比持平的主要原因是：①子公司华海共同研发投入增多，Q2 研发费用同比增加 1,125.67 万元；②募投项目转固后可转债利息停止资本化导致利息费用增加，财务费用同比增加 894.50 万元。

产能大规模投放，有望助力营收快速增长。截至 2025 年 6 月底，公司固定资产合计为 11.37 亿元，相较 2024 年同期增加了 6.19 亿元，募投项目“黄体酮及中间体 BA 生产建设项目”正式投产，同时加强华海共同原料药项目和甾体类产业链升级项目的建设，目前已经完成了主体工程的建设，其中华海共同原料药项目一期工程完成设备调试并启动试生产，二期规划聚焦高端皮质激素原料药产能储备。随着产能的投放以及产能利用率的提升，公司经营情况有望逐渐改善。

积极开展股份回购，彰显长期发展信心。公司拟使用自有资金及股票回购专项贷款资金以集中竞价方式回购公司股份，其中自有资金和股票回购专项贷款资金分别占回购资金比例的 10%和 90%，回购金额不低于人民币 2,000 万元且不超过人民币 3,000 万元，回购股份价格不超过人民币 23.84 元/股，回购股份数量约为 83.91 万股-125.87 万股，占当前公司总股本 0.73%-1.09%。截至 2025 年 8 月 31 日，公司累计回购公司股份 19.75 万股，占公司当前总股本的 0.17%，最高成交价为 16.05 元/股，最低成交价为 13.15 元/股，成交总金额为 302.99 万元 (不含交易费用)。

投资建议

公司产能陆续投放，盈利能力有望随产能利用率的提升而修复，预测公司 2025/26/27 年营收为 6.72/8.72/11.35 亿元，归母净利润为-0.34/0.17/0.68 亿元，对应 26/27 年 PE 为 147/37X，持续给予“增持”评级。

风险提示

行业政策风险；市场竞争加剧风险；产能投放不及预期；产品研发失败风险；产品价格下滑风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	537	672	872	1,135
营业收入增长率(%)	-5.26%	25.21%	29.78%	30.12%
归母净利（百万元）	-28	-34	17	68
净利润增长率(%)	-219.94%	-21.63%	150.77%	300.16%
摊薄每股收益（元）	-0.24	-0.29	0.15	0.59
市盈率（PE）	—	—	147.36	36.82

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)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	182	141	29	26	123
应收和预付款项	239	215	309	405	514
存货	396	385	438	530	678
其他流动资产	52	29	61	73	89
流动资产合计	870	770	837	1,034	1,404
长期股权投资	48	48	48	48	48
投资性房地产	19	18	18	18	18
固定资产	209	1,154	1,277	1,385	1,356
在建工程	1,182	694	594	494	444
无形资产开发支出	51	50	50	50	50
长期待摊费用	13	10	11	12	13
其他非流动资产	927	815	896	1,092	1,463
资产总计	2,448	2,790	2,894	3,099	3,392
短期借款	110	294	544	594	644
应付和预收款项	532	460	192	225	290
长期借款	350	485	585	685	785
其他负债	432	536	552	556	562
负债合计	1,424	1,775	1,873	2,060	2,282
股本	115	115	115	115	115
资本公积	411	411	411	411	411
留存收益	330	301	312	329	397
归母公司股东权益	953	923	931	948	1,017
少数股东权益	71	92	90	91	94
股东权益合计	1,024	1,015	1,021	1,039	1,111
负债和股东权益	2,448	2,790	2,894	3,099	3,392

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	68	-21	-343	15	43
投资性现金流	-402	-294	-135	-126	-48
融资性现金流	16	319	321	107	102
现金增加额	-319	4	-156	-4	98

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	566	537	672	872	1,135
营业成本	441	431	513	640	802
营业税金及附加	1	1	1	2	2
销售费用	7	7	12	13	17
管理费用	44	61	94	116	136
财务费用	10	23	32	42	47
资产减值损失	-8	-13	0	0	0
投资收益	0	0	0	3	3
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	20	-42	-34	15	70
其他非经营损益	0	-3	0	2	0
利润总额	19	-46	-34	17	70
所得税	-2	-14	1	-1	-2
净利润	21	-32	-35	18	72
少数股东损益	-2	-4	-2	1	4
归母股东净利润	23	-28	-34	17	68

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	22.09%	19.67%	23.62%	26.64%	29.29%
销售净利率	4.06%	-5.14%	-4.99%	1.95%	6.01%
销售收入增长率	-6.31%	-5.26%	25.21%	29.78%	30.12%
EBIT 增长率	-40.14%	-136.15%	80.62%	2,989.70%	95.69%
净利润增长率	-42.78%	-219.94%	-21.63%	150.77%	300.16%
ROE	2.41%	-2.99%	-3.60%	1.80%	6.71%
ROA	0.94%	-1.21%	-1.24%	0.60%	2.21%
ROIC	1.81%	-0.35%	-0.08%	2.29%	4.14%
EPS (X)	0.20	-0.24	-0.29	0.15	0.59
PE (X)	108.90	—	—	147.36	36.82
PB (X)	2.64	2.72	2.70	2.65	2.47
PS (X)	4.43	4.68	3.74	2.88	2.21
EV/EBITDA (X)	51.46	97.54	37.68	22.72	17.05

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。