

华特达因 (000915.SZ)

聚焦儿药主业，行业领军企业前景广阔

买入 (首次评级)

投资要点:

- 明晰发展战略聚焦医药主业，非主业剥离提升公司盈利能力。

2021 年公司对主业重新定位，聚焦儿童用药和健康领域，持续推进非主业剥离:2021 年转让子公司华特环保 51%股权给华特集团;2023 年起子公司卧龙学校停止办学;子公司华特信息、知新材料已开启清算工作。聚焦儿药主业后，公司营收及利润端持续增长，2020-2023 年营收 CAGR11%，归母净利润 CAGR 达 26%。

分红持续走高，24H1 首次实行中期派息。公司坚持长期主义，以现金分红的方式回馈投资者，年度现金分红比例已由 2016 年的 13.6% 提升至 2023 年的 80.1%。2024 年进一步提高分红频率，首次实现实行中期派息 (每 10 股派 5.00 元人民币现金)。

- 聚焦儿药实现破局，适应人群拓展+渗透率提升助力打破成长空间。

达因药业系公司医药板块主要贡献来源，从一家多元化药企转型为专注儿童药物研发生产的企业，整体营收从 2006 年的 1.7 亿元增长至 2023 年的 24.3 亿元，已打造核心产品品牌价值超 30 亿元。

公司核心产品伊可新 (维生素 AD 滴剂) 自 1996 年上市，多年来居同类产品市占率第一。2022 年伊可新全年收入约 17.6 亿元 (占达因药业收入 86%);2023 年收入实现 10%以上增长 (占达因药业收入 80%以上)。适应人群拓展+渗透率提升助力公司打破成长空间。1) 2022 年起公司开始推广伊可新 3-6 岁使用，由原本的 0-3 岁使用拓展至 0-6 岁使用;2) 《中国儿童维生素 A、维生素 D 临床应用专家共识(2024)》提出维 A 预防性补剂适用人群拓展至 18 岁，维 D 预防性补剂适用人群提及至 18 岁;公司拓展伊可新推广年龄至 18 岁。

- 重点产品伊 D 新与华润三九达成战略合作，布局延伸贡献增长新动能。

重点产品伊 D 新 (维生素 D 滴剂) 自 2020 年获批上市，2021 年伊 D 新年销售额超 1 亿元，2022 年销售额约 2 亿元;2024 年 9 月子公司达因药业与华润三九与达成战略合作，加深维生素 D 领域的深度合作，有望打破星鲨与双鲸的市场垄断，未来伊 D 新市场占有率有望逐步提升。

维矿类产品布局已完成，二线品类增长动能十足。24H1 公司重点推广的达因铁 (右旋糖酐铁颗粒)、达因钙 (复方碳酸钙泡腾颗粒)、小儿布洛芬栓等产品取得显著的业绩增长;未来公司致力于每年推出 1-2 个新的儿童药品种，持续丰富业绩增长动力。

- 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-2026 年收入 CAGR 为 3.5%，归母净利润 CAGR 为 4.5%，当前股价对应 PE 12/11/10 倍。基于核心产品伊可新适应人群拓展+渗透率提升，二线产品持续贡献增长动能，同华润三九合作下渠道加速布局;非主业剥离下，我们认为公司儿药业务有望实现持续增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示

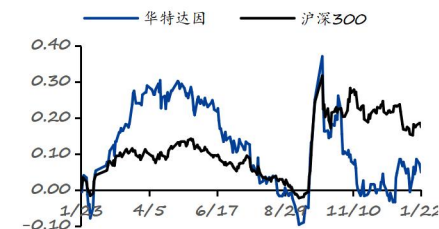
药品集采风险、产品研发不及预期风险、市场竞争加剧风险。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,341	2,484	2,231	2,474	2,751
增长率	15%	6%	-10%	11%	11%
净利润 (百万元)	527	585	513	584	667
增长率	39%	11%	-12%	14%	14%
EPS (元/股)	2.25	2.50	2.19	2.49	2.85
市盈率 (P/E)	12.1	10.9	12.5	10.9	9.6
市净率 (P/B)	2.5	2.1	2.1	2.0	1.9

基本数据

日期	2025-01-22
收盘价:	27.25 元
总股本/流通股本(百万股)	234.33/234.21
流通 A 股市值(百万元)	6,382.15
每股净资产(元)	11.78
资产负债率(%)	10.33
一年内最高/最低价(元)	37.08/23.61

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	陈铁林(S0210524080007)
ctt30598@hfzq.com.cn	
分析师:	张俊(S0210524040002)
zj30486@hfzq.com.cn	
分析师:	刘佳琦(S0210523090003)
LJQ3653@hfzq.com.cn	

相关报告

正文目录

1 聚焦儿药主业，成就儿药领军企业	4
1.1 深度聚焦儿童用药和健康领域，成就儿药领军企业	4
1.2 国资控股理顺管理体制，明确中长期激励机制	6
1.3 财务情况：聚焦儿药主业后盈利能力持续上行	7
2 政策端重视儿药研发及可及性，专家共识提出 AD 同补	8
2.1 儿童用药加速获批，儿药市场持续增长	8
2.2 AD 同补理念加深，预防性补剂适用人群拓展	10
3 公司已形成伊可新等为代表的核心产品矩阵	11
3.1 核心产品伊可新：AD 同补理念加深，积极拓展适用人群	11
3.2 重点产品伊 D 新：与华润三九达成战略合作，市占率有望上升	12
3.3 产品矩阵日益丰富：布局延伸贡献增长新动能	13
4 盈利预测与投资建议	14
4.1 盈利预测	14
4.2 投资建议	15
5 风险提示	15

图表目录

图表 1：公司发展历程及重大事件	4
图表 2：公司主要业务及产品情况（截止 24 年半年报）	5
图表 3：公司股权结构（截止 24 年三季报）	6
图表 4：公司营收情况	7
图表 5：公司归母净利润情况	7
图表 6：医药板块营收、毛利率及营收占比情况	7
图表 7：公司毛利率及净利率情况	8
图表 8：公司 ROE（TTM）情况（%）	8
图表 9：2016-2024H1 公司分红派息情况	8
图表 10：我国儿童用药获批数量情况（个）	9
图表 11：2017-2023 我国零售终端与医院市场儿童用药销售规模（亿元）	10
图表 12：2019-2024H1 维生素矿物质补充剂零售端销售规模（亿元）	10
图表 13：维生素 A 缺乏的治疗与预防补充建议	11
图表 14：维生素 D 缺乏性佝偻病的维生素 D 治疗量（U）	11
图表 15：公司伊可新产品情况	12
图表 16：维生素 D 滴剂产品上市情况	13
图表 17：公司业绩拆分预测表	15
图表 18：可比公司估值表（截止 2025 年 1 月 22 日）	15
图表 19：财务预测摘要	17

1 聚焦儿药主业，成就儿药领军企业

1.1 深度聚焦儿童用药和健康领域，成就儿药领军企业

公司前身声乐股份成立于1993年，1999年于深交所上市；2001年公司更名为“山东山大华特科技股份有限公司”，主营业务变更为环保、医药产业；2021年4月26日，公司更名为“山东华特达因健康股份有限公司”，加快产业结构调整步伐，并出让子公司山东华特环保科技有限公司51%股权，主营业务聚焦为医药产业。

图1：公司发展历程及重大事件



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

医药产业贡献公司主要收入、利润来源，主营地位日益凸显。公司业绩贡献主要来自医药产业-山东达因海洋生物制药股份有限公司，即达因药业（公司持有其52.14%股权）。2014-2020年公司医药产业收入比例约为六成；近年来公司医药产业收入占比逐渐提升，2024H1公司医药产业收入为11.36亿元，占公司主营业务收入的98.4%。

聚焦儿药实现达因破局关键，助力公司打破成长空间。现公司总裁、达因药业总经理杨杰总曾任多年儿科医生，自2007年全面接管达因药业，自此达因药业开启全面转型，由从一家多元化药企转型为专注儿童药物研发生产的企业。达因药业营收已从2006年的1.72亿元增长至2023年的24.26亿元；目前已打造核心产品品牌价值超过30亿元，儿童维生素AD品类市场占有率达60%以上。

达因药业作为中国儿药行业的开拓者和引领者，自2007年以来，始终坚持“使千千万万中国儿童健康强壮”的企业使命，专注于儿童药品及儿童健康领域产品的研发与生产，形成了以“儿童保健和治疗领域”为核心的儿童健康产业布局。目前达因药业儿童药品主要包括伊可新维生素AD滴剂、伊D新维生素D滴剂、达因铁右旋糖酐铁颗粒、达因钙复方碳酸钙泡腾颗粒、达因锌甘草锌颗粒、二巯丁二酸胶囊、口服补液盐散（III）、小儿布洛芬栓、盐酸托莫西汀口服溶液及地氯雷他定口服液等。其中“伊可新”为中国驰名商标，多年来一直位居同类产品市场占有率第

一。利用“伊可新”良好的品牌效应，在儿童保健产品领域，公司实施品牌延伸策略，陆续推出了“伊可新”益生菌粉系列产品、“伊可新”DHA藻油+ARA凝胶糖果、“伊可新”维生素矿物质类保健产品及“伊可新”儿童牙膏等产品。

图表 2：公司主要业务及产品情况（截止 24 年半年报）

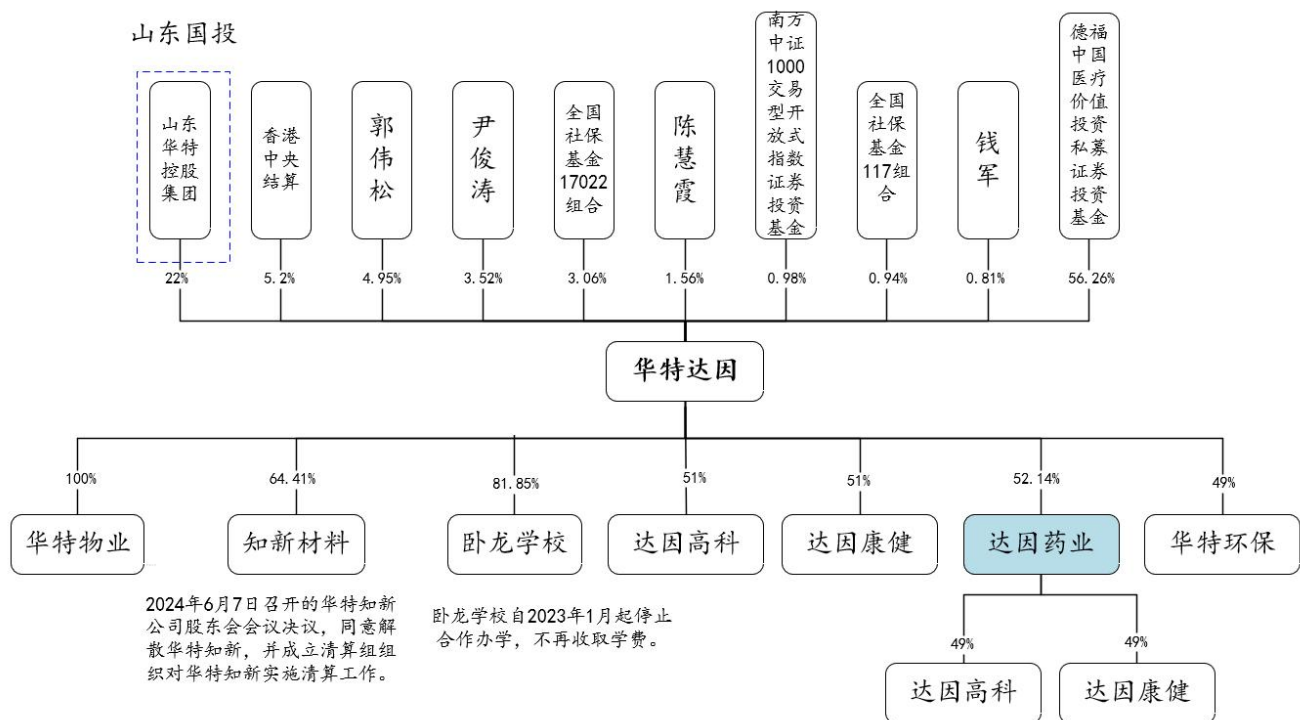
产品类别	产品名称	通用名称	产品介绍
儿童药品	伊可新	维生素 AD 滴剂	用于预防和治疗维生素 A 及 D 的缺乏症。如佝偻病、夜盲症及小儿手足抽搐症。 0-1 岁，每粒含维生素 A 1500 单位，维生素 D3 500 单位（绿色装） 1 岁以上，每粒含维生素 A 2000 单位，维生素 D3 700 单位（粉色装）
	伊 D 新	维生素 D 滴剂	预防和治疗维生素 D 缺乏症。
	达因铁	右旋糖酐铁颗粒	用于慢性失血、营养不良、妊娠、儿童发育期等引起的缺铁性贫血。
	达因钙	复方碳酸钙泡腾颗粒	用于妊娠和哺乳期妇女、更年期妇女、老年人、儿童等的钙补充剂，并帮助防治骨质疏松症。
	达因锌	甘草锌颗粒	由于锌缺乏症引起的儿童厌食、异食癖、生长发育不良。（2）寻常型痤疮。（3）口腔溃疡症。
	小儿布洛芬栓剂	小儿布洛芬栓	用于儿童普通感冒或流行性感引起的发热。也用于缓解儿童轻至中度疼痛，如头痛、关节痛、偏头痛、牙痛、肌肉痛、神经痛。
	二巯丁二酸胶囊	二巯丁二酸胶囊	用于解救铅、汞、砷、镍、铜等金属中毒。对铅中毒疗效较好。可用于治疗肝豆状核变性。
	口服补液盐散（III）	口服补液盐散（III）	预防和治疗腹泻引起的轻、中度脱水，并可用于补充钠、钾、氯。
	盐酸托莫西汀口服溶液	盐酸托莫西汀	用于治疗 6 岁及 6 岁以上儿童和青少年的注意缺陷/多动障碍（ADHD）。
	地氯雷他定口服溶液	地氯雷他定	用于缓解慢性特发性荨麻疹及过敏性鼻炎的全身及局部症状。
儿童健康产品	伊可新益生菌粉		选用欧美进口菌株，四款配方，多种菌株+低聚果糖组合。菌株采用冷冻干燥技术，菌株活性有保障，每袋添加活菌≥300 亿 CFU（伊儿乐≥150 亿 CFU）。
	伊可新 DHA 藻油+ARA 凝胶糖果		伊可新®DHA 藻油+ARA 凝胶糖果，3A 组合配方营养加倍，DHA+ARA 科学配比 1:1，更好提升 4 大能力：脑力发育、语言能力、专注力、眼视力。
	维生素 A 维生素 D 软胶囊		备案号：食健备 G202337001147。维生素 AD 同补，协同增效，AD 含量 3:1 科学配比，更适合宝宝营养需求。添加优质核桃油，含人体必需不饱和脂肪酸。双铝膜包装，密封性好。
	伊可新钙维生素 D 软胶		备案号：食健备 G202137101212。钙+VD 同补，助力钙吸收，补钙效果好。每粒含：钙 230mg、维生素 D34ug（160IU）；适宜需要补充钙、维生素 D 的 1-17 岁人群及成人、孕妇、乳母。
	伊可新锌软胶囊		备案号：食健备 G202137101215。每粒含：锌 2.6mg，适宜需要补充锌的 1-17 岁人群及成人、孕妇、乳母。添加柠檬酸锌，温和补锌，易吸收；甄选优质核桃油，含丰富的不饱和脂肪酸双铝膜包装，密封性好，保持质量稳定。
	伊可新铁软胶囊		备案号：食健备 G202337001191。优选富马酸亚铁，起效快，相容性好。添加优质核桃油，含人体必需不饱和脂肪酸。双铝膜包装，密封性好。
	儿童生物牙膏		伊可新儿童牙膏，添加生物活性玻璃和羟基磷灰石成分，具有更好的生物活性和兼容性，改善口腔酸性环境，能有效祛除牙菌斑。不含氟，原料安全健康，含天然木糖醇。功效型牙膏，经临床验证，有效祛除牙菌斑（常见的乳牙期牙菌斑如：奶瓶龋、小黑牙、小黄牙等）。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 国资控股理顺管理体制，明确中长期激励机制

由校属企业到国资控股企业的转变释放企业活力。2020年3月公司实际控制人由山大变更为山东省国资委，成功实现公司战略转型，公司既延续了大学企业科技创新的基因，具有科技优势、人才优势和技术核心竞争力，同时又拥有山东国投公司资本实力雄厚、综合投融资优势和管理优势的平台优势，在山东省国投公司的支持下，公司的治理水平、发展能力不断提升。

图表 3：公司股权结构（截止 24 年三季报）



数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

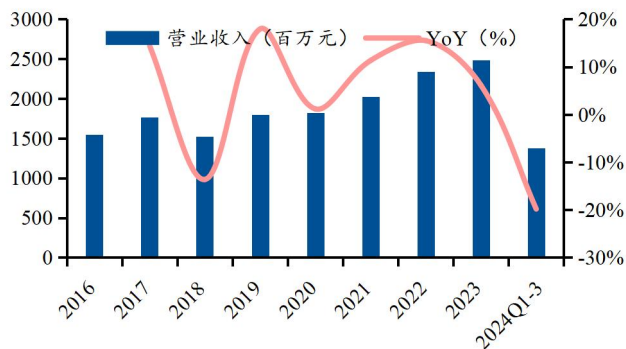
扎实推进国企改革三年行动方案，明晰发展战略聚焦医药主业。2021年公司对战略进行了重新梳理，主业重新定位，聚焦儿童用药和健康领域。随后几年公司持续推进非主业剥离：2021年公司将子公司华特环保51%的股权转让给了华特集团，股权转让后，华特环保不再纳入公司合并报表范围。自2023年起子公司卧龙学校不再合作办学，公司积极就投资退出事宜与沂南政府进行协商。2023年子公司华特信息向法院破产清算的申请被受理并指定了管理人。2023年子公司知新材料已停止生产，2024年6月已成立清算组组织对华特知新实施清算工作。

中长期激励方案获山东省国资委备案同意。达因药业“2023-2025年中长期激励方案”获得山东省国资委备案同意，激励对象范围为对企业经营业绩和持续发展有直接重要影响的管理、技术及业务等核心骨干人才。“方案”的实施，将有利于激发达因药业全体员工干事创业的激情，取得更好的经营业绩。

1.3 财务情况：聚焦儿药主业后盈利能力持续上行

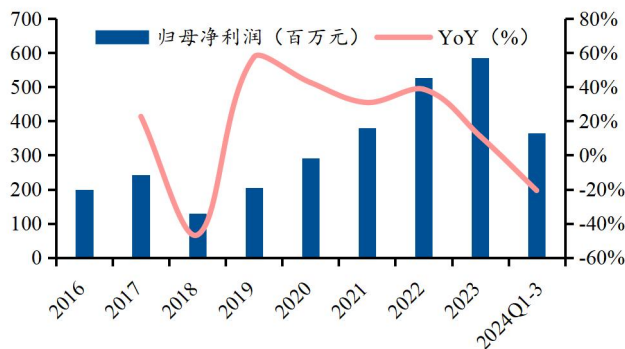
2020-2023 年营收 CAGR11%，归母净利润 CAGR 达 26%。聚焦医药主业后，公司营收及利润端持续增长，营收由 2020 年的 18.21 亿元提升至 2023 年的 24.84 亿元，归母净利润由 2020 年的 2.92 亿元提升至 2023 年的 5.85 亿元。2024Q1-3 公司实现营业收入 13.78 亿元（同比-19.83%）、归母净利润 3.65 亿元（同比-20.7%）。

图表 4：公司营收情况



数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

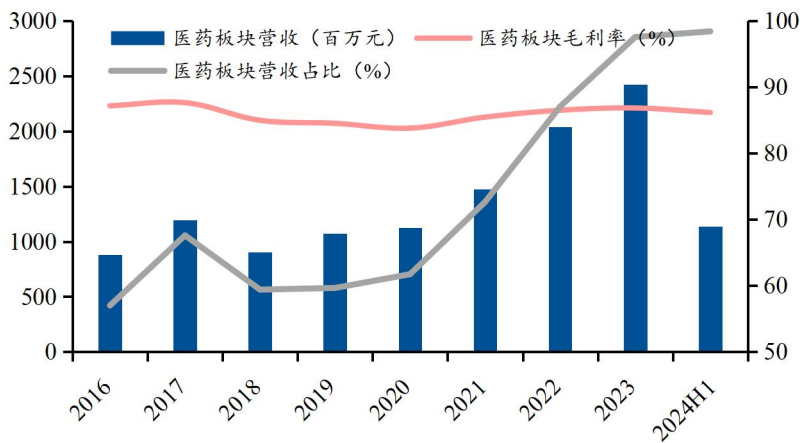
图表 5：公司归母净利润情况



数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

医药板块贡献绝大部分业绩。公司医药板块已逐步成为主要营收贡献来源，医药板块收入占比由 2016 年的 57% 提升至 2024H1 的 98.4%。2024H1 公司医药板块实现营业收入 11.36 亿元（同比+0.47%）、净利润 6.31 亿元（同比+0.3%）。

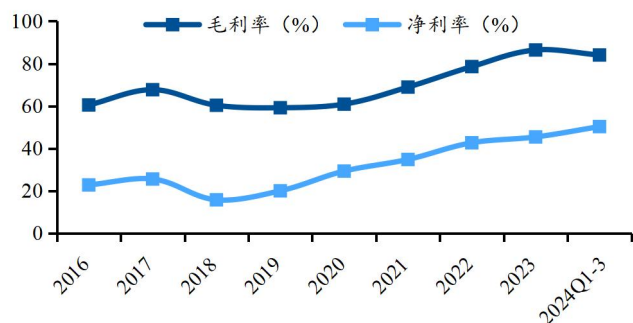
图表 6：医药板块营收、毛利率及营收占比情况



数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

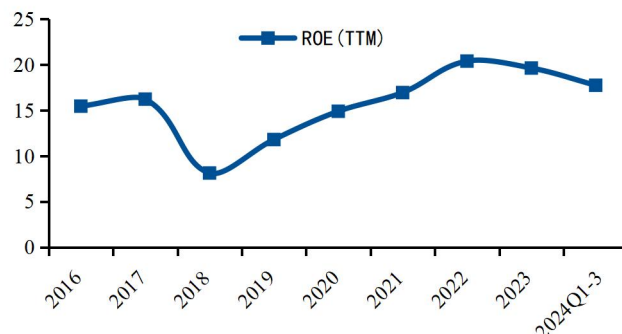
盈利能力持续提升。公司 2024 年前三季度已实现毛利率 84.04%、净利率 50.26%，ROE 达 17.74%。

图表 7：公司毛利率及净利率情况



数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

图表 8：公司 ROE (TTM) 情况 (%)



数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

分红持续走高，24H1 首次实行中期派息。公司坚持长期主义，以现金分红的方式回馈投资者，年度现金分红比例已由 2016 年的 13.6%提升至 2023 年的 80.1%。2024 年进一步提高分红频率，首次实现实行中期派息，每 10 股派 5.00 元人民币现金。

股息率持续走高：公司股息率由 2016 年的 0.55%提升至 2023 年的 7.36%；公司 2023 年 7.36%的股息率位列中信医药分类主板第一。

图表 9：2016-2024H1 公司分红派息情况

年度	权益分派方案	年度现金分红总额（百万元）	年度现金分红比例（%）	股息率（%）
2016	每 10 股送红股 3.00 股，派 1.50 元人民币现金	27.04	13.63	0.55
2017	每 10 股派 2.50 元人民币现金	58.58	24.09	0.92
2018	每 10 股派 3.00 元人民币现金	70.30	54.21	1.10
2019	每 10 股派 3.00 元人民币现金	70.30	34.44	1.10
2020	每 10 股派 3.50 元人民币现金	82.02	28.21	1.29
2021	每 10 股派 8.00 元人民币现金	187.47	49.30	2.94
2022	每 10 股派 8.00 元人民币现金	187.47	35.58	2.94
2023	每 10 股派 20.00 元人民币现金	468.66	80.08	7.36
2024H1	每 10 股派 5.00 元人民币现金	117.17 (24H1)		1.84 (24H1)

数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所
注：股息率以当年度末股价为准

2 政策端重视儿药研发及可及性，专家共识提出 AD 同补

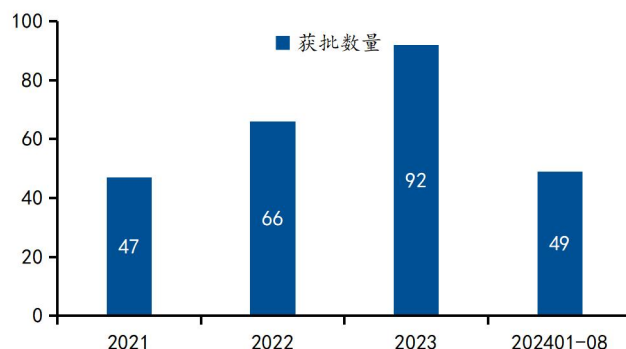
2.1 儿童用药加速获批，儿药市场持续增长

2024 版医保目录调整的申报条件包括了国家鼓励研发的儿童药和仿制药，扩大了几科用药品种和剂型范围。此外，国家多批次鼓励研发申报儿童药品清单等均重视强调儿童用药，鼓励药企加大儿药研发，以满足儿童的临床用药需求。国家药监

局发布了《已上市药品说明书增加儿童用药信息工作程序（试行）》，针对儿科临床急需药品，通过科学评价方法，进行说明书中儿童应用信息的规范化增补，皆在提升我国儿科合理用药水平方面发挥了重要作用。

近年我国儿童用药审评审批质量和效率不断提升，药品上市数量明显提升。据经济参考报援引，“中国儿童用药数据库”数据统计，截至2023年12月31日，我国已批准上市的儿童专用药数量共1049个(按品规计)，仅占我国已批准上市药品总数的3.2%;已批准上市的成人儿童共用药数量为4042个(按品规计)，约占我国已批准上市药品总数的12.4%。据央视网数据，2019年至2024年8月，国家药监局已批准282个儿童用药，国产品种占比超过70%。2021-2023年儿童用药获批数量为47、66、92个。24年1-8月，国家药监局已完成49个儿童药品种批准上市，其中有三分之一通过优先审评审批程序加快上市。

图表 10：我国儿童用药获批数量情况（个）

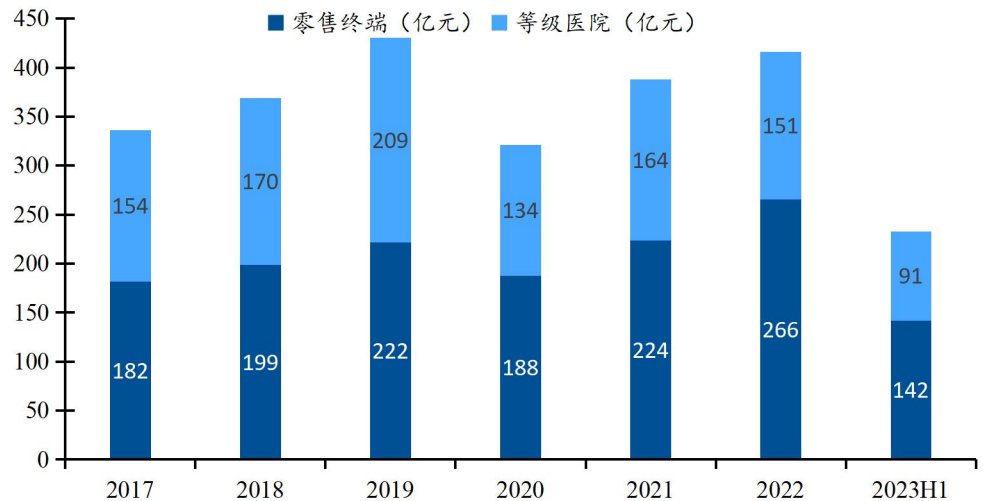


数据来源：央视网，华福证券研究所

儿童用药市场持续增长。据中康开思数据显示，我国零售终端与等级医院市场儿童药销售额2022年超416亿元，23H1销售额达232.9亿，整体看零售终端增速高于院内。

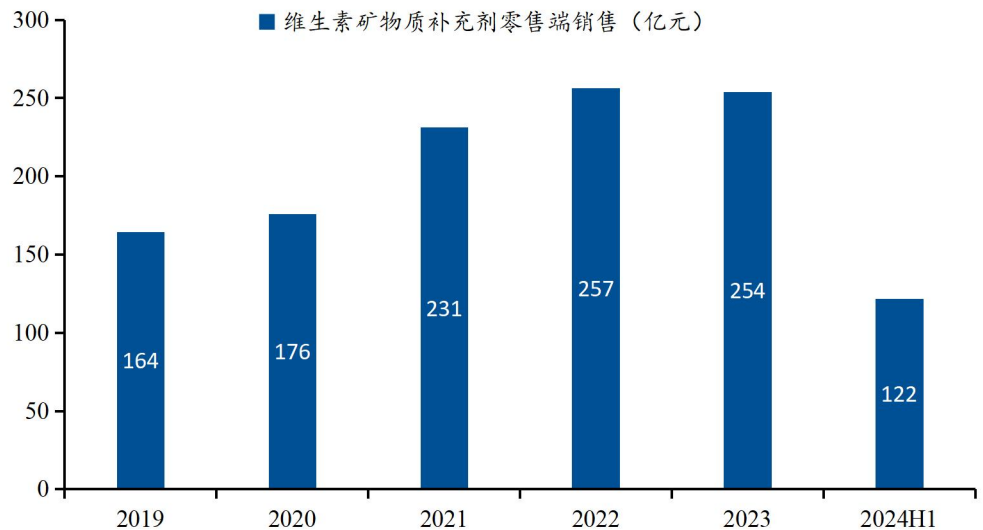
此外，零售终端销售中，维矿类在占比最大，其次分别是感冒用药、胃肠疾病用药、止咳祛痰类及解热镇痛抗炎类药物；而在等级医院则是感冒用药排居榜首。

图表 11：2017-2023 我国零售终端与医院市场儿童用药销售规模（亿元）



数据来源：中康科技，中康开思系统，中康产业研究院，华福证券研究所

图表 12：2019-2024H1 维生素矿物质补充剂零售端销售规模（亿元）



数据来源：第一药店财智，中康开思系统，华福证券研究所

2.2 AD 同补理念加深，预防性补剂适用人群拓展

儿童期需维持充足维 A 及维 D 营养水平。维 A 和维 D 可为儿童提供体格生长、神经和心理行为发育的物质基础；若在生命早期供给不足，即使在 2 周岁后足量补充也无法完全逆转对脑和神经系统发育的影响。《中国儿童维生素 A、维生素 D 临床应用专家共识(2024)》指出，作为预防性补充，新生儿出生一周内应开始补充 A/D（1500U/400-800U），0-1 岁（1500U/400U），1-18 岁（1500-2000U/400-800U）。较 2021 版专家共识，维 A 预防性补剂适用人群由 3 岁拓展至 18 岁，维 D 预防性补剂适用人群提及至 18 岁。

AD 同补理念加深，联合补可能有助于同时改善维 A 和维 D 的营养状况。据专家共识指出，近年的调查结果显示，我国学龄前儿童维生素 A 缺乏和边缘缺乏率高，且有随年龄增长而增加的趋势；0~18 岁儿童中维生素 D 缺乏和不足率较普遍，儿童中维生素 A 和维生素 D 的缺乏存在相关性。维 A 和维 D 以高度特异性的方式影响机体的免疫反应，存在协同作用，联合补充可能有助于同时改善维 A 和维 D 的营养状况。

图表 13：维生素 A 缺乏的治疗与预防补充建议

人群	治疗性补充	预防性补充
出生后 6~60 个月		每 6 个月补充 1 次
<6 个月		5 万 U(15mg)
6~12 个月		10 万 U(30mg)
>12 月~成人		20 万 U(60mg)
干眼症	确诊后单剂量， 24h/2 周各 1 次	
麻疹	确诊后单剂量， 24h1 次	
蛋白质能量营养不良	确诊后单剂量， 此后每日需要量	
HIV 母亲所生新生儿		48h 内单剂量，年龄 段适宜的补充量

数据来源：《中国儿童维生素 A、维生素 D 临床应用专家共识(2024)》，中华预防医学会儿童保健分会、中国儿童保健杂志，华福证券研究所

图表 14：维生素 D 缺乏性佝偻病的维生素 D 治疗量 (U)

年龄	每日剂量	单次剂量	每日维持剂量
<3 月龄	2 000	不宜采用	400
3 月龄~	2 000	5 万	400
12 月龄~	3 000~6 000	15 万	600
12 岁~	6 000	30 万	600

注：治疗 3 个月后，评估治疗反应，确定是否需要进一步治疗；确
保钙最低摄入量为 500mg/d。

数据来源：《中国儿童维生素 A、维生素 D 临床应用专家共识(2024)》，中华预防医学会儿童保健分会、中国儿童保健杂志，华福证券研究所

3 公司已形成伊可新等为代表的核心产品矩阵

3.1 核心产品伊可新：AD 同补理念加深，积极拓展适用人群

公司核心产品伊可新（维生素 AD 滴剂）自 1996 年上市，多年来居同类产品市占率第一。2022 年伊可新全年收入约 17.55 亿元，占达因药业收入的 86%；2023 年伊可新全年收入实现 10%以上的增长，占达因药业收入的 80%以上。市占率持续提升，截止 2023Q3 公司伊可新在维生素 AD 品类市场占有率已接近 70%。

伊可新从剂型、剂量、配比、口味等方面都做了“量身定制”。紧密切合中国儿童的营养补充需求，维生素 AD 采用 3:1 科学配比；独立的小葫芦型胶囊滴剂的剂型设计，让家长喂药时更加方便，剂量更加精准；植物油代替鱼油，从口味上让产品更易被儿童接受。此外，伊可新还采用了独特的囊壁工艺和避光技术，保证了成分的稳定性，大幅提升了补充效果。

图表 15：公司伊可新产品情况



数据来源：京东，华福证券研究所

伊可新大品种仍持续挖掘价量空间：

价：市场认可度高，产品存在提价空间。1) 2022 年初伊可新 50 粒和 60 粒院外渠道小幅提价 10%；2) 2022 年 7 月 15 日，伊可新 30 粒装主力产品小幅提价 6.4%。

量：积极拓展适用人群，产品渗透率仍可提升。1) 2022 年起公司开始推广伊可新 3-6 岁使用，由原本的 0-3 岁使用拓展至 0-6 岁使用；2) 《中国儿童维生素 A、维生素 D 临床应用专家共识(2024)》提出维 A 预防性补剂适用人群拓展至 18 岁，维 D 预防性补剂适用人群提及至 18 岁；公司拓展伊可新推广年龄，持续传播伊可新“0-18 岁，每天一粒”的核心观点。

销售渠道以院外为主，受集采、控费等影响小。公司维生素 AD 的销售主要以院外为主，2022 年院外市场线上渗透率在 20%左右，较 2021 年有较大的增长；此外，公司已陆续与阿里、京东、拼多多、小红书、抖音等电商平台开通官方旗舰店，持续推积极发展和探索电商、互联网医疗、全渠道融合等相适应可持续发展的营销模式。

3.2 重点产品伊 D 新：与华润三九达成战略合作，市占率有望上升

公司重点产品伊 D 新（维生素 D 滴剂）自 2020 年获批上市，有望打破星鲨与双鲸的市场垄断。伊 D 新获批前，2017 年星鲨制药和双鲸药业的维生素 D 滴剂分别占据市场 51.54%和 48.46%份额。公司伊 D 新主要针对成人市场，头部企业宣传建议 0-99 岁服用维生素 D，是全年龄段的营养补充剂，整体市场空间大。2021 年伊 D 新年销售额超 1 亿元，2022 年销售额约 2 亿元，未来伊 D 新市场占有率有望逐步提升。

图表 16：维生素 D 滴剂产品上市情况

企业	规格
国药星鲨制药	维生素 D3 800IU; 维生素 D 400IU
青岛双鲸药业	每粒含维生素 D3 400 单位(胶囊型一次性包装); 维生素 D3 800IU
达因药业	维生素 D3 400IU
华夏国药(菏泽)制药	每粒含维生素 D3 400 单位(胶囊型一次性包装)

数据来源：医药魔方，NMPA，华福证券研究所

子公司达因药业于华润三九与达成战略合作，加深维生素 D 领域的深度合作。

2024 年 9 月与华润三九在北京达因高科儿童药物研究院签署了维生素 D 滴剂（胶囊型）产品的战略合作协议。根据协议，华润三九将成为达因维生素 D 滴剂（胶囊型）产品在中国境内的独家代理商，全面负责维生素 D 滴剂（胶囊型）的市场推广和全渠道营销工作。

3.3 产品矩阵日益丰富：布局延伸贡献增长新动能

产品矩阵丰富有望贡献增长新动能。达因药业在儿童维矿类药品领域具有绝对优势，维矿类产品布局已完成包括伊可新（维生素 AD 滴剂）、伊 D 新（维生素 D 滴剂）、达因铁、达因钙、达因锌等产品。同时，公司利用“伊可新”广泛的影响力，构建了“伊可新”儿童营养品、儿童健康食品、儿童健康用品等儿童健康产品系列。

重点推广品种业绩增长显著。24H1 公司重点推广的达因铁（右旋糖酐铁颗粒）、达因钙（复方碳酸钙泡腾颗粒）、小儿布洛芬栓等产品也取得了显著的增长业绩。

达因铁采用第三代有机铁，依托达因药业搭建的儿童用药矫掩味关键技术平台和口感评价体系，改善了传统铁剂的铁腥味和不良口感，同时具有溶解性强、剂量精准、易吸收、胃肠刺激小等优点。在国家儿童医学中心的“口服铁剂儿科临床应用现状及评价”项目中，超越其他 12 款临床常用铁剂，成为口味最佳、儿童评价最好的口服铁剂。

达因钙融合了达因药业独特生产工艺，冲泡时从无机钙（碳酸钙）变成有机钙（柠檬酸苹果酸钙）的技术创新，赋予了达因钙吸收率高、溶解性高、无腹胀少便秘等突出优势。达因钙还添加了维生素 D，能够有效促进钙吸收，不添加蔗糖，提高服用依从性的同时不伤牙齿。

小儿布洛芬栓解决了年龄小的孩子因普通感冒或流行性感引起的发热吃药不配合或者呕吐等吃不进药的难题。儿童胃肠道功能较弱，栓剂不直接刺激胃肠道黏膜，胃肠道安全性好。夜间退热使用栓剂更无需叫醒孩子，不担心空腹用药对胃肠道刺激。



研发方面，公司始终坚持“以量身定制儿童药物”为研发理念，持续丰富产品矩阵，致力于每年推出 1 至 2 个新的儿童药品种。24H1 达因药业五个儿童药研发项目被列为科技部重大专项，研发计划按期推进，5 个项目均完成考核节点；完成 3 项新产品申报；获发明专利 5 项；达因药业正式获批“国家企业技术中心”。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

医药板块：我们测算下 24-26 年收入增速约-10.4%、11.2%、11.5%；考虑到核心产品伊可新未进 16 省联盟集采，24Q1-3 公司整体毛利率略降，假设 24-26 年医药板块毛利率微降至 86%。

其中伊可新：我们测算下 24-26 年收入增速约-17.3%、8.1%、8.2%。

1) **粉色装-**考虑公司 22 年起拓展适应人群至 0-6 岁，24 年起拓展至 0-18 岁，后续粉色装产品销售有望持续增长；考虑 24Q3 或存在降库存影响，24 年营收增速假设为-7%；调整到位后，粉色装增速高于绿色装，假设 25-26 年营收增速保持 10%。

2) **绿色装-**考虑 0-1 岁使用量同新生儿出生率相关，绿色装在院内的销售比例比粉色装高，考虑联盟集采未中标 24Q6 起执行叠加 24Q3 或存在降库存影响，假设 24 年营收增速为-30%；整体渠道调整后，假设 25-26 年营收增速保持 5%。

其他业务：我们假设 24-26 年收入持平，毛利率维持 70%。

费用率：

1) **销售费用率：**公司加大电商渠道推广，或致销售费用率提高；24 年 9 月同华润三九合作后，后续销售费用率有望降低；假设未来三年销售费用率为 22.5%、22%、21.5%。

2) **管理费用率：**剥离非主营，聚焦医药主营后，公司管理费用率保持较低水平，假设未来三年维持 4.8%。

3) **研发费用率：**假设未来三年研发费用率保持 4.8%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-10%、11%、11%，归母净利润增速分别为-12%、14%、14%，对应 EPS 分别为 2.19 元、2.49 元、2.85 元。

图表 17：公司业绩拆分预测表

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	销售收入	2,341.1	2,484.2	2,231.5	2,474.3	2,751.2
	YoY	15.5%	6.1%	-10.2%	10.9%	11.2%
	毛利率	78.6%	86.4%	85.6%	85.6%	85.6%
医药板块	销售收入	2,038.3	2,423.6	2,170.9	2,413.8	2,690.7
	YoY	38.4%	18.9%	-10.4%	11.2%	11.5%
	毛利率	86.5%	86.8%	86.0%	86.0%	86.0%
其中：伊可新	销售收入	1,755	1,945	1,608	1,739	1,881
	YoY	43.6%	10.8%	-17.3%	8.1%	8.2%
其他业务	销售收入		60.5	60.5	60.5	60.5
	YoY			0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率		69.3%	70.0%	70.0%	70.0%

数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

注：2022 年历史其他业务未列入

4.2 投资建议

考虑到公司在儿药尤其是维矿类药物具有领先地位，我们选取同涉及儿药业务的济川药业、健民集团，在消费者端有丰富积累且产品覆盖儿科等的华润三九及主营涉及儿童用生长激素的长春高新作为可比公司。

我们预计公司 2023-2026 年收入 CAGR 为 3.5%，归母净利润 CAGR 为 4.5%，当前股价对应 PE 12/11/10 倍。基于核心产品伊可新适应人群拓展+渗透率提升，二线产品持续贡献增长动能，同华润三九合作下渠道加速布局；非主业剥离下，我们认为公司儿药业务有望实现持续增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 18：可比公司估值表（截止 2025 年 1 月 22 日）

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600566	济川药业*	254.3	27.6	31.1	34.8	9.2	8.2	7.3
600976	健民集团*	64.3	5.5	6.6	7.9	11.6	9.7	8.1
000999	华润三九*	563.0	33.9	38.7	43.9	16.6	14.6	12.8
000661	长春高新*	379.1	39.3	43.1	46.4	9.6	8.8	8.2
可比公司平均值						11.8	10.3	9.1
000915	华特达因	63.9	5.1	5.8	6.7	12.5	10.9	9.6

数据来源：iFinD，华福证券研究所

*公司预测值自 iFinD 一致预期，华特达因自华福预测

5 风险提示

药品集采风险。维生素 AD 被纳入江西省牵头的 16 省联盟带量采购产品目录，公司核心产品伊可新未能中选。24H1 公司院外收入占比 88%，院内产品收入占比 12%；产品未进集采或对公司院内营收产生一定影响。

产品研发不及预期风险。研发方面公司以“量身定制儿童药物”为研发理念，

致力于每年推出 1 至 2 个新的儿童药品种，若新品研发不及预期或对公司未来业绩增速产生影响。

市场竞争加剧风险。当前维生素 AD 市场竞争企业较多，23 年前三季度公司核心产品伊可新在维生素 AD 品类的市占率近 70%，随市场竞争加剧，或对公司核心产品市占率造成影响，进而对公司业绩造成不确定性。

图表 19：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,048	2,690	3,335	4,155
应收票据及账款	314	260	287	329
预付账款	36	18	22	27
存货	87	63	70	81
合同资产	0	21	6	8
其他流动资产	1,221	1,279	1,275	1,262
流动资产合计	3,705	4,310	4,990	5,854
长期股权投资	91	91	91	91
固定资产	904	905	907	908
在建工程	5	15	30	45
无形资产	168	160	149	138
商誉	26	26	26	26
其他非流动资产	300	296	294	291
非流动资产合计	1,493	1,494	1,496	1,499
资产合计	5,198	5,803	6,486	7,353
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	32	97	108	121
预收款项	0	3	2	2
合同负债	109	144	143	162
其他应付款	189	189	189	189
其他流动负债	262	246	263	283
流动负债合计	593	679	706	757
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	109	109	109	109
非流动负债合计	109	109	109	109
负债合计	702	788	815	866
归属母公司所有者权益	2,982	3,026	3,141	3,339
少数股东权益	1,515	1,989	2,530	3,147
所有者权益合计	4,497	5,015	5,671	6,487
负债和股东权益	5,198	5,803	6,486	7,353

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,175	1,149	1,149	1,313
现金收益	1,178	1,045	1,175	1,329
存货影响	1	24	-7	-11
经营性应收影响	-74	132	8	-27
经营性应付影响	78	67	11	12
其他影响	-9	-120	-37	9
投资活动现金流	-181	-69	-72	-67
资本支出	-61	-92	-92	-91
股权投资	-1	0	0	0
其他长期资产变化	-119	23	20	24
融资活动现金流	-697	-438	-432	-427
借款增加	-8	0	0	0
股利及利息支付	-691	-903	-903	-903
股东融资	0	0	0	0
其他影响	2	465	471	476

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,484	2,231	2,474	2,751
营业成本	338	322	356	395
税金及附加	40	35	40	45
销售费用	632	502	544	592
管理费用	118	107	119	132
研发费用	96	107	119	132
财务费用	-26	-31	-36	-41
信用减值损失	-4	0	-1	-2
资产减值损失	-2	-60	-40	-20
公允价值变动收益	14	6	8	9
投资收益	16	13	10	13
其他收益	12	12	12	12
营业利润	1,326	1,162	1,322	1,511
营业外收入	1	1	2	2
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	1,325	1,161	1,322	1,511
所得税	198	173	198	226
净利润	1,127	988	1,124	1,285
少数股东损益	542	475	540	618
归属母公司净利润	585	513	584	667
EPS（按最新股本摊薄）	2.50	2.19	2.49	2.85

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	6.1%	-10.2%	10.9%	11.2%
EBIT 增长率	13.8%	-13.0%	13.7%	14.3%
归母公司净利润增长率	11.1%	-12.4%	13.8%	14.3%
获利能力				
毛利率	86.4%	85.6%	85.6%	85.6%
净利率	45.4%	44.3%	45.4%	46.7%
ROE	13.0%	10.2%	10.3%	10.3%
ROIC	43.3%	32.1%	30.8%	29.5%
偿债能力				
资产负债率	13.5%	13.6%	12.6%	11.8%
流动比率	6.3	6.3	7.1	7.7
速动比率	6.1	6.3	7.0	7.6
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转天数	8	10	9	8
存货周转天数	93	84	67	69
每股指标（元）				
每股收益	2.50	2.19	2.49	2.85
每股经营现金流	5.01	4.90	4.90	5.60
每股净资产	12.73	12.91	13.40	14.25
估值比率				
P/E	11	12	11	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	18	20	18	16

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfbzq.com.cn