



# HIV 新药艾诺米替片纳入医保快速放量

## 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年度报告, 实现营业收入 4.11 亿元 (+68.44%), 毛利率 46.19% (+3.3pp), 归属于母公司股东的净利润 -0.76 亿元 (同比减亏 38.70%), 归属于上市公司股东的扣非净利润 -0.88 亿元。
- **艾诺米替片纳入医保快速放量, 患者积累呈“滚雪球”式增长。** 报告期内, 公司第二款创新药、抗 HIV 治疗领域首款国产口服单片复方 1 类创新药——艾诺米替片上市, 填补国产空白, 有助于减轻患者的经济压力、实现进口替代。公司获得艾诺米替片 (转换治疗经治获得病毒抑制的 HIV-1 感染者) 与进口原研整合酶抑制剂艾考恩丙替片 (捷扶康) 头对头 III 期临床结果, 数据表现良好。2023 年底, 艾诺米替片顺利通过医保谈判, 艾诺韦林片亦成功续约, 同时两款药物的医保支付范围均调整为“限艾滋病病毒感染”, 将有利于提升该产品于患者的可负担性和可及性, 2023 年全年, HIV 新药合计实现销售收入约 7357.88 万元, 同比增长 119.67%, 新增患者数从 2023 年 11 月起开始反弹, 服药粘性提高, 患者积累呈“滚雪球”式增长。
- **人源蛋白粗品业务稳中向好, 稳步推进人源蛋白成品制剂研发。** 公司依靠自身技术与资源优势, 通过与南大药业开展战略合作, 进一步巩固人源蛋白业务市场, 同时有利于公司“人源蛋白原料制剂一体化”战略的实现。2023 年实现人源蛋白粗品收入 2.60 亿元, 同比增长 81.11%。公司围绕抗炎和脑卒中等领域打造人源蛋白产品研发管线。在创新药方面, 在研管线包括 2 个 1 类新药 (AD018、AD010) 及 2 个 2 类新药 (AD105、AD108)。仿制药方面, 自 2023 年 10 月国家药监局发布关于无参比制剂品种仿制研究的公告后, 公司计划启动人源蛋白无参比制剂仿制项目, 已向 CDE 递交了沟通交流申请。
- **深度布局新药在研管线, 不断满足国内艾滋病治疗升级的迫切需求。** 公司在研项目 18 项, 核心包括 8 个 1 类新药和 4 个 2 类新药。两款抗艾滋病 1 类创新药艾诺韦林片、艾诺米替片已获批上市并进入商业化阶段。HIV 整合酶抑制剂 ACC017 片目前境内生产药品临床试验申请获得批准, 进入 I 期临床试验。达芦那韦片仿制药 (ADC202) 已进入预 BE 研究阶段, 多替拉韦钠片仿制药 (ADC201) 已进入 BE 研究阶段。
- **盈利预测:** 公司是抗 HIV 新药排头兵, 首个国产三联单片复方抗艾滋病 1 类新药疗效和安全性优异, 纳入医保有望快速放量。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 -1 亿元、0.04 亿元、1.1 亿元。
- **风险提示:** 销售不及预期风险, 新药研发失败风险, 行业政策风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	411.36	584.01	830.32	1065.66
增长率	68.44%	41.97%	42.17%	28.34%
归属母公司净利润 (百万元)	-76.07	-95.83	4.29	111.90
增长率	38.75%	-25.97%	104.48%	2508.52%
每股收益 EPS (元)	-0.18	-0.23	0.01	0.27
净资产收益率 ROE	-6.76%	-9.31%	0.42%	9.77%
PE	-83	-66	1475	57
PB	5.62	6.15	6.12	5.53

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

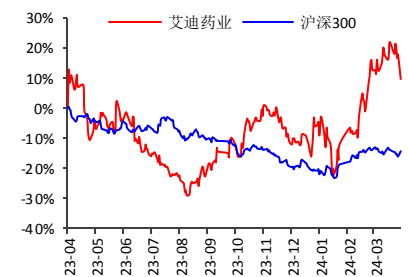
分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: Wind

## 基础数据

总股本(亿股)	4.21
流通 A 股(亿股)	4.21
52 周内股价区间(元)	9.63-15.95
总市值(亿元)	62
总资产(亿元)	17.99
每股净资产(元)	2.8

## 相关研究

1. 艾迪药业 (688488): 首个国产 HIV 三联复方单片有望快速放量, 网安行业发展可期 (2024-03-15)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：艾诺米替片 2023 年底通过医保谈判降价约 35.6% 纳入医保目录，2024 年开始有望迎来快速放量，随着收入增加带来的规模效应，毛利率预期逐年快速提升，假设 2024-2026 年公司 HIV 药物销量增速分别为 265%、67.2%、38.8%，毛利率分别为 72.7%、77.6%、79.7%。

假设 2：考虑公司与南大药业战略以及乌司他丁海外拓展预期，以及 2024 年人源蛋白下游产品降价影响预计导致当年毛利率大幅降低，随着原料库存出清，2025 年后毛利率预计有所恢复，假设人源蛋白业务 2024-2026 年销量增速分别为 38.9%、8%、6.5%，毛利率分别为 0%、10%、15%。

假设 3：普药业务主要为番泻叶颗粒，销售表现和市场格局已较为平稳，假设普药业务 2024-2026 年销量增速分别为 21.7%、9.6%、9.6%，毛利率均为 62%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
HIV 药物	收入	73.58	310.57	542.30	763.06
	增速	119.64%	322.09%	74.62%	40.71%
	毛利率	66.31%	72.69%	77.62%	79.66%
人源蛋白业务	收入	259.75	180.55	187.13	192.91
	增速	81.11%	-30.49%	3.64%	3.09%
	毛利率	37.12%	0.00%	10.00%	15.00%
普药业务	收入	68.50	83.37	91.36	100.15
	增速	29.0%	21.7%	9.6%	9.6%
	毛利率	62.40%	62.00%	62.00%	62.00%
HIV 诊断业务	收入	7.23	7.23	7.23	7.23
	增速	-43.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	15.15%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	收入	2.30	2.30	2.30	2.30
	增速	69.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	42.26%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	收入	411.36	584.0	830.3	1065.7
	增速	68.4%	42.0%	42%	28.3%
	毛利率	46.2%	48.0%	60.1%	65.9%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	411.36	584.01	830.32	1065.66	净利润	-76.07	-95.83	4.29	111.90
营业成本	221.34	303.74	331.18	363.91	折旧与摊销	44.59	43.58	43.58	43.58
营业税金及附加	5.95	8.29	11.86	15.18	财务费用	10.46	20.21	27.75	34.65
销售费用	104.42	163.52	207.58	245.10	资产减值损失	-23.67	-10.00	0.00	0.00
管理费用	95.28	148.51	190.97	213.13	经营营运资本变动	-93.21	-115.17	-144.23	-119.21
财务费用	10.46	20.21	27.75	34.65	其他	-28.32	28.78	-24.76	-7.66
资产减值损失	-23.67	-10.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-166.22</b>	<b>-128.43</b>	<b>-93.36</b>	<b>63.27</b>
投资收益	12.62	5.00	10.00	10.00	资本支出	-6.01	-70.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	1.54	4.11	4.21	3.73	其他	79.45	9.11	14.21	13.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>73.44</b>	<b>-60.89</b>	<b>-135.79</b>	<b>-136.27</b>
<b>营业利润</b>	<b>-92.05</b>	<b>-116.14</b>	<b>5.19</b>	<b>135.42</b>	短期借款	110.40	126.97	281.53	131.19
其他非经营损益	-0.04	0.14	0.01	0.04	长期借款	9.94	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-92.09</b>	<b>-116.00</b>	<b>5.19</b>	<b>135.46</b>	股权融资	2.93	0.00	0.00	0.00
所得税	-16.02	-20.18	0.90	23.56	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-76.07	-95.83	4.29	111.90	其他	67.51	-104.61	-27.75	-34.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>190.78</b>	<b>22.36</b>	<b>253.78</b>	<b>96.53</b>
归属母公司股东净利润	-76.07	-95.83	4.29	111.90	<b>现金流量净额</b>	<b>98.00</b>	<b>-166.95</b>	<b>24.63</b>	<b>23.53</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	225.36	58.40	83.03	106.57	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	226.24	298.46	430.99	541.06	销售收入增长率	68.44%	41.97%	42.17%	28.34%
存货	184.88	292.23	336.94	353.64	营业利润增长率	35.21%	-26.17%	104.47%	2510.26%
其他流动资产	235.91	227.17	231.54	235.34	净利润增长率	38.75%	-25.97%	104.48%	2508.52%
长期股权投资	91.87	91.87	91.87	91.87	EBITDA 增长率	64.73%	-41.48%	246.17%	179.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	436.25	409.40	382.55	355.70	毛利率	46.19%	47.99%	60.11%	65.85%
无形资产和开发支出	204.45	258.44	392.43	526.43	三费率	51.09%	56.89%	51.34%	46.25%
其他非流动资产	141.62	140.89	140.16	139.44	净利率	-18.49%	-16.41%	0.52%	10.50%
<b>资产总计</b>	<b>1746.57</b>	<b>1776.86</b>	<b>2089.53</b>	<b>2350.05</b>	ROE	-6.76%	-9.31%	0.42%	9.77%
短期借款	255.55	382.52	664.05	795.23	ROA	-4.36%	-5.39%	0.21%	4.76%
应付和预收款项	132.54	215.97	240.52	256.34	ROIC	-8.20%	-8.13%	2.30%	9.70%
长期借款	69.94	69.94	69.94	69.94	EBITDA/销售收入	-9.00%	-8.96%	9.22%	20.05%
其他负债	162.99	79.27	81.57	83.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>621.03</b>	<b>747.70</b>	<b>1056.08</b>	<b>1204.70</b>	总资产周转率	0.24	0.33	0.43	0.48
股本	420.78	420.78	420.78	420.78	固定资产周转率	0.98	1.39	2.11	2.91
资本公积	888.35	888.35	888.35	888.35	应收账款周转率	2.66	2.67	2.64	2.51
留存收益	-184.14	-279.97	-275.68	-163.78	存货周转率	1.15	1.23	1.02	1.04
归属母公司股东权益	1125.54	1029.16	1033.45	1145.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	—	—	—	100.00%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1125.54</b>	<b>1029.16</b>	<b>1033.45</b>	<b>1145.35</b>	资产负债率	35.56%	42.08%	50.54%	51.26%
负债和股东权益合计	1746.57	1776.86	2089.53	2350.05	带息债务/总负债	52.41%	60.51%	69.50%	71.82%
					流动比率	1.77	1.42	1.17	1.15
					速动比率	1.40	0.94	0.80	0.82
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.18	-0.23	0.01	0.27
					每股净资产	2.67	2.45	2.46	2.72
					每股经营现金	-0.40	-0.31	-0.22	0.15
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	-37.00	-52.35	76.52	213.65					
PE	-83.19	-66.04	1475.28	56.56					
PB	5.62	6.15	6.12	5.53					
PS	15.38	10.84	7.62	5.94					
EV/EBITDA	-166.54	-121.73	86.63	31.53					
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。

本报告

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

## 西南证券研究发展中心

### 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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---