

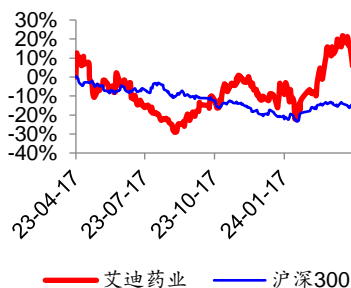
季度改善符合预期，展望医保首年销售放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-4-17

收盘价（元）	14.6
近 12 个月最高/最低（元）	17.40/9.63
总股本（百万股）	421
流通股本（百万股）	421
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	61.4
流通市值（亿元）	61.4

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

- 【华安医药】艾迪药业 (688488.SH) 首次覆盖报告：拨云见月，HIV 抗病毒药物迭代推出 2022-08-27
- 【华安医药】公司点评艾迪药业 (688488.SH)：新任高管团队已就位，股权激励全新出发 2023-9-18
- 【华安医药】公司点评艾迪药业 (688488.SH)：23 年业绩符合预期，静待 HIV 新药放量 2024-1-30

主要观点：

● 事件

2024 年 4 月 16 日，艾迪药业发布 2023 年年报，公司实现营业收入 4.11 亿元，同比+68.44%；归母净利润-0.76 亿元，同比+38.70%；扣非归母净利润-0.88 亿元，同比+42.55%。其中，抗 HIV 创新药收入预计为 7,357.88 万元 (+119.67%)，人源蛋白粗品收入预计为 2.56 亿元 (+78.93%)。

● 点评

✓ 销售 Q4 环比季度改善明显，ACC008 销售提升显著

公司整体毛利率为 46.19%，同比+3.29 个百分点；期间费用率 66.45%，同比-28.50 个百分点；其中销售费用率 25.38%，同比-5.53 个百分点；管理费用率 23.16%，同比-14.54 个百分点；研发费用率 15.36%，同比-10.81 个百分点；财务费用率 2.54%，同比+2.38 个百分点；经营性现金流净额为-1.66 亿元，同比+79.60%。2023 年研发投入总额 0.84 亿元，占营业收入比例 20.46%，符合科创板亏损企业不分红条件。单季度来看，23Q4 营收 1.10 亿元（同比持平），归母净利润-0.42 亿元（同比减亏 6.38%），扣非净利润-0.42 亿元（同比减亏 22.81%）。HIV 口服新药方面，艾诺米替（ACC008）实现 4884 万元销售收入，艾诺韦林（ACC007）实现 2474 万元销售收入。23Q4 单季度 HIV 创新药收入为 2709.22 万元（同比增加 80%，环比增加 98.33%），季度改善明显。

✓ 公司团队全新架构，直营+招商模式扩大渗透市场

公司于 23Q2 开始逐步调整创新药商业化模式及销售策略，充分发挥“医学、市场、销售”三驾马车的拉动作用，强化市场部职能，以学术带领销售为指引，采用学术推广及多模式覆盖，将直营和招商业务模式进行有效结合；根据医院规模、影响力、学术地位及 HIV 患者人数进行分级管理，划分为核心医院及基层医院，聚焦重点核心医院，同时关注提升药物可及范围，业务下沉，逐级扩展到三四线城市与基层医院。

自 2023 年下半年，公司聘任新任公司总裁，同时担任公司首席执行官管理公司运营事务，并陆续引进分管 HIV 创新药商业化领域高级副总裁、市场总监、财务总监、HR 总监等。新管理团队调整之余，公司陆续启动营销团队专业人员扩充，为准入后首年的商业化加速奠定基础。

✓ HIV 在售药物扩大进院，整合酶抑制剂临床推进中

2023 年公司成功推动两款创新药分别成功纳入及续约国家医保目录，支付范围调整为“限艾滋病病毒感染”，其中，艾诺米替片医保支付价格为 724 元，艾诺韦林片维持原支付标准 515 元，进入医保目录将进一步提高临床先进药物的可及性，降低患者的用药负担。公司在新的一年里将着力推动药品进入大型传染病医院，提高药占比，目前针对头部传染

病医院的覆盖、DTP 药房的渗透正在持续扩大范围中。

公司全新机制的口服 HIV 新药，整合酶抑制剂 (INSTIs) ACC017 目前已开展临床试验，患者入组持续推进中，未来有望完善公司 HIV 产品靶点矩阵，带动新增长曲线，

✓ 投资建议：维持“买入”评级

公司核心产品艾诺韦林 (ACC007) 及艾诺米替 (ACC008) 作为国产首个 HIV 第三代口服新药、首个口服三联复方单片，我们看好核心产品的市场稀缺性及放量能力，以及公司在艾滋病领域的大单品领先优势及全面的产品布局。

我们预计，公司 2024~2026 年收入分别 5.0/8.2/10.9 亿元，分别同比增长 21.1%/64.0%/33.6%，归母净利润分别为-0.6/0.2/1.1 亿元，分别同比增长 18.2%/132.8%/434.5%，对应估值为亏损/310X/58X。维持“买入”评级。

✓ 风险提示

艾诺韦林、艾诺米替销售浮动的风险；人源蛋白订单持续性不达预期的风险；医保政策不确定性的风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	411	498	817	1091
收入同比 (%)	68.4%	21.1%	64.0%	33.6%
归属母公司净利润	-76	-62	20	109
净利润同比 (%)	38.7%	18.2%	132.8%	434.5%
毛利率 (%)	46.2%	55.2%	73.7%	73.2%
ROE (%)	-6.8%	-5.9%	1.9%	9.1%
每股收益 (元)	-0.18	-0.15	0.05	0.26
P/E	—	—	309.96	58.00
P/B	4.68	5.95	5.84	5.30
EV/EBITDA	-113.41	-1747.49	57.07	31.38

资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	872	848	934	1208	营业收入	411	498	817	1091
现金	225	325	247	441	营业成本	221	223	215	293
应收账款	182	94	223	177	营业税金及附加	6	7	11	14
其他应收款	4	7	11	13	销售费用	104	130	240	286
预付账款	29	7	6	9	管理费用	95	99	110	121
存货	185	159	172	279	财务费用	10	11	13	15
其他流动资产	247	256	274	290	资产减值损失	-24	0	0	0
非流动资产	874	963	931	891	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	92	178	178	178	投资净收益	13	7	10	7
固定资产	433	425	407	379	营业利润	-92	-53	66	150
无形资产	115	103	91	79	营业外收入	0	2	3	4
其他非流动资产	235	257	256	255	营业外支出	0	0	2	2
资产总计	1747	1811	1865	2099	利润总额	-92	-51	67	152
流动负债	492	600	597	699	所得税	-16	-6	9	21
短期借款	256	356	356	356	净利润	-76	-45	58	131
应付账款	110	111	102	188	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	126	134	139	156	归属母公司净利润	-76	-62	20	109
非流动负债	129	129	129	129	EBITDA	-48	-4	116	204
长期借款	70	70	70	70	EPS (元)	-0.18	-0.15	0.05	0.26
其他非流动负债	60	60	60	60					
负债合计	621	729	726	829					
少数股东权益	0	17	55	77					
股本	421	421	421	421					
资本公积	888	888	888	888					
留存收益	-184	-245	-225	-116					
归属母公司股东权益	1126	1064	1084	1194					
负债和股东权益	1747	1811	1865	2099					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-166	140	-55	211
净利润	-76	-45	58	131
折旧摊销	48	46	46	46
财务费用	12	16	20	20
投资损失	-13	-7	-10	-7
营运资金变动	-147	133	-168	22
其他经营现金流	81	-181	225	106
投资活动现金流	73	-125	-3	3
资本支出	-70	-47	-14	-4
长期投资	1	-86	0	0
其他投资现金流	142	8	11	8
筹资活动现金流	191	84	-20	-20
短期借款	110	100	0	0
长期借款	10	0	0	0
普通股增加	1	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他筹资现金流	68	-16	-20	-20
现金净增加额	98	100	-78	194

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	68.4%	21.1%	64.0%	33.6%
营业利润	35.2%	42.3%	224.8%	126.6%
归属于母公司净利润	38.7%	18.2%	132.8%	434.5%
获利能力				
毛利率 (%)	46.2%	55.2%	73.7%	73.2%
净利率 (%)	-18.5%	-12.5%	2.5%	10.0%
ROE (%)	-6.8%	-5.9%	1.9%	9.1%
ROIC (%)	-5.1%	-2.8%	3.6%	7.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	35.6%	40.3%	38.9%	39.5%
净负债比率 (%)	55.2%	67.4%	63.7%	65.2%
流动比率	1.77	1.41	1.57	1.73
速动比率	1.33	1.13	1.26	1.31
营运能力				
总资产周转率	0.24	0.28	0.44	0.55
应收账款周转率	2.78	3.60	5.14	5.45
应付账款周转率	2.02	2.02	2.02	2.02
每股指标 (元)				
每股收益	-0.18	-0.15	0.05	0.26
每股经营现金流	-0.40	0.33	-0.13	0.50
每股净资产	2.67	2.53	2.58	2.84
估值比率				
P/E	—	—	309.96	58.00
P/B	4.68	5.95	5.84	5.30
EV/EBITDA	-113.41	-1747.49	57.07	31.38

资料来源：公司年报，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，所长助理，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。