

上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 减值风险出清，自有产品显著增长，拐点已现

——亿帆医药 2023 年报及 2024 年一季度点评

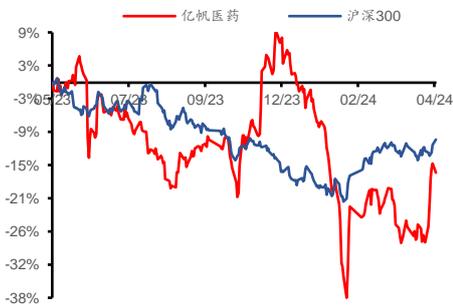
## 买入（维持）

行业：医药生物  
日期：2024年04月30日分析师：张林晚  
Tel: 021-53686155  
E-mail: zhanglinwan@shzq.com  
SAC 编号: S0870523010001

## 基本数据

最新收盘价（元）	12.81
12mth A 股价格区间（元）	9.43-16.61
总股本（百万股）	1,226.02
无限售 A 股/总股本	69.42%
流通市值（亿元）	109.03

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告：

《国内制剂业务显著增长，差异化布局构建新发展格局》

——2023 年 09 月 01 日

《产品结构持续优化，F-627 预计 6 月迎 FDA 现场检查》

——2023 年 05 月 02 日

## ■ 投资摘要

## 事件

2023年4月20日，公司发布2023年年报。2023年度，公司实现营业收入40.68亿元，同比增长6.03%；实现归母净利润-5.51亿元。2023年4月24日，公司发布2024年一季度报。2024年一季度，公司实现营业收入13.26亿元，同比增长41.28%；实现归母净利润1.46亿元，同比增长125.55%。

**减值风险出清，自有产品增速显著，拐点已现。**2023年，公司实现归母净利润-5.51亿元，主要与资产减值损失大幅增加、研发费用增加、政府补助减少等因素相关。由于F-627全球市场竞争格局变化、竞品价格下降，计提无形资产减值准备8.48亿元；2023年公司研发加大投入，1类生物创新药、生物类似药及1类中药在研项目持续推进，研发费用3.12亿元，同比增长64.24%。2023年公司医药自有产品（含进口）实现主营业务收入24.31亿元，同比增长19.64%，其中国内部分实现营业收入20.10亿元，同比增长21.72%，国内医药自有（含进口）产品分类别来看，中成药、化药、生物药及其他类同比2022年增速分别为5.92%、40.71%、45.54%、28.95%，公司自有产品线丰富，依托精细化营销及专业学术化推广，增速显著。公司2024年一季度新增及原有医药自有产品（含进口）完成市场初步布局，新引进医药品种销售额、医药自有产品销售额及新增医药自研品种销售额均有上升，营业收入及利润同比高速增长。公司减值风险逐步出清，24年一季度自有产品表现亮眼，利润端回升幅度相比收入端更加显著。

**步入创新收获期，多措并举提升研发效率。**（1）2023年，公司首个自主研发I类大分子创新生物药亿立舒获得NMPA和FDA批准上市。此外，亿立舒纳入中国国家医保目录及美国国家综合癌症网络（NCCN），为产品商业化进程打下基础。（2）在研项目F-652治疗慢加急性肝衰竭完成中国II期（剂量探索性研究）临床试验的研究，数据显示F-652在乙肝并发ACLF的病人中安全性和PK/PD特征良好，同时也表明F-652能产生比现有治疗手段更显著或者更重要临床疗效的趋势，达到预期目标；2023年F-652治疗重度酒精性肝炎（AH）适应症国内取得II期临床批件，海外方面FDA完成对临床方案审核，目前处于II期临床试验批件审核阶段。（3）公司2023年获硫酸长春新碱注射液、丁甘交联玻璃酸钠注射液（国内总经销）、重酒石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸去氧肾上腺素注射液、盐酸多巴胺注射液和氟法拉滨注射液等9个产品上市批准。中成药方面，公司继续推进1.1类中药新药断金戒毒胶囊Ib期患者临床研究和4个经典名方中药制剂的研究工作。截至2024年4月20日，公司完成了复方银花解毒颗粒在儿童流行性感冒（风热证）III期的临床试验超过150例的入组工作；麻苈消咳颗粒获新加坡中成药注册批文，该产品为公司继独家产品复方银花解毒颗粒后第二个实现海外注册的中药核心产品。

### ■ 投资建议

公司医药自有品种增速亮眼，研发管线逐步进入收获期，产品结构持续优化，围绕“小、尖、特”及“可快速实现销售”进行差异化布局；海外市场不断开拓，积极构建新发展格局。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 48.90/57.80/68.74 亿元，同比增长 20.21%/18.19%/18.92%；归属于上市公司股东的净利润分别为 5.07/6.97/8.30 亿元，EPS 分别为 0.41/0.57/0.68 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 30.95/22.53/18.92。维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

包括但不限于：行业政策风险，研发不及预期风险，原材料价格波动风险，国际化经营风险，商誉减值风险，交易事项存在不确定性等。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4068	4890	5780	6874
年增长率	6.0%	20.2%	18.2%	18.9%
归母净利润	-551	507	697	830
年增长率	-388.2%	192.1%	37.4%	19.1%
每股收益（元）	-0.45	0.41	0.57	0.68
市盈率（X）	—	30.95	22.53	18.92
市净率（X）	1.90	1.74	1.63	1.51

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 04 月 29 日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	698	1053	1032	1350
应收票据及应收账款	1112	1350	1653	1914
存货	929	893	1141	1321
其他流动资产	512	616	726	810
流动资产合计	3251	3912	4551	5395
长期股权投资	702	722	742	762
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1368	1389	1405	1424
在建工程	313	418	522	616
无形资产	1683	1633	1583	1533
其他非流动资产	4182	4191	4194	4197
非流动资产合计	8248	8353	8445	8531
<b>资产总计</b>	<b>11500</b>	<b>12264</b>	<b>12997</b>	<b>13926</b>
短期借款	594	395	191	35
应付票据及应付账款	431	388	474	580
合同负债	132	174	232	248
其他流动负债	1030	1227	1363	1475
流动负债合计	2187	2184	2261	2337
长期借款	812	875	938	968
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	245	255	265	275
非流动负债合计	1057	1129	1203	1243
<b>负债合计</b>	<b>3245</b>	<b>3313</b>	<b>3464</b>	<b>3580</b>
股本	1046	1046	1046	1046
资本公积	2993	2994	2997	2997
留存收益	4354	5106	5733	6483
归属母公司股东权益	8276	9014	9644	10394
少数股东权益	-21	-64	-111	-48
<b>股东权益合计</b>	<b>8255</b>	<b>8951</b>	<b>9533</b>	<b>10346</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>11500</b>	<b>12264</b>	<b>12997</b>	<b>13926</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>349</b>	<b>515</b>	<b>610</b>	<b>957</b>
净利润	-886	465	650	893
折旧摊销	280	169	175	182
营运资金变动	-35	-292	-371	-283
其他	989	173	156	165
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-533</b>	<b>-395</b>	<b>-376</b>	<b>-387</b>
资本支出	-499	-318	-355	-355
投资变动	-38	-31	-31	-31
其他	4	-46	10	-1
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>31</b>	<b>-69</b>	<b>-256</b>	<b>-252</b>
债权融资	-168	65	-130	-117
股权融资	0	2	2	0
其他	199	-136	-128	-136
<b>现金净流量</b>	<b>-139</b>	<b>48</b>	<b>-22</b>	<b>318</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4068</b>	<b>4890</b>	<b>5780</b>	<b>6874</b>
营业成本	2122	2398	2780	3246
营业税金及附加	46	46	56	69
销售费用	1119	1174	1329	1581
管理费用	384	471	565	661
研发费用	312	245	289	275
财务费用	59	40	27	25
资产减值损失	-887	-105	-105	-105
投资收益	-15	10	11	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-883</b>	<b>472</b>	<b>694</b>	<b>912</b>
营业外收支净额	14	-4	-4	-4
<b>利润总额</b>	<b>-869</b>	<b>468</b>	<b>690</b>	<b>908</b>
所得税	17	3	41	14
净利润	-886	465	650	893
少数股东损益	-335	-43	-47	63
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>-551</b>	<b>507</b>	<b>697</b>	<b>830</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	47.8%	51.0%	51.9%	52.8%
净利率	-13.5%	10.4%	12.1%	12.1%
净资产收益率	-6.7%	5.6%	7.2%	8.0%
资产回报率	-4.8%	4.1%	5.4%	6.0%
投资回报率	0.6%	4.6%	5.9%	7.6%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	6.0%	20.2%	18.2%	18.9%
EBIT 增长率	-79.2%	763.3%	41.2%	30.0%
归母净利润增长率	388.2%	192.1%	37.4%	19.1%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.45	0.41	0.57	0.68
每股净资产	6.75	7.35	7.87	8.48
每股经营现金流	0.28	0.42	0.50	0.78
每股股利	0.00	0.05	0.06	0.07
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.34	0.41	0.46	0.51
应收账款周转率	3.55	3.98	3.86	3.86
存货周转率	2.41	2.63	2.73	2.64
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	28.2%	27.0%	26.7%	25.7%
流动比率	1.49	1.79	2.01	2.31
速动比率	0.94	1.24	1.35	1.57
<b>估值指标</b>				
P/E	—	30.95	22.53	18.92
P/B	1.90	1.74	1.63	1.51
EV/EBITDA	57.30	24.67	18.60	14.50

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断