

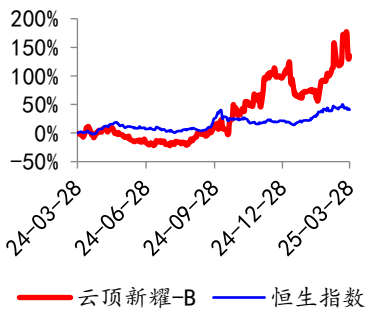
双轮驱动成果显著，耐赋康借力医保放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-31

收盘价（元）	55.5
近12个月最高/最低（元）	69.0/18.18
总股本（百万股）	327
流通股本（百万股）	327
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	181.2
流通市值（亿元）	181.2

公司与恒生指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任婉莹

执业证书号：S0010123060034

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

- 【华安医药】云顶新耀-B(01952.HK)首次覆盖报告：License-in+自研模式走向商业化，致力于全球首创或同类最佳药物 2022-5-14
- 【华安医药】公司点评云顶新耀-B(01952.HK)：公司转型商业化放量在即，坚持商业引进+自研基本盘 2023-8-25

主要观点：

● 事件

2025年3月26日公司发布2024年度业绩报告，2024年公司实现营业收入7.07亿元，同比+461.16%，其中两款商业化产品耐赋康及依嘉分别取得销售收入3.53亿元（同比+1581%）、3.53亿元（同比+256%）；期内净亏损10.41亿元，同比扩大23.32%。

● 点评

✓ 营收增长费用率降低，经营情况改善明显

报告期内公司整体毛利率为74.56%，同比+1.89个百分点；研发费用率74.72%，同比-354.13 pct，2024年研发投入总额为5.28亿元，同比-2.22%，研发项目优化使费用得到良好控制；销售费用率71.90%，同比-111.87 pct，销售费用总额有所扩大，主要由于耐赋康商业化首年推广投入扩大；管理费用率110.11%，同比-449.88 pct；财务费用率-10.33%，同比+56.86 pct。公司营收显著增长使费用率水平大幅降低，随着未来营收进一步扩大，费用率将会趋于稳定。

✓ 唯一IgA肾病对因治疗药物，耐赋康成功商业化

2024年5月，创新药物耐赋康®成功在中国大陆获批上市，并在同年进入国家医保目录，开创了IgA肾病治疗的新纪元。2024年耐赋康实现销售收入3.53亿元，今年公司将通过与地方政府、医疗机构及零售药房的深度协作，加快国家医保药品目录政策落地，让这一突破性疾病首创疗法惠及更广泛的患者群体。海外方面，耐赋康®在2024年相继在新加坡、中国香港、中国台湾及韩国的获得新药上市批准，公司在亚洲市场的战略布局取得实质性进展。

✓ 依嘉及伊曲莫德取得进展，mRNA平台陆续产出

报告期内，公司通过深化对300多家核心医院的渗透，以及与CSO合作使核心医院以外的患者受益，从而推动同类首创的氟环素类抗菌药物—依嘉®（依拉环素）的强劲销售增长，2024年实现3.53亿元的销售额，同比增长256%。另外，公司自身免疫性疾病领域的同类最佳（best-in-class）药物伊曲莫德（VELSIPITY®）于2024年4月在中国澳门获批，并通过“港澳药械通”政策成功纳入由广东省药品监督管理局、广东省卫生健康委员会发布的广东省粤港澳大湾区内地九市临床急需港澳药品医疗器械目录（2024年），并于12月在广东省开出首张处方。同时NMPA于12月受理了伊曲莫德的新药上市申请，预计将于2026年获得批准。

早期管线方面，公司新型BTK抑制剂EVER001在原发性膜性肾病患者中展现出积极的1b/2a期临床数据。公司积极推进了自主研发的mRNA产品管线，其中个性化肿瘤疫苗EVM16于2024年8月启动研究者发起的临床试验(IIT)。EVM16是公司首个自主研发、基于AI演算法以预测肿瘤新抗原的新型mRNA个性化肿瘤治疗性疫苗，已于2025年3月在北京大学肿瘤医院顺利完成首例患者给药。

✓ 投资建议：维持“买入”评级

我们看好公司商业化放量带来营收增长、经营情况不断改善，公司在非肿瘤慢性病的深度布局以及 mRNA 等新技术平台前沿性布局。我们预计公司 2025~2027 年收入分别 14.4/22.2/28.1 亿元，分别同比增长 104.0%/54.3%/26.3%，归母净利润分别为-5.7/-2.0/1.4 亿元，分别同比增长 45.4%/65.6%/172.4%，对应估值为-32X/-93X/128X。维持“买入”评级。

● 风险提示

新药研发失败风险、审批准入不及预期风险、行业政策风险、销售浮动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	707	1442	2224	2810
收入同比 (%)	461%	104%	54%	26%
归属母公司净利润	-1041	-569	-196	142
净利润同比 (%)	-23%	45%	66%	172%
毛利率 (%)	74.56%	75.50%	76.50%	77.30%
ROE (%)	-25.57%	-16.11%	-5.82%	4.01%
每股收益 (元)	-3.24	-1.74	-0.60	0.43
P/E	-14.94	-31.85	-92.59	127.99
P/B	3.88	5.13	5.39	5.13
EV/EBITDA	-15.72	-64.30	192.48	42.03

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		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2,016	1,919	2,317	2,993	
现金	884	776	1,103	1,973	
应收账款及票据	364	685	618	468	
存货	14	83	80	62	
其他	754	375	517	490	
非流动资产	2,943	2,872	2,770	2,615	
固定资产	576	518	467	420	
无形资产	2,296	2,294	2,264	2,188	
其他	71	59	39	7	
资产总计	4,959	4,791	5,087	5,608	
流动负债	794	1,166	1,629	1,980	
短期借款	444	732	1,065	1,383	
应付账款及票据	46	55	78	90	
其他	304	379	486	507	
非流动负债	93	93	93	93	
长期债务	56	56	56	56	
其他	37	37	37	37	
负债合计	886	1,259	1,722	2,073	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	3,735	3,194	3,027	3,198	
归属母公司股东	4,073	3,532	3,365	3,536	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	4,073	3,532	3,365	3,536	
负债和股东权益	4,959	4,791	5,087	5,608	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	-680	-576	432	720	
净利润	-1,041	-569	-196	142	
少数股东权益	0	0	0	0	
折旧摊销	134	299	292	281	
营运资金变动及	228	-306	336	297	
投资活动现金流	974	165	-445	-167	
资本支出	-204	-240	-210	-158	
其他投资	1,179	405	-235	-9	
筹资活动现金流	38	274	311	289	
借款增加	27	288	333	318	
普通股增加	31	0	0	0	
已付股利	0	0	0	0	
其他	-20	-14	-22	-29	
现金净增加额	361	-109	327	870	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	707	1,442	2,224	2,810	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	180	353	523	638	
销售费用	508	620	689	787	
管理费用	250	288	289	309	
研发费用	528	548	667	702	
财务费用	-73	-12	-2	-4	
除税前溢利	-1,041	-569	-196	142	
所得税	0	0	0	0	
净利润	-1,041	-569	-196	142	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	-1,041	-569	-196	142	
EBIT	-1,114	-581	-198	138	
EBITDA	-981	-282	94	419	
EPS (元)	-3.24	-1.74	-0.60	0.43	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	461.16%	104.03%	54.25%	26.34%
归属母公司净利润	-23.32%	45.35%	65.60%	172.35%
获利能力				
毛利率	74.56%	75.50%	76.50%	77.30%
销售净利率	-147.36%	-39.47%	-8.80%	5.04%
ROE	-25.57%	-16.11%	-5.82%	4.01%
ROIC	-24.37%	-13.45%	-4.40%	2.76%
偿债能力				
资产负债率	17.87%	26.27%	33.85%	36.96%
净负债比率	-9.45%	0.35%	0.53%	-15.12%
流动比率	2.54	1.65	1.42	1.51
速动比率	2.52	1.57	1.37	1.48
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.30	0.45	0.53
应收账款周转率	3.42	2.75	3.41	5.17
应付账款周转率	3.78	6.99	7.84	7.56
每股指标 (元)				
每股收益	-3.24	-1.74	-0.60	0.43
每股经营现金流	-2.08	-1.76	1.32	2.20
每股净资产	12.47	10.82	10.30	10.83
估值比率				
P/E	-14.94	-31.85	-92.59	127.99
P/B	3.88	5.13	5.39	5.13
EV/EBITDA	-15.72	-64.30	192.48	42.03

资料来源:公司公告, 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。

联系人：任婉莹，研究助理，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

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。