

2025 年 04 月 09 日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

亿帆医药（002019）医药生物

当前价：10.60 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

新品获批上市，迈入麻精药新领域

投资要点

- **事件：**公司发布《关于获得药品注册证书的公告》，披露其全资子公司合肥亿帆生物制药有限公司于 2025 年 4 月 8 日收到国家药品监督管理局核准签发的氢溴酸依他佐辛注射液《药品注册证书》。
- **公司氢溴酸依他佐辛注射液获批上市。**氢溴酸依他佐辛注射液是由公司全资子公司合肥亿帆生物制药有限公司自主研发并生产的麻精类药物。公司于 2023 年 6 月向 CDE 递交了药品上市许可申请，同年 7 月获得受理，后于 2023 年 9 月收到 NMPA 签发的《麻醉药品和精神药品试验研究立项批件》，最终于 2025 年 4 月 8 日收到《药品注册证书》，以化学药品 3 类获批上市，视同通过一致性评价。目前中国境内氢溴酸依他佐辛注射液除公司外仅有 1 家企业获批上市，另有 1 家企业处于仿制药报产审评阶段。此外，公司是中国境内氢溴酸依他佐辛注射液首家通过仿制药一致性评价的企业。
- **迈入麻精药市场，注入成长新动能。**氢溴酸依他佐辛注射液是一种中枢性镇痛药（尤其是癌痛及手术后疼痛），通过与 κ -阿片受体结合抑制痛觉传导。目前国内镇痛药物主要包括地佐辛、喷他佐辛、纳布啡和布托啡诺等，2023 年国内重点样本医院中镇痛药物（镇痛药物包含了麻醉用镇痛药物与止痛药）销售规模约 190 亿元，空间广阔，且因严格管制的原因具有高进入壁垒。本次获批是公司首个麻精类药物获批上市，标志着公司进入麻精类药物领域，也标志着公司成功实现了首个管制类药物从研发到生产再到销售的全链条打通。新市场、新领域、新产品将为公司发展持续注入新动能。
- **盈利预测：**预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.33、0.51、0.64 元。
- **风险提示：**创新产品进度不及预期风险；海外经营风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,068	5,034	6,193	7,216
增长率	6.03%	23.74%	23.03%	16.52%
归属母公司净利润（百万元）	-551	403	621	784
增长率	-388.19%	173.15%	54.09%	26.28%
每股收益 EPS（元）	-0.45	0.33	0.51	0.64
净资产收益率 ROE	-6.66%	4.74%	6.80%	7.91%
PE	—	32	21	16
PB	2.19	1.50	1.40	1.29

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxy@swsc.com.cn

联系人：伍云道

电话：15910951252

邮箱：wyxiao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.16
流通 A 股(亿股)	8.41
52 周内股价区间(元)	10.1-14.2
总市值(亿元)	128.94
总资产(亿元)	123.70
每股净资产(元)	7.00

相关研究

1. 亿帆医药（002019）：上半年业绩符合预期，利润端增速强劲（2024-08-20）
2. 亿帆医药（002019）：Q1 业绩超预期，轻装上阵期待高增长（2024-04-28）

盈利预测

关键假设：

假设 1: 公司医药自有产品主要分为创新业务部(生物药为主)、发展业务部(中药为主)、境外药品等业务, 考虑到生物药部分产品逐步进入放量期、中药产品有望在中药创新药+基药品种加持下加速增长、境外药品在公司出海背景下稳健成长, 预计 2024-2026 年收入增速分别为 45.2%、32.2%、20.8%, 毛利率稳中有升, 2024-2026 年分别为 61.0%、61.8%、61.9%。

假设 2: 原料药板块下行空间有限, 预计 2024-2026 年收入增速分别为 0%、10%、10%, 毛利率分别为 44.8%、45%、45.3%。

假设 3: 假设高分子材料及医药服务业务收入与盈利能力相对稳健。

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: 公司分类收入及毛利率预测

单位: 亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
医药自有产品 (含进口)	收入	24.3	35.3	46.7	56.4
	增速	19.7%	45.2%	32.2%	20.8%
	毛利率	57.1%	61.0%	61.8%	61.9%
医药服务	收入	1.1	1.1	1.1	1.1
	增速	-25.8%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	21.4%	21.0%	21.2%	21.6%
原料药	收入	8.0	8.0	8.8	9.7
	增速	1.6%	0.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	47.5%	44.8%	45.0%	45.3%
高分子材料	收入	1.7	1.7	1.8	1.8
	增速	-4.7%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%
医药其它	收入	5.6	4.2	3.6	3.1
	增速	-19.5%	-25.0%	-15.0%	-12.0%
	毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	40.7	50.3	61.9	72.2
	增速	6.0%	23.7%	23.0%	16.5%
	毛利率	47.7%	52.8%	55.1%	56.2%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 50.3 亿元 (+23.7%)、61.9 亿元 (+23.0%) 和 72.2 亿元 (+16.5%), 归母净利润分别为 4.0 亿元 (扭亏)、6.2 亿元 (+54.1%)、7.8 亿元 (+26.3%), EPS 分别为 0.33 元、0.51 元、0.64 元, 对应动态 PE 分别为 32 倍、21 倍、16 倍。

风险提示

创新产品进度不及预期风险; 海外经营风险等。

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	4,068	5,034	6,193	7,216	净利润	-886	366	575	733
营业成本	2,122	2,378	2,782	3,163	折旧与摊销	280	248	255	263
营业税金及附加	46	57	70	82	财务费用	76	61	61	61
销售费用	1,119	1,355	1,667	1,942	资产减值损失	952	166	176	186
管理费用	384	388	477	563	经营营运资本变动	-35	-279	-341	-303
财务费用	59	51	48	44	其他	-38	17	5	8
资产减值损失	-887	-111	-111	-111	经营活动现金流净额	349	580	731	948
投资收益	-15	-15	-19	-22	资本支出	-499	-312	-424	-424
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-34	-46	-19	-22
其他经营损益	55	101	124	144	投资活动现金流净额	-533	-358	-442	-445
营业利润	-883	438	696	890	短期借款	-65	0	0	0
其他非经营损益	14	14	14	14	长期借款	-38	0	0	0
利润总额	-869	452	709	904	股权融资	0	-159	0	0
所得税	17	86	134	171	支付股利	-94	-61	-61	-61
净利润	-886	366	575	733	其他	227	254	0	0
少数股东损益	-335	-37	-46	-51	筹资活动现金流净额	31	34	-61	-61
归属母公司股东净利润	-551	403	621	784	现金流量净额	-139	254	228	442
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	698	953	1,180	1,622	成长能力				
应收和预付款项	1,223	1,445	1,718	1,942	销售收入增长率	6.03%	23.74%	23.03%	16.52%
存货	929	930	995	1,051	营业利润增长率	-713.81%	149.65%	58.72%	28.00%
其他流动资产	150	150	150	150	净利润增长率	-388.19%	173.15%	54.09%	26.28%
长期股权投资	702	702	702	702	EBITDA 增长率	-35.00%	121.80%	34.79%	19.67%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	1,681	1,821	1,953	2,078	毛利率	47.84%	52.76%	55.08%	56.17%
无形资产和开发支出	2,606	2,544	2,594	2,644	三费率	38.39%	35.63%	35.38%	35.32%
其他非流动资产	136	163	163	163	净利率	-21.77%	7.28%	9.29%	10.16%
资产总计	11,500	12,114	12,913	13,853	ROE	-6.66%	4.74%	6.80%	7.91%
短期借款	594	594	594	594	ROA	-4.79%	3.33%	4.81%	5.66%
应付和预收款项	432	485	567	645	ROIC	0.59%	3.83%	5.46%	6.42%
长期借款	812	812	812	812	EBITDA/销售收入	8.32%	14.92%	16.35%	16.79%
其他负债	1,406	1,770	1,912	2,041	营运能力				
负债合计	3,245	3,662	3,885	4,093	总资产周转率	0.34	0.43	0.49	0.54
股本	1,046	1,037	1,037	1,037	固定资产周转率	3.00	3.68	4.53	5.31
资本公积	2,993	2,844	2,844	2,844	应收账款周转率	3.55	4.14	4.29	4.31
留存收益	4,354	4,755	5,376	6,160	存货周转率	2.41	2.56	2.89	3.09
归属母公司股东权益	8,276	8,510	9,131	9,915	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	-21	-57	-103	-155	资本结构				
股东权益合计	8,255	8,453	9,028	9,761	资产负债率	28.22%	30.23%	30.09%	29.54%
负债和股东权益合计	11,500	12,114	12,913	13,853	带息债务/总负债	61.04%	60.44%	56.96%	54.07%
					流动比率	1.49	1.47	1.57	1.72
					速动比率	0.94	1.00	1.11	1.26
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	339	751	1,012	1,211	每股收益	-0.45	0.33	0.51	0.64
PE	—	32	21	16	每股净资产	6.75	7.00	7.51	8.15
PB	2	1	1	1	每股经营现金	0.28	0.48	0.60	0.78
PS	4	3	2	2	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	57	19	14	11					
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。

本报告及附录版权为西南证券所

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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn