

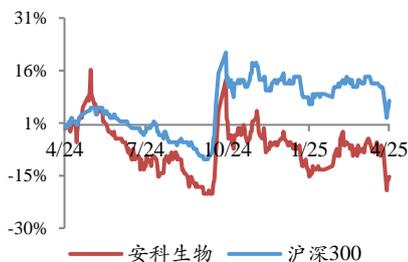
布局长效巩固优势，期待 2025 年恢复性增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-10

收盘价(元)	8.01
近 12 个月最高/最低(元)	11.77/7.38
总股本(百万股)	1,673
流通股本(百万股)	1,222
流通股比例(%)	73.04
总市值(亿元)	134
流通市值(亿元)	98

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

分析师：陈珈蔚

执业证书号：S0010524030001

邮箱：chenjw@hazq.com

联系人：李雨涵

执业证书号：S0010123070090

邮箱：liyuh@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】安科生物(300009.SZ)
首次覆盖报告：多领域布局，医药前
沿创新企业持续耕耘 2025-03-03

主要观点：

● 事件

2025年3月28日，安科生物发布2024年年报，公司实现营业收入25.36亿元，同比-11.51%；实现归母净利润+7.07亿元，同比-16.56%；扣非归母净利润+6.47亿元，同比-20.05%。

单季度来看，2024Q4公司收入为6.15亿元，同比-27.19%；归母净利润1.17亿元，同比-39.2%；扣非归母净利润0.92亿元，同比-48.71%，第四季度显著下滑。

● 事件点评

● 业务短期承压，主要系核心产品销售不及预期

公司2024年营收和利润同比下滑，主要系核心业务销售不及预期。2024年公司基因工程药实现营收18.04亿元，同比-11.23%，毛利率85.18%。2024年公司收入利润均下滑，主要系核心产品生长激素销售不及预期，以及中成药板块业绩下滑等影响，同时公司新产品上市，加大了市场推广力度，费用上升，进一步压缩了利润空间。在此低基数情况下，预计公司25年将迎来恢复性增长，期待业绩表现。

提前布局长效市场，巩固公司在生长激素赛道的优势。2025年2月，公司以自有资金不超过3100万美金作为基石投资者参与认购维昇药业，同年3月，维昇药业以每股68.80港元于港交所主板挂牌上市，安科最终获配维昇药业309.2万股股份，占股份总数2.7%。维昇药业的核产品隆培促生长素是唯一一款在每周给药之间能够在体内持续释放未经修饰的人生长激素的长效生长激素。在全球3期阳性药物对照和平行组比较试验中，隆培促生长素已证明较短效（每日注射）人生长激素具有优效性。安科将通过本次投资促进公司与维昇药业建立密切的长期合作关系，推动双方在各自优势领域的深度战略合作，有助于实现资源整合和优势互补，充分发挥产业协同效应。

公司的新品曲妥珠单抗“安赛汀”自2023年10月上市后，积极推进各省挂网工作，已全部完成31个省（市）的挂网工作。目前此产品处于快速放量阶段，2024年度销售收入超过1亿元，预计2025年竞争力和市场份额进一步提升，取得快速增长。

销售费用回归正常，营收不及预期导致毛利率下滑。2024年，公司整体毛利率77.39%，同比-1.22pct。期间费用率38.84%，同比+2.86pct；其中销售费用率32.31%，同比+3.30pct；管理费用率6.59%，同比-0.51pct；财务费用率-0.06%，同比+0.07pct。经营性现金流净额为6.85亿元，同比-28.08%。

● 中成药板块因四季度停产短期承压，原料药板块表现亮眼

拆分其他板块收入：中药板块：2024年，余良卿实现营业收入3.22亿元，同比-14.90%，实现净利润0.45亿元，同比-21.98%，其中外用贴

膏实现营收 2.09 亿元，同比-20.45%，毛利率为 82.86%。中成药板块大幅下滑主要系四季度突击检查停产整改所致。

原料药板块：2024 年，苏豪逸明实现营业收入 1.06 亿元，同比+13.20%，实现净利润 0.33 亿元，同比+27.52%，原料药板块表现亮眼。

化药板块：2024 年，安科恒益实现营业收入 1.52 亿元，同比-15.06%，实现净利润+0.14 亿元，同比-9.14%，营收和利润下滑主要受集采影响。

法医检测：安科华捷实现营业收入 0.75 亿元，净利润-0.14 亿元。

● **研发管线布局多元，产线建设稳步推进**

2024 年，公司研发投入 2.01 亿元，研发费用率为 7.94%，同比-0.95pct。目前，重组抗 VEGF 人源化单抗注射液已完成 III 期临床试验，将着力推进上市申报工作。公司自主研发的 HuA21 项目已顺利完成 Ib/II 期临床研究的受试者入组，根据中期分析结果计划开展 III 期临床研究。公司提交了醋酸阿托西班注射液的上市申请，将进一步丰富公司多肽类产品管线实现多肽制剂产品的布局。公司北区四号厂房计划年产 400 万支的干扰素纯化和喷雾剂产线在确证验证中，人生长激素注射液（预充式）及注射用曲妥珠单抗的新增生产线均已完成生产许可，现处于注册审评阶段，年产 500 万支人生长激素注射液（卡式瓶）产线正在申报生产许可。

● **投资建议**

公司的生长激素产品存量市场和增量市场仍然有很大空间，曲妥珠单抗“安赛汀”处于市场快速导入阶段，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 31.80/36.96/41.73 亿元，分别同比增长 25.4%/16.2%/12.9%，归母净利润分别为 9.07/10.68/12.07 亿元，分别同比增长 28.3%/17.8%/13.0%，对应估值为 15X/13X/11X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

● **风险提示**

新药研发不及预期的风险；行业政策变化及集中带量采购导致药品降价的风险；业务整合及规模扩大带来的集团化管理风险等。

● **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	2536	3180	3696	4173
收入同比 (%)	-11.5%	25.4%	16.2%	12.9%
归属母公司净利润	707	907	1068	1207
净利润同比 (%)	-16.6%	28.3%	17.8%	13.0%
毛利率 (%)	77.4%	78.6%	78.3%	78.0%
ROE (%)	17.1%	18.6%	18.0%	16.9%
每股收益 (元)	0.42	0.54	0.64	0.72
P/E	20.57	14.77	12.54	11.10
P/B	3.50	2.75	2.26	1.88
EV/EBITDA	15.75	11.20	8.97	7.25

资料来源：wind，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，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。

分析师：陈珈蔚，医药行业分析师，主要负责医疗服务及生物制品行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

联系人：李雨涵，医药行业分析师助理，湖南大学本硕，生物技术+金融硕士复合背景，主要研究方向为血制品、疫苗板块。

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达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。