

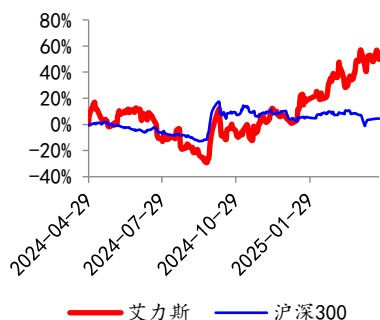
伏美替尼放量势头不减，归母净利增长超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-4-27

收盘价（元）	86.03
近 12 个月最高/最低（元）	91.87/39.82
总股本（百万股）	450
流通 A 股（百万股）	450
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	387
流通市值（亿元）	387

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

联系人：任婉莹

执业证书号：S0010123060034

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】艾力斯 (688578.SH)

首次公司覆盖：艾弗沙开花结果，走出去引进来巩固产品生态 2025-02-20

主要观点：

● 事件 1

2025 年 4 月 24 日，公司发布 2024 年年报，报告期内实现营业收入 35.58 亿元，同比+76.29%；归母净利润 14.30 亿元，同比+121.97%；扣非归母净利润 13.61 亿元，同比+124.51%。

● 事件 2

同日，公司发布 2025 年一季报，报告期内公司实现营业收入 10.98 亿元，同比+47.86%；归母净利润 4.10 亿元，同比+34.13%；扣非归母净利润 3.96 亿元，同比+31.45%

● 点评

✓ 财务稳定向好，支撑归母超预期增长

2024 年公司整体毛利率为 95.97%，同比-0.17 个百分点；期间费用率 51.47%，同比-13.47 个百分点；其中销售费用率 39.72%，同比-5.89 个百分点；研发费用率 8.84%，同比-6.67 个百分点；管理费用率 4.63%，同比-1.89 个百分点；财务费用率-1.72%，同比+0.98 个百分点；经营性现金流净额为 15.66 亿元，同比+132.12%。2025 年一季度，公司整体毛利率为 96.74%，同比+1.31 个百分点；期间费用率 53.72%，同比+1.28 个百分点；其中销售费用率 41.23%，同比-0.91 个百分点；研发费用率 8.35%，同比-0.28 个百分点；管理费用率 5.13%，同比+0.37 个百分点；财务费用率-0.99%，同比+2.11 个百分点；经营性现金流净额为 3.93 亿元，同比+7.54%。

✓ 高速推进在研临床，积极拓宽肺癌管线

公司深入挖掘伏美替尼的临床优势，积极探索伏美替尼的应用场景。2024 年 1 月，伏美替尼适用于 EGFR 20 外显子插入突变 NSCLC 一线治疗适应症被 CDE 纳入突破性治疗品种名单；2024 年 7 月，伏美替尼用于治疗 EGFR 敏感突变阳性的非鳞 NSCLC 伴脑转移患者的 III 期临床试验 IND 获得批准；此外，伏美替尼术后辅助治疗适应症 III 期注册临床研究进展顺利，已于 2024 年上半年完成患者入组；2025 年 1 月，伏美替尼对比安慰剂辅助治疗携带 EGFR 非经典突变且接受根治性切除术后伴或不伴辅助化疗的 IB-IIIB 期 NSCLC 受试者的 III 期临床试验 IND 获得批准。同时，公司积极开发与和誉医药合作的 AST2303 片用于针对 EGFR C797S 突变晚期非小细胞肺癌成人患者的治疗，已于 2024 年 9 月获得药物临床试验批准通知书，目前处于 I 期临床实验阶段。

✓ 商业化效率提升，加速推进产能建设

公司拥有超 1,200 人的营销团队，覆盖 31 个省市及约 4,800 家医院，构建了遍及全国的销售网络，营销团队的人员基本都具备从事抗肿瘤药物的背景，特别是在肺癌靶向治疗及相关领域拥有广泛的业务渠道及丰富的销售经验，积极扩大公司自有产品伏美替尼以及

引进产品普拉替尼的覆盖面，满足患者治疗需求。同时公司加速推进建设新增年产 1.5 亿片甲磺酸伏美替尼片固体制剂生产线项目，为伏美替尼的销售及商业化建设提供坚实保障。

● 投资建议

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 45.2/53.8/61.2 亿元，分别同比增长 27.0%/19.0%/13.7%，归母净利润分别为 15.9/19.3/21.9 亿元，分别同比增长 11.4%/20.9%/13.5%，对应估值为 24X/20X/18X。看好公司肺癌领域优势，伏美替尼海外进展，维持“买入”评级。

● 风险提示

新药研发的风险：创新药研发周期长、投入大，药物研发具有较高的不确定性，有失败的风险；

准入不及预期风险：公司产品参加医保谈判等环节可能面临进度不及预期的风险；

销售浮动风险：市场竞品及未来上市新药可能对产品销售造成一定影响，导致销售不及预期；

行业政策风险：随着医保控费逐渐深化，国家带量采购政策的全面实施，一系列政策趋势或将影响药品招标价格。

● 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	3558	4520	5378	6117
收入同比 (%)	76.3%	27.0%	19.0%	13.7%
归属母公司净利润	1430	1593	1926	2186
净利润同比 (%)	122.0%	11.4%	20.9%	13.5%
毛利率 (%)	96.0%	95.9%	96.0%	96.1%
ROE (%)	27.1%	24.6%	24.0%	22.4%
每股收益 (元)	3.18	3.54	4.28	4.86
P/E	18.84	24.31	20.10	17.71
P/B	5.10	5.97	4.83	3.97
EV/EBITDA	16.72	19.86	15.68	13.26

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	4180	5231	6677	8411					
现金	587	2162	4154	5061					
应收账款	389	284	293	372					
其他应收款	5	21	24	28					
预付账款	96	141	176	205					
存货	31	50	61	76					
其他流动资产	3072	2573	1970	2668					
非流动资产	1736	1950	2066	2200					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	510	517	516	513					
无形资产	65	63	61	59					
其他非流动资产	1161	1370	1489	1629					
资产总计	5916	7181	8743	10611					
流动负债	601	674	705	833					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	82	104	111	113					
其他流动负债	519	570	594	720					
非流动负债	33	21	21	21					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	33	21	21	21					
负债合计	633	695	726	854					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	450	450	450	450					
资本公积	3254	3254	3254	3254					
留存收益	1579	2782	4314	6053					
归属母公司股东	5283	6485	8017	9756					
负债和股东权益	5916	7181	8743	10611					

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	1566	1717	1947	2238					
净利润	1430	1593	1926	2186					
折旧摊销	40	43	45	49					
财务费用	-44	0	0	0					
投资损失	-8	-16	-12	-12					
营运资金变动	163	99	-23	2					
其他经营现金流	1252	1492	1959	2196					
投资活动现金流	-1835	247	439	-883					
资本支出	-270	-95	-102	-134					
长期投资	0	400	530	-760					
其他投资现金流	-1565	-58	10	11					
筹资活动现金流	-295	-389	-394	-447					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	79	0	0	0					
其他筹资现金流	-374	-389	-394	-447					
现金净增加额	-561	1575	1992	907					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	3558	4520	5378	6117					
营业成本	143	185	215	239					
营业税金及附加	49	63	81	98					
销售费用	1413	1758	2087	2367					
管理费用	165	199	231	257					
财务费用	-61	-12	-54	-83					
资产减值损失	0	0	0	0					
公允价值变动收益	29	0	0	0					
投资净收益	8	16	12	12					
营业利润	1635	1820	2224	2584					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	16	10	11	12					
利润总额	1619	1810	2213	2572					
所得税	189	217	288	386					
净利润	1430	1593	1926	2186					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	1430	1593	1926	2186					
EBITDA	1577	1841	2205	2539					
EPS (元)	3.18	3.54	4.28	4.86					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	76.3%	27.0%	19.0%	13.7%
营业利润	148.6%	11.3%	22.2%	16.2%
归属于母公司净利	122.0%	11.4%	20.9%	13.5%
获利能力				
毛利率 (%)	96.0%	95.9%	96.0%	96.1%
净利率 (%)	40.2%	35.2%	35.8%	35.7%
ROE (%)	27.1%	24.6%	24.0%	22.4%
ROIC (%)	25.7%	24.4%	23.4%	21.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	10.7%	9.7%	8.3%	8.1%
净负债比率 (%)	12.0%	10.7%	9.1%	8.8%
流动比率	6.96	7.76	9.47	10.10
速动比率	6.23	7.01	8.70	9.39
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.69	0.68	0.63
应收账款周转率	10.96	13.44	18.66	18.39
应付账款周转率	2.12	1.99	2.00	2.13
每股指标 (元)				
每股收益	3.18	3.54	4.28	4.86
每股经营现金流	3.48	3.82	4.33	4.97
每股净资产	11.74	14.41	17.82	21.68
估值比率				
P/E	18.84	24.31	20.10	17.71
P/B	5.10	5.97	4.83	3.97
EV/EBITDA	16.72	19.86	15.68	13.26

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，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。