

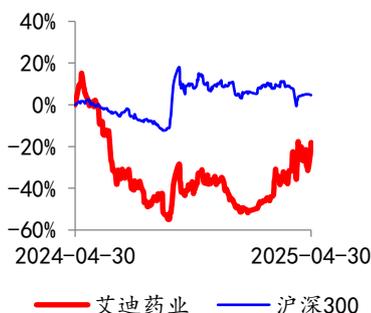
一季度扭亏超预期，自研整合酶即将开展注册临床

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-4-30

收盘价（元）	12.08
近12个月最高/最低（元）	17.33/6.58
总股本（百万股）	421
流通股本（百万股）	421
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	51
流通市值（亿元）	51

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】艾迪药业 (688488.SH) 首次覆盖报告：拨云见月，HIV 抗病毒药物迭代推出 2022-08-27
2. 【华安医药】公司点评艾迪药业 (688488.SH)：24H1 新患数量稳健提升，新业态发展有待发力 2024-8-24
3. 【华安医药】公司点评艾迪药业 (688488.SH)：HIV 新药及新适应症快速推进，南大药业并表 2024-10-30

主要观点：

● 事件 1

2025年4月30日，艾迪药业发布2024年年报，实现营业收入4.18亿元，同比+1.57%，其中抗HIV创新药品收入为1.50亿元，同比增长103.72%；归母净利润-1.41亿元，同比-85.63%；扣非归母净利润-1.48亿元，同比-68.57%。

● 事件 2

同日，艾迪药业发布2024年一季报，实现营业收入1.98亿元，同比+113.00%，其中抗HIV创新药品收入为6272.19万元，同比+75.64%；归母净利润0.16亿元，同比+214.52%；扣非归母净利润0.07亿元，同比+142.58%。一季度实现扭亏。

● 点评

✓ 减值集中拖累利润，毛利率持续提升，一季度现金流回正

2024年，公司整体毛利率为54.93%，同比+8.74个百分点；期间费用率84.92%，同比+18.47个百分点；其中销售费用率37.11%，同比+11.72个百分点；研发费用率21.51%，同比+6.25个百分点；管理费用率23.20%，同比+0.04个百分点；财务费用率3.10%，同比+0.56个百分点；经营性现金流净额为-0.37亿元，同比-77.44%。

2025年一季度，公司整体毛利率为62.04%，同比+20.00个百分点；期间费用率50.94%，同比-19.76个百分点；其中销售费用率29.25%，同比+6.43个百分点；研发费用率7.94%，同比-11.17个百分点；管理费用率11.97%，同比-13.04个百分点；财务费用率1.79%，同比-1.99个百分点；经营性现金流净额为0.40亿元，同比+156.53%，一季度收入增长使费用率大幅降低，并实现现金流回正。

✓ 口服非核苷抑制剂循证医学证据持续累积，奠定 HIV 业务基础

2025年第一季度公司实现营业收入19,786.05万元，同比增长113.00%，其中HIV新药业务收入实现6,272.19万元，同比增长75.64%，单季业绩创历史新高。经过2023及2024年的商业化布局与战略调整，公司在销售业绩、团队建设、市场营销、学术推广、品牌打造、海外布局等诸多方面呈现出积极的进展，已成功构建具有自主特色的HIV创新药商业化运营体系。在近期的第十届全国艾滋病学术大会上，公司分享了艾诺米替经治转换人群SPRINT研究144周队列研究结果，在0~144周，艾诺米替持续治疗组治疗依从性和病毒学抑制率均高于95%；在48~144周，自艾考恩丙替（捷夫康）转换至艾诺米替治疗依从性和病毒学抑制率均高于93%，均维持在高水平，验证公司产品长期获益性。

✓ 人源蛋白制剂拓展初见成效，升级制剂2类新药IND

公司“HIV新药+人源蛋白”双轮驱动战略布局的稳步实施及市场开拓工作的持续推进，有助于公司形成新的业务增长点，公司控股子公司，南

大药业与艾迪药业在销售、研发及生产等方面协同作用已逐步显现。2025 年第一季度，南大药业实现营业收入 9,863.53 万元，净利润为 2,230.83 万元。2025 年 3 月，南大药业 2.2 类改良型新药 AD108 注射液获得 NMPA 批准，将开展“拟用于改善急性缺血性脑卒中所致的神经功能缺损”适应症的 I 期临床试验，人源蛋白创新药研发开启新篇章。海外部分，自 2024 年以来，公司全球化布局取得阶段性进展，公司抗艾创新药首次在海外 NDA 获得受理，公司口服固体制剂生产线首次经历境外药品监管机构 GMP 现场审核且于 2025 年 3 月获得首个境外《GMP 证书》。同时，公司也在积极拓展人源蛋白产品的相关海外市场，已完成境外供应商审计并逐步开展业务合作。

✓ 自研整合酶即将开展注册临床，长效针剂面向预防大市场

公司紧跟国际主流用药趋势，为国内 HIV 感染者提供紧跟国际一线水平的治疗手段，布局了新一代抗 HIV 整合酶抑制剂 ACC017，HIV 感染者初治治疗的 Ib/IIa 期临床研究，已完成所有受试者的入组工作，初步结果显示 ACC017 片安全性良好，单药治疗药效明确，与 FTC/TAF 联合组成完整方案达到病毒学抑制水平高且快；另外，其经治耐药人群 II 期临床研究已完成首例入组，正在积极有序推进。同时，公司已完成 ACC017 NDA 阶段的原料药验证批生产及制剂工艺优化和中试研究工作。同时，公司正在开发 ACC017 联合恩曲他滨、丙酚替诺福韦的三联复方制剂，目前已完成小试开发和中试研究，正在推进 IND 注册批生产。

同时在暴露前预防领域，公司在抗 HIV 长效药物管线获得多个先导化合物，锚点半年甚至更长效、更安全的分子，已完成数十个全新分子设计与制备、数十轮基于体外与各种属动物的体内成药性测试评价，获得多个 PCC（临床前候选化合物）。报告期内，两个衣壳蛋白酶抑制剂分子取得重大进展，今年将积极推进 IND 的准备申报。

✓ 投资建议：维持“买入”评级

我们看好核心产品的市场稀缺性，以及公司在艾滋病领域全面的产品布局。预计公司 2025~2027 年收入分别为 7.5/9.8/12.9 亿元，分别同比增长 79.1%/30.4%/32.4%，归母净利润分别为 0.1/1.1/2.7 亿元，分别同比增长 106.9%/1046.2%/144.3%，对应估值为 521X/45X/19X。维持“买入”评级。

✓ 风险提示

艾诺韦林、艾诺米替销售浮动的风险；人源蛋白订单持续性不达预期的风险；医保政策不确定性的风险等。

● 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	418	748	976	1292
收入同比 (%)	1.6%	79.1%	30.4%	32.4%
归属母公司净利润	-141	10	112	273
净利润同比 (%)	-85.6%	106.9%	1046.2%	144.3%
毛利率 (%)	54.9%	60.7%	65.5%	70.3%
ROE (%)	-14.4%	1.0%	10.1%	19.9%
每股收益 (元)	-0.34	0.02	0.27	0.65
P/E	—	520.89	45.44	18.60
P/B	3.37	5.13	4.61	3.70
EV/EBITDA	-41.40	66.58	25.31	12.61

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	895	903	1106	1403	营业收入	418	748	976	1292
现金	335	60	309	471	营业成本	188	294	337	384
应收账款	139	277	349	467	营业税金及附加	6	10	13	18
其他应收款	21	27	40	51	销售费用	155	252	295	354
预付账款	6	19	18	22	管理费用	97	95	93	92
存货	255	261	207	199	财务费用	13	3	9	4
其他流动资产	139	259	184	192	资产减值损失	-65	-2	-2	-2
非流动资产	975	981	983	989	公允价值变动收益	11	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	7	8	13	10
固定资产	424	441	453	464	营业利润	-164	13	133	324
无形资产	175	167	155	147	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	375	374	375	378	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	1870	1884	2089	2392	利润总额	-166	12	132	324
流动负债	649	645	728	766	所得税	-27	2	22	54
短期借款	221	196	206	191	净利润	-139	10	110	270
应付账款	89	141	161	184	少数股东损益	2	0	-1	-3
其他流动负债	340	308	361	392	归属母公司净利润	-141	10	112	273
非流动负债	153	163	174	169	EBITDA	-84	82	206	399
长期借款	91	101	112	107	EPS (元)	-0.34	0.02	0.27	0.65
其他非流动负债	63	62	62	62					
负债合计	802	808	902	935					
少数股东权益	86	86	85	81					
股本	421	421	421	421					
资本公积	884	884	884	884					
留存收益	-324	-314	-202	71					
归属母公司股东权益	981	991	1102	1376					
负债和股东权益	1870	1884	2089	2392					

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	-37	-21	206	252
净利润	-139	10	110	270
折旧摊销	57	67	65	71
财务费用	15	10	10	10
投资损失	-7	-8	-13	-10
营运资金变动	13	-104	31	-91
其他经营现金流	-129	119	82	364
投资活动现金流	85	-169	31	-59
资本支出	-44	-78	-69	-80
长期投资	0	-100	88	10
其他投资现金流	130	8	13	10
筹资活动现金流	55	-85	11	-30
短期借款	-35	-25	10	-15
长期借款	21	10	11	-5
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-5	0	0	0
其他筹资现金流	74	-70	-10	-10
现金净增加额	102	-275	248	163

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	1.6%	79.1%	30.4%	32.4%
营业利润	-78.7%	107.7%	955.7%	144.2%
归属于母公司净利	-85.6%	106.9%	1046.2	144.3%
获利能力				
毛利率 (%)	54.9%	60.7%	65.5%	70.3%
净利率 (%)	-33.8%	1.3%	11.5%	21.1%
ROE (%)	-14.4%	1.0%	10.1%	19.9%
ROIC (%)	-7.5%	0.8%	7.3%	14.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.9%	42.9%	43.2%	39.1%
净负债比率 (%)	75.2%	75.0%	76.0%	64.2%
流动比率	1.38	1.40	1.52	1.83
速动比率	0.96	0.95	1.20	1.53
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.40	0.49	0.58
应收账款周转率	2.60	3.60	3.12	3.17
应付账款周转率	1.89	2.55	2.23	2.23
每股指标 (元)				
每股收益	-0.34	0.02	0.27	0.65
每股经营现金流	-0.09	-0.05	0.49	0.60
每股净资产	2.33	2.35	2.62	3.27
估值比率				
P/E	—	520.89	45.44	18.60
P/B	3.37	5.13	4.61	3.70
EV/EBITDA	-41.40	66.58	25.31	12.61

资料来源: 公司年报, 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。