

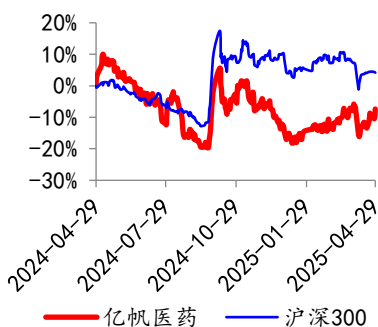
创新药占比大幅提升，亿立舒发货增长迅速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-4-30

收盘价（元）	11.34
近 12 个月最高/最低（元）	14.26/9.84
总股本（百万股）	1216
流通 A 股（百万股）	841
流通股比例（%）	77.38%
总市值（亿元）	138
流通市值（亿元）	95

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】公司点评亿帆医药（002019.SZ）：24Q1 高增长初兑现，持续关注创新出海 2024-4-29
2. 【华安医药】公司点评亿帆医药（002019.SZ）：24H1 利润高增再超预期，创新出海始终践行 2024-8-22
3. 【华安医药】公司点评亿帆医药（002019.SZ）：24Q3 利润再超预期，全球化步伐加速

主要观点：

● 事件 1

2025 年 4 月 28 日，亿帆医药发布 2024 年年报，实现营业收入 51.60 亿元，同比+26.84%；归母净利润 3.86 亿元，同比+170.04%；扣非归母净利润 2.48 亿元，同比+146.58%。

● 事件 2

2025 年 4 月 30 日，亿帆医药发布 2025 年一季报，实现营业收入 13.27 亿元，同比+0.05%；归母净利润 1.53 亿元，同比+4.83%；扣非归母净利润 0.95 亿元，同比-13.55%。

● 点评

✓ 运营提质增效费用降低，经营性现金流增长明显

2024 年，公司整体毛利率为 47.42%，同比-0.42 个百分点；期间费用率 38.66%，同比-7.41 个百分点；其中销售费用率 23.66%，同比-3.85 个百分点；管理费用率（含研发费用）13.57%，同比-3.54 个百分点；财务费用率 1.43%，同比-0.02 个百分点；经营性现金流净额为 6.41 亿元，同比+83.81%。由于产品结构的变化，毛利率有所下降，但由于运营效率提升、营收增长，费用率有所下降，经营性现金流较大幅增长。

2025 年一季度，公司整体毛利率为 46.39%，同比-0.98 个百分点；期间费用率 35.66%，同比-0.66 个百分点；其中销售费用率 23.64%，同比-0.10 个百分点；管理费用率（含研发费用）11.35%，同比+0.08 个百分点；财务费用率 0.67%，同比-0.64 个百分点；经营性现金流净额为 1.82 亿元，同比+0.83%。

✓ 亿立舒持续拓展优势，创新自研快速跟进

报告期内，继续推进重点产品亿立舒®上市注册及商业化进程。公司首个自主研发 I 类大分子创新药亿立舒®获得欧盟委员会 EC、巴西、阿曼和挪威等监管机构批准上市，并根据其他市场注册要求启动泰国、越南、马来西亚等国家的注册工作，截至年报披露日，亿立舒®已在中国、美国、欧盟、巴西、阿曼和挪威等 34 个国家获准上市销售，并已于 2024 年 10 月底开始陆续向境外德国、希腊和塞浦路斯市场发货。亿立舒®实现对外发货超过 27 万支，其中国内终端市场已逐步放量。

报告期内，子公司亿一生物与 CDE 就 F-652 治疗慢加急性肝衰竭 (ACLF) IIb 临床试验设计的重点内容进行了讨论；同时就 F-652 治疗酒精性肝病(AH) II 期临床方案的修订内容亿一生物向 CDE 提交了沟通交流，并得到认可；F-652 治疗重度酒精性肝炎(AH)适应症的 II 期临床试验获得美国 FDA 默示许可。

✓ 主营板块稳定增利，收入增速显著

公司产品矩阵庞大，产品线丰富，境内拥有亿立舒、希罗达（卡

培他滨片）、小儿青翘颗粒、除湿止痒软膏、复方银花解毒颗粒、柏雪康（复方黄黛片）、皮敏消胶囊、缩宫素鼻喷雾剂、妇阴康洗剂等药品批准文号共 332 个，其中独家品种（含独家剂型或规格）36 个，独家医保产品 17 个，《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》6 个，境外注册中药产品 5 个，国家中药二级保护品种 1 个，是拥有独家产品，尤其是独家医保或基药产品数量较多的国内医药企业之一，已形成比较丰富的差异化优势的专科产品线；报告期内，公司境内药品制剂业务以突出自有产品为主，同时集中医学推广和渠道等优势资源，实现了国内医药自有（含进口）产品营业收入同比增长 56.74%，为公司营收结构持续优化和利润率提高奠定了基础；若剔除计提的信用减值和资产减值等因素影响后，公司境内药品制剂业贡献利润将更为显著。

✓ 海外拓展稳扎稳打，自有产品超过代理产品占比

公司始终坚持长期主义，海外制剂业务历经 6 余年的部署与重构，在 2024 年迎来一个新的发展阶段，实现了以药品自产（自有）为主、代理为辅的营收结构。在海外，公司拥有 43 个产品权益，包括 SciLin®、SciTropin A®、Zometa®等。公司积极拓展新兴市场，取得了包括利伐沙班片、达格列净片、卡莫司汀注射剂、白蛋白紫杉醇等 8 个产品在东南亚市场或新兴市场的销售权益；实现了海外自研产品舒更葡糖钠注射液在意大利和葡萄牙的上市销售。公司海外医药产品实现主营业务收入 7.35 亿元（不含亿立舒®海外收入），同比增长 18.82%，占公司医药类产品收入比重为 17.26%。

✓ 投资建议：维持“买入”评级

考虑到公司产品结构带来盈利能力变化，我们调整利润预测，预计公司 2025~2027 年收入分别为 58.1/64.0/69.2 亿元（前值为 60.8/65.1/无 亿元），分别同比增长 12.5%/10.2%/8.1%，归母净利润分别为 6.2/7.1/8.4 亿元（前值为 8.8/9.9/无亿元），分别同比增长 59.8%/15.8%/17.2%，对应估值为 22X/19X/16X。看好公司创新药的全球化发展、多个独家品种的市场优势。维持“买入”评级。

✓ 风险提示

审批准入不及预期风险、销售不及预期的风险、行业政策风险。

● 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	5160	5807	6400	6920
收入同比 (%)	26.8%	12.5%	10.2%	8.1%
归属母公司净利润	386	617	714	837
净利润同比 (%)	170.0%	59.8%	15.8%	17.2%
毛利率 (%)	47.4%	47.1%	46.8%	47.7%
ROE (%)	4.5%	7.0%	7.9%	9.0%
每股收益 (元)	0.32	0.51	0.59	0.69
P/E	33.50	22.36	19.32	16.48
P/B	1.53	1.57	1.53	1.48
EV/EBITDA	16.83	12.24	11.07	9.56

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		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3778	4330	4929	5788		营业收入	5160	5807	6400	6920
现金	889	1017	1292	1898		营业成本	2713	3072	3403	3622
应收账款	1363	1551	1703	1843		营业税金及附加	50	60	65	70
其他应收款	95	109	120	130		销售费用	1221	1266	1414	1509
预付账款	77	111	114	125		管理费用	408	489	528	575
存货	1056	1245	1361	1455		财务费用	74	25	19	9
其他流动资产	299	296	340	337		资产减值损失	-105	-3	-4	-2
非流动资产	8508	8212	7788	7367		公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	676	698	732	743		投资净收益	-14	-3	3	3
固定资产	1283	1251	1187	1123		营业利润	382	688	767	909
无形资产	1826	1526	1271	1000		营业外收入	15	0	0	0
其他非流动资产	4722	4736	4597	4501		营业外支出	8	0	0	0
资产总计	12286	12541	12717	13155		利润总额	389	688	767	909
流动负债	2987	2901	2941	3136		所得税	65	72	97	108
短期借款	1058	1013	892	972		净利润	324	615	670	801
应付账款	609	668	748	793		少数股东损益	-62	-2	-44	-36
其他流动负债	1320	1221	1301	1371		归属母公司净利润	386	617	714	837
非流动负债	872	962	878	848		EBITDA	858	1217	1303	1451
长期借款	627	727	647	617		EPS (元)	0.32	0.51	0.59	0.69
其他非流动负债	245	235	231	231						
负债合计	3859	3863	3819	3984						
少数股东权益	-95	-97	-141	-177						
股本	1037	1037	1037	1037						
资本公积	2848	2848	2848	2848						
留存收益	4637	4890	5154	5463						
归属母公司股东	8522	8774	9039	9348						
负债和股东权益	12286	12541	12717	13155						

现金流量表					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	641	903	1072	1199		成长能力				
净利润	324	615	670	801		营业收入	26.8%	12.5%	10.2%	8.1%
折旧摊销	346	505	518	532		营业利润	143.3%	80.1%	11.4%	18.6%
财务费用	69	50	47	45		归属于母公司净利	170.0%	59.8%	15.8%	17.2%
投资损失	14	3	-3	-3		获利能力				
营运资金变动	-252	-245	-134	-147		毛利率 (%)	47.4%	47.1%	46.8%	47.7%
其他经营现金流	715	835	778	919		净利率 (%)	7.5%	10.6%	11.2%	12.1%
投资活动现金流	-545	-185	-95	-70		ROE (%)	4.5%	7.0%	7.9%	9.0%
资本支出	-628	-169	-36	-69		ROIC (%)	4.0%	5.9%	6.3%	7.3%
长期投资	80	-17	-62	-4		偿债能力				
其他投资现金流	3	1	3	3		资产负债率 (%)	31.4%	30.8%	30.0%	30.3%
筹资活动现金流	113	-592	-702	-523		净负债比率 (%)	45.8%	44.5%	42.9%	43.4%
短期借款	463	-45	-121	80		流动比率	1.26	1.49	1.68	1.85
长期借款	-185	100	-80	-30		速动比率	0.83	0.98	1.13	1.30
普通股增加	-10	0	0	0		营运能力				
资本公积增加	-145	0	0	0		总资产周转率	0.43	0.47	0.51	0.53
其他筹资现金流	-11	-647	-501	-573		应收账款周转率	4.17	3.99	3.93	3.90
现金净增加额	205	128	275	607		应付账款周转率	5.22	4.81	4.81	4.70

主要财务比率					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力						每股指标 (元)				
营业收入	26.8%	12.5%	10.2%	8.1%		每股收益	0.32	0.51	0.59	0.69
营业利润	143.3%	80.1%	11.4%	18.6%		每股经营现金流	0.53	0.74	0.88	0.99
归属于母公司净利	170.0%	59.8%	15.8%	17.2%		每股净资产	7.01	7.21	7.43	7.68
获利能力						估值比率				
毛利率 (%)	47.4%	47.1%	46.8%	47.7%		P/E	33.50	22.36	19.32	16.48
净利率 (%)	7.5%	10.6%	11.2%	12.1%		P/B	1.53	1.57	1.53	1.48
ROE (%)	4.5%	7.0%	7.9%	9.0%		EV/EBITDA	16.83	12.24	11.07	9.56
ROIC (%)	4.0%	5.9%	6.3%	7.3%						
偿债能力										
资产负债率 (%)	31.4%	30.8%	30.0%	30.3%						
净负债比率 (%)	45.8%	44.5%	42.9%	43.4%						
流动比率	1.26	1.49	1.68	1.85						
速动比率	0.83	0.98	1.13	1.30						
营运能力										
总资产周转率	0.43	0.47	0.51	0.53						
应收账款周转率	4.17	3.99	3.93	3.90						
应付账款周转率	5.22	4.81	4.81	4.70						
每股指标 (元)										
每股收益	0.32	0.51	0.59	0.69						
每股经营现金流	0.53	0.74	0.88	0.99						
每股净资产	7.01	7.21	7.43	7.68						
估值比率										
P/E	33.50	22.36	19.32	16.48						
P/B	1.53	1.57	1.53	1.48						
EV/EBITDA	16.83	12.24	11.07	9.56						

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。