

自有产品高增长，创新管线商业化进程推进

投资要点

- **事件:** 公司发布2024年年报及2025年一季报, 2024年公司实现营业收入51.6亿元, 同比增长26.8%; 实现归母净利润3.9亿元, 同比增长170.0%。2025Q1实现营业收入13.3亿元, 与上年同期基本持平; 实现归母净利润1.5亿元, 同比增长4.8%。
- **自有产品高速增长, 亿立舒商业化进程持续推进。** 1) 2024年公司医药自有产品实现营业收入36.6亿元, 同比增长50.6%, 国内医药自有产品实现收入31.5亿元, 同比增长56.7%, 其中收入达千万的自有产品合计实现收入30.0亿元, 同比增长67.2%。2025年一季度, 公司创新药产品收入同比增长327.7%, 按发货口径计算, 亿立舒发货同比增长293.6%、易尼康发货同比增长1158.2%。公司持续推进重点产品的商业化进程, 其首个自主研发I类大分子创新药亿立舒于2024年10月底开始陆续向德国、希腊和塞浦路斯等市场发货, 目前已在中國、美国、欧盟、巴西、阿曼和挪威等34个国家获准上市销售, 实现对外发货超过27万支, 国内终端市场已逐步放量; 2) 2024年公司维生素产品实现营业收入7.2亿元, 同比减少10.2%, 维生素B5(泛酸钙)目前市场价格仍处底部, 公司销量较上年同期增长, 保持细分领域领先地位。3) 2024年公司医药其他产品/高分子材料产品/医药服务业务分别实现营业收入5.1/1.8/0.9亿元, 分别同比-8.5%/+6.7%/-20.7%。
- **减值扰动消除、期间费用率下降, 2024年扭亏为盈。** 2024年公司实现毛利率47.4%, 同比-0.4pp。费用率方面, 因各项费用增速低于收入增速, 公司2024年分别实现销售/管理/财务/研发费用率23.7%/7.9%/1.4%/5.7%, 分别同比-3.8pp/-1.5pp/-0.0pp/-2.0pp。公司2024年资产减值损失1.1亿元, 2023年因对F-627相关专利技术的无形资产计提了非常态减值, 资产减值损失8.9亿元, 2024年资产减值损失大幅收窄。上述因素综合影响下, 2024年公司实现归母净利润率7.5%, 实现归母净利润3.9亿元, 较2023年扭亏为盈, 较2022年增长101.8%。
- **2025年目标清晰。** 2025年公司将推动亿立舒产品在美国、巴西和中东市场的上市销售。国内市场方面, 公司力争实现销售千万级产品35个、五千万级产品10个、过亿产品8个。研发上, 公司计划完成3项生物类似药的中国IND、同时争取完成创新药N-3C01的Pre-IND申请、推进F-652的临床试验开展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2025-2027年归母净利润分别为6.2亿元/8.7亿元/10.3亿元, EPS分别为0.51元/0.72元/0.85元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 创新产品进度不及预期风险; 海外经营风险等。

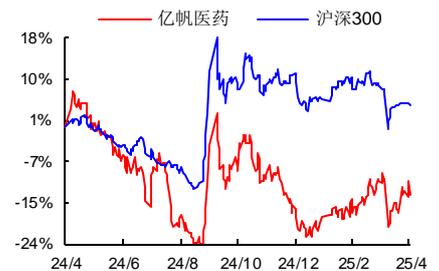
| 指标/年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 5,160 | 6,441 | 7,601 | 8,556 |
| 增长率 | 26.84% | 24.83% | 18.02% | 12.56% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 386 | 620 | 871 | 1,029 |
| 增长率 | 170.04% | 60.76% | 40.30% | 18.18% |
| 每股收益EPS(元) | 0.32 | 0.51 | 0.72 | 0.85 |
| 净资产收益率ROE | 4.53% | 6.77% | 8.67% | 9.30% |
| PE | 35 | 22 | 16 | 13 |
| PB | 1.53 | 1.50 | 1.37 | 1.25 |

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: wuyxiao@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) | 137.94 |
| 总资产(亿元) | 125.11 |
| 每股净资产(元) | 7.15 |

相关研究

1. 亿帆医药(002019): 新品获批上市, 迈入麻精药新领域 (2025-04-10)
2. 亿帆医药(002019): 上半年业绩符合预期, 利润端增速强劲 (2024-08-20)

盈利预测与相对估值

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、境外药品成长潜力凸出, 预计 2025-2027 年收入增速分别为 33.9%、22.8%、15.1%, 毛利率稳中向好, 2025-2027 年分别为 53.5%、54.0%、54.5%;

假设 2: 维生素产品目前市场价格仍处底部, 公司细分领域领先地位不变, 预计 2025-2027 年收入增速分别为 5%、5%、5%, 毛利率分别为 44.1%、44.3%、44.7%。

假设 3: 假设高分子材料、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 2025-2027 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 | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 医药自有产品 (含进口) | 收入 | 36.6 | 49.0 | 60.2 | 69.3 |
| | 增速 | 50.6% | 33.9% | 22.8% | 15.1% |
| | 毛利率 | 52.5% | 53.5% | 54.0% | 54.5% |
| 维生素 | 收入 | 7.2 | 7.5 | 7.9 | 8.3 |
| | 增速 | -10.2% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 毛利率 | 43.8% | 44.1% | 44.3% | 44.7% |
| 高分子材料、医药服务 及其它业务 | 合计收入 | 7.8 | 7.8 | 7.9 | 7.9 |
| | 合计收入增速 | -7.0% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| | 毛利率 | / | / | / | / |
| 合计 | 收入 | 51.6 | 64.4 | 76.0 | 85.6 |
| | 增速 | 26.8% | 24.9% | 18.0% | 12.6% |
| | 毛利率 | 47.4% | 49.2% | 50.2% | 51.0% |

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 64.4 亿元 (+24.9%)、76.0 亿元 (+18.0%) 和 85.6 亿元 (+12.6%), 归母净利润分别为 6.2 亿元 (+60.8%)、8.7 亿元 (+40.3%)、10.3 亿元 (+18.2%), EPS 分别为 0.51 元、0.72 元、0.85 元, 对应动态 PE 分别为 22 倍、16 倍、13 倍。

我们选取了行业中创新药与仿制药兼具的三家公司作为可比公司, 2025 年三家公司平均 PE 为 26 倍, 高于公司水平。考虑到亿帆医药医药自有产品板块的快速发展、创新药管线迈入收获期, 给予其 2025 年 27 倍动态估值, 对应目标价 13.77 元, 给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（数据截至 2025.4.30）

| 公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | PE | | |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E |
| 恒瑞医药 | 51.10 | 1.00 | 1.11 | 1.29 | 51 | 46 | 40 |
| 丽珠集团 | 34.58 | 2.24 | 2.47 | 2.74 | 15 | 14 | 13 |
| 科伦药业 | 36.21 | 1.86 | 2.01 | 2.25 | 19 | 18 | 16 |
| 可比公司平均 | | | | | 29 | 26 | 23 |
| 亿帆医药 | 11.34 | 0.32 | 0.51 | 0.72 | 35 | 22 | 16 |

数据来源：Wind，西南证券整理

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) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 5,160 | 6,441 | 7,601 | 8,556 | 净利润 | 324 | 520 | 730 | 863 |
| 营业成本 | 2,713 | 3,273 | 3,786 | 4,192 | 折旧与摊销 | 346 | 225 | 227 | 130 |
| 营业税金及附加 | 50 | 63 | 74 | 84 | 财务费用 | 69 | 73 | 73 | 15 |
| 销售费用 | 1,221 | 1,488 | 1,723 | 1,891 | 资产减值损失 | 165 | 176 | 186 | 196 |
| 管理费用 | 408 | 509 | 601 | 633 | 经营营运资本变动 | -252 | -342 | -310 | -740 |
| 财务费用 | 74 | 61 | 60 | 15 | 其他 | -11 | 1 | 9 | 26 |
| 资产减值损失 | -105 | -111 | -111 | -111 | 经营活动现金流净额 | 641 | 655 | 916 | 488 |
| 投资收益 | -14 | -19 | -23 | -26 | 资本支出 | -628 | -322 | -319 | -183 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他 | 83 | -16 | -23 | -26 |
| 其他经营损益 | 129 | 124 | 144 | 0 | 投资活动现金流净额 | -545 | -337 | -342 | -208 |
| 营业利润 | 382 | 611 | 863 | 1,036 | 短期借款 | 463 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非经营损益 | 7 | 14 | 14 | 0 | 长期借款 | -185 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 389 | 625 | 877 | 1,036 | 股权融资 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税 | 65 | 105 | 147 | 173 | 支付股利 | -208 | -73 | -73 | -15 |
| 净利润 | 324 | 520 | 730 | 863 | 其他 | 41 | -206 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | -62 | -100 | -141 | -166 | 筹资活动现金流净额 | 113 | -279 | -73 | -15 |
| 归属母公司股东净利润 | 386 | 620 | 871 | 1,029 | 现金流量净额 | 205 | 40 | 501 | 266 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 889 | 929 | 1,430 | 1,696 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1,442 | 1,731 | 1,978 | 2,157 | 销售收入增长率 | 26.84% | 24.83% | 18.02% | 12.56% |
| 存货 | 1,056 | 1,163 | 1,251 | 1,298 | 营业利润增长率 | 143.25% | 60.06% | 41.20% | 20.05% |
| 其他流动资产 | 144 | 144 | 144 | 144 | 净利润增长率 | 170.04% | 60.76% | 40.30% | 18.18% |
| 长期股权投资 | 676 | 676 | 676 | 676 | EBITDA 增长率 | 153.43% | 6.14% | 27.81% | 1.37% |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 2,090 | 2,147 | 2,202 | 2,255 | 毛利率 | 47.42% | 49.19% | 50.20% | 51.01% |
| 无形资产和开发支出 | 2,568 | 2,621 | 2,671 | 2,671 | 三费率 | 33.00% | 31.95% | 31.36% | 29.67% |
| 其他非流动资产 | 72 | 72 | 72 | 72 | 净利率 | 6.27% | 8.08% | 9.60% | 10.08% |
| 资产总计 | 12,286 | 12,891 | 13,885 | 15,226 | ROE | 4.53% | 6.77% | 8.67% | 9.30% |
| 短期借款 | 1,058 | 1,058 | 1,058 | 1,058 | ROA | 3.14% | 4.81% | 6.27% | 6.76% |
| 应付和预收款项 | 610 | 736 | 852 | 1,211 | ROIC | 3.98% | 5.17% | 6.62% | 6.92% |
| 长期借款 | 627 | 627 | 627 | 627 | EBITDA/销售收入 | 16.63% | 14.14% | 15.31% | 13.79% |
| 其他负债 | 1,564 | 1,498 | 1,647 | 1,766 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 3,859 | 3,919 | 4,184 | 4,662 | 总资产周转率 | 0.43 | 0.51 | 0.57 | 0.59 |
| 股本 | 1,037 | 1,037 | 1,037 | 1,037 | 固定资产周转率 | 3.89 | 5.18 | 6.54 | 7.94 |
| 资本公积 | 2,848 | 2,848 | 2,848 | 2,848 | 应收账款周转率 | 4.17 | 4.30 | 4.34 | 4.39 |
| 留存收益 | 4,618 | 5,241 | 6,112 | 7,141 | 存货周转率 | 2.73 | 2.95 | 3.14 | 3.29 |
| 归属母公司股东权益 | 8,522 | 9,167 | 10,037 | 11,066 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | | | | |
| 少数股东权益 | -95 | -195 | -336 | -502 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 8,427 | 8,972 | 9,702 | 10,564 | 资产负债率 | 31.41% | 30.40% | 30.13% | 30.62% |
| 负债和股东权益合计 | 12,286 | 12,891 | 13,885 | 15,226 | 带息债务/总负债 | 59.45% | 52.86% | 49.52% | 44.43% |
| | | | | | 流动比率 | 1.26 | 1.40 | 1.56 | 1.70 |
| | | | | | 速动比率 | 0.83 | 0.94 | 1.10 | 1.09 |
| | | | | | 股利支付率 | 63.03% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| EBITDA | 858 | 911 | 1,164 | 1,180 | 每股收益 | 0.32 | 0.51 | 0.72 | 0.85 |
| PE | 35 | 22 | 16 | 13 | 每股净资产 | 7.01 | 7.54 | 8.25 | 9.10 |
| PB | 2 | 2 | 1 | 1 | 每股经营现金 | 0.53 | 0.54 | 0.75 | 0.40 |
| PS | 3 | 2 | 2 | 2 | 每股股利 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EV/EBITDA | 17 | 16 | 12 | 12 | | | | | |
| 股息率 | 1.87% | 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有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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 |
| | 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 |

| | | | | | |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| | 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 |
| 广深 | 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 |