

亿帆医药（002019）

证券研究报告
2025 年 08 月 23 日

2025H1 创新品种持续放量，在研管线储备丰富

事件：公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司收入为 26.35 亿元，同比基本持平；归母净利润为 3.04 亿元，同比增长 19.9%；扣非净利润 2.37 亿元，同比增长 32.2%。公司经营改善、减值减少共同促进利润率提升。

公司创新品种增速突出，亿立舒开启全球放量，丁甘销售渐入佳境

2025H1，亿立舒和丁甘交联玻璃酸钠合计销售收入同比增长 169.6%。

2025H1，亿立舒发货同比增长 96.0%。2025H1 公司向商业合作伙伴累计发货亿立舒产品超过 22 万支，已与正大天晴、Acrotech 等合作伙伴在中国和美国、德国、奥地利、瑞士、巴西等超过 40 个国家达成商业合作，亿立舒在 34 个国家或地区获批上市销售，在 5 个国家实现发货或销售。在中国市场，实现了在终端市场销售的加速放量；在美国，已完成首批发货，市场终端价为 4600 美元/支。

亿立舒给药持续优化，更具竞争优势。亿立舒在中国给药时间由 48h 缩短至 24h 的补充申请已获批，在欧洲自我注射申请被批准，日本合作方启动了更短时间给药的研究工作。在美国，亿立舒的合作伙伴 Acrotech 公司近日上调了该药品在美上市后的约定采购量和销售目标，并计划独自承担研发投入开展 Ryzneuta 自动注射研究，致力进一步提升在美国市场的份额。

2025H1，丁甘交联玻璃酸钠发货同比增长 478.2%。该药物用于治疗对非药物保守治疗及单纯止痛药物治疗疼痛缓解效果欠佳的膝骨关节炎患者，经过一年医保准入和学术推广，销售渐入佳境。

持续开发 F-652，且积极探索其他创新药产品，丰富管线

公司继续进行对 F-652 多个适应症的探索与开发。F-652 的 ACLF 和 AH 适应症的 II 期方案与 CDE 达成共识或得到认可。创新管线中新增 N-3C01 项目，将于近期递交临床申请，其潜在适应症申请为膀胱癌和泛实体瘤。此外，公司继续推进 TCE 平台创新分子及其他靶点长效分子的研发。

断金戒毒胶囊 1b 期成功，早期临床数据显示防复吸效果显著

断金戒毒胶囊在阿片类物质成瘾康复期患者中的 1b 期研究中，初步试验结果达到预期目标。此 1b 期临床研究分为 0.4-1.0g 四个剂量组，每组各入组约 20 例受试者，接受连续 21 天的断金戒毒胶囊或安慰剂治疗研究，随后进行 12 周的随访期。结果显示，断金戒毒胶囊各剂量组在多个关键终点指标上均优于安慰剂组，尤以 1.0g 组最为显著。最关键的指标，随访期 12 周内尿液阿片类物质总阳性率显著提高（95.2%VS68.6%, $P=0.0056$ ）；100%无阿片使用周的受试者比例显著增加（86.7%VS40%, $P=0.0069$ ）；连续三次及以上阳性率显著降低（6.7%vs30%, $P=0.1987$ ）；累计尿液阿片类物质阴性时间延长（78.2 天 vs 51.8 天， $P=0.034$ ）。

断金戒毒胶囊是根据民间经验组方探索研发的一种用于阿片类物质成瘾防复吸治疗的中药胶囊，主要成分为钩吻与洋金花。断金戒毒胶囊短期服用（21 天）即可实现至少 12 周的持续防复吸效果，可能具有中枢神经系统奖赏通路“再设定”的长效机制。这种“短期用药+长期疗效”的治疗模式，相较以阿片受体为靶点的上市药品具有独特优势。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2025-2027 年的营业收入为 61.01、71.37 和 82.84 亿元；考虑到市场竞争激烈，将 2025-2027 年的归母净利润从 7.31、9.27 和 11.03 亿元下调至 6.06、8.19 和 10.61 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：销售放量不及预期，研发进度不及预期，政策变动风险

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.06 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,216.39
流通 A 股股本(百万股)	841.47
A 股总市值(百万元)	19,535.22
流通 A 股市值(百万元)	13,514.07
每股净资产(元)	7.21
资产负债率(%)	31.70
一年内最高/最低(元)	16.66/9.94

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《亿帆医药-季报点评:2025 年第一季度业绩表现出色，2025 年有望迎来多项进展》 2025-05-04
- 《亿帆医药-季报点评:亿立舒海外发货，参股公司公布 TCE 在 SLE 的人体数据，值得期待》 2024-11-01
- 《亿帆医药-年报点评报告:2023 年业绩符合预期，2024Q1 收入利润均加速增长》 2024-04-29

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,068.11	5,159.82	6,101.03	7,136.58	8,284.32
增长率(%)	6.03	26.84	18.24	16.97	16.08
EBITDA(百万元)	1,522.26	1,179.30	1,156.08	1,427.24	1,530.47
归属母公司净利润(百万元)	(551.07)	385.97	606.40	819.16	1,060.72
增长率(%)	(388.10)	(170.04)	57.11	35.09	29.49
EPS(元/股)	(0.45)	0.32	0.50	0.67	0.87
市盈率(P/E)	(35.45)	50.61	32.22	23.85	18.42
市净率(P/B)	2.36	2.29	2.10	1.93	1.74
市销率(P/S)	4.80	3.79	3.20	2.74	2.36
EV/EBITDA	10.55	10.11	18.17	13.20	12.80

资料来源：wind，天风证券研究所

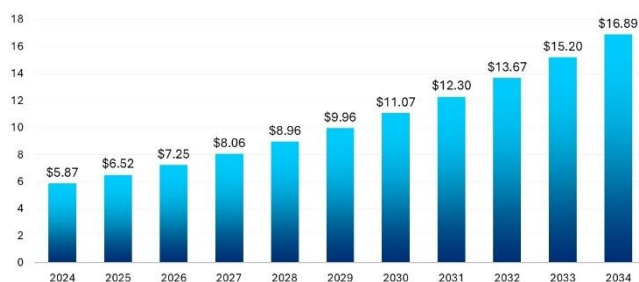
1. 断金戒毒胶囊 Ib 期临床成功，有望解决阿片类成瘾复发难题

公司公布断金戒毒胶囊在阿片类物质成瘾康复期患者中的 Ib 期初步结果，试验结果达到预期目标。断金戒毒胶囊是根据民间经验组方探索研发的一种用于阿片类物质成瘾防复吸治疗的中药胶囊，主要成分为钩吻与洋金花。断金戒毒胶囊短期服用（21 天）即可实现至少 12 周的持续防复吸效果，可能具有中枢神经系统奖赏通路“再设定”的长效机制。这种“短期用药+长期疗效”的治疗模式，相较以阿片受体为靶点的上市药品具有独特优势。

阿片类药物使用障碍（OUD）通常被称为阿片类药物成瘾，是指长期使用阿片类药物，导致临床上显著的痛苦或损害。这种疾病的症状包括对阿片类药物的使用欲望强烈、阿片类药物耐受性增强以及停用阿片类药物时出现戒断综合征。滥用阿片类药物会导致死亡，2019 年，全世界约有 60 万人死于吸毒。其中，近 80% 的死亡与阿片类药物有关，约 25% 的死亡由阿片类药物过量引起。

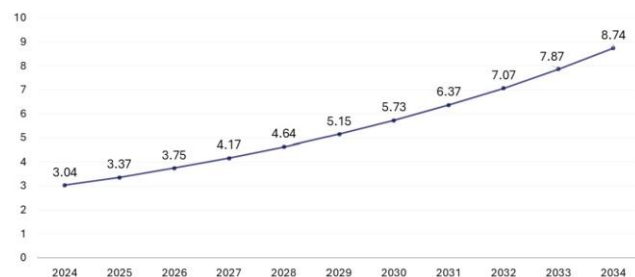
根据中国禁毒部门的数据，2024 年底，全国现有吸毒人员中，滥用阿片类毒品的人数为 23.9 万名。全球 OUD 药物治疗市场广阔，有超 1600 万人患有 OUD。根据 Nova one Advisor 的数据，2024 年 OUD 治疗市场规模为 58.7 亿美元，预计到 2034 年将达到 168.9 亿美元左右，在 2025 年至 2034 年预测期内的复合年增长率为 11.15%。2024 年美国 OUD 治疗市场规模估计为 30.4 亿美元，预计到 2034 年将达到约 87.4 亿美元，2025 年至 2034 年的复合年增长率为 10.7%。

图 1：2024-2034E 阿片类药物使用障碍全球市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：Nova one Advisor，天风证券研究所

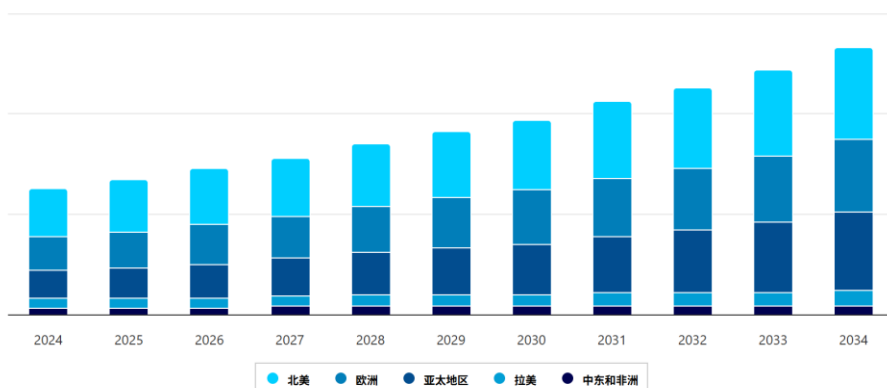
图 2：2024-2034E 阿片类药物使用障碍美国市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：Nova one Advisor，天风证券研究所

美国是 OUD 治疗药物的最大市场，有超 210 万人患有 OUD。从 1999 年到 2020 年，超过 80 万美国人死于药物过量，而且药物成瘾率的上升也导致了近年来美国人预期寿命的下降。2024 年，北美在全球 OUD 药物市场中占据最大份额，这主要源于美国严重的阿片类药物滥用问题、完善的医疗体系，以及政府对成瘾治疗的政策支持。美国在阿片类药物上的高过量使用率、Medicaid 对药物辅助治疗覆盖范围的扩大，以及在成瘾研究上的大量投入，使其成为 OUD 药物市场的主要需求方。同时，《21 世纪治愈法案》和“阿片类药物州定向响应（STR）”拨款等项目投入了数十亿美元，以改善治疗的可及性和患者的治疗结果。

图 3：2024 年阿片类使用药物各地区市场份额



资料来源：Nova one Advisor, 天风证券研究所

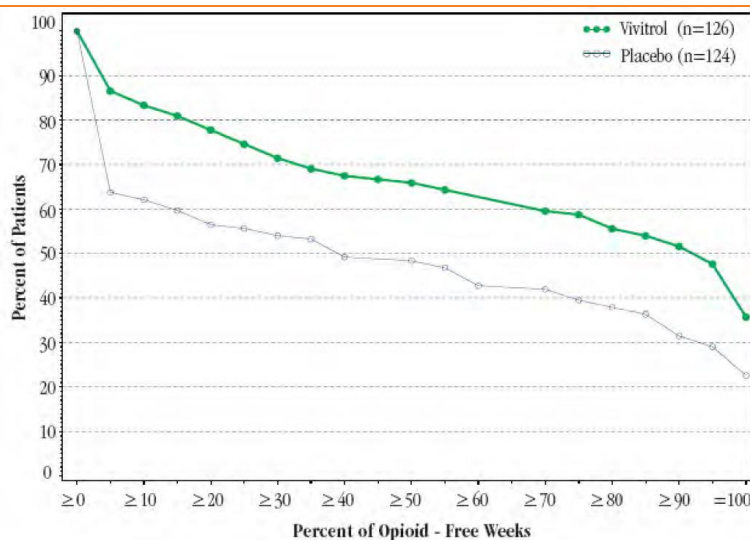
阿片类物质的成瘾治疗是一个长期的过程。临床医生应根据成瘾者使用物质的种类、剂量、途径、既往戒毒治疗情况等确认成瘾者阿片类物质使用障碍的严重程度，并结合成瘾者的个体情况选择治疗方式。成瘾治疗过程整体可分为三个阶段，分别为脱毒治疗阶段、康复治疗阶段和后续照管阶段，其中康复治疗阶段（脱瘾治疗）是整个成瘾治疗的关键阶段。因为脱毒治疗完毕后，成瘾者在相当长的一段时间内对阿片类物质仍有很强的“心瘾”。因此需要采用一系列手段让患者摆脱对阿片类物质的心理依赖即脱瘾治疗。治疗周期较长，为半年至一年以上。

断金戒毒胶囊本次开展的临床试验为评价其在阿片类物质成瘾康复期患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征及初步疗效的多中心、随机、双盲、安慰剂对照的 Ib 期临床研究。在剂量递增决议委员会评估后，按计划依次对 0.4g、0.6g、0.8g 和 1.0g 4 个剂量组进行探索研究。每个剂量组各入组约 20 例受试者，按照 15:5 比例接受每天 2 次、连续 21 天的断金戒毒胶囊或安慰剂治疗研究，21 天治疗期结束后，进行 12 周的随访期。

数据显示断金戒毒胶囊各试验药组在多个关键终点指标上均优于安慰剂组，尤以 1.0g 组最为显著。最关键的指标，随访期 12 周内尿液阿片类物质总阴性率显著提高（95.2% VS 68.6%, $P=0.0056$ ）；100% 无阿片使用周的受试者比例显著增加（86.7% VS 40%, $P=0.0069$ ）；连续三次及以上阳性率显著降低（6.7% vs 30%, $P=0.1987$ ）；累计尿液阿片类物质阴性时间延长（78.2 天 vs 51.8 天， $P=0.034$ ）。

断金戒毒胶囊初步疗效优异。脱瘾治疗现在的标准疗法是使用阿片受体拮抗剂纳曲酮来阻断阿片类物质的效应。而纳曲酮在一项为期 24 周安慰剂随机对照双盲的试验中，在服用 15 周随访时间点时，纳曲酮组相较安慰剂组，尿液阿片类物质总阴性率提升 20%，而断金戒毒胶囊在服用时长 3 周，随访 12 周时总阴性率提升 27%。可见断金戒毒胶囊在服用时间更短的前提下仍然起到了更好的防复吸效果（非头对头）。在安全性上，现有纳曲酮有一定的肝脏毒性，且引起肝毒性的剂量只有临床常用量的 5 倍，故对肝功轻度障碍者也应当慎用。断金戒毒胶囊在临床试验中耐受性良好。

图 4：使用纳曲酮和安慰剂组患者随时间变化维持不复吸阿片类药物的比例



资料来源：纳曲酮说明书，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	698.37	889.39	751.02	2,157.28	1,541.74
应收票据及应收账款	1,112.44	1,364.92	1,962.01	1,819.52	2,475.38
预付账款	110.12	76.75	273.36	80.14	283.80
存货	928.61	1,055.75	1,507.29	1,095.96	1,800.37
其他	401.61	391.46	428.46	372.38	493.01
流动资产合计	3,251.14	3,778.27	4,922.13	5,525.28	6,594.31
长期股权投资	702.04	676.26	676.26	676.26	676.26
固定资产	1,367.93	1,283.09	1,503.76	1,672.69	1,708.27
在建工程	313.31	807.15	955.31	821.97	968.64
无形资产	2,605.59	2,567.80	2,370.72	2,173.64	1,976.56
其他	3,259.58	3,173.22	3,234.21	3,204.77	3,186.75
非流动资产合计	8,248.44	8,507.52	8,740.26	8,549.33	8,516.48
资产总计	11,499.59	12,285.79	13,662.39	14,074.61	15,110.79
短期借款	594.35	1,057.66	1,520.97	535.00	540.00
应付票据及应付账款	431.36	609.12	470.49	814.46	598.80
其他	1,029.56	1,207.91	1,414.01	1,464.92	1,550.85
流动负债合计	2,055.26	2,874.69	3,405.47	2,814.38	2,689.65
长期借款	812.04	627.16	812.04	996.92	1,181.80
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	245.27	244.77	279.25	256.43	260.15
非流动负债合计	1,057.32	871.94	1,091.29	1,253.35	1,441.95
负债合计	3,244.68	3,858.99	4,496.76	4,067.73	4,131.60
少数股东权益	(20.73)	(95.07)	(153.38)	(131.31)	(219.72)
股本	1,046.32	1,036.68	1,216.39	1,216.39	1,216.39
资本公积	2,992.85	2,847.74	2,847.74	2,847.74	2,847.74
留存收益	4,354.16	4,618.48	5,224.88	6,044.05	7,104.77
其他	(117.69)	18.96	30.00	30.00	30.00
股东权益合计	8,254.91	8,426.80	9,165.63	10,006.88	10,979.18
负债和股东权益总计	11,499.59	12,285.79	13,662.39	14,074.61	15,110.79

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(885.65)	323.62	606.40	819.16	1,060.72
折旧摊销	261.78	330.76	333.31	349.37	359.25
财务费用	75.55	69.10	66.32	59.69	53.72
投资损失	15.07	14.16	15.79	15.01	14.99
营运资金变动	(226.80)	(240.77)	(1,347.05)	1,214.27	(1,801.19)
其它	1,108.63	143.86	(58.31)	22.08	(88.41)
经营活动现金流	348.58	640.73	(383.54)	2,479.58	(400.92)
资本支出	(153.45)	666.76	470.58	210.69	340.71
长期投资	20.35	(25.77)	0.00	0.00	0.00
其他	(399.74)	(1,185.87)	(985.21)	(414.59)	(701.51)
投资活动现金流	(532.84)	(544.88)	(514.63)	(203.91)	(360.80)
债权融资	(226.47)	256.26	569.05	(869.41)	146.18
股权融资	14.67	(261.37)	190.75	0.00	0.00
其他	242.58	117.84	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	30.78	112.73	759.80	(869.41)	146.18
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(153.47)	208.58	(138.37)	1,406.26	(615.54)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,068.11	5,159.82	6,101.03	7,136.58	8,284.32
营业成本	2,121.93	2,713.06	3,093.16	3,436.50	3,831.89
营业税金及附加	45.95	50.44	59.64	69.77	80.99
销售费用	1,119.15	1,220.89	1,421.54	1,712.78	2,013.09
管理费用	383.69	408.14	485.03	535.24	646.18
研发费用	312.38	291.97	287.36	356.83	579.90
财务费用	58.83	73.69	66.32	59.69	53.72
资产/信用减值损失	(951.79)	(164.89)	(131.91)	(105.53)	(84.42)
公允价值变动收益	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(15.07)	(14.16)	(15.79)	(15.01)	(14.99)
其他	1,875.73	198.89	0.00	0.00	0.00
营业利润	(882.71)	381.81	540.27	845.24	979.14
营业外收入	18.55	14.76	20.00	17.77	17.51
营业外支出	4.87	7.91	1.00	4.59	4.50
利润总额	(869.03)	388.66	559.27	858.41	992.15
所得税	16.62	65.04	11.19	17.17	19.84
净利润	(885.65)	323.62	548.09	841.24	972.31
少数股东损益	(334.58)	(62.35)	(58.31)	22.08	(88.41)
归属于母公司净利润	(551.07)	385.97	606.40	819.16	1,060.72
每股收益（元）	(0.45)	0.32	0.50	0.67	0.87

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.03%	26.84%	18.24%	16.97%	16.08%
营业利润	-713.81%	-143.25%	41.50%	56.45%	15.84%
归属于母公司净利润	-388.10%	-170.04%	57.11%	35.09%	29.49%
获利能力					
毛利率	47.84%	47.42%	49.30%	51.85%	53.75%
净利率	-13.55%	7.48%	9.94%	11.48%	12.80%
ROE	-6.66%	4.53%	6.51%	8.08%	9.47%
ROIC	-8.96%	4.27%	6.37%	8.22%	10.72%
偿债能力					
资产负债率	28.22%	31.41%	32.91%	28.90%	27.34%
净负债率	14.72%	16.07%	23.22%	-0.88%	6.63%
流动比率	1.49	1.26	1.45	1.96	2.45
速动比率	1.06	0.91	1.00	1.57	1.78
营运能力					
应收账款周转率	3.54	4.17	3.67	3.77	3.86
存货周转率	4.62	5.20	4.76	5.48	5.72
总资产周转率	0.34	0.43	0.47	0.51	0.57
每股指标（元）					
每股收益	-0.45	0.32	0.50	0.67	0.87
每股经营现金流	0.29	0.53	-0.32	2.04	-0.33
每股净资产	6.80	7.01	7.66	8.33	9.21
估值比率					
市盈率	-35.45	50.61	32.22	23.85	18.42
市净率	2.36	2.29	2.10	1.93	1.74
EV/EBITDA	10.55	10.11	18.17	13.20	12.80
EV/EBIT	12.65	13.89	25.53	17.48	16.72

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com