

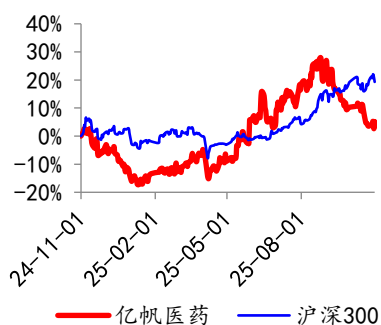
亿立舒销售继续高速增长，IL-15 双融合蛋白 IND

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-1

收盘价（元）	13.17
近 12 个月最高/最低（元）	16.66/9.88
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）	160.20
流通市值（亿元）	110.82

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

分析师：任婉莹

执业证书号：S0010525060003

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

1. 【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 2024-10-31
2. 【华安医药】公司点评亿帆医药（002019.SZ）：创新药占比大幅提升，亿立舒发货增长迅速 2025-5-1
3. 【华安医药】公司点评亿帆医药（002019.SZ）：25Q2 扣非净利增长显著，断金戒毒胶囊数据亮眼 2025-8-24

主要观点：

● 事件

2025 年 10 月 31 日，亿帆医药发布 2025 年三季报，实现营业收入 39.23 亿元，同比+1.67%；归母净利润 3.88 亿元，同比+5.84%；扣非归母净利润 3.15 亿元，同比+25.17%。单季度来看，公司 2025Q3 收入为 12.88 亿元，同比+5.01%；净利润为 0.84 亿元，同比-25.64%；扣非归母净利润为 0.78 亿元，同比+7.76%。单三季度归母净利润下滑是去年同期取得一次性转让药品代理权益、处置子公司收益及取得政府补助导致高基数所致。

● 点评

✓ 收入结构改善，毛利率微增，费用率有所下降

前三季度，公司整体毛利率为 47.82%，同比+0.17 个百分点；期间费用率 36.25%，同比-1.96 个百分点；其中销售费用率 23.23%，同比-1.70 个百分点；管理费用率 7.25%，同比持平；财务费用率 0.88%，同比-0.42 个百分点；经营性现金流净额为 3.26 亿元，同比-7.71%。随着亿立舒及易尼康销售放量，公司毛利率有所提升，各项费用率有所收缩。

✓ 销售情况向好，创新药继续放量

公司前三季度医药自有产品（含进口）合计实现营收 29.69 亿元，同比增长 11.07%。其中，创新药亿立舒®（第三代长效 G-CSF）及易尼康®合计销售收入增长 147.04%，发货端，亿立舒®发货同比增长 77.99%，易尼康®发货同比增长 315.76%，截至三季度末易尼康®销量突破 13 万支，增长迅速。

✓ 亿立舒专利期限延长，IL-15 双融合蛋白 IND

截至报告披露日，公司创新药商业化及研发进展顺利。继 5 月首次发货后，公司已完成向美国市场第二次亿立舒®发货，其澳大利亚及新西兰的独家商业化权益授权给澳大利亚本土公司 VITALIS Therapeutics，而其中国专利权获得国家知识产权局的期限补偿，补偿天数 1827 天。而公司在研创新药 IL-15/IL-15Ra Fc 融合蛋白于今年 9 月获得 IND 受理。

✓ 投资建议：维持“买入”评级

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 58.4/64.4/70.3 亿元，分别同比增长 13.1%/10.3%/9.2%，归母净利润分别为 6.0/7.1/8.4 亿元，分别同比增长 55.1%/18.0%/18.3%，对应 PE 为 27X/23X/19X。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	5836	6439	7029
收入同比 (%)	26.8%	13.1%	10.3%	9.2%
归属母公司净利润	386	599	706	835
净利润同比 (%)	170.0%	55.1%	18.0%	18.3%
毛利率 (%)	47.4%	47.2%	46.9%	47.8%
ROE (%)	4.5%	6.8%	7.8%	8.9%
每股收益 (元)	0.32	0.49	0.58	0.69
P/E	33.50	26.76	22.68	19.17
P/B	1.53	1.82	1.77	1.71
EV/EBITDA	16.83	14.29	12.86	11.12

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	3778	4421	5021	5897					
现金	889	1095	1365	1952					
应收账款	1363	1558	1713	1873					
其他应收款	95	110	120	132					
预付账款	77	111	115	126					
存货	1056	1249	1367	1475					
其他流动资产	299	297	341	340					
非流动资产	8508	8206	7782	7362					
长期投资	676	698	732	743					
固定资产	1283	1251	1187	1123					
无形资产	1826	1526	1271	1000					
其他非流动资产	4722	4731	4592	4495					
资产总计	12286	12628	12803	13258					
流动负债	2987	2962	3005	3217					
短期借款	1058	1013	892	972					
应付账款	609	670	751	804					
其他流动负债	1320	1279	1362	1441					
非流动负债	872	977	893	863					
长期借款	627	727	647	617					
其他非流动负债	245	250	246	246					
负债合计	3859	3940	3898	4080					
少数股东权益	-95	-97	-140	-176					
股本	1037	1037	1037	1037					
资本公积	2848	2848	2848	2848					
留存收益	4637	4900	5161	5470					
归属母公司股东	8522	8784	9046	9354					
负债和股东权益	12286	12628	12803	13258					

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	641	884	1062	1178					
净利润	324	597	663	800					
折旧摊销	346	505	518	532					
财务费用	69	50	47	45					
投资损失	14	3	-3	-3					
营运资金变动	-252	-253	-137	-167					
其他经营现金流	715	832	774	937					
投资活动现金流	-545	-189	-95	-70					
资本支出	-628	-145	-36	-68					
长期投资	80	-17	-62	-4					
其他投资现金流	3	-27	3	3					
筹资活动现金流	113	-487	-698	-522					
短期借款	463	-45	-121	80					
长期借款	-185	100	-80	-30					
普通股增加	-10	0	0	0					
资本公积增加	-145	0	0	0					
其他筹资现金流	-11	-542	-497	-572					
现金净增加额	205	206	270	587					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	E	E	E					
营业收入	5160	5836	6439	7029					
营业成本	2713	3083	3419	3671					
营业税金及附加	50	60	65	71					
销售费用	1221	1272	1423	1532					
管理费用	408	491	531	584					
财务费用	74	25	17	7					
资产减值损失	-105	-3	-4	-2					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	-14	-3	3	3					
营业利润	382	667	758	908					
营业外收入	15	0	0	0					
营业外支出	8	0	0	0					
利润总额	389	667	758	908					
所得税	65	70	95	108					
净利润	324	597	663	800					
少数股东损益	-62	-1	-44	-36					
归属母公司净利润	386	599	706	835					
EBITDA	858	1197	1293	1447					
EPS (元)	0.32	0.49	0.58	0.69					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	26.8%	13.1%	10.3%	9.2%
营业利润	143.3%	74.8%	13.6%	19.7%
归属于母公司净利	170.0%	55.1%	18.0%	18.3%
获利能力				
毛利率 (%)	47.4%	47.2%	46.9%	47.8%
净利率 (%)	7.5%	10.3%	11.0%	11.9%
ROE (%)	4.5%	6.8%	7.8%	8.9%
ROIC (%)	4.0%	5.7%	6.2%	7.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	31.4%	31.2%	30.4%	30.8%
净负债比率 (%)	45.8%	45.3%	43.8%	44.4%
流动比率	1.26	1.49	1.67	1.83
速动比率	0.83	0.99	1.13	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.47	0.51	0.54
应收账款周转率	4.17	4.00	3.94	3.92
应付账款周转率	5.22	4.82	4.81	4.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.49	0.58	0.69
每股经营现金流	0.53	0.73	0.87	0.97
每股净资产	7.01	7.22	7.44	7.69
估值比率				
P/E	33.50	26.76	22.68	19.17
P/B	1.53	1.82	1.77	1.71
EV/EBITDA	16.83	14.29	12.86	11.12

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师简介

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。

分析师：任婉莹，医药分析师，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。