



华安证券
HUAAN SECURITIES

药品行业中期策略报告

新药审批百花齐放，重视技术赛道及产业链机会

华安证券医药团队

分析师：谭国超（S0010521120002）邮箱：tangc@hazq.com

分析师：任婉莹（S0010525060003）邮箱：renwanying@hazq.com

2025年7月14日

华安证券研究所

短期重视IO2.0确定性，长期关注突破性技术布局

□ 内生外延双重增长逻辑。海外，IO1.0专利悬崖在即，跨国药企着重PD-1后的产品布局，ADC靶向化疗、IO2.0双抗多抗大额交易频出，中国创新药企经历折戟沉沙，创新能力获得全球认可，出现创新药集中BD out的热潮。国内，医保与集采政策显著回暖，商保首次接入医保，丙类医保目录允许高价创新药成为用药选择，短期我们选择具有确定性的靶点赛道，如IO+ADC，中长期布局新的具有大药潜力的技术领域，如小核酸、CAR-T等。按照技术赛道分类进行关注：

- 赛道1：PD-1+抗肿瘤血管生成（PD-1/VEGF）：康方生物AK112、三生制药SSGJ707、宜明昂科IMM2510、君实生物JS207、荣昌生物RC148、礼新医药LM299，以及神州细胞、华海药业等；
- 赛道2：PD-1+treg清除机制（PD-1/CTLA4）：康方生物AK104、和铂医药HBM4003、宜明昂科IMM27M（CTLA4单靶点）、君实生物JS007、基石药业CS2009（PD-1/VEGF/CTLA4三靶点）；
- 赛道3：PD-1+促进CD8Tcell扩增（PD-1/IL-2）：信达生物IBI363、君实生物JS213、博安生物PR201、奥赛康ASKG322（IL-2前药1期）；
- 赛道4：PD-1+激活T细胞（PD-1/TIGIT）：海外对标阿斯利康（多项NSCLC 3期）、泽璟制药ZG005（PD-1/TIGIT 2期）、汇宇制药HY-0007（PD-/TIGIT/IL-15 1期）；
- 赛道5：其他解决未满足临床需求的管线：CNS小分子——绿叶制药LY03012等（NET/DAT/GABAAR三靶点解决抑郁患者自杀倾向）等；TCE——泽璟制药ZG006等（CD3/DLL3/DLL3）、和铂医药HBM7022（CLDN18.2/CD3）、HBM7020（BCMA/CD3等）；HIV——艾迪药业长效预防制剂ACC027及整合酶抑制剂ACC017等产品组合；
- 赛道6：新技术领域前瞻布局：双抗ADC——基石药业、康宁杰瑞等；CAR-T——科济药业、云顶新耀；siRNA——石药集团、前沿生物、丽珠集团等。

风险提示：创新药研发不及预期的风险；审批注册进度不及预期的风险；医保谈判价格降幅低于预期的风险；药品集采的风险；竞争格局变化的风险；医疗反腐对入院及销售影响的风险。

未盈利创新药企可比估值

股票 代码	股票 名称	总市值 亿元	营业收入（百万元）				PS		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688235.SH	百济神州	2263.71	27,214	36,257	44,339	52,427	6	5	4
1801.HK	信达生物	1376.95	9,422	11,791	14,564	19,549	12	9	7
688506.SH	百利天恒	1127.81	5,823	2,309	2,422	2,282	49	47	49
9926.HK	康方生物	1016.08	2,124	3,533	5,357	7,776	29	19	13
688331.SH	荣昌生物	350.80	1,717	2,354	3,250	4,408	15	11	8
688180.SH	君实生物	340.17	1,948	2,648	3,593	4,436	13	9	8
688266.SH	泽璟制药	318.05	533	855	1,463	2,264	37	22	14
688192.SH	迪哲医药	293.11	360	768	1,430	2,496	38	21	12
688428.SH	诺诚健华	292.83	1,009	1,420	1,802	2,319	21	16	13
688136.SH	科兴制药	92.56	1,407	1,767	2,132	2,596	5	4	4
6955.HK	博安生物	85.46	726	857	949	1,285	10	9	7
688488.SH	艾迪药业	61.27	418	735	1,011	1,255	8	6	5

资料来源：Wind一致预期（按2025年7月11日收盘价，以市值大小排序）、华安证券研究所



盈利创新药企可比估值

股票 代码	股票 名称	总市值 亿元	净利润（百万元）				PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600276.SH	恒瑞医药	3799.39	6,337	7,142	8,247	9,639	53	46	39
1093.HK	石药集团	914.59	4,328	5,267	5,609	6,082	16	15	14
002422.SZ	科伦药业	530.87	2,936	2,944	3,330	3,847	18	16	14
002294.SZ	信立泰	501.78	602	665	789	920	75	64	55
002653.SZ	海思科	496.68	395	555	728	931	90	68	53
688578.SH	艾力斯	426.65	1,430	1,756	2,102	2,513	24	20	17
0512.HK	远大医药	329.05	2,468	2,157	2,396	2,754	15	14	12
688278.SH	特宝生物	308.31	828	1,108	1,478	1,921	28	21	16
0867.HK	康哲药业	299.57	1,620	1,653	1,959	2,423	17	14	11
2096.HK	先声药业	258.36	733	1,093	1,326	1,560	22	18	15
002019.SZ	亿帆医药	172.48	386	645	814	985	27	21	18
300573.SZ	兴齐眼药	130.99	338	653	924	1,232	20	14	11
2186.HK	绿叶制药	127.14	472	577	693	774	20	17	15

资料来源：Wind一致预期（按2025年7月11日收盘价，以市值大小排序）、华安证券研究所



- 1 2024及25Q1制药企业业绩复盘
- 2 2024及25Q1新药审批及医保复盘
- 3 相关标的
- 4 投资建议及风险提示

行业整体一季度暂时承压，毛利率稳步提升

- ❑ 化学制药公司以成熟或综合制药企业、仿制药企业为主。2024年化学制药公司整体营收增速为4.10%，相较于2023的0.24%有较大增长，公司普遍增收；25Q1公司整体营收增速为-7.54%，去年同期高基数，同时DRG及集采影响使一季度暂时承压。2024年行业整体归母净利润增速为51.66%，同比增长显著，25Q1表现有所降低，主要为同期高基数所致。
- ❑ 其他生物制品公司以生物制药、创新药企为主。25Q1其他生物制品行业公司收入与利润同样承压，而整体毛利率水平有较大提升。企业产品进入商业化销售投入阶段，费用率有所提升。

申万化学制药子行业历年财务指标

化学制剂	2022A	2023A	2024A	2024Q1	2025Q1
营业收入YOY	3.30%	0.24%	4.10%	4.22%	-7.54%
归母净利润YOY	-0.80%	-20.30%	51.66%	49.64%	-29.70%
毛利率	45.52%	46.30%	49.43%	50.78%	51.72%
净利率	8.26%	6.63%	6.84%	14.04%	10.83%
销售费用率	28.32%	28.40%	28.19%	25.04%	25.98%
ROE（平均）	7.56%	5.18%	5.45%	2.95%	2.05%
经营性现金净流量/营业收入	12.06%	13.68%	13.28%	12.95%	4.95%

申万其他生物制品子行业历年财务指标

其他生物制品	2022A	2023A	2024A	2024Q1	2025Q1
营业收入YOY	10.88%	13.01%	-20.42%	2.04%	-24.62%
归母净利润YOY	-11.71%	33.09%	-36.43%	-33.56%	-36.00%
毛利率	54.88%	57.13%	57.99%	55.88%	61.51%
净利率	22.74%	8.33%	11.75%	7.73%	13.00%
销售费用率	22.44%	28.48%	30.92%	27.96%	34.92%
ROE（平均）	12.50%	4.46%	4.53%	0.85%	1.04%
经营性现金净流量/营业收入	17.21%	11.72%	6.43%	-11.70%	6.44%



华安研究·拓展投资价值

A股综合制药企业24FY增收增利，25Q1相对略降

单位：百万元	总市值(亿元)	2025预测PE	2025预测净利润	24FY营收	yoy (%)	24FY归母	yoy (%)	研发投入占营收比 (%)	销售费用占营收比 (%)	25Q1营收	yoy (%)	25Q1归母	yoy (%)	研发投入占营收比 (%)	销售费用占营收比 (%)
600276.SH 恒瑞医药	3799.39	53	7142.33	27984.61	22.63	6336.53	47.28	29.40	29.79	7205.61	20.14	1874.06	36.90	21.28	27.30
300765.SZ 新诺威	713.81	611	116.76	1980.75	-21.98	53.73	-87.63	42.52	7.79	471.97	-9.94	-26.90	134.03	50.95	13.90
000963.SZ 华东医药	703.91	17	4040.10	41905.71	3.16	3512.10	23.72	5.98	15.29	10735.79	3.12	914.71	6.06	4.80	13.70
600196.SH 复星医药	627.87	21	3242.53	41067.20	-0.80	2769.89	16.08	13.52	21.14	9420.32	-7.26	764.76	25.42	7.83	22.57
002422.SZ 科伦药业	530.87	18	2943.99	21812.41	1.67	2935.89	19.53	9.95	16.01	4389.90	29.42	584.24	-43.07	11.03	14.38
002294.SZ 信立泰	501.78	75	664.64	4012.23	19.22	601.57	3.71	25.35	36.71	1062.21	-2.64	200.33	0.03	10.18	38.11
002653.SZ 海思科	496.68	90	554.69	3721.35	10.92	395.46	34.00	26.90	36.60	892.01	18.60	46.61	-49.31	16.05	35.79
300255.SZ 常山药业	445.56	0	0.00	1030.81	-26.92	-249.48	79.88	11.19	8.73	258.70	-12.10	3.78	106.13	3.94	2.00
688578.SH 艾力斯	426.65	24	1756.27	3557.93	76.29	1429.85	121.97	13.53	39.72	1098.37	47.86	410.50	34.13	10.21	41.23
600079.SH 人福医药	348.15	15	2305.57	25435.48	3.71	1329.74	-37.70	6.41	18.21	6137.40	-3.61	540.35	11.09	6.66	18.98
688278.SH 特宝生物	308.31	28	1107.73	2817.16	34.13	827.60	49.00	12.16	39.52	673.35	23.48	182.13	41.40	11.46	41.44
000513.SZ 丽珠集团	304.29	15	2249.50	11812.34	-4.97	2061.10	5.50	8.84	27.55	3180.55	-1.92	636.71	4.75	6.79	25.15
002773.SZ 康弘药业	280.94	20	1373.00	4452.66	12.51	1191.23	14.02	13.57	36.98	1198.74	9.70	400.02	7.09	7.87	35.29
300558.SZ 贝达药业	242.85	37	648.10	2891.95	17.74	402.57	15.67	24.80	37.82	917.55	24.71	100.09	1.99	12.35	30.53
002262.SZ 恩华药业	216.34	16	1313.37	5697.63	13.01	1143.56	10.28	12.66	34.83	1510.89	11.29	300.71	13.35	12.71	33.64
600380.SH 健康元	213.68	15	1444.60	15619.48	-6.17	1386.57	-3.90	10.13	25.12	4089.28	-5.77	435.79	-0.91	7.35	23.25
603707.SH 健友股份	177.07	16	1078.67	3923.59	-0.20	826.14	536.09	13.57	7.14	885.22	-11.85	84.71	-52.19	7.82	9.47
002019.SZ 亿帆医药	172.48	27	645.40	5159.82	26.84	385.97	170.04	8.16	23.66	1326.62	0.05	153.16	4.83	4.79	23.64
002399.SZ 海普瑞	163.96	0	0.00	5280.71	-3.03	646.74	182.57	4.04	7.37	1394.25	1.53	156.59	1.00	2.87	6.70
600867.SH 通化东宝	156.10	24	640.09	2009.51	-34.66	-42.72	-103.66	22.42	53.30	651.50	10.17	109.16	-49.15	5.78	38.62
002020.SZ 京新药业	133.72	16	822.03	4158.55	3.99	711.96	15.04	9.22	16.65	956.07	-9.86	163.29	-4.62	9.13	15.84
300573.SZ 兴齐眼药	130.99	20	652.75	1943.39	32.42	338.06	40.84	12.11	36.30	536.14	53.24	145.90	319.86	8.78	31.34
002675.SZ 东诚药业	118.41	48	248.13	2868.94	-12.42	183.83	-12.35	15.03	14.46	686.93	6.13	24.73	-61.55	6.41	14.05
688658.SH 悦康药业	108.63	213	51.00	3780.88	-9.90	123.72	-33.05	11.16	34.43	577.38	40.35	-49.27	171.09	17.19	22.63
688513.SH 苑东生物	70.58	26	275.50	1349.76	20.82	238.23	5.15	21.31	33.03	305.64	-2.97	60.59	-19.22	20.24	36.19

资料来源：同花顺iFinD（更新至2025/7/11收盘价），蓝色为华安医药覆盖，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



华安研究·拓展投资价值

A股创新药企增收增利明显，25Q1中小市值多家扭亏

单位：百万元		总市值(亿元)	2025预测PE	2025预测净利润	24FY营收	yoy (%)	24FY归母	yoy (%)	研发投入占营收比 (%)	销售费用占营收比 (%)	25Q1营收	yoy (%)	25Q1归母	yoy (%)	研发投入占营收比 (%)	销售费用占营收比 (%)
688235.SH	百济神州	3540.13	916	386.58	27213.96	56.19	-4978.29	25.87	48.06	32.54	8047.87	50.17	-94.50	95.05	43.16	28.11
688506.SH	百利天恒	1127.81	-659	-171.26	5822.72	936.31	3707.50	575.02	24.78	3.68	67.44	98.77	-531.44	110.62	733.86	78.07
688428.SH	诺诚健华	498.98	-129	-386.75	1009.45	36.68	-440.63	30.20	80.70	41.60	381.26	29.92	17.97	112.62	54.45	29.90
688331.SH	荣昌生物	366.35	-39	-935.15	1716.86	58.54	-1468.36	2.84	89.69	55.26	525.97	59.17	-254.14	27.16	62.53	47.66
688336.SH	三生国健	346.33	41	835.34	1193.57	17.70	704.58	139.15	45.29	19.90	311.12	16.57	102.96	12.99	32.20	15.05
688180.SH	君实生物	340.17	-55	-691.00	1948.32	29.67	-1280.93	43.90	65.45	50.53	500.59	31.46	-234.88	17.01	70.03	45.08
688520.SH	神州细胞	329.55	156	210.77	2512.71	33.13	111.95	128.27	37.25	27.62	519.74	15.15	63.77	14.06	35.67	41.29
688266.SH	泽璟制药	318.05	-861	-36.92	532.95	37.91	-137.83	50.52	72.80	50.93	167.64	54.87	-28.26	28.45	60.99	56.11
688192.SH	迪哲医药	293.11	-43	-676.78	359.90	294.24	-845.96	23.63	201.08	123.74	159.64	96.32	-192.51	14.15	131.75	77.39
688382.SH	益方生物	211.96	-81	-260.60	168.79	-9.02	-240.20	15.41	227.71	0.00	8.19	-4.85	-57.50	30.87	740.93	0.00
300204.SZ	舒泰神	189.53	-412	-45.95	324.82	-10.81	-144.84	63.69	49.97	47.39	63.21	33.45	-2.34	38.05	25.96	43.70
002755.SZ	奥赛康	180.43	97	186.45	1777.64	23.15	160.29	207.92	19.91	57.16	508.56	13.39	54.73	73.50	11.60	56.25
688321.SH	微芯生物	137.84	-1927	-7.15	657.95	25.63	-114.57	228.97	51.49	50.28	162.26	24.24	-19.15	-4.64	45.02	47.16
688091.SH	上海谊众	133.65	0	0.00	173.53	-51.83	6.98	-95.68	21.44	66.54	71.03	3.39	14.19	-51.38	13.06	39.71
688062.SH	迈威生物	127.87	-18	-719.13	199.78	56.28	-1043.92	0.90	391.86	95.94	44.79	33.70	-291.73	-41.85	465.62	99.91
688177.SH	百奥泰	109.52	-26	-420.00	743.17	5.44	-510.30	-29.34	104.64	31.71	206.56	27.83	-93.33	21.54	87.25	30.55
300436.SZ	广生堂	98.75	0	0.00	441.46	4.43	-156.30	55.16	10.17	45.13	97.61	18.69	-28.49	-94.56	6.25	49.56
688505.SH	复旦张江	94.95	0	0.00	709.40	-16.61	39.73	-63.42	44.29	42.20	179.91	21.85	2.67	13.53	46.73	46.97
688136.SH	科兴制药	92.56	80	115.12	1406.93	11.75	31.48	116.54	14.14	42.42	353.56	-1.97	25.58	106.21	11.86	40.38
688221.SH	前沿生物	68.02	-37	-182.00	129.47	13.32	-201.38	38.78	105.97	66.69	28.33	14.93	-44.12	20.80	59.32	74.99
688488.SH	艾迪药业	61.27	-970	-6.32	417.80	1.57	-141.20	-85.63	25.73	37.11	197.86	13.00	15.58	214.52	9.85	29.25
688197.SH	首药控股	59.46	-29	-204.41	3.94	-24.61	-211.94	-14.21	5395.23	0.00	2.00	0.00	-50.75	4.80	2681.79	0.00
688566.SH	吉贝尔	58.63	25	235.00	896.53	4.14	219.33	0.11	7.85	44.28	201.80	3.90	49.53	-5.68	7.89	49.26
688176.SH	亚虹医药	56.60	-17	-333.88	201.56	1365.55	-384.06	4.09	154.75	92.03	61.10	51.24	-83.53	-0.82	90.11	100.44
002793.SZ	罗欣药业	53.62	0	0.00	2647.37	11.99	-965.50	-46.04	4.97	43.11	482.73	29.91	5.65	115.41	3.56	31.62
688302.SH	海创药业	48.43	-26	-185.32	0.37	0.00	-199.50	32.18	47441.25	3094.96	0.00	0.00	-32.10	32.01	0.00	0.00

资料来源：同花顺iFinD（更新至2025/7/11收盘价），蓝色为华安医药覆盖，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

港股综合制药企业24FY业绩分化，数家取得高双位数增长

单位：百万元		总市值(亿港元)	2025预测PE	2025预测净利润	24FY营收	yoy (%)	24FY归母	yoy (%)	研发投入占营收比 (%)	销售费用占营收比 (%)
3692.HK	翰森制药	1,873.35	42	4,559.33	12,260.81	21.35	4,371.83	33.39	22.03	30.96
1177.HK	中国生物制药	1,112.51	24	3,595.45	28,866.16	10.18	3,499.83	50.08	17.63	34.91
1093.HK	石药集团	914.59	18	5,267.12	29,009.25	-7.76	4,328.04	-26.31	17.89	29.86
1530.HK	三生制药	603.50	27	5,780.38	9,107.98	16.53	2,090.32	34.93	14.56	36.80
2196.HK	复星医药	454.51	0	3,338.00	40,909.88	-0.82	2,769.89	15.53	13.52	21.22
0512.HK	远大医药	329.05	16	2,156.73	11,644.89	10.59	2,468.38	31.30	5.05	27.97
0867.HK	康哲药业	299.57	16	1,653.10	7,468.99	-6.79	1,619.79	-32.54	4.42	35.64
2696.HK	复宏汉霖	284.25	39	939.83	5,724.45	6.11	820.47	50.26	18.08	33.49
1513.HK	丽珠医药	268.07	0	0.00	11,669.75	-4.97	2,061.10	5.50	8.84	27.89
3933.HK	联邦制药	258.38	0	3,464.89	13,758.94	0.14	2,659.70	-1.54	6.47	10.19
2096.HK	先声药业	258.36	25	1,092.83	6,635.21	0.41	733.17	2.57	21.25	37.84
1558.HK	东阳光长江药业	132.52	0	0.00	3,723.78	-40.84	482.71	-73.78	13.25	30.99
2186.HK	绿叶制药	127.14	15	577.40	6,061.44	-1.33	471.89	-11.40	8.23	29.97
0460.HK	四环医药	111.96	0	63.00	1,901.11	2.18	-216.66	-301.10	24.93	22.62
9989.HK	海普瑞	86.42	0	0.00	5,258.92	-3.17	646.74	182.57	4.04	7.41
2005.HK	石四药集团	84.70	6	1,136.25	5,773.25	-10.67	1,061.15	-19.53	4.61	19.81
0719.HK	山东新华制药股份	54.35	0	0.00	8,397.90	4.51	470.02	-3.33	4.69	6.96

资料来源：同花顺iFinD（更新至2025/7/11收盘价），华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

港股创新药企24FY整体增收，部分亏损有所扩大

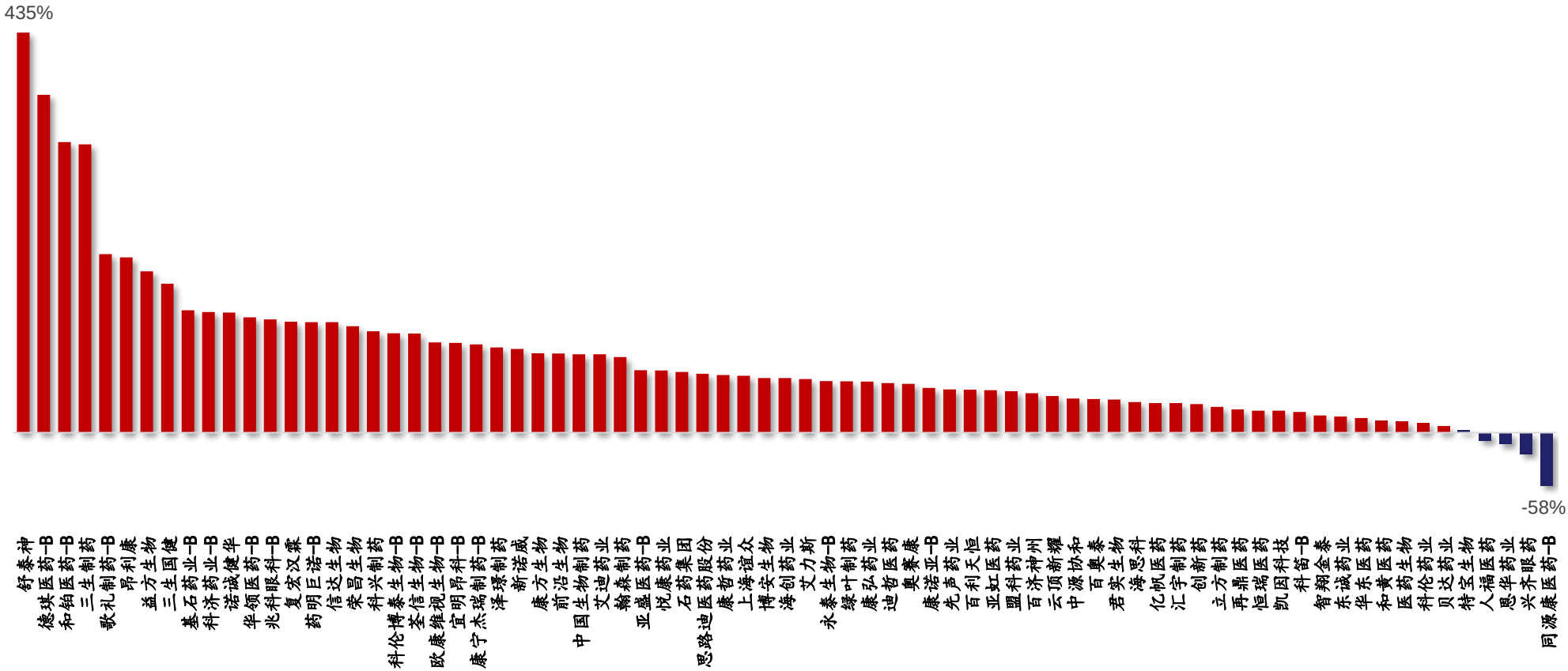
单位：百万元		总市值(亿港元)	2025预测PE	2025预测净利润	24FY营收	yoy (%)	24FY归母	yoy (%)	研发投入占营收比 (%)	销售费用占营收比 (%)
3160.HK	百济神州	2374.64	-48	-637.72	1680.82	61.14	-371.56	49.07	55.25	0.00
1801.HK	信达生物	1376.95	-238	-542.69	3952.29	46.30	-392.62	-182.16	35.41	47.55
9926.HK	康方生物	1016.08	-200	-476.92	1024.74	-72.13	-238.59	-109.45	58.00	50.35
3990.HK	科伦博泰生物-B	792.83	-172	-433.58	1382.79	32.17	310.23	322.47	47.18	2.98
9995.HK	荣昌生物	356.20	-25	-1330.74	739.66	76.50	-780.46	-10.96	108.69	52.68
9688.HK	再鼎医药	291.03	-14	-276.71	187.65	42.53	-133.75	21.34	61.32	0.00
9969.HK	诺诚健华	281.31	-50	-525.90	419.74	11.17	-261.84	37.98	100.40	37.44
3855.HK	亚盛医药-B	266.46	-61	-411.14	823.75	477.25	163.00	140.51	53.91	10.88
1877.HK	君实生物	239.22	0	0.00	786.06	17.37	-645.69	35.20	69.51	54.39
0013.HK	和黄医药	222.82	-332	-8.64	305.68	-42.64	25.80	-84.69	31.16	8.95
1952.HK	云顶新耀	221.86	-21	-981.26	301.52	3289.74	-632.41	-49.29	83.96	66.46
2162.HK	康诺亚-B	137.27	-20	-662.06	54.68	-83.28	-336.75	-816.98	605.37	42.51
2171.HK	科济药业-B	122.67	0	0.00	6.34	0.00	-351.56	13.08	3873.11	11.37
2157.HK	乐普生物-B	88.42	-20	-405.00	133.28	-13.20	-192.43	-35.61	162.52	32.85
3955.HK	博安生物	85.46	119	67.00	362.94	38.93	61.67	151.60	23.64	36.99
1477.HK	欧康维视生物-B	74.46	0	0.00	167.62	61.65	-151.34	27.38	35.02	65.57
2616.HK	基石药业-B	73.14	0	0.00	254.17	-2.80	15.70	107.50	26.07	24.70
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	66.21	-519	-12.00	173.56	27.18	-44.90	-12.63	112.08	0.00
2142.HK	和铂医药-B	65.55	0	0.00	23.70	-42.19	1.42	-51.27	55.25	7.21
1349.HK	复旦张江	38.77	0	0.00	405.32	-21.94	70.47	2.97	38.06	28.25
1167.HK	加科思-B	37.37	0	0.00	0.00	0.00	-169.05	-1.67	0.00	0.00
2552.HK	华领医药-B	34.73	0	0.00	102.66	45.97	-142.24	-57.88	116.67	59.53
2509.HK	荃信生物-B	34.07	0	0.00	44.92	0.00	-172.12	33.30	323.31	0.00

资料来源：同花顺iFinD（更新至2025/7/11收盘价），华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2025年至今制药行业股价强势，港股biotech数家股价倍增



资料来源：同花顺iFinD（更新至2025/7/11收盘价），华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

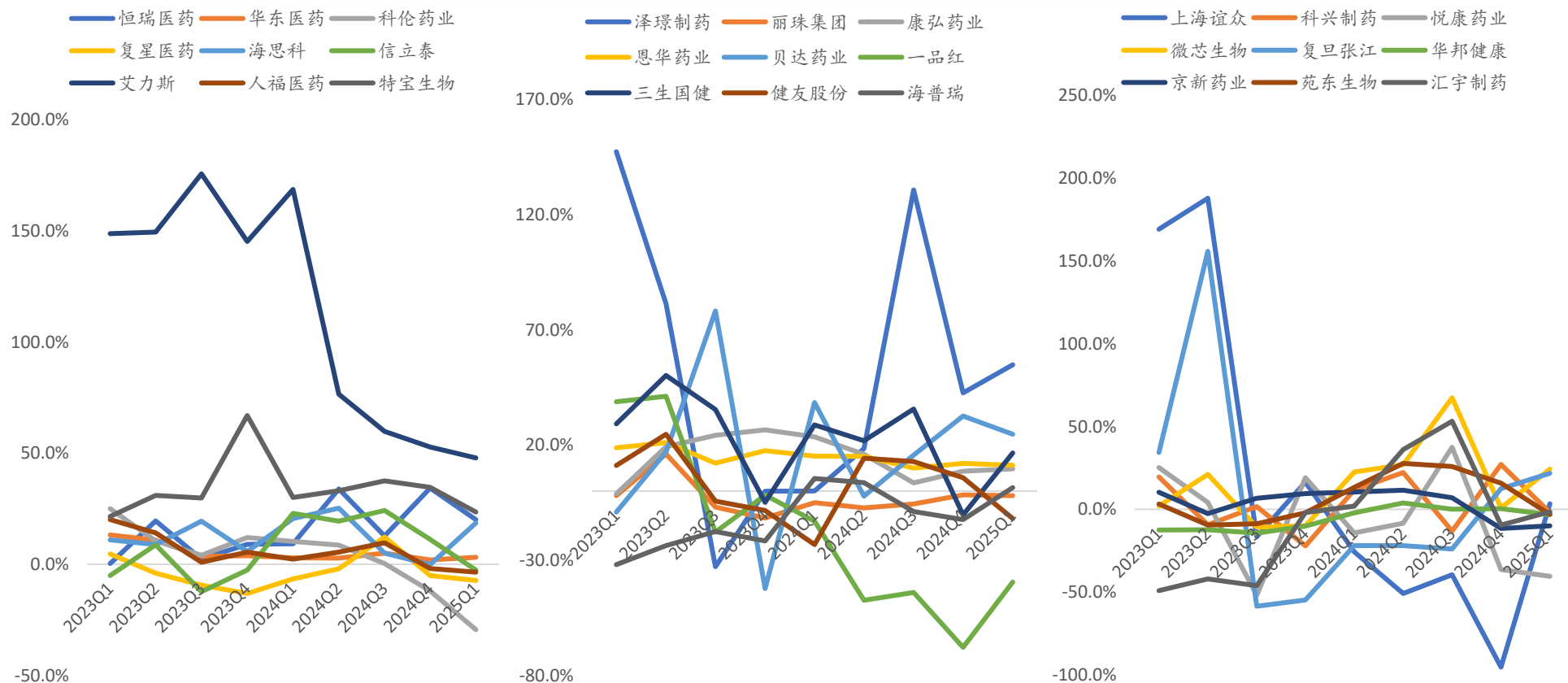


华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

头部市值药企Q1营收有所收窄，部分中部市值药企产品放量

制药公司9个季度营收增速变化



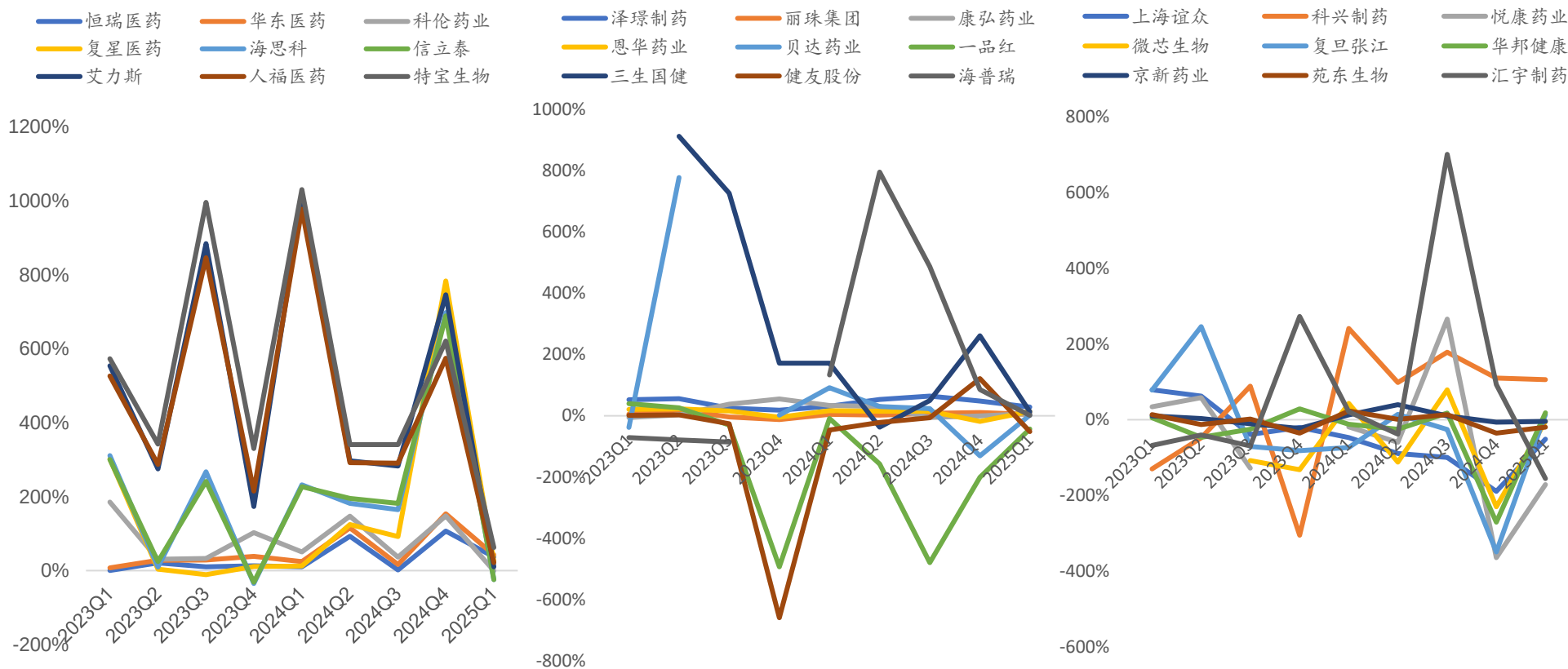
资料来源：同花顺iFinD（更新至25Q1报表），华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

头部市值药企Q1利润环比下降，部分中部市值药企亏损减少

制药公司9个季度利润增速变化



资料来源：同花顺iFinD（更新至25Q1报表），华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

25Q1多数药企净利润率环比升高，费用控制增效显著

制药公司9个季度利润率变化



资料来源：同花顺iFinD（更新至25Q1报表），华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



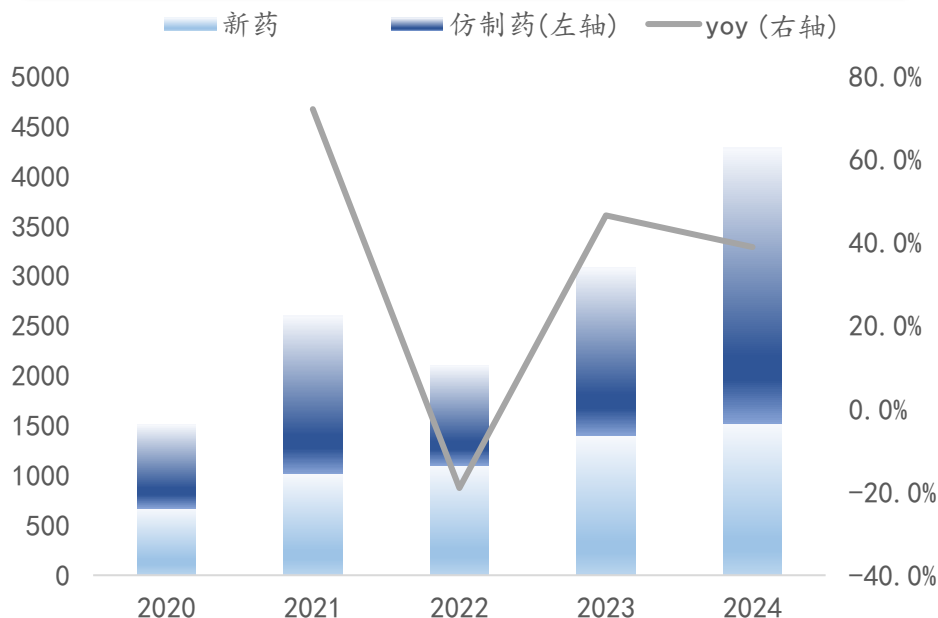
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

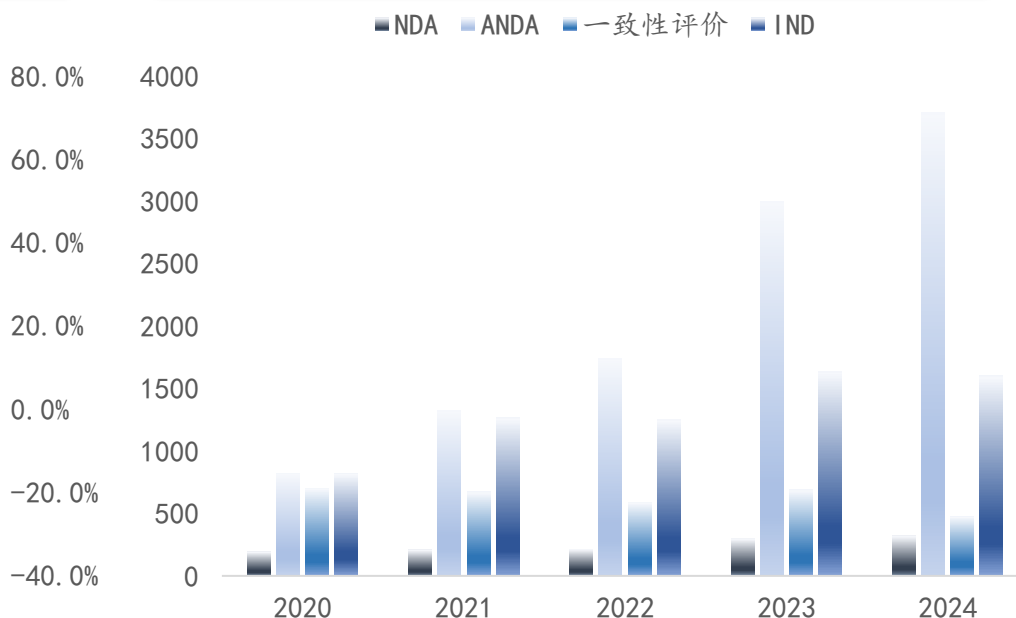
2024年获批新药数量创新高，肿瘤及小分子数量居前

- 完成审批情况：根据CDE及药智数据统计，2024年完成审评任务类型中，IND申请审评完成1599个，一致性评价申请审评完成477个，ANDA申请审评完成3708个，同比增加23.8%，NDA申请审评完成320个，同比增加6.7%。在完成审批的品种中，新品种1519个，同比增长8.5%，完成审评的仿制药品种2769个，同比增长64.1%。

2020-2024审批完成总数



2020-2024各阶段审批数量



资料来源：国家药审中心、药智数据、华安证券研究所整理

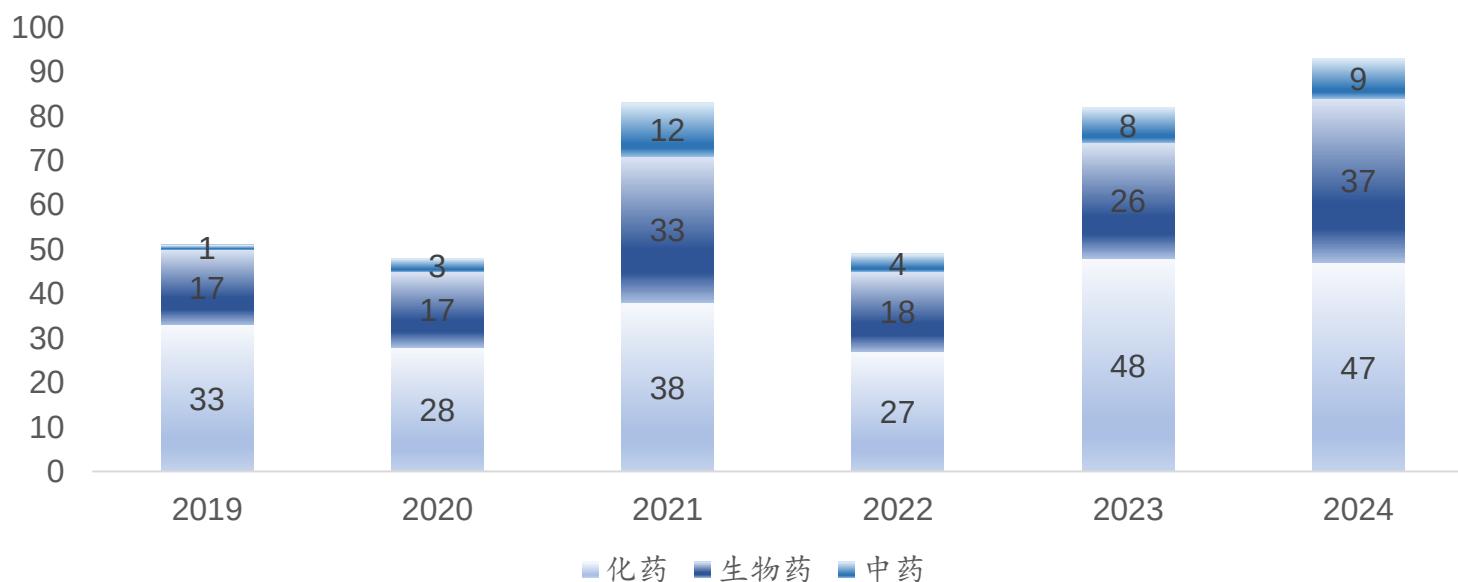
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

2024年获批新药数量创新高，肿瘤及小分子数量居前

- **创新药获批情况：**根据国家药品监督管理局及药智数据，2024年NMPA共批准了93款创新药，为近几年新高，包括化药47款、生物药37款、中药9款，其中生物药获批数量相较去年的27款有较大增长。获批的创新药中有46%为国产新药，占比近一半，国产新药崛起势头迅猛，逐步缩小和进口的差距，并且在创新领域上正走在全球前列。

2019-2024 NMPA批准新药情况

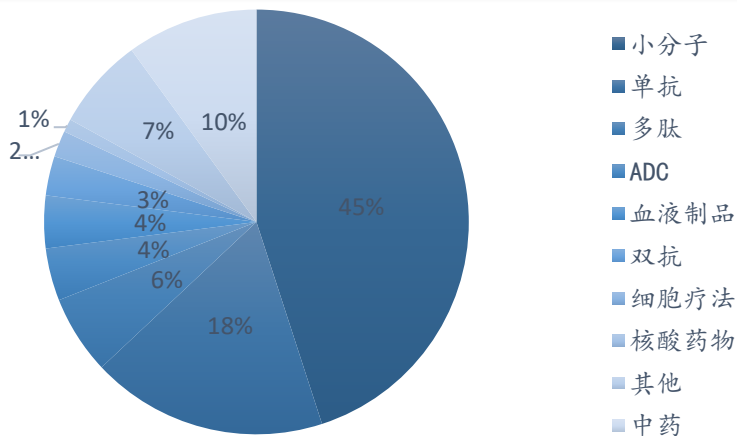


资料来源：国家药审中心、药智数据、华安证券研究所整理

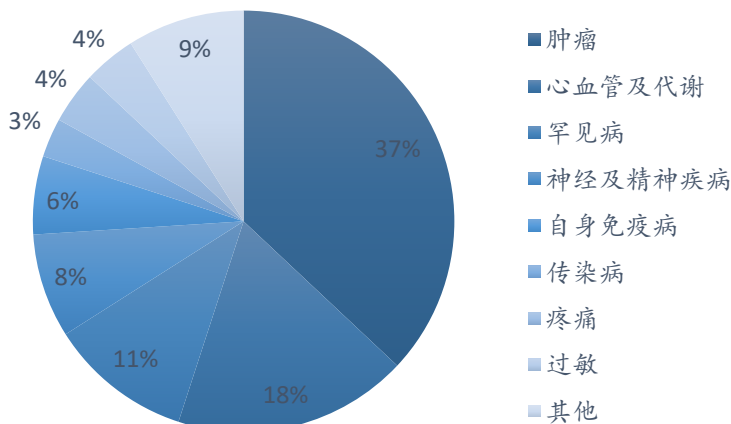
2024年获批新药数量创新高，肿瘤及小分子数量居前

- **创新药获批情况：**2024年NMPA批准的93款新药中小分子数量最多，占比45%，单抗获批数量16款紧随其后，以及多肽、ADC、血液制品、双抗、细胞治疗及核酸药物都有新药获批。
- **适应症方面，**肿瘤仍是最大疾病领域，共有31款肿瘤药获批，其中NSCLC共有11款药物获批。EGFR TKI获批三款包括瑞齐替尼、瑞厄替尼和佐利替尼（另外25Q1获批一款利厄替尼），KRAS G12C抑制剂两款氟泽雷塞（信达/劲方）和格索雷塞（正大天晴/益方），ROS1/NTRK抑制剂瑞普替尼（BMS/再鼎）和他雷替尼（葆元/信达），ROS1-TKI安奈克替尼（正大天晴），c-MET抑制剂卡马替尼（诺华），ALK抑制剂依奉阿克（正大天晴），全球首创的PD-1/VEGF双抗依沃西单抗（康方），另外TROP2 ADC芦康沙妥珠单抗（科伦博泰）在25年3月新增获批NSCLC适应症。
- 24年不乏国产FIC获批，CD19 ADC泰朗妥昔单抗（瓴路/ADC），两款BCMA CAR-T细胞治疗西达基奥仑赛（传奇）和泽沃基奥仑赛（科济）。另外全球FIC维恩妥尤单抗Nectin-4 ADC（安斯泰来）、莫妥珠单抗CD20/CD3双抗（罗氏）、FRα ADC索米妥昔单抗（华东/ImmunoGen）首次在中国获批，将惠及更多肿瘤患者。

2024年NMPA批准新药技术分布



2024年NMPA批准新药适应症分布

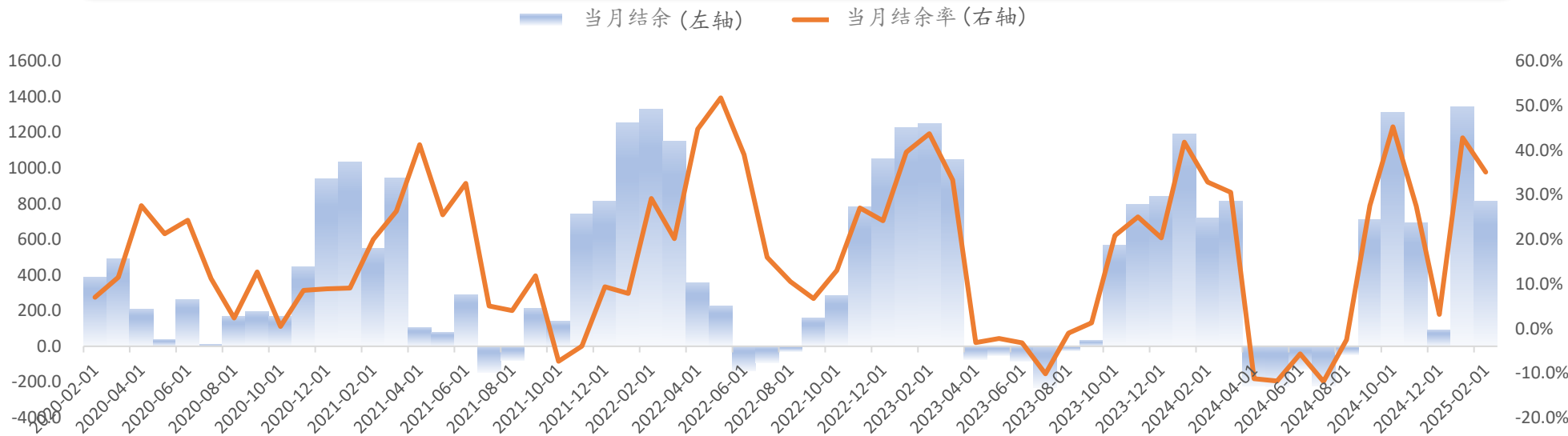


资料来源：国家药审中心、药智数据、华安证券研究所整理

医保基金当期结余24年12月承压严重，2025年初反弹恢复

- 从单月来看，医保基金当期每年会经历“两头高，中间低”的趋势特点，从2021年开始，年中医保当期结余的“负缺口”呈加大趋势，2021年7、8月份当期结余分别为-146亿元、-80亿元，2022年6、7、8月份当期结余分别为-140亿元、-92亿元、-29亿元，而2023年4月至8月五个月的当期结余均为负，2024年4月至7月，每月当期结余负额较大，另外在2024年12月当期结余金额也较少，表明随着居民住院及用药需求提升，医保基金支出随之扩大。而在2025年初的1月与2月，当期结余有较大恢复，表明DRG等医保控费政策正在发挥作用。

2020~2024年医保基金每月当期结余及结余率（亿元/%）



资料来源：国家统计局、国家医保局、华安证券研究所

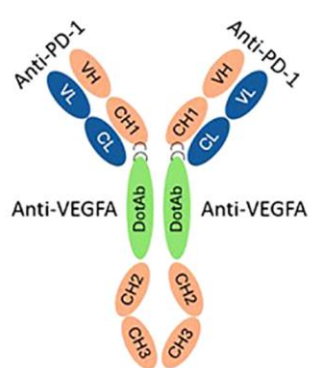
华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

君实生物：IO2.0进展靠前，高潜赛道全面布局

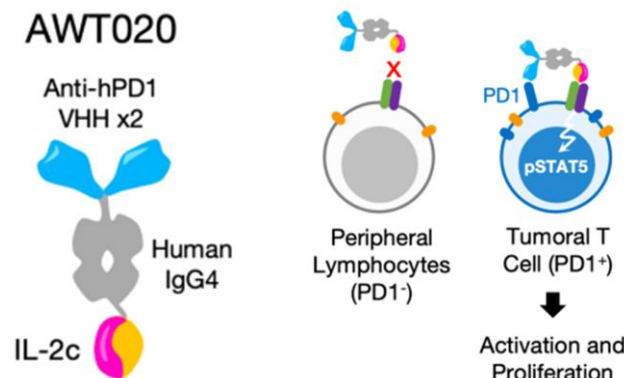
- 公司产品管线囊括了单克隆抗体、小分子药物、多肽类药物、抗体药物偶联物（ADCs）、融合蛋白、核酸类药物等多种药物类型，以及双特异性或多特异性抗体药物、双特异性抗体偶联药物等高潜赛道。公司正在积极推进多条优势管线，不断丰富免疫联合治疗证据，包括PD-1×VEGF双抗JS207、抗CLDN18.2 ADC JS107、抗DKK1单抗JS015、CD20×CD3双抗JS203及PI3K- α 抑制剂JS105等，并尽快推动更多优势产品和适应症进入关键临床试验阶段；持续加码前沿研发资产及高潜赛道产品：EGFR×HER3双抗ADC JS212、抗PD-1和IL-2双功能抗体融合蛋白JS213、抗VEGF和TGF- β 双功能抗体融合蛋白JS214等处于早期临床阶段，期待其研究结果读出。
- JS213（AWT020）是君实生物研发的抗PD-1和IL-2双功能抗体融合蛋白，IL-2部分通过工程化改造为无IL-2受体 α 亚基（IL-2R α ）结合活性，且对IL-2R $\beta\gamma$ 复合体亲和力降低的IL-2变体（IL-2c），并通过抗PD-1抗体阻断PD-1/PD-L1信号的同时将IL-2c靶向到肿瘤浸润T细胞发挥免疫激活作用，从而增强抗肿瘤免疫，降低系统毒性。临床前结果显示3：JS213优先刺激肿瘤浸润CD8+T细胞的扩增，对外周血中T细胞和自然杀伤（NK）细胞影响较小，在抗PD-1单抗敏感或耐药小鼠肿瘤模型中均显示出良好的疗效和安全性。

JS207结构示意图及结合亲和力



Binding to Human PD-1				
Antigen	Sample	k_a (1/Ms)	k_d (1/s)	K_D (M)
Human PD-1	JS207	4.37E+04	2.01E-05	4.60E-10
	AK112	3.40E+04	1.72E-04	5.05E-09
	Toripalimab	3.75E+04	2.08E-05	5.55E-10
Binding to Human VEGFA				
Antigen	Sample	k_a (1/Ms)	k_d (1/s)	K_D (M)
Human VEGFA	JS207	1.12E+06	1.01E-05	9.00E-12
	AK112	3.86E+05	<1.00E-05	<2.59E-11
	VEGF-DotAb	1.40E+06	<1.00E-05	<7.14E-12

JS213结构示意图及结合亲和力



资料来源：公司官网，华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



君实生物：IO2.0进展靠前，高潜赛道全面布局

我们预计公司 2025~2027 年收入分别为 25.52 亿元、32.53 亿元、38.36 亿元，分别同比增长 31.0%、27.5%、17.9%；预计归母净利润分别为-6.08 亿元、0.15 亿元、3.81 亿元，分别同比增长 52.5%、102.5%、2421.2%。我们看好特瑞普利单抗国内高增速，公司国际化进程、亏损持续收窄、经营情况不断改善，维持“买入”评级。



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	1948	2552	3253	3836
收入同比 (%)	29.7%	31.0%	27.5%	17.9%
归属母公司净利润	-1281	-608	15	381
净利润同比 (%)	43.9%	52.5%	102.5%	2421.2%
毛利率 (%)	78.9%	80.5%	81.2%	81.8%
ROE (%)	-21.9%	-11.5%	0.3%	6.7%
每股收益 (元)	-1.30	-0.62	0.02	0.39
P/E	—	—	1974.49	78.32
P/B	4.60	5.66	5.65	5.27
EV/EBITDA	-27.98	-118.15	69.36	36.50

资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所，摘自《【华安医药】公司点评君实生物（688180.SH）：

拓益维持高增，海外迎来增长，经营情况快速向好》2025-3-29

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明



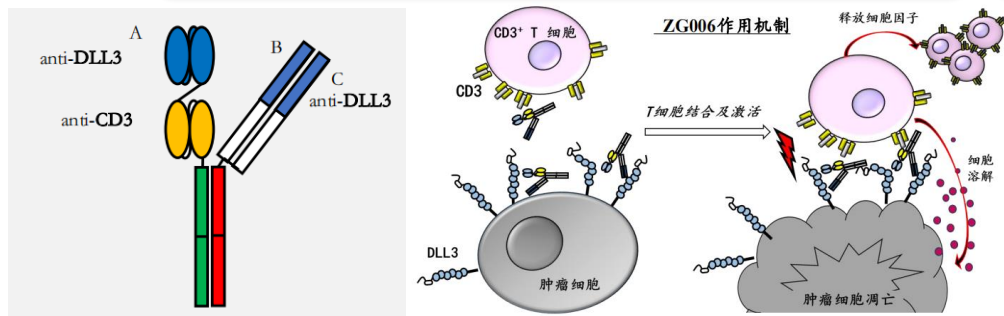
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

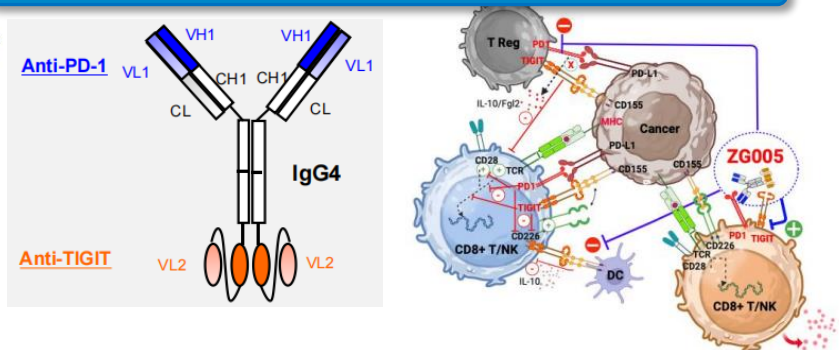
泽璟制药：FIC多抗平台逐步验证，产品密集获批注册

- 多特异性抗体平台，有望孵化多个全球FIC。ZG005（PD-1/TIGIT）是及子公司Gensun BiopharmaInc. 双/多特异性抗体研发平台下进展最快的双抗药物，目前正在中美开展二线及以上宫颈癌、多项联合一线治疗实体瘤（肝癌、宫颈癌、神经内分泌瘤）以及肺癌联合治疗的临床试验，已在2024年ASCO与CSCO会议上公布了I/II期安全性及初步疗效数据。随着行业内PD-1/TIGIT双抗靶点的成药性提高，公司ZG005应用前景有望取得进一步提升。
- ZG006是公司开发的中美同步进展的三特异性抗体药物，已被美国FDA授予孤儿药资格认定（ODD）。ZG006是全球第一个针对DLL3表达肿瘤的特异性抗体（CD3/DLL3/DLL3），具有成为同类最佳（Best-in-Class）分子的潜力。ZG006率先应用于实体瘤，目前主要开展小细胞癌及神经内分泌癌适应症临床试验，ZG006用于治疗SCLC或神经内分泌癌症的I/II期临床试验已完成I期剂量递增阶段的入组，接受10mg或以上剂量的9例SCLC患者中6例达到PR，ORR为66.7%，DCR达88.9%。2025年4月，公司公告其联用PD-(L)1用于小细胞癌一线疗法的临床试验IND，向前线适应症进发，拓展其临床覆盖应用，公司的ZG006有望作为TCE抗体赛道中国产领先品种不断显现优势。
- ZGGS18（VEGF/TGF- β ）亦同时开展中美I/II期临床试验，公司围绕肿瘤微环境布局抗血管生成机制靶点，有望协同免疫疗法（如公司ZG005）提高肿瘤疾病覆盖及临床优势。

ZG006结构及作用机制



ZG005结构及作用机制



资料来源：公司官网、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

泽璟制药：FIC多抗平台逐步验证，产品密集获批注册

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 8.8/16.1/23.8 亿元，分别同比增长 65.4%/82.5%/47.7%，归母净利润分别为 0.6/5.1/10.1 亿元，分别同比增长 146.0%/698.7%/99.5%，对应估值为 418X/52X/26X。我们看好公司多抗平台的 First in class 潜力、泽普凝、吉卡昔替尼商业化前景，公司有望成为下一代综合型创新药企。维持“买入”评级。

Zelgen 泽璟制药

● 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	533	882	1609	2377
收入同比 (%)	37.9%	65.4%	82.5%	47.7%
归属母公司净利润	-138	63	506	1009
净利润同比 (%)	50.5%	146.0%	698.7%	99.5%
毛利率 (%)	93.1%	89.5%	91.2%	92.1%
ROE (%)	-11.0%	4.8%	27.7%	35.6%
每股收益 (元)	-0.52	0.24	1.91	3.81
P/E	—	417.94	52.33	26.23
P/B	13.15	20.09	14.52	9.35
EV/EBITDA	-118.53	213.57	40.36	21.12

资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所，摘自《【华安医药】公司点评泽璟制药（688266.SH）：吉卡昔替尼获批上市，国产首个骨髓纤维化JAK抑制剂》2025-5-30

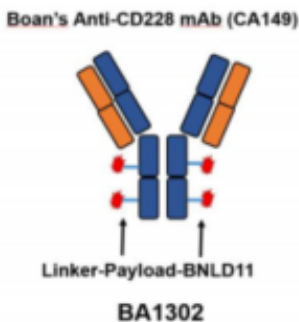
华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

博安生物：潜在FIC黑马，抗体+ADC平台前途可期

盈利的三家小biotech之一，现金流+平台输出fic，双抗ADC+TCE布局一线实体瘤大适应症，主要催化25年中-Q3陆续开启，早期临床进展后可增加估值，今年主要BD预期CD228 ADC，肺鳞癌、胰腺癌FDA ODD认定。临床前自免双抗9月FDA IND值得期待。biosimilar主业盈利23H2已转正，全人源抗体平台+双抗ADC平台每年3-4款IND。

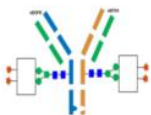
BA1302分子结构



公司临床前管线

BA1304

EGFR/B7H3
双抗ADC



靶点及作用机制

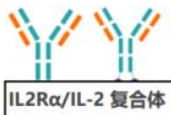
BA1304 是一种 EGFR/B7H3 双特异性抗体-药物偶联物，“1+1”结构设计，减少单靶结合效率，降低潜在的毒性风险；双靶协同结合，增强内吞活性，协同阻断信号通路；糖定点偶联，保留抗体ADCC活性，增强对肿瘤细胞的杀伤效果。

适应症

实体瘤

PR201

PD-1/IL-2
抗体联合体



靶点及作用机制

PR201具有免疫抑制和免疫激动协同作用的机制，PD-1抗体阻断PD-1/PD-L1信号通路，并能特异将IL-2导向肿瘤组织，IL-2进行遮蔽和肿瘤特异性激活设计，降低潜在的系统毒性风险；特异性激活肿瘤中的T细胞，增加对“冷肿瘤”的抗肿瘤效果。

适应症

对PD-1低应答或无应答的肿瘤

PR203

TL1A/IL-23
双抗



靶点及作用机制

PR203 是一种双特异性抗体，可同时靶向 TL1A 和 IL23，并阻断 Th17 和 Th1 炎症通路。

适应症

炎症性肠道（IBD）及其它自身免疫性疾病

进度和计划



博安生物：潜在FIC黑马，抗体+ADC平台前途可期

我们预计 2025-2027 年博安生物营业收入分别为 8.57 亿元、9.49 亿元、12.85 亿元，同比增长分别为 18%、11%、35%；预计 2025-2027 年归母净利润为 1.10 亿元、1.12 亿元、1.92 亿元，同比增长分别为 50%、1%、72%，对应估值分别为 40X、39X、23X。我们看好公司生物制药平台全链条能力，FIC 创新管线的大市场潜力。我们首次覆盖，给予“买入”评级。



Boan Biotech
博安生物

● 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	726	857	949	1285
收入同比 (%)	18%	18%	11%	35%
归属母公司净利润	73	110	112	192
净利润同比 (%)	161%	50%	1%	72%
毛利率 (%)	74.71%	75.50%	74.00%	75.10%
ROE (%)	4.45%	6.28%	5.98%	9.34%
每股收益 (元)	0.14	0.21	0.21	0.36
P/E	66.64	39.86	39.35	22.83
P/B	3.04	2.50	2.35	2.13
EV/EBITDA	51.78	19.20	19.04	14.06

资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所，摘自《【华安医药】博安生物（6955.HK）首次覆盖报告：生物类似药稳健出海，步入创新抗体新纪元》2025-4-10

华安证券研究所

康哲药业：产研销综合能力，海内外平台布局，创新价值亟待重估

- ❑ 创新药连年上市，5款产品陆续贡献收入近年公司加大自研创新力度，2023年以来已推动益路取（首款IL-23单抗）、维图可（首款地西洋鼻喷）等5款创新药上市，同时已布局30余款创新产品，包含10余款自主研发全球权益的创新药。公司合作Incyte获得FDA批准的首家且唯一的白癜风复色产品芦可替尼乳膏，其NDA上市申请已获CDE受理；
- ❑ VEGFA+ANG2四价双特异性抗体，拟用于新生血管性年龄相关黄斑变性，中国2期临床；CMS-D001（高选择性TYK2抑制剂）拟用于银屑病、AD适应症，即将开展1期临床；CMS-D005（GLP-1R/GCGR双激动剂）拟用于肥胖/超重及代谢相关脂肪性肝炎、T2DM等，正在筹备1期临床。自研新增4款合作开发创新产品，Povorcitinib（JAK1抑制剂）、ABP-671（URAT1抑制剂）、ZUNVEYL和MG-K10（长效IL-4Rα）；
- ❑ 东南亚业务一体化架构，产业内强强联合公司扎根本土，积极向海外拓展，近年来通过与康龙化成、君实生物等产业同仁以及君联资本等经验深厚的资方在东南亚合作，构建了“产品引进、开发、生产、制剂CDMO、商业化”为一体的系统化、平台化业务运营架构，在具有潜力的东南亚新兴市场建立桥头堡。

公司皮肤健康产品覆盖

		银屑病	特应性皮炎	白癜风	静脉炎	静脉曲张	结节性痒疹	化脓性汗腺炎	自发性荨麻疹	痤疮丘疹
治疗	局部外用制剂		磷酸芦可替尼乳膏	磷酸芦可替尼乳膏	喜辽妥					
	口服小分子靶向药	CMS-D001	CMS-D001	povorcitinib			povorcitinib	povorcitinib	povorcitinib	
	注射用生物制剂	益路取	MG-K10				MG-K10			
	局部注射液					安束喜				
护理	皮肤学级护肤品		禾零舒缓产品系列							喜辽妥®壬二酸产品系列

■ 在售 ■ 在研

资料来源：公司官网，华安证券研究所



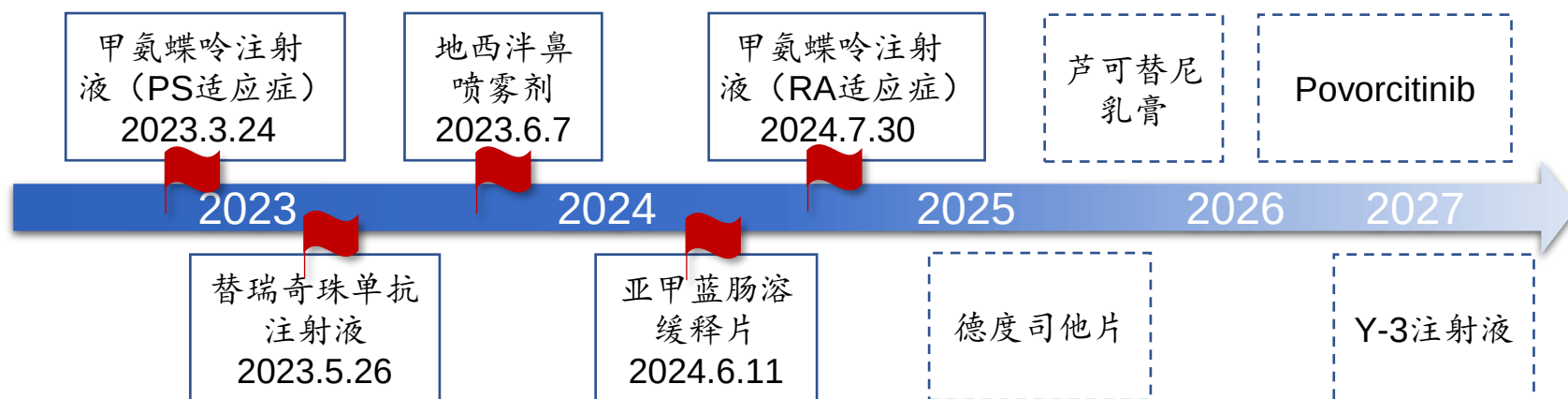
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

康哲药业：产研销综合能力，海内外平台布局，创新价值亟待重估

- 截至2024年8月，公司已布局30款创新产品，且以全球首创（FIC）、同类最优（BIC）为主，覆盖包含心脑血管、中枢神经、消化、眼科、皮肤医美等多专科疾病领域。创新产品中，其中5款已于中国获批上市，1款处于中国上市审评中，还有超过10个正在进行的临床研究。

公司近年获批新产品时间线



资料来源：Wind、华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

康哲药业：产研销综合能力，海内外平台布局，创新价值亟待重估

我们预计 2025-2027 年康哲药业营业收入分别为 83.20/94.54/110.43 亿元，同比增长分别为 11%/14%/17%；预计 2025-2027 年归母净利润为 16.28/18.95/22.55 亿元，同比增长分别为 0%/16%/19%，对应估值分别为 13X/11X/9X。我们看好公司作为老牌商业化 pharma 长期稳固的商业化平台，创新产品集中上市后业绩修复有望带来价值重估，海外东南亚业务多年积累即将收获。维持“买入”评级。



● 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	7469	8320	9454	11043
收入同比 (%)	-7%	11%	14%	17%
归属母公司净利润	1620	1628	1895	2255
净利润同比 (%)	-33%	0%	16%	19%
毛利率 (%)	72.60%	73.00%	74.00%	74.50%
ROE (%)	9.93%	9.07%	9.55%	10.20%
每股收益 (元)	0.67	0.67	0.78	0.92
P/E	11.31	13.05	11.21	9.42
P/B	1.13	1.18	1.07	0.96
EV/EBITDA	6.73	8.48	6.90	5.40

资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind、华安证券研究所，摘自《【华安医药】公司点评康哲药业（0867.HK）：德镁健康分拆上市，皮肤线高增走出自身价值体系》2025-4-25

华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

亿帆医药：亿立舒发货环比持续增长，多个大单品蓄力中

ROR1 TCE

- 为公司子公司亿一生物开发的ROR1 双抗T细胞衔接器，独特的免疫和耐受性突破策略产生了针对ROR1非免疫原区域的高选择性，靶向适合TCE杀伤的最佳表位，处在非Ig-like区域，避免和其他Ig-like受体如VEGFR2等的非特异性结合。
- MSD的ROR1 ADC在联合化疗治疗一线DLBCL中显示了100%CR，数据惊艳；
- 公司计划25年底递交IND申请。

EVIVE
亿一生物

IL-15/IL-15Ra

- 为公司自主研发的IL-15/IL-15Ra融合蛋白，主要作用机制为通过与Ⅱ-2/15RB/Y复合体相结合，激活JAK-STAT通路，调控Bcl-2、C-myc等靶基因的表达，调控NK细胞、T细胞的增殖和活化，并促进记忆CD8+T细胞的发育和存活，从而达到肿瘤免疫治疗的效果。
- 2024年ImmunityBio的Anktiva获FDA批准用于治疗卡介苗不响应的非肌肉浸润性膀胱癌，为全球首个获批的IL-15药物。公司计划2025年底获得IND批准，目标膀胱癌等实体瘤。

YIFAN
亿帆医药

CD3/CD19

- A-319是参股子公司天劭生物自有的1类治疗用生物制品。利用特有的iTabTM结构平台设计的CD19 × CD3 双特异性抗体分子。A-319借助两个功能区分别与B细胞/B肿瘤细胞表面抗原CD19及T细胞CD3抗原结合，在T细胞和肿瘤细胞之间形成免疫突触，从而激活T细胞导致肿瘤细胞溶胞而死亡。
- A-319中国IND已获批，计划25Q3进行美国IND申请。

iTab 天劭源和生物医药



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

亿帆医药：亿立舒发货环比持续增长，多个大单品蓄力中

预计公司 2025~2027 年收入分别为 58.1/64.0/69.2 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，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。



● 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

资料来源：Wind，华安证券研究所，摘自《【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》2025-4-29

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

艾迪药业：Q1扭亏超预期，HIV增长势头回升

□ HIV国产独家领先地位，多靶点多剂型布局

公司HIV领域布局完善，已上市的艾诺韦林片ACC007及改良品种艾诺米替ACC008（三联单片复方制剂）是国产首款抗HIV创新药，ACC008的组合方案及药物选择符合国际趋势，HIV患者每天仅需服用1片，无需再服用其它抗艾滋病药物，有助于减轻患者服药负担，临床三期头对头数据显示，相较吉利德的三合一产品捷夫康，公司产品抗病毒率相当（98% vs 98%）而在心血管方面具有稳定血脂、不引起肥胖的优势。公司HIV产品组合已覆盖国内1500家公立医院及DTP药房。公司在研管线聚焦HIV领域，自研整合酶抑制剂ACC017正在进行1/2期临床，入组顺利；自研长效针剂ACC027有望即将申报IND，公司管线增厚，解决HIV潜在耐药问题，覆盖不同患者用药需求。

□ 人源蛋白原料业务向制剂升级，获得更大市场有望增利

公司在研发上延伸人源蛋白产业链，向下游制剂品种拓展，围绕抗炎及脑卒中领域打造人源蛋白研发管线。公司控股南大药业拥有尿激酶品种的核心技术及产能，南大药业尿激酶市占率50%，公司进行制剂升级有望扩大适应症，从原料商向尿激酶制剂公司转变，有望孵化10亿级别产品。



资料来源：公司官网，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

艾迪药业：Q1扭亏超预期，HIV增长势头回升

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。



● 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

资料来源：Wind，华安证券研究所，摘自《【华安医药】公司点评艾迪药业（688488.SH）：一季度扭亏超预期，自研整合酶即将开展注册临床》2025-4-30

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



风险提示

- ☐ 创新药研发不及预期的风险；
- ☐ 审批注册进度不及预期的风险；
- ☐ 医保谈判价格降幅低于预期的风险；
- ☐ 药品集采的风险；
- ☐ 竞争格局变化的风险；
- ☐ 医疗反腐对入院及销售影响的风险。



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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性：未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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。 市场基准指数为沪深300指数。