

亿帆医药 (002019)

—多块布局, 多点开花

投资评级 买入 评级调整 首次推荐 收盘价 19.07 元

投资要点:

亿帆医药是一家以医药、原料药等产品为主的集研发、生产、销售于一体的创新型制剂企业。经过并购整合, 公司形成了以药品制剂为核心, 原料药和高分子材料业务为两翼, 并形成了制剂、原料药和生物药研发六大药品生产中心。

原料药主要是泛酸钙系列产品, 泛酸钙行业属于寡头垄断, 公司产品全球市场份额 40%-45%, 拥有相当的话语权。得益于环保和技术壁垒, 泛酸钙产品价格自 2015 年底开始上涨, 为公司 2016 年业绩提供支撑。由于环保趋势不断趋严, 今年 7 月份以来, 泛酸钙产品价格再次呈上扬趋势, 从单价 220 上涨到目前的 600 多, 涨幅翻番。我们判断泛酸钙价格不太会维持当前水平, 但高位运行问题不大, 为公司业绩提供稳定现金流。

制剂包括化药和中药制剂, 公司制剂板块得益于提前布局, 11 个独家品种进入新版医保目录, 复方黄黛片以谈判方式进入国家医保, 降幅较低, 随着越来越多的省份招标工作的落实, 公司制剂板块销售额将有大幅提升。

公司收购的健能隆双分子抗体平台及免疫双抗体平台, 孕育有多个重磅生物药。F-627FDAIII 期最晚明年 1 季度入组完毕, 国内多中心 III 期临床试验也已启动, 未来有 10 亿空间; F-652 以孤儿药申报, 有望获得加速审批和价格支撑, 未来将扩展至其他适应症, 有数亿美金市场空间; 其他重磅药 F-899、A-337、A319、A329 申报都如期进展。

不考虑在研储备药物对公司未来业绩的影响, 我们保守预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 8.8、10.4、12.2 亿元, EPS 分别为 0.96、1.13、1.32 元, 对应当前 PE17、15、13 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

发布时间: 2017 年 8 月 7 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	20.01/13.59
上证指数/深圳成指	3262.08/10361.23
50 日均成交额(百万元)	290.66
市净率(倍)	5.96
股息率	0.52%

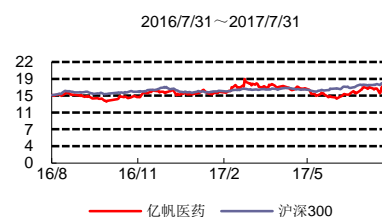
基础数据

流通股(百万股)	559.62
总股本(百万股)	1100.80
流通市值(百万元)	10672.00
总市值(百万元)	20992.22
每股净资产(元)	3.20
净资产负债率	87.47%

股东信息

大股东名称	程先锋
持股比例	47.35%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券*公司研究*鑫富药业泛酸钙提价 10%点评》, 2010-3-16

联系方式

研究员: 金红
 执业证书编号: S0020515090001
 电话: 51097188-1815
 电邮: jinhong@gyzq.com.cn
 研究员: 邹翠利
 执业证书编号: S0020511030012
 电话: 021-51097188-1922
 电邮: zoucuili@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3505	4305	5190	6245	
营业收入增长率	44%	23%	21%	20%	
净利润(百万元)	705	882	1039	1216	
净利润增长率	95%	25%	18%	17%	
EPS(元)	0.77	0.96	1.13	1.32	
ROE	20.0%	20.4%	19.4%	18.5%	
P/E	24.06	19.22	16.33	13.94	
P/B	4.81	3.93	3.17	2.58	
EV/EBITDA	21	17	15	13	

目录

图目录	3
表目录	3
借壳鑫富，步步为营	4
管理层励精图治，带领公司华丽转型	4
公司经营稳健，增长迅速	5
公司业务布局合理，一体两翼六大中心	6
原料药“现金牛”，奠定业绩基石	7
泛酸钙寡头垄断，价格维护	8
泛酸钙行业波特五力分析	9
对供应商的议价能力	9
对购买者的议价能力	10
潜在进入者的进入威胁	10
替代品的威胁	10
产业内现有企业的竞争	10
专科药“明星”产品众多，受益医保调整	10
血液肿瘤产品	11
复方黄黛片	12
妇科产品	13
缩宫素鼻喷雾剂	13
妇阴康洗剂	13
皮肤科产品	14
除湿止痒软膏	15
皮敏消胶囊	15
儿科产品	15
小儿金翘颗粒	15
其他	16
“重磅产品”储备丰富，助业绩腾飞	17
收购国药一心 8 品种，完善血液肿瘤产品线	17
收购 DHY 公司 53.8% 股权，进军大分子生物药领域	18
F-627（贝格司亭）：第三代长效 G-CSF，10 亿潜力重磅药	18
F-652（普罗纳亭）：以孤儿药申报，对应三大适应症	20
F-899：长效生长激素，将受益于市场渗透率提高	21
免疫抗体产品线：储备多个重磅生物药	21
盈利预测与投资建议	22

图目录

图 1 亿帆医药发展历史	4
图 2 亿帆医药发展历程	5
图 3 公司 2016 年收入和利润构成	5
图 4 借壳后公司营收和利润大幅增长	6
图 5 公司近几年毛利率与净利率呈稳步上升趋势	6
图 6 亿帆医药业务布局	7
图 7 泛酸钙下游消费比例	8
图 8 泛酸钙市场竞争格局	8
图 10 泛酸钙行业波特五力模型	9
图 11 公司制剂产品展示	11
图 12 收购国药一心 8 品种申报进展图	18
图 13 DHY 大分子生物药产品研发进展图	18
图 13 Neulasta 历年销售额（亿美元）	20
图 14 F-627 2019 年上市后净利润预期（亿元）	20

表目录

表 1 公司生产中心分布	7
表 2 12 项进入医保目录的独家品种概况	11
表 3 血液肿瘤类在销产品列表	11
表 4 复方黄黛片历史中标价格	12
表 5 妇科在销产品列表	13
表 6 妇阴康各省市最新中标情况	14
表 7 皮肤科在销产品列表	14
表 8 儿科在销产品列表	15
表 9 小儿金翘颗粒招标情况	15
表 10 其他在销产品列表	16
表 11 收购国药一心 6+2 品种介绍	17
表 12 已上市和在研 G-CSF 药物比较	18

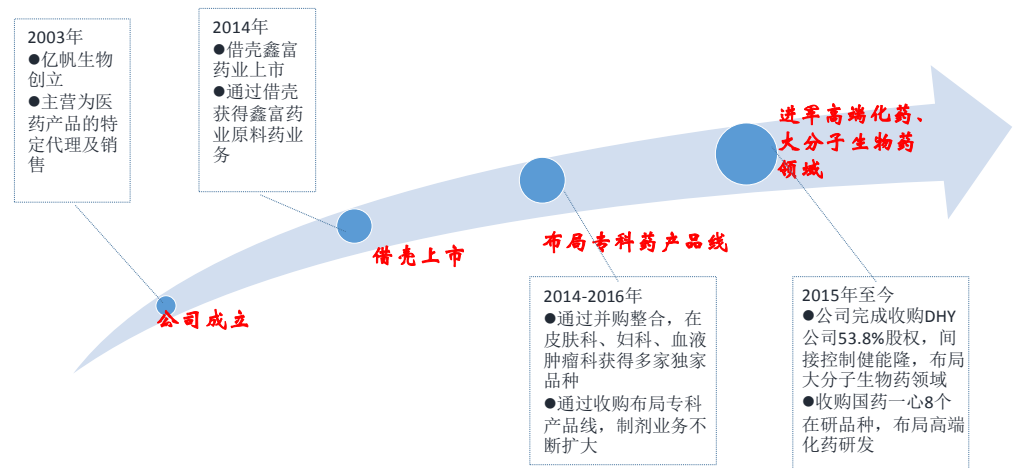
借壳鑫富，步步为营

管理层励精图治，带领公司华丽转型

亿帆医药创建于 2003 年，是一家以医药、原料药等产品为主的集研发、生产、销售于一体的创新型制剂企业。

1994 年，过鑫富先生创立鑫富药业，并于 2004 年 7 月在深圳证券交易所上市，公司当时主业为 D-泛酸钙、D-泛醇等系列精细化学产品及全生物降解材料的研发、生产及销售。2014 年 9 月，亿帆生物成功借壳鑫富药业，原亿帆生物及亿帆药业实际控制人程先锋先生成为公司第一大股东及实际控制人，并更名为亿帆鑫富，后更名亿帆医药。借壳成功后公司连续收购多家制药公司，形成了沈阳、成都、安徽三大药品生产中心，实现从原料药向制剂业务的转型。

图 1 亿帆医药发展历史

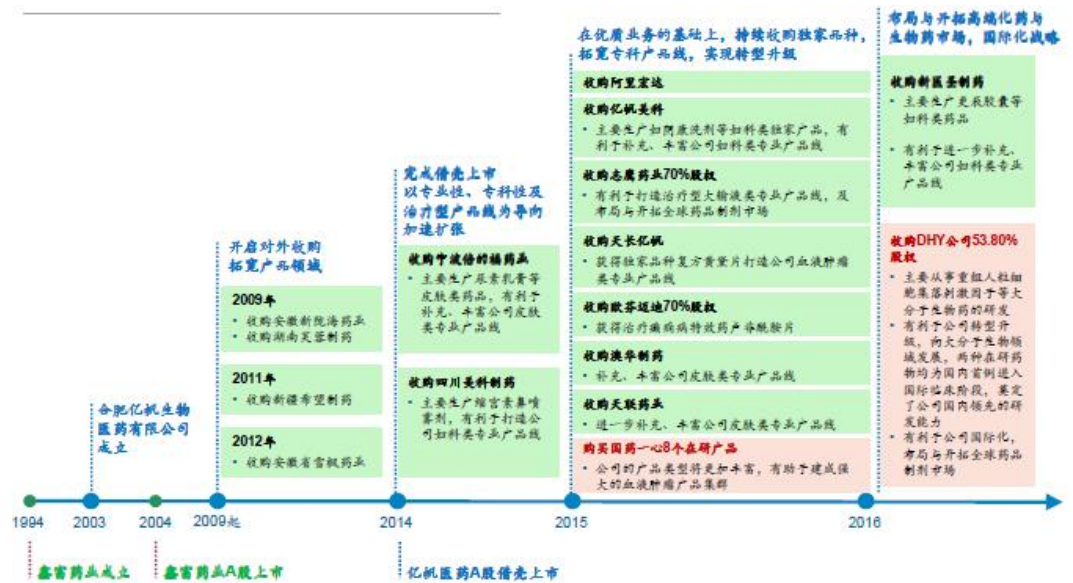


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

纵观亿帆生物发展历程，在 2010 年以前公司处于药品配送阶段，购买药品后销售并配送给医院，毛利率较低，通常在 5% 以下；2010 年-2012 年，公司处于药品流通的中级阶段，除了药品配送外，还拥有国内 6 个品种全国代理权，分别为注射用门冬氨酸洛美沙星、克林霉素磷酸酯胶囊及片剂、虚汗停胶囊、五位赖氨酸颗粒、跌打活血胶囊、美托洛尔控释片。2012 年以后，公司进入了医药流通的高级阶段，取得一些产品的独家代理权，并通过委托加工模式迅速扩张。公司独家代理产品共有 4 个，分别为吡拉西坦氯化钠注射液、注射用头孢他啶、注射用长春西汀和阿奇霉素颗粒（II）。

公司自 2014 年借壳鑫富药业后发生了巨大的变化，已经开始了对大分子生物药、高端化药、特色中药进行了全面的布局。公司近年来注重研发，目前已全部接收收购国药一心 6 个血液肿瘤和 2 个高端化药；公司通过并购整合，补充丰富了产品线，提升了创新研发实力，逐步实现从原料药到药品制剂的转型。通过收购制药公司，公司目前已形成沈阳、成都、安徽三大药品生产中心。管理层近几年加快了并购的步伐，仅 2016 上半年，公司就通过投资设立、增资、并购重组等方式新增医药企业 8 家，重点收购全球大分子生物药研发企业 DHY 公司 53.8% 股权，成功切入生物创新药领域，用以发展大分子生物药及推进药品制剂国际化。

图 2 亿帆医药发展历程

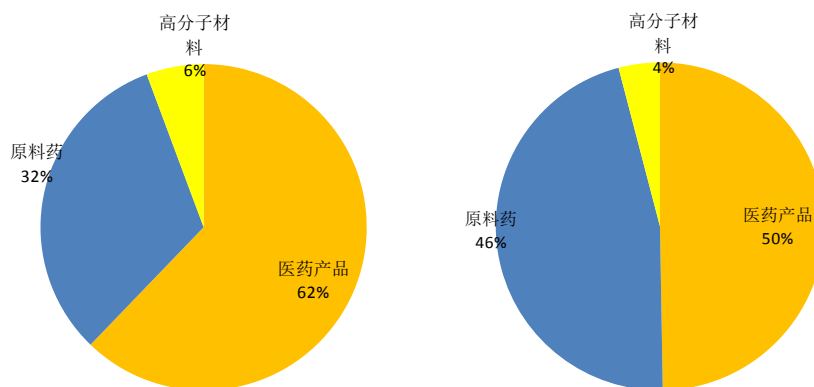


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

我们可以发现公司的发展总能把握时代脉搏。2014年之前渠道为王，公司完成了药品流通由低级到高级的华丽升级；2015年年底起原料药涨价，公司泛酸钙产品寡头垄断占尽先机；2015年-2016年并购风行，而此时公司并购了大量的优质医药公司，获得大量包括复方黄黛片在内珍稀药品批文，完成了销售型公司向制剂型公司转型；2017年医保目录调整，公司提前布局，11个独家品种挺进新版国家医保目录，1个产品以谈判形式进入国家医保，成此次目录调整最大赢家；2016年公司收购国药一心血液肿瘤药/高端化药和DHY的大分子生物药，并获得了其研发团队，从制剂型公司转型成研发型药企。公司能踏准医改节奏，不止是运气因素，更来自于管理层的勤奋和对大势的精准研判。

公司经营稳健，增长迅速

图 3 公司 2016 年收入和毛利润构成



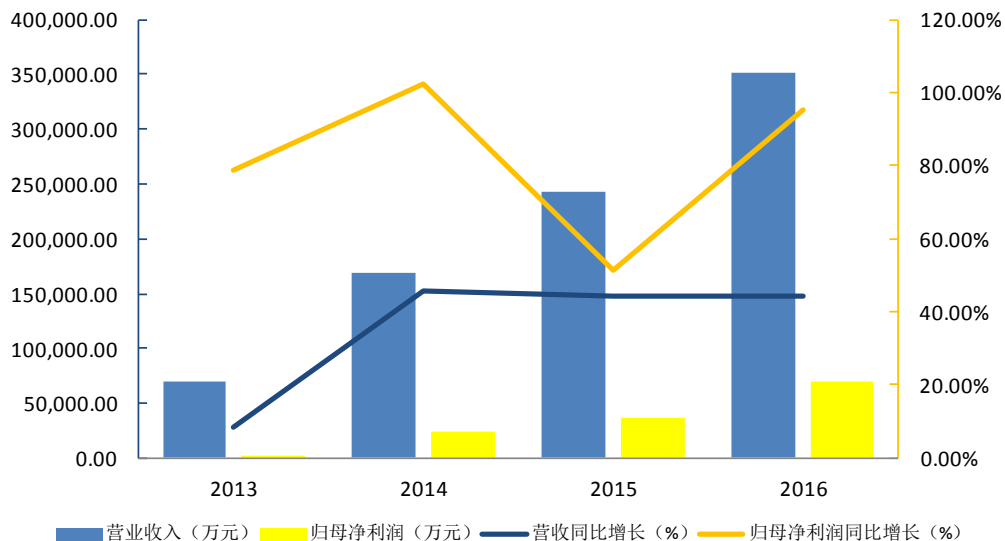
资料来源：亿帆医药 2016 年年报，国元证券研究中心

医药产品仍然为公司的主营业务，在 2016 年营业收入中的比重为 62%，在毛利润中的占比为 50%；原料药对毛利率的贡献较大，主要得益于公司原料药泛酸系列产品价格上涨。高分子材料在营业收入和毛利润中较小，均为 5%左右。

近几年，公司的营业收入和净利润规模都在逐年稳步增加，营业收入的同比增长率自 2014 年后保持在 40%左右，净利润的同比增长率更明显高于收入增长率。公司近几年毛

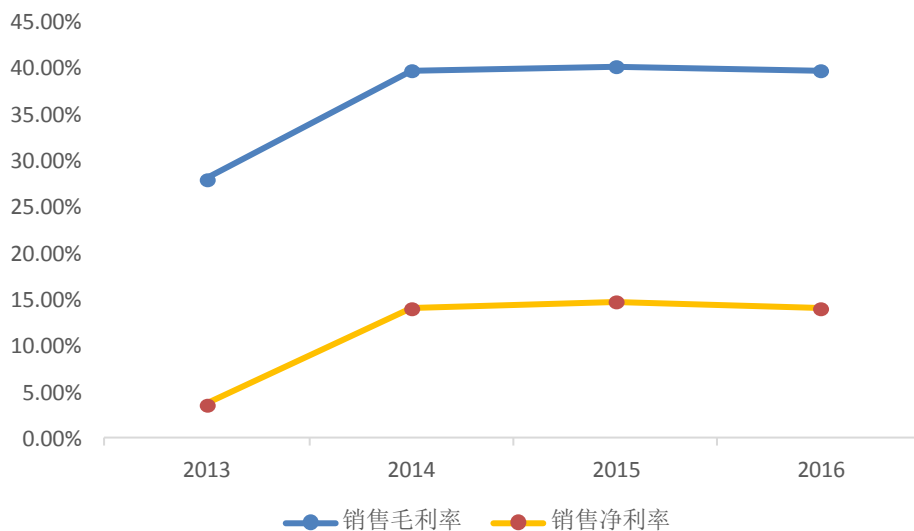
利率与净利率呈稳步上升趋势。

图 4 借壳后公司营收和利润大幅增长



资料来源: wind、国元证券研究中心

图 5 公司近几年毛利率与净利率呈稳步上升趋势

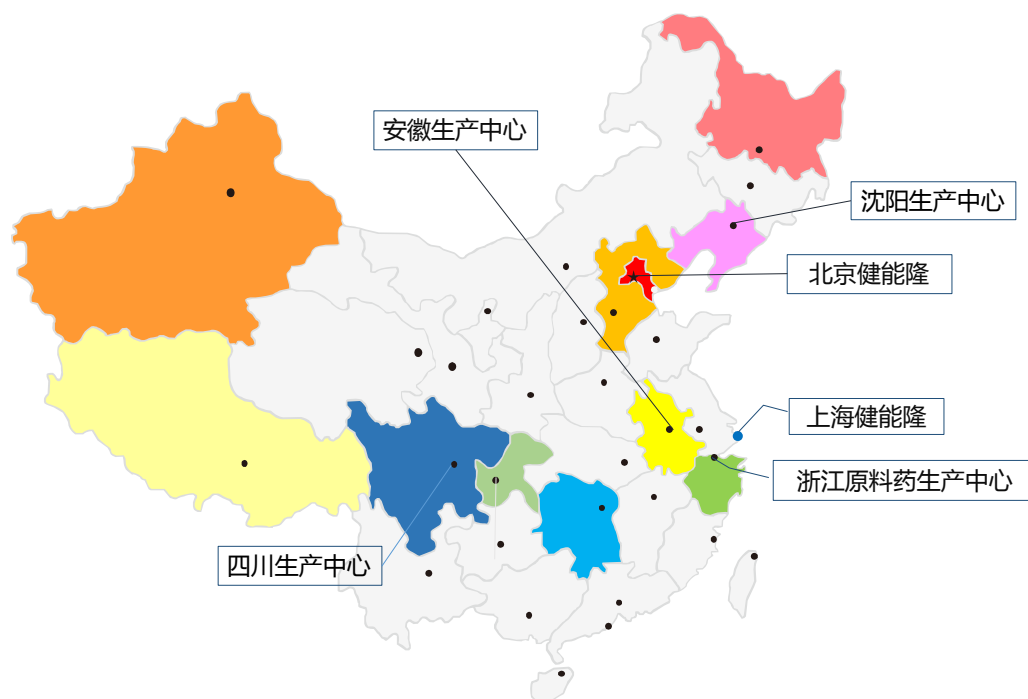


资料来源: wind、国元证券研究中心

公司业务布局合理，一体两翼六大中心

公司以药品制剂为核心，原料药和高分子材料业务为两翼，形成了六大药品生产中心。

图 6 亿帆医药业务布局



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

表 1 公司生产中心分布

生产中心	功能
安徽生产中心	已形成以宿州亿帆、天长亿帆为主的植物药、口服固体制剂药品生产中心，及以安徽合肥为主的小分子高端化药生产中心
辽宁沈阳生产中心	以志鹰药业与澳华制药为主建成治疗型大输液及骨科药生产中心
四川生产中心	已形成以四川美科、天联药业为主的拥有缩宫素鼻喷雾剂、妇阴康洗剂、除湿止痒软膏、疤痕止痒软化乳膏等独家妇科药、皮肤药产品，并陆续以四川成都为中心，将整个公司范围内的妇科药、皮肤药产品线进行整合
浙江生产中心	已形成以浙江杭州为中心的原料药生产基地

资料来源：亿帆医药公告、国元证券研究中心

公司收购后进行生产端整合，以现有批文的所在区域、现有生产设备、剂型及产品线为主线，对公司内部的药品批文和企业进行转移合并，形成了三大专科药品生产中心。经过整合，基本完成了新疆希望、新医圣制药的药品批准文号向四川德丰的转移，逐步完成安徽新陇海、安徽雪枫、宁波倍的福的药品批文及业务向宿州亿帆转移，公司核心企业均取得了新版 GMP 认证。不仅提升了公司核心产品质量标准与产能，也提高了药品生产型公司的管理效率，有助于降低管理成本，形成规模效应。

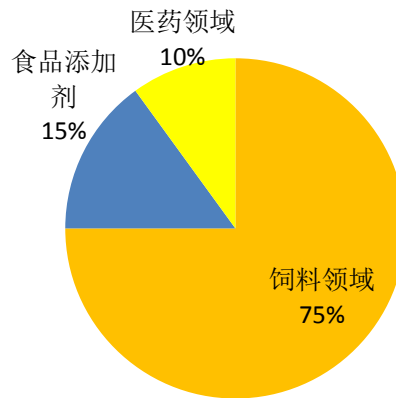
在销售端，形成了以产品线为导向的多条线路全国营销体系。公司在打造产品线集群的同时，依靠强大的销售网络，以产品线为导向，优化整合销售渠道资源，实现销售网络复用，降低渠道成本，发挥协同效应。对于新收购的血液肿瘤产品，公司引进具有长期跨国企业血液肿瘤产品市场推广经验的核心团队共建销售网络，为产品的后续上市积极准备。

原料药“现金牛”，奠定业绩基石

泛酸钙寡头垄断，价格维护

公司原料药主要是泛酸系列产品（D-泛酸钙和 D-泛醇，即维生素 B5 及原 B5），是维生素中的细分品种，主要用于饲料、食品和医药领域。

图 7 泛酸钙下游消费比例

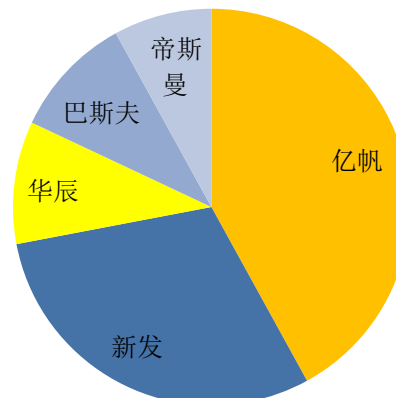


资料来源：维生素协会、国元证券研究中心

维生素现为国际医药与保健品市场的主要大宗产品之一，是中国医药产业中最重要的一类产品，种类繁多、出口量大，成为中国四大出口原料药之一。公司维生素 B5 及原 B5 等原料药产品作为医药、食品、饲料等重要的原材料之一，在促进养分的利用、促进脂肪酸的合成和分解等方面具有不可替代的作用。公司作为全球最大维生素 B5 与原 B5 的生产与供应商，拥有成熟的生产工艺和先进的设备以及高水准的技术研发团队，多年来一直处于行业龙头地位。

维生素 B5 在全球仅有亿帆医药、山东新发、山东华辰、巴斯夫、帝斯曼 5 家主要生产企业，全球产能约 25000 吨，主要集中于我国，全球维生素 B5 价格主要由国内生产商决定。公司目前是全球最大的维生素 B5 及原 B5 等原料药产品生产与供应商，产品畅销于欧美各国，市场占有率约 40%-45%。同时公司采用的酶拆分法生产泛酸钙和泛醇，也是目前世界上最好的技术，且为公司自有知识产权。在产品质量、成本控制及环境保护等方面均优于其他制备方法。

图 8 泛酸钙市场竞争格局

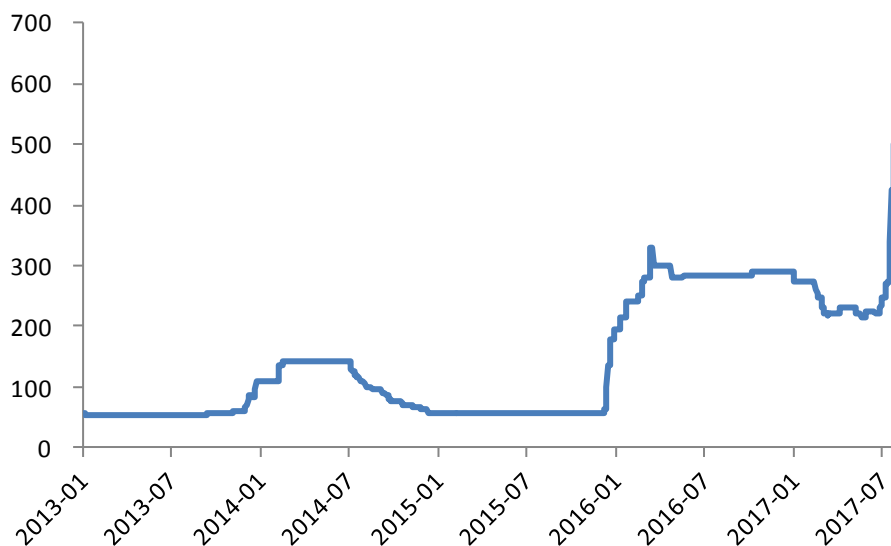


资料来源：维生素协会、国元证券研究中心

总体维生素市场的增长来自于保健品和动物用添加剂市场的增长，该系列产品具有一定

刚性市场需求，需求量总体保持增长趋势，但受经济环境影响也较大。2015 年底全球维生素产品出现了大面积、大幅度的涨价潮，D-泛酸钙的市场价格也在 2015 年 12 月份开始上扬。随着国家供给侧改革及环保成本面临的压力，原料药行业供给紧张的局面将持续相当长的时间，预计未来一至两年的价格走势将很大可能继续呈现高位运行的态势。

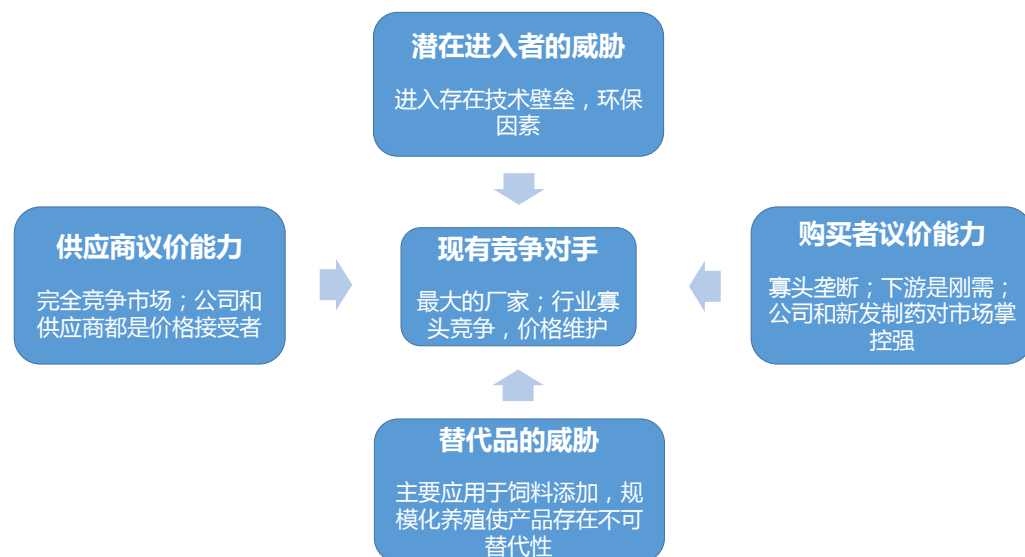
图 9 2013 年以来国内泛酸钙价格走势图 (更新至 8 月 2 日)



资料来源: wind、国元证券研究中心

泛酸钙行业波特五力分析

图 10 泛酸钙行业波特五力模型



资料来源: 国元证券研究中心

对供应商的议价能力

上游产品丙烯腈自国内截至 2015 年有 11 个厂家生产，市场供应过剩，下游产业增速跟不上节奏，虽然丙烯腈市场短期受到供应紧缩预期影响价格出现上扬，但市场整体仍处于供过于求的格局。

对购买者的议价能力

泛酸钙虽然全球消费量并不高，但却是一个典型的寡头垄断行业。全球维生素 B5 价格主要由国内生产商决定。下游主要集中在饲料、食品添加剂、医药保健品等领域，其中饲料的需求占比 75%。泛酸钙主要用于饲料添加，国内规模化养殖占比越来越高，规模化养殖带来动物见光少等不利生长因素，这要求增加动物维生素的喂养，同时，维生素在下游饲料生产中所占的成本比例非常小，因此下游的需求是稳定且具有刚性和不可替代性。

潜在进入者的进入威胁

价格高位运行，必将引起逐利者趋之若鹜。影响行业新进入者的因素有两个，一个是技术壁垒，一个是环保因素。泛酸钙是维生素技术壁垒比较高的一种，对潜在进入者存在进入障碍。公司采用的酶拆分法生产泛酸钙和泛醇，在产品质量、成本控制及环境保护等方面均优于其他制备方法，且目前国内泛酸钙的技术明显优于国外。即使其他企业有技术储备，在环保方面，公司给新进入者也树立了很高的壁垒。随着新环保法的实施，国家提倡供给侧改革，对生产企业，尤其是原料药生产企业的环保要求越来越高，安全生产考验将越来越大。公司不断加大投入，从源头把关，对生产时产生的“三废”做到规范处置，对污水处理实现纳管排放；另一方面，将 B5 生产线分重庆、安庆及杭州临安三地生产，分摊环保压力。在当前环保高压的形势下，要上马千吨量级的产能，在环评进程上要花去相当的时间，所以我们预计，泛酸钙行业在未来一两年内鲜有新进入者。

替代品的威胁

公司维生素 B5 及原 B5 等原料药产品作为医药、食品、饲料等重要的原材料之一，在促进养分的利用、促进脂肪酸的合成和分解等方面具有不可替代的作用。

产业内现有企业的竞争

目前全球共有 5 家厂家生产泛酸钙，亿帆医药目前是世界最大的泛酸系列产品生产与供应商，在全球的市场占有率 40%-45%。第二大供应商为新发药业有限公司，全球市场占有率约 30%；其余三家占有率均为 10%左右。目前国内泛酸钙的技术明显优于国外，而且国外技术和国内差距较大，因此巴斯夫和帝斯曼并不对公司构成威胁。行业内两大寡头亿帆医药和新发全球市场占有率超过 70%，对行业的掌控力极强。两家公司过去曾价格战不断，产品一直处于微利状态，目前公司与新发药业的商业秘密官司已获得胜诉，两家公司的战争告一段落，也促成了泛酸钙价格上涨。

专科药“明星”产品众多，受益医保调整

公司拥有核心专科领域药品批准文号 300 余个，其中独家规格或剂型近 40 个，医保产品 128 个，基药产品 55 个。公司靠渠道起家，医药业务覆盖除港澳台外所有省市区，药品制剂在全国二级以上医院覆盖率超过 60%。

公司持续布局抗感染、血液肿瘤、皮肤、妇科等多个专科用药领域，拥有多个潜力品种：
1) 皮肤科：通过收购澳华、天联，公司获得了完整的皮肤科产品线，包括数十个皮肤科用品种，十余个独家品种、独家剂型，与公司此前收购的倍乐的福的皮肤科产品结合形成完善的产品组合，具备协同效应。还有从国药一心获得的伏立诺他胶囊及后续皮肤肿瘤的在研产品线作为优质储备产品。
2) 血液肿瘤：公司收购天康获得复方黄黛片，并与国药一心公司签订转让协议，获得共 7 个血液肿瘤领域品种，包括硼替佐米、达沙替尼等重磅品种以及普乐沙福、氟法拉滨等二线品种，公司拥有国内最强大的血液肿瘤领域产品管

线。3) 妇科：公司收购四川美科获得缩宫素鼻喷雾剂，收购蚌埠骄阳获得妇阴康洗剂，进而收购天康获得了众多妇科领域批文，公司妇科领域产品线已逐步完善。

图 11 公司制剂产品展示



资料来源：亿帆医药官网，国元证券研究中心

表 2 12 项进入医保目录的独家品种概况

分类	药品名称	适应症	拥有方式	招标入围省份数
皮肤科	富马酸依美斯汀缓释胶囊	过敏	独家生产	7
	皮敏消胶囊	皮肤过敏	独家生产	6
	除湿止痒软膏	湿疹	独家生产	3
	疤痕止痒软化乳膏	疤痕止痒	拥有自主产权	6
妇科	妇阴康洗剂	妇科感染	独家生产	3
	缩宫素鼻喷雾剂	助产、催乳、产后抑郁	独家生产	8
	坤宁颗粒	补气养血、调经止痛	拥有自主产权	0
感冒	复方银花解毒颗粒	感冒	独家生产	2
	小儿金翘颗粒	咽喉部感染	独家代理	7
止痛	颈通颗粒	颈椎病	独家生产	2
心脑血管	延丹胶囊	冠心病、心绞痛	独家生产	5
血液肿瘤	复方黄黛片	急性早幼粒细胞白血病	独家生产	-*

资料来源：公司公告

*注：复方黄黛片 7 月刚公布以谈判方式进入国家医保，新的招标数据还未更新

血液肿瘤产品

表 3 血液肿瘤类在销产品列表

分类	产品名称	适应症	所属子公司	竞争格局
血液肿瘤产品	复方黄黛片	治疗急性早幼粒白血病	天长亿帆	独家

复方黄黛片

复方黄黛片是亿帆医药的独家产品，它的主要成分是雄黄，也就是砷剂，砷剂可以治愈急性早幼粒细胞白血病（APL，白血病的一个亚型），这是一个罕见病，全国每年新发 APL 的患者人数大约 1 万人左右。用砷剂治疗 APL，是中国医学家对世界的贡献，同类药品有三氧化二砷注射剂(ATO)，两者在头对头的三期临床试验上证明均可以接近 100% 的治愈 APL。2014 年复方黄黛片进入 APL 中国指南，可在多个治疗阶段作为 ATO 的替代药品。同时，从患者依从性和住院费用方面考虑，ATO 治疗的临床过程大概需要 3-4 个小时，连续 28 天输液为一个疗程，一年住院治疗时间需要 100 多天，这样的治疗方式对病人来说生活质量将大打折扣。而复方黄黛片是口服制剂，可以从住院转到门诊治疗，节省了住院费用，同时可减少毒副作用，改善患者长期预后。今年 7 月，复方黄黛片以谈判方式进入国家医保，谈判价格是 10.5/片（0.27g），相对于 16.7 元的前期某省中标价降幅 37%，降价幅度远小于 2015 年谈判结果。复方黄黛片以较低降幅进入全国医保超出市场预期，参考公司以往强大的营销能力，加上其疗效好、患者依从性好，可全面替代静脉砷剂，市场份额有望显著提升。

另一方面，复方黄黛片的国际市场前景可期。由于患病人数较少，在国外可以以孤儿药身份进行申报，获得申报进度和价格上的支持。参照其他血液肿瘤用药，伊马替尼治疗 CML，年销售金额 50 亿美金；依鲁替尼治疗 CML、CLL、WM、SLL，一年用药金额 90-100 万元，未来预期年销售额过 100 亿美金；利妥昔治疗 NHL，来那度胺治疗 MMA，年用药金额均达几十万。ATO 海外售价达到国内 50 倍，年用药金额达到 50 万元。从疗效角度讲，国产砷剂治疗 APL 的缓解率达到 99%，不仅效果好，还有不耐药，复发可继续用药等优势，定价更不应该低。我们判断其国外定价不会低于 10 万元，欧美每年接受 APL 治疗的患者达到 5000-7000 名，其海外销售额将过亿。

公司还在申请除 APL 之外新的适应症，CML 的 III 期即将完成，患者人数将扩增 2-3 倍。以复方黄黛片为例，我们也可以看出公司并购整合批文重新招标定价的策略。2016 年以前，复方黄黛片由天康药业经营，连年亏损，中标价最高 5.38 元/片。公司收购天康后，将复方黄黛片重新招标定价，价格升至 16.7 元/片，达到原来的 3 倍。虽然在这次医保谈判中价格略有下降，但相对于 16 年之前的中标价价格仍然翻番了，可以说是明降暗升。

表 4 复方黄黛片历史中标价格

规格	生产企业	中标省区	中标时间	价格属性	标的执行情况	最小制剂单位价格(元)
0.27g	安徽省天康药业有限公司	江西	2017-7-6	挂网	在执行	16.70
0.27g	天长亿帆制药有限公司	上海	2017-5-15	挂网	在执行	无公布价格
0.27g	安徽省天康药业有限公司	山东	2017-5-4	拟挂网	在执行	无公布价格
0.27g	安徽省天康药业有限公司	广西	2016-9-5	中标	在执行	16.70
0.27g	安徽省天康药业有限公司	江西	2016-7-7	竞价	在执行	16.7
0.27g	安徽省天康药业有限公司	广西	2016-7-1	竞价	在执行	16.7
0.27g	安徽省天康药业有限公司	湖南	2014-12-26	拟中标	已执行新标	4.74
0.27g	安徽省天康药业有限公司	吉林	2014-04-03	竞价	在执行	5.38
0.27g	安徽省天康药业有限公司	湖北	2013-4-28	中标	已执行新标	4.6733
0.27g	安徽省天康药业有限公司	湖北	2013-1-15	中标	已执行新标	4.6733
0.27g	安徽省天康药业有限公司	广州军区	2012-6-15	中标	已执行新标	4.8008
0.27g	安徽省天康药业有限公司	山西	2011-6-4	中标	已执行新标	4.6050
0.27g	安徽省天康药业有限公司	河北	2011-1-30	中标	已执行新标	4.6050
0.27g	安徽省天康药业有限公司	山东	2009-12-27	中标	已执行新标	4.6300

资料来源：米内网，国元证券研究中心

妇科产品

表 5 妇科在销产品列表

产品名称	适应症	所属子公司	竞争格局
缩宫素鼻喷雾剂	加强子宫收缩和促进排乳	四川美科	独家
妇阴康洗剂	用于细菌性阴道病、滴虫性阴道炎	蚌埠骄阳药业	独家
断血流颗粒	用于血热妄行所致的月经过多、功能失调性子宫出血	天康药业	威海华洋药业、天康药业 2 家
更辰胶囊	用于肾阳虚引起的更年期综合征	黑龙江仁合堂药业	独家
新生化颗粒	用于产后恶露不行	天康药业	天康药业、云南白药等 35 家企业
妇炎康复片	用于湿热瘀阻所致妇女带下	天康药业	5 家
补血当归精	用于产后血虚体弱	辽宁德峰药业	12 家

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

缩宫素鼻喷雾剂

缩宫素鼻喷雾剂具有加强子宫收缩和可促使乳腺泡周围的平滑肌细胞收缩促进排乳的作用，可用于协助产妇产后乳腺分泌的乳汁的排出。公司 2014 年收购四川美科获得该独家品种，商品名奥赛托星。缩宫素鼻喷雾剂主打催乳和子宫复旧，从最新的中标价格来算，单支费用在 44 元以上，面对 1800 万分娩量和 1000 万人流量的市场，市场空间达到 10 亿以上。

缩宫素鼻喷雾剂 16 年终端销售额过亿，同比增速 50%，未来增速来自适应症拓展和新进医保增量。缩宫素鼻喷雾剂 2016 年销量在 240 万支左右，目前 80% 的份额集中在催乳适应症，2016 年中国新生儿数目为 1870 万，预计中国超过 20% 的初产妇产后患有排乳受阻或泌乳不足的哺乳困难症，至少有 400 万患者，仍有拓展空间；更大术后修复适应症如子宫复旧正在开拓，子宫复旧是指帮助妊娠过程中增大的子宫在分娩后顺利收缩，面对对象是每年 1800 多万分娩量和 1000 万人流量，单次用药金额在 50~250 元，市场空间比催乳更大。缩宫素鼻喷雾剂之前仅四川省医保可以报销，销量就达到 70 多万支，占全国总销量的 1/3。最近鼻喷雾剂新进入 17 年全国医保目录乙类，单支自付金额从 50 元下降到 10 元左右，待下半年在全国 30 多个省市执行后，缩宫素鼻喷雾剂有望放量。2015 年整个样本医院销售量市场份额为 2.6% 左右，参考竞品药物 09 年就进入全国医保，我们预计鼻喷雾剂未来有较大的成长空间。

妇阴康洗剂

妇阴康洗剂为全国独家产品，国家中药三类新药，国药准字 B 类，医保中唯一的妇科洗剂。主要功效有清热燥湿，除痒止带，用于细菌性阴道病、滴虫性阴道炎，可改善阴部

瘙痒、疼痛、带下量多、尿频、尿急、尿痛症状。相对于其他妇科洗剂，妇阴康是新一代妇科全科抗感染用药，局部药物浓度高作用时间长，抗病毒抗病原体，标本兼治使用舒适安全无毒。使用上不需要稀释，直接滴入更方便。

妇科炎症市场规模在 2012 年超过 100 亿元，其中零售终端 OTC 占比达到 63%，医院市场占比达到 37%；OTC 市场中，中成药占比又达到 54.43%。医保省份超过 10 个省的妇科洗剂销售额不小于 3 亿，妇阴康是首个进入国家医保的产品，之前进入了 2 个省地方增补医保目录，未来具备 5-10 亿的销售空间。

表 6 妇阴康各省市最新中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	价格属性	标的执行情况
10ml	65.0	江西	2017-7-6	挂网	在执行
10ml	无公布价格	山西	2017-6-13	挂网	在执行
10ml	42.23	江苏	2017-4-17	中标	在执行
10ml	46.21	宁夏	2017-3-16	挂网	在执行
10ml	46.72	辽宁	2017-1-25	挂网	在执行
10ml	48.86	甘肃	2016-11-7	挂网	在执行
10ml	51.00	广西	2016-9-5	中标	在执行

资料来源：米内网，国元证券研究中心

皮肤科产品

表 7 皮肤科在销产品列表

产品名称	适应症	所属子公司	竞争格局
除湿止痒软膏	用于急性、亚急性湿疹证属湿热或湿阻型的辅助治疗	成都明日制药	独家
皮敏消胶囊	用于治疗急、慢性荨麻疹、湿疹	沈阳澳华制药	独家
尿素乳膏	用于皮肤角化症	宁波倍的福药业	华润三九(南昌)药业等 102 家
双氯芬酸钠乳膏	用于缓解局部轻至中度疼痛	宁波倍的福药业	独家
盐酸特比萘芬搽剂	用于治疗手癣、足癣、体癣、股癣、花斑癣及皮肤念珠菌病等	新疆希望制药	齐鲁制药、新疆希望制药 2 家
复方骆驼蓬子软膏	用于湿寒所引起的关节酸痛	新疆希望制药	独家
维 A 酸乳膏	角化异常及色素过度沉着性皮肤病、银屑病	新疆希望制药	辰欣药业等 35 家
复方甲苯咪唑乳膏	用于驱除蛔虫、蛲虫	宁波倍的福药业	独家
貂油治裂软膏	用于冻疮早期皮肤红肿	宁波倍的福药业	独家
尿素维 E 乳膏	用于手足皲裂	宿州亿帆药业	华润三九(南昌)药业等 29 家公司

苦豆子油搽剂 用于治疗皮炎引起的皮肤瘙痒等症

新疆希望制药 独家

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

除湿止痒软膏

除湿止痒软膏止痒快速，抗炎效果与中效激素相当，是不含激素、不含抗生素的中药提取软膏。用于治疗湿疹，尤其是婴幼儿湿疹、慢性肛周湿疹、阴囊湿疹等；皮炎，尤其是特应性皮炎、接触性皮炎、虫咬性皮炎等。在进入国家医保之前，未有地方省份增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

皮敏消胶囊

皮敏消胶囊主要用于治疗急、慢性荨麻疹、湿疹，具有抗炎止痒作用，临床实验显示对银屑病也有很好的疗效。其作用机理是抑制过敏介质释放，促进表皮生成，因此具有毒副作用小、无嗜睡、复发率低等特点。国内独家专利产品，是国家三类新药，二级中药保护品种，为公司自有独家产品。起效快，疗程短，费用低。口服剂型，患者依从性好。在进入国家医保之前，地方上仅有辽宁、广东 2 省增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大，具备 3-5 亿的销售潜力。

儿科产品

表 8 儿科在销产品列表

产品名称	适应症	所属子公司	竞争格局
盐酸特比萘芬乳膏	用于治疗手癣、足癣、体癣、股癣、花斑癣及皮肤念珠菌病等	新疆希望制药	湖北科田药业等 49 家
小儿氨酚黄那敏颗粒	用于缓解儿童普通感冒及流行性感冒症状	安徽省雪枫药业	哈药集团三精儿童大药厂等 286 家
赖氨酸锌片	防治小儿及青少年因缺乏赖氨酸和锌而引起的症状	辽宁良心(集团)德峰药业	太阳石(唐山)药业等 4 家
小儿清热止咳口服液	用于小儿外感风热所致的感冒	安徽省天康药业	太极集团重庆桐君阁药厂等 46 家
赖氨酸锌颗粒	防治小儿及青少年因缺乏赖氨酸和锌而引起的疾病	辽宁良心(集团)德峰药业	新疆生化药业等 12 家

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

小儿金翘颗粒

小儿金翘颗粒是一种解毒利咽、消肿止痛用药，独家产品。

从米内的数据来看，小儿金翘颗粒进入了 12 个省份的正在执行的招标，之前不在公司在销名单之列，2017 年将带来 5000 万左右销售额，未来有 2-3 亿市场潜力。

表 9 小儿金翘颗粒招标情况

规格	转换比	中标价格 (元)	中标省区	中标时间	价格属性	最小制剂单 位价格(元)
7.5g	8	59.2	江西	2017-7-6	挂网	7.40
每袋装 7.5g		无公布价格	山西	2017-6-13	挂网	无公布价格

7.5g		无公布价格	山东	2017-5-4	拟挂网	无公布价格
7.5g	8	51.5	江苏	2017-4-17	中标	6.44
每袋装 7.5g	8	53.55	宁夏	2017-3-16	挂网	6.70
每袋装 7.5g	8	51.50	辽宁	2017-1-25	挂网	6.44
7.5g	8	51.5	甘肃	2016-11-7	挂网	6.44
7.5g	6	44.80	广西	2016-9-5	中标	7.47
每袋装 7.5g	8	59.20	广西	2016-9-5	中标	7.40
每袋装 5g	12	16.10	四川	2015-09-25	中标	1.34
5g/袋	12	25.28	广东	2015-7-21	中标	2.11
5.0g	12	34.86	海南	2014-10-31	中标	2.91
5g	12	31.295	云南	2010-12-22	中标	2.61
5g	8	21.175	云南	2010-12-22	中标	2.65

资料来源：米内网，国元证券研究中心

其他

表 10 其他在销产品列表

分类	产品名称	适应症	所属子公司	竞争格局
OTC 产品	元胡止痛片	用于气滞血瘀所致的胃痛，胁痛，头痛及痛经	安徽省天康药业	昆明中药厂等 255 家
	山楂精降脂滴丸	用于高脂血症	安徽省天康药业	天康药业、今辰药业 2 家
	化痰祛斑胶囊	用于黄褐斑、酒渣、粉刺	安徽省天康药业	天津宏仁堂药业等 4 家
	银翘解毒片	用于风热感冒	安徽省天康药业	哈药集团制药六厂等 269 家
	颈通颗粒	用于颈椎病引起的颈项疼痛	辽宁良心(集团)德峰药业	独家
	金樱首乌汁	用于肝肾亏损，阴虚血少	辽宁良心(集团)德峰药业	莎普爱思强身药业等 5 家
	三鞭胶囊	用于阳痿遗精，腰肾酸痛，养血补血	安徽省天康药业	贵州宏奇药业等 6 家
	天麻胶囊	用于肢体拘挛，手足麻木，腰腿酸痛	安徽省天康药业	贵州拜特制药等 149 家
	愈伤灵胶囊	用于跌打挫伤，筋骨瘀血肿痛	安徽省天康药业	陕西白云制药等 17 家
	元胡止痛胶囊	用于气滞血瘀的胃痛，胁痛，头痛及痛经	安徽省天康药业	贵州益佰制药等 50 家
	板蓝根颗粒	用于肺胃热盛所致的咽喉肿痛、口咽干燥	安徽省天康药业	上海凯宝药业等 1046 家
	感冒灵颗粒	用于感冒引起的症状	安徽省天康药业	桂林三金药业等 39 家
	胃舒宁颗粒	用于脾胃气虚、肝胃不和和所致症状	安徽省天康药业	哈尔滨瀚钧药业等 7 家
	小儿清热止咳口服液	用于小儿外感风热所致的感冒	安徽省天康药业	太阳石(唐山)药业等 46 家
	蒲地蓝消炎片	用于疔肿、咽炎、扁桃腺炎	安徽省天康药业	云南白药等 29 家
	养血安神片	用于阴虚血少，头眩心悸，失眠健忘	安徽省天康药业	山东鲁药制药等 135 家
	黄连上清片	用于风热上攻、肺胃热盛所致的症状	安徽省天康药业	吉林海外制药等 93 家
	长春西汀氯化钠注射液	改善大脑，心脏等重要器官 改善能量代谢	沈阳志鹰药业	独家
	治疗型大输液	磷酸川芎嗪氯化钠注射液	用于缺血性脑血管疾病	沈阳志鹰药业
硫酸庆大霉素氯化钠注射液		用于敏感细菌所致中枢神经系统感染	沈阳志鹰药业	独家
氯化钠注射液		各种原因所致的失水	沈阳志鹰药业	扬子江药业等 4714 家
葡萄糖注射液		用于各种原因引起的进食不足或大量体液丢失	沈阳志鹰药业	华润紫竹药业等 3481 家

资料来源：米内网，国元证券研究中心

“重磅产品” 储备丰富，助业绩腾飞

收购国药一心 8 品种，完善血液肿瘤产品线

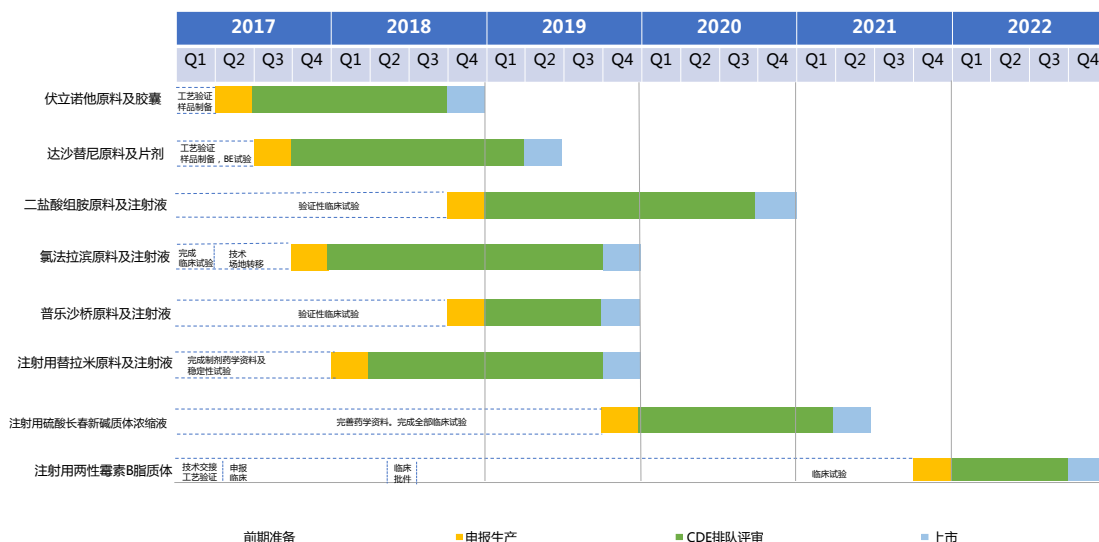
公司收购国药一心 8 个在研品种，有效增强了血液肿瘤产品线，加快转型步伐。在收购品种的同时也获得了 8 个在研品种的核心研发团队，并与具有长期在国际领先企业进行血液肿瘤产品市场推广经验的核心团队共同设立西藏恩海以布局销售网络。

表 11 收购国药一心 6+2 品种介绍

研发药品	适应症	预计 申报 时间	预计 上市 时间	预计进 入国内 市场顺 序	原研企业及 上市时间	原研药境外 累计销售额 (亿美元)	我国市场空 间	上市后稳定期 预期每年毛利 (万元)
伏立诺他 原料及胶 囊	皮肤 T 细胞淋 巴瘤	201 7.06	201 8Q4	第 1 家	默沙东 2006	1.7	每年新增患 者约 3000 人	1800
达沙替尼 原料及片 剂	慢性骨髓性白 血病	201 7.12	201 9Q3	第 3-4 家	施贵宝 2006	70.8	每年新增患 者 1.3 万人	1000
二盐酸组 胺原料及 注射液	成人急性髓细 胞性白血病	201 9Q1	202 0Q4	第 1 家	西班牙马克 西姆 2008	18	每年新增患 者 2.3 万人	1700
氟达拉滨 原料及注 射液	儿童难治性或 复发性急性淋 巴细胞性白血 病	201 7.10	201 9Q4	第 1 家	美国健赞 2004	3.5	每年新增患 者数 2 万人	900
普乐沙福 原料及注 射液	用于非霍奇金 淋巴瘤 (NHL) 和多发性骨髓 瘤 (MM) 患者 的干细胞移植	201 8.12	201 9Q3	第 4 家	美国健赞 2008	7.1	每年需要进 行干细胞移 植的患者为 3000 人	1000
注射用硼 替佐米及 原料	多发性骨髓瘤	201 7.12	201 9Q4	第 4-5 家	武田、强生 联合开发 2009	145.7	多发性骨髓 瘤发病率估 计为 2~3/10 万	2500
注射用硫 酸长春新 碱脂质体 浓溶液	费城染色体阴 性 (PH-) 急性淋 巴细胞白血病	201 9.12	202 1Q1	前 3 家	美 国 TALON THERAP 2012	52	占国内白血 病比重约为 35%	2300
注射用两 性霉素 B 脂质体	深部真菌感染	202 2Q1	202 2Q4	第 2-3 家	Three Rivers Pharma 1997	15	-	3300

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 12 收购国药一心 8 品种申报进展图



资料来源：公司公开资料

收购 DHY 公司 53.8%股权，进军大分子生物药领域

图 13 DHY 大分子生物药产品研发进展图



资料来源：健能隆公司网站

公司在 2016 年 7 月完成对 DHY 公司 53.8% 的股份，开始了对大分子生物药的布局，旗下双分子平台和免疫抗体平台孕育多款重磅生物药，为公司未来发展打下坚实基础。同时大幅提升了公司的研发能力。

F-627 (贝格司亭)：第三代长效 G-CSF，10 亿潜力重磅药

F-627 是健能隆医药研发的具有知识产权的创新生物药，是在研产品中唯一一个获批美国 FDA 临床 III 期的长效 G-CSF 创新药，拟用于肿瘤患者放、化疗引起的嗜中性粒细胞减少症。F-627 应用独创的独家专利保护双分子平台，与现有的重组人 G-CSF 不同，含有两个 G-CSF 分子，即 G-CSF 二聚体。F-627 由 CHO 细胞表达，无血清培养生产。

表 12 已上市和在研 G-CSF 药物比较

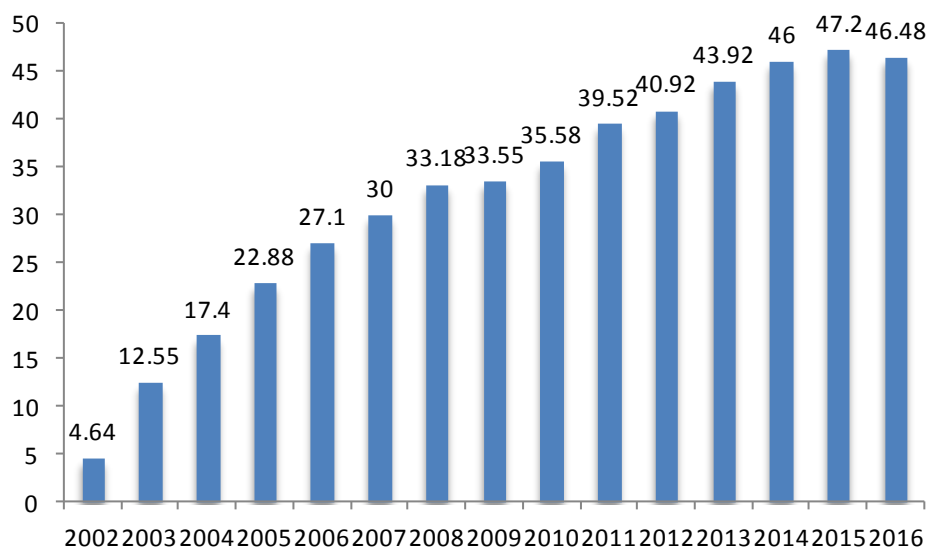
效能	药名	公司	分期	机理	给药周期	疗程开支	备注
长效 G-CSF	Neulasta	Amgen	已上市	大肠杆菌表达的聚乙二醇重组 G-CSF	每个化疗疗程使用一次	5500\$	2015 年专利到期
	新瑞白	齐鲁制药	已国内上市	聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子	每个化疗周期后皮下注射一次	3570 元	
	津优力	石药集团	已国内上市	聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子	每个化疗周期后皮下注射一次	3080	
	F-627	亿帆医药	FDA 临床三期	CHO 表达 hG-CSF-L-vFc 融合蛋白	每个化疗疗程使用一次	/	一步发酵, 唯一二聚体
	SPI-2012	SPPI/Hanmi	FDA 临床三期	小段 PEG 将 CSF 与 Fc 连接后分步化学修饰	每个化疗疗程使用一次	/	类似 T-DM1 药物的 ADC 技术
	MYL-1401 H	Biocon/ Mylan	FDA 临床三期完成	Neulasta 生物类似药	每个化疗疗程使用一次	/	2016.07EM A 申请
	CHS-1701	Coherus	FDA 申请注册	Neulasta 生物类似药	每个化疗疗程使用一次	/	2016.11 申请 351 (k)
	GX-G3	Genexine/天士力	FDA 临床二期	Neulasta 生物类似药	每个化疗疗程使用一次	/	融合蛋白
	HSP-130	Hospira	FDA 临床二期	Neulasta 生物类似药	每个化疗疗程使用一次	/	
PEG G-SCF	USV	FDA 临床三期	Neulasta 生物类似药	每个化疗疗程使用一次	/		
短效 G-CSF	Neupogen	Amgen	已上市	大肠杆菌表达重组 G-CSF	疗程期间每天使用	2000~3500\$	
	瑞白	齐鲁制药	已国内上市	大肠杆菌表达重组 G-CSF	每日 1 次皮下或静脉注射给药	700~1000 元	
	惠尔血	协和发酵麒麟	已国内上市	大肠杆菌表达重组 G-CSF	每日一次, 静脉给药	332 元 /150ug: 9ml	

资料来源: 国元证券研究中心

F-627 参比的是 Amgen 的 Neulasta, F-627 含有 Fc 融合蛋白, 可达到与 Neulasta 的 PEG 修饰相似的延长半衰期的效用, 同时, 因为其含有 G-CSF 双分子, 相对于 Neulasta 等所有长效 G-CSF, 在空间结构上更容易形成 G-CSF 配体-受体二聚体复合物, 因此产生更好的疗效。

目前 F-627 已经开始了全球 20 多个国家, 38 个国际多中心临床 III 期试验, 按计划将于今年年底, 最晚明年 1 季度入组完毕, 国内多中心 III 期临床试验也已经开始启动。按照以往经验, 美国完成生产申报流程需时 12 个月, 故我们估计 F-627 将于 2018 年年底或 2019 年 1 季度 FDA 获批。公司在北京有生产基地, 如 F-627 顺利获批, 完全可以满足产能需求。

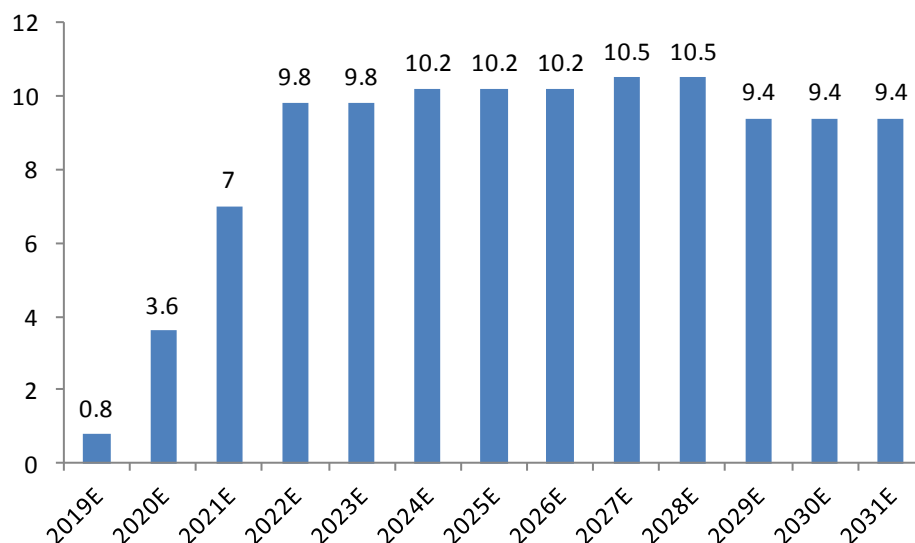
图 13 Neulasta 历年销售额 (亿美元)



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

Amgen 原研药 Neulasta 的全球销售额接近 50 亿美元，基本覆盖全球 G-CSF 市场 95%以上份额，据 IMS 的测算，假设 F-627 首仿上市可占据 20%左右的市场份额，我们预计 F-627 在全球内也将有 10 亿美元以上的市场预期。

图 14 F-627 2019 年上市后净利润预期 (亿元)



资料来源：公司公开信息

F-652 (普罗纳亭): 以孤儿药申报, 对应三大适应症

F-652 是一个重组人白介素 22-Fc 融合蛋白, 具有 IL-22 双分子结构, 由 CHO 细胞表达, 无血清培养生产。健能隆医药率先开始重组人 IL-22 的临床试验。F-652 拟用于治疗急性组织损伤和炎症性疾病。F-652 具有多个医学突破性潜力, 包括治疗移植抗宿主病, 急性胰腺炎, 急性酒精性肝炎。这三大适应症在临床上均无有效药物。移植抗宿主病, 急性酒精性肝炎两大适应症在美国进行临床 II 期的试验, 其中移植抗宿主病有望获得美国 FDA 孤儿药的身份, 获得加速审批, 同时在价格上获得支持。

移植抗宿主反应是一种特异的免疫现象, 是由于移植组织中的免疫活性细胞与免疫

受抑制的、组织不相容性抗原受者的组织之间的反应。移植物抗宿主病(graft-versus-host disease, GVHD)是骨髓移植(BMT)后出现的多系统损害(皮肤、食管、胃肠、肝脏等)的全身性疾病,是造成死亡的重要原因之一,目前治疗手段有限。这种病的患病率是 0.002%,美国每年新增病例大概 6000 人, F-652 是除免疫抑制剂之外的一种全新的治疗方法,即促进肠道细胞再生达到治疗目的,而不是增加更多的免疫系统抑制剂的方法。与目前 GvHD 病人的治疗手段相比,使用 F-652 的治疗,有可能保护胃肠道上皮细胞干细胞的死亡,并且同时能够通过 IL-22 激活 STAT3 信号通路来刺激肠道上皮细胞的再生。因此, F-652 可能为急性移植物抗宿主病患者,提供新的有效的治疗手段。由于是临床急需用药, FDA 允许其走孤儿药申报路径做完临床 II 期后直接申报。

酒精性肝病(alcoholic liver disease,ALD)是指由于酒精摄入过量而导致的肝脏损害等一系列病变,随着人们生活方式的转变,酗酒者不断增多,导致 ALD 有迅速增加的趋势。欧美国家的嗜酒人群中, ALD 的患病率高达 84%,其中 20%~30%可发展为肝硬化。在美国,由慢性肝病引致的死亡在死亡原因中排第 10 位,其中 ALD 为慢性肝病最常见的原因,每年有 15000~20000 人死于 ALD。ALD 无特效疗法,戒酒是首要的选择。在药物治疗上,糖皮质激素可改善重症酒精性肝炎患者的生存率。研究表明, F-652 可以促进损伤后组织修复,例如,促进肝细胞的前体细胞(干细胞)的分化和增殖,和促进肠道上皮细胞干细胞的增殖。还可以抑制纤维化的形成,例如,抑制肝星状细胞的活化,从而抑制胶原的合成,抑制肺纤维化的形成。

可以说, F-652 所对应的三大适应症,每个都有数亿美金的销售潜力。

F-899 : 长效生长激素,将受益于市场渗透率提高

F-899 是重组人生长激素-Fc 融合蛋白。 F-899 含有 2 个生长激素(GH)分子,即 GH 二聚体蛋白,理论上比单体具有更长的血清半衰期,从而改善药物代谢动力学和体内药效,更长效而且强效。

人生长激素(human growth hormone, hGH)是人脑垂体前叶嗜酸性细胞分泌的重要激素,具有促进人体生长发育和维持组织器官功能的生物功能,临床主要用于治疗成人及儿童生长激素缺陷而导致的身材矮小症,同时也能用于肌肉萎缩和损伤、严重烧伤的手术及后续治疗。虽然 rhGH 临床应用广泛,但由于其在体内的半衰期短,需要每日注射,导致依从性不佳。研究表明, F-899 在药物代谢动力学比目前市面上 PEG 化的人生长激素具有明显优势。

根据抽样调查,中国矮小症发病率约为 3%,现有矮小人口约 3900 万人。所有矮小人口中,4~15 岁的需要治疗的患儿约有 700 万。然而,目前我国每年的就诊患者不到 30 万名,真正接受治疗的患者不到 3 万名。随着人们生活水平的提高和认知程度的提高,越来越多的矮小症患者将被诊治,而长效的 rhGH 因依从性好而更受青睐。

免疫抗体产品线:储备多个重磅生物药

健能隆凭借免疫抗体技术平台(ITabTM),设计开发了多个抗肿瘤双特异性抗体分子。双特异性抗体分子由两个功能区构成,通过同时与 T 细胞上的 CD3 抗原和肿瘤细胞特异性抗原结合,将 T 细胞定向至肿瘤细胞周围,两种细胞接触进而形成突触,触发 T 细胞受体(TCR)信号通路的激活,颗粒酶表达、释放进而引起肿瘤细胞膜穿孔,导致后者的溶胞和凋亡。TCR 信号通路的激活同时引起一系列细胞因子的表达与释放,例如 IL-2 的释放反馈刺激 T 细胞的增殖,放大免疫杀伤效应。临床前研究数据证明,在靶细胞存在下,双特异性抗体分子可有效激活 T 细胞,并刺激其增殖,同时引起靶细胞的死亡。健能隆的免疫抗体平台下储备了多个重磅生物药。针对实体瘤的 A-337 已经申报临床;以 CD19 为靶点的针对 B 细胞白血病的 A-319 已经完成临床前研究,下个月申报临床;针对 B 细胞淋巴瘤的 A-329 也处于临床前研究阶段。

盈利预测与投资建议

由于环保和技术壁垒，我们判断原料药涨价将成为近几年的大趋势，公司泛酸钙价格将继续维持高位；制剂板块得益于前期布局，多个独家品种进入 2017 年国家医保目录，随着各省招投标落地，销售将逐渐打开。不考虑在研储备药物对公司未来业绩的影响，我们保守预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 8.8、10.4、12.2 亿元，EPS 分别为 0.96、1.13、1.32 元，对应当前 PE17、15、13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3505	4305	5190	6245
营业成本	1733	2008	2511	3116
营业税金及附加	50	61	74	89
营业费用	428	590	698	832
管理费用	326	400	483	581
财务费用	19	61	24	-5
资产减值损失	50	46	47	47
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	6	4	5
营业利润	899	1143	1357	1589
营业外收入	12	33	26	28
营业外支出	17	14	15	14
利润总额	895	1163	1369	1603
所得税	211	275	323	378
净利润	683	888	1045	1224
少数股东损益	-21	6	7	8
归属母公司净利润	705	882	1039	1216
EBITDA	1012	1250	1427	1631
EPS (元)	0.77	0.96	1.13	1.32

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn