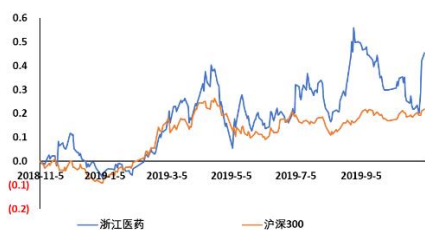


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

浙江医药: 重磅创新药临床数据披露在即, 后猪周期维生素弹性最大

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股) | 965/965 |
| 总市值/流通(百万元) | 12300/12300 |
| 12个月最高/最低(元) | 13.75/8.19 |

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

ADC 药物龙头, 首个创新药 ARX788 具有 Her2 ADC best-in-class 的潜力, 市场空间几十亿元/百亿元级别;

浙江医药是国内脂溶性维生素、抗耐药抗生素、喹诺酮类抗生素产品的主要生产基地, 公司业务横跨原料药、制剂、保健品和创新药多个领域。公司近年来与美国 AMBRX 公司合作, 积极布局 ADC 药物, 并于 2017 年成立了 ADC 创新药平台型公司浙江新码生物。公司先后于 2013 年和 2019 年获得了抗 Her2-ADC (ARX788) 和抗 CD70-ADC (ARX305) 的中国区域权益。Ambrx 公司独有的“遗传密码扩展技术”能够在蛋白/单抗中特定的位置上识别并引入非天然氨基酸, 实现定点偶联, 解决传统 ADC 药物面临的偶联位点多, 解决 DAR 不均一、脱靶毒性高等问题。**我们认为 ARX788 具有 Her2 ADC best-in-class 的潜力。ARX788 的一期临床详细数据将于 12 月 10-14 日召开的美国圣安东尼奥乳腺癌研讨会公布, 值得重点关注和期待。2019 年 10 月, 新码生物与药明生物达成创新 ADC 商业化生产战略合作, 药明生物将为 ARX788 提供偶联原液和制剂成品 III 期临床样品研制, 工艺表征及验证研究, 以及大规模商业化生产等技术服务。预计一期临床完成后, 直接开展三期临床。**

Ambrx 是一家创新能力极强的公司, 专注于研发创新前沿的优化蛋白质疗法, 即生物偶联物。创始人 Peter G. Schultz 为世界知名化学生物学家、美国科学院院士和 Scripps 首席教授。公司打造了全球独有的技术平台, 运用遗传密码子扩充技术创造一流的新型生物制药, 包括抗体药物偶联(ADC)、免疫调节蛋白、双特异性抗体等。凭借核心技术平台, Ambrx 与 BMS、安斯泰来、百济神州、Elanco 及浙江医药等国内外医药企业合作开发一系列 first-in-class 或 best-in-class 治疗性生物药, 在生物制药的最前沿与顶尖企业竞争。

ARX788 市场空间巨大, 国内市场几十亿/百亿元级别, 海外市场现有靶向药百亿元美金以上。Hert-2 阳性乳腺癌, 全球靶向药主要是曲妥珠单抗(超 70 亿美金)、帕妥珠单抗(超 20 亿美金)、曲妥珠单抗-偶联(ADC, 超 10 亿美金)。中国 hert-2 阳性乳腺癌每年新发患者 7.5 万, ARX788 有望成为 hert-2 靶向药的 best in class, 未来若成功上市, 假设未来价格降到 10 万/年, 若占据新发患者的 30% 份额, 市场空间 25 亿。若考虑人群更大的 Hert-2 阳性胃癌(中国每年新发 15 万)等适应症, 国内市场国内市场几十亿/百亿元级别。海外市场公司享有按收入提成一定比例的权益。

奈诺沙星若通过谈判纳入医保有望逐步放量, 市场空间 10 亿元以上

苹果酸奈诺沙星是一种新型的无氟喹诺酮抗生素, 具有良好的药物安全性和极佳的组织穿透力, 口服与注射剂型兼具, 不易产生耐药性菌株。苹果酸奈诺沙星胶囊已经于 2016 年获批上市, 今年有望通过谈判纳入医保; 苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液有望于明年上半年获批。同类品种左氧氟沙星、莫西沙星目前市场规模均在 50-70 亿。我们认为奈诺沙星 (口服+注射剂) 市场空间 10 亿元以上。

猪后周期维生素弹性最大——VE 行业深度整合, 价格中枢将逐步回升; VA 高景气度持续

受到国内猪瘟疫情影响, 今年以来国内维生素需求下降, 导致近期 Va 和 Ve 价格出现下行, 但随着国内生猪存栏量回升和全球其他地区饲料需求正常增长, 维生素的需求也将在明年一季度开始逐步恢复正常。而浙江医药对 VE 的业绩弹性最大。

DSM 于今年 8 月完成了对于能特科技的整合, 二者合计将拥有全球约 40% 维生素 E 产能 (约 5 万吨/年), 此外新和成、浙江医药、BASF 均拥有 2 万吨/年的产能, 4 家合计约占全球维生素 E 产能 90% 以上, 维生素 E 行业集中度进一步提升, 竞争格局得到优化, 有助于寡头之间形成价格默契, 预计在下游需求逐步恢复后, 维生素 E 价格中枢将得到提升。维生素 A 的供需在 2017 年 BASF 事故之后一直处于紧平衡状态, 未来 2-3 年内全球维生素 A 行业仅有公司的新增产能逐步释放, 无新增大规模产能且无新进入厂家。我们认为维生素 A 仍将保持紧平衡状态, 预计价格将保持在 300-500 元/千克, 继续维持较高的景气度。

盈利预测与投资评级

目前维生素 E 景气度处于近年来底部, 随着下游需求逐步复苏和行业集中度提升, 维生素 E 价格中枢有望提升。维生素 A 行业进入壁垒较高, 未来 2-3 年内无新增大规模产能且无新进入厂家, 价格将保持在 300-500 元/千克景气区间, 未来公司 Va 产能逐步释放, 将充分受益于行业高景气。近年来公司积极布局 ADC 药物, ARX788 具有 Her2 ADC best-in-class 的潜力, 近期又再次获得 ARX305 中国区域权益, 研发管线进一步丰富。奈诺沙星若通过谈判纳入医保后有望逐步放量, 公司创新药步入收获期。预计公司 19-21 年收入分别为 78.15/88.29/98.25 亿元, 77.82/91.87/103.7 亿元, 增速分别为 14%/18%/13%, 归母净利润分别为 4.65/8.99/12.05 亿, 增速为 28%/93%/34%。

公司目前维生素 E 粉产能为 4 万吨/年, 每千克维生素 E 粉价格上涨 10 元, 理论上年化可增厚净利润 3 亿元以上; 维生素 A (50 万 IU/g) 产能为 5000 吨/年, 假设产量为 2000 吨/年, 每千克维生素 A

上涨 10 元, 年化可增厚净利润约 1700 万元。

重磅创新药临床数据披露在即, 后猪周期维生素弹性最大。目前公司的 PB 仅为 1.58X, 处于近年来底部区间, 具有一定安全边际, 各项业务也均迎来向上拐点, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 20 年合理估值 180 亿元, 对应 20 年 20 倍 PE, 半年期股价空间 50%。

风险提示: 维生素价格持续低迷; 创新药研发失败。

■ 盈利预测和财务指标:

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 6840 | 7782 | 9187 | 10370 |
| (+/-%) | 20% | 14% | 18% | 13% |
| 归母净利润(百万元) | 365 | 465 | 899 | 1205 |
| (+/-%) | 44% | 28% | 93% | 34% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.38 | 0.48 | 0.93 | 1.25 |
| 市盈率(PE) | 34 | 27 | 14 | 10 |

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司基本情况和业绩概况

浙江医药成立于 1997 年 5 月, 1999 年 10 月在上交所上市。目前公司已成为国内脂溶性维生素、抗耐药抗生素、喹诺酮类抗生素产品的主要生产基地。合成维生素 E, 天然维生素 E, β -胡萝卜素, 斑蝥黄素, 盐酸万古霉素及替考拉宁等产品居国际国内前列。公司制剂产品: 乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液(商品名“来立信”), 注射用盐酸万古霉素(商品名“来可信”), 注射用替考拉宁(商品名“加立信”)在国内市场占有重要地位。

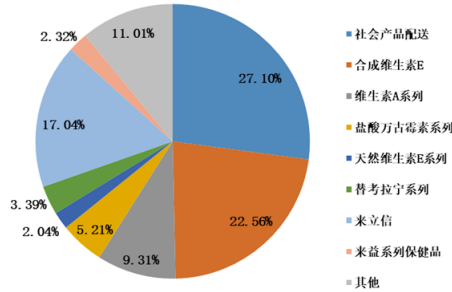
公司控股股东为新昌县昌欣投资发展有限公司, 持股比例为 21.57%。董事长李春波持有昌欣投资 60% 股权, 为公司实际控制人。

公司现拥有新昌制药厂、维生素厂、昌海生物分公司、浙江来益医药有限公司(100% 股权, 从事医药商业业务)、浙江创新生物有限公司(100% 股权, 从事注射剂出口)、浙江昌海制药有限公司(100% 股权, 从事原料药出口)、浙江新码生物医药有限公司(85.49% 股权, ADC 创新药平台公司)等多家分/子公司, 横跨原料药、制剂、保健品和创新药多个领域。

2018 年公司实现营业收入 68.59 亿元(+20.49%), 毛利 28.86 亿元(+70.34%), 归母净利润 3.65 亿元(+36.66%)。利润增长主要是由于: 1) 2017 年 11 月 BASF 发生爆炸事故, 导致 Va 和 Ve 供应紧张, 在 2018 年 1 季度 Va 价格大幅上涨, Ve 价格有一定程度上涨; 2) 盐酸万古霉素原料药在 FDA 警告信解除之后 2018 年销量明显回升。毛利大幅增长主要是由于“两票制”施行, 制剂由低开转为高开。

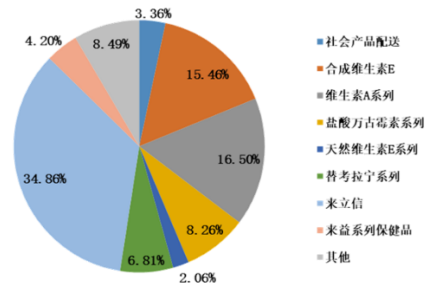
2019 年 1-9 月公司实现营业收入 53.19 亿元(+4.21%), 归母净利润 3.6 亿元(-30%), 主要是由于: 1) 猪瘟疫情影响导致国内维生素需求下降; 2) 研发费用、销售费用增长。

图表 1: 公司 2018 年公司各产品收入占比



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 2: 2018 年公司各产品毛利占比



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

ADC 药物龙头, 首个创新药 ARX788 具有 Her2 ADC best-in-class 的潜力, 市场空间几十亿元/百亿元级别;

Ambrx 公司是一家注册于美国特拉华州, 总部在加州圣地亚哥的生物制药公司。2015 年复星医药联合厚朴投资、药明康德和光大控股对该公司展开联合收购。2016 年 8 月该公司完成 4500 万美元 E 轮融资, 由 Apricot Capital 和 Northeast Securities Prosperity Healthcare Fund 共同领投, 国药资本、人福医药、复星医药、厚朴基金和光大控股参投。

公司从 2013 年与美国 AMBRX 公司开始合作, 开始布局 ADC 药物。2017 年成立了 ADC 创新药平台型公司浙江新码生物医药, 主要致力于生物制品的研发生产, 具备基因工程构建、细胞培养、毒素合成、ADC 偶联、制剂灌装、临床前研究和临床研究方面的经验和能力。

公司于 2013 年 6 月从 Ambrx 公司获得了抗 Her2-ADC (ARX788) 中国区域权益。ARX788 为新一代单抗偶联药物, 适应症为 HER2 阳性的复发性乳腺癌和胃癌等, 目前正在已在澳大利亚、新西兰和美国开展 I 期临床研究, 在中国已顺利推进至 I 期临床研究后期。新码生物已分别就该项目与联宁(苏州)生物制药有限公司、苏桥生物(苏州)有限公司和上海药明生物技术有限公司达成商业化生产战略合作协议。**2019 年 10 月, 新码生物与药明生物达成创新 ADC 商业化生产战略合作, 药明生物将为 ARX788 提供偶联原液和制剂成品 III 期临床样品研制, 工艺表征及验证研究, 以及大规模商业化生产等技术服务。**

公司于 2019 年 10 月再次与 Ambrx 签署《合作开发和许可协议》, 获得抗 CD70-ADC (ARX305) 中国区域权益。CD70 为一种跨膜蛋白, 病理状态下在多种肿瘤表面特异性高表达, 是近年来广受关注的肿瘤治疗靶点。ARX305 采用了 Ambrx 公司自主知识产权的抗体

和经临床验证的毒素, 用于治疗肾细胞癌、非霍奇金淋巴瘤, 目前 ARX305 在美国尚处于临床前研究阶段。

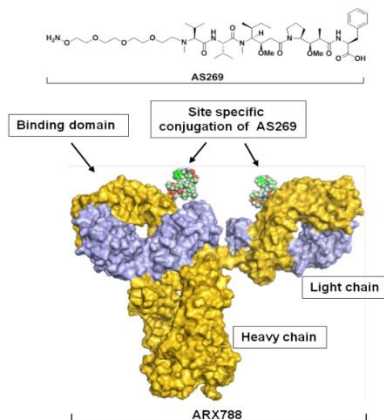
图表 3: 公司 ADC 药物发展历程

| 时间 | 事件 |
|-------------|---|
| 2013 年 6 月 | 与 AMBRX 公司签署协议, 公司获得抗 Her2-ADC (ARX788) 中国区域内现有专利的独占许可。双方同意委托无锡药明康德生物技术有限公司负责临床前、临床研究和生产工艺开发。许可产品在中国上市销售后, AMBRX 公司将按净销售额不超过 20%的比例提取权益金, 作为许可费的支付。如果 AMBRX 公司依据 I 期临床数据在中国以外直接进行转让或许可; 或者 AMBRX 公司依据 I 期临床数据在中国以外继续独立开发许可产品并承担一切费用, 则根据产品所处的不同阶段, AMBRX 公司将按转让收入或产品净销售额不超过 20%的比例向公司支付许可费。 |
| 2015 年 4 月 | 药明康德已经成功完成了新型抗体偶联药物抗 HER2-ADC 的临床前研究工作, 及产品原液及制剂的工艺开发和生产。目前, 正在着手准备提交澳大利亚和国内新药临床研究许可申请的相关材料。 |
| 2015 年 10 月 | 抗 HER2-ADC 获得新西兰临床批件 |
| 2016 年 8 月 | 抗 HER2-ADC 获得 FDA 临床批件 |
| 2017 年 1 月 | 成立新码生物 |
| 2017 年 3 月 | 抗 HER2-ADC 获得中国临床批件 |
| 2018 年 6 月 | ARX788 权益转让给新码生物 |
| 2019 年 10 月 | 新码生物与药明生物达成创新 ADC 商业化生产战略合作, 药明生物将为 ARX788 提供偶联原液和制剂成品 III 期临床样品研制, 工艺表征及验证研究, 以及大规模商业化生产等技术服务。 |
| 2019 年 10 月 | 获得抗 CD70-ADC(ARX305)中国区域内现有专利的独占许可。新码生物将负责中国区域内的开发和商业化 ARX305, 包括为 I 期临床试验结束之前的全球开发活动提供资金。可产品在中国上市销售后, Ambrx 公司将按净销售额的 10%-15%提取权益金, 作为许可费的支付。如果 Ambrx 公司依据 I 期临床数据在中国以外直接进行转让或许可, 则根据产品所处的不同阶段, Ambrx 公司将按转让收入或产品净销售额的一定比例向新码生物支付许可费, 具体如下: (1) 对许可产品进行商业化并销售且其上市批准, 为净销售额的 2.5%; (2) 开始 III 期临床试验后进行转让或许可, 为净销售额的 4%; (3) 开始 II 期临床试验后进行转让或许可, 为净销售额的 8%; (4) 除上述 (1) - (3) 条阶段以外即将临床数据进行转让或许可, 为净销售额的 15%。 |

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

ARX788 是一个靶向 HER2, 含有非天然氨基酸的 ADC 药物。细胞毒素 (Payload) 部分是 Amberstatin (AS269), 是一种 ARX788 独有的微管抑制剂。Amberstatin 与抗 Her2 抗体的 DAR (药物/抗体比率) 为 1.9。

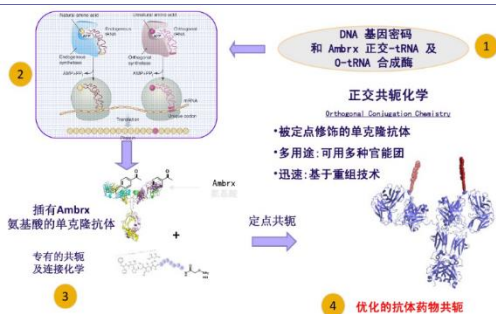
图表 4: ARX788 结构



资料来源: Ambrx 网站, 太平洋证券研究院

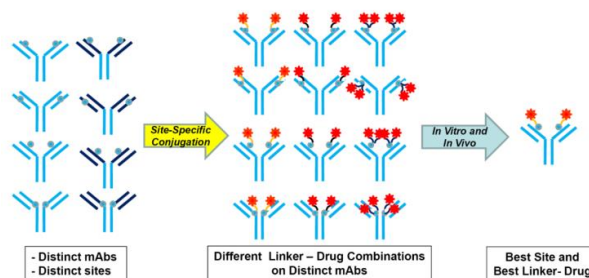
Ambrx 的优势在于拥有“遗传密码扩展技术”, 可以开发包括抗体偶联药物(ADC)、免疫调节蛋白、双特异性抗体和其他改良型治疗性蛋白质。公司拥有定点偶联 ADC 技术平台, 首先在通过自主设计的 tRNA/tRNA 合成酶对(正交集), 在蛋白/单抗中特定的位置上识别并引入非天然氨基酸。由于非天然氨基酸能够进行新型的偶联反应, 而天然氨基酸不能进行该反应, 从而实现定点偶联的目的。定点偶联技术还能够引入新的和高度稳定的药物连接物(Linker), 调整药物理化性质, 对药效、耐受性、生物利用度等特性进行合理优化, 寻找到更加安全和特异性的药物分子, 此外定点偶联技术能够引入同质化(>95%的单一物种和明确的 DAR)偶联物。传统 ADC 药物往往面临偶联位点多, DAR 不均一、脱靶毒性等问题, 定点偶联技术能够很好得解决上述问题。我们认为 ARX788 具有 Her2 ADC best-in-class 的潜力。ARX788 的一期临床详细数据将于 12 月 10-14 日召开的美国圣安东尼奥乳腺癌研讨会公布, 值得期待。

图表 5: 非天然氨基酸抗体药物共轭偶联



资料来源: 公开资料整理, 太平洋证券研究院

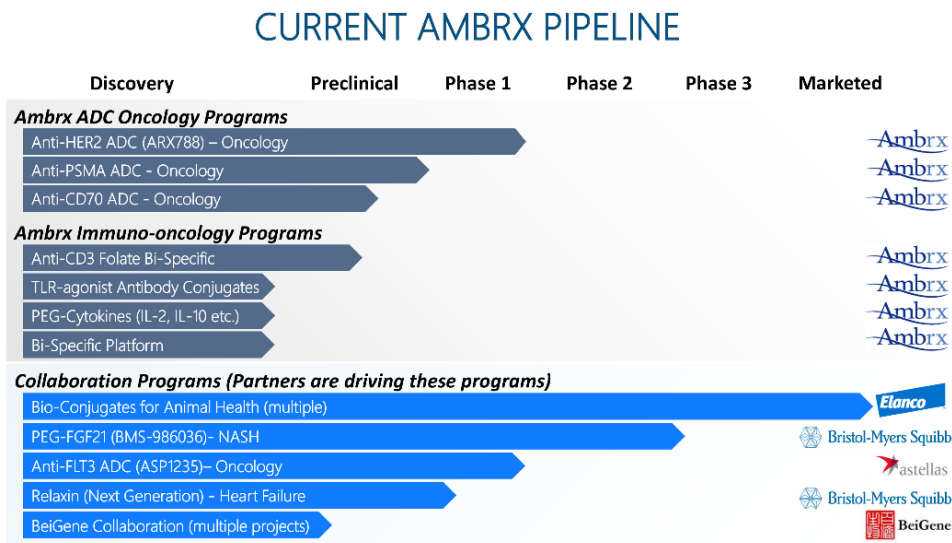
图表 6: 定点偶联抗体优化



资料来源: Ambrx 网站, 太平洋证券研究院

除 ARX788 和 ARX305 外, 在 ADC 药物方面 Ambrx 还拥有治疗前列腺癌的抗 PSMA-ADC。在肿瘤免疫治疗领域, 公司还拥有抗 CD3/叶酸受体双抗等多个处于临床前研究的后续药物。此外 Ambrx 与百时美施贵宝、安斯泰来、百济神州、Elanco 等公司研发的合作项目正处于不同的临床研究阶段, 表明公司技术实力已经得到广泛认可。

图表 7: Ambrx 管线



资料来源: Ambrx 网站, 太平洋证券研究院

总体上, Ambrx 是一家创新能力极强的公司, 专注于研发创新前沿的优化蛋白质疗法, 即生物偶联物。创始人 Peter G. Schultz 为世界知名化学生物学家、美国科学院院士和 Scripps 首席教授。公司打造了全球独有的技术平台, 运用遗传密码子扩充技术创造一流的新型生物制药, 包括抗体药物偶联(ADC)、免疫调节蛋白、双特异性抗体等。凭借核心技术平台, Ambrx 与 BMS、安斯泰来、百济神州、Elanco 及浙江医药等国内外医药企业合作开发一系列 first-in-class 或 best-in-class 治疗性生物药, 在生物制药的最前沿与顶尖企业竞争。

ARX788 市场空间巨大, 国内市场几十亿/百亿元级别, 海外市场现有靶向药百亿元美金以上。Hert-2 阳性乳腺癌, 全球靶向药主要是曲妥珠单抗 (超 70 亿美金)、帕妥珠单抗 (超 20 亿美金)、曲妥珠单抗-偶联 (ADC, 超 10 亿美金)。中国 hert-2 阳性乳腺癌每年新发患者 7.5 万, ARX788 有望成为 hert-2 靶向药的 best in class, 未来若成功上市, 假设未来价格降到 10 万/年, 若占据新发患者的 30%份额, 市场空间 25 亿。若考虑人群更大的 Hert-2 阳性胃癌 (每年新发 15 万) 等适应症, 国内市场国内市场几十亿/百亿元级别。海外市场公司享有按收入提成的权益。

奈诺沙星若通过谈判纳入医保有望逐步放量, 市场空间 10 亿元以上

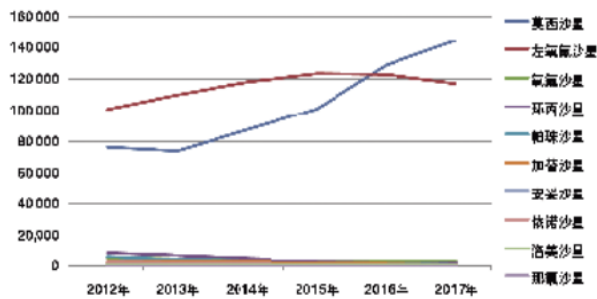
除了 ADC 药物之外, 公司另一值得关注的重磅创新药为苹果酸奈诺沙星胶囊和苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液。**奈诺沙星是一种新型的无氟喹诺酮抗生素**, 通过选择性抑制细菌 DNA 回旋酶来抑制细菌 DNA 复制。奈诺沙星具有广谱抗菌活性, 包括革兰阳性、革兰阴性细菌、非典型致病菌, 多重耐药的肺炎链球菌、耐甲氧西林金黄色葡萄球菌和耐万古霉素致病菌, 具有良好的药物安全性和极佳的组织穿透力, 口服与注射剂型兼具, 不易产生耐药性菌株。

该药物最早是由宝洁 (P&G) 的医药事业部研发, 台湾太景生物科技于 2004 年从该部门取得了授权。公司于 2012 年 6 月与台湾太景生物达成了技术授权与合作协议, 太景生物将中国境内 (不含港澳台地区) 商业许可授予公司。奈诺沙星胶囊于 2014 年 3 月获台湾食品药品监督管理局批准用于社区获得性肺炎 (CAP) 的治疗。2016 年 6 月在国内获批, 适应症为由肺炎链球菌、金黄色葡萄球菌、流感嗜血杆菌、副流感嗜血杆菌、卡他莫拉菌、肺炎克雷伯菌以及肺炎支原体、肺炎衣原体和嗜肺军团菌所致的轻、中度成人 (≥ 18 岁) 社区获得性肺炎。2017 年 6 月公司提交了苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液的上市申请并在 2018 年 1 月被纳入优先审评名单, 有望于明年上半年获批。

苹果酸奈诺沙星胶囊的 III 期临床试验数据显示, 其临床有效率 (94.3%) 高于对照组 (93.5%), 显示奈诺沙星胶囊治疗 CAP 的疗效略高于左氧氟沙星。苹果酸奈诺沙星注射剂型的 III 期临床试验数据显示, 临床治疗有效率为 92.8%, 对照组左氧氟沙星注射剂型的临床治疗有效率则为 87.0%, 苹果酸奈诺沙星注射剂型治疗社区获得性肺炎的临床疗效证实不劣于左氧氟沙星注射剂型。**我们认为苹果酸奈诺沙星在上市后可作为社区获得性肺炎一线用药, 并且将拓展其他适应症。**

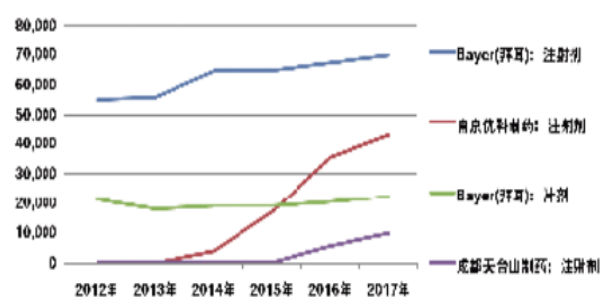
喹诺酮类药物类目前已经经历了四代产品, 临床上目前主要运用第三代和第四代产品, 代表药物分别为左氧氟沙星和莫西沙星。2017 年国内样本医院销售额分别为 11.7 亿元和 14.5 亿元, 按放大 4-5 倍推算, 这两个品种在各医疗终端实际销售在 50-70 亿元, 喹诺酮类药物市场规模合计在 100 亿元以上。2018 年苹果酸奈诺沙星胶囊销量为 48.5 万粒, 同比增长 593%, 预计销售额过千万。我们推测苹果酸奈诺沙星胶囊进入了今年医保谈判目录, 若未来通过纳入医保, 有望加速放量。此外公司在喹诺酮类药物领域具有丰富的产品学术推广经验和较为完备的渠道建设, 也能够充分发挥产品之间协同效应。**我们预计苹果酸奈诺沙星胶囊/注射液销售峰值有望突破 10 亿元。**

图表 8: 喹诺酮类 top10 产品销售额 (万元)



资料来源: 米内网, 太平洋证券研究院

图表 9: 样本医院莫西沙星销售情况



资料来源: 米内网, 太平洋证券研究院

猪后周期维生素弹性最大——VE 行业深度整合, 价格中枢将逐步回升;

VA 高景气度持续

目前全球维生素 E 油设计产能约 12 万吨左右, 产量在 8 万吨以上, 需求增速约为 3%。近年来由于原有厂家扩产/新厂家, 维生素 E 处于供过于求的状态, 前 5 家企业产能合计占比近 90%, 市场集中度较高。

能特科技对维生素 E 的合成路线进行了优化创新, 以法尼烯为初始原料合成异植物醇。Amyris 以糖类和乙醇为原料, 利用改造后的酵母, 采用发酵的方法生产法尼烯。法尼烯路线具有工艺步骤少、能耗排放低、安全环保等优点, 有效降低了异植物醇生产成本。2017 年其 2 万吨/年的产能投产后, 凭借成本优势, 销量迅速增加, 维生素 E 价格步入低谷

2019 年 1 月 28 日, 能特科技与 DSM 签订了《框架协议》。能特科技将维生素 E 生产线相关资产作为实物出资成立全资子公司益曼特, 并以全资子公司石首能特 33% 股权作为出资注入益曼特, 在完成后将益曼特 75% 股权作价 10.66 亿元转让给 DSM, 转让完成后, 双方将就现有设备进行改造升级。6 月 14 日, 益曼特股权转让事项获得 ST 冠福股东大会通过。8 月 20 日股权转让完成。随后 DSM 于 8 月 27 日公告称, 合资公司将升级和翻新生产设施, 以确保高品质和可持续的维生素 E 供应, 符合 DSM 的安全、健康和环境标准。

由于猪瘟疫情影响, 国内维生素需求下降, 维生素 E 成交清淡, 贸易商出货意愿提升, 价格持续下滑。但海关数据显示, 今年 1-9 月我国维生素 E 累计出口量为 5.37 万吨, 与去年同期基本持平, 7 月维生素 E 出口价为 6.45 美元/千克, 与年初相比上涨 19%。国内维生素出口比例约为 70-80%, 海外维生素需求、价格走势良好将对国内

企业业绩形成支撑。能特科技被 DSM 整合之后, 二者合计将拥有全球约 40% 维生素 E 产能 (约 5 万吨/年), 此外新和成、浙江医药、BASF 均拥有 2 万吨/年的产能, 4 家合计约占全球维生素 E 产能 90% 以上, 维生素 E 行业集中度进一步提升, 竞争格局得到大幅优化, 有助于寡头之间形成价格默契。预计下游需求逐步恢复后, 维生素 E 价格中枢将得到提升。

图表 8: 维生素 E 主要厂家产能和需求 (产能/产量按油计算, 产量为 18 年数据)

| 公司 | 产能 (吨/年) | 产量 (吨/年) |
|------|----------|------------|
| 浙江医药 | 20000 | 约19000 |
| 新和成 | 20000 | 约19000 |
| 能特科技 | 20000 | 20000 |
| BASF | 20000 | 7000 |
| DSM | 30000 | 14000 |
| 吉林北沙 | 10000 | 4500 |
| 福建海欣 | 2500 | 300 |
| 合计 | 122500 | 80000以上 |
| 公司 | 新增产能 | 进度 |
| 新和成 | 20000 | 在建, 计划安排试车 |
| 能特科技 | 10000 | 18年6月开始建设 |
| 海嘉诺 | 10000 | 在建 |

资料来源: 冠福股份公告, 新和成公告, 公开资料整理, 太平洋证券研究院

目前公司 5000t/年 Va (50 万 IU/g) 产能已经于 2018 年正式投产, 产能处在逐步释放之中。2018 年全球维生素 A 名义产能约 4.4 万吨, 但实际产能约 4 万吨左右, 需求 3.6-3.7 万吨 (折合 50 万 IU/g), 全球维生素 A 实际处于紧平衡状态。BASF 在 2017 年 10 月发生火灾事故, 2019 年 6 月, BASF 用于冷却装置发生事故, 用于动物营养的两个维生素 A 剂型停产, 我们认为由于 BASF 设备老旧, 虽经修复后恢复供应, 但一直未达到理想状态。BASF 德国工厂维生素 A (100 万 IU) 预计在 11 月恢复生产, 但四季度和 2020 年一季度开工率将保持较低水平, 2020 年下半年有停产计划 (扩建维生素 A 生产线)。目前新增产能仅有金达威和 BASF, BASF 在建产能预计未来将替代现有产能, 金达威产能仍处于建设阶段, 预计 2021 年建成。未来 2-3 年内全球维生素 A 仅有浙江医药新增产能逐步释放, 无新增大规模产能且无新进入厂家, 我们认为维生素 A 仍将保持紧平衡状态, 预计价格将保持在 300-500 元/千克之间, 继续维持较高的景气度。

图表 9: 维生素 A 主要厂家产能/需求

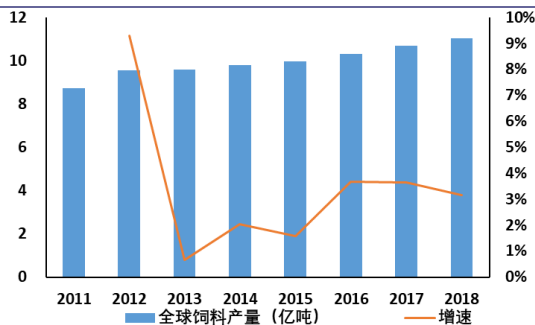
| 厂家 | 产能(50 万 IU/g) | 新增产能 | 备注 |
|------|---------------|-----------------------|--|
| 浙江医药 | 5000 | 无 | 新产能 2018 年正式投产, 老厂产能关闭, 2018 年销量约 1500 吨, 新产能将逐步释放。柠檬醛由日本可乐丽供应。 |
| 新和成 | 10000 | 无 | 自产柠檬醛 |
| 金达威 | 1500 | 800 吨/年 (250IU/g) | 新产能在建, 2018 年年报显示进度为 2.91%, 计划 2021 年建成。柠檬醛由日本可乐丽供应, 部分中间体由 BASF 供应。 |
| 安迪苏 | 5000 | 无 | Va1000 前体由 BASF 供应。 |
| DSM | 13500 | 无 | — |
| BASF | 9000 | 1500 吨/年 (280 万 IU/g) | 2018 年 Q1 开始在德国 Ludwigshafen 建设新的 Va 工厂。 |
| 合计 | 44000 | — | 需求量 3.6-3.7 万吨 |

资料来源: 公开资料整理, 博亚和讯, 相关公司公告, 太平洋证券研究院

根据全球知名动物保健公司奥特奇 (Alltech) 的调查, 2018 年全球饲料产量为 11.03 亿吨 (+3.2%), 其中猪和肉鸡饲料产量占比分别为 27%和 28%, 2011 年至今饲料产量复合增速为 3.4%。随着全球人口数量、人均肉类消费量增加, 带动饲料需求提升, 维生素需求预计将同步增长。

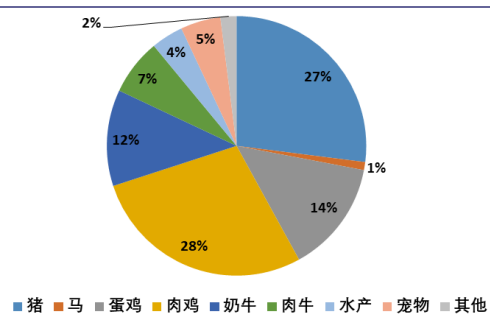
2018 年中国饲料产量为 1.879 亿吨, 其中猪饲料占国内饲料产量比例为 42%, 为 7960 万吨, 占全球饲料产量比例为 7.2%, 假设国内生猪产量下降 40%, 影响全球饲料需求下降约 2.9%, 相当于全球饲料需求 1 年的增量, 比较容易消化。我们认为短期内受到国内猪瘟疫情影响, 国内维生素需求下降导致近期 Va 和 Ve 价格出现下行, 但随着国内生猪存栏量回升和全球其他地区饲料需求正常增长, 维生素的需求也将在明年一季度开始逐步恢复正常。

图表 10: 全球饲料产量



资料来源: Alltech, 太平洋证券研究院

图表 11: 各类牲畜/家禽饲料需求量占比



资料来源: Alltech, 太平洋证券研究院

盈利预测与投资评级

目前维生素 E 景气度处于近年来底部, 随着下游需求逐步复苏和行业集中度提升, 维生素 E 价格中枢有望提升。维生素 A 行业进入壁垒较高, 未来 2-3 年内无新增大规模产能且无新进入厂家, 价格将保持在 300-400 元/千克景气区间, 未来公司 Va 产能逐步释放, 将充分受益于行业高景气。近年来公司积极布局 ADC 药物, ARX788 具有 Her2 ADC best-in-class 的潜力, 近期又再次获得 ARX305 中国区域权益, 研发管线进一步丰富。奈诺沙星若通过谈判纳入医保后有望逐步放量, 公司创新药步入收获期。预计公司 19-21 年收入分别为 78.15/88.29/98.25 亿元, 增速分别为 14%/13%/11%, 归母净利润分别为 4.58/7.17/9.53 亿, 增速为 26%/56%/33%。公司目前维生素 E 粉产能为 4 万吨/年, 每千克维生素 E 粉价格上涨 10 元, 理论上年化可增厚净利润 3 亿元以上; 维生素 A (50 万 IU/g) 产能为 5000 吨/年, 假设产量为 2000 吨/年, 每千克维生素 A 上涨 10 元, 年化可增厚净利润约 1700 万元。目前公司股价对应 19 年 PE 约为 27X, 略微偏高但公司业绩弹性巨大。由于公司利润仍然主要是由 Va 和 Ve 贡献, 业绩具有一定周期性, 因此可参考 PB 对公司进行估值。目前公司的 PB 仅为 1.58X, 处于近年来底部区间, 具有一定安全边际, 各项业务也均迎来向上拐点, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 12: 浙江医药历史股价和相应 PB



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图表 13: 公司盈利预测

| 浙江医药盈利预测 (单位: 百万元) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 医药商业 (社会配送) 收入 | 1828 | 1920 | 1870 | 1859 | 2324 | 2556 | 2812 |
| yoy | | 5% | 4% | -1% | 25% | 10% | 10% |
| 净利润 | 23 | 24 | 26 | 18 | 40 | 44 | 48 |
| yoy | | 3% | 9% | -31% | 125% | 10% | 10% |
| 合成维生素E | | | | | | | |
| 收入 | 1050 | 1537 | 1409 | 1548 | 1575 | 2118 | 2340 |
| 销量 (吨) | 30892 | 38442 | 35830 | 38504 | 35000 | 38500 | 39000 |
| 均价 (万元/吨) | 3.40 | 4.00 | 3.93 | 4.02 | 4.50 | 5.50 | 6.00 |
| 成本 | 922 | 866 | 1079 | 1103 | 1120 | 1232 | 1248 |
| 成本 (万元/吨) | 2.99 | 2.25 | 3.01 | 2.86 | 3.20 | 3.20 | 3.20 |
| 毛利 | 128 | 671 | 330 | 445 | 455 | 886 | 1092 |
| 维生素A系列 | | | | | | | |
| 收入 | 166 | 321 | 438 | 639 | 640 | 825 | 1020 |
| 销量 (吨, 折50万IU/g计算) | 1909 | 2124 | 2410 | 1769 | 2000 | 2500 | 3000 |
| 均价 (万元/吨) | 8.72 | 15.11 | 18.18 | 36.11 | 32.00 | 33.00 | 34.00 |
| 成本 | 150 | 144 | 161 | 164 | 190 | 233 | 270 |
| 成本 (万元/吨) | 7.85 | 6.80 | 6.68 | 9.29 | 10 | 9 | 9 |
| 毛利 | 17 | 177 | 277 | 474 | 450 | 593 | 750 |
| 天然维生素E系列 | | | | | | | |
| 收入 | 130 | 99 | 128 | 140 | 140 | 140 | 140 |
| 成本 | 83 | 92 | 110 | 81 | 84 | 84 | 84 |
| 毛利率 | 36% | 7% | 14% | 42% | 40% | 40% | 40% |
| 毛利 | 46 | 7 | 18 | 59 | 56 | 56 | 56 |
| 其他品种 (维生素D3、生物素、β-胡萝卜素等多个品种) | | | | | | | |
| 收入 | | | 466 | 344 | 378 | 416 | 458 |
| yoy | | | | -26% | 10% | 10% | 10% |
| 成本 | | | 399 | 275 | 303 | 333 | 366 |
| 毛利 | | | 67 | 69 | 76 | 83 | 92 |
| 毛利率 | | | 14% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| 合计: 生命营养品 | | | | | | | |
| 收入 | | | 2441 | 2670 | 2733 | 3499 | 3958 |
| 成本 | | | 1748 | 1623 | 1697 | 1881 | 1968 |
| 毛利 | | | 692 | 1047 | 1037 | 1617 | 1990 |
| 净利润 | | | 588 | 890 | 881 | 1375 | 1691 |
| 药品 | | | 1354 | 2302 | 2717 | 3124 | 3593 |
| yoy | | | | 70% | 18% | 15% | 15% |
| 其中: 抗感染类 | | | 978 | 1836 | | | |
| 抗疟疾类 | | | 81 | 26 | | | |
| 降糖类 | | | 55 | 94 | | | |
| 激素类 | | | 76 | 118 | | | |
| 其它 | | | 163 | 227 | | | |
| 药品成本合计 | | | 474 | 582 | | | |
| 药品毛利合计 | | | 881 | 1720 | 2043 | 2365 | 2738 |
| 毛利率 | | | 65% | 75% | 75% | 76% | 76% |
| 母公司各项费用(税后) | | | 905 | 1753 | 2016 | 2319 | 2666 |
| 母公司资产减值损失 (税后) | | | 43 | 70 | -32 | 15 | 10 |
| 制剂业务净利润 (承担母公司费用、资产减值损失) | | | -199 | -362 | -248 | -324 | -350 |
| 营养品+制剂净利润 (母公司报表净利润) | | | 389 | 529 | 633 | 1051 | 1342 |
| 昌海制药(100%) | | | | | | | |
| 净利润 | | | -66 | -113 | -113 | -103 | -93 |
| 归母净利润 | | | -66 | -113 | -113 | -103 | -93 |
| 创新生物(60.71%) | | | | | | | |
| 净利润 | | | -64 | -90 | -80 | -70 | -60 |
| 归母净利润 | | | -39 | -55 | -49 | -42 | -36 |
| 来益生物技术(100%) | | | | | | | |
| 净利润 | | | -34 | -52 | -30 | -25 | -20 |
| 归母净利润 | | | -34 | -52 | -30 | -25 | -20 |
| 新码生物(98.47%) | | | | | | | |
| 净利润 | | | -1 | -6 | -20 | -25 | -30 |
| 归母净利润 | | | -1 | -5 | -20 | -25 | -30 |
| 其他 (投资收益、子公司等) | | | | | | | |
| 收入 | | | 28 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 归母净利润 | | | -22 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| 收入合计 | | | 5693 | 6840 | 7782 | 9187 | 10370 |
| 归母净利润 | | | 253 | 365 | 465 | 899 | 1205 |
| PE | | | | 44% | 28% | 93% | 34% |
| EPS | | | | 0.38 | 0.48 | 0.93 | 1.25 |

资料来源: wind, 太平洋证券研究院

风险提示: 维生素价格持续低迷; 创新药研发失败。

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 华北销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 付禹璇 | 18515222902 | fuyx@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhaf1@tpyzq.com |
| 华南销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |

| | | | |
|------|-----|-------------|-------------------|
| 华南销售 | 陈婷婷 | 18566247668 | chentt@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。