

投资评级：买入(调高)

亿帆医药(002019)

目标价:22.5元

销售起家审时度势，独具慧眼收购整合

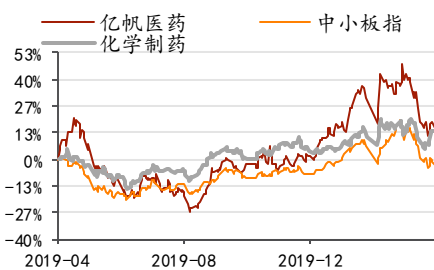
市场数据 2020-03-30

收盘价(元)	15.70
一年内最低/最高(元)	9.89/20.65
市盈率	25.9
市净率	2.53

基础数据

净资产收益率(%)	11.16
资产负债率(%)	29.5
总股本(亿股)	12.37

最近12月股价走势



联系信息

沈瑞	分析师
SAC 证书编号: S0160517040001	021-68592283
shenr@ctsec.com	
张文录	分析师
SAC 证书编号: S0160517100001	
zhangwenlu@ctsec.com	

相关报告

- 1 《亿帆医药(002019):F627 国内三期临床成功,未来有望提升业绩》 2020-01-09
- 2 《亿帆医药(002019):业绩符合预期,制剂及国际化稳步推进》 2018-10-29
- 3 《亿帆医药(002019):业绩符合预期,自有产品增速突出》 2018-09-02

● 健能隆：国内领先的创新药企，多个重磅品种

公司研发核心公司健能隆多次创造国内记录，领先地位突出，拥有双分子和双抗技术平台，中美双报的重磅品种F-627，具备强效长效经济的多方面优势，国内三期临床顺利完成，美国三期即将完成，预计年底可以报产，切分美国10%市场销售峰值有望达到6亿美金，国内有望达到6亿人民币。F-652为IL-22双分子结构的全球首创药，多个适应症处于二期临床。

● 代理品种销售保持稳定，自产品种核心品种爆发快

作为销售代理起家的企业，亿帆销售队伍遍布国内，扬帆海外从代理品种来看，目前主要品种公立医院销售额保持稳定。比如核心产品头孢他啶，以及阿奇霉素、长春西汀、吡拉西坦均保持稳定。公司代理品种一般剂型上有明显优势，且品种数量多，预计国家层面带量采购影响不大。

公司管理层善于把握政策，积极选择优质并购标的，侧重创新药、国际化产品和独家产品，拥有复方黄黛片、缩宫素鼻喷雾剂、妇阴康洗剂及皮敏消胶囊等38个独家品种，善于把握政策机遇，17年12个品种进医保目录，18年5个独家品种进入基药目录，成为医保目录大赢家，核心独家产品预计未来3-5年重点培育，有50%以上的增长。预计自产制剂整体未来三年能够保持20-30%的增长。

● 原料药：受益供给侧政策，业绩弹性大

公司原料药板块居于行业龙头地位，规模效应强，工艺领先，酶拆法纯度高，成本低，环境友好，兼顾D-泛醇的生产，考虑供给侧改革、环保压力，且主要企业竞争力度放缓，预计泛酸钙价格维持250元左右水平，每年净利润约5亿左右。

● 盈利预测与投资评级

预计公司2019-2021年归母净利润分别为9.22、12.65、16.28亿，EPS分别为0.75/1.02/1.32元，对应PE分别为21.1倍、15.3倍、11.9倍。给予买入评级，目标价22.5元。

风险提示:商誉减值、国际化经营、研发不达预期、环保等

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	4373.29	4631.80	5308.15	6577.43	8097.89
增长率	24.8%	5.9%	14.6%	23.9%	23.1%
归属母公司股东净利润(百万)	1305.1	737.4	921.7	1265.4	1628.4
增长率	85.2%	-43.5%	25.0%	37.3%	28.7%
每股收益(元)	1.06	0.60	0.75	1.02	1.32
市盈率(倍)	14.9	26.3	21.1	15.3	11.9

数据来源：贝格数据，财通证券研究所整理

内容目录

1、公司介绍及概述	7
1.1 发展历程.....	7
1.1.1 亿帆生物借壳前.....	7
1.1.2 亿帆药业上市前.....	8
1.1.3 借壳上市后.....	8
1.2 股权结构及子公司架构.....	9
1.3 公司整体业务分析.....	13
1.4 业务板块划分.....	14
2、公司研发、生产、营销三大板块概况	15
2.1 独具慧眼，精选收购.....	15
2.2 逐步整合，打造五大生产中心.....	15
2.2.1 辽宁沈阳为主的骨科药、治疗型大输液生产中心.....	16
2.2.2 四川成都为主的皮肤科、妇科药生产中心.....	16
2.2.3 以安徽为主的小分子高端化药、植物药生产中心.....	17
2.2.4 以浙江为主的原料药生产中心.....	17
2.2.5 北京、上海为主的大分子生物药研发与生产中心.....	17
2.2.6 高端国际化生产基地制造.....	17
2.2.7 文号转移 18 年基本完成.....	18
2.3 代理起家，销售能力是核心竞争力之一.....	18
2.3.1 销售队伍.....	18
2.3.2 销售条线整合与调整.....	19
2.3.3 国际化销售依托赛臻、特克.....	19
2.4 收购健能隆后研发投入快速增长.....	19
2.4.1 研发投入和人员 16 年后迅猛增长.....	19
2.4.2 除生物药外高端制剂研发项目较多.....	20
3、自产药剂：重点做大核心独家品种	21
3.1 自产药剂厂家产品管线.....	21
3.1.1 自产制药厂产品文号较多.....	21
3.1.2 制药子公司药品适应症侧重抗感染、皮肤、消化等.....	21
3.2 制药子公司独家品种丰富.....	22
3.3 制药子公司化药营收略有下降.....	23
3.3.1 宿州亿帆化药近两年销售额处于低位.....	24
3.3.2 沈阳圣元化药近两年显著反弹.....	24
3.3.3 沈阳志鹰：大输液近三年逐年下降.....	25
3.3.4 四川德峰化药近两年小幅下滑.....	26
3.3.5 招标周期影响短期放量.....	27
3.3.6 文号转移的影响放量.....	27
3.4 善于把握政策机遇，医保目录大赢家.....	27
3.4.1 17 年 12 个品种进医保目录.....	27
3.4.2 19 年医保目录变化不大.....	28
3.4.3 5 个独家品种进入 18 年基药目录.....	28
3.4.4 经典名方可能是未来一个方向.....	29
3.5 重点做大核心产品.....	29
3.5.1 核心产品“531”培育计划.....	29
3.5.2 血液肿瘤类：复方黄黛片有望成为过亿品种.....	29
3.5.3 皮肤科核心产品数量较多.....	31
3.5.4 妇科也是核心产品布局的战略方向.....	33
3.5.5 儿科：小儿金翘（青翘）颗粒新冠疫情治疗获推荐.....	37

3.5.6 内分泌科：胰岛素国际化布局协同效应强	38
3.6 带量采购政策影响不大	39
3.6.1 中成药且独家产品受影响不大	39
3.6.2 特殊剂型竞争格局好受影响不大	39
4、代理品种大部分保持平稳	40
4.1 两票制对国产经销模式有一定影响	40
4.2 代理品种主要分为三类，关注特定代理	40
4.2.1 注射用头孢他啶：近年来公司公立医院销售额保持稳定	41
4.2.2 注射用重组人生长激素：市占率低	43
4.2.3 阿奇霉素颗粒（II）：近三年保持较快增长	45
4.2.4 硝苯地平缓释片（III）：公司近年高速增长	47
4.2.5 注射用长春西汀：近年基本稳定	48
4.2.6 吡拉西坦氯化钠注射液：市占率较高，销售额平稳	50
4.2.7 坤宁颗粒集调经止血于一体	51
4.3 借助 Novotek 引进国际优质药物制剂	52
4.3.1 Novotek 公司简介	52
4.3.2 进口批件管线	52
4.3.3 加快国际化战略，全球整合药品资源	53
4.4 收购赛臻公司，打造新加坡为中心的亚太销售网络	53
4.4.1 赛臻公司介绍	53
4.4.2 收购可以借力赛臻的销售网络和资源，有利于拓展国际化市场	53
5、健能隆：国内领先的创新药企，多个重磅品种	55
5.1 健能隆简介	55
5.2 健能隆打造两大研发技术平台	56
5.2.1 双分子技术平台	56
5.2.2 双特异性抗体平台	56
5.3 F-627（贝格司亭）：中美双报的重磅品种	57
5.3.1 重组人粒细胞刺激因子药物介绍	57
5.3.2 G-CSF 国内外市场空间很大	58
5.3.3 F-627 具备强效长效经济的多方面优势	58
5.3.4 G-CSF 国外市场格局：数家生物类似药逐步上市	59
5.3.5 G-CSF 的国内市场格局：三大巨头瓜分长效市场	60
5.3.6 研发进展	61
5.3.7 F627 销售前瞻	62
5.4 F-652：IL-22 双分子结构的全球首创药	63
5.4.1 产品机理适应症介绍	63
5.4.2 F-652 的处于二期临床有望直接申报	64
5.4.3 F-652 销售前瞻	65
6、原料药：受益供给侧政策，时而有惊喜	66
6.1 泛酸钙泛醇简介	66
6.1.1 泛酸钙主要用于饲料、食品添加剂和医药产品	66
6.1.2 泛酸主要运用于化妆品行业	66
6.2 泛酸钙工艺对比：酶拆法环保经济	67
6.2.1 拆分方法介绍	67
6.2.2 合成方法对比：酶拆法成本低更环保	67
6.3 全球需求格局：饲料为主刚性需求	68
6.4 全球泛酸钙供应呈现寡头垄断格局	69
6.4.1 全球泛酸钙产能国内为主、集中度较高	69
6.4.2 上游原料供应议价能力一般	70

6.4.3 行业存在显著的规模、技术（环保）壁垒	70
6.4.4 替代产品尚未出现	70
6.4.5 未来两家独大，竞争整体缓和	71
6.5 泛酸钙价格受环保、疫情、新玩家影响波动较大，预计今年持续高位	71
6.6 原料药板块受价格影响波动大，爆发力强	72
6.7 公司原料药技术渠道竞争优势明显	74
6.7.1 微生物酶拆法环保优质且处于专利期	74
6.7.2 规模效应强，形成壁垒	74
6.7.3 原材料自给自足	74
6.7.4 研发工艺优势领先	74
6.7.5 以销定产，海外渠道强大	74
7、高分子材料前景广阔	75
7.1 可降解生物材料市场快速增长	75
7.2 公司高分子材料前景广阔	76
7.2.1 PBS 介绍	76
7.2.2 PVB 介绍	77
7.2.3 高分子材料的近年跃上新台阶	78
8、盈利预测和投资评级	79
9、风险提示	80

图表目录

图 1：亿帆药业股权结构及控制关系	8
图 2：亿帆医药发展简要历程	9
图 3：股权结构简略图	10
图 4：公司营业收入及净利润变化	13
图 5：公司营业收入构成	13
图 6：2015-2019 年公司三项费用率	14
图 7：2014-2019 年公司净利率	14
图 8：2019 上半年亿帆医药主营占比	14
图 9：5 个生产中心及主要公司分布图	16
图 10：销售人员保持快速增长	18
图 11：2015-2018 年研发投入金额	19
图 12：2015-2018 年研发人员数量情况	19
图 13：宿州亿帆化药公立医疗机构的销售额及增速	24
图 14：沈阳圣元化药公立医疗机构销售额及增速	25
图 15：沈阳志鹰化药公立医疗机构销售额及增速	25
图 16：四川德峰化药公立医疗机构的销售额及增速	26
图 17：四川德峰缩宫素鼻喷雾剂近三年略有下降	36
图 18：头孢类公立医疗机构销售情况	41
图 19：头孢他啶公立医疗机构销售情况	42
图 20：海南海灵头孢他定销售额及增长率	43
图 21：海南海灵头孢他定市场份额	43
图 22：生长激素（不含长效）公立医疗机构销售额	44
图 23：LG 生长激素公立医疗机构销售额（万元）	45
图 24：阿奇霉素内服公立医疗机构销售额	46
图 25：公司阿奇霉素公立医疗机构销售额	47
图 26：硝苯地平公立医疗机构销售额	48
图 27：长春西汀公立医疗机构（含基层）销售额及增速	49

图 28: 河北智同的长春西汀公立医院销售额先降后升.....	50
图 29: 吡拉西坦公立医疗机构销售额.....	51
图 30: 健能隆在研项目临床进展.....	55
图 31: DiKine™.....	56
图 32: ITab™ 作用机理图.....	57
图 33: G-CSF 的更新换代.....	58
图 34: 美国 Amgen 公司短效和长效 G-CSF 销售情况.....	59
图 35: 2018 年国内长效 G-CSF 市场占比.....	61
图 36: 国内 G-CSF 的销售情况.....	61
图 37: 5P 模型在 F-627 上的应用 (仅包括美国市场).....	63
图 38: 泛酸钙、泛醇等产品.....	66
图 39: 生物拆分法生产工艺.....	67
图 40: D-泛酸系列生产工艺.....	68
图 41: 近年我国泛酸钙出口量.....	69
图 42: 近年我国泛酸钙出口金额.....	69
图 43: 全球泛酸钙产能分布.....	70
图 44: 全球泛酸钙价格走势.....	72
图 45: 公司原料药收入及增速.....	73
图 46: 公司原料药毛利及增速.....	73
图 47: 原料药毛利率.....	73
图 48: 生物降解塑料市场规模.....	75
图 49: 我国生物降解材料需求量.....	76
图 50: 我国生物降解材料产量.....	76
图 51: PBS 类材料用途广泛.....	77
图 52: PBS、PVB 胶片、PVB 树脂.....	77
图 53: 高分子业务收入及增速.....	78
图 54: 高分子业务毛利及增速.....	78
图 55: 高分子业务毛利率情况.....	79
表 1: 公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2: 亿帆生物借壳上市前发展的三个阶段.....	7
表 3: 亿帆药业主要自产药品的分类和用途.....	8
表 4: 公司的参控股子公司.....	10
表 5: 高端化学原料药制剂研发进展情况 (不含健能隆).....	20
表 6: 制药子企业药品文号情况.....	21
表 7: 制药子公司药品文号适应症分布.....	21
表 8: 制药子公司独家品种列表.....	22
表 9: 宿州亿帆主要化药城市公立医院销售情况.....	24
表 10: 沈阳圣元化药主要品种城市公立医院销售额.....	25
表 11: 沈阳志鹰化药城市公立医院销售额及增速.....	26
表 12: 四川德峰化药城市公立医院销售额及增速.....	26
表 13: 12 个独家产品纳入医保, 5 个纳入基药.....	28
表 14: 复方黄黛片招标情况.....	30
表 15: 皮敏消胶囊近年来中标情况.....	31
表 16: 除湿止痒软膏近年来中标情况.....	32
表 17: 缩宫素产品招标情况.....	34
表 18: 缩宫素鼻喷雾剂近年来中标详细情况.....	34
表 19: 缩宫素城市公立医院主要厂家销售额增速及市场份额.....	35
表 20: 妇阴康洗剂近年中标情况.....	36

表 21: 小儿金翘颗粒招标情况	37
表 22: 公司主要代理品种	40
表 23: 生长激素各企业历年销售额	44
表 24: 阿奇霉素 (内服) 各企业历年销售额	46
表 25: 硝苯地平各企业历年销售额	48
表 26: 长春西汀主要厂家城市公立医院销售额	49
表 27: 吡拉西坦各企业销售额	51
表 28: 公司代理的坤宁颗粒中标情况	52
表 29: novotek 已有及正在申报的进口批件	52
表 30: 主要长效 G-CSF 研发上市进展	60
表 31: 国内主要长效 G-CSF 研发上市发展	61
表 32: 突破性治疗及孤儿药适应症	64

1、公司介绍及概述

亿帆生物主要从事药品配送和代理服务，配送业务药品有近千个品种，代理业务包括 14 个全国独家代理总经销品种，其中普通国产药品代理 7 个、特定代理 5 个和进口药品代理 2 个。亿帆生物熟悉医药行业政策、了解市场需求和行业内科研情况，其特定代理经营模式具有明显的优势。

1.1 发展历程

1.1.1 亿帆生物借壳前

亿帆生物前身为合肥亿帆医药经营有限公司，成立于 2003 年 11 月 26 日，系由程先锋、合肥亿帆医药科技有限公司和肥西县医药公司以货币共同出资 80 万元设立。经过两次股权转让，2008 年程先锋持有亿帆生物 100% 股权。至 2009 年，亿帆生物已经基本完成了安徽省内的销售渠道建设；公司自 2009 年起开始逐步建设省外销售渠道，在全国范围内进行业务布局。

亿帆生物借壳前发展主要分为三个阶段，体现公司积极进取，锐意改革的决心，也可以说是三次自我革新和飞跃。最开始公司做省内配送、销售和代理；公司逐步意识到在药品代理方面，应该着重寻找优势品种并争取长期、稳定、排他性的代理关系。因此，公司一方面深入研究医药行业政策、了解市场需求，关注行业内高等院校、科研院所的研发及技术储备情况，另一方面同时物色具备良好生产能力但缺乏市场能力和研发能力的药品生产企业，寻找合适的市场整合机会，大力发展了类似 MAH 的特定代理的模式。第二次飞跃从国内拓展到国际，公司考虑到国外的药品生产商缺乏对中国医疗市场及医疗制度的了解，引进具有竞争优势的进口药品，发挥自身国内市场的开拓优势。

表 2：亿帆生物借壳上市前发展的三个阶段

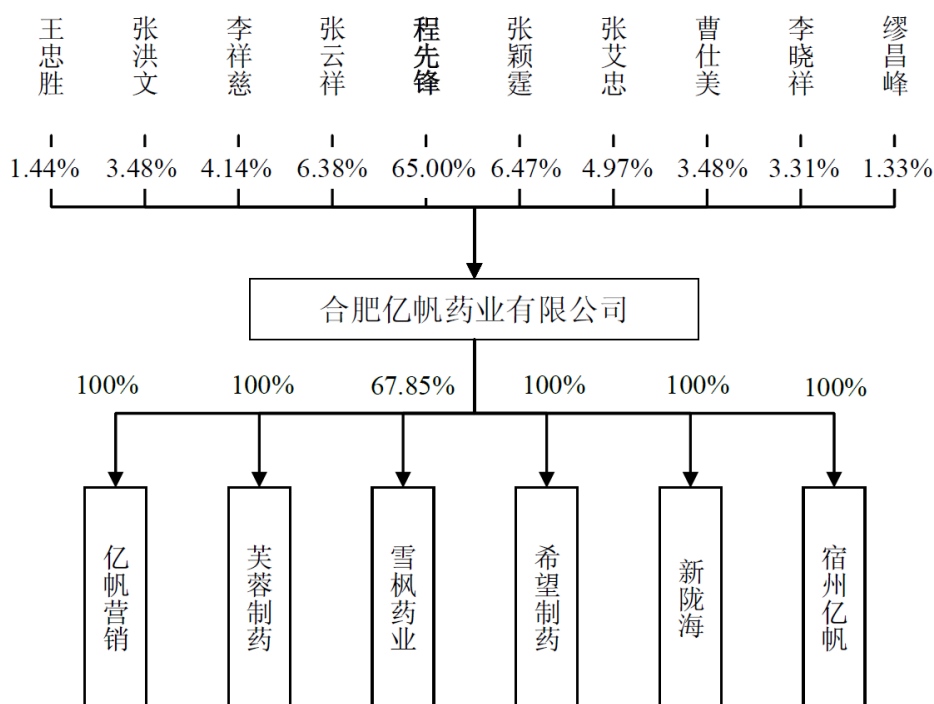
	第一阶段（2003 年至 2008 年）	第二阶段（2009 年至 2011 年）	第三阶段（2012 年以来）
	建立省内销售网络渠道，普通代理	强化特定代理，建设全国销售网络	进一步完善销售网络，发展进口代理
医院客户（直接）	40 多家	1,500 多家	1,500 多家
经销商客户	400 多家	800 多家	800 多家
拓展范围	省内	全国 31 个省份的 4,600 多家医院；省外达到 50%	全国 31 个省份的 8,800 多家医院
代理品种	跌打活血胶囊等 4 个药品	阿奇霉素颗粒（II）、美托洛尔控释片、注射用头孢他啶、注射用门冬氨酸洛美沙星、克林霉素磷酸酯胶囊及片剂和虚汗停胶囊	五位赖氨酸颗粒、吡拉西坦氯化钠注射液、注射用长春西汀、硝苯地平缓释片（III）以及进口品种注射用重组人生长激素和乳果糖的全国独家总经销权

数据来源：财通证券研究所整理

1.1.2 亿帆药业上市前

亿帆药业 2008 年 8 月成立，亿帆药业为控股型公司，不直接从事生产经营业务，主要通过子公司从事医药产品的研发、生产和销售，产品覆盖化学药品、中药、原料药等领域，产品聚焦皮肤外用类、风湿类、心血管类、呼吸系统类、泌尿系统类、抗感染类等六大治疗领域。亿帆药业后被亿帆生物合并。

图 1：亿帆药业股权结构及控制关系



数据来源：财通证券研究所整理

表 3：亿帆药业主要自产药品的分类和用途

类别	主要产品	用途
皮肤外用类	尿素乳膏、尿素原料	用于手足皲裂
风湿类	雷公藤多苷片、祛风止痛片	用于风湿、类风湿关节炎
心血管类	洛伐他汀胶囊	用于治疗高胆固醇血症和混合型高脂血症
呼吸系统类	咳嗽枇杷糖浆	用于感冒咳嗽，急、慢性支气管炎
泌尿系统类	普乐安片	用于慢性前列腺炎及前列腺增生
抗感染类	依托红霉素颗粒	用于真菌感染

数据来源：财通证券研究所整理

1.1.3 借壳上市后

鑫富药业成立于 1994 年，主要从事原料药 D-泛酸钙、泛醇及高分子材料 PBS、PVB 等产品的生产和销售，于 2004 年在深交所上市。

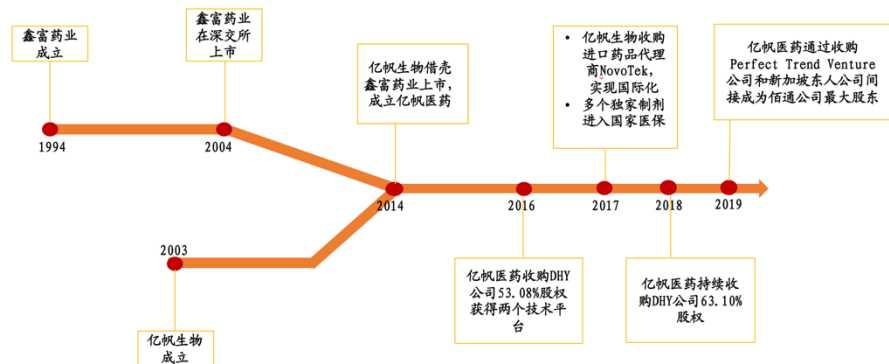
2014 年亿帆生物借壳鑫富药业上市，合并为亿帆鑫富，后更名为亿帆医药。亿帆鑫富成功上市后通过收购多家制药企业拓宽产品线，14 年底收购四川美科，获得代表产品缩宫素鼻喷雾剂，15 年 3 月收购阿里宏达，5 月收购蚌埠骄阳，制药收购公司包括宿州亿帆药业、天长亿帆制药、沈阳志鹰药业、沈阳澳华制药、四川天联药业等，涵盖了妇科类、皮肤类、血液肿瘤类、儿科类等医药产品，公司从营销代理为主升级为生产、销售一体的企业。

2016 年收购 DHY 公司 53.08% 的股权获得 DiKineTM 双分子和 ITabTM 免疫抗体 2 个新药研发技术平台，提升公司整体研发创新实力，实现转型升级，向生物创新药业务领域迈进。

2017 年收购进口药品代理商 NovoTek 公司，实现国际化；同年多个独家制剂进入医保。2018 年持续收购 DHY 股权，占比达 63.10%，进一步巩固了对健能隆生物的控股地位。

2019 年 8 月 30 日亿帆医药通过全资收购 Perfect Trend Ventures 公司和新加坡东人公司间接获得佰通公司 31.65% 的股权，成为佰通公司第一大股东，初步完成公司在胰岛素领域的布局。

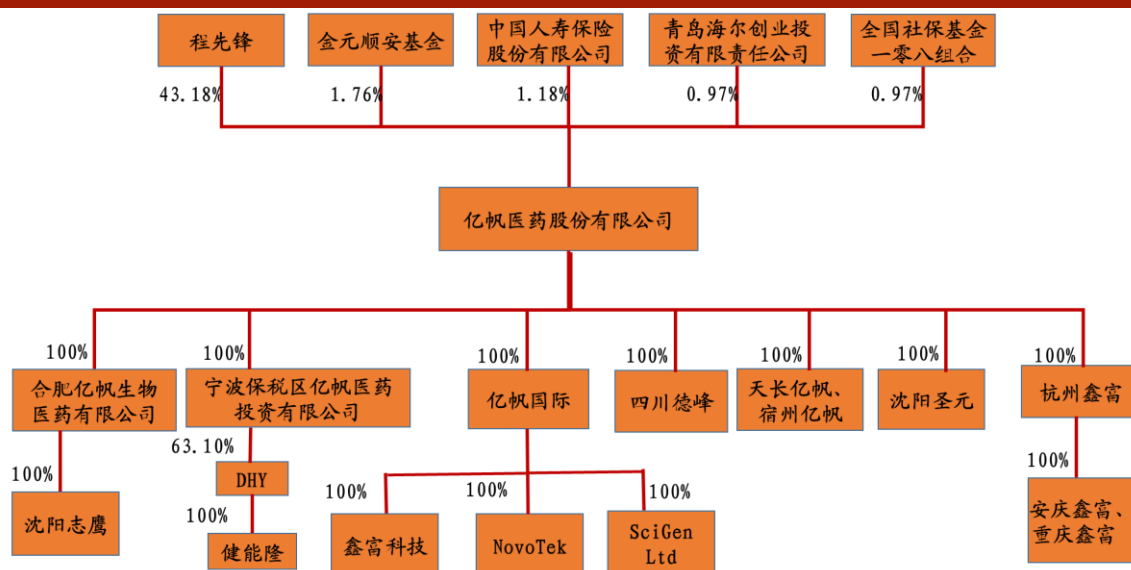
图 2：亿帆医药发展简要历程



数据来源：公司年报，财通证券研究所整理

1.2 股权结构及子公司架构

图 3：股权结构简略图



数据来源：公司年报，财通证券研究所整理

亿帆医药主要业务是在子公司展开，核心子公司为亿帆生物和原上市公司的主体杭州鑫富。亿帆生物主要做代理起家，有不少贸易类公司。另外公司收购了不少国内的制药企业，有些放在亿帆生物旗下，有些放在亿帆医药旗下。

公司不断在国内外寻找优质的独家有竞争优势的制药公司以及研发公司进行销售代理或者整合。国际化整合平台有多个，首先是注册于香港的亿帆国际，下面鑫富科技、NovoTek、赛臻公司三大海外并购平台。第二个主要海外并购平台是亿帆香港，主要是健能隆。这些平台也主要承担销售推广和引进产品的作用。

研发类子公司主要是健能隆以及上市公司直接持股的公司，包括上海亿帆、亿帆研究院、亿帆优胜美特。

生产类子公司较多，部分由上市公司控股，部分由亿帆生物控股。主要分布在安徽、辽宁、四川，其他地方也有个别家，形成了一定的集群。

原料药主要是鑫富系，包括杭州鑫富、安庆鑫富、重庆鑫富、湖州鑫富等。

下表对公司众多进行编号，子公司为单一位数，该子公司控股的子公司则 1.x，依次类推，使得对公司的控股子公司体系有一个明晰的了解。

表 4：公司的参控股子公司

编号	控股子公司	简称	主营业务	备注
商贸类：				
1	合肥亿帆生物医药有限公司	亿帆生物	医药商业	上市公司核心子公司

1.1	涡阳县泓品商贸有限公司		贸易	亿帆生物的全资子公司
1.2	宣城市亿通医药技术咨询服务服务有限公司		医药商业	亿帆生物的全资子公司
2	合肥亿帆生物制药有限公司	亿帆制药	药品研发	公司全资子公司
	YF Pharmaceutical International Corporation	美国亿帆		注册于美国的全资子公司
3	亿帆国际医药有限公司	亿帆国际	贸易	公司注册于香港的全资子公司
3.1	鑫富科技有限公司	鑫富科技	贸易	亿帆国际注册于香港的全资子公司
3.1.1	意大利特克医药有限公司	特克医药	医药销售	是鑫富科技注册于意大利的全资子公司
	特克医药(韩国)		医药销售	
	特克医药(韩国控股)		医药销售	
3.2	NovoTek Pharmaceuticals Limited		技术引进及贸易	亿帆国际注册于香港的全资子公司
	北京新沿线医药科技发展有限公司		医药商业	NovoTek 公司的全资子公司
3.3	SciGen Ltd		药品推广	赛臻公司, 亿帆国际注册于新加坡的全资子公司
	赛臻公司(澳大利亚)		药品推广	
	赛臻公司(北京)		药品推广	
	赛臻公司(韩国)		药品推广	
1.3	西藏恩海百进医药科技有限公司		药品推广	亿帆生物的全资子公司
研发类				
4	宁波保税区亿帆医药投资有限公司	宁波亿帆	投资管理	公司全资子公司, 也叫宁波亿帆
4.1	亿帆医药(香港)有限公司	亿帆香港	投资管理	宁波亿帆全资子公司
4.1.1	健能隆生物医药控股有限公司	健能隆生物	投资管理	原名 DHY&CO., LTD, 是香港亿帆持股 63.10% 的境外控股子公司
4.1.1.1	Generon Biomed, Inc	美国健能隆	药品研发	是健能隆生物注册于美国特拉华州的全资子公司
4.1.1.2	健能隆医药技术(上海)有限公司	上海健能隆	药品研发	健能隆生物的全资子公司
4.1.1.2.1	北京健能隆生物制药有限公司	北京健能隆	药品研发	上海健能隆的全资子公司
5	亿帆医药(上海)有限公司	上海亿帆	药品研发	公司全资子公司
6	亿帆医药研究院(北京)有限公司	亿帆研究院	药品研发	公司全资子公司
7	亿帆优胜美特医药科技有限公司		药品研发	公司控股子公司

生产类				
1.4	阿里宏达盛康药业有限公司		医药工业	亿帆生物的全资子公司
1.5	安徽省雪枫药业有限公司		医药工业	亿帆生物的全资子公司
1.6	安徽新陇海药业有限公司		医药工业	亿帆生物的全资子公司
1.7	天长亿帆制药有限公司	天 长 亿帆	医药工业	亿帆生物子公司
1.8	宿州亿帆药业有限公司	宿 州 亿帆	医药工业	亿帆生物子公司
1.8.1	蚌埠亿帆美科制药有限公司	蚌 埠 亿 帆 美科	医药工业	宿州亿帆全资子公司
1.9	湖南芙蓉制药有限公司		医药工业	亿帆生物子公司
8	辽宁圣元药业有限公司		医药工业	公司全资子公司
9	沈阳圣元药业有限公司		医药工业	公司全资子公司
1.10	欧芬迈迪(北京)生物技术有限公司		医药工业	亿帆生物全资子公司
1.11	沈阳澳华制药有限公司		医药工业	亿帆生物子公司
1.12	沈阳志鹰药业有限公司		医药工业	亿帆生物子公司
1.13	西藏鑫富医药科技有限公司	西 藏 鑫富	医药工业	亿帆生物的全资子公司
1.13.1	合肥淮洋医药科技有限公司		贸易	西藏鑫富的全资子公司
1.14	四川美科制药有限公司		医药工业	亿帆生物子公司
10	四川德峰药业有限公司		医药工业	公司全资子公司
10.1	四川信和医药有限公司		医药商业	四川德峰的全资子公司
10.2	成都天宇联盟医药科技 有限责任公司		技术咨询	四川德峰的全资子公司
10.3	四川希睿达生物技术有限公司		医疗器械	四川德峰持股 51%的控股子公司
10.3.1	海南希睿达生物技术有限公司		医药工业	四川希睿达的全资子公司
3.1.2	非索医药有限公司		医药生产	意大利, 仿制药生产, 鑫富科技注册于意大利的全资子公司
原料药类				
11	杭州鑫富科技有限公司	杭 州 鑫富	医药原料, 中间体及高分子	杭州鑫富, 公司全资子公司
11.1	安庆市鑫富化工有限责任公司		医药原料与中间体	杭州鑫富的全资子公司
11.2	重庆鑫富化工有限公司		医药原料与中间体	杭州鑫富的全资子公司
11.3	杭州鑫富实业科技有限公司	杭 州 鑫 富 实业		杭州鑫富实业, 杭州鑫富的全资子公司
12	湖州鑫富新材料有限公司		医药原料与中间体	公司的全资子公司

数据来源: 财通证券研究所整理

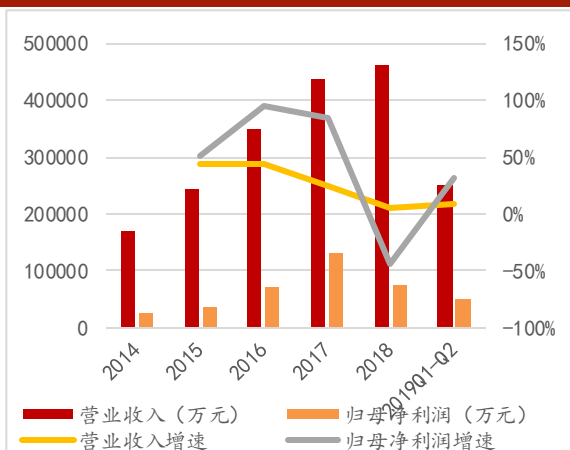
1.3 公司整体业务分析

2017 年归母净利润较高的主要原因是亿帆医药和山东新发结束了商业纠纷，随后亿帆医药提升其泛酸钙的价格，再加上泛酸钙行业受到国家环保政策落实的影响，企业大幅度减产，泛酸钙供不应求，市场价格进一步上涨，利润空间扩大。2018 年净利润下滑主要因包括原料药维生素 B5 产品市场价格从高位回落以及医药板块代理确认方式从代理制转变佣金制改变了财务确认方式，从而收入减少，同时佣金确认存在滞后影响净利润。

2019 年上半年公司营业收入达到 25.18 亿，同比增长 9%，归母净利润达 4.85 亿，同比增长 32%。2019 年上半年公司主要业绩驱动因素为公司原料药板块和公司药品制剂板块。原料药虽然受到猪瘟和禽流感的影响禽流感等原因导致养殖行业对饲料的需求下降，维生素 B5 整体销量较上年同期有所下降，但受环保安全事件及原材料价格上涨等影响，产能供应相对紧缺，产品价格呈现一定程度上涨，公司利用自身产品技术与成本优势，继续保持领先的市场地位及市场份额，总体来看，公司原料药板块仍取得不错的经营业绩。同时，药品制剂板块由于“531”核心产品及合作代理产品销售增长明显，给公司的营业收入增长带来了贡献。

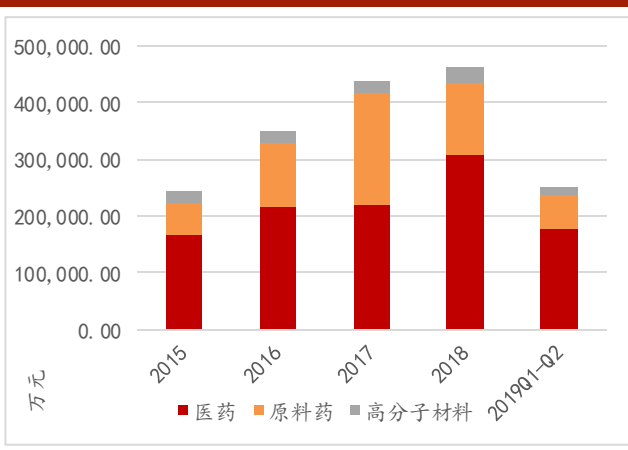
成本方面，管理费用率自 2016 年后逐步减少，主要归功于生产文号转移和生产中心的建立提高了管理效率，有效降低管理费用。

图4：公司营业收入及净利润变化



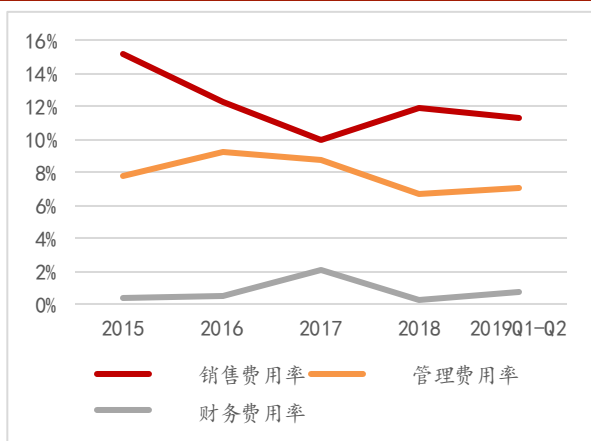
数据来源：Wind，财通证券研究所整理

图5：公司营业收入构成



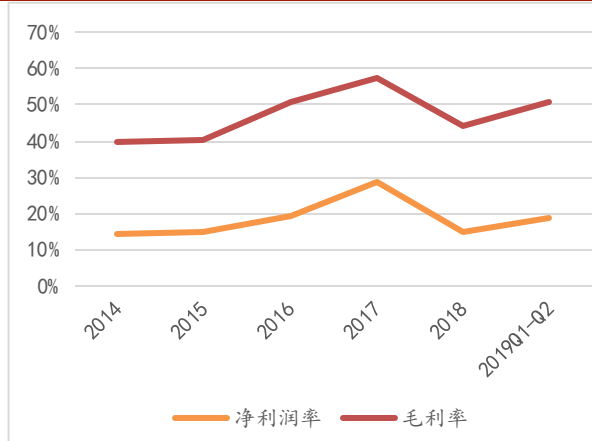
数据来源：Wind，财通证券研究所整理

图6：2015-2019年公司三项费用率



数据来源：Wind，财通证券研究所整理

图7：2014-2019年公司净利率



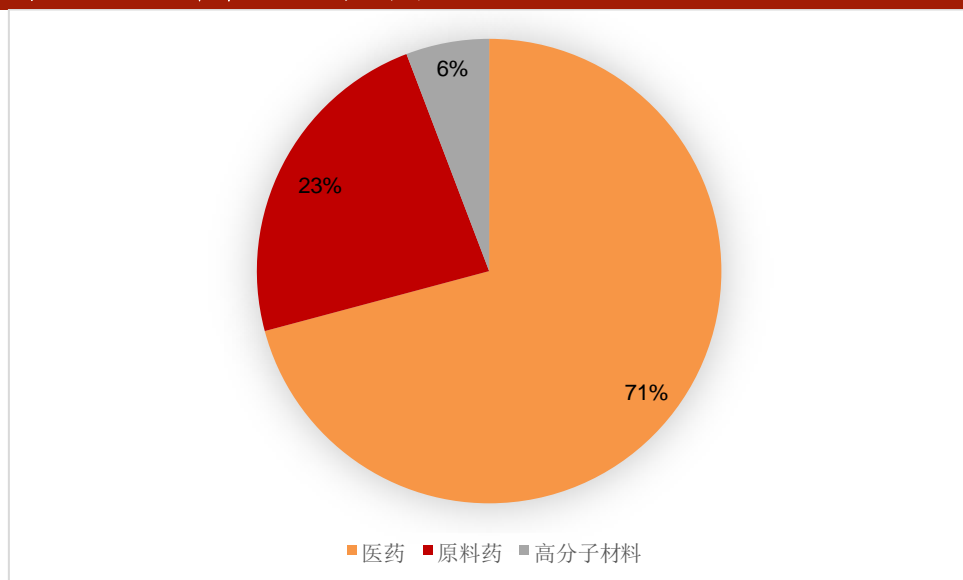
数据来源：Wind，财通证券研究所整理

1.4 业务板块划分

目前亿帆医药主营业务主要分为3大板块，分别为医药、原料药和高分子材料板块。2019年上半年营业收入占比分别为医药71%，原料药22%，高分子材料6%。

2018年由于两票制政策在绝大部分省份全面执行，公司与国内外合作的药品生产企业间的合作模式由此发生较大变化，由公司从合作的药品生产企业直接采购产品，并销售到医疗机构的模式转变为合作的药品生产企业就合作的产品供市场管理及营销推广服务，公司通过收取市场推广服务费等方式获取收益，由代理制转变为佣金制，因此2018年药品制剂板块拆分为医药产品和医药服务。

图8：2019上半年亿帆医药主营占比



数据来源：公司年报，财通证券研究所整理

2、公司研发、生产、营销三大板块概况

2.1 独具慧眼，精选收购

亿帆医药坚持“保旧创新、转型升级”的经营理念，“整合、创新、国际化”的中长期发展战略，通过并购整合，转型升级，拥有药品批准文号 400 余个，其中独家特色中西药 40 多个，独家医保品种 20 余个，独家品种数量在行业内名列前茅。中药在国内搜索，西药国内外搜索。

公司管理层高度勤勉，具有较强的忧患意识，积极选择优质并购标的，精选最具有临床价值的标的，14 年通过并购获得了四五十个独家医保产品，17 年 11 个独家品种进入国家医保目录水到渠成。着眼未来十年以上，侧重创新药、国际化产品和独家产品。对于中药产品精选有确切疗效，有良好可持续竞争优势的品种，比如缩宫素、妇阴康洗剂、小儿金翘等，预计进入医保后单个重点品种会快速放量。已经形成一系列血液肿瘤药品储备，复方黄黛片可能带来数亿的市场空间。

公司对于生物药化药很多通过国际化途径进行收购，通过亿帆香港、亿帆国际等多个国际化平台扬帆出海，亿帆国际下面的健能隆、赛臻公司、novotek 等公司均是公司国际化收购的重要研发制药平台。

公司不断并购各种制药企业、创新企业和销售平台型企业，需要强大的整合能力，从人力、财务审计、垂直管理、营销体系等方面进行全面整合。

2.2 逐步整合，打造五大生产中心

公司目前总共建立了 5 个主要的生产中心，分别是以安徽为主的小分子高端化药、植物药生产中心，以四川成都为主的皮肤科、妇科药生产中心，以辽宁沈阳为主的骨科药、治疗型大输液生产中心，以北京、上海为主的大分子生物药研发与生产中心及以浙江为主的原料药生产中心，合并同类、集中生产，能够有效提高生产效率和降低管理成本。

图 9：5 个生产中心及主要公司分布图



数据来源：财通证券研究所整理

2.2.1 辽宁沈阳为主的骨科药、治疗型大输液生产中心

沈阳志鹰：沈阳志鹰药业有限公司集研发、生产、销售为一体的制药企业，其前身是沈阳志鹰制药厂。志鹰药业 1970 年建厂，主要产品有玻璃瓶装大容量注射剂、非 PVC 软袋大容量注射剂和冻干粉针剂共 30 余个品种，2012 年 7 月，沈阳志鹰制药厂完成转制，2015 年 7 月公司收购志鹰药业 70% 股权，志鹰药业成为公司的控股孙公司，进入快速发展阶段。沈阳志鹰拥有独家剂型产品长春西汀氯化钠注射液、磷酸川穹嗪氯化钠注射液、庆大霉素氯化钠注射液等核心产品。

沈阳圣元：沈阳圣元药业有限公司成立于 1978 年，其前身为东北第六制药厂，2017 年正式并入亿帆医药股份有限公司，成为集团化学药品生产基地。2018 年集团投入重资在中国药都进行圣元综合制剂车间的二期建设，拥有片剂、胶囊剂、干混悬剂、滴眼剂、乳膏剂、酞剂等现代化生产线，目前有苯磺酸氨氯地平片、罗红霉素片、罗红霉素胶囊、曲安奈德益康唑乳膏、茶敏维滴眼液、布芬洛干混悬剂等 50 余个生产批文。

2.2.2 四川成都为主的皮肤科、妇科药生产中心

四川德峰：四川德峰药业有限公司于 2017 年 8 月吸收合并天联药业，建成固体制剂生产线及软膏剂生产线，二期工程将建成口服液生产线、搽剂生产线及喷雾剂生产线。其旗下的成都天宇联盟医药科技有限责任公司、四川信和医药有限公司为其全资子公司。公司以皮肤科药品为核心，自主研发生产及代理销售几十个皮肤科药品，还自主拥有心脑血管科、儿科、妇科、肝病科等医药产品，包括银杏

叶丸、葶苈降血脂颗粒、颈通颗粒等 4 个心脑血管及骨科全国独家及专利品种。

2.2.3 以安徽为主的小分子高端化药、植物药生产中心

宿州亿帆：宿州亿帆成立于 2013 年 3 月，为公司全资孙公司，注册资金贰亿圆，拥有祛风止痛片、枇杷止咳糖浆、珍珠冰硼散等 127 个生产文号，其中独家品种 5 个。2015 年 11 月宿州亿帆通过片剂、硬胶囊、颗粒剂、茶剂、散剂、糖浆剂、合剂、乳膏剂、酞剂（含中药提取）10 版 GMP 认证，2016 年正式投产。2017 年 10 月、2018 年 4 月原料药尿素生产线和妇阴康洗剂生产线先后通过 10 版 GMP 认证。

天长亿帆：天长亿帆前身是安徽省天康药业，2015 年 8 月天长亿帆成为公司全资孙公司。天长亿帆成立于 1997 年，通过新版 GMP 认证，拥有治疗白血病、妇科病及品牌 OTC 等药品批准文号 62 个，其中独家品种、独家剂型与规格产品 10 个，中药三类新药产品 7 个。全国独家产品复方黄黛片曾获得国家科学进步二等奖，具有深远的社会效益和经济效益。另有荣获国家创新基金项目的复方银花解毒颗粒、止咳平喘的麻苈消咳颗粒、治疗心脑血管疾病的新药延丹胶囊等一系列独家产品。

2.2.4 以浙江为主的原料药生产中心

杭州鑫富科技有限公司（鑫富科技），2011 年 11 月成立，位于浙江省临安市，为全资子公司，主要承接了原上市公司经营的 D-泛酸系列产品等原料药业务及降解材料业务。

安庆市鑫富化工有限责任公司（安庆鑫富），于 2008 年投资设立，位于安徽省安庆市，是公司全资孙公司，主要生产丙酸、高纯丙酸等。重庆鑫富化工有限公司（重庆鑫富），2006 年投资设立，位于重庆市长寿区，为公司全资孙公司，主要生产公司泛酸钙系列产品所用的辅料左酯与内酯。

2.2.5 北京、上海为主的大分子生物药研发与生产中心

北京健能隆作为大分子生物药的生产基地，利用外部顾问团队，根据 FDA、EMA 和 NMPA 的 GMP 要求，在质量系统、生产工艺设备验证以及数据完整性等方面进行了持续完善，为 F-652 工艺验证及 F-627 上市获批前的现场核查奠定坚实的基础。

2.2.6 高端国际化生产基地制造

公司取得意大利注射剂仿制药企业非索医药 100% 股权，拥有具有美国 FDA 与欧盟 AIFA 的 GMP 等审核认证的药品生产能力并获得近 30 个在欧美上市销售的产品生产权，同时启动在中国境内同步申报计划。

亿帆制药高端制剂项目工厂建设持续推进，完成了两条生产线建设，目前正在试车和验证阶段。并将借助非索医药在欧盟及美国 GMP 审核认证的成功经验，积极

做好亿帆制药认证前准备工作，为同步申报欧盟 EMEA、美国 FDA、日本 PMDA、中国 GMP 认证奠定基础，实现承接公司海外引进或买断产品在中国境内生产，中外同步申报，同步销售。

2.2.7 文号转移 18 年基本完成

由于收购的子公司生产地区分散，难以形成规模效应，所以公司在收购子公司的同时也在进行产品线整合，主要通过转移药品批准文号和建立生产基地来实现集中管理，降低成本，形成规模效应。

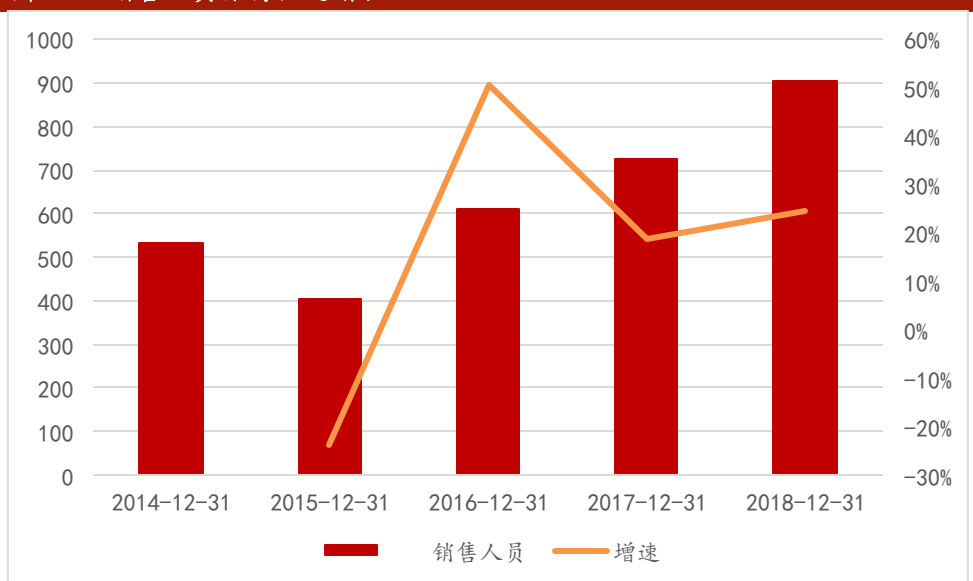
18 年公司基本完成了药品批准文号异地转移及委托加工的收尾工作，如缩宫素鼻喷雾剂文号、沈阳澳华全部产品文号转移至四川德峰，妇阴康洗剂文号转移至宿州亿帆，依美斯汀缓释胶囊转移至四川德峰，坤宁颗粒的文号跨省转移工作启动，皮敏消胶囊、复方银花解毒颗粒的内部委托加工生产。内部批准文号的异地转移及委托加工的基本完成，提升了产能，为后续产品不断放量，满足销售需求奠定基础。

2.3 代理起家，销售能力是核心竞争力之一

2.3.1 销售队伍

作为销售代理起家的企业，亿帆拥有优秀的销售团队和营销策略，销售团队不断扩张，从 2014 年借壳前的 300 多人增长到 2019 上半年达到 900 多人。目前公司国内药品制剂板块现有药品营销中心 13 个，医药业务覆盖除港澳台以外的所有省市，药品制剂在全国二级以上医院覆盖率超 60%。

图 10：销售人员保持快速增长



数据来源：年报，财通证券研究所整理

2.3.2 销售条线整合与调整

公司将所有涉及国内制剂业务的市场推广及营销纳入统一管理，组建统一的中央推广部、中央市场部、商务部及营销中心，加大直营推广力度，实行直营推广与合作推广的营销模式。公司利用前期在营销网络及市场推广等方面积累的经验及资源优势，已在血液肿瘤、皮肤科、妇科、儿科等领域组建自营市场推广与营销团队，加大自营产品的直销，2-3年时间形成十个左右的营销事业部。并新组建了基层产品营销中心，专门从事全国范围内的基药产品的市场推广与销售。

2.3.3 国际化销售依托赛臻、特克

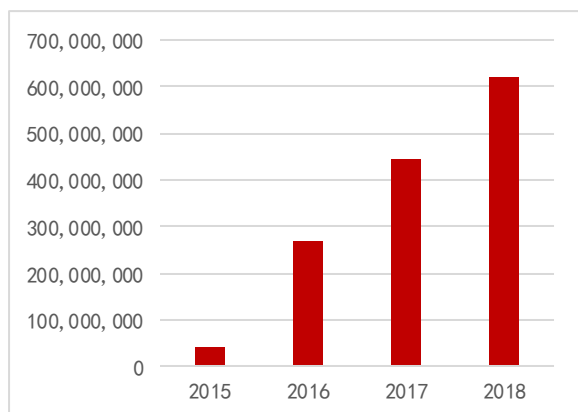
国际药品制剂板块以新加坡赛臻有限公司（以下简称“赛臻公司”）、意大利特克医药有限公司（以下简称“特克公司”）为基础，覆盖欧洲、北美、亚太、北非和中东等 40 余个主要国家或地区的销售网络、营销渠道及分销资源，推动国外药品制剂销售业绩的增长。

2.4 收购健能隆后研发投入快速增长

2.4.1 研发投入和人员 16 年后迅猛增长

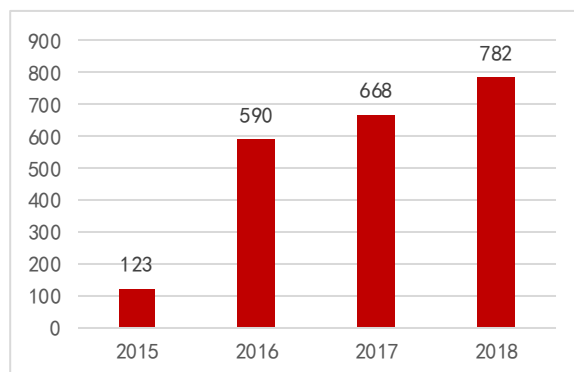
截至 2018 年公司拥有研发及技术人员 782 人，其中药学或相关专业硕士及以上 138 人；研发投入 6.20 亿元，同比增长 39.37%，近三年累计研发投入 13.40 亿元。已形成以健能隆生物、亿帆研究院、国家级博士后科研工作站为依托，涵盖生物药、化药、特色中成药及原料药的研发基地，研发定位逐步清晰，在研产品管线不断丰富，部分在研产品取得了阶段性成果。

图 11：2015-2018 年研发投入金额



数据来源：公司年报、财通证券研究所

图 12：2015-2018 年研发人员数量情况



数据来源：公司年报、财通证券研究所

16 年较 15 年有个飞跃，主要由于 2016 年公司收购 DHY 公司 53.8% 股权，研发投入金额迅速增加，同比增长 556%。随后公司为提升公司研发创新能力，逐步推

进各研发项目发展，引进研发人才，研发投入金额以及研发人员数量逐年上涨。

2.4.2 除生物药外高端制剂研发项目较多

截止 2018 年底，公司正在研发的项目共计 67 个，其中生物药 10 个、化药 39 个（其中一致性评价 8 个）、中药 12 个和维生素产品 6 个。

除大分子生物创新药以外，公司还增加投入高端仿制药工程项目，目前进展顺利，已完成部分主体建设及专用设备的招标工作，目前共建有 7 条生产线，涵盖注射剂、冻干和固体口服及特殊制剂等。

表5：高端化学原料药制剂研发进展情况（不含健能隆）

研发药品	适应症	研发进展
伏立诺他原料及胶囊	皮肤T细胞淋巴瘤	已完成全部临床研究工作
达沙替尼原料及片剂	慢性骨髓性白血病	正在进行生物等效性临床研究
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	正在进行验证性临床研究
普乐沙福原料及注射液	非霍奇金淋巴瘤（NHL）和多发性骨髓瘤（MM）患者的干细胞移植	正在进行验证性临床及药代动力学研究
注射用硼替佐米及原料	多发性骨髓瘤	准备申报生产
卢非酰胺片	4岁及以上儿童和成人伴林一戈（Lennox-Gastaut）综合征的癫痫	已经获得临床试验批件，正准备临床试验
卢非酰胺口服溶液	4岁及以上儿童和成人伴林一戈（Lennox-Gastaut）综合征的癫痫	正在进行临床前研究
布洛芬吡甲酯原料及乳膏剂	急性湿疹、接触性皮炎、带状疱疹	已提交临床试验申请材料

数据来源：公司官网，财通证券研究所整理

3、自产药剂：重点做大核心独家品种

3.1 自产药剂厂家产品管线

3.1.1 自产制药厂产品文号较多

自产药剂主要分为血液肿瘤、皮肤科、妇科和儿科四个管线。尽管公司旗下的制剂公司较多，安徽的主要生产基地是天长亿帆和宿州亿帆，天长亿帆有 43 个批准文号，全部中成药；宿州亿帆以化药为主，129 个药品批准文号，化药 95，中药 34 个。辽宁的主要生产基地是沈阳圣元、沈阳志鹰。沈阳圣元有不少骨科药物。四川的生产基地主要是四川德峰，批准文号很多，有 115 个，以儿科妇科为主。

表 6：制药子企业药品文号情况

行标签	化学药	中成药	非医保	国家医保(甲)	国家医保(乙)	增补医保	总计
沈阳圣元药业	52	5	6	19	21	11	57
沈阳志鹰药业	23			16	6	1	23
四川德峰药业	90	25	22	34	33	26	115
天长亿帆制药		43	9	10	12	12	43
宿州亿帆药业	95	34	16	47	38	28	129

数据来源：财通证券研究所整理

3.1.2 制药子公司药品适应症侧重抗感染、皮肤、消化等

从主要制药子公司的药品文号适应症来看，沈阳圣元主要是抗感染化药、滴眼液、皮肤科药物较大。沈阳志鹰主要是输液类注射液药物较多。天长亿帆基本是中药，文号集中在呼吸系统、消化系统、心脑血管等方面。宿州亿帆文号较多，抗感染、皮肤、消化、神经方面的化药以及呼吸方面的中药为主。四川德峰药品种类较多，主要有消化、抗感染、神经方面的化药，其他方面中药西药的适应症分布较为平均。

表 7：制药子公司药品文号适应症分布

行标签	沈阳圣元药业	沈阳志鹰药业	四川德峰药业	天长亿帆制药	宿州亿帆药业
【化】全身用抗感染药物	14	5	23		32
【化】消化系统及代谢药	3		29		18
【化】皮肤病用药	8		6		19
【化】神经系统药物	4	1	16		12
【中】呼吸系统疾病用药	1		4	11	12
【中】消化系统疾病用药	2	1	3	10	4
【化】感觉系统药物	13				2

【化】呼吸系统用药	4		7		4
【化】血液和造血系统药物		14	1		
【中】心脑血管疾病用药	1	1	4	6	
【中】骨骼肌肉系统疾病用药	1		3	4	2
【化】心血管系统药物	3	1	4		1
【中】妇科用药			1	3	5
【化】肌肉-骨骼系统	3		2		3
【中】泌尿系统疾病用药			2	4	1
【中】儿科用药			1	1	3
【中】皮肤科用药			4	1	
【化】原料药及非直接作用于人体药物			1		3
【中】神经系统疾病用药			2	1	1
【中】其它用药				1	2
【中】五官科用药					3
【化】抗寄生虫药、杀虫剂和驱虫剂					1
【化】全身用激素类制剂(不含性激素)			1		
【中】补气补血类用药			1		
【中】原料药及非直接作用于人体药物					1
【中】肿瘤疾病用药				1	

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

3.2 制药子公司独家品种丰富

公司收购和代理药品均注意选择独家品种，大都是中药独家品种。沈阳圣元和沈阳志鹰一共有 3 个独家品种。沈阳圣元是布洛芬干混悬剂，剂型较为新颖。沈阳志鹰是两款输液产品，如长春西汀。四川德峰独家品种 13 个，两款化药，其他均是中药。化药是缩宫素鼻喷雾剂，依美斯汀缓释胶囊。中药代表品种有除湿止痒软膏、皮敏消胶囊等。天长亿帆独家品种 6 个，主要有延丹胶囊、复方黄黛片、复方银花解毒颗粒，宿州亿帆独家品种 7 个，主要有妇阴康洗剂、复方甲苯咪唑乳膏等。

表 8：制药子公司独家品种列表

产品名称	生产单位	规格	剂型	产品类别	亚类	医保分类
布洛芬干混悬剂	沈阳圣元药业	34g:1.2g	口服液体剂	化学药	【化】抗炎药和抗风湿药	国家医保(乙)
长春西汀氯化钠注射液	沈阳志鹰药业	100ml: 长春西汀 10mg 与氯化钠 0.9g	注射剂	化学药	【化】精神兴奋药	国家医保(乙)
硫酸庆大霉素氯化钠注射液	沈阳志鹰药业	100ml: 庆大霉素 8 万单位与氯化钠 0.9g	注射剂	化学药	【化】全身用抗细菌药	国家医保(甲)
颈通颗粒	四川德峰药业	每袋装 10g	颗粒剂	中成药	【中】骨科止痛用药	国家医保(乙)
除湿止痒软膏	四川德峰药业	每支装 10g; 每支装	软膏剂	中成药	【中】湿疹药	国家医保(乙)

		20g				
银杏叶丸	四川德峰药业	每瓶装 0.2g(含总黄酮醇苷 19.2mg 与萜类内酯 4.8mg)	丸剂	中成药	【中】心血管疾病用药	国家医保(乙)
蚁参药酒	四川德峰药业	每瓶装 100ml;每瓶装 250ml;每瓶装 500ml;每瓶装 15ml	口服液体剂	中成药	【中】壮腰健肾药(肾病用药)	非医保
葶苈降血脂颗粒	四川德峰药业	每袋装 3g	颗粒剂	中成药	【中】降脂用药	非医保
苦豆子油搽剂	四川德峰药业	每瓶装 20ml	外用液体剂	中成药	【中】皮肤瘙痒药	增补医保
缩宫素鼻喷雾剂	四川德峰药业	5ml:200 单位,每喷 0.1ml(相当 4 单位)	吸入剂	化学药	【化】垂体、下丘脑及其类似药	国家医保(乙)
皮敏消胶囊	四川德峰药业	每粒装 0.4g	胶囊剂	中成药	【中】湿疹药	国家医保(乙)
疤痕止痒软化乳膏	四川德峰药业	每支装 20g	软膏剂	中成药	【中】烧烫伤用药	国家医保(乙)
橘红化痰片	四川德峰药业	每片重 0.3g	片剂	中成药	【中】止咳祛痰平喘用药	增补医保
更辰胶囊	四川德峰药业	每粒装 0.2g	胶囊剂	中成药	【中】妇女更年期用药	增补医保
富马酸依美斯汀缓释胶囊	四川德峰药业	2mg	胶囊剂	化学药	【化】其他皮肤病用制剂	国家医保(乙)
复方骆驼蓬子软膏	四川德峰药业	每支装 20g	软膏剂	中成药	【中】风湿性疾病用药	增补医保
麻苈消咳颗粒	天长亿帆制药	每袋装 8g	颗粒剂	中成药	【中】止咳祛痰平喘用药	增补医保
莲胆消炎颗粒	天长亿帆制药	2.5g/袋	颗粒剂	中成药	【中】肠道用药	非医保
莲胆消炎滴丸	天长亿帆制药	每袋装 3g;每丸重 45mg	丸剂	中成药	【中】肠道用药	非医保
延丹胶囊	天长亿帆制药	每粒装 0.3g	胶囊剂	中成药	【中】心血管疾病用药	国家医保(乙)
复方黄黛片	天长亿帆制药	每片重 0.27g	片剂	中成药	【中】肿瘤疾病用药	国家医保(乙)
复方银花解毒颗粒	天长亿帆制药	每袋装 15g	颗粒剂	中成药	【中】感冒用药	国家医保(乙)
祛风止痛片	宿州亿帆药业		片剂	中成药	【中】风湿性疾病用药	国家医保(乙)
珍珠冰硼散	宿州亿帆药业	每瓶装 1.5g	散剂	中成药	【中】口腔溃疡用药	非医保
止泻灵颗粒	宿州亿帆药业	每袋装 6g;每袋装 12g	颗粒剂	中成药	【中】肠道用药	非医保
妇阴康洗剂	宿州亿帆药业	每瓶装 10ml	外用液体剂	中成药	【中】妇科炎症用药	国家医保(乙)
复方甲苯咪唑乳膏	宿州亿帆药业	1g:盐酸左旋咪唑 0.1g, 甲苯咪唑 0.15g	软膏剂	化学药	【化】驱蠕虫药	非医保
咳嗽枇杷糖浆	宿州亿帆药业	每瓶装 100ml	口服液体剂	中成药	【中】止咳祛痰平喘用药	非医保
双氯芬酸钠乳膏	宿州亿帆药业	25g:0.75g	软膏剂	化学药	【化】关节和肌肉痛的局部用药	增补医保

数据来源:米内网,财通证券研究所整理

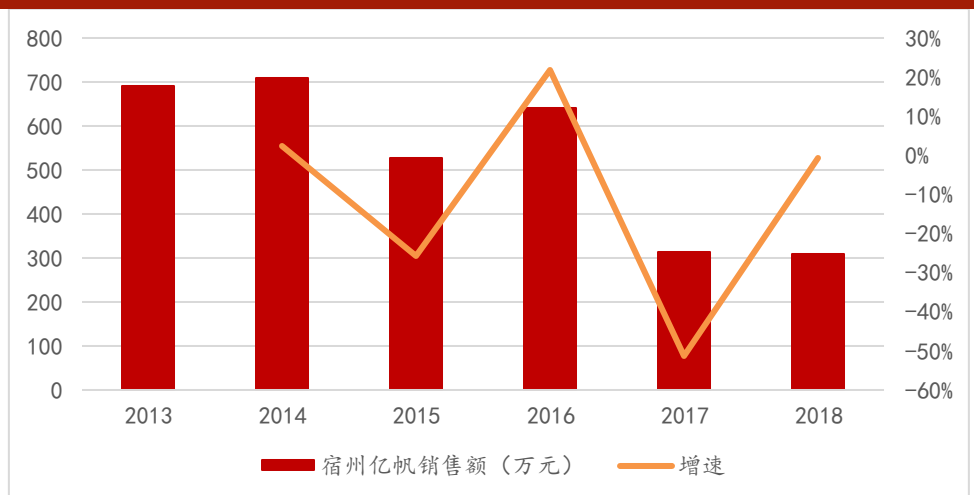
3.3 制药子公司化药营收略有下降

选取主要制药子公司,运用城市公立医院放大销售数据,再根据城市公立医院占整体公立医疗机构的比重,测算出该品种在城市公立医院、县级公立医院、乡镇卫生院以及社区医院的销售情况。

3.3.1 宿州亿帆化药近两年销售额处于低位

宿州亿帆化药部分近两年销售额下滑，分品种来看，咪康唑氯倍他索爆发式增长，但大品种尿素下降较快。

图 13：宿州亿帆化药公立医疗机构的销售额及增速



数据来源：米内网、财通证券研究所整理

表 9：宿州亿帆主要化药城市公立医院销售情况

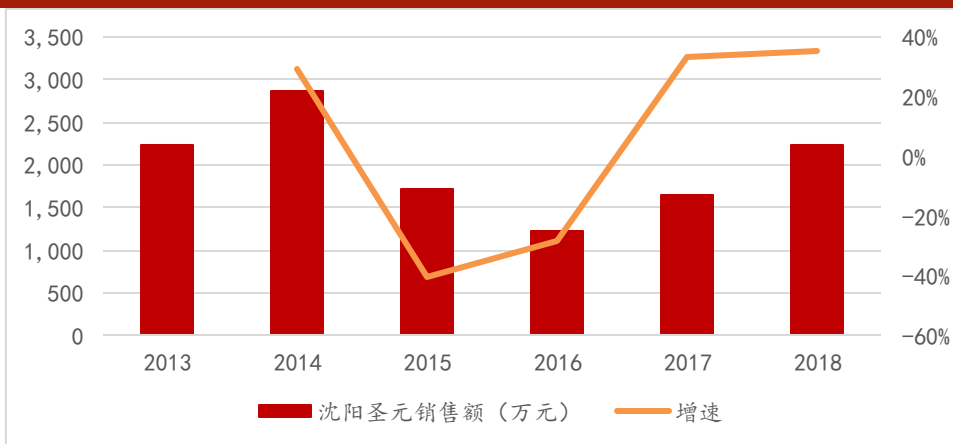
通用名	销售额 (万元)						增长率				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
咪康唑氯倍他索	0	0	0	15	126	103	0.00%	70.19%	18403.53%	727.05%	-18.10%
氯倍他索	4	4	3	0	12	19	-3.34%	-9.55%	0.00%	0.00%	60.31%
尿素	314	310	253	51	9	17	-1.34%	-18.45%	-79.63%	-82.54%	84.88%
尿素维生素 E	12	8	4	3	12	16	-32.48%	-55.01%	-27.03%	357.22%	29.55%

数据来源：米内网、财通证券研究所整理

3.3.2 沈阳圣元化药近两年显著反弹

沈阳圣元 18 年销售额达到 2000 多万，15/16 年销售额大幅下降，主要受到泮托拉唑下滑影响，17/18 年快速增长，除泮托拉唑触底回升外，氨氯地平也快速放量，另外曲安奈德益康唑也是先小幅下滑再回升。

图 14：沈阳圣元化药公立医疗机构销售额及增速



数据来源：米内网、财通证券研究所整理

表 10：沈阳圣元化药主要品种城市公立医院销售额

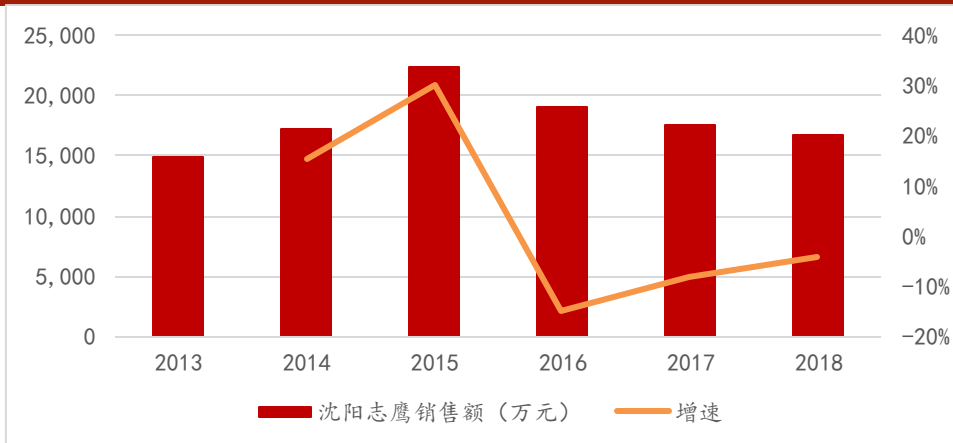
通用名	销售额 (万元)						增长率				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
泮托拉唑	1,306	1,639	891	482	532	930	25.42%	-45.64%	-45.87%	10.27%	74.89%
氯氟地平	4	2	0	10	116	226	-45.01%	-80.44%	2337.94%	1020.88%	94.79%
曲安奈德益康唑	89	124	85	75	93	126	39.62%	-31.03%	-11.75%	22.87%	35.47%
布洛芬	25	20	23	29	31	12	-20.80%	16.39%	23.91%	6.47%	-62.04%
毛果芸香碱	25	21	6	5	4	5	-13.63%	-73.31%	-16.72%	-19.40%	31.60%

数据来源：米内网、财通证券研究所整理

3.3.3 沈阳志鹰：大输液近三年逐年下降

沈阳志鹰近三年化药销售额均逐渐下降，18 年微幅下降基本持平。主要由于长春西汀、氯化钠和葡萄糖近三年均下降状态。18 年核心产品长春西汀基本持平。

图 15：沈阳志鹰化药公立医疗机构销售额及增速



数据来源：米内网、财通证券研究所整理

表 11：沈阳志鹰化药城市公立医院销售额及增速

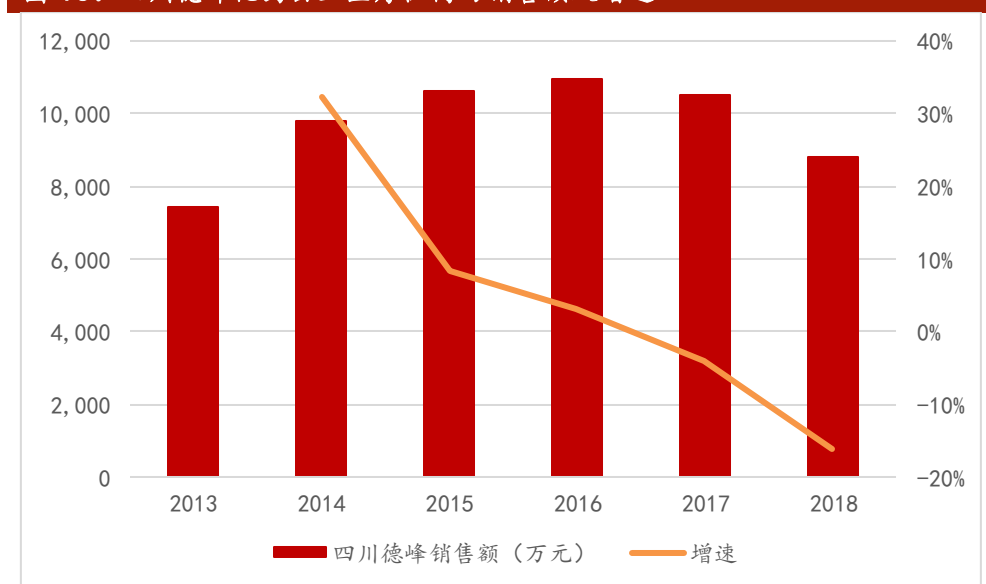
	销售额 (万元)						增长率				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
长春西汀	9,494	9,678	11,309	8,842	6,395	6,245	1.94%	16.85%	-21.82%	-27.67%	-2.36%
氯化钠	3,547	4,378	6,365	5,169	4,190	2,921	23.46%	45.38%	-18.80%	-18.93%	-30.29%
葡萄糖	543	606	718	663	577	264	11.49%	18.48%	-7.64%	-12.93%	-54.27%
甘露醇	44	35	81	74	60	36	-20.94%	134.63%	-9.25%	-18.34%	-39.97%
庆大霉素	0	0	0	0	6	24	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	336.60%
复方氯化钠	4	11	42	38	31	7	156.94%	291.33%	-9.25%	-18.55%	-78.66%

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

3.3.4 四川德峰化药近两年小幅下滑

四川德峰近两年化药在公立医疗机构中销售小幅下滑，核心品种缩宫素近三年略有下滑，二甲双胍和克林霉素甲硝唑跌幅较大。

图 16：四川德峰化药公立医疗机构的销售额及增速



数据来源：米内网、财通证券研究所整理

表 12：四川德峰化药城市公立医院销售额及增速

	销售额 (万元)						增长率				
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
缩宫素	4,387	6,023	6,322	5,889	5,633	4,410	37.28%	4.97%	-6.85%	-4.35%	-21.70%
二甲双胍	288	366	328	295	235	25	27.20%	-10.35%	-10.22%	-20.38%	-89.44%
甲钴胺	23	32	104	91	177	11	34.85%	230.70%	-12.38%	93.88%	-94.06%
特比萘芬	22	15	32	51	15	4	-29.55%	106.84%	60.45%	-71.12%	-74.71%

阿司匹林	3	1	1	1	1	2	-59.50%	-21.27%	-9.24%	22.89%	88.49%
克林霉素 甲硝唑	124	155	177	263	140	0	24.90%	14.34%	48.81%	-46.94%	-99.92%

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

3.3.5 招标周期影响短期放量

国内的药品销售需要解决准入问题，即通过招投标或挂网方式，取得在医疗机构使用资格。而以以各省为中心的药品招投标机制，一方面有一定周期。

另一方面，非医保产品一般很难纳入招标目录范围，取得准入资格。正如前期所述，公司近年来获取的已上市产品，分别纳入了2017年、2018年的新版医保及基本药物目录，并进行大量的整合工作，在新一轮的招标过程中，独家产品中标概率很大，如果产品准入问题解决，放量的趋势就会变更加明确。目前公司复方黄黛片、小儿金翘颗粒、除湿止痒软膏、乳果糖口服溶液等产品已呈现放量趋势。目前公司市场准入工作持续推进，部分品种准入完成了80%，即将进入，有些完成了30%，逐步铺开。

3.3.6 文号转移的影响放量

2018年间，由于依美斯汀缓释胶囊、坤宁颗粒等部分核心产品因文号转移、价格及市场准入等因素不能正常销售，无法集中发力上量，但乳果糖口服溶液、除湿止痒软膏、妇阴康洗剂等其他“531”核心产品超过30%的品种销售呈倍速增长，同比增长100%以上，放量趋势明显，14个自产药品单产品销售额已超过千万，已具备发力基础。预计19年部分品种在整合文号，准入工作结束后，增速达到60-100%。

3.4 善于把握政策机遇，医保目录大赢家

3.4.1 17年12个品种进医保目录

公司拥有复方黄黛片、缩宫素鼻喷雾剂、妇阴康洗剂及皮敏消胶囊等38个独家品种，17年2月其中11个独家产品纳入国家医保目录，同年7月，复方黄黛片经过谈判纳入医保。

除湿止痒软膏、小儿金翘颗粒、复方黄黛片、注射用重组人生长激素等纳入国家基本药物目录。公司是拥有独家产品，尤其是独家医保或基药产品数量较多的国内医药企业之一，已形成比较丰富的差异化优势的专科产品线。两票制政策的执行会加速行业的整合与集中度，促使公司组建或强化营销团队，提升市场推广能力。

表13：12个独家产品纳入医保，5个纳入基药

科目	产品	适应症	类别
血液肿瘤	复方黄黛片	急性早幼粒白细胞白血病	纳入医保和基药目录
皮肤科	除湿止痒软膏	急性、亚急性湿疹	纳入医保和基药目录
	皮敏消胶囊	治疗急、慢性荨麻疹、湿疹	纳入医保
	疤痕止痒软化乳膏	灼伤或手术后的增殖性疤痕	纳入医保
	富马酸依美斯汀缓释胶囊	过敏性鼻炎和荨麻疹	纳入医保
妇科	妇阴康洗剂	细菌性阴道病、滴虫性阴道炎	纳入医保
	缩宫素鼻喷雾剂	加强子宫收缩和促进排乳的作用。	纳入医保
	坤宁颗粒	气滞血瘀所致的妇女月经过多	纳入医保和基药目录
止痛	延丹胶囊	冠心病劳累性心绞痛气滞血瘀证	纳入医保
感冒	小儿金翘颗粒	疏风清热，解毒利咽，消肿止痛	纳入医保和基药目录
	复方银花解毒颗粒	普通感冒、流行性感属风热症	纳入医保和基药目录
心脑血管	颈通颗粒	颈椎病引起的颈项疼痛	纳入医保

数据来源：公司官网，财通证券研究所整理

3.4.2 19年医保目录变化不大

公司共有125个自产、拥有全部权益或独家进口经销产品入选《2019年版医保目录》），均为再次入选，其中甲类59个，乙类66个；同时有9个产品退出医保目录，但合计营收微乎其微，且为普药，故影响不大。

使用限制条件方面做了一些调整，除湿止痒软膏、妇阴康洗剂、延丹胶囊、劲通颗粒、银杏叶丸等，原规定“住院统筹基金支付，门诊个人账户支付”，新版医保变更为“限参保人员门诊使用和定点药店购药时医保基金方予支付”。

复方银花解毒颗粒、富马酸依美斯汀缓释胶囊医保报销限制放松。疤痕止痒软化乳膏新版医保变更为工伤保险。

3.4.3 5个独家品种进入18年基药目录

2018年10月，国家卫生健康委员会发布2018年版国家基本药物目录。新版目录包含品种数量由2012年版目录520种增至685种，其中西药417种、中成药268种。新版目录优化了结构，突出常见病、慢性病以及负担重、危害大疾病和公共卫生等方面的基本用药需求，注重儿童等特殊人群用药，新增品种包括了肿瘤用药12种、临床急需儿童用药22种等。

公司有5个医保独家品种进入《国家基本药物目录（2018年版）》，分别为小儿金翘颗粒、复方银花解毒颗粒、除湿止痒软膏、坤宁颗粒和复方黄黛片，且均为中成药。有利于产品在基层快速放量，要求基层公立医疗机构加强使用，其它各类医疗机构也要优先采购基本药物并达到一定的使用比例，并且基本药物的报销

比例高于非基本药物。且与基层资金补助挂钩。另外这些药品侧重皮肤、感冒、痛经等也比较适合基层市场。

3.4.4 经典名方可能是未来一个方向

2018年4月，国家中医药管理局会同国家药品监督管理局制定《古代经典名方目录（第一批）》，并予以公布。经典名方目录的发布给企业提供了一个方向，也使经典名方复方制剂简化审评向前迈了一大步。

3.5 重点做大核心产品

3.5.1 核心产品“531”培育计划

公司制定复方黄黛片、小儿金翘颗粒、除湿止痒软膏、缩宫素鼻喷雾剂、皮敏消胶囊等30个核心独家产品的“531”核心产品培育计划为3-5年内实现“531”计划，目标是在3-5年时间内，将约三分之一产品打造培育成5亿销售级别的品种，将三分之一产品培育成3亿级别的品种，其余培育成1亿级别的品种。

19年公司计划以制定的531核心产品3-5年培育计划为重点，在前期文号转移、生产基地整合、营业体系优化及部分产品放量的有利基础上，利用在国内具备的市场推广及销售网络资源与优势，加强学术与市场推广力度，力争过千万元销售额单品30个，过亿元销售额单品过5个，实现国内药品制剂整体业绩不低于30%的增长，为531核心产品3-5年培育计划开好业绩腾飞的元年。

3.5.2 血液肿瘤类：复方黄黛片有望成为过亿品种

● 产品概况

2015年亿帆生物通过收购安徽省天康药业有限公司获得复方黄黛片，正式布局并打造血液肿瘤专科产品线，进入血液肿瘤领域。2017年7月复方黄黛片被纳入的国家医保谈判目录，2018年被纳入国家基药目录。

复方黄黛片用于初治急性早幼粒细胞白血病，由青黛、雄黄（水飞）、太子参、丹参组成，具有清热解毒，益气生血的功效，用于初治的急性早幼粒细胞白血病，同时复方黄黛片是中国APL诊治指南的推荐药物，曾获得国家科技进步二等奖，是中国为数不多的在《新英格兰医学》杂志上发表研究成果的中药产品。

● 市场理论空间约3亿元

急性早幼粒细胞白血病（APL）是急性髓细胞白血病（AML）的一种特殊类型，被FAB协作组定为急性髓细胞白血病M3型，是一种早期死亡风险极高的粒细胞白血病，APL在临床上并不少见，M3的发病率高于西方国家10%左右，占同期AML的18.7%，有的地区如东北，M3的发病率在AML中可能高达20%—30%甚至更高。APL的治疗方法主要分为诱导分化治疗和砷剂治疗。诱导分化治疗的维A酸极易

产生耐药性，患者复发后再用同种治疗方法疗效变差。复方黄黛片是口服砷剂，疗效非劣于诱导分化，并且有无需住院治疗，患者依从性高的优势，所以目前口服砷剂治疗是患者更佳的选择。

据统计中国急性早幼粒细胞白血病（APL）市场每年新增病人 7,000 人，加上存量患者，约 10,000 人以上。按照 APL 治疗指南，中低危患者诱导治疗加上巩固维持治疗总计治疗周期共约 9 个月；随着复方黄黛片慢性粒细胞白血病和骨髓异常增生新适应症的增长，将成为其市场放量的新增长点，预计未来市场空间将在 2 亿元以上。

● 公司收购后中标地区显著扩大

公司在收购天康药业之前，复方黄黛片的平均中标价格为 4.76/片，仅有 7 个省份和地区中标。2015 年收购之后中标价格翻倍，高达到 16.7/片，中标省份和地区增加到 18 个，并且复方黄黛片于 2017 年进入谈判医保，价格调整到 10.5/片，依旧存在很大的利润空间。同时，经过谈判进入医保乙类后患者只需支付 30% 的费用，相当于 3.15/片，低于收购之前的价格，在保证利润可观的同时销量有望大幅提高，体现了公司强大的市场运作能力和政策把握能力。

另外，在新适应症方面，复方黄黛片正在开展关于慢性粒细胞白血病和肝癌等新适应症的研究和申报，发展持续看好。

表 14：复方黄黛片招标情况

中标省区	中标时间	中标价格	价格属性	标 的 执 行 情 况	包 装 数 量	转 换 比	最 小 制 剂 单 位 价 格 (元)	公 布 文 件
西藏	2018-12-30	1050	挂网	在执行		100	10.5	关于执行 2018 年西藏自治区抗癌药专项集中采购挂网结果的公告
甘肃	2018-11-30	1050	中标	在执行	100	100	10.5	甘肃省最新中标挂网药品一览表
山西	2018-11-30	1050	中标	在执行	100	100	10.5	关于公示山西省药品网上采购平台基本药物标注结果的通知
海南	2018-11-15	1050	中标	在执行	100	100	10.5	关于执行《国家基本药物目录》（2018 年版）的通知（第二批）
四川	2018-9-21	1050	中标	在执行	100	100	10.5	四川省国家谈判药品
贵州	2018-05-23	1050	中标	在执行	100	100	10.5	关于公布《2015 年度贵州省药品集中采购谈判采购和定点生产药品采购目录》的通知
山西	2017-10-01	1050	挂网	在执行	100	100	10.5	国家谈判和定点生产非基本药物(含国家撮合药品)
江西	2017-07-06	1670	挂网	在执行		100	16.7	关于公布新一轮江西省公立医院药品集中采购公开招标“双信封”产品中标结果及其他挂网采购目录的通知
北京	2017-04-07	1050	中标	在执行		100	10.5	2015 年北京市公立医疗机构药品阳光采购
广西	2016-09-05	1670	中标	在执行	100	100	16.7	2016 年广西壮族自治区关于公布 2015 年广西直接挂网采购总目录药品的通知

复方黄黛片由天长亿帆生产，为口服片剂，规格 270mg，每盒 100 片

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

● 血液肿瘤类研发进展

公司复方黄黛片新增适应症治疗慢性髓细胞白血病 III 期临床试验已入组近 200 例，入组过半，后续将与各个临床中心对前期临床病人反应情况做一个评估和总结后继续推进。

3.5.3 皮肤科核心产品数量较多

皮肤管线产品主要有皮敏消胶囊、除湿止痒软膏、富马酸依美斯汀缓释胶囊等。

3.5.3.1 皮敏消胶囊为内用畅销皮肤抗过敏用药

● 适应症

产品主要用于治疗急、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。皮敏消胶囊起效快，疗程短，费用低，其作用机理是抑制过敏介质释放，促进表皮生成，因此还具有毒副作用小、无嗜睡、复发率低等特点。

● 竞争优势

皮敏消胶囊改善了中国市场皮肤病外用药较多，而内服药较少的现状，具推广价值，在皮肤科口服用药市场排名第 5 位，是国内独家专利产品，国家三类新药，二级中药保护品种。

● 定价及中标

皮敏消胶囊主要由四川德峰（沈阳奥华）负责生产，产品总共在 23 个省份和地区中标，2017 年纳入全国医保乙类，纳入医保以前仅有辽宁和广东两个地方增补，新进全国医保后存在放量空间。目前执行的最小制剂单位价格区间在 1.19 到 5.29 元，平均价 1.56 元。详见下表。

表 15：皮敏消胶囊近年来中标情况

中标省区	中标时间	中标价格	价格属性	标的执行情况	包装数量	转换比	最小制剂单位价格(元)	公布文件
安徽	2019-01-29	69	中标	在执行		24	2.875	关于公布安徽省抗癌药等省级专项集中采购药品目录（第二批）的通知
甘肃	2018-11-30	29.38	中标	在执行	24	24	1.22	甘肃省最新中标挂网药品一览表
辽宁	2018-10-23	24.15	中标	在执行	20	20	1.2075	辽宁公布最终参与动态调整报价、议价产品
四川	2018-9-21	98.4	挂网	在执行	24	24	4.1	四川省常规网上限价药品
云南	2018-8-29	85.01	挂网	在执行	24	24	3.542	云南省公立医院药品集中采购其他限价挂网品规（第一批）已确认信息药品挂网交易
甘肃	2018-04-23	25.01	挂网	在执行	20	20	1.2505	2017 年度甘肃省药品动态调整补充确认结果

广西	2018-01-31	60.88	挂网	在执行	50	50	1.2176	关于公布 2015 年广西药品直接挂网采购（第四批）目录药品议价参考价及对申诉进行回复的通知
江西	2017-07-06	39.912	挂网	在执行		20	1.9956	关于公布新一轮江西省公立医院药品集中采购公开招标“双信封”产品中标结果及其他挂网采购目录的通知
广东	2017-06-02	12.202	中标	在执行		10	1.2202	广东关于公布 2017 年第二次药品竞价交易成交结果的通知
江苏	2017-04-17	28.6104	中标	在执行		24	1.1921	关于公示 2015 年江苏省药品集中采购限价挂网采购药品拟入围产品的通知
宁夏	2017-03-16	29.7024	挂网	在执行		24	1.2376	关于公示《2016 宁夏回族自治区公立医院直接挂网采购药品价格监测结果》的通知
河北	2016-06-08	12.202	中标	在执行	10	10	1.2202	河北省关于采用天津市中标结果的公告
广东	2016-06-02	12.202	中标	在执行	10	10	1.2202	广东省关于公布 201605 基本药物及非基本药物医保目录交易品种竞价结果的通知
甘肃	2016-03-14	25.85	中标	在执行	20	20	1.2925	2016 年度甘肃省公立医院中成药集中采购招标药品中标结果（省直属）
湖南	2015-08-18	12.07	中标	在执行	10	10	1.207	2015 年湖南省关于公布执行湖南省议价药品补充采购中标结果的通知
广东	2015-07-02	12.202	中标	已执行新标	10	10	1.2202	关于公布 201506 基本药物及非基本药物医保目录交易品种竞价结果的通知
海南	2014-10-31	27.01	中标	在执行	20	20	1.3505	关于公布执行海南省医疗机构药品（非基本药物）项目中标结果的通知
皮敏消胶囊规格 400mg，每盒 10/20/50/24 粒不等								

数据来源：财通证券研究所整理

3.4.3.2 除湿止痒软膏优于中效激素治疗

● 适应症

除湿止痒软膏主要适用于急性、亚急性湿疹证属湿热或湿阻型的辅助治疗，适用人群广泛，与中效激素治疗湿疹皮炎效果相当，复发率却低于糖皮质激素，并且无不良反应，是专家共识推荐治疗用药。

2017 年进入全国医保目录，之前无任何地方医保增补，进入医保后放量空间大。2018 年进入基药目录。除此之外，除湿止痒软膏还是公司的自有独家、专利产品，竞争环境相对良好，有明显的市场优势。

除湿止痒软膏目前由公司旗下的四川德峰生产，覆盖省份 26 个，目前执行的最小制剂单位价格从 12.42-54.60 不等，单价中值是 29.14 元。17 年底后，公司中标价格显著提升，反映出公司代理后的市场运作和政策把握能力。

表 16：除湿止痒软膏近年来中标情况

中标省区	中标时间	中标价格	价格属性	标的执行情况	包装数量	转换比	最小制剂单位价格（元）	公布文件
贵州	2019-03-21	42.7	挂网	在执行	1	1	42.7	贵航贵阳医院关于公布《贵航贵阳医院直接挂网第二次议价药品目录》的通知
甘肃	2019-01-21	49.86	中标	在执行		1	49.86	关于公布 2018 版国家基本药物新增阳光挂网结果（第一批）的通知-2018 年版基本药

物新增阳光挂网结果（第一批）								
贵州	2019-01-15	41.7	挂网	在执行	1	41.7	贵阳市药品集中采购联合体关于公布《贵阳市药品集中采购联合体直接挂网第二次议价药品目录》的通知	
云南	2018-11-9	50.37	挂网	在执行	1	1	50.3667	关于云南省公立医院药品集中采购其他限价挂网品规（第一批）已确认信息药品挂网交易的通知（二）
广东	2018-11-5	50.3667	中标	在执行	1	1	50.3667	广东基药目录（2018年版）调整部分产品目录分组情况
四川	2018-9-21	47.9	挂网	在执行	1	1	47.9	四川省常规网上限价药品
海南	2018-8-28	54.6	中标	在执行	1	1	54.6	海南省 2017 非基本药物集中采购中标结果等事项
贵州	2018-07-06	42.7	挂网	在执行	1	1	42.7	安顺市药品集中采购联合体直接挂网议价药品目录
广西	2018-01-31	54.6	挂网	在执行	1	1	54.6	关于公布 2015 年广西药品直接挂网采购（第四批）目录药品议价参考价及对申诉进行回复的通知
黑龙江省	2017-11-08	51.5	挂网	在执行	1	1	51.5	黑龙江省新一轮集中采购药品联动价格的公告
江西	2017-07-06	28.875	挂网	在执行	1	1	28.875	关于公布新一轮江西省公立医院药品集中采购公开招标“双信封”产品中标结果及其他挂网采购目录的通知
江苏	2017-04-17	24	中标	在执行	1	1	24	关于公示 2015 年江苏省药品集中采购限价挂网采购药品拟入围产品的通知
广东	2015-07-21	25.7	中标	在执行	1	1	25.7	关于开展广东省非医保目录品种挂牌交易工作的通知
海南	2014-10-31	29.98	中标	在执行	1	1	29.98	关于公布执行海南省医疗机构药品（非基本药物）项目中标结果的通知
除湿止痒软膏为软膏剂，规格 20g 每盒，每盒一支								

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

3.5.4 妇科也是核心产品布局的战略方向

3.5.4.1 缩宫素鼻喷雾剂

● 产品主要适应症

2014 年 12 月公司通过收购四川美科制药 100% 股权获得独家自有产品缩宫素鼻喷雾剂，本品为多肽类物质，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排出，适应症包括助产、催乳和产后抑郁。

● 竞争优势

缩宫素主要分为缩宫素注射液、卡贝缩宫素注射液和缩宫素鼻喷雾剂三大类。其中缩宫素注射液生产企业众多，竞争激烈，卡贝缩宫素注射液价格昂贵，而缩宫素鼻喷雾剂是公司独家产品，价格适中，使用方便，有明显的竞争优势。

● 市场空间

2018 年我国新生儿数量为 1523 万人（国家统计局），我国产妇产后缺乳发生率为 20%—30%，缩宫素鼻喷雾剂推荐用量为两支一疗程，平均价格为 53.45/支，由

此估算市场潜力约为 3-4 亿。

● **进入医保后覆盖省市爆发式增长**

缩宫素鼻喷雾剂目前覆盖 28 省市,17 年进入医保前仅覆盖 8 个省市,增长迅猛,体现了公司的市场运作推广的能力。单价在 44-146 元之间,单价中位数为 45.4 元,大部分地区中标价为 44 元左右,近几年中标价格维护较好。价格相对注射剂型明显更高。

表 17: 缩宫素产品招标情况

药品名称	企业数	覆盖区域数	单价(最低)	平均价	单价(中值)	单价(最高)	中标记录数
卡贝缩宫素注射液	3	30	63	226.94	240	330	213
缩宫素鼻喷雾剂	2	28	44	53.45	45.36	146	98
缩宫素注射液	10	35	0.1	6.77	2.7	34.3	835
注射用缩宫素	2	29	2.26	23.68	22.91	48	92

数据来源:米内网,财通证券研究所整理

表 18: 缩宫素鼻喷雾剂近年来中标详细情况

中标省区	中标时间	中标价格	价格属性	标的执行情况	包装数量	转换比	最小制剂单位价格(元)	公布文件
云南	2019-03-15	44	挂网	在执行		1	44	关于药品生产企业名称变更的公示
贵州	2019-03-12	44	中标	在执行	1	1	44	贵州省第二人民医院关于公布《贵州省第二人民医院直接挂网第二次议价药品目录》的通知
四川	2018-9-21	104	挂网	在执行	1	1	104	四川省常规网上限价药品
广东	2018-9-10	45.46	中标	在执行	1	1	45.46	关于公布 2018 年第二次药品竞价交易成交结果的通知
北京	2018-8-30	44	挂网	在执行	1	1	44	关于公布执行山西省 2018 年公立医疗机构药品分类采购挂网议价采购目录(第一批)的通知(包含北京挂网价)
云南	2018-8-29	44	挂网	在执行	1	1	44	云南省公立医院药品集中采购其他限价挂网品规(第一批)已确认信息药品挂网交易
海南	2018-8-28	146	中标	在执行	1	1	146	海南省 2017 非基本药物集中采购中标结果等事项
山西	2018-8-16	47	挂网	在执行	1	1	47	山西省 2018 年公立医疗机构挂网议价采购药品入围目录(平台山西上一轮中标价)
浙江	2018-11-5	96	中标	在执行	1	1	96	关于我省医疗机构药品备案采购信息的公示(2018 年三季度)
甘肃	2018-11-30	45.22	中标	在执行	1	1	45.22	甘肃省最新中标挂网药品一览表
贵州	2018-11-14	44	挂网	在执行	1	1	44	贵阳市药品集中采购联合体直接挂网药品第二次议价采购公告
湖南	2018-10-31	44	中标	在执行	1	1	44	湖南省第二轮药品省际价格联动结果
陕西	2018-07-06	44	挂网	在执行	1	1	44	2017 年陕西省公立医院药品集中采购部分产品限价结果
海南	2018-06-29	146	中标	在执行	1	1	146	2017 年海南省医疗机构药品集中采购项目价格谈判结果
黑龙江省	2017-11-08	49.108	挂网	在执行	1	1	49.108	黑龙江省新一轮集中采购药品联动价格的公告

江西	2017-07-06	45.11	挂网	在执行		1	45.11	关于公布新一轮江西省公立医院药品集中采购公开招标“双信封”产品中标结果及其他挂网采购目录的通知
山西	2017-06-13	44	挂网	在执行	1瓶/盒	1	44	关于公示山西省公立医院药品分类采购直接挂网类药品目录并填报北京市新一轮挂网价和山西省上一轮中标价的通知
北京	2017-04-07	44	中标	在执行		1	44	2015年北京市公立医疗机构药品阳光采购
宁夏	2017-03-16	45.356	挂网	在执行		1	45.356	关于公示《2016宁夏回族自治区公立医院直接挂网采购药品价格监测结果》的通知
四川	2017-02-24	44	中标	在执行		1	44	川药采联办〔2017〕5号关于公布执行2015年四川省公立医院药品集中采购双信封招标和谈判(议价)中标结果(第一批)的通知
辽宁	2017-01-25	45.11	挂网	在执行	1	1	45.11	关于公布辽宁省医疗机构直接挂网采购第一联合议价组议价结果的通知
广西	2016-09-05	48.1	中标	在执行	1	1	48.1	2016年广西壮族自治区关于公布2015年广西直接挂网采购总目录药品的通知
四川	2016-06-21	46.8	中标	在执行	1	1	46.8	常规上网限价药品 (https://jco.scbid.gov.cn:7072/Show3.aspx)
贵州	2014-12-17	48.81	中标	在执行	1	1	48.81	关于公布2010年度贵州省药品(不含国家基本药物部分)集中采购备案采购目录(三)及有关事项的通知
缩宫素鼻喷雾剂为0.1ml*50喷,每盒1瓶								

数据来源:米内网,财通证券研究所整理

● 缩宫素行业近年增速较好,注射剂为主

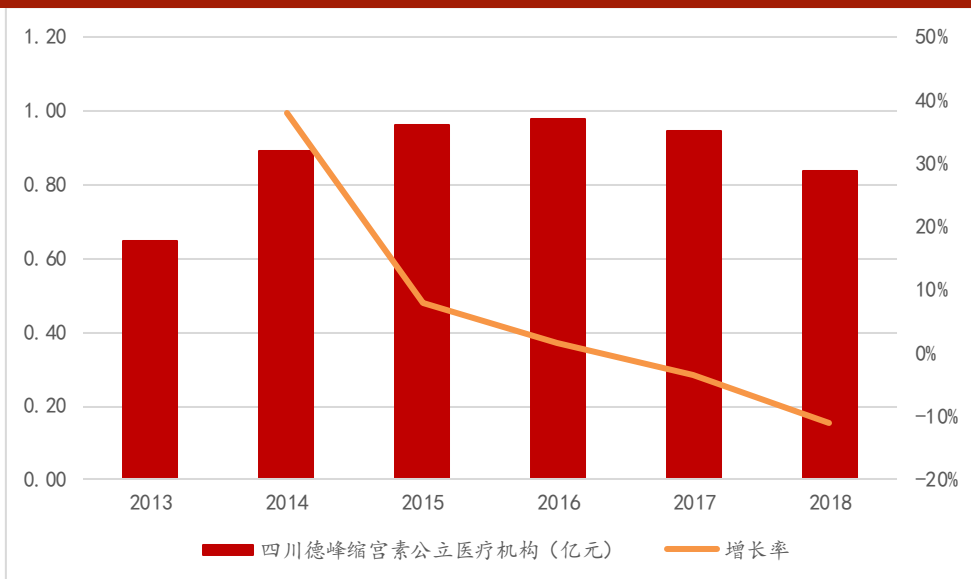
缩宫素(不含卡贝缩宫素),18年公立医疗机构销售额约7.8亿,近三年增速分别为28%、22%、10%,增速逐渐放缓。注射剂占比89%,气雾剂占比11%。近三年注射剂增速较外用剂型更快。

表 19: 缩宫素城市公立医院主要厂家销售额增速及市场份额

企业名称	销售额					增长率				市场份额 2018
	2014	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	
南京新百药业	897	2,604	5,403	9,241	11,810	190%	108%	71%	28%	30.09%
安徽宏业药业	11,147	9,489	10,862	7,926	7,978	-15%	14%	-27%	1%	20.33%
上海禾丰制药	1,791	2,302	2,598	3,664	5,037	29%	13%	41%	37%	12.83%
四川德峰药业	6,023	6,322	5,889	5,633	4,410	5%	-7%	-4%	-22%	11.24%
马鞍山丰原制药	1,635	1,500	2,203	4,722	2,856	-8%	47%	114%	-40%	7.28%
成都海通药业	0	0	101	988	2,610	0%	0%	880%	164%	6.65%
深圳翰宇药业	8	37	809	1,853	2,407	346%	2075%	129%	30%	6.13%
上药第一生化药业	404	538	1,149	1,025	1,325	33%	114%	-11%	29%	3.38%
河南辅仁怀庆堂制药	254	94	251	556	777	-63%	168%	121%	40%	1.98%

数据来源:财通证券研究所整理

图 17：四川德峰缩宫素鼻喷雾剂近三年略有下降



数据来源：财通证券研究所整理

3.5.4.2 妇阴康洗剂

妇阴康洗剂主要成分有秦皮、鱼腥草、苦参等组成，清热燥湿，除痒止带。用于细菌性阴道病、滴虫性阴道炎、念珠菌阴道炎，改善阴部瘙痒、疼痛，尿频、尿急、尿痛等症状。

与栓剂相比，洗剂使用更加舒适方便，不需要准备清洗用具。目前市场上妇科产品栓剂和洗剂为主要剂型，且势均力敌。

妇阴康洗剂目前由公司旗下的蚌埠亿帆生产，为独家剂型，进医保目录前仅覆盖 3 省市，目前覆盖省市 19 个，中标价在 42.18-65.0 之间，中值为 42.23 元每支，7 天一个疗程。17 年被纳入乙类医保。预计市场空间 3 亿左右。

表 20：妇阴康洗剂近年中标情况

中标省区	中标时间	中标价格	转换比	包装数量	最小制剂单位价格 (元)	公布文件
湖北	2018-9-28	42.23	1	1	42.23	基层医疗卫生机构药品采购目录
四川	2018-9-21	42.23	1	1	42.23	四川省常规网上限价药品
北京	2018-8-30	42.23	1	1	42.23	关于公布执行山西省 2018 年公立医疗机构药品分类采购挂网议价采购目录 (第一批) 的通知 (包含北京挂网价)
海南	2018-8-28	65	1	1	65	海南省 2017 非基本药物集中采购中标结果等事项
北京	2018-8-16	42.23	1	1	42.23	山西省 2018 年公立医疗机构挂网议价采购药品入围目录 (最终核对北京价)
甘肃	2018-11-30	49.39	1	1	49.39	甘肃省最新中标挂网药品一览表
湖南	2018-10-31	42.23	1	1	42.23	湖南省第二轮药品省际价格联动结果

贵州	2018-06-25	45	1	1	45	遵义市药品集中采购联合体直接挂网议价药品目录
江西	2017-07-06	65	1		65	关于公布新一轮江西省公立医院药品集中采购公开招标“双信封”产品中标结果及其他挂网采购目录的通知
江苏	2017-04-17	42.23	1		42.23	关于公示 2015 年江苏省药品集中采购限价挂网采购药品拟入围产品的通知
宁夏	2017-03-16	46.21	1		46.21	关于公示《2016 宁夏回族自治区公立医院直接挂网采购药品价格监测结果》的通知
辽宁	2017-01-25	46.72	1	1	46.72	关于公布辽宁省医疗机构直接挂网采购第一联合议价组议价结果的通知
甘肃	2016-11-07	48.86	1		48.86	关于对 2016 年度甘肃省公立医院中成药阳光采购药品（第二批）公示及价格确认等事宜的通知
广西	2016-09-05	51	1	1	51	2016 年广西壮族自治区关于公布 2015 年广西直接挂网采购总目录药品的通知
妇阴康洗剂 10ml 一盒，每盒一支，一个疗程 7 天						

数据来源：财通证券研究所整理

3.5.5 儿科：小儿金翘（青翘）颗粒新冠疫情治疗获推荐

17 年 11 月后公司逐步收购四川凯京。小儿金翘颗粒主要功效为疏风清热，解毒利咽，消肿止痛。用于风热乳蛾；证见：发热、咽痛、喉核肿大、舌红、苔黄等；主治小儿急性扁扁桃体炎（急乳蛾）具有上述证候者。进入 17 年医保前中标省市 7 家，目前在招标的省份和地区共 27 个，爆发增长。有两种规格，在执行的最小单位价格从 1.34-7.47 元之间，平均中标价位 5.46 元。16 年之后最小制剂单位价格较 14-15 年显著提升，体现出公司代理及收购后的运作能力。

表 21：小儿金翘颗粒招标情况

中标省区	中标时间	中标价格	价格属性	标的执行情况	包装数量	转换比	最小制剂单位价格（元）	公布文件
甘肃	2019-06-19	39.11	挂网	在执行		6	6.5183	关于对企业申请增补不同转换系数差比换算结果公示的通知
重庆	2019-02-01	51.5	中标	在执行		8	6.4375	重庆市荣昌区医药采购联合体关于增补药品目录的公示
安徽	2019-01-29	51.5	中标	在执行		8	6.4375	关于公布安徽省抗癌药等省级专项集中采购药品目录（第二批）的通知
贵州	2019-01-18	64.4	挂网	在执行		10	6.44	遵义市药品集中采购联合体关于公示直接挂网药品第二次议价结果的通知
湖北	2018-9-28	51.5	中标	在执行	8	8	6.4375	基层医疗卫生机构药品采购目录
四川	2018-9-21	51.5	挂网	在执行	8	8	6.4375	四川省常规网上限价药品
北京	2018-8-30	51.5	挂网	在执行	8	8	6.4375	关于公布执行山西省 2018 年公立医疗机构药品分类采购挂网议价采购目录（第一批）的通知（包含北京挂网价）
云南	2018-8-29	44.33	挂网	在执行	6	6	7.3883	云南省公立医院药品集中采购其他限价挂网品规（第一批）已确认信息药品挂网交易
四川	2018-12-06	35.3	中标	在执行	8	8	4.4125	2015 年四川省公立医院药品集中采购第四批、第五批限价药品新增补信息表。
甘肃	2018-11-30	53.65	中标	在执行	8	8	6.7063	甘肃省最新中标挂网药品一览表
海南	2018-10-10	59.2	挂网	在执行	8	8	7.4	2017 年海南省药品集中采购项目增加多包装信息（第一批）已完成挂网

贵州	2018-07-05	64.4	挂网	在执行	10	10	6.44	毕节市药品集中采购联合体直接挂网议价药品目录
江西	2017-07-06	59.2	挂网	在执行		8	7.4	关于公布新一轮江西省公立医院药品集中采购公开招标“双信封”产品中标结果及其他挂网采购目录的通知
江苏	2017-04-17	51.5	中标	在执行		8	6.4375	关于公示 2015 年江苏省药品集中采购限价挂网采购药品拟入围产品的通知
北京	2017-04-07	51.5	中标	在执行		8	6.4375	2015 年北京市公立医疗机构药品阳光采购
宁夏	2017-03-16	53.6	挂网	在执行		8	6.6942	关于公示《2016 宁夏回族自治区公立医院直接挂网采购药品价格监测结果》的通知
辽宁	2017-01-25	51.5	挂网	在执行	8	8	6.4375	关于公布辽宁省医疗机构直接挂网采购第一联合议价组议价结果的通知
甘肃	2016-11-07	51.5	挂网	在执行		8	6.4375	关于对 2016 年度甘肃省公立医院中成药阳光采购药品（第二批）公示及价格确认等事宜的通知
广西	2016-09-05	59.2	中标	在执行	8	8	7.4	2016 年广西壮族自治区关于公布 2015 年广西直接挂网采购总目录药品的通知
四川	2015-09-25	16.1	中标	在执行	12	12	1.3417	川药械采〔2015〕21 号四川省药械集中采购服务中心关于对价格自查整改药品进行挂网限价确认的通知
广东	2015-07-21	25.28	中标	在执行	12	12	2.1067	关于开展广东省非医保目录品种挂牌交易工作的通知
四川	2015-04-30	25.86	中标	在执行	12	12	2.155	转发川卫办发〔2015〕128 号四川省卫生计生委关于公布执行 2014 年四川省医疗机构药品集中采购结果等相关事项的通知
海南	2014-10-31	34.86	中标	在执行	12	12	2.905	关于公布海南省医疗机构药品（非基本药物）项目中标结果的通知
上海	2014-07-30	51.5	中标	已执行新标	8	8	6.4375	2015 年上海市关于公布 2015 年第二批挂网采购自费药品的通知
小儿金翘颗粒一袋分为 7.5g 和 5g 两种规格，每盒 6、8、10、12 袋不等								

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

小儿青翘颗粒为独家国家医保、基本药物目录产品，组方主要来源于国家卫健委公布的“新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案”中推荐方“银翘散”。2019 年被天津市卫健委推荐为治疗流感的儿童使用药物。山东卫健委公布的《山东新型冠状病毒感染的肺炎中医药诊疗方案》将小儿青翘颗粒推荐儿童预防与治疗药物。另外，天津中医药大学第一附属医院等 10 家医院进行了小儿青翘颗粒治疗儿童流行性感冒的随机、阳性药平行对照、多中心的循证医学临床试验。结果显示，该产品对缩短病程、改善病情的作用结果良好，在临床痊愈率方面，小儿青翘颗粒非劣于（达菲）奥司他韦（即等效）。

3.5.6 内分泌科：胰岛素国际化布局协同效应强

国际化也是公司重要的布局方向。2018 年 3 月亿帆医药成为佰通公司重组人胰岛素国际销售的唯一代理商。佰通公司是波兰第二大综合性医药企业，也是全球第四家上市的重组人胰岛素制造商，拥有完整的重组人胰岛素生产链，1 个原料药的注册文号、18 个重组人胰岛素的制剂文号以及 1 个注射用医疗器械文号，形成胰岛素产品的全覆盖。2019 年 8 月 30 日亿帆医药通过全资收购 Perfect

Trend Ventures 公司和新加坡东人公司间接获得佰通公司 31.65% 的股权，成为佰通公司第一大股东，为进军重组人胰岛素领域打下良好基础。

公司收购佰通协同效应明显。首先是加快公司三代胰岛素的研发，佰通公司长期深耕胰岛素领域，是全球第四家上市的重组人胰岛素制造商，加速亿帆在研三代胰岛素项目的研发进度。2018 年 4 月佰通公司购买 SUMMIT BIOTECK CO., LIMITED 用于生产门冬胰岛素（Insulin Aspart）、赖脯胰岛素（Insulin Lispro）和甘精胰岛素（Insulin Glargine）三个三代胰岛素类似物的平台技术。

其次是可以充分利用佰通公司产能。佰通是全球目前能够实现吨量级胰岛素原料药生产的企业之一（共 7 家），总产能为原料药每年约 2 吨，产能整体利用率约为 30%，目前产能仍有较大富余，可以减少自建生产基地的成本及带来的投资风险。

第三是丰富产品组合，共享销售网络。佰通公司现有二代胰岛素 9 个规格，覆盖目前市场上所有水针剂和卡式瓶的剂型，再加上在研的三代胰岛素，公司在胰岛素领域产品居于前列，还可以充分利用公司及佰通公司现有境内外的营销资源及销售网络资源，重点拓展与发展中国、东南亚、南美洲、澳洲及非洲的市场。

3.6 带量采购政策影响不大

3.6.1 中成药且独家产品受影响不大

带量采购主要影响用量较大的化学制剂药，首批 25 个品种主要包括心脑血管、抗感染、抗癌、精麻类等。预计公司的中成药独家品种受冲击不大，至少不会受到直接冲击，公司自产的品种受到冲击较小，一般都是公司长期看好精心挑选的品种，且中成药更多。

3.6.2 特殊剂型竞争格局好受影响不大

化药类品种可能受到一定冲击，但公司一般剂型上有明显优势，目前带量采购主要针对通过一致性评价的品种，即口服固体化药，一般为常释剂型，比如阿奇霉素为特殊工艺的颗粒，硝苯地平为缓释 III，长春西汀和吡拉西坦为注射剂型，缩宫素为喷剂。有较强的竞争优势，因此预计冲击也较小。

4、代理品种大部分保持平稳

4.1 两票制对国产经销模式有一定影响

2018 年两票制政策在绝大部分省份全面执行，公司与国内外合作的药品生产企业间的合作模式由此发生较大变化，由公司从合作的药品生产企业直接采购产品，并销售到医疗机构的模式转变为合作的药品生产企业就合作的产品提供市场管理及营销推广服务，导致账面营业收入减少，对净利润影响不大。

亿帆生物原先销售分为直销和经销，直销侧重二级以上医院。经销覆盖面更广，主要针对经销商，对经销商进行培训，占据主要份额。两票制后，经销模式受到影响，特别是国产经销。对直销业务影响不大。

4.2 代理品种主要分为三类，关注特定代理

药品代理一般是指药品流通企业与药品生产企业签订代理合同，约定具体的销售指标，取得在约定区域内某一药品的经销权。

亿帆生物的药品代理可分为普通国产药品代理、特定代理和进口药品代理。特定代理是指亿帆生物通过技术支持和市场整合等合作方式向生产企业取得的特定品种药品的更稳定的一种代理模式。一般在与生产企业的前期合作过程中，亿帆生物会通过购买、委托开发、授权等方式取得特定药品的专利或专有技术，向生产企业提供技术支持、进行品牌授权，完成药品的质量提升和质量认证工作，并取得该特定品种药品的全国独家总经销权。进口药品代理是由亿帆生物负责进口药品在中国国内市场的准入批件的申请工作，在该进口药品获准在国内销售后，亿帆生物获得的该进口药品的国内独家总经销权。公司不断推进国际化发展，亿帆国际下面赛臻公司、novo tek 等公司均是公司国际化收购的重要平台，用于独家进口代理国际品种。

表 22：公司主要代理品种

代理类型	产品名称	被代理方
特定代理	注射用头孢他啶	海南海灵
	阿奇霉素颗粒（II）	沈阳金龙
	吡拉西坦氯化钠注射液	江苏晨牌
	硝苯地平缓释片	北京红林
国产药品代理	注射用门冬氨酸洛美沙星	洋浦慧谷
	克林霉素磷酸酯胶囊及片剂	华北制药
	虚汗停胶囊	湖北天盛
	跌打活血胶囊	黑龙江乌苏里江制药
进口药品代理	注射用重组人生长激素	韩国 LG
	乳果糖口服溶液	费森尤斯卡比

	罗西维林注射剂	德国柏林化学股份
--	---------	----------

数据来源：财通证券研究所整理

4.2.1 注射用头孢他啶：近年来公司公立医院销售额保持稳定

● 头孢他啶适应症

头孢他啶主要用于治疗敏感革兰氏阴性杆菌所致的败血症、下呼吸道感染、腹腔和胆道感染、复杂性尿路感染和严重皮肤软组织感染等，副作用小，对于由多种耐药革兰氏阴性杆菌引起的免疫缺陷者感染、医院内感染以及革兰氏阴性杆菌或铜绿假单胞菌所致中枢神经系统感染尤为适用。

● 头孢他啶竞争优势：工艺优势

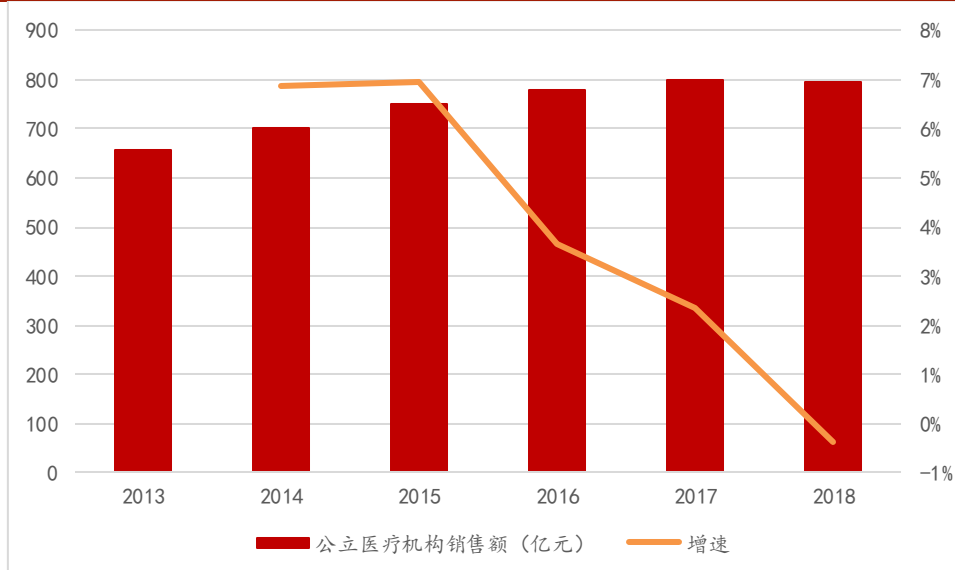
头孢他啶是第三代头孢菌素类抗生素，抗菌活力强，抗菌谱较广，具有超广谱头孢菌素之称，是个临床评价很高的头孢菌素。与目前临床应用的头孢抗菌素相比，头孢他啶对绿脓杆菌的杀灭作用最强；与头孢唑啉、头孢呋新、头孢哌酮、头孢噻肟等相比，头孢他啶对β-内酰胺酶高度稳定。

公司头孢他啶采用独特的组方和制备工艺，使得产品不仅溶解性好，而且质量好、色泽稳定，其头孢他啶聚合物含量低，且头孢他啶聚合物不会随着储存时间增长而明显增加，从而增加了药物的安全性。

● 头孢类及头孢他啶行业规模增速

目前头孢类抗生素在公立医疗机构18年销售额达到800亿，受到限抗政策影响，16-18年增速逐渐放缓，近三年保持0-5%左右的微幅增长。

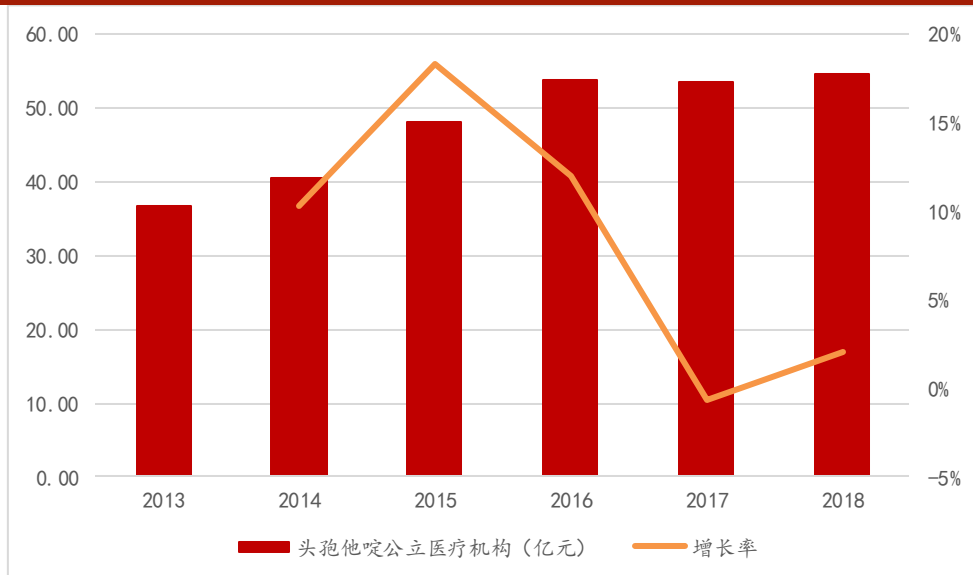
图 18：头孢类公立医疗机构销售情况



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

头孢他啶公立医疗机构 18 年销售额 54 亿，近两年增速在 0-5%，由于海南海灵市占率约 80%，基本增速与行业增速同步。

图 19：头孢他啶公立医疗机构销售情况



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

● 代理及招标

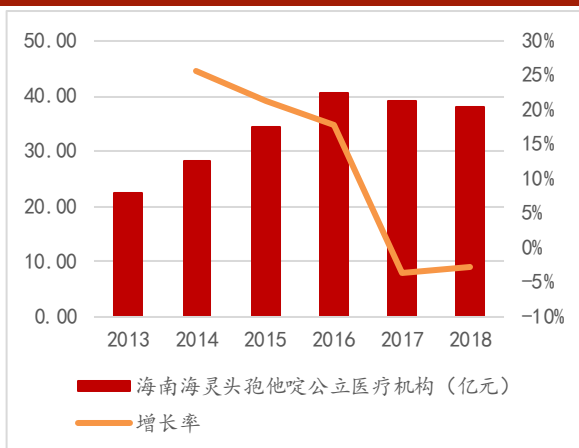
公司长期进行代理销售，对头孢他啶有较大的市占率。于 2011 年获得海南海灵化学制药的头孢他啶全国总代理，该公司 2018 年头孢他啶的总市场销售额为 200,514 万元，虽然该药有较多生产商家，但是市占率高达 78%。

公司代理的注射用头孢他啶有 500mg、750mg、1g、2g、1.5g 五种规格，之前 0.5g、1g、2g 规格和原研 GSK 的 1g 剂型为单独定价，目前覆盖省市 31 个，500mg 中标价在 20.54-23.56 元之间，750mg 中标价在 30.3-30.98 元之间，1g 中标价在 35.25-44.8 元之间，1.5g 中标价在 51.6-54.6 元之间，2g 的中标价在 64.21-67.22 元之间。1.5g 规格近年来价格有所上涨，其他的价格近年来微幅调整，价格维护较好，体现了公司的招投标能力。

● 公司产品近年来销售额保持稳定

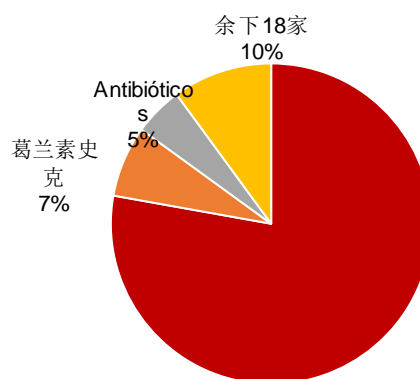
从开始代理到 2016 年，海南海灵头孢他啶保持较快增长，最近两年销售额保持稳定，与行业发展情况趋同。

图 20：海南海灵头孢他定销售额及增长率



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

图 21：海南海灵头孢他定市场份额



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

4.2.2 注射用重组人生长激素：市占率低

● 适应症生长缓慢及成人缺乏症

适应症为内源性生长激素分泌不足引起的儿童生长缓慢，因特纳氏综合征引起的儿童矮小和成人生长激素缺乏。2012年，亿帆医药中国内地总经销韩国 LG 的注射用重组人生长激素，2018年纳入国家基药目录，是公司“531”项目的目标产品之一。

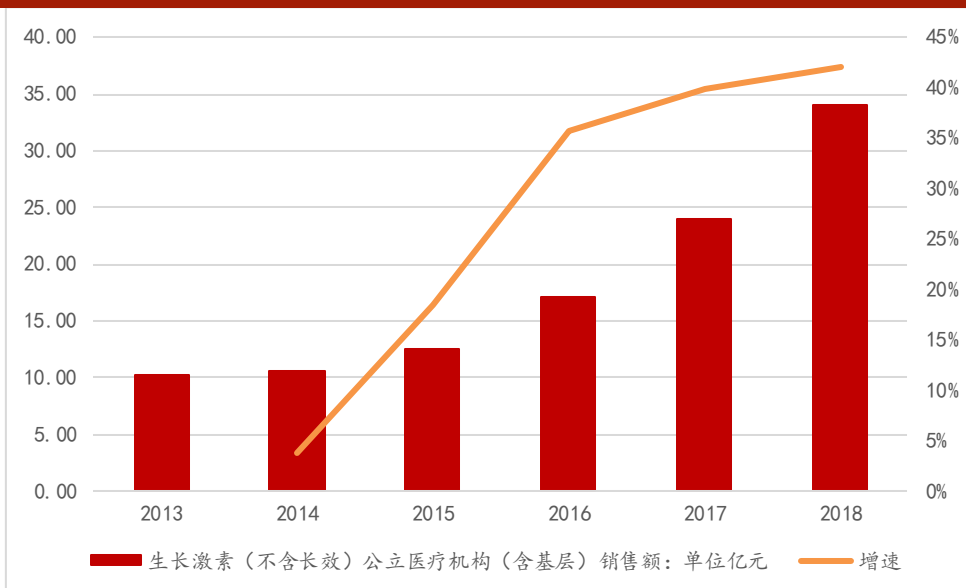
● 生长激素空间巨大

重组人生长激素主要用于治疗儿童以及成年人因缺乏生长激素而引发的矮小症，目前中国矮小症发病率约为 3%，正规就诊人数约 1%，市场较大，有待开拓。2016年收购的健能隆对 F-899（长效生长素）进行临床试验，利用其 ITab™ 技术，已经开展临床前补充研究资料，在短时间内能正式开始临床试验 I 期。配合代理韩国 LG 短效的重组人生长激素，共同开拓国内生长激素市场。

● 生长激素近三年保持高速增长，前三大厂家占据绝大部分份额

生长激素销售额公立机构（不含基层）18年接近 34 亿，16-18 年保持高速增长，增速在 30% 以上。金赛处于绝对优势，第二梯队是安科和联合赛尔，公司代理的 LG 目前占比不到 1%，17 年 1945 万，18 年显著下滑。

图 22：生长激素（不含长效）公立医疗机构销售额



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

表 23：生长激素各企业历年销售额

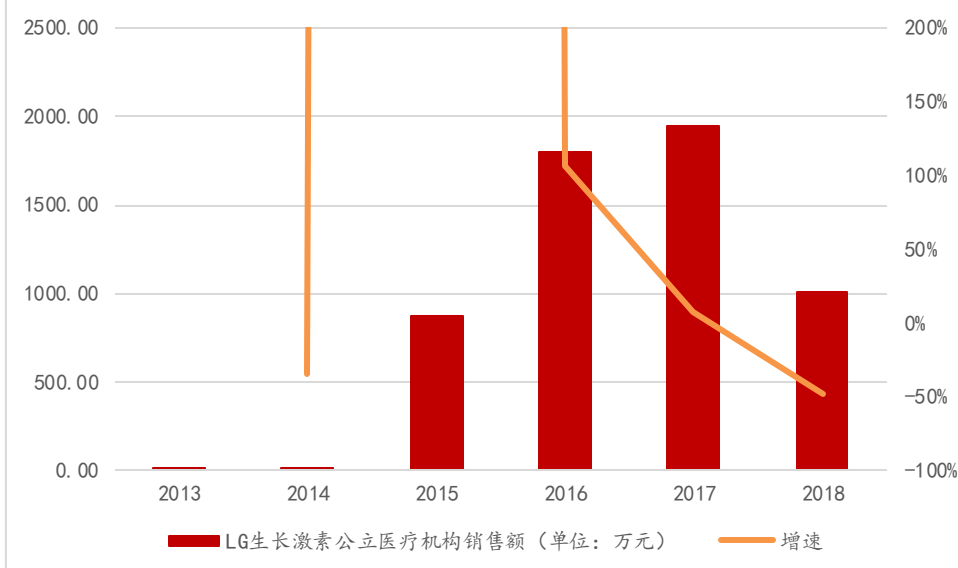
企业名称	销售额 (万元)						增长率					市场份额
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	
长春金赛药业	75,021	75,939	87,165	118,168	170,362	254,277	1%	15%	36%	44%	49%	84%
安徽安科生物	9,143	12,480	14,412	17,441	22,678	26,048	37%	15%	21%	30%	15%	9%
上海联合赛尔生物	5,785	7,129	10,832	13,749	21,164	17,866	23%	52%	27%	54%	-16%	6%
中山未名海济生物医药	169	408	199	774	1,475	2,823	141%	-51%	289%	90%	91%	1%
LG	2	1	599	1,491	1,640	629	-36%	48831%	149%	10%	-62%	0%
诺和诺德	0	0	0	0	0	12	0%	0%	0%	0%	0%	0%

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

● 公司代理产品 18 年有波动，之前高速增长

LG 产品 15 年爆发，15-17 年保持高速增长，18 年波动较大，目前销售额 1000 万，市占率很低。

图 23：LG 生长激素公立医疗机构销售额（万元）



数据来源：财通证券研究所整理

● 招标及价格

公司代理的 LG 生产的注射用重组人生长激素，目前已经覆盖 25 个省市，中标价在 64.30-281.30，平均价格 257.95 元每支。竞争对手安科的价格约 80 元左右，金赛的粉针也 80 元左右，显著较公司的产品便宜。

4.2.3 阿奇霉素颗粒（II）：近三年保持较快增长

● 适应症

本品适用于敏感细菌所引起的成人与儿童的下列感染：中耳炎、鼻窦炎、咽炎、扁桃体炎等上呼吸道感染及支气管炎、肺炎等下呼吸道感染。皮肤和软组织感染。沙眼衣原体所致单纯性生殖器感染。非多重耐药淋球菌所致的单纯性生殖器感染（需排除梅毒螺旋体的合并感染）。属于妇儿科，甲级国家医保，于 2009 年进入国家基药目录，同年亿帆医药独家代理沈阳金龙阿奇霉素颗粒（II）。

● 竞争优势：特殊工艺更适用于儿童

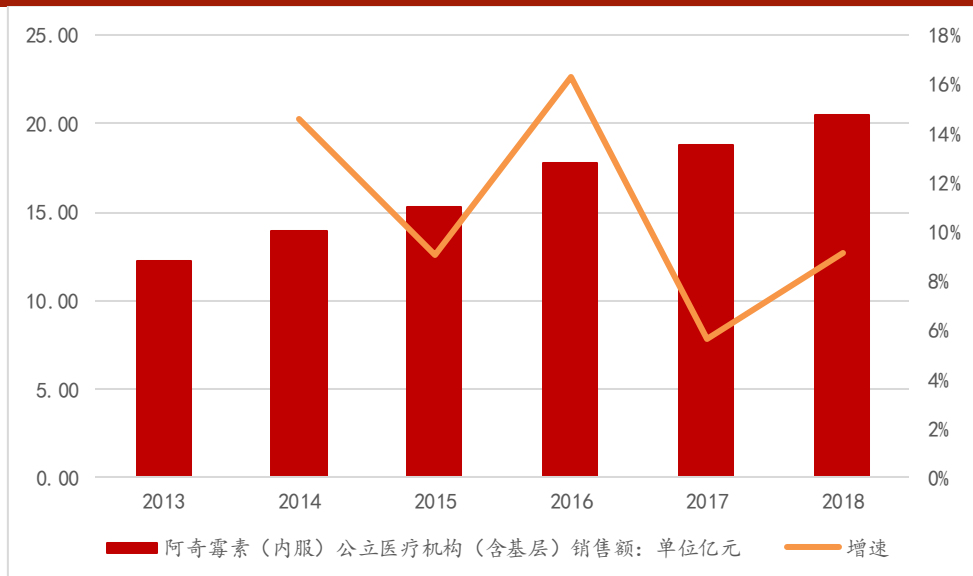
该药品使用了“制备无味药物微囊的喷雾干燥技术”。使用该项技术所制得的阿奇霉素颗粒（II）将味道极苦的阿奇霉素细粉末完全包裹于囊材中，包裹率达 95% 以上，从而极大的改善了该药物的口感；由于其微囊粒径小，不溶于水而在胃液中能迅速溶解，口服后体内吸收快、生物利用度高；采用微囊包裹技术使阿奇霉素原料不会与空气接触，避免了药物的氧化与效价的降低，增强了药物的稳定性和有效性，同时还减轻了药物对胃肠道的刺激性。

● 公司在口服阿奇霉素中市占率第四，同剂型竞争对手少

国内用于儿童患者的口服阿奇霉素制剂主要为阿奇霉素颗粒和阿奇霉素干混悬剂。目前，全国共有 2 家药品生产企业拥有阿奇霉素颗粒（II）药品生产批件，共有 39 家药品生产企业拥有阿奇霉素颗粒药品生产批件，可以生产阿奇霉素颗粒；共有 25 家药品生产企业拥有阿奇霉素干混悬剂药品生产批件，可以生产阿奇霉素干混悬剂。

行业龙头是辉瑞公司授权的希舒美阿奇霉素干混悬剂，市场占有率第一，城市公立医院占比 59%。浙江华润是第二大内服阿奇霉素生产商。公司代理的阿奇霉素颗粒（II）剂型国内仅有两家生产，历年全国阿奇霉素颗粒销售总额稳步提升，阿奇霉素口服不含注射的公立医疗机构整体销售额为 20.5 亿，最近 5 年保持 10% 左右的增速。

图 24：阿奇霉素内服公立医疗机构销售额



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

表 24：阿奇霉素（内服）各企业历年销售额

企业名称	销售额					增长率					市场份额
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	
辉瑞	44841	40896	50761	52843	57498	9%	-9%	24%	4%	9%	59%
浙江华润三九众益制药	23169	28079	31450	26831	25682	35%	21%	12%	-15%	-4%	26%
珠海润都制药	1531	1574	1882	2255	2557	72%	3%	20%	20%	13%	3%
克罗地亚普利瓦医药	769	1398	1724	1897	1428	8%	82%	23%	10%	-25%	1%
沈阳金龙药业	1256	903	1066	1506	1315	-19%	-28%	18%	41%	-13%	1%
石药欧意药业	3242	2089	1603	1319	1089	-10%	-36%	-23%	-18%	-17%	1%

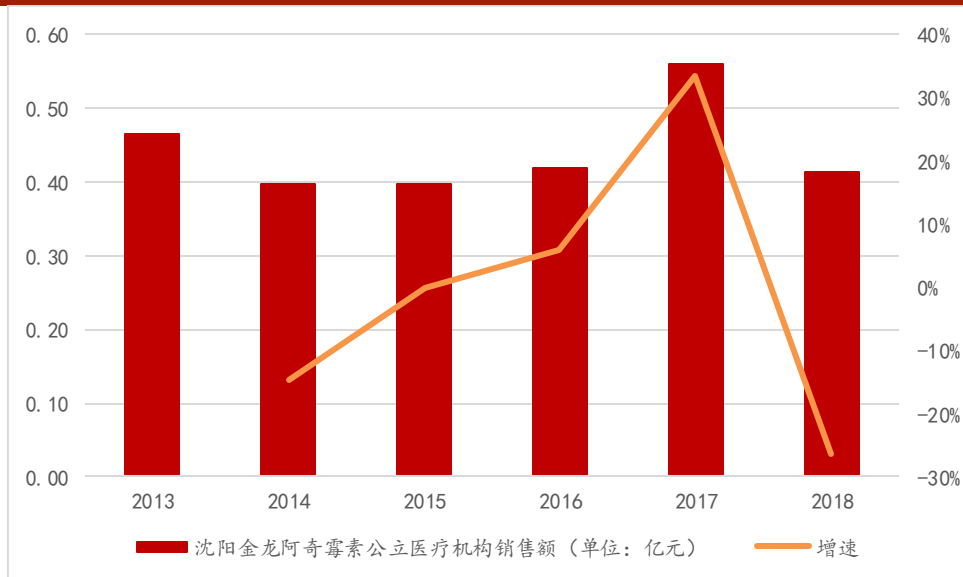
华北制药	1221	1150	1282	1010	1022	82%	-6%	12%	-21%	1%	1%
------	------	------	------	------	------	-----	-----	-----	------	----	----

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

● 公司产品基本保持平稳

沈阳金龙的阿奇霉素颗粒（II）覆盖 29 个省市，单价在 2.04-5.80 元之间，均价 3.33 元。公司产品近五年基本保持平稳，除了 17 年波动提升外。

图 25：公司阿奇霉素公立医疗机构销售额



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

4.2.4 硝苯地平缓释片（III）：公司近年高速增长

● 适应症及产品概况

硝苯地平，用于预防和治疗冠心病心绞痛，特别是变异型心绞痛和冠状动脉痉挛所致心绞痛。适用于各种类型的高血压，对顽固性、重度高血压也有较好疗效。2009 年，硝苯地平纳入国家基药目录，亿帆医药于 2014 年授权北京红林制药专利与品牌，并获得北京红林硝苯地平缓释片（III）的全国独家总经销权。

● 竞争优势

公司代理的硝苯地平与主要竞品对比，价格上有优势。拜耳医药保健有限公司的硝苯地平虽有较大的市场占有率，但是亿帆医药独家代理北京红林的硝苯地平，在质量和药效相当的情况下，平均售价 2.7 元，比拜耳的平均售价 4.92 元更便宜。而硝苯地平缓释片（III）剂型全国仅有两家，配合亿帆医药独特的双层渗透泵型控释技术和制备工艺，以零级速率恒定释放药物，起效迅速。

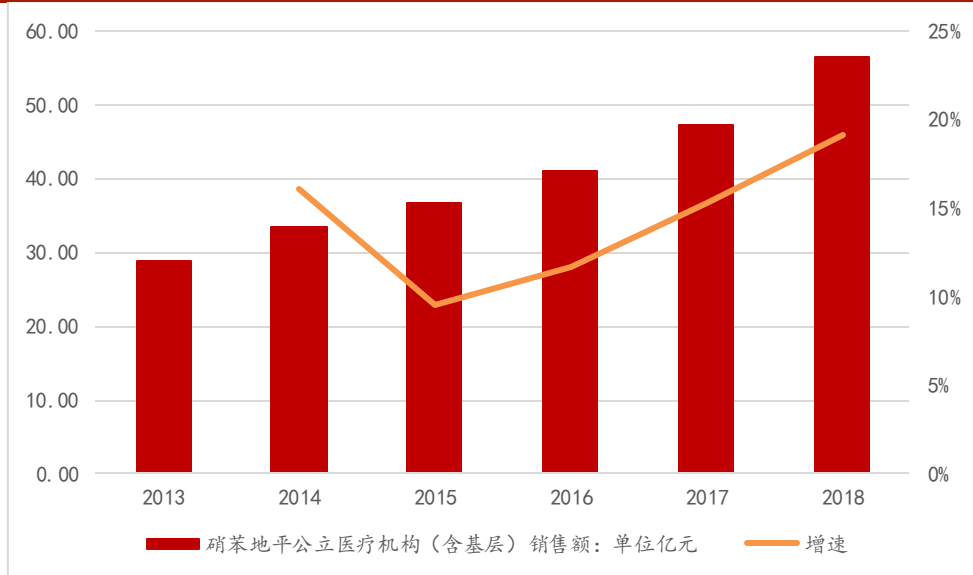
● 中标地区及价格

北京红林硝苯地平缓释片（III）为 30mg 规格，中标覆盖省市 28 个，中标价格在 0.2 元-4.8 元，平均价格为 2.7 元。

● 行业增长较快，公司近年高速增长

2018 年，硝苯地平全国销售额约 56 亿元，同比增长率约 20%，历年增长率保持 15% 以上，市场需求量大，未来前景可观。

图 26：硝苯地平公立医疗机构销售额



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

表 25：硝苯地平各企业历年销售额

企业名称	销售额						增长率					市场份额
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	
拜耳	141196	159323	167485	158763	174641	201276	13%	5%	-5%	10%	15%	81%
上海现代制药	10888	11875	13536	14978	16126	20407	9%	14%	11%	8%	27%	8%
青岛黄海制药	6962	7758	6356	8820	9289	10839	11%	-18%	39%	5%	17%	4%
北京红林制药	163	278	1357	2706	3150	3972	71%	389%	99%	16%	26%	2%
扬子江江苏制药	1994	1706	1487	1501	1631	1890	-14%	-13%	1%	9%	16%	1%
浙江泰利森药业	334	355	428	1880	1463	1637	6%	21%	339%	-22%	12%	1%
国药广东环球	2181	1836	1722	2123	1957	1564	-16%	-6%	23%	-8%	-20%	1%

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

4.2.5 注射用长春西汀：近年基本稳定

● 适应症及优势

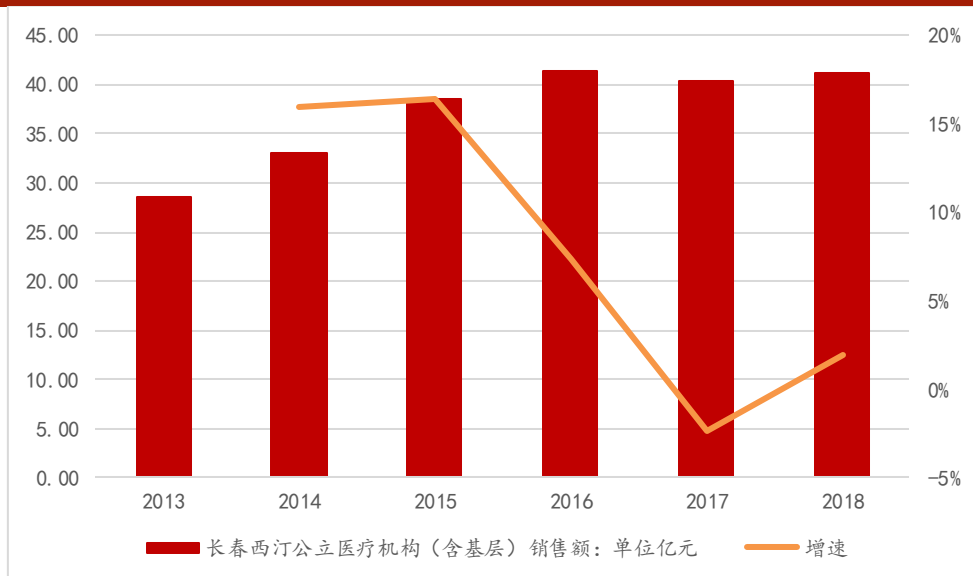
主要适应症为改善大脑，心脏等重要器官，改善能量代谢，多机制多靶点神经保护，剂量小，使用方便，安全性高。亿帆医药独家代理河北智同生物有限公司的注射用长春西汀，目前已纳入国家医保目录。

● 长春西汀行业整体保持平稳及竞争格局

长春西汀 16 年之前保持着较快增长模式，17-18 年销售额保持平稳，2018 年全国总销售额达 41 亿。

主要竞争对手是河南润弘制药和匈牙利吉瑞，18 年市场占有率分别为 67%、17%。不同于其他两个厂家，河北智同拥有独特的冻干粉针剂，采用先进的冻干工艺，使用二次冲氮气技术，复溶性好；使用了全球唯一一家对原料进行单项杂质控制的进口原料，质量更稳定、可靠。2018 年，河北智同注射用长春西汀全国 1.3 亿销售额，同比增长 13%。18 年公司市占率排名第五，为 2.6%。

图 27：长春西汀公立医疗机构（含基层）销售额及增速



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

表 26：长春西汀主要厂家城市公立医院销售额

企业名称	销售额						增长率					市场份额
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	
河南润弘制药	140,956	158,893	173,010	177,878	158,548	160,426	13%	9%	3%	-11%	1%	66.19%
匈牙利吉瑞	24,495	27,724	39,360	39,883	40,185	41,470	13%	42%	1%	1%	3%	17.11%
河北智同生物	14,913	17,841	15,807	13,225	12,094	13,673	20%	-11%	-16%	-9%	13%	5.64%
湖南五洲通	372	285	3,938	7,421	7,089	7,316	-23%	1280%	88%	-4%	3%	3.02%
沈阳志鹰药业	9,494	9,678	11,309	8,842	6,395	6,245	2%	17%	-22%	-28%	-2%	2.58%
遂成药业	0	423	4,032	5,741	5,797	4,609	0%	853%	42%	1%	-20%	1.90%

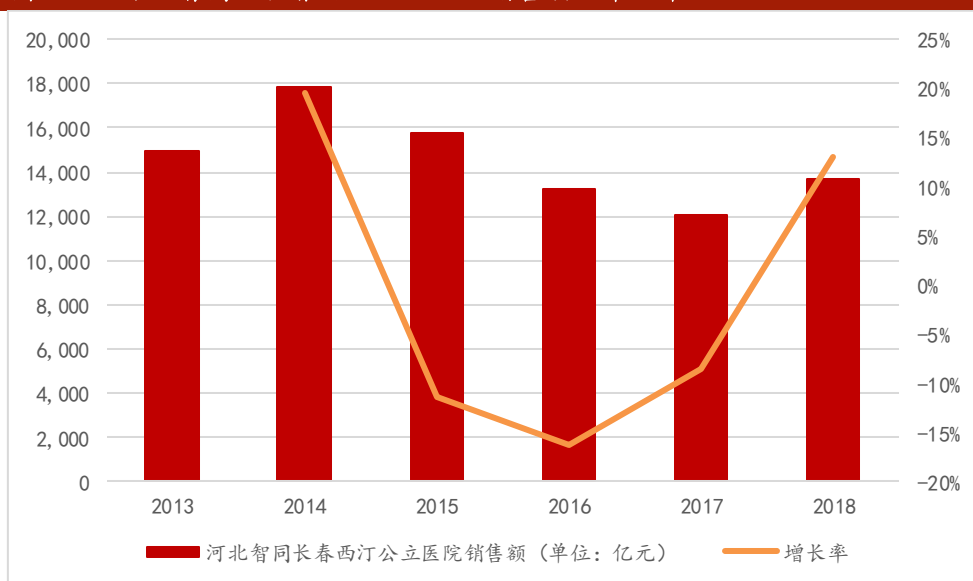
东北制药沈阳第一制药	836	1,431	1,875	2,331	3,151	2,397	71%	31%	24%	35%	-24%	0.99%
------------	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-----	-----	-----	-----	------	-------

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

● 河北智同长春西汀近年基本稳定

河北智同的注射用长春西汀目前覆盖省市 29 家。近年中标价在 9.62-52.2 元之间，中位数为 15.32 元，近年中标价保持稳定。河北智同 18 年公立医院销售额 1.37 亿，较上年增长 13%。14-17 年公立医院销售额有所下降。

图 28：河北智同的长春西汀公立医院销售额先降后升



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

4.2.6 吡拉西坦氯化钠注射液：市占率较高，销售额平稳

● 适应症

适用于急、慢性脑血管病、脑外伤、各种中毒性脑病所致的记忆减退及轻、中度脑功能障碍，因脑外伤所致的颅内压增高症。2012 年，亿帆医药和江苏晨牌签订协议，获得江苏晨牌吡拉西坦注射液总经销商，已被纳入国家医保目录。

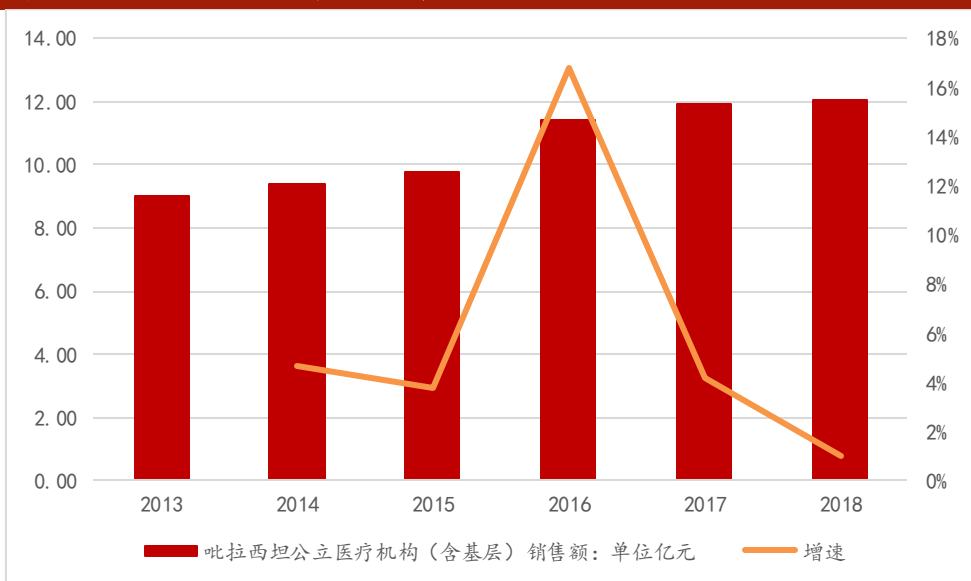
● 中标范围及价格

目前中标省市 30 个，规格分为 50ml 和 100ml 的，100ml 中标价在 28.78-40.88 元，14 年以来价格略有下降。

● 公司市占率位居第二，近年销售额保持平稳

在吡拉西坦销售上，亿帆医药主要的竞争对手是山东威高药业，共同市占率高达 90%，与其相同产品对比，江苏晨牌的吡拉西坦氯化钠注射液还额外具有改善脑代谢适应症的功效。

图 29：吡拉西坦公立医疗机构销售额



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

表 27：吡拉西坦各企业销售额

企业名称	销售额					增长率					市场份额
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018	
山东威高药业	25480	25395	23853	22948	24781	4%	0%	-6%	-4%	8%	62%
江苏晨牌药业	11663	11433	11264	10103	11220	-14%	-2%	-1%	-10%	11%	28%
广东星昊药业	0	0	0	0	1560	0%	0%	0%	0%	0%	4%
江苏亚邦生缘	0	0	0	13	529	0%	0%	0%	0%	3915%	1%
国药国瑞药业	0	0	0	0	374	0%	0%	0%	0%	0%	1%

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

4.2.7 坤宁颗粒集调经止血于一体

● 适应症及用法

坤宁颗粒由益母草、当归、赤芍、丹参、郁金、牛膝、枳壳、木香、荆芥、干姜、茜草组成。具有活血行气，止血调经的作用。用于气滞血瘀所致妇女月经过多，经期延长。

每袋装 15g。经期服用。口服，一次 15g，一日 3 次。

● 招标情况

公司代理江苏晨牌生产的坤宁颗粒，目前生产厂家还有合肥立方。江苏晨牌目前在 4 省市中标。合肥立方在 25 省市中标，中标价 4.89-8.40 元，中位数 5.7 元

表 28：公司代理的坤宁颗粒中标情况

中标省区	中标时间	给药途径	规格	单位	转换比	中标价格	价格属性	标的执行情况	最小制剂单位价格(元)	公布文件
山西	2019-03-13	内服	8g	盒	6	无公布价格	中标	在执行	无公布价格	关于公示全省医疗卫生机构药品分类采购目录新增产品的通知
甘肃	2019-01-21	口服	8g	盒	6	无公布价格	中标	在执行	0	关于公布 2018 版国家基本药物新增阳光挂网结果(第一批)的通知-2018 年版基本药物新增阳光挂网结果(第一批)
江西	2019-01-08	口服	8g	盒	6	无公布价格	中标	在执行	0	关于公布江西省公立医院药品集中采购增补报名审核结果(第十四批)的通知
甘肃	2018-12-28	口服	8g	盒	6	无公布价格	中标	在执行	0	关于对 2018 年基本药物新增阳光挂网申报资质复核结果及拟采集价格信息公示的通知
江西	2018-12-27	口服	8g	盒	6	无公布价格	挂网	在执行	0	关于公示江西省公立医院药品集中采购增补报名审核结果(第十四批)的通知

数据来源：米内网，财通证券研究所整理

4.3 借助 Novotek 引进国际优质药物制剂

4.3.1 Novotek 公司简介

NovoTek 公司总部位于香港，拥有面向全球的医药行业商业谈判、技术引进及进口产品在中国境内成功准入的完备的国际化团队，与包括 Akers Biosciences Inc. (美国埃克斯生命科学有限公司)、Fresenius KABI GmbH (奥地利费森尤斯制药有限公司)、Ferrer Corporate (西班牙福瑞制药有限公司)、Mayne Pharma Group (澳大利亚梅恩制药有限公司)、Menarini Group (意大利美纳里尼医药集团) 以及 LG Chem, LTD. (LG 化学) 等在内全球知名药企保持长期良好的合作关系。NovoTek 公司立足于中国市场，以满足中国临床需求为出发点，将全球范围内已上市的合适原研制剂引入中国，利用其自有在中国境内已拥有的注册审评的长期成功经验与资源优势，获取进口产品在中国市场的上市资格，并拥有所引进产品在中国市场的长期独家经销权利，在全球范围内已形成医药制剂产品引进中国的品牌效应。

4.3.2 进口批件管线

NovoTek 公司目前在欧美等区域拥有超过 20 人的项目团队，近 30 个在谈项目，产品线涉及妇科、儿科等，在未来的五年内将不断引进并进入中国市场，目前已拥有多个独家进口产品的中国区域独家代理权，包括已获中国境内上市销售资格和正在申报进口注册批件，具体情况如下：

表 29：novotek 已有及正在申报的进口批件

产品	生产企业	治疗领域	进口批件
乳果糖口服溶液	费森尤斯	便秘	已批准
安敏捷	LG 化学	过敏源检测	已批准

PF4	埃克斯生物科学	血小板减少症	已批准
JK-001	梅恩制药	妇科	待审评
JK-002	福瑞制药	妇科	待审评
JK-003	柏林化学	止疼类	待审评
JK-004	梅恩制药	止疼类	待审评

数据来源：公司公告，财通证券研究所整理

4.3.3 加快国际化战略，全球整合药品资源

公司坚持“整合、创新及国际化”为中长期发展战略，侧重血液肿瘤、皮肤科、妇科、儿科等方向，一直通过并购重组等方式，丰富产品类型，提升研发与创新能力，充分利用自身传统优势的营销网络与客户渠道。

公司未来可以借力 Novotek 在全球制剂领域的国际化团队、与知名药企的良好合作资源与商务谈判经验，拥有在中国上市的进口产品资源，为后续公司继续引进进口产品打开通道，将进一步丰富公司产品结构，并为实现药品制剂国际化战略奠定坚实基础。

4.4 收购赛臻公司，打造新加坡为中心的亚太销售网络

4.4.1 赛臻公司介绍

18年5月亿帆花费2800万美元从佰通公司收购了赛臻公司的绝大部分股权，赛臻公司是一家在澳大利亚证券交易所挂牌上市的新加坡生物医药公司，与山德士公司、诺华公司以及默克公司等具有长期产品合作关系，具有超过10年的亚太地区销售推广经验和稳定的销售渠道，累积了大量的亚太地区分销商资源，致力于销售与推广重组型人胰岛素、注射用重组人生长激素及注射用重组粒细胞集落刺激因子注射液（G-CSF）等20多个生物类似药及其他药品，产品覆盖亚太地区的主要市场，如中国、澳大利亚、韩国、菲律宾、印度尼西亚等，并开始逐渐向中东、非洲等全球近20个国家或地区拓展。赛臻公司现有直销及分销管理团队120余人，在新加坡设有总部，在澳大利亚、韩国、中国设有子公司，并在菲律宾拥有销售办事处，在中国、泰国、香港、巴基斯坦、孟加拉国、印度尼西亚、新加坡、缅甸和越南拥有战略分销合作伙伴。在发达国家和大市场国家优先建立直营网络，在其它地区也形成广覆盖的分销网络。

4.4.2 收购可以借力赛臻的销售网络和资源，有利于拓展国际化市场

本次收购可以迅速借力赛臻公司已拥有的广泛的销售网络及对各个国家法规的深刻了解，快速完成公司现有产品从中国区布局扩展到亚太地区的总体布局及实施。借力标的公司在全球近20个国家或地区销售与推广生物类似药尤其是重组型人胰岛素、重组粒细胞集落刺激因子注射液（G-CSF）及注射用重组人生长激素以及高端化药等产品的销售网络与渠道优势，使公司在包括亚太地区、澳洲、

中东和非洲等全球近 20 个国家或地区迅速成为具有完整的高端化药及生物药产品销售与推广的公司，同时也将为公司后续产品取得上市销售资格后快速进入市场获得战略先机，是公司实现药品制剂国际化战略的实质性进展的一步，长期来看，将有利于公司拓展产品市场，提升公司的市场竞争能力与盈利能力。同时公司产品的引入也将大大增强赛臻公司本身的盈利能力以及销售网络的补充及强化，进一步完善公司的全球布局。

5、健能隆：国内领先的创新药企，多个重磅品种

5.1 健能隆简介

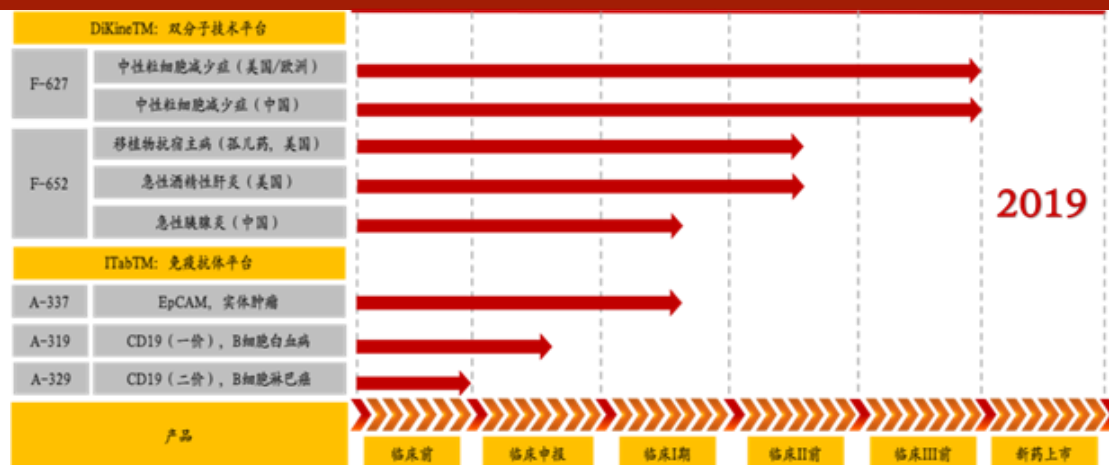
2016年，亿帆医药收购了国际研发平台健能隆公司，持续巩固控股地位，持股比例达63.10%。

健能隆建立了双分子技术平台和免疫抗体技术平台这两个尖端的新药研发技术平台，致力于研发和生产创新型重组蛋白药物和抗体类药物，多个产品处于国内外临床推进中。

公司多次创造国内记录，在研发等方面走在行业前端。公司早在04年就已经按照欧美标准研发和生产高质量的创新生物药，近年来成果丰硕。公司在研新药F-627已进入欧美临床II、III期，同步向中美、欧盟申报新药（BLA）。在研新药F-652用于治疗骨髓移植后的移植物抗宿主病（GvHD）、急性酒精性肝炎、急性胰腺炎，现已进入美国临床II期。F-652具有全新的作用机理，能够在炎症和组织损伤中起保护和修复作用，曾因其创新性荣登2015年Nature杂志，并且在治疗急性酒精性肝炎实验上获得美国NIH临床试验资助，公司也因此成为首个获得美国NIH临床试验资助的中国企业。

公司在免疫双抗体研发上也取得不错成绩，2017年6月，首个免疫双抗体A-337（EpCAM-CD3）进入澳大利亚临床I期；2017年8月，完成首个CD19-CD3免疫双抗体申报CFDA IND。公司在药物研究上谱写了多个“中国首例”，这与公司高达1.5亿的研发投入、授权的专利家族、GMP厂、丰富的产品研发管线及两个尖端研发技术平台是分不开的。这些优势将成为公司突出竞争优势的坚实基础。

图 30：健能隆在研项目临床进展



数据来源：公司官网，财通证券研究所整理

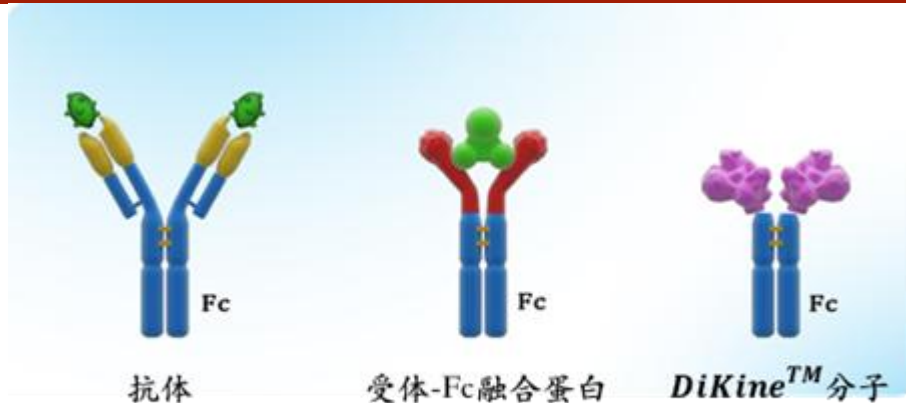
5.2 健能隆打造两大研发技术平台

5.2.1 双分子技术平台

由于将单克隆抗体分子的恒定区（Fc 段）与一个受体分子相连接可产生受体-Fc 融合蛋白。受体-Fc 融合蛋白与配体分子特异性结合时可降低配体分子的生物学功能，例如 Enbrel（TNF α -Fc）。

双分子技术平台则是将单克隆抗体分子的恒定区（Fc 段）与配体分子相连接，产生出配体-Fc 融合蛋白。每一个融合蛋白分子，含有两个配体分子，因而该技术平台称为双分子技术平台，记为 DiKineTM。DiKineTM 分子中含有单克隆抗体的恒定区结构，因此和原配体分子相比，其生物半衰期延长；该分子结构中的配体形成双分子，更有利于结合受体后使之发生二聚化而引发激活，因此与单分子配体相比，配体双分子聚合体，理论上具有更强的生物学活性。

图 31：DiKineTM



数据来源：财通证券研究所整理

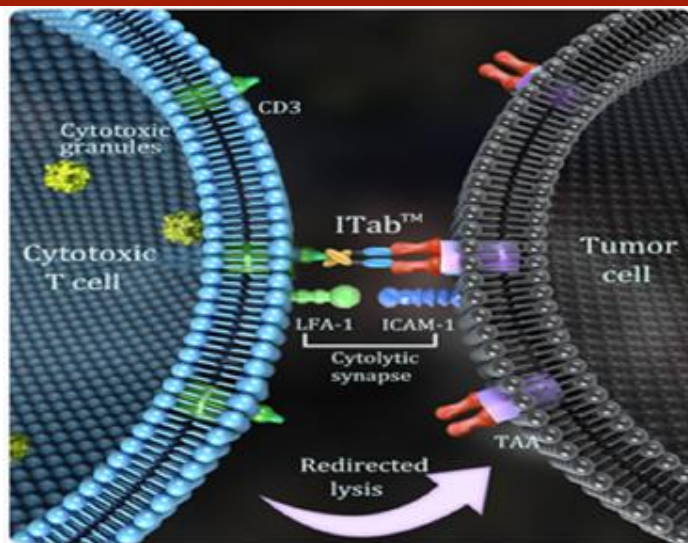
5.2.2 双特异性抗体平台

双特异性抗体分子通过与肿瘤相关抗原（TAA）和 T 细胞抗原 CD3 同时发生结合，将 T 细胞定向于肿瘤细胞，两者之间形成突触，触发 T 细胞活化，进而引发肿瘤

细胞溶胞机制，造成肿瘤细胞死亡。利用 ITabTM 技术平台设计合成的双特异性抗体分子具有特别的结构特征，可在真核细胞中表达，稳定性提高，更易于大规模生产；同时延长体内半衰期，临床上病人用药的顺应性增强。

健能隆启动了一系列双特异性抗体药物的开发，用于多种实体瘤和血液肿瘤的免疫治疗。

图 32：ITab™ 作用机理图



ITab™：作用机理示意图

数据来源：财通证券研究所整理

ITab™免疫抗体平台产品包括治疗实体肿瘤的A-337, 治疗B细胞白血病的A-319 和治疗B细胞淋巴瘤的A-329。其中A-337于今年6月获澳大利亚临床I期试验，是国内首个获批进入临床试验阶段的免疫双抗体项目，目前已有病人入组，公司将根据A-337的I期临床试验的结果，同步向FDA和CFDA提交II期临床研究申请，推进A-337的后续国际、国内的研发与上市工作。（财通会议纪要）

5.3 F-627（贝格司亭）：中美双报的重磅品种

F-627是健能隆医药基于双分子平台研发的具有知识产权的创新生物药，即重组人粒细胞集落刺激因子-Fc融合蛋白，拟用于肿瘤患者放、化疗引起的嗜中性粒细胞减少症，治疗肿瘤病人化疗后发生重度嗜中性粒细胞减少症（Severe Neutropenia），具有成为最佳（Best-in-Class）rhG-CSF药物的潜力。

5.3.1 重组人粒细胞刺激因子药物介绍

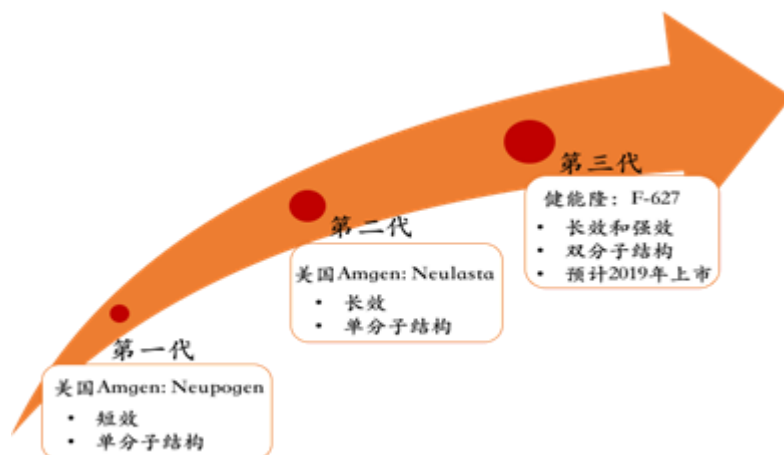
重组人粒细胞集落刺激因子 rhG-CSF 是用于治疗化疗引起的嗜中性粒细胞减少症（CIN）的药物，目前分为三代：

第一代（短效型）：Neupogen 由美国 Amgen 公司开发的短效 rhG-CSF，药效较短，在人体内的半衰期为 3.5 小时，化疗后需每天或每周多次注射。

第二代（长效型）：Neulasta 也是由美国 Amgen 公司率先研发，经过 PEG 化的长效 rhG-CSF 在人体内半衰期从 3.5 小时延长至 15-80 小时，相比于第一代 rhG-CSF 药效时长大幅提高，只需要每个化疗周期给药一次，方便病人使用。

第三代（长效和强效型）：F-627 是健能隆医药应用 Fc 融合蛋白技术研发的重组人 G-CSF 双分子，是同类中最佳产品。第一和第二代重组人 G-CSF 都是单分子，而 F-627 是双分子，从空间结构上更容易形成 G-CSF 配体一受体二聚体复合物，产生更强的受体激活信号，加快骨髓嗜中性粒细胞的分化和增殖，有望解决第一代第二代无法解决的化疗后发生重度嗜中性粒细胞减少症的医学难题。

图 33：G-CSF 的更新换代



数据来源：财通证券研究所整理

5.3.2 G-CSF 国内外市场空间很大

全世界罹患癌症的人数迅速增长，根据世界卫生组织（WHO）国际癌症研究机构（IARC）估计，2018 年一年就新增 1810 万病患，化疗比例为 58%，估计有 1044 万病人从化疗受益。2018 年美国新增的肿瘤患者约为 173 万，进行 750 万例化疗，其中 500 万例患者发生 CIN，造成 50% 的接受化疗的嗜中性粒细胞减少症（CIN）病人死亡。据《癌症大数据深度分析》显示，2015 年我国新增约 430 万的癌症患者，每年的发病人数增长率约为 3%，而化疗病例增长率更是高于发病人数增长率。随着癌症患病率的提升和化疗病例的增加，CIN 的治疗需求也在同步增加。

大基数的化疗人数决定了 G-CSF 的巨大市场空间。2016 年 CIN 全球市场规模已达到 60-70 亿美元，未来 G-CSF 的需求量还将稳步上升，未来预计全球 G-CSF 市场规模可达 100 亿美元以上，仅美国长效 G-CSF 市场峰值就可达 60 亿美元，当前中国长效 G-CSF 处于高速发展阶段，预计未来长效市场规模可达 40 亿人民币以上，市场前景广阔。

5.3.3 F-627 具备强效长效经济的多方面优势

强效&长效：相比于 PEG 化的长效 G-CSF，二聚化 G-CSF 的分子结构理论上具有更强的生物学活性，国际 II 期临床结果证明，F-627 在针对减小乳腺癌化疗后

发热型中性粒细胞减少症（FN）的发生率优于对照药 Neulasta，安全性相当且半衰期比对照药略长。

专利保护：F-627 属于生物创新药，其专利保护至 2031 年，仿制药和生物类似药暂时还不能进入市场，占据一定的市场地位。

低成本：双分子技术产品的成本是 PEG 化产品成本的 1/10，因此 F-627 可通过较低定价获得价格优势。

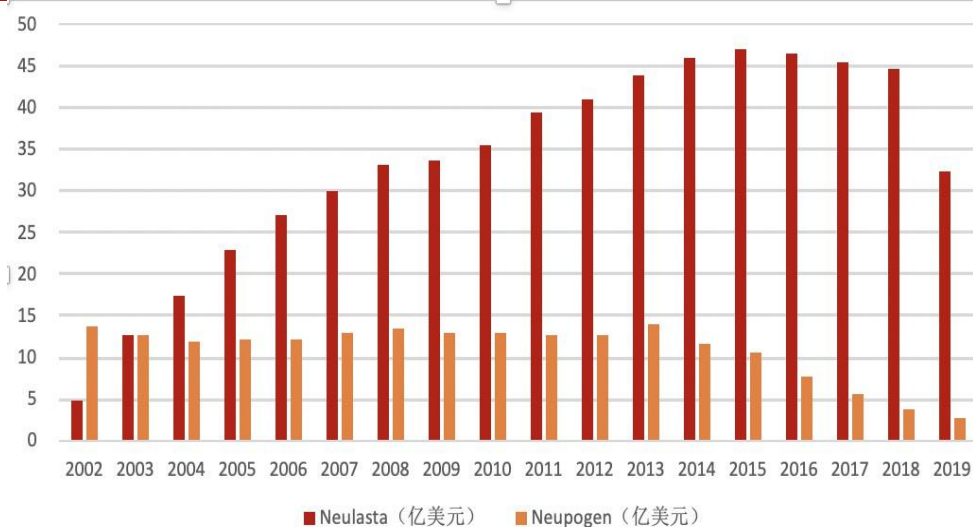
健能隆在北京设立了专门的 F-627 生产基地，面积达 6,000 平方米，650 升 CHO 细胞用于生产 F-627，拥有遵循 cGMP 规范的重组蛋白药物产业化生产能力，生产过程稳健，已经成功完成 F-627 多批次生产，上市后可满足全球市场需求。

总体来说，F-627 无论是药效、成本、专利还是产能方面都有优势，健能隆公司为 F-627 的上市已经做了充分的准备，产品上市前景可观。

5.3.4 G-CSF 国外市场格局：数家生物类似药逐步上市

2016 年全球 G-CSF 的市场规模约为 70 亿，其中美国 Amgen 公司占 54 亿，市场占比高达 77%。由于长效 G-CSF 相比于短效 G-CSF 半衰期更长，一个化疗周期仅需给 1-2 次药，用药方便，患者依从性更好，所以市场整体趋势偏向长效 G-CSF。Amgen 的长效 G-CSF Neulasta 销量自 2002 年上市以来持续增长，迅速反超短效 G-CSF Neupogen。

图 34：美国 Amgen 公司短效和长效 G-CSF 销售情况



数据来源：财通证券研究所整理

2018 年 G-CSF 全球市场约为 50 亿美金，安进的 Neulasta 约占 80% 市场份额。目前在美国上市的长效 G-CSF 创新药仅有 Amgen 公司的 Neulasta，销售额已经达

到 50 亿美元，其专利于 2015 年 10 月在美国过期，2017 年 8 月在欧洲过期。Neulasta 专利过期后多家类似药企业相继向 FDA 递交申请，但由于对生物仿制药审批要求严格、模仿难度大等因素，很多企业的首次 FDA 申报均被驳回，目前仅两个 Neulasta 类似药通过 FDA 申请和上市，分别为 Mylan 和 Biocon 联合研发的 Fulphila 和 Coherus 的 Udencya。目前健能隆研发的创新药 F-627 已经进入 FDA 临床 III 期，凭借药效、成本、专利、产能等方面的竞争优势，F-627 有望切分较大的市场份额。

表 30：主要长效 G-CSF 研发上市进展

公司	产品名称	类型	进展
美国 Amgen	Neulasta	创新药	上市
以色列 Teva	Lonquex	Neulasta 生物类似药	临床 III 期，撤回 FDA 申请
加拿大 APOTEX	Lapelga	Neulasta 生物类似药	未通过 FDA 申请
德国 Sandoz	LA-EP2006	Neulasta 生物类似药	重新向 FDA 递交申请
Mylan/Biocon	Fulphila	Neulasta 生物类似药	在美国上市
Coherus	Udencya	Neulasta 生物类似药	在美国上市
Spectrum Pharmaceuticals	Rolontis (Eflapegrastim)	创新药	正在 FDA 审评中
Hospira	HSP-130	Neulasta 生物类似药	已完成临床 II 期
中国健能隆	F-627	创新药	通过 FDA 申请，进入国际临床 III 期

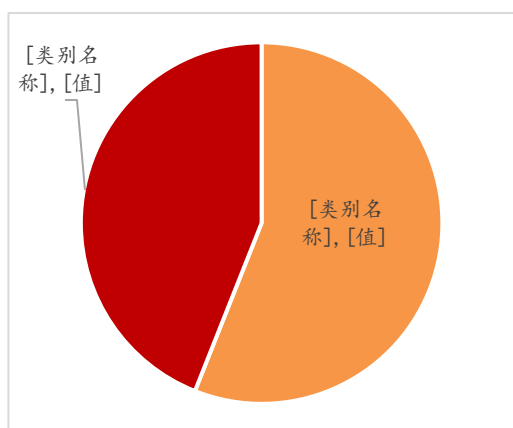
数据来源：财通证券研究所整理

5.3.5 G-CSF 的国内市场格局：三大巨头瓜分长效市场

2017 年之前由于长效 G-CSF 还未纳入医保，国内市场主要以短效 G-CSF 为主，生产已上市短效 G-CSF 的企业有 16 家。目前国内已经上市的长效 G-CSF 仅有石药集团的津优力、齐鲁集团的新瑞白和恒瑞的硫培非格司亭，在研的包括双鹭的立生素和健能隆的 F-627。自 2017 年长效 G-CSF 纳入国家医保乙类目录后，长效 G-CSF 销售额剧增，从原本 9% 的市场占比增加至 28%，2018 年增长至 43%。

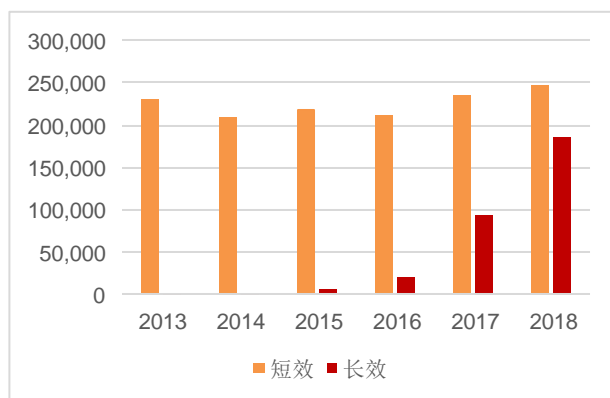
预计长效 G-CSF 将代替短效 G-CSF，由于国内长效 G-CSF 起步较晚，竞争对手较少，并且 F-627 的双分子结构相比于其他企业的长效 PEG 化 G-CSF 生物活性更高，药效更好，更具优势，如果 F-627 可以凭借国产创新药优势获得医保范围，国内 G-CSF 市场格局将有进一步的改变，给健能隆带来可观的销售额和利润。

图 35：2018 年国内长效 G-CSF 市场占比



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

图 36：国内 G-CSF 的销售情况



数据来源：米内网，财通证券研究所整理

表 31：国内主要长效 G-CSF 研发上市发展

公司	产品名称	长效化方式	进展
石药集团	津优力	PEG 化	上市
齐鲁制药	新瑞白	PEG 化	上市
恒瑞医药	硫培非格司亭	PEG 化	上市
双鹭药业	立生素	PEG 化	临床 III 期
健能隆	F-627	双分子平台 FC 融合蛋白	临床 III 期

数据来源：财通证券研究所整理

5.3.6 研发进展

美国三期临床分为 04 方案（与安慰剂比较，已经完成），05 方案（与原研头对头），目前已进入末例访视阶段，初步预计于 2020 年一季度末二季度初拿到临床结果，有望在 2020 年 3 季度中美同步进行申报上市。

国内三期临床 2017 年 5 月开始，为国内多中心、随机、开放及阳性对照临床试验方案，于 2018 年 4 年完成首例受试者入组，2018 年 12 月末例患者入组，2019 年 6 月完成末例受试者随访，2020 年 1 月完成三期临床试验。

2020 年 1 月 5 日公司收到 F627 中国三期临床试验数据统计集，数据统计表明，有效性指标全面达到预设标准，与原研相当。安全性良好，不良反应与对照没有差异，不良反应多为轻中度。免疫原性与抗体检测均为阴性。本次 F-627 中国三期临床试验的成功，是国内新药报产的关键，也为美国申报提供了基础。

因中国现行生物新药的申报法规要求，原液和制剂必须在同一个质量体系下生产，公司制剂工厂建设已经启动，预计 2020 年第二季度末或三季度初完成。待制剂工厂完成后，公司在准备好全部申报资料后需向国家药品监督管理局就 F-627 项

目申请生物制品许可。在提交申请药品生产注册批件申报材料后，还需经过技术审评、临床试验注册现场核查、生产现场检查等程序，最终才可通过国家药品监督管理局批准，获得上市。

5.3.7 F627 销售前瞻

● 销售渠道：

公司已经开始搭建自有血液肿瘤销售队伍，截止目前已拥有 200 多人的血液肿瘤销售团队，有能力将承接 F-627 上市后的销售，同时也不排除将销售权益让渡给国外具有血液肿瘤产品销售经验且具备优势的公司的可能性。

● 销售量预测：

公司规划中美上市，主要市场在美国。通过对美国市场规模的分析，根据对嗜中性粒细胞减少症药物的市场前景和竞争情况分析，F-627 在 Neulasta、Fulphila 及 Udenyca 后进入美国市场，预计未来 F-627 销量能够占市场的 10%，预估 2021-2025 年的市场占有率分别为 2%、4%、6%、8%和 10%。近几年美国每年患癌人数增长率约为 3%，2018 年肿瘤患者为 173 万，进行 750 万例化疗，其中 500 万例患者发生 CIN，而 G-CSF 就是用于治疗化疗引起的嗜中性粒细胞减少症(CIN)的药物，使用约 150 万支。此外，F-627 还关注了安进、Mylan 和 Coherus 不关注的新兴发展市场，如东南亚市场、南美、非洲和澳洲部分国家，但销量可能较小。

● 销售单价预测：

根据目标市场历史年度的分析，Neulasta 近年来销售价格逐渐上升，2018 年 Neulasta 的定价约为每针 6200 美元。美国市场很少进行恶性竞争，生物类似药进入市场后，原研药很少降价，因此因竞争导致的销售单价变化的可能性较小。Neulasta 的生物类似药 Udenyca 于 2019 年 1 月 3 日供应市场，定价 4,175 美元，较 Neulasta 定价折扣 33%。据此，估计 F-627 进入市场的价格为 Neulasta 售价的 70%，因此定价可能约为每针 4340 美元。

● 销售收入预测：

目前美国长效 G-CSF 市场规模达 40 亿美金以上，规模较大。目前美国每年癌症确诊患者增速在 3%左右，且长效 G-CSF 仍在不断替代短效 G-CSF，预计未来长效 G-CSF 市场峰值可达 60 亿美金以上，F-627 上市五年内预计市场份额可达 10%，预计美国市场销售额峰值可达 7 亿美元以上。F-627 目前已圆满完成国内三期临床，美国 05 方案已进入末例访视阶段，依据 2016 年亿帆收购健能隆时的估值报告，F-627 临床三期成功后申报成功并上市的概率为 96%。国内长效 G-CSF 起步较晚，但随着近两年其逐渐被纳入医保范畴，对短效产品的替代速度飞快，2019 年替代率已达 50%左右，且其目前为止国内竞争对手较少。参照国外长效 G-CSF

发展趋势，预计未来几年内国内长效 G-CSF 市场规模可达成功上市后销售峰值预计可 6 亿人民币。

图 37：5P 模型在 F-627 上的应用（仅包括美国市场）

上市概率	F-627 目已完成中国三期临床试验，临床数据显示有效性和安全性与原研相当。美国临床 05 方案已进入末例访视阶段，预计 2020 年 4 月拿到结果。上市概率整体较高。				
患者池	G-CSF 是用于治疗化疗引起的嗜中性粒细胞减少症（CIN）的药物，2018 年美国使用约 140 万支长效 G-CSF，每长效 G-CSF 用量增长率为 3% 左右。				
渗透率	F-627 在 Neulasta、Fulphila 及 Udencya 后进入美国市场，预计未来 F-627 销量能够占市场的 10%，预估 2021-2025 年的市场占有率分别为 2%、4%、6%、8% 和 10%。				
定价	2018 年 CMS 公布 Neulasta 在美国的定价为 6200 美元，Neulasta 的生物类似药 Udenyca 较 Neulasta 定价折扣 33%，估计 F-627 进入市场的价格为 Neulasta 售价的 70%，因此定价可能约为每针 4340 美元，谨慎起见，估算期间价格不上升				
专利	F-627 产品生产经营资源				
年份	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
渗透率	2.00%	4.00%	6.00%	8.00%	10.00%
患者池（万针）	150	155	159	164	169
价格（万美元/针）	0.434	0.434	0.434	0.434	0.434
上市概率	96%	96%	96%	96%	96%
Di(亿)	1.25	2.57	3.98	5.46	7.03
r	13.32%	13.32%	13.32%	13.32%	13.32%
Di 现值（亿美元）	0.97	1.77	2.41	2.92	3.32

数据来源：财通证券研究所整理

5.4 F-652：IL-22 双分子结构的全球首创药

5.4.1 产品机理适应症介绍

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，相比单独的重组人白介素-22，F-652 增加了体内半衰期和药效时间，同时双分子结构更有利于与受体结合。F-652 的作用机理是通过结合 IL-22 的两个受体 IL-22 R1 和 IL-22 R2，进而激活下游 STAT3 信号通路

发挥其对包括肝，胰腺等组织细胞进行保护与恢复的机能的。

健能隆公司率先开始重组人 IL-22 的临床试验，2015 年研究结果荣登国际顶级期刊—Nature, Nature Med. Science, Immunity。目前两个美国 IIa 期临床试验正在进行中，国内 Ib 临床试验启动。

F-652 为全球首例 IL-22 重组蛋白类在研药物，并在中美申请了结构专利，是具有知识产权的全球首创药，拟用于治疗炎症引起的组织损伤，适应症包括移植抗宿主病（GvHD）、急性酒精性肝炎（AAH）、急性胰腺炎（AP）和坏死性小肠结肠炎（NEC）。

表 32：突破性治疗及孤儿药适应症

适应症	美国发病人数	当前治疗方法	注册类别	注册国家	进展
移植抗宿主病	60,000	激素类	孤儿药	美国	IIa 期临床
急性酒精性肝炎	>60,000	激素类	突破性治疗药	美国	IIa 期临床
急性胰腺炎	250,000	维持疗法	突破性治疗药	中国	Ib 期临床

数据来源：财通证券研究所整理

新型冠状病毒肺炎引起“炎症风暴”，导致肺部的损害，还会引起肾脏、肝脏、心肌等器官的损害。公司在研产品 F-652 为全球首个进入临床研究的重组 IL-22 融合蛋白药物，根据该在研产品已完成的 2 个美国 IIa 临床研究结果表明，F-652 可以快速抑制各种因素造成的内脏损伤并快速促进受损内脏的恢复，因此现正在根据有关程序报请国家相关机构拟采用 F-652 用于新型冠状病毒（2019-nCoV）患者的治疗。公司于 2020 年 1 月 30 日递交申请，并进行材料补充与反馈。

5.4.2 F-652 的处于二期临床有望直接申报

申报方面，GvHD 目前无有效药治疗，用于治疗 GvHD 的 F-652 目前正处于临床 IIa 阶段，由于临床需求紧迫，F-652 有望获批孤儿药以 2 期临床数据直接申报上市。

在美国开展的急性酒精肝炎已完成 IIa 临床试验，并取得主要临床预设目标，疗效明显，安全可靠，并拟计划向 FDA 申请突破性疗法，若取得突破性疗法，将使后续临床试验规模变小或时间进度加快。

健能隆与多家顶尖科研机构合作，如移植抗宿主病 IIa 期临床（孤儿药）与纪念斯隆—凯特琳癌症中心合作、酒精性肝炎 IIa 期临床项目与美国国立卫生研究院合作、坏死性小肠结肠炎（儿科孤儿药）项目与匹兹堡大学还有急性胰腺炎临床 I 期与梅奥诊所合作，推动 F-652 临床研究合作加速研发。

5.4.3 F-652 销售前瞻

市场方面，随着人们的生活习惯转变和压力的增加，酗酒人数逐年增加，特别是在欧美地区，在 1999 年至 2016 年间，每年死于酒精相关肝病的 25 至 34 岁的人数几乎增加了两倍，平均每年增加约 10%。研究表明经 F-652 治疗的酒精性肝炎患者在第 42 天的所有检测指标均显示出有效性，并且可以促进损伤后组织修复，无严重不良事件，显示出良好的安全性。由此可得，F-652 的市场需求高，销售潜力大。

美国每年 GvHD 新增发病人数约 3000 人，现有存量约 60000 人每年需要用药，发病患者中约 50% 有激素耐药性，因而不得不选择二线治疗。二线治疗药物较少，预计 F-652 渗透率峰值可达 20%，因此每年使用 F-652 的人数约为 6300 人。孤儿药定价较高，F-652 的年治疗费用约为 6 万，保守估计 F-652 的年销售额峰值大约为 3.8 亿美元。

针对急性酒精性肝炎，美国每年约有 60000 人住院接受治疗，约 45% 的患者接受二线治疗，F-652 上市后渗透率最大可达约 25%，使用人群预计可达 6750 人每年，每年治疗费用约为 2 万美元，因此预计急性酒精性肝炎适应症峰值销售额可达 1.4 亿美元左右。

除这两种 F-652 的主要应用适应症外，叠加考虑 F-652 在急性胰腺炎（AP）和坏死性小肠结肠炎（NEC）治疗中的应用，预计 F-652 上市后的销售峰值可达 6 亿美元左右。

6、原料药：受益供给侧政策，时而有惊喜

6.1 泛酸钙泛醇简介

6.1.1 泛酸钙主要用于饲料、食品添加剂和医药产品

泛酸指 B 族维生素的一种，辅酶 A 的组成部分，分左旋体和右旋体。泛酸钙指泛酸的钙盐，分 D-泛酸钙(右旋)、DL-泛酸钙(混旋)和 DL-泛酸钙(左旋)三种形态。D-泛酸钙又称作维生素 B5，是泛酸钙的右旋体，一种维生素，D-泛酸的商品形式。

D-泛酸钙主要用于医药产品、食品添加剂及饲料添加剂，一般作用是参加体内能量的制造并控制脂肪的新陈代谢，有助于体内抗压力荷尔蒙（类固醇）的分泌，保持皮肤和头发的健康，帮助细胞的形成，是大脑和神经必需的营养物质，对于维持肾上腺的正常机能非常重要，是脂肪和糖类转变成能量时不可缺少的物质。

6.1.2 泛酸主要运用于化妆品行业

D-泛醇是维生素 B5 的前体，又称维生素原 B5，在生物体内与维生素 B5 有相同的代谢过程被广泛用于医药、食品、饲料中。D-泛醇进入人体内能转化为泛酸。泛酸钙和泛醇都需要一个共同的中间体泛解酸内酯，泛酸钙是由泛解酸内酯和丙氨酸钙反应得到，而泛醇是由泛酸钙与 3-氨基丙醇反应得到。

泛醇更大的特点是运用在化妆品行业中，D-泛醇是一种优异的皮肤与头发保护剂，可防治小皱纹、炎症、日晒、糜烂，防止脱发，促进生发，保持头发湿润，减少头发分叉，防止干脆及断裂，对头发起保护、修复、护理作用，是全球护肤、护发化妆品的主要添加剂，被世界上主要的知名的化妆品公司使用。

图 38：泛酸钙、泛醇等产品



数据来源：财通证券研究所整理

6.2 泛酸钙工艺对比：酶拆法环保经济

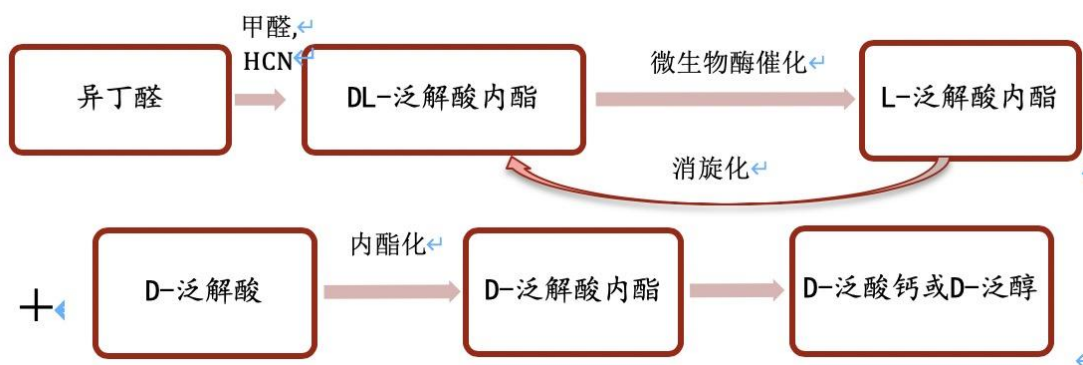
6.2.1 拆分方法介绍

前文提到泛酸钙有 3 种形式，其中仅 D 型具有生物活性，因此泛酸钙商品形式主要是 D-泛酸钙。D-泛酸钙的生产首先要制备 β -氨基丙酸和 DL-泛解酸内酯这两种重要的中间体，其中 β -氨基丙酸的合成大多采用丙烯腈路线，DL-泛解酸内酯在国内基本采用异丁醛-甲醛-氰化钠法合成。

D-泛酸系列产品生产的工艺路线基本上可分为三种，主要区别在于如何拆分左旋和右旋的同分异构体。包括化学拆分 DL-泛解酸内酯法，诱导拆分 DL-泛酸钙法，酶拆分 DL-泛解酸内酯法。

亿帆鑫富采用的生物拆分方法工艺先进。通过微生物选择性地不对称水解 DL-泛解酸内酯中的 D-泛解酸内酯，得到了 D-泛解酸，再将 D-泛解酸进行内酯化生成高光学纯度的 D-泛解酸内酯。实验创建的霉菌交联原味固定化方法，酶转化时间短（3~5h），效率高，大生产上反复分批酶转化可达 180 次以上，所得到的酶水解产物光学纯度达到 99% e. e. 以上，产品质量满足 D-泛酸钙的生产要求，具有较好的技术经济竞争力。

图 39：生物拆分法生产工艺



数据来源：公司官网，财通证券研究所整理

6.2.2 合成方法对比：酶拆法成本低更环保

总体来看酶拆法纯度高，成本低，环境友好，兼顾 D-泛醇的生产，难点在于微生物的筛选。化学拆分法成本高，分离困难，存在毒性和污染。诱导法不能生产泛醇。

图 40：D-泛酸系列生产工艺



数据来源：财通证券研究所整理

6.3 全球需求格局:饲料为主刚性需求

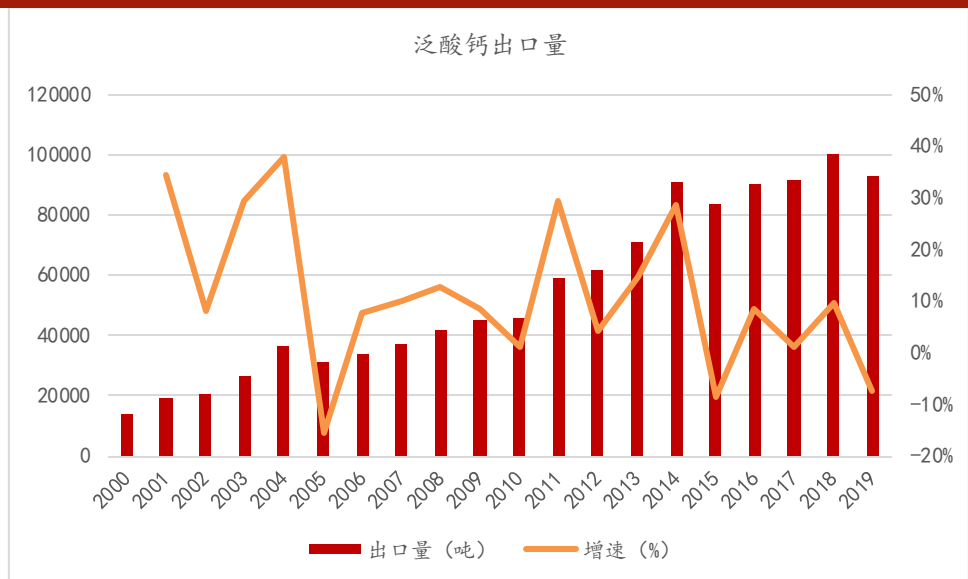
D-泛酸钙作为饲料添加剂大量用于饲料行业和食品行业。羊、牛等反刍动物可以自身合成泛酸，人类和猪、鸡等单胃动物及鱼类也可合成少量泛酸，但不能满足自身生长的需求。泛酸钙对于下游主要用作饲料、医药化妆品和食品饮料，2019年全球泛酸钙需求总量约为2万吨，70%用于动物饲料，30%用于化妆品和医药保健，近八成需求来自于国外，2成左右来自于国内。属于刚性需求，动物饲料中，泛酸钙的添加比例约为30-40mg/Kg，用量和添加量较少，用户对于价格的变动不敏感，涨价带来的负面影响不大。

未来几年内，全球泛酸钙需求预计还将维持在2万吨左右，理论上由于市场自然增长率带来的市场扩增和干扰因素对产量的影响，对应的供应量略大于需求，可以保证供需基本平衡。

泛醇的需求量较泛酸钙小，约6000吨，市场较为稳定。下游客户侧重化妆品公司，如迪奥、保洁、联合利华等。

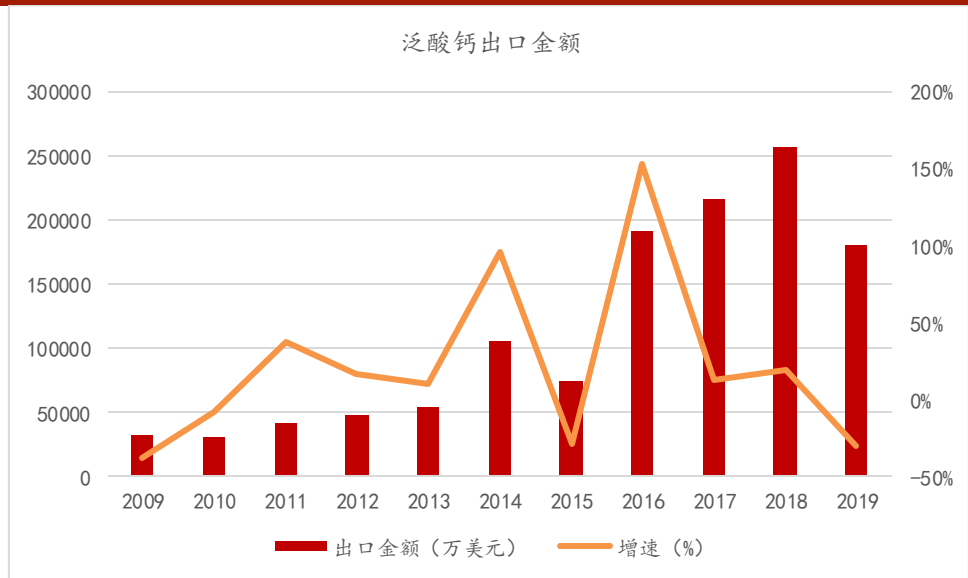
14年以来，泛酸钙出口量整体保持平稳，16-18年出口金额增长较快，19年出口金额明显下降，主要是由于出口价格波动造成。

图 41：近年我国泛酸钙出口量



数据来源：Wind，财通证券研究所整理

图 42：近年我国泛酸钙出口金额



数据来源：Wind，财通证券研究所整理

6.4 全球泛酸钙供应呈现寡头垄断格局

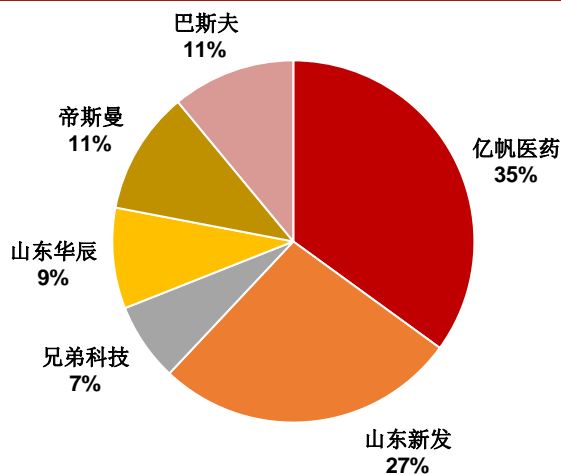
6.4.1 全球泛酸钙产能国内为主、集中度较高

2018 年全球泛酸钙产能约为 2.7 万吨，其中国内产能约为 2.2 万吨，定价权掌握在国内企业手中。国外生产企业主要有帝斯曼和巴斯夫，产能均为 2500 吨。

国内亿帆鑫富产能最高，为 8000 吨，占全球产能 35%，山东新发、山东华辰和

新投产的兄弟科技产能分别为 6000 吨、3000 吨、5000 吨，2018 年全球泛酸钙实际供应量约为 23400 吨。行业前 4 家市占率（CR4）约 79%。

图 43：全球泛酸钙产能分布



数据来源：公司官网、财通证券研究所整理

泛醇主要生产厂家是亿帆药业和山东新发两家，整体产能约 7000 吨。

6.4.2 上游原料供应议价能力一般

从原材料供应端看，上游原料丙烯腈市场供应过剩，供过于求，尽管短期内可能因供应量变化引起价格波动，但总体而言丙烯腈供应商和泛酸钙生产商都是价格接受者。泛解酸内酯也是泛酸钙生产中的一种关键中间体，公司自己生产的泛解酸内酯基本可以实现自给自足，目前国内的大多数竞争者都需要依靠外部采购。预计丙烯腈价格主要受上游石化产品价格波动影响。

6.4.3 行业存在显著的规模、技术（环保）壁垒

该行业潜在进入者较少，由于有较强规模效益和技术壁垒，且环保监管审批较为严格，泛酸钙行业进入壁垒较高，一般情况下潜在的新进竞争者较少。新进入者工艺需要摸索改进，也需要一个长期的过程。

泛酸钙价格上涨时，可能有新产能进入，如 2017 年由于泛酸钙价格急剧上涨，安徽泰格、宁夏金微制药和新乡瑞诺等新产能进入投产，2018 年竞争稍显激烈，但新进产能市占率较低，威胁不大。

6.4.4 替代产品尚未出现

公司泛酸钙等原料药产品作为医药、食品、饲料等行业重要的原材料之一，在促进养分的利用、促进脂肪酸的合成和分解等方面起重要作用，目前并未出现有竞争力的替代产品。

6.4.5 未来两家独大，竞争整体缓和

国内泛酸钙生产行业目前已经过了野蛮竞争阶段，竞争对手间已形成了相对稳定的局面，不会因为恶性竞争影响产品价格。公司作为行业龙头，近年来一直保持大约 40% 的全球市场占有率，行业第二山东新发则占有大约 30% 的全球市场，其它公司市场占有率更低，竞争者间市场分配相对来说较为确定。业内的两大寡头亿帆和山东新发对行业掌控力强，共同掌握产品定价权。

6.5 泛酸钙价格受环保、疫情、新玩家影响波动较大，预计今年持续高位

2016 年，亿帆医药和山东新发结束了商业纠纷，随后亿帆医药提升其泛酸钙的价格，从 54.32 元/千克上涨至 280 元/千克。

2017 年，泛酸钙行业受到国家环保政策落实的影响，龙头企业大幅度减产，山东地区泛酸钙基本停产，在有价无市的情况下，泛酸钙的市场价格一路上涨至 750 元/千克。

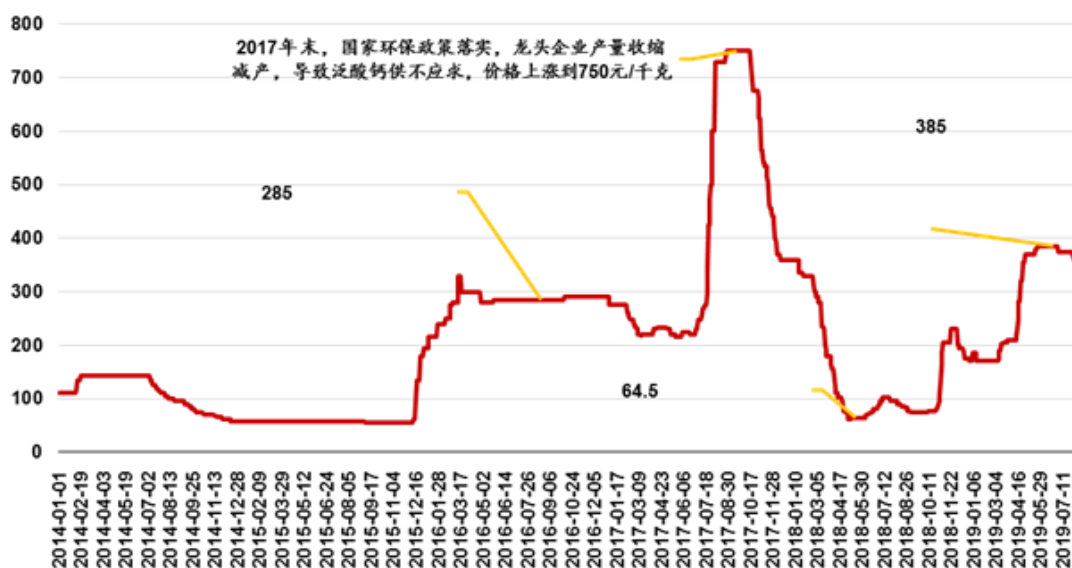
2018 年，安徽泰格、宁夏金维制药、河北新金、新乡瑞诺和海南诺航等新进的竞争者陆续投产，虽然新进总投产量不高，市占率较低，对泛酸钙市场价格形成较大冲击，均价从 2017 年末的 750 元/千克下跌至 65 元/千克，2018 年上半年亿帆医药净利润也因此下滑至 5.2 亿元。2018 年冬季，供暖季环保压力影响供给侧，泛酸钙报价提高到 260 元/千克。

2019 年上半年，尽管价格受非洲猪瘟、禽流感等原因导致养殖行业对饲料量的需求下降，上半年维生素 B5 等产品整体销量较上年同期有所下降；但受环保安事件及原材料价格上涨等影响，产能供应相对紧缺。产品价格逐步上涨，上半年泛酸钙平均报价 270 元/千克。上半年公司泛酸钙销售收入为 5.88 亿元，同比减少 29.27%。（公司 2019 半年报）2019 年下半年至年底全国生猪生产开始回升，带动猪饲料需求增加，泛酸钙价格被持续拉升，第三季度价格在 360 元/千克上下波动。

2020 年第一季度，受疫情影响，物流运力紧张，现货供应偏紧，泛酸钙市场高位运行，二月市场报价市场报价稳定在 365-385 元/公斤左右。（中国饲料行业信息网）

整体而言，泛酸钙有较为明显的周期性，受供给端影响明显。近年来环保监管趋严，部分采用化学拆分法生产泛酸钙的厂家迫于环保压力减产，因此在整个环保政策没有重大调整，且公司生物酶拆分法专利未到期之前，这样的供需局面可能会继续维持，泛酸钙价格可能会保持高位，今年预计全年价格保持 350 元/kg 以上的价位。

图 44：全球泛酸钙价格走势图



数据来源：博亚和讯，Wind，财通证券研究所整理

6.6 原料药板块受价格影响波动大，爆发力强

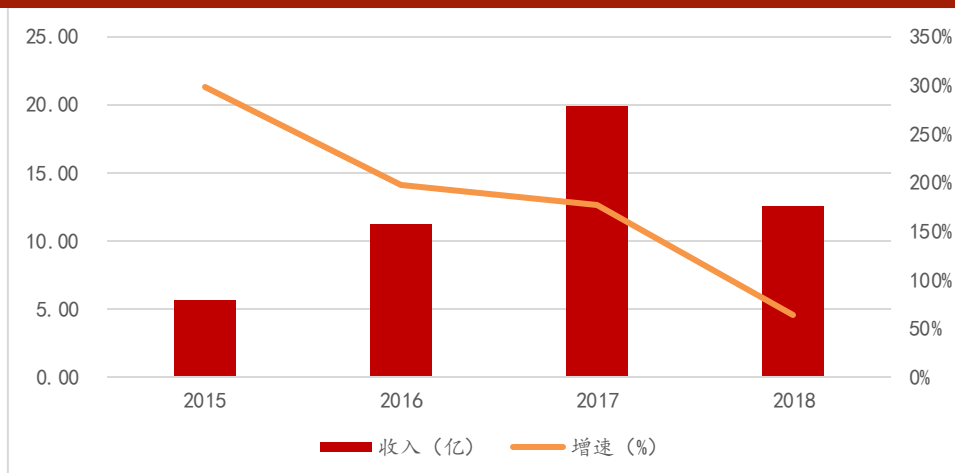
公司作为世界最大的泛酸钙及泛醇生产供应商，70%以上的原料药销往欧美等多个国家和地区，全球市场占有率 40%-45%，稳居龙头地位。国家对企业的环保监管标准趋于严厉，未来维生素行业的竞争力将体现在技术研发上。

2019 年公司尽管受非洲猪瘟、禽流感等原因影响，维生素 B5 等产品整体销量较上年下幅较大；同时，受环保安全事件及原材料价格上涨等影响，产能供应相对紧缺，产品价格呈现一定程度上涨。总体来看，原料药板块业绩较上年同期有所增加。

由于维生素价格暴涨，17 年底到 18 年吸引了一些新进入者，大部分新投建的维生素项目竞争力不强，只有兼具突破性技术、环保友好及成本优势的企业，才能明显改变影响。18 年由于泛酸钙价格自 2017 年第四季度历史最高位到 2018 年第二季度下降到近年来历史最低位，导致原料药板块整体营业收入下滑较大。但另一方面由于泛醇价格上涨，使得泛醇收入呈倍数增长，一定程度对冲了业绩下滑，18 年公司原料药实现营业收入 15.55 亿元，同比下降 28.61%。

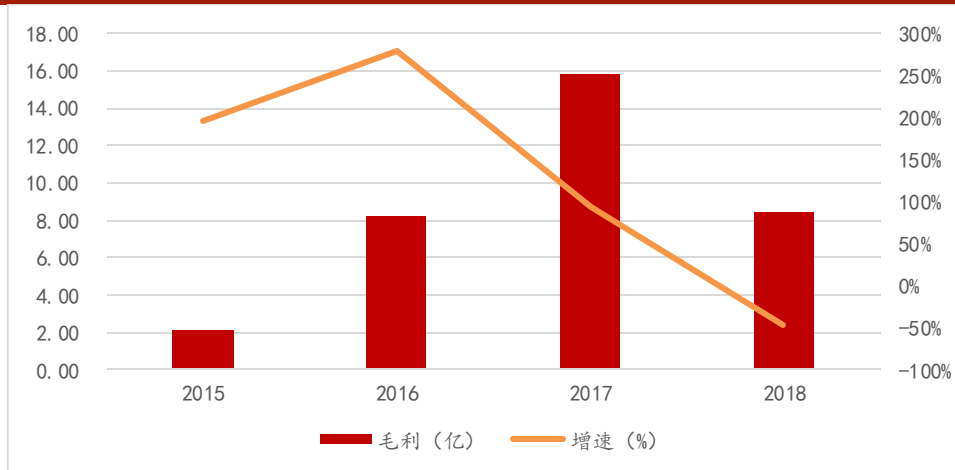
17 年随着供给侧改革的推进，环境保护督察组进驻全国各省，对维生素行业的生产影响较大，加之海外客户库存的逐渐消化，产品价格较上年同期仍有较大幅度提升，公司原料药板块量价齐升，取得很好的经营业绩。此外，公司高纯丙酸和泛醇也增速较快，17 年公司原料药实现营业收入 21.7 亿元，同比增长 64.43%。

图 45：公司原料药收入及增速



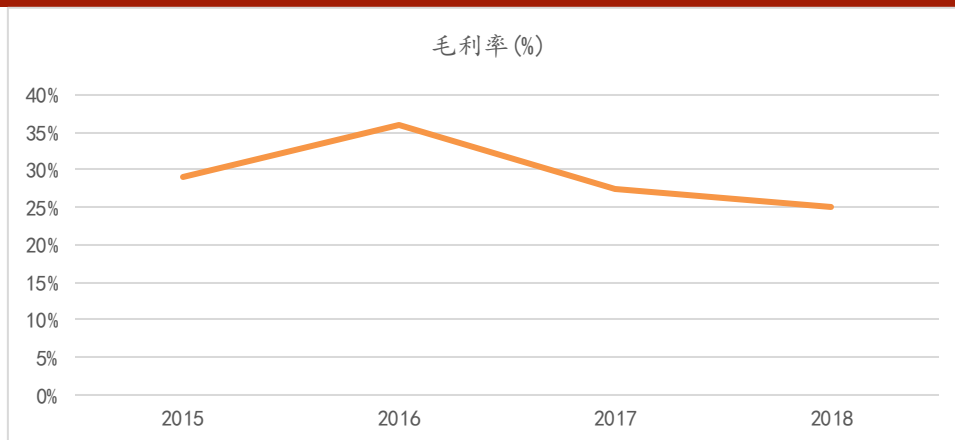
数据来源：Wind，财通证券研究所整理

图 46：公司原料药毛利及增速



数据来源：Wind，财通证券研究所整理

图 47：原料药毛利率



数据来源：Wind，财通证券研究所整理

6.7 公司原料药技术渠道竞争优势明显

6.7.1 微生物酶拆法环保优质且处于专利期

泛酸钙的生产流程中，拆分 DL-泛解酸内酯的方法有化学和微生物酶拆法两种。目前国内亿帆、山东新发、兄弟科技采用微生物酶法拆分，国际和其他国内企业采取化学法拆分，亿帆具有微生物酶拆法知识专利（专利有效期至 2022 年 1 月），技术达到国际先进水平，曾荣获国家技术发明二等奖，具有产品质量高、生产成本低、对环境友好等特点。

原料药行业一直是被环保督查的重点，环保监管推动行业供给侧改革，进而导致门槛提高。随着环保监管标准趋严，公司工艺优势会愈发明显。公司不断加大技术投入，推进技术逐步升级换代。

6.7.2 规模效应强，形成壁垒

生产成本方面，该行业规模经济效应明显，亿帆医药作为 D-泛酸钙生产领域的行业龙头，生产规模大，再有先进的微生物酶拆法技术的加持，能实现业内最低的成本，通过工艺改造，不断降低成本。技术改造投入较大，成本不断摊销，平均成本低至 40 元/千克左右，仅为其它竞争对手的一半左右，因而利润率较高，具有明显竞争优势。

6.7.3 原材料自给自足

原料供应方面，泛解酸内酯是关键中间体，目前国内除亿帆鑫富、新发药业、山东华辰基本可以实现泛解酸内酯的自给自足外，其它公司的泛解酸内酯部分甚至几乎全部依靠外购。随着 2018 和 2019 年山东、江苏等省份环保监管趋严，市场上部分泛解酸内酯供应商停产，造成原材料紧缺、成本升高的情况。亿帆鑫富的泛酸钙产能则能完全由自产的泛解酸内酯保障，因此能够保证稳定产出和较低成本。

6.7.4 研发工艺优势领先

研发方面，公司近年来持续优化现有维生素产品的生产工艺，对新产品的研发投入也有增加，在研产品维生素项目进展较为顺利，公司与美国 Amyris 公司达成维生素产品战略合作，充分利用其在生物合成技术领域中的优势，丰富维生素产品线。

6.7.5 以销定产，海外渠道强大

公司原料药板块采用以销定产的营销模式，由原料药事业部下属的生产质量中心结合销售部门的产品需求计划、不同产品的生产周期及物料备货周期制定并下达生产计划，再根据生产计划由采购中心对外采购原辅材料等，由生产中心完成生产。避免盲目生产可能造成的存货的积压和浪费，降低库存成本。

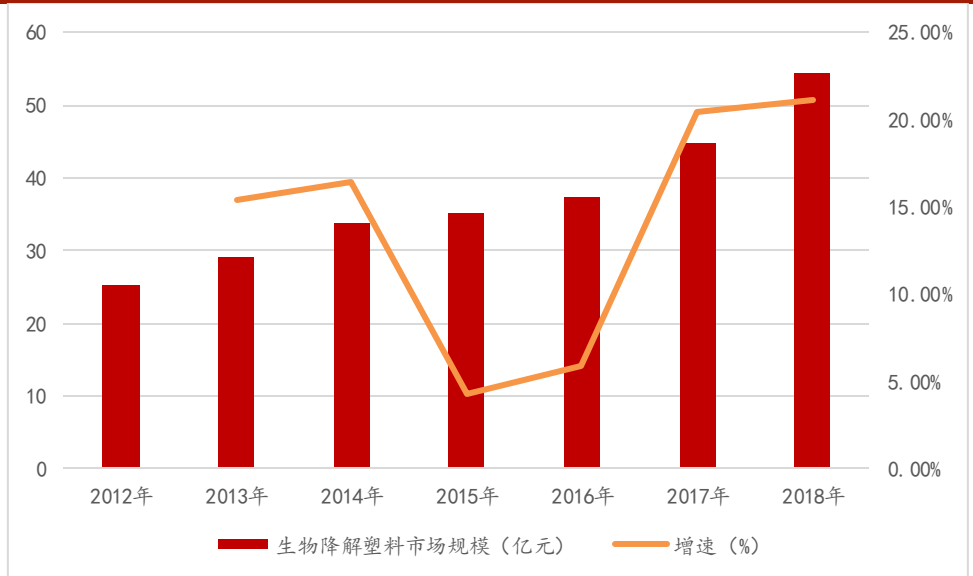
渠道以海外直销为主，出口比例占 70%以上，销售网络辐射欧、美等多个国家和地区，全球市场占有率 40%-45%，稳居龙头地位，便于公司在强化现有维生素 B5 及原 B5 业务的基础上，以现有产品为纽带，不断整合上下游资源，扩大与丰富原料药产品线。

7、高分子材料前景广阔

7.1 可降解生物材料市场快速增长

随着国家环保政策收紧，对材料的环保性要求提升，新型可降解生物材料市场大有可为。尤其是 2019 年全国各地广泛开展垃圾分类行动，可见塑料污染问题已得到国家重视，可降解材料已经迎来蓬勃发展的机遇。根据智研咨询的数据，我国生物降解材料行业已经进入加速增长通道，2018 年全国生物降解塑料规模 54.4 亿元，增速 21.13%，高于近年增速。

图 48：生物降解塑料市场规模



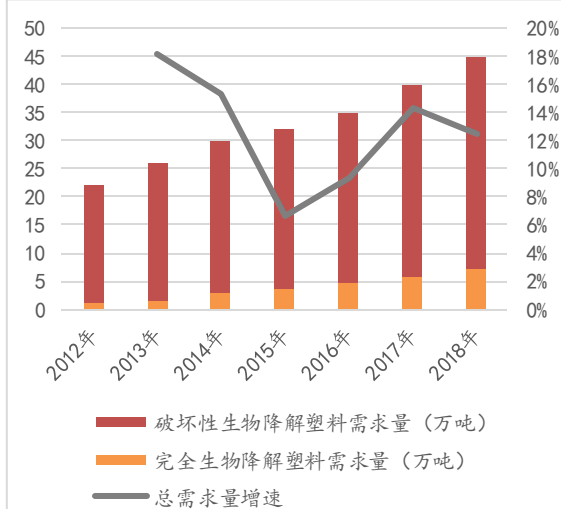
数据来源：智研咨询，财通证券研究所整理

按照降解材料降解后的残余，一般可将生物降解材料划分为完全生物降解塑料和破坏性生物降解塑料两种，其中前者可完全降解为二氧化碳和水，后者则仍残余有塑料分子。生物可降解材料市场近年保持着稳定的增速，2018 年，我国生物可降解材料总产量为 65 万吨，国内生物降解材料总需求量为 45 万吨，部分产能出口海外。

可降解材料行业发展前景光明，《中国制造 2025》文件中提到，我国将实现重要原材料的国产化，将支持量大面广的医用耗材、渗透膜、可降解器械等产品，目

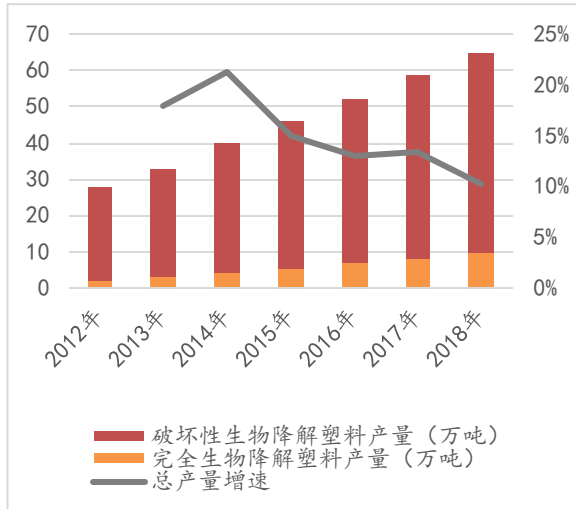
标是年产规模 30 亿元。随着环保观念进步及相关政策的出台，未来可降解材料的需求和产值有望加速提升。

图 49：我国生物降解材料需求量



数据来源：智研咨询，财通证券研究所整理

图 50：我国生物降解材料产量



数据来源：智研咨询，财通证券研究所整理

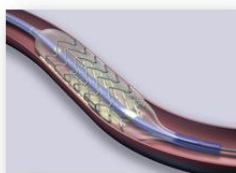
7.2 公司高分子材料前景广阔

生物可降解材料是可降解材料中较为前沿的发展方向之一，其具有环境友好、力学性能出色、可降解等优良特质，可分为 PBS（聚丁二酸丁二醇酯）、PLA（聚乳酸）、PHA（聚羟基脂肪酸酯）等，公司的产品 PBS 由于降解可控性能优良，生产成本较低，具有广阔的应用前景。

7.2.1 PBS 介绍

由丁二酸和丁二醇为原料，经缩合聚合合法合成的聚丁二酸丁二醇酯（简称 PBS），是综合性能较好的全生物降解材料，用于包装、一次性餐具、化妆品瓶及药品瓶、一次性医疗用品、农用薄膜、农药及化肥缓释材料、生物医用高分子材料等领域。

图 51：PBS 类材料用途广泛



可降解心脏支架



可降解缝合线



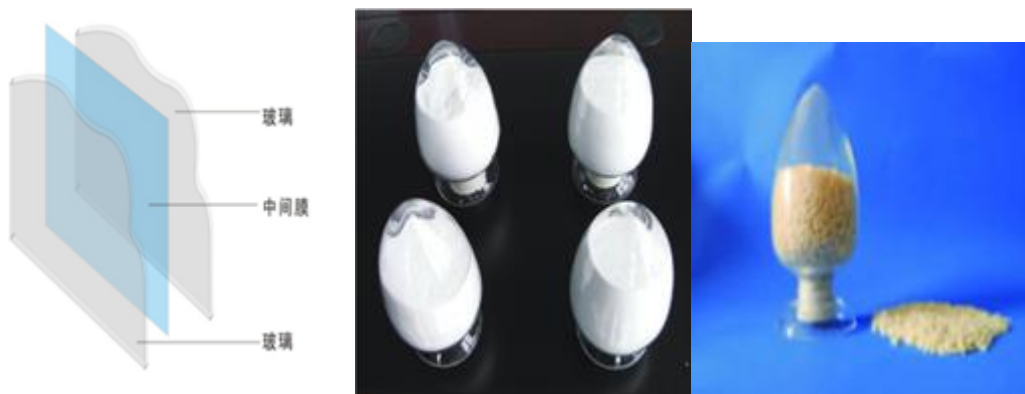
农用薄膜



包装材料

数据来源：财通证券研究所整理

图 52：PBS、PVB 胶片、PVB 树脂



数据来源：财通证券研究所整理

7.2.2 PVB 介绍

PVB 产品分为 PVB 树脂和 PVB 胶片。

PVB 胶片是由高粘度的，由聚乙烯醇缩丁醛、增塑剂、助剂经塑化流延成型的一种高分子材料，广泛运用于建筑安全玻璃、汽车安全玻璃、太阳能光线组件封装膜等领域。采用特殊配方生产的 PVB 胶片还可运用于航天、军事和高新技术工业领域。

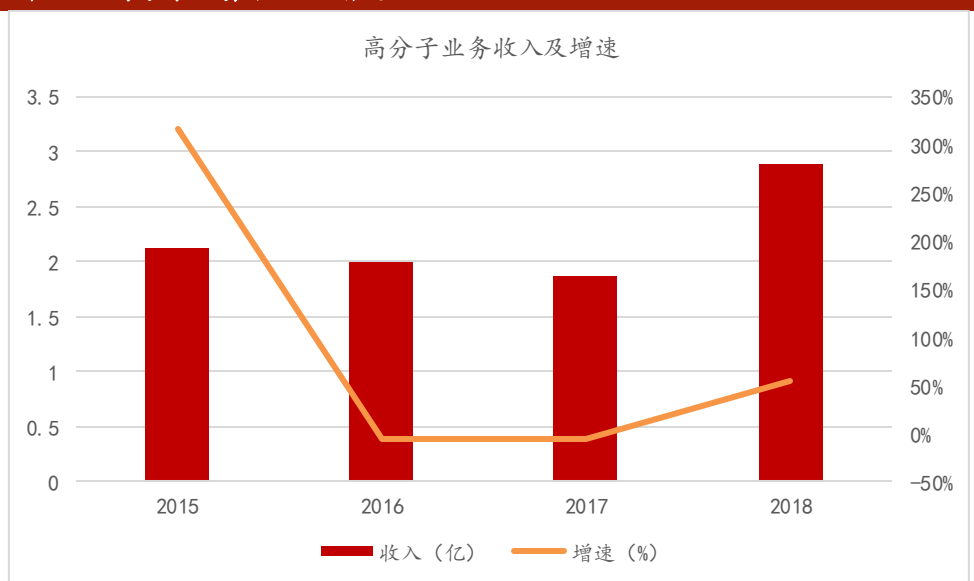
PVB 树脂，以聚乙烯醇水溶液和丁醛为原料，盐酸为催化剂，经缩合反应、水洗、干燥等工序制成，该产品主要用于 PVB 胶片的生 产，我国目前尚无国家标准、行

业标准和地方标准。该产品为公司自行研发、生产，目前年产能 6000 吨。主要用于飞机、舰船、汽车、建筑物的安全玻璃以及光伏电池封装膜等。

7.2.3 高分子材料的近年跃上新台阶

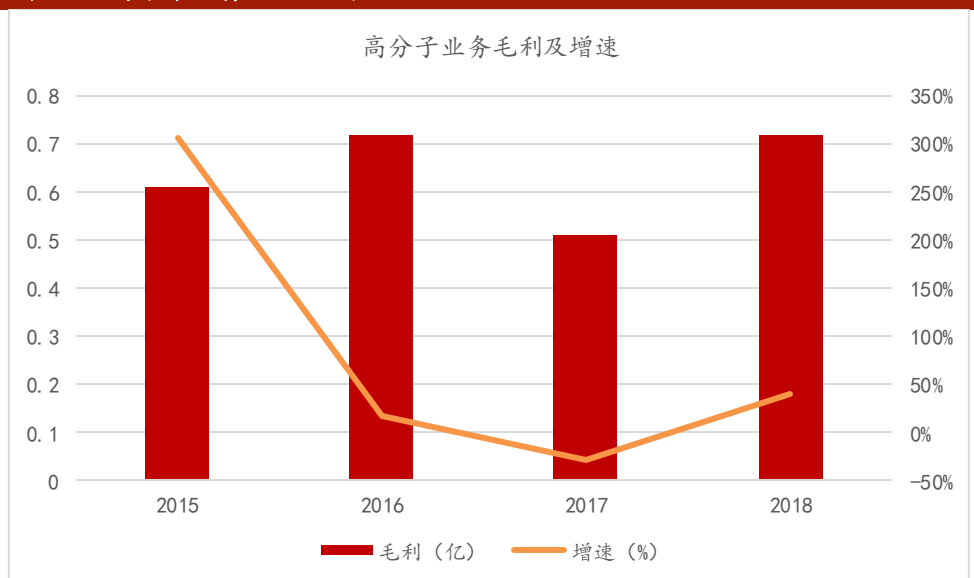
2016 年亿帆营业总收入中，高分子材料占比约为 5.7%，2017 约为 4.3%，2018 约为 6.2%；营业利润占比分别为 4.0%，2.0%，3.5%，对总收入和利润影响很小，因此预计未来成本及收入变化对公司业绩影响不大。

图 53：高分子业务收入及增速



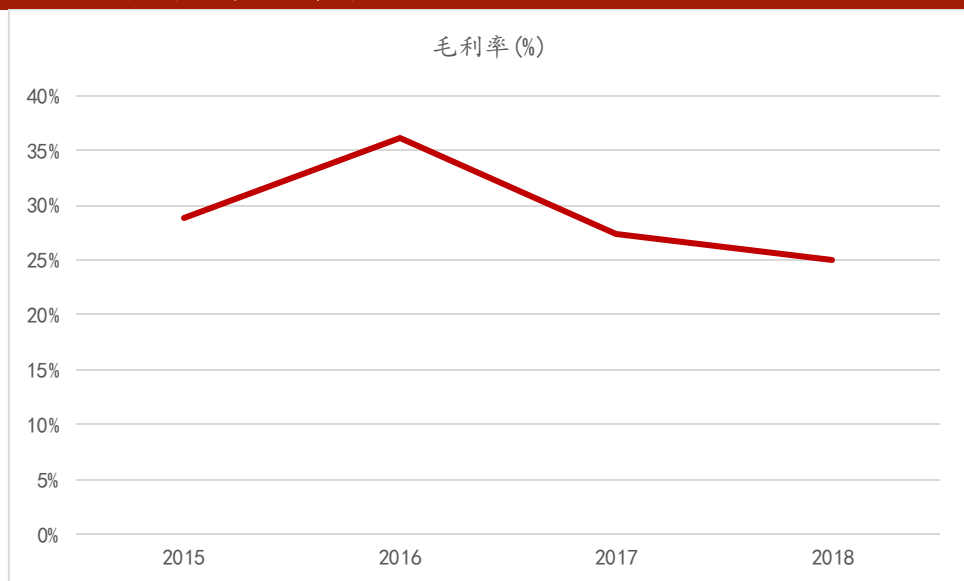
数据来源：Wind，财通证券研究所整理

图 54：高分子业务毛利及增速



数据来源：Wind，财通证券研究所整理

图 55：高分子业务毛利率情况



数据来源：Wind，财通证券研究所整理

8、盈利预测和投资评级

从代理品种来看，目前主要品种公立医院销售额保持稳定或者有一定增长，公司代理销售额保持稳定。比如核心头孢他啶行业及公司公立医院销售额近三年保持 0-5%左右的微幅增长，除硝苯地平有一定增长外，阿奇霉素、长春西汀、吡拉西坦均保持稳定。由于公司选择的代理品种一般剂型上有明显优势，目前带量采购国家层面主要是通过一致性评价的，往往口服常释剂型，因此国家带量采购影响不大。另外亿帆由于品种数量多，在未来谈判中未来注射剂一致性评价和地方带量采购值得关注。

自产方面，从目前的主要制造子公司的化药部分 16-18 年来看，整体处于小幅下降的状态，宿州亿帆近两年处于低位，沈阳圣元近 3 年先下降再反弹，沈阳志鹰大输液近三年逐年下降，四川德峰近两年小幅下滑，反映了普通化药增长乏力，也受到了文号转移和招标周期的影响。考虑到中药部分在零售端表现较好，综合考虑自产制造增长情况好于化药部分。

自产核心品种大多是中成药（除了缩宫素和依美斯汀），往往是独家品种，疗效安全性竞争优势较强，多个品种进入 17 年医保目录和谈判目录，中成药不受带量采购直接影响，比如复方黄黛片为重磅中药创新药品种，预计在 3 年时间内，大都将成为 1-5 亿的较大品种，这些核心品种预计近年有 50%以上的增长。预计自产制剂整体未来三年能够保持 20-30%的高速增长。

F627 年初中国三期临床顺利结束，预计美国三期临床进入尾声，预计年底可以报产。定价较原研便宜三分之一左右，切分美国 10%市场销售峰值有望达到 6 亿美金，国内销售峰值有望达到 6 亿人民币。一旦上市盘活健能隆，形成自我造血功能，创新药发展迈出坚实一步。

F652 移植物抗宿主病适应症预计销售峰值 3.8 亿美金，酒精性肝炎适应症销售峰值预计 1.4 亿美元。按照销售峰值 3 倍估算市值，考虑上市概率，预计健能隆市值超过 200 亿，权益市值超过 100 亿。

原料药方面，考虑供给侧改革、环保压力，且主要企业竞争力度放缓，预计泛酸钙价格维持 250 元左右水平，每年净利润约 5 亿，给予 50 亿估值。

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 53.1、65.8、81.0 亿，归母净利润分别为 9.22、12.65、16.28 亿，EPS 分别为 0.75/1.02/1.32 元，对应 PE 分别为 21.1 倍、15.3 倍、11.9 倍。给予买入评级，目标价 22.5 元。

9、风险提示

风险提示:商誉减值、国际化经营、研发不达预期、环保等

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4373.29	4631.80	5308.15	6577.43	8097.89	成长性					
减: 营业成本	1,870.3	2,590.2	2,887.6	3,473.3	4,136.2	营业收入增长率	24.8%	5.9%	14.6%	23.9%	23.1%
营业税费	61.3	51.0	58.4	72.4	89.1	营业利润增长率	67.5%	-40.8%	29.0%	33.8%	28.4%
销售费用	437.6	552.5	690.1	920.8	1,214.7	净利润增长率	85.2%	-43.5%	25.0%	37.3%	28.7%
管理费用	383.0	310.8	477.7	592.0	728.8	EBITDA 增长率	65.8%	-29.3%	2.4%	29.8%	27.2%
财务费用	90.7	14.9	-13.2	-47.6	-64.4	EBIT 增长率	70.0%	-32.2%	7.3%	31.2%	28.2%
资产减值损失	60.2	76.6	90.0	90.0	90.0	NOPLAT 增长率	88.3%	-46.2%	28.0%	31.2%	28.2%
加: 公允价值变动收益	-	8.0	-8.1	1.3	1.8	投资资本增长率	39.5%	-5.0%	1.1%	17.5%	-2.8%
投资和汇兑收益	0.7	-0.2	40.0	60.0	70.0	净资产增长率	73.9%	1.6%	11.8%	11.0%	12.7%
营业利润	1,506.4	891.1	1,149.4	1,537.9	1,975.3	利润率					
加: 营业外净收支	23.8	-6.2	-8.0	-9.0	-10.0	毛利率	57.2%	44.1%	45.6%	47.2%	48.9%
利润总额	1,530.2	884.9	1,141.4	1,528.9	1,965.3	营业利润率	34.4%	19.2%	21.7%	23.4%	24.4%
减: 所得税	264.6	191.2	228.3	305.8	393.1	净利润率	29.8%	15.9%	17.4%	19.2%	20.1%
净利润	1305.1	737.4	921.7	1265.4	1628.4	EBITDA/营业收入	38.1%	25.5%	22.8%	23.8%	24.6%
						EBIT/营业收入	35.7%	22.9%	21.4%	22.7%	23.6%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	1,308.9	1,627.3	1,569.6	1,432.6	2,622.3	固定资产周转天数	67	66	58	46	37
交易性金融资产	-	10.1	3.4	4.5	6.0	流动运营资本周转天数	90	110	77	86	85
应收账款	1,011.3	893.3	1,330.2	1,434.3	1,940.8	流动资产周转天数	250	286	276	240	240
应收票据	55.8	46.2	61.3	76.6	94.1	应收账款周转天数	78	74	75	76	75
预付账款	135.2	81.6	303.6	123.6	345.3	存货周转天数	32	34	38	36	34
存货	392.2	477.8	654.9	664.0	863.4	总资产周转天数	648	721	671	550	496
其他流动资产	750.4	559.1	519.4	609.6	562.7	投资资本周转天数	360	386	330	291	252
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	20.2%	11.1%	12.4%	15.2%	17.2%
长期股权投资	50.2	43.7	43.7	43.7	43.7	ROA	14.4%	7.1%	9.1%	12.1%	12.9%
投资性房地产	26.2	25.0	25.0	25.0	25.0	ROIC	36.2%	14.0%	18.8%	24.4%	26.6%
固定资产	836.2	860.9	854.3	843.7	826.5	费用率					
在建工程	49.0	215.3	120.0	120.0	120.0	销售费用率	10.0%	11.9%	13.0%	14.0%	15.0%
无形资产	315.0	401.5	435.4	473.6	513.3	管理费用率	8.8%	6.7%	9.0%	9.0%	9.0%
其他非流动资产	3,837.4	4,532.8	4,099.1	4,223.8	4,271.1	财务费用率	2.1%	0.3%	-0.2%	-0.7%	-0.8%
资产总额	8,767.7	9,774.9	10,019.9	10,075.1	12,234.3	三费/营业收入	20.8%	19.0%	21.8%	22.3%	23.2%
短期债务	754.1	1,305.5	-	-	-	偿债能力					
应付账款	344.4	363.0	976.7	505.1	1,099.3	资产负债率	22.6%	29.5%	23.1%	15.2%	21.3%
应付票据	31.3	53.9	265.6	28.6	286.1	负债权益比	29.3%	41.9%	30.1%	17.9%	27.0%
其他流动负债	456.8	673.7	647.5	560.7	754.8	流动比率	2.30	1.54	2.35	3.97	3.01
长期借款	124.0	32.2	71.0	71.0	71.0	速动比率	2.06	1.34	2.00	3.36	2.60
其他非流动负债	274.8	458.8	356.0	363.2	392.7	利息保障倍数	17.22	71.03	-86.27	-31.28	-29.68
负债总额	1,985.5	2,887.2	2,316.8	1,528.6	2,604.0	分红指标					
少数股东权益	313.8	263.7	255.1	212.9	156.8	DPS(元)	0.08	0.08	0.22	0.31	0.39
股本	1,027.3	1,027.3	1,236.9	1,236.9	1,236.9	分红比率	7.9%	13.9%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	5,425.9	5,565.8	6,211.0	7,096.8	8,236.6	股息收益率	0.5%	0.5%	1.4%	2.0%	2.5%
股东权益	6,782.3	6,887.7	7,703.1	8,546.6	9,630.3	业绩和估值指标					
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	1.06	0.60	0.75	1.02	1.32
净利润	1,265.7	693.7	921.7	1,265.4	1,628.4	BVPS(元)	5.23	5.36	6.02	6.74	7.66
加: 折旧和摊销	113.8	130.3	71.7	77.2	82.6	PE(X)	14.9	26.3	21.1	15.3	11.9
资产减值准备	60.2	76.6	-	-	-	PB(X)	3.0	2.9	2.6	2.3	2.0
公允价值变动损失	-	-8.0	-8.1	1.3	1.8	P/FCF	-30.7	13.6	-49.6	47.3	10.9
财务费用	100.7	59.6	-13.2	-47.6	-64.4	P/S	4.4	4.2	3.7	3.0	2.4
投资收益	-0.7	0.2	-40.0	-60.0	-70.0	EV/EBITDA	8.8	12.2	14.0	10.7	7.8
少数股东损益	-39.4	-43.8	-8.6	-42.3	-56.1	CAGR(%)	-1.1%	31.4%	10.1%	-1.1%	31.4%
营运资金的变动	-1,294.6	385.6	311.5	-954.7	134.3	PEG	-13.1	0.8	2.1	-13.5	0.4
经营活动产生现金流量	1,132.7	1,170.9	1,235.1	239.3	1,656.6	ROIC/WACC	4.3	1.6	2.2	2.9	3.1
投资活动产生现金流量	-1,555.4	-616.5	-45.5	-47.0	-38.0	REP	0.7	1.8	1.6	1.0	0.9
融资活动产生现金流量	1,084.4	-246.7	-1,247.3	-329.3	-428.9						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所整理

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证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理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

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；
中性：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；
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：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；
减持：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。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。