

鼠神经生长因子增长稳健， 布局长远看单抗和胰岛素

核心观点：

1. 事件

未名医药公布2016年半年报，公司收入5.51亿元(+71.74%)，其中生物药品制造业收入3.69亿元(+14.80%)，化学原料和化学制品制造业收入1.83亿元；归属于上市股东的净利润1.53亿(+75.18%)，扣非后归母净利润1.47亿(+69.57%)。公司业绩增长的主要原因是2015年9月完成反向收购导致报告期合并范围增加，报告期新增了原万昌科技的精细化工产品的利润。鼠神经生长因子是公司的主要产品，报告期收入3.44亿元，营收占比62%，同比增长18.27%，增速略超预期。干扰素受医院终端控费、招标限价等因素影响，销量下降，收入为0.25亿元，同比下滑18.20%，毛利率44.82%，同比下降14.47个百分点，低于市场预期。精细化工板块整体收入同比略有缩减，但毛利率明显提升，由39.50%升至44.63%。

2. 我们的分析与判断

(一) 鼠神经生长因子稳健增长，保业绩承诺

注射用鼠神经生长因子上半年销售额3.44亿元，是公司的主打产品。该产品商品名“恩经复”，属于神经损伤修复类药物，主要用于颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤、小儿脑瘫、视神经挫伤等各类神经损伤。恩经复为公司的现金牛产品，竞争格局良好，目前只有4家企业竞争，公司最早推出的产品。南方所2015年样本医院数据显示，恩经复2015年市场份额第二为28.47%，仅次于舒泰神的43%，高于海特生物的24%和丽珠集团的4%。恩经复2016年上半年增速略超预期，主要原因：a. 恩经复主要在一线城市和不足一半的二线城市销售，覆盖医院数仅为600余家，尚存增长空间；b. 报告期公司采用差异化的区域市场营销管理策略，重点市场重点投入、高成长性市场快速投入，确保资源对市场的有效配置；完善工作流程，加强规范化销售管理，规范销售行为，跟进过程控制，建立专业、高效的销售管理体系。

干扰素是公司于2014年收购天津华立达并入的产品，商品名安福隆，具有抗病毒和免疫调节的双重作用，在临幊上有广泛应用，常应用于急慢性病毒性肝炎（乙型、丙型）、恶性肿瘤（毛细胞白血病、慢性粒细胞白血病、淋巴瘤等）多发性硬化、尖锐湿疣、艾滋病等疾病的治疗。天津华立达（目前为天津未名）是国内最早从事干扰素生产和销售的生物工程公司，2007年市场份额为第一位。此后由于原股东荷兰阿姆斯特丹盖迪奥投资公司和以色列TEVA制药有意退出中国生物药领域，销售额逐年递减，从市占率第一降至2013年的第五位，产量仅为设计产能的30%。未名收购后，重建优化了销售团队和经销网络，销售额逐步回升。南方所2015年样本医院数据显示，天津未名市场份额11%居第四位，落后于华新生物、先灵葆雅、兆科生物，领先于安科生物、北京凯因。今年上半年受招标等政策影响，销量下降，产能利用率不高，导致营收和毛利率共同下降。

未名医药 (002581)

推荐 (首次评级)

分析师

李平祝

✉: (8610) 83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

霍辰伊

✉: (8610) 83574699

✉: huochenyi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080003

特此鸣谢苏涛对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2016.08.11
A股收盘价(元)	26.79
A股一年内最高价(元)	42.41
A股一年内最低价(元)	19.00
深证指数	1950.92
市净率	8.02
总股本(亿股)	6.60
实际流通A股(亿股)	2.23
流通A股市值(亿元)	44.21

相关研究

公司参股 26.91% 科兴生物，进行预防性疫苗的战略布局。科兴生物 2015 年收入 3.85 亿元，净利润 0.49 亿元，主打产品为肝炎疫苗，包括甲型肝炎灭活疫苗“孩尔来福”和甲型乙型肝炎联合疫苗“倍尔来福”，两种疫苗合计收入 3.21 亿元。新品上市有望推动科兴生物业绩增长。2016 年 5 月肠道病毒 71 型灭活疫苗 (EV71 疫苗，商品名“益尔来福”) 正式上市销售，接种人群为 6 月龄-3 岁儿童 (鼓励在 12 月龄前完成接种)，基础免疫程序为 2 剂次，间隔 1 个月，用于重症手足口病的预防，属于二类疫苗，在北京本地上市终端接种价格是 188 元/针。手足口病于 2008 年被原卫生部纳入法定报告的丙类传染病，主要通过空气、粪便等途径传播，2008-2015 年间平均发病率 147/10 万，报告重症病例 13 万例，死亡 3300 多人；其中 1 岁龄儿童发病水平最高，年发病率可达 3000/10 万以上。轻症、重症和死亡等不同严重程度的手足口病例中，EV71 构成比分别为 40%、74% 和 93%。EV71 疫苗对于 EV71 相关的手足口病的保护效力在 90% 以上。我国每年新生儿在 1600 万人左右，二胎放开后新生儿人群有望上升达 2000 万人，预计 EV71 疫苗的接种率在孵化期可达 20%，长期来看参考口服轮状病毒等疫苗，该品接种率可达 50% 左右。目前该产品竞争格局良好，只有两家公司的产品上市，分别为中国医学科学院医学研究所 (昆明所) 和科兴生物；国药中生生物技术研究院 (北京微谷) 和武汉生物制品研究所研发的 EV71 疫苗于 2013 年完成 III 期临床试验。我们预测科兴的 EV71 疫苗年销量在 100 万剂以上，对应公司收入 1 亿以上；峰值销量在 500 万剂左右，对应公司收入 5 亿元；科兴产能 2000 万支，可满足终端需求。

科兴生物 2016 年上半年亏损 3404 万元，主要受 3 月份以来的山东疫苗事件影响，自媒体舆论的发酵对我国疫苗行业造成显著影响，导致接种点门诊量明显下降，国家也在 CDC 体系立案调查数百人，改变疫苗流通规则，使全行业降至冰点。我们认为，疫苗产品属于刚需，该影响在今年上半年逐步消化，草根调研显示目前终端接种人数有 60-70% 的恢复，预计下半年将恢复至常态水平。公司于 2016 年 2 月向科兴生物递交了私有化交易要约，目前未名的买方团已与科兴总经理尹卫东在私有化方面达成共识，具体私有化方案、节奏和时点尚存不确定性。

未名医药生物药部分承诺的 2016、2017 年扣非归母净利润为 3.02 亿元和 3.68 亿元，预计鼠神经生长因子的稳健增长、干扰素营销渠道的恢复和 EV71 新品上市有望保证公司达成业绩承诺指标。

(二) 单抗和胰岛素布局远

单抗和胰岛素业务目前在集团旗下的子公司孵化，分别在安徽未名和江苏未名。集团在反向收购万昌科技时承诺，将未名医药打造为未名集团在医药领域的唯一上市平台，未来待产品上市后，将注入上市公司。具体注入条件如下：一旦安徽未名、江苏未名就其医药生产项目取得了必要的立项、环评、用地、规划、建设施工批文，并取得了药品生产许可证、GMP

认证、药品生产批文，且实际生产出产品和能够对外进行销售，在经上市公司聘请的具有证券从业资格的会计师审计确认其已经开始实现盈利后，上市公司有权立即启动对未名集团所持安徽未名股权、江苏未名股权的收购，收购价格应以上市公司聘请的具有证券从业资格的评估机构对相关股权进行评估后所确定的评估值为依据确定。评估机构对江苏未名进行资产评估所采用的评估方法应与未名生物医药有限公司于 2014 年 7 月向未名集团转让江苏未名股权确定交易价格时所依据之评估报告所确定的评估方法相同，或者采用经双方认可且符合相关法律及监管部门要求的评估方法进行评估。

安徽未名（安徽未名生物医药有限公司），于 2014 年 8 月在合肥半汤生物经济实验区成立，目标建成全球领先的抗体药研发和生产基地。目前安徽未名已购买 4 个抗体药品种，其中 3 个购自张江生物，分别为重组抗 CD25 人鼠嵌合单克隆抗体注射液（获得新药证书）、重组抗 CD52 人源化单克隆抗体注射液（完成临床 2 期）、重组抗 CD3 人源化单克隆抗体注射液（完成临床 1 期），此外阿达木单抗已完成临床审评。公司后续还有 6 个临床批文产品。对外合作方面，安徽未名已与世界最领先的抗体药研发机构之一美国 BioAtla 公司签署战略合作协议，成为该公司大中华区第四代抗体药唯一合作伙伴，重点开发该公司第四代抗体药技术平台——条件活性生物制剂（CAB）平台，已启动 CAB 平台下的抗 AXL 抗体（治疗肺癌和乳腺癌）、抗 LAG-3 抗体（免疫检查点抑制）2 个第四代抗体药项目。安徽未名还与包括中科大、南京医科大学在内的多家研究单位合作，在已合作的 LUNX 单抗、EpCAM 单抗、Trop-2 抗体和 C-Met-阿霉素抗体偶联药物的基础上，继续开展靶点，发现与新药开发，不断开发出新的单抗药物。

江苏未名（江苏未名生物医药有限公司）由未名集团控股 51%，于 2012 年 8 月在江苏常州成立的，以研发生物类新药为基础，生产、销售重组人胰岛素及其类似物为主营业务的高新医药公司。公司致力于依靠核心技术打造最大的胰岛素企业，设计生产线能年重组人胰岛素原料药 500 公斤，人胰岛素注射剂 1000 万支。另有 1500 平米的质控、中试车间和研发实验室。目前胰岛素原料药已形成销售，制剂也将在未来取得药证国内上市销售。

图 1. 江苏未名致力于打造全球领先的胰岛素生产基地



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

3、业绩预测

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.67、0.82 和 1.01 元。公司志存高远，以鼠神经生长因子等生物药和精细化工产品为主要收入来源，筑梦大生物，单抗和胰岛素长远可期。我们看好公司的战略布局、品种筛选和研发能力，看好董事长潘爱华的眼光和资源禀赋，认为公司有望成长为国内领先的生物医药企业。

4、风险提示

医院招标降价对干扰素销量的影响，疫苗渠道未理顺对销量的影响。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝、霍辰伊，医药行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn