

亿帆医药 (002019)

创新药迎来收获期，制剂等主业稳健增长 首次（买入）

2020年11月10日

证券分析师 朱国广

执业证号: S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 柴博

执业证号: S0600520070002
chaib@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,187	5,771	6,529	7,676
同比(%)	12.0%	11.3%	13.1%	17.6%
归母净利润(百万元)	903	1,027	1,214	1,465
同比(%)	25.9%	13.1%	18.0%	20.3%
每股收益(元/股)	0.73	0.83	0.98	1.19
P/E(倍)	31.43	27.65	23.38	19.38

投资要点

- 多业务板块布局，原料药业务为公司贡献稳定现金流：**公司的主业分为三块，其一是子公司杭州鑫富药业的维生素 B5 原料药和高分子材料；其二是中药和西药的制剂产品；其三是控股 62.04% 的健能隆创新药业务。子公司杭州鑫富目前是世界最大的泛酸系列产品供应商，世界 VB5 市场呈高度寡头垄断格局，全球仅 6 家生产企业，供需保持供给略微过盛的状态。从 2020H1 的泛酸钙价格走势看，价格波动区间类似于 2018 年的情况，且单月的出口量都保持在 1000 吨以上。我们认为海外疫情逐渐得到控制出口量也会持续增加，国内市场报价虽然从 5-8 月出现回落，但是后续价格有需求端支撑，出口签单价全年有望维持在 90-100 元/kg 以上对今明两年业绩形成有利保障，预计 2021 年泛酸钙板块不会拖累公司业绩增速，利润体量可以保持在 5.6 亿以上。
- 制剂板块经过整合实现持续增长、生产管理井然有序：**公司在国内拥有药品批文共 478 个，其中独家品种(含独家剂型或规格)38 个，独家医保产品 17 个，独家基药产品 5 个，在国外拥有 41 个产品权益。2020 年在疫情影响下，上半年自产品种的收入同比略微下滑、代理品种国内收入下滑较多，海外制剂销售实现大幅增长。下半年国内医院诊疗已经恢复常态，国内制剂的销售有望恢复快速增长。此外自国药一心引入的 5 个品种权益已逐渐在合肥高端药品制剂项目厂区落地，2019 年底该厂区已满足了生产条件，部分品种有望逐步上市，同时公司已取得重组人胰岛素(二代)在中国境内分包包装生产批件实现上市销售。
- 创新药业务即将迎来收获期：**创新药板块进度最快的两个品种为 F-627 (长效重组人粒细胞集落刺激因子-Fc 融合蛋白)和 F-652 (重组人白介素 22-Fc 融合蛋白)。F-627 与原研安进公司生产的 Neulasta 对照已完成 III 期临床试验，预计 2020 年完成制剂工厂的建设，2021 年国内报产，而海外在 2020 年底完成报产。升白药物在美国有 50-70 亿美金的市场空间，预计 F-627 上市后国内外将实现至少 3-4 亿美金的销售额。F-652 为全球首个进入临床研究的重组 IL-22 融合蛋白药物，目前公司已完成 aGvHD (移植物抗宿主病)和急性酒精肝炎(aAH) IIa 临床试验，并取得主要临床预设目标。尤其 aAH 治疗组的应答率为 83%，远超过传统的激素疗法等应答率，且是现有治疗 aAH 临床阶段药物中为数不多可以改善中重度 aAH 3 个月存活率的在研药物，有望成为一线治疗药物，在美国 aAH 的潜在市场空间超过 50 亿美元。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 10.27 亿、12.14 亿和 14.65 亿，同比增速分别为 13.1%、18.0%和 20.3%，对应 PE 分别为 28、23 和 19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**泛酸钙国内报价和出口签单价持续下跌，公司创新药品种进度不及预期，普通制剂板块下半年增长不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.00
一年最低/最高价	12.77/34.36
市净率(倍)	3.70
流通 A 股市值(百万元)	20724.92

基础数据

每股净资产(元)	6.79
资产负债率(%)	27.63
总股本(百万股)	1234.68
流通 A 股(百万股)	824.71

相关研究

内容目录

1. 公司持续整合实现多主业稳健发展	4
2. 原料药板块	5
3. 制剂板块品类逐渐丰富，涵盖中成药、化药及胰岛素	7
3.1.1. 中成药及小分子化药板块.....	7
3.1.2. 胰岛素板块.....	10
4. 创新药板块	11
4.1.1. 新一代长效升白药物 F-627	12
4.1.2. 具有炎症调节作用的 IL-22 F-652	13
5. 盈利预测与估值评级	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 2008-2019 年国产泛酸钙市场报价以及亿帆医药历史股价走势对比	8
图 2: 2007-2019 年国产泛酸钙对海外出口量及出口金额	9
图 3: 公司部分重点代理产品一览.....	12
图 4: 公司部分“531”核心品种一览.....	12
图 5: 公司在研小分子高端制剂一览.....	12
图 6: 健能隆在研管线情况.....	12
图 7: F-627 在美国成功完成临床 III 期后续的商业化定位	14
图 8: 针对美国 aGvHD 患者 F-652 具有 4 亿美元的潜在市场机会	18
图 9: 与历史对照组相比 F-652 治疗 aGVHD 在 28、56 天后应答率情况.....	15
图 10: F-652 第一剂的半衰期为 61-85 小时.....	18
图 11: 治疗应答患者中肠道菌群多样性提高.....	19
图 12: 治疗应答患者中肠道布劳特氏菌丰度提高.....	19
图 13: 在美国针对重度酒精性肝炎 (AH) F-652 具有超过 50 亿美元的潜在市场机会	20
图 14: 18 例患者中不良反应的发生次数统计.....	22
图 15: F-652 第一剂的半衰期为 61-85 小时.....	22
图 16: 经过 F-652 治疗后 MELD 评分在中度和重度酒精肝患者中 28、42 天后评分的变化情况	23
图 17: 经过 F-652 治疗后其他各项肝功指标的变化	24
图 18: 以 Lille 评分来评估不同研究中的酒精肝应答率情况	24
图 19: 酒精导致的肝损伤标记物在治疗后的变化情况.....	25
图 20: 促炎因子及促进肝细胞再生的标记物在治疗后的变化情况.....	26
表 1: 公司泛酸钙板块历史收入和利润情况.....	9
表 2: 酒精性肝炎现有临床阶段试验药物情况对比.....	22
表 3: 公司各主营业务历史收入及未来几年收入预测值 (百万元)	28
表 4: 公司各主营业务历史毛利率及假设值.....	28
表 5: 可比公司估值水平一览.....	28

1. 公司持续整合实现多主业稳健发展

亿帆医药的业务分为三块，其一是子公司杭州鑫富药业的维生素 B5 原料药和分子材料；其二是中药和西药的制剂产品；其三是控股 62.04% 的健能隆创新药业务。其中制剂板块的主要产品有：小儿青翘颗粒、复方黄黛片、缩宫素鼻喷雾剂、复方银花解毒颗粒等。原料药板块为泛酸钙（维生素 B5，VB5）和泛醇（维生素原 B5），高分子材料为 PBS。创新药板块的核心品种为 F-627 和 F-652。公司的发展历程如下：

- 2014 年亿帆医药借壳上市后调整公司的组织架构。
- 2015 年 7 月与国药一心签订协议，将血液肿瘤类 7 个产品（具体分别为：伏立诺他原料及胶囊（首仿）、氟法拉滨原料及注射液、二盐酸组胺原料及注射液（首仿）、普乐沙福原料及注射液、达沙替尼原料及片剂、硼替佐米原料及注射剂和长春新碱脂质体注射液）、及血液科相关产品（注射用两性霉素 B 脂质体），以总价 2.35 亿元人民币全部转让给亿帆医药。
- 2015 年 8 月以 2.4 亿元收购安徽天康药业 100% 股权，也就是现在的天长亿帆，获得复方黄黛片等近十个独家品种。
- 2015 年 8 月进行业务整合（2016 年 3 月完成母公司资产剥离整合），原在母公司经营的原料药业务及降解材料业务剥离至独立的子公司进行承接与管理。
- 2015 年 11 月完成第一期员工持股计划的股票购买。
- 2015 年 12 月以 3.03 亿收购四川天联药业（2017 年 3 月被子公司四川德峰吸收合并），后者除具有皮肤科药品外，还自主拥有银杏叶丸、萆薢降血脂颗粒、颈通颗粒等 4 个心脑血管及骨科全国独家及专利品种。
- 2015 年 12 月以 0.71 亿收购沈阳澳华制药（2018 年 3 月被子公司辽宁圣元吸收合并），后者拥有独家品种、独家剂型产品 3 个，独家产品皮敏消胶囊。
- 2016 年 6 月高端药品制剂项目被列为公司非公开发行股票的募集资金投资项目，该项目由亿帆医药在购买国药一心技术与成果的基础上，进行后续研发并申报生产。
- 2016 年 4 月以 10 亿人民币收购创新药公司 DHY（健能隆）53.8% 股权（增资后持股比例达到 62.04%）。
- 2017 年 2 月缩宫素鼻喷雾剂等 11 个主要产品新纳入 2017 年版医保目录。2017 年 7 月通过价格谈判复方黄黛片纳入国家医保目录乙类。
- 2017 年 11 月以 1.36 亿元收购 NovoTek 100% 股权（进口药品代理商业公司），NovoTek 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。

- 2018年4月以2.5亿人民币从Summit Biotech收购三个三代胰岛素平台技术。
- 2018年5月要约收购赛臻公司，赛臻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。
- 2018年10月公司的7个主要品种(其中5个独家，如复方银花解毒颗粒、除湿止痒软膏、小儿金翘颗粒等)新纳入《2018版基药目录》。
- 2019年9月收购胰岛素生产平台佰通公司31.65%股权，成为第一大股东。

2. 原料药板块

VB5是辅酶A的前体，参与碳水化合物、蛋白质和脂肪的代谢作用，是人体和动物维持正常生理机能不可或缺、不可替代的物质，是一种重要的饲料添加剂和食品添加剂。泛酸钙的需求以饲用为主：下游主要为动物饲料、食品添加剂和医药原料药，分别占比75%、15%和10%。

杭州鑫富目前是世界最大的泛酸系列产品生产与供应商，市场上用于制作泛酸系列产品的技术有酶拆分法、化学法拆分法和诱导结晶法。酶拆分法在产品质量、成本控制、环境保护等方面都优于其他两种方法。公司所用的是酶拆分法，该技术的知识产权为公司所有，世界上仅日本第一制药和杭州鑫富科技有限公司采用。

世界VB5市场呈高度寡头垄断格局，全球仅6家生产企业，杭州鑫富、山东新发、山东华辰、帝斯曼、巴斯夫，另外，国内兄弟科技位于山西的一期5000吨VB5产能原本计划于2017年底投产。杭州鑫富是VB5龙头，产能为8800吨左右，占全球总产能40%左右，山东新发6800吨左右，山东华辰2000吨左右，巴斯夫和DSM产能均在2500-3000吨左右。

2018-2019年全球泛酸钙/泛醇产能约2.3万吨，全球需求在2万吨，保持供给略微过盛的状态。2015年底全球维生素产品出现了大面积的涨价，泛酸钙的市场价格也在2015年12月份逐渐开始上扬。2017年Q3因山东地区环保核查影响，山东新发、山东华辰VB5产能受限，价格出现大幅跳涨。2018年由于新增供给密集达产的预期，维生素价格先于供给增长出现大幅下跌，2018年Q4泛酸钙价格开始触底反弹，由于出口订单占比较大(约占国内总产能的75%-85%)且以季度或半年长单为主，因此出口价格达到国内市场报价会晚半年左右(如2019Q2才开始执行2018年底200元/kg左右的签单价)。2019年由于新增产能达产不及预期(主要是由于中间体泛解酸内酯短缺新产能无法释放，以及江苏和山东由于化工企业事故引发的安全检查)，泛酸钙价格继续出现上涨，最高达到370-380元/kg，出口签单价达到220元/kg。2020年8月开始国内市场报价有所回落达到75元/kg，出口签单价回落至131元/kg左右。

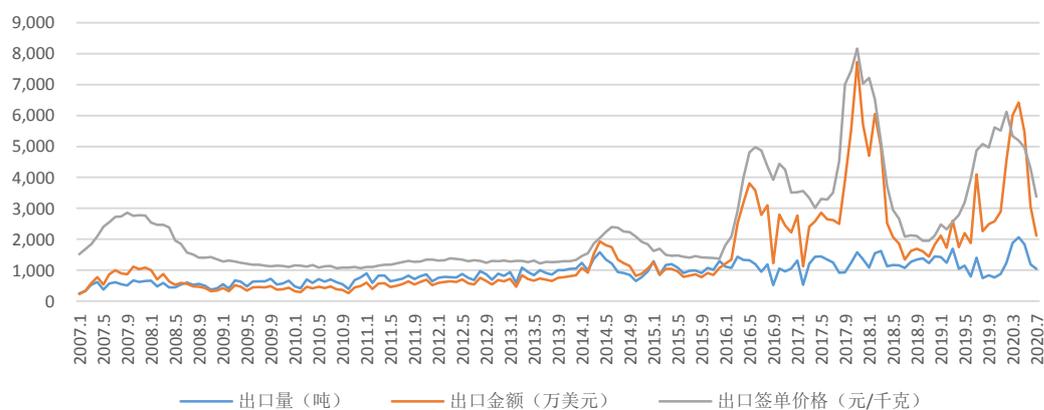
图 1: 2008-2019 年国产泛酸钙市场报价以及亿帆医药历史股价走势对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

虽然 2018 年底泛酸钙的价格开始触底反弹, 由于出口签单价的滞后, 2019H1 收入同比仅增长 8.3%、扣非归母净利同比减少 16.7%, 但 2019Q2 的收入和净利增速已经大幅增长 (收入和净利的同比增速分别为 28.3%和 57.8%); 2019Q3 收入和净利增速分别为 15.36%和 49.75%; 2019Q4 收入和净利增速分别为 16.07%和 511.79% (因为 2018Q4 出口签单价处于历史底部)。2019 年受非洲猪瘟、禽流感等原因导致养殖行业对饲料的需求下降, 使得泛酸钙整体销量较 2018 年有所下降 (出口量较上年下降 15%左右), 但价格相对坚挺。2019Q4 开始泛酸钙需求量逐步恢复, 销量与上年同期基本持平, 2020H1 业绩实现了大幅增长 (整体收入和净利增速分别为 11.63%和 62.14%, 其中原料药板块收入 9.95 亿同比增长 69.15%、高分子材料板块收入 1.41 亿、同比下降 3.51%)。我们认为价格竞争已不是公司的核心竞争力, 公司将通过成本和质量使得优势最大化, 同时行业也没有打价格战的动力, 因此泛酸钙价格的支撑因素更多是下游的需求情况。

图 2: 2007-2019 年国产泛酸钙对海外出口量及出口金额



数据来源: wind, 东吴证券研究所

由于国内泛酸钙产能的 75%-85%用于出口, 且下游需求 75%来自动物饲料添加剂。

从 2020H1 的泛酸钙价格走势看，价格波动区间类似于 2018 年的情况，且单月的出口量都保持在 1000 吨以上。我们认为随着全球疫情的逐渐好转，海外出口量也将攀升，预计 2021 年泛酸钙板块不会拖累公司业绩增速，利润体量可以保持在 5.6 亿以上。

表 1: 公司泛酸钙板块历史收入和利润情况

	2016	2017	2018	2019	2020H1
国内市场报价(元/kg)	180-270	220-725	64-360	110-370	75-370
出口签单价(元/kg)	54-189	117-318	76-280	82-238	130-238
泛酸钙收入(亿元)	10.17	19.69	13.61	12.58	9.84
泛酸钙利润(亿元)	4.30	10.76	5.58	6.72	5.56
净利率	42.28%	54.65%	41.00%	53.42%	56.50%

数据来源：wind，东吴证券研究所

3. 制剂板块品类逐渐丰富，涵盖中成药、化药及胰岛素

3.1.1. 中成药及小分子化药板块

制剂板块，公司在国内拥有小儿青翘颗粒、复方黄黛片、除湿止痒软膏、皮敏消胶囊、缩宫素鼻喷雾剂、妇阴康洗剂等药品批准文号共 478 个，其中独家品种(含独家剂型或规格)38 个，独家医保产品 17 个，独家基药产品 5 个。在国外拥有 41 个产品权益，包括重组人胰岛素、重组人生长激素、注射用唑来膦酸浓溶液、多巴丝肼片等。2020H1 公司境内医药业务实现收入 13.77 亿（自有和代理制剂），同比下降 12.5%，其中自有产品的销售收入 8.82 亿同比下降 4.66%，代理品种收入 4.95 亿同比下降 23.96%。

亿帆医药的部分国内代理品种，是与生产企业形成稳定的合作关系，取得优势品种的长期全国独家总经销权。通过这种合作方式，亿帆生物作为技术支持方和代理方，不需要在生产设备方面投入大量资金并投入时间精力完成生产方面的认证过程，可专注于技术和产品的选择、培养，建设销售网络和加强市场推广；作为拥有药品生产资质的生产企业，在提升产品质量的同时，发挥其生产方面的优势，充分合理利用产能。海外产品主要采用分销合作销售为主，自营销售为辅的销售模式（即生产或分包装及销售权益）。2020H1 公司海外药品制剂业务整体实现收入 2.97 亿，同比增长 41.93%。

图 3: 公司部分重点代理品种一览



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

经过 2014-2017 年的收购整合后，2018 年公司提出“531”计划，即多个核心自有产品的收入峰值标准（销售峰值达到 5 亿、3 亿、1 亿的品种培育计划）。“531”产品中的 18 个重点产品放量提速明显（18 个品种收入均超过千万，占自有品种的营收比例超过 60%），2019 年“531”重点产品同比增长了 70%，其中小儿青翘颗粒市场销售过亿元，乳果糖口服溶液、缩宫素鼻喷雾剂、除湿止痒软膏销售过五千万，妇阴康洗剂、除湿止痒软膏、皮敏消胶囊等 28 个自有产品销量实现翻倍增长。2020 年考虑受疫情影响，“531”产品一季度销售收入环比下降约 20%，但同比仍有增长。

图 4：公司部分“531”核心品种一览



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

除了“531”产品外，公司2015年自国药一心引入的5个品种权益已逐渐在合肥高端药品制剂项目厂区落地，2019年底该厂区自建生产线已完成，满足了生产条件。同时公司还成立了小分子事业部（以亿帆制药为主体，整合亿帆研究院、西藏恩海、进口产品销售事业部及国外小分子相关业务而成立的事业部），以承接高端制剂项目现有生产线为基础，建成满足中国、欧盟、美国的GMP标准，并具备同时生产细胞毒与非细胞毒的小分子注射剂生产基地。一方面通过合作开发与海外引进等方式，拥有36个处于研发阶段、6个处于报产阶段及8个已上市产品，力争实现国内在研产品最先报产或前三报产；另一方面承接公司全球商务团队引进来的国外原研产品或技术难度高的产品进行合作获得产品所有权或在国内分包装，打通中国、欧盟、美国同步申报规划体系。同时还整合了公司现有血液肿瘤、进口产品的营销与市场推广团队，实现生产、研发、销售于一体的小分子事业部。

图 5: 公司在研小分子高端制剂品种一览

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-戈(Lennox-Gastaut)综合征的癫痫	已经获得临床试验批件, 正在准备临床试验
卢非酰胺口服溶液	4岁及以上儿童和成人伴林-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, 东吴证券研究所

3.1.2. 胰岛素板块

2019年9月公司以7.16亿收购波兰佰通公司(Bioton)31.65%的股权, 成为佰通公司第一大股东。佰通公司为波兰上市公司, 在糖尿病护理领域拥有超过30年的创新和区域领导力, 是全球第四家上市的重组人胰岛素制造商, 是全球7家能够实现吨量级胰岛素原料药生产企业之一, 也是波兰第二大综合性医药企业。拥有从大规模发酵重组人胰岛素的原料药到胰岛素制剂产品的整个生产链, 目前佰通公司的总产能为原料药每年约2吨, 制剂每年超过一亿支。

佰通公司主要产品重组人胰岛素业务已扩展到全球重要的潜力市场, 通过直销或者分销的商业模式在包括欧洲、亚洲、南美洲以及非洲将近30个国家或地区成功注册并上市销售。可以生产覆盖目前市场上所有的胰岛素剂型, 包括水针剂和卡式瓶共9个规格, 以全方位的产品供给满足胰岛素患者的各种需求。在波兰市场, 佰通公司的重组人胰岛素占据市场份额第一位, 超过更早上市的诺和诺德和美国礼来公司, 在医药产品的细分市场占据领先地位。2018年3月亿帆医药成为佰通公司二代胰岛素国际唯一代理商, 利用整个欧洲的子公司, 包括新加坡的子公司, 积极拓展二代胰岛素的销售, 同时, 也利用国内现有销售资源积极推广二代胰岛素的产品销售, 也为公司三代胰岛素上市做前期铺垫工作。目前亿帆已取得重组人胰岛素(二代)在中国境内分包生产批件实现上市销售。

2018年4月公司以2.5亿元购买SUMMITBIOTECK三个三代胰岛素类似物(门冬胰岛素、赖脯胰岛素和甘精胰岛素)的平台技术, 公司受让标的技术并开发三代胰岛素产品, 在获得FDA、EMA及CFDA相关政策许可后, 实现胰岛素产品制剂的上市销售, 并按合同约定支付费用。目前赖脯胰岛素等部分产品已完成临床批次生产。

SUMMITBIOTECK的第三代胰岛素技术平台从基因构建、发酵及纯化等上下游工艺整合到大规模工业生产所需的原辅料均为自主研发取得, 其采用经过优化筛选的大肠

杆菌作为生产菌株，经发酵生产胰岛素及胰岛素类似物。采用的生产菌株，具有极强的抵御噬菌体的能力，可以防止发酵过程中生产菌株被噬菌体感染这一重大隐患，对于产品的稳定性有极大帮助。同时在发酵流程方面也做了优化，增强了工艺稳定性、提高了生产效率、降低了生产成本。该技术还具有灵活的扩展性，可方便的用于其他胰岛素类似物产品（如地特胰岛素等）的开发。

鉴于生物制品对于生产场地在筹建时间、投资成本、质量标准及 GMP 认证等的高要求，公司以委托第三方提供 CMO(代工厂)服务形式，满足第三代胰岛素在研产品在放大试生产阶段、临床试验阶段以及未来商业化阶段的生产需求。最终亿帆医药确定佰通公司作为合作开发第三代胰岛素产品的研发场地以及上市后的长期生产场地，并于 2018 年 8 月签订了战略性的生产开发合同，并于 2019 年 7 月最终签订正式《三代胰岛素加工服务协议》。

公司在研产品三代胰岛素类似物部分产品已进入放大试生产阶段。根据 2019 年 11 月，美国 FDA 发布的《生物类似和可互换胰岛素的临床免疫原性考量指南》草案，为美国市场开发生物类似和可互换性胰岛素产品的公司，胰岛素类似物如可通过生物类似性研究证明申报产品与原研产品高度相似，可免做三期比较临床免疫原性研究，公司将争取上述有利政策，从而实现缩短临床试验周期的目标。

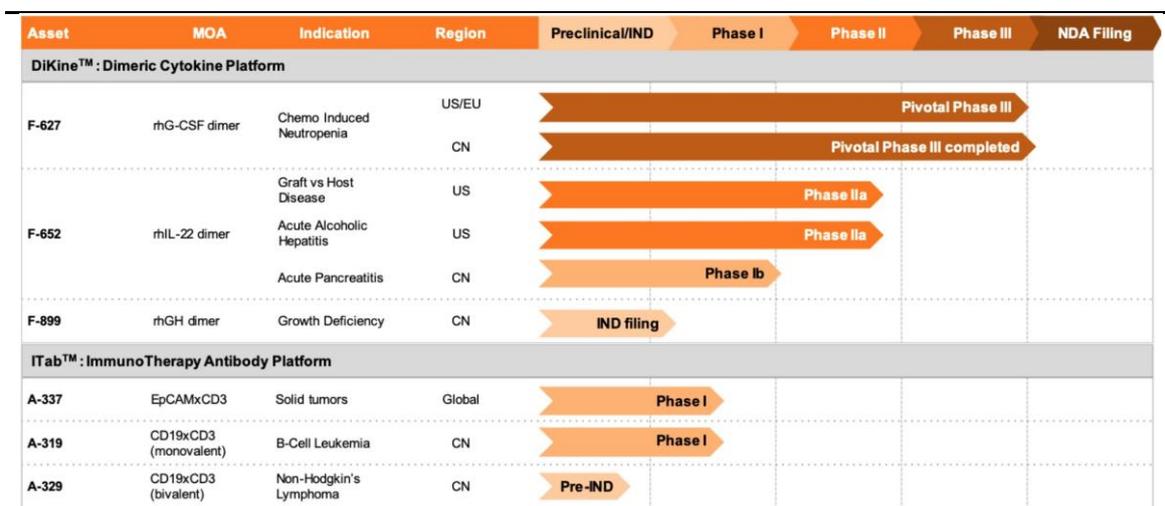
4. 创新药板块

2016 年 4 月亿帆医药以约 10 亿人民币收购 DHY (Evive) 62.04% 股权，健能隆拥有 DiKine™ 双分子和 ITab™ 免疫抗体两大新药研发平台。DiKine™ 双分子技术原型是 Fc 融合蛋白技术，相当于在 Fc 上加两个相同的功能蛋白片段，因为通常细胞膜上的受体激活过程中受体二聚化是一个重要步骤，所以双分子结构除了 Fc 融合带来的长效性外，还具有更强的生物活性。目前健能隆进度最快的两个创新药为 F-627 (重组人粒细胞集落刺激因子-Fc 融合蛋白，贝格司亭) 和 F-652 (重组人白介素 22-Fc 融合蛋白)。

- 长效升白药物 F-627 在美国已完成了与原研药物 (Neulasta) 的 III 期头对头临床试验并达到预设的临床终点，预计海外在 2020 年底前完成报产、2021 年在国内报产，将会在 2021 年底或 2022 年为公司贡献收入。升白药物在美国有 50-70 亿美金的市场空间，预计 F-627 上市后国内外将实现至少 3-4 亿美金的销售额。
- 炎症调节因子 F-652 目前针对 aGvHD (急性移植物抗宿主病) 和急性酒精性肝炎 (aAH) 两个适应症。aGvHD 的 IIa 临床试验已经完成正在美国积极申报突破性疗法认证，力争豁免临床 III 期以 II 期临床数据申报上市。针对 aAH 的 IIa 期临床试验已经完成，治疗组的应答率为 83%，远超过传统的激素疗法等应答率，且是现有治疗 aAH 临床阶段药物中为数不多可以改善中重度 aAH 3 个月

存活率的在研药物，有望成为一线治疗药物，在美国 aAH 的潜在市场空间超过 50 亿美元。

图 6: 健能隆在研管线情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.1.1. 新一代长效升白药物 F-627

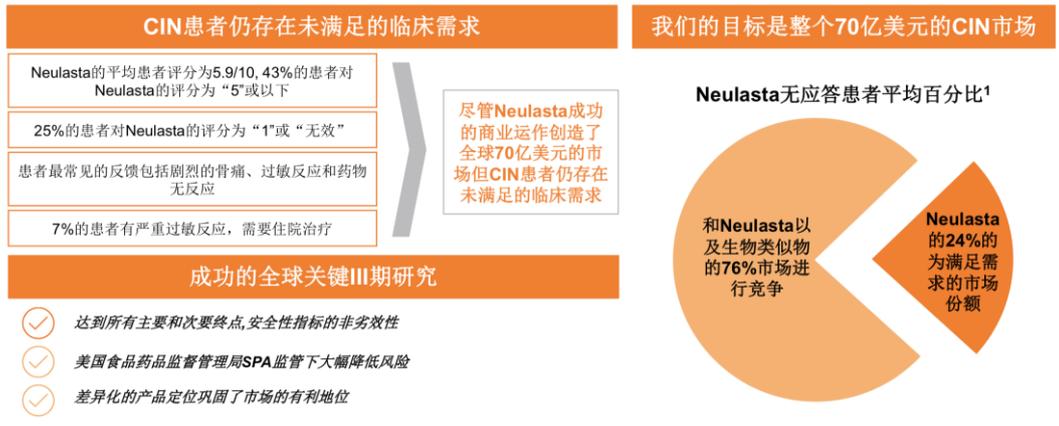
目前临床应用的升白药物 G-CSF 包括每日使用的短效 G-CSF 药物和每化疗周期使用一次的长效 G-CSF 药物。根据米内网数据统计，2018 年中国 G-CSF 约有 50 亿人民币的市场规模，有多家企业生产短效 G-CSF 药物和 3 家中国企业生产的聚乙二醇修饰长效 G-CSF 药物，但迄今尚无中国企业生产的 G-CSF 在国外市场获批销售。F-627 与现有的重组人 G-CSF 不同，它是基于 Fc 融合蛋白技术，由 CHO 细胞表达的 rhG-CSF 二聚体，具有长效和强效的生物学特点。

F-627 在中美同时开展 III 期临床试验研究，健能隆也是中国第一家大分子创新生物药进入美国 II 期、III 期临床试验的企业。2017 年 5 月，健能隆获得 CDE 颁发的《药物临床试验批件》，批准 F-627 的中国 III 期临床试验，主要适应症为肿瘤放/化疗引起的嗜中性粒细胞减少症，2019 年 6 月完成末例受试者随访并达到预设评价结果。

首个美国 III 期临床试验（04-方案，与安慰剂的对照试验）已达到主要临床终点，获得预期评价标准；第二个国际 III 期临床试验（05 方案，非劣效试验设计）选用原研安进公司生产的 Neulasta®作为阳性对照药物，目前已经完成 III 期临床试验。国内进行生物新药申报上市，要求原液和制剂必须在同一个质量体系下生产，预计 2020 年完成制剂工厂的建设，在准备好全部申报资料后，2021 年国内报产，而海外在 2020 年底前完成报产。

图 7: F-627 在美国成功完成临床 III 期后续的商业化定位

成功的全球关键III期研究为在美国获得上市许可铺平了道路



资料来源: Drugs.com, Neulasta的患者评论, 基于44个用户评价的评分, 用户被问及他们发现的药物有效性情况, 同时考虑到正/副作用和易用性, 1=无效, 10=最有效。
1.来自OSG市场调查, 基于第三方顾问对101名医生和30名护士的调查。

数据来源: Drugs.com, 东吴证券研究所

公司自收购复方黄黛片开始, 即搭建自有血液肿瘤销售队伍, 目前已拥有超过 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的公司。市场方面, 升白药物在美国有 40 多亿美金的市场空间, 目前全球已上市的两家 Neulasta 生物类似药主要在美国销售, F-627 上市之后的主要市场也将集中于美国。同时 F-627 也会进入亚洲等海外区域, 如东南亚市场、南美和非洲和澳洲部分国家, 而在这些区域, 尤其是在东南亚和澳洲区域, 公司将借助自己的市场网络和销售推广体系多区域销售该产品。

4.1.2. 具有炎症调节作用的 IL-22 F-652

IL-22 是 2000 年才发现的细胞因子, 具有促进炎症反应与抵抗炎症反应的双重作用, 在银屑病、溃疡性结肠炎等多种炎症性疾病及自身免疫性基本中发挥着重要作用。IL-22 主要通过 IL-22 受体 1 (IL-22R1) 和 IL-10R2 结合发挥作用, IL-22R1 分布较局限, 主要分布于肺、胃肠道、肝脏、肾脏、皮肤等少数器官。根据研究, IL-22 具有环境依赖的抗炎或促炎双重作用, 即不同的细胞因子环境可能使 IL-22 表现出不同的作用, HBV 感染后的 IL-22 增加是抗炎还是促炎作用目前尚有争议 (HBV 感染后不同阶段的细胞因子环境复杂, 其作用也随着细胞因子环境而表现不同)。在 IL-22 与慢性肝炎、肝癌间的关系还不太确定, 但可能的解释为: 炎症刺激导致 IL-22 的大量产生, 升高的 IL-22 能促进肝细胞增殖和提高肝细胞存活率, 短期内起着抗炎和保护肝细胞的作用, 但在 IL-22 长期刺激下可能会诱导肝炎向肝癌的转化。因此 IL-22 可能是治疗急性肝炎肝损伤的方法, 而慢性炎症伴随高水平 IL-22 时需要抑制 IL-22 的产生预防肝癌的形成。但对于酒精导致的肝病中确定起保护性作用, IL-22 可激活肝内 STAT3 减轻酒精性肝脏损伤和肝内氧化应激状态。

F-652 为全球首个进入临床研究的重组 IL-22 融合蛋白药物, 目前公司已完成 aGvHD (移植物抗宿主病) 的 IIa 临床试验, 并于 2019 年 10 月取得 FDA 认定的孤儿药

资质(获得FDA孤儿药资格认定,在申请上市时可以享受一系列的优惠政策:包括7年研发市场独占,课税扣除标准减半、补助金,上市申请快速通道等)。在美国开展的急性酒精肝炎也已完成IIa临床试验,并取得主要临床预设目标,疗效明显、安全可靠,整体效果远好于传统的激素疗法。结合国际一流药企临床方面的负责人及前美国FDA生物药审评官员意见,公司就F-652研发策略进行调整(正在申请突破性疗法),以增加确定性、减少投入为目的,就F-652后续临床试验、注册申报方案等正与美国FDA进行沟通。如取得突破性疗法认证将使得后续临床试验规模变小或实际进度加快(如直接豁免临床III期以II期临床数据申报上市)。

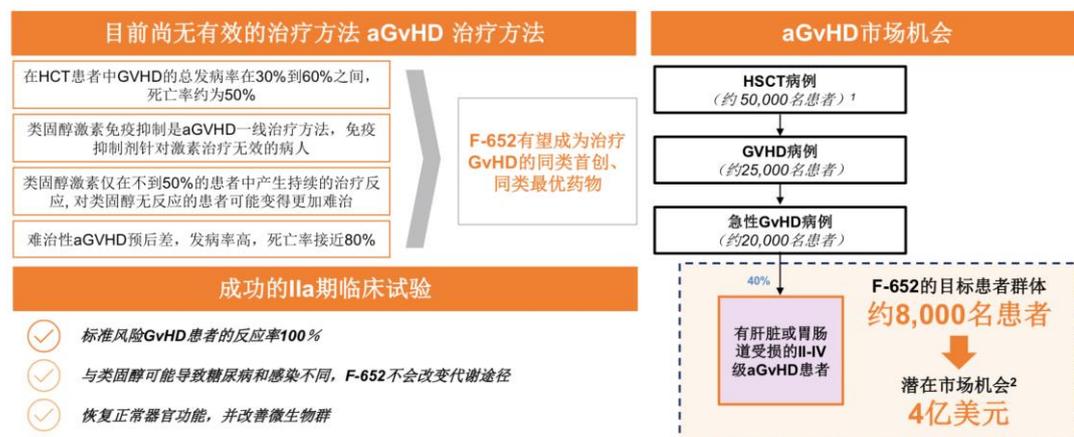
1. 第一个适应症 GVHD:

GVHD(graft-versus-host disease)移植物抗宿主反应是一种特异的免疫现象,是由于移植物(供体)组织中的免疫活性细胞对免疫受抑制的、组织不相溶性受体组织的侵袭反应。40%接受非相关供体来源的干细胞移植患者会因为人类白细胞抗原(HLA)的错配而导致GVHD的发生。急性GVHD症状较多、包括消化道、皮肤和肝脏,而慢性GVHD主要是皮肤过敏反应。

图 8: 针对美国 aGvHD 患者 F-652 具有 4 亿美元的潜在市场机会

F-652: aGvHD移植患者未满足的迫切需求

类固醇激素是唯一的治疗选择,疗效极低,且具有显著的失败风险



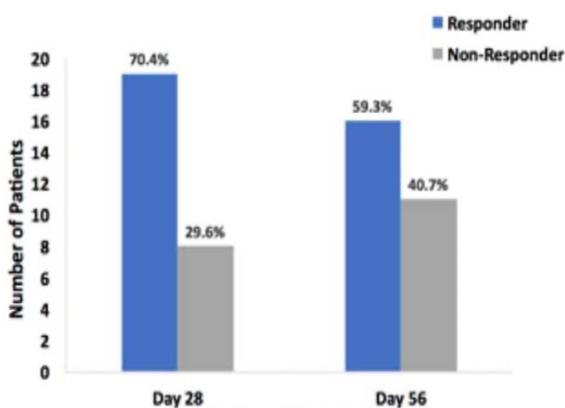
1、Aljurf, M., Weisdorf, D., Alfraih, F. et al. "Worldwide Network for Blood & Marrow Transplantation (WBMT) special article, challenges facing emerging alternate donor registries". *Bone Marrow Transplant* 54, 1179-1188 (2019). <https://doi.org/10.1038/s41409-019-0476-6> 2、按照Jakafi的定价,假设治疗价格为50000美元。

数据来源: Bone Marrow Transplant, 东吴证券研究所

在美国进行的单臂二期开放性多中心试验,共入组了27例造血干细胞异体移植(allo-HCT)后组织活检证实为II~IV度肠道急性GVHD(GI-aGVHD)患者。每周给药F-652一次,每次45ug/kg并联合传统的激素治疗,共给药4次。主要临床终点为药代情况、安全性及28天后GI-aGVHD的应答情况;次要终点为第56天的应答情况,以及胃肠道菌群的变化情况,血清GVHD标志物的变化。不良反应方面,严重不良反应的发生率为40%(11例患者),主要有小肠结肠炎、发热、感染、骨骼肌和呼吸系统症状,另有1例患者在治疗8个月后诊断为鳞状上皮癌。

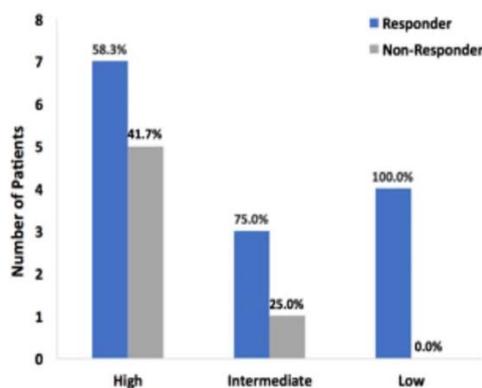
经给药后 19 例患者 (70%) 在第 28 天出现应答, 与历史对照组 (历史数据) 相比应答率是显著提高的, 大多数患者 (59%) 在治疗后 56 天仍然持续应答。对 20 例可进行安娜堡评分(Ann Arbor Score)的 GvHD 患者进行评分得到: 高危患者中 58%产生了应答 (7/12)、中危患者中 75%有应答(3/4)、低危患者中 100%产生应答 (4/4)。安娜堡评分(Ann Arbor Score): Levine 及 Ferrara 等人提出了依赖于三种生物标志物(Reg3 alpha, ST2 和 sTNFR1)的 aGvHD 安娜堡评分。如果 GvHD 发病时评分很高, 则可预测移植后 28 天的治疗情况和 6 个月的 NRM (非复发死亡率), 这是第一个可用于指导风险调整治疗的生物标记物评分。

图 9: 与历史对照组相比 F-652 治疗 aGVHD 在 28、56 天后应答率情况



数据来源: Transplantation & Cellular Therapy Meetings of ASTCT and CIBMTR, 东吴证券研究所

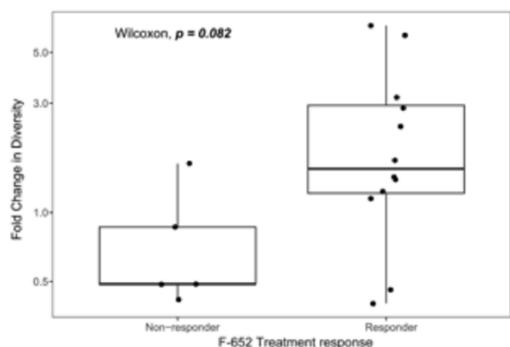
图 10: F-652 第一剂的半衰期为 61-85 小时



数据来源: Transplantation & Cellular Therapy Meetings of ASTCT and CIBMTR, 东吴证券研究所

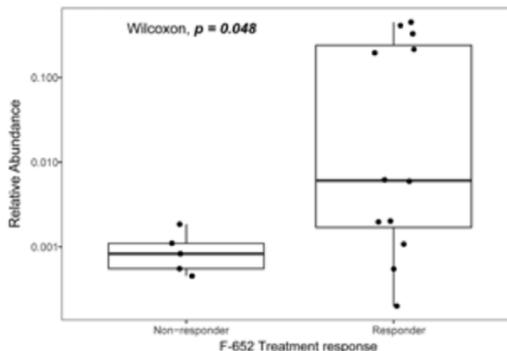
在 17 例患者的亚组中 (治疗产生应答), 对其粪便中菌群的多样性进行分析, 有益的保护性布劳特氏菌丰度以及菌群的多样性均有提高, 表明对 F-652 治疗产生了临床应答。

图 11: 治疗应答患者中肠道菌群多样性提高



数据来源: Transplantation & Cellular Therapy Meetings of ASTCT and CIBMTR, 东吴证券研究所

图 12: 治疗应答患者中肠道布劳特氏菌丰度提高



数据来源: Transplantation & Cellular Therapy Meetings of ASTCT and CIBMTR, 东吴证券研究所

2. 第二个适应症：酒精性肝炎（AH）

酒精性肝炎是在有或无肝硬化的基础上短期内肝细胞大量坏死引起的脂肪性肝炎病变。其发病率很高，在美国 1/5 的重度酗酒人群会发展为酒精性肝炎，严重的酒精性肝炎 90 天内的死亡率高达 40%。自从 20 世纪 70 年代用激素治疗酒精性肝炎以来，目前没有新的相关特效药。而且激素治疗不当会出现感染、胃肠道出血、胰腺炎等，最近的研究也显示强的松治疗酒精性肝炎有效性仅维持 1 个月、而用己酮可可碱治疗也并不能改善生存率。

图 13: 在美国针对重度酒精性肝炎（AH）F-652 具有超过 50 亿美元的潜在市场机会

F-652:成为急性AH的唯一一线治疗药物

重度AH是一种危及生命的疾病，迫切需要针对AH患者的新疗法



数据来源：HEPATOLOGY，东吴证券研究所

在已有的治疗方案和正在进行的临床试验中，涉及到抗生素治疗（如利福昔明、美罗培南等，细菌感染是AH的常见并发症）、益生菌治疗、细胞凋亡抑制剂（如吉利德的Selonsertib）、抗氧化剂（如乙酰半胱氨酸）均无明显的生存率改善。诺华的DUR-928 MELD和Lille评分都有显著改善，但缺乏生存率数据分析；除了F-652外，目前仅G-CSF观察到可改善AH的3个月存活率。

表 2: 酒精性肝炎现有临床阶段试验药物情况对比

分类	试验代码	试验药物	试验设计	受试人数	终点	进度	结论
益生菌	NCT01501162	乳酸菌、粪链球菌	试验组 vs 安慰剂	117	脂多糖（LPS）含量	四期完成	LPS 含量下降
牛初乳制剂	NCT01968382	Immuron 公司的 IMM 124-E(富含 IgG 抗 LPS 的超免疫牛初乳)	试验组 vs 安慰剂	56	安全性(胃肠道不良反应), 及 28 天后循环内毒素水平等	二期完成	循环内毒素及 MELD 评分无显著差异
抗氧化剂	NCT00863785	N-乙酰半胱氨酸	联合类固醇 vs 类固醇单药	180	6 个月生存率	三期完成	6 个月生存率无显著差异

细胞凋亡抑制剂	NCT02854631	Selonsertib(GS-4997)	联合类固醇 vs 类固醇单药	104	安全性和部分有效性	二期完成	安全性和生存率无显著差异、MELD 评分无差异
小分子表观遗传调节剂	NCT03432260	DUR-928, 一种内源性硫酸化氧甾酮	剂量递增试验	36	安全性和部分有效性	二 a 期完成	第 7 天血清胆红素显著下降; 第 28 天 MELD 评分显著改善; Lille 评分显著优于发表的历史数据
胆酸生物合成间接抑制剂	NCT02039219	奥贝胆酸	试验组 vs 安慰剂	19	治疗后 6 周 MELD 评分	二期完成	MELD 评分无显著差异
抗炎药物	NCT01809132	Anakinra (IL-1 抑制剂)、己酮可可碱、锌	试验组 vs 类固醇	104	6 个月生存率	二/三期完成	生存率无显著差异
抗炎药物	NCT02971306	GCSF、N-乙酰半胱氨酸 (NAC)	己酮可可碱 (标法) vs 标法+GCSF vs GCSF+N-乙酰半胱氨酸+标法	57	3 个月生存率	四期完成	添加 GCSF 生存率显著提高, GCSF 组 3 个月终末期肝病评分显著降低, 而添加 NAC 不能增加疗效

数据来源: 医脉通, 东吴证券研究所

备注: 饮酒会引起肠道菌群失调和肠道屏障功能损伤, 肠道通透性增加会使得 LPS (来自细菌的多糖) 和其他细菌产物通过内脏血管转移到肝脏。多种治疗方法, 包括抗生素、粪菌移植、牛初乳制剂等可靶向菌群失调和改善内毒素血症。

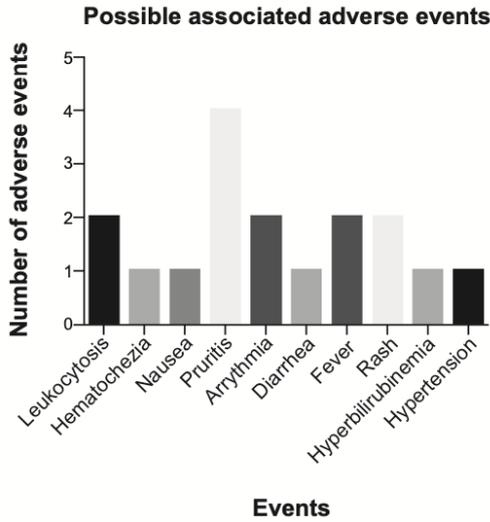
在美国进行的 F-652 剂量爬坡 IIa 期临床中 (NCT02655510), 分为 10ug/kg、30ug/kg 和 45ug/kg 三个剂量组, 分别于第 1 天和第 7 天在三组患有中重度酒精性肝炎的患者中给药 (共 18 例患者, 其中 17 例为白种人; 其中 4 例患者正在接受激素治疗, 接受激素或己酮可可碱治疗的患者不作为排除的标准), 评估其用药后 28 和 42 天的安全性及有效性 (有效性指标包括 Lille 评分+MELD 评分变化、血清胆红素和转氨酶含量, 这套指标可以很好的预测酒精肝的预后)。

在全程治疗中没有出现因严重不良反应停药的情况出现, 在 28 和 42 天 MELD 评分和血清转氨酶均显著下降, 炎症性细胞因子标记物下调、肝细胞再生标记物上调。对于治疗有效的标准是: 治疗后 MELD 评分下降 25% 以上, 预计对照组不超过 25% 的患者 MELD 评分会下降 25% 以上, 预计治疗组将有超过 80% 患者的 MELD 评分下降 25% 以上。

不良反应方面, 整体耐受性良好, 最主要的不良反应为瘙痒, 其次为白细胞增多、心律不齐、发热和皮疹。其中有一例患者因晚期失代偿性肝脏疾病在 14 天时死亡, 该

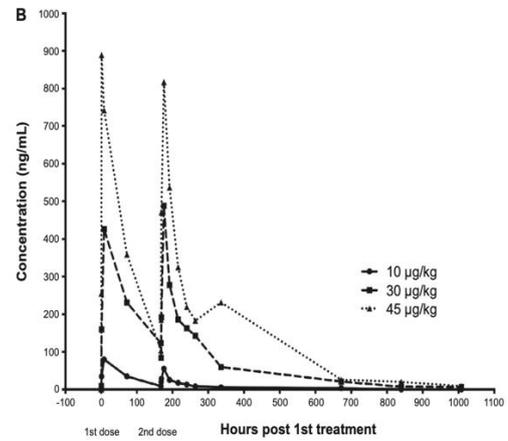
病例仅接受了 1 次 F-625 治疗 (30ug/kg), 未接受第 7 天的注射治疗。

图 14: 18 例患者中不良反应的发生次数统计



数据来源: Hepatology, 2020, 东吴证券研究所

图 15: F-652 第一剂的半衰期为 61-85 小时

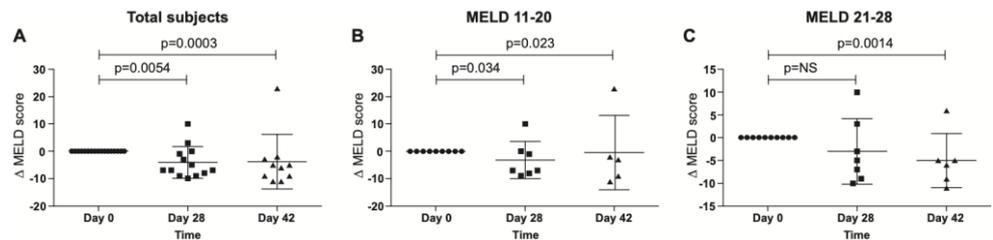


数据来源: Hepatology, 2020, 东吴证券研究所

自 2000 年美国梅奥医学中心 (Mayo Clinic) 创立终末期肝病模型 (Model for end-stage liver disease, MELD) 评分以来, 被证明为不同的终末期肝病生存率的预测指标。其可对终末期肝病短期、中期死亡率进行有效的预测, 且其评价指标获得简单、客观、易于计算, 在肝病诊治中广为应用。

经过 F-652 治疗后全部患者在 28、42 天后 MELD 评分均有好转超过 6 分 (即下降幅度超过了 25%)。尤其是在中度酒精肝组中, 在 28、42 天均有显著改善; 但在重度酒精肝组中, 仅在治疗 42 天后有显著的改善 (第 28 天时改善不显著)。42 天后总体的生存率为 94.4% (17/18, 死亡病例是因晚期失代偿性肝脏疾病在 14 天时死亡), 持续跟踪后 90 天的生存率达到 88.9% (16/18, 实际可能会更高, 因为有 1 例是因晚期失代偿性肝脏疾病在 14 天时死亡)。

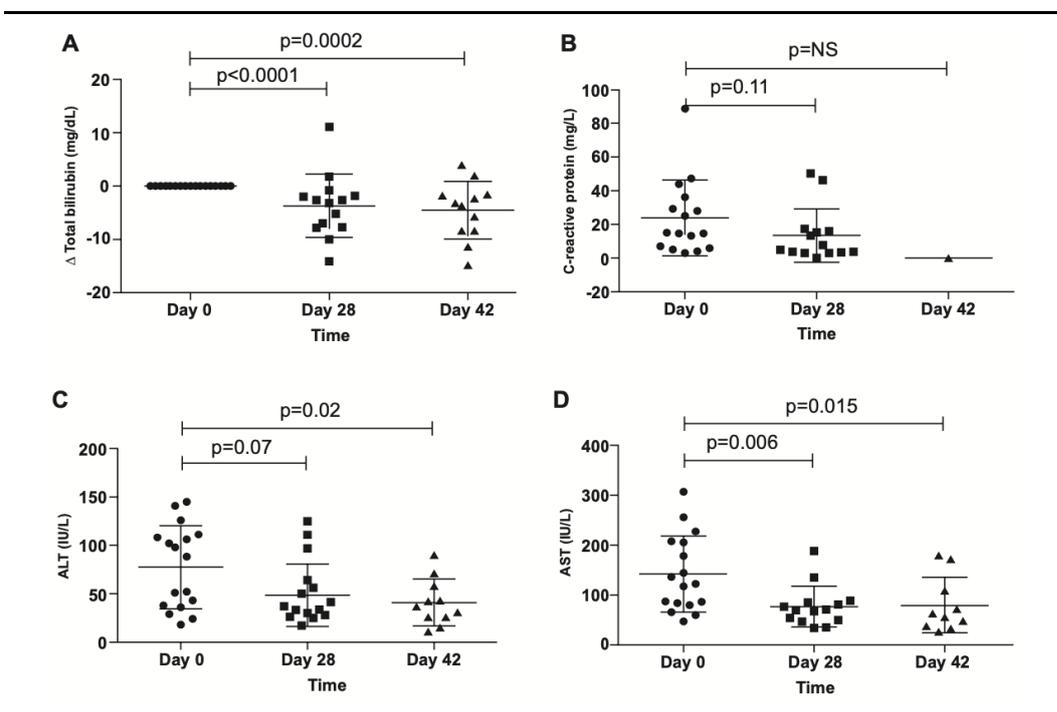
图 16: 经过 F-652 治疗后 MELD 评分在中度和重度酒精肝患者中 28、42 天后评分的变化情况



数据来源: Hepatology, 2020, 东吴证券研究所

其他指标方面，除了 C 反应蛋白 (CRP, 图 B) 没有显著变化外，总胆红素 (图 A)、ALT (图 C) 和 AST (图 D) 谷丙和谷草转氨酶均有显著的下降。

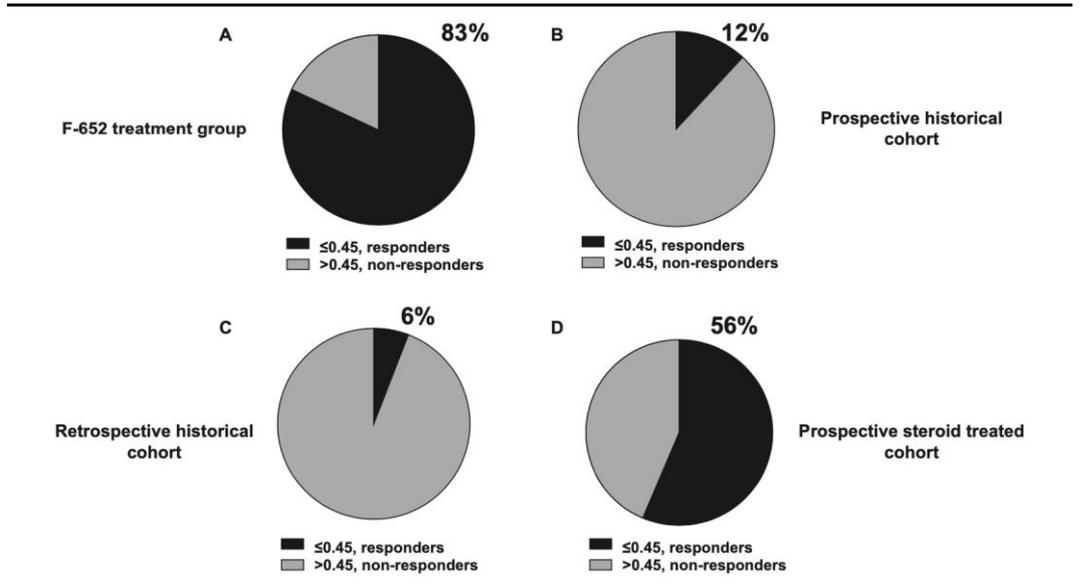
图 17: 经过 F-652 治疗后其他各项肝功指标的变化



数据来源: Hepatology, 2020, 东吴证券研究所

通过倾向性评分匹配法 (一种无偏差的统计学方法) 从历史上三组独立试验中找出相同数量样本的无差对照组进行比较, 得到 F-652 治疗组的应答率为 83%; 历史队列研究得到应答率为 6% (无治疗介入, 图 C, 研究工作是现在开始的, 而研究对象是过去某个时间进入队列的, 追溯到过去某时期); 历史前瞻性队列研究得到的应答率为 12% (无治疗介入, 图 B, 在历史队列研究之后, 继续进行随访观察); 在历史前瞻性队列研究中使用激素治疗组的应答率为 56% (图 D)。

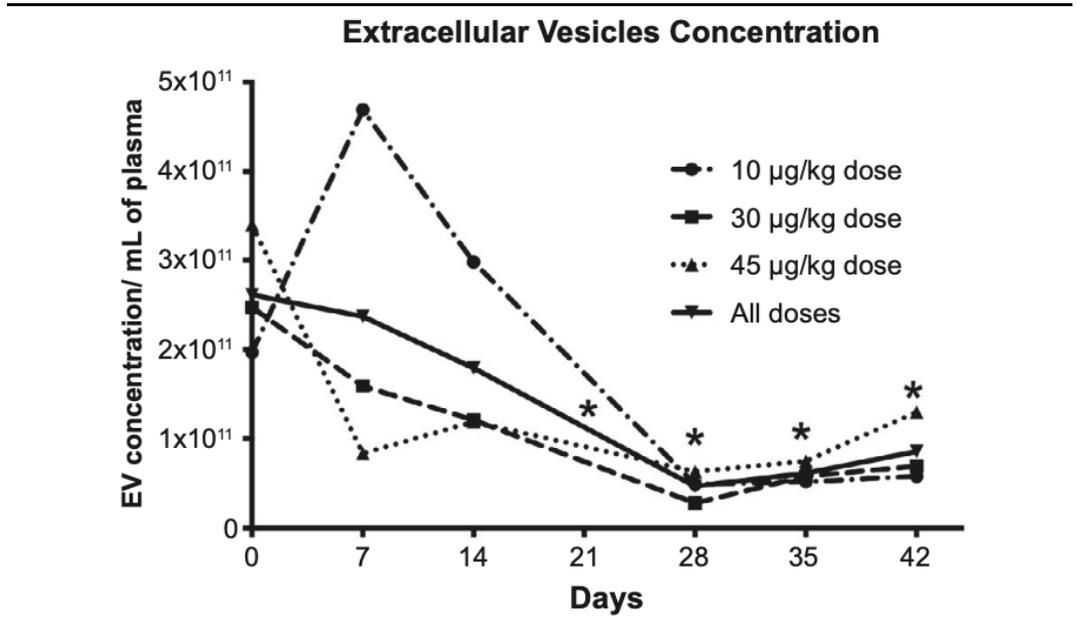
图 18: 以 Lille 评分来评估不同研究中的酒精肝应答率情况



数据来源: Hepatology, 2020, 东吴证券研究所

其他的观察指标有 EVs(酒精导致的肝损伤标记物), 该指标的基线中位数为 $2.6 \times 10^{11} \pm 1.9 \times 10^{11}$, 经过治疗后 28、42 天, 该指标都出现了显著的下落(下降了一个数量级)。

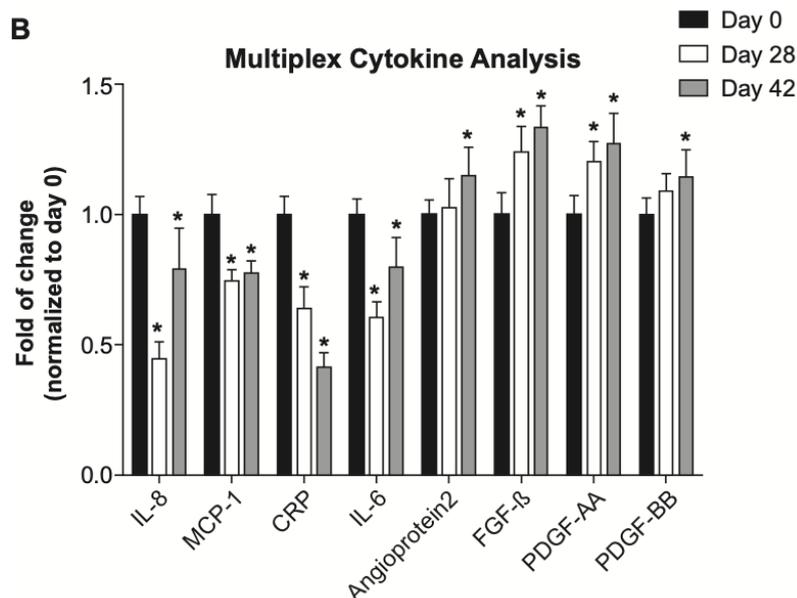
图 19: 酒精导致的肝损伤标记物在治疗后的变化情况



数据来源: Hepatology, 2020, 东吴证券研究所

血清中的促炎因子水平标记物 IL-8 的水平、单核细胞化学趋化蛋白(MCP1)、CRP、IL-6 等, 都在 28、42 天后下降。血清中促进肝细胞再生的生物标记物, 如 angioprotein-2、FGF-β、PDGF-AA、PDGF-BB 都在治疗后 28 或 42 天显著上升。

图 20: 促炎因子及促进肝细胞再生的标记物在治疗后的变化情况



数据来源: Hepatology, 2020, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值评级

不考虑创新药 F-627 明年中美双报获批上市的情况下, 由于 2020 年疫情原因, 公司自有或代理品种的销售额都受到一定影响, 随着下半年销售的恢复预计同比仍保持一定的增长, 给予如下表中的增长预测。

对于原料药板块随着海外经济逐渐重启下游需求恢复、海外出口量也会持续增加, 国内市场报价虽然从 5-8 月出现回落, 但是后续价格有需求端支撑, 出口签单价全年有望维持在 90-100 元/kg 以上, 对全年业绩形成有利保障, 以该价格作为盈利预测的基础核心, 相应增长预测如下表所示。

表 3: 公司各主营业务历史收入及未来几年收入预测值 (百万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
医药产品	2022.31	2325.66	2790.79	3488.49
增长率	27.29%	15.00%	20.00%	25.00%
医药服务	1640.33	1722.34	1980.70	2277.80
增长率	10.25%	5.00%	15.00%	15.00%
原料药	1235.72	1433.44	1462.11	1608.32
增长率	-2.45%	16.00%	2.00%	10.00%
高分子材料	288.48	289.92	295.72	301.63
增长率	0.02%	0.50%	2.00%	2.00%
收入合计	5,186.84	5,771.37	6,529.32	7,676.24

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 4: 公司各主营业务历史毛利率及假设值

	2019	2020E	2021E	2022E
医药产品	45.03%	45.00%	46.00%	46.00%
医药服务	25.46%	25.00%	25.50%	25.50%
原料药	79.68%	75.00%	75.00%	75.00%
高分子材料	27.70%	27.50%	27.50%	27.50%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

估值评级: 根据上述分析及财务模型结果, 我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 10.27 亿、12.14 亿和 14.65 亿, 同比增速分别为 13.1%、18.0%和 20.3%, 对应 PE 分别为 28、23 和 19 倍。原料药和制剂板块为公司稳定的现金流业务, 泛酸钙由于供需格局及下游的需求稳定使得价格大概率保持在 90-100 元/kg 以上、对明后年的业绩增长形成支撑; 制剂板块随着疫情消退国内医院营业恢复正常、公司大量独家和医保品种将带动业绩继续增长; 创新药板块两大核心品种 F-627 和 F-652 进展顺利, 1 年内将上市销售或 NDA 申报。根据行业可比公司的估值水平, 公司目前的估值水平较低, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值水平一览 (2020.11.10)

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	PE(TTM)	总收入三年 复合增长率	净利润三年 复合增长率	ROE
002001	新和成	641	18.86	17.64%	21.72%	13.14%
600079	人福医药	485	68.33	20.97%	0.40%	8.03%
000513	丽珠集团	437	25.96	7.19%	18.43%	11.94%
603707	健友股份	370	48.05	62.32%	32.98%	22.46%
600196	复星医药	1267	33.91	25.08%	5.79%	11.12%

数据来源: wind 一致预期, 东吴证券研究所

6. 风险提示

泛酸钙价格走势低于市场预期, 国内报价和出口签单价持续下跌, 使得公司明年的业绩增速不及假设预期; 公司创新药品种进度不及预期, F-627 今年底海外报产时间不及该预期, F-652 海外通过 II 期数据有条件申报 NDA 无法实现; 普通制剂板块 (包括代理品种) 今年下半年增长由于受到疫情或竞争加剧影响增长不及预期。

亿帆医药三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,520	3,385	3,756	4,268	营业收入	5,187	5,771	6,529	7,676
现金	1,524	1,270	1,416	1,664	减:营业成本	2,794	3,139	3,563	4,202
应收账款	945	1,015	1,061	1,159	营业税金及附加	42	68	73	81
存货	598	611	761	857	营业费用	628	650	721	830
其他流动资产	453	489	518	588	管理费用	639	674	717	771
非流动资产	7,545	8,709	9,953	11,169	财务费用	48	53	75	109
长期股权投资	707	1,366	2,025	2,683	资产减值损失	-84	0	0	0
固定资产	898	1,007	1,113	1,264	加:投资净收益	39	10	13	15
在建工程	343	293	257	243	其他收益	100	38	48	51
无形资产	2,584	3,030	3,548	3,977	营业利润	1,076	1,236	1,442	1,752
其他非流动资产	3,014	3,013	3,010	3,002	加:营业外净收支	-8	1	3	-3
资产总计	11,066	12,094	13,709	15,437	利润总额	1,068	1,237	1,445	1,750
流动负债	2,883	2,861	3,444	3,907	减:所得税费用	195	250	279	347
短期借款	1,784	1,784	2,197	2,555	少数股东损益	-30	-40	-49	-63
应付账款	419	459	472	554	归属母公司净利润	903	1,027	1,214	1,465
其他流动负债	680	618	775	798	EBIT	1,136	1,306	1,527	1,849
非流动负债	361	352	342	329	EBITDA	1,298	1,445	1,694	2,045
长期借款	84	75	66	52					
其他非流动负债	277	277	277	277	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3,244	3,213	3,786	4,236	每股收益(元)	0.73	0.83	0.98	1.19
少数股东权益	322	283	233	170	每股净资产(元)	6.07	6.82	7.70	8.79
					发行在外股份(百万 股)	1237	1235	1235	1235
归属母公司股东权益	7,500	8,598	9,689	11,031	ROIC(%)	13.0%	13.7%	14.9%	16.3%
负债和股东权益	11,066	12,094	13,709	15,437	ROE(%)	11.2%	11.3%	12.0%	12.7%
					毛利率(%)	46.1%	45.6%	45.4%	45.3%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	17.4%	17.8%	18.6%	19.1%
经营活动现金流	937	1,052	1,335	1,530	资产负债率(%)	29.3%	26.6%	27.6%	27.4%
投资活动现金流	-1,586	-1,292	-1,396	-1,395	收入增长率(%)	12.0%	11.3%	13.1%	17.6%
筹资活动现金流	151	-14	-205	-244	净利润增长率(%)	25.9%	13.1%	18.0%	20.3%
现金净增加额	-489	-254	146	249	P/E	31.43	27.65	23.38	19.38
折旧和摊销	161	139	167	196	P/B	3.79	3.67	3.25	2.84
资本开支	866	504	585	558	EV/EBITDA	22.45	21.99	18.89	15.66
营运资本变动	-231	-116	-58	-160					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>