

亿帆医药 (002019): 泛酸钙供应格局优化, 创新药持续推进

2021年11月5日

推荐/维持

亿帆医药 公司报告

事件:

泛酸钙价格自9月份以来,从73.5元/kg上升到115元/kg,增速较快。经过1年多时间的价格调整,企业之间竞争关系逐步改善,已有企业尝试主动提价。

点评:

泛酸钙价格出现回升,公司作为行业龙头有望在和上下游谈判及协作时享受更大优势而在未来胜出。公司原料药维生素B5(D-泛酸钙)及原B5产品70%以上销往欧美等多个国家和地区,全球市场占有率40-45%,居龙头地位。上半年泛酸钙价格低迷,行业整体收入均受到影响。自今年9月份以来,泛酸钙价格从73.5元/kg上升到11月3号的115元/kg,2个月涨幅超过50%。我们认为泛酸钙价格经过1年多时间调整,相关企业之间的竞争关系逐步得到改善,最近已经有企业尝试主动提价,预计2021年年底或2022年初,提价有望逐步达成一致。公司凭借自身龙头地位有望享受相对更高的议价权,在与上下游谈判协作时也享有更大优势,维生素板块利润有望回升。

F-627 有望近期上市,国内合作凸显产品价值。F-627是基于亿一生物现有具有自主知识产权Di-Kine™双分子技术平台开发的创新生物药品种。公司已经完成F-627在美国食品药品监督管理局(FDA)的生物制品许可申请(BLA),FDA正式受理,正式进入技术审核阶段;2021年9月,F-627在欧洲药品管理局(EMA)获得上市许可申请(MAA)受理;同时公司在持续推进中国境内F-627的上市申请,预计2021年四季度正式提交。2021年9月,公司将F-627中国大陆商业权益授出给正大天晴南京顺欣。国外市场方面,我们预估F-627能占领美国市场5%-10%左右的份额,即2.10-4.19亿美金;国内市场方面,产品收入空间约为15.8亿元。

F-652和F-899进展顺利,市场潜力大。2021年9月,F-652中国慢加急肝衰竭获得II期临床批件。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。F-899(重组人生长激素)已进入临床I期,并完成第一个剂量组的入组工作。和竞争者相比,F-899分子量增大,体内半衰期明显延长,在临床上可探索两周给药一次,有望为使用者降低成本。结合市场空间,我们预计F-899能为公司带来17.4亿元收入。

盈利预测及投资评级:长期来看,公司创新药在国内国外均具有强竞争力,陆续上市后有望迅速打开市场为公司带来高额收益;泛酸钙目前我们认为处于波动周期底部向上回升的阶段,在未来相关企业竞争缓和、产品价格进一步回升后,泛酸钙板块利润有望回升到理想的水平。我们预计公司2021-2023年的收入有望达到45.59、47.89、51.28亿元、归母净利润有望达到4.60、8.54、9.54亿元,对应EPS分别为0.44、0.81、0.90元。**看好公司经营持续向好,创新药进展理想,维持“推荐”评级。**

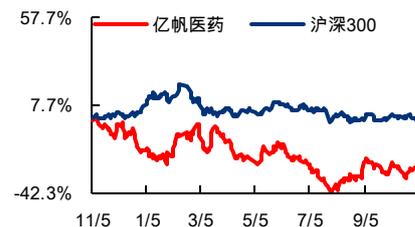
公司简介:

公司为医药创新型研发生产企业,旗下拥有多家高新技术企业,现有药学及相关专业硕士、博士逾百名,拥有双分子技术、免疫抗体技术两大先进生物药创新研发平台,已获国际及国内药品相关专利授权近百项,其中国际专利35项。公司以专业性、专科性及治疗型重点专科领域产品线为导向,不断创新,转型升级,向大分子生物药、高端化药及特色中药等重点领域发展。现有数个正处国际临床II期、III期的大分子生物药,是第一家大分子创新生物药在美国进入II期、III期临床试验的中国企业。

资料来源:公司公告、WIND

交易数据

52周股价区间(元)	23.11-13.3
总市值(亿元)	212.64
流通市值(亿元)	146.47
总股本/流通A股(万股)	123,411/123,411
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	1.73

52周股价走势图

资料来源:wind、东兴证券研究所

分析师: 胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050003

分析师: 王敏杰

010-66554041

wangmj_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521070006

风险提示：创新药研发不及预期、医药产品销售不达预期、新药审批不达预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,186.84	5,400.38	4,559.15	4,789.09	5,128.05
增长率(%)	11.98%	4.12%	-15.58%	5.04%	7.08%
归母净利润(百万元)	873.12	931.39	459.69	853.64	954.43
增长率(%)	25.87%	6.67%	-52.81%	95.38%	11.14%
净资产收益率(%)	12.05%	11.47%	5.14%	8.78%	9.01%
每股收益(元)	0.75	0.80	0.44	0.81	0.90
PE	20.64	19.35	35.53	19.13	17.11
PB	2.18	1.93	1.83	1.68	1.54

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

1. 泛酸钙价格出现回升，公司作为行业龙头有望在和上下游谈判及协作时享受更大优势而在未来胜出。维生素 B5，又称 D-泛酸钙，是一种重要的饲料添加剂和食品添加剂。公司原料药维生素 B5 及原 B5 产品 70% 以上销往欧美等多个国家和地区，全球市场占有率 40-45%，居龙头地位。

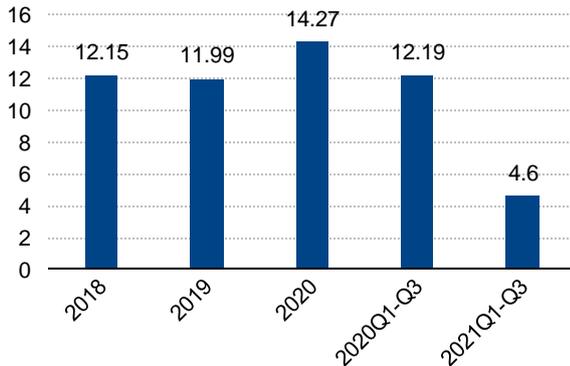
表1：泛酸钙全球产能情况

公司	产能（吨）	申报时间	预计投产时间
亿帆医药	8600		已投产
新发医药	6200		已投产
帝斯曼	3000		已投产
巴斯夫	2500		已投产
兄弟科技	2500		已投产
山东华辰	1600		已投产
其他	1700		已投产
合计	26100		已投产
安徽泰格	6000	2016	2021
新和成	12000	2020	暂未知
大连龙缘化学	1000	2018	暂未知
新乡瑞诺医药	5000	2017	暂未知

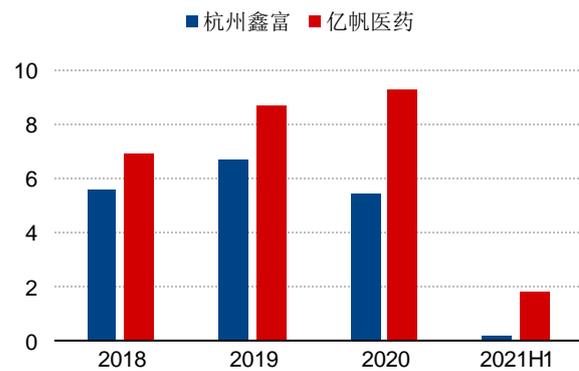
资料来源：阿尔法工厂研究院，东兴证券研究所

2020 年维生素产能过剩表现愈发明显。2020 年随着海外疫情的不断加剧，国外实际需求减退，从二季度开始，以去库存为主，采购需求低迷。当前，在维生素行业集中度趋于分散的大背景下，越来越多的企业布局多个品种，通过优化与丰富维生素产品类型与结构，避免单一产品价格波动对公司业绩带来的影响，进一步加剧了市场供应的波动性，也拉长了产业整合的时间；竞争要素也从简单的价格竞争，向原料供应、生产技术、经营模式、销售渠道等价值链的各个领域延伸，在未来几年里，除了生产技术的进步和产品质量保障，上游关键中间体的整合、下游渠道的掌控将成为产业链竞争的核心要素。而当前泛酸钙价格自 9 月份以来，从 73.5 元/kg 上升到 115 元/kg，增速较快，这表明经过了较长时间的价格调整后，企业之间竞争关系正在逐步改善，目前已有企业尝试主动提价，预计 2021 年年底或 2022 年初，提价有望逐步达成一致。公司凭借自身龙头地位有望享受相对更高的议价权，在与上下游谈判协作时也享有更大优势，维生素板块利润有望回升。

亿帆医药的原料药及高分子材料的研发、生产与销售业务由全资子公司杭州鑫富负责，从杭州鑫富和亿帆医药的净利润总额对比可以看到，杭州鑫富的净利润对亿帆医药净利润具有重大影响。因此随着泛酸钙价格回升，公司总体净利润有望明显提高。

图1: 泛酸钙收入 (亿元)


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图2: 杭州鑫富与亿帆医药净利润对比


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. F-627 有望近期上市, 国内合作凸显产品价值。F-627 是基于亿一生物现有具有自主知识产权 Di-Kine™ 双分子技术平台开发的创新生物药品品种。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。目前 F-627 主要应用于预防及治疗肿瘤患者在化疗过程中引起的嗜中性粒细胞减少症, 可使肿瘤化疗患者嗜中性粒细胞迅速增殖和恢复, 从而增强了免疫系统抵抗感染的能力, 以防止患者在化疗期间死于感染或者其他相关并发症。

公司已经完成 F-627 在美国食品药品监督管理局 (FDA) 的生物制品许可申请 (BLA), FDA 正式受理, 正式进入技术审核阶段; 2021 年 9 月, F-627 在欧洲药品管理局 (EMA) 获得上市许可申请 (MAA) 受理; 同时公司在持续推进中国境内 F-627 的上市申请, 预计 2021 年四季度正式提交。

国外市场方面, 根据 IQVIA 数据统计, 2020 年美国 G-CSF 约有 41.9 亿美金市场规模, 长效占比 90%, 主要以美国安进公司原研产品 Neulasta 为主, 约占 65% 市场份额。截止本报告披露日, 美国已上市产品除安进公司原研产品 Neulasta 外, 还有 4 个类似物上市销售。2020 年两个已上市销售的类似物 Fulphila 和 Udenyca 销售额合计 7.75 亿美金, 占美国市场份额的 18.49%。对标上述两款生物类似药, 我们预估 F-627 能占领美国市场 5%~10% 左右的份额, 即 2.10~4.19 亿美金。

国内市场方面, 2020 年中国 G-CSF 约有 80.93 亿元人民币的市场规模, 其中, 长效主要有 3 家, 长效市场销售额从 2017 年 9.99 亿元上升到 2020 年 52.71 亿元, 占比由 2017 年的 25% 上升到 2020 年的 65%, 长效市场占比越来越大。我们预计 F-627 能得到 30% 左右的市场, 同时保守假设长效市场销售额总量不变, 产品收入空间约为 15.8 亿元。

公司将 F-627 中国大陆商业权益授出给正大天晴南京顺欣。2021 年 8 月 30 日, 公司控股子公司亿一生物和正大天晴旗下南京顺欣签署协议, 根据协议条款, 亿一生物将基于特定开发、商业里程碑的实现从正大天晴处获得最高 2.1 亿元人民币的首付款与里程碑付款, 以及分级净销售额特许权使用费。亿一生物和正大天晴将共同承担 F-627 在中国大陆进一步开发的责任和费用。同时, 亿一生物保留 F-627 在中国大陆以外的开发和商业化的专有权。

图3: 部分在研产品管线

在研产品	适应症	临床前	I期	II期	III期	ANDA/BLA	商业化权利	
F-627	化疗引起的嗜中性粒细胞减少症	BLA已受理						全球
		准备NDA资料						
F-652	急性移植物抗宿主病	2a期已完成		2b期			全球	
	急性酒精中毒性肝炎	2a期已完成		2b期				
	亚加急性肝衰竭	临床前研究已完成		2期IND申报				
	急性胰腺炎	1期已完成						
F-899	生长激素缺乏	1期临床					中国	
断金戒毒胶囊	防海洛因复吸	1期b临床					中国	
盐酸氨溴素注射液	祛痰剂	ANDA已受理						中国
普乐沙福注射液	动员造血干细胞	ANDA已受理						中国
拉考沙胺片	抗癫痫	ANDA已受理						中国
重酒石酸去甲肾上腺素注射液	治疗低血压	ANDA已受理						中国
拉考沙胺注射液	抗癫痫	ANDA已受理						中国
BDDE 交联玻璃酸钠注射液	膝骨关节炎	进口注册已受理						中国
氨法拉滨注射液	儿童急性白血病	ANDA已受理						中国

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. F-652 和 F-899 进展顺利，市场潜力大。2021 年 9 月，F-652 中国慢加急性肝衰竭获得 II 期临床批件。F-652 是利用基因工程技术通过 CHO 细胞表达的重组人白细胞介素 22-Fc (IgG2) 融合蛋白，是上海亿一拥有自主知识产权的全球首创（1 类创新）生物药。F-652 项目在活性机理上完全模拟人体白介素 22 的活性机理，Fc 片段大大延长了白介素 22 的半衰期，从而显著提升药物的疗效。拟用于治疗炎症引起的组织损伤，适应症包括急性移植物抗宿主病 (GvHD)、急性酒精性肝炎 (AH)、慢加急性肝衰竭 (ACLF)、急性胰腺炎 (AP) 和坏死性小肠结肠炎 (NEC)。针对 GvHD、AH 两种适应症的临床试验已经进入 2b 期，针对 AP 和 NEC 的临床试验正在进行 2 期 IND 申报。

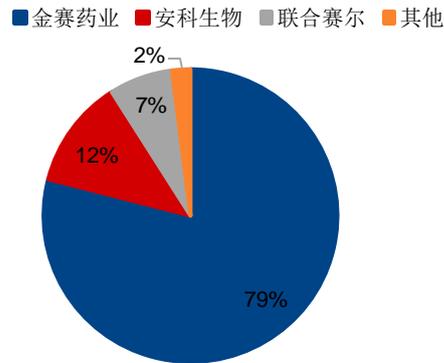
F-899 (重组人生长激素)，简称生长激素，是通过基因重组大肠杆菌分泌型表达技术生产的，在氨基酸含量、序列和蛋白质结构上与人垂体生长激素完全一致。重组人生长激素在儿科领域、生殖领域、烧伤领域及抗衰老领域都有着重要的作用，目前已经广泛应用于临床。适应症包括 1、儿童生长激素缺乏症 (GHD)；2、慢性肾功能不全肾移植前；3、HIV 感染相关性衰竭综合征；4、Turner 综合征身材矮小；5、成人 GHD 替代治疗；6、Prader-Willi 综合征；7、小于胎龄儿 (SGA)；8、特发性矮身材 (ISS)；9、短肠综合征；10、SHOX 基因缺少但不伴 GHD 患儿。

目前，F-899 已进入临床 I 期，并完成第一个剂量组的入组工作。和竞争者相比，F-899 分子量增大，体内半衰期明显延长，在临床上可探索两周给药一次。这样的优点在于，使用者如果使用亿帆的生长激素，使用成本有望比使用其他同类型药物更低。

市场潜力：金赛药业 2020 年实现收入 58.03 亿元，估计 50 亿元来自于生长激素，结合市占率，我们认为当前生长激素的市场容量约为 63.29 亿元。据统计，目前我国儿童矮小症的发病率约为 3%，使用生长激素治疗的最佳年龄段为 4~15 岁。2019 年统计该年龄段人口数约 1.8 亿，估算得处于生长激素最佳使用期的矮小症人口数量约为 540 万。根据《临床儿科杂志》和《医药论坛杂志》相关数据，适用于生长激素的潜在治疗

患者比例约 70%，我们估算有 378 万适用人群。而根据 2014 年中国儿童生长发育健康教育启动会发布的数据，我国每年矮小症就诊患者不到 30 万人，实际接受正规治疗的患者不足 3 万人（近几年已快速增加至约 10 万人），以较保守方式计算，除去过往 11 年已接受治疗的 33 万人，存量患者数量达 345 万人，生长激素渗透率仅为 8.73%，提升空间较大。预计未来渗透率提高到 12%，市场容量增加到 87 亿元。估计亿帆医药 F-899 凭借自身大分子优势占领 20% 份额，能为公司带来 17.4 亿元收入。

图4：2019 年生长激素竞争格局



资料来源：华经情报网，东兴证券研究所

4.盈利预测及投资评级：长期来看，公司创新药在国内国外均具有强竞争力，陆续上市后有望迅速打开市场为公司带来高额收益；泛酸钙我们认为目前处于波动周期底部向上回升的阶段，在未来相关企业竞争缓和、产品价格进一步回升后，泛酸钙板块利润有望回升到理想的水平。我们预计公司 2021-2023 年的收入有望达到 45.59、47.89、51.28 亿元、归母净利润有望达到 4.60、8.54、9.54 亿元，对应 EPS 分别为 0.44、0.81、0.90 元。看好公司经营持续向好，创新药进展理想，维持“推荐”评级。

风险提示

创新药研发不及预期、产品价格下跌风险、新药审批不达预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	3520	3506	4919	5730	6673	营业收入	5187	5400	4559	4789	5128
货币资金	1524	1324	3228	3960	4675	营业成本	2794	2890	2909	2610	2768
应收账款	945	1005	849	891	955	营业税金及附加	42	42	36	37	40
其他应收款	121	130	110	115	124	营业费用	628	703	594	624	668
预付款项	110	116	122	128	134	管理费用	430	408	345	362	388
存货	598	584	588	527	559	财务费用	48	67	-8	-9	-18
其他流动资产	129	203	-90	-10	108	研发费用	208	325	325	325	325
非流动资产合计	7545	8131	5741	5619	5500	资产减值损失	-83.83	-10.37	-10.37	-10.37	-10.37
长期股权投资	707	666	666	666	666	公允价值变动收益	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00
固定资产	898	1039	956	873	790	投资净收益	39.49	6.95	15.40	20.61	14.32
无形资产	719	716	673	632	594	加: 其他收益	100.11	131.15	131.15	131.15	131.15
其他非流动资产	63	109	0	0	0	营业利润	1076	1085	516	1002	1113
资产总计	11066	11637	10660	11349	12173	营业外收入	2.19	4.67	3.02	3.02	3.02
流动负债合计	2883	2129	870	773	721	营业外支出	10.05	8.51	8.99	8.99	8.99
短期借款	1784	1193	0	0	0	利润总额	1068	1081	510	996	1107
应付账款	399	372	369	331	351	所得税	195	149	70	138	153
预收款项	69	0	-58	-120	-185	净利润	873	931	440	859	954
一年内到期的非流动负债	42	18	18	18	18	少数股东损益	-30	-37	-20	5	0
非流动负债合计	361	778	544	544	544	归属母公司净利润	903	968	460	854	954
长期借款	84	448	448	448	448	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	3244	2907	1414	1317	1265	成长能力					
少数股东权益	322	290	270	275	275	营业收入增长	11.98%	4.12%	-15.58%	5.04%	7.08%
实收资本(或股本)	1057	1055	1055	1055	1055	营业利润增长	20.75%	0.79%	-52.43%	94.28%	11.07%
资本公积	2953	3041	3041	3041	3041	归属于母公司净利润增长	-52.53	85.70%	-52.53%	85.70%	11.81%
未分配利润	3510	4355	4788	5593	6493	获利能力					
归属母公司股东权益合计	7500	8440	8939	9719	10595	毛利率(%)	46.13%	46.48%	36.19%	45.51%	46.03%
负债和所有者权益	11066	11637	10660	11349	12173	净利率(%)	16.83%	17.25%	9.64%	17.93%	18.61%
现金流量表	5039					总资产净利润(%)	8.16%	8.32%	4.31%	7.52%	7.84%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	12.05%	11.47%	5.14%	8.78%	9.01%
经营活动现金流	937	1109	698	773	766	偿债能力					
净利润	873	931	440	859	954	资产负债率(%)	29%	25%	13%	12%	10%
折旧摊销	826.04	822.33	0.00	83.12	83.12	流动比率	1.22	1.65	5.66	7.42	9.26
财务费用	48	67	-8	-9	-18	速动比率	1.01	1.37	4.98	6.73	8.48
应收账款减少	0	0	157	-43	-63	营运能力					
预收账款增加	0	0	-58	-61	-66	总资产周转率	0.50	0.48	0.41	0.44	0.44
投资活动现金流	-1586	-771	2291	-4	-9	应收账款周转率	6	6	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.62	14.02	12.30	13.67	15.02
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	39	7	15	21	14	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.80	0.44	0.81	0.90
筹资活动现金流	151	-568	-1085	-36	-43	每股净现金流(最新摊薄)	-0.47	-0.22	1.80	0.69	0.68
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.09	8.00	8.47	9.21	10.04
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	30	-2	0	0	0	P/E	20.64	19.35	35.53	19.13	17.11
资本公积增加	264	88	0	0	0	P/B	2.18	1.93	1.83	1.68	1.54
现金净增加额	-498	-230	1904	733	714	EV/EBITDA	8.59	8.44	21.41	11.49	9.96

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

胡博新

胡博新，药学专业，10年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

王敏杰

中央财经大学金融硕士，中山大学医学学士。2019年7月加入东兴证券，从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526