



Research and
Development Center

泛酸钙提价带动业绩大幅增长，F-627 有望 年内三地获批

—亿帆医药(002019)公司点评报告

2022 年 1 月 16 日

周平

S1500521040001

15310622991

zhouping@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

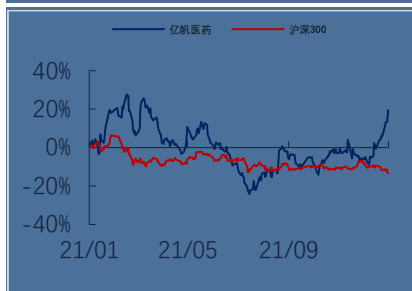
公司研究

公司点评报告

亿帆医药(002019)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	20.93
52 周内股价波动区间(元)	21.24-17.50
最近一月涨跌幅(%)	27.08
总股本(亿股)	12.34
流通 A 股比例(%)	69.03
总市值(亿元)	258.30

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

泛酸钙提价带动业绩大幅增长，F-627 有望年内三地获批

2022 年 01 月 16 日

本期内容提要：

➤ F-627 有望实现三地获批，F-652 临床进展顺利

美国 FDA 和欧洲 EMA 已正式受理了 F-627 的上市申请，同时公司预计将于 2022 年一季度在国内提交上市申请，若走绿色审评通道，则有望于 2022 年内实现三地获批上市。在我国癌症新发患者数量不断上升的背景下，长效 G-CSF 类药物的市场规模有望进一步增长，预计 2030 年将达到 135.37 亿元的市场规模。商业化方面，在国内公司已与正大天晴签署了独家商业化合作协议，美国和欧洲市场的商业化也在持续推进中。此外，2021 年 9 月，F-652 新增适应症慢加急性肝衰竭获得国内 II 期临床试验的批准。目前该 IIa 期临床试验已成功入组 4 例患者，预计 2022 年三季度将根据 IDMC 独立的数据分析适时启动美国 FDA 的申报以及全球多中心临床试验。

➤ 泛酸钙提价，业绩有望实现大幅增长

受上游原材料价格上涨影响，泛酸钙市场报价从 2021 年四季度起持续提升。根据 2022 年 1 月 11 日健康网最新消息显示，国内泛酸钙厂家恢复报价，从 2021 年四季度 60-70 元/千克提升到国内报价 360 元/千克、出口报价 50 美元/千克，涨幅较大。原料药及高分子材料的研发、生产及销售为公司全资子公司杭州鑫富的主营业务，对公司的净利润贡献较大。2016-2020 年，杭州鑫富的净利润占比分别为 61%、82%、76%、74%、56%，始终保持在 50%以上；同时，从公司单季度归母净利润也可以看出，泛酸钙价格走势与公司业绩有着较强的对应关系。泛酸钙市场报价历史峰值达到 700-800 元/千克，此次泛酸钙价格反弹力较大，公司产品价格随行就市，预计后续仍有一定提升空间，有望带来业绩的大幅增长。

➤ 拥有多个独家医保品种，重点产品有望实现快速放量

公司在国内拥有复方黄黛片、除湿止痒软膏等药品批准文号共 307 个，其中独家品种（含独家剂型或规格）41 个，独家医保产品 17 个，独家基药产品 5 个，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。2020 年小儿金翘颗粒等五大产品销售收入占比已达到国药事业部总收入的 10.45%。在国家政策支持中药发展以及中药创新的环境下，中药产品的等级医院覆盖量和销量均有望实现快速增长，成为公司业绩提升的另一核心驱动力。

➤ 盈利预测与投资评级：预计 2021-2023 年公司营业收入为 45.00、56.55 和 66.90 亿元，同比增长-16.7%、25.7%、18.3%；归母净利润分别为 4.05、12.18 和 16.82 元，同比增长-58.1%、200.5%、38.1%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 54/21/15 倍。公司业绩高增长且估值低

于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险因素：**泛酸钙价格不及预期风险、汇率波动风险、新冠疫情等不确定性风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	5,187	5,400	4,500	5,655	6,690
增长率 YoY %	12.0%	4.1%	-16.7%	25.7%	18.3%
归属母公司净利润 (百万元)	903	968	405	1,218	1,682
增长率 YoY%	22.5%	7.2%	-58.1%	200.5%	38.1%
毛利率%	46.1%	46.5%	41.0%	50.0%	52.0%
净资产收益率 ROE%	12.0%	11.5%	4.6%	12.1%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.78	0.33	0.99	1.36
市盈率 P/E(倍)	22.20	24.12	53.64	21.20	15.35
市净率 P/B(倍)	2.67	2.77	2.46	2.57	2.20

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 01 月 15 日收盘价

目 录

1. 公司基本情况介绍.....	6
2. F-627 有望在中、美、欧三地获批，F652 新适应症进展顺利	6
2.1. F-627 有望于 2022 年实现中美欧三地获批.....	6
2.2. F-652 新增慢加急性肝衰竭适应症，临床研究进展顺利.....	8
3. 泛酸钙提价，业绩有望实现大幅增长.....	9
4. 拥有多个独家医保品种，五大产品有望实现快速放量	10
5. 盈利预测	11
5.1 盈利预测及核心假设.....	11
5.2 估值与投资评级.....	12
6. 风险提示	12

表 目 录

表 1: F652 主要适应症临床试验情况.....	9
表 2: 公司盈利预测.....	11
表 3: 可比公司情况.....	12

图 目 录

图 1: 2017-2021Q3 公司营收及增速情况	6
图 2: 2020 公司收入结构情况.....	6
图 3: 2017-2021Q3 公司归母净利润及增速情况.....	6
图 4: 2017-2021Q3 公司费用率情况.....	6
图 5: 2019-2030E 中国 G-CSF 市场规模（十亿元）	7
图 6: 粒细胞集落刺激因子（G-CSF）演进历程.....	8
图 7: 泛酸钙市场报价情况（元/千克）	9
图 8: 2016-2020 杭州鑫富与公司净利润情况（亿元）	10
图 9: 2017-2021Q3 公司单季度归母净利润（亿元）	10
图 10: 公司“531”产品情况	10
图 11: 五大产品 2018-2023 销量情况（百万件）	11
图 12: 五大产品 2018-2023 销售收入情况（亿元）	11

投资聚焦

亿帆医药股份有限公司于 2014 年 9 月通过借壳浙江鑫富生化股份有限公司实现重组上市，是一家医药创新型研发生产企业，主要产品分为医药产品、原料药、高分子材料三大类，其中医药产品主要有血液肿瘤类、妇科类、儿科类、皮肤类、骨科类等药品；原料药主要为维生素 B5 及原 B5 等产品；高分子材料主要包括 PBS、PVB 产品。

创新药方面：F-627 在国内 III 期临床试验的成功标志着公司成为首家自主研发生物新药完成了全球 III 期临床试验的中国企业，也证明了公司在创新药研发方面的优秀能力。F-627 有望于 2022 年内实现中美欧三地的上市获批，随着后续商业化的不断推进，F-627 产品将成为公司业绩增长的核心驱动力。

泛酸钙方面：原料药及高分子材料的研发、生产、销售为公司全资子公司杭州鑫富的主营业务，根据公司公告显示，杭州鑫富净利润占比近几年始终保持在 50% 以上，对公司业绩较大；此次泛酸钙提价幅度较大，公司有望实现业绩的大幅增长。

中成药方面：公司拥有多个独家医保品种，其中五大重点产品收入占比已经达到国药事业部的 10% 以上；随着国家支持中成药发展及创新政策的不断推进，公司中成药产品在等级医院的覆盖量及院内的放量均有望实现高速增长。

预计 2021-2023 年公司营业收入为 45.00、56.55 和 66.90 亿元，同比增长-16.7%、25.7%、18.3%；归母净利润分别为 4.05、12.18 和 16.82 元，同比增长-58.1%、200.5%、38.1%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 54/21/15 倍。公司业绩高增长且估值低于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

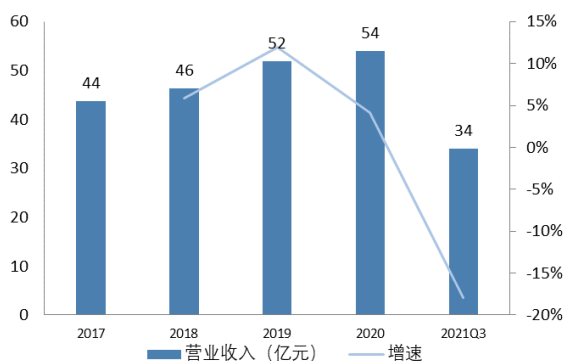
1. 公司基本情况介绍

亿帆医药股份有限公司于 2014 年 9 月通过借壳浙江鑫富生化股份有限公司实现重组上市，是一家医药创新型研发生产企业，主要产品分为医药产品、原料药、高分子材料三大类，其中医药产品主要有血液肿瘤类、妇科类、儿科类、皮肤类、骨科类等药品；原料药主要为维生素 B5 及原 B5 等产品；高分子材料主要包括 PBS、PVB 产品。

公司是全球较大的维生素 B5 及维生素原 B5 生产供应商，医用原料药全球市场占有率 40%-45%，稳居领先地位。此外，作为创新型医药企业，亿帆医药拥有双分子技术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，承担了多项国家级项目，曾荣获国家发明二等奖、国家科技进步二等奖。

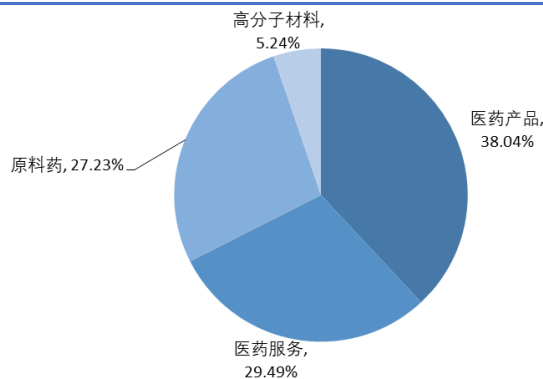
2017-2020 年公司营业收入分别为 43.73、46.32、51.87、54.00 亿元，复合增速约为 7.28%。从收入结构方面来看，医药产品、医药服务、原料药为公司主要收入来源，合计收入占比达到 90%以上。

图 1：2017-2021Q3 公司营收及增速情况



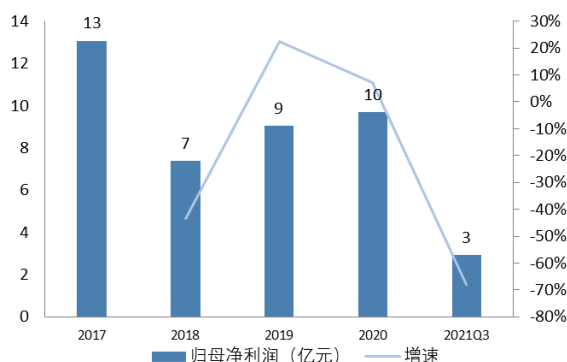
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：2020 公司收入结构情况



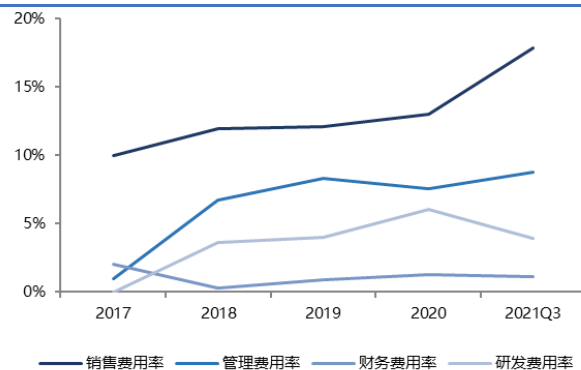
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：2017-2021Q3 公司归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：2017-2021Q3 公司费用率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2. F-627 有望在中、美、欧三地获批，F652 新适应症进展顺利

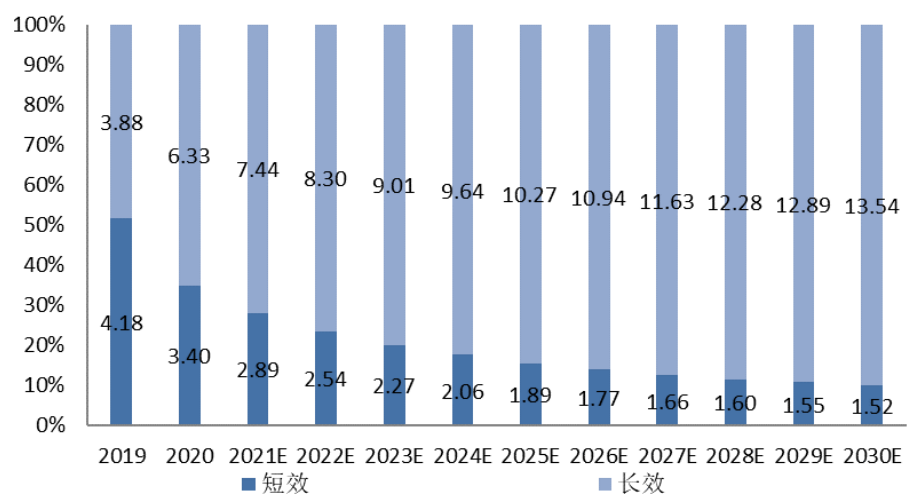
2.1. F-627 有望于 2022 年实现中美欧三地获批

F-627 为重组人粒细胞集落刺激因子 (rhG-CSF)，是基于公司控股子公司亿一生物现有具有自主知识产权 Di-Kine TM 双分子技术平台开发的创新生物药品种；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。

根据 IMS 数据统计，2019 年 G-CSF 在美国约有 45 亿美元的市场规模，其中长效占比为 88%，主要以美国安进公司原研产品 Neulasta 为主，约占 73% 市场份额。根据迈威生物招股书显示，2020 年，我国已上市的 G-CSF 类药物总收入约为 97.31 亿元，其中长效产品的销售额为 63.29 亿元，在我国癌症新发患者数量不断上升的背景下，长效 G-CSF 类药物作为癌症患者化疗后升白刚需用药，其市场规模有望进一步增长，预计长效 G-CSF 类药物在 2025 年达到 102.70 亿元的销售规模，2020 年至 2025 年的年复合增长率为 10.17%，在 2030 年将达到 135.37 亿元，2025 年至 2030 年的年复合增长率为 5.68%。

图 5：2019-2030E 中国 G-CSF 市场规模（十亿元）



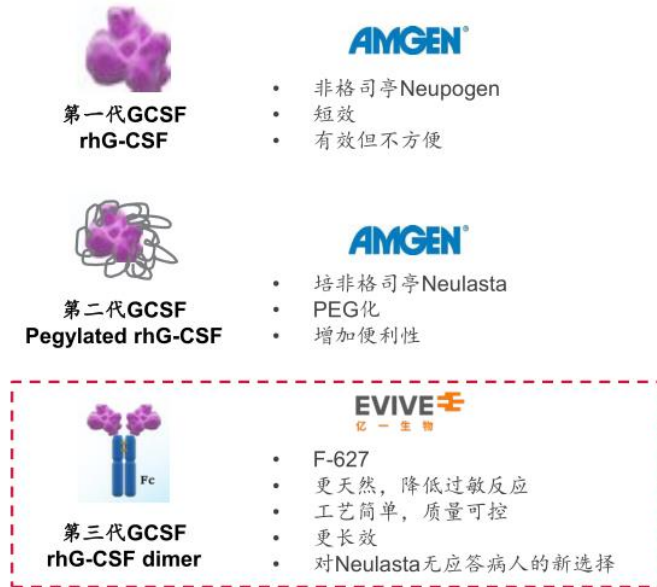
资料来源：迈威生物招股书，信达证券研发中心

2018 年 1 月，亿一生物完成了 F-627 首个在美国开展的 III 期临床试验，并达到预设主要疗效终点，受试者耐受情况良好，安全性达到预期 2020 年 1 月 5 日，亿一生物收到在中国开展的 F-627 的 III 期临床试验《统计数据图表合集》，统计结果表明，F-627 中国 III 期临床试验的有效性结果已全面达到临床试验预设评价标准，疗效与对照药品（原研进口药品重组人粒细胞集落刺激因子）相当；2020 年 6 月，亿一生物收到在美国及欧洲开展的第二个国际 III 期临床试验（05 试验）《统计数据图表合集》，结果显示，第二个国际 III 期临床试验成功达到预设主要疗效终点和次要疗效终点，药物疗效与对照药品相当；2020 年 7 月，公司完成了 05 试验有关免疫原性的中和抗体检测，结果为阴性，标志着无药物相关的抗体产生。F-627 国内外开展的 I 期、II 期及 III 期临床试验，均圆满达到临床试验预设目标。

2021 年 3 月公司向 FDA 提交了 BLA 申请，并于 2021 年 5 月获得 FDA 的正式受理，即将迎来 FDA 的现场检查，预计 2022 年上半年可在美国获批上市（不考虑疫情影响）。此外，2021 年 9 月，欧洲药品管理局（EMA）也正式受理了 F-627 的上市许可申请，预计 2022 年四季度可获批上市。同时，公司将于 2022 年一季度在国内提交上市申请，若走绿色审评通道，则有望于 2022 年在国内获批上市。整体来看，F-627 在 2022 年有望实现中、美、欧三地的获批上市。

国内商业化方面，公司于 2021 年 8 月与正大天晴签署了独家战略合作协议，亿一生物将获得最高 2.1 亿元人民币的首付款与里程碑付款，以及两位数的分级净销售额特许权使用费。而此次合作是亿一针对 F-627 一系列全球商业化合作中的第一步，美国及欧洲市场的商业化也在持续推进中。F-627 为第三代 G-CSF 产品，是世界上唯一与 Neupogen（短效）和 Neulasta（长效）G-CSF 同时进行过大样本量头对头研究的药物，结构更天然、工艺更简单，是对 Neulasta 无应答病人的新选择。

图 6：粒细胞集落刺激因子（G-CSF）演进历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2. F-652 新增慢加急性肝衰竭适应症，临床研究进展顺利

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。

白介素 22 (IL-22) 受体主要分布于上皮和内皮细胞表面，受体激活后可导致上皮细胞和内皮细胞的增殖，使受损部分快速修复、重新闭合，因此在组织保护和修复由原发性炎症引起、或化学物质导致继发性感染引起的器官损伤中发挥着关键作用。目前全球范围内并没有针对 IL-22 靶点的药物上市，因此 IL-22 属于创新型靶点。

F-652 在美国开展的急性移植物抗宿主病 (GvHD) 和急性酒精肝炎 (AH) 两个适应症的 IIa 期临床试验已经完成，目前处于 IIb 期临床阶段。根据 IIa 期临床试验结果表明，F-652 在对抗中重度组织炎症、修复器官损伤等方面具有突出的疗效。2019 年 10 月，F-652 被 FDA 授予治疗 GvHD 的孤儿药资格。此外，2021 年 9 月，F-652 新增适应症慢加急性肝衰竭获得国内 II 期临床试验的批准。慢加急性肝衰竭 (ACLF) 是在慢性肝病基础上，由各种诱因引起以急性黄疸加深、凝血功能障碍为肝衰竭表现的综合征，可合并包括肝性脑病、腹水、电解质紊乱、感染、肝肾综合征、肝肺综合征等并发症，以及肝外器官功能衰竭。目前该 IIa 期临床试验已成功入组 4 例患者，预计 2022 年三季度将根据 IDMC 独立的数据分析适时启动美国 FDA 的申报以及全球多中心临床试验。

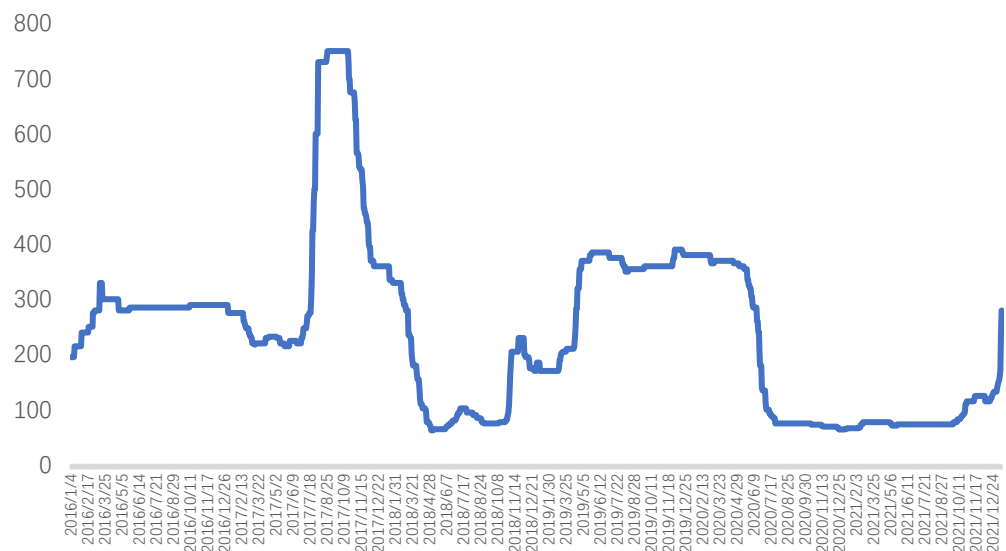
表 1：F652 主要适应症临床试验情况

临床适应症	地区	临床进展
急性移植抗宿主病 (GvHD)	美国	IIb 期临床试验
急性酒精性肝炎 (AH)	美国	IIb 期临床试验
慢加急性肝衰竭 (ACLF)	中国	IIa 期临床试验

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

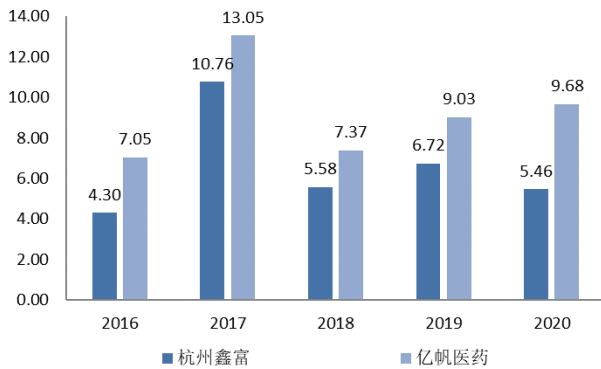
3. 泛酸钙提价，业绩有望实现大幅增长

受上游原材料价格上涨影响，泛酸钙市场报价从 2021 年四季度起持续提升，截至 2022 年 1 月 14 日，价格已经上涨到 280 元/千克。此外，根据 2022 年 1 月 11 日健康网最新消息显示，国内泛酸钙厂家恢复报价，从 2021 年四季度 60-70 元/千克左右的价格提升到国内报价 360 元/千克、出口报价 50 美元/千克，涨幅较大。

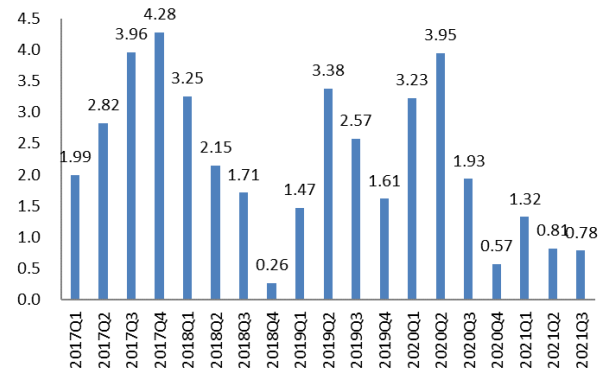
图 7：泛酸钙市场报价情况（元/千克）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

泛酸钙是公司原料药业务中的主要产品，70%以上销往欧美等多个国家和地区，全球市场占有率在 40-45%，居领先地位。在国内主要泛酸钙生产企业中，公司产能规模较大，在 10000 吨左右，排名靠前，且不断通过技改降低成本，已经形成了明显的规模效应，具有较为明显的盈利能力优势。原料药及高分子材料的研发、生产及销售为公司全资子公司杭州鑫富的主营业务，对公司的净利润贡献较大。2016-2020 年，杭州鑫富的净利润占比分别为 61%、82%、76%、74%、56%，始终保持在 50%以上；同时，从公司单季度归母净利润也可以看出，泛酸钙价格走势与公司业绩有着较强的对应关系。泛酸钙市场报价历史峰值达到 700-800 元/千克，此次泛酸钙价格反弹力较大，公司产品价格随行就市，预计后续仍有一定提升空间，有望带来业绩的大幅增长。

图 8：2016-2020 杭州鑫富与公司净利润情况（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：2017-2021Q3 公司单季度归母净利润（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

此外，公司还布局原料药生产新技术，在 2017 年与美国 Amyris 公司签约，达成了维生素产品的战略合作。Amyris 是世界领先的合成生物可持续配料制造商，也是合成生物学市场的领先公司之一。目前公司通过自主研发与合作研发的方式共有 6 个在研维生素项目，后续将利用 Amyris 公司在生物合成领域中的技术优势来降低研发成本、加快新产品的研发、丰富公司的维生素产品线，谋求更健康的发展。

4.拥有多个独家医保品种，五大产品有望实现快速放量

自 2021 年起，国家政策大力支持中药发展。新冠肺炎诊疗方案中明确提到各有关医疗机构要在医疗救治工作中积极发挥中医药作用，加强中西医结合，建立中西医结合会诊制度。《2021 年政府工作报告》中强调，坚持中西医并重，实施中医药振兴发展重大工程，推动中医药和西医药相互补充、协调发展，实现中医药健康养生文化的创造性转化、创新型发展。公司在国内拥有复方黄黛片、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 307 个，其中独家品种（含独家剂型或规格）41 个，独家医保产品 17 个，独家基药产品 5 个，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。此外，为统一国内药品制剂业务的目标，公司制定了针对国内制剂核心产品的培育计划，力争在未来 3-5 年内核心产品的单品销售额分别达到 5、3、1 亿元。

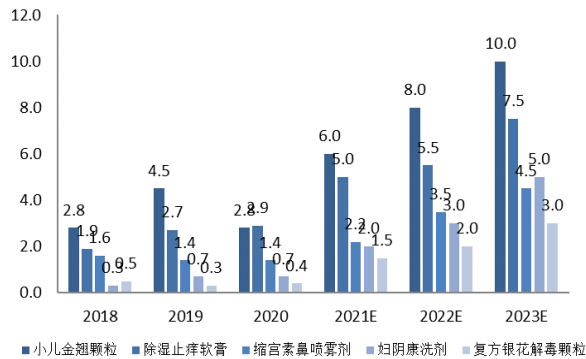
图 10：公司“531”产品情况

序号	类别	产品	医保	医保备注	基药	规格	厂家	准入省份	中标价格
1	A类 (5亿)	除湿止痒软膏	是	▲	是	10g/支、20g/支	四川德峰	27	29-54.6
2		富马酸依美斯汀缓释胶囊	是	限二线用药	否	2mg*6粒	四川德峰	19	86
3		缩宫素鼻喷雾剂	是		否	5ml、10ml	四川德峰	31	44-96
4		妇阴康洗剂	是	▲	否	10ml/瓶	宿州亿帆	27	42.23
5		小儿青翘（金翘）颗粒	是		是	7.5g*6袋、8袋、10袋/盒 5g*8袋、12袋/盒	四川凯京	29	38.62-64.4
6	B类 (3亿)	延丹胶囊	是	▲	否	0.3g*24粒、36粒、48粒/盒	天长亿帆	20	52.45-83
7		复方银花解毒颗粒	是		是	15g*6袋、15g*9袋	天长亿帆	27	49.98-81.33
8		乳果糖口服溶液	是		是	100ml:67g*100ml/瓶、200ml/瓶 15ml*6袋、15ml*10袋	亿帆生物	28	34.7-90
9		麻苈消咳颗粒	是		否	8g*6袋	天长亿帆	31	28.74
10		皮敏消胶囊	是		否	0.4g*20粒、24粒、36粒/盒	四川德峰	19	53.8-69
11	C类 (1亿)	银杏叶丸	是	▲	否	0.2g*24粒/盒	四川德峰	24	20.52-42.64
12		疤痕止痒软化乳膏	是	限工伤保险	否	20g/支	四川德峰	29	50-62.11
13		坤宁颗粒	是		是	8g*6袋、9袋、12袋/盒	宿州亿帆	17	69.79-76
14		颈通颗粒	是	▲	否	10g*6袋/盒	四川德峰	26	58-163.5
15		消炎利胆颗粒	是		是	2.5g*12袋/盒、18袋/盒	天长亿帆	31	19.8-30
16	C类 (1亿)	更辰胶囊	否		否	0.2g*24粒/盒	四川德峰	14	49.2-98.4
17		布洛芬干混悬剂	是		否	34g:1.2g/瓶	沈阳圣元	24	14.35-22.5

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

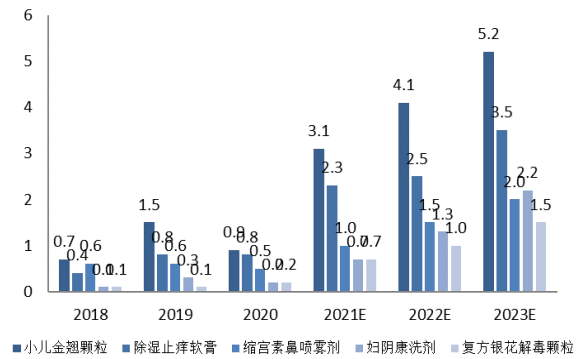
2020 年，五大产品小儿金翘颗粒、除湿止痒软膏、缩宫素鼻喷雾剂、妇阴康洗剂、复方银花解毒颗粒销售量合计达到 828.10 万件，销售收入合计达到 2.67 亿元，占国药事业部总收入的 10.45%。截至 2021 年上半年，小儿金翘颗粒已开发三级医院 338 家、除湿止痒软膏 340 家、缩宫素鼻喷雾剂 261 家、妇阴康洗剂 124 家、复方银花解毒颗粒 115 家；2021 年，除湿止痒软膏销量已突破 500 万支，小儿金翘颗粒销量突破 690 万盒。五大产品在等级医院开发方面仍有较大的提升空间，后续有望加速放量，实现业绩的快速增长。

图 11：五大产品 2018-2023 销量情况（百万件）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12：五大产品 2018-2023 销售收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

此外，公司全资子公司四川德峰药业联合了军事医学科学院毒物药物研究所、云南明镜亨利制药有限公司共同研发用于“防海洛因成瘾复吸”的在研产品断金戒毒胶囊。断金戒毒胶囊为钩吻与洋金花填装胶囊而成，是一种用于“戒毒的药物组合物”，目前已获国家发明专利授权，以及 12 份国际专利。根据 I 期临床单次给药研究统计报告显示，健康受试者单次口服断金戒毒胶囊 0.04g~1.2g 范围内安全性和耐受性良好，各项安全性指标未见有明显临床安全性提示意义的信号，而多次给药于 2021 年 5 月在安徽医科大学第二附属医院完成首例受试者的入组，目前进展顺利。2021 年 7 月，I 期阶段性成果总结分享会、真实世界人用案例现场访谈会及 IIa 期戒毒患者方案讨论会在云南昆明召开，标志着产品即将进入 IIa 期临床阶段。

5. 盈利预测

5.1 盈利预测及核心假设

1. 医药：假设 2021-2023 年收入增速分别为-2.02%、6%、12%，毛利率分别为 36%、37%、37%；
2. 原料药：2021 年泛酸钙产品价格处于低谷期，但 2022 年初有所反弹，因此假设 2021-2023 年收入增速分别为-55%、140%、35%，毛利率分别为 72.5%、84.4%、84.7%；
3. 高分子材料：假设 2021-2023 年收入增速分别为-4%、5%、9%，毛利率分别为 30%、31%、31%。

表 2：公司盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入					

收入（百万元）	5187	5400	4500	5655	6690
增速		4.11%	-16.66%	25.65%	18.31%
毛利率	46.13%	46.48%	41.00%	50.00%	52.00%
毛利（百万元）	2393	2510	1845	2827	3479
医药					
收入（百万元）	3662	3647	3567	3781	4234
增速		-0.41%	-2.20%	6.00%	12.00%
毛利率	36.26%	35.84%	36.00%	37.00%	37.00%
毛利（百万元）	1328	1307	1284	1399	1567
原料药					
收入（百万元）	1236	1471	662	1589	2145
增速		19%	-55.00%	140.00%	35.00%
毛利率	79.68%	76.18%	72.50%	84.40%	84.70%
毛利（百万元）	985	1121	480	1341	1817
高分子材料					
收入（百万元）	288	283	272	285	311
增速		-1.74%	-4.00%	5.00%	9.00%
毛利率	27.70%	29.09%	30.00%	31.00%	31.00%
毛利（百万元）	80	82	82	88	96

资料来源：Wind，信达证券研发中心

5.2 估值与投资评级

预计 2021-2023 年公司营业收入为 45.00、56.55 和 66.90 亿元，同比增长-16.7%、25.7%、18.3%；归母净利润分别为 4.05、12.18 和 16.82 亿元，同比增长-58.1%、200.5%、38.1%，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.33、0.99、1.36 元，PE 分别为 54/21/15 倍。公司业绩高速增长且估值低于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司情况

代码	公司	股价	2020EPS	2021EPS	2022EPS	2023EPS	2020PE	2021PE	2022PE	2023PE
600276.SH	恒瑞医药	46.65	1.19	1.02	1.15	1.40	93.91	45.83	40.49	33.22
000538.SZ	云南白药	104.35	4.32	3.23	4.27	4.84	26.31	32.30	24.46	21.56

资料来源：Wind，信达证券研发中心（对应 2022.01.15 收盘价）

6.风险提示

泛酸钙价格不及预期风险。受外界因素影响，泛酸钙提价不及预期的风险。

汇率波动风险。公司原料药产品 70%以上出口至海外，容易受汇率波动影响。

新冠疫情等风险。新冠疫情反复导致公司产品销售不及预期的风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,520	3,506	2,677	2,623	3,620
货币资金	1,524	1,324	280	200	1,218
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	945	1,005	1,110	1,239	1,283
预付账款	110	116	159	141	128
存货	598	584	727	620	528
其他	343	477	400	422	462
非流动资产	7,545	8,131	10,191	10,358	10,122
长期股权投资	707	666	658	668	675
固定资产(合计)	898	1,039	2,818	2,886	2,546
无形资产	719	716	686	661	638
其他	5,222	5,710	6,029	6,143	6,263
资产总计	11,066	11,637	12,867	12,981	13,742
流动负债	2,883	2,129	2,936	1,929	1,136
短期借款	1,784	1,193	2,094	1,064	150
应付票据	20	9	7	12	18
应付账款	399	372	364	380	396
其他	680	555	471	474	573
非流动负债	361	778	848	798	718
长期借款	84	448	518	468	388
其他	277	330	330	330	330
负债合计	3,244	2,907	3,785	2,727	1,854
少数股东权益	322	290	237	191	142
归属母公司股东权益	7,500	8,440	8,845	10,064	11,746
负债和股东权益	11,066	11,637	12,867	12,981	13,742

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,187	5,400	4,500	5,655	6,690
同比(%)	12.0%	4.1%	-16.7%	25.7%	18.3%
归属母公司净利润	903	968	405	1,218	1,682
同比(%)	22.5%	7.2%	-58.1%	200.5%	38.1%
毛利率(%)	46.1%	46.5%	41.0%	50.0%	52.0%
ROE%	12.0%	11.5%	4.6%	12.1%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.78	0.33	0.99	1.36
P/E	22.20	24.12	53.64	21.20	15.35
P/B	2.67	2.77	2.946	2.57	2.20
EV/EBITDA	14.10	16.68	39.75	15.26	10.42

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,187	5,400	4,500	5,655	6,690
营业成本	2,794	2,890	2,655	2,828	3,211
营业税金及附加	42	42	34	40	43
销售费用	628	703	765	679	736
管理费用	430	408	405	396	401
研发费用	208	325	180	254	335
财务费用	48	67	63	100	66
减值损失合计	-84	-10	-21	-17	-13
投资净收益	39	7	-11	6	13
其他	85	124	48	63	75
营业利润	1,076	1,085	414	1,411	1,973
营业外收支	-8	-4	16	18	19
利润总额	1,068	1,081	430	1,429	1,992
所得税	195	149	77	257	359
净利润	873	931	353	1,171	1,633
少数股东损益	-30	-37	-53	-47	-49
归属母公司净利润	903	968	405	1,218	1,682
EBITDA	1,245	1,217	527	1,535	2,055
EPS(当年)(元)	0.73	0.78	0.33	0.99	1.36

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	937	1,109	166	1,355	1,937
净利润	873	931	353	1,171	1,633
折旧摊销	161	186	66	76	91
财务费用	67	71	83	112	82
投资损失	投资损失	-39	-7	11	-6
营运资金变动	-183	-62	-353	2	152
其它	58	-11	6	-2	-7
投资活动现金流	-1,586	-771	-2,098	-241	156
资本支出	-865	-715	-2,078	-231	160
长期投资	-732	-63	53	-15	-17
其他	11	7	-73	5	12
筹资活动现金流	151	-568	889	-1,193	-1,075
吸收投资	199	0	0	0	0
借款	475	-253	971	-1,081	-994
支付利息或股息	-192	-204	-83	-112	-82
现金净增加额	-489	-229	-1,044	-80	1,018

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

史玉琢，团队成员，香港理工大学生物医学工程硕士，曾在万联证券研究所医药团队工作，2021年加入信达证券，负责疫苗、血制品、医药消费行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	魏冲	183408220155	weichong@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xvjinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。