



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

三大板块多点开花,原料药业务再现光彩

买入 (首次)

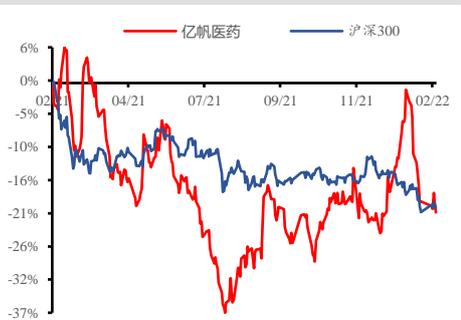
行业: 医药生物
日期: 2022年2月14日

分析师: 黄卓
Tel: 021-53686245
E-mail: huangzhuo@shzq.com
SAC 编号: S0870521120002
联系人: 张林晚
Tel: 021-53686155
E-mail: zhanglinwan@shzq.com
SAC 编号: S0870121010008

基本数据

最新收盘价 (元) 16.73
12mth A 股价格区间 (元) 22.38-13.30
总股本 (百万股) 1,234.11
无限售 A 股/总股本 69.03%
流通市值 (亿元) 142.52

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

泛酸钙原料药逐步提价,合成生物学赋能板块发展

公司深耕泛酸钙领域20余年,全球市占率领先。受海外新冠疫情等因素影响,泛酸钙品种2021年经历了近半年价格低谷期。2021年三季度起,泛酸钙价格提升显著,有望拉动公司业绩。公司与全球合成生物学龙头企业Amyris合作,有望进一步增进公司原料药板块优势,保持市场领先地位。

创新管线研发及申报有序推进

2021年,公司已完成重磅在研产品F-627在美国FDA的生物制品许可申请(BLA),已进入技术审核阶段;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,在中国境内的上市申请也在有序推进,北京制剂工厂制剂工艺验证工作正在开展。F-627与正大天晴的商业化合作协议已达成,有望借助正大天晴在肿瘤领域的销售能力打开市场。2021年9月,F-652慢加急性肝衰竭(ACLF) II期临床试验获得临床批件并于12月完成首例受试者给药。

中西药独家制剂体现公司差异化竞争优势

2021年随着“531”计划开展、医疗机构覆盖增加,公司独家品种表现亮眼,“531”品种除湿止痒软膏年销量突破500万支、小儿青翘颗粒年销量超690万盒。中药创新药断金戒毒胶囊荣获公安部科学技术奖一等奖,即将进入II期临床试验。

■ 盈利预测

我们预计公司2021-2023年营业收入分别为45.04/64.76/73.17亿元,同比增长-16.59%/43.78%/12.99%;归属于上市公司股东的净利润分别为2.77/10.91/13.21亿元,EPS分别为0.22/0.88/1.07元。当前股价对应2021-2023年PE分别为74.62/18.92/15.63。公司各业务板块稳健发展,原料药提价趋势显著,创新药板块有序推进,首次覆盖,给予“买入”评级。

■ 风险提示

新冠疫情风险,研发不及预期风险,原材料价格波动风险,国际化经营风险,商誉减值风险等。

■ 数据预测与估值

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5400	4504	6476	7317
年增长率	4.1%	-16.6%	43.8%	13.0%
归母净利润	968	277	1091	1321
年增长率	7.2%	-71.4%	294.3%	21.0%
每股收益(元)	0.80	0.22	0.88	1.07
市盈率(X)	23.66	74.62	18.92	15.63
市净率(X)	2.77	2.28	2.04	1.80

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022年02月11日收盘价)

目 录

1 传统与创新兼收并蓄的综合研发型药企	4
1.1 医药代理起家，收购、整合收获优质丰富产品线.....	4
1.2 三项主要业务共同前进，全球化助力创新药业务发展.....	4
1.3 经营情况稳定，原料药价格短暂波动影响业绩.....	6
2 创新药管线全球有序推进，产品问世在即	7
2.1 亿一生物研发管线积极推进.....	7
2.2 亿一生物拥有两大创新技术平台及专有技术.....	8
2.3 F-627:升白类生物药全球布局，欧美技术审批进行中....	10
2.4 F-652:美国 IIa 期顺利完成，国内新适应症已入组.....	13
3 泛酸钙提价趋势显著，板块业绩有待改善	15
3.1 市场格局优化，泛酸钙价格迎来反弹.....	15
3.2 与 Amyris 深度合作，合成生物学赋能原料药业务.....	16
4 泛制剂板块稳重向好，“531 计划”彰显信心	17
4.1 中西药制剂独家品种体现公司差异化优势.....	17
4.2 胰岛素品种进专项集采，国际事业部迎来机遇.....	19
4.3 中药创新药断金戒毒胶囊具有重要的临床和社会价值....	19
5 盈利预测与估值	20
6 附表	22
7 风险提示	22

图

图 1 公司发展进程.....	4
图 2 公司股权结构及部分子公司业务分类.....	5
图 3 公司全球主要经营单位.....	6
图 4 2016 年-2021Q3 公司营业收入及归母净利润.....	6
图 5 2016 年-2021Q3 公司三项费用率情况.....	6
图 6 2016 年-2021Q3 公司净利率及毛利率.....	7
图 7 2020H1 公司各事业部收入占比.....	7
图 8 公司主要在研产品管线.....	8
图 9 配体形成双分子更有利于结合受体.....	8
图 10 免疫抗体工作原理.....	9
图 11 全球 G-CSF 市场规模及预测（十亿美元）.....	10
图 12 国内 G-CSF 市场规模及预测（十亿元人民币）.....	10
图 13 2012-2020 年国内样本医院 G-CSF 销售额（百万元）	12
图 14 F-627 作用机理.....	13
图 15 F-652 治疗队列研究中对响应者的 Lille 评分.....	14
图 16 IL-22Fc 对中性粒细胞驱动的疾病治疗干预.....	15
图 17 近年国内泛酸钙价格走势（元/千克）.....	16
图 18 泛酸钙的合成路径.....	16
图 19 公司部分独家及“531”品种.....	18

图 20 复方黄黛片 (RIF) 与三氧化二砷 (ATO) 治疗方案的 总生存率对比	19
图 21 复方黄黛片 (RIF) 组与三氧化二砷 (ATO) 组 PML- RAR α 表达在诊断中相似	19

表

表 1 公司核心生产与研发中心	5
表 2 境外获批上市的 G-CSF 类药物	10
表 3 国内已上市长效 G-CSF 药品	11
表 4 国内 G-CSF 在研品种格局	11
表 5 F-627 全球销售额敏感性分析	21

1 传统与创新兼收并蓄的综合研发型药企

1.1 医药代理起家，收购、整合收获优质丰富产品线

亿帆医药前身为合肥亿帆医药经营有限公司，成立于 2003 年 11 月 26 日，系由程先锋先生、合肥亿帆医药科技有限公司和肥西县医药公司共同出资 80 万元设立，以医药流通及药品代理为主营业务。

2014 年，公司借壳鑫富药业在深交所上市，由此并入鑫富药业泛酸钙及泛醇等原料药业务。成功上市后，公司进行了一系列并购整合，积极扩展制剂业务产品线，收获了缩宫素鼻喷雾剂、复方黄黛片、皮敏消胶囊、除湿止痒软膏、小儿青翘颗粒等独家品种和特色专科用药，持续丰富公司在皮肤科、妇科、肿瘤等疾病领域的产品线。通过并购整合，转型升级，公司拥有药品批准文号 400 余个，其中独家特色中西药 40 多个，独家医保品种 20 余个。

2016 年，通过收购 DHY&CO.LTD.53.80%股权公司获得健能隆生物（亿一生物）的控制权，并在 2018 年增持健能隆生物股权至 63.10%，开启创新药领域布局之路。健能隆拥有双分子技术平台（Di-Kine™）和免疫抗体技术平台（ITab™），在研管线包括 F-627、F-652 等大分子生物创新药品种。2018 年，公司购买 SUMMITBIOTECK CO., LIMITED 用于生产门冬胰岛素、赖脯胰岛素和甘精胰岛素三个三代胰岛素类似物的平台技术，正式切入糖尿病市场领域。

图 1 公司发展进程



资料来源：公司公告，上海证券研究所

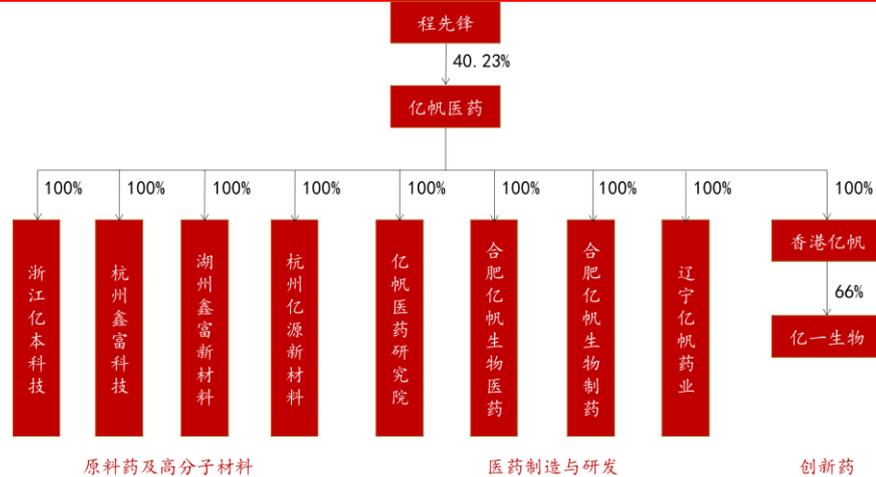
1.2 三项主要业务共同前进，全球化助力创新药业务发展

公司目前下属有国药事业部、原料药事业部、国际事业部、小分子事业部和亿一生物（原健能隆），主营业务为原料药与高分子材料、制剂业务以及创新药。三项主要业务中，原料药品种主要有浙江鑫富生产的维生素 B5（泛酸钙）、维生素原 B5（泛醇），高分子材料包括 PBS 和 PVB 树脂及 PVB 胶片等。制剂产品主要包

请务必阅读尾页重要声明

括小儿青翘颗粒、缩宫素鼻喷雾剂、除湿止痒软膏等中西药制剂品种。创新药管线包括用于中性粒细胞减少的重组人粒细胞集落刺激因子-Fc融合蛋白类药物F-627（贝格司亭）以及重组人白介素22-Fc融合蛋白类药物F-652（普罗纳亭）。

图 2 公司股权结构及部分子公司业务分类



资料来源：公司公告，上海证券研究所

经过整合发展，公司已形成以北京、上海为主的大分子生物药研发、生产中心，以安徽为主的小分子高端化药、植物药生产中心，以四川为主的皮肤药、妇科药生产中心，以辽宁为主的骨科药、治疗型大输液生产中心及以浙江为主的原料药生产中心。

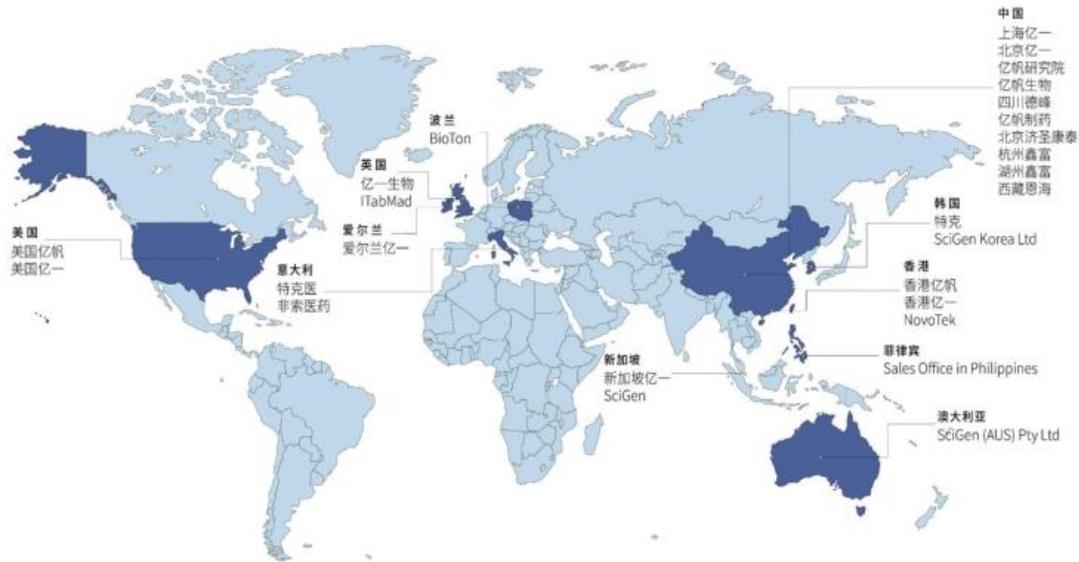
表 1 公司核心生产与研发中心

生产中心	简述
安徽生产中心	以部分子公司为主的植物药、口服固体制剂药品生产中心，及以安徽合肥为主的小分子高端化药生产中心。
北京生产中心	2016 年收购 DHY&CO., LTD 53.80% 股权后，公司正式进入创新型生物药领域。拥有 Di-Kine™ 双分子技术平台和 ITab™ 免疫抗体平台，F-627、F-652 等重磅在研品种。子公司亿一生物负责创新药产品研发及产品原液的生产。
浙江生产中心	以杭州鑫富为主的原料药生产中心。
四川生产中心	公司以四川德峰药业为主，涵盖缩宫素鼻喷雾剂、妇阴康洗剂、除湿止痒软膏、疤痕止痒软化乳膏等独家制剂产品。
辽宁生产中心	以辽宁沈阳为中心，以志鹰药业与圣元药业为主建成治疗型大输液及骨科药物生产中心。

资料来源：公司官网，上海证券研究所

全球业务方面，公司建立国际事业部，设立了美国亿一、香港亿一、新加坡亿一等子公司，助力创新药业务的临床试验及商业化布局。公司在新加坡、意大利、波兰等国收购赛臻公司、非索药业、特克医药等海外企业，从而获得择泰、曲安奈德、重组人胰岛素等多个产品的生产及销售权益。

图 3 公司全球主要经营单位

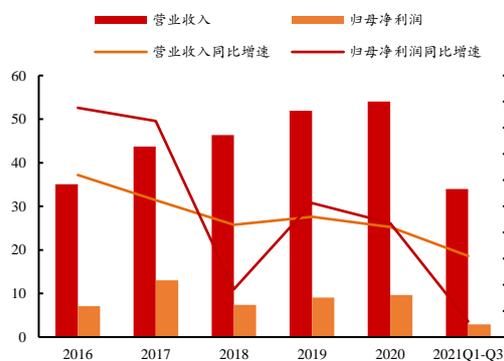


资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.3 经营情况稳定，原料药价格短暂波动影响业绩

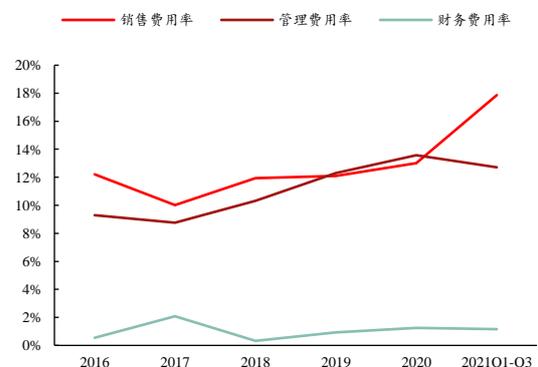
营收净利增长稳定，泛酸钙价格回升有望提升盈利能力。根据公司财报显示，2020 年，公司营业总收入 54.00 亿元，归母净利润 9.68 亿元，同比均有小幅增长。2013-2020 年，公司营收和归母净利润处于稳步攀升态势，7 年间年复合增长率分别为 33.95% 和 67.65%。公司 2021 年前三季度营收下滑与泛酸钙价格下降有关。2021 年上半年，全球疫情影响延续，公司主要原料药品种泛酸钙价格一度处在 70 元左右，在历史价格低位水平徘徊。对公司的经营水平造成了一定的影响。2021 三季度起泛酸钙价格回升，若涨价趋势延续，将有望使公司原料药板块盈利能力较大提升。

图 4 2016 年-2021Q3 公司营业收入及归母净利润



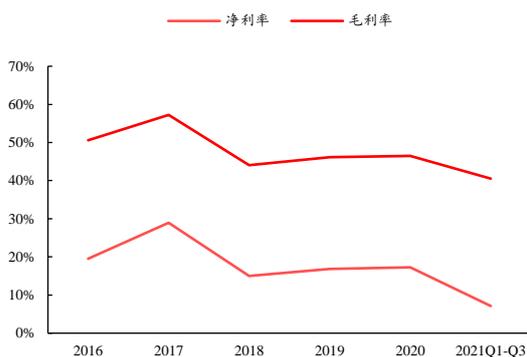
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5 2016 年-2021Q3 公司三项费用率情况



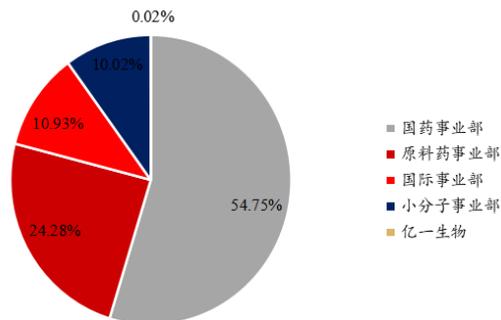
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6 2016 年-2021Q3 公司净利率及毛利率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 7 2020H1 公司各事业部收入占比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2 创新药管线全球有序推进，产品问世在即

2.1 亿一生物研发管线积极推进

公司凭借收购亿一生物进入生物创新药领域。公司主要创新药包项目括 F-627、F-652、F-899 等。

根据公司公告，亿一生物的核心技术主要分为三个层次，第一个层次为两个创新技术平台——Di-Kine TM 双分子技术平台、ITab TM 免疫抗体平台，第二个层次是基于平台研发的获得专利的在研新药，第三个层次是用于生产、品质控制的各种专有技术。

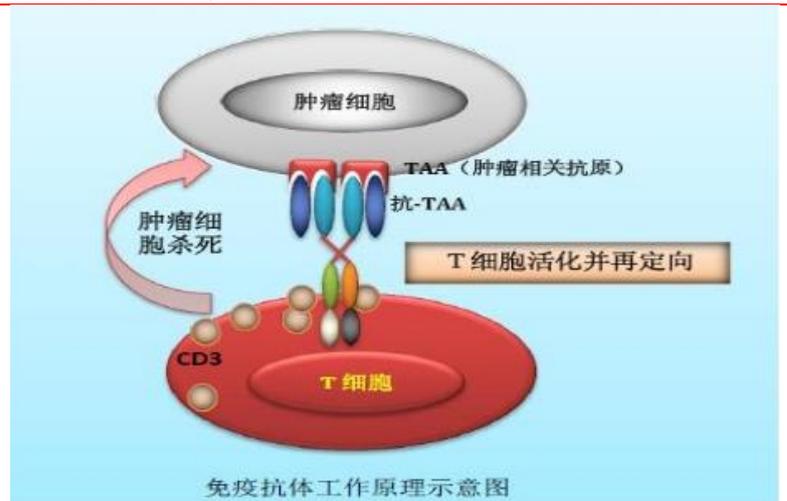
公司创新药管线丰富，多项重磅药物进展迅速。2021 年，公司已完成重磅在研产品 F-627 在美国 FDA 的生物制品许可申请 (BLA)，已进入技术审核阶段。2021 年 9 月，F-627 在欧洲药品管理局 (EMA) 获得上市许可申请 (MAA) 受理，在中国境内的上市申请也在有序推进，有望在 2022 年一季度正式提交。公司完成 F-899 新药 IND 申请，并顺利开展 I 期临床试验；2021 年 9 月，F-652 慢加急性肝衰竭 (ACLF) II 期临床试验获得临床批件并于 12 月完成首例受试者给药。此外，公司基本完成北京制剂工厂工程建设，并于 2021 年 3 月获得药品生产许可证，正在开展 F-627 中国制剂工艺验证工作。公司已于 2021 年 8 月 30 日将 F-627 中国商业化权益独家授权给正大天晴南京顺欣，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分级的净销售额提成费。依托于正大天晴及其母公司在肿瘤领域强有力的商业化能力，将快速打开 F-627 在中国境内的市场。

(2) ITab™ 免疫抗体平台

健能隆 ITab™ 免疫平台是新一代的肿瘤免疫双特异性抗体技术开发平台，可开发出具有更长的半衰期、更低的有效剂量以及与灵长动物相类似的交叉反应临床前毒理特性的优异新品种。

双特异性抗体拥有两种特异性抗原结合位点，可以同时与靶细胞和功能细胞（一般为 T 细胞）相互作用，进而增强对靶细胞的杀伤作用。双特异性抗体以双特异性 T 细胞衔接器为代表，与普通抗体相比具备更强特异性、引导 T 细胞杀伤肿瘤和降低脱靶毒性等显著优势，目前已经在肿瘤和炎症等相关疾病中应用。数据显示，双特异性抗体杀伤肿瘤效果是普通抗体的 100-1000 倍；用量最低可降为普通抗体的 1/2000，在药效和价格上比一般抗体更具竞争优势。双特异性抗体通过技术改进进一步地提高了治疗效果、成药稳定性等，有效保证了临床效果。

图 10 免疫抗体工作原理



资料来源：公司公告，上海证券研究所

(3) 用于生产、品质控制的专有技术

亿一生物拥有自主表达载体和自主研发的无血清培养基技术，由此技术开发出哺乳动物 CHO 细胞株具有生长快速、高密度、高表达及长期稳定的特点，适合大规模产业化生产的需要。公司还拥有研发出高性能大分子分离纯化平台，此平台适用于大部分 CHO 系统表达出的重组蛋白和抗体药物的大规模生产，分离提纯技术包括色谱分离，过滤提纯和病毒去除这几个主要模块环节，每个模块可经微量调整（例如色谱流动相盐的成分、pH、流速等）以适应不同产品分子产品的性能。

生物大分子药物结构复杂，在生产和储存中容易发生结构变

化，造成异种的增加，活性降低、免疫原性增强等问题，限制了其生物活性优化及其使用效力，可能导致药物安全性问题。亿一生物有多年从事生物大分子药物结构和活性的研究经验，能够通过整体设计和综合实验手段确定药物的分子微观结构变化机理和状态，和随之产生的纯度和活性的变化，从而能够成功保障药物的安全性和有效性。

依托先进的双分子和免疫抗体技术平台，公司在创新药研发方面取得亮眼的业绩，得以将 F-627、F-652 推向世界舞台。

2.3 F-627:升白类生物药全球布局，欧美技术审批进行中

癌症化疗会出现较多的不良反应，其中以中性粒细胞减少为主要表现的骨髓抑制最为常见，可能导致化疗药物剂量减少、化疗时间延迟，从而增加治疗费用、降低化疗效果和生存质量，影响患者预后。**G-CSF（粒细胞集落刺激因子）类药物**为目前临床主要的升白药，是化疗后的刚需用药。

G-CSF 是一种促进中性粒细胞生长的细胞因子，相比于常见的中药和激素类的升白药见效快，特别是对发热性中性粒细胞减少症作用明显，因此是 ASCO、NCCN 等指南推荐的首选临床用药。

G-CSF 类药物在欧美地区上市时间较早，根据弗若斯特沙利文数据，其全球市场规模已发展至稳定阶段，2020 年全球销售规模约为 60.80 亿美元。

图 11 全球 G-CSF 市场规模及预测（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

图 12 国内 G-CSF 市场规模及预测（十亿元人民币）



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

表 2 境外获批上市的 G-CSF 类药物

商品名	药企	FDA 首次批准日期
Nyvepria	辉瑞	2020
Ziextenzo	山德士	2019
Udenyca	Coherus	2018

请务必阅读尾页重要声明

Fulphila	迈兰	2018
Nivestym	辉瑞	2018
Zarxio	山德士	2015
Granix	梯瓦	2012
Neulasta	安进	2002
Neupogen	安进	1991

资料来源：迈威生物招股说明书，上海证券研究所

根据迈威生物招股说明书显示，目前，我国共有 20 余款 G-CSF 类药品获批上市，其中仅有 4 款为长效品种。长效品种凭借药效持续时间长等优势，具有较短效制剂更好的市场前景，在境外，长效 G-CSF 药品已成为主流品种，国内这种趋势也已逐年显现。我国已获批上市的长效 G-CSF 类药物包括恒瑞药业的硫培非格司亭（商品名：艾多）、齐鲁制药的聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子（商品名：新瑞白）、石药集团的聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子（商品名：津优力），以及 2021 年 5 月鲁南制药旗下公司山东新时代药业获批的申力达。

表 3 国内已上市长效 G-CSF 药品

通用名	商品名	厂商	药物类别	批准时间	医保	适应症
聚乙二醇化人粒细胞刺激因子	申力达	鲁南制药	PEG 修饰	2021 年	-	中性粒细胞减少
硫培非格司亭	艾多	恒瑞医药	PEG 修饰	2018 年	乙类	中性粒细胞减少
聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子	新瑞白	齐鲁制药	PEG 修饰	2015 年	乙类	中性粒细胞减少
聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子	津优力	石药集团	PEG 修饰	2011 年	乙类	中性粒细胞减少

资料来源：迈威生物招股说明书，上海证券研究所

表 4 国内 G-CSF 在研品种格局

药物名称	申报企业	适应症	临床阶段
F-627 贝格司亭	亿一生物 (原健能隆)	对于非髓性恶性肿瘤患者，接受发生中、高风险的发热性中性粒细胞减少的抗肿瘤治疗时，使用本品可降低严重的嗜中性粒细胞减少伴有/不伴有发热引起感染的发生率	III 期临床完成 准备进行 NDA
Y 型 PEG 化重组人粒细胞刺激因子	特宝生物/ 伯赛基因	用于非髓性恶性肿瘤患者在接受易引起临床上显著的发热性中性粒细胞减少症发生的骨髓抑制性抗癌药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染的发生率	III 期临床
聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液	九源基因	非髓性恶性肿瘤患者在接受易引起临床上显著的发热性中性粒细胞减少症发生的骨髓抑制性抗肿瘤药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染发生率	III 期临床
MW-05	溥瀛生物/美福源/未名福源/福源集团	预防化疗引起的中性粒细胞减少症	IIb 期

资料来源：迈威生物招股说明书，NMPA，上海证券研究所

G-CSF 类药物保持快速增长，长效制剂占主导。根据弗若斯特沙利文预测，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，长效制剂市场份额超过 70%。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。长效 G-CSF 类药物在 2025 年预计达到 102.70 亿元的销售规模，在 2030 年将达到 135.37 亿元，CAGR 约 8%。

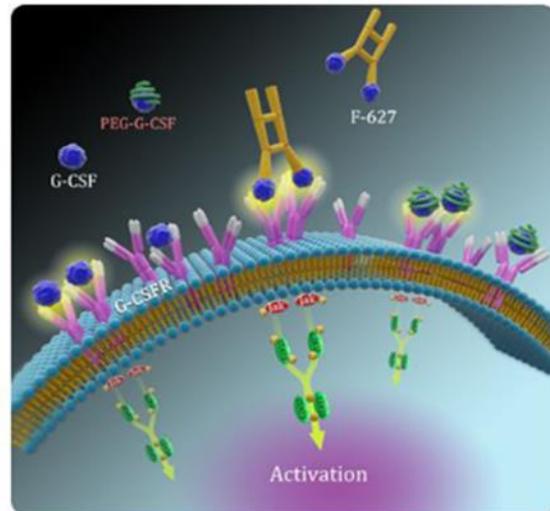
图 13 2012-2020 年国内样本医院 G-CSF 销售额（百万元）



资料来源：PDB，上海证券研究所

F-627（贝格司亭）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，是基于 Fc 融合蛋白技术，由 CHO 细胞表达的重组人粒细胞集落刺激因子（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。

图 14 F-627 作用机理



资料来源：亿一生物官网，上海证券研究所

2021 年，F-627 的海外推进工作取得积极进展。根据公司公告，2021 年 3 月，公司就 F-627 向美国 FDA 提交 BLA（生物制品许可申请）申请，5 月，公司取得美国 FDA 对于 F-627 的受理函，正式接受 F-627 的上市申请，标志着 F-627 正式进入技术审核阶段。欧洲方面，2021 年 9 月，公司收到 EMA（欧洲药品管理局）签发的受理函，EMA 正式确认并受理 F-627 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的 MAA(上市许可申请)，并进入审评程序。欧洲部分地区商业化合作伙伴遴选与协议拟定情况进展良好。截至 2021 年半年报公告，公司已基本完成北京制剂工厂工程建设，并获得药品生产许可证。

F-627 在中国的商业化合作将与正大天晴子公司开展。2021 年 8 月 30 日，公司发布公告，F-627 的相关在中国境内的商业化权益独家许可给正大天晴全资子公司南京顺欣，并在中国获得 F-627 药品上市许可后在法律允许的范围内将该许可转让给天晴南京顺欣，天晴南京顺欣同意受让并委托北京亿一进行生产，天晴南京顺欣需向亿一生物支付最高额不超过 2.1 亿元的许可费，以及分级的净销售额提成费。F-627 作为肿瘤化疗的辅助用药，通过借助正大天晴在相关疾病领域的优秀商业化能力，有望产生较好的市场成绩。

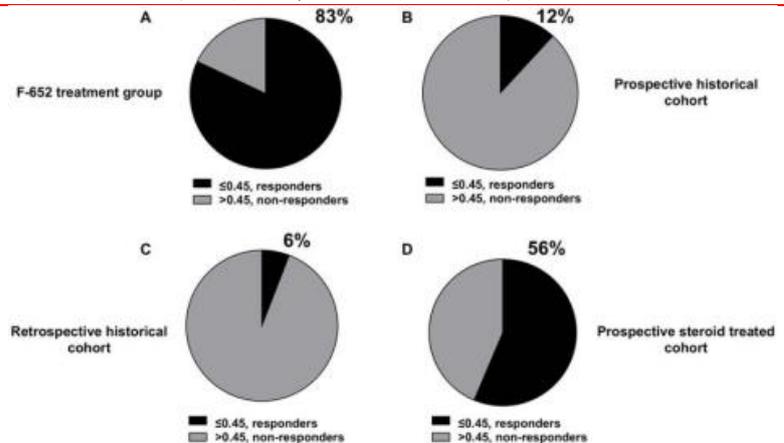
2.4 F-652:美国 IIa 期顺利完成，国内新适应症已入组

亿一生物另一款创新药 F-652（普罗纳亭）为亿一生物拥有自主知识产权的全球首例重组人白介素-22（rhIL-22）Fc 融合蛋白类在研药。F-652 针对多项潜在适应症，涵盖急性酒精肝炎（AAH）、急性移植物抗宿主病（GvHD）、急性胰腺炎（AP）、坏

死性小肠结肠炎 (NEC) 等。该产品是针对 IL-22 的全新靶点，具有 First-in-class 的潜力。F-652 在中美开展急性酒精肝、慢加急性肝衰竭等适应症的临床试验；已于 2019 年 10 月获批美国 FDA 用于治疗急性移植物抗宿主病的孤儿药认证；2021 年 2 月中至重度新冠肺炎 II 期临床试验完成首例患者入组。

根据亿一生物官网，F-652 的酒精性肝炎适应症已在美国完成了 IIa 期试验，将继续进行相关研究。国内方面，2021 年 9 月，F-652 获批开展新增适应症慢加急性肝衰竭 (ACLF) 适应症的 II 期临床试验，并已于 2021 年 12 月完成首例患者入组。

图 15 F-652 治疗队列研究中对响应者的 Lille 评分

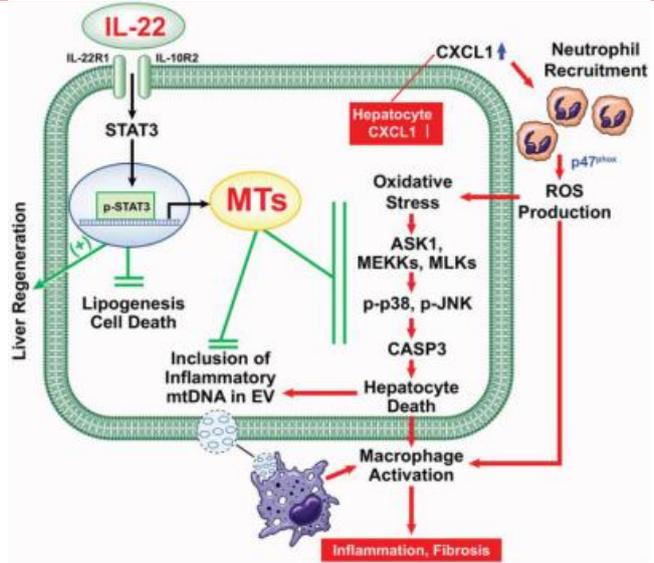


资料来源: Hepatology, 上海证券研究所

F-652 临床前研究结果良好，为临床研究提供基础。公司公告显示，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。根据亚太肝病学会 (APASL) 2019 年共识建议，ACLF 是一种慢性肝病基础上出现的急性肝损伤症候群，表现为 4 周内出现黄疸 (血清胆红素 $\geq 5\text{mg/dl}$)、凝血异常 [国际标准化比值 (INR) ≥ 1.5 或 PTA $< 40\%$]，伴随腹水和 (或) 肝性脑病 (HE) 患者，具有 28 天高病死率。

临床前研究表明，F-652 可通过逆转肝内 STAT1/STAT3 激活失衡，促进肝脏再生和减少细菌感染从而改善 ACLF 小鼠存活率，研究结果发表于国际肝病知名杂志《Journal of Hepatology》上；已有的临床数据显示 F-652 能够高效地改善中重度肝功能损伤、降低炎症标志物、升高肝再生标志物，且安全性良好，该研究成果已经发表于国际知名肝病杂志《Hepatology》上，为 ACLF 临床有效性研究提供基础。

图 16 IL-22Fc 对中性粒细胞驱动的疾病治疗干预



资料来源: PubMed, 上海证券研究所

3 泛酸钙提价趋势显著，板块业绩有待改善

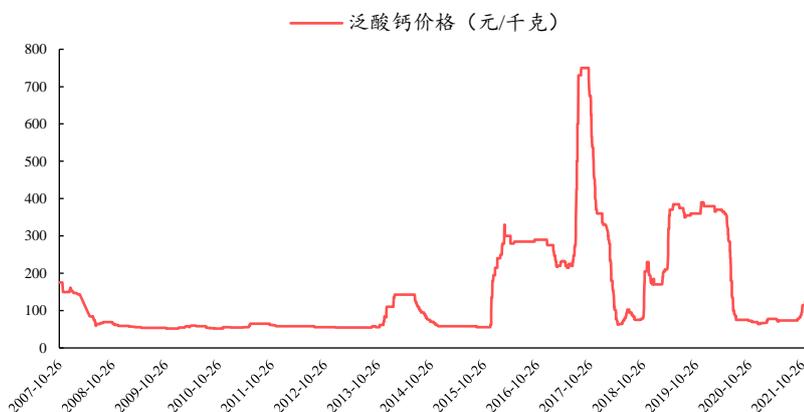
3.1 市场格局优化，泛酸钙价格迎来反弹

原料药业务占比较高，泛酸钙及泛醇产品为主打。原料药及中间体业务 2020 年占公司营业收入 27%。其中，原料药泛酸钙及泛醇产品 70%以上销往多个国家和地区，全球市场占有率 40%-45%，占据龙头地位。D-泛酸钙即维生素 B5，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。D-泛醇即维生素原 B5，是一种优异的皮肤与头发保护剂，主要用于食品、医药、化妆品行业液体制剂的添加剂和营养增补剂。

2021 年多种因素导致泛酸钙价格下滑。公司公告显示，2020 年上半年，新冠肺炎疫情对全球原材料市场产生冲击，国内产能供应相对紧缺且海外物流受限，全球市场担心中国维生素生产和物流等供应问题，海外市场超买突出，原材料产品价格保持高位运行；2021 年上半年，受新冠疫情、非洲猪瘟等因素影响，养殖行业对饲料的需求下降，国内新增产能陆续释放，市场整体供应大于需求，公司原料药业务主要产品泛酸钙（维生素 B5）价格大幅下降，叠加海外疫情影响导致全球海运成本提高和运力供给短缺，提高了运营成本，使原料药板块整体毛利率下降。2021 年上

半年，原料药板块实现销售收入 5.77 亿元，同比下降 49.19%。其中，维生素 B5 系列产品实现营业收入 3.41 亿元，较上年同期下降 64.87%。

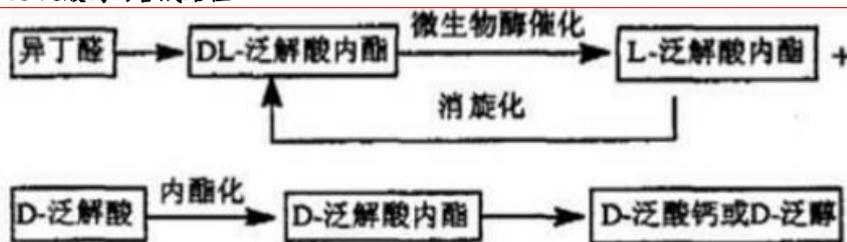
图 17 近年国内泛酸钙价格走势（元/千克）



资料来源：Wind，上海证券研究所（数据截至 2022.1.18）

泛酸钙已进入底部回升阶段。2021 年第三季度以来，泛酸钙价格处于波动周期底部向上回升阶段，据 Wind 数据显示，泛酸钙价格已从此前低位水平 70 元/千克左右攀升至 150 元/千克水平，增幅超 100%。据饲料行业信息网，因泛解酸内酯上游原料异丁醛供应紧张、环保及冬奥会限制产能等，部分厂商提价诉求显著，已有泛酸钙厂家报价大幅上调，其中国内报价 360 元/公斤，出口报价 50 美元/公斤。产品价格进一步提升后，公司泛酸钙板块盈利也将大幅提升，有望带来亮眼表现。

图 18 泛酸钙的合成路径



资料来源：饲料行业信息网，上海证券研究所

3.2 与 Amyris 深度合作，合成生物学赋能原料药业务

公司子公司浙江鑫富深耕维生素业务二十余年，泛酸钙及泛醇是主要品种。通过产学研相结合的方式，公司研发出“微生物拆分制备 D-泛解酸内酯及用于生产 D-泛酸钙与 D-泛醇”技术，获得

国家技术发明二等奖。技术水平的提升优化了公司生产成本，并使亿帆逐渐成为维生素行业内领先的龙头企业。

深度合作 Amyris，迈向合成生物学，落地维生素领域。在维生素领域，亿帆在多年积累、全球市占率领先的基础上，整合上下游资源，寻求更丰富的原料药业务产品线。原料药品种的研发方面，公司在持续自主研发的同时结合合作研发，以延续在技术、环保、安全生产等方面的优势。根据公司公告，近年，公司开展与全球合成生物学龙头公司 Amyris 的合作，为公司的维生素产品等原料药业务赋能。合成生物学技术相较于传统化学工艺在工业生产上具有少污染、高质量、低成本等优势。Amyris 作为行业内世界领先的高新技术企业，在酶工程、菌种构造与筛选及高通量筛选等方面有较高的技术水准，产品涉及原材料、营养健康、日化等领域。目前双方的合作包含角鲨烷等多个品种，在研项目进展较为顺利，按计划有效推进。

4 泛制剂板块稳重向好，“531 计划”彰显信心

4.1 中西药制剂独家品种体现公司差异化优势

亿帆医药的制剂业务主要由亿帆国药、亿帆小分子和亿帆国际三个事业部运营。国药事业部包含公司近年来的“531”计划核心品种，在中成药板块拥有多个独家品种。

图 19 公司部分独家及“531”品种



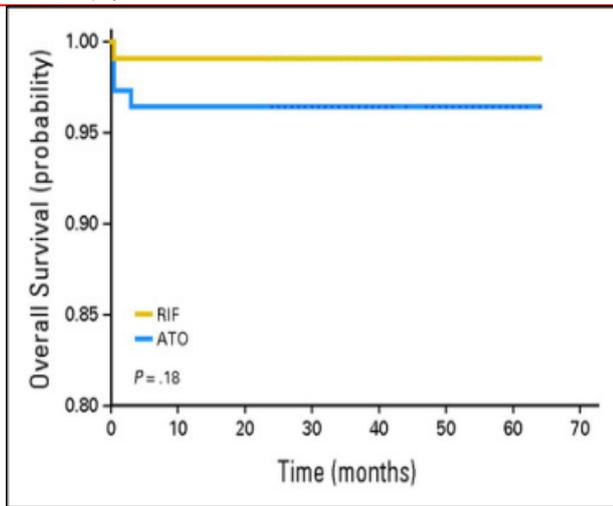
资料来源：公司官网，上海证券研究所

2014 年起，公司围绕血液肿瘤、皮肤及妇儿领域并购整合了包括复方黄黛片、除湿止痒软膏、小儿青翘颗粒、妇阴康洗剂、皮敏消胶囊及疤痕止痒软化乳膏等独家中成药产品，收获了丰富的公司产品线，其中复方银花解毒颗粒、除湿止痒软膏、坤宁颗粒、小儿青翘颗粒等重点品种已进入基药目录和医保目录。2021 年，公司核心产品放量显著，“531”品种表现亮眼，近 2 年来每年均保持 50% 以上的增长。除湿止痒软膏年销量突破 500 万支、小儿青翘颗粒年销量超 690 万盒。

公司复方黄黛片为中药创新药，在临床效果方面非劣于三氧化二砷注射液，占据了早幼粒白血病（APL）约 60% 的市场份额。《中国急性早幼细胞白血病诊疗指南（2018 版）》在不同分型的 APL 诱导治疗、巩固治疗和维持治疗方案中均包含复方黄黛片的使用。

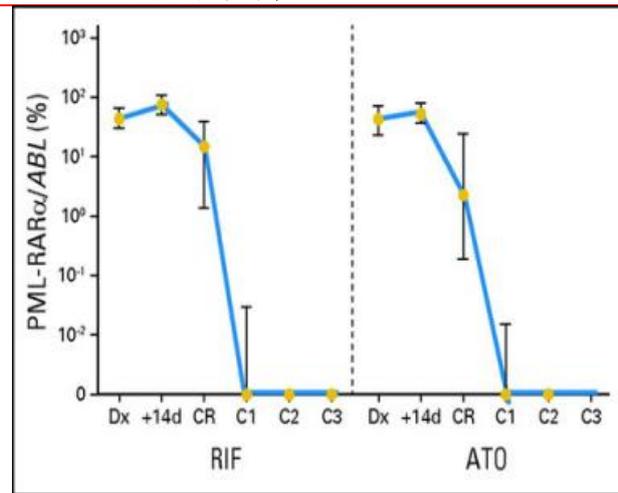
北京大学人民医院在《临床肿瘤学杂志》(Journal of Clinical Oncology)发表了一项随机、多中心临床 III 期非劣性试验结果。该研究设计目的为，针对急性早幼粒细胞白血病（APL）新确诊患者，对比考察了在进行诱导治疗及维持治疗时，含四硫化四砷（As₄S₄）口服药物复方黄黛片（RIF）和三氧化二砷（ATO）静脉注射的疗效与安全性。研究表明对 APL 患者进行一线治疗时，口服 RIF 联合 ATRA 不劣于静脉 ATO 联合 ATRA 方案，因此，可考虑将其作为适用患者的常规治疗手段。

图 20 复方黄黛片 (RIF) 与三氧化二砷 (ATO) 治疗方案的总生存率对比



资料来源: Journal of Clinical Oncology, 上海证券研究所

图 21 复方黄黛片 (RIF) 组与三氧化二砷 (ATO) 组 PML-RAR α 表达在诊断中相似



资料来源: Journal of Clinical Oncology, 上海证券研究所

4.2 胰岛素品种进专项集采, 国际事业部迎来机遇

2018 年 4 月公司购买 SUMMITBIOTECK CO., LIMITED 用于生产门冬胰岛素、赖脯胰岛素和甘精胰岛素三个三代胰岛素类似物的平台技术, 正式切入糖尿病市场领域。公司投资者关系活动表显示, 目前赖脯胰岛素研发取得关键性进展, 进入到临床用药规模化生产阶段, 完成了从实验室到中试到规模化生产阶段, 即完成了可生产出符合药品质量标准的技术验证工作, 预计 2022 年启动赖脯胰岛素类似物的临床试验。若研产进展顺利, 将进一步强化公司在糖尿病领域的布局。

根据公司披露信息, 2018 年, 亿帆医药取得波兰生物科技公司 Bioton S.A. (佰通公司) 胰岛素品种除波兰市场外的全球代理权, 并于 2020 年开始负责国内市场的销售。佰通是全球第四家上市的重组胰岛素制造商, 也是波兰排名前列的综合性医药企业。主要产品包括重组人胰岛素注射液、精蛋白重组人胰岛素注射液、精蛋白重组人胰岛素注射液(预混 30/70)等 9 个规格, 覆盖目前市场上所有水针剂和卡式瓶的剂型, 二代胰岛素产品的品种、剂型及规格等均较齐全。根据公司相关公告, 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。2021 年 11 月, 公司代理佰通的胰岛素进入国家胰岛素专项集采名单, 产品在未来放量可期, 公司作为胰岛素领域的新进入者也将迎来机遇。

4.3 中药创新药断金戒毒胶囊具有重要的临床和社会价值

公司另一款中药创新药产品断金戒毒胶囊源自一款民间验方, 根据公司官网等公开信息, 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及 12 份国际专利。产品由公司子公司四川德峰药业牵头、军事医学科学院毒物药物研究所参与开发，为云南首个民间验方中药，适应症为防海洛因成瘾复吸。产品于 2017 年取得 CDE 临床试验批件，2020 年正式启动临床试验。2021 年 11 月 Ia 期临床试验已全部完成，达到理想临床终点指标，目前正在进行 Ib 的临床实验。断金戒毒胶囊获得国内戒毒专家、民族医药审评专家的重视，于 2021 年 12 月获得公安部颁发科学技术奖一等奖。

中国公安部禁毒局 2011 至 2013 年发布的《中国禁毒报告》指出，截至 2012 年底，全国累计登记吸毒人员 209.8 万名，其中滥用阿片类毒品人员 127.2 万名。作为防复吸药品，公司开发的新药断金戒毒胶囊对各种程度吸毒患者均有效，而且可以一次性地治疗躯体依赖和精神依赖，防止复吸。断金戒毒胶囊具有重要的临床价值和社会价值，随着产品安全性和有效性验证的推进，未来有望成为相关治疗领域的明星产品。

5 盈利预测与估值

关键性假设：

- 1) 2020 年，疫情等原因使得泛酸钙价格降至历史低位水平。2021 年三季度起，公司原料药业务核心品种泛酸钙因多个因素提价趋势显著，假设 2022 年平均泛酸钙价格在 280 元/千克水平，2023 年泛酸钙价格与 2022 年持平，预计 2022-2023 年原料药及高分子材料收入增速分别为 184%、2%。
- 2) 制剂及医药服务方面，小分子事业部 2020 年正式开始运营，自有产品开始发力，2021H1 销售增速为 68%，预计 2021-2023 年将保持较快增长；国药事业部部分品种受集采影响，独家产品销售情况良好，覆盖医疗机构数有望较快增长，2021-2023 年预计保持稳定增长。预计制剂与医疗服务板块 2021-2023 年增速分别为 2%、11%、12%。
- 3) 创新药方面，F-627 作为长效 G-CSF 制剂，随着国内外升白药物渗透率的上升、长效制剂市占率的加大、以及商业化合作伙伴的赋能，在不久的将来有望有所放量。产品已于 2021 年在欧洲部分国家和美国的注册申请已获受理，预计欧美地区有望率先在 2022 年获批，进入前期市场推广和产品导入阶段。根据弗若斯特沙利文及公司公

告，我们依照产品的市场规模等信息对 F-627 的全球销售额进行了敏感性分析，若 5 年后（2027 年）G-CSF 类升白制剂的全球市场规模是 60 亿美元左右，公司经过前期的市场开拓和渠道拓展，中性预测公司 F-627 产品的全球市场销售额峰值可达到 20 亿元人民币。

表 5 F-627 全球销售额敏感性分析

		F-627 市场占有率								
		1.0%	2.5%	4.0%	5.5%	7.0%	8.5%	10.0%	11.5%	
全球 G-CSF 市场规模 (亿美元)	56	0.56	1.40	2.24	3.08	3.92	4.76	5.60	6.44	
	57	0.57	1.43	2.28	3.14	3.99	4.85	5.70	6.56	
	58	0.58	1.45	2.32	3.19	4.06	4.93	5.80	6.67	
	59	0.59	1.48	2.36	3.25	4.13	5.02	5.90	6.79	
	60	0.60	1.50	2.40	3.30	4.20	5.10	6.00	6.90	
	61	0.61	1.53	2.44	3.36	4.27	5.19	6.10	7.02	
	62	0.62	1.55	2.48	3.41	4.34	5.27	6.20	7.13	
	63	0.63	1.58	2.52	3.47	4.41	5.36	6.30	7.25	
	64	0.64	1.60	2.56	3.52	4.48	5.44	6.40	7.36	

资料来源：弗若斯特沙利文，公司公告，上海证券研究所

各项费用关键假设：

- 1) 销售费用率：随着各个事业部的发展、渠道拓展工作的推进等，我们认为公司销售费用将处于上升趋势。根据 2021 年定期报告披露信息，公司推广服务受集采影响，加大自有产品尤其是核心产品市场营销和学术推广力度，销售费用率预计 18.50%，较 2020 年同期有较大增长；2022-2023 年销售费用率预计处于 18% 水平。
- 2) 管理费用率：公司经营情况稳定，未来 3 年管理费用率预计持平，2021-2023 年管理费用率均在 8% 水平。
- 3) 研发费用率：随着亿一生物研发管线临床试验的推进、原料药业务的合作研发进展等，预计公司研发投入将会加大，预计 2021-2023 年研发费用率分别为 6%、6.50%、7%。

估值与投资评级

根据以上假设，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 45.04/64.76/73.17 亿元，同比增长-16.59%/43.78%/12.99%；归属于上市公司股东的净利润分别为 2.77/10.91/13.21 亿元，EPS 分别为 0.22/0.88/1.07 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 74.62/18.92/15.63。首次覆盖，给予“买入”评级。

6 附表

附表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

合计	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5400.38	4504.28	6476.05	7317.08
同比增速	4.12%	-16.59%	43.78%	12.99%
成本	28.90	2577.47	3136.13	3406.39
毛利率	46.48%	42.78%	51.57%	53.45%
原料药与高分子材料	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	1753.54	771.56	2187.59	2231.34
同比增速	15.05%	-56.00%	183.53%	2.00%
毛利率	68.59%	48.00%	65.16%	65.16%
制剂产品与医药服务	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	3,646.85	3732.72	4153.32	4661.91
同比增速	-0.43%	2.35%	11.27%	12.25%
毛利率	35.84%	41.70%	43.49%	45.43%
创新药	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	-	-	135.14	423.83
同比增速	-	-	-	213.63%
毛利率	-	-	80%	80%

资料来源：Wind，上海证券研究所

7 风险提示

(1) 新冠肺炎疫情风险

国内外新冠疫情反复可能对公司生产经营活动产生不良影响。

(2) 国际化经营风险

公司在多个国家和地区开展经营业务，均受当地政治、法律、汇率、税收、经济等环境因素影响。

(3) 研发不及预期风险

药品研发普遍存在周期长、投入大、风险高，试验结果具有不确定性。

(4) 原材料价格波动风险

原材料是公司的重要业务之一，其价格的波动或不及预期会对公司的经营情况产生影响。

(5) 商誉减值风险

公司在发展进程中陆续进行并购整合，形成商誉，存在商誉减值风险。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1324	1885	2225	3216
应收票据及应收账款	1005	802	1153	1303
存货	584	515	627	681
其他流动资产	593	509	636	699
流动资产合计	3506	3712	4642	5899
长期股权投资	666	625	584	544
投资性房地产	23	18	15	14
固定资产	1039	1088	1055	1009
在建工程	415	468	545	610
无形资产	716	858	1019	1123
其他非流动资产	5272	5383	5455	5522
非流动资产合计	8131	8440	8674	8823
资产总计	11637	12152	13316	14722
短期借款	1193	1193	1193	1193
应付票据及应付账款	381	353	357	387
合同负债	63	26	16	17
其他流动负债	492	456	516	550
流动负债合计	2129	2028	2081	2147
长期借款	448	498	560	624
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	330	325	325	325
非流动负债合计	778	823	886	949
负债合计	2907	2851	2967	3097
股本	1055	1234	1234	1234
资本公积	3041	3043	3044	3046
留存收益	4505	4932	6023	7343
归属母公司股东权益	8440	9047	10139	11462
少数股东权益	290	254	209	163
股东权益合计	8730	9301	10348	11626
负债和股东权益合计	11637	12152	13316	14722

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	1109	854	768	1328
净利润	931	241	1046	1275
折旧摊销	186	176	177	180
营运资金变动	-62	225	-516	-191
其他	53	213	62	63
投资活动现金流量	-771	-459	-430	-338
资本支出	-715	-538	-462	-379
投资变动	-63	70	18	26
其他	7	10	14	16
筹资活动现金流量	-568	166	2	1
债权融资	-253	45	62	64
股权融资	0	180	2	2
其他	-315	-59	-62	-65
现金净流量	-229	561	340	991

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5400	4504	6476	7317
营业成本	2890	2577	3136	3406
营业税金及附加	42	35	51	57
销售费用	703	833	1166	1317
管理费用	408	360	518	585
研发费用	325	270	421	512
财务费用	67	39	34	32
资产减值损失	-10	-159	-9	-9
投资收益	7	9	13	15
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1085	284	1220	1486
营业外收支净额	-4	-4	-4	-4
利润总额	1081	280	1216	1482
所得税	149	39	170	208
净利润	931	241	1046	1275
少数股东损益	-37	-36	-45	-46
归属母公司股东净利润	968	277	1091	1321

主要指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力指标				
毛利率	46.5%	42.8%	51.6%	53.4%
净利率	17.9%	6.1%	16.8%	18.0%
净资产收益率	11.5%	3.1%	10.8%	11.5%
资产回报率	8.3%	2.3%	8.2%	9.0%
投资回报率	9.1%	2.8%	9.2%	10.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	4.1%	-16.6%	43.8%	13.0%
EBIT 增长率	-0.3%	-67.7%	264.5%	20.5%
归母净利润增长率	7.2%	-71.4%	294.3%	21.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	0.22	0.88	1.07
每股净资产	6.84	7.33	8.22	9.29
每股经营现金流	0.90	0.69	0.62	1.08
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.46	0.37	0.49	0.50
应收账款周转率	5.37	5.62	5.62	5.62
存货周转率	4.95	5.00	5.00	5.00
偿债能力指标				
资产负债率	25.0%	23.5%	22.3%	21.0%
流动比率	1.65	1.83	2.23	2.75
速动比率	1.32	1.53	1.87	2.37
估值指标				
P/E	23.66	74.62	18.92	15.63
P/B	2.77	2.28	2.04	1.80
EV/EBITDA	15.76	38.54	13.72	11.07

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。