

亿帆医药 (002019.SZ)

买入 (首次评级)

业绩拐点到来，迈入“创新国际化”成长新阶段

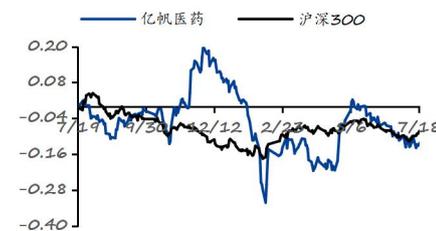
当前价格: 12.20 元

投资要点:

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,226.02/851.11
流通 A 股市值(百万元)	10,383.58
每股净资产(元)	6.86
资产负债率(%)	29.13
一年内最高/最低价(元)	16.86/9.11

一年内股价相对走势



➤ **两大创新药进入医保放量元年，创新驱动公司成长：**2023 年公司获批了两大预期销售峰值超 20 亿元的创新药亿立舒和丁甘交联玻璃酸钠，并于 2023 年成功纳入医保，2024 年为商业化元年。(1) 亿立舒：依靠“非格司亭的优效数据和培非格司亭的非劣数据+正大天晴强大销售能力”，我们认为该品种有望在长效升白针领域实现市占率的快速提升，参考国内已上市企业齐鲁制药和石药集团的相关产品目前销售额已经突破 20 亿，亿立舒凭借其有效性优势和安全性优势，国内销售峰值有望超 20 亿元；海外市场，我们认为随着美国、欧盟、日本等市场逐步开拓，长期有望贡献较大业绩增量；(2) 丁甘交联玻璃酸钠：产品适应人群为骨关节炎患者，国内患者人群约 4800 万人，丁甘相较于竞品具有依从性、价格和疗效优势，通过玻璃酸钠渗透率假设和丁甘市占率假设，我们假设丁甘远期覆盖人群达到 216 万人，价格为 1126 元/支，整体产品销售峰值有望达到 24.4 亿元。

团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn
分析师：吴沛柯(S0210524070003)
wpk30483@hfzq.com.cn

➤ **2024 年重塑国内药品“研产销”体系，传统制剂业务有望稳健增长：**公司 2024 年合并国内中药化药事业部，销售端有望改善。(1) 在化药领域，公司具有众多差异化和竞争格局较好的品种，比如氟法拉滨、乳果糖口服液、长春新碱注射液以及去甲/去氧肾上腺素注射液、多巴胺注射液等急抢救急品种，此外引进品种罗氏希罗达有望在 24 年贡献增量，后续每年有望获批数个制剂产品，提供长期增长动力；(2) 在中药领域，公司共有 108 个中药品种，涵盖 14 个独家中药医保品种和 6 个基药目录品种，核心品种包括复方黄黛片、复方银花解毒颗粒等。

相关报告

➤ **原料药业务处于底部区间，有望企稳：**根据 wind 数据库显示，目前泛酸钙价格约为 53 元/kg，我们查询了近 10 年泛酸钙价格走势，发现目前泛酸钙处于历史底部价格区间，后续价格再下降的风险较低。随着泛酸钙价格企稳，以及需求端的相对稳定，我们认为公司原料药的负面影响将逐步削弱。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 35%/19%/20%，归母净利润增速分别为 200%/32%/31%，EPS 分别为 0.45/0.59/0.78 元。采用可比公司估值法，24 年可比公司平均 PE 倍数为 33 倍。我们认为公司目前处于相对低估位置，且公司产品管线处于快速放量期，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

产品销售不及预期的风险、行业政策不及预期的风险、药品研发创新、仿制药研发及一致性评价的风险

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,837	4,068	5,488	6,547	7,837
增长率	-13%	6%	35%	19%	20%
净利润(百万元)	191	-551	551	726	951
增长率	-31%	-388%	200%	32%	31%
EPS(元/股)	0.16	-0.45	0.45	0.59	0.78
市盈率(P/E)	78.2	-27.1	27.1	20.6	15.7
市净率(P/B)	1.7	1.8	1.7	1.5	1.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 亿帆医药：老牌药企华丽转型，创新管线进入放量期	4
1.1 亿帆医药：老牌药企收购之王，迈入创新国际化新篇章	4
1.2 2024 年业绩拐点出现，创新药品有望带来业绩新增量	6
1.3 公司产品集群丰富，研发创新持续加码	7
2 创新管线：“亿立舒+丁甘”进入快速放量阶段	10
2.1 亿立舒：三代 G-CSF，天晴助力国内销售高增长，海外打开成长天花板	10
2.2 丁甘交联玻璃酸钠：定位庞大 OA 患者，潜在空间巨大	14
3 传统制剂：中药品种丰富，化药差异化布局，奠定稳健增长基础	17
3.1 中药：独家、基药品种丰富，市场潜力巨大	17
3.2 化药：差异化布局，品种梯队完善	19
4 原料药：泛酸钙价格处于底部区间，向下风险较低	20
5 盈利预测与估值	21
5.1 盈利预测	21
5.2 投资建议	22
6 风险提示	23

图表目录

图表 1： 亿帆医药发展历程	4
图表 2： 公司主要投资并购梳理	5
图表 3： 亿帆医药股权结构图（截至 2024Q1）	6
图表 4： 2018-2024Q1 公司营收及归母	6
图表 5： 2018-2023 年公司核心业务收入结构	6
图表 6： 2018-2023 年公司核心业务毛利结构	6
图表 7： 2018-2024Q1 公司毛利率和净利率情况	7
图表 8： 2018-2023 年公司各项业务毛利率情况	7
图表 9： 亿帆医药主要产品概览	7
图表 10： 2018-2023 年公司研发人员数量变化情况	9
图表 11： 2018-2023 年公司研发投入情况	9
图表 12： 亿帆医药主要在研管线情况	10
图表 13： 2019-20230E 国内 G-CSF 市场规模	11
图表 14： 2022 年国内长效 G-CSF 市场竞争格局（亿元）	11
图表 15： 三代 G-CSF 对比	12
图表 16： 国产主要长效 G-CSF 药物对比	12
图表 17： F-627 分子结构	13
图表 18： F-627 作用机制	13
图表 19： F-627 安全性优势明显，不易致敏	13
图表 20： F-627 临床数据显示明显的有效性优势	13
图表 21： 亿立舒表现出可持续有效的降低中重度中性粒细胞减少的发生率	14
图表 22： Hyruan One 产品示意图	15
图表 23： 2018-2023 年国内城市公立医院玻璃酸钠注射液销售情况	15
图表 24： 国内主要玻璃酸钠产品对比	15
图表 25： 丁甘 III 期研究设计方案	16
图表 26： 13 周和 16 周 WOMAC-Likert 疼痛评分	16
图表 27： 丁甘交联玻璃酸钠潜在市场空间测算	16
图表 28： 公司中药部分重要产品概览	17
图表 29： 《新英格兰医学》杂志研究成果	18
图表 30： 临床研究证明“复方黄黛片+维甲酸”治疗 APL 非劣性	18
图表 31： 公司化药部分重要产品概览	19
图表 32： 亿帆医药 2022-2024 年 6 月 30 日获批品种（截至 2024 年 6 月 30 日）	20
图表 33： 2018-2023 年公司原料药业务收入情况	21



图表 34: 近 10 年泛酸钙 (98% 国产) 历史报价情况 (元/kg)	21
图表 35: 公司收入和毛利率拆分预测表	22
图表 36: 可比公司估值表	23
图表 37: 财务预测摘要	24

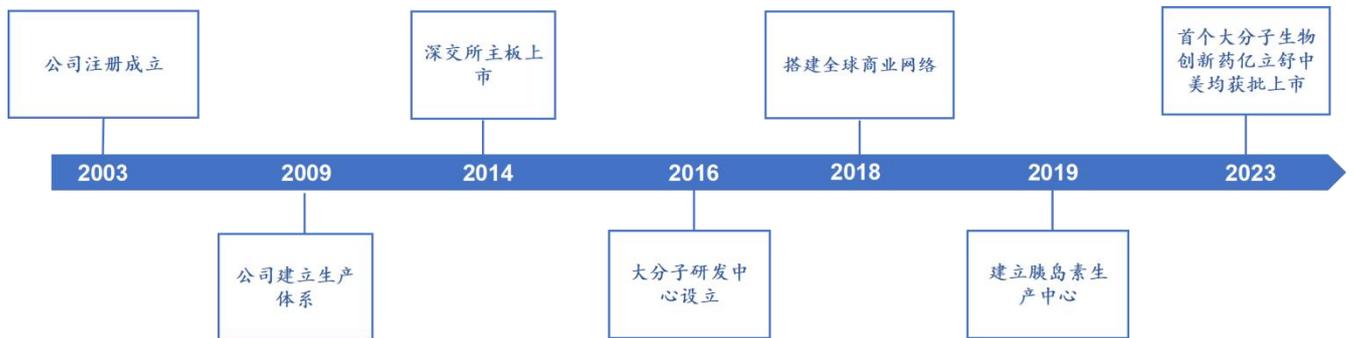


1 亿帆医药：老牌药企华丽转型，创新管线进入放量期

1.1 亿帆医药：老牌药企收购之王，迈入创新国际化新篇章

亿帆医药是一家专注医药健康事业的创新型研发生产企业，亿帆医药股份有限公司成立于2003年，2014年公司借壳鑫富药业上市，并入泛酸钙及泛醇等原料药业务。目前公司围绕大分子、小分子、合成生物、特色中药四大核心业务，持续创新赋能，初步形成符合临床需求并具有商业价值的多元化产品研发管线，现有涵盖创新药、生仿药、仿制药、中成药、合成生物等领域的近50个在研产品。

图表 1：亿帆医药发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司自上市以来广泛开展收购工作，持续探索传统药企转型道路，获得众多优质资产。2015年，公司收购安徽天康100%股权，获得62个治疗白血病、妇科病及品牌OTC等药品批准文号，开始建立高端血液肿瘤病产品线；同年，亿帆医药收购沈阳澳华、四川天联100%股权，拥有皮肤科药品品种基本覆盖皮肤科病治疗的主要领域；2016年收购健能隆，正式进入生物创新药领域，获得双分子技术平台（Di-Kine™）和免疫抗体技术平台（ITab™），以及平台在研创新药F-627、F-652；2017年收购NovoTek，为后续公司引进进口产品打开通道，进一步丰富公司产品结构，为实现药品制剂国际化战略奠定基础；2018年收购赛臻公司不低于90%股份，拓展亚太地区销售推广渠道；2019年，收购Perfect Trend，为公司胰岛素产品的研发试验、稳定生产、全球上市和销售提供保障。



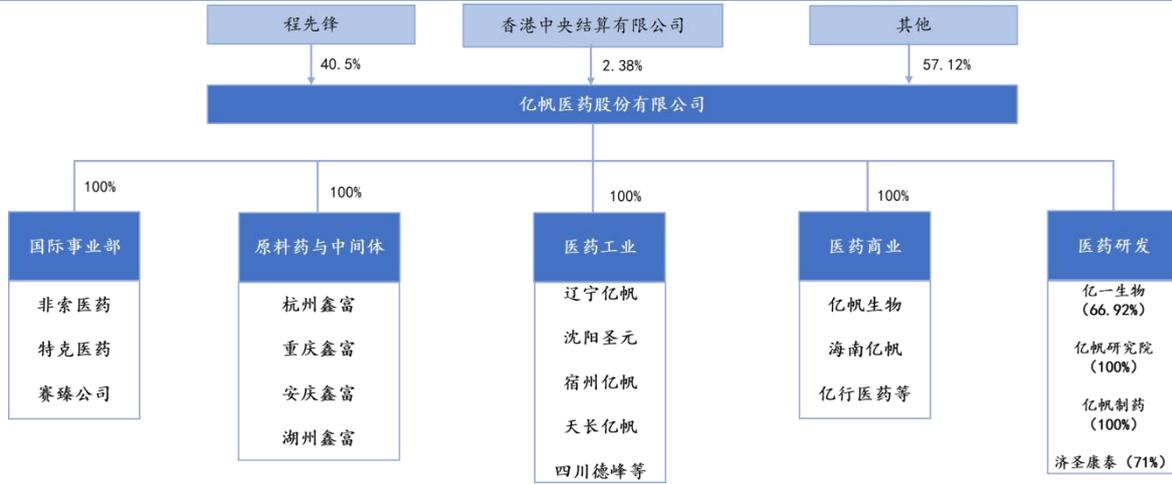
图表 2: 公司主要投资并购梳理

时间	收购事件	收购价格	收购标的主要业务及产品
2014	四川美科制药有限公司 100%股权	5124 万元	获得缩宫素鼻喷雾剂产品
2015	沈阳志鹰药业有限公司 70%股权	9800 万元	获得玻璃瓶装大容量注射剂、非 PVC 软袋大容量注射剂和注射用抗肿瘤免疫核糖核酸系列产品
2015	安徽省天康药业有限公司 100%股权	2.4 亿元	拥有治疗白血病、妇科病及品牌 OTC 等药品批准文号 62 个，其中独家品种、独家剂型与规格产品 10 个，中药三类新产品 7 个。核心产品为复方黄黛片。
2015	沈阳澳华制药有限公司 100%股权	7142 万元	拥有治疗皮肤病、心脑血管病、胃肠病等药品批准文号 32 个，其中独家品种、独家剂型产品 3 个。全国独家产品皮敏消胶囊是国家三类新药、国家二级中药保护品种。
2015	四川天联药业有限公司 100%股权	3.03 亿元	皮肤科药品为主，品种基本覆盖了皮肤科病治疗的主要领域。除皮肤科药品外，自主拥有银杏叶丸、萘蒴降血脂颗粒、颈通颗粒等 4 个心脑血管及骨科全国独家及专利品种。
2016	DHY&CO. LTD. 53 80%股权	10.0068 亿元	布局创新大分子生物药，新药研发平台 (DiKine™ 双分子平台，lTab™ 免疫抗体平台)，主要品种包括第三代创新药贝格司亭 (F-627，长效 G-CSF-Fc)，自主首创新药普罗纳亭 (F-652，白介素-22-Fc)，肿瘤免疫双特异性抗体新药 A-337 等。
2017	NovoTek Pharmaceuticals Limited 100%股权	1.36 亿元	NovoTek 公司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，产品线涉及妇科、儿科等。NovoTeck 将为后续继续引进进口产品打开通道，将进一步丰富公司产品结构，并实现药品制剂国际化战略奠定坚实基础
2018	赛臻公司不低于 90%股份	2800.01 万美元收购 100% 股权	拥有 10 年的亚太地区销售推广经验和稳定的销售渠道，累积了大量的亚太地区分销商资源，致力于销售与推广重组人胰岛素、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。
2019	DongrenSingaporePteLtd 100%股权及 PerfectTrendVenturesLtd 100%股权 (最终间接获得佰通公司 31.65%股权)	分别花费 4.479 亿元和 2.684 亿元	Perfect Trend 从事治疗糖尿病领域药品公司的股权投资。佰通公司专注于糖尿病领域，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

数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所

公司股权结构清晰且稳定。截至 2024 年 Q1，亿帆医药实际控制人、董事长兼总裁程先锋先生持股 40.50%。程先锋先生与上海迎水投资管理有限公司-迎水潜龙 13 号私募证券投资基金、上海迎水投资管理有限公司-迎水巡洋 4 号私募证券投资基金、上海迎水投资管理有限公司-迎水和谐 7 号私募证券投资基金、以及周本余为一致行动人关系，一致行动人合计持股公司股份 42.54%。亿帆医药旗下子公司众多，涉及医药原料、医药工业、药品研发、医药商业、贸易与投资管理等多元化领域。

图表 3：亿帆医药股权结构图（截至 2024Q1）

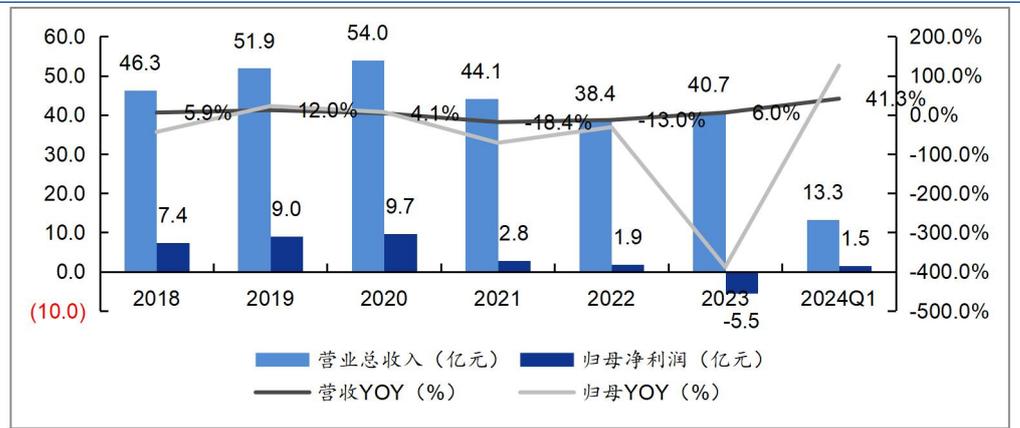


数据来源：公司年报，Wind，华福证券研究所

1.2 2024 年业绩拐点出现，创新药品有望带来业绩新增量

2018-2020 年公司业绩稳定增长，2021 年以来，受国内疫情、维生素行业供需产能过剩、国际局势动荡的影响，加之公司原料药板块业务收入下滑，创新产品研发与国际化进程受阻，公司营收和归母净利润出现大幅下降。2023 年，公司实现营收 40.7 亿元，同比增长 6.0%，其中医药自有产品（含进口）实现收入 24.3 亿元，较上年同期增长 19.6%，归母净利润为-5.5 亿元，主要系 2023 年资产减值损失大幅增加、研发费用增加和政府补助减少所致。2024Q1 公司营收和业绩重回较高水平，实现收入 13.3 亿元（+41.3%），归母净利润 1.5 亿元（+125.6%）。

图表 4：2018-2024Q1 公司营收及归母

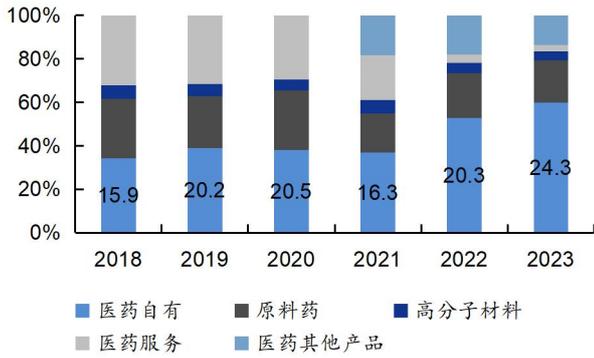


数据来源：Wind，华福证券研究所

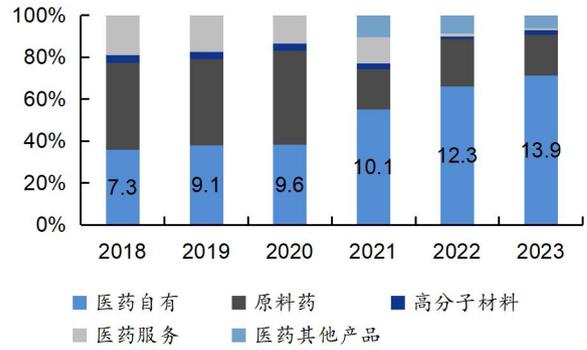
公司医药自有产品贡献主要营收和毛利来源。2023 年公司医药自有产品（含进口）实现收入 24.3 亿元（+19.7%），占比最高达 59.7%，原料药板块和高分子材料分别实现收入 8.0 亿元（+1.6%）和 1.7 亿元（-4.7%），医药其他产品和医药服务分别实现收入 5.6 亿元（-19.5%）和 1.1 亿元（-25.8%）。毛利方面，公司医药自有业务实现毛利 13.9 亿元，占比高达 71.3%，贡献主要毛利。

图表 5：2018-2023 年公司核心业务收入结构

图表 6：2018-2023 年公司核心业务毛利结构



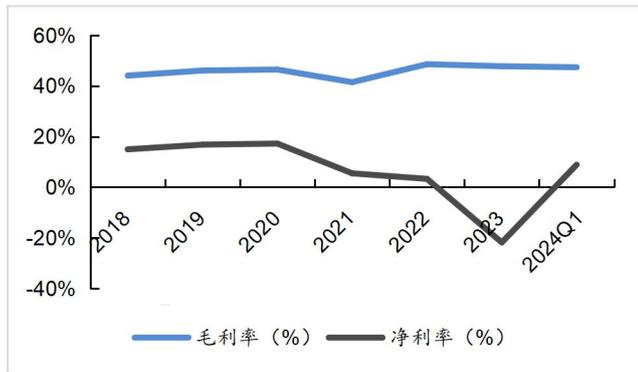
数据来源: Wind, 华福证券研究所



数据来源: Wind, 华福证券研究所

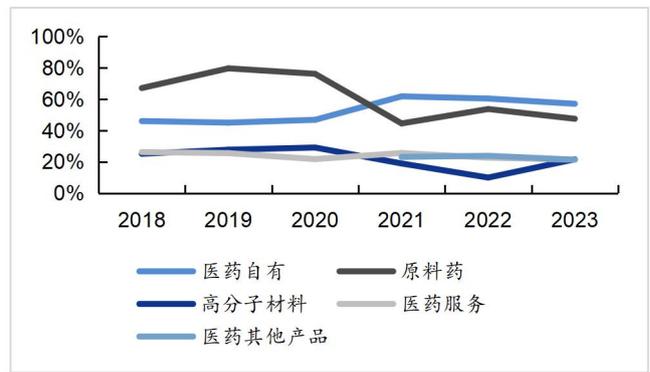
2022-2024Q1 公司整体毛利率维持在 47%+水平, 2023 年和 2024Q1 毛利率分别为 47.8%和 47.4%, 公司 2024Q1 净利率为 8.9%。分业务板块来看, 公司自有药品毛利率相对较高, 2021-2023 毛利率水平分别为 61.8%、60.4%和 57.0%。

图表 7: 2018-2024Q1 公司毛利率和净利率情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 8: 2018-2023 年公司各项业务毛利率情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

1.3 公司产品集群丰富, 研发创新持续加码

亿帆医药业务涵盖医药产品、原料药和高分子材料的研发、生产、销售及药品推广服务。医药产品主要有中成药、化药和生物药等产品; 原料药主要为维生素 B5 及原 B5 等产品。(1) 中药板块, 公司是拥有独家产品, 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。亿帆医药也是目前少数列入世界卫生组织基本药物标准清单的中药产品国内企业之一。(2) 化药板块, 公司以特色原料+高端辅料为基础, 聚焦“小、尖、特”差异化化药产品链, 拥有高端化药研发生产制造平台 and 与国际接轨的高标准生产质量管理体系。(3) 生物药板块, 2023 年公司自研的第一款创新药亿立舒取得了上市。(4) 原料药方面, 公司原料药维生素 B5 及原 B5 产品以直销为主, 70%以上销往欧美等多个国家和地区, 全球市场占有率居于领先地位。

图表 9: 亿帆医药主要产品概览



产品	类别	产品	销售区域	适应症	备注
中成药		小儿青翘颗粒	境内销售	疏风清热，解毒利咽，消肿止痛。用于风热乳蛾；证见：发热、咽痛、喉核肿大、舌红、苔黄等； 主治小儿急性扁桃体炎（急乳蛾）具有上述证候者	持有人
		复方银花解毒颗粒	境内销售	疏风解表，清热解毒。用于普通感冒、流行性感属风热证，症见：发热，微恶风，头痛，鼻塞流涕，咳嗽，咽痛，全身酸痛，苔薄白或微黄，脉浮数	持有人
		麻苈消咳颗粒	境内销售	清肺化痰，止咳平喘。用于急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作属痰热郁肺证，症见：咳嗽、喘息、痰黄或稠厚、发热、口干、苔黄腻、舌红等症	持有人
		除湿止痒软膏	境内销售	用于急性、亚急性湿疹证属湿热或湿阻型的辅助治疗	持有人
		皮敏消胶囊	境内销售	祛风除湿，清热解毒，凉血止痒。用于急慢性荨麻疹、急性湿疹属风热证或风热挟湿证者	持有人
		疤痕止痒软化乳膏	境内销售	用于灼伤或手术后的增殖性疤痕等	持有人
		妇阴康洗剂	境内销售	用于支原体、衣原体、细菌引起的急性慢性尿道炎、阴道炎、盆腔炎、前列腺炎	持有人
		复方黄黛片	境内销售	清热解毒，益气生血。用于初治的急性早幼粒细胞白血病	持有人
		银杏叶丸	境内销售	天然的 PAF 拮抗剂，活血、化瘀、通络。用于防治心脑血管疾病、老年痴呆，抗血栓、抗衰老、抗癌变，提高智力、提高免疫力	持有人
		颈通颗粒	境内销售	补血益气、活血化瘀、散风湿。用于颈椎病引起的颈项疼痛、活动不利、肩痛	持有人
医药产品		希罗达（卡培他滨片）	境内销售	适用于不能手术的晚期或者转移性胃癌的一线治疗，适用于结肠癌辅助化疗等多项适应症	持有人
		易尼康（丁甘交联玻璃酸钠）	境内销售	适用于对非药物保守治疗及单纯止痛药物治疗（如对乙酰氨基酚）疼痛缓解效果欠佳的膝骨关节炎（OA）成人患者。	进口
		乳果糖口服溶液	境内销售	用于治疗便秘、预防和治疗肝性脑病的口服制剂	自有+进口
		盐酸缙更昔洛韦片	境内销售	适用于治疗获得性免疫缺陷综合症（AIDS）患者的巨细胞病毒（CMV）视网膜炎。适用于预防高危实体器官移植患者的 CMV 感染	进口
		雌三醇乳膏	境内销售	雌激素缺乏引起的泌尿生殖道萎缩性症状；预防复发性阴道炎和尿道下部的感染；尿频、尿痛和轻度尿失禁。也可用于绝经后妇女阴道术前和术后，以及可疑的萎缩性宫颈涂片辅助诊断	进口
		硫酸长春新碱注射液	境内销售	治疗急性白血病、治疗恶性淋巴瘤等	持有人
		普乐沙福注射液	境内销售	适用于非霍奇金淋巴瘤（NHL）患者动员造血干细胞（HSC）进入外周血，以便于完成 HSC 采集与自体移植	持有人
		氟达拉滨注射液	境内销售	适用于既往至少接受过两种方案治疗且无其他治疗手段可达持续应答的 1-21 岁复发性或难治性急性淋巴细胞白血病患者	持有人
		重酒石酸去甲肾上腺素注射液	境内销售	适用于某些急性低血压状态（例如，嗜铬细胞切除术、交感神经切除术、心肌梗死、输血和药物反应等）的血压控制。作为心脏骤停和严重低血压的辅助治疗手段	持有人
		富马酸依美斯汀缓释胶囊	境内销售	用于过敏性鼻炎和荨麻疹	持有人
	缩宫素鼻喷雾剂	境内销售	具有加强子宫收缩和可促使乳腺泡周围的平滑肌细胞收缩，促进排乳作用，可用于协助产妇后乳腺分泌的乳汁排出	持有人	

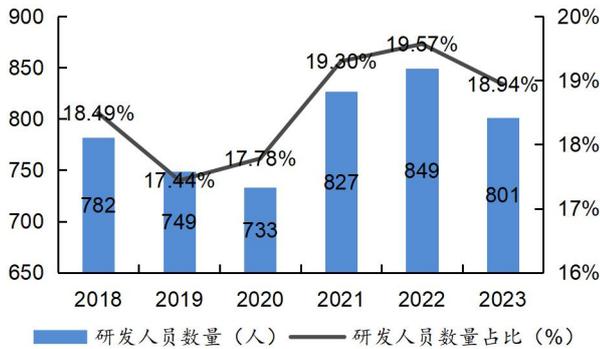


生物药	注射用唑来膦酸浓溶液	境外销售	英文名商品名“Zometa”，中文商品名“择泰”，与标准抗肿瘤药物治疗合用，用于治疗实体肿瘤骨转移患者和多发性骨髓瘤患者的骨骼损害。用于治疗恶性肿瘤引起的高钙血症（HCM）	持有人
	注射用盐酸万古霉素	境外销售	适用于耐青霉素、耐头孢菌素的革兰阳性菌严重感染	持有人
	亿立舒	全球销售	用于成年非髓性恶性肿瘤患者在接受容易引起发热性中性粒细胞减少症的骨髓抑制性抗癌药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染发生率，中国已获批，美国、欧洲正在审批中	持有人
	人胰岛素注射液	全球销售	公司拥有全系列人胰岛素注射液，利用重组 DNA 技术生产的人胰岛素，与天然胰岛素有相同的结构和功能。可调节糖代谢，促进肝脏、骨骼和脂肪组织对葡萄糖的摄取和利用，促进葡萄糖转变为糖原贮存于肌肉和肝脏内，并抑制糖原异生，从而降低血糖	代理（除波兰外）
	注射用重组人生长激素	境外销售	用于儿童、成人生长激素缺乏症，特纳氏综合症，儿童慢性肾功能不全导致的生长障碍，手术、创伤后高代谢状态（负氮平衡），烧伤，脓毒症血症	持有人
	粒细胞集落刺激因子	境外销售	预防和治疗化疗引起的白细胞减少	持有人
维生素	维生素 B5	全球销售	又称 D-泛酸钙，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	自有
	维生素原 B5	全球销售	又称 D-泛醇，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	自有

数据来源：公司公告，华福证券研究所

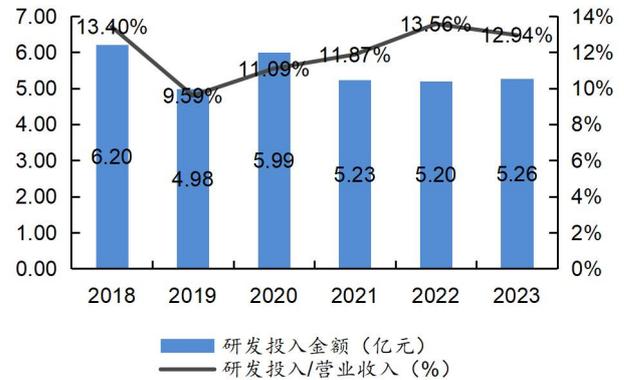
公司研发人员和研发投入维持在较高水平。2023 年公司研发人员达 801 人，占比 18.9%，研发投入金额达 5.3 亿元，占营收比例达 12.9%。随着公司研发项目的顺利推进，公司研发投入有望维持在相对平稳水平。

图表 10：2018-2023 年公司研发人员数量变化情况



数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所

图表 11：2018-2023 年公司研发投入情况



数据来源：公司公告，Wind，华福证券研究所

公司聚焦大分子、小分子、合成生物学、中药四大业务领域开展产品创新研发，目前已形成大分子生物药创新平台、化学合成平台、中药研发平台和合成生物平台四大研发平台。在大分子药物领域，主要在研项目 F-627 已在美国、中国、欧盟获批上市，该药物主要应用于预防及治疗肿瘤患者在接受抗癌药物出现嗜中性粒细胞减少症。F-652 临床在研酒精性肝炎、慢加急性肝衰竭、急性移植抗宿主病适应症，公司 2023 年 12 月发布公告，F-652 在慢加急性肝衰竭（ACLF）中国 II 期临床试验结果达到预期目标。在小分子化药和中成药领域，公司均有众多品种处于研发不同阶段。

图表 12：亿帆医药主要在研管线情况

项目分类	主要在研项目	适应症	项目进展	拟达到的目标
大分子系列	F-627	化疗致中性粒细胞减少症	美国、中国获批上市；欧盟上市审评中	全球商业化
	F-652	酒精性肝炎	中美 II a 期临床	全球商业化
	F-652	慢加急性肝衰竭	中美 II 期临床	全球商业化
	F-652	急性移植抗宿主病	中美 II a 期临床	全球商业化
	F-652	新生儿坏死性肠炎	临床前研究	全球商业化
	F-899	儿童生长激素缺乏症	中国 I 期临床	中国商业化
小分子系列	YFH-3FM	消化性溃疡所致上消化道出血	即将申报	获得生产批件
	YFH-3MS	急性骨骼肌疼痛或不适症状	即将申报	获得生产批件
	YF-H-21YX	癌痛及手术后疼痛	即将申报	获得生产批件
	YF-H-20NP	动脉瘤性蛛网膜下腔出血后脑血管痉挛引起的缺血性神经损伤	即将申报	获得生产批件
	YF-H-21YT	抗过敏	BE/临床	获得生产批件
	二氮嗪口服混悬液	先天性高胰岛素血症 (CHI)	审评审批中	获得生产批件
	缩宫素注射液	子宫出血；了解胎盘储备功能 (激惹试验)	审评审批中	获得生产批件
中药系列	YFZ-1DJ	拟用于阿片类药物成瘾者的防复吸治疗	正在开展 Ib 临床试验	获得生产批件
	YFZ-1ZX	用于小儿外感风热	完成临床前研究	获得生产批件
	YFZ-5YH	感冒和流感	正在开展二期临床	获得生产批件
	YFZ-3YH	补血补气、养血活血	完成药学研究	获得生产批件
	YFZ-3TH	血虚兼血瘀证	完成药学研究	获得生产批件
	YFZ-3BY	妇科阴虚内热动血诸症	完成药学研究	获得生产批件
	YFZ-3TJ	月经不调、妇科炎症及功能性子宫出血	完成药学研究	获得生产批件
合成生物系列	YF-BUD	进一步丰富产品线	完成第一个里程碑	具有综合竞争优势，在全球上市销售
	YF-PG	进一步丰富产品线	完成第一个里程碑	具有综合竞争优势，在全球上市销售
	YF-GT	进一步丰富产品线	完成第三个里程碑，具备产业化条件	具有综合竞争优势，在全球上市销售
	YF-RA	进一步丰富产品线	完成第一个里程碑，正在开展后续研究	具有综合竞争优势，在全球上市销售
	YF-GB	进一步丰富产品线	基本完成第一个里程碑	具有综合竞争优势，在全球上市销售

数据来源：亿帆医药官网，Evive 官网，华福证券研究所（注：小分子系仅罗列部分品种）

2 创新管线：“亿立舒+丁甘”进入快速放量阶段

2.1 亿立舒：三代 G-CSF，天晴助力国内销售高增长，海外打开成长天花板

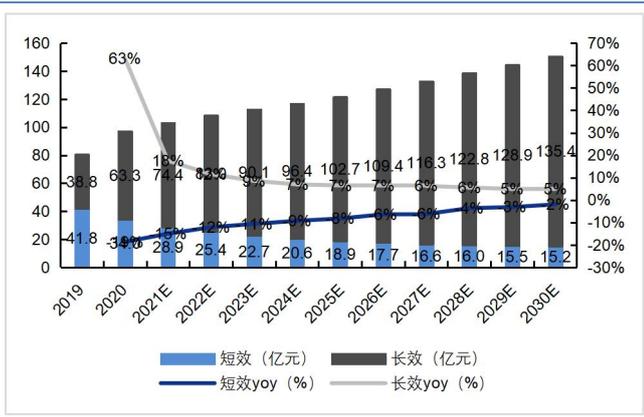
化疗仍是目前肿瘤治疗的主要方式之一，但过程中的不良反应严重影响临床效果。化疗导致的中性粒细胞减少（CIN，使用骨髓抑制性化疗药物后引发外周血中性粒细胞绝对计数 ANC 的降低，即血常规结果中 $ANC < 2.0 \times 10^9/L$ ）和粒细胞减少性发热（FN，严重的中性粒细胞降低合并发热）会增加侵袭性感染的发生风险，可能



会引起治疗费用的增加、抗生素的使用、住院时间的延长、化学药物的减量或延迟，严重者可导致感染性休克、脓毒综合征等危及生命的并发症，甚至导致患者死亡。粒细胞集落刺激因子是一种糖基化的多肽链细胞生长因子，能特异地调节粒系祖细胞的增殖与分化，并能增强成熟中性粒细胞的功能，对预防和治疗接受骨髓毒性化疗的患者的中性粒细胞减少及其并发症非常有益。ASCO、ESMO、NCCN 及 CSCO 指南均一致推荐在化疗患者中对于 FN 预防性应用 G-CSF。肿瘤化疗导致的中性粒细胞减少诊治中国专家共识（2023 版）指出，G-CSF 可用于 FN 的一级预防、二级预防，一级预防指首次使用具有骨髓抑制的化疗药物后 24-72h 使用 G-CSF 以预防 FN 的发生，二级预防指在第 2 个周期和后续每周期化疗之前进行风险评估，如果患者前 1 个周期化疗在未预防性使用 G-CSF 的情况下发生过 FN 或剂量限制性中性粒细胞减少性事件，下次化疗后预防性使用 G-CSF。

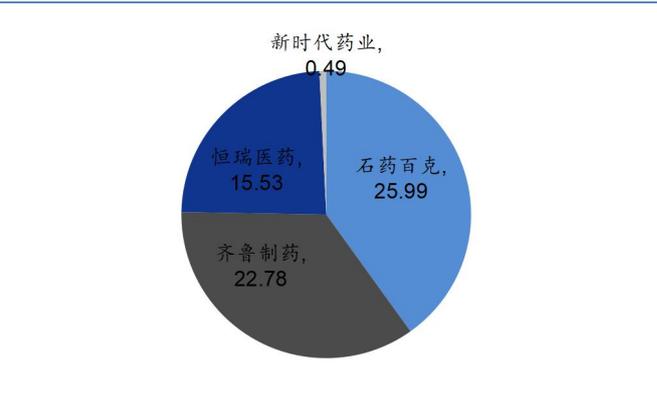
目前粒细胞集落刺激因子市场中以长效 G-CSF 为主，2020 年占比已经 65%。根据弗若斯特沙利文预测，2020 年我国 G-CSF 类药物总收入约为 97.3 亿元，其中长效产品的销售额为 63.3 亿元，长效制剂市场份额超过 65%。根据 GLOBOCAN 数据研究显示：2018-2040 年中国每年首疗程化疗患者将由 264 万增加至 420 万，是全球化疗需求最高的国家。在我国癌症新发患者数量不断上升化疗需求持续旺盛的背景下，长效升白类药物市场规模有望进一步扩张，到 2030 年长效升白针市场规模有望突破 135 亿元。根据药渡数据，2022 年我国长效升白针市场中，石药和齐鲁销售额分列前两位分别实现销售 26.0 亿元和 22.8 亿元，根据石药和齐鲁长效 G-CSF 销售额，我们认为亿立舒凭借其有效性和安全性优势销售额有望达到 20 亿规模。

图表 13：2019-20230E 国内 G-CSF 市场规模



数据来源：Frost & Sullivan，华福证券研究所

图表 14：2022 年国内长效 G-CSF 市场竞争格局(亿元)



数据来源：药渡数据，华福证券研究所

目前国内上市的人粒细胞集落刺激因子主要有三代，其中第一代 G-CSF 属于短效升白针，具有半衰期短和不良反应发生率较高的特征，第二代为传统长效 G-CSF，通常通过 PEG 长效化，但是不良反应和致敏率相对较高，而第三代 G-CSF 采用 Fc 融合技术和哺乳细胞制备具有药理活性更强和不良反应发生率更低的优势。

图表 15: 三代 G-CSF 对比



数据来源: CDE, 华福证券研究所

目前主要上市的长效 G-CSF 产品中, 石药和齐鲁上市时间最早, 因而目前销售额最大。恒瑞医药艾多于 2018 年上市, 产品具备用量优势 (只用 1 支), 且结构方面参考原研安进培非格司亭进行了全面改构升级, 具备纯度高和毒性更小的优势, 目前处于快速放量阶段。亿帆医药的亿立舒为第三代 G-CSF, 属于双分子 G-CSF, 药理活性更强且不良反应发生率更低。复星医药/特宝的珮金具有半衰期更长, 用量更少的优势。

图表 16: 国产主要长效 G-CSF 药物对比

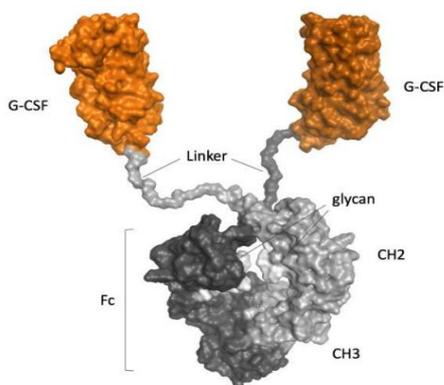
生产企业	石药集团	齐鲁制药	恒瑞医药	山东新时代	亿帆医药	特宝/复星	双鹭药业
药品名称	津优力 (聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子)	新瑞白 (聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子)	艾多 (硫培非格司亭)	申力达 (聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子)	亿立舒 (艾贝格司亭 α)	珮金 (拓培非格司亭注射液)	久立 (聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子)
上市时间	2011	2015	2018	2021	2023	2023	2023
规格	1ml:3mg	1ml:3mg	0.6ml:6mg	1ml:3mg	1ml:20mg	2.0mg (8.0 \times 107U)/1.0mL/支 (西林瓶式)	1ml:1mg
单价 (元/支)	750	680	2547.78	670	2388	2437	658
用量	6mg, 用 2 支	6mg, 用 2 支	6mg, 用 1 支	6mg, 用 2 支	20mg, 用 1 支	2mg, 约为 1 支	6mg, 约为 6 支
长效技术	PEG 化	PEG 化	PEG 化	PEG 化	Fc 融合蛋白技术	PEG 化	PEG 化
进入医保时间	2011	2015	2019	2021	2023	2023	-

数据来源: 各公司官网, CDE, NMPA, 药品说明书, 药智网, 华福证券研究所



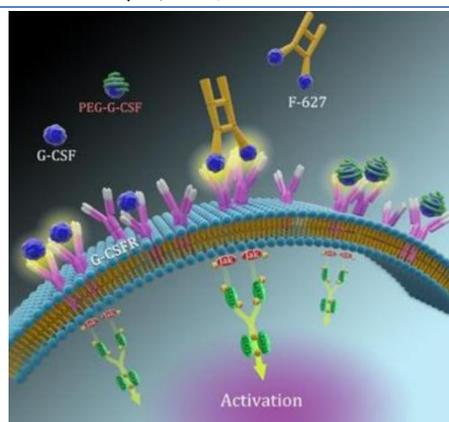
艾贝格司亭α注射液（F-627，中文商品名亿立舒，英文商品名 Ryzneuta）是基于亿一生物具有自主知识产权 Di-Kine™ 双分子技术平台开发的治疗用一类生物制品新药，是基于全球首个双分子 G-CSF-Fc 融合蛋白制剂，由 CHO 细胞表达的 rhG-CSF 二聚体。Fc 融合蛋白可保留功能蛋白活性并延长其半衰期，同时携带 2 个 G-CSF 分子，更有效激活下游信号通路，采用 IgG2 进行 Fc 融合，并对 Fc 片段进行氨基酸定点突变，不产生 ADCC 及 CDC 效应，具有长效和强效的生物学特点。目前亿立舒主要应用于预防及治疗肿瘤患者在接受抗癌药物出现嗜中性粒细胞减少症，可使肿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，也使得患者能完成完整的化疗周期，取得更好的抗肿瘤治疗效果。

图表 17: F-627 分子结构



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 18: F-627 作用机制

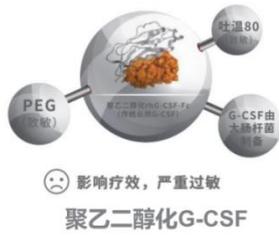


数据来源：公司公告，公司官网，药渡仿制公众号，华福证券研究所

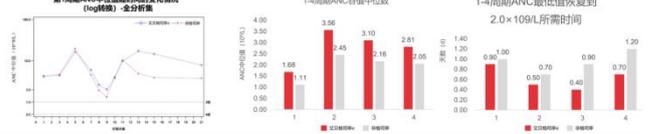
亿立舒安全性和有效性优势明显。在安全性方面，亿立舒采用中国仓鼠卵巢细胞生产制备，蛋白产物更接近人体天然 G-CSF，此外由于亿立舒辅料不含聚乙二醇和吐温 80，因此不易致敏。在有效性方面，亿立舒用于预防中性粒细胞的减少疗效显著，ANC 谷值和恢复时间优于非格司亭，并且能够降低患者抗生素和镇痛药物的使用。此外还有多项研究表明，亿立舒在化疗第 3-4 周期仍然可以有效降低 3-4 级中性粒细胞减少发生，持续保护患者，然而培非格司亭、非格司亭在化疗第 3-4 周期 4 级中性粒细胞减少的发生率有所回升。

图表 19: F-627 安全性优势明显，不易致敏

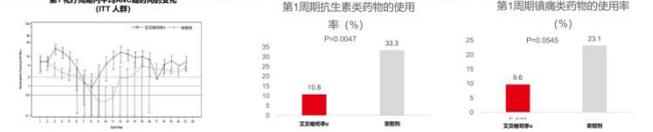
图表 20: F-627 临床数据显示明显的有效性优势



SP11631研究: 艾贝格司亭α在1-4周期的ANC谷值均值和中位数均大于非格司亭组, ANC平均恢复时间均小于非格司亭组



GC-627-04研究: 艾贝格司亭α较安慰剂组显著改善患者中性粒细胞减少外, 还降低了患者抗生素和镇痛药物的使用率



数据来源: CDE, 正大天晴申报材料, 华福证券研究所

数据来源: CDE, 正大天晴申报材料, 华福证券研究所

图表 21: 亿立舒表现出可持续有效的降低中重度中性粒细胞减少的发生率

化疗周期数	GC-艾贝格司亭α-05研究 (TC化疗)		SP11631研究 (EC化疗)		SP-CDR-1-1302研究 (EC化疗)	
	艾贝格司亭α (n)	培非格司亭 (n)	艾贝格司亭α (n)	非格司亭 (n)	艾贝格司亭α (n)	非格司亭 (n)
第一周期	艾贝格司亭α (n=197)	11.7	艾贝格司亭α (n=120)	34.2	艾贝格司亭α (n=84)	29.8
	培非格司亭 (n=196)	11.7	非格司亭 (n=119)	42.9	非格司亭 (n=39)	38.5
第二周期	艾贝格司亭α (n=194)	4.6	艾贝格司亭α (n=117)	6	艾贝格司亭α (n=77)	2.6
	培非格司亭 (n=196)	5.1	非格司亭 (n=107)	6.5	非格司亭 (n=34)	5.9
第三周期	艾贝格司亭α (n=193)	2.6	艾贝格司亭α (n=115)	3.5	艾贝格司亭α (n=77)	3.9
	培非格司亭 (n=191)	6.3	非格司亭 (n=103)	17.5	非格司亭 (n=34)	5.9
第四周期	艾贝格司亭α (n=186)	1.6	艾贝格司亭α (n=114)	8.8	艾贝格司亭α (n=77)	6.5
	培非格司亭 (n=188)	5.3	非格司亭 (n=101)	9.9	非格司亭 (n=34)	17.6

数据来源: CDE, 正大天晴申报材料, 华福证券研究所 (TC: 多西他赛+环磷酰胺, 分别为 75 和 600 mg/m², 21 天一个周期, 共 4 个周期; EC: 表柔比星+环磷酰胺, 分别为 100 和 600 mg/m², 21 天一个周期, 共 4 个周期)

亿立舒于 2023 年实现了中美申报上市, 欧洲市场也于 2024 年正式上市。中国市场方面该产品与正大天晴达成商业化合作协议, 美国市场与 Acrotech 达成商业化合作协议, 此外欧洲市场以及巴西市场也与实力强劲的药企达成了相关合作协议。我们认为凭借全球庞大的化疗人群基数以及产品优异的临床数据和优秀的国内外代理商, 未来亿立舒成长动力十足。

2.2 丁甘交联玻璃酸钠: 定位庞大 OA 患者, 潜在空间巨大

丁甘交联玻璃酸钠注射液适用于对非药物保守治疗及单纯止痛药物治疗 (如对乙酰氨基酚) 疼痛缓解效果欠佳的膝骨关节炎 (OA) 成人患者。丁甘交联玻璃酸钠注射液是 LG Chem, Ltd.公司的原研产品, 于 2013 年 10 月首次在韩国获批, 随后在多个国家和地区注册上市。该产品粘弹性接近正常成人关节滑液, 注射后在关节腔中有较长的存留时间, 可以作为关节液的临时性替代和补充品, 通过粘弹性补充疗法, 恢复病变关节组织生理学和流变学状态。2017 年亿帆医药与韩国 LG 签订产品授权协议, 获得该产品中国境内和澳大利亚的独家进口经销权 (负责上述区域全部临床研究及注册工作), 该产品于 2018 年 10 月获得中国《药物临床试验批件》, 于 2021 年 1 月完成国内疗效和安全性 III 期临床试验总结报告, 并于 2021 年 6 月正

式提交 NDA，2023 年 4 月收到《药品注册证书》。

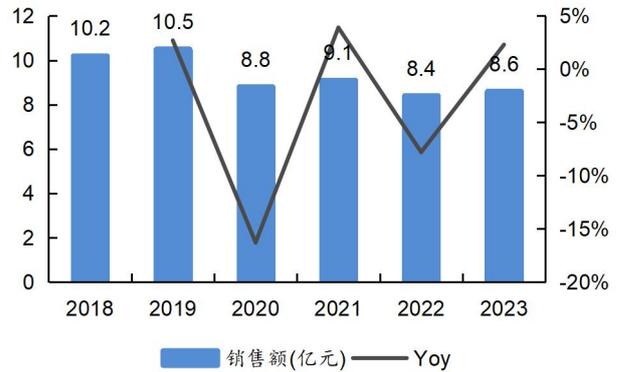
根据 IQVIA MIDAS 数据显示，2022 年前三季度玻璃酸钠注射剂全球市场规模约 12.79 亿美元，其中交联玻璃酸钠注射剂为 2.55 亿美元。根据米内网数据显示，2023 年全年玻璃酸钠注射液中国城市公立医院市场规模约 8.6 亿元（注：不包含基层医疗终端和实体药店终端数据），主要为普通玻璃酸钠，主要厂家有昊海生物、山东博士伦、日本生化学工业株式会社及景峰制药等，交联玻璃酸钠只有赛诺菲的欣维可。

图表 22: Hyruan One 产品示意图



数据来源：LG Chem 公司官网，华福证券研究所

图表 23: 2018-2023 年国内城市公立医院玻璃酸钠注射液销售情况



数据来源：米内网，华福证券研究所

丁甘交联玻璃酸钠相较于同类产品，具有价格、依从性和疗效优势。与其他已上市同类产品相比，丁甘交联玻璃酸钠注射液通过使用交联剂（1,4-丁二醇二缩水甘油醚，BDDE），使玻璃酸钠分子量最大化，减少了给药次数（单疗程只有注射一次），提高使用的方便性，减少频繁给药引起的感染风险，提高了医疗服务质量。在价格方面，丁甘交联玻璃酸钠的单疗程支付价格为 1129 元也低于同类玻璃酸钠和交联玻璃酸钠的支付价格。

图表 24: 国内主要玻璃酸钠产品对比

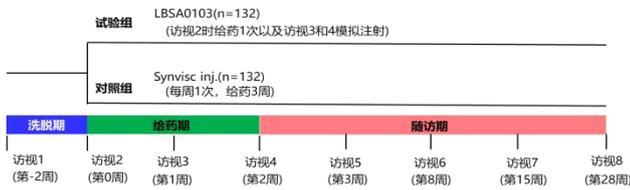
产品名称	商品名	规格	均价(元/支)	注射次数/疗程	穿刺注射服务单次费	疗程费用(元)	生产企业	医保份额占有率(排名)	医保政策
玻璃酸钠注射液	阿尔治	2.5ml:25mg	140	5	149	1445	日本生化学	28% (1)	医保乙类
	施沛特	2.5ml:25mg	103	5	149	1264.5	山东博士伦福瑞达制药	25% (2)	医保乙类
交联玻璃酸钠注射液	欣维可	2ml:16mg	843	3	149	2976	赛诺菲	-	无
丁甘玻璃酸钠注射液	易尼康	3ml:60mg	980	1	149	1129	LgChem.Ltd (亿帆)	-	-

数据来源：各公司官网，CDE，NMPA，药品说明书，药智网，华福证券研究所



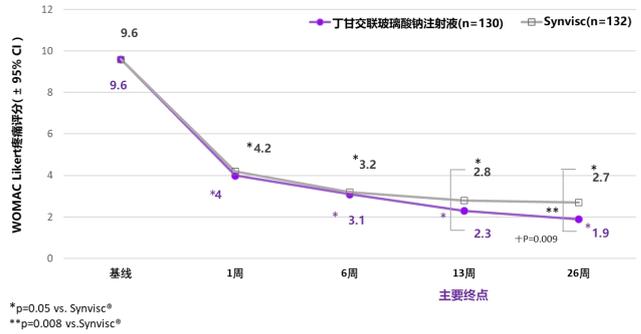
国内三期临床试验设计为丁甘交联玻璃酸钠关节腔内给药一次相较阳性对照药赛诺菲原研 Synvisc 注射液每周一次连续 3 周关节腔内给药的非劣效性临床数据，然后比较两组治疗膝关节炎的疗效和安全性。III 期临床主要终点为在末次给药后 13 周时 WOMAC-Likert 疼痛评估相对于基线数值的改变。在 PPS 数据集中，试验组和对照组在末次给药 13 周后 WOMAC-Likert 疼痛评分均显著降低，下降均值分别为 -7.43 和 -6.79，试验组降低幅度要显著大于对照组 (P=0.039)。试验组和对照组 WOMAC-Likert 疼痛评分相较于基线变化的均值差为 -0.64，95% 置信区间上限为 0.02，小于非劣效界值 1.6，满足相对于对照组的非劣效性结论。

图表 25: 丁甘 III 期研究设计方案



数据来源:《丁甘交联玻璃酸钠注射液中国 III 期临床试验总结报告》, 华福证券研究所

图表 26: 13 周和 16 周 WOMAC-Likert 疼痛评分



数据来源:《丁甘交联玻璃酸钠注射液中国 III 期临床试验总结报告》, 华福证券研究所

丁甘交联玻璃酸钠潜在市场空间有望突破 20 亿元。根据中国健康与养老追踪调查研究结果显示,我国 45 岁及以上人群症状性膝关节 OA 的患病率为 8.1%, 全国约 4800 万症状性膝关节 OA 患者, 2022 年我国每年约有 150 万名膝关节炎患者接受短效、中效玻璃酸钠治疗。随着我国老龄化加剧, 以及新品长效丁甘交联玻璃酸钠上市推广, 整体玻璃酸钠使用人群有望进一步提升。我们对交联玻璃酸钠进行敏感性分析, 假设远期玻璃酸钠治疗渗透率分别为 10%/15%/20%, 其中丁甘凭借其产品优势在玻璃酸钠产品中的占比有望达到 20%/30%/40%, 中性测算丁甘潜在治疗人群达 216 万人, 假设治疗费用为 1129 元, 丁甘潜在市场空间达到 24.4 亿元。

图表 27: 丁甘交联玻璃酸钠潜在市场空间测算

45 岁以上 OA 患病率	8.1%		
OA 患病人数 (万人)	4800		
丁甘交联玻璃酸钠使用人群敏感性分析 (万人)			
	其中: 丁甘交联玻璃酸钠占比玻璃酸钠		
	悲观	中性	乐观
玻璃酸钠治疗渗透率	20%	30%	40%
10%	96	144	192
15%	144	216	288
20%	192	288	384
丁甘治疗费用 (元)	1129		



中性峰值预期 (亿元)	24.4
-------------	------

数据来源:《中国骨关节炎诊疗指南(2021年版)》,米内网,《中国健康与养老追踪调查研究》,华福证券研究所测算

3 传统制剂: 中药品种丰富, 化药差异化布局, 奠定稳健增长基础

3.1 中药: 独家、基药品种丰富, 市场潜力巨大

公司中药产品矩阵完善, 独家基药品种丰富。公司拥有 108 个中药品种, 包括柏雪康(复方黄黛片)、小儿青翘颗粒、除湿止痒软膏、皮敏消胶囊、妇阴康洗剂、复方银花解毒颗粒等独家中药医保产品 14 个,《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》6 个, 国家中药二级保护品种 1 个, 世界卫生组织基本药物标准清单 1 个, 境外注册品种 3 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。公司以中药重点品种为主, 持续强化开发, 加强重点品种学术建设, 推动重点品种放量及向大众品牌过渡, 根据中药产品属性进行二次开发和高水平循证研究, 目前公司拥有 4 项在研经典名方中药制剂, 并持续推进优势品种进入国际市场, 公司中药板块发展潜力充足。

图表 28: 公司中药部分重要产品概览

 柏雪康®复方黄黛片 全国独家, 创新中药制剂, 国家医保产品, 国内外最新指南权威推荐首选一线用药, 被列入WHO基本药物目录。	 皮敏消胶囊 祛风除湿, 清热解毒, 凉血止痒, 用于急性荨麻疹、慢性湿疹、急性荨麻疹、急性皮炎、急性湿疹。	 小儿青翘颗粒 疏风清热, 解毒利咽, 清肺止咳, 用于风热感冒所致乳蛾、证见: 恶寒发热、咽部红肿疼痛、舌红、脉数; 留汗灼热、喉核红肿; 小儿急性扁桃腺炎上述证候者。	 复方银花解毒颗粒 疏风解毒, 清热解毒, 用于普通感冒、流行性腮腺炎、风热证、见发热、微恶风、头痛、鼻塞、流涕、咽痛、全身酸痛、苔薄白或微黄、脉浮数。
 除湿止痒软膏 清热除湿, 祛风止痒, 用于急性、亚急性湿疹、皮炎、或湿型、干型的辅助治疗。	 麻苻消咳颗粒 清肺化痰, 止咳平喘, 用于急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作、慢性阻塞性肺病、急性发作、痰多、痰黄或稠厚、发热、口干、舌黄腻、舌红等症。	 妇阴康洗剂 清热燥湿, 杀虫止痒, 用于细菌性阴道炎、滴虫性阴道炎、念珠菌性阴道炎, 且中医辨证属湿热蕴结者可改善阴道瘙痒、疼痛、带下量多、尿频、尿急、尿痛症状。	 疤痕止痒软化乳膏 活血柔皮, 除湿止痒, 用于灼伤或手术后的增生性疤痕等。

数据来源: 公司官网, 华福证券研究所测算



方剂柏雪康（复方黄黛片）适应症为治疗急性早幼粒细胞白血病（APL）。急性早幼粒细胞白血病（APL）是一种特殊类型的急性髓系白血病（AML），以严重凝血功能障碍及早期出血为特征，具有较高的早期死亡率。复方黄黛片 2017 年纳入国家医保目录乙类范围，2018 年被列入国家基药目录。该产品分子机理多次在国际权威杂志发表学术论文，曾获得国家科技进步二等奖，是中国为数不多的在《新英格兰医学》杂志上发表研究成果的中药产品，是治疗急性早幼粒白血病的特效药产品，为中国 APL 诊治指南的推荐药物，同时还写入欧洲白血病工作网（ELN）专家共识，也是目前屈指可数列入世界卫生组织基本药物标准清单的中药产品。2023 年国家医保谈判复方黄黛片已按原适应症成功续约。

图表 29: 《新英格兰医学》杂志研究成果

Oral Arsenic and Retinoic Acid for Non-High-Risk Acute Promyelocytic Leukemia

TO THE EDITOR: All-trans retinoic acid (ATRA) and chemotherapy are curative in patients with non-high-risk acute promyelocytic leukemia (APL) (white-cell count <10,000 per cubic millimeter). However, patients can also be cured by treatment with a combination of ATRA and arsenic trioxide without chemotherapy.¹

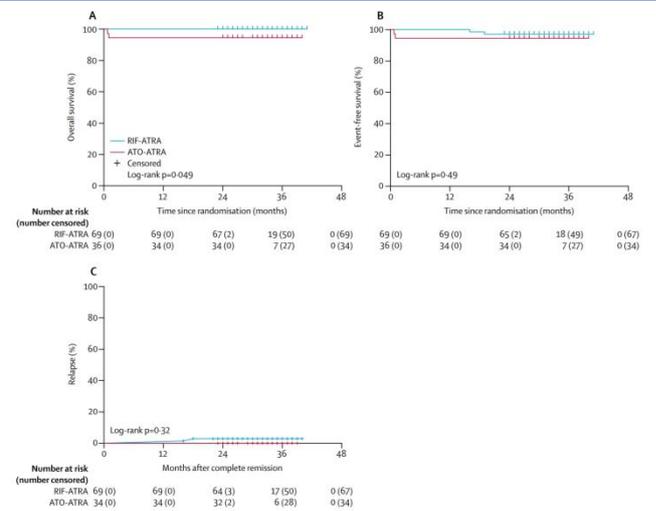
The National Comprehensive Cancer Network has adopted ATRA and arsenic trioxide as the first-line treatment for APL in its 2014 guidelines,² although arsenic resistance may develop in some patients.³ Whereas arsenic trioxide must be infused in the hospital, oral arsenic may in some cases be administered outside the hospital. Using a protocol that included chemotherapy in patients with APL, we recently found that oral arsenic (the realgar-indigo naturalis formula [RIF]) provided an outcome similar to that produced with intravenous arsenic trioxide.⁴

From March 2013 through February 2014, we conducted a single-center pilot study to evaluate the efficacy of oral arsenic and ATRA without

N ENGL J MED 371:23 NEJM.ORG DECEMBER 4, 2014
The New England Journal of Medicine

数据来源: New England Journal of Medicine, 华福证券研究所

图表 30: 临床研究证明“复方黄黛片+维甲酸”治疗 APL 非劣性



数据来源: 《柳叶刀》, 华福证券研究所

复方银花解毒颗粒: 主治疏风解表, 清热解毒, 用于普通感冒、流行性感属风热证, 症见: 发热, 微恶风, 头痛, 鼻塞流涕, 咳嗽, 咽痛, 全身酸痛, 苔薄白或微黄, 脉浮数。复方银花解毒颗粒为公司核心中成药产品、国家中成药三类新药、国家中药二级保护品种、国家基本药物目录和国家医保目录品种。2022 年 9 月, 该产品已向新加坡卫生科学局 (HSN) 提交并获得上市许可, 是继复方黄黛片出口南美后另一个中药核心产品成功实现海外注册。2023 年 6 月, 复方银花解毒颗粒已完成在儿童流行性感属 (风热证) II 期的临床试验和在治疗新型冠状病毒感染的有效性与安全性临床随机对照研究工作, 截至 2023 年年报, 公司完成了复方银花解毒颗粒在儿童流行性感属 (风热证) III 期的临床试验超过 150 例的入组工作。

除湿止痒软膏: 功能主治清热除湿、祛风止痒, 用于急性、亚急性湿疹证属湿热或湿阻型的辅助治疗。作为公司独家中药产品, 除湿止痒软膏属纯中药制剂, 可用于全年龄段患者, 特别适用 0-2 岁婴幼儿湿疹患者。2016 年除湿止痒软膏入选《中成药临床应用指南·皮肤科分册》推荐用药, 2017 年进入国家医保目录, 2018 年进入国家基药目录, 并入选临床路径释义皮肤科分册、和湿疹 (湿疮) 中医诊疗专家



共识推荐用药。

断金戒毒胶囊：用于阿片类物质成瘾者的脱毒和防复吸治疗，该产品获得公安部科技进步一等奖。该产品与中国军事科学院合作，于2020年启动临床试验，2021年完成Ia期试验，2022年9月完成Ib期第一例受试者入组，截至23年H1公司完成了超过50例患者入组（目标60例）。

3.2 化药：差异化布局，品种梯队完善

公司化药以特色原料+高端辅料为基础，聚焦“小、尖、特”差异化产品链，拥有高端化药研发生产平台和与国际接轨的高标准生产质量管理体系。公司拥有国内为数不多同时通过FDA、EMA、巴西卫生监督局、沙特阿拉伯王国食品药品监督管理局（SFDA）等监管机构认证的小容量注射剂生产线，拥有境内外成熟的化药直营和分销体系，是国内为数不多同时拥有药品研产销境外一体化产业布局的中国医药企业之一。2024年，为适应公司实际业务发展和战略布局的需要，进一步提高公司运营效率，打通公司国内中药和化药“研产销”体系，充分激发组织活力，亿帆医药将原亿帆化药（小分子）事业部和亿帆国药事业部合并为亿帆小分子（中药）事业部。合并后，亿帆小分子（中药）事业部将承接公司国内化药、中药的研发、生产与销售业务。

图表 31：公司化药部分重要产品概览

 <p>亿法拉® (氯法拉...) 适用于既往至少接受过两种方案治疗且无其他治疗手段可维持应答的1-21岁复发性或难治性急性淋巴细胞白血病(ALL)患者。</p>	 <p>拉考沙胺注射液 适用于4岁及以上癫痫患者部分性发作的联合治疗。</p>	 <p>重酒石酸去甲肾上... 用于治疗急性心肌梗死、体外循环等引起的低血压，对血容量不足所致的休克、低血压或嗜铬细胞瘤切除术后的低血压等症。</p>	 <p>盐酸多巴胺注射液 适用于心肌梗死、创伤、内毒素败血症、心脏手术、肾功能衰竭、充血性心力衰竭等引起的休克综合征等。</p>
 <p>爱克兰®美法仑片 原研进口，经典用药，适用于治疗多发性骨髓瘤及晚期淋巴瘤，单独应用或与其他药物合用，对于部分晚期淋巴瘤病人有显著疗效。</p>	 <p>万赛维®盐酸缬更... 原研产品，全球首个口服替诺韦韦口服制剂，全球各大权威指南推荐为预防实体器官移植患者CMV感染的首选药物。</p>	 <p>赛美维®注射用更... 原研产品，全球首个替诺韦韦注射剂，全球多中心临床实验证实疗效显著，安全性高，全球各大权威指南推荐为预防和治疗CMV感染的优选药物。</p>	 <p>普帆乐®普乐沙福... 本品与粒细胞集落刺激因子(G-CSF)联用，适用于非霍奇金淋巴瘤(NHL)患者动员造血干细胞(HSC)进入外周血，以便于完成HSC采集与自体移植。</p>

数据来源：公司官网，华福证券研究所测算

化药布局逐渐清晰，产品迎来收获期。2023年，国内化药研发迎来了收获期，获得了硫酸长春新碱注射液、丁甘交联玻璃酸钠注射液（国内总经销）、重酒石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸去氧肾上腺素注射液、盐酸多巴胺注射液和氯法拉滨注射液等9个产品上市批准，其中硫酸长春新碱注射液和氯法拉滨注射液为首仿产品。盐酸多巴胺注射液中选第七批集采、重酒石酸去甲肾上腺素注射液和盐酸去氧肾上腺素注射液



腺素中选易短缺和急救药联盟集中带量采购。此外，2023年还完成了希罗达（卡培他滨片）上市持有人变更，该产品有望为2024年业绩带来新增量。在化药研发方面，2024年亿帆医药将国内化药研发战略定位由单一仿制向改良型和有一定技术壁垒的创新药正式过渡，全年目标实现2-4个医用化药原料药获批、3-6个制剂产品获批、3-6个以上制剂产品报产和8-10个新制剂产品立项，逐步形成合理的产品梯队。

图表 32：亿帆医药 2022-2024 年 6 月 30 日获批品种（截至 2024 年 6 月 30 日）

研发产品	适应症	获批时间
盐酸氨溴索注射液	适用于伴有痰液分泌不正常及排痰功能不良的急性、慢性肺部疾病	2022年1月
普乐沙福注射液	与粒细胞集落刺激因子(G-CSF)联用，适用于非霍奇金淋巴瘤(NHL)患者动员造血干细胞(HSC)进入外周血	2022年5月
乳果糖口服溶液	治疗便秘；预防和治疗肝性脑病	2022年8月
拉考沙胺片	适用于4岁及以上癫痫患者部分性发作的单独治疗和联合治疗	2023年2月
硫酸长春新碱注射液	用于治疗急性白血病，霍奇金病，恶性淋巴瘤，也用于乳腺癌、支气管肺癌、软组织肉瘤、神经母细胞瘤等	2023年3月
拉考沙胺注射液	适用于4岁及以上癫痫患者部分性发作的联合治疗	2023年3月
重酒石酸去甲肾上腺素注射液	用于治疗急性心肌梗死、体外循环等引起的低血压，对血容量不足所致的休克、低血压或嗜铬细胞瘤切除术后的低血压等症	2023年3月
盐酸去氧肾上腺素注射液	用于治疗休克及麻醉时维持血压，也用于控制阵发性室上性心动过速的发作	2023年3月
丁甘交联玻璃酸	用于治疗膝骨关节炎	2023年3月
盐酸多巴胺注射液	适用于心肌梗死、创伤、内毒素败血症、心脏手术、肾功能衰竭、充血性心力衰竭等引起的休克综合征等	2023年5月
盐酸替罗非班注射液用浓溶液	适用于末次胸痛发作12小时之内且伴有ECG改变和/或心肌酶升高的非ST段抬高型急性冠脉综合征成年患者，预防早期心肌梗死	2023年6月
氟达拉滨注射液	适用于既往至少接受过两种方案治疗且无其他治疗手段可达持续应答的1-21岁复发性或难治性急性淋巴细胞白血病(ALL)患者	2023年6月
二氮嗪口服混悬液	用于治疗先天性高胰岛素性低血糖血症	2024年1月
尼莫地平注射液	用于预防和治疗动脉瘤性蛛网膜下腔出血后脑血管痉挛引起的缺血性神经损伤	2024年4月
维生素K1注射液	用于预防和治疗新生儿维生素K缺乏性出血	2024年5月
间苯三酚注射液	适用于治疗消化道和胆道功能障碍引起的急性痉挛性疼痛；治疗急性痉挛性尿道、膀胱、肾绞痛；治疗妇科痉挛性疼痛。	2024年6月

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4 原料药：泛酸钙价格处于底部区间，向下风险较低

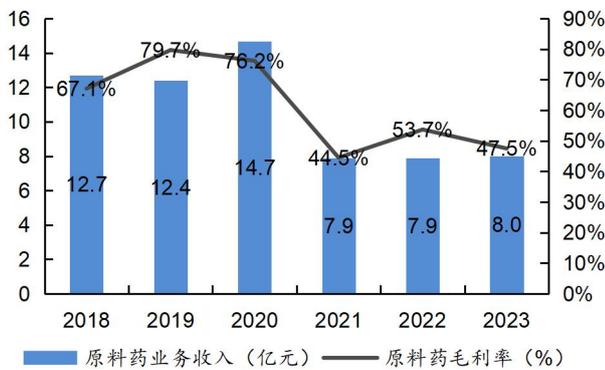
2023年原料药板块收入端企稳，利润端有所下滑。公司原料药主要产品维生素B5及原B5产品以直销为主，70%以上销往欧美等多个国家和地区，全球市场占有率高，居领先地位。2023年维生素行业在供应能力增加、产业集中度分散、行业亏损面扩大，以及在养殖和畜产品消费形势低迷的背景下，维生素产业的复苏未有明显好转。公司主要产品之一维生素B5虽受竞争格局变化、终端需求偏弱及价格低位震荡等影响，但销量较上年同期增幅较大，继续保持了维生素B5类产品在细分领域的市场领先地位。2023年公司维生素系列产品销量较上年同期大幅增长，使销售收入同比2022年略有增长，但产品平均成交价格同比下降较大，导致净利润同比下滑。



2023 年全年原料药业务实现收入 8.0 亿元，同比增长 1.6%。

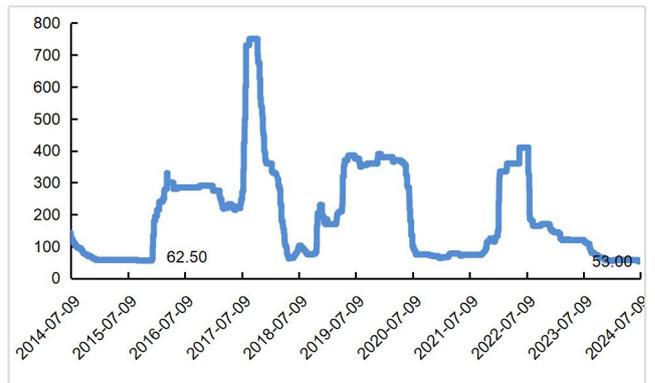
维生素产品市场需求有望继续释放，具有一定的刚性，泛酸钙价格有望企稳。当前，在维生素行业集中度已经趋于分散的大背景下，越来越多的企业布局多个品种，通过优化与丰富维生素产品类型与结构，避免单一产品价格波动对公司业绩带来的影响，进一步加剧了市场供应的波动性，也拉长了产业整合的时间；竞争要素也从简单的价格竞争，向原料供应、生产技术、经营模式、销售渠道等价值链的各个领域延伸，在未来几年里，除了生产技术的进步和产品质量保障，上游关键中间体的整合、下游渠道的掌控将成为产业链竞争的核心要素。但就维生素 B5 系列产品来说，泛酸钙价格目前处于底部区间，向下风险相对较小。

图表 33：2018-2023 年公司原料药业务收入情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 34：近 10 年泛酸钙 (98% 国产) 历史报价情况 (元/kg)



数据来源：Wind，华福证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们对亿帆医药主营业务进行拆分预测：

(1) 医药自有产品 (含进口)：随着医药自有板块中独家、基药中成药品种的快速成长，化药板块仿制药的持续放量，以及创新品种丁甘艾联玻璃酸钠、亿立舒等重磅品种持续放量，我们预测 2024-2026 年该板块增速分别为 61.1%/28.6%/26.5%，毛利率受益于高毛利创新品种的放量，整体呈现上升趋势，2024-2026 年分别为 58%/58.5%/59%。

(2) 医药其他产品：主要系公司代理业务，该板块由于非公司核心业务，根据 22-23 年增速水平，预期 2024-2026 年收入按照 10% 平稳下降，毛利率端维持在 21.33% 水平。

(3) 医药服务：该板块参考 2021-2023 年增速水平，预期 2024-2026 年平稳下滑，收入分别下降 10%/10%/10%，毛利率维持在 21.35% 水平。



(4) 原料药：公司原料药业务主要为泛酸钙，目前泛酸钙价格处于底部区间，我们认为后续价格下降风险较低，而需求端有望维持在较为平稳水平，因而我们预测 2024-2026 年该板块收入增速分别为 0%/0%/0%，毛利率维持在 47.5%水平。

(5) 高分子材料：非主营业务，参考 2023 年增速预期该板块后续维持稳定态势，收入端持平，毛利率维持在 22%水平。

图表 35：公司收入和毛利率拆分预测表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	4409.04	3836.64	4068.10	5488.06	6547.09	7837.43
YoY	-18.36%	-12.98%	6.03%	34.90%	19.30%	19.71%
毛利	1828.43	1865.76	1946.18	2817.19	3478.58	4281.88
毛利率	41.47%	48.63%	47.84%	51.33%	53.13%	54.63%
医药自有产品 (含进口)	1627.10	2032.52	2432.47	3918.98	5037.92	6372.80
YoY	25.08%	24.92%	19.68%	61.11%	28.55%	26.50%
毛利率	61.84%	60.42%	57.05%	58%	58.5%	59%
医药其他产品	813.12	692.90	557.85	502.07	451.86	406.67
YoY	7.94%	-14.8%	-19.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	23.05%	23.81%	21.33%	21.3%	21.3%	21.3%
医药服务	906.95	145.28	107.75	96.97	87.28	78.55
YoY	-43.05%	-83.98%	-26%	-10%	-10%	-10%
毛利率	25.62%	22.56%	21.35%	21.35%	21.35%	21.35%
原料药	787.07	787.26	799.72	799.72	799.72	799.72
YoY	-46.49%	0.02%	2%	0%	0%	0%
毛利率	44.54%	53.66%	47.47%	47.47%	47.47%	47.47%
高分子材料	274.80	178.68	170.32	170.32	170.32	179.68
YoY	-2.80%	-34.98%	-5%	0%	0%	0%
毛利率	18.88%	9.85%	21.6%	22%	22%	22%

数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所预测

我们预计 2024-2026 年公司营业总收入为 54.9/65.5/78.3 亿元，同比增长 34.9%/19.3%/19.7%，归母净利润分别为 5.5/7.3/9.5 亿元，同比增长 200%/32%/31%。

5.2 投资建议

我们选取医药行业中化学制药板块中蕴含“仿制药+创新药”业务属性的公司恒瑞医药、科伦药业、信立泰、丽珠集团作为可比公司，2024-2026 年可比公司平均 PE 估值分别为 33X/29X/24X，亿帆医药目前估值处于较低位，且公司产品处于快速放量期，首次覆盖，给予“买入”评级。



图表 36: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)		EPS(元)				PE(倍)			
		2024/7/19	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600276.SH	恒瑞医药	42.23	0.67	0.86	1.01	1.22	63.03	49.10	41.81	34.61	
002422.SZ	科伦药业	32.03	1.64	1.81	2.05	2.36	19.53	17.70	15.62	13.57	
002294.SZ	信立泰	28.90	0.52	0.57	0.67	0.79	55.58	50.70	43.13	36.58	
00513.SZ	丽珠集团	36.11	2.11	2.37	2.66	3.03	17.11	15.24	13.58	11.92	
			平均值				38.81	33.18	28.54	24.17	
002019.SZ	亿帆医药	12.20	-0.45	0.45	0.59	0.78	-27	27	21	16	

数据来源: Wind, 华福证券研究所(可比公司数据选自 2024 年 7 月 19 日 wind 一致性预期)

6 风险提示

(1) 产品销售不及预期的风险: 公司产品可能面临市场竞争加剧、产品降价以及终端需求改变的不利影响, 进而可能影响产品销售额。

(2) 行业政策不及预期的风险: 医药行业中的集采等政策可能对公司经营造成一定冲击, 导致营收和利润可能承压。

(3) 药品研发创新、仿制药研发及一致性评价的风险: 医药行业创新具有投入大、周期长、高风险的特点, 产品从研发到上市需要耗费 10 年甚至更多的时间, 这期间任何决策的偏差、技术上的失误都将影响创新成果。公司基于未来发展所需, 每年都必须投入大量资金用于药品的研发创新、仿制药研发及一致性评价。随着国家监管法规、注册法规的日益严格, 新药研发及仿制药品一致性评价存在失败或者研发周期可能延长的风险。



图表 37: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	698	1,098	1,309	1,567	营业收入	4,068	5,488	6,547	7,837
应收票据及账款	1,112	1,520	1,763	2,079	营业成本	2,122	2,671	3,069	3,556
预付账款	110	148	181	219	税金及附加	46	49	60	74
存货	929	879	1,020	1,352	销售费用	1,119	1,372	1,637	1,959
合同资产	0	0	0	0	管理费用	384	461	524	588
其他流动资产	402	538	626	713	研发费用	312	329	478	627
流动资产合计	3,251	4,183	4,899	5,930	财务费用	59	53	51	58
长期股权投资	702	702	702	702	信用减值损失	-64	-50	-40	-30
固定资产	1,368	1,316	1,269	1,225	资产减值损失	-887	-16	-10	-10
在建工程	312	402	492	582	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	1,683	1,942	2,308	2,763	投资收益	-15	-13	-15	-14
商誉	2,737	2,737	2,737	2,737	其他收益	55	55	55	55
其他非流动资产	1,446	1,448	1,451	1,452	营业利润	-883	533	721	979
非流动资产合计	8,248	8,548	8,959	9,462	营业外收入	19	19	19	19
资产合计	11,500	12,731	13,859	15,391	营业外支出	5	5	5	5
短期借款	594	660	935	1,165	利润总额	-869	546	735	993
应付票据及账款	431	803	930	1,089	所得税	17	-10	-14	-19
预收款项	1	1	1	2	净利润	-886	557	749	1,012
合同负债	132	99	118	141	少数股东损益	-335	6	22	61
其他应付款	295	295	295	295	归属母公司净利润	-551	551	726	951
其他流动负债	733	767	795	823	EPS (按最新股本摊薄)	-0.45	0.45	0.59	0.78
流动负债合计	2,187	2,626	3,075	3,516					
长期借款	812	862	792	872					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	245	245	245	245					
非流动负债合计	1,057	1,107	1,037	1,117					
负债合计	3,245	3,733	4,112	4,633					
归属母公司所有者权益	8,276	9,013	9,739	10,690					
少数股东权益	-21	-15	7	68					
所有者权益合计	8,255	8,998	9,747	10,758					
负债和股东权益	11,500	12,731	13,859	15,391					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	349	756	795	867
现金收益	-565	902	1,115	1,418
存货影响	-98	50	-141	-331
经营性应收影响	1,006	-430	-266	-344
经营性应付影响	230	372	127	159
其他影响	-225	-138	-40	-35
投资活动现金流	-533	-599	-737	-861
资本支出	-1,358	-590	-723	-849
股权投资	-20	0	0	0
其他长期资产变化	846	-9	-14	-12
融资活动现金流	31	243	154	252
借款增加	-168	116	205	310
股利及利息支付	-94	-75	-82	-92
股东融资	0	180	0	0
其他影响	292	23	30	33

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	6.0%	34.9%	19.3%	19.7%
EBIT 增长率	-552.7%	173.9%	31.3%	33.7%
归母公司净利润增长率	-388.1%	200.0%	31.8%	30.9%
获利能力				
毛利率	47.8%	51.3%	53.1%	54.6%
净利率	-21.8%	10.1%	11.4%	12.9%
ROE	-6.7%	6.1%	7.5%	8.8%
ROIC	-15.3%	9.4%	10.7%	12.2%
偿债能力				
资产负债率	28.2%	29.3%	29.7%	30.1%
流动比率	1.5	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	101	86	90	88
存货周转天数	149	122	111	120
每股指标 (元)				
每股收益	-0.45	0.45	0.59	0.78
每股经营现金流	0.28	0.62	0.65	0.71
每股净资产	6.75	7.35	7.94	8.72
估值比率				
P/E	-27	27	21	16
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	-70	43	35	27

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn