

# 亿帆医药 (002019)

证券研究报告

2024年11月01日

**亿立舒海外发货，参股公司公布 TCE 在 SLE 的人体数据，值得期待**

## 事件

2024 年前三季度公司实现收入 38.58 亿元，同比增长 31.7%；归母净利润 3.66 亿元，同比增长 150%；扣非净利润 2.52 亿元，同比增长 122.3%。2024 年第三季度公司实现收入 12.26 亿元，同比增长 24.3%；归母净利润 1.13 亿元，同比增长 196%；扣非净利润 0.73 亿元，同比增长 279%。

## 亿立舒 (F-627) 完成海外市场的首批发货，国际化进入实质性阶段

F-627 是基于 Di-Kine™ 双分子技术平台研发的长效升白药，用于治疗成年非髓性恶性肿瘤患者在化疗后引发的中性粒细胞减少症。2023 年 5 月，F-627 在中国获批上市，是国内首个获批上市的第三代升白药，并通过医保谈判成功进入 2023 年版国家医保药品目录，同年 11 月在美国获批上市，并正式被 NCCN 推荐。同时，巴西和欧洲已经成功收到 GMP 证书。近日，亿一生物完成了亿立舒 (F-627) 在德国市场的首批发货，国际商业化进入实质性阶段。

亿立舒 (F-627) 在 2023 年底通过谈判成功纳入医保目录，2024 年迎来首个医保放量年，季度持续增长。根据公告，2024 年上半年，亿一生物向国内商业合作伙伴累计发货亿立舒产品超过 11 万支，并实现了在终端市场销售的加速放量。根据医药魔方样本医院显示，2024Q2 起量迅速，相较于 2024Q1 环比增长 236%。

## 公司产品增长稳健，重点独家产品增长快

医药产品销售过亿元产品 7 个，其中创新药亿立舒及重点（独家/自产）产品是业绩贡献的主力军，较上年同期均有较高增长。独家产品包括：小儿青翘颗粒、复方银花解毒颗粒、除湿止痒软膏、皮敏消胶囊、麻苈消咳颗粒、富马酸依美斯汀缓释胶囊等。

## 参股公司天助源和在研产品 A-319 (CD3&CD19 TCE 双抗) 发布在 SLE 适应症的早期人体有效性数据，起效快

在美国风湿病学会 (ACR) 发表的数据显示，A319 在中重度复发/难治 SLE 病人中，一周即可观察到外周血 CD19 阳性 B 细胞的耗竭。分病人看，病人 1 的多种自身抗体在第八周时显著减少。SLEDAI-2K 评分指标上，三名可评估的病人均有大幅改善。其中病人 2 在第二周从 8 下降至 0，病人 3 在第二周从 16 下降至 4。此外，A-319 安全性好，暂无 CRS、ICANS 事件。

## 盈利预测与投资评级

考虑到市场竞争激烈，我们将公司 2024-2026 年的收入预测从 56.61、69.77、77.51 亿元下调至 52.01、64.03、71.07 亿元；将 2024-2026 年的归母净利润从 5.32、7.55、9.23 亿下调至 5.00、7.20、9.10 亿元。维持“买入”评级。

**风险提示：**销售放量不及预期，研发进度不及预期，政策变动风险

## 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.56 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,216.39
流通 A 股股本(百万股)	841.47
A 股总市值(百万元)	15,277.86
流通 A 股市值(百万元)	10,568.91
每股净资产(元)	7.00
资产负债率(%)	31.94
一年内最高/最低(元)	16.86/9.11

## 作者

**杨松** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

**曹文清** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523120003  
caowenqing@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《亿帆医药-年报点评报告:2023 年业绩符合预期，2024Q1 收入利润均加速增长》 2024-04-29
- 《亿帆医药-公司专题研究:业绩底部反转向上，多款药物取得阶段性成果》 2023-12-30
- 《亿帆医药-半年报点评:自研产品销售进入收获期，海外市场深化推进》 2023-09-01

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,836.64	4,068.11	5,201.08	6,402.52	7,106.80
增长率(%)	(12.98)	6.03	27.85	23.10	11.00
EBITDA(百万元)	700.50	1,522.26	784.57	1,002.92	1,310.40
归属母公司净利润(百万元)	191.28	(551.07)	500.39	720.25	909.95
增长率(%)	(31.29)	(388.10)	(190.80)	43.94	26.34
EPS(元/股)	0.16	(0.45)	0.41	0.59	0.75
市盈率(P/E)	80.83	(28.05)	30.90	21.47	16.99
市净率(P/B)	1.75	1.87	1.48	1.37	1.25
市销率(P/S)	4.03	3.80	2.53	2.06	1.85
EV/EBITDA	19.09	10.55	17.59	12.76	9.37

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 参股公司天劬源和的在研产品 A-319 (CD3&CD19 TCE 双抗) 发布在 SLE 适应症的早期人体有效性数据, 起效快

近期完成的两项 TCE 领域的中国创新药公司自研分子全球权益的授出交易, 彰显出 CD3XCD19 相关 TCE 的出海潜力和潜在临床价值。分别是 2024 年 8 月, 默沙东宣布引进同润生物的 CD3XCD19 双抗 CN201 的全球权益, 支付 7 亿美元预付款和 6 亿美元的里程碑款项。CN201 目前处于血液肿瘤 1b/II 期临床阶段, 并有望拓展至自身免疫性疾病的适应症。随后在 2024 年 10 月, 葛兰素史克宣布收购恩沐生物的靶向 CD19XCD20XCD3 三特异性抗体 CMG1A46 的全球权益, 将支付 3 亿美元的前期费用, 以及总计 5.5 亿美元的开发与商业里程碑款项。并且 GSK 在其公告表述将重点关注 CMG1A46 在治疗系统性红斑狼疮、狼疮肾炎等方面的潜力, 并计划在 2025 年开展系统性红斑狼疮的 I 期临床试验。

亿帆医药参股公司天劬源和的在研产品 A-319 (CD3&CD19 TCE 双抗) 发布了在 SLE 适应症 (系统性红斑狼疮) 的早期人体有效性数据。

天劬源和在美国风湿病学会 (ACR) 发表的数据显示, A-319 在中重度复发/难治 SLE 病人中, 一周即可观察到外周血 CD19 阳性 B 细胞的耗竭。分病人看, 病人 1 的多种自身抗体在第八周时显著减少。SLEDAI-2K 评分指标上, 三名可评估的病人均有大幅改善。其中病人 2 在第二周从 8 下降至 0, 病人 3 在第二周从 16 下降至 4。此外, A-319 安全性好, 暂无 CRS、ICANS 事件。

图 1: 患者基线水平和安全性总结

Variable	Pt 001	Pt 002	Pt 003	Pt 004	Pt 005	Pt 006
Baseline characteristics						
Disease	SLE/LN/SSc	SLE/RA	SLE/LN	SLE/LN	SLE	SLE/LN/Enc
Age (y)/sex	38/F	41/F	21/F	30/F	45/F	26/F
Disease duration (y)	10	9	2.5	10	6	0.5
SLE Features						
Alopecia	No	No	Yes	No	No	Yes
Arthritis	No	Yes	No	No	No	Yes
Myositis	No	No	No	No	No	No
Serositis	Yes	No	No	No	Yes	No
Nephritis	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes
Skin manifestations	Yes	No	Yes	No	No	No
Vasculitis	No	No	Yes	No	No	No
Antinuclear antibody (titer)	≥1:3200	≥1:320	≥1:1000	1:1000	1:1000	1:100
Specific autoantibodies	dsDNA, SCL-70, etc.	NA	Sm, dsDNA, etc.	Sm, dsDNA, etc.	dsDNA, etc.	NA
Safety						
CRS grade	0	0	0	N/A	N/A	N/A
ICANS grade	0	0	0	N/A	N/A	N/A
Myelotoxicity grade	0	0	0	N/A	N/A	N/A
Hypogammaglobulinemia	No	No	No	N/A	N/A	N/A
Infection	No	No	No	N/A	N/A	N/A
Fever grade	1-2	1-2	1-2	N/A	N/A	N/A
Follow up after 1 <sup>st</sup> dose (W)	11	3	3	1	1	1

SLE: systemic lupus erythematosus; LN: lupus nephritis; SSc: systemic sclerosis; Pt: Patient; Enc: encephalopathy; dsDNA: double-stranded deoxyribonucleic protein; SCL-70: DNA topoisomerase 1; Sm: Smith; CRS: cytokine release syndrome; ICANS: immune-effector cell associated neurotoxicity syndrome; y: year(s); W: Week (s). N/A: not available.

资料来源: 《A-319, a CD3 X CD19 T Cell Engager (TCE), for the Treatment of Severe/Refractory SLE: Early Evidence of Rapid Reset of Disease-Specific Autoimmunity》 Mei et al., 天风证券研究所

图 2: 临床有效性分析

Category	Pt 001			Pt 002		Pt 003		Pt 004	Pt 005	Pt 006
	Baseline	Week 2	Week 4	Week 8	Baseline	Week 2	Baseline	Week 2	Baseline	Baseline
SLEDAI-2K	12	12	12	4	8	0	16	4	14	14
PGA	1.7	1.3	1.1	1.0	1.8	1.2	1.5	1.0	2.0	1.4
DAS 28-CRP	NA	NA	NA	NA	5.83	1.96	NA	NA	NA	NA

DAS28-CRP: Disease Activity Score 28 joints C-reactive Protein; PGA: Physician Global Assessment; Pt: Patient; SLEDAI-2K: Systemic Lupus Erythematosus Disease Activity Index 2000. NA: not applicable.

资料来源: 《A-319, a CD3 X CD19 T Cell Engager (TCE), for the Treatment of Severe/Refractory SLE: Early Evidence of Rapid Reset of Disease-Specific Autoimmunity》 Mei et al., 天风证券研究所

目前 A-319 关于系统性红斑狼疮和 B 细胞急性淋巴细胞白血病适应症的临床试验都已经在国内进入了 I 期临床阶段。

图 3: A-319 进度



资料来源: 丁香园 insight 数据库, 天风证券研究所

根据丁香园 insight 数据库显示, 目前全球共有 4 款 CD3XCD19 双抗的 SLE 适应症已经进入临床试验阶段, 另外三款在研药物均为海外企业开发, A-319 作为该靶点的国产药物在 SLE 适应症上进度领先。

图 4: CD3XCD19 关于 SLE 适应症的全球临床进度



资料来源: 丁香园 insight 数据库, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,143.78	698.37	598.66	1,611.46	2,249.43
应收票据及应收账款	1,182.83	1,112.44	1,714.02	1,912.44	2,053.29
预付账款	158.37	110.12	209.26	207.56	221.17
存货	830.97	928.61	1,033.06	1,323.53	1,239.84
其他	373.97	401.61	483.71	428.76	523.86
<b>流动资产合计</b>	<b>3,689.93</b>	<b>3,251.14</b>	<b>4,038.70</b>	<b>5,483.75</b>	<b>6,287.59</b>
长期股权投资	681.68	702.04	702.04	702.04	702.04
固定资产	1,340.72	1,367.93	1,356.12	1,294.69	1,233.42
在建工程	175.80	313.31	313.31	313.31	313.31
无形资产	3,298.74	2,605.59	2,484.02	2,362.46	2,240.90
其他	3,356.63	3,259.58	3,276.38	3,268.76	3,250.53
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,853.58</b>	<b>8,248.44</b>	<b>8,131.86</b>	<b>7,941.25</b>	<b>7,740.19</b>
<b>资产总计</b>	<b>12,543.50</b>	<b>11,499.59</b>	<b>12,170.56</b>	<b>13,425.00</b>	<b>14,027.77</b>
短期借款	659.26	594.35	529.44	535.00	540.00
应付票据及应付账款	288.40	431.36	398.96	695.14	434.78
其他	1,049.77	1,029.56	1,223.72	1,480.66	1,335.97
<b>流动负债合计</b>	<b>1,997.44</b>	<b>2,055.26</b>	<b>2,152.13</b>	<b>2,710.80</b>	<b>2,310.75</b>
长期借款	850.17	812.04	850.17	888.29	926.42
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	347.69	245.27	317.06	303.34	288.56
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,197.86</b>	<b>1,057.32</b>	<b>1,167.23</b>	<b>1,191.63</b>	<b>1,214.98</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,397.26</b>	<b>3,244.68</b>	<b>3,319.36</b>	<b>3,902.44</b>	<b>3,525.73</b>
少数股东权益	334.76	(20.73)	(62.87)	(111.77)	(42.23)
股本	1,046.32	1,046.32	1,036.68	1,036.68	1,036.68
资本公积	2,992.85	2,992.85	2,992.85	2,992.85	2,992.85
留存收益	4,904.67	4,354.16	4,854.54	5,574.79	6,484.75
其他	(132.36)	(117.69)	30.00	30.00	30.00
<b>股东权益合计</b>	<b>9,146.24</b>	<b>8,254.91</b>	<b>8,851.20</b>	<b>9,522.56</b>	<b>10,502.05</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,543.50</b>	<b>11,499.59</b>	<b>12,170.56</b>	<b>13,425.00</b>	<b>14,027.77</b>

  

现金流量表(百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	127.15	(885.65)	500.39	720.25	909.95
折旧摊销	217.26	261.78	243.03	246.19	249.53
财务费用	85.85	75.55	62.94	56.87	47.36
投资损失	18.14	15.07	12.56	15.25	14.29
营运资金变动	9.52	(226.80)	(818.14)	110.44	(559.41)
其它	14.15	1,108.63	(60.31)	(29.96)	62.96
<b>经营活动现金流</b>	<b>472.07</b>	<b>348.58</b>	<b>(59.52)</b>	<b>1,119.06</b>	<b>724.68</b>
资本支出	438.28	(153.45)	37.87	76.93	81.47
长期投资	41.56	20.35	0.00	0.00	0.00
其他	(1,150.01)	(399.74)	(123.40)	(193.51)	(149.27)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(670.17)</b>	<b>(532.84)</b>	<b>(85.53)</b>	<b>(116.59)</b>	<b>(67.80)</b>
债权融资	(110.23)	(226.47)	(92.71)	10.33	(18.92)
股权融资	83.83	14.67	138.05	0.00	0.00
其他	13.74	242.58	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(12.66)</b>	<b>30.78</b>	<b>45.35</b>	<b>10.33</b>	<b>(18.92)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(210.76)</b>	<b>(153.47)</b>	<b>(99.71)</b>	<b>1,012.80</b>	<b>637.97</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3,836.64</b>	<b>4,068.11</b>	<b>5,201.08</b>	<b>6,402.52</b>	<b>7,106.80</b>
营业成本	1,970.70	2,121.93	2,629.66	3,188.78	3,396.34
营业税金及附加	31.64	45.95	58.75	72.32	80.27
销售费用	1,040.99	1,119.15	1,300.27	1,536.61	1,634.56
管理费用	394.49	383.69	390.08	480.19	497.48
研发费用	190.20	312.38	260.05	381.59	426.41
财务费用	22.24	58.83	62.94	56.87	47.36
资产/信用减值损失	(144.66)	(951.79)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
公允价值变动收益	0.50	0.01	(18.16)	18.94	(6.57)
投资净收益	(18.14)	(15.07)	(12.56)	(15.25)	(14.29)
其他	204.87	1,875.73	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>143.81</b>	<b>(882.71)</b>	<b>448.59</b>	<b>669.85</b>	<b>983.52</b>
营业外收入	20.95	18.55	20.00	19.83	19.46
营业外支出	8.02	4.87	1.00	4.63	3.50
<b>利润总额</b>	<b>156.74</b>	<b>(869.03)</b>	<b>467.59</b>	<b>685.06</b>	<b>999.48</b>
所得税	29.58	16.62	9.35	13.70	19.99
<b>净利润</b>	<b>127.15</b>	<b>(885.65)</b>	<b>458.24</b>	<b>671.36</b>	<b>979.49</b>
少数股东损益	(64.12)	(334.58)	(42.15)	(48.90)	69.53
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>191.28</b>	<b>(551.07)</b>	<b>500.39</b>	<b>720.25</b>	<b>909.95</b>
每股收益(元)	0.16	(0.45)	0.41	0.59	0.75

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-12.98%	6.03%	27.85%	23.10%	11.00%
营业利润	-32.23%	-713.81%	-150.82%	49.32%	46.83%
归属于母公司净利润	-31.29%	-388.10%	-190.80%	43.94%	26.34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	48.63%	47.84%	49.44%	50.20%	52.21%
净利率	4.99%	-13.55%	9.62%	11.25%	12.80%
ROE	2.17%	-6.66%	5.61%	7.48%	8.63%
ROIC	1.49%	-8.96%	5.65%	7.47%	10.92%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.08%	28.22%	27.27%	29.07%	25.13%
净负债率	10.25%	14.72%	14.52%	3.57%	-2.57%
流动比率	1.68	1.49	1.88	2.02	2.72
速动比率	1.30	1.06	1.40	1.53	2.18
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.38	3.54	3.68	3.53	3.58
存货周转率	5.13	4.62	5.30	5.43	5.54
总资产周转率	0.31	0.34	0.44	0.50	0.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.16	-0.45	0.41	0.59	0.75
每股经营现金流	0.39	0.29	-0.05	0.92	0.60
每股净资产	7.24	6.80	8.60	9.29	10.17
<b>估值比率</b>					
市盈率	80.83	-28.05	30.90	21.47	16.99
市净率	1.75	1.87	1.48	1.37	1.25
EV/EBITDA	19.09	10.55	17.59	12.76	9.37
EV/EBIT	27.14	12.65	25.49	16.91	11.58

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com