

前沿生物-U (688221.SH)

艾可宁增长提供业绩支撑，新冠治疗药物提供业绩弹性

1. 艾滋病治疗药物艾可宁优势明显，新进医保，有望快速放量。艾可宁注射给药优势明显，是目前国内唯一不需每日给药的抗 HIV 病毒药物(每周给药一次)，患者依从性更高，且当患者不能服用口服药物时(如进行手术、患急性肠胃炎或患肿瘤疾病)，注射可以保持病毒抑制，并降低医务人员的 HIV 病毒暴露风险。艾可宁副作用小，安全性高，无显著合并治疗的药物相互作用，且对于耐药病人均有效。艾可宁目标患者约 53.8-58.8 万人。2020 年 12 月，艾可宁通过医保谈判，降价 46.37% 纳入医保，解决了支付端的问题，有望开启加速放量阶段。

2. 布局艾可宁+广谱中和抗体 3BNC117 联合疗法，拟每 2 周~4 周用药一次，具备改变艾滋病治疗模式的潜力。3BNC117 是广谱中和抗体 (bNAb)，半衰期长，临床试验结果证明，3BNC117 单药治疗 HIV 病毒感染者显示出明确的抗病毒活性。3BNC117 不仅能够和其他抗艾药物一样抑制 HIV 病毒复制，而且可以介导针对 HIV 病毒和被感染细胞的免疫应答。公司将艾可宁与 3BNC117 形成全注射、长效的两药组合，组成复合制剂，拟每 2 周~4 周用药一次，有望替代口服药物，最大程度抑制不同流行的 HIV 病毒包括耐药病毒，并激发人体免疫反应，抑制、清除被 HIV 病毒感染细胞，在停药后延迟病毒反弹的时间，探索艾滋病功能性治愈，以及 HIV 病毒预防。目前已在中美进行 II 期临床，具备改变艾滋病治疗模式的潜力。

3. 股权激励制定业绩超高增长目标，公司未来三年业绩有望快速兑现。2021 年 2 月，公司公告股权激励计划，达成 100% 归属系数目标的营收要求分别在 2021-2023 年需要达到 8000 万元、3 亿元、10 亿元及以上，即业绩增速分别为 70%、275%、233%，未来三年业绩有望实现超高速增长。股权激励制定的业绩目标体现了公司对于艾可宁进医保之后快速放量的信心，公司未来三年业绩有望快速兑现。

4. 布局新冠治疗新药提供业绩弹性，已在美国启动 I 期临床。公司与上海药物研究所就抗病毒新药 FB2001 项目 (DC 系列候选药物) 达成成果转移转化协议，公司独家取得 FB2001 项目在全球范围内的临床开发、生产、制造及商业化权利。2021 年 3 月 15 日在美国启动临床 I 期试验，4 月 28 日受试者已经入组，并完成第一剂量组给药，经独立数据安全委员会研究，第一剂量组安全性良好，建议继续开展剂量递增研究。FB2001 具有高效靶向冠状病毒主蛋白酶的活性，在实验动物体内展现出良好的体内药代动力学性质和安全性。蛋白酶抑制剂治疗新冠潜力获得国际大药企认可，辉瑞产品同样获得体外试验积极数据。

盈利预测。艾可宁新进医保，有望实现快速放量，拉动公司收入体量快速上升。预计 2021-2023 年收入分别为 0.82 亿元、3.06 亿元、10.09 亿元，同比增长分别为 75%、274%、230%；归母净利润分别为 -2.99 亿元、-3.02 亿元、-0.14 亿元；EPS 分别为 -0.83 元、-0.84 元、-0.04 元；PE 分别为 -27x、-27x、-581x。

首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：艾可宁销售不及预测风险；新药研发失败风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21	47	82	306	1,009
增长率 yoy (%)	991.5	123.5	75.4	274.0	230.0
归母净利润(百万元)	-192	-231	-299	-302	-14
增长率 yoy (%)	-	-	-	-	-
EPS 最新摊薄(元/股)	-0.53	-0.64	-0.83	-0.84	-0.04
净资产收益率 (%)	-32.4	-11.0	-16.4	-19.9	-0.9
P/E (倍)	-42.4	-35.3	-27.3	-27.0	-581.0
P/B (倍)	13.5	3.8	4.4	5.3	5.3

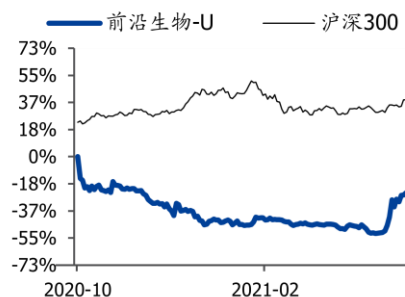
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 26 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	化学制药
5月26日收盘价(元)	22.66
总市值(百万元)	8,152.16
总股本(百万股)	359.76
其中自由流通股(%)	24.19
30日日均成交量(百万股)	5.44

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号: S0680519010003

邮箱: huruobi@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱: yingqinxin@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	456	1848	1509	1596	2719
现金	227	839	471	209	689
应收票据及应收账款	13	32	46	246	720
其他应收款	1	1	2	10	31
预付账款	5	13	18	96	281
存货	19	14	22	84	47
其他流动资产	191	950	950	950	950
非流动资产	483	668	687	704	3242
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	18	19	60	91	1344
无形资产	319	289	310	332	341
其他非流动资产	146	360	316	281	1556
资产总计	940	2516	2196	2300	5961
流动负债	82	113	97	509	4154
短期借款	14	15	15	172	3977
应付票据及应付账款	4	14	5	51	19
其他流动负债	64	84	76	286	158
非流动负债	254	263	261	258	288
长期借款	18	13	10	8	37
其他非流动负债	237	250	250	250	250
负债合计	337	376	357	767	4442
少数股东权益	0	-2	-5	-8	-9
股本	270	360	360	360	360
资本公积	912	2593	2593	2593	2593
留存收益	-579	-809	-1111	-1417	-1431
归属母公司股东权益	603	2143	1844	1542	1528
负债和股东权益	940	2516	2196	2300	5961

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	34	-170	-362	-403	-671
净利润	-195	-236	-302	-306	-14
折旧摊销	3	39	6	8	48
财务费用	-5	-1	-18	-4	113
投资损失	-8	-4	-7	-8	-7
营运资金变动	143	5	-40	-93	-810
其他经营现金流	96	25	0	0	-1
投资活动现金流	-148	-965	-17	-17	-2578
资本支出	160	186	19	17	2537
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	12	-779	2	0	-41
筹资活动现金流	154	1748	10	2	-75
短期借款	11	1	0	0	0
长期借款	18	-5	-2	-2	30
普通股增加	21	90	0	0	0
资本公积增加	139	1681	0	0	0
其他筹资现金流	-35	-19	12	4	-105
现金净增加额	42	612	-369	-418	-3324

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21	47	82	306	1009
营业成本	31	38	41	122	151
营业税金及附加	1	1	0	12	29
营业费用	20	37	65	92	182
管理费用	67	72	98	153	222
研发费用	85	138	204	245	333
财务费用	-5	-1	-18	-4	113
资产减值损失	-26	-4	0	0	0
其他收益	4	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	1
投资净收益	8	4	7	8	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-193	-235	-301	-305	-14
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	-195	-236	-302	-306	-14
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-195	-236	-302	-306	-14
少数股东损益	-3	-5	-3	-3	0
归属母公司净利润	-192	-231	-299	-302	-14
EBITDA	-197	-220	-314	-302	147
EPS (元/股)	-0.53	-0.64	-0.83	-0.84	-0.04

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	991.5	123.5	75.4	274.0	230.0
营业利润 (%)	21.9	-21.7	-28.0	-1.3	95.5
归属母公司净利润 (%)	-22.1	19.9	29.6	1.1	-95.4
获利能力					
毛利率 (%)	-49.9	18.4	50.0	60.0	85.0
净利率 (%)	-922.6	-494.9	-365.6	-98.8	-1.4
ROE (%)	-32.4	-11.0	-16.4	-19.9	-0.9
ROIC (%)	-22.7	-10.7	-15.1	-15.7	1.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.8	14.9	16.3	33.3	74.5
净负债比率 (%)	8.2	-25.8	-10.5	14.6	236.0
流动比率	5.5	16.4	15.6	3.1	0.7
速动比率	5.2	16.1	15.1	2.8	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
应收账款周转率	3.1	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	5.0	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.53	-0.64	-0.83	-0.84	-0.04
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.10	-0.47	-1.01	-1.12	-1.86
每股净资产 (最新摊薄)	1.68	5.96	5.13	4.29	4.25
估值比率					
P/E	-42.4	-35.3	-27.3	-27.0	-581.0
P/B	13.5	3.8	4.4	5.3	5.3
EV/EBITDA	-40.8	-30.3	-22.3	-24.6	73.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 26 日收盘价

内容目录

前言：四大逻辑论述前沿生物投资价值.....	4
1. 艾滋病治疗药物艾可宁优势明显，新进医保，有望快速放量.....	4
2. 布局艾可宁+广谱中和抗体 3BNC117 联合疗法，拟每 2 周~4 周用药一次，具备改变艾滋病治疗模式的潜力.....	5
3. 股权激励制定业绩超高增长目标，为公司未来三年发展提供业绩保障.....	5
4. 布局新冠治疗新药提供业绩弹性，已在美国启动 I 期临床.....	6
一、艾滋病市场规模大，国内增速快，艾可宁有望快速放量.....	7
1.1 艾滋病患者人数快速上升，未来自费及医保药物市场发展潜力大.....	7
1.2 艾可宁优势明显，新进医保，有望快速放量.....	10
二、布局新冠治疗新药提供业绩弹性，已在美国启动 I 期临床.....	13
三、公司综合实力优秀，股权结构清晰.....	16
四、盈利预测.....	17
风险提示.....	18

图表目录

图表 1: 艾可宁放量较快.....	5
图表 2: 艾可宁降价 46.37%纳入医保.....	5
图表 3: 股权激励考核目标.....	5
图表 4: 全球抗 HIV 病毒药物市场规模呈逐年上升趋势.....	7
图表 5: 全球 HIV 病毒携带者人数逐年增多.....	7
图表 6: 中国的抗 HIV 病毒药物市场规模 (亿元).....	8
图表 7: 中国 HIV 病毒携带者人数逐年增多.....	9
图表 8: 2018 年中国前五大抗 HIV 病毒药物一览.....	9
图表 9: 艾可宁作用机制.....	11
图表 10: 艾可宁放量较快.....	11
图表 11: 艾可宁降价 46.37%纳入医保.....	11
图表 12: 股权激励考核目标.....	12
图表 13: FB2001 结构示意图.....	13
图表 14: FB2001 研究数据.....	14
图表 15: FB2001 临床信息.....	15
图表 16: 公司研发管线.....	16
图表 17: 股权结构示意图.....	16
图表 18: 公司收入与业绩情况.....	17
图表 19: 公司研发持续高投入.....	17
图表 20: 艾可宁盈利预测.....	17

前言：四大逻辑论述前沿生物投资价值

1. 艾滋病治疗药物艾可宁优势明显，新进医保，有望快速放量

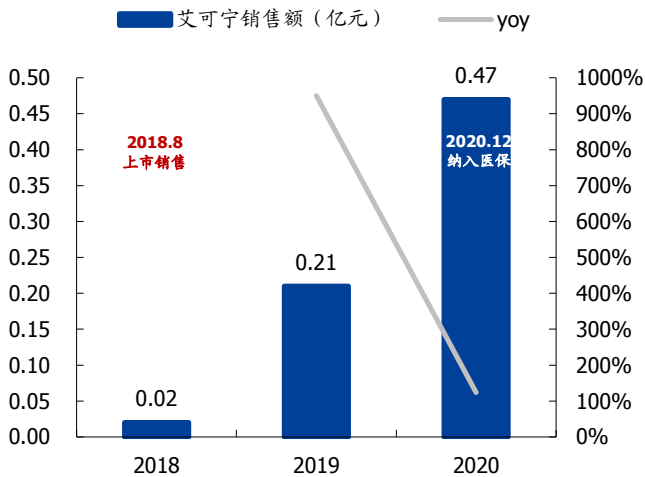
艾可宁相对口服药优势明显：

- **艾可宁是目前国内唯一不需每日给药的抗 HIV 病毒药物，患者依从性更高。**艾可宁是公司自主研发的国家一类新药，是首款中国自主研发且获批上市的抗艾滋病新药，全球首例获批的长效 HIV 融合抑制剂。艾可宁需与其他抗逆转录病毒药物联合使用，用于治疗已经接受过其他多种抗逆转录病毒药物治疗但仍有 HIV-1 病毒复制的 HIV-1 感染患者。艾可宁通过注射方式每周给药一次，通过静脉注射的药物可在患者体内立即起效。艾可宁是中国唯一不需每日给药的抗 HIV 病毒药物，相对目前终身每日服药来说依从性更高。
- **艾可宁副作用小，安全性高。**口服药需要数小时通过胃肠消化系统吸收从而起效，患者终身每日服药，因此容易对病人肝肾等器官造成损伤艾可宁是一个多肽药物，在体内经水解变成氨基酸和水，不经过肝脏代谢，因此副作用低，安全性高。
- **艾可宁无显著合并治疗的药物相互作用。**口服药可能会与患者服用的其他药物相互作用从而产生副作用，艾可宁与现有全球已上市的所有抗艾药物无显著的药物相互作用，与艾滋病患者使用的抗肺结核、抗癌及其它治疗药物也无任何药物相互作用。
- **艾可宁对于住院、手术、重症病人等具有一定的临床不可替代性。**当患者不能服用口服药物、无法通过胃肠道吸收药物、对口服药不耐受、需要同时治疗多种并发症等情况发生时(如进行手术、患急性肠胃炎或患肿瘤疾病)，注射可以保持病毒抑制，并降低医务人员的 HIV 病毒暴露风险，艾可宁在此时具有一定的临床不可替代性。
- **对于耐药患者，艾可宁在 gp41 上的靶点属于高度保守区域，具有高效广谱的抗 HIV-1 病毒活性，对主要流行 HIV-1 病毒、包括耐药病毒均有效。**艾可宁是一种长效融合抑制剂，作用于 HIV 病毒感染的第一环节，能有效阻断病毒进入人体免疫细胞。艾可宁与靶点 HIV 膜蛋白 gp41 结合，抑制病毒膜与人体 CD4+T 细胞膜融合，从而阻止 HIV-1 病毒进入细胞。艾可宁黏附在病毒包膜糖蛋白的 gp41 亚基阻止了病毒与 T 细胞的细胞膜融合所需的构象变化。艾可宁的作用靶点 gp41 存在于所有 HIV-1 病毒，没有病毒嗜性等选择性，因此艾可宁具有广谱抗 HIV 病毒活性，对主要流行 HIV 病毒包括耐药病毒都有效。2019 年 7 月，上海公共卫生中心发布的《艾滋病抗病毒治疗换药策略专家共识》推荐的 12 个换药方案中 7 个方案推荐使用艾可宁。例如，对蛋白酶抑制剂出现耐药的患者，在联合用药方案中推荐更换为艾可宁等。

艾可宁目标患者约 **53.8-58.8 万人**。艾可宁为耐药患者、肝肾功能异常患者、住院及重症患者等提供了新的用药选择。国内目前 HIV 病毒携带人群约 125 万人(每年新增 10-20 万人)，艾可宁目标患者人群中的慢性治疗患者(包括耐药患者、肝肾功能异常患者等)、住院及重症患者(包括 HIV 合并机会性感染、外科患者等)约为 53.8-58.8 万人。

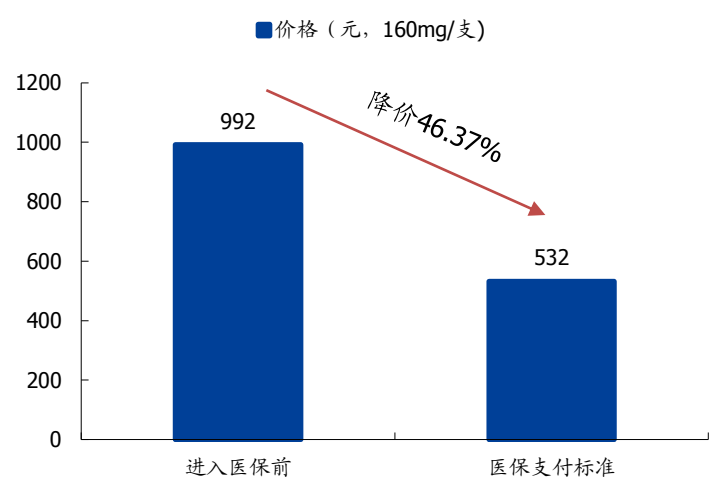
谈判纳入医保，艾可宁有望快速放量。2020 年 12 月，艾可宁通过医保谈判，降价 46.37% 纳入医保，解决了支付端的问题，有望开启加速放量阶段。

图表 1: 艾可宁放量较快



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 艾可宁降价 46.37% 纳入医保



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 布局艾可宁+广谱中和抗体 3BNC117 联合疗法, 拟每 2 周~4 周用药一次, 具备改变艾滋病治疗模式的潜力

3BNC117 是广谱中和抗体 (bNAbs), 半衰期长, 作用于 HIV 病毒上 gp120 的 CD4 结合位点, 阻止病毒进入细胞, 临床试验结果证明, 3BNC117 单药治疗 HIV 病毒感染者显示出明确的抗病毒活性。3BNC117 不仅能够和其他抗艾药物一样抑制 HIV 病毒复制, 而且可以介导针对 HIV 病毒和被感染细胞的免疫应答。公司将艾可宁与 3BNC117 形成全注射、长效的两药组合, 组成复合制剂, 拟每 2 周~4 周用药一次, 有望替代口服药物, 最大程度抑制不同流行的 HIV 病毒包括耐药病毒, 并激发人体免疫反应, 抑制、清除被 HIV 病毒感染细胞, 在停药后延迟病毒反弹的时间, 探索艾滋病功能性治愈, 以及 HIV 病毒预防。目前已在中美进行 II 期临床, 具备改变艾滋病治疗模式的潜力。

3. 股权激励制定业绩超高增长目标, 公司未来三年业绩有望快速兑现

2021 年 2 月, 公司公告股权激励计划, 达成 100% 归属系数目标的营收要求分别在 2021-2023 年需要达到 8000 万元、3 亿元、10 亿元及以上, 即业绩增速分别为 70%、275%、233%, 未来三年业绩有望实现超高速增长。股权激励制定的业绩目标体现了公司对于艾可宁进医保之后快速放量的信心, 公司未来三年业绩有望快速兑现。

图表 3: 股权激励考核目标

归属期	考核年度	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B
首次授予的限制性股票	第一个归属期	2021 年	2021 年
	第二个归属期	2022 年	2022 年

业绩考核目标 A	业绩考核目标 B
公司层面归属系数 100%	公司层面归属系数 80%
公司需同时满足以下条件: 1、营业收入不低于 8,000 万元; 2、至少 1 个新的药品研发项目进入临床试验阶段。	公司需同时满足以下条件: 1、营业收入不低于 6,400 万元; 2、至少 1 个新的药品研发项目进入临床试验阶段。
公司需同时满足以下条件: 1、营业收入不低于 3 亿元; 2、至少 2 个新的药品研发项目进入临床试验阶段。	公司需同时满足以下条件: 1、营业收入不低于 2.4 亿元; 2、至少 2 个新的药品研发项目进入临床试验阶段。

预留授予的限制性股票	第三个归属期	2023年	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 10亿元 ； 2、至少1个药品上市，累计处于临床试验阶段或完成以适应症为上市目的的后期临床试验的药品研发项目不少于8个。	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 8亿元 ； 2、至少1个药品上市，累计处于临床试验阶段或完成以适应症为上市目的的后期临床试验的药品研发项目不少于8个。
	第一个归属期	2021年	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 8,000万元 ； 2、至少1个新的药品研发项目进入临床试验阶段。	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 6,400万元 ； 2、至少1个新的药品研发项目进入临床试验阶段。
	第二个归属期	2022年	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 3亿元 ； 2、至少2个新的药品研发项目进入临床试验阶段。	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 2.4亿元 ； 2、至少2个新的药品研发项目进入临床试验阶段。
	第三个归属期	2023年	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 10亿元 ； 2、至少1个药品上市，累计处于临床试验阶段或完成以适应症为上市目的的后期临床试验的药品研发项目不少于8个。	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 8亿元 ； 2、至少1个药品上市，累计处于临床试验阶段或完成以适应症为上市目的的后期临床试验的药品研发项目不少于8个。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.布局新冠治疗新药提供业绩弹性，已在美国启动I期临床

公司在2020年年报中披露，公司新增FB2001项目。2020年1月29日和2020年5月25日，公司与上海药物研究所就抗病毒新药FB2001项目（DC系列候选药物）分别签署《技术开发合同》以及补充协议，达成成果转移转化协议，公司独家取得FB2001项目在全球范围内的临床开发、生产、制造及商业化权利。FB2001项目在公司内部立项，完成了原料药和制剂的工艺、质量及药理毒理研究工作。2021年3月15日在美国启动临床I期试验，由美国Frontage 1期临床研究中心Gregory Tarcey教授作为主要研究者推进该项工作，采用单中心、随机、盲法、对照设计，主要目的为评价本品在人体的耐受性、安全性和药代动力学特征。截至2021年4月28日，受试者已经入组，并完成第一剂量组给药，经独立数据安全委员会研究，第一剂量组安全性良好，建议继续开展剂量递增研究。

FB2001具有高效靶向冠状病毒主蛋白酶的活性，在实验动物体内展现出良好的体内药代动力学性质和安全性。DC402234（FB2001）是由中科院上海药物研究所柳红、许叶春、蒋华良团队联合上海科技大学杨海涛、饶子和团队以及中科院武汉病毒研究所张磊、肖庚富团队等共同研发的抗SARS-CoV-2候选新药，具有我国自主知识产权。FB2001候选药物中，DC402234是基于冠状病毒主蛋白酶三维结构设计合成的拟肽类化合物，对新冠肺炎病毒SARS-CoV-2 M^{pro}的抑制活性IC₅₀为0.053 ± 0.005 μM，体外抗病毒活性EC₅₀为0.42 ± 0.08 μM，具有高效靶向冠状病毒主蛋白酶的活性，同时在实验动物体内展现出良好的体内药代动力学性质和安全性。该项研究成果于2020年6月作为封面文章发表于国际权威期刊《科学》（Science, 2020,368,1331-1335）。

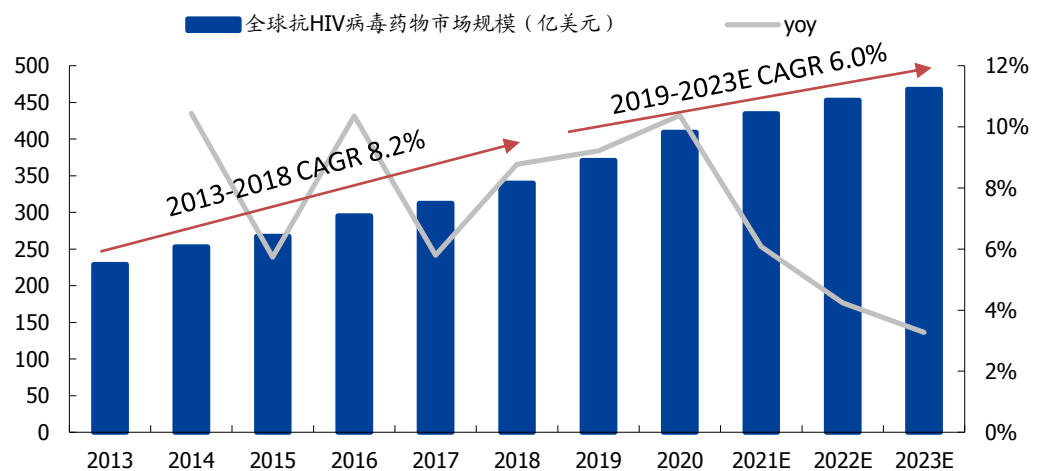
蛋白酶抑制剂治疗新冠潜力获得国际大药企认可，辉瑞产品同样获得体外试验积极数据。辉瑞目前正在研发的口服新冠治疗新药PF-07321332也是一种蛋白酶抑制剂，目前正处于Ib期临床阶段。体外研究表明，PF-07321332是一种可以有效对抗新冠病毒活性的蛋白酶抑制剂，侧重于轻症治疗。辉瑞另一款蛋白酶抑制剂PF-07304814为静脉注射剂型，目前正在针对住院患者展开临床试验。

一、艾滋病市场规模大，国内增速快，艾可宁有望快速放量

1.1 艾滋病患病人数快速上升，未来自费及医保药物市场发展潜力大

全球抗 HIV 病毒药物市场规模超 400 亿美元，呈逐年上升趋势。根据灼识咨询报告，全球抗 HIV 病毒药物市场的规模由 2013 年的 229 亿美元增加至 2018 年的 339.6 亿美元，年均复合增长率 8.2%。预计到 2023 年，全球抗 HIV 病毒市场将达到 467.5 亿美元，2019 年至 2023 年期间的预计年均复合增长率 6.0%。2019 年至 2023 年，预计全球各地区的 HIV 病毒药物市场规模均呈逐年上升趋势，且主要以北美及中西欧市场为主。

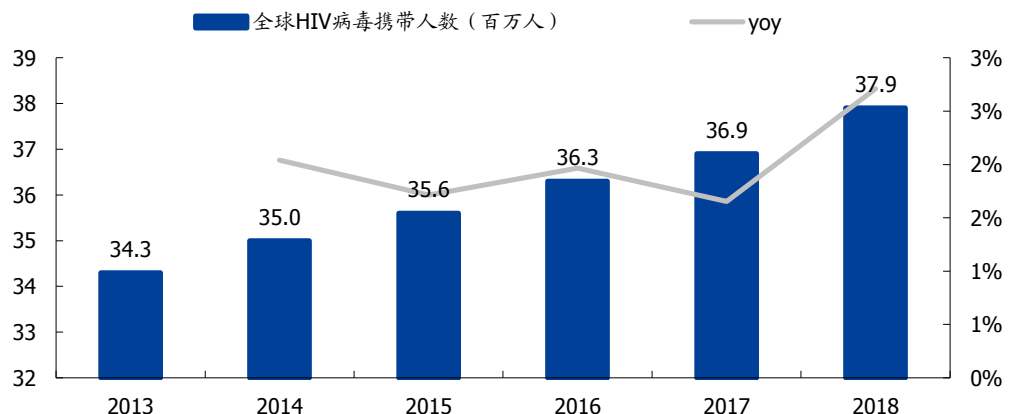
图表 4: 全球抗 HIV 病毒药物市场规模呈逐年上升趋势



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

全球 HIV 病毒携带人数以 2% 左右增速逐年增多。根据 UNAIDS 统计，全球 HIV 病毒感染人数由 2013 年的 3,430 万人增加至 2018 年的 3,790 万人，年均复合增长率为 2.0%，全球 HIV 病毒携带者人数逐年增多。

图表 5: 全球 HIV 病毒携带者人数逐年增多



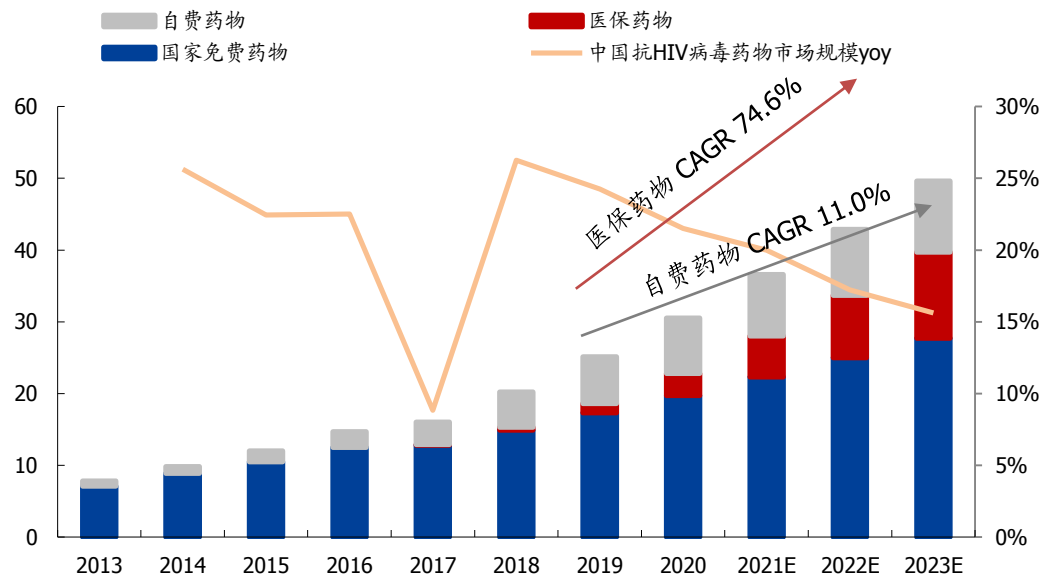
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

国内抗 HIV 病毒药物市场规模超 30 亿元，市场正在快速扩大。中国的抗 HIV 病毒药物市场从 2013 年的 7.9 亿元增加到 2018 年的 20.2 亿元，年均复合增长率为 20.7%。预计至 2023 年，中国的抗 HIV 病毒药物市场将达 49.6 亿元，2019 年至 2023 年预计年均复合增长率为 18.6%。随着中国艾滋病治疗方案与药物数量增加，且国家医保目录范围逐步扩大；此外根据灼识咨询报告，近年来我国 HIV 感染途径中性传播占 95% 以上，患者结构有所改变，支付能力及消费意愿提升，中国 HIV 病毒携带者接受治疗的比例不断增加，推动了我国抗 HIV 病毒药物市场规模的扩大。

抗 HIV 病毒药物从以往由国家集中采购免费治疗正在向政府免费治疗+医保支付+自费市场相结合的购药方式转变，未来自费及医保药物市场发展潜力大。根据灼识咨询数据，2018 年我国抗 HIV 病毒药物市场以国家免费药物为主导，占比约 74%，自费药物占比 24%，医保药物占比 2%。根据中国抗 HIV 病毒药物分类情况，目前政府免费药物主要为逆转录酶抑制剂 (NRTI/NNRTI) 及蛋白酶抑制剂，相关药物主要为仿制国外上市已久、已过专利保护的老品种。随着患者人数增多以及用药复杂程度的加深，政府免费药物在使用便利性、药物相互作用、安全性和有效性等方面，往往难以满足患者日益增长的差异化需求。抗 HIV 病毒药物从以往由国家集中采购免费治疗正在向政府免费治疗+医保支付+自费市场相结合的购药方式转变，该购药方式转变将是满足不同患者群体需求、提升临床用药可及性和先进性的重要趋势。

- **自费抗 HIV 病毒药物：**2019 年至 2023 年，我国自费抗 HIV 病毒药物市场规模预计将以 11.0% 的年均复合增长率增长，从 2019 年的 6.5 亿元上升至 2023 年的 9.9 亿元；
- **医保抗 HIV 病毒药物：**2019 年至 2023 年，我国医保抗 HIV 病毒药物市场规模预计将以 74.6% 的年均复合增长率增长，从 2019 年的 1.3 亿元上升至 2023 年的 12 亿元；
- **未来自费及医保药物市场发展潜力大：**预计至 2023 年，我国自费及医保抗 HIV 病毒药物市场规模合计将达到 21.9 亿元，占整体市场规模约 44%。

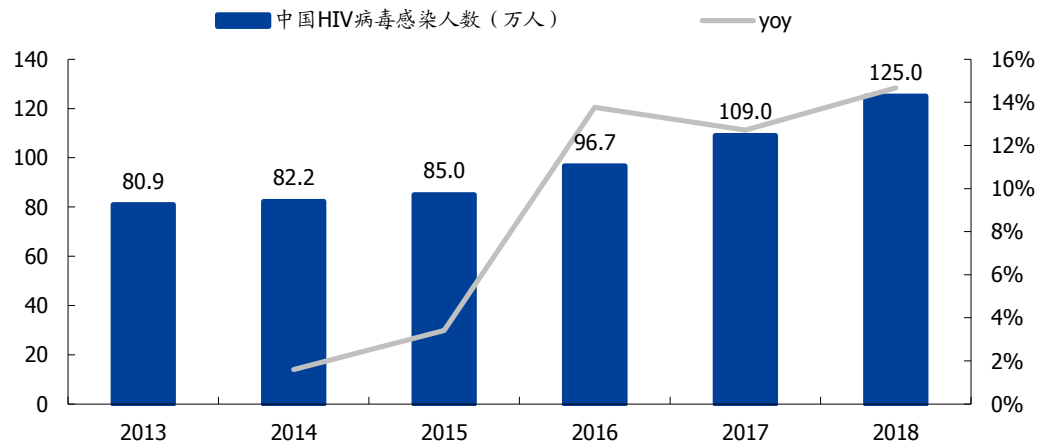
图表 6: 中国的抗 HIV 病毒药物市场规模 (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

中国 HIV 病毒感染人数快速上升，近年来每年新增 10-20 万感染患者。根据中国疾控中心报告，我国 HIV 病毒感染人数由 2013 年的 80.9 万人增加至 2018 年的 125 万人，年均复合增长率为 9.1%，中国 HIV 病毒携带者人数逐年增多。

图表 7: 中国 HIV 病毒携带者人数逐年增多



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

传统药物已经无法满足患者差异化的用药需求, 抗 HIV 新药市场潜力巨大。2018 年中国抗 HIV 病毒药物市场规模约为 20 亿元, 中国市场内排名前五大的抗 HIV 病毒药物分别为艾伯维的克力芝、默沙东的施多宁、迪赛诺的爱迪、成都倍特的倍信以及齐鲁制药的纳信得, 共占据整体市场的 66.4%。中国市场的核心主流药物主要为仿制国外上市已久、作用机制相对老旧的品种, 涉足企业较多。近年来, 随着国家药监局将抗 HIV 病毒药品纳入优先审评审批的范围, 鼓励本土医药企业创新研发+加速引进国外创新药, 国内抗 HIV 新药上市加速。同时, 随着患者人数增多以及用药复杂程度的加深, 传统药物已经无法满足患者差异化的用药需求, 患者对于作用机制新、用药便利性好、药物依从性高、副作用小的新型药物的需求日益剧增。因此, 抗 HIV 新药市场潜力巨大。

图表 8: 2018 年中国前五大抗 HIV 病毒药物一览

商品名	克力芝	施多宁	爱迪	倍信	纳信得
通用名称	洛匹那韦/利托那韦	依非韦伦片	依非韦伦片	富马酸替诺福韦二吡 啶酯片	富马酸替诺福韦二吡 啶酯片
制造商	艾伯维	默沙东	迪赛诺	成都倍特药业	齐鲁制药
中国上市日期	2011 年	2007 年	2016 年	2016 年	2017 年
作用靶点	蛋白酶	逆转录酶	逆转录酶	逆转录酶	逆转录酶
作用机制	蛋白酶抑制剂	非核苷类逆转录酶抑 制剂	非核苷类逆转录酶抑 制剂	核苷和核苷酸类反转 录酶抑制剂	核苷和核苷酸类反转 录酶抑制剂
是否属于多合一药物	否	否	否	否	否
常规联合用药方案	需要与至少 1 个药物 联合用药	需要至少与 2 种药物 联合用药	需要至少与 2 种药物 联合用药	需要至少与 2 种药物 联合用药	需要至少与 2 种药物 联合用药
属于一线或二线用药 的具体情况	与丙酚替诺福韦/恩曲 他滨联用, 作为一线治 疗; 可与其它核苷和核 苷酸类反转录酶抑制 剂联用作为二线治疗	与替诺福韦/阿巴卡韦 和拉米夫定/恩曲他滨 联用, 作为一线治疗; 可与齐多夫定和拉米 夫定联用, 作为二线治 疗	与替诺福韦/阿巴卡韦 和拉米夫定/恩曲他滨 联用, 作为一线治疗; 可与齐多夫定和拉米 夫定联用, 作为二线治 疗	与拉米夫定、恩曲他滨 和依非韦伦/奈韦拉平 阿扎那韦联用, 作为一 线治疗; 可与其它核苷 与非核苷类逆转录酶	与拉米夫定、恩曲他滨 和依非韦伦/奈韦拉平 阿扎那韦联用, 作为一 线治疗; 可与其它核苷 与非核苷类逆转录酶

				抑制剂联用作为二线治疗	抑制剂联用作为二线治疗
月治疗费用(元)	国家免费药物名单	国家免费药物名单	国家免费药物名单	40	国家免费药物名单
年销售额(亿元)	4.7	2.8	2.6	1.8	1.5
市场份额(%)	23.3%	13.9%	12.9%	8.9%	7.4%

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

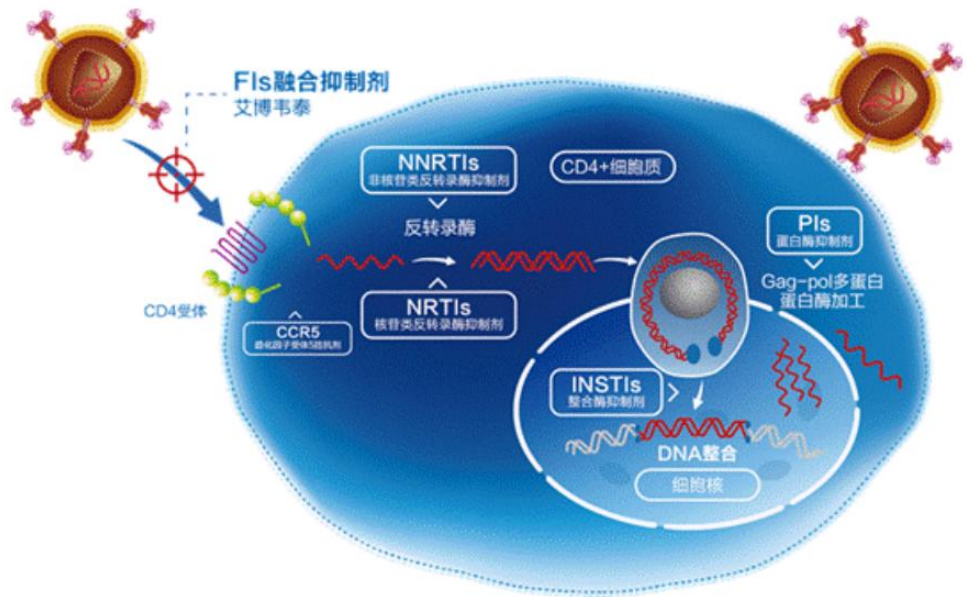
1.2 艾可宁优势明显, 新进医保, 有望快速放量

传统的鸡尾酒疗法需要终身每日服药且副作用明显, 艾滋病治疗急需长效新药。目前尚无完全清除 HIV 病毒的方法, 艾滋病标准治疗方案为采用具有 3 种或 3 种以上不同作用机制的抗逆转录病毒药物的联合用药(即“鸡尾酒疗法”)。因此, 艾滋病的治疗急需能够达到长效作用的新药, 实现疗效好、安全性高、用药频次低、依从性高。

艾可宁相对口服药优势明显:

- **艾可宁是目前国内唯一不需每日给药的抗 HIV 病毒药物, 患者依从性更高。**艾可宁是公司自主研发的国家一类新药, 是首款中国自主研发且获批上市的抗艾滋病新药, 全球首例获批的长效 HIV 融合抑制剂。艾可宁需与其他抗逆转录病毒药物联合使用, 用于治疗已经接受过其他多种抗逆转录病毒药物治疗但仍有 HIV-1 病毒复制的 HIV-1 感染患者。艾可宁通过注射方式每周给药一次, 通过静脉注射的药物可在患者体内立即起效。艾可宁是中国唯一不需每日给药的抗 HIV 病毒药物, 相对目前终身每日服药来说依从性更高。
- **艾可宁副作用小, 安全性高。**口服用药需要数小时通过胃肠消化系统吸收从而起效, 患者终身每日服药, 因此容易对病人肝肾等器官造成损伤艾可宁是一个多肽药物, 在体内经水解变成氨基酸和水, 不经过肝脏代谢, 因此副作用低, 安全性高。
- **艾可宁无显著合并治疗的药物相互作用。**口服用药可能会与患者服用的其他药物相互作用从而产生副作用, 艾可宁与现有全球已上市的所有抗艾药物无显著的药物相互作用, 与艾滋病患者使用的抗肺结核、抗癌及其它治疗药物也无任何药物相互作用。
- **艾可宁对于住院、手术、重症病人等具有一定的临床不可替代性。**当患者不能服用口服药物、无法通过胃肠道吸收药物、对口服药不耐受、需要同时治疗多种并发症等情况发生时(如进行手术、患急性肠胃炎或患肿瘤疾病), 注射可以保持病毒抑制, 并降低医务人员的 HIV 病毒暴露风险, 艾可宁在此时具有一定的临床不可替代性。
- **对于耐药患者, 艾可宁在 gp41 上的靶点属于高度保守区域, 具有高效广谱的抗 HIV-1 病毒活性, 对主要流行 HIV-1 病毒、包括耐药病毒均有效。**艾可宁是一种长效融合抑制剂, 作用于 HIV 病毒感染的第一环节, 能有效阻断病毒进入人体免疫细胞。艾可宁与靶点 HIV 膜蛋白 gp41 结合, 抑制病毒膜与人体 CD4+T 细胞膜融合, 从而阻止 HIV-1 病毒进入细胞。艾可宁黏附在病毒包膜糖蛋白的 gp41 亚基阻止了病毒与 T 细胞的细胞膜融合所需的构象变化。艾可宁的作用靶点 gp41 存在于所有 HIV-1 病毒, 没有病毒嗜性等选择性, 因此艾可宁具有广谱抗 HIV 病毒活性, 对主要流行 HIV 病毒包括耐药病毒都有效。2019 年 7 月, 上海公共卫生中心发布的《艾滋病抗病毒治疗换药策略专家共识》推荐的 12 个换药方案中 7 个方案推荐使用艾可宁。例如, 对蛋白酶抑制剂出现耐药的患者, 在联合用药方案中推荐更换为艾可宁等。

图表9: 艾可宁作用机制

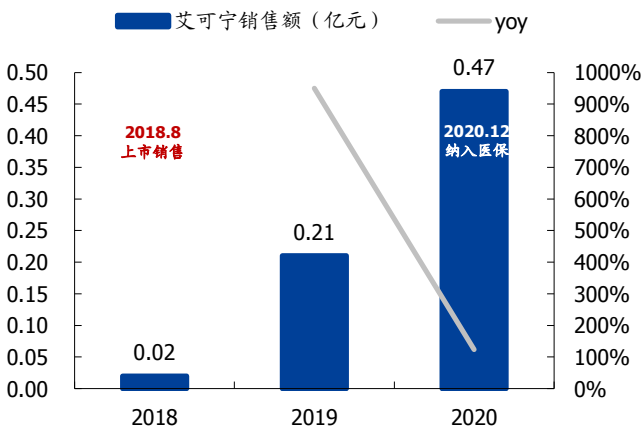


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

国内目前 HIV 病毒携带人群约 125 万人 (每年新增 10-20 万人), 艾可宁目标患者人群中的慢性治疗患者 (包括耐药患者、肝肾功能异常患者等)、住院及重症患者 (包括 HIV 合并机会性感染、外科患者等) 约为 53.8-58.8 万人。2018 年中国 HIV 病毒携带人数约为 125 万人 (每年新增 10-20 万人), 根据招股书数据来看, 我国目前耐药的 HIV 患者人数约为 10-15 万人, 肝肾功能异常的 HIV 患者人数约为 32 万人, 住院及重症 (需要接受住院治疗、外科手术治疗或同时患有其他合并机会性感染) 的 HIV 患者人数约为 11.80 万人。

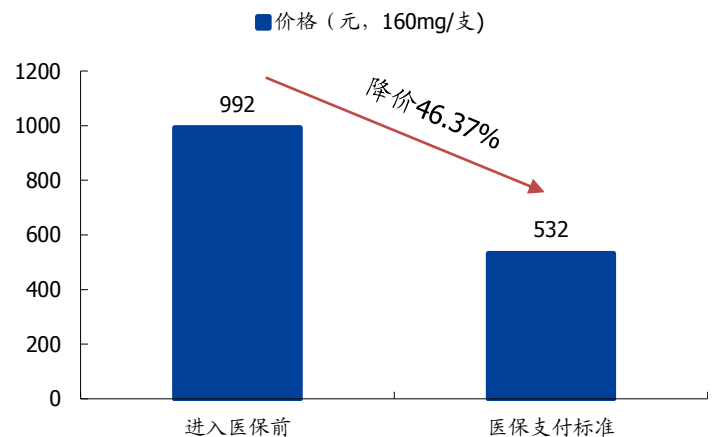
谈判纳入医保, 艾可宁有望快速放量。2020 年 12 月, 艾可宁通过医保谈判, 降价 46.37% 纳入医保, 解决了支付端的问题, 有望开启加速放量阶段。艾可宁用药方案为 320mg/次 (2 支), 第 1、2、3、8 天每天一次, 此后每周一次, 即一年用药量约 110 支, 医保支付价目前为 532 元/支, 即一年费用约 5.85 万元。

图表 10: 艾可宁放量较快



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 艾可宁降价 46.37% 纳入医保



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

布局艾可宁+广谱中和抗体**3BNC117**联合疗法，拟每2周~4周用药一次，具备改变艾滋病治疗模式的潜力。3BNC117是广谱中和抗体(bNAb)，半衰期长，作用于HIV病毒上gp120的CD4结合位点，阻止病毒进入细胞，临床试验结果证明，3BNC117单药治疗HIV病毒感染者显示出明确的抗病毒活性。3BNC117不仅能够和其他抗艾药物一样抑制HIV病毒复制，而且可以介导针对HIV病毒和被感染细胞的免疫应答。公司将艾可宁与3BNC117形成全注射、长效的两药组合，组成配方完整的复合制剂，拟每2周~4周用药一次，有望替代口服药物，最大程度抑制不同流行的HIV病毒包括耐药病毒，并激发人体免疫反应，抑制、清除被HIV病毒感染细胞，在停药后延迟病毒反弹的时间，探索艾滋病功能性治愈，以及HIV病毒预防。目前已在中美进行II期临床，具备改变艾滋病治疗模式的潜力。

股权激励制定业绩超高增长目标，为公司未来三年发展提供业绩保障。2021年2月，公司公告股权激励计划，达成100%归属系数目标的营收要求分别在2021-2023年需要达到8000万元、3亿元、10亿元及以上，即业绩增速分别为70%、275%、233%，未来三年业绩有望实现超高速增长。股权激励制定的业绩目标体现了公司对于艾可宁进医保之后快速放量的信心，为公司未来三年发展提供业绩保障。

图表 12: 股权激励考核目标

归属期	考核年度	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B	
		公司层面归属系数 100%	公司层面归属系数 80%	
首次授予的限制性股票	第一个归属期	2021年	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 8,000万元 ； 2、至少1个新的药品研发项目进入临床试验阶段。	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 6,400万元 ； 2、至少1个新的药品研发项目进入临床试验阶段。
	第二个归属期	2022年	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 3亿元 ； 2、至少2个新的药品研发项目进入临床试验阶段。	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 2.4亿元 ； 2、至少2个新的药品研发项目进入临床试验阶段。
	第三个归属期	2023年	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 10亿元 ； 2、至少1个药品上市，累计处于临床试验阶段或完成以适应症为上市目的的后期临床试验的药品研发项目不少于8个。	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 8亿元 ； 2、至少1个药品上市，累计处于临床试验阶段或完成以适应症为上市目的的后期临床试验的药品研发项目不少于8个。
预留授予的限制性股票	第一个归属期	2021年	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 8,000万元 ； 2、至少1个新的药品研发项目进入临床试验阶段。	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 6,400万元 ； 2、至少1个新的药品研发项目进入临床试验阶段。
	第二个归属期	2022年	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 3亿元 ； 2、至少2个新的药品研发项目进入临床试验阶段。	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 2.4亿元 ； 2、至少2个新的药品研发项目进入临床试验阶段。
	第三个归属期	2023年	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 10亿元 ； 2、至少1个药品上市，累计处于临床试验阶段或完成以适应症为上市目的的后期临床试验的药品研发项目不少于8个。	公司需同时满足以下条件： 1、营业收入不低于 8亿元 ； 2、至少1个药品上市，累计处于临床试验阶段或完成以适应症为上市目的的后期临床试验的药品研发项目不少于8个。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

二、布局新冠治疗新药提供业绩弹性，已在美国启动 I 期临床

布局新冠治疗新药提供业绩弹性，已在美国启动 I 期临床。公司在 2020 年年报中披露，公司新增 FB2001 项目。2020 年 1 月 29 日和 2020 年 5 月 25 日，公司与上海药物研究所就抗病毒新药 FB2001 项目（DC 系列候选药物）分别签署《技术开发合同》以及补充协议，达成成果转移转化协议，公司独家取得 FB2001 项目在全球范围内的临床开发、生产、制造及商业化权利。FB2001 项目在公司内部立项，完成了原料药和制剂的工艺、质量及药理毒理研究工作。2021 年 3 月 15 日在美国启动临床 I 期试验，由美国 Frontage 1 期临床研究中心 Gregory Tarcey 教授作为主要研究者推进该项工作，采用单中心、随机、盲法、对照设计，主要目的为评价本品在人体的耐受性、安全性和药代动力学特征。截至 2021 年 4 月 28 日，受试者已经入组，并完成第一剂量组给药，经独立数据安全委员会研究，第一剂量组安全性良好，建议继续开展剂量递增研究。

FB2001 具有高效靶向冠状病毒主蛋白酶的活性，在实验动物体内展现出良好的体内药代动力学性质和安全性。DC402234（FB2001）是由中科院上海药物研究所柳红、许叶春、蒋华良团队联合上海科技大学杨海涛、饶子和团队以及中科院武汉病毒研究所张磊、肖庚富团队等共同研发的抗 SARS-CoV-2 候选新药，具有我国自主知识产权。FB2001 候选药物中，DC402234 是基于冠状病毒主蛋白酶三维结构设计合成的拟肽类化合物，对新冠肺炎病毒 SARS-CoV-2 M^{pro} 的抑制活性 IC₅₀ 为 0.053 ± 0.005 μM，体外抗病毒活性 EC₅₀ 为 0.42 ± 0.08 μM，具有高效靶向冠状病毒主蛋白酶的活性，同时在实验动物体内展现出良好的体内药代动力学性质和安全性。该项研究成果于 2020 年 6 月作为封面文章发表于国际权威期刊《科学》（Science, 2020,368,1331-1335）。

蛋白酶抑制剂治疗新冠潜力获得国际大药企认可，辉瑞产品同样获得体外试验积极数据。辉瑞目前正在研发的口服新冠治疗新药 PF-07321332 也是一种蛋白酶抑制剂，目前正处于 Ib 期临床阶段。体外研究表明，PF-07321332 是一种可以有效对抗新冠病毒活性的蛋白酶抑制剂，侧重于轻症治疗。辉瑞另一款蛋白酶抑制剂 PF-07304814 为静脉注射剂型，目前正在针对住院患者展开临床试验。

图表 13: FB2001 结构示意图

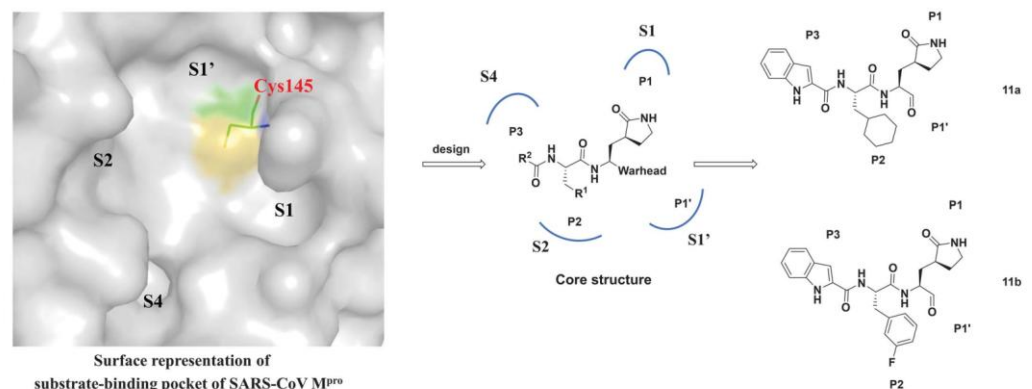
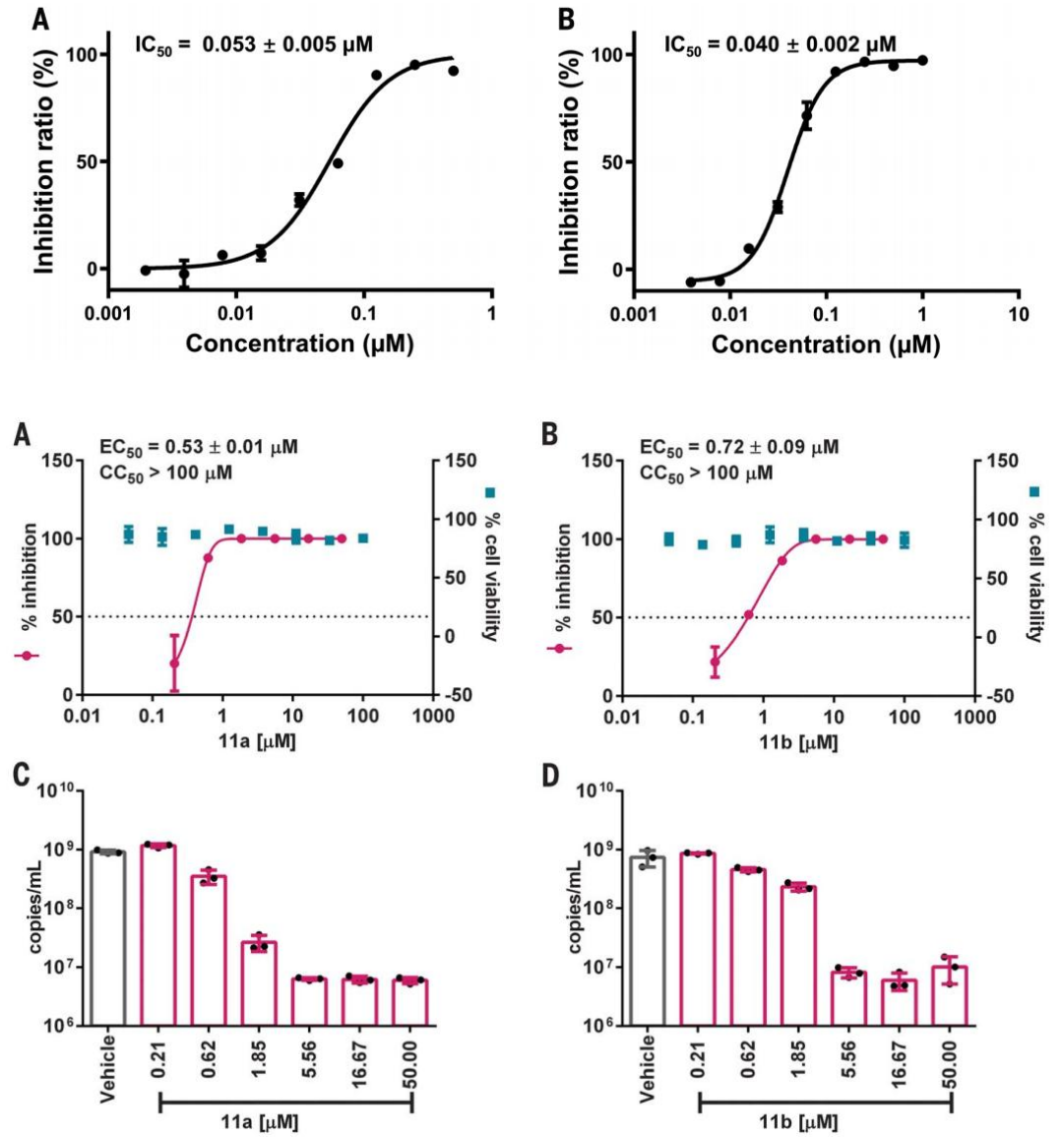


Fig. 1. Design strategy of SARS-CoV-2 main protease (M^{pro}) inhibitors and the chemical structures of 11a and 11b.

资料来源: Science, 国盛证券研究所

图表 14: FB2001 研究数据



资料来源: Science, 国盛证券研究所

图表 15: FB2001 临床信息

The Safety and Efficacy of FB2001 in Healthy Subjects and Patients With COVID-19 Infection

ClinicalTrials.gov Identifier: NCT04766931

The safety and scientific validity of this study is the responsibility of the study sponsor and investigators. Listing a study does not mean it has been evaluated by the U.S. Federal Government. [Know the risks and potential benefits](#) of clinical studies and talk to your health care provider before participating. Read our [disclaimer](#) for details.

Recruitment Status: Recruiting
First Posted: February 23, 2021
Last Update Posted: April 2, 2021
[See Contacts and Locations](#)

Sponsor:
Frontier Biotechnologies Inc.

Information provided by (Responsible Party):
Frontier Biotechnologies Inc.

Study Description Go to ▾

Brief Summary:
This is an adaptive, Phase I/II study in 2 parts: Part 1 is to evaluate the Maximum Tolerable Dose (MTD), tolerance, safety and pharmacokinetics of FB2001 in healthy subjects, Part 2 is to evaluate the safety, pharmacokinetics and efficacy of FB2001 in patients with moderate to severe COVID-19 disease. Part 1 of this study is a randomized, double-blinded, placebo-controlled, sentinel design, dose escalation study with single ascending dose (SAD), followed by a multiple ascending dose (MAD). Thirty-Two (32) male and female healthy volunteers will be enrolled for Part 1 of the study.

Condition or disease	Intervention/treatment	Phase
Covid19	Drug: FB2001 Drug: FB2001 Placebo	Phase 1

Study Design Go to ▾

Study Type: Interventional (Clinical Trial)
Estimated Enrollment: 32 participants
Allocation: Randomized
Intervention Model: Parallel Assignment
Masking: Quadruple (Participant, Care Provider, Investigator, Outcomes Assessor)
Primary Purpose: Treatment
Official Title: A Two-part, Phase I/II, Multi-center, Double-Blind, Randomized, Vehicle-controlled Study of the Safety and Efficacy of **FB2001** in Patients With Moderate to Severe Coronavirus Disease 2019 (COVID-19) Infection
Actual Study Start Date: March 27, 2021
Estimated Primary Completion Date: August 2021
Estimated Study Completion Date: December 2021

Arm	Intervention/treatment
Experimental: A1 FB2001 or Placebo 5mg, single dose	Drug: FB2001 Subjects will be administered with FB2001 by intravenous (IV) infusion Drug: FB2001 Placebo Subjects will be administered with FB2001 placebo by intravenous (IV) infusion
Experimental: A2 FB2001 or Placebo 15mg, single dose	Drug: FB2001 Subjects will be administered with FB2001 by intravenous (IV) infusion Drug: FB2001 Placebo Subjects will be administered with FB2001 placebo by intravenous (IV) infusion
Experimental: A3 FB2001 or Placebo 30mg, single dose	Drug: FB2001 Subjects will be administered with FB2001 by intravenous (IV) infusion Drug: FB2001 Placebo Subjects will be administered with FB2001 placebo by intravenous (IV) infusion
Experimental: B1 FB2001 or Placebo Once daily for 5 days	Drug: FB2001 Subjects will be administered with FB2001 by intravenous (IV) infusion Drug: FB2001 Placebo Subjects will be administered with FB2001 placebo by intravenous (IV) infusion

资料来源: [clinicaltrials](#), 国盛证券研究所

除此之外，公司还布局了疼痛治疗类药物新型透皮镇痛贴片 AB001，目前已完成中国桥接 I 期临床试验。

图表 16: 公司研发管线

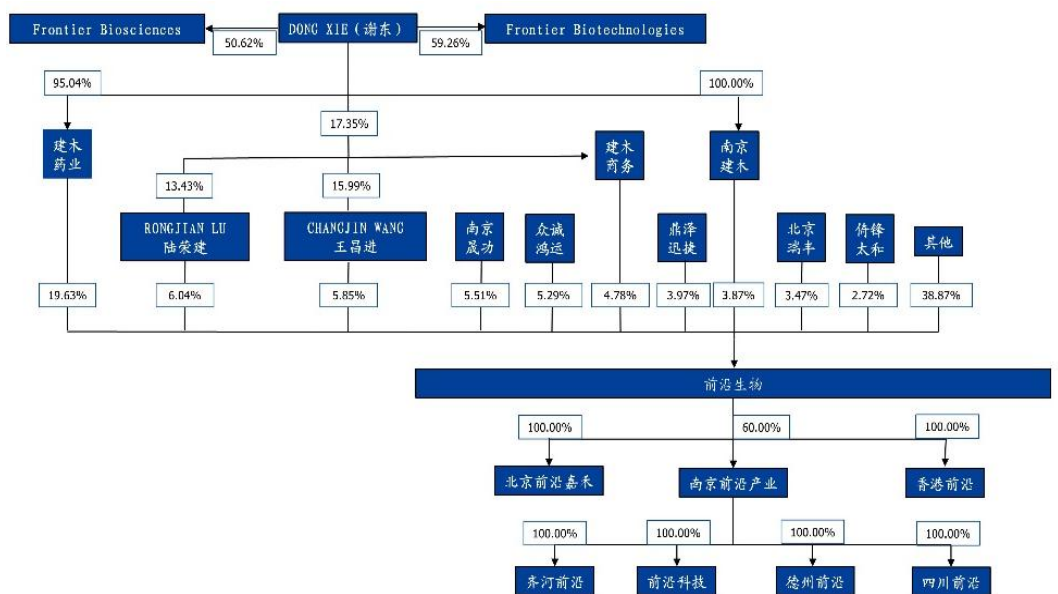
疾病种类	药物名称	技术来源	适应症	开展临床试验的国家	临床研发阶段					里程碑事件/下一里程碑事件	
					临床前研究	IND申请	I期	II期	III期		注册及上市
抗HIV病毒药物	艾可宁	自主研发	治疗经其他多种抗逆转录病毒药物治疗仍有HIV-1病毒复制的HIV-1感染患者	中国							2018年5月获得国家药监局批准上市 2018年8月开始中国市场营销
				美国							取得美国FDA快速通道认定 计划于2020年开始美国II期临床试验 预计于2023年开始FDA新药注册
	中国							2019年5月NMPA批准开展II期临床试验 预计于2023年开始NMPA新药注册			
	美国							已于2018年11月在美国开始维持治疗适应症的II期临床试验			
	中国	艾可宁+抗体 3BNC117联合疗法 (FB1002)	艾可宁为自主研发抗体; 3BNC117为授权引进	HIV维持治疗						2019年5月NMPA批准开展II期临床试验, 计划基于中国免疫治疗II期及美国维持治疗II期临床数据, 申请直接开展维持治疗III期临床试验	
	美国		HIV免疫治疗						基于中国免疫治疗II期及美国维持治疗II期临床数据, 申请直接开展免疫治疗III期临床试验		
	中国		HIV预防						2019年5月NMPA批准开展II期临床试验, 计划于2020年开始中国II期临床试验		
抗新冠病毒药	FB2001 (DC系列候选药物)	自研研发+授权引进	新冠	美国						与上海药物研究所协议, 公司独家取得FB2001项目在全球范围内的临床开发、生产、制造及商业化权利	
				中国							
疼痛治疗	新型透皮镇痛贴片AB001 (FB3001)	专利收购	肌肉骨骼关节疼痛治疗	中国						已完成中国桥接I期临床试验	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三、公司综合实力优秀，股权结构清晰

公司综合实力优秀，股权结构清晰。前沿生物是一家立足中国、面向全球，具有国际竞争力的创新型生物医药企业，致力于研究、开发、生产及销售针对未满足的重大临床需求的创新药。公司拥有行业先进的长效多肽药物研发实力、经验丰富的研发团队、GMP认证的生产设施、中国市场的医学推广团队和海外市场开拓团队。公司实际控制人为DONG XIE (谢东) 先生，股权结构清晰。

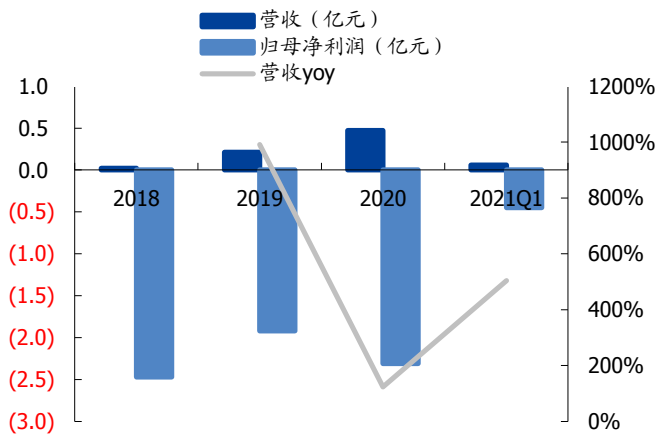
图表 17: 股权结构示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

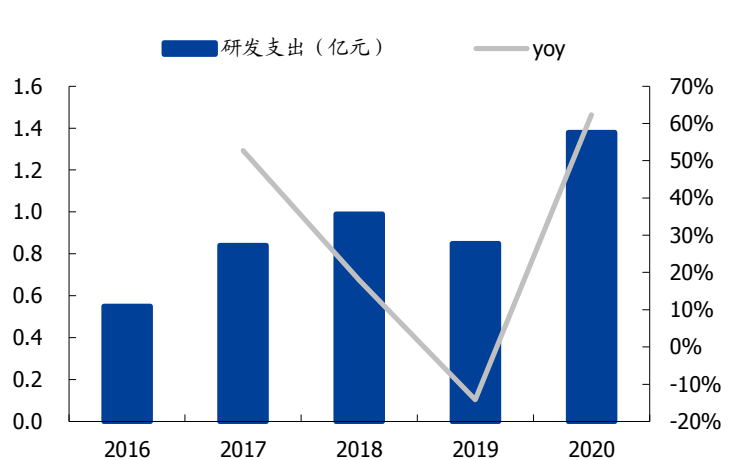
公司营收增速快，研发持续高投入。艾可宁于2018年5月上市，处于市场培育和推广阶段，此外艾可宁在过去几年未纳入医保，因此公司营收体量较小，但增速非常快。公司在研发上持续高投入，归母净利润目前仍处于亏损状态。

图表 18: 公司收入与业绩情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 公司研发持续高投入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、盈利预测

关键假设: 公司未来三年收入与利润贡献预计主要来自于艾可宁。

- 1. 艾滋病市场:** 目前国内艾滋病患者人数仍以 10%+ 的增速增长, 我们保守预计未来三年每年艾滋病患者人数以 10% 的速度上升。
- 2. 艾可宁销量:** 艾可宁纳入医保后, 有望在 2021 年实现快速放量, 2022-2023 年进一步加速放量。
- 3. 艾可宁价格:** 2021 年开始由于医保谈判降价因素, 患者购买价格下降, 导致平均销售价格也随之小幅下降。

图表 20: 艾可宁盈利预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
国内艾滋病患者总数 (人)	1250000	1375000	1512500	1663750	1830125	2013138
yoy	10%	10%	10%	10%	10%	10%
市占率	0.008%	0.079%	0.193%	0.500%	1.700%	5.100%
使用艾可宁的患者人数 (人)	102.92	1090.58	2916.96	8318.75	31112.13	102670.01
患者每年使用支数 (支)	24	24	24	24	24	24
销售量 (支)	2470	26174	70007	199650	746691	2464080
yoy		960%	167%	185%	274%	230%
平均销售价格 (元, 160mg/支)	774	797	671	410	410	410
收入 (亿元)	0.02	0.21	0.47	0.82	3.06	10.09
yoy		992%	124%	75%	274%	230%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

结论:艾可宁新进医保,有望实现快速放量,拉动公司收入体量快速上升。预计2021-2023年收入分别为0.82亿元、3.06亿元、10.09亿元,同比增长分别为75%、274%、230%。由于公司研发投入较大,预计归母净利润仍处于亏损状态。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

- 1.艾可宁销售不及预测风险。**公司未来三年收入与利润贡献预计主要来自于艾可宁,若艾可宁销售不及预期,则会对公司收入业绩产生影响。
- 2.新药研发失败风险。**公司作为创新药公司,布局了较多研发管线,若新药研发失败,不仅会损失研发费用,也会对公司长期发展造成影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com