

业绩符合预期，关注医保谈判结果及后续各省增补情况

——亿帆医药（002019）2017 一季报点评

2017 年 04 月 26 日

强烈推荐/维持

亿帆医药

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	联系人	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件:

公司发布 2017 年一季报，一季度实现收入 8.66 亿元，同比增长 5.28%，实现归母净利润 1.99 亿元，同比增长 45.96%，实现扣非后归母净利润 1.80 亿元，同比增长 32.08%

公司对 2017 年中报业绩预告，实现归母净利润 4.19-5.28 亿元，同比增长 15%-45%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	604.64	612.18	822.88	908.8	938.05	834.87	866.28
增长率（%）	52.77%	-1.81%	38.50%	45.65%	55.14%	36.38%	5.28%
毛利率（%）	40.77%	41.41%	43.96%	52.11%	48.72%	57.41%	55.95%
期间费用率（%）	25.23%	26.43%	21.78%	17.87%	19.83%	29.35%	25.49%
营业利润率（%）	13.26%	13.75%	20.79%	32.79%	25.69%	22.69%	28.44%
净利润（百万元）	123.02	68.03	136.67	228.00	163.64	155.08	191.96
增长率（%）	336.66%	-46.22%	62.25%	163.05%	33.02%	127.95%	40.45%
每股盈利（季度，元）	0.28	0.15	0.31	0.21	0.16	0.15	0.18
资产负债率（%）	30.08%	36.65%	37.16%	45.29%	45.38%	44.15%	39.86%
净资产收益率（%）	4.38%	2.36%	4.53%	6.34%	4.36%	3.98%	4.69%
总资产收益率（%）	3.06%	1.50%	2.85%	3.47%	2.38%	2.22%	2.82%

观点:

➤ 一季报业绩整体符合预期，定增持续推进

公司 2017Q1 实现归母净利润 1.99 亿元，同比增长 45.96%，实现扣非后归母净利润 1.80 亿元，同比增长 32.08%，符合市场预期，从收入增速与利润增速的情况来看我们判断增量利润主要来自于泛酸钙较去年同期执行价格大幅上涨所致，而非经常性损益部分主要是来自于 1826 万的政府补助。

从财务指标上来看，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.30%、15.32%、1.87%，较去年同期分别增长 2.11、0.38、1.10 个百分点，我们认为销售费用增加主要与公司扩大销售队伍（如新建 OTC 团队）所致，管理费用增加与整合存在一定关系，而财务费用主要是贷款增加所致。

公司非公开发行方案（总募集资金 18.05 亿元，其中 7 亿用于 DHY53.8% 股权收购、6 亿用于高端制剂项目、4.65 亿用于补充流动资金）已于 1 月 18 日公告过会，目前正在等待批文，鉴于公司此前已经以向银行借款的方式先行完成了对 DHY53.8% 公司的收购，同时也有流动资金的补充，定增完成后短期有望降低公司财务费用，后续也给予公司负债进行外延并购带来空间。

➤ 11 个主要品种进入医保目录，关注复方黄黛片谈判结果以及后续地方增补情况

公司有 11 个主要品种进入新版目录，我们认为，结合公司的强大销售能力，未来将为公司制剂板块打开成长空间，我们判断三年后有望实现 30-50 亿的销售额，净利润达到 6-10 亿，再造 1-2 个亿帆。

近期公司治疗急性早幼粒细胞白血病的特效药复方黄黛片进入医保谈判目录（慢性粒细胞白血病以及肝癌等新适应症正在申报），此前复方黄黛片价格较高基数较低，未来有望通过医保放量，建议关注后续谈判结果。

此外，公司此前一共尝试运作 18 个品种进入医保，排除已经进入医保的品种外，其他品种有望在各地增补时进入医保，对公司未来制剂版块形成实质性利好，建议持续关注各省医保增补情况。

注：品种详细分析请参照我们的《亿帆医药系列深度之三：医保目录最大赢家，制剂版块成长空间打开有望再造亿帆》

➤ 公司重磅产品 F-627 进入全球三期临床，后续产品梯队完善

公司收购 DHY 公司后获得两大先进新药研发平台（DiKineTM 双分子平台，ITabTM 免疫抗体平台），更有重磅产品 F-627 进入全球三期临床并即将进入中国三期临床，F-652 进入两项国际二期临床和中国一期临床，双抗 A-337 进入国际一期临床，长效生长激素 F-899 将进入临床申报，同时，公司收购国药一心 8 个血液肿瘤相关产品，整体来说公司后续产品梯队完善，未来制剂版块发展潜力巨大。

结论：

我们长期看好公司在制剂版块的布局，看好未来新入医保品种放量以及生物创新药未来贡献的巨额利润，预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 8.12、8.65、11.01 亿元，增速分别为 15.19%、6.57%、27.23%，对应 PE 为 22x、21x、16x，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

泛酸钙持续降价、F-627 临床进度不达预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1519	2411	2888	3811	5050	营业收入	2435	3505	3969	4341	5581
货币资金	332	729	1224	1982	2735	营业成本	1451	1733	2049	2294	2952
应收账款	448	657	744	813	1046	营业税金及附加	19	50	57	62	80
其他应收款	132	216	245	268	344	营业费用	368	428	485	530	682
预付款项	137	149	164	180	201	管理费用	188	326	369	403	518
存货	368	376	445	498	641	财务费用	10	19	32	35	38
其他流动资产	72	249	28	28	28	资产减值损失	36.97	50.11	28.18	0.00	0.00
非流动资产合计	3028	4573	3552	3478	3402	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	10	10	10	10	投资净收益	16.06	0.63	0.00	0.00	0.00
固定资产	734	782	719	671	647	营业利润	377	899	950	1016	1311
无形资产	231	265	239	212	186	营业外收入	73.18	12.50	70.00	70.00	70.00
其他非流动资产	92	16	16	16	16	营业外支出	6.04	17.31	5.00	5.00	5.00
资产总计	4547	6984	6440	7289	8452	利润总额	444	895	1015	1081	1376
流动负债合计	1429	2568	1456	1559	1772	所得税	82	211	203	216	275
短期借款	737	1221	0	0	0	净利润	362	683	812	865	1101
应付账款	175	237	276	309	397	少数股东损益	1	-21	0	0	0
预收款项	103	139	180	225	282	归属母公司净利润	361	705	812	865	1101
一年内到期的非流	0	159	159	159	159	EBITDA	682	1260	1056	1126	1425
非流动负债合计	238	515	217	217	217	BPS (元)	0.82	0.64	0.74	0.79	1.00
长期借款	30	180	180	180	180	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	1666	3083	1673	1775	1988	成长能力					
少数股东权益	22	376	376	376	376	营业收入增长	44.51%	43.93%	13.26%	9.36%	28.56%
实收资本(或股本)	261	921	1101	1101	1101	营业利润增长	26.03%	138.46	5.59%	7.02%	28.98%
资本公积	1823	1163	1163	1163	1163	归属于母公司净利润	15.19%	6.57%	15.19%	6.57%	27.23%
未分配利润	713	1353	1968	2623	3456	获利能力					
归属母公司股东权	2858	3525	4391	5138	6087	毛利率(%)	40.39%	50.55%	48.38%	47.15%	47.10%
负债和所有者权	4547	6984	6440	7289	8452	净利率(%)	14.87%	19.50%	20.45%	19.93%	19.72%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	402	856	883	911	942	偿债能力					
净利润	362	683	812	865	1101	资产负债率(%)	37%	44%	26%	24%	24%
折旧摊销	295	341	0	74	76	流动比率	1.06	0.94	1.98	2.44	2.85
财务费用	10	19	32	35	38	速动比率	0.81	0.79	1.68	2.13	2.49
应付账款的变化	0	0	-87	-70	-232	营运能力					
预收账款的变化	0	0	41	45	58	总资产周转率	0.62	0.61	0.59	0.63	0.71
投资活动现金流	-828	-1032	919	0	0	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.48	17.04	15.49	14.85	15.80
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	16	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.82	0.64	0.74	0.79	1.00
筹资活动现金流	414	664	-1307	-154	-189	每股净现金流(最新)	-0.05	0.53	0.45	0.69	0.68
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	10.97	3.83	3.99	4.67	5.53
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	660	180	0	0	P/E	20.09	25.73	22.33	20.96	16.47
资本公积增加	-4	-660	0	0	0	P/B	1.50	4.30	4.13	3.53	2.98
现金净增加额	-12	489	495	757	753	EV/EBITDA	6.93	12.70	16.32	14.65	11.04

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。