



国内制剂业务显著增长，差异化布局构建新发展格局

——亿帆医药 2023 年半年报点评

买入（维持）

行业：医药生物
日期：2023年09月01日

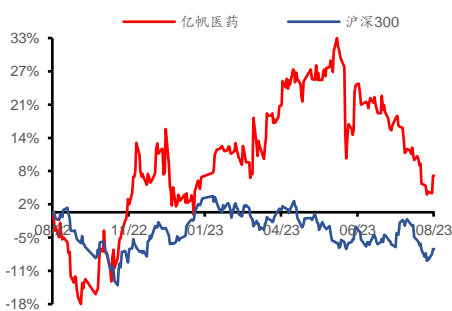
分析师：邓周宇
Tel: 0755-23603292
E-mail: dengzhouyu@shzq.com
SAC 编号: S0870523040002

分析师：张林晚
Tel: 021-53686155
E-mail: zhanglinwan@shzq.com
SAC 编号: S0870523010001

基本数据

| | |
|------------------|------------|
| 最新收盘价（元） | 12.82 |
| 12mth A 股价格区间（元） | 9.89-15.97 |
| 总股本（百万股） | 1,226.02 |
| 无限售 A 股/总股本 | 69.43% |
| 流通市值（亿元） | 109.13 |

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《产品结构持续优化，F-627 预计 6 月迎 FDA 现场检查》

——2023 年 05 月 02 日

《F-627 取得美国商业化进展，入境防疫政策调整利好加速获批》

——2022 年 11 月 16 日

《研发积极推进，531 产品持续放量》

——2022 年 08 月 31 日

■ 投资摘要

事件

2023年8月29日，公司发布2023年半年度报告，2023年上半年实现营业收入19.44亿元，同比增长9.87%，其中医药自有产品（含进口）上半年实现营业收入10.31亿元，同比增长20.92%；实现归母净利润1.09亿元，同比下降32.32%。公司2023年第二季度实现营业收入10.06亿元，同比增长16.46%；实现归母净利润0.44亿元，同比增长11.69%。

公司境内药品制剂业务实现较高增长，积极拓展海外市场。2023年上半年，公司归母净利润同比下降32.32%，扣非归母净利润0.94亿元，同比下降10.60%，主要由于报告期维生素B5产品销售价格下降使得毛利减少、政府补助减少及研发费用增加、资产减值损失增加等。剔除资产减值与信用减值损失影响因素，公司2023年上半年实现扣非归母净利润1.34亿元，同比增长20.30%。2023上半年，公司医药自有产品（含进口）实现营业收入10.31亿元，同比增长20.92%，其中国内医药自有（含进口）实现营业收入8.55亿元，同比增长25.36%，近4年上半年持续保持良好增长态势；分业务板块，其中中药自有产品收入同比增长14.80%，化药自有（含进口总代）产品收入同比增长39.44%。海外市场方面，公司2023年上半年医药产品实现销售收入2.68亿元，其中核心市场实现销售收入1.32亿元，同比增长17.90%，新兴市场实现销售收入1967.15万元，同比增长163.49%。公司境内业务突出自有产品为主，集中医学推广和渠道等优势资源，实现了自有产品销售业绩的增长；若剔除计提的资产减值和信用减值等因素影响后，公司境内药品制剂业务实现较高增长。进一步加快海外市场拓展布局，优化产品结构，海外市场实现深度拓展。

步入研发收获期，产品线不断丰富。2023年5月，公司自主研发大分子生物创新药亿立舒获得国家药品监督管理局批准上市。美国FDA就亿立舒上市申请对北京亿一原液生产现场进行的许可前检查顺利完成，并在规定期限内完成现场检查资料回复。截至2023年8月29日，巴西ANVISA原液生产现场进行的许可前检查已顺利完成，欧洲EMA正在进行原液生产现场的许可前检查。公司已与30多个国家及地区就亿立舒签订商业化合作协议。其他创新研发项目方面，在研项目F-652有序推进，治疗慢加急性肝衰竭完成了在中国的II期（剂量探索性研究）临床试验的研究，目前正处于数据统计与分析中；F-652治疗重度酒精性肝炎适应症的II期临床试验取得CDE的批件，FDA也已完成对临床方案的审核，其中美两地临床试验启动的准备工作正在进行中。2023年上半年，公司药品研发迎来收获期，获得了硫酸长春新碱注射液、重石石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸替罗非班注射用浓溶液和氟法拉滨注射液等9个产品注册证书，其中硫酸长春新碱注射液和氟法拉滨注射液为首仿产品；此外，公司提交了尼莫地平注射液、法莫替丁注射液、美索巴莫注射液、氢溴酸依他佐辛注射液和甲硫酸新斯的明注射液等9个制剂产品注册申报。公司首个大分子创新药获批上市，研发逐步进入收获期，国内药品产品线持续丰富。

■ 投资建议

公司医药自有品种增速亮眼，研发管线逐步兑现，产品结构持续优化，围绕“小、尖、特”及“可快速实现销售”进行差异化布局；海外市场不断开拓，积极构建新发展格局。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为44.12/49.12/54.73亿元，同比增长15.00%/11.34%/11.42%；归属于上市公司股东的净利润分别为4.04/5.53/6.43亿元，EPS分别为0.33/0.45/0.52元。当前股价对应2023-2025年PE分别为38.92/28.44/24.44。维持“买入”评级。

■ 风险提示

包括但不限于：行业政策风险，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，交易事项存在不确定性等。

■ 数据预测与估值

| 单位：百万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 3837 | 4412 | 4912 | 5473 |
| 年增长率 | -13.0% | 15.0% | 11.3% | 11.4% |
| 归母净利润 | 191 | 404 | 553 | 643 |
| 年增长率 | -31.3% | 111.2% | 36.8% | 16.4% |
| 每股收益（元） | 0.16 | 0.33 | 0.45 | 0.52 |
| 市盈率（X） | 82.17 | 38.92 | 28.44 | 24.44 |
| 市净率（X） | 1.78 | 1.71 | 1.61 | 1.51 |

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年08月30日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 1144 | 2807 | 1635 | 3804 |
| 应收票据及应收账款 | 1183 | 412 | 1362 | 614 |
| 存货 | 831 | 76 | 917 | 170 |
| 其他流动资产 | 532 | 437 | 503 | 498 |
| 流动资产合计 | 3690 | 3732 | 4416 | 5087 |
| 长期股权投资 | 682 | 680 | 685 | 690 |
| 投资性房地产 | 38 | 44 | 44 | 44 |
| 固定资产 | 1341 | 1253 | 1263 | 1227 |
| 在建工程 | 176 | 131 | 91 | 55 |
| 无形资产 | 751 | 861 | 896 | 939 |
| 其他非流动资产 | 5866 | 5917 | 5953 | 5978 |
| 非流动资产合计 | 8854 | 8885 | 8931 | 8933 |
| 资产总计 | 12544 | 12617 | 13348 | 14020 |
| 短期借款 | 659 | 659 | 659 | 659 |
| 应付票据及应付账款 | 288 | 227 | 337 | 281 |
| 合同负债 | 202 | 11 | 12 | 13 |
| 其他流动负债 | 1050 | 937 | 959 | 996 |
| 流动负债合计 | 2199 | 1834 | 1968 | 1950 |
| 长期借款 | 850 | 900 | 963 | 1026 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 348 | 348 | 348 | 348 |
| 非流动负债合计 | 1198 | 1248 | 1310 | 1374 |
| 负债合计 | 3397 | 3082 | 3278 | 3324 |
| 股本 | 1046 | 1046 | 1046 | 1046 |
| 资本公积 | 2993 | 2994 | 2996 | 2998 |
| 留存收益 | 4905 | 5309 | 5861 | 6504 |
| 归属母公司股东权益 | 8811 | 9217 | 9771 | 10416 |
| 少数股东权益 | 335 | 318 | 299 | 280 |
| 股东权益合计 | 9146 | 9535 | 10070 | 10696 |
| 负债和股东权益合计 | 12544 | 12617 | 13348 | 14020 |

现金流量表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| 经营活动现金流量 | 472 | 1887 | -925 | 2375 |
| 净利润 | 127 | 387 | 533 | 625 |
| 折旧摊销 | 238 | 173 | 191 | 195 |
| 营运资金变动 | -91 | 1256 | -1723 | 1481 |
| 其他 | 198 | 71 | 73 | 75 |
| 投资活动现金流量 | -670 | -208 | -240 | -199 |
| 资本支出 | -534 | -221 | -247 | -207 |
| 投资变动 | -136 | 3 | -4 | -4 |
| 其他 | 1 | 10 | 11 | 12 |
| 筹资活动现金流量 | -13 | -16 | -6 | -7 |
| 债权融资 | -91 | 50 | 63 | 64 |
| 股权融资 | 134 | 1 | 2 | 2 |
| 其他 | -56 | -68 | -70 | -74 |
| 现金净流量 | -151 | 1663 | -1172 | 2169 |

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 3837 | 4412 | 4912 | 5473 |
| 营业成本 | 1971 | 2236 | 2447 | 2680 |
| 营业税金及附加 | 32 | 34 | 38 | 43 |
| 销售费用 | 1041 | 1103 | 1204 | 1314 |
| 管理费用 | 394 | 397 | 442 | 493 |
| 研发费用 | 190 | 199 | 221 | 246 |
| 财务费用 | 22 | 33 | -14 | 24 |
| 资产减值损失 | -112 | -9 | -9 | -9 |
| 投资收益 | -18 | 9 | 10 | 11 |
| 公允价值变动损益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 144 | 454 | 624 | 730 |
| 营业外收支净额 | 13 | -4 | -4 | -4 |
| 利润总额 | 157 | 450 | 620 | 726 |
| 所得税 | 30 | 63 | 87 | 102 |
| 净利润 | 127 | 387 | 533 | 625 |
| 少数股东损益 | -64 | -17 | -19 | -19 |
| 归属母公司股东净利润 | 191 | 404 | 553 | 643 |

主要指标

| 指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 盈利能力指标 | | | | |
| 毛利率 | 48.6% | 49.3% | 50.2% | 51.0% |
| 净利率 | 5.0% | 9.2% | 11.2% | 11.8% |
| 净资产收益率 | 2.2% | 4.4% | 5.7% | 6.2% |
| 资产回报率 | 1.5% | 3.2% | 4.1% | 4.6% |
| 投资回报率 | 2.0% | 3.6% | 4.2% | 5.0% |
| 成长能力指标 | | | | |
| 营业收入增长率 | -13.0% | 15.0% | 11.3% | 11.4% |
| EBIT 增长率 | -8.4% | 72.1% | 25.1% | 23.5% |
| 归母净利润增长率 | -31.3% | 111.2% | 36.8% | 16.4% |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.16 | 0.33 | 0.45 | 0.52 |
| 每股净资产 | 7.19 | 7.52 | 7.97 | 8.50 |
| 每股经营现金流 | 0.39 | 1.54 | -0.75 | 1.94 |
| 每股股利 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运能力指标 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.31 | 0.35 | 0.37 | 0.39 |
| 应收账款周转率 | 3.25 | 10.71 | 3.61 | 8.91 |
| 存货周转率 | 2.37 | 29.50 | 2.67 | 15.73 |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 27.1% | 24.4% | 24.6% | 23.7% |
| 流动比率 | 1.68 | 2.03 | 2.24 | 2.61 |
| 速动比率 | 1.19 | 1.89 | 1.68 | 2.42 |
| 估值指标 | | | | |
| P/E | 82.17 | 38.92 | 28.44 | 24.44 |
| P/B | 1.78 | 1.71 | 1.61 | 1.51 |
| EV/EBITDA | 30.78 | 22.90 | 20.44 | 15.05 |

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