

业绩短期承压，持续看好药品业务

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2018 前三季实现营业收入 34.3 亿元，同比增长 12%；实现归母净利润 7.1 亿元，同比增长-18.9%；扣非净利润 6.8 亿元，同比增长-18.4%。
- **泛酸钙原料药持续低价致业绩明显下滑，药品收入增长明显。** 受药品销售增长的驱动，2018 前三季营业收入同比增速略低于 2017 年同期水平；归母净利润大幅下滑主要由原料药业务下滑引起。Q3 实现营收与归母净利润分别为 11.1 亿元、1.7 亿元，同比增速为-8.3%、-56.7%，业绩大幅下滑的主要原因是泛酸钙价格维持低位引起。2017Q3 与 Q4 是泛酸钙原料最景气阶段，导致业绩基数过高；而 2018H1 即便泛酸钙价格大幅下滑，但由于 2018Q1 产品实际执行均价高于上年同期，公司原料药业务整体仍实现正增长，2018H1 原料药业务收入同比增长 14.2%。由于公司加大了制剂业务的推广力度，多个新进医保产品增长明显，因此前三季药品制剂板块收入同比增速超 30%。
- **持续整合全球优质资源。** 上半年，公司继续收购健能隆生物股权，目前持股比例达 63.1%。公司完成新加坡药品企业赛臻公司的全资收购，成功搭建了以新加坡为中心的亚太区域药品销售网络；启动收购意大利注射剂仿制药企业，获得了近 30 个在欧美上市销售的产品生产权，并计划在中国境内同步申报。此外，公司以 2.5 亿元购买了三个三代胰岛素技术，力争实现国内外同步上市销售，切入市场较大的糖尿病市场。
- **持续推进新产品研发。** 前三季，预计公司研发投入超 2.5 亿元，公司正在研发的项目共计 68 个，其中生物创新药 12 个、化药 39 个、中药 12 个，原料药（维生素）5 个。子公司健能隆核心在研产品 F-627 的 III 期临床有序开展，其中美国 FDA 开展的首个 III 期临床试验顺利完成，达到预设目标，FDA 第二个 III 期与中国境内开展的 III 期临床试验病人入组顺利。
- **盈利预测与评级。** 受泛酸钙价格下降的影响，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.78 元、0.98 元、1.16 元（原预测为 0.93 元、1.05 元、1.14 元），对应 PE 分别为 13 倍、10 倍、8 倍。公司短期原料药降价不改发展趋势，不断增加药物研发投入，创新药研发稳步推进，有望成为国内第一家在 FDA 获批生物创新药的企业，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原料药价格下跌、医保对接缓慢、新药研发进展低于预期等风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4373.29	4718.04	5502.33	6452.24
增长率	24.79%	7.88%	16.62%	17.26%
归属母公司净利润（百万元）	1305.10	936.06	1183.25	1394.93
增长率	85.18%	-28.28%	26.41%	17.89%
每股收益 EPS（元）	1.08	0.78	0.98	1.16
净资产收益率 ROE	18.66%	12.09%	13.45%	13.95%
PE	9	13	10	8
PB	1.75	1.57	1.39	1.22

数据来源: Wind, 西南证券

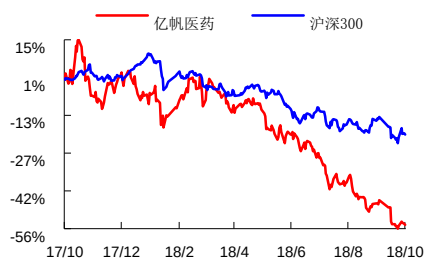
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈进
 执业证号: S1250517100002
 电话: 021-68416017
 邮箱: cj@swsc.com.cn

联系人: 张祝源
 电话: 021-58351907
 邮箱: zzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.07
流通 A 股(亿股)	8.13
52 周内股价区间(元)	9.5-25.51
总市值(亿元)	118.52
总资产(亿元)	92.31
每股净资产(元)	5.46

相关研究

1. 亿帆医药 (002019): 药品制剂收入增速明显, 研发工作持续推进 (2018-08-30)
2. 亿帆医药 (002019): 原料药推动业绩高速增长, 新药研发有序推进 (2018-04-02)
3. 亿帆医药 (002019): 业绩大幅增长, 新药研发值得期待 (2017-10-30)

关键假设：

假设 1：受益于多个独家品种进入医保目录，未来公司医药产品销量会快速增长，因此我们预计 2018-2020 年，公司医药产品销量增速分别为 33%、20%、20%，毛利率保持 35.5%；

假设 2：公司原料药业务受泛酸钙供需周期关系影响明显，2018 年价格大幅下跌，预计 2018-2020 年公司原料药销量增速分别为 -20%、10%、10%，毛利率分别为 60%、70%、73%；

假设 3：由于公司高分子产品体量较小，未来销量增幅呈上升趋势，预计 2018-2020 年高分子销量增速分别为 10%、20%、30%，毛利率呈上升趋势，分别为 30%、32%、35%。

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
医药产品	收入	2,194.92	2,919.24	3,503.09	4,203.71
	增速	0.69%	33.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	39.56%	35.50%	35.50%	35.50%
原料药	收入	1,991.39	1,593.11	1,752.42	1,927.67
	增速	76.88%	-20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	79.52%	60.00%	70.00%	73.00%
高分子产品	收入	186.98	205.68	246.81	320.86
	增速	-6.00%	10.00%	20.00%	30.00%
	毛利率	27.37%	30.00%	32.00%	35.00%
合计	收入	4,373.3	4,718.0	5,502.3	6,452.2
	增速	24.79%	7.88%	16.62%	17.26%
	毛利率	57.23%	43.53%	46.33%	46.68%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4373.29	4718.04	5502.33	6452.24	净利润	1265.66	912.90	1150.70	1357.21
营业成本	1870.29	2664.13	2953.06	3440.42	折旧与摊销	113.79	157.30	165.45	170.56
营业税金及附加	61.34	37.74	44.02	51.62	财务费用	90.66	29.62	4.66	3.05
销售费用	437.64	481.24	632.77	748.46	资产减值损失	60.19	0.00	0.00	0.00
管理费用	383.02	419.91	495.21	587.15	经营营运资本变动	-1203.33	-78.71	-306.49	-376.08
财务费用	90.66	29.62	4.66	3.05	其他	805.76	-0.54	0.01	0.08
资产减值损失	60.19	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1132.73	1020.57	1014.33	1154.83
投资收益	0.65	0.00	0.00	0.00	资本支出	-338.02	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1217.39	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1555.41	-40.00	-40.00	-40.00
营业利润	1506.44	1085.40	1372.62	1621.53	短期借款	-467.01	-754.13	0.00	0.00
其他非经营损益	23.79	18.34	18.62	19.39	长期借款	-56.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1530.23	1103.74	1391.25	1640.92	股权融资	2301.19	0.00	0.00	0.00
所得税	264.57	190.83	240.54	283.71	支付股利	-110.08	-203.85	-146.21	-184.82
净利润	1265.66	912.90	1150.70	1357.21	其他	-583.75	-155.91	-4.66	-3.05
少数股东损益	-39.45	-23.16	-32.55	-37.72	筹资活动现金流净额	1084.36	-1113.89	-150.86	-187.87
归属母公司股东净利润	1305.10	936.06	1183.25	1394.93	现金流量净额	638.61	-133.32	823.47	926.96
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1308.85	1175.53	1999.00	2925.96	成长能力				
应收和预付款项	1202.22	1389.40	1600.80	1871.47	销售收入增长率	24.79%	7.88%	16.62%	17.26%
存货	392.21	564.86	627.48	733.06	营业利润增长率	67.48%	-27.95%	26.46%	18.13%
其他流动资产	750.45	809.60	944.19	1107.19	净利润增长率	85.20%	-27.87%	26.05%	17.95%
长期股权投资	50.24	50.24	50.24	50.24	EBITDA 增长率	69.08%	-25.63%	21.25%	16.36%
投资性房地产	26.16	26.16	26.16	26.16	获利能力				
固定资产和在建工程	885.22	784.89	676.41	562.83	毛利率	57.23%	43.53%	46.33%	46.68%
无形资产和开发支出	3879.86	3867.05	3854.24	3841.43	三费率	20.84%	19.73%	20.58%	20.75%
其他非流动资产	272.52	268.36	264.20	260.04	净利率	28.94%	19.35%	20.91%	21.03%
资产总计	8767.73	8936.09	10042.72	11378.36	ROE	18.66%	12.09%	13.45%	13.95%
短期借款	754.13	0.00	0.00	0.00	ROA	14.44%	10.22%	11.46%	11.93%
应付和预收款项	521.49	807.51	890.09	1020.37	ROIC	22.69%	13.83%	16.76%	18.92%
长期借款	124.00	124.00	124.00	124.00	EBITDA/销售收入	39.12%	26.97%	28.04%	27.82%
其他负债	585.85	455.07	474.62	507.59	营运能力				
负债合计	1985.46	1386.58	1488.71	1651.96	总资产周转率	0.56	0.53	0.58	0.60
股本	1100.80	1207.00	1207.00	1207.00	固定资产周转率	5.41	5.74	7.21	9.70
资本公积	2803.43	2697.23	2697.23	2697.23	应收账款周转率	5.66	5.22	5.51	5.49
留存收益	2622.45	3354.66	4391.70	5601.81	存货周转率	4.71	5.42	4.85	4.96
归属母公司股东权益	6468.50	7258.89	8295.93	9506.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.13%	—	—	—
少数股东权益	313.77	290.62	258.07	220.35	资本结构				
股东权益合计	6782.27	7549.51	8554.01	9726.40	资产负债率	22.65%	15.52%	14.82%	14.52%
负债和股东权益合计	8767.73	8936.09	10042.72	11378.36	带息债务/总负债	44.23%	8.94%	8.33%	7.51%
					流动比率	2.30	3.99	4.74	5.30
					速动比率	2.06	3.42	4.17	4.71
					股利支付率	8.43%	21.78%	12.36%	13.25%
					每股指标				
					每股收益	1.08	0.78	0.98	1.16
					每股净资产	5.62	6.25	7.09	8.06
					每股经营现金	0.94	0.85	0.84	0.96
					每股股利	0.09	0.17	0.12	0.15
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1710.90	1272.31	1542.73	1795.14					
PE	9.08	12.66	10.02	8.50					
PB	1.75	1.57	1.39	1.22					
PS	2.71	2.51	2.15	1.84					
EV/EBITDA	5.99	8.25	6.27	4.87					
股息率	0.93%	1.72%	1.23%	1.56%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn