

制剂板块增长加速，泛酸钙价格承压，业绩基本符合预期

买入（维持）

2019 年 02 月 28 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,373	4,615	5,429	6,514
同比（%）	24.8%	5.5%	17.6%	20.0%
归母净利润（百万元）	1,305	803	908	1,156
同比（%）	85.2%	-38.5%	13.0%	27.4%
每股收益（元/股）	1.08	0.67	0.75	0.96
P/E（倍）	10.40	16.90	14.96	11.74

投资要点

事件：2019 年 2 月 28 日，公司发布 2018 年业绩快报，公司 2018 营收 46.15 亿元，同比增长 5.53%，归母净利润 8.03 亿元，同比下降 38.47%。2018Q4 公司营收 11.81 亿元，同比下降 9.71%，归母净利润 0.92 亿元，同比下滑 78.55%。基本符合预期。

点评

■ **制剂板块核心药品业绩稳步增长，并购整合推进国际化战略，基药目录新进品种有望助飞制剂板块。**2018 年药品制剂板块实现营业收入较上年增长近 40%，其中自有产品方面，复方黄黛片、除湿止痒软膏等 5 个品种新进基药目录，未来放量可期。通过市场开发及大力推广增长明显，公司超过 14 个自有品种收入超千万，超千万的品种合计收入我们估计 6 亿元，同比增长超过 80%，其中复方黄黛片销售额超过 4 千万，缩宫素鼻喷剂、长春西汀等品种表现优异。代理品种方面，公司利用自身在学术推广及营销网络的资源优势，精耕细作，不断开拓市场，使合作（代理）产品业绩稳步增长，头孢他啶仍维持稳健，贡献利润预计在 1.5 亿元。公司要约收购新加坡药企赛臻公司，成功搭建了以新加坡为中心的亚太区域药品销售网络。

■ **泛酸钙价格有所回落影响整体利润。**公司原料药业绩下滑主要系新进产能陆续开工，价格有所下滑，原料药板块承压，而泛酸钙 11 月份起价格重新上涨，目前价格维持在 170 元/kg，由于泛酸钙确认收入基本延迟 1 个季度左右，因此我们预计 2019 年原料药板块业绩有望反弹。公司全年产量 7000 多吨。

■ **加大投入推进项目研发，2.5 亿元收购 3 代胰岛素技术丰富业务线。**公司受让标的技术并开发项目产品（门冬胰岛素、赖脯胰岛素和甘精胰岛素），在获得 FDA、EMA 及 CFDA 相关政策许可后，将实现项目产品制剂的上市销售。健能隆 2018 年研发费用我们估计在 1 亿左右，计入报表约 6 千万，随着 F627 国内外临床逐步推进，健能隆有望成为公司未来发展的重要版图。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018-2020 年公司销售收入为 46.15 亿元、54.29 亿元、65.14 亿元，归属母公司净利润为 8.03 亿元、9.08 亿元和 11.56 亿元。我们认为公司医保目录受益品种逐渐放量，未来生物创新药潜在空间大，因此，我们维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原料药价格波动低于预期、公司整合进度低于预期、医保品种放量低于预期、公司研发进度低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.25
一年最低/最高价	8.68/22.26
市净率(倍)	2.06
流通 A 股市值(百万元)	9148.99

基础数据

每股净资产(元)	5.46
资产负债率(%)	25.54
总股本(百万股)	1206.97
流通 A 股(百万股)	813.24

相关研究

1、《亿帆医药（002019）：业绩基本符合预期，泛酸钙价格承压，基药目录新进品种有望助飞制剂板块》2018-10-26

2、《亿帆医药（002019）：业绩基本符合预期，泛酸钙价格承压，制剂板块有望加速，加大研发投入布局产品管线》

2018-09-02

亿帆医药三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3654	4775	4158	5445	营业收入	4373	4615	5429	6514
现金	1309	2255	1214	2180	减:营业成本	1870	2388	2822	3272
应收账款	888	742	1175	1125	营业税金及附加	61	55	73	86
存货	392	589	571	774	营业费用	438	617	726	898
其他流动资产	1065	1189	1198	1366	管理费用	383	505	594	727
非流动资产	5114	5610	6366	7015	财务费用	91	76	91	111
长期股权投资	50	89	128	166	资产减值损失	60	67	77	92
固定资产	836	872	1043	1264	加:投资净收益	1	6	3	4
在建工程	52	53	69	83	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1467	1883	2410	2791	营业利润	1506	913	1048	1333
其他非流动资产	2709	2713	2715	2711	加:营业外净收支	24	29	16	23
资产总计	8768	10385	10524	12459	利润总额	1530	942	1064	1356
流动负债	1587	2368	1762	2715	减:所得税费用	265	163	184	234
短期借款	754	754	754	754	少数股东损益	-39	-24	-27	-35
应付账款	220	363	326	472	归属母公司净利润	1305	803	908	1156
其他流动负债	613	1251	682	1489	EBIT	1545	938	1061	1353
非流动负债	399	380	364	346	EBITDA	1659	1030	1174	1491
长期借款	124	105	89	71					
其他非流动负债	275	275	275	275	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1985	2747	2126	3061	每股收益(元)	1.08	0.67	0.75	0.96
少数股东权益	314	289	262	227	每股净资产(元)	5.36	6.09	6.74	7.60
					发行在外股份(百万股)	1027	1207	1207	1207
归属母公司股东权益	6468	7349	8136	9171	ROIC(%)	16.8%	9.3%	9.7%	11.1%
负债和股东权益	8768	10385	10524	12459	ROE(%)	18.7%	10.2%	10.5%	11.9%
					毛利率(%)	57.2%	48.3%	48.0%	49.8%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	29.8%	17.4%	16.7%	17.8%
经营活动现金流	1133	1705	49	1995	资产负债率(%)	22.6%	26.5%	20.2%	24.6%
投资活动现金流	-1555	-582	-865	-783	收入增长率(%)	24.8%	5.5%	17.6%	20.0%
筹资活动现金流	1084	-177	-225	-247	净利润增长率(%)	85.2%	-38.5%	13.0%	27.4%
现金净增加额	639	946	-1041	966	P/E	10.40	16.90	14.96	11.74
折旧和摊销	114	92	113	138	P/B	2.10	1.85	1.67	1.48
资本开支	486	457	717	611	EV/EBITDA	8.28	12.21	11.57	8.43
营运资本变动	-371	764	-1032	629					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>