



2019-04-02

公司研究报告

买入/维持

亿帆医药(002019)

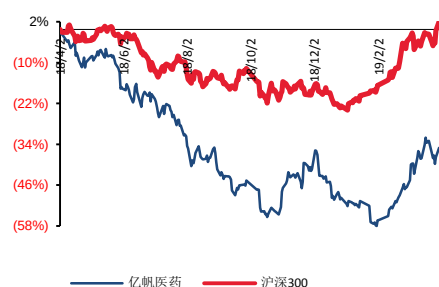
目标价: 19.05

昨收盘: 13.82

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

业绩符合预期，股权激励激发中长期发展动力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,207/707
总市值/流通(百万元)	16,680/9,772
12 个月最高/最低(元)	21.90/8.95

相关研究报告:

亿帆医药(002019)《原料药拖累业绩, 市值底部具弹性》--2019/02/28

亿帆医药(002019)《泛酸钙涨价刚开始, 业绩/股价具弹性》--2018/11/25

亿帆医药(002019)《太平洋证券-亿帆医药-002019-2018 三季报点评: 业绩符合预期, 基药目录推动药品加快增长》--2018/10/29

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

联系人: 苑建

电话: 010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117120042

事件: 公司发布 18 年报和股权激励草案: **1) 业绩概况:** 营收 46.32 亿元, 同比+5.91%, 归母净利润 7.37 亿元, 同比下滑 43.5%, 受原料药业务拖累, 业绩同比下滑; 经营性现金流净额 11.7 亿元, 同比+3.37%; **2) 股权激励:** 拟以增发形式授予 217 名员工 3000 万股, 约占公告日总股本的 2.49%, 授予价格 6.76 元/股, 业绩考核以 18 年净利润为基数, 19-21 年增速不低于 15%/35%/60%, 对应同比增速 15%/17.4%/18.5%。

点评:

泛酸钙拖累业绩, 制剂业务较快增长。 18 年营收 46.31 亿元, 同比增加 5.9%, 归母净利润 7.37 亿元, 同比下滑 43.5%, 主要受泛酸钙价格大幅回落所致。分板块看, 1) 泛酸钙、高分子等原料药业务收入 13.6 亿元, 贡献 5.58 亿净利润, 同比下滑 48%, 主要系泛酸钙降价所致, 目前泛酸钙价格稳定并有向上预期, 19 年价格有望维持在 200-300 元/kg, 贡献 8 亿左右净利润; 2) 制剂业务高速增长, 营收 30.8 亿元, 同比增速 40.2%, 主要原因医保和基药品种放量, 此外加上 novateck18 年并表, 大约贡献 3.4 亿左右净利润, 新进医保和基药品种放量, 预计 19 年制剂业务贡献 5 亿左右净利润, 未来三年复合增速 30%左右; 3) 健能隆 18 年研发费用 1.1 亿, 影响公司业绩 5000 多万。

股权激励充分, 激发中长期发展动力。 此次股权激励通过增发形式计划授予 3000 万股, 授予价格 6.76 元/股, 范围涉及公司核心管理、核心研发和业务人员共计 217 名, 占当前总股本的 2.49%, 股权激励充分, 19-22 年费用摊销分别为 7342/6495/2542/565 万元。业绩考核以 18 年净利润为基数, 19-21 年增速不低于 15%/35%/60%, 对应同比增速 15%/17.4%/18.5%, 业绩考核合理。此次股权激励将公司中长期发展前景与核心员工利益深度绑定, 为公司持续稳健发展奠定坚实基础。

研发稳步推进, 生物药研发迈入收获期。 研发进展顺利, **F-627:** 国内三期即将完成出组, 二季度有望揭盲报产, 海外三期临床目前入组人数约 300 例, 预计 3 月份完成入组, 下半年有望揭盲报产, “二期临床实验结果+三期的 04 方案结果”达到评价标准+05 非劣效的实验设计, 我们认为 F-627 获批概率高, 预计 2020 年全球上市, 按照中性预期, F-627 峰值收入 5 亿美元; **F-652:** GVHD (移植物抗宿主病, 美国) 临床 IIa 阶段, 有望获批孤儿药以 2 期临床数据直接申报上市;

急性酒精性肝炎（美国）的 IIa 试验达到预设目标。预计 F-652 未来市场规模可达 3 亿美元以上。

19 年合理估值 210~250 亿元，对应股价 17.4~20.7 元：19 年药品净利润 4.8 亿，增长 40%，给予 20 倍 PE，合理估值 100 亿；生物创新药一级市场（preipo 估值）权益估值 35 亿，IPO 上市后估值有望达 50 亿元；泛酸钙按 200-300 元价格 6-10 亿净利润，10 倍 PE，估值 60-100 亿。扣除股权激励费用摊销，预计 19-20 年净利润分别为 11.12/11.43 亿元，同比增速 51%/3%，19 年 PE 15 倍，管理层积极进取，兼具成长股和价值股属性，分红收益率 6%，19 年制剂、创新药和原料药三大业务均向上拐点，存 30% 以上空间，维持“买入”评级。风险提示：创新药临床&上市的风险；泛酸钙提价不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4632	6292	7324	9090
(+/-%)	6%	36%	16%	24%
净利润(百万元)	737	1112	1143	1444
(+/-%)	-43%	51%	3%	26%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.90	0.92	1.17
市盈率(PE)	23	15	15	12

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

盈利拆分及预测 (百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
一、制剂										
收入	1460	1657	2180	2195	3077	4153	5275	6541	7980	9576
yoy	26%	13%	32%	1%	40%	35%	27%	24%	22%	20%
净利润	194	274	263	310	340	476	605	750	915	1097
贡献母公司净利润	194	274	263	310	340	476	605	750	915	1097
yoy		41%	-4%	18%	10%	40%	27%	24%	22%	20%
二、原料药、化工等										
收入	225	778	1325	2178	1555	2138	1750	1750	1750	1750
yoy	100%	246%	70%	64%	-29%	38%	-18%	0%	0%	0%
泛酸钙均价 (元/kg)	55	60	194	300	160	220	180	180	180	180
净利润	44	88	469	1038	467	780	600	600	600	600
贡献母公司净利润	44	87	468	1039	469	780	600	600	600	600
三、健能隆 (生物创新药)										
收入							300	800	1500	2500
yoy								167%	88%	67%
毛利率							65%	70%	75%	80%
净利率							10%	25%	40%	50%
净利润			-49	-82	-113	-130	30	200	600	1250
贡献母公司净利润			(26)	(44)	(71)	(82)	19	126	379	789
四、激励费用										
税前激励费用						73	94	38	7	
贡献母公司净利润						(62)	(80)	(32)	(6)	
五、合计:										
收入	1685	2435	3505	4373	4632	6292	7324	9090	11229	13825
增速		45%	44%	25%	6%	36%	16%	24%	24%	23%
净利润	238	362	683	1266	694	1064	1155	1517	2109	2947
归母公司净利润	238	361	705	1305	737	1112	1143	1444	1888	2486
yoy		52%	95%	85%	-43%	51%	3%	26%	31%	32%
少数股东损益	0	1	-21	-39	-44	-48	11	74	221	461
EPS					0.60	0.90	0.92	1.17	1.53	2.01
PE	70	46	24	13	23	15	15	12	9	7
合理估值/亿元						225	280	388	460	536
						35%	24%	39%	19%	17%

资料来源: wind, 太平洋证券研究院预测

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。