

泛酸钙低价阶段已过，持续加大研发投入

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2018 年实现营业收入 46.3 亿元，同比增长 5.9%；实现归母净利润 7.4 亿元，同比增速-43.5%；扣非后净利润 7.2 亿元，同比增速-42.7%。
- **泛酸钙价格触底回暖，药品业务收入增长明显。** 2018Q4 实现收入与归母净利润分别为 12 亿元、2637 万元，同比增速为-8.4%、-93.9%。全年归母净利润大幅下滑，主要系原料药价格大幅下滑所致。2016-2017 年是泛酸钙原料景气年份，而 2018H1 泛酸钙价格大幅下滑，2018 年 5 月初，泛酸钙报价跌至 62.5 元/公斤，为近年最低水平，远低于 2017 年最高 750 元/公斤报价。2018 全年原料药收入 12.7 亿元，同比增速-36.4%；2018H2，泛酸钙原料价格触底回暖，已经逐步提升当前 200 元/公斤左右，预计 2019 年原料药业务将明显回暖。在两票制的大背景下，公司药品制剂板块实现营业收入 30.8 亿元，较上年同比增长 40.2%，其中医药服务（代理产品）收入大幅增长，2018 年实现 14.9 亿元，同比增长 200%；公司自有药品制剂收入 15.9 亿元，同比下降 6.5%。
- **持续推进新产品研发，持续整合全球优质资源。** 2018 年，公司研发投入 6.2 亿元，正在研发的项目共计 67 个，其中生物药 10 个、化药 39 个（其中一致性评价 8 个）、中药 12 个和维生素产品 6 个。子公司健能隆核心在研产品 F-627 与 F-652 研发进展顺利，F-627 国内 III 期临床病人已全部入组，目前正积极进行数据分析与统计，美国首个 III 期临床试验（04 方案）顺利完成，达到预设目标；第二个 III 期临床试验（05 方案）在 7 个国家、66 个临床中心全面开展，预计 2019 年二季度完成所有病人入组。F-652 在美国开展 GVHD 的 IIa 临床入组完成，待临床最终完成后补充孤儿药资料继续申报；完成 F-652 在美国开展的急性酒精性肝炎的 IIa 临床试验，并达到预设目标。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。
- **盈利预测与评级。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.92 元、1.13 元、1.36 元，对应 PE 分别为 17 倍、13 倍、11 倍。泛酸钙原料价格回暖有望驱动公司业绩大幅反弹，全球资源的不断整合以及健能隆创新药的研发不断突破，或将推动公司进入快速成长阶段，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、并购企业整合或不及预期等风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4631.80	5529.31	6635.18	8221.80
增长率	5.91%	19.38%	20.00%	23.91%
归属母公司净利润（百万元）	737.44	1107.29	1367.79	1637.17
增长率	-43.50%	50.15%	23.53%	19.69%
每股收益 EPS（元）	0.61	0.92	1.13	1.36
净资产收益率 ROE	10.07%	13.52%	14.95%	15.95%
PE	25	17	13	11
PB	2.66	2.34	2.10	1.88

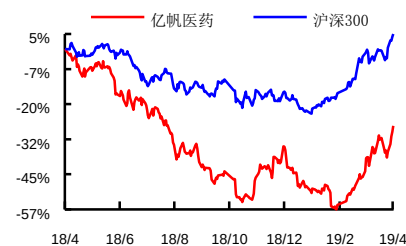
数据来源: Wind, 西南证券

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

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)	8.12
52 周内股价区间(元)	8.95-21.58
总市值(亿元)	183.22
总资产(亿元)	97.75
每股净资产(元)	5.49

相关研究

1. 亿帆医药 (002019): 业绩短期承压，持续看好药品业务 (2018-10-28)
2. 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)

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 2019-2021 年，公司医药产品销量增速分别为 20%、20%、25%，毛利率保持 35.5% 左右；

假设 2：公司原料药业务受泛酸钙供需周期关系影响明显，2019 年价格已明显回暖，预计 2019-2021 年公司原料药销量增速分别为 20%、20%、20%，毛利率维持在 73% 左右；

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 2019-2021 年高分子销量增速分别为 10%、20%、30%，毛利率维持 25%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 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		2018A	2019E	2020E	2021E
医药产品	收入	3076.7	3,692.04	4,430.45	5,538.06
	增速	40.17%	20.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	36.39%	36.00%	35.50%	35.00%
原料药	收入	1266.7	1,520.04	1,824.05	2,188.86
	增速	-36.39%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	67.07%	73.00%	73.00%	73.00%
高分子产品	收入	288.4	317.24	380.69	494.89
	增速	54.24%	10.00%	20.00%	30.00%
	毛利率	25.06%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	4,631.8	5,529.3	6,635.2	8,221.8
	增速	5.91%	19.38%	20.00%	23.91%
	毛利率	44.07%	45.54%	45.21%	44.51%

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）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4631.80	5529.31	6635.18	8221.80	净利润	693.68	1057.44	1302.92	1557.54
营业成本	2590.22	3011.24	3635.64	4561.90	折旧与摊销	130.34	182.25	195.01	201.50
营业税金及附加	50.98	44.23	53.08	65.77	财务费用	14.90	48.89	6.73	6.48
销售费用	552.51	663.52	816.13	1068.83	资产减值损失	76.57	0.00	0.00	0.00
管理费用	310.78	414.70	464.46	534.42	经营营运资本变动	582.84	-18.89	-228.43	-321.31
财务费用	14.90	48.89	6.73	6.48	其他	-327.42	-1.64	-8.99	-8.59
资产减值损失	76.57	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1170.90	1268.05	1267.24	1435.62
投资收益	-0.24	0.00	0.00	0.00	资本支出	-952.62	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	8.02	8.02	8.02	8.02	其他	336.10	8.02	8.02	8.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-616.53	-31.98	-31.98	-31.98
营业利润	891.12	1354.75	1667.15	1992.42	短期借款	551.40	-1305.52	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.21	-5.79	-5.04	-5.49	长期借款	-91.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	884.91	1348.96	1662.11	1986.93	股权融资	651.93	0.00	0.00	0.00
所得税	191.24	291.52	359.19	429.39	支付股利	-482.79	-272.80	-409.61	-505.98
净利润	693.68	1057.44	1302.92	1557.54	其他	-875.45	-58.88	-6.73	-6.48
少数股东损益	-43.76	-49.85	-64.88	-79.63	筹资活动现金流净额	-246.72	-1637.20	-416.34	-512.46
归属母公司股东净利润	737.44	1107.29	1367.79	1637.17	现金流量净额	304.70	-401.13	818.91	891.18
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1627.30	1226.17	2045.08	2936.26	成长能力				
应收和预付款项	1155.43	1460.03	1721.54	2141.22	销售收入增长率	5.91%	19.38%	20.00%	23.91%
存货	477.83	549.12	665.29	836.73	营业利润增长率	-40.85%	52.03%	23.06%	19.51%
其他流动资产	434.93	272.28	324.72	399.96	净利润增长率	-45.19%	52.44%	23.21%	19.54%
长期股权投资	43.74	43.74	43.74	43.74	EBITDA 增长率	-39.43%	53.02%	17.85%	17.74%
投资性房地产	25.04	25.04	25.04	25.04	获利能力				
固定资产和在建工程	1072.55	952.08	818.84	679.12	毛利率	44.08%	45.54%	45.21%	44.51%
无形资产和开发支出	4663.86	4646.35	4628.84	4611.33	三费率	18.96%	20.38%	19.40%	19.58%
其他非流动资产	274.21	269.94	265.67	261.40	净利率	14.98%	19.12%	19.64%	18.94%
资产总计	9774.88	9444.76	10538.77	11934.80	ROE	10.07%	13.52%	14.95%	15.95%
短期借款	1305.52	0.00	0.00	0.00	ROA	7.10%	11.20%	12.36%	13.05%
应付和预收款项	673.08	831.75	970.07	1221.98	ROIC	10.46%	15.97%	18.83%	21.69%
长期借款	32.20	32.20	32.20	32.20	EBITDA/销售收入	22.37%	28.68%	28.17%	26.76%
其他负债	876.41	759.67	822.06	914.61	营运能力				
负债合计	2887.21	1623.61	1824.32	2168.79	总资产周转率	0.50	0.58	0.66	0.73
股本	1206.97	1206.97	1206.97	1206.97	固定资产周转率	5.46	6.33	7.89	11.22
资本公积	2688.71	2688.71	2688.71	2688.71	应收账款周转率	5.20	5.60	5.58	5.66
留存收益	2877.10	3711.59	4669.77	5800.96	存货周转率	5.86	5.83	5.93	6.03
归属母公司股东权益	6623.95	7607.27	8565.45	9696.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.80%	—	—	—
少数股东权益	263.72	213.87	148.99	69.36	资本结构				
股东权益合计	6887.67	7821.14	8714.45	9766.01	资产负债率	29.54%	17.19%	17.31%	18.17%
负债和股东权益合计	9774.88	9444.76	10538.77	11934.80	带息债务/总负债	46.33%	1.98%	1.76%	1.48%
					流动比率	1.54	3.10	3.57	3.76
					速动比率	1.34	2.61	3.07	3.26
					股利支付率	65.47%	24.64%	29.95%	30.91%
					每股指标				
					每股收益	0.61	0.92	1.13	1.36
					每股净资产	5.71	6.48	7.22	8.09
					每股经营现金	0.97	1.05	1.05	1.19
					每股股利	0.40	0.23	0.34	0.42
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1036.36	1585.89	1868.90	2200.40					
PE	24.85	16.55	13.40	11.19					
PB	2.66	2.34	2.10	1.88					
PS	3.96	3.31	2.76	2.23					
EV/EBITDA	17.25	10.60	8.56	6.86					
股息率	2.64%	1.49%	2.24%	2.76%					

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
	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn