

泛酸钙景气度持续向上，制剂业务快速增长，创新药迎来重大收获期

——亿帆医药（002019）2019 年一季报点评

2019 年 04 月 26 日

强烈推荐/维持

亿帆医药

财报点评

投资要点：

- **事件：**2019 年 4 月 25 日晚公司发布 2019 年一季报，报告期内共实现营收 11.36 亿元，同比降低 9.33%；归母净利润 1.47 亿元，同比降低 54.15%，扣非后 1.44 亿元，同比降低 54.15%；现金流-4657 万元，同比降低 111.87%。
- **原料药降价+两票制拖累一季度业绩，后续将明显改善：**公司 2019Q1 报告期内收入和利润均有下跌，利润下跌幅度较大，现金流也有所下跌，主要有以下几点原因：（1）2018 年泛酸钙降价激烈，降价浪潮延续至 10 月底，从报价到收入确认有 1-2 个季度延迟，因此 2019Q1 收入和利润均受到影响；（2）去年药品收入大幅增长，部分弥补原料药收入，因此 2019Q1 整体收入增速高于利润增速；（3）公司制剂业务高速增长，回款数额变大，同时实行两票制后改为厂家返还销售服务费，回款时间延长，因此公司现金流同比降低。我们认为未来随着原料药价格持续走强及两票制影响逐渐减弱，公司各项财务指标将逐步恢复，预计上半年可以消化完毕。
- **泛酸钙价格仍处于上行区间，预计原料药中报利润能与去年持平，Q3-Q4 进一步增长：**2018 年由于厂家激烈竞争及新进产能预期刺激，泛酸钙价格急转直下，从年初 350 元/kg 降至 5 月份 65 元/kg，并在底部徘徊至 10 月底后逐步回暖（10 月底报价 75 元/kg）。今年由于山东主要厂家限产及新进产能不达预期等因素，泛酸钙价格持续走强，截至 19 年 4 月 25 日最高报价已达 380 元/kg，未来随着重点地区环保核查力度的加大及行业产能供应紧缩等因素，我们预计泛酸钙价格仍将继续上行，有望达到 500 元/kg。公司因此受益显著，2019 年 Q1 公司原料药（含泛醇等）实现利润 ~8000 万元，在这轮泛酸钙高景气度推动下中报利润有望与去年持平，Q3-Q4 实现进一步增长。
- **制剂业务持续突破，重点品种迅速放量，今年有望保持 30%增长：**公司 19Q1 制剂业务收入 ~8 亿元，利润 ~9000 万元，利润同比增长 20%，符合预期。随着今年 531 品种招标准入的不断推进与新标期执行，公司可销售区域大幅增加，部分品种有望实现翻倍增长，其中除湿止痒软膏、复方银花解毒颗粒、小儿金翘颗粒、乳果糖口服液 4 个品种有望实现过亿销售，另外有 30 个品种有望实现过千万销售。展望全年，我们预计公司制剂业务利润有望实现 30%增长。
- **创新药年内迎来重大收获，F627 进入临床收尾期：**健能隆重磅品种 F627 国内目前已经完成用药，7 月份临床数据统计处理有望完成，目前来看临床结果符合预期，年底有望完成申报。此外 F627 海外 05 方案入组已经完成 80%，预计二季度可以完成所有病人入组。F652 在美国 FDA 的 IIa 临床试验已完成，目前正积极沟通补充相关资料，进展顺利。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,373.29	4,631.80	5,650.79	6,667.93	7,868.16
增长率（%）	24.79%	5.91%	22.00%	18.00%	18.00%
归母净利润（百万）	1,305.10	737.44	1,015.77	1,220.78	1,510.11
增长率（%）	85.18%	-43.50%	37.74%	20.18%	23.70%
净资产收益率（%）	20.18%	11.13%	15.07%	18.08%	22.32%
每股收益（元）	1.15	0.61	0.84	1.01	1.25
PE	13.68	25.79	18.69	15.55	12.57
PB	2.50	2.44	2.40	2.39	2.39

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52 周股价区间（元）	16.58-20.09
总市值（亿元）	200.12
流通市值（亿元）	134.71
总股本/流通 A 股（万股）	120697/81247
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.78

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《亿帆医药（002019）2017 年报点评：业绩符合预期，医保品种放量在即》2018-04-02
- 2、《亿帆医药（002019）事件点评：并购 NovoTek，国际化进展再露峥嵘》2017-11-07
- 3、《亿帆医药（002019）三季报点评：业绩受泛酸钙涨价影响爆发增长，重视创新药价值重估下健能隆的巨大价值》2017-10-30
- 4、《亿帆医药（002019）中报点评：业绩高速增长符合预期，短中长期增长逻辑助力公司转型升级》2017-08-30

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 56.51 亿元、66.68 亿、78.68 亿元；归母净利润分别为 10.16 亿元、12.21 亿元和 15.10 亿元；EPS 分别为 0.84 元、1.01 元和 1.25 元，对应 PE 分别为 18.69X、15.55X 和 12.57X。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、泛酸钙降价压力；2、制剂业务不达预期；3、创新药研发不达预期；4、其他风险

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表		单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	3654	3695	3601	3601	3601	营业收入	4373	4632	5651	6668	7868
货币资金	1309	1627	1541	1541	1541	营业成本	1870	2590	3221	3801	4406
应收账款	888	893	998	998	998	营业税金及附加	61	51	50	50	50
其他应收款	123	134	151	151	151	营业费用	438	553	678	800	944
预付款项	135	82	102	102	102	管理费用	383	311	385	443	523
存货	392	478	511	511	511	财务费用	91	15	13	13	13
其他流动资产	750	220	255	255	255	资产减值损失	60.19	76.57	44.00	44.00	44.00
非流动资产合	5114	6079	6125	6016	5952	公允价值变动收益	0.00	8.02	8.00	8.00	8.00
长期股权投资	50	44	43	43	43	投资净收益	0.65	-0.24	-5.50	0.00	0.00
固定资产	836	861	842	752	697	营业利润	1506	891	1262	1525	1896
无形资产	315	402	399	380	370	营业外收入	26.45	2.19	3.00	3.00	3.00
其他非流动资	145	101	101	101	101	营业外支出	2.66	8.40	1.00	1.00	1.00
资产总计	8768	9775	9726	9617	9553	利润总额	1530	885	1264	1527	1898
流动负债合计	1587	2396	2142	2138	2153	所得税	265	191	278	336	417
短期借款	754	1306	1491	1491	1491	净利润	1266	694	986	1191	1480
应付账款	220	363	260	260	260	少数股东损益	-39	-44	-30	-30	-30
预收款项	64	60	70	75	80	归属母公司净利润	1305	737	1016	1221	1510
一年内到期的	184	159	97	97	97	EBITDA	2003	1403	1369	1632	2003
非流动负债合	399	491	612	522	460	EPS（元）	1.15	0.61	0.84	1.01	1.25
长期借款	124	32	32	32	32	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	1985	2887	2754	2660	2613	成长能力					
少数股东权益	314	264	234	204	174	营业收入增长	24.79%	5.91%	22.00%	18.00%	18.00%
实收资本（或股	1027	1027	1027	1027	1027	营业利润增长	67.48%	-40.85%	41.60%	20.83%	24.33%
资本公积	2803	2689	2689	2689	2689	归属于母公司净利	85.18%	-43.50%	37.74%	20.18%	23.70%
未分配利润	2496	2742	2888	2888	2900	获利能力					
归属母公司股	6468	6624	6739	6754	6766	毛利率(%)	57.23%	44.08%	43.55%	45.54%	45.50%
负债和所有者	8768	9775	9726	9617	9553	净利率(%)	28.94%	14.98%	17.44%	17.86%	18.81%
现金流量表						单位:百万元		总资产净利润(%)			
								ROE(%)			
2017A						2018A	2019E	2020E	2021E		
经营活动现金	1133	1171	358	1330	1639	偿债能力					
净利润	1266	694	986	1191	1480	资产负债率(%)	23%	30%	28%	28%	27%
折旧摊销	406	497	95	95	95	流动比率	2.30	1.54	1.68	1.6	1.67
财务费用	91	15	13	13	13	速动比率	2.06	1.34	1.44	1.4	1.44
应收账款减少	0	0	-104	0	0	营运能力					
预收帐款增加	0	0	10	5	5	总资产周转率	0.56	0.50	0.58	0.69	0.82
投资活动现金	-1555	-617	-78	-36	-36	应收账款周转率	6	5	6	7	8
公允价值变动	0	8	8	8	8	应付账款周转率	19.16	15.89	18.14	25.65	30.26
长期股权投资	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	0	-6	0	0	每股收益(最新摊	1.15	0.61	0.84	1.01	1.25
筹资活动现金	1084	-247	-109	-713	-640	每股净现金流(最	0.64	0.30	0.17	0.57	0.94
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	6.30	6.45	6.56	6.58	6.59
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	106	0	0	0	0	P/E	13.68	25.79	18.69	15.55	12.57
资本公积增加	1641	-115	0	0	0	P/B	2.50	2.44	2.40	2.39	2.39
现金净增加额	662	308	171	581	963	EV/EBITDA	7.94	11.43	11.85	9.95	8.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。