

## Q2收入与业绩大幅增长, 新药研发进展顺利

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司2019H1实现营业收入25.2亿元, 同比增长8.3%; 实现归母净利润4.9亿元, 同比增长-10%; 扣非净利润4.3亿元, 同比增长-16.7%。
- 医药收入维持高速增长, Q2收入与业绩增长明显。** 2019Q2实现收入与归母净利润分别为13.8亿、3.4亿元, 同比增长28.3%、57.8%, 环比增速均实现大幅逆转, Q1收入与业绩均为负增长。2019H1公司医药产品收入17.8亿元, 同比增长34.3%, 维持快速增长; 原料药收入5.9亿, 同比增长-29.3%; 高分子产品1.5亿元, 与2018同期基本持平。从泛酸钙行业报价来看, 2019年价格持续提高, 当前是355元/KG, 处于相对高位; 因此, 公司原料药业务收入2019年会出现持续增加的趋势。2019H1, 公司综合毛利率为43.6%, 低于去年同期4.9个百分点, 主要原因是医药业务毛利率下降1.3%, 原料药与高分子业务毛利率略有增长。2019H1销售费用率为11.3%, 高于去年同期1.1个百分点; 管理(9.5%)+研发费用率为12%, 高于去年同期3.3个百分点。
- 创新药领域持续推进。** 2019H1公司研发投入6193万元, 公司创新生物药项目进展顺利。F-627国内III期临床病人已于2019年6月底全部出组, 临床试验工作基本完成。为提升中美同步申报的确定性, 经公司内部审慎决定, 针对F-627国内外同时开展的III期临床试验的抗体检测筛选、检测与统计方法与美国FDA进行沟通, 并得到确认后最终进行全部数据统计与分析, 预计最快于2019年底出具国内III期临床试验总结报告; F-627国际第二个III期临床试验于2019年6月在5个国家的47个临床中心完成了全部病人入组。随着F-627国内外III期临床试验收尾工作逐渐完成, 公司已基本完成国内外BLA所需的临床前安全评价试验报告, 相关临床、生产环节的总结报告也正在进行中。已基本完成F-652在研项目在美国开展的GVHD适应症IIa临床试验, 公司已补充提交F-652在研项目GVHD的孤儿药资格申请资料, 预计9月收到反馈。
- 盈利预测与评级。** 预计2019-2021年EPS分别为0.90元、1.11元、1.33元, 对应PE分别为13倍、11倍、9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  | 1107.28 | 1367.77 | 1637.14 |
| 增长率           | -43.50% | 50.15%  | 23.52%  | 19.69%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.60    | 0.90    | 1.11    | 1.33    |
| 净资产收益率ROE     | 10.07%  | 13.52%  | 14.95%  | 15.95%  |
| PE            | 20      | 13      | 11      | 9       |
| PB            | 2.14    | 1.88    | 1.69    | 1.51    |

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: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@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)     | 12.31      |
| 流通A股(亿股)    | 8.14       |
| 52周内股价区间(元) | 8.95-16.69 |
| 总市值(亿元)     | 147.22     |
| 总资产(亿元)     | 101.32     |
| 每股净资产(元)    | 5.68       |

### 相关研究

- 亿帆医药(002019): 泛酸钙低价阶段已过, 持续加大研发投入 (2019-04-08)
- 亿帆医药(002019): 业绩短期承压, 持续看好药品业务 (2018-10-28)
- 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)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                |                |                 |                 | 现金流量表 (百万元)       |                |                 |                |                |
|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
|               | 2018A          | 2019E          | 2020E           | 2021E           |                   | 2018A          | 2019E           | 2020E          | 2021E          |
| 营业收入          | 4631.80        | 5529.31        | 6635.18         | 8221.80         | 净利润               | 693.68         | 1057.43         | 1302.89        | 1557.51        |
| 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          | 48.91           | 6.76           | 6.53           |
| 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          | 571.58         | -20.72          | -231.14        | -325.34        |
| 财务费用          | 14.90          | 48.91          | 6.76            | 6.53            | 其他                | -316.16        | -7.27           | -8.06          | -8.12          |
| 资产减值损失        | 76.57          | 0.00           | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1170.90</b> | <b>1260.59</b>  | <b>1265.47</b> | <b>1432.07</b> |
| 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            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-616.53</b> | <b>-31.98</b>   | <b>-31.98</b>  | <b>-31.98</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>891.12</b>  | <b>1354.73</b> | <b>1667.12</b>  | <b>1992.37</b>  | 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           |
| <b>利润总额</b>   | <b>884.91</b>  | <b>1348.95</b> | <b>1662.08</b>  | <b>1986.89</b>  | 股权融资              | 651.93         | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 191.24         | 291.52         | 359.19          | 429.38          | 支付股利              | -482.79        | -272.80         | -409.61        | -505.97        |
| 净利润           | 693.68         | 1057.43        | 1302.89         | 1557.51         | 其他                | -875.45        | -58.89          | -6.76          | -6.53          |
| 少数股东损益        | -43.76         | -49.85         | -64.88          | -79.63          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-246.72</b> | <b>-1637.21</b> | <b>-416.37</b> | <b>-512.50</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 737.44         | 1107.28        | 1367.77         | 1637.14         | <b>现金流量净额</b>     | <b>304.70</b>  | <b>-408.60</b>  | <b>817.11</b>  | <b>887.59</b>  |
|               |                |                |                 |                 |                   |                |                 |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   |                |                |                 |                 | 财务分析指标            |                |                 |                |                |
|               | 2018A          | 2019E          | 2020E           | 2021E           |                   | 2018A          | 2019E           | 2020E          | 2021E          |
| 货币资金          | 1627.30        | 1218.70        | 2035.81         | 2923.40         | <b>成长能力</b>       |                |                 |                |                |
| 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         | 556.59         | 674.53          | 849.53          | 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           | <b>获利能力</b>       |                |                 |                |                |
| 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%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>9774.88</b> | <b>9444.75</b> | <b>10538.74</b> | <b>11934.74</b> | 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%         | 15.96%          | 18.81%         | 21.65%         |
| 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          | <b>营运能力</b>       |                |                 |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>2887.21</b> | <b>1623.61</b> | <b>1824.32</b>  | <b>2168.79</b>  | 总资产周转率            | 0.50           | 0.58            | 0.66           | 0.73           |
| 股本            | 1206.97        | 1230.90        | 1230.90         | 1230.90         | 固定资产周转率           | 5.46           | 6.33            | 7.89           | 11.22          |
| 资本公积          | 2688.71        | 2664.78        | 2664.78         | 2664.78         | 应收账款周转率           | 5.20           | 5.60            | 5.58           | 5.66           |
| 留存收益          | 2877.10        | 3711.58        | 4669.74         | 5800.90         | 存货周转率             | 5.79           | 5.69            | 5.79           | 5.89           |
| 归属母公司股东权益     | 6623.95        | 7607.26        | 8565.42         | 9696.58         | 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         | 149.00          | 69.37           | <b>资本结构</b>       |                |                 |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>6887.67</b> | <b>7821.13</b> | <b>8714.41</b>  | <b>9765.95</b>  | 资产负债率             | 29.54%         | 17.19%          | 17.31%         | 18.17%         |
| 负债和股东权益合计     | 9774.88        | 9444.75        | 10538.74        | 11934.74        | 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            | 3.06           | 3.26           |
|               |                |                |                 |                 | 股利支付率             | 65.47%         | 24.64%          | 29.95%         | 30.91%         |
|               |                |                |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                |                 |                |                |
|               |                |                |                 |                 | 每股收益              | 0.60           | 0.90            | 1.11           | 1.33           |
|               |                |                |                 |                 | 每股净资产             | 5.60           | 6.35            | 7.08           | 7.93           |
|               |                |                |                 |                 | 每股经营现金            | 0.95           | 1.02            | 1.03           | 1.16           |
|               |                |                |                 |                 | 每股股利              | 0.39           | 0.22            | 0.33           | 0.41           |
|               |                |                |                 |                 |                   |                |                 |                |                |
| 业绩和估值指标       |                |                |                 |                 |                   |                |                 |                |                |
| EBITDA        | 1036.36        | 1585.89        | 1868.90         | 2200.40         |                   |                |                 |                |                |
| PE            | 19.96          | 13.30          | 10.76           | 8.99            |                   |                |                 |                |                |
| PB            | 2.14           | 1.88           | 1.69            | 1.51            |                   |                |                 |                |                |
| PS            | 3.18           | 2.66           | 2.22            | 1.79            |                   |                |                 |                |                |
| EV/EBITDA     | 13.50          | 8.33           | 6.64            | 5.23            |                   |                |                 |                |                |
| 股息率           | 3.28%          | 1.85%          | 2.78%           | 3.44%           |                   |                |                 |                |                |

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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      |
|    | 吴菲阳    | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 金悦     | 销售经理    | 021-68415380  | 15213310661 | jyue@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚     | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 路剑     | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@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 |