



2020-04-15

公司点评报告

买入/维持

亿帆医药(002019)

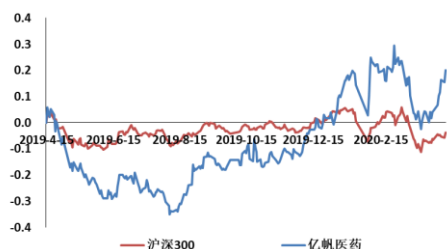
目标价: 24.25

昨收盘: 18.81

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

亿帆医药：1 季报业绩超预期，创新药即将迎来收获期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1237/810
总市值/流通(百万元)	23300/15200
12 个月最高/最低(元)	20.65/10.42

相关研究报告：

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

证券分析师：王斌

电话：010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518100001

事件：公司发布 2019 年年报和 2020 年 1 季度业绩预告。2019 年实现营业收入 51.87 亿元(+11.98%)，归母净利润 9.03 亿元(+22.51%)，扣非归母净利润 7.79 亿元(+8.46%)。2020 年 1 季度实现归母净利润 2758.84 万元—33844.92 万元，同比增长 90%-130%。

点评：

泛酸钙销量回落，预计 20 年将逐步回归正常，价格有望保持高位，维生素研发取得积极进展

19 年受非洲猪瘟、禽流感等原因导致养殖行业对饲料的需求下降，泛酸钙等维生素产品销量较上年同期下降较大，超过 30%。但由于价格上涨，原料药实现收入 12.36 亿元，仅小幅下滑 2.45%。我们认为 20 年起随着国内生猪存栏量恢复，维生素需求将逐步回归正常。价格方面，亿帆医药和新发药业泛酸钙销量合计占全球 60%-70%，合作共赢更符合双方利益，预计泛酸钙价格仍将保持在高位。20 年 1 季度由于泛酸钙价格显著高于去年同期，带动公司业绩快速增长。

公司维生素研发也取得了积极进展，在研的 6 个维生素项目进展较为顺利，其中一个产品基本具备了实施商业化的条件；在与美国 Amyris 公司合作开发两个维生素产品并取得阶段性成果的基础上，拟利用 Amyris 公司在生物合成方面的技术优势，结合公司在维生素领域长期形成的品牌、质量标准、成本控制及市场等方面的优势，进一步就 5 个维生素产品达成战略合作，长期来看公司维生素品种将逐步丰富。

核心制剂品种快速增长，产品线不断丰富

制剂业务实现营业收入 36.62 亿元(+19.05%)。其中医药产品(主要是自有产品)收入 20.22 亿元(+27.29%)，公司 18 个“531”核心产品实现的销售收入较上年同期增长 70%以上，占国内药品制剂自有产品营业收入 60%以上，其中小儿青翘颗粒市场销售过亿元，乳果糖口服溶液、缩宫素鼻喷雾剂、除湿止痒软膏销售过 5000 万；妇阴康洗剂、除湿止痒软膏、皮敏消胶囊等 28 个自有产品销量实现翻倍增长。医药服务(主要是代理产品)收入 16.40 亿元(+10.25%)，稳定增长。分销售区域来看，公司海外药品整体实现收入 46980.54 万元

(+244.36%)，2019 年相继获得了诺华公司原研药品注射用唑来膦酸在澳大利亚等地的产品权益，罗氏原研注射用更昔洛韦中国境内的独

家经销权，成为波兰胰岛素公司 bioton 第一大股东，全方位布局糖尿病领域。公司制剂产品线不断丰富。

F-627 临床研究接近尾声，F-652 临床研究进展顺利，创新药即将迎来收获期

F-627 国内 III 期临床统计结果表明，国内 III 期临床试验的有效性与安全性结果均已全面达到临床试验预设评价标准。F-627 国际第二个 III 期临床试验（与 Neulasta 对照）也完成了末例受试者的末次访视，正在进行临床试验数据统计与分析，我们预计效果良好，获批概率高。此前我们曾测算 F-627 海外市场销售峰值有望达到 5-10 亿美元，国内市场销售峰值有望达到 20 亿元，潜力巨大。

F-652 成功完成了在美国开展的 GVHD 及酒精性肝炎适应症的 IIa 临床试验，均达到预设临床试验目标，其中 GVHD 的适应症于 2019 年 10 月成功获得美国 FDA 孤儿药资格认定，后续有望直接以 IIb 临床数据申报生产，上市步伐大大加快。公司创新药即将迎来收获期。

盈利预测和投资评级

我们预计 20-22 年公司营业收入分别为 65.18/75.78/90.89 亿元，同比增长 26%/16%/20%；归母净利润 12.99/14.00/15.98 亿元，同比增长 44%/8%/14%。其中 20 年制剂净利润 5.10 亿元(+25%)，给予 25XPE，合理估值 128 亿元；原料药等净利润 9.0 亿元，给予 10XPE，合计估值 90 亿元；生物创新药一级市场（Preipo 估值）权益估值 35 亿，随着 F-627 等创新药项目不断推进且临床数据良好，估值逐步提升，合理估值有望达到 80 亿元。20 年公司合理市值 300 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：创新药研发失败，未能上市；泛酸钙竞争格局恶化，价格低预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5187	6518	7578	9089
(+/-%)	12%	26%	16%	20%
净利润(百万元)	903	1299	1400	1598
(+/-%)	23%	44%	8%	14%
摊薄每股收益(元)	0.73	1.05	1.13	1.29
市盈率(PE)	26	18	17	15

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

图表 1：健能隆在研管线研发进展

产品	适应症	临床前	临床申报	临床I期	临床II期	临床III期	新药上市
DiKine™：双分子技术平台							
F-627	中性粒细胞减少症（美国/欧洲）						
	中性粒细胞减少症（中国）						
F-652	移植物抗宿主病（孤儿药，美国）						
	急性酒精性肝炎（美国）						
	急性胰腺炎（中国）						
ITab™：免疫抗体平台							
A-337	EpCAM，实体肿瘤						
A-319	CD19（一价），B细胞白血病						
A-329	CD19（二价），B细胞淋巴瘤						

资料来源：公司公告，公司官网，太平洋证券整理

图表 2：亿帆医药盈利预测

盈利拆分及预测（百万元）	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
一、制剂											
收入	1460	1657	2180	2195	3077	3663	4578	5677	6926	8311	9974
yoy	26%	13%	32%	1%	40%	19%	25%	24%	22%	20%	20%
净利润	194	274	263	310	340	408	510	632	772	926	1111
贡献母公司净利润	194	274	263	310	340	408	510	632	772	926	1111
yoy		41%	-4%	18%	10%	20%	25%	24%	22%	20%	20%
二、原料药、化工等											
收入	225	778	1325	2178	1555	1524	1940	1801	1663	1663	1663
yoy	100%	246%	70%	64%	-29%	-2%	27%	-7%	-8%	0%	0%
泛酸钙均价（元/kg）	55	60	194	300	160	220	280	260	240	240	240
净利润	44	88	469	1038	467	560	900	850	800	800	800
贡献母公司净利润	44	87	468	1039	469	556	900	850	800	800	800
三、健能隆（生物创新药）											
收入								100	500	1200	2000
yoy									400%	140%	67%
毛利率								60%	70%	80%	80%
净利率								-100%	10%	20%	30%
净利润			-49	-82	-113	-95	-100	-100	50	240	600
贡献母公司净利润			(26)	(44)	(71)	(60)	(63)	(63)	32	151	379
四、激励费用											
税前激励费用						52	57	22	6		
贡献母公司净利润						(44)	(48)	(19)	(5)		
五、合计：											
	1685	2435	3505	4373	4632	5187	6518	7578	9089	11174	13636
增速		45%	44%	25%	6%	12%	26%	16%	20%	23%	22%
净利润	238	362	683	1266	694	873	1262	1364	1617	1966	2511
归母公司净利润	238	361	705	1305	737	903	1299	1400	1598	1877	2290
yoy		52%	95%	85%	-43%	23%	44%	8%	14%	17%	22%
少数股东损益	0	1	-21	-39	-44	-30	-37	-37	18	89	221
PE	98	65	33	18	32	26	18	17	15	12	10

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@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	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。