



2020-04-30

公司点评报告

买入/维持

亿帆医药(002019)

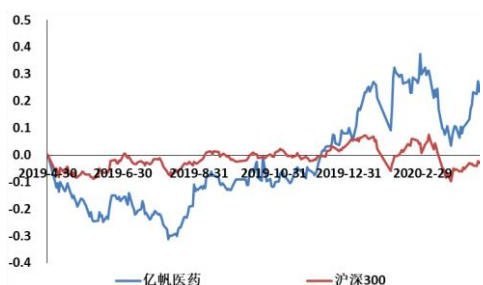
目标价: 24.25

昨收盘: 18.80

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

亿帆医药：泛酸钙提价带动业绩大幅增长，创新药即将破局

■ 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2020年1季报。实现营业收入13.24亿元(+16.62%)，归母净利润3.23亿元(+119.79%)，扣非净利润3.16亿元(+119.12%)。此前公司预告1季度实现归母净利润同比增长90%-130%，实际增速接近预测区间上限，超市场预期。

■ 点评：

泛酸钙价格同比大幅提升带动业绩增长，经营性现金流大幅好转

公司20年Q1业绩大幅增长主要受益于泛酸钙售价同比大幅提升，wind数据显示20年Q1泛酸钙平均价格为368元/千克，去年同期仅为180元/千克。20年Q1公司整体毛利率为55.65%，同比增加13.63个百分点，主要是由于收入结构发生变化，毛利率较高的原料药板块收入占比提升，而制剂业务受到疫情影响收入和利润出现一定下滑。销售费用（主要由制剂业务产生）1.44亿元，同比基本持平，主要由于1季度制剂收入减少。管理费用1.16亿元(+42.43%)，主要由于确认股权激励费用增加。研发费用5910万元(+154.82%)，主要由于研发项目有新进展支付研发费用增加所致。经营活动产生的现金流量净额2.06亿元(+543.21%)，主要是由于收到的维生素系列产品货款较去年同期增加，另因维生素系列产品销售价格较上年同期增幅较大营业收入结构变化，支付的购买商品款减少综合所致。

F-627 临床研究接近尾声，市场潜力巨大

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。公司在19年年报中披露：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，有望在未来1-2年获得FDA批准上市。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，市场潜力巨大。

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	4636	5807	7036	8284	9782
yoy	26%	13%	32%	1%	40%	19%	27%	25%	21%	18%	18%
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、原料药和高分子材料等											
收入	225	778	1325	2178	1555	1524	1940	1818	1690	1690	1690
yoy		246%	70%	64%	-29%	-2%	27%	-6%	-7%	0%	0%
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%
净利率									-100%	10%	20%
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、收入合计											
增速	1685	2435	3505	4373	4632	5187	6576	7724	9226	11174	13472
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	64	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	zhafl@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。