

公司研究

创新药业务有望进入收获期，原料价格下滑因素影响较大

——亿帆医药（002019.SZ）2020 年报点评

要点

事件：公司公布 2020 年报，2020 年度实现营业收入 54 亿元（+4.12% YOY）；归母净利润 9.68 亿元（+7.19% YOY）；扣非归母净利润 8.61 亿元（+10.58% YOY）；实现 EPS 为 0.8 元。公司拟每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税）。业绩符合市场预期。

点评：

创新药研发逐步推进，商业化在即成果逐渐进入收获期：公司的大单品 F-627 目前成为中国首家在国内、国外均完成 I 期、II 期及 III 期临床试验并申报 BLA 的生物制药公司。同时公司已经启动在美国、欧洲、日本、中国等国家或地区的商业合作伙伴的筛选、评估与洽谈工作，F-627 商业化推进顺利。公司自主研发的全球首创生物药 F-6522 同时在美国、中国分别开展 4 个适应症的临床试验。并且 F-899 获批在中国的临床试验，其他的在研创新药的进程均在稳步推进。

海外制剂取得新突破，小分子事业部首秀亮丽：公司海外制剂业务实现营业收入 5.98 亿元，同比增长 27.27%，其中重组人胰岛素、生长激素、哌曲分别实现销售收入 1.41 亿元、0.91 亿元、0.44 亿元，同比分别增长 240.23%、19.60%、78.81%。公司在研三代胰岛素类似物赖脯胰岛素已开始实验室规模工艺验证。2020 年新成立的小分子事业部实现营业收入 4.94 亿元，较上年增长 73.32%，同时新建两条生产线来扩充产能，持续通过合作开发、并购重组等方式，丰富研发管线，小分子事业部现有在售或推广产品合计 12 个。

海外疫情影响原料药价格不可持续，全球碳酸钙龙头地位仍稳固：公司今年的原料药（维生素）业务受市场及疫情的双重影响。上半年受疫情影响全球产能停滞，原料价格维持在高位，公司受益于国内疫情快速恢复，实现量价齐升；下半年受海外疫情影响，国际需求萎缩，市场价格大幅下降，从全年来看，原料药实现营业收入 17.53 亿元，较上年同期增长 15.04%，超额完成年度经营目标。今年原料价格是否回升取决海外疫情控制情况，目前来看受益通胀一致性预期，上游原料价格显露抬升趋势，公司在全球保持 40-45% 的市场份额，龙头地位稳固。

盈利预测、估值与评级：原料药及制剂业务为公司提供充沛现金流，创新药业务有望逐步进入收获期，考虑到泛酸钙等原料价格仍处在低位，调低公司 2021~22 年 EPS 为 0.96 元（下调 19.33%）/1.11 元（下调 22.92%），新增 2023 年 EPS 为 1.33 元，现价对应 2021~23 年 PE 为 21/18/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：泛酸钙具有周期属性、创新药研发与上市进度不达预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,187	5,400	6,369	7,328	8,608
营业收入增长率	11.98%	4.12%	17.94%	15.05%	17.47%
净利润（百万元）	903	968	1,187	1,373	1,638
净利润增长率	22.51%	7.19%	22.60%	15.62%	19.30%
EPS（元）	0.73	0.78	0.96	1.11	1.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.05%	11.47%	12.41%	12.73%	13.38%
P/E	28	26	21	18	15
P/B	3.4	3.0	2.6	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-31

买入（维持）

当前价：20.35 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

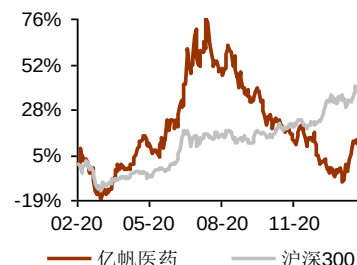
021-52523676

huangz@ebsecn.com

市场数据

母公司总股本(亿股)	12.34
总市值(亿元):	251.15
一年最低/最高(元):	15.64/34.36
近 3 月换手率:	84.01%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.24	10.57	-8.66
绝对	-9.07	7.45	28.29

资料来源：Wind

相关研报

泛酸钙强力拉动业绩增长，生物创新药取得阶段性进展——亿帆医药（002019.SZ）2020 年半年报点评（2020-08-31）

F-627 美国 III 期临床达到预设终点，下半年有望开展中美双报——亿帆医药（002019.SZ）公告点评（2020-06-29）

Q1 业绩符合预期，疫情之下实现高增长——亿帆医药（002019.SZ）2020 年一季报点评（2020-05-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,187	5,400	6,369	7,328	8,608
营业成本	2,794	2,890	3,401	3,906	4,579
折旧和摊销	154	177	150	194	237
税金及附加	42	42	50	57	67
销售费用	628	703	834	967	1,136
管理费用	430	408	478	550	646
研发费用	208	325	382	440	516
财务费用	48	67	50	32	13
投资收益	39	7	8	10	12
营业利润	1,076	1,085	1,340	1,554	1,856
利润总额	1,068	1,081	1,336	1,550	1,852
所得税	195	149	187	217	259
净利润	873	931	1,149	1,333	1,593
少数股东损益	-30	-37	-38	-40	-45
归属母公司净利润	903	968	1,187	1,373	1,638
EPS(按最新股本计)	0.73	0.78	0.96	1.11	1.33

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	937	1,109	1,146	1,373	1,556
净利润	903	968	1,187	1,373	1,638
折旧摊销	154	177	150	194	237
净营运资金增加	114	369	428	409	584
其他	-234	-406	-618	-602	-903
投资活动产生现金流	-1,586	-771	-564	-534	-533
净资本支出	-865	-715	-540	-540	-540
长期投资变化	707	666	-3	-4	-5
其他资产变化	-1,428	-722	-20	10	12
融资活动现金流	151	-568	-345	-604	-269
股本变化	30	-2	0	0	0
债务净变化	414	-252	-374	-557	-263
无息负债变化	-57	-85	246	244	325
净现金流	-489	-229	237	235	754

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	46.1%	46.5%	46.6%	46.7%	46.8%
EBITDA 率	27.6%	25.2%	24.1%	24.4%	24.6%
EBIT 率	24.4%	21.7%	21.7%	21.7%	21.8%
税前净利润率	20.6%	20.0%	21.0%	21.1%	21.5%
归母净利润率	17.4%	17.9%	18.6%	18.7%	19.0%
ROA	7.9%	8.0%	9.1%	9.9%	10.7%
ROE (摊薄)	12.0%	11.5%	12.4%	12.7%	13.4%
经营性 ROIC	11.9%	10.5%	11.5%	12.5%	13.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	29%	25%	22%	18%	17%
流动比率	1.22	1.65	2.17	3.23	4.45
速动比率	1.01	1.37	1.80	2.67	3.73
归母权益/有息债务	3.92	5.09	7.44	14.80	26.28
有形资产/有息债务	2.91	3.47	5.22	10.39	19.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按母公司最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	11,066	11,637	12,597	13,463	14,940
货币资金	1,524	1,324	1,561	1,796	2,550
交易性金融资产	39	47	50	50	50
应收帐款	945	1,005	1,203	1,384	1,626
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	121	130	154	177	207
存货	598	584	687	789	925
其他流动资产	184	300	252	204	178
流动资产合计	3,520	3,506	4,043	4,556	5,720
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	707	666	669	673	678
固定资产	898	1,039	1,442	1,784	2,071
在建工程	339	412	346	297	260
无形资产	719	716	719	722	725
商誉	2,728	2,750	2,750	2,750	2,750
其他非流动资产	63	109	134	134	134
非流动资产合计	7,545	8,131	8,554	8,906	9,219
总负债	3,244	2,907	2,779	2,467	2,529
短期借款	1,784	1,193	819	263	0
应付账款	399	372	438	503	589
应付票据	20	9	11	12	14
预收账款	69	0	0	0	0
其他流动负债	-1	10	19	28	40
流动负债合计	2,883	2,129	1,861	1,409	1,286
长期借款	84	448	448	448	448
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	59	100	240	379	565
非流动负债合计	361	778	919	1,057	1,243
股东权益	7,822	8,730	9,818	10,996	12,410
股本	1,057	1,055	1,055	1,055	1,055
公积金	3,103	3,191	3,310	3,447	3,569
未分配利润	3,510	4,355	5,362	6,443	7,780
归属母公司权益	7,500	8,440	9,565	10,784	12,243
少数股东权益	322	290	252	212	167

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	12.11%	13.02%	13.10%	13.20%	13.20%
管理费用率	8.30%	7.56%	7.50%	7.50%	7.50%
财务费用率	0.93%	1.25%	0.79%	0.44%	0.16%
研发费用率	4.02%	6.02%	6.00%	6.00%	6.00%
所得税率	18%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.05	0.13	0.14	0.17
每股经营现金流	0.76	0.90	0.93	1.11	1.26
每股净资产	6.06	6.84	7.75	8.73	9.92
每股销售收入	4.19	4.37	5.16	5.93	6.97

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	28	26	21	18	15
PB	3.4	3.0	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	16.2	17.0	14.7	12.3	10.0
股息率	0.5%	0.2%	0.6%	0.7%	0.8%

朝阳永续(挂牌终止)

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE