

公司研究

医药生物/化学制药/化学原料药

富祥药业（300497）

——产业链一体化战略稳步推进，CDMO 业务发展可期

事件：

公司发布2020年年报及2021年一季报。2020年，公司实现营业收入14.93亿元，同比增长10.26%；归属于上市公司股东的净利润3.19亿元，同比增长4.4%。2021年一季度，公司实现营业收入3.95亿元，同比增长7.60%；归属于上市公司股东的净利润7,431万元，同比下滑11.34%。

事件点评：

◆**克服疫情影响，业绩保持稳定增长态势。**受疫情影响医院就诊人数显著下降，药品终端市场销售出现了负增长。在此背景下，公司科学防疫，克服人员、物流等方面不利因素，保持稳定增长态势。分季度来看，因疫情发生初期，上半年下游制剂加强原料药备货，二季度公司收入创单季度历史新高，达到4.49亿元，三季度下游制剂厂商因需求不及预期，开始去库存，公司收入环比大幅下降35%，四季度已逐步恢复，但因原料药价格下跌滞后于销量，四季度净利润创年内最低。从2021年一季度业绩来看，公司收入重回增长。

◆**产能扩建稳步推进，子公司经营持续改善。**1) 2020年，富祥（大连）获得国家药品监督管理局核准签发的阿加曲班注射液的《药品注册批件》，并已正式投产。该药已被纳入2019版国家医保目录。根据米内网数据显示，阿加曲班近年保持快速的增长趋势，2017年、2018年、2019年的国内销售额分别为3.7亿、4.6亿和5.4亿，近三年每年保持了17%以上的增长幅度。2) 2020年，奥通药业900吨巴坦中间体项目已经建成，目前已经开始试产。届时将为江西祥太他唑巴坦项目提供生产所需的起始物料；奥通药业抗病毒类药物中间体产品试产圆满成功。3) 2020年，江西祥太首个无菌冻干原料药生产设施建成，于2020年完成了各类设备调试和验证/确认工作，并完成了该生产线第一次无菌模拟验证工作，目前已经开始试产；江西祥太200吨他唑巴坦项目已建成。4) 富祥生物医药项目各项建设工作推进顺利，富祥生物医药项目一期生产车间及配套仓库土建封顶等，完成建筑面积合计约11万平方米。目前工艺设备已经陆续进场并正在进行安装就位，项目进展顺利。

主要数据(截至4月26日收盘):

当前股价	12.41元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	5.50亿股
流通股本	3.69亿股

长城国瑞证券研究所

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：0592-5162118

地址：厦门市思明区莲前西路2号
莲富大厦17楼

长城国瑞证券有限公司



相关报告:

公司研究: 富祥药业 (300497) ——
特色抗菌原料药生产企业, 打造“医
药中间体-原料药-制剂一体化”

_2020.08.27

◆与凌凯医药强强联合, 优势互补, 布局 CDMO 业务。2020 年, 公司与凌凯医药共同出资设立了凌富药物研究院(公司持股 49%)。凌凯医药是一家快速成长的医药研发生产服务外包的生产企业, 致力于成为全球医药领域值得信赖的 CDMO 供应商。公司与凌凯医药强强联合, 充分发挥凌凯医药的研发能力和公司的商业化能力, 优势互补, 有助于公司开展 CDMO 业务, 更快进入药物研发服务市场, 并将进一步增强公司的整体竞争力。CDMO 业务有望成为公司新的利润贡献点。目前凌富药物研究院已有包括多卡巴胺等 7 个在研产品, 适应症涵盖天疱疹、特发性血小板减少性紫癜、腹水、阿尔茨海默病影像诊断、慢性肾病和冠状动脉病变等。公司计划凌富药物研究院力争在 2 年内实现超过 40 个临床 I 期、30 个临床 II 期、15 个临床 III 期和 5 个商业化阶段项目的开发与落地生产。

投资建议:

我们预计公司 2021-2023 年的净利润分别为 3.64/3.93/4.41 亿元, EPS 分别为 0.66/0.71/0.80 元, 当前股价对应 P/E 分别为 19/17/15 倍。目前化学原料药行业 P/E(TTM) 中位数为 35 倍, 公司估值有较大的修复空间, 并考虑公司“医药中间体-原料药-制剂一体化”发展战略稳步推进, 沿着抗生素和抗病毒两条产业链不断延伸, 持续投入, 与凌凯医药强强联合布局 CDMO 业务, 发展可期, 我们维持其“买入”投资评级。

风险提示:

原料药和中间体价格波动风险; 在建项目产能释放不及预期; 环保政策风险; 汇率波动风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,492.95	1,703.04	1,930.94	2,123.11
增长率(%)	10.26	14.07	13.38	9.95
净利润(百万元)	319.30	363.87	392.99	441.01
增长率(%)	4.40	13.96	8.00	12.22
EPS(元/股)	0.58	0.66	0.71	0.80
市盈率(P/E)	21.38	18.76	17.37	15.48
市净率(P/B)	2.27	2.02	1.85	1.69

数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

表：盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2020	2021E	2022E	2023E	利润表	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,585.20	1,703.04	1,834.39	1,868.33	营业收入	1,492.95	1,703.04	1,930.94	2,123.11
应收账款	218.11	208.94	274.19	255.84	营业成本	889.24	1,041.35	1,164.89	1,277.69
预付账款	12.21	15.03	15.44	17.98	营业税金及附加	14.96	17.06	19.34	21.27
存货	287.98	325.21	360.73	391.63	营业费用	20.84	23.77	96.55	106.16
其他	263.15	263.15	263.15	263.15	管理费用	103.68	118.27	102.34	106.16
流动资产合计	2,366.66	2,515.38	2,747.91	2,796.95	财务费用	28.66	-0.34	1.93	2.12
长期股权投资	51.55	51.55	51.55	51.55	资产减值损失	-0.02	1.00	1.00	1.00
固定资产	704.16	1,016.03	1,326.06	1,551.00	公允价值变动收益	-1.27	-1.27	0.00	0.00
在建工程	480.25	528.15	556.89	454.13	投资净收益	-14.29	-10.00	-8.00	-5.00
无形资产	246.28	240.39	234.51	228.62	其他	64.17	73.33	78.48	82.33
其他	196.76	190.10	185.69	183.50	营业利润	386.99	439.87	474.41	531.39
非流动资产合计	1,679.00	2,026.22	2,354.71	2,468.81	营业外收入	3.34	3.34	3.34	3.34
资产总计	4,045.67	4,541.60	5,102.62	5,265.75	营业外支出	11.52	11.52	11.52	11.52
短期借款	377.38	410.76	502.31	494.71	利润总额	378.81	431.69	466.23	523.20
应付账款	267.52	235.80	327.24	290.32	所得税	56.63	64.54	69.70	78.22
其他	240.00	229.36	294.22	260.72	净利润	322.18	367.15	396.53	444.98
流动负债合计	884.90	875.92	1,123.77	1,045.75	少数股东损益	2.88	3.28	3.54	3.98
长期借款	65.00	103.26	104.52	0.00	归属于母公司净利润	319.30	363.87	392.99	441.01
应付债券	0.00	87.10	87.10	87.10					
其他	48.02	48.02	48.02	48.02	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	113.02	238.39	239.64	135.13	成长能力				
负债合计	997.93	1,114.31	1,363.41	1,180.88	营业收入	10.26%	14.07%	13.38%	9.95%
少数股东权益	40.39	43.67	47.22	51.19	营业利润	4.80%	13.66%	7.85%	12.01%
股本	550.00	550.00	550.00	550.00	归属于母公司净利润	4.40%	13.96%	8.00%	12.22%
资本公积	1,464.70	1,464.70	1,464.70	1,464.70	获利能力				
留存收益	2,549.02	2,833.61	3,141.99	3,483.68	毛利率	40.44%	38.85%	39.67%	39.82%
其他	-1,556.37	-1,464.70	-1,464.70	-1,464.70	净利率	21.39%	21.37%	20.35%	20.77%
股东权益合计	3,047.74	3,427.29	3,739.21	4,084.87	ROE	10.62%	10.75%	10.64%	10.93%
负债和股东权益总计	4,045.67	4,541.60	5,102.62	5,265.75	ROIC	26.72%	23.11%	19.67%	19.44%
					偿债能力				
现金流量表	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	24.67%	24.54%	26.72%	22.43%
经营活动现金流	382.35	335.25	533.09	452.50	流动比率	2.67	2.87	2.45	2.67
资本支出	483.64	400.00	400.00	200.00	速动比率	2.35	2.50	2.12	2.30
长期投资	-15.08	0.00	0.00	0.00	营运能力				
其他	-1,017.06	-808.73	-808.00	-405.00	应收账款周转率	7.96	7.98	7.99	8.01
投资活动现金流	-548.50	-408.73	-408.00	-205.00	存货周转率	5.70	5.55	5.63	5.64
债权融资	442.38	620.96	713.76	601.65	总资产周转率	0.45	0.40	0.40	0.41
股权融资	1,226.16	92.02	-1.93	-2.12					
其他	-755.86	-521.66	-705.57	-813.08	每股指标（元）	2020	2021E	2022E	2023E
筹资活动现金流	912.69	191.32	6.26	-213.56	每股收益	0.58	0.66	0.71	0.80
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.70	0.61	0.97	0.82
现金净增加额	746.54	117.84	131.35	33.94	每股净资产	5.47	6.15	6.71	7.33

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。