

亿帆医药 (002019)

证券研究报告

2023年05月07日

自有产品增速较快，创新药有望迎来多地获批上市

事件：近日，公司发布 2022 年业绩公告，实现营收 38.37 亿，同比减少 12.98%，实现归母净利润 1.91 亿，同比减少 31.29%。公司医药自有产品营业收入 20.33 亿，同比增加 24.92%。2023Q1 实现营收 9.39 亿元，同比增长 3.60%；受政府补助减少及维生素主要产品降价减利影响，实现归母净利润 0.65 亿元，同比下降 46.59%。考虑到公司合作产品进入集采，市场推广服务收入减少，部分研发项目停止，资产减值损失增加，公司业绩整体符合预期。

艾贝格司亭α注射液上市进展顺利，大分子生物药研发加速推进

艾贝格司亭α注射液 (F-627) 上市注册及商业化进程进展顺利。在中国的上市申请已完成上市前的 GCP 和 GMP 现场符合性核查，无严重缺陷；在美国和欧洲上市申请均处于正常后期审评阶段，预计 2023 年 6 月前后美国 FDA 将对 F-627 上市申请进行原液现场核查；在中、美、德、瑞士等国家或地区成功确定合作伙伴并签署商业化合作协议。同时，正加速推进 F-652 在中国的临床试验工作。已完成治疗慢加急性肝衰竭在 IIa 期临床第二剂量组临床试验，并开展第三剂量组临床试验；重度酒精性肝炎已向 CDE 递交 II 期临床试验申请，并于 2023 年 3 月正式获得中国 NMPA 签发的 II 期临床试验批件。

产品结构不断优化，自有产品销售收入比重逐步上升

截至 2023 年 4 月 15 日，普乐沙福注射液、乳果糖口服溶液（国产）、注射用头孢呋辛钠（权益产品）等 10 个制剂产品陆续获批，并取得药品注册证书，其中 9 个产品为视同一致性评价产品。普乐沙福等 4 个原料药获得上市批件并成功激活，大大优化了产品结构。随着公司内部业务结构转型升级的不断深化与落地，自有产品销售收入比重逐步上升。

独家及基药产品数量较多，高水平循证研究推动中药国际化布局

截至 2022 年年底，公司拥有 111 个中药品种，包括复方黄黛片、小儿青翘颗粒、除湿止痒软膏、皮敏消胶囊、妇阴康洗剂、复方银花解毒颗粒等独家中药医保产品 14 个，世界卫生组织基本药物标准清单 1 个。其中独家中药复方银花解毒颗粒在新加坡获批上市、复方黄黛片取得了用于不同种族人群的安全性和有效性的伦理批件。亿帆医药在研中药创新药，用于防止毒品复吸的断金戒毒胶囊目前研发进展顺利，Ib 期临床试验已有 20 例以上患者入组。

药品海外业务稳健发展，国际事业部拓展新产品新市场

2022 年，公司海外医药产品实现营业收入 5.7 亿元，与上年同期基本持平。亿帆国际事业部包括非索医药、特克医药、赛臻公司。赛臻公司新获得意大利 Aidenne 公司 2 个产品在韩国的经销权益，公司独家中药产品复方银花解毒颗粒经赛臻公司注册团队向新加坡卫生科学局提交并获得上市许可；取得重组人生长激素在印度尼西亚的上市批准。非索医药顺利通过了巴西卫生监督局和利比亚卫生部的生产现场核查工作，并完成了 FDA 的 cGMP 复审工作，将借助此优势，继续拓展和承接更多的国际 CDMO 业务。

盈利预测与投资评级

考虑到公司创新药审批进度受疫情影响，我们将 2023、2024 年收入由 54.90、60.44 亿元下调至 47.05、58.92 亿元，归母净利润由 8.74、9.85 亿元下调至 4.60、5.25 亿元。我们预测公司 2025 年收入为 65.09 亿元，归母净利润为 8.21 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：研发不达预期风险、商誉减值风险、汇率波动风险、国际化经营风险、安全生产与环保风险

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 医药生物/化学制药 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 15.03 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 1,226.02 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 851.74 |
| A 股总市值(百万元) | 18,427.15 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 12,801.63 |
| 每股净资产(元) | 7.23 |
| 资产负债率(%) | 27.19 |
| 一年内最高/最低(元) | 15.45/9.79 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 杨松 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110521020001 | |
| yangsong@tfzq.com | |
| 曹文清 | 联系人 |
| caowenqing@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《亿帆医药-公司点评:亿一生物增发优化资本结构，与中生加深合作》2022-06-03
- 《亿帆医药-季报点评:F-627 达成多项商业化合作，静待泛酸钙业绩增长》2022-05-05
- 《亿帆医药-年报点评报告:业绩受泛酸钙降价影响，多业务布局静待开花》2022-04-14

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,409.04 | 3,836.64 | 4,704.92 | 5,892.17 | 6,508.83 |
| 增长率(%) | (18.36) | (12.98) | 22.63 | 25.23 | 10.47 |
| EBITDA(百万元) | 729.08 | 700.50 | 760.51 | 835.96 | 1,047.26 |
| 净利润(百万元) | 278.40 | 191.28 | 460.09 | 524.85 | 820.69 |
| 增长率(%) | (71.25) | (31.29) | 140.54 | 14.08 | 56.37 |
| EPS(元/股) | 0.23 | 0.16 | 0.38 | 0.43 | 0.67 |
| 市盈率(P/E) | 65.71 | 95.63 | 39.76 | 34.85 | 22.29 |
| 市净率(P/B) | 2.14 | 2.08 | 1.65 | 1.57 | 1.45 |
| 市销率(P/S) | 4.15 | 4.77 | 3.32 | 2.65 | 2.40 |
| EV/EBITDA | 26.18 | 19.09 | 19.63 | 19.21 | 13.23 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 1,336.14 | 1,143.78 | 1,737.12 | 471.37 | 2,009.07 |
| 应收票据及应收账款 | 1,086.87 | 1,182.83 | 1,055.60 | 1,972.71 | 1,458.11 |
| 预付账款 | 125.72 | 158.37 | 78.31 | 241.32 | 117.74 |
| 存货 | 663.87 | 830.97 | 405.90 | 1,263.69 | 617.57 |
| 其他 | 372.88 | 373.97 | 432.89 | 459.28 | 454.20 |
| 流动资产合计 | 3,585.49 | 3,689.93 | 3,709.82 | 4,408.37 | 4,656.68 |
| 长期股权投资 | 640.12 | 681.68 | 681.68 | 681.68 | 681.68 |
| 固定资产 | 1,287.97 | 1,340.72 | 1,362.92 | 1,379.76 | 1,357.70 |
| 在建工程 | 257.46 | 175.80 | 175.80 | 175.80 | 175.80 |
| 无形资产 | 3,091.43 | 3,298.74 | 3,203.75 | 3,108.76 | 3,013.77 |
| 其他 | 3,302.66 | 3,356.63 | 3,268.83 | 3,299.75 | 3,288.48 |
| 非流动资产合计 | 8,579.64 | 8,853.58 | 8,692.98 | 8,645.75 | 8,517.44 |
| 资产总计 | 12,165.12 | 12,543.50 | 12,402.81 | 13,054.12 | 13,174.12 |
| 短期借款 | 1,005.08 | 659.26 | 313.44 | 341.92 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 350.86 | 288.40 | 374.54 | 466.63 | 441.63 |
| 其他 | 851.58 | 1,049.77 | 956.56 | 1,196.64 | 1,194.93 |
| 流动负债合计 | 2,207.52 | 1,997.44 | 1,644.53 | 2,005.20 | 1,636.56 |
| 长期借款 | 730.51 | 850.17 | 730.51 | 610.85 | 491.18 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 358.22 | 347.69 | 345.45 | 350.45 | 347.86 |
| 非流动负债合计 | 1,088.73 | 1,197.86 | 1,075.96 | 961.30 | 839.05 |
| 负债合计 | 3,390.57 | 3,397.26 | 2,720.49 | 2,966.50 | 2,475.61 |
| 少数股东权益 | 239.38 | 334.76 | 248.38 | 128.84 | (80.97) |
| 股本 | 1,054.40 | 1,046.32 | 1,046.32 | 1,046.32 | 1,046.32 |
| 资本公积 | 3,047.66 | 2,992.85 | 2,992.85 | 2,992.85 | 2,992.85 |
| 留存收益 | 4,712.19 | 4,904.67 | 5,364.76 | 5,889.62 | 6,710.31 |
| 其他 | (279.08) | (132.36) | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 股东权益合计 | 8,774.56 | 9,146.24 | 9,682.32 | 10,087.62 | 10,698.50 |
| 负债和股东权益总计 | 12,165.12 | 12,543.50 | 12,402.81 | 13,054.12 | 13,174.12 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|
| 净利润 | 242.21 | 127.15 | 460.09 | 524.85 | 820.69 |
| 折旧摊销 | 198.02 | 217.26 | 220.47 | 227.96 | 233.80 |
| 财务费用 | 74.59 | 85.85 | 42.70 | 33.78 | 16.81 |
| 投资损失 | 4.48 | 18.14 | 5.22 | 9.28 | 10.88 |
| 营运资金变动 | (280.93) | 9.52 | 631.79 | (1,765.40) | 1,282.31 |
| 其它 | 62.86 | 14.15 | (134.45) | (119.32) | (193.94) |
| 经营活动现金流 | 301.23 | 472.07 | 1,225.83 | (1,088.85) | 2,170.55 |
| 资本支出 | 438.86 | 438.28 | 149.92 | 144.81 | 119.34 |
| 长期投资 | (26.11) | 41.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (920.64) | (1,150.01) | (205.92) | (304.47) | (278.88) |
| 投资活动现金流 | (507.89) | (670.17) | (56.00) | (159.66) | (159.54) |
| 债权融资 | 438.30 | (110.23) | (738.85) | (17.24) | (473.32) |
| 股权融资 | (112.06) | 83.83 | 162.36 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (104.09) | 13.74 | 0.00 | (0.00) | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 222.16 | (12.66) | (576.49) | (17.24) | (473.32) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 15.50 | (210.76) | 593.33 | (1,265.74) | 1,537.69 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 4,409.04 | 3,836.64 | 4,704.92 | 5,892.17 | 6,508.83 |
| 营业成本 | 2,580.65 | 1,970.70 | 2,247.54 | 2,794.53 | 2,960.58 |
| 营业税金及附加 | 37.24 | 31.64 | 38.81 | 48.60 | 53.69 |
| 销售费用 | 892.63 | 1,040.99 | 1,176.23 | 1,502.50 | 1,659.75 |
| 管理费用 | 404.37 | 394.49 | 517.54 | 648.14 | 715.97 |
| 研发费用 | 196.64 | 190.20 | 188.20 | 353.53 | 390.53 |
| 财务费用 | 72.22 | 22.24 | 42.70 | 33.78 | 16.81 |
| 资产/信用减值损失 | (72.98) | (144.66) | (78.27) | (98.64) | (107.19) |
| 公允价值变动收益 | (0.01) | 0.50 | (48.07) | 0.22 | 15.87 |
| 投资净收益 | (4.48) | (18.14) | (5.22) | (9.28) | (10.88) |
| 其他 | 90.56 | 204.87 | 0.00 | (0.00) | (0.00) |
| 营业利润 | 212.20 | 143.81 | 362.34 | 403.41 | 609.31 |
| 营业外收入 | 4.86 | 20.95 | 20.00 | 15.27 | 18.74 |
| 营业外支出 | 6.27 | 8.02 | 1.00 | 5.10 | 4.70 |
| 利润总额 | 210.79 | 156.74 | 381.34 | 413.58 | 623.35 |
| 所得税 | (31.42) | 29.58 | 7.63 | 8.27 | 12.47 |
| 净利润 | 242.21 | 127.15 | 373.71 | 405.31 | 610.88 |
| 少数股东损益 | (36.18) | (64.12) | (86.38) | (119.54) | (209.81) |
| 归属于母公司净利润 | 278.40 | 191.28 | 460.09 | 524.85 | 820.69 |
| 每股收益(元) | 0.23 | 0.16 | 0.38 | 0.43 | 0.67 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -18.36% | -12.98% | 22.63% | 25.23% | 10.47% |
| 营业利润 | -80.43% | -32.23% | 151.96% | 11.33% | 51.04% |
| 归属于母公司净利润 | -71.25% | -31.29% | 140.54% | 14.08% | 56.37% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 41.47% | 48.63% | 52.23% | 52.57% | 54.51% |
| 净利率 | 6.31% | 4.99% | 9.78% | 8.91% | 12.61% |
| ROE | 3.26% | 2.17% | 4.88% | 5.27% | 7.61% |
| ROIC | 3.79% | 1.49% | 4.24% | 4.90% | 5.90% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 27.87% | 27.08% | 21.93% | 22.72% | 18.79% |
| 净负债率 | 9.50% | 10.25% | -3.63% | 9.22% | -9.94% |
| 流动比率 | 1.56 | 1.68 | 2.26 | 2.20 | 2.85 |
| 速动比率 | 1.27 | 1.30 | 2.01 | 1.57 | 2.47 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.21 | 3.38 | 4.20 | 3.89 | 3.79 |
| 存货周转率 | 7.07 | 5.13 | 7.61 | 7.06 | 6.92 |
| 总资产周转率 | 0.37 | 0.31 | 0.38 | 0.46 | 0.50 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.23 | 0.16 | 0.38 | 0.43 | 0.67 |
| 每股经营现金流 | 0.25 | 0.39 | 1.00 | -0.89 | 1.77 |
| 每股净资产 | 6.96 | 7.19 | 9.02 | 9.52 | 10.30 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 65.71 | 95.63 | 39.76 | 34.85 | 22.29 |
| 市净率 | 2.14 | 2.08 | 1.65 | 1.57 | 1.45 |
| EV/EBITDA | 26.18 | 19.09 | 19.63 | 19.21 | 13.23 |
| EV/EBIT | 35.48 | 27.14 | 27.64 | 26.41 | 17.03 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |