

诚意药业 (603811.SH)

深度分析

业绩持续高增长，价值有望重估

投资要点

- ◆ **我们看好公司业绩快速增长，预计 19-21 年净利润复合增速超 35%。**第一，公司核心品种盐酸氨基葡萄糖持续放量。氨糖在中国有 5000 万以上的适应群体，是治疗和护理骨关节炎的重要品种。公司在 OTC 端与全国知名连锁药店国大药房、益丰药房、高济医药等密切合作，迅速拓展渠道端，产品有潜力成为 10 亿+大品种。根据我们的判断，氨糖产品有望 2020 年收入达到 3 亿，2025 年成为 10 亿元以上品种。第二，公司产品具备制剂原料药一体化优势，公司 18 年 10 月收购了福建华康，进一步拓展产业链，制剂毛利率持续上升。另外，在带量采购的背景下，成本低的企业更具备竞争优势，公司长期受益。第三，公司长期受限于产能，当前生产线已经全部饱和，募投项目预计在 19 年底可以投产，产能瓶颈消除，募投项目完成后可以新增收入 7-10 亿。
- ◆ **公司价值有望重估。**医药上市公司估值低的企业通常是由于政策压制、企业净利润增速较低、公司现金流差等财务表现。政策方面，公司产品以 OTC 和原料药为主，制剂带量采购的影响较小；产品净利润增速方面，公司核心产品增速提档，成长空间打开，另外研发管线上产品如门冬氨酸鸟氨酸等陆续出来，给公司提供新的增长引擎，公司当前 PEG 远小于 1，估值中枢有望上移；财务表现方面，公司当前负债率处于低位，经营性现金流情况理想。我们认为公司价值有望重估。
- ◆ **投资建议：**预计公司 2019-2021 年的收入分别为 7.01 亿、8.96、11.29 亿元，增速分别为 28%、28%、26%，2019-2021 年的净利润分别为 1.38、1.90、2.50 亿元，增速分别为 42%、38%、32%。2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.16、1.59 和 2.10 元，当前股价对应估值分别为 17X、12X、9X。我们认为公司核心产品氨基葡萄糖受益于营销改革等因素正处于放量期，原料药制剂一体化竞争优势显著，现金流等各项财务指标优秀，估值有望修复，给予买入-A 的投资评级。
- ◆ **风险提示：**氨糖在销售不达预期；产品竞争加剧盈利下滑。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	340.9	545.8	700.7	895.7	1,128.9
同比增长(%)	6.1%	60.1%	28.4%	27.8%	26.0%
营业利润(百万元)	78.8	112.7	149.2	215.9	285.9
同比增长(%)	4.1%	43.0%	32.3%	44.7%	32.4%
净利润(百万元)	69.2	96.9	137.8	189.7	250.1
同比增长(%)	1.6%	40.0%	42.2%	37.6%	31.9%
每股收益(元)	0.58	0.81	1.16	1.59	2.10
PE	33.8	24.2	17.0	12.3	9.4
PB	3.9	3.5	3.2	2.8	2.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

医药 | 化学制剂 III

投资评级

买入-A(首次)

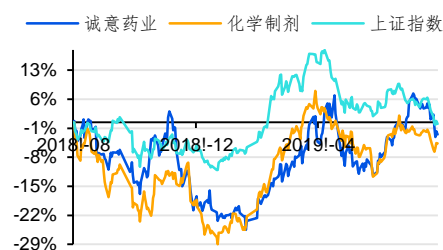
股价(2019-08-09)

19.63 元

交易数据

总市值(百万元)	2,341.47
流通市值(百万元)	1,575.54
总股本(百万股)	119.28
流通股本(百万股)	80.26
12个月价格区间	15.16/29.90 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.8	14.03	4.86
绝对收益	-4.1	8.43	4.13

分析师

周新明
 SAC 执业证书编号：S0910519070001
 zhouxinming@huajinsec.cn
 021-20377037

报告联系人

李伟
 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

报告联系人

王睿
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

相关报告

内容目录

一、制剂和原料药一体化优势是公司近年来业绩快速增长的重要原因	4
二、盐酸氨基葡萄糖：10 亿+品种，终端需求上升叠加渠道改革带来产品持续放量	8
（一）骨关节炎在我国患病人群广泛，该治疗领域有望诞生大品种	8
（二）氨糖是主流的骨关节炎治疗和保健产品，市场规模快速增长	9
（三）公司氨糖多方因素正面影响，预计将实现快速放量	10
三、其他产品具备制剂原料药一体化优势，实现稳健增长	11
（一）托拉塞米：南京优科停产，市场份额提升	11
（二）天麻素：行业最大龙头企业	13
（三）硫唑嘌呤：全球最大的原料药供应商	13
三、公司有望迎来价值重估	14
五、投资逻辑和盈利预测	16
（一）投资逻辑	16
（二）盈利预测与估值	17
六、风险提示	19

图表目录

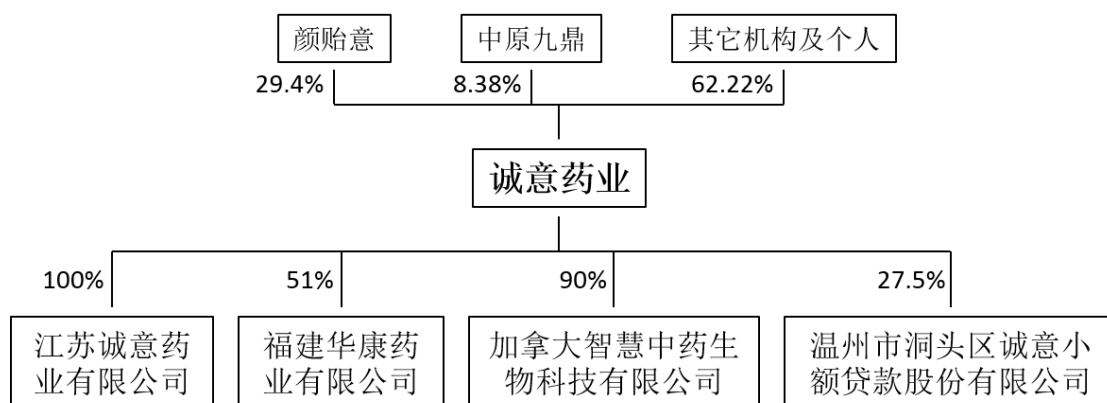
图 1：公司股权结构	4
图 2：2014-2019Q1 公司营业收入和毛利率	5
图 3：2014-2019Q1 公司扣非净利润	5
图 4：2018 年公司制剂上收入占比 62.6%	5
图 5：2018 年公司制剂毛利占比达 76.2%	5
图 6：2014-2018 年公司收入构成	7
图 7：2014-2018 年公司毛利构成	7
图 8：骨关节炎可以在全身发病	8
图 9：我国西部骨关节炎发病率较高	8
图 10：氨糖制剂市场规模快速上升	9
图 11：其他氨糖产品大多还有辅料等添加产品	10
图 12：其他氨糖产品大多还有辅料等添加产品	11
图 13：2014-2018 年国内利尿剂市场规模	12
图 14：2014-2018 年国内利尿剂市场格局（样本医院）	12
图 15：2014-2018 年托拉塞米竞争格局	12
图 16：公司托拉塞米近两年收入加快	12
图 17：2014-2018 年天麻素销售情况	13
图 18：2014-2018 年硫唑嘌呤销售情况	14
图 20：门冬氨酸鸟氨酸是个大品种	15
图 21：公司利润率逐步提升	16
图 22：公司经营现金流情况良好	16
图 23：公司资产负债率较低	16
图 24：公司 ROE 水平尚可	16
表 1：公司董监高持股比例合计 45%（截至 2018 年末）	4
表 2：公司分领域主要产品情况	7

表 3: 公司新增产能可以缓解氨糖产能瓶颈	11
表 4: 医药行业估值	14
表 5: 2019-2021 年公司主营业务收入预测	18
表 6: 2019-2021 年可比公司估值表	19

一、制剂和原料药一体化优势是公司近年来业绩快速增长的重要原因

公司创办于 1966 年 10 月，现为一家专业从事制剂及原料药的研发、生产和销售制药企业。公司最早在 1998 年就通过了澳大利亚 TGA 认证，是国内最早走出国门的制药企业之一。公司于 2017 年 3 月在登陆上交所主板，董事长颜贻意是公司的实际控制人，直接持股 29.4%。其他董监高持股合计 1849 万股，占总股本 15.5%。

图 1：公司股权结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 1：公司董监高持股比例合计 45%（截至 2018 年末）

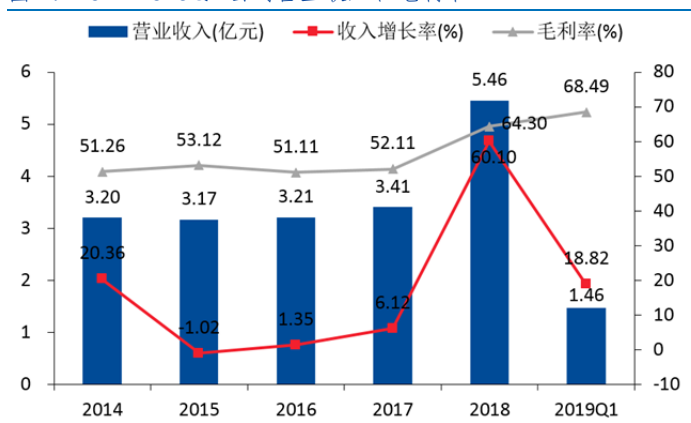
姓名	职务	持股数(股)	占总股本比例
颜贻意	董事长	35,070,000	29.4%
庄小萍	董事	4,200,000	3.5%
任秉钧	董事,总经理	2,792,720	2.3%
柯泽慧	董事会秘书	2,688,000	2.3%
沈爱兰	董事	2,716,000	2.3%
邱克荣	监事会主席	1,680,000	1.4%
张孚甫	监事	1,260,000	1.1%
厉市生	董事,常务副总经理	840,000	0.7%
张志宏	副总经理	840,000	0.7%

林昕晨	副总经理	840,000	0.7%
吕孙战	财务总监	630,000	0.5%
合计		53556720	45.0%

资料来源：2018 年报、公司公告、华金证券研究所

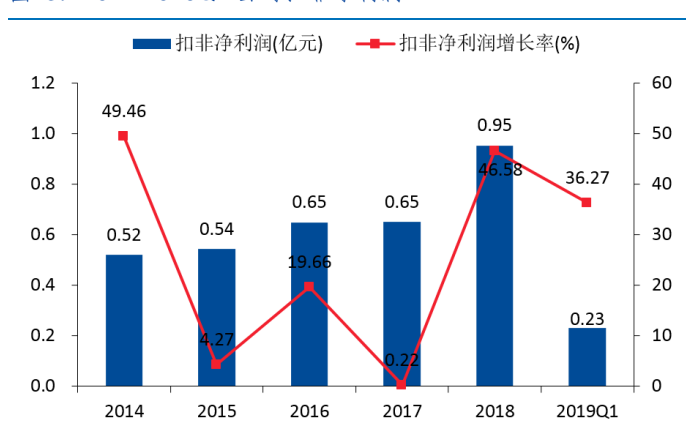
2014-2017 年间，公司营业收入和扣非净利润增长相对平稳，并不十分显眼；2017 年上市以后，公司不断加大重点制剂产品的销售推广力度、优化营销考核激励机制、调整制剂销售模式，同时叠加“两票制”全面推行的影响，公司的营业收入和扣非净利润在 2018 年迎来大幅增长，2019Q1 依旧保持了快速增长的趋势，步入业绩释放期。

图 2：2014-2019Q1 公司营业收入和毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

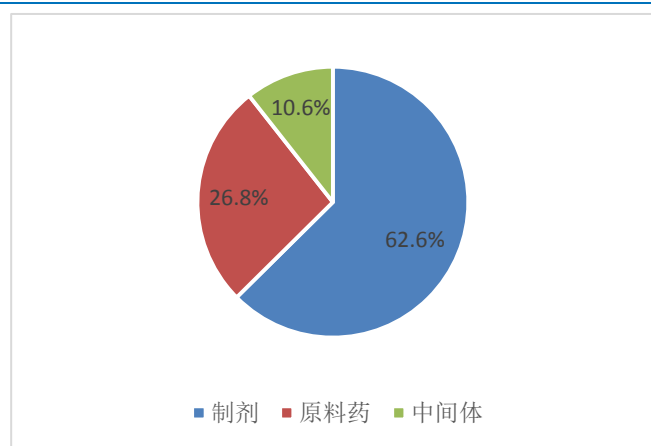
图 3：2014-2019Q1 公司扣非净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

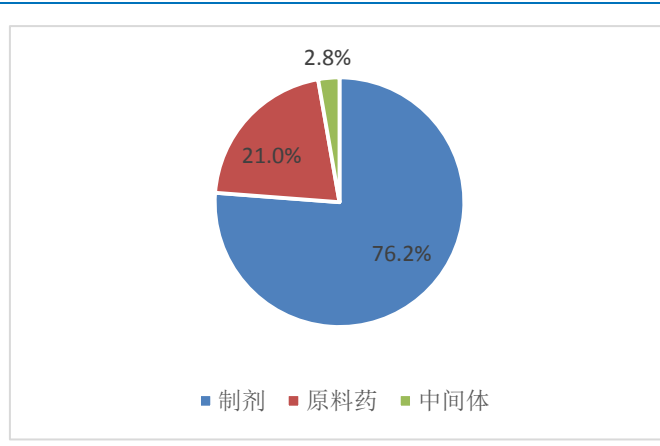
公司业务按板块分为制剂、原料药和中间体三大板块，其中制剂板块是公司收入和毛利的主要来源，2018 年制剂占公司总收入和总毛利比例分别为 62.6%和 76.2%。

图 4：2018 年公司制剂上收入占比 62.6%



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：2018 年公司制剂毛利占比达 76.2%



资料来源：Wind，华金证券研究所

按照治疗领域来分，分为关节类药物、抗病毒类药物、抗肿瘤药物、安神补脑类药物、利尿剂药物、中间体及其他共六类产品，公司目前最重要的产品是关节炎治疗药物——盐酸氨基葡萄

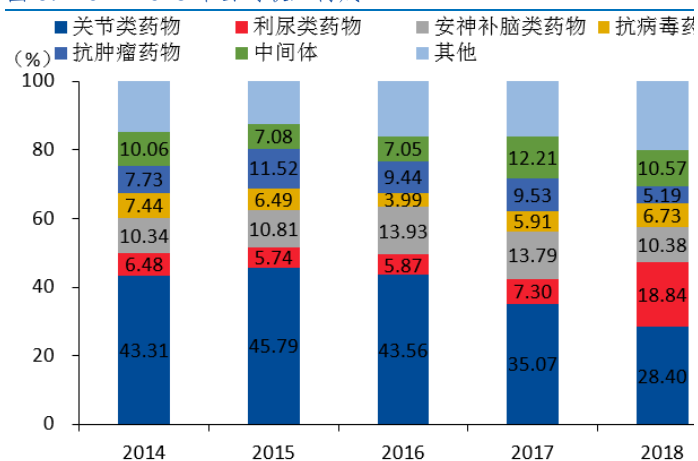
糖，毛利占比一度达到 60%左右。随着近两年公司托拉塞米、天麻素等产品的上量，盐酸氨基葡萄糖的占比有所下降，公司产品结构也逐步改善。

表 2: 公司分领域主要产品情况

板块	治疗领域	主要产品	医保目录	收入规模 (万)
制剂	关节类药物	盐酸氨基葡萄糖胶囊	医保乙类 878	14275
	抗病毒药物	利巴韦林注射液及胶囊	医保甲类 692	2061
		阿昔洛韦胶囊	医保甲类 435	
	利尿类药物	托拉塞米注射剂及胶囊	医保乙类 322	10281
原料药	关节类药物	盐酸氨基葡萄糖原料药		1223
	抗病毒药物	利巴韦林原料药		1643
		阿昔洛韦原料药		
	抗肿瘤药物	硫唑嘌呤原料药		2830
	安神补脑类药物	天麻素原料药		5667
	利尿类药物	托拉塞米原料药		-
	化学中间体及其他产			
中间体及其他品		腺苷、腺嘌呤、腺苷酸等等		16369

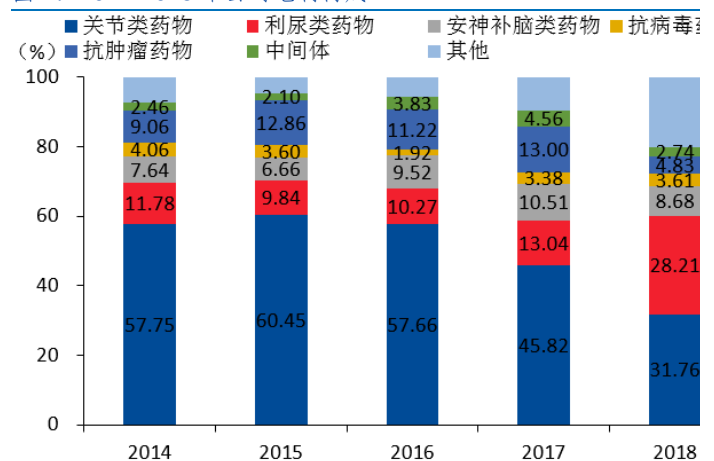
资料来源: 2018 年报、公司公告、华金证券研究所

图 6: 2014-2018 年公司收入构成



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 2014-2018 年公司毛利构成



资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司的快速增长重要原因在于公司一以贯之的原料药制剂一体化政策。早在 2011 年, 公司收入主要来自于原料药, 占比 52%, 制剂收入占比仅 29%。公司在原料药优势的背景下, 适当

拓展产业链，将工作重心转向高毛利的制剂业务，到 2018 年制剂收入占比已经超过 62%，产品收入结构的变化证明了公司原料药制剂一体化战略的正确。

在当前时点下，试剂部分业务（主要是临床产品）面临着带量采购带来的行业新的挑战，我们判断公司原料药制剂一体化战略将给公司带来新的发展机遇，公司的重点品种均同时拥有原料药和制剂的生产批件，使公司在新的仿制药竞争规则下更具备成本领先优势和市场竞争力。

二、盐酸氨基葡萄糖：10 亿+品种，终端需求上升叠加渠道改革带来产品持续放量

（一）骨关节炎在我国患病人群广泛，该治疗领域有望诞生大品种

骨关节炎包括膝关节骨关节炎、颈椎病、腰椎病、手足骨关节炎等全身骨关节炎及由风湿类风湿病诱发的骨关节炎，其临床症状主要表现为关节疼痛、肿胀、僵硬、活动受限、关节活动有摩擦音、关节绞锁、关节畸形，严重时甚至失去活动能力。根据世界卫生组织统计 45-55 岁人群中，男女发病相当，55 岁以上女性患者明显偏多，50 岁以上人群发病率为 50%，55 岁以上人群发病率为 80%，65 岁以上人群半数以上有膝骨关节炎的 X 线片证据，75 岁以上老人每人都至少有一个关节有骨关节炎变化。

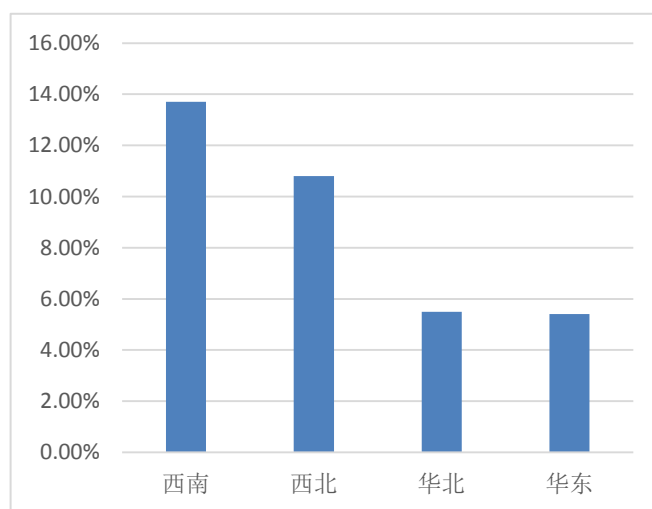
我国骨关节炎患者至少在 5000 万以上，该数据将随着人口老龄化以及肥胖率提高而迅速增加。从地域上来说，西南、西北地区发病率最高，分别为 13.7%和 10.8%，华北地区 5.5%和东部沿海地区发病率为 5.4%，相对较低。广大的适应人群是意味着该领域有望诞生大品种药物。

图 8：骨关节炎可以在全身发病



资料来源：《骨关节炎诊疗指南》，华金证券研究所

图 9：我国西部骨关节炎发病率较高



资料来源：中华医学会骨科分会，华金证券研究所

（二）氨糖是主流的骨关节炎治疗和保健产品，市场规模快速增长

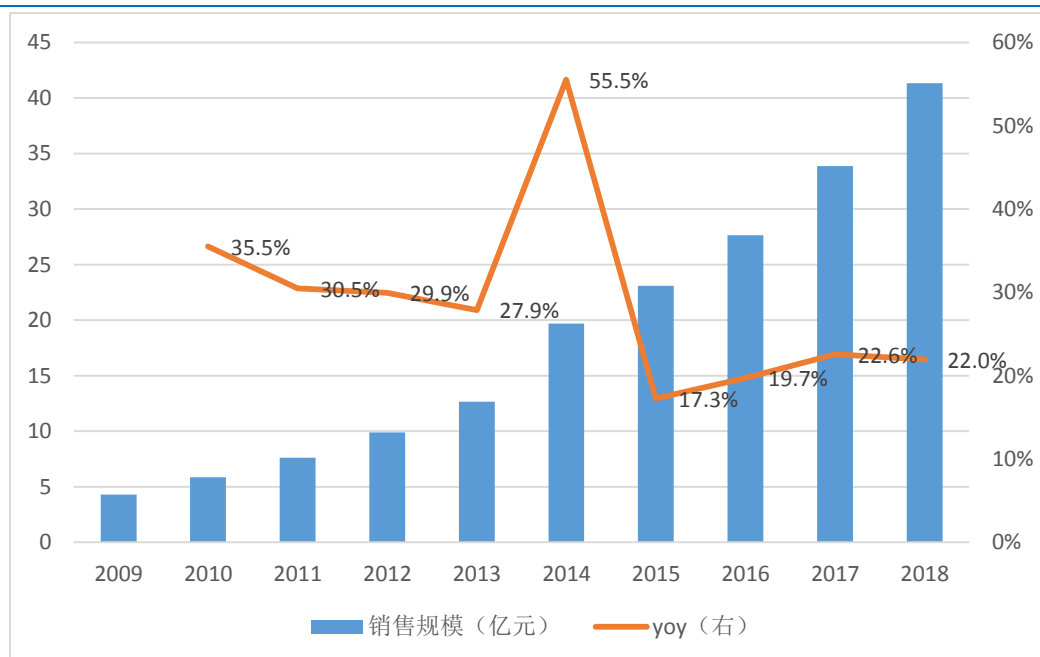
氨糖的全称为 D-氨基葡萄糖，是葡萄糖 2 位上的羟基被氨基完全取代了，主要是从蟹虾壳中萃取的，同时也是形成软骨细胞的重要营养素之一，是软骨基质和关节液的基本成分。将虾蟹的甲壳通过酸碱除杂处理脱脂脱钙去除蛋白质后即可得到甲壳素。甲壳素筛选后再经水解纯化就可制备氨基葡萄糖。

氨基葡萄糖既能抗炎止痛又有延缓骨性关节炎发展的作用。1956 年，瑞典研究人员首先发现盐酸氨基葡萄糖可能对骨关节炎病因起作用。1969 年，德国首次临床验证氨基葡萄糖可以有效治疗筛选骨性关节炎，将其认定为第一个改变骨性关节炎病情的药物，又因体外证实其对软骨代谢有良好作用也成为了软骨保护剂。

之后，经过各国科学家几十年的研究和临床试验，从 20 世纪末开始，在美国及欧洲各国，氨基葡萄糖作为治疗骨关节炎的首选对因治疗药物得到了广泛应用。大量的临床研究都显示氨基葡萄糖治疗早、中期骨关节炎的安全性非常好，体现在用药过程中不良事件非常少，患者的用药依从性令人满意。美国食品药品监督管理局从 USP 25 版就将这类产品归为非处方的食物保健品，而欧洲则因该类产品所显示的一定的临床疗效将该产品作为处方药品进行管理。从骨关节炎的用药指南来看，美国骨科医师学会(AAOS,American Academy of Orthopaedic Surgeons)并未把氨糖列入刚性用药，但美国是全球最大的氨糖消费市场，欧洲的药典中则相对较为明确推荐骨关节炎患者使用氨基葡萄糖。

在我国，则同时有氨糖保健品和药品出现，国内的专家倾向对于早中期骨关节炎患者建议服用氨基葡萄糖，是主流的骨关节炎治疗和保健产品。根据南方所数据，2018 年国内药品市场氨基葡萄糖的市场规模约为 41.32 亿，近年来复合增速约为 20%。其中前四家分别为浙江诚意药业、江苏正大清江制药、澳美制药和山西中远威药业有限公司，产品占比为 80%以上，诚意药业产品从销量来看，占比约为 31%，排名全市场第一。

图 10：氨糖制剂市场规模快速上升



资料来源：公司官网、公司公告，华金证券研究所

氨糖保健品市场是一个相对独立的市场，目前市场大多产品是氨基葡萄糖加软骨素等产品，市场上竞争厂家较多，较大的公司国外有澳佳宝、双心、维骨力等，国内有汤臣倍健、康恩贝等公司，根据前瞻产业研究院数据显示国内氨糖保健品领域市场规模约为 80 亿。

（三）公司氨糖多方因素正面影响，预计将实现快速放量

受益于以下因素，我们预计公司未来数年氨糖将实现快速放量：

第一，实施营销体系改革快速拓展市场。公司过去产品销售以全国总代为主，各地区区域代理为辅的情况，以 2016 年为例，公司氨糖产品通过全国总代方式销售 1.17 亿元，通过区域经销方式销售仅 1200 万。自公司搬到上海以后，销售网络开始向全国辐射。240mg 氨糖原来是公司的主打产品，公司是全国总代，480mg 和 750mg 原来也是全国总代，公司打破了这个格局，进行了省代，现在也有十几个省签约，铺了上千家药店。2019 年以来与高济医药、国药控股国大药房、老百姓、华氏大药房、海王星辰、大参林、益丰大药房、和平药房等各大连锁药房均有合作，渠道端迅速拓展打开市场。

第二，公司氨糖产品是 OTC 乙类产品，进入 2017 年国家医保目录，报销比例约为 70%。目前在主流药店有所销售。国家对药店使用医保管理规范后，原保健品产品难以再使用医保进行购买，对于公司之类医药企业有所利好。对于药店而言，市场其他氨糖产品均含有淀粉、PVP 等各类辅料，诚意药业产品因不含辅料和添加剂同装量产品胶囊体积小便于口服，尤其适用于老年人和糖尿病患者服用，公司产品深受药店欢迎。

图 11：其他氨糖产品大多还有辅料等添加产品



资料来源：公司官网、公司公告，华金证券研究所

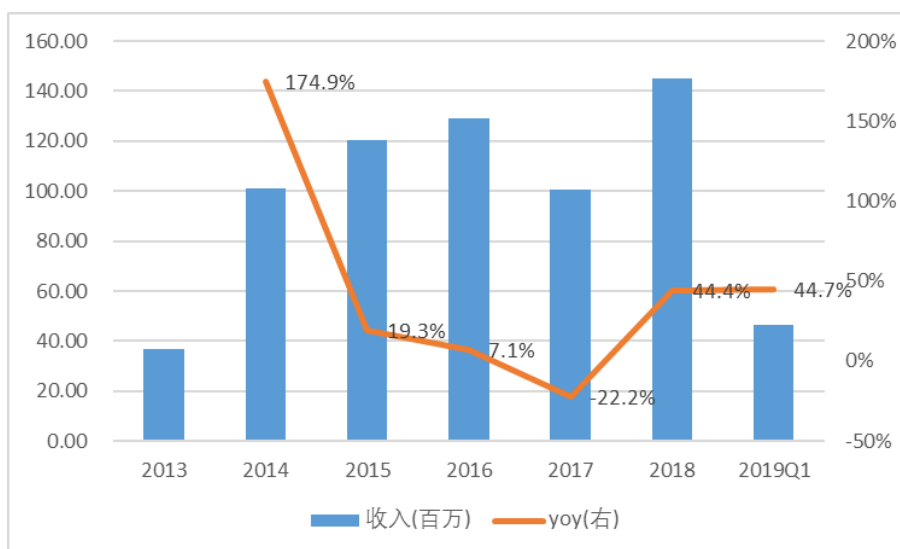
第三，公司氨糖生产线已经饱和。公司募投项目预计 2019 年底建成投产，届时公司的产能将显著扩大，拥有年产 2 亿支安瓿瓶小容量注射剂、5.5 亿片片剂、10 亿粒胶囊制剂、5 亿包颗粒剂的生产能力，其中胶囊剂新增产能大多是氨糖产品，产能瓶颈得到缓解。

表 3：公司新增产能可以缓解氨糖产能瓶颈

剂型	目前产能	新增产能	产能增长率
片剂	—	5.5 亿片/年	—
针剂	7500 万支/年	2 亿支/年	166.67%
胶囊剂	3.5 亿粒/年+2 亿粒/年	10 亿粒/年	81.81%
颗粒剂	—	5 亿包/年	—

资料来源：2018 年报、公司公告、华金证券研究所

图 12：其他氨糖产品大多还有辅料等添加产品



资料来源：公司官网、公司公告，华金证券研究所

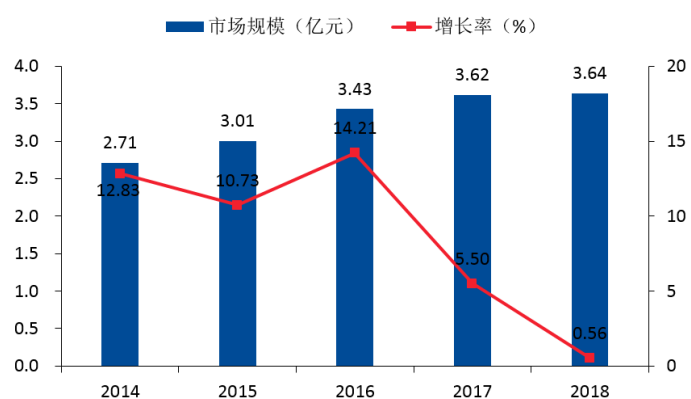
根据公司报表披露，公司营销改革等系列工作开展后氨糖收入快速增长，2018 年实现收入 1.54 亿元，2019 年一季度实现收入 4644 万，同比增长 44%。我们认为，氨糖在中国有 5000 万以上的适应群体，是治疗和护理骨关节炎的重要品种。公司在 OTC 端与全国知名连锁药店国大药房、益丰药房、高济医药等密切合作，迅速拓展渠道端，产品有潜力成为 10 亿+大品种。根据我们的判断，产品 2020 年收入达到 3 亿，2025 年成为 10 亿以上品种。

三、其他产品具备制剂原料药一体化优势，实现稳健增长

（一）托拉塞米：南京优科停产，市场份额提升

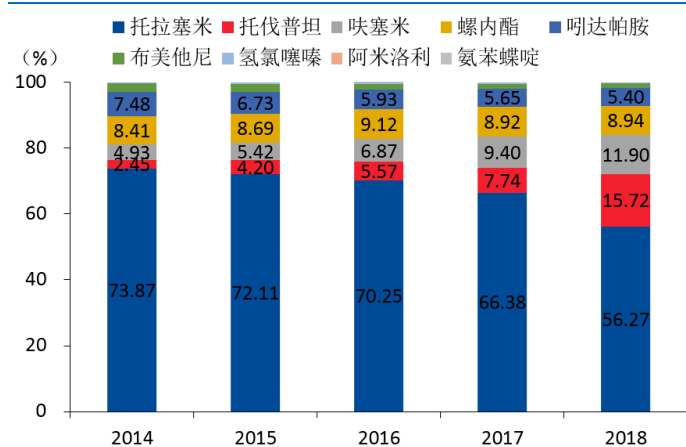
托拉塞米是新一代高效髓袢利尿剂。利尿剂临床适应症广，可作为抗高血压的基础用药，还可用于心力衰竭、高冠心病风险、糖尿病及卒中的预防，也是治疗水肿及心脏病、肝脏病、脑水肿等疾病的常用药物。根据样本医院的统计数据，我国利尿药物市场正逐渐趋于成熟，近两年增速有所放缓，预计未来会保持相对平缓的增长。托拉塞米是目前临床上使用最广泛且相对成熟的利尿药物，市占率常年维持在 50%以上。近几年托伐普坦和呋塞米的市场份额增长较快，导致托拉塞米的市场份额有所下滑，我们认为在未来一段时间内托拉塞米的市场份额还会小幅下滑，但仍然是临床上最重要的利尿药物，占据最大的市场份额。

图 13: 2014-2018 年国内利尿剂市场规模



资料来源: PDB, 华金证券研究所

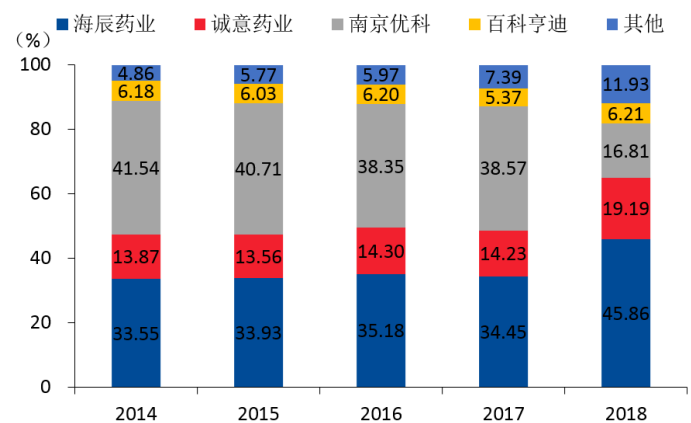
图 14: 2014-2018 年国内利尿剂市场格局 (样本医院)



资料来源: PDB, 华金证券研究所

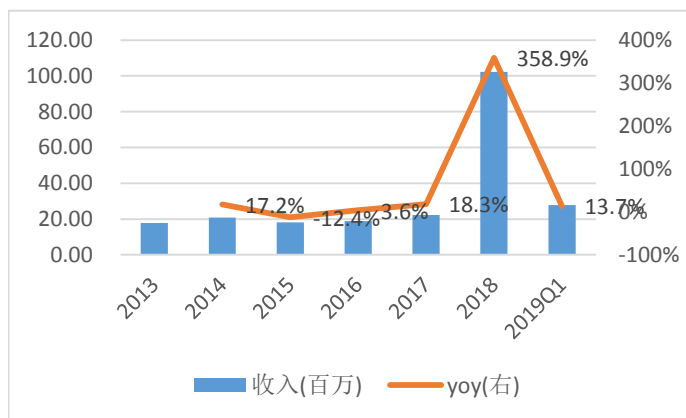
国内目前共有 8 家企业获得托拉塞米制剂的生产批件，2018 年以前公司市占率维持在 15% 左右，国内排名第三。2018 年南京优科因工艺问题停产，公司和海辰药业借此契机迅速实现对南京优科的替代，公司的市场份额亦快速提升至 20% 左右，2019 年还有继续提升的空间。此外，公司正在积极推进托拉塞米的一致性评价工作，注射剂和胶囊剂将分别于 2019 年底和 2020 年中申报一致性评价，通过一致性评价以后有望进一步增强公司产品市场竞争力。

图 15: 2014-2018 年托拉塞米竞争格局



资料来源: PDB, 华金证券研究所

图 16: 公司托拉塞米近两年收入加快

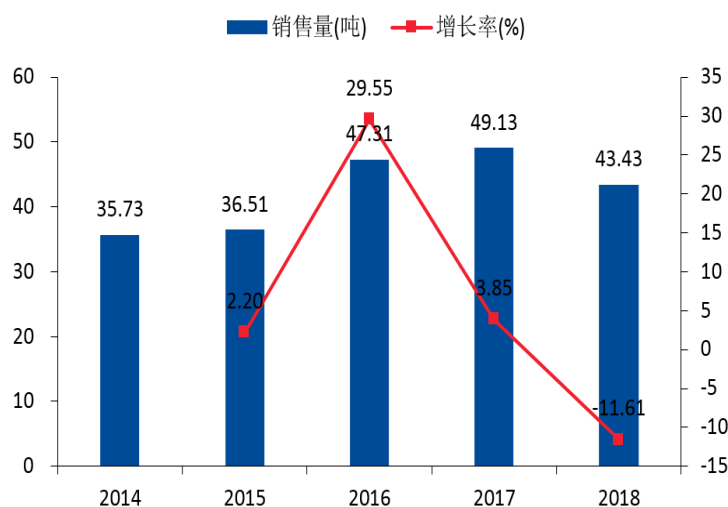


资料来源: PDB, 华金证券研究所

（二）天麻素：行业最大龙头企业

天麻素属于安神补脑类药物，具有较好的镇静和安眠作用，对神经衰弱、失眠、头痛症状有缓解作用。公司目前天麻素药物的收入主要来源于原料药产品的销售。目前国内生产销售合成天麻素原料药的企业主要是诚意药业、重庆西南制药二厂和江苏汉斯通药业。从销量口径计算，2015年诚意药业的市场份额达到48.93%，占据了半壁江山，市场龙头地位显著。

图 17：2014-2018 年天麻素销售情况

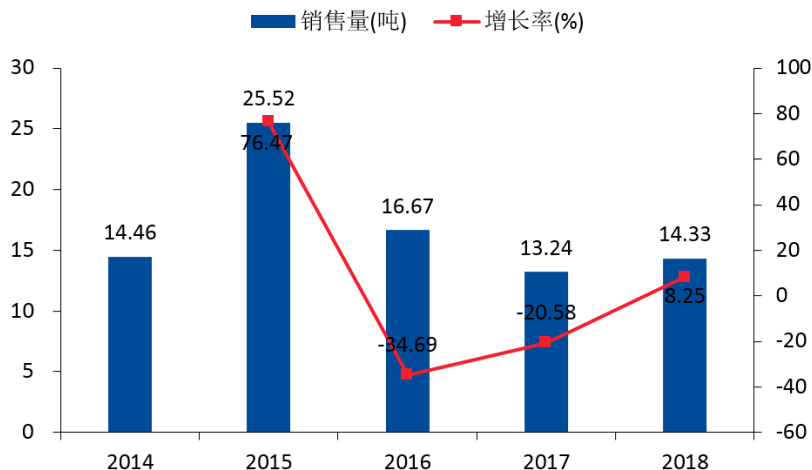


资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）硫唑嘌呤：全球最大的原料药供应商

公司目前抗肿瘤药物板块的收入主要来源于硫唑嘌呤原料药。硫唑嘌呤主要用于急慢性白血病、自身免疫病的治疗。近年来硫唑嘌呤原料药市场波动较大，2015年销量达到高峰后回落，目前已经回到平稳的水平。国内目前具有硫唑嘌呤原料药生产批件的厂家只有诚意药业和常州亚邦制药两家，其中公司处于绝对的主导地位，2011-2015年销量超过市场总量的80%，也是全球最大的硫唑嘌呤原料药供应商，市场地位难以撼动。

图 18: 2014-2018 年硫唑嘌呤销售情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、公司有望迎来价值重估

我们选出了医药行业上市公司中扣非净利润 PE 估值 (TTM) 最低的二十家企业, 医药上市公司估值低的企业通常是由于政策压制、企业净利润增速较低、公司现金流差等财务表现较差。

表 4: 医药行业估值

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM,扣除非经常性损益)
600781.SH	辅仁药业	4.4264
600090.SH	同济堂	10.4282
002462.SZ	嘉事堂	11.2111
000423.SZ	东阿阿胶	12.4787
603367.SH	辰欣药业	12.4870
002788.SZ	鹭燕医药	12.9157
002755.SZ	奥赛康	13.1146
600056.SH	中国医药	13.6748
600750.SH	江中药业	13.7631
603858.SH	步长制药	13.8643
600511.SH	国药股份	13.9080
600062.SH	华润双鹤	13.9887
600829.SH	人民同泰	14.2627
600566.SH	济川药业	14.4220
000028.SZ	国药一致	14.6911
002099.SZ	海翔药业	14.8254
000950.SZ	重药控股	15.040
603368.SH	柳药股份	15.1701
002737.SZ	葵花药业	16.2666

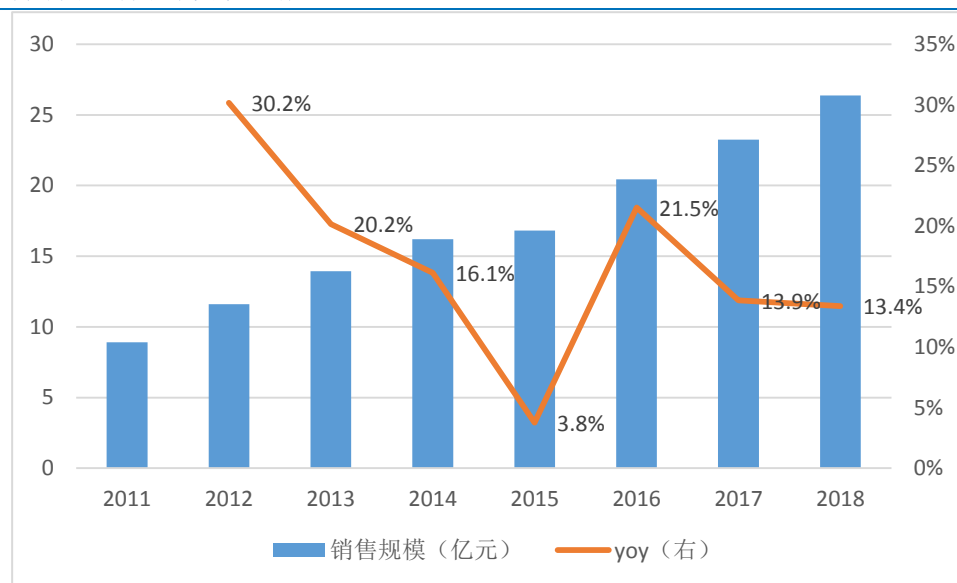
600351.SH	亚宝药业	16.4895
-----------	------	---------

资料来源: wind, 华金证券研究所

政策方面, 公司产品收入 70% 以上以 OTC 和原料药为主, 制剂带量采购政策的影响较小; 托拉塞米按照诚意药业和北辰药业的进度来看, 2021 年前不会纳入名单当中, 公司核心业务没有受到辅助用药名录限制等不利因素。反而, 当前国家在严环保的背景下, 诚意药业此类具备制剂原料药一体化优势的企业还能受益。

产品净利润增速方面, 公司核心产品氨糖增速提档, 成长空间打开。研发方面, 持续聚焦于新产品海洋药物、老年用药、抗肿瘤药物、抗感染药物、消化系统等领域。全国独家中品种胆益宁片的成功上市将为公司提供新的经济增长点; 门冬氨酸鸟氨酸注射液作为临床上治疗急慢性肝病的新药, 目前国内仅青岛金峰制药有限公司和福安药业集团庆余堂制药有限公司二家生产企业于 2018 年获得该剂型药品批文, 进口商品名为“雅博司”产品有在国内销售, 如公司申报成功, 将给公司提供新的增长引擎, 公司当前 PEG 远小于 1, 估值中枢有望上移。

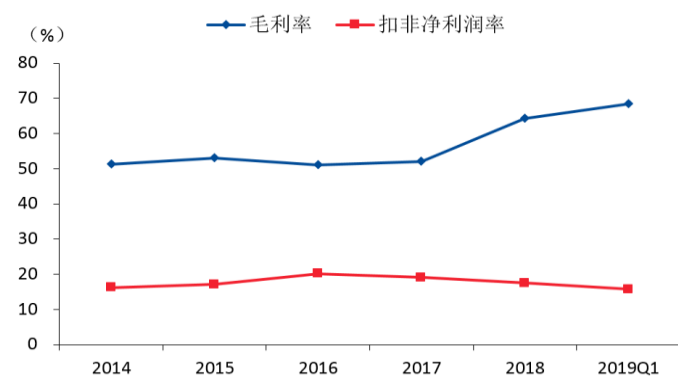
图 19: 门冬氨酸鸟氨酸是个大品种



资料来源: 前瞻产业研究院, 华金证券研究所

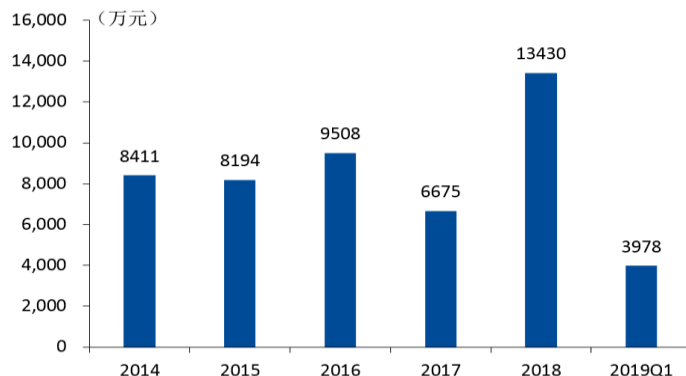
财务表现方面, 公司当前负债率处于低位, 经营性现金流情况理想。

图 20: 公司利润率逐步提升



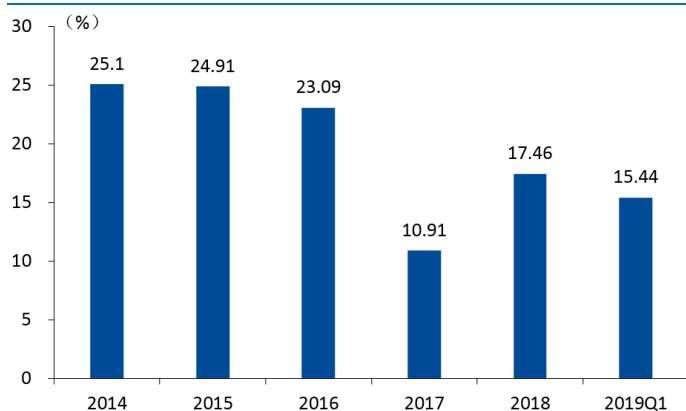
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 21: 公司经营性现金流情况良好



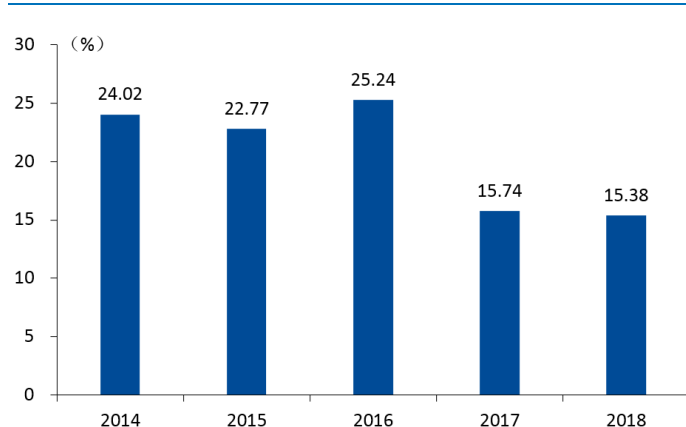
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 22: 公司资产负债率较低



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 23: 公司 ROE 水平尚可



资料来源: wind, 华金证券研究所

基于上述理由, 我们认为公司价值有望重估。

五、投资逻辑和盈利预测

(一) 投资逻辑

投资逻辑一: 我们看好公司业绩快速增长, 预计 19-21 年净利润复合增速超 35%。第一, 公司核心品种盐酸氨基葡萄糖持续放量。如前所述, 氨糖在中国有 5000 万以上的适应群体, 是治疗和护理骨关节炎的重要品种。公司在 OTC 端与全国知名连锁药店国大药房、益丰药房、高济医药等密切合作, 迅速拓展渠道端, 产品有潜力成为 10 亿+大品种。根据我们的判断, 产品 2020 年收入达到 3 亿, 2025 年成为 10 亿以上品种。第二, 公司产品具备制剂原料药一体化优势, 公司 18 年 10 月收购了福建华康, 进一步拓展产业链, 制剂毛利率持续上升。另外, 在带量采购的背景下, 成本低的企业更具备竞争优势, 公司长期受益。第三, 公司长期受限于产能, 生产线已经全部饱和, 募投项目预计在 19 年底可以投产, 产能瓶颈消除, 募投项目完成后可以新增收入 7-10 亿的产能。

投资逻辑二：公司价值有望重估。医药上市公司估值低的企业通常是由于政策压制、企业净利润增速较低、公司现金流差等财务表现。政策方面，公司产品以 OTC 和原料药为主，制剂带量采购的影响较小；产品净利润增速方面，公司核心产品增速提档，成长空间打开，另外研发管线上产品如门冬氨酸鸟氨酸等陆续出来，给公司提供新的增长引擎，公司当前 PEG 远小于 1，估值中枢有望上移；财务表现方面，公司当前负债率处于低位，经营性现金流情况理想。基于上述理由，我们认为公司价值有望重估。

（二）盈利预测与估值

我们基于以下几点做盈利预测：

1、收入：核心品种氨糖进入药店快速放量，预计 19-21 年收入增速分别为 52%、39%、32%；托拉塞米受益于南京优科的市场萎缩，预计 19-21 年收入增速为 20%；其他制剂受益于研发管线上胆怡宁等产品的推出，预计 19-21 年的收入增速为 28%、32%、31%；原料药业务受益于行业景气度上升和福建华康的并表，预计 19-21 年增速为 27%、23%、18%；中间体业务保持相对平稳。

2、毛利：产品毛利率由于基本是 OTC 和原料药我们预计毛利率相对稳定，托拉塞米等产品按照一致性评价进度我们判断 21 年前进入带量采购的概率不大，毛利率暂时不变。

3、公司费用率维持相对稳定。

表 5: 2019-2021 年公司主营业务收入预测

合计	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	335.12	543.18	697.40	891.46	1,123.57
成本	158.48	193.79	240.04	301.98	373.66
毛利	176.64	349.40	457.36	589.49	749.91
毛利率(%)	52.71%	64.32%	65.58%	66.13%	66.74%
1、制剂					
收入	171.44	339.95	454.86	600.64	785.48
成本	62.03	73.69	101.47	137.54	183.68
毛利	109.41	266.26	353.39	463.10	601.80
毛利率(%)	63.82	78.32	77.69	77.10	76.62
1.1 盐酸氨基葡萄糖					
收入	100.37	144.98	213.49	296.75	403.58
成本	33.12	40.60	59.78	83.09	113.00
毛利	67.25	104.39	153.71	213.66	290.58
毛利率(%)	67.00	72.00	72	72	72
1.2 托拉塞米					
收入	22.28	102.26	122.71	147.25	176.71
成本	1.62	4.09	4.91	5.89	7.07
毛利	20.67	98.17	117.80	141.36	169.64
毛利率(%)	92.75	96.00	96	96	96
1.3 其他制剂					
收入	48.78	92.71	118.66	156.64	205.19
成本	27.29	29.00	36.79	48.56	63.61
毛利	21.49	63.70	81.88	108.08	141.58
毛利率(%)	44.06	68.71	69	69	69
2、原料药					
收入	122.07	145.57	184.8739	227.3949	268.326
成本	62.94	72.05	92.44	113.70	134.16
毛利	59.13	73.53	92.44	113.70	134.16
毛利率(%)	48.44	50.51	50	50	50
3、中间体					
收入	41.61	57.66	57.66	63.426	69.7686
成本	33.51	48.05	46.13	50.74	55.81
毛利	8.10	9.61	11.53	12.69	13.95
毛利率(%)	19.46	16.67	20	20	20

资料来源: Wind, 华金证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 7.01 亿、8.96、11.29 亿元, 增速分别为 28%、28%、26%, 预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 1.38、1.90、2.50 亿元, 增速分别为 42%、38%、32%。2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.16、1.59 和 2.10 元, 当前股价对应估值分别为 17X、12X、9X。我们认为公司核心产品氨基葡萄糖受益于营销改革等因素正处于放量期, 原料药制剂一体化竞争优势显著, 现金流等各项财务指标优秀, 估值有望修复, 给予买入 -A 的投资评级。

表 6: 2019-2021 年可比公司估值表

股票代码	公司名称	股价(元)	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300584.SZ	海辰药业	32.12	0.93	1.22	1.45	34.5	26.3	22.2
603520.SH	司太立	20.95	1.02	1.47	1.82	20.5	14.3	11.5
002020.SZ	京新药业	11.52	0.7	0.87	1.1	16.5	13.2	10.5
	平均					23.8	17.9	14.7
603811.SH	诚意药业	19.63	1.16	1.59	2.1	16.9	12.3	9.3

资料来源: Wind, 华金证券研究所。注: 对应股价为 2019 年 8 月 9 日收盘价。

六、风险提示

氨糖在新拓展的零售终端销售不达预期: 2019 年公司与多家连锁药店签订氨糖销售的合作协议, 氨糖在新的零售渠道推广存在过渡期, 可能存在销售低于预期的风险。

利尿药物市场竞争加剧: 托拉塞米受到其利尿药物竞争市场份额可能持续萎缩, 同时南京优科的生产工艺问题解决以后倘若重新进入市场, 将重新与公司争夺终端市场。

带量采购政策推进速度超预期: 随着带量采购模式覆盖面的不断扩大, 公司的部分产品也可能会被纳入带量采购目录, 对产品价格造成一定冲击。

销售费用增长过快: 公司近年加大重点产品的营销推广力度, 可能导致销售费用增长过快、拖累利润增长。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	340.9	545.8	700.7	895.7	1,128.9	年增长率					
减:营业成本	163.2	194.8	241.2	303.4	375.4	营业收入增长率	6.1%	60.1%	28.4%	27.8%	26.0%
营业税费	4.6	7.3	9.4	12.0	15.1	营业利润增长率	4.1%	43.0%	32.3%	44.7%	32.4%
销售费用	45.8	167.2	212.3	252.7	311.6	净利润增长率	1.6%	40.0%	42.2%	37.6%	31.9%
管理费用	51.9	43.1	92.8	116.4	146.8	EBITDA 增长率	3.0%	64.7%	14.2%	44.0%	30.3%
财务费用	0.4	-1.7	-2.6	-2.7	-4.0	EBIT 增长率	2.9%	73.9%	8.2%	45.5%	32.2%
资产减值损失	2.8	2.2	2.5	2.5	2.4	NOPLAT 增长率	2.3%	43.8%	31.9%	45.5%	32.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	151.3%	-19.7%	27.4%	20.4%	-7.5%
投资和汇兑收益	5.4	4.3	3.9	4.5	4.2	净资产增长率	114.0%	12.3%	11.9%	14.3%	17.3%
营业利润	78.8	112.7	149.2	215.9	285.9	盈利能力					
加:营业外净收支	3.5	0.2	11.4	5.0	5.5	毛利率	52.1%	64.3%	65.6%	66.1%	66.7%
利润总额	82.3	112.9	160.6	220.9	291.4	营业利润率	23.1%	20.7%	21.3%	24.1%	25.3%
减:所得税	13.1	15.5	22.0	30.3	40.0	净利润率	20.3%	17.8%	19.7%	21.2%	22.2%
净利润	69.2	96.9	137.8	189.7	250.1	EBITDA/营业收入	27.6%	28.3%	25.2%	28.4%	29.4%
						EBIT/营业收入	22.8%	24.8%	20.9%	23.8%	25.0%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	10.9%	17.5%	17.0%	12.4%	17.0%
货币资金	73.7	177.9	192.1	184.3	370.3	负债权益比	12.2%	21.1%	20.5%	14.2%	20.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	6.59	2.50	2.51	3.68	3.20
应收帐款	38.7	43.7	50.0	60.2	67.1	速动比率	5.60	1.83	1.76	2.40	2.33
应收票据	5.9	5.1	8.6	8.2	10.7	利息保障倍数	213.26	-81.72	-55.39	-79.25	-71.11
预付帐款	4.9	16.3	4.8	21.0	14.2	营运能力					
存货	70.2	91.4	113.9	152.1	178.1	固定资产周转天数	127	99	109	108	96
其他流动资产	273.8	9.3	10.3	10.3	10.3	流动营业资本周转天数	188	116	17	34	34
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	342	267	186	164	173
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	39	27	24	22	20
长期股权投资	26.1	26.2	26.2	26.2	26.2	存货周转天数	65	53	53	53	53
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	548	491	443	380	351
固定资产	121.9	178.1	244.4	291.7	310.8	投资资本周转天数	379	306	241	233	194
在建工程	17.1	139.8	176.2	137.4	125.9	费用率					
无形资产	28.7	34.9	35.6	37.5	38.6	销售费用率	13.4%	30.6%	30.3%	28.2%	27.6%
其他非流动资产	11.9	93.2	46.1	54.7	65.3	管理费用率	15.2%	7.9%	13.2%	13.0%	13.0%
资产总额	673.0	816.0	908.3	983.5	1,217.5	财务费用率	0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.4%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	28.8%	38.2%	43.2%	40.9%	40.2%
应付帐款	46.7	22.3	93.7	46.9	115.6	投资回报率					
应付票据	-	12.6	3.4	6.0	9.5	ROE	11.5%	14.7%	18.6%	22.4%	25.1%
其他流动负债	24.1	102.6	54.4	65.6	78.1	ROA	10.3%	11.9%	15.3%	19.4%	20.6%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	32.6%	18.6%	30.6%	35.0%	38.4%
其他非流动负债	2.5	4.9	3.3	3.6	3.9	分红指标					
负债总额	73.4	142.4	154.7	122.1	207.1	DPS(元)	0.30	0.30	0.49	0.69	0.86
少数股东权益	-	12.7	13.4	14.4	15.6	分红比率	51.7%	36.9%	42.3%	43.7%	41.0%
股本	85.2	119.3	119.3	119.3	119.3	股息收益率	1.5%	1.5%	2.5%	3.5%	4.4%
留存收益	514.4	541.4	620.9	727.8	875.4						
股东权益	599.6	673.5	753.6	861.4	1,010.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	69.2	97.4	137.8	189.7	250.1	EPS(元)	0.58	0.81	1.16	1.59	2.10
加:折旧和摊销	16.2	19.6	30.1	41.2	49.7	BVPS(元)	5.03	5.54	6.21	7.10	8.34
资产减值准备	2.8	2.2	-	-	-	PE(X)	33.8	24.2	17.0	12.3	9.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.9	3.5	3.2	2.8	2.4
财务费用	0.7	-0.3	-2.6	-2.7	-4.0	P/FCF	-9.3	11.8	94.3	28.4	7.9
投资损失	-5.4	-4.3	-3.9	-4.5	-4.2	P/S	6.9	4.3	3.3	2.6	2.1
少数股东损益	-	0.5	0.7	0.9	1.2	EV/EBITDA	16.9	13.5	12.0	8.4	5.8
营运资金的变动	-294.3	290.1	37.6	-105.4	45.9	CAGR(%)	40.2%	37.2%	26.7%	40.2%	37.2%
经营活动产生现金流量	66.8	134.3	199.7	119.2	338.8	PEG	0.8	0.6	0.6	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-304.9	6.7	-129.7	-46.9	-54.3	ROIC/WACC	3.1	1.8	2.9	3.3	3.7
融资活动产生现金流量	233.9	-43.6	-55.8	-80.1	-98.5						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周新明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn