

2019年10月23日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

15

公司基本资讯

產業別	医药生物
A 股价(2019/10/22)	11.18
深证成指(2019/10/22)	9642.09
股價 12 個月高/低	14.2/8.21
總發行股數(百萬)	1019.39
A 股數(百萬)	887.23
A 市值(億元)	99.19
主要股東	徐州恩华投资有限公司(34.74%)
每股淨值(元)	3.41
股價/賬面淨值	3.28
	一个月 三个月 一年
股價漲跌(%)	-12.0 -3.4 -11.6

近期評等

日期	收盤價	評級
2019-07-31	12.01	買入

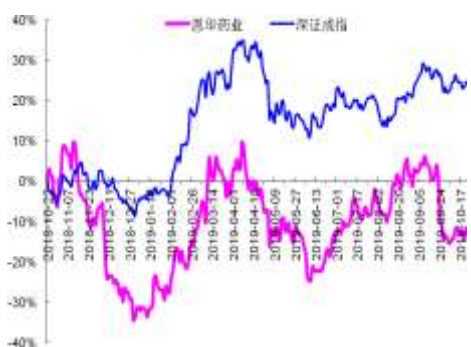
產品組合

商業醫藥	46.6%
麻醉類	26.1%
精神類	18.8%
神經類	2.7%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	10.5%
一般法人	35.1%

股價相對大盤走勢



恩華藥業(002262.SZ)

Buy 買入

2019Q1-Q3 同比增長 23%，符合預期

結論與建議：

- **公司業績：**公司发布三季报，2019 前三季度实现营收 32.0 亿元，YOY+10.7%，录得净利润 5.2 亿元，YOY+23.3%，扣非后净利为 5.2 亿元，YOY+24.7%，EPS 为 0.52 元，公司业绩符合预期。分季度来看，公司 Q3 单季度实现营收 11.0 亿元，YOY+7.5%，录得净利润 2.0 亿元，YOY+24.1%，扣非后净利 2.0 亿元，YOY+27.2%。公司同时预计 2019 年净利为 6.0 至 7.1 亿元，YOY+15%至 35%。
- **重点产品增长较好，毛利率继续提升：**公司 Q3 总营收增速略有放缓（Q1/Q2/Q3 单季营收增速分别为+13.3%/+11.5%/+7.5%），我们认为这主要是受医药商业子公司的拖累，从母公司营收 YOY+21.1%来看，主要贡献毛利的医药工业板块实际保持着快速增长的状态。估计其中麻醉类产品同比增长 20%以上，咪达唑仑、依托咪酯延续 2 成的增速，右美托咪定增速略有回落；精神类产品估计同比增长 25%左右，其中度洛西汀、阿立哌唑延续 50%以上的增速；神经类产品在加巴喷丁的推动下同比增长 3 成左右。并且随着公司高毛利产品销售端的发力，公司 Q3 单季综合毛利率同比增加 6.6 个百分点至 63.2%，创单季历史新高。
- **Q3 销售费用率增加：**随着销售力度增加，公司销售费用率逐步上升，2019Q3 单季销售费用率同比增加 6.5 个百分点至 33.2%；Q3 单季管理+研发费用率为 8.0%，同比下降 1.2 个百分点；公司 Q3 财务费用率为-0.1%，同比增加 0.5 个百分点。总体来看，公司 2019Q3 单季的期间费用率为 41.1%，同比增加 5.9 个百分点。
- **销售发力弱化集采影响，多产品将上市助推业绩增长：**虽然“4+7”带量采购对公司右美托咪定的销售产生了一定的影响，但是公司通过销售变革增加非集采区域的拓展以及加力非集采品种的销售，使得整体业绩仍实现了较好的增长。此外，公司地佐辛、舒芬太尼、羟考酮等大品种已申报生产，注射剂一致性评价技术要求征求意见稿也已发布，预计公司右美托咪定等注射剂的一致性评价进度将会加快。
- **盈利预计：**我们预计公司 2019、2020 年分别实现净利润 6.45 亿元、8.06 亿元，YOY 分别增长 23%、25%，EPS 分别为 0.63 元/0.79 元，对应 PE 分别为 18 倍/14 倍。公司作为中枢神经用药龙头，产品线丰富，看好其长期发展，目前估值相对偏低，维持“买入”的投资建议。
- **风险提示：**带量采购影响超预期；新品上市及销售不及预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
纯利 (Net profit)	RMB 百萬元	310	395	525	645	806
同比增減	%	19.89	27.41	32.99	22.96	24.97
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.49	0.39	0.52	0.63	0.79
同比增減	%	-9.06	-20.36	32.27	22.30	24.97
市盈率(P/E)	X	22.77	28.59	21.61	17.67	14.14
股利 (DPS)	RMB 元	0.06	0.05	0.06	0.08	0.09
股息率 (Yield)	%	0.54	0.45	0.54	0.68	0.85

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

图: 2018 年营收占比



图:2018 年毛利占比



图: 季度毛利率变化



资料来源: choice、群益金鼎证券

附一：合并损益表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	3018	3394	3858	4364	5024
经营成本	1627	1766	1692	1811	2056
营业税金及附加	34	38	49	52	60
销售费用	816	941	1193	1346	1437
管理费用	175	232	152	198	201
财务费用	-2	-6	-15	-9	-5
资产减值损失	24	21	34	47	35
投资收益	1	-1	-5	-6	-3
营业利润	344	446	610	754	936
营业外收入	16	2	2	2	0
营业外支出	1	3	4	2	0
利润总额	358	445	608	753	936
所得税	57	70	89	117	145
少数股东损益	-8	-19	-6	-8	-16
归母净利润	310	395	525	645	806

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E
货币资金	760	790	972	1118	1285
应收账款	714	652	859	1030	1236
存货	297	362	410	390	370
流动资产合计	2017	2258	2911	3494	4193
长期股权投资	15	14	18	23	30
固定资产	412	716	766	843	927
在建工程	318	83	77	92	111
非流动资产合计	957	1044	1119	1286	1479
资产总计	2975	3302	4030	4780	5672
流动负债合计	816	742	984	1180	1416
非流动负债合计	35	98	91	95	98
负债合计	851	840	1075	1275	1515
少数股东权益	28	9	-1	-3	-12
股东权益合计	2096	2452	2956	3508	4169
负债及股东权益合计	2975	3302	4030	4780	5672

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
经营活动所得现金净额	277	452	405	445	489
投资活动所用现金净额	-238	-296	-344	-300	-300
融资活动所得现金净额	-15	-77	117	-50	-50
现金及现金等价物净增加额	24	79	177	95	139

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。