

2018 年 10 月 23 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

15

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2018/10/22)	12.71
深证成指(2018/10/22)	7748.82
股价 12 个月高/低	21.53/10.88
总发行股数(百万)	1020.02
A 股数(百万)	884.41
A 市值(亿元)	112.41
主要股东	徐州恩华投资有限公司(34.72%)
每股净值(元)	2.78
股价/账面净值	4.56
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-10.6 -30.7 -17.7

近期评等

日期	收盘价	评级
2018-08-21	16.23	买入

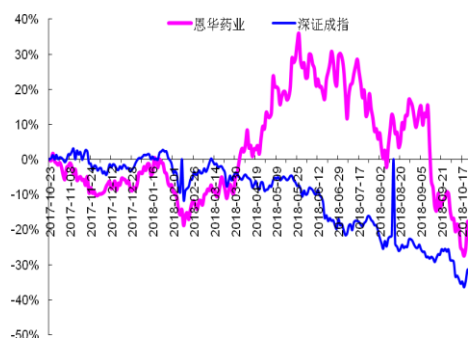
产品组合

商业医药	46.6%
麻醉类	26.1%
精神类	18.8%
神经类	2.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.5%
一般法人	35.1%

股价相对大盘走势



恩华药业(002262.SZ)

Buy 买入

毛利率继续上行, Q3 单季净利扣非增长 53%

结论与建议:

公司业绩: 公司 2018Q1-Q3 实现营收 28.9 亿元, YOY+14.7%, 录得净利润 4.2 亿元, YOY+22.5%扣非后 YOY+34.4%, EPS 为 0.42 元, 公司业绩处于业绩预告的中位, 符合预期。其中公司 Q3 单季度实现营收 10.2 亿元, YOY+21.8%, 录得净利润 1.6 亿元, YOY+18.4%, 扣非后 YOY+53.3%。公司预计 2018 年全年净利区间为 4.5 亿至 5.3 亿元, YOY+15%至 35%, 以此测算, 公司 2018Q4 单季度净利区间为 0.3 亿至 1.1 亿元, YOY-37%至+121%。

➤ **精麻类重点品种上量, 继续推动综合毛利率上行:** 公司 Q3 预计继续受益于重点推广品种右美托咪定、瑞芬太尼、度洛西丁、阿立呱唑等上量, 推动公司 Q3 单季度同比继续提升 6.3 个百分点至 56.6% (环比来看也有 4.4 个百分点的提升)。

➤ **销售费用率回落, 研发支出增加:** 公司 Q3 销售费用率同比下降 2.5 个百分点至 26.7%, 管理费用率同比微增 0.4 个百分点至 4.2%, 研发费用率同比增加 2.2 个百分点至 5.0%, 财务费用同比小幅下降 0.4 个百分点至 -0.7%, 整体来看 Q3 费用率为 35.2%, 同比持平。

➤ **短期将继续受益于新品上量, 研发管线保障公司长远发展:** 短期来看, 公司新品右美托咪定、阿立呱唑等在 2016 年后中标省份增加, 右美托咪定、齐拉西酮注射剂进入医保, 阿立呱唑由乙类调为甲类, 公司产品具备不断放量基础。另外, 公司销售分线改革顺利, 将提升销售人员的专注度, 为中标产品放量提升动力。从中长期看, 公司专注于精神、麻醉领域, 在研项目 70 多个, 目前一类新药 DP-VPA 临床进展顺利, 一致性评价产品中利培酮片已获得 CED 受理, 氯氮平片、利培酮分散片完成 BE 即将上报, 整体进展顺利。公司研发产品丰富, 各产品进展顺利, 我们看好公司长期发展。

➤ **盈利预计:** 我们预计公司 2018、2019 年分别实现净利润 4.95 亿元、6.16 亿元, YOY 分别增长 25.5%、24.4%, EPS 分别为 0.49 元/0.60 元, 对应 PE 分别为 26 倍/21 倍。公司作为静麻龙头具备较高的行业壁垒, 短期重点推广产品增长较快, 目前估值相对合理, 继续给予“买入”的投资建议。

➤ **风险提示:** 招标降价; 销售不达预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	258	310	395	495	616
同比增减	%	15.71	19.89	27.41	25.50	24.38
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.54	0.49	0.39	0.49	0.60
同比增减	%	-4.91	-9.06	-20.36	24.15	24.38
市盈率(P/E)	X	23.54	25.88	32.50	26.18	21.05
股利 (DPS)	RMB 元	0.06	0.06	0.05	0.06	0.07
股息率 (Yield)	%	0.47	0.47	0.39	0.46	0.57

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 ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业收入	2767	3018	3394	3702	4154
经营成本	1608	1627	1766	1748	1900
营业税金及附加	25	34	38	46	50
销售费用	660	816	941	1065	1184
管理费用	151	175	232	248	278
财务费用	12	-2	-6	-9	-4
资产减值损失	17	24	21	27	28
投资收益		1	-1	-3	-3
营业利润	294	344	446	574	715
营业外收入	8	16	2	1	0
营业外支出	1	1	3	2	0
利润总额	301	358	445	573	715
所得税	46	57	70	88	111
少数股东损益	-3	-8	-19	-10	-12
归母净利润	258	310	395	495	616

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E
货币资金	745	760	790	908	1045
应收账款	607	714	652	783	939
存货	271	297	362	344	327
流动资产合计	1694	2017	2258	2710	3251
长期股权投资	0	15	14	18	24
固定资产	254	412	716	787	866
在建工程	432	318	83	99	119
非流动资产合计	857	957	1044	1200	1380
资产总计	2551	2975	3302	3910	4632
流动负债合计	689	816	742	890	1069
非流动负债合计	35	35	98	102	106
负债合计	724	851	840	993	1175
少数股东权益	13	28	9	21	68
股东权益合计	1815	2096	2452	2897	3389
负债及股东权益合计	2551	2975	3302	3910	4632

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动所得现金净额	204	277	452	498	547
投资活动所用现金净额	-216	-238	-296	-300	-300
融资活动所得现金净额	362	-15	-77	-50	-50
现金及现金等价物净增加额	350	24	79	148	197

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, 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许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。