

恩华药业 (002262.SZ) 买入 (维持评级)

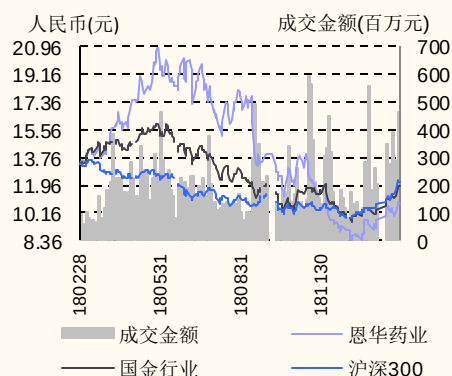
公司点评

市场价格 (人民币): 10.72 元

收入超预期, 非制剂业务扭亏

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	884.18
总市值(百万元)	10,934.57
年内股价最高最低(元)	20.99/8.36
沪深 300 指数	3678.39
中小板综	8901.91



公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.346	0.515	0.623	0.751	0.872
每股净资产(元)	2.43	2.90	3.46	4.15	4.96
每股经营性现金流(元)	0.47	0.43	0.65	0.77	0.85
市盈率(倍)	41.26	17.53	17.21	14.28	12.29
净利润增长率(%)	27.41%	32.99%	21.05%	20.57%	16.17%
净资产收益率(%)	16.09%	17.75%	17.99%	18.09%	17.57%
总股本(百万股)	1,009.15	1,020.02	1,020.02	1,020.02	1,020.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2018 年实现收入 38.58 亿, 同比增长 13.69%, 其中制剂收入 23.52 亿, 同比增长 31.5%, 延续了 1H17-1H18 10.09%、25.06%、26.41% 的加速趋势; 商业收入 13.81 亿, 同比增长-6.7%。
- 18 年全年实现净利润 5.25 亿, 同比增长 32.99%, 扣非归母净利润 4.98 亿, 同比增长 39.90%。
- 经营活动现金流量净额, 合并报表 4.04 亿 (-10.57%), 母公司 4.32 亿 (+14.01%)。

相关报告

1. 《一季报点评-制剂业务稳健, 其他业务有望减亏》, 2018.4.24

经营分析

- 制剂业务收入超预期, 一方面来自于本身制剂的提速, 另一方面预计代理品种贡献过亿收入。
- 利润方面, 母公司净利润增速 20.6%, 合并报表-母公司报表的利润差额由负转正显示非制剂业务扭亏。
- 研发支出 1.72 亿 (+54.45%), 老品种一致性评价稳步开展, 新产品推进提速。

盈利预测

- 预计公司 2019/2020/2021 净利润 635/766/890 百万人民币, 对应增速 21.05%、20.57%、16.17%。

投资建议

- 我们认为原有的新品放量的逻辑演绎在带量采购的背景下还能持续 2-3 年, 麻醉线未来 3 年获批的新品种较为丰富, 足够对冲右美托咪定悲观的预期; 其他产品线临床推进和海外产品合作也在加速落地。
- 公司目前估值已经消化仿制药的悲观预期, 未来估值的修复和提升取决于在研管线的推进进度, 但目前 EPS 确定性较高, 继续维持“买入”评级。

风险提示

- 带量采购推进超预期; 核心产品降价风险及新产品中标低于预期; 研发投入进一步加大; 非制剂业务 (原料药等) 的拖累。

孙炜

分析师 SAC 执业编号: S1130518110003
(8621)60935380
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

经营分析

- 制剂业务收入超预期，一方面来自于本身制剂的提速，另一方面预计代理品种贡献过亿收入。
 - 公司制剂业务基本在母公司，2018 年收入 21.85 亿，同比增长 23.8%，1Q-4Q 个季度同比增速分别为 14.8%、16.2%、27.8%、36.5%；考虑到公司过往制剂业务收入基本与母公司匹配，而 2018 年合并报表制剂收入相比母公司多了 1.7 亿，预计新增代理品种有积极贡献。
 - 麻醉线收入提速明显，2H18 增速达到 50.49%，老品种咪达唑仑增速超过 15%、依托咪酯增速近 25%，新品种右美托咪定、瑞芬太尼增速都超过 60%，同时预计有新代理品种纳入该产品线。
 - 精神线收入增速符合预期，阿立哌唑增速近 100%、度洛西汀近 60%，同时氯硝安定等老品种通过提价等措施贡献显著。

图表 1：公司各板块收入增速趋势

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18
营业收入	12.90%	10.90%	10.36%	10.84%	12.67%	5.68%	10.78%	14.15%	11.18%	16.12%
商业医药	8.43%	0.42%	7.20%	10.52%	7.43%	10.84%	11.06%	-0.64%	-8.23%	-5.09%
制剂	11.75%	20.57%	15.57%	15.78%	24.23%	-1.72%	10.09%	25.06%	26.41%	36.28%
麻醉类	21.27%	17.36%	9.66%	20.23%	33.33%	-4.58%	7.59%	20.88%	29.11%	50.49%
精神类	13.95%	19.04%	17.73%	11.54%	15.32%	9.13%	10.50%	35.95%	27.37%	20.68%
神经类	50.41%	0.23%	37.03%	13.76%	14.40%	25.25%	12.45%	23.22%	33.01%	34.38%
其他	-50.70%	65.58%	42.96%	9.60%	17.06%	-37.44%	15.33%	7.39%	5.65%	11.73%

来源：公司财报，国金证券研究所

- 利润方面，母公司净利润增速 20.6%，合并报表-母公司报表的利润差额由负转正显示非制剂业务扭亏。
 - 母公司 4Q18 单季度净利润增速为负，主要由于销售费用集中在四季度确认。
 - 原料药业务相比 17 年多贡献毛利超过 2000 万，非母公司的制剂业务预计多贡献毛利超过 3000 万。
- 研发支出 1.72 亿 (+54.45%)，老品种一致性评价稳步开展，新产品推进提速。
 - 一致性评价项目中，4 个重点品种已申报并获得受理，20 多个品种处于研究的不同阶段。
 - 在研产品方面，麻醉线晚期阶段产品较为丰富，地佐辛申报生产，舒芬太尼 NDA 进入优先审评，阿芬太尼进入 III 期临床；镇痛线目前仅羟考酮注射液申报生产；精神分裂线 1 类新药齐洛那平获批临床；癫痫线普瑞巴林胶囊开始 BE 临床，DP-VPA 临床 I 期。
 - 同时公司也在积极丰富品种，如印度 Sun 制药卡巴拉汀的引进模式。

图表 2：在研产品

更新日期	20181016				
大类	品种	注册分类	靶点	最新状态	日期
麻醉	地佐辛注射液	[3]	[opioid receptor]	NDA	2018-01-16
	枸橼酸舒芬太尼注射液	[3]	[opioid receptor]	优先审评-20180817	2018-05-08
	盐酸阿芬太尼注射液	[3, 3.1]	[opioid receptor]	III期	2018-04-03
	ProSQ（改良型丙泊酚）			临床前	
镇痛	马来酸氟吡汀胶囊	[6]	[K ⁺ channel]	批准临床	2016-04-07
	盐酸他喷他多片	[3, 3.1]	[NET, μ opioid receptor]	批准临床	2016-05-19
	布洛芬考酮片	[3, 3.2]	[COX, opioid receptor]	批准临床	2015-12-15
	盐酸羟考酮注射液		[opioid receptor]	NDA	2018-06-11
	咪达唑仑注射液		[GABAA receptor]	NDA-一致性评价	2018-05-08
	盐酸戊乙奎醚注射液	[6]	[mAChR]	IND	2014-09-16
精神分裂	奥氮平片	[6]	5-HT _{2A} /D ₂ receptor]	批准临床	2016-09-26
	D20140305-1盐酸盐片	[1]		批准临床	2018-09-19
	丁二酸齐洛那平片	[1]		批准临床	2018-09-19
	阿立哌唑长效（Zysis）	[1]		临床前	
	富马酸喹硫平缓释片	[6]	5-HT _{2A} /D ₂ receptor]	批准临床	2016-10-27
	富马酸喹硫平片	[6]	5-HT _{2A} /D ₂ receptor]	批准临床	2016-10-27
	盐酸鲁拉西酮片	[3, 3.1]	5-HT _{2A} /D ₂ receptor]	批准临床	2016-02-03
	阿立哌唑片	[3, 3.4]	5-HT _{2A} /D ₂ receptor]	BE进行中	2016-10-27
	利培酮片		5-HT _{2A} /D ₂ receptor]	NDA-一致性评价	2018-09-13
	利培酮分散片		5-HT _{2A} /D ₂ receptor]	BE进行中	2018-05-02
	氯氮平片		5-HT _{2A} /D ₂ receptor]	BE进行中	2018-02-05
癫痫	DP-VPA片	[1, 1.1]		I期临床	2015-04-08
	普瑞巴林缓释胶囊		[GABA, α 2 δ]	批准临床	2018-05-17
	普瑞巴林胶囊	[3, 3.1]	[GABA, α 2 δ]	撤回NDA, 重新BE	2016-03-10
	氯硝西洋片		[GABAA receptor]	NDA-一致性评价	2018-08-27
	加巴喷丁胶囊		[GABA, α 2 δ]	BE进行中	2016-07-21
抑郁	阿戈美拉汀片	[6]	ceptor, 5-HT _{2C} receptor, 5-H	批准临床	2015-12-24
	氟哌噻吨美利曲辛片	[6]	ilable, 5-HT _{2A} receptor, D ₂ r	批准临床	2015-12-15
	盐酸帕罗西汀片	[6]	[5-HT transporter]	批准临床	2016-09-11
	盐酸度洛西汀肠溶片	[3, 3.4]	[NET, 5-HT transporter]	BE已完成	2016-04-07
	盐酸多塞平片	[3, 3.4]	[NET, 5-HT transporter]	批准临床	2016-01-13
其他	盐酸埃他卡林片		[KATP]	撤回NDA, 重新临床	2016-03-11
	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	[6]	[AChE, BuChE]	BE已暂停	2013-12-17
	NVX-408			临床前	
	氟曲马唑乳膏	[3, 3.1]	[CYP51A1]	临床现场核查	2018-09-13

来源：药智网，国金证券研究所

盈利预测

- 预计公司 2019/2020/2021 净利润 635/766/890 百万人民币，对应增速 21.05%、20.57%、16.17%。

投资建议

- 相比于市场普遍的降价担心，我们认为一方面占公司 20%左右收入的精麻品种降价压力较小，另一方面类似右美托咪定的带量采购，公司一致性评价推进迅速，作为市场份额小及中标价最低的企业完全有空间以价换量实现收入增长。

- 我们认为原有的新品放量的逻辑演绎在带量采购的背景下还能持续 2-3 年，麻醉线未来 3 年获批的新品种较为丰富，足够对冲右美托咪定悲观的预期；其他产品线临床推进和海外产品合作也在加速落地。
- 公司目前估值已经消化仿制药的悲观预期，未来估值的修复和提升取决于在研管线的推进进度，但目前 EPS 确定性较高，继续维持“买入”评级。

风险提示

- 带量采购推进超预期；核心产品降价风险及新产品中标低于预期；研发投入进一步加大；非制剂业务（原料药等）的拖累。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,018	3,394	3,858	4,292	4,740	5,184
增长率		12.5%	13.7%	11.3%	10.4%	9.4%
主营业务成本	-1,627	-1,766	-1,692	-1,730	-1,769	-1,808
%销售收入	53.9%	52.0%	43.9%	40.3%	37.3%	34.9%
毛利	1,391	1,628	2,166	2,562	2,971	3,375
%销售收入	46.1%	48.0%	56.1%	59.7%	62.7%	65.1%
营业税金及附加	-34	-38	-49	-52	-57	-62
%销售收入	1.1%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-816	-941	-1,193	-1,395	-1,607	-1,811
%销售收入	27.0%	27.7%	30.9%	32.5%	33.9%	34.9%
管理费用	-175	-232	-324	-383	-436	-498
%销售收入	5.8%	6.8%	8.4%	8.9%	9.2%	9.6%
息税前利润 (EBIT)	366	416	600	733	871	1,005
%销售收入	12.1%	12.3%	15.6%	17.1%	18.4%	19.4%
财务费用	2	6	15	23	36	49
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.8%	-1.0%
资产减值损失	-24	-21	-34	-27	-27	-28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	-1	-5	-6	-5	-5
%税前利润	0.2%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	344	400	610	723	875	1,021
营业利润率	11.4%	11.8%	15.1%	16.8%	18.5%	19.7%
营业外收支	14	-1	-2	20	20	20
税前利润	358	399	608	743	895	1,041
利润率	11.9%	11.8%	15.6%	17.3%	18.9%	20.1%
所得税	-57	-70	-89	-111	-134	-156
所得税率	15.8%	17.5%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	302	329	519	631	761	885
少数股东损益	-8	-19	-6	-4	-5	-5
归属于母公司的净利润	310	349	525	635	766	890
净利率	10.3%	10.3%	13.4%	14.8%	16.2%	17.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	302	375	519	631	761	885
少数股东损益	-8	-19	-6	-4	-5	-5
非现金支出	95	99	144	73	76	80
非经营收益	-4	8	13	-5	-12	-15
营运资金变动	-96	-13	-242	-37	-43	-83
经营活动现金净流	297	470	434	662	781	867
资本开支	-101	-142	-170	-44	-44	-45
投资	-18	0	-7	-2	-2	-2
其他	-120	-154	-167	-199	-255	-255
投资活动现金净流	-238	-296	-344	-246	-301	-302
股权募资	1	0	98	0	0	0
债权募资	25	-31	85	-168	-150	1
其他	-41	-46	-66	-70	-64	-61
筹资活动现金净流	-15	-77	116	-238	-214	-60
现金净流量	44	97	207	178	266	505

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	760	790	972	1,150	1,416	1,921
应收账款	765	722	949	941	980	1,024
存货	297	362	410	384	368	367
其他流动资产	196	384	580	774	1,021	1,272
流动资产	2,017	2,258	2,911	3,249	3,785	4,583
%总资产	67.8%	68.4%	72.2%	74.0%	76.6%	79.6%
长期投资	61	59	61	63	65	67
固定资产	730	799	843	868	889	907
%总资产	24.5%	24.2%	20.9%	19.8%	18.0%	15.8%
无形资产	80	71	115	108	102	97
非流动资产	957	1,044	1,119	1,139	1,157	1,171
%总资产	32.2%	31.6%	27.8%	26.0%	23.4%	20.4%
资产总计	2,975	3,302	4,030	4,388	4,942	5,755
短期借款	263	232	317	150	0	0
应付款项	468	417	571	513	498	477
其他流动负债	85	93	95	109	127	137
流动负债	816	742	984	772	625	614
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	35	98	91	91	91	91
负债	851	840	1,075	863	716	706
普通股股东权益	2,096	2,452	2,956	3,530	4,235	5,064
少数股东权益	28	9	-1	-5	-10	-15
负债股东权益合计	2,975	3,302	4,030	4,388	4,942	5,755

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.491	0.346	0.508	0.623	0.751	0.872
每股净资产	3.323	2.430	2.898	3.461	4.152	4.964
每股经营现金净流	0.471	0.465	0.426	0.649	0.766	0.850
每股股利	0.060	0.060	0.060	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	14.78%	16.09%	17.75%	17.99%	18.09%	17.57%
总资产收益率	10.41%	11.95%	13.02%	14.48%	15.50%	15.46%
投入资本收益率	12.90%	13.02%	15.66%	16.94%	17.52%	16.91%
增长率						
主营业务收入增长率	9.08%	12.46%	13.69%	11.25%	10.42%	9.37%
EBIT增长率	13.46%	13.70%	44.31%	22.02%	18.90%	15.31%
净利润增长率	19.89%	27.41%	32.99%	21.05%	20.57%	16.17%
总资产增长率	16.62%	10.98%	22.07%	8.89%	12.61%	16.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	79.8	73.4	71.5	73.0	70.0	68.0
存货周转天数	63.7	68.1	83.3	83.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	50.3	49.3	54.3	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	49.8	77.0	72.5	67.7	63.3	59.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.39%	-22.65%	-22.14%	-28.36%	-33.51%	-38.02%
EBIT利息保障倍数	-212.6	-66.9	-38.9	-31.8	-24.2	-20.4
资产负债率	28.61%	25.45%	26.67%	19.66%	14.50%	12.27%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	17
增持	0	0	1	2	11
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-02-28	买入	22.26	N/A
2	2017-04-21	买入	21.70	N/A
3	2017-07-31	买入	14.04	N/A
4	2017-10-23	买入	15.03	N/A
5	2018-04-24	买入	15.70	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH