

2019年04月01日

恩华药业 (002262.SZ)

动态分析

核心产品一致性评价稳步推进，静待业务结构转型

投资要点

◆ **年报数据亮眼：**公司 2018 年实现营业收入 38.58 亿元，同比增长 13.69%；扣非净利润 4.98 亿元，同比增长 39.90%。2018 年业绩增长的主要动力来自于核心产品——麻醉类、精神类和神经类药物销售额的快速增长；而体量大、毛利率低的医药商业板块收入端基本持平，这也是导致公司扣非净利润增长要远高于收入增长的最主要原因。从费用端来看，期间费用率小幅上升，其中销售费用率达到了 30.93%，未来仍有下调空间。

◆ **核心产品一致性评价任务有望今年完成：**公司现有产品以仿制药为主，因此未来带量采购政策的推行进度会对公司的经营产生较大影响。在现有产品的一致性评价方面，公司 2018 年完成了 4 个重点品种的申报（利培酮普通片、利培酮分散片、氯氮平片、盐酸右美托咪定注射液），另有 20 多个品种处于研究的不同阶段，其中利培酮普通片已于今年 1 月通过一致性评价，按照进度推算，预期已申报的其他品种也将于今年陆续获批。此外，根据工作规划，公司预计将基本完成核心产品的一致性评价工作。为了应对带量采购，公司也在销售和研发等方面作出了战略调整。在带量采购政策下，仿制药中标品种对销售的依赖性减弱，因此公司销售队伍的扩张速度也将相应放缓，从而销售费用的增长有望得到控制；在研发方面，公司采取“先存活后发展”的策略，2018 年 1.72 亿元的研发支出主要用于仿制药一致性评价，今年的研发支出仍将重点用于一致性评价。待今年基本把重点产品的一致性评价问题解决好，明年开始研发支出将主要用于新药的开发，力争业务转型升级。

◆ **谋求长期发展，业务转型在即：**公司未来业务转型主要侧重于两方面：（1）加强新药研发：根据公司的战略规划，公司未来新药研发仍以 me-better 类的药品为主，暂时不考虑风险较高的全新靶点药物的开发，而 2020 年公司新药研发也将正式起步。此外，公司总部位于江苏省北部的徐州，为了弥补区位短板，公司在苏州纳米园设立研发中心，以增强对研发人才的吸引力，加快研发队伍的组建。（2）考虑剥离医药商业板块：医药商业收入占公司 2018 年营业收入的 35.80%，占比较高，但该业务板块的成长性并不好，近几年收入增速均在 10% 以下，2018 年更是出现了负增长，严重拖累公司的业绩。同时，医药商业的毛利率常年维持在 5-8% 的低水平，远低于医药工业，且该业务板块的现金流较差。综合多方面的因素，公司正在考虑未来择机剥离该业务，聚焦于医药工业，有望利好公司的长期发展。整体来看，公司深耕精神、麻醉相关药品领域多年，产品、渠道布局相对完善，有较强的优势，我们认为 2018 年是市场对公司预期的低点，若公司能在未来两三年里成功转型，有望迎来困境反转。

◆ **投资建议：**不考虑医药商业板块剥离对公司的影响，我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.62、0.75 和 0.95 元。基于（1）公司在精麻药品领域的优势

医药 | 化学制剂 III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2019-04-01)

13.10 元

交易数据

总市值（百万元） 13,362.21

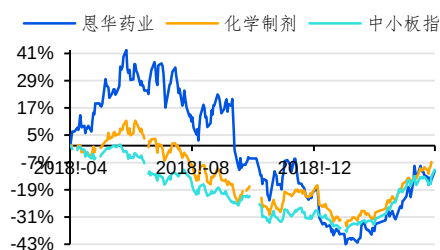
流通市值（百万元） 11,582.69

总股本（百万股） 1,020.02

流通股本（百万股） 884.18

12 个月价格区间 8.25/21.53 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.6	4.68	-1.38
绝对收益	16.76	45.23	-10.49

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

报告联系人

李伟
liwei@huajinsec.cn
021-20377053

相关报告

(2) 公司业务转型升级、困境反转的预期，给予增持-B 建议。

◆ **风险提示：**带量采购政策推进进度超预期，创新药转型进展不达预期，医药商业板块剥离不顺利。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3,393.7	3,858.2	4,344.3	4,915.6	5,545.3
同比增长(%)	12.5%	13.7%	12.6%	13.2%	12.8%
营业利润(百万元)	445.9	609.9	729.3	882.3	1,116.8
同比增长(%)	29.5%	36.8%	19.6%	21.0%	26.6%
净利润(百万元)	394.6	524.8	632.7	761.7	964.5
同比增长(%)	27.4%	33.0%	20.6%	20.4%	26.6%
每股收益(元)	0.39	0.51	0.62	0.75	0.95
PE	33.2	25.0	20.7	17.2	13.6
PB	5.3	4.4	3.6	3.1	2.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、年报数据亮眼.....	4
二、核心产品一致性评价任务有望今年完成.....	5
三、谋求长期发展，业务转型在即.....	6
四、盈利预测.....	7
四、风险提示.....	8

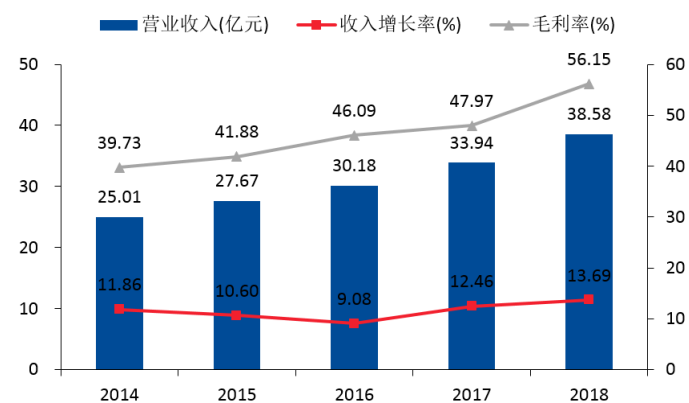
图表目录

图 1：2014-2018 年公司营业收入和毛利率	4
图 2：2014-2018 年公司扣非净利润.....	4
图 3：2014-2018 年公司各业务收入占比.....	4
图 4：2014-2018 年公司各业务毛利率	4
图 5：2014-2018 年公司期间费用率	5
图 6：2014-2018 年公司已申报一致性评价品种市场份额（样本医院）	5
图 7：2014-2018 年公司研发费用	6
图 8：2014-2018 年公司商业医药业务收入和毛利率	7
表 1：2019-2021 年公司主营业务收入预测	7

一、年报数据亮眼

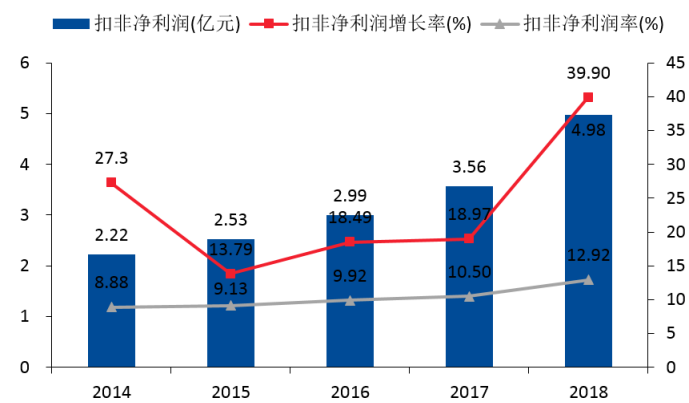
公司 2018 年实现营业收入 38.58 亿元，同比增长 13.69%；扣非净利润 4.98 亿元，同比增长 39.90%；综合毛利率继续提升，达到 56.15%，主要由于毛利率较高的医药工业板块对业绩贡献的比重逐年上升所致。

图 1：2014-2018 年公司营业收入和毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

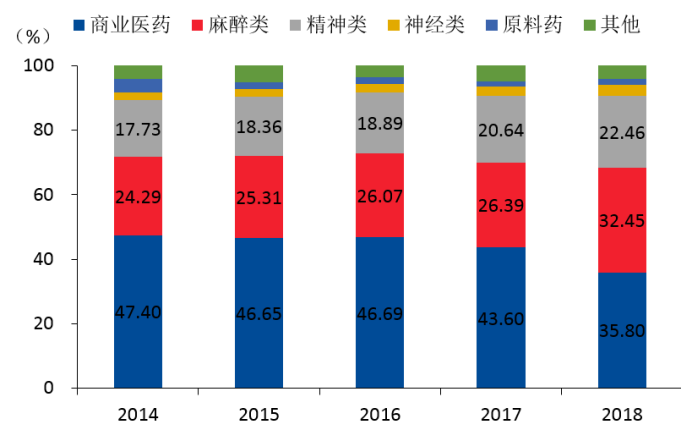
图 2：2014-2018 年公司扣非净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

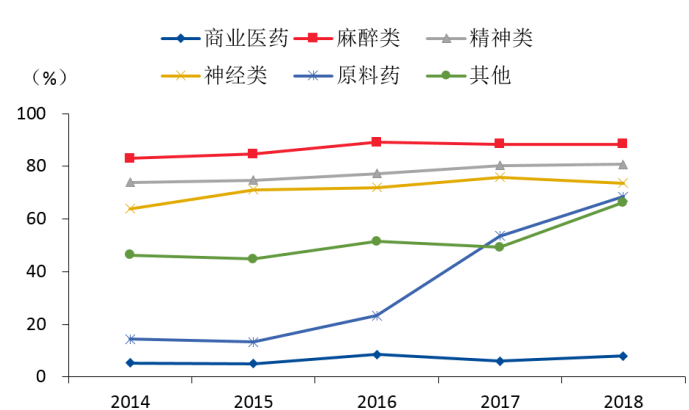
从业务结构来看，近年来公司核心产品——麻醉类、精神类和神经类药物收入占比逐年增长，医药商业板块的占比相应下降；从各业务毛利率来看，医药商业板块的毛利率仅 5-8%，远低于医药工业。两个因素相叠加，导致近年来公司扣非净利润增速均高于收入增速，2018 年这两个数值之间的差距进一步拉大。

图 3：2014-2018 年公司各业务收入占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

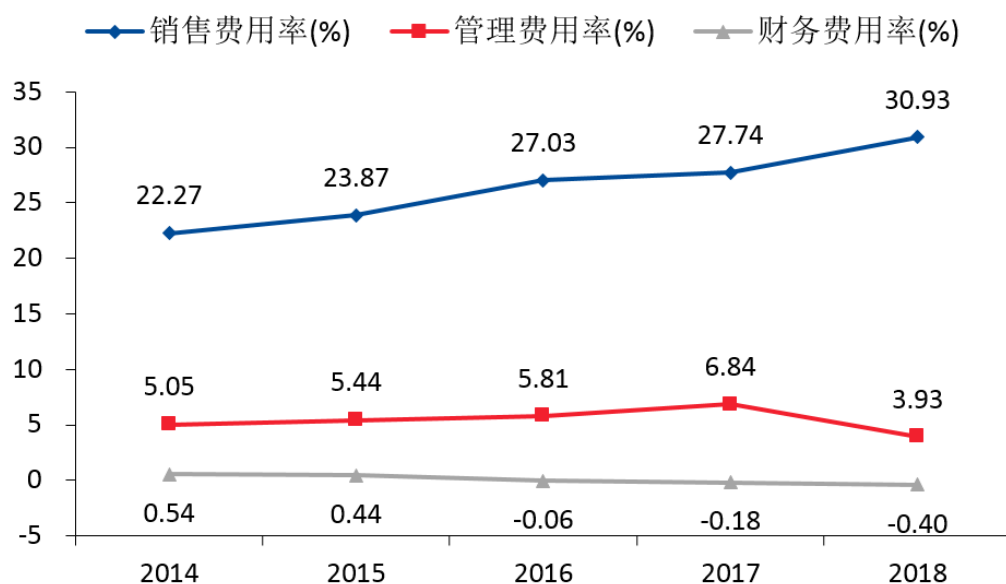
图 4：2014-2018 年公司各业务毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

从费用端来看，2018 年销售费用率继续上升至 30.93%，随着公司销售策略的调整，我们认为 2019 年销售费用率有望企稳；管理费用率降幅较大，主要原因是会计政策调整，管理费用不再包含“研发费用”项；财务费用稳步下降。

图 5: 2014-2018 年公司期间费用率

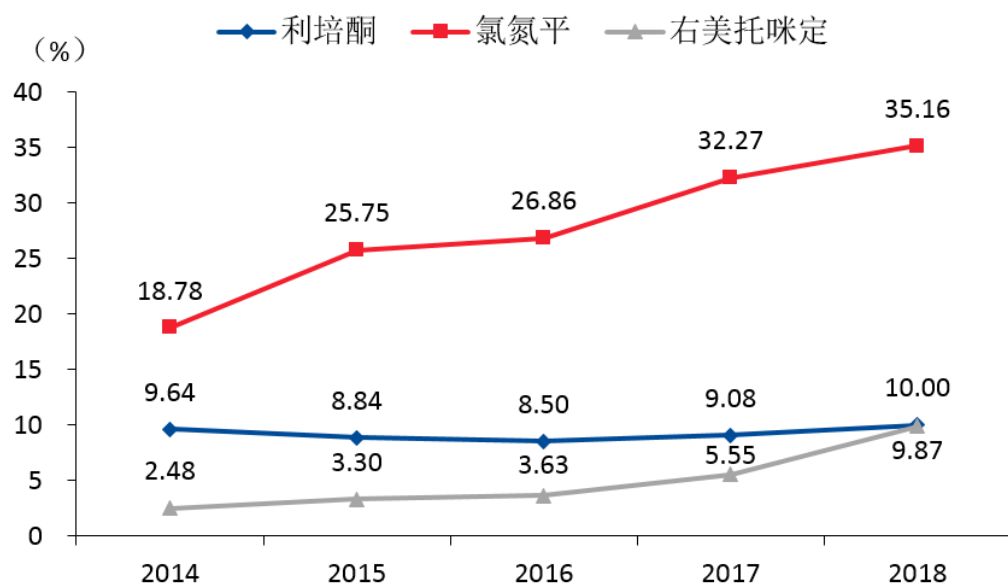


资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、核心产品一致性评价任务有望今年完成

公司现有产品以仿制药为主,因此未来带量采购政策的推行进度会对公司的经营产生较大影响。在现有产品的一致性评价方面,公司 2018 年完成了 4 个重点品种的申报(利培酮普通片、利培酮分散片、氯氮平片、盐酸右美托咪定注射液),另有 20 多个品种处于研究的不同阶段,其中利培酮普通片已于今年 1 月通过一致性评价,按照进度推算,预期已申报的其他品种也将于今年陆续获批。此外,根据工作规划,公司预计将基本完成核心产品的一致评价工作。

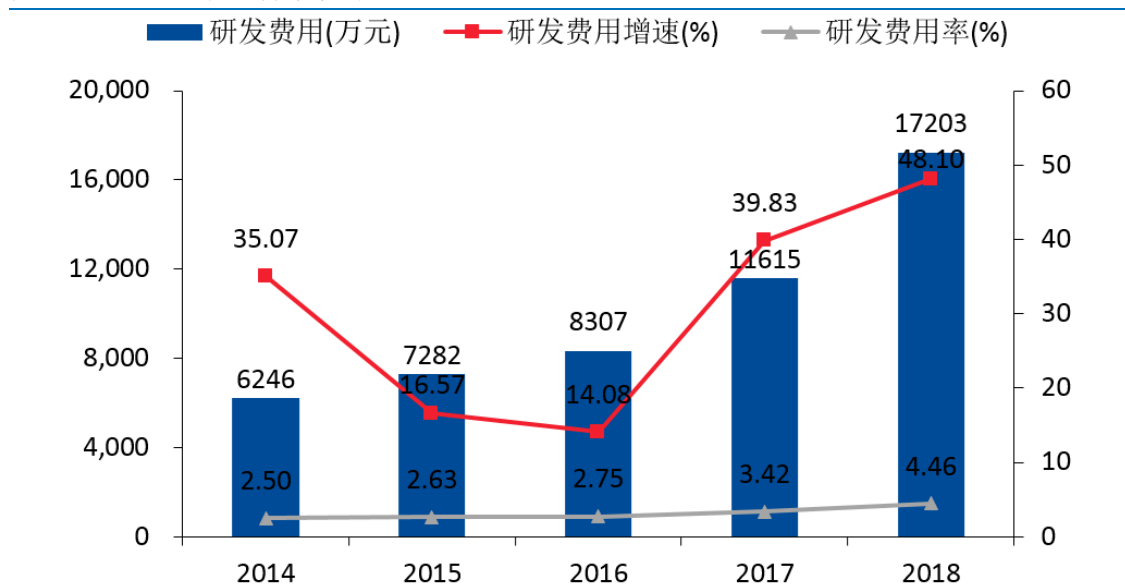
图 6: 2014-2018 年公司已申报一致性评价品种市场份额(样本医院)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

为了应对带量采购，公司也在销售和研发等方面作出了战略调整。在带量采购政策下，仿制药中标品种对销售的依赖性减弱，因此公司销售队伍的扩张速度也将相应放缓，从而销售费用的增长有望得到控制；在研发方面，公司采取“先存活后发展”的策略，2018年1.72亿元的研发支出主要用于仿制药一致性评价，今年的研发支出仍将重点用于一致性评价。待今年基本把重点产品的一致性评价问题解决后，明年开始研发支出将主要用于新药的开发，力争业务转型升级。

图 7：2014-2018 年公司研发费用

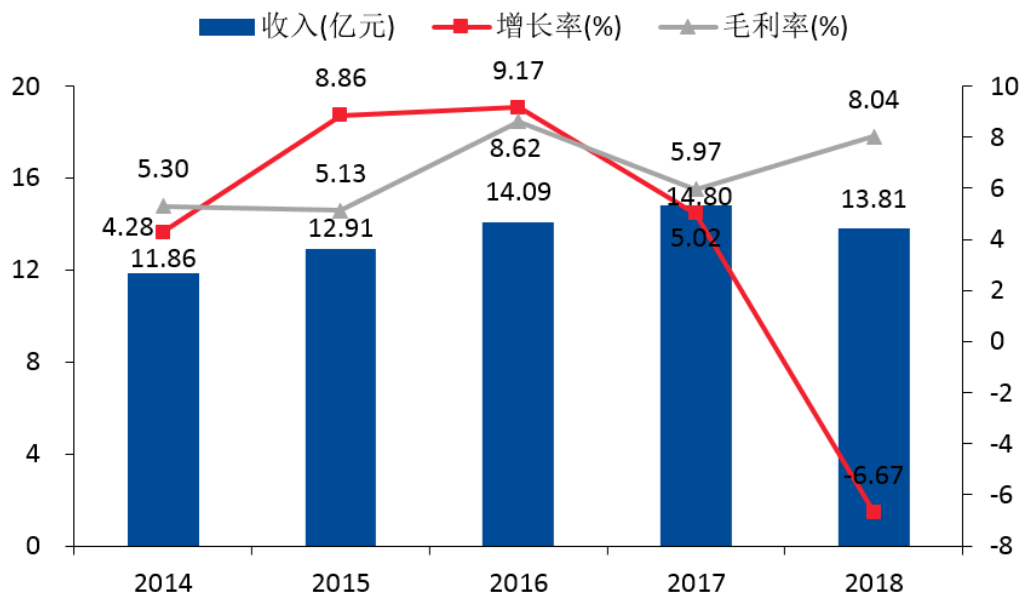


资料来源：Wind，华金证券研究所

三、谋求长期发展，业务转型在即

公司未来业务转型主要侧重于两方面：（1）加强新药研发：根据公司的战略规划，公司未来新药研发仍以 **me-better** 类的药品为主，暂时不考虑风险较高的全新靶点药物的开发，而 2020 年公司新药研发也将正式起步。此外，公司总部位于江苏省北部的徐州，为了弥补区位短板，公司在苏州纳米园设立研发中心，以增强对研发人才的吸引力，加快研发队伍的组建。（2）考虑剥离医药商业板块：医药商业收入占公司 2018 年营业收入的 35.80%，占比较高，但该业务板块的成长性并不好，近几年收入增速均在 10% 以下，2018 年更是出现了负增长，严重拖累公司的业绩。同时，医药商业的毛利率常年维持在 5-8% 的低水平，远低于医药工业，且该业务板块的现金流较差。综合多方面的因素，公司正在考虑未来择机剥离该业务，聚焦于医药工业，有望利好公司的长期发展。整体来看，公司深耕精神、麻醉相关药品领域多年，产品、渠道布局相对完善，有较强的优势，我们认为 2018 年是市场对公司预期的低点，若公司能在未来两三年里成功转型，有望迎来困境反转。

图 8：2014-2018 年公司商业医药业务收入和毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、盈利预测

若不考虑医药商业板块的剥离，我们预测未来公司医药商业板块的收入增速将维持低个位数增长；受到带量采购政策的影响，未来 2-3 年公司医药工业相关业务的收入增速将有所放缓，毛利率水平亦有所下降。

表 1：2019-2021 年公司主营业务收入预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务								
收入（百万）	2501.4	2766.6	3017.8	3393.7	3858.2	4344.3	4915.6	5545.3
增速		10.60%	9.08%	12.46%	13.69%	12.60%	13.15%	12.81%
毛利率	39.73%	41.88%	46.09%	47.97%	56.15%	52.40%	51.30%	51.60%
商业医药								
收入（百万）	1185.6	1290.7	1409.1	1479.8	1381.1	1415.6	1451.0	1487.3
增速		8.86%	9.17%	5.02%	-6.67%	2.50%	2.50%	2.50%
毛利率	5.30%	5.13%	8.62%	5.97%	8.04%	5.50%	5.50%	5.50%
麻醉类								
收入（百万）	607.5	700.2	786.6	895.5	1251.8	1564.7	1877.7	2159.3
增速		15.27%	12.34%	13.84%	39.78%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	83.07%	84.73%	89.11%	88.48%	88.38%	83.00%	75.00%	75.00%
精神类								
收入（百万）	443.4	507.9	569.9	700.5	866.7	1028.8	1208.8	1390.1
增速		14.54%	12.22%	22.90%	23.73%	18.70%	17.50%	15.00%
毛利率	73.91%	74.81%	77.29%	80.34%	80.77%	70.00%	67.00%	65.00%
神经类								
收入（百万）	53.9	66.9	80.2	94.8	126.8	158.5	190.2	228.3
增速		24.07%	19.94%	18.20%	33.83%	25.00%	20.00%	20.00%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	63.97%	71.13%	72.00%	75.92%	73.65%	70.00%	66.30%	65.00%
原料药								
收入（百万）	105.7	58.3	64.7	61.2	74.5	70.8	81.4	83.8
增速		-44.88%	11.05%	-5.43%	21.75%	-5.00%	15.00%	3.00%
毛利率	14.42%	13.30%	23.29%	53.57%	68.55%	15.00%	30.00%	15.00%
其他								
收入（百万）	105.3	142.6	107.3	161.9	157.2	105.8	106.4	196.3
增速		35.43%	-24.78%	50.95%	-2.88%	-32.69%	0.54%	84.53%
毛利率	46.35%	44.84%	51.41%	49.22%	66.33%	54.88%	68.76%	48.63%

资料来源：华金证券研究所

我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.62、0.75 和 0.95 元。基于（1）公司在精麻药品领域的优势（2）公司业务转型升级、困境反转的预期，给予增持-B 建议。

四、风险提示

带量采购政策推进进度超预期，创新药转型进展不达预期，医药商业板块剥离不顺利。

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	3,393.7	3,858.2	4,344.3	4,915.6	5,545.3	年增长率					
减:营业成本	1,765.8	1,692.0	2,067.9	2,393.9	2,683.9	营业收入增长率	12.5%	13.7%	12.6%	13.2%	12.8%
营业税费	38.3	48.6	54.7	61.9	69.9	营业利润增长率	29.5%	36.8%	19.6%	21.0%	26.6%
销售费用	941.3	1,193.4	1,240.9	1,332.1	1,408.5	净利润增长率	27.4%	33.0%	20.6%	20.4%	26.6%
管理费用	232.2	151.7	262.0	271.7	310.6	EBITDA 增长率	15.4%	85.5%	-1.1%	8.6%	23.3%
财务费用	-6.2	-15.4	-38.7	-56.2	-76.8	EBIT 增长率	15.0%	86.2%	-5.8%	19.6%	25.9%
资产减值损失	21.4	34.4	26.7	27.5	29.5	NOPLAT 增长率	28.6%	36.9%	16.2%	19.6%	25.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	16.5%	23.9%	-18.3%	43.3%	-18.8%
投资和汇兑收益	-0.8	-4.7	-1.6	-2.3	-2.9	净资产增长率	15.9%	20.1%	21.9%	18.3%	19.7%
营业利润	445.9	609.9	729.3	882.3	1,116.8	盈利能力					
加:营业外净收支	-0.7	-1.7	3.9	0.5	0.9	毛利率	48.0%	56.1%	52.4%	51.3%	51.6%
利润总额	445.2	608.2	733.2	882.8	1,117.7	营业利润率	13.1%	15.8%	16.8%	17.9%	20.1%
减:所得税	70.0	89.0	107.3	129.2	163.6	净利率	11.6%	13.6%	14.6%	15.5%	17.4%
净利润	394.6	524.8	632.7	761.7	964.5	EBITDA/营业收入	13.4%	21.9%	19.2%	18.4%	20.1%
						EBIT/营业收入	11.6%	19.0%	15.9%	16.8%	18.8%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	25.4%	26.7%	21.9%	10.5%	18.8%
货币资金	789.9	971.9	1,698.4	1,590.9	2,906.2	负债权益比	34.1%	36.4%	28.1%	11.8%	23.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.04	2.96	3.82	9.01	4.79
应收帐款	679.3	858.5	841.8	961.7	1,003.8	速动比率	2.56	2.54	3.21	7.58	4.13
应收票据	43.2	52.1	73.4	87.8	112.5	利息保障倍数	-63.34	-47.48	-17.83	-14.70	-13.53
预付帐款	39.1	73.0	62.7	94.1	82.6	营运能力					
存货	361.8	410.5	567.2	593.9	727.2	固定资产周转天数	60	69	69	70	69
其他流动资产	344.6	545.4	337.1	409.0	430.5	流动营业资本周转天数	88	104	92	98	97
可供出售金融资产	27.1	27.1	27.1	27.1	27.1	流动资产周转天数	227	241	269	268	292
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	76	72	70	66	64
长期股权投资	13.9	17.9	23.9	27.0	31.4	存货周转天数	35	36	41	43	43
投资性房地产	17.9	15.8	15.8	15.8	15.8	总资产周转天数	333	342	358	343	359
固定资产	715.5	766.0	895.5	1,021.0	1,097.6	投资资本周转天数	171	182	162	157	148
在建工程	82.9	77.0	-41.2	-160.9	-242.2	费用率					
无形资产	66.7	111.0	18.5	2.2	3.5	销售费用率	27.7%	30.9%	28.6%	27.1%	25.4%
其他非流动资产	119.6	103.8	93.5	95.3	87.6	管理费用率	6.8%	3.9%	6.0%	5.5%	5.6%
资产总额	3,301.6	4,030.2	4,613.7	4,764.8	6,283.6	财务费用率	-0.2%	-0.4%	-0.9%	-1.1%	-1.4%
短期债务	232.2	317.3	-	-	-	三费/营业收入	34.4%	34.5%	33.7%	31.5%	29.6%
应付帐款	298.2	-	429.3	28.2	438.7	投资回报率					
应付票据	89.6	-	185.3	12.8	188.8	ROE	16.1%	17.8%	17.5%	17.8%	18.8%
其他流动负债	122.1	666.3	322.9	373.9	471.5	ROA	11.4%	12.9%	13.6%	15.8%	15.2%
长期借款	0.2	0.2	-	-	-	ROIC	24.8%	29.2%	27.4%	40.0%	35.2%
其他非流动负债	97.9	90.8	74.5	87.8	84.4	分红指标					
负债总额	840.2	1,074.7	1,012.0	502.6	1,183.3	DPS(元)	0.05	0.06	0.08	0.09	0.11
少数股东权益	8.9	-0.9	-7.7	-15.9	-26.2	分红比率	12.8%	11.7%	12.2%	12.2%	12.0%
股本	1,009.1	1,020.0	1,020.0	1,020.0	1,020.0	股息收益率	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%
留存收益	1,443.2	2,034.0	2,589.4	3,258.0	4,106.4						
股东权益	2,461.3	2,955.5	3,601.7	4,262.2	5,100.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	375.3	519.2	632.7	761.7	964.5	EPS(元)	0.39	0.51	0.62	0.75	0.95
加:折旧和摊销	62.0	114.5	143.4	79.9	76.9	BVPS(元)	2.40	2.90	3.54	4.19	5.03
资产减值准备	21.4	-	-	-	-	PE(X)	33.2	25.0	20.7	17.2	13.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.3	4.4	3.6	3.1	2.6
财务费用	8.8	14.0	-38.7	-56.2	-76.8	P/FCF	111.9	67.4	18.5	-9,087.	9.1
投资损失	0.8	4.7	1.6	2.3	2.9	P/S	3.9	3.4	3.0	2.7	2.4
少数股东损益	-19.4	-5.6	-6.8	-8.2	-10.4	EV/EBITDA	27.0	14.6	13.5	12.5	9.0
营运资金的变动	-194.0	80.7	316.7	-778.6	473.9	CAGR(%)	26.2%	22.5%	27.5%	26.2%	22.5%
经营活动产生现金流量	452.3	404.5	1,048.8	1.0	1,430.9	PEG	1.3	1.1	0.8	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	-295.9	-343.9	-63.7	-71.6	-76.3	ROIC/WACC	2.4	2.8	2.6	3.8	3.3
融资活动产生现金流量	-77.2	116.7	-258.5	-36.9	-39.2						

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

王冯声明，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.huajinsc.cn