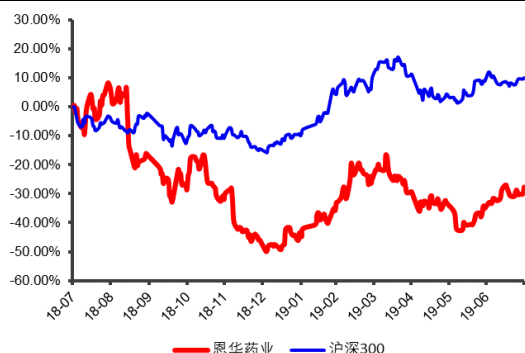


2019 年 7 月 31 日 恩华药业 (002262): 业绩符合预期, 经营态势良好
推荐 (维持)
医药生物
当前股价: 12.40 元
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,858	4,412	5,037	5,742
(+/-)	13.7%	14.4%	14.2%	14.0%
营业利润	610	768	950	1,163
(+/-)	36.8%	26.0%	23.7%	22.4%
归属母公司净利润	525	657	810	990
(+/-)	33.0%	25.2%	23.2%	22.3%
EPS (元)	0.51	0.64	0.79	0.97
市盈率	23.3	18.6	15.1	12.4

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	101960 / 88717
流通市值 (亿元)	106.5
每股净资产 (元)	3.18
资产负债率 (%)	24.57

股价表现 (最近一年)

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>

投资要点:

● **业绩增长符合预期。**公司 2019 年上半年实现营业收入 20.97 亿元, 同比增长 12.41%; 归属于上市公司股东净利润 3.22 亿元, 同比增长 22.87%; 扣非后归属于上市公司股东净利润 3.22 亿元, 同比增长 23.25%, 对应 EPS 0.32 元。其中, 第二季度实现营业收入 10.48 亿元, 同比增长 11.53%; 实现归母净利润 1.96 亿元, 同比增长 22.38%。公司同时预告, 2019 年前三季度实现归母净利润区间为 4.85-5.70 亿元, 同比增长 15%-35%。公司业绩增长良好, 符合预期。

● **工业板块保持快速增长。**报告期内, 公司医药工业板块实现营业收入 13.55 亿元, 同比增长 18.55%, 工业板块营收占比进一步提高到 64.63%。三条管线麻醉类、精神类和神经类分别实现营收 6.77 亿元 (+16.99%)、5.08 亿元 (+23.47%) 和 0.75 亿元 (+34.90%)。其中, 一线产品力月西、福尔利预计保持了 15% 左右的较快增长; 二线产品部分受带量采购的影响增速有所放缓, 预计右美增速在 30% 左右, 利培酮增速在个位数, 其他品种如瑞芬太尼、度洛西汀、阿立哌唑等保持了 50% 以上的快速增长。报告期内, 商业板块基本维持稳定, 实现营收 7.16 亿元, 同比增长 3.05%; 原料药实现营收 0.41 亿元 (-7.93%), 预计与海外营收减少有关。

● **经营效率显著提升。**报告期内, 受益于公司的成本管控和高毛利率产品占比的提高, 公司销售毛利率达到 59.12%, 同比提升 6.08pp, 其中工业板块毛利率上升 3.12pp, 商业板块上升 4.10pp。在费用控制方面, 上半年公司销售费用率为 31.27% (+2.74pp), 预计主要是公司进一步加强了产品推广力度; 管理费用率为 4.56% (+1.41pp), 主要是本年度分摊激励

费用所致；财务费用率为-0.38%，与去年持平。公司销售净利率为 15.10%，相比去年同期上升 1.28pp。报告期内，公司经营性现金流相比去年同期大增 65.08%，达到 2.88 亿元，回款状况良好，现金流充裕。

● **研发投入加大，研发项目稳步推进。**报告期内，公司研发投入达 0.77 亿元，同比增长 13.90%，上半年引进研发人员 87 名，公司在研项目共计 60 余项。目前公司将一致性评价作为最优先保障的研发方向，利培酮片已通过一致性评价；氯氮平片、盐酸右美托咪定注射液、利培酮分散片和加巴喷丁胶囊均已申报；氯硝西洋片、咪达唑仑注射液、注射用盐酸瑞芬太尼即将申报。此外，仿制药方面，已申报生产 5 项，申报临床或 BE 备案项目 3 个；创新药方面，公司有三项处于临床阶段，TRV-130 在美国已完成 III 期临床试验并申报 NDA。

● **盈利预测：**我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 6.57 亿元、8.10 亿元、9.90 亿元，对应 EPS 分别为 0.64 元、0.79 元、0.97 元，当前股价对应 PE 分别为 18.6/15.1/12.4，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**药品招标进展不达预期的风险；药品降价的风险；新药研发进展不达预期的风险。

表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表					利润表				
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产：					营业收入	3,858	4,412	5,037	5,742
货币资金	972	1,295	1,599	2,103	营业成本	1,692	1,864	1,966	2,107
应收款	949	1,042	1,161	1,276	营业税金及附加	49	49	49	49
存货	410	414	426	439	销售费用	1,193	1,390	1,637	1,907
其他流动资产	580	600	650	700	管理费用	152	318	413	500
流动资产合计	2,911	3,351	3,836	4,518	财务费用	-15	-20	-28	-38
非流动资产：					费用合计	1,330	1,687	2,022	2,368
可供出售金融资产	27	27	27	27	资产减值损失	34	39	45	51
固定资产+在建工程	843	951	1,059	1,166	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	111	111	111	111	投资收益	-5	-5	-5	-5
其他非流动资产	138	140	210	220	营业利润	610	768	950	1,163
非流动资产合计	1,119	1,229	1,407	1,524	加：营业外收入	2	2	2	2
资产总计	4,030	4,580	5,243	6,042	减：营业外支出	4	4	4	4
流动负债：					利润总额	608	766	948	1,161
短期借款	317	325	340	350	所得税费用	89	115	144	176
应付账款、票据	353	383	399	421	净利润	519	652	804	984
其他流动负债	314	330	340	350	少数股东损益	-6	-6	-6	-6
流动负债合计	984	1,038	1,079	1,121	归母净利润	525	657	810	990
非流动负债：					主要财务指标				
长期借款	0	0	0	0		2018A	2019E	2020E	2020E
其他非流动负债	91	90	95	100	成长性				
非流动负债合计	91	90	95	100	营业收入增长率	13.7%	14.4%	14.2%	14.0%
负债合计	1,075	1,128	1,174	1,222	营业利润增长率	36.8%	26.0%	23.7%	22.4%
所有者权益					归母净利润增长率	33.0%	25.2%	23.2%	22.3%
股本	1,020	1,020	1,020	1,020	总资产增长率	22.1%	13.7%	14.5%	15.2%
资本公积金	128	130	140	150	盈利能力				
未分配利润	1,668	2,097	2,624	3,267	毛利率	56.1%	57.8%	61.0%	63.3%
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	营业利润率	15.8%	17.4%	18.9%	20.2%
所有者权益合计	2,955	3,452	4,069	4,821	三项费用/营收	34.5%	38.2%	40.1%	41.2%
负债和所有者权益	4,030	4,580	5,243	6,042	EBIT/销售收入	15.4%	16.9%	18.3%	19.6%
现金流量表					净利润率	13.5%	14.8%	16.0%	17.1%
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	17.6%	18.9%	19.8%	20.4%
净利润	519	652	804	984	营运能力				
折旧与摊销	115	72	82	93	总资产周转率	95.7%	96.3%	96.1%	95.0%
财务费用	14	-20	-28	-38	资产结构				
存货的减少	-78	-4	-12	-13	资产负债率	26.7%	24.6%	22.4%	20.2%
营运资本变化	-189	-62	-104	-92	现金流质量				
其他非现金部分	24	-7	-105	-45	经营净现金流/净利润	0.78	0.97	0.79	0.90
经营活动现金净流量	405	630	638	890	每股数据（元/股）				
投资活动现金净流量	-344	-180	-190	-200	每股收益	0.51	0.64	0.79	0.97
筹资活动现金净流量	117	-127	-144	-185	每股净资产	2.90	3.38	3.99	4.73
现金流量净额	177	323	304	505					

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，2017 年 6 月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>