

恩华药业 (002262)

公司研究/点评报告

老产品保持稳定增长, 二线品种有望高速增长, 工业板块保持稳定增长

—恩华药业 2020 年 1 季报点评

点评报告/医药

2020 年 04 月 27 日

一、事件概述

公司公布 2020 年 1 季报和 2020 半年报业绩预告, 1 季度实现收入 7.38 亿元, 同比下降 29.73%, 实现归属于上市公司净利润 1.38 亿, 同比上升 9.62%, 归属于上市公司扣非净利润 1.39 亿元, 实现同比增长 10.47%。预计 2020 年 1-6 月归母净利润同比增长 10%-30%。

二、分析与判断

➤ 老产品保持稳定增长, 二线品种有望高速增长, 整体工业板块保持稳定增长

1 季度营业收入下降 29.73%, 主要因为原控股子公司江苏恩华和润医药公司退出合并范围影响, 以及 1 季度受疫情影响医院就诊率下降, 导致销售收入有所下降。根据 PDB 样本医院数据, 2019 年老产品力月西和福尔利保持近快速增长 (增速+20%左右), 镇痛药瑞芬太尼实现 80% 以上增长, 精神类阿立哌唑实现 150% 以上快速增长, 度洛西汀 50% 高速增长。右美托咪啶受集采影响预计增速下滑。老产品力月西和福尔利继续受益于新适应症推广和老年人手术量增加, 我们预计 2020 年继续保持近 20% 的增长, 镇痛药瑞芬太尼销售收入基数小, 有望借助公司镇静药搭建好的销售渠道继续实现放量保持快速增长 (预计+40%-50%), 精神类阿立哌唑、度洛西汀处方加密阶段, 有望继续保持高速增长 (预计+30%-50%)。预计公司整体工业板块收入接下来继续保持稳定增长。

➤ 在研品种逐步进入收获期, 提供长期增长潜力。

公司聚焦中枢神经领域, 储备品种丰富, 根据公司公告, 戊乙奎醚已于 2020 年 1 月获批上市。通过跟踪药品审评中心审评状态, 地佐辛、舒芬太尼、羟考酮已提交补充资料, 普瑞巴林申报生产, 有望在 2020 年逐步获批, 一致性评价产品右美、咪达唑仑、氯硝西洋、加巴喷丁已提交补充申请。创新品种 TRV-130 美国申报 NDA。

三、投资建议

原控股子公司江苏恩华和润医药公司退出合并范围影响, 2020 年收入同比下降, 净利润基本不受影响, 我们预计 2020-2022 年净利润分别为 7.74 亿、9.63 亿、11.45 亿元, 同比增速分别为 16.7%、24.4%、19.0%, 2020-2022EPS 分别为 0.76 元、0.94 元、1.12 元, 对应当前股价分别为 17.7 倍、14.2 倍和 12.0 倍 PE, 带量采购之后, 公司估值中枢在 20 倍左右, 首次覆盖, 给予“推荐”的投资评级。

四、风险提示:

二线品种销量不及预期, 集采负面影响超预期, 销售费用投入过高导致业绩不及预期风险, 研发不及预期风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,149	3,190	3,842	4,502
增长率 (%)	7.5	-23.1	20.4	17.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	663	774	963	1,145
增长率 (%)	26.4	16.7	24.4	19.0
每股收益 (元)	0.66	0.76	0.94	1.12
PE (现价)	20.3	17.7	14.2	11.9
PB	3.8	3.1	2.6	2.1

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

推荐

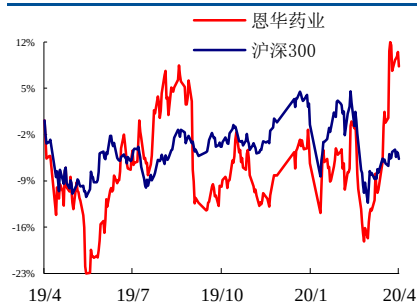
首次覆盖

当前价格: 13.41 元

交易数据 2020-4-24

近 12 个月最高/最低 (元)	13.87/9.54
总股本 (百万股)	1,019
流通股本 (百万股)	887
流通股比例 (%)	87.01
总市值 (亿元)	137
流通市值 (亿元)	119

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 盛丽华

执业证号: S0100519110002

电话: 021-60876730

邮箱: shenglihua@mszq.com

分析师: 孙建

执业证号: S0100519020002

电话: 021-60876703

邮箱: sunjian@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,149	3,190	3,842	4,502
营业成本	1,551	479	538	630
营业税金及附加	48	28	34	40
销售费用	1,470	1,595	1,921	2,206
管理费用	180	160	177	203
研发费用	189	191	231	270
EBIT	711	737	942	1,153
财务费用	(10)	(11)	(15)	(19)
资产减值损失	(10)	0	0	0
投资收益	47	100	100	100
营业利润	771	874	1,089	1,303
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	767	894	1,114	1,328
所得税	110	129	160	193
净利润	657	765	954	1,136
归属于母公司净利润	663	774	963	1,145
EBITDA	801	839	1,042	1,256
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1821	2404	3073	4097
应收账款及票据	554	650	747	864
预付款项	39	16	17	21
存货	345	146	165	199
其他流动资产	92	92	92	92
流动资产合计	3004	3424	4259	5350
长期股权投资	21	121	221	321
固定资产	838	984	1127	1230
无形资产	106	89	73	61
非流动资产合计	1198	1364	1535	1653
资产合计	4202	4788	5794	7003
短期借款	38	38	38	38
应付账款及票据	128	83	92	104
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	516	337	389	463
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	81	81	81	81
非流动负债合计	81	81	81	81
负债合计	597	418	470	544
股本	1019	1019	1019	1019
少数股东权益	(16)	(25)	(34)	(43)
股东权益合计	3605	4370	5324	6459
负债和股东权益合计	4202	4788	5794	7003

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	7.5	-23.1	20.4	17.2
EBIT 增长率	18.4	3.7	27.7	22.4
净利润增长率	26.4	16.7	24.4	19.0
盈利能力				
毛利率	62.6	85.0	86.0	86.0
净利润率	16.0	24.3	25.1	25.4
总资产收益率 ROA	15.8	16.2	16.6	16.3
净资产收益率 ROE	18.3	17.6	18.0	17.6
偿债能力				
流动比率	5.8	10.1	10.9	11.6
速动比率	5.2	9.7	10.5	11.1
现金比率	3.7	7.3	8.1	9.0
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	61.3	75.0	70.0	72.5
存货周转天数	87.7	75.0	370.0	360.0
总资产周转率	1.0	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.8	0.9	1.1
每股净资产	3.6	4.3	5.3	6.4
每股经营现金流	0.3	0.7	0.8	1.1
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	20.3	17.7	14.2	11.9
PB	3.8	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA	12.0	11.0	8.4	6.3
股息收益率	0.7	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	657	765	954	1,136
折旧和摊销	100	102	101	103
营运资金变动	(432)	(16)	(114)	6
经营活动现金流	285	734	817	1,122
资本开支	160	148	147	96
投资	(6)	0	0	0
投资活动现金流	185	(148)	(147)	(96)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	26	0	0	0
筹资活动现金流	(56)	(2)	(2)	(2)
现金净流量	414	583	669	1,024

分析师简介

盛丽华，2年医药产业经验，4年医药行研从业经验，2019年11月加入民生证券。

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。