

2020年04月28日

诚意药业（603811.SH）

公司快报

19年业绩基本符合预期，二季度销售有望加速

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2019 年年报，2019 年实现营业收入 6.81 亿元，同比增长 24.82%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 35.58%；实现扣非净利润 1.21 亿元，同比增长 26.39%；EPS 为 1.10 元/股；经营性现金流为 1.81 亿元，同比增长 34.78%，公司资金情况良好；2019 年公司业绩基本符合预期。公司同时公布一季报，公司一季度收入为 1.52 亿元，同比上升 3.85%；归母净利润为 0.24 亿元，同比上升 1.54%；扣非净利润为 0.25 亿元，同比上升 8.28%。因公司超过 90%的收入来自国内市场，公司一季度受到新冠肺炎疫情影响较大，收入保持略微增长。随着国内疫情的缓解，公司二季度业绩有望开始复苏，公司氨糖类、利尿类和维生素类三大药物有望恢复高增速；公司海外业务占比不足 10%，海外疫情加剧对公司业绩影响较小。

◆ **公司三大核心产品稳步提升，产品结构优化带动毛利率快速提升：分产品看，**公司加强对高附加值的关节类、利尿类、维生素类制剂产品的销售力度，制剂类产品收入增速快，实现收入 5.06 亿元，同比增长 48.72%，制剂收入占比进一步提升至 74.37%，产品结构持续优化；原料药实现收入 1.31 亿元，同比下降 10.03%，主要系安神补脑类产品因医保调整销量下降所致；中间体及其他产品实现收入 4328 万元，同比下降 24.94%，主要因为嘌呤类产品竞争激烈，价格走低，销量减少。**分治疗领域来看，**三大主要产品中关节类产品（主要为公司核心产品盐酸氨基葡萄糖）实现收入 2.14 亿元，同比增长 37.91%；利尿类药物（主要为托拉塞米）实现收入 1.18 亿元，同比增长 14.40%；维生素类药物实现收入 1.65 亿元，同比增长 148.50%。**利润端来看，**公司整体毛利率同比上升 8.82 个百分点达到 73.12%，主要因为公司进一步推行制剂原料药一体化带来的产品结构优化，特别是维生素类高毛利产品（毛利 94.4%）的快速增长。销售费用率增长 8.6 个百分点到 38.4%，主要因为公司加强药品，尤其是制剂的学术推广、市场开发、市场管理和市场维护工作等；管理费用率（含研发）下降 0.6 个百分点到 12.16%，保持合理水平；因公司现金流充沛，公司财务费用率为-0.07%。综合来看，公司净利润率同比上升 2.1 个百分点到 19.9%，盈利能力稳定增长。

◆ **氨糖产品空间广阔，收入增长较快，一致性评价等研发再加速：**公司核心产品盐酸氨基葡萄糖市场空间大，产品增速快，营销网络持续深耕，带动公司业绩加速增长。盐酸氨基葡萄糖作为公司核心产品，不同于其他抗炎止痛药，针对骨关节炎病因，修复退变软骨，从根本上抑制致病机理，对关节炎能起到良好的治疗效果，并且副作用较小。盐酸氨基葡萄糖在欧美国家大量用于治疗早期关节炎，维持关节健康，为知名关节、骨头保健类产品 MoveFree(骨维力)、GNC 等主要成分。国内 60 岁以上人口的比例 2017 年为 17.3%，远高于世界平均水平的 12.3%，人数达到 2 亿人以上，并在逐年增加。随着老龄化问题的不断加重，关节炎患者将指数上升，盐酸氨基葡萄糖市场前景广阔，根据南方所估计，市场增速不低于 20%。除去行业因素，公司大力推广核心产品，持续优化营销渠道，通过精选各级区域经销商，不断

医药 | 化学制剂 III

投资评级

买入-A(维持)

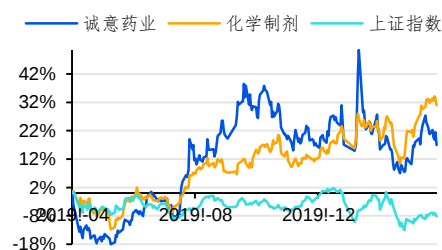
股价(2020-04-24)

25.18 元

交易数据

总市值（百万元）	3,003.47
流通市值（百万元）	3,003.47
总股本（百万股）	119.28
流通股本（百万股）	119.28
12 个月价格区间	17.34/33.52 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.34	5.56	32.17
绝对收益	4.66	-0.08	23.17

分析师

周新明
SAC 执业证书编号：S0910519070001
zhouxinming@huajinsc.cn
021-20377037

分析师

王睿
SAC 执业证书编号：S0910519080003
wangrui@huajinsc.cn
021-20377036

相关报告

诚意药业：增速略微放缓，产品结构持续优化 2019-10-29

诚意药业：Q2 收入和利润增速大幅提升，核心产品持续高增长 2019-08-22

诚意药业：业绩持续高增长，价值有望重估 2019-08-13

做深做细产品的学术推广与企业品牌，加大高附加值制剂产品销售力度，公司重点品种盐酸氨基葡萄糖制剂等产品实现量价齐升。**研发方面**，公司积极铺设研发管线，在研产品达 20 余种，聚焦于新产品海洋药物、老年用药、抗肿瘤药物等；今年有 4 个技术转让产品获批；2 个品种发补；4 个品种申报，其中 3 个获批一致性评价，重点品种盐酸氨基葡萄糖胶囊已获批。公司新产品有望带动新领域的收入增长。

◆ **投资建议：**预计公司 2020-2022 年的收入分别为 8.31 亿元、10.93 亿元、13.59 亿元，增速分别为 21.9%、31.6%、24.3%；净利润分别为 1.68 亿元、2.40 亿元、3.05 亿元，增速分别为 27.7%、43.0%、27.3%；每股收益分别为 1.41、2.01 和 2.56 元，当前股价对应估值分别为 17.9X、12.5X、9.8X。我们认为公司核心产品氨基葡萄糖受益于营销改革等因素正处于放量期，原料药制剂一体化竞争优势显著，维持“买入-A”的投资评级。

◆ **风险提示：**氨糖销售不达预期；疫情影响超预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	546	681	831	1,093	1,359
YoY(%)	60.1	24.8	21.9	31.6	24.3
净利润(百万元)	97	131	168	240	305
YoY(%)	40.0	35.6	27.7	43.0	27.3
毛利率(%)	64.3	73.1	74.4	75.6	76.7
EPS(摊薄/元)	0.81	1.10	1.41	2.01	2.56
ROE(%)	14.5	17.0	17.9	21.0	21.5
P/E(倍)	31.0	22.9	17.9	12.5	9.8
P/B(倍)	4.5	4.0	3.2	2.7	2.1
净利率(%)	17.8	19.3	20.2	21.9	22.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	344	317	439	631	799	营业收入	546	681	831	1093	1359
现金	178	141	195	351	455	营业成本	195	183	213	267	317
应收票据及应收账款	49	45	70	82	106	营业税金及附加	7	5	10	13	15
预付账款	16	7	21	15	30	营业费用	167	267	321	410	519
存货	91	98	122	154	174	管理费用	43	53	65	86	107
其他流动资产	9	26	31	28	33	研发费用	26	30	31	45	55
非流动资产	472	663	706	806	906	财务费用	-2	-3	-2	-5	-7
长期投资	26	24	24	23	23	资产减值损失	2	-5	0	0	0
固定资产	178	383	444	542	632	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	35	33	32	33	34	投资净收益	4	0	3	3	3
其他非流动资产	233	223	206	209	217	营业利润	113	154	195	280	356
资产总计	816	980	1146	1437	1704	营业外收入	3	0	3	3	2
流动负债	138	202	200	285	277	营业外支出	2	2	1	2	2
短期借款	0	10	10	10	10	利润总额	113	153	196	281	356
应付票据及应付账款	35	84	54	119	87	所得税	15	22	28	41	51
其他流动负债	103	108	135	156	180	税后利润	97	131	168	240	305
非流动负债	5	9	9	9	9	少数股东损益	0	-0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	97	131	168	240	305
其他非流动负债	5	9	9	9	9	EBITDA	127	172	229	320	404
负债合计	142	211	209	294	286	主要财务比率					
少数股东权益	13	12	12	13	13	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	119	119	119	119	119	成长能力					
资本公积	353	353	353	353	353	营业收入(%)	60.1	24.8	21.9	31.6	24.3
留存收益	189	284	399	567	797	营业利润(%)	43.0	36.9	26.3	43.8	27.1
归属母公司股东权益	661	757	924	1130	1406	归属于母公司净利润(%)	40.0	35.6	27.7	43.0	27.3
负债和股东权益	816	980	1146	1437	1704	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	64.3	73.1	74.4	75.6	76.7
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	17.8	19.3	20.2	21.9	22.5
经营活动现金流	134	181	130	329	281	ROE(%)	14.5	17.0	17.9	21.0	21.5
净利润	97	131	168	240	305	ROIC(%)	14.0	16.5	17.4	20.3	20.8
折旧摊销	20	23	37	47	59	偿债能力					
财务费用	-2	-3	-2	-5	-7	资产负债率(%)	17.5	21.6	18.2	20.5	16.8
投资损失	-4	-0	-3	-3	-3	流动比率	2.5	1.6	2.2	2.2	2.9
营运资金变动	19	21	-70	50	-73	速动比率	1.7	0.9	1.4	1.5	2.1
其他经营现金流	5	8	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	7	-182	-77	-144	-155	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
筹资活动现金流	-44	-31	2	-29	-22	应收账款周转率	11.7	14.5	14.5	14.5	14.5
每股指标 (元)						应付账款周转率	7.0	3.1	3.1	3.1	3.1
每股收益(最新摊薄)	0.81	1.10	1.41	2.01	2.56	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	1.52	1.09	2.76	2.36	P/E	31.0	22.9	17.9	12.5	9.8
每股净资产(最新摊薄)	5.54	6.34	7.75	9.48	11.79	P/B	4.5	4.0	3.2	2.7	2.1
						EV/EBITDA	22.3	16.8	12.4	8.4	6.4

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

周新明、王睿声明，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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn