

2020年07月31日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

21

恩华药业(002262.SZ)

Buy 买入

疫情期间业绩稳健增长，互联网医疗平台好欣晴将启动 IPO

结论与建议：

公司基本资讯

產業別	医药生物		
A 股价(2020/7/30)	17.74		
深证成指(2020/7/30)	13466.85		
股價 12 個月高/低	18.45/9.85		
總發行股數(百萬)	1019.13		
A 股數(百萬)	889.86		
A 市值(億元)	157.86		
主要股東	徐州恩华投资有限公司(34.75%)		
每股淨值(元)	3.83		
股價/賬面淨值	4.63		
	一个月	三个月	一年
股價漲跌(%)	11.6	23.5	48.6

近期評等

日期	收盤價	評級
2020-04-27	10.72	买入

產品組合

商業醫藥	35.8%
麻醉類	32.5%
精神類	22.5%
神經類	3.3%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	2.0%
一般法人	38.4%

股價相對大盤走勢



➤ **公司业绩：**公司 2020H1 实现营收 14.8 亿元，YOY-29.3%，录得净利润 3.5 亿元，YOY+9.6%（扣非后净利 YOY+10.0%）。公司业绩处于预告范围下限附近，基本符合预期。分季度来看，公司 Q1/Q2 分别实现营收 7.4 亿元和 7.5 亿元，YOY 分别-29.7%和-28.9%，录得净利润分别为 1.4 亿元和 2.1 亿元，YOY 分别+9.6%和+9.7%。公司同时预计 2020 年前三季度净利同比增长 10%至 30%，以此测算，公司 Q3 单季度净利为 2.2 亿至 3.2 亿元，YOY+11%至 63%。

➤ **剥离医药商业影响营收增速，医药工业实际受疫情影响较少：**（1）公司 2020H1 营收同比大幅下滑主要是由于 2019 年 12 月剥离医药商业业务所致，并且受益于低毛利低费用的商业业务的剥离，公司 2020H1 的综合毛利率同比提升 16.6 个百分点至 75.7%，期间费用率也同比增加 6.9 个百分点至 46.0%。（2）单看医药工业业务，营收端实际同比下滑 4.5%，毛利率同比下降 1 个百分点至 83.7%，疫情的影响有限。其中麻醉类受疫情影响较多叠加右美托咪定集采影响，营收同比下降 21.7%，精神类及神经类药物受影响相对较小，并且公司在疫情期间充分发挥好欣晴互联网医疗平台的优势，这两块业务营收分别同比增长 12.4%和 13.2%。原料药业务营收同比增长 27.4%，表现相对较好。我们预计后续随着医院手术量的恢复，下半年公司麻醉类产品收入将逐步恢复至增长，精神类和神经类药物销售增速也将会逐步提升。

➤ **研发投入增加，一致性评价及新药研发工作稳步推进：**公司 2020H1 研发投入 1.0 亿元，YOY+32.1%，增速有所提升。公司目前共有 14 个一致性评价项目，其中 7 个项目已申报并获 CDE 受理（盐酸右美托咪定注射液、咪达唑仑注射液、氯硝西泮片、注射用盐酸瑞芬太尼、阿立哌唑片、舒必利片、盐酸戊乙奎醚注射液），利培酮片、氯氮平片、加巴喷丁胶囊已通过一致性评价。在研仿制药项目 35 个，其中 7 个项目已申报生产并获 CDE 受理（地佐辛注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸羟考酮注射液、普瑞巴林胶囊、盐酸阿芬太尼注射液、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、盐酸咪达唑仑糖浆），预计下半年至明年可陆续获批，依托咪酯中/长链脂肪乳注射液即将申报生产，盐酸戊乙奎醚注射液已获生产批件。在研创新药项目 11 个，2 个项目已获批临床，还有 4 个预计将在下半年和明年陆续进入临床。我们认为公司仿制药及创新药研发工作稳步推进，将保障公司业绩的稳健增长。

➤ **好欣晴将启动上市工作，将对公司估值产生正面影响：**随着互联网医院政策的逐渐落实推广，好欣晴业务得以迅速发展。截止 2020 年 6 月底，江苏好欣晴平台注册精神科已认证医生超过 2.9 万名，注册用户超过 376 万人，2020 年上半年服务患者达 35.47 万人次，2020H1 平台线上交易额（GMV）达 2.41 亿元，并在 2020 年 5 月份完成了 1.25 亿元人民币的融资，进一步奠定了其在精神心理互联网医疗的行业领头地位。2020 年下半年，江苏好欣晴将启动上市工作（IPO），预计将会对公司估值产生正面影响。

➤ **盈利预计：**我们预计公司 2020、2021 年分别实现净利润 7.96 亿元、9.71 亿元，YOY 分别增长 20.0%、22.0%，EPS 分别为 0.78 元/0.95 元，对应 PE 分别为 23 倍和 19 倍。考虑到疫情后公司各业务的恢复以及下半年至明年仿制药大品种的陆续上市，我们看好公司的后续发展，此外好欣晴的上市也将有利于公司估值得提升，我们维持“买入”的投资建议。

➤ **风险提示：**带量采购影响超预期；新品上市及销售不及预期，疫情影响超预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020F	2021F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	395	525	663	796	971
同比增减	%	27.41	32.99	26.39	20.00	22.02
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.39	0.52	0.66	0.78	0.95
同比增减	%	-20.36	32.27	27.59	18.24	22.02
市盈率(P/E)	X	45.36	34.29	26.88	22.73	18.63
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.06	0.10	0.09	0.11
股息率 (Yield)	%	0.28	0.34	0.56	0.53	0.64

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

人民币百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	3394	3858	4149	3590	4298
经营成本	1766	1692	1551	622	731
营业税金及附加	38	49	48	45	52
销售费用	941	1193	1470	1521	1973
管理费用	232	152	180	162	189
财务费用	-6	-15	-10	-16	-17
资产减值损失	21	34		8	8
投资收益	-1	-5	47	3	0
营业利润	446	610	771	915	1113
营业外收入	2	2	2	3	0
营业外支出	3	4	6	7	5
利润总额	445	608	767	910	1108
所得税	70	89	110	125	161
少数股东损益	-19	-6	-6	-11	-24
归母净利润	395	525	663	796	971

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
货币资金	790	972	1821	2094	2408
应收账款	652	859	554	275	330
存货	362	410	345	328	312
流动资产合计	2258	2911	3003	3604	4325
长期股权投资	14	18	21	27	35
固定资产	716	766	838	922	1014
在建工程	83	77	61	73	88
非流动资产合计	1044	1119	1198	1128	1297
资产总计	3302	4030	4202	4732	5622
流动负债合计	742	984	516	119	143
非流动负债合计	98	91	81	84	87
负债合计	840	1075	597	203	230
少数股东权益	9	-1	-16	-68	-361
股东权益合计	2452	2956	3621	4597	5753
负债及股东权益合计	3302	4030	4202	4732	5622

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动所得现金净额	452	405	306	376	414
投资活动所用现金净额	-296	-344	185	-35	-65
融资活动所得现金净额	-77	117	-56	-50	-50
现金及现金等价物净增加额	79	177	435	291	299

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料 and 意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。