

## 疫情影响持续减轻，经营逐季向好

### 投资要点

- **业绩总结：**公司 2020 年前三季度实现营业收入 23.7 亿元，同比增速-25.7%；实现归母净利润 5.7 亿元，同比增长 9.7%；扣非后净利润 5.7 亿元，同比增长 10.2%；公司给予 2020 年全年净利润预期值为 7.3-8.6 亿元，同比增速区间为 10%-30%。
- **疫情影响逐步减小，经营逐季向好。**2020Q3 实现营收与归母净利润分别为 8.9 亿、2.2 亿元，同比增速为-18.9%、9.9%，前三季收入下滑幅度逐季收窄，经营持续向好。前三季收入下滑主要系：1) 原控股子公司江苏恩华和润医药有限公司退出合并范围；2) 新冠疫情影响，导致全国医院门诊手术量大幅下滑，对麻醉类药物需求造成下滑影响，其中 Q3 市场需求已经基本恢复正常。除与临床手术高度相关的麻醉类下滑外，以口服为主的精神类与神经类收入则同比增长，主要原因为口服药物市场受疫情影响相对较小。2020 前三季，销售费用率为 35.4%，高于去年同期 3.5 个百分点，主要系商业收入下滑导致公司收入结构变化所致；管理费用率为 4%，低于去年同期 0.2 个百分点，较为稳定。
- **研发投入持续增长，各项目有序进行。**2020 前三季公司研发投入 1.7 亿元，同比增长 36.9%，围绕着中枢神经类药物布局新品种研发工作，仿制药与创新药研发共同推进。一致性评价项目：已申报 7 个项目（盐酸右美托咪定注射液、咪达唑仑注射液、氯硝西洋片、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）。仿制药项目：已申报生产项目 7 个（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）。创新药项目 11 个：2 个项目获 1 类新药临床批件（TRV130 注射液、CY150112 片）；1 类新药 H04 已完成主要的临床前实验，预计 2020 年底申报 IND；3 个项目正在进行系统的临床前研究，预计 2021 年申报 IND；另有 5 个项目处于候选药物研究阶段。从短期来看，仿制药研发与一致性评价是公司当前研发的首要任务，创新药研发对公司中长期发展储备核心竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.78 元、0.95 元、1.18 元，对应 PE 分别为 20、16、13 倍。疫情短期对公司影响有限，公司在营销改革和产品进入新版医保的推动作用下，精神类与神经类药物维持较高速的稳定增长，新产品研发不断推进，维持“买入”评级。
- **风险提示：**带量采购导致产品大幅降价、药品研发进度不达预期等风险。

| 指标/年度          | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 4149.31 | 3669.09 | 4252.45 | 4909.70 |
| 增长率            | 7.55%   | -11.57% | 15.90%  | 15.46%  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 663.31  | 795.36  | 971.58  | 1203.50 |
| 增长率            | 26.39%  | 19.91%  | 22.16%  | 23.87%  |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.65    | 0.78    | 0.95    | 1.18    |
| 净资产收益率 ROE     | 18.23%  | 18.26%  | 18.62%  | 19.10%  |
| PE             | 24      | 20      | 16      | 13      |
| PB             | 4.44    | 3.71    | 3.09    | 2.55    |

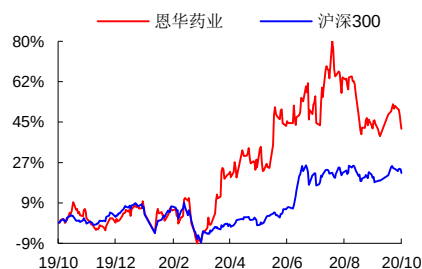
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
 执业证号: S1250520030002  
 电话: 021-68416017  
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈进  
 执业证号: S1250517100002  
 电话: 021-68416017  
 邮箱: cj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 10.19       |
| 流通 A 股(亿股)   | 8.90        |
| 52 周内股价区间(元) | 10.14-20.02 |
| 总市值(亿元)      | 160.10      |
| 总资产(亿元)      | 44.32       |
| 每股净资产(元)     | 3.83        |

### 相关研究

1. 恩华药业 (002262): 疫情短期影响不改成长趋势 (2020-07-31)
2. 恩华药业 (002262): 工业增长稳健, 非麻醉类增速明显 (2020-03-29)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          | 现金流量表（百万元）        | 2019A         | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 4149.31        | 3669.09        | 4252.45        | 4909.70        | 净利润               | 657.07        | 787.36         | 965.58         | 1197.50        |
| 营业成本          | 1551.22        | 814.27         | 900.44         | 997.24         | 折旧与摊销             | 89.98         | 127.00         | 133.25         | 137.78         |
| 营业税金及附加       | 47.76          | 43.43          | 50.42          | 57.90          | 财务费用              | -10.50        | -7.59          | -12.21         | -16.16         |
| 销售费用          | 1469.80        | 1405.26        | 1615.93        | 1841.14        | 资产减值损失            | -9.74         | 15.00          | 15.00          | 15.00          |
| 管理费用          | 180.46         | 476.98         | 552.82         | 613.71         | 经营营运资本变动          | 640.87        | 31.43          | -81.25         | -90.64         |
| 财务费用          | -10.50         | -7.59          | -12.21         | -16.16         | 其他                | -1061.71      | -14.15         | -15.02         | -15.13         |
| 资产减值损失        | -9.74          | 15.00          | 15.00          | 15.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>305.97</b> | <b>939.05</b>  | <b>1005.36</b> | <b>1228.35</b> |
| 投资收益          | 47.43          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -105.00       | -40.00         | -40.00         | -40.00         |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 290.12        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>185.12</b> | <b>-40.00</b>  | <b>-40.00</b>  | <b>-40.00</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>770.80</b>  | <b>921.74</b>  | <b>1130.05</b> | <b>1400.87</b> | 短期借款              | -279.33       | -38.00         | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | -3.70          | -2.53          | -2.79          | -2.85          | 长期借款              | 0.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>767.10</b>  | <b>919.20</b>  | <b>1127.27</b> | <b>1398.02</b> | 股权融资              | 26.58         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 110.02         | 131.84         | 161.68         | 200.52         | 支付股利              | -61.18        | -77.32         | -92.71         | -113.26        |
| 净利润           | 657.07         | 787.36         | 965.58         | 1197.50        | 其他                | 257.56        | 5.24           | 12.21          | 16.16          |
| 少数股东损益        | -6.23          | -8.00          | -6.00          | -6.00          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-56.36</b> | <b>-110.08</b> | <b>-80.51</b>  | <b>-97.10</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 663.31         | 795.36         | 971.58         | 1203.50        | <b>现金流量净额</b>     | <b>434.63</b> | <b>788.97</b>  | <b>884.85</b>  | <b>1091.26</b> |
|               |                |                |                |                |                   |               |                |                |                |
| 资产负债表（百万元）    | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          | 财务分析指标            | 2019A         | 2020E          | 2021E          | 2022E          |
| 货币资金          | 1820.81        | 2609.78        | 3494.63        | 4585.89        | <b>成长能力</b>       |               |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 618.65         | 688.47         | 773.34         | 871.07         | 销售收入增长率           | 7.55%         | -11.57%        | 15.90%         | 15.46%         |
| 存货            | 345.48         | 179.19         | 198.56         | 220.42         | 营业利润增长率           | 26.38%        | 19.58%         | 22.60%         | 23.97%         |
| 其他流动资产        | 218.50         | 151.43         | 164.38         | 178.97         | 净利润增长率            | 26.56%        | 19.83%         | 22.64%         | 24.02%         |
| 长期股权投资        | 20.91          | 20.91          | 20.91          | 20.91          | EBITDA 增长率        | 26.06%        | 22.45%         | 20.16%         | 21.69%         |
| 投资性房地产        | 41.43          | 41.43          | 41.43          | 41.43          | <b>获利能力</b>       |               |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 898.96         | 815.08         | 724.95         | 630.29         | 毛利率               | 62.61%        | 77.81%         | 78.83%         | 79.69%         |
| 无形资产和开发支出     | 106.19         | 103.45         | 100.71         | 97.96          | 三费率               | 39.52%        | 51.09%         | 50.71%         | 49.67%         |
| 其他非流动资产       | 130.57         | 130.19         | 129.80         | 129.42         | 净利率               | 15.84%        | 21.46%         | 22.71%         | 24.39%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>4201.50</b> | <b>4739.92</b> | <b>5648.72</b> | <b>6776.36</b> | ROE               | 18.23%        | 18.26%         | 18.62%         | 19.10%         |
| 短期借款          | 38.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 15.64%        | 16.61%         | 17.09%         | 17.67%         |
| 应付和预收款项       | 279.68         | 242.59         | 267.50         | 298.53         | ROIC              | 28.92%        | 41.33%         | 52.19%         | 62.84%         |
| 长期借款          | 0.23           | 0.23           | 0.23           | 0.23           | EBITDA/销售收入       | 20.49%        | 28.38%         | 29.42%         | 31.01%         |
| 其他负债          | 278.77         | 184.59         | 195.60         | 207.97         | <b>营运能力</b>       |               |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>596.68</b>  | <b>427.41</b>  | <b>463.33</b>  | <b>506.74</b>  | 总资产周转率            | 1.01          | 0.82           | 0.82           | 0.79           |
| 股本            | 1019.39        | 1019.39        | 1019.39        | 1019.39        | 固定资产周转率           | 5.17          | 4.50           | 5.63           | 7.33           |
| 资本公积          | 154.75         | 154.75         | 154.75         | 154.75         | 应收账款周转率           | 5.87          | 6.17           | 6.30           | 6.46           |
| 留存收益          | 2508.63        | 3226.68        | 4105.54        | 5195.79        | 存货周转率             | 4.06          | 3.07           | 4.68           | 4.68           |
| 归属母公司股东权益     | 3620.68        | 4336.37        | 5215.24        | 6305.48        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 108.03%       | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | -15.86         | -23.86         | -29.86         | -35.86         | <b>资本结构</b>       |               |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3604.82</b> | <b>4312.51</b> | <b>5185.38</b> | <b>6269.63</b> | 资产负债率             | 14.20%        | 9.02%          | 8.20%          | 7.48%          |
| 负债和股东权益合计     | 4201.50        | 4739.92        | 5648.72        | 6776.36        | 带息债务/总负债          | 6.41%         | 0.05%          | 0.05%          | 0.05%          |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 5.82          | 10.47          | 12.10          | 13.75          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 5.15          | 9.95           | 11.59          | 13.23          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 9.22%         | 9.72%          | 9.54%          | 9.41%          |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |               |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.65          | 0.78           | 0.95           | 1.18           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 3.54          | 4.23           | 5.09           | 6.15           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.30          | 0.92           | 0.99           | 1.20           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.06          | 0.08           | 0.09           | 0.11           |
|               |                |                |                |                |                   |               |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |                   |               |                |                |                |
| EBITDA        | 850.28         | 1041.15        | 1251.09        | 1522.50        |                   |               |                |                |                |
| PE            | 24.14          | 20.13          | 16.48          | 13.31          |                   |               |                |                |                |
| PB            | 4.44           | 3.71           | 3.09           | 2.55           |                   |               |                |                |                |
| PS            | 3.86           | 4.36           | 3.77           | 3.26           |                   |               |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 16.36          | 12.57          | 9.75           | 7.30           |                   |               |                |                |                |
| 股息率           | 0.38%          | 0.48%          | 0.58%          | 0.71%          |                   |               |                |                |                |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 杨博睿 | 销售经理    | 021-68415861  | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn      |
|    | 吴菲阳 | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹  | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593   | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105   | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 刘琦  | 销售经理    | 18612751192   | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn    |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775   | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚  | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339   | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
|    | 高妍琳 | 销售经理    | 15810809511   | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn      |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇 | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚 | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tl@swsc.com.cn       |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |