

2019年10月29日

诚意药业 (603811.SH)

公司快报

增速略微放缓，产品结构持续优化

医药 | 化学制剂 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2019-10-28)

28.04元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 3,344.61 |
| 流通市值(百万元) | 2,250.55 |
| 总股本(百万股) | 119.28 |
| 流通股本(百万股) | 80.26 |
| 12个月价格区间 | 15.16/30.44元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 6.42 | 32.96 | 44.38 |
| 绝对收益 | 8.05 | 34.16 | 59.05 |

分析师

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

分析师

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

相关报告

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

事件: 公司公布 2019 三季报: 前三季度实现营业收入 4.99 亿元, 同比增长 24.92%; 归母净利润 9916.48 万元, 同比增长 39.31%; 扣非归母净利润 9017.18 万元, 同比增长 27.50%; 经营性现金流 1.80 亿元, 同比增长 98.29%。

◆ **Q3 收入增速略微放缓, 盈利能力持续优化, 主要系公司持续推进制剂优化。** Q3 实现收入和归母净利润分别为 1.60 亿元、3089 万元, 同比增速分别为 8.19%、18.06%, 相较于上半年增速略有放缓, 主要由于中间体及其他业务下降导致。**分产品看**, Q1-Q3 制剂类产品收入 3.64 亿元, 同比增长 50.33%, 维持高增速; 原料药实现收入 1.02 亿元, 同比下降 5.7%; 中间体及其他产品实现收入 3241.9 万元, 同比下降 31.34%。**分治疗领域来看**, 两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 1.55 亿元, 同比增长 40.11%; 利尿类药物(主要为托拉塞米)实现收入 8519 万元, 同比增长 12.69%。**利润端来看**, 公司整体毛利率同比上升 13.38 个百分点达到 72.77%, 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。销售费用率增长 9.1 个百分点到 38.4%, 主要因为公司深耕销售网络布局, 加强公司药品的学术推广、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 0.2 个百分点到 10.6%, 主要系市场扩张导致的管理费用自然增长和研发投入加大所致。**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。

◆ **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。同时公司于 2018 年 10 月纵向收购福建华康药业有限公司, 使公司主要产品贯通上下游产业链, 有利于降低生产成本, 增强市场竞争力。

◆ **我们认为公司估值将进一步修复。** 公司当前对应 19 年 PE 估值 24 倍, 处于医药市场低位, 估值较上半年略修复, 基于以下原因, 我们认为公司有潜力进一步修复估值: (1) 公司核心产品盐酸氨基葡萄糖胶囊(维尔固), 正处于放量阶段, 预计未来可以持续三年给公司带来可观收入; (2) 公司制剂、原料药一体化, 在整个产业链上有优势, 盈利能力强; (3) 公司技术储备丰厚, 拥有 69 个药品生产批准文号, 拥有 4 个国家新药品种, 其中有 3 个二类新药, 1 个四类新药, 涉及多领域, 为公司未来增长打下基石; (4) 公司现金流充沛, 财务指标优秀; (5) 公司

核心产品为原料药和 OTC 药为主，受政策影响较小。

◆ **投资建议：**预计公司 2019-2021 年的收入分别为 7.01 亿元、8.96 亿元、11.29 亿元，增速分别为 28%、28%、26%；净利润分别为 1.38 亿元、1.90 亿元、2.50 亿元，增速分别为 42%、38%、32%；每股收益分别为 1.16、1.59 和 2.10 元，当前股价对应估值分别为 24.3X、17.6X、13.4X。我们认为公司核心产品氨基酸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，现金流等各项财务指标优秀，估值有望修复，维持买入-A 的投资评级。

◆ **风险提示：**氨糖销售不达预期；产品竞争加剧盈利下滑。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 主营业务收入(百万元) | 340.9 | 545.8 | 700.7 | 895.7 | 1,128.9 |
| 同比增长(%) | 6.1% | 60.1% | 28.4% | 27.8% | 26.0% |
| 营业利润(百万元) | 78.8 | 112.7 | 149.2 | 215.9 | 285.9 |
| 同比增长(%) | 4.1% | 43.0% | 32.3% | 44.7% | 32.4% |
| 净利润(百万元) | 69.2 | 96.9 | 137.8 | 189.7 | 250.1 |
| 同比增长(%) | 1.6% | 40.0% | 42.2% | 37.6% | 31.9% |
| 每股收益(元) | 0.58 | 0.81 | 1.16 | 1.59 | 2.10 |
| PE | 48.3 | 34.5 | 24.3 | 17.6 | 13.4 |
| PB | 5.6 | 5.1 | 4.5 | 3.9 | 3.4 |

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

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|--------|-------|--------|--------|---------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 340.9 | 545.8 | 700.7 | 895.7 | 1,128.9 | 年增长率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 163.2 | 194.8 | 241.2 | 303.4 | 375.4 | 营业收入增长率 | 6.1% | 60.1% | 28.4% | 27.8% | 26.0% |
| 营业税费 | 4.6 | 7.3 | 9.4 | 12.0 | 15.1 | 营业利润增长率 | 4.1% | 43.0% | 32.3% | 44.7% | 32.4% |
| 销售费用 | 45.8 | 167.2 | 212.3 | 252.7 | 311.6 | 净利润增长率 | 1.6% | 40.0% | 42.2% | 37.6% | 31.9% |
| 管理费用 | 51.9 | 43.1 | 92.8 | 116.4 | 146.8 | EBITDA 增长率 | 3.0% | 64.7% | 14.2% | 44.0% | 30.3% |
| 财务费用 | 0.4 | -1.7 | -2.6 | -2.7 | -4.0 | EBIT 增长率 | 2.9% | 73.9% | 8.2% | 45.5% | 32.2% |
| 资产减值损失 | 2.8 | 2.2 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | NOPLAT 增长率 | 2.3% | 43.8% | 31.9% | 45.5% | 32.2% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 151.3% | -19.7% | 27.4% | 20.4% | -7.5% |
| 投资和汇兑收益 | 5.4 | 4.3 | 3.9 | 4.5 | 4.2 | 净资产增长率 | 114.0% | 12.3% | 11.9% | 14.3% | 17.3% |
| 营业利润 | 78.8 | 112.7 | 149.2 | 215.9 | 285.9 | 盈利能力 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 3.5 | 0.2 | 11.4 | 5.0 | 5.5 | 毛利率 | 52.1% | 64.3% | 65.6% | 66.1% | 66.7% |
| 利润总额 | 82.3 | 112.9 | 160.6 | 220.9 | 291.4 | 营业利润率 | 23.1% | 20.7% | 21.3% | 24.1% | 25.3% |
| 减:所得税 | 13.1 | 15.5 | 22.0 | 30.3 | 40.0 | 净利润率 | 20.3% | 17.8% | 19.7% | 21.2% | 22.2% |
| 净利润 | 69.2 | 96.9 | 137.8 | 189.7 | 250.1 | EBITDA/营业收入 | 27.6% | 28.3% | 25.2% | 28.4% | 29.4% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 22.8% | 24.8% | 20.9% | 23.8% | 25.0% |
| 资产负债表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 资产负债率 | 10.9% | 17.5% | 17.0% | 12.4% | 17.0% |
| 货币资金 | 73.7 | 177.9 | 192.1 | 184.3 | 370.3 | 负债权益比 | 12.2% | 21.1% | 20.5% | 14.2% | 20.5% |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 6.59 | 2.50 | 2.51 | 3.68 | 3.20 |
| 应收帐款 | 38.7 | 43.7 | 50.0 | 60.2 | 67.1 | 速动比率 | 5.60 | 1.83 | 1.76 | 2.40 | 2.33 |
| 应收票据 | 5.9 | 5.1 | 8.6 | 8.2 | 10.7 | 利息保障倍数 | 213.26 | -81.72 | -55.39 | -79.25 | -71.11 |
| 预付帐款 | 4.9 | 16.3 | 4.8 | 21.0 | 14.2 | 营运能力 | | | | | |
| 存货 | 70.2 | 91.4 | 113.9 | 152.1 | 178.1 | 固定资产周转天数 | 127 | 99 | 109 | 108 | 96 |
| 其他流动资产 | 273.8 | 9.3 | 10.3 | 10.3 | 10.3 | 流动营业资本周转天数 | 188 | 116 | 17 | 34 | 34 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 342 | 267 | 186 | 164 | 173 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 39 | 27 | 24 | 22 | 20 |
| 长期股权投资 | 26.1 | 26.2 | 26.2 | 26.2 | 26.2 | 存货周转天数 | 65 | 53 | 53 | 53 | 53 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 总资产周转天数 | 548 | 491 | 443 | 380 | 351 |
| 固定资产 | 121.9 | 178.1 | 244.4 | 291.7 | 310.8 | 投资资本周转天数 | 379 | 306 | 241 | 233 | 194 |
| 在建工程 | 17.1 | 139.8 | 176.2 | 137.4 | 125.9 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 28.7 | 34.9 | 35.6 | 37.5 | 38.6 | 销售费用率 | 13.4% | 30.6% | 30.3% | 28.2% | 27.6% |
| 其他非流动资产 | 11.9 | 93.2 | 46.1 | 54.7 | 65.3 | 管理费用率 | 15.2% | 7.9% | 13.2% | 13.0% | 13.0% |
| 资产总额 | 673.0 | 816.0 | 908.3 | 983.5 | 1,217.5 | 财务费用率 | 0.1% | -0.3% | -0.4% | -0.3% | -0.4% |
| 短期债务 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 28.8% | 38.2% | 43.2% | 40.9% | 40.2% |
| 应付帐款 | 46.7 | 22.3 | 93.7 | 46.9 | 115.6 | 投资回报率 | | | | | |
| 应付票据 | - | 12.6 | 3.4 | 6.0 | 9.5 | ROE | 11.5% | 14.7% | 18.6% | 22.4% | 25.1% |
| 其他流动负债 | 24.1 | 102.6 | 54.4 | 65.6 | 78.1 | ROA | 10.3% | 11.9% | 15.3% | 19.4% | 20.6% |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | ROIC | 32.6% | 18.6% | 30.6% | 35.0% | 38.4% |
| 其他非流动负债 | 2.5 | 4.9 | 3.3 | 3.6 | 3.9 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 73.4 | 142.4 | 154.7 | 122.1 | 207.1 | DPS(元) | 0.30 | 0.30 | 0.49 | 0.69 | 0.86 |
| 少数股东权益 | - | 12.7 | 13.4 | 14.4 | 15.6 | 分红比率 | 51.7% | 36.9% | 42.3% | 43.7% | 41.0% |
| 股本 | 85.2 | 119.3 | 119.3 | 119.3 | 119.3 | 股息收益率 | 1.1% | 1.1% | 1.7% | 2.5% | 3.1% |
| 留存收益 | 514.4 | 541.4 | 620.9 | 727.8 | 875.4 | | | | | | |
| 股东权益 | 599.6 | 673.5 | 753.6 | 861.4 | 1,010.3 | | | | | | |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | | | | | |
| 净利润 | 69.2 | 97.4 | 137.8 | 189.7 | 250.1 | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 加:折旧和摊销 | 16.2 | 19.6 | 30.1 | 41.2 | 49.7 | EPS(元) | 0.58 | 0.81 | 1.16 | 1.59 | 2.10 |
| 资产减值准备 | 2.8 | 2.2 | - | - | - | BVPS(元) | 5.03 | 5.54 | 6.21 | 7.10 | 8.34 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PE(X) | 48.3 | 34.5 | 24.3 | 17.6 | 13.4 |
| 财务费用 | 0.7 | -0.3 | -2.6 | -2.7 | -4.0 | PB(X) | 5.6 | 5.1 | 4.5 | 3.9 | 3.4 |
| 投资损失 | -5.4 | -4.3 | -3.9 | -4.5 | -4.2 | P/FCF | -13.3 | 16.9 | 134.7 | 40.5 | 11.2 |
| 少数股东损益 | - | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 1.2 | P/S | 9.8 | 6.1 | 4.8 | 3.7 | 3.0 |
| 营运资金的变动 | -294.3 | 290.1 | 37.6 | -105.4 | 45.9 | EV/EBITDA | 24.5 | 20.0 | 17.7 | 12.3 | 8.9 |
| 经营活动产生现金流量 | 66.8 | 134.3 | 199.7 | 119.2 | 338.8 | CAGR(%) | 40.2% | 37.2% | 26.7% | 40.2% | 37.2% |
| 投资活动产生现金流量 | -304.9 | 6.7 | -129.7 | -46.9 | -54.3 | PEG | 1.2 | 0.9 | 0.9 | 0.4 | 0.4 |
| 融资活动产生现金流量 | 233.9 | -43.6 | -55.8 | -80.1 | -98.5 | ROIC/WACC | 3.1 | 1.8 | 2.9 | 3.3 | 3.7 |

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn