

Q3 净利超预期，公司加速步入增长期 买入（维持）

2020年10月28日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

021-6019979

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号：S0600520090002

zhouxm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,396	1,352	1,776	2,252
同比（%）	11.2%	-3.2%	31.4%	26.8%
归母净利润（百万元）	112	198	282	379
同比（%）	3.3%	76.7%	42.3%	34.4%
每股收益（元/股）	1.25	2.20	3.14	4.21
P/E（倍）	38.40	21.74	15.28	11.37

投资要点

- **事件：**2020年前三季度公司实现营业收入9.18亿元，同比减少13.94%；实现归母净利润1.24亿元，同比增长37.41%；扣非归母净利润1.03亿元，同比增长22.54%；经营性现金流1.81亿元，同比增长31.44%。
- **Q3 业绩环比大幅改善，公司加速步入增长期。**公司 Q3 单季度实现营业收入3.10亿元，同比减少2.73%，实现归母净利润3916万元，同比增长55.40%，业绩环比持续向好，营收、归母净利润同比增速较二季度大幅提速，分别提升14.54pt和18.44pt。2019年由于子公司江苏悦欣停产，公司中间体7-ADCA和头孢原料药生产受较大影响。20年开始，1) 江苏悦欣下半年复产，此前受影响中间体及原料药迅速恢复。2) 在制剂方面，公司存量核心品种苯磺酸左氨氯地平（钙拮抗剂类抗高血压制剂）过去稳定贡献现金流，一致性评价通过后产品将加快放量。3) alpha 酮酸则是公司另一核心产品，特色原料药独家供应国际制药巨头费森尤斯卡比，未来产能释放带动收入增长，alpha 酮酸片新型制剂未来则有望逐渐获批，为公司带来新的业绩增长点。从三季度情况看，公司业绩已加速步入高增成长期。
- **持续推动一致性评价工作，未来新制剂上市打开成长空间。**带量采购、两票制等政策深刻改变了仿制药市场竞争格局，公司坚持研发创新，历经多年通过自主研发掌握了头孢类中间体、原料药的酶法工艺、阿尔法酮酸合成等核心技术。通过持续推进一致性评价工作，公司制剂产品上市进度良好。我们预计2022年开始公司替格瑞洛片、复方α-酮酸片、艾迪骨化醇、布瓦西坦、LCZ696、碳酸镧、聚卡波非钙等产品将陆续上市。此类制剂市场空间广阔，竞争格局良好，预计未来将为公司打开广阔的增长空间。
- **毛利率大幅提升，制剂收入高占比改善销售结构，公司盈利能力加强。**2020前三季度，公司实现毛利率81.61%，同比提升9.75pt，公司自2020年开始毛利率迈入80%以上区间，主要系公司制剂产品放量，在收入结构中占比提升所致。同时公司前三季度期间费用率为65.49%，同比提升5.72pt，未来新品种制剂上市带动销售规模的增加将持续摊薄公司费用率，进一步提升公司盈利能力。
- **盈利预测与投资评级：**鉴于公司制剂快速放量，净利润提升加速，我们上调公司的盈利预测，预计2020-2022年归母净利润分别为1.98、2.82、3.79亿元，相应EPS分别为2.20、3.14、4.21元，对应PE估值分别为22、15、11倍。考虑到公司未来制剂产品广阔空间，短期产能释放及现有制剂放量仍有较大业绩弹性，未来三年盈利复合增速有望接近50%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新产品研发不及预期；主要产品未能通过一致性评价的风险；安全生产风险；行业监管及政策变动风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.90
一年最低/最高价	25.64/69.79
市净率(倍)	4.32
流通 A 股市值(百万元)	2083.68

基础数据

每股净资产(元)	11.10
资产负债率(%)	27.79
总股本(百万股)	90.00
流通 A 股(百万股)	43.50

相关研究

- 1、《昂利康 (002940)：业绩符合预期，两大核心品种增长强劲》2020-07-28
- 2、《昂利康 (002940)：业绩低点已过，特色制剂和原料药驱动公司未来三年净利润复合增速预计不低于35%》2020-07-26

昂利康三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	978	1,166	1,478	1,756	营业收入	1,396	1,352	1,776	2,252
现金	528	637	805	986	减:营业成本	375	297	408	484
应收账款	155	212	249	349	营业税金及附加	14	16	21	26
存货	139	107	231	170	营业费用	765	780	1,000	1,261
其他流动资产	156	210	193	251	管理费用	65	69	94	118
非流动资产	407	359	429	493	财务费用	-20	-12	-20	-21
长期股权投资	24	24	24	24	资产减值损失	-3	-3	-3	-4
固定资产	262	228	301	365	加:投资净收益	-14	1	0	0
在建工程	42	33	35	38	其他收益	0	0	0	0
无形资产	39	35	31	27	营业利润	155	269	387	518
其他非流动资产	40	40	39	39	加:营业外净收支	-1	2	0	1
资产总计	1,385	1,525	1,907	2,248	利润总额	154	272	387	520
流动负债	355	362	480	448	减:所得税费用	27	49	70	94
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	14	24	35	47
应付账款	76	74	132	113	归属母公司净利润	112	198	282	379
其他流动负债	279	288	348	335	EBIT	138	254	365	493
非流动负债	13	13	13	13	EBITDA	176	289	407	548
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	13	13	13	13	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	369	376	494	461	每股收益(元)	1.25	2.20	3.14	4.21
少数股东权益	51	76	111	158	每股净资产(元)	10.72	11.93	14.48	18.11
归属母公司股东权益	965	1,073	1,303	1,630	发行在外股份(百万股)	90	90	90	90
负债和股东权益	1,385	1,525	1,907	2,248	ROIC(%)	11.6%	19.2%	22.8%	24.6%
					ROE(%)	12.4%	19.4%	22.4%	23.8%
					毛利率(%)	73.1%	78.0%	77.0%	78.5%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	8.0%	14.7%	15.9%	16.8%
经营活动现金流	213	173	312	329	资产负债率(%)	26.6%	24.6%	25.9%	20.5%
投资活动现金流	-229	15	-112	-118	收入增长率(%)	11.2%	-3.2%	31.4%	26.8%
筹资活动现金流	-97	-78	-32	-31	净利润增长率(%)	3.3%	76.7%	42.3%	34.4%
现金净增加额	-113	109	168	180	P/E	38	22	15	11
折旧和摊销	38	34	41	55	P/B	4.47	4.02	3.31	2.65
资本开支	76	-48	70	63	EV/EBITDA	21.26	12.69	8.68	6.20
营运资本变动	29	-72	-26	-130					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>