

恩华药业 (002262)

二线品种招标、新进医保放量，精麻龙头再度起航

推荐 (首次)

现价: 21.44 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.nhwa-group.com
大股东/持股	徐州恩华投资有限公司 /35.09%
实际控制人/持股	孙彭生/%
总股本(百万股)	631
流通 A 股(百万股)	539
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	135.29
流通 A 股市值(亿元)	115.56
每股净资产(元)	3.32
资产负债率(%)	28.60

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

梁欢 一般从业资格编号
S0350115080004
021-20660556
LIANGHUAN025@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司公告 2017 年一季报, 报告期内实现营收 8.38 亿元, 同比增长 10.46%; 归母净利润 0.85 亿元, 同比增长 21.42%; 实现 EPS0.1353 元, 同比增长 23.67%。预计 2017 年 1-6 月归母净利润同比增长 15%-30%。

平安观点:

- **产品梯队更新，收入增长即将突破瓶颈。**一季度公司业绩符合预期，各项费用率变化主要因公司会计分类处理的调整，营业总成本在收入中的占比仍保持稳定。随着医保目录调整和新一轮招标实施，公司二线品种面临放量机遇，有望走出瓶颈期，迎来新一轮的高速发展，全年业绩预计好于一季报情况。公司是国内中枢神经系统药物细分领域的龙头企业，产品主要类别包括麻醉类、精神类和神经类，具有最全的精麻类产品线。在 2012 年之前公司在依托咪酯、咪达唑仑等老一批品种的拉动下收入保持了快速增长，2007-2012 年营收 CAGR 达到 19.76%，归母净利润 CAGR29.00%；2012 年后随着老品种进入成熟期后收入增速有所下滑，而 09 年获批的新品种未赶上上一轮招标迟迟没有放量，2013-2016 年营收 CAGR 仅为 6.18%，归母净利润 CAGR28.86%，利润增速主要来自毛利率提升。
- **精麻类行政壁垒高，精神类潜在空间巨大。**近年精麻行业整体增速在 10%-15%之间，公司增速高于行业平均水平。精麻类药品由于性质特殊，生产、供应、销售、使用等各个环节管控严格，2005 版《麻醉药品和精神药品管理条例》对麻醉药品药用原植物的种植、麻醉药品和精神药品的生产实行总量控制，同时实行定点生产制度，单方麻醉药品生产家数不超过 3 家，复方不超过 7 家；1 类精神药品不超过 5 家，2 类精神药品不超过 10 家。发达国家麻醉、精神、神经用药比例为 3: 6: 1，而在我国这一比例为 6: 3: 1，未来精神类用药还有巨大增长空间。国内面临精神类疾病发现率低、治疗率低、发病率逐年

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2767	3018	3476	4009	4632
YoY(%)	10.6	9.1	15.2	15.3	15.6
净利润(百万元)	258	310	396	530	681
YoY(%)	15.7	19.9	27.8	33.8	28.5
毛利率(%)	41.9	46.1	48.1	49.7	51.3
净利率(%)	9.3	10.3	11.4	13.2	14.7
ROE(%)	14.0	14.2	15.4	17.1	18.0
EPS(摊薄/元)	0.41	0.49	0.63	0.84	1.08
P/E(倍)	52.3	43.7	34.2	25.5	19.9
P/B(倍)	7.5	6.5	5.4	4.5	3.7

上升等问题。目前国内各类精神疾病患者有 1 亿以上，其中重度精神疾病患者超 1600 万；约 70% 的精神疾病患者尚不知自己患病，只有不足 6% 的焦虑、抑郁、药物滥用及癫痫患者寻求过治疗，而发达国家该比例达 70% 甚至更高。

- **二线新品种进入新一轮招标和医保目录后开始放量。**右美托咪定、齐拉西酮针剂新进医保目录，中标省份分别达到 16 个、10 个，其他两个潜力品种度洛西汀、阿立哌唑分别进入 10 个、7 个省份的招标。右美托咪定为新一代镇静剂，相比咪达唑仑无明显的呼吸抑制，2015 年市场规模约 10 亿元，行业增速超过 30%，目前共 4 家企业生产，公司 2016 年销售额 9000 多万元，今年有望翻倍。齐拉西酮是目前唯一对 NE、5-HT 再摄取都有抑制作用的非典型抗精神病药，疗效优越，目前市场主要有原研和公司两家生产，公司占比 45%，2016 年收入 1.1 亿元，胶囊占绝大部分，注射剂占比小增速快，同时随着注射剂型新进国家医保目录，未来有望拉动整体增速达到 20-30%。度洛西汀是一种新型双递质抗抑郁药，随着对原研的替代以及抗抑郁用药整体市场的增长，公司长期市场空间有望达到 5 亿水平，今年有望做到 7000 万规模。其他两个潜力品种瑞芬太尼（麻醉类无需招标）和阿立哌唑目前规模仅 2000 万左右，今年有望做到翻倍增长。
- **改革促进学术推广精细化，创新、首仿储备丰富。**由于精麻类用药专业性强，该领域学术推广非常重要。公司总经理孙总营销出身，非常重视销售，15 年底进行了营销改革，在原来基础上成立 3 个麻醉线事业部和 2 个精神线事业部，层级更加扁平化，激励向一线销售人员倾斜、调动其积极性。预计未来销售费用率保持平稳，销售人员数量不会太大变动，但人均销售金额会增加。研发方面，公司在研项目 50 多项，一类新药 DP-VPA、埃他卡林临床进展顺利，一类新药 NWQ-001、NWL-161 和 NWC-1006 三个项目开展了系统的临床前研究；原 3.1 类新药普瑞巴林、他喷他多、鲁拉西酮等品种临床进展顺利，此外还有多个 6 类产品处于临床或生产后期，未来三年将陆续获批。
- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**假设原有老品种咪达唑仑保持 10% 增速、依托咪酯 20% 增速、利培酮销售额保持不变，考虑公司众多二线产品新进医保目录和各省份招标进入快速放量期，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.63、0.84、1.08 元，对应市盈率估值 34.2、25.5、19.9 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示。**新品放量速度不达预期；主要产品降价风险。

正文目录

一、产品梯队更新，收入增长即将突破瓶颈	5
二、精麻类行政壁垒高，精神类潜在空间巨大	7
2.1 行业整体增速在 10%-15%之间，公司增速高于行业平均水平	7
2.2 行政壁垒高，生产严格管控	8
2.3 国内精神类疾病发现率、治疗率低，潜在空间巨大	9
三、二线新品种进入新一轮招标和医保目录后开始放量	10
3.1 右美托咪定：新进国家医保目录、16 个省份中标	10
3.2 齐拉西酮：针剂新进医保目录、10 个省份中标	11
3.3 瑞芬太尼：麻醉类无需招标，市场扩容迅速	12
3.4 度洛西汀：10 个省份中标、潜在市场+原研替代空间大	12
3.5 阿立哌唑：7 省份中标，基数小、增长迅速	13
四、营销专业程度高，改革促进学术推广精细化	14
五、专注中枢神经系统，创新、首仿储备丰富	15
六、盈利预测	15
七、风险提示	15

图表目录

图表 1	历史沿革	5
图表 2	股权结构	5
图表 3	公司主要产品领域	6
图表 4	2016 年公司营业收入构成	6
图表 5	2016 年公司毛利构成	6
图表 6	近年公司收入增长情况	7
图表 7	近年公司净利润增长情况	7
图表 8	样本医院麻醉类药品销售情况	7
图表 9	样本医院公司麻醉类药品销售情况	7
图表 10	样本医院精神类药品销售情况	8
图表 11	样本医院公司精神类药品销售情况	8
图表 12	样本医院神经类药品销售情况	8
图表 13	样本医院公司神经类药品销售情况	8
图表 14	麻醉药品和精神药品管制主要文件及内容	9
图表 15	麻醉药品和精神药品目录品种数及定点生产企业家数	9
图表 16	中国精神医疗情况和全球差距	10
图表 17	右美托咪定各省份中标情况	10
图表 18	近年样本医院右美托咪定销售情况(万元)	11
图表 19	2016 年右美托咪定竞争格局	11
图表 20	齐拉西酮各省份中标情况	11
图表 21	近年样本医院齐拉西酮销售情况(万元)	12
图表 22	2016 年齐拉西酮竞争格局	12
图表 23	近年样本医院瑞芬太尼销售情况(万元)	12
图表 24	2016 年瑞芬太尼竞争格局	12
图表 25	度洛西汀各省份中标情况	13
图表 26	近年样本医院度洛西汀销售情况(万元)	13
图表 27	2016 年度洛西汀竞争格局	13
图表 28	阿立哌唑各省份中标情况	14
图表 29	近年样本医院阿立哌唑销售情况(万元)	14
图表 30	2016 年阿立哌唑竞争格局	14
图表 31	公司主要在研产品进度	15

一、产品梯队更新，收入增长即将突破瓶颈

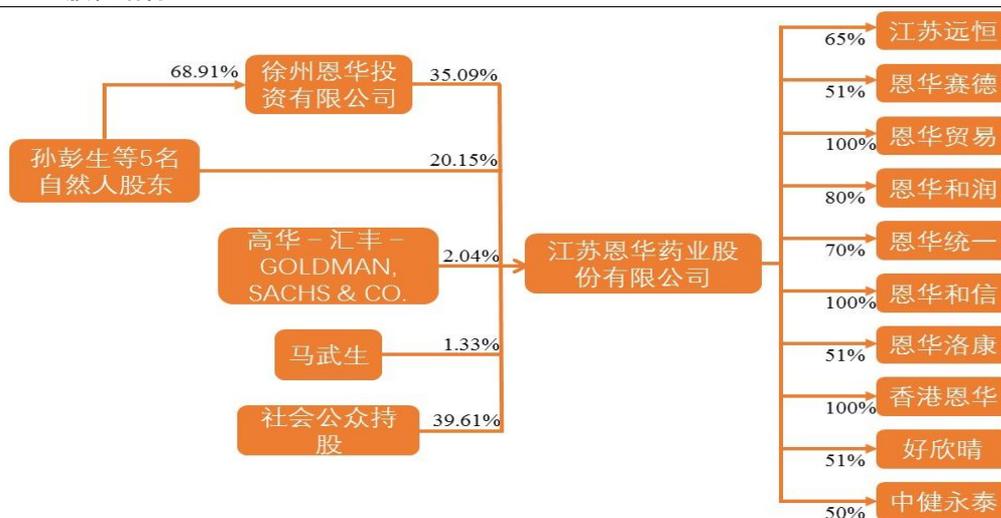
公司是国内中枢神经系统药物细分领域的龙头企业，产品主要类别包括麻醉类、精神类和神经类，具有最全的精麻类产品线。自1978年公司前身徐州制药厂第三分厂成立以来公司一直专注于中枢神经用药，主力品种咪达唑仑于98年首仿上市、依托咪酯02年获批上市，08年上市后新的潜力重磅品种陆续获批。公司实际控制人为孙彭生等五名自然人，直接持股加上通过徐州恩华投资间接持股合计持股比例为44.33%。

图表1 历史沿革

时间	事项
1978年	“徐州制药厂第三分厂”成立
1984年	全国首创的抗癫痫新药“氯硝安定”投产
1998年	咪达唑仑注射液（力月西）获批
2000年	第二次改制，进行股权结构调整，国有资本全部退出
2002年	依托咪酯脂肪乳注射液（福尔利）获批
2005年	”江苏恩华药业集团有限公司“成立
2008年	深交所上市
2009年	齐拉西酮原料及注射剂获CFDA注册批准
2011年	右美托咪定及注射液获CFDA注册批准
2013年	度洛西汀原料药、肠溶片获得注册批件
2014年	注射用瑞芬太尼正式获批
2014年	阿立哌唑原料及片剂正式获批
2015年	好欣晴移动医疗公司成立
2015年	非公开发行股票1342万股

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司原料药用于自己制剂生产及国内外销售，麻醉类产品主要作用为镇静镇痛，包括麻醉诱导、维持；精神类产品主要用于抗抑郁、抗精神分裂、抗焦虑，神经类主要产品是加巴喷丁胶囊，用于癫痫治疗。

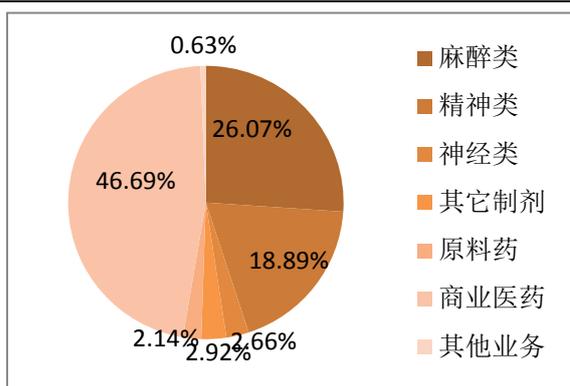
图表3 公司主要产品领域

类别	作用	主要产品
原料药	公司制剂生产、国内外销售	马来酸咪达唑仑、依托咪酯、盐酸右美托咪啶、利培酮、非诺贝特粉、氢溴酸西酞普兰、加巴喷丁、五氟利多等共 31 个
麻醉类	镇静镇痛、麻醉诱导、维持	咪达唑啉注射液、依托咪酯脂肪乳注射液、盐酸右美托咪啶注射液等
精神类	抗抑郁、抗精神分裂、抗焦虑	利培酮片、盐酸齐拉西酮胶囊、盐酸丁螺环酮片、盐酸度洛西汀肠溶片、阿立哌唑片
神经类	抗癫痫	加巴喷丁胶囊

资料来源：公司公告，平安证券研究所

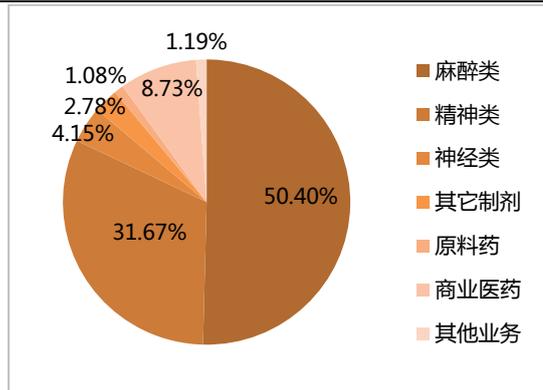
收入结构方面，商业占比最大，2016 年实现收入 14.09 亿元，占比 46.69%。制剂产品占营业收入的 47.61%，其中麻醉类贡献收入 7.87 亿元，占比 26.07%，精神类贡献收入 5.70 亿元，占比 18.89%，神经类贡献收入 0.80 亿元，占比 2.66%。原料药贡献收入 0.65 亿元，占比 2.14%。

图表4 2016 年公司营业收入构成



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表5 2016 年公司毛利构成



资料来源：Wind，平安证券研究所

2016 年营收 30.18 亿元，同比增长 9.08%，归母净利润 3.10 亿元，同比增长 19.89%。在 2012 年之前公司在依托咪酯、咪达唑仑等老一批品种的拉动下收入保持了快速增长，2007-2012 年营收 CAGR 达到 19.76%，归母净利润 CAGR 29.00%；2012 年后随着老品种进入成熟期后收入增速有所下滑，而 09 年获批的新品种未赶上上一轮招标迟迟没有放量，2013-2016 年营收 CAGR 仅为 6.18%，归母净利润 CAGR 28.86%，利润增速主要来毛利率提升。随着医保目录调整和新一轮招标实施，公司二线品种面临放量机遇，有望走出瓶颈期，迎来新一轮的高速发展。

2017 年一季度营收 8.38 亿元、归母净利润 0.85 亿元，同比增长 10.46%、21.42%。毛利率同比上升 7.1pp 至 51.43%，销售费用率上升 4.37pp 至 30.63%，管理费用率上升 2.25pp 至 7.23%，各项费用率变化主要因公司会计分类处理的调整，营业总成本在收入中的占比仍维持在 88% 左右，保持稳定。考虑到招标放量，全年业绩预计好于一季报情况。

图表6 近年公司收入增长情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 近年公司净利润增长情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 精麻类行政壁垒高，精神类潜在空间巨大

2.1 行业整体增速在 10%-15%之间，公司增速高于行业平均水平

随着住院患者手术数量的不断增加，麻醉药的销售额也不断扩大。据卫计委统计，2013 年我国住院手术人次为 3982.76 万人，同比增长 7.93%。麻醉药具有专业性强、壁垒高的特征，国内市场竞争格局相对稳定，前十家企业市占率达到 80%。高端市场寡头垄断，以外资企业（如阿斯利康、费森尤斯卡比）和有影响力的国内企业（恒瑞、人福、恩华）主导。

根据 PDB 数据，2005-2016 年麻醉类药品样本医院销售金额由 3.84 亿增加到 24.84 亿，CAGR 达到 18.50%；2016 年样本医院麻醉类药品销售金额为 24.84 亿，同比增长 12.18%，公司 2016 年麻醉类药品销售金额为 0.57 亿元，同比增长 18.36%。

图表8 样本医院麻醉类药品销售情况



资料来源: PDB, 平安证券研究所

图表9 样本医院公司麻醉类药品销售情况



资料来源: PDB, 平安证券研究所

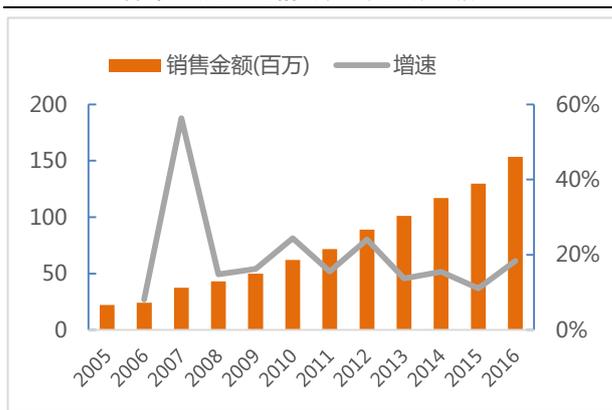
精神障碍药物主要包括抗抑郁药、抗精神病药、抗焦虑药和抗狂躁药等。根据 PDB 数据，2005-2016 年精神类药品样本医院销售金额由 4.91 亿增加到 33.01 亿，CAGR 达到 18.91%；2016 年精神类药品销售金额为 33.01 亿，同比增长 13.13%，公司销售金额为 1.54 亿元，同比增长 18.39%。

图表10 样本医院精神类药品销售情况



资料来源: PDB, 平安证券研究所

图表11 样本医院公司精神类药品销售情况



资料来源: PDB, 平安证券研究所

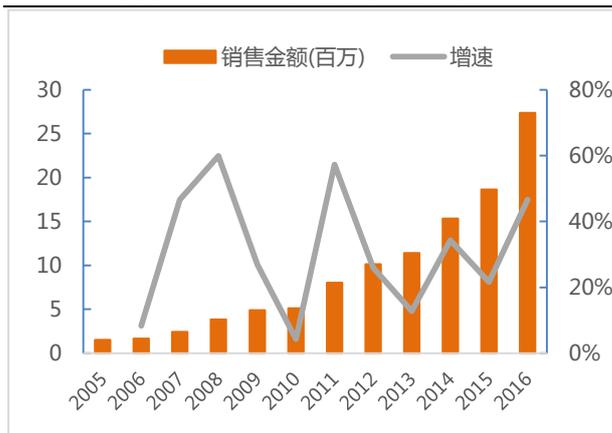
神经系统类药物按临床作用分为抗癫痫药、中枢兴奋药、镇静催眠药和抗帕金森病药等。根据 PDB 数据,2005-2016 年神经类药品样本医院销售金额由 16.01 亿增加至 151.71 亿,CAGR 达到 22.68%。2016 年神经类药品样本医院销售额为 151.71 亿,同比增长 9.72%,公司销售额为 0.27 亿元,同比增长 45.65%。

图表12 样本医院神经类药品销售情况



资料来源: PDB, 平安证券研究所

图表13 样本医院公司神经类药品销售情况



资料来源: PDB, 平安证券研究所

2.2 行政壁垒高, 生产严格管控

精麻类药物由于性质特殊,从 1987 年国务院即颁布《麻醉药品管理办法》来管制其生产、供应、销售、使用等,并在各个环节加强监督管理,以实现药品的安全使用。2005 年 CFDA 颁布了新版《麻醉药品和精神药品管理条例》,对麻醉药品药用原植物的种植、麻醉药品和精神药品的生产实行总量控制,同时实行定点生产制度,确定麻醉药品和精神药品定点生产企业的数量和布局,并根据年度需求总量对数量和布局进行调整、公布。2013 年颁布 270 个管制药品名录,至此完成对精麻类药物管制的进一步升级。

图表14 麻醉药品和精神药品管制主要文件及内容

时间	文件	主要内容
1987年11月	《麻醉药品管理办法》	麻醉药品原植物的种植，必须经卫生部等审查批准，并抄报公安部；供应计划由国家医药管理局指定的部门提出，报卫生部、国家医药管理局审查批准后执行
1999年5月	《中华人民共和国执业医师法》	除正当诊断治疗外，不得使用麻醉药品、医疗用毒性药品、精神药品和放射性药品
2005年8月	《麻醉药品和精神药品管理条例》	精神药品的原料和第一类精神药品制剂的生产单位，由卫生部会同国家医药管理局确定；精神药品的原料和第一、二类精神药品制剂进行分级调度、划拨
2007年1月	《麻醉药品临床应用指导原则》	要求对癌痛的性质和原因作出正确评估后，根据病人疼痛的程度和原因适当选择镇痛剂，由弱到强逐级增加
2007年5月	《处方管理办法》	执业医师、药师培训考核合格后方可取得麻醉药品和一类精神药品处方权和调剂权，必须签名留样
2013年11月	《麻醉药品品种目录》 《精神药品品种目录》	发布270个品种名单

资料来源：CFDA、卫计委，平安证券研究所

2014年1月1日开始执行CFDA联合公安部、卫计委发布的《麻醉药品品种目录》和《精神药品品种目录》。目录共包括270个品种，麻醉药品121种，第一类精神类药品68种，第二类精神类药品81种，其中在我国生产和使用麻醉类共22种，第一类精神药品7种，第二类精神药品27种。

图表15 麻醉药品和精神药品目录品种数及定点生产企业家数

分类	目录中包括的品种数量	我国生产及使用的品种	定点生产企业家数
麻醉药品	121种	22种	1-3家(单方) 1-7家(复方)
1类精神药品	68种	7种	1-5家
2类精神药品	81种	27种	1-10家

资料来源：CFDA、卫计委，平安证券研究所

2.3 国内精神类疾病发现率、治疗率低，潜在空间巨大

发达国家麻醉、精神、神经用药比例为3:6:1，而在我国这一比例为6:3:1，未来精神类用药还有巨大增长空间。国内面临精神类疾病发现率低、治疗率低、发病率逐年上升等问题。“精神疾病”指一系列精神和行为障碍，主要包括抑郁症、双相情感障碍、精神分裂症、焦虑症、物质使用性疾患、智力障碍等。目前国内各类精神疾病患者有1亿以上，其中重度精神疾病患者超1600万；约70%的精神疾病患者尚不知自己患病，只有不足6%的焦虑、抑郁、药物滥用及癫痫患者寻求过治疗，而发达国家该比例达70%甚至更高。1990年我国精神性疾病、神经性疾病与药物滥用的患者占总健康人口的7%，到2013年则上升至11%，呈逐年上升态势。

我国在精神健康领域费用投入、床位和医生等医疗资源方面的存量较少，未来仍有较大增量空间。我国在心理健康领域的投入占卫生预算总费用2.35%，远低于发达国家水平，美国约6%、德国和法国约10%。据世界卫生组织2011年的数据，中国医院精神疾病床位数量为14.7张/10万人，仅为世界平均水平的四分之一（58.8张/10万人），日本分别为293张/10万人，韩国则是194张/10万人。我国精神科医生的数量仅1.53人/10万人，为世界平均水平的三分之一（4.59人/10万人），日本、韩国分别为10.1人/10万人、5.1人/10万人。

图表16 中国精神医疗情况和全球差距

	患者数量 (亿)	心理健康投入占卫 生预算	焦虑、抑郁等寻 求治疗情况	人均精神科床位 数量/每 10 万	人均精神科医生 数量/每 10 万
全 球	4.50	美国接近 6%；德、 法高达 10%	发达国家 ≥70%	58.8	4.59
中 国	1.50	2.35%	不足 6%	14.7	1.53

资料来源：WHO、Lancet、平安证券研究所

三、 二线新品种进入新一轮招标和医保目录后开始放量

3.1 右美托咪定：新进国家医保目录、16 个省份中标

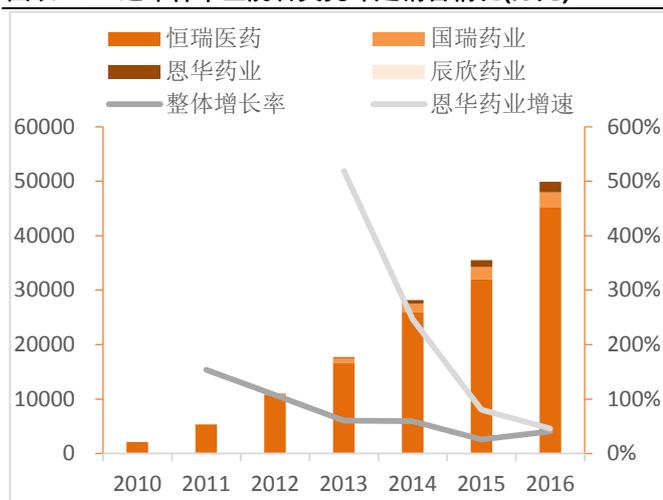
右美托咪定为新一代镇静剂，适用于重病监护治疗期间开始插管和使用呼吸机患者的镇静，相比咪达唑仑无明显的呼吸抑制，2015 年市场规模约 10 亿元，增速超过 30%。国家医保目录（2017 年版）正式将右美托咪定纳入报销范围，之前仅进入了江苏、江西、安徽三省的地方医保目录。目前市场份额主要由恒瑞医药占据，占比达到 90%，国瑞药业占比 6%，恩华药业占比 4%。公司基数尚小，2016 年销售额 9000 多万元。目前公司产品已在 16 个省份中标（包括补标），在新进医保目录双重利好下未来两年将凭借在精麻线强大的销售能力保持翻倍的增速。

图表17 右美托咪定各省份中标情况

药品名称	药品规格	省份	中标价	时间
右美托咪定	2ml:0.2mg	重庆	168.12	2017/3/29
右美托咪定	2ml:0.2mg	四川	124.4	2017/2/24
右美托咪定	2ml:0.2mg	山东	129	2016/10/28
右美托咪定	2ml:0.2mg	内蒙古	170	2016/10/19
右美托咪定	2ml:0.2mg	湖南	166.2	2014/12/30
右美托咪定	2ml:0.2mg	海南	160	2014/10/31
右美托咪定	2ml:0.2mg	吉林	124.5	2014/5/26

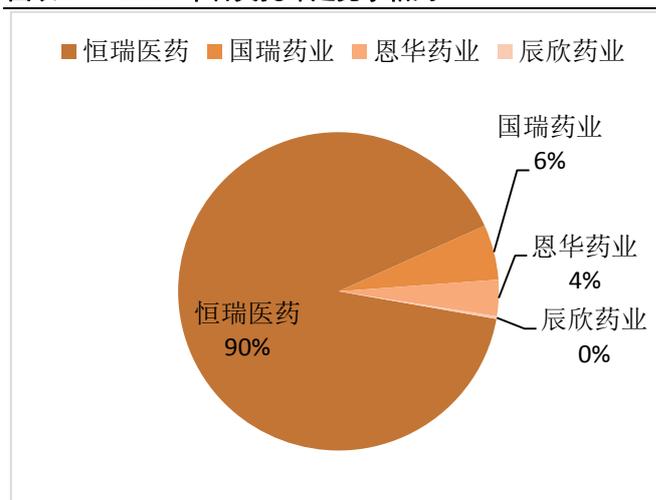
资料来源：药智网，平安证券研究所

图表18 近年样本医院右美托咪定销售情况(万元)



资料来源: PDB, 平安证券研究所

图表19 2016年右美托咪定竞争格局



资料来源: PDB, 平安证券研究所

3.2 齐拉西酮：针剂新进医保目录、10 个省份中标

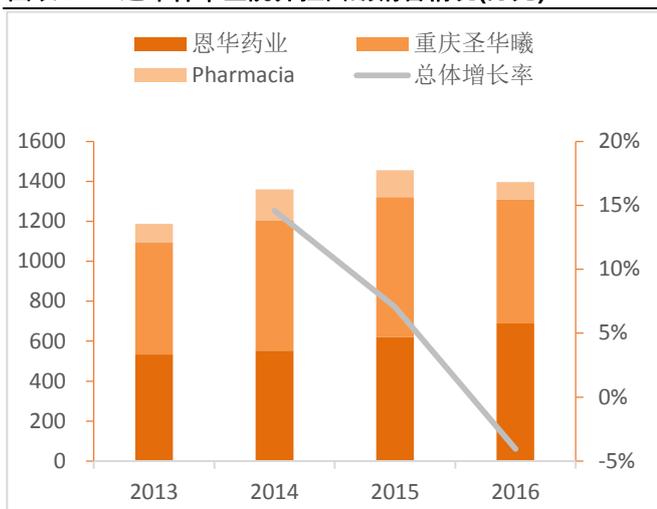
齐拉西酮是一种非典型抗精神病药，其结构与传统吩噻嗪类或丁酰苯类抗精神病药物不同，是目前唯一对 NE、5-HT 再摄取都有抑制作用的非典型抗精神病药，疗效优越。目前主要生产企业为原研和公司，Pharmacia 市占率 55%，公司占比 45%。公司 2016 年该产品收入 1.1 亿元，胶囊占绝大部分，注射剂占比小增速快，同时随着注射剂型新进国家医保目录，未来有望拉动整体增速达到 20-30%。

图表20 齐拉西酮各省份中标情况

药品名称	药品规格	省份	中标价	时间
齐拉西酮	20mg	四川	2.4	2017/3/9
齐拉西酮	20mg	重庆	2.7	2017/3/9
齐拉西酮	20mg	广东	2.4	2017/3/2
齐拉西酮	20mg	上海	2.5	2016/11/4
齐拉西酮	20mg	湖北	2.4	2016/9/1
齐拉西酮	20mg	福建	2.4	2015/12/31
齐拉西酮	20mg	浙江	2.4	2015/3/19
齐拉西酮	20mg	湖南	2.7	2015/2/4
齐拉西酮	20mg	海南	2.7	2014/10/31
齐拉西酮	20mg	吉林	2.7	2014/5/26

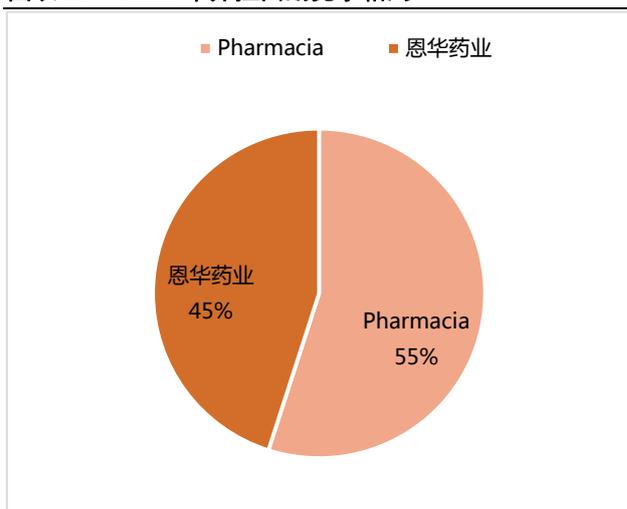
资料来源: 药智网, 平安证券研究所

图表21 近年样本医院齐拉西酮销售情况(万元)



资料来源: PDB, 平安证券研究所

图表22 2016年齐拉西酮竞争格局

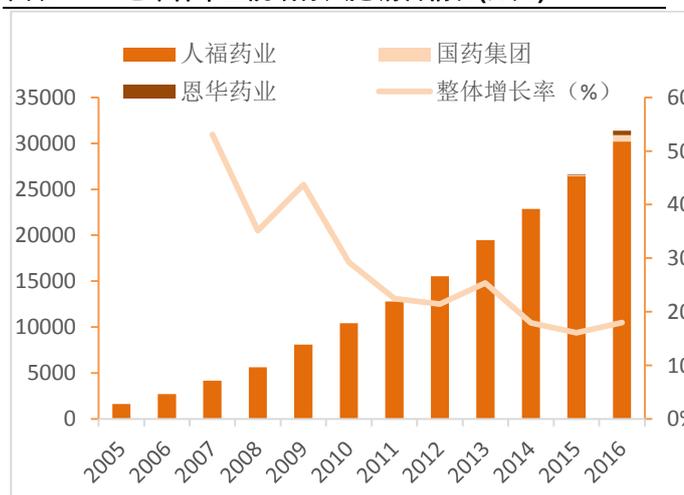


资料来源: PDB, 平安证券研究所

3.3 瑞芬太尼：麻醉类无需招标，市场扩容迅速

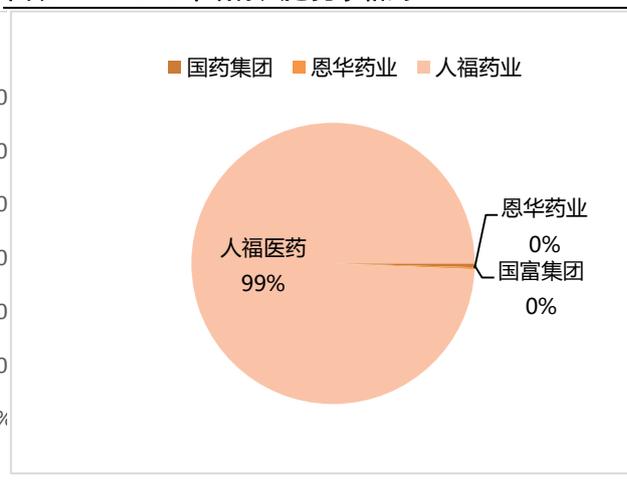
瑞芬太尼属于新型麻醉镇痛药，作为新一代阿片类药物具有药效强、起效迅速、消除快和可控性强等特点，临床上逐步取代芬太尼的使用。15年瑞芬太尼市场规模约8亿元，增速近20%。人福药业占据市场绝对龙头地位，样本医院占比达99%，国药集团约占0.5%，公司产品2014年获批，目前规模较小，去年收入2000多万元，属于麻醉用药无需招标。考虑到瑞芬太尼市场尚处于成长期、竞争格局良好，预计今年公司瑞芬太尼产品有望实现收入翻倍。

图表23 近年样本医院瑞芬太尼销售情况(万元)



资料来源: PDB, 平安证券研究所

图表24 2016年瑞芬太尼竞争格局



资料来源: PDB, 平安证券研究所

3.4 度洛西汀：10个省份中标、潜在市场+原研替代空间大

度洛西汀是一种新型双递质抗抑郁药，能快速、广泛地解除抑郁症的情绪和躯体症状，临床治愈率高。我国抑郁症患病率约为2%，但仅有不到10%的抑郁症患者接受了正规的药物治疗。传统的SSRI（五羟色胺再摄取抑制剂）类药物起效慢，临床治愈率低，因而疗效更强具有双重作用的SNRI（去甲肾上腺素再摄取抑制剂）药物成为抗抑郁药物的发展趋势。礼来作为度洛西汀原研，市场占比

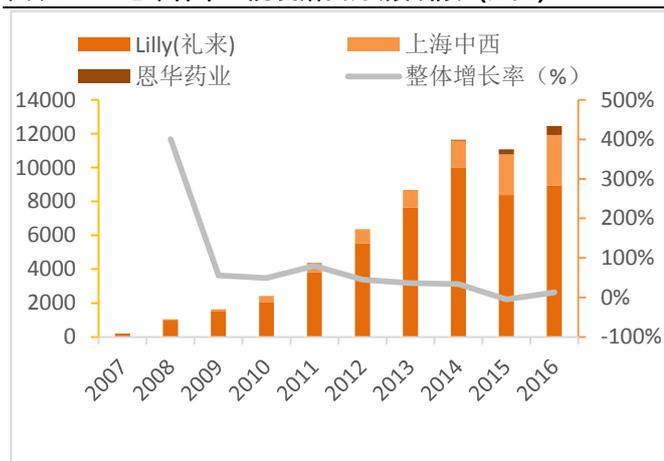
76%，上海中西占比 22%，恩华药业占比 5%。公司 2014 年获得度洛西汀原料药和制剂批文，目前中标省份超过 10 个，2016 销售收入约 4000 万元，同比增长约 70%。随着对原研的替代以及抗抑郁用药整体市场的增长，公司长期市场空间有望达到 5 亿水平，今年有望做到 7000 万规模。

图表25 度洛西汀各省份中标情况

药品名称	药品规格	省份	中标价	时间
度洛西汀	20mg	重庆	4.0	2017/3/9
度洛西汀	20mg	四川	3.9	2017/3/9
度洛西汀	20mg	广东	3.9	2017/3/2
度洛西汀	20mg	上海	3.9	2017/2/15
度洛西汀	20mg	山东	4.6	2016/10/28
度洛西汀	20mg	内蒙古	4.1	2016/10/19
度洛西汀	20mg	福建	4.1	2015/12/31
度洛西汀	20mg	云南	4.1	2015/9/28
度洛西汀	20mg	湖南	4	2015/2/4
度洛西汀	20mg	吉林	4.1	2014/5/26

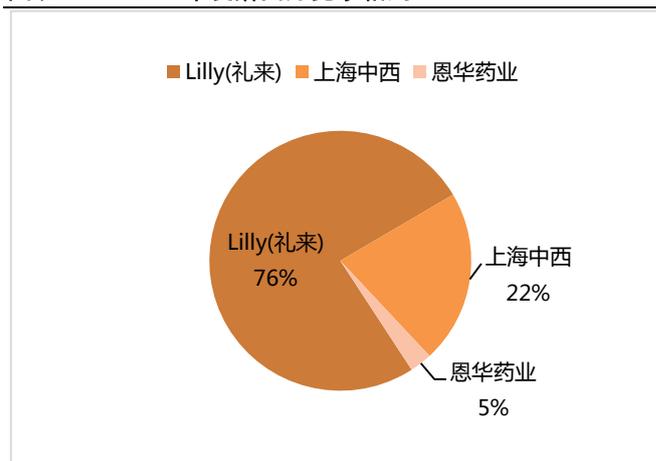
资料来源：药智网，平安证券研究所

图表26 近年样本医院度洛西汀销售情况(万元)



资料来源：PDB，平安证券研究所

图表27 2016 年度洛西汀竞争格局



资料来源：PDB，平安证券研究所

3.5 阿立哌唑：7 省份中标，基数小、增长迅速

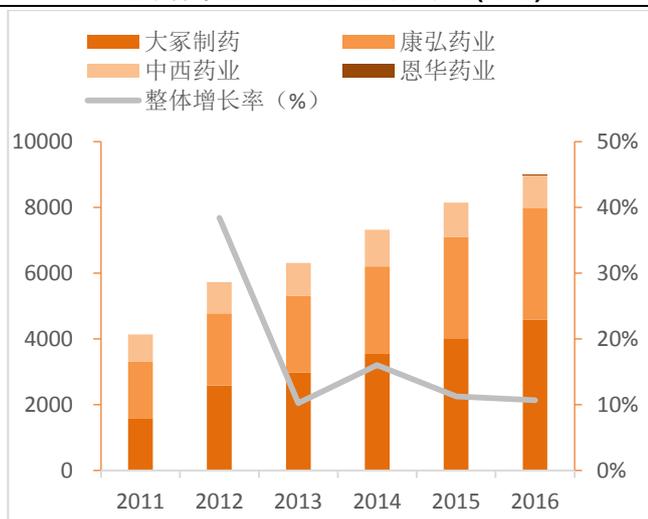
阿立哌唑用于治疗各类型的精神分裂症，对精神分裂症的阳性和阴性症状均有明显疗效，也能改善伴发的情感症状，降低精神分裂症的复发率。目前在医院终端规模销售额约 9 亿元，增速在 10% 左右，新版目录由甲类调为乙类，未来增速有望提高。目前市占率最高的生产厂商为原研日本大冢，占比 51%，康弘药业占比 37%，上海中西占比 12%。公司产品 2014 年获批，进入市场较晚尚处于起步阶段，去年收入约 2000 万，目前在近 10 个省份中标。假设未来三年市占率提高至 25%，则销售规模将达到 3 亿元，今年有望实现翻倍增长。

图表28 阿立哌唑各省份中标情况

药品名称	药品规格	省份	中标价	时间
阿立哌唑	10mg	重庆	3.8	2017/3/29
阿立哌唑	10mg	四川	2.9	2017/2/24
阿立哌唑	10mg	山东	2.9	2016/10/28
阿立哌唑	10mg	广东	2.2	2016/9/2
阿立哌唑	10mg	海南	3.9	2016/2/1
阿立哌唑	10mg	福建	2.9	2015/12/31
阿立哌唑	10mg	山西	2.9	2015/11/18

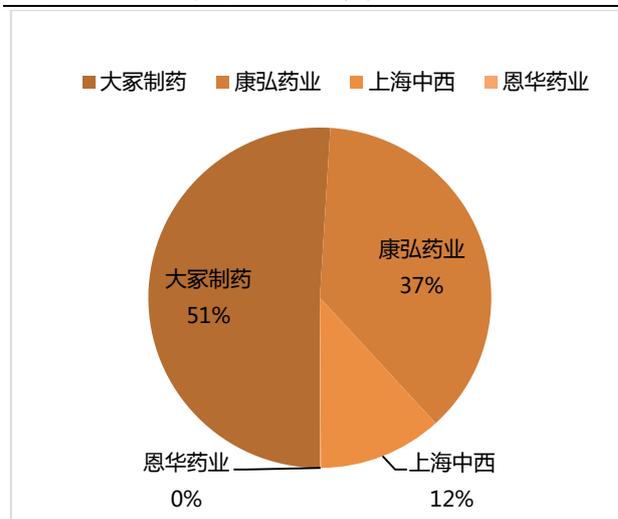
资料来源：药智网，平安证券研究所

图表29 近年样本医院阿立哌唑销售情况(万元)



资料来源：PDB，平安证券研究所

图表30 2016年阿立哌唑竞争格局



资料来源：PDB，平安证券研究所

四、营销专业程度高，改革促进学术推广精细化

由于精麻类用药专业性强，该领域学术推广非常重要，公司经过十余年持续、高密度的精麻学科专业学术活动形成的专业的市场销售网络渠道、也得到了市场的高度认可。公司总经理孙总营销出身，非常重视销售，15年底进行了营销改革，在原来麻醉线的基础上成立3个麻醉线产品销售事业部，在原来精神线的基础上成立了2个精神线产品销售事业部，层级更加扁平化，激励向一线销售人员倾斜、调动其积极性。今年上半年将继续调整，预计未来销售费用率保持平稳。目前营销人员共1300人，其中一线销售人员900多名，未来数量不会太大变动，但人均销售金额会增加。

五、 专注中枢神经系统，创新、首仿储备丰富

公司在研项目 50 多项，一类新药 DP-VPA、埃他卡林临床进展顺利，一类新药 NWQ-001、NWL-161 和 NWC-1006 三个项目开展了系统的临床前研究；原 3.1 类新药普瑞巴林、他喷他多、鲁拉西酮等品种临床进展顺利，此外还有多个 6 类产品处于临床或生产后期，未来三年将陆续获批。

图表31 公司主要在研产品进度

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	办理状态	状态开始日	适应症
CYHS1200717	奥氮平片	化药 6	仿制	2012/11/9	制证完毕 - 已发批件	2016/9/26	治疗精神分裂症
CXHS1200294	普瑞巴林	化药 3.1	新药	2012/12/19	制证完毕 - 已发批件	2016/5/19	成人部分性癫痫发作的添加治疗
CXHL1402096	盐酸他喷他多片	化药 3.1	新药	2015/2/13	制证完毕 - 已发批件	2016/5/19	阿片类镇痛药
CXHL0601005	盐酸埃他卡林片	化药 1.1	新药	2014/12/8	审批完毕 - 待制证	2016/2/23	抗高血压
CXHL1400207	盐酸鲁拉西酮片	化药 3.1	新药	2014/3/11	制证完毕 - 已发批件	2016/2/3	抗精神病
CXHS1500121	马来酸氟吡汀	化药 3.1	新药	2015/8/7	在审评	2015/8/5	镇痛
CXHL1400017	DP-VPA	化药 1.1	新药	2014/2/20	制证完毕 - 已发批件	2015/4/8	治疗癫痫、双相障碍、偏头痛
CYHS1400611	富马酸喹硫平	化药 6	仿制	2015/3/7	在审评	2015/3/5	抗精神病
CYHS1400299	盐酸帕罗西汀	化药 6	仿制	2014/12/11	在审评	2014/12/9	治疗抑郁症
CXHS1400211	氟曲马唑	化药 3.1	新药	2014/9/25	在审评	2014/9/24	阴道念珠菌病以及发癣病等真菌感染性疾病
CYHS1400604	盐酸戊乙奎醚	化药 6	仿制	2014/9/17	在审评	2014/9/16	选择性抗胆碱药
CYHS1400605	盐酸戊乙奎醚注射液	化药 6	仿制	2014/9/17	在审评	2014/9/16	选择性抗胆碱药
CYHS1001016	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	化药 6	仿制	2011/4/2	制证完毕 - 已发批件	2013/12/17	治疗轻、中度阿尔茨海默型痴呆
CYHS1200715	奥氮平	化药 6	仿制	2012/11/9	在审评	2012/11/7	治疗精神分裂症

资料来源：药智网、平安证券研究所

六、 盈利预测

假设原有老品种咪达唑仑保持 10%增速、依托咪酯 20%增速、利培酮销售额保持不变，考虑公司众多二线产品新进医保目录和各省份招标进入快速放量期，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.63、0.84、1.08 元，对应市盈率估值 34.2、25.5、19.9 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

七、 风险提示

新品放量速度不达预期；主要产品降价风险。

资产负债表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2017	2146	2787	3520
现金	760	789	1211	1769
应收账款	754	849	999	1137
其他应收款	11	8	14	12
预付账款	75	45	89	61
存货	297	354	374	441
其他流动资产	418	454	474	541
非流动资产	957	957	938	905
长期投资	15	15	15	15
固定资产	412	551	604	609
无形资产	78	74	70	66
其他非流动资产	453	317	249	215
资产总计	2975	3103	3725	4424
流动负债	816	557	659	691
短期借款	263	0	0	0
应付账款	236	264	296	331
其他流动负债	316	292	364	360
非流动负债	35	35	35	35
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	35	35	35	35
负债合计	851	591	694	726
少数股东权益	28	21	10	-3
股本	631	631	631	631
资本公积	390	390	390	390
留存收益	1075	1471	2001	2681
归属母公司股东权益	2096	2491	3021	3702
负债和股东权益	2975	3103	3725	4424

现金流量表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	277	352	471	598
净利润	302	396	530	681
折旧摊销	52	69	88	103
财务费用	11	-10	-20	-29
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-213	-94	-116	-142
其他经营现金流	126	-8	-10	-13
投资活动现金流	-238	-70	-70	-70
资本支出	4	-70	-70	-70
长期投资	-15	0	0	0
其他投资现金流	-228	0	0	0
筹资活动现金流	-15	-253	20	29
短期借款	25	-263	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	146	0	0	0
资本公积增加	-145	0	0	0
其他筹资现金流	-40	10	20	29
现金净增加额	24	29	422	558

利润表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3018	3476	4009	4632
营业成本	1627	1803	2016	2258
营业税金及附加	34	39	45	52
营业费用	816	949	1082	1251
管理费用	175	226	261	301
财务费用	-2	-10	-20	-29
资产减值损失	24	24	24	24
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	344	445	601	776
营业外收入	16	15	15	15
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	358	459	615	790
所得税	57	71	95	122
净利润	302	388	519	667
少数股东损益	-8	-8	-10	-13
归属母公司净利润	310	396	530	681
EBITDA	394	504	669	849
EPS (元)	0.49	0.63	0.84	1.08

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	9.1	15.2	15.3	15.6
营业利润(%)	17.1	29.3	34.9	29.1
归属于母公司净利润(%)	19.9	27.8	33.8	28.5
获利能力				
毛利率(%)	46.1	48.1	49.7	51.3
净利率(%)	10.3	11.4	13.2	14.7
ROE(%)	14.2	15.4	17.1	18.0
ROIC(%)	23.4	24.6	30.9	37.4
偿债能力				
资产负债率(%)	28.6	19.1	18.6	16.4
净负债比率(%)	-12.2	-6.9	-6.5	-14.0
流动比率	2.5	3.9	4.2	5.1
速动比率	2.1	3.2	3.7	4.5
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.1
应收账款周转率	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	13.4	13.9	14.3	14.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.63	0.84	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.56	0.75	0.95
每股净资产(最新摊薄)	3.3	4.0	4.8	5.9
估值比率				
P/E	43.7	34.2	25.5	19.9
P/B	6.5	5.4	4.5	3.7
EV/EBITDA	31.9	25.0	18.2	13.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033