

**恩华药业(002262)/化学制药**
**中枢神经小白马，医保、招标驱动增速换挡**
**评级：买入(首次)**
**市场价格：13.86**
**目标价格：16.80**
**分析师：江琦**
**执业证书编号：S0740517010002**

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

**分析师：池陈森**
**执业证书编号：S0740517020003**

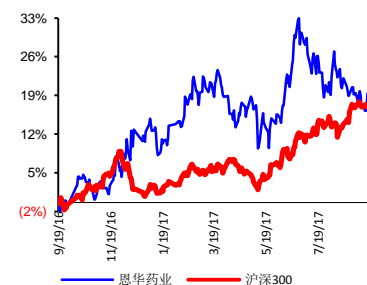
Email: chics@r.qlzq.com.cn

**联系人：祝嘉琦**

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,009
流通股本(百万股)	862
市价(元)	13.86
市值(百万元)	13,987
流通市值(百万元)	11,946

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2766.57	3017.79	3404.69	3772.74	4179.60
增长率 yoy%	10.60%	9.08%	12.82%	10.81%	10.78%
净利润	258.35	309.74	387.55	486.81	609.58
增长率 yoy%	15.71%	19.89%	25.12%	25.61%	25.22%
每股收益(元)	0.26	0.31	0.38	0.48	0.60
每股现金流量	0.20	0.27	0.40	0.47	0.61
净资产收益率	14.24%	14.78%	15.85%	16.86%	17.72%
P/E	54.14	45.16	36.09	28.73	22.94
PEG	3.45	2.27	1.44	1.12	0.91
P/B	7.71	6.67	5.72	4.84	4.07

备注：

**投资要点**

- 中枢神经领域用药龙头，迈入成长新阶段。**中枢神经用药细分领域市场空间广阔，国内中枢神经系统用药相较发达国家仍然处于起步阶段，具有孕育大型企业的潜力空间。此外，精神、麻醉类药物具有“行政”、“市场”双重壁垒，护城河坚固。恩华药业是国内中枢神经领域全布局的稀缺标的，多年专注深耕中枢神经领域。**随着各地招标推进和新版医保目录落地，有望迎来增速拐点。**
- 招标推进和医保调整带动二线产品放量，销售改革提升效率，业绩有望逐季改善。**一线品种咪达唑仑和依托咪酯市场成熟，预计公司将继续保持市场主导地位，跟随市场保持平稳增长。右美托咪定、度洛西汀、阿立哌唑等二线品种在新省份陆续中标，右美托咪定、阿立哌唑受益医保目录调整，叠加公司的销售分线改革，二线品种有望快速放量，带动公司业绩逐季改善。
- 自主研发和国内外合作保持续航能力。**公司研发投入不断增长，专注中枢神经领域，不断丰富品种，形成产品集群。同时，公司先后与美国立博公司、美国努瓦克斯制药有限公司、英国 Zysis Ltd. 及以色列 Mapi 公司签署了合作协议，不断推进国际合作，加快创新产品的研发合作，在创新药、现有产品改良和缓控释剂型平台等方面均有所布局。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司 2017-2019 年实现收入 34.05、37.73 和 41.80 亿元，同比分别增长 12.82%、10.81% 和 10.78%；归母净利润 3.88、4.87 和 6.10 亿元，同比分别增长 25.12%、25.61% 和 25.22%。市场一直给公司以估值溢价，即使在公司利润增速下滑到 15-20% 区间的 2015 年和 2016 年，公司的当年 PE 也是维持在 30 倍以上。恩华的高估值溢价主要是由于公司所处的中枢神经用药领域护城河坚固，发展空间广阔，公司持续稳健经营，走在一条靠新品新技术与销售能力提升驱动的成长之路上。我们认为公司依然维持原来的成长路线，而且受益于招标、医保，二线品种开始放量，业绩呈逐季向好趋势，可以给予公司估值溢价。公司目前股价对应 2017-2018 年 PE 分别为 36 和 29 倍，考虑到公司的高壁垒和成长性，同时业绩逐季向好的拐点显现；参考可比公司估值，我们给予公司 2018 年 35 倍 PE，对应股价 16.80 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示事件：**招标进展不达预期的风险；药品降价的风险；产品销售不达预期的风险。

## 内容目录

中枢神经领域用药龙头，迈入成长新阶段.....	- 4 -
中枢神经系统用药市场：成长空间广阔，护城河坚固.....	- 4 -
股权结构合理，员工持股计划增添活力.....	- 5 -
专注中枢神经专科领域，短期断档后有望迎来收入增速拐点.....	- 6 -
医保调整和招标带来新动力，销售改革提升效率.....	- 8 -
老产品占据市场统治地位，跟随市场保持稳定增长.....	- 10 -
二线产品受益于招标推进和医保目录调整，迎来放量期.....	- 12 -
持续推进营销分线改革，打造更细分更专业的营销体系.....	- 20 -
自主研发和国内外合作保持续航能力.....	- 21 -
在研产品丰富，形成合理中枢神经产品梯队.....	- 21 -
推进国际合作提升研发能力，布局高端剂型平台和创新药.....	- 23 -
盈利预测与估值.....	- 24 -
盈利预测.....	- 24 -
估值讨论.....	- 25 -
风险提示.....	- 26 -

## 图表目录

图表 1：全国化药大类用药领域格局（放大版样本医院）.....	- 4 -
图表 2：国家对麻醉药品和精神药品定点生产企业数量的规定.....	- 4 -
图表 3：2016 年国内麻醉和精神类药物市场格局（放大版样本医院）.....	- 5 -
图表 4：恩华药业股权结构.....	- 5 -
图表 5：恩华药业第一期员工持股计划.....	- 6 -
图表 6：员工持股计划股份购买情况.....	- 6 -
图表 7：恩华药业主要产品线.....	- 6 -
图表 8：恩华药业历年营业收入分析（工业和商业）.....	- 7 -
图表 9：恩华药业历年归母净利润.....	- 7 -
图表 10：恩华药业（医药工业）收入拆分.....	- 7 -
图表 11：恩华药业历年毛利分析（工业和商业）.....	- 8 -
图表 12：恩华药业（医药工业）毛利拆分.....	- 8 -
图表 13：恩华药业重点品种分析（灰色为主要二线品种）.....	- 9 -
图表 14：恩华药业 2016 年制剂收入构成（放大版样本医院）.....	- 9 -
图表 15：咪达唑仑注射液市场格局（放大版样本医院）.....	- 10 -
图表 16：咪达唑仑批准文号.....	- 10 -
图表 17：依托咪酯市场格局（放大版样本医院）.....	- 11 -
图表 18：依托咪酯批准文号.....	- 11 -

图表 19: 依托咪酯乳状注射液 ( 10ml:20mg/支) 中标情况.....	- 12 -
图表 20: 恩华药业主要二线品种梳理.....	- 12 -
图表 21: 恩华药业医保目录调整品种.....	- 13 -
图表 22: 盐酸右美托咪定注射液生产厂家.....	- 13 -
图表 23: 右美托咪定市场格局 (放大版样本医院).....	- 14 -
图表 24: 盐酸右美托咪定注射液 (2ml:0.2mg) /支中标情况.....	- 14 -
图表 25: 度洛西汀市场格局 (放大版样本医院).....	- 15 -
图表 26: 盐酸度洛西汀肠溶片 (20mg*24) /盒中标情况.....	- 15 -
图表 27: 盐酸度洛西汀生产厂家.....	- 16 -
图表 28: 阿立哌唑市场格局 (放大版样本医院).....	- 16 -
图表 29: 阿立哌唑片 (10mg*24) /盒中标情况.....	- 16 -
图表 30: 阿立哌唑片生产厂家.....	- 17 -
图表 31: 丙泊酚注射液生产厂家.....	- 17 -
图表 32: 丙泊酚市场格局 (放大版样本医院).....	- 18 -
图表 33: 丙泊酚乳状注射液 (20ml: 0.2g) /支中标情况.....	- 18 -
图表 34: 瑞芬太尼市场格局 (放大版样本医院).....	- 19 -
图表 35: 盐酸瑞芬太尼生产厂家 (包括原料药).....	- 19 -
图表 36: 历年销售人员情况 (人).....	- 20 -
图表 37: 单人制剂销售产出情况 (制剂收入/销售人员).....	- 20 -
图表 38: 销售费用以及销售费用/制剂收入情况.....	- 20 -
图表 39: 历年销售费用和制剂收入增速情况.....	- 20 -
图表 40: 销售费用细项历年变化情况.....	- 21 -
图表 41: 恩华药业研发投入情况.....	- 21 -
图表 42: 恩华药业后续在研品种.....	- 22 -
图表 43: 恩华药业重点对外合作情况.....	- 23 -
图表 44: 恩华药业收入拆分预测 (百万元).....	- 24 -
图表 45: 恩华药业历史 PE 变化.....	- 25 -
图表 46: 可比公司估值 (百万元).....	- 25 -
图表 47: 恩华药业财务报表预测.....	- 27 -

## 中枢神经领域用药龙头，迈入成长新阶段

### 中枢神经系统用药市场：成长空间广阔，护城河坚固

- 中枢神经领域市场潜力大，国内仍处于成长期。据恩华药业公告，2010年全球中枢神经药物市场规模超过1,200亿美元，占全球药品销售总额的15%左右，预计2015年将达到1,600亿美元。欧美日三国占据了近85%的消费总额，中国占比仅为3%。根据米内网数据，2016年神经系统药物在化学药的用药金额占比为11.67%，在中成药用药金额占比仅3.05%。国内中枢神经行业相较于发达国家市场仍然处于成长期，随着患病人数的增加和诊疗率的提升，未来行业发展空间广阔。

图表 1：全国化药大类用药领域格局（放大版样本医院，万元）

大类名称	2016年销售额	2013年市场份额	2014年市场份额	2015年市场份额	2016年市场份额
全身用抗感染药物	11,173,005	19.16%	18.51%	18.06%	18.39%
消化系统及代谢药	9,589,325	15.89%	16.03%	16.21%	15.78%
抗肿瘤和免疫调节剂	8,881,427	14.14%	14.26%	14.40%	14.62%
血液和造血系统药物	7,673,992	12.94%	12.80%	12.76%	12.63%
<b>神经系统药物</b>	<b>7,090,760</b>	<b>11.20%</b>	<b>11.42%</b>	<b>11.65%</b>	<b>11.67%</b>
心血管系统药物	6,894,665	11.62%	11.46%	11.30%	11.35%
呼吸系统用药	2,640,638	3.79%	4.02%	4.10%	4.35%
肌肉-骨骼系统	2,183,933	3.75%	3.87%	3.76%	3.59%
杂类	1,750,225	2.92%	2.98%	2.97%	2.88%
生殖泌尿系统和性激素类药物	1,027,431	1.62%	1.64%	1.62%	1.69%
全身用激素类制剂(不含性激素)	882,935	1.41%	1.42%	1.47%	1.45%
感觉系统药物	518,795	0.80%	0.84%	0.90%	0.85%
皮肤病用药	443,275	0.75%	0.75%	0.77%	0.73%
抗寄生虫药、杀虫剂和驱虫剂	4,883	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%

来源：米内网，中泰证券研究所

- 精神、麻醉类药物“行政”、“市场”双壁垒，竞争格局良好，形成坚固护城河。我国对麻醉药品和精神药品实行行政管制，生产、经营、使用、储存和运输等环节都具有严格规定，厂家数量受到严格限制，细分领域内的生产企业享受政策保护，护城河坚固。同时麻醉和一类精神药品不进行公开招标，不受招标降价政策影响，价格体系可良好维护。

图表 2：国家对麻醉药品和精神药品定点生产企业数量的规定

	麻醉药品	一类精神药品	二类精神药品
原料药同品种	1-2	1-5	1-5
单方制剂同品种（含不同规格）	1-3	1-5	1-7
复方制剂同品种（含不同规格）	1-7	—	—

来源：CFDA，中泰证券研究所

精神、麻醉类药物专业性强、医生患者粘性强，具有较高的市场壁垒。麻醉和精神类药物专业性强，新产品导入通常需要专业性的学术推广支撑；同时医生患者对药品使用的粘性强，新进入者很难进行市场推广，形成了较高的市场壁垒。目前，我国精麻类药品市场主要由礼来、辉瑞、阿斯利康、灵北制药、费森尤斯卡比等跨国企业和恒瑞、豪森、人福和恩华等少数国内行业龙头占据。

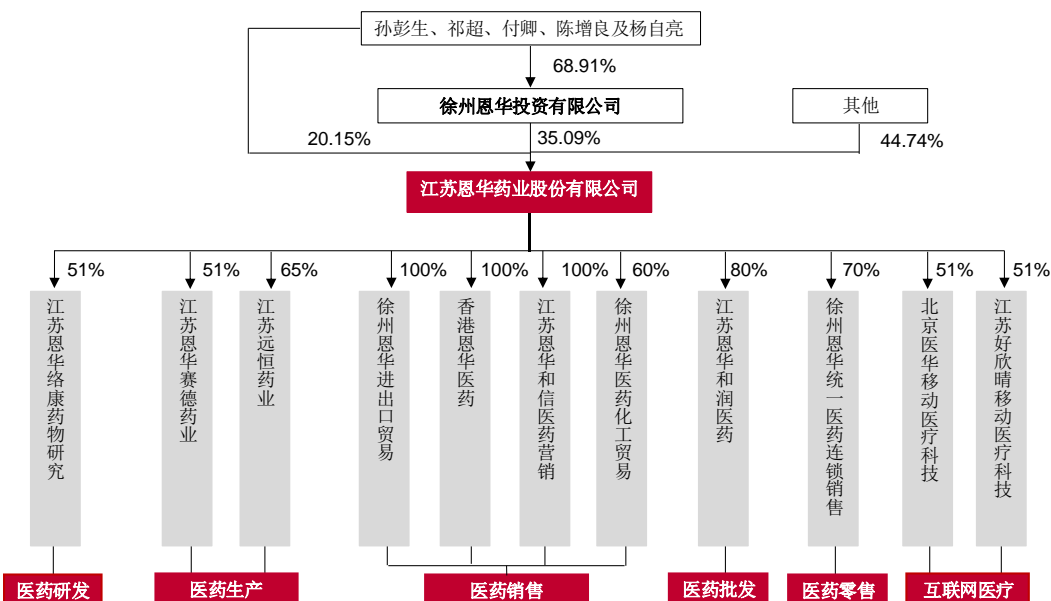
**图表 3：2016 年国内麻醉和精神类药物市场格局（放大版样本医院）**

麻醉剂（百万元）			精神安定&抗抑郁（百万元）		
企业名称	销售额	市场份额	企业名称	销售额	市场份额
阿斯利康	1,555	18.42%	江苏豪森药业	1,513	12.82%
宜昌人福药业	1,518	17.97%	江苏恒瑞医药	1,397	11.83%
费森尤斯卡比	1,238	14.66%	礼来	1,166	9.88%
上海恒瑞医药	1,209	14.32%	辉瑞	775	6.57%
日本丸石制药	511	6.05%	灵北	684	5.80%
西安力邦制药	329	3.90%	江苏恩华药业	663	5.61%
江苏恩华药业	265	3.13%	成都康弘药业	599	5.07%
四川国瑞药业	257	3.04%	西安杨森	543	4.60%
扬子江药业	181	2.14%	浙江海海药业	405	3.43%
广东嘉博制药	146	1.73%	齐鲁制药	363	3.08%

来源：米内网，中泰证券研究所

**股权结构合理，员工持股计划增添活力**
**■ 国企改革为民营企业，股权结构合理**

恩华药业前身为 1978 年成立的国有企业徐州第三制药厂，公司于 1998 年进行第一次股权改制，组建了徐州恩华药业集团有限责任公司；2000 年，第二次改制完成，全体员工置换全部国有产权，国有资本退出。目前，孙彭生、祁超、付卿、陈增良及杨自亮合计持有徐州恩华投资有限公司 68.91% 的股权和本公司 20.15% 的股权，直接和间接控制恩华药业 55.24% 的股份，是公司的实际控制人及一致行动人，公司股权相对集中，结构合理。

**图表 4：恩华药业股权结构**


来源：公司公告，中泰证券研究所



员工持股计划增添活力。恩华于 2015 年实施了第一期员工持股计划，员工共计买入公司股票约 222 万股，交易均价为 24.87 元/股（除权价格为 11.89 元/股），买入资金共计 5518 万元。该员工持股计划限售期为 24 个月，已于 2017 年 8 月到期。

**图表 5：恩华药业第一期员工持股计划**

项目	内容
员工持股对象	本次员工持股计划实施时公司及控股子公司员工
锁定期	24个月
解禁日期	2017/08/27
购买股票数量	2,218,693股
成交均价	24.87元/股
筹集资金	55,175,520.27元

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 6：员工持股计划股份购买情况**

持有人	职务	持有份额（万份）	占员工持股计划总份额的比例（%）
孙家权	总经理	200.00	2.50
王丰收	监事会主席	100.00	1.25
高爱好	财务总监	100.00	1.25
段保州	董事会秘书	100.00	1.25
贾兴雷	监事	40.00	0.50
钱晓琛	监事	20.00	0.25
其他员工		4957.55	93.00

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 专注中枢神经专科领域，短期断档后有望迎来收入增速拐点

#### ■ 深耕麻醉、精神、神经三大领域，产品线不断丰富

恩华药业专注中枢神经系统专科领域，凭借十余年的资源集中投入，逐步形成了专业技术和营销渠道的优势竞争力。公司拥有 104 个制剂批文，33 个原料药批文，产品涵盖中枢神经领域的麻醉科、精神科和神经科，产品线国内最齐全，产品梯队构建合理，原料药基本自供应，行业龙头地位稳固。

**图表 7：恩华药业主要产品线**

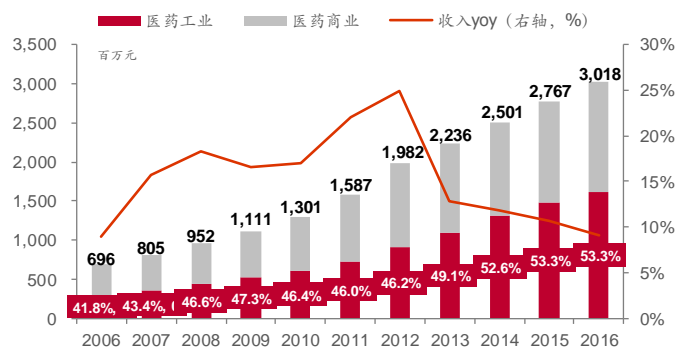
类别	药品名称	适应症	上市时间	类别	药品名称	适应症	上市时间
麻醉类	咪达唑仑注射液	静脉麻醉、ICU 镇静	1998	麻醉药品	碳酸锂缓释片	抗精神病	1990
	依托咪酯乳状注射液	静脉麻醉	2002		盐酸丁螺环酮片	抗焦虑	1999
	依托咪酯注射液	静脉麻醉	2002		氯氮平片	抗精神病	2002
	盐酸多沙普仑注射液	呼吸兴奋	2002		舒必利片	抗精神病	2002
	甲磺酸罗哌卡因注射液	硬膜外、局部浸润麻醉	2005		盐酸硫必利片	抗精神病	2002
	氟马西尼注射液	解毒药	2005		盐酸氯米帕明片	抗抑郁	2002
	盐酸纳洛酮注射液	麻醉苏醒	2005		利培酮片	抗精神病	2005
	盐酸右美托咪定注射液	全麻气管插管和镇静	2011		氢溴酸西酞普兰片	抗抑郁	2005
	枸橼酸芬太尼注射液	镇痛药	2011		盐酸氯米帕明注射液	抗抑郁	2005
	丙泊酚乳状注射液	全麻诱导和维持	2012		盐酸齐拉西酮胶囊	抗精神病	2006
注射用盐酸瑞芬太尼	全麻诱导和维持、镇痛	2014	注射用甲磺酸齐拉西酮	抗精神病	2009		
神经类	三唑仑片	镇静催眠	1990	精神类	利培酮分散片	抗精神病	2010
	氯硝西泮片	抗癫痫	1993		氯氮平口腔崩解片	抗精神病	2010
	硝西泮片	镇静催眠	2002		盐酸度洛西汀肠溶片	抗抑郁	2013
	卡马西平片	抗癫痫	2002		阿立哌唑片	抗精神病	2014
	加巴喷丁胶囊	抗癫痫	2004				
	利鲁唑片	肌萎缩侧索硬化症	2004				
	马来酸咪达唑仑片	镇静催眠	2004				
	扎来普隆胶囊	镇静催眠	2004				

来源：公司公告，CFDA，中泰证券研究所

医药工业持续保持较快增长，过去几年因招标缓慢而影响新老产品衔接

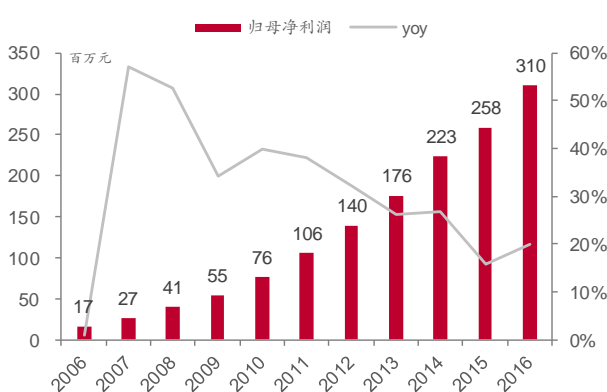
公司在医药工业和商业两大领域稳步发展，2016 年实现营业收入 30.18 亿元，归母净利润 3.10 亿元。历史数据来看，公司主营业务收入中商业和工业占比各近一半，但毛利超过 90% 来自工业板块，工业作为主要毛利来源和优势领域，是公司重点发展方向。随着公司制剂业务的快速发展，工业占比逐年上升，由 2006 年的 42% 上升到 2016 年的 53%。

图表 8：恩华药业历年营业收入分析（工业和商业）



来源：公司公告，中泰证券研究所

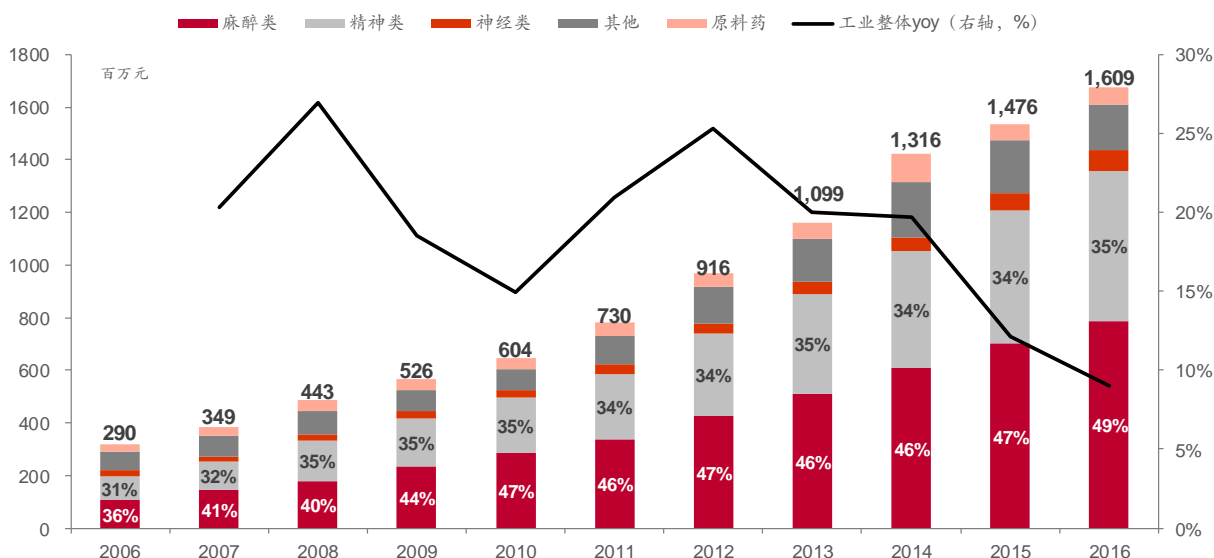
图表 9：恩华药业历年归母净利润



来源：公司公告，中泰证券研究所

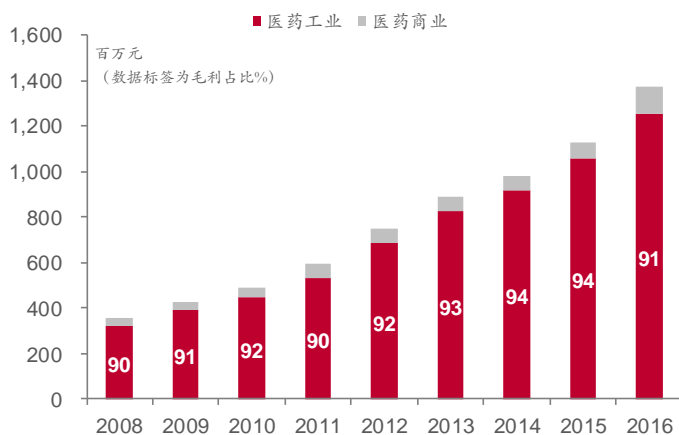
工业板块中，麻醉类的收入和毛利占比最高，并有逐年上升的趋势，2016 年麻醉类收入占工业收入的 49%，占毛利的 56%。精神类收入占比稳定在 35% 左右水平，毛利占比略微下降，也在 35% 左右。神经类药物收入和毛利占比均在 5% 左右水平。增速来看，近年麻醉类产品增速降幅明显（2007-2014 年 CAGR 为 22.61%，2014-2016 仅为 13.80%），主要由于招标缓慢而影响新老产品衔接，精神类增速平稳，神经类增速有所上行。

图表 10：恩华药业（医药工业）收入拆分



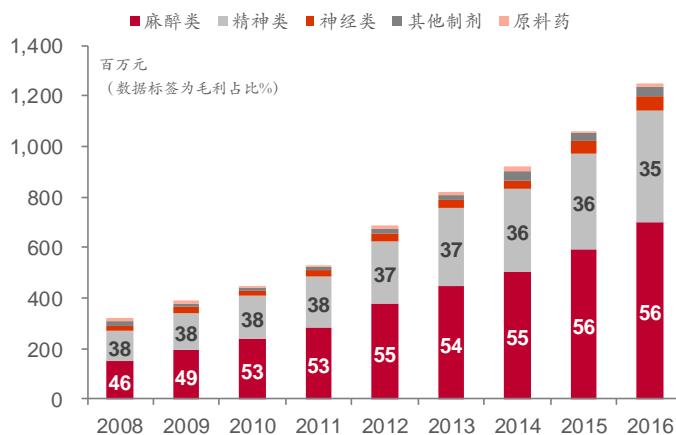
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11: 恩华药业历年毛利分析 (工业和商业)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 恩华药业 (医药工业) 毛利拆分



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

招标推进缓慢影响公司二线产品放量, 短期断档后有望迎来增速拐点。公司医药工业收入增速自 2012 年以来逐年下降, 2007-2012 年工业收入 CAGR 约为 21%, 而 2012-2016 年工业收入 CAGR 降至 15% 左右。工业的降档主要是因为制剂产品出现短期断档现象, 重点老产品 (2006 年以前获批) 随着市占率提升增速放缓; 新产品 (2010 年以后获批) 未赶上前轮招标, 受制于新一轮招标缓慢, 收入贡献有限。随着新版医保目录落地和各省招标的推进, 公司有望迎来增速拐点。

## 医保调整和招标带来新动力, 销售改革提升效率

- 咪达唑仑和依托咪酯是当前主要利润来源, 二线品种放量时机到来**  
 咪达唑仑和依托咪酯是目前公司利润的主要来源, 样本医院数据显示, 两者收入在制剂中占比高达 43%。咪达唑仑于 1998 年上市, 依托咪酯 2002 年上市, 两者上市时间较久, 市场已较为成熟, 同时公司产品体量较大, 增速有所放缓。  
 新产品梯队于 2011 年以后形成, 主要有盐酸右美托咪定注射液、丙泊酚乳状注射液、盐酸度洛西汀肠溶片、阿立哌唑片等品种。受制于新一轮招标推进缓慢, 公司新品种上量速度一直不快。在招标推进的政策环境下, 叠加公司的销售分线改革, 我们预计公司二线品种放量时机到来。

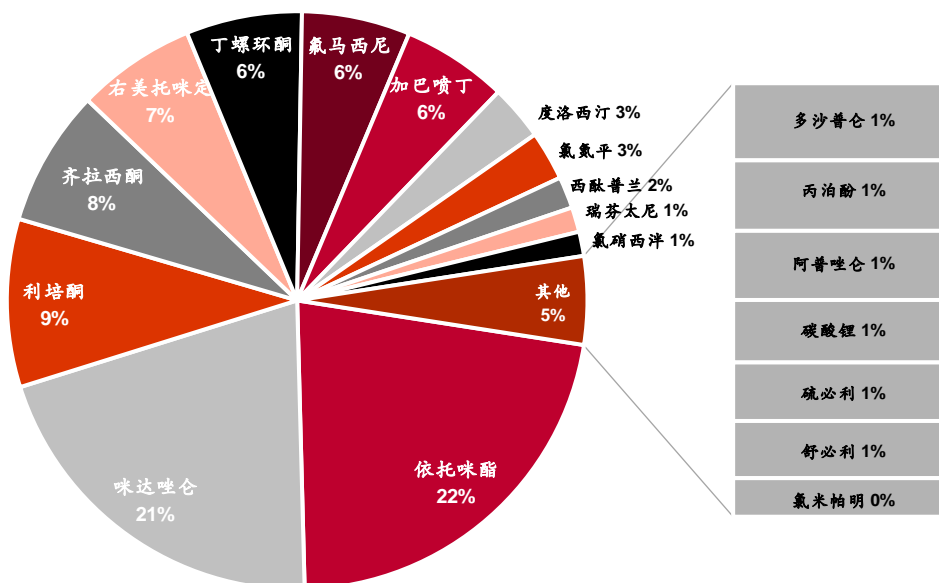


图表 13: 恩华药业重点品种分析 (灰色为主要二线品种)

类别	主要产品	规格	主要产品的用途	商品名	上市年份	医保	2016年市场规模 (百万元)	2016年销售额 (米内网)	国内同品规数
麻醉类	咪达唑仑注射液	2ml:10mg	麻醉前给药、全麻醉诱导和维持、ICU病人镇静	力月西	1998	甲	260.11	217.10	3 (2)
		1ml:5mg			1999				3 (2)
		2ml:2mg			2003				3 (2)
		5ml:5mg			2003				3 (1)
		10ml: 50mg			2014				3 (1)
	依托咪酯脂肪乳注射液	10ml:20mg	全麻诱导, 也可用于短时手术麻醉	福尔利	2002	乙	265.86	237.22	1 (1)
	依托咪酯注射液	10ml:20mg		福罗	2002	乙			2 (2)
	盐酸右美托咪定注射液	2ml:0.2mg	全身麻醉手术患者气管插管和机械通气时的镇静	一思	2011	乙	1585.54	71.12	4 (3)
		1ml:0.1mg			2013				4 (3)
	甲磺酸罗哌卡因注射液	10ml:89.4mg	外科手术麻醉	-	2005	乙	496.66	3.81	9 (7)
注射用盐酸瑞芬太尼	1mg	麻醉镇痛	-	2014	乙	411.13	14.87	3 (2)	
	2mg			2014				3 (2)	
丙泊酚乳状注射液	20ml:0.2g	全身麻醉的诱导和维持	泊得乐	2012	乙	2467.07	8.71	4 (4)	
精神类	利培酮片	1mg	急性和慢性精神分裂症以及其它各种精神疾病	思利舒	2005	乙	692.76	100.78	7 (7)
		利培酮分散片			1mg				2010
	盐酸齐拉西酮胶囊	20mg	精神分裂症	思贝格	2006	乙	128.19	80.62	1 (1)
	注射用甲磺酸齐拉西酮	20mg			2009				乙
	盐酸丁螺环酮	5mg	各种焦虑症	一舒	1999	甲	89.94	69.26	3 (3)
	盐酸度洛西汀肠溶片	20mg	抑郁症	优必罗	2013	乙	184.91	33.14	2 (2)
	阿立哌唑片	10mg	成人精神分裂症	帕格	2014	甲	601.46	0.93	4 (4)
	氢溴酸西酞普兰片	20mg	抑郁性精神障碍	一泰纳	2005	乙	241.21	18.96	8 (8)
神经类	加巴喷丁胶囊	0.1g	成人疱疹后神经痛的治疗、癫痫辅助治疗	迷力	2004	乙	113.01	63.04	2 (2)
		0.4g			2005				2 (1)
		0.3g			2005				2 (2)
		0.6g			2016				2 (1)

来源: 公司公告, CFDA, 米内网, 中泰证券研究所

图表 14: 恩华药业 2016 年制剂收入构成 (放大版样本医院)



来源: 米内网, 中泰证券研究所

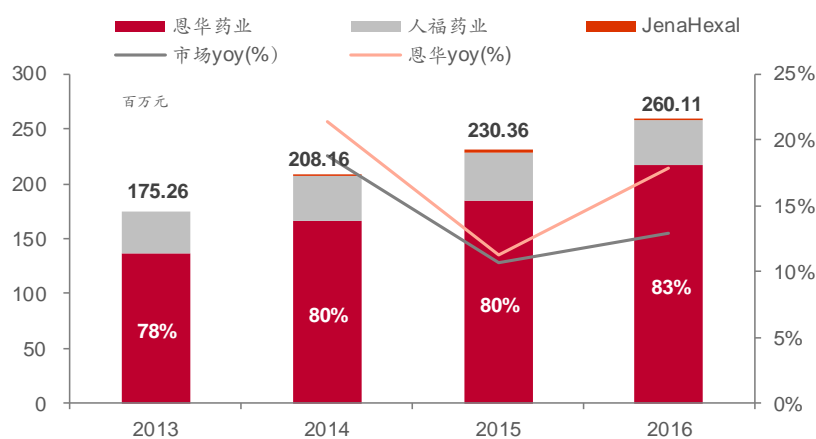
**老产品占据市场统治地位，跟随市场保持稳定增长**

- 咪达唑仑：市场统治地位，保持稳定增长。**咪达唑仑是由罗氏研发的一线静脉麻醉药，于 1979 年上市，临床上具有顺行性遗忘作用优异、起效快、苏醒快、对呼吸循环影响轻微等优点，主要适用于：1) 麻醉前给药；2) 全麻醉诱导和维持；3) 椎管内麻醉及局部麻醉时辅助用药；4) 诊断或治疗性操作(如心血管造影、心律转复、支气管镜检查、消化道内镜检查等)时病人镇静。5) ICU 病人镇静等。

恩华药业的咪达唑仑注射液（力月西）为国内首仿，于 1998 年上市，上市后凭借其价格优势和销售能力替代原研厂家，成为该药品市场的龙头企业。米内网数据显示，2016 年，咪达唑仑市场规模约为 2.6 亿元，恩华占据了 83% 的市场份额。国内除了恩华，仅有人福药业和九旭药业拥有生产批文，竞争格局良好。

咪达唑仑属于二类精神药品，可灵活选择是否招标，公司采取不招标策略与各省份进行洽谈。目前，各省份均以不招标方式采购公司产品，价格体系维护良好，产品基本覆盖全国各个省份。

咪达唑仑上市时间早，市场较为成熟，公司长期以来占据市场统治地位，我们预计公司产品将继续保持稳定增长。

**图表 15：咪达唑仑注射液市场格局（放大版样本医院）**


来源：米内网，中泰证券研究所

**图表 16：咪达唑仑批准文号**

药品名称	证书文号	生产企业	剂型	规格
咪达唑仑注射液	H20160399	(HEXAL AG)	注射剂	1ml:5mg
咪达唑仑注射液	国药准字H10980025	江苏恩华药业股份有限公司	注射剂	2ml:10mg
咪达唑仑注射液	国药准字H20031071	江苏恩华药业股份有限公司	注射剂	5ml:5mg
咪达唑仑注射液	国药准字H20143222	江苏恩华药业股份有限公司	注射剂	10ml: 50mg
咪达唑仑注射液	国药准字H19990027	江苏恩华药业股份有限公司	注射剂	1ml:5mg
咪达唑仑注射液	国药准字H20031037	江苏恩华药业股份有限公司	注射剂	2ml:2mg
咪达唑仑注射液	国药准字H20113433	江苏九旭药业有限公司	注射剂	1ml:5mg
咪达唑仑注射液	国药准字H20153019	江苏九旭药业有限公司	注射剂	3ml:15mg
咪达唑仑注射液	国药准字H20067040	宜昌人福药业有限责任公司	注射剂	2ml:2mg
咪达唑仑注射液	国药准字H20067041	宜昌人福药业有限责任公司	注射剂	2ml:10mg

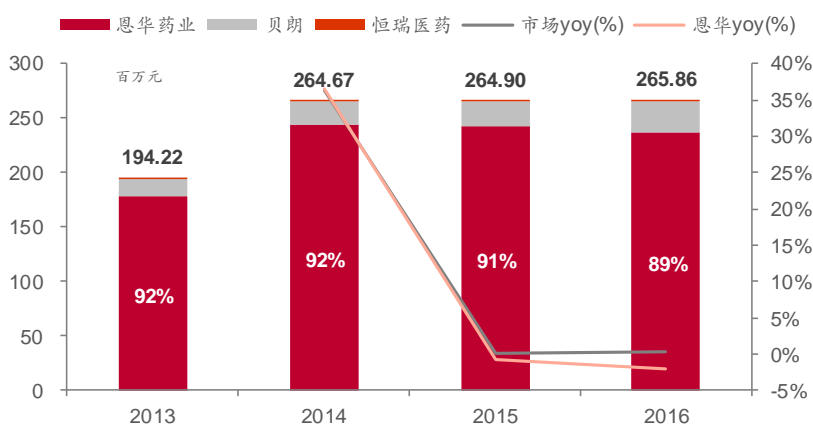
来源：CFDA，中泰证券研究所

■ **依托咪酯：脂肪乳剂国内独家，市场地位稳固，保持稳定增长。**依托咪酯是咪唑类衍生的非巴比妥类短效静脉全身麻醉药，有较好的镇静作用。该产品消除半衰期及即时输注半衰期均较短，能迅速通过血-脑脊液屏障，催眠作用强，具有起效快、安全界限大、清醒迅速、对呼吸循环影响小等特点。在静脉麻醉药中，依托咪酯是唯一不干扰心血管稳定性的药物，还可以降低颅内压和维持脑灌注，尤其适用于老年、冠状动脉粥样硬化性心脏病、高血压及休克患者的全麻诱导。

依托咪酯由强生研发，于1972年在美国上市。1986年德国贝朗的依托咪酯注射用乳剂（宜安利）上市。脂肪乳剂型能够克服水型注射剂引起的注射部位疼痛和静脉炎等副作用，临床具有优势。

目前国内市场共有三家生产企业，进口厂家德国贝朗，以及恩华和恒瑞，而恩华是唯一拥有乳状注射液批文的国产厂家。由于乳剂的临床优势，依托咪酯市场由恩华和贝朗瓜分。恩华与贝朗的中标价格差异微小，但恩华凭借营销优势，长期占领90%左右的市场份额。根据米内网数据，2016年依托咪酯整体市场规模约2.7亿，恩华销售额在2.4亿左右。公司的依托咪酯基本覆盖全国各省份，且价格长期稳定，考虑到良好的竞争格局，我们预计公司将继续保持市场主导地位，跟随行业实现稳定增长。

图表 17：依托咪酯市场格局（放大版样本医院）



来源：米内网，中泰证券研究所

图表 18：依托咪酯批准文号

药品名称	证书文号	生产企业	剂型	规格
依托咪酯乳状注射液	H20160234	(B.Braun Melsungen AG)	注射剂	10ml:20mg
依托咪酯乳状注射液	国药准字H20020511	江苏恩华药业股份有限公司	注射剂	10ml:20mg
依托咪酯注射液	国药准字H32022992	江苏恩华药业股份有限公司	注射剂	10ml:20mg
依托咪酯注射液	国药准字H32022379	江苏恒瑞医药股份有限公司	注射剂	10ml:20mg

来源：CFDA，中泰证券研究所

**图表 19: 依托咪酯乳状注射液 (10ml:20mg/支) 中标情况**

单位 (元)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	恩华最新价格	贝朗最新价格
福建									38.19	38.46	38.46	37.75
广西									43.22		43.22	43.33
浙江									39.50		39.50	39.99
广东								39.63	39.63		39.63	41.89
四川								39.20	39.20		39.20	39.99
上海							39.76	39.76			39.76	42.42
湖南							41.24	38.20			38.20	39.99
吉林							41.09				41.09	42.90
安徽							38.50				38.50	—
湖北						40.47	40.45	38.50	38.50		38.50	40.20
海南						41.89	41.89				41.89	43.22
全国军区						39.44					39.44	—
新疆					42.90						42.90	—
青海					42.50						42.50	42.90
陕西					40.38						40.38	42.94
广州军区					40.09						40.09	—
内蒙古				47.32							47.32	47.95
贵州				40.42							40.42	41.65
云南			41.44	41.44					41.44		41.44	43.62
江西			40.43						40.43		40.43	44.59
河北			41.50						38.19		38.19	44.59
天津			39.77						38.19		38.19	40.09
辽宁			41.39						41.39		41.39	44.24
江苏			39.78						39.78		39.78	—
北京			39.65						39.65		39.65	41.43
山东		41.50				39.50				38.32	38.32	40.49
甘肃		44.24									44.24	—
山西	40.00			40.00							40.00	39.71
<b>平均价格</b>	<b>40.00</b>	<b>42.87</b>	<b>40.57</b>	<b>42.30</b>	<b>41.47</b>	<b>40.33</b>	<b>40.49</b>	<b>39.06</b>	<b>39.65</b>	<b>38.39</b>	<b>40.45</b>	<b>42.08</b>

来源: 药智网, 中泰证券研究所

### 二线产品受益于招标推进和医保目录调整, 迎来放量期

#### ■ 主要二线品种市场空间可观, 等待招标放量

公司主要二线品种为麻醉用药右美托咪定、瑞芬太尼、丙泊酚; 以及精神类药物洛西汀和阿立哌唑。5 个品种均有可观的市场空间, 其中右美托咪定整体市场规模过 10 亿, 丙泊酚整体市场规模过 20 亿。公司产品均于 2011 年及以后上市, 未赶上上一轮的招标, 中标省份少, 未形成规模销售, 体量较小。

**图表 20: 恩华药业主要二线品种梳理**

主要产品	规格	主要产品的用途	商品名	上市年份	医保	2016年市场规模 (百万元)	2016年销售额 (米内网)	国产同品种 (同品规)
盐酸右美托咪定注射液	2ml:0.2mg	全麻手术患者气管插管和机械通气时的镇静	一思	2011	乙	1585.54	71.12	4 (3)
	2013			4 (3)				
注射用盐酸瑞芬太尼	1mg	麻醉镇痛	-	2014	乙	411.13	14.87	3 (2)
	2mg			3 (2)				
丙泊酚乳状注射液	20ml:0.2g	全身麻醉的诱导和维持	泊得乐	2012	乙	2467.07	8.71	4 (4)
盐酸度洛西汀肠溶片	20mg	抑郁症	优必罗	2013	乙	184.91	33.14	2 (2)
阿立哌唑片	10mg	成人精神分裂症	帕格	2014	甲	601.46	0.93	4 (4)
马来酸咪达唑仑片	15mg	失眠症的短期治疗	力月西片	2004	乙	5.84	-	1 (1)

来源: CFDA, 米内网, 中泰证券研究所

### ■ 产品新进医保，助力二线品种在招标中发力

2017年，国家新版医保目录出台，公司共有5个品种新进入医保，2个品种由乙类转为甲类，其中右美托咪定和阿立哌唑是公司重点二线品种。右美托咪定新进入医保，阿立哌唑由乙类调整为甲类。医保调整为公司注入新动力，助力二线品种在招标中发力。

**图表 21：恩华药业医保目录调整品种**

药品名称	适应症	医保类型	备注
盐酸右美托咪定注射液	麻醉镇痛	乙类	新进
注射用甲磺酸齐拉西酮	治疗精神分裂症	乙类	新进
利鲁唑片	治疗肌萎缩侧索硬化症	乙类	新进
盐酸硫必利片	治疗精神病	乙类	新进
氯氮平口腔崩解片	治疗难治性精神分裂症	乙类	新进
盐酸丁螺环酮片	各种焦虑症	甲类	乙类转甲类
阿立哌唑片	成人精神分裂症	甲类	乙类转甲类
注射用盐酸瑞芬太尼	全麻诱导和维持镇痛	乙类	取消“限手术麻醉”

来源：公司公告，中泰证券研究所

### ■ 二线品种各省陆续中标，招标进展顺利

2016年以来，随着各省招标陆续展开，第二梯队品种中标省份不断增加，右美托咪定在12个省份新中标，度洛西汀新中标12个省份，阿立哌唑和丙泊酚分别在11个和7个省份新中标。凭借公司长期在中枢神经领域积累的资源优势和渠道优势，公司有望在新老中标省区实现规模销售，迎来增速拐点。

➢ **右美托咪定市场空间可观，新进医保，多省新近中标，有望保持高速增长。**右美托咪定临床用于行全身麻醉的手术患者气管插管和机械通气时的镇静。与老一代麻醉剂咪达唑仑等相比，右美托咪定具有特殊的镇静效果，能够使患者达到“自然睡眠”的状态，类似于正常睡眠的“可唤醒”的镇静状态。除了镇静，右美托咪定还具有镇痛作用，与阿片类药物有协同镇痛效应，临床上能显著减少阿片类药物的用量。并且该药物无显著的呼吸抑制，医生反应良好。盐酸右美托咪定注射液（Precedex）由芬兰的Orion Pharma和美国雅培公司合作研发，于1999年首次在美国上市。国内共有恩华药业、恒瑞医药、辰欣药业和国瑞药业4家企业拥有生产批文，四家企业均有1ml和2ml两种剂型。2015年全国放大版样本医院终端销售额约12亿元，增速仍然在40%水平，市场空间可观。

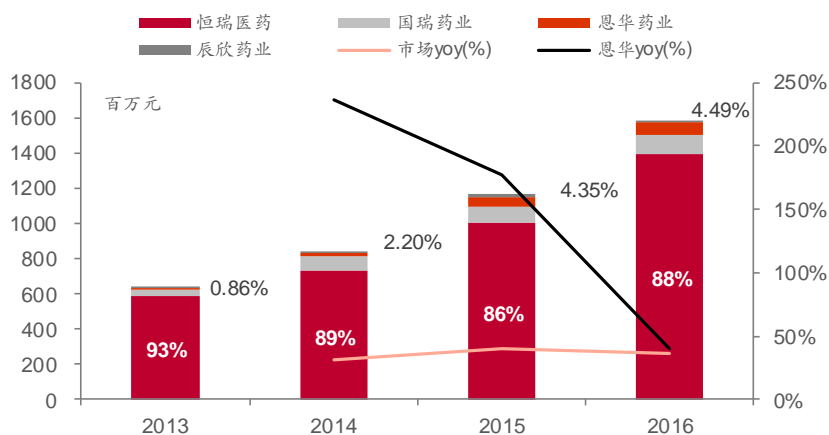
**图表 22：盐酸右美托咪定注射液生产厂家**

国产药品名称	批准文号	生产单位	制剂	规格
盐酸右美托咪定注射液	国药准字H20110085	江苏恩华药业股份有限公司	注射剂	2ml:0.2mg
盐酸右美托咪定注射液	国药准字H20133331	江苏恩华药业股份有限公司	注射剂	1ml:0.1mg
盐酸右美托咪定注射液	国药准字H20090248	江苏恒瑞医药股份有限公司	注射剂	2ml : 200ug
盐酸右美托咪定注射液	国药准字H20130093	江苏恒瑞医药股份有限公司	注射剂	1ml:100ug
盐酸右美托咪定注射液	国药准字H20130027	辰欣药业股份有限公司	注射剂	2ml:0.2mg
盐酸右美托咪定注射液	国药准字H20163388	辰欣药业股份有限公司	注射剂	1ml:0.1mg
盐酸右美托咪定注射液	国药准字H20110097	四川国瑞药业有限责任公司	注射剂(注射液)	2ml:0.2mg
盐酸右美托咪定注射液	国药准字H20143195	四川国瑞药业有限责任公司	注射剂(注射液)	1ml:0.1mg

来源：CFDA，中泰证券研究所



2009年，恒瑞的首仿右美托咪定获批生产，上市后陆续在各省份中标，快速增长，目前已实现近14亿的规模，占据市场约90%的份额。公司产品于2011年上市，2016年以前仅在6个省份中标销售，2015年实现销售额约5000万元。随着产品新进入医保和各省份新一轮招标的陆续开展，公司2016年以来新中标12个省份，其中9个省份的中标时间在2016年四季度以后，随着各省新标的执行有望迎来持续放量。我们预计2016年该产品销售过亿，随着中标后销售的逐步体现，2017年有望维持50%以上的快速增长。

**图表 23：右美托咪定市场格局（放大版样本医院）**


来源：米内网，中泰证券研究所

**图表 24：盐酸右美托咪定注射液（2ml:0.2mg）/支中标情况**

单位（元）	2012	2013	2014	2015	2016	2017	中标日期	恩华最新价格	恒瑞最新价格
黑龙江						123.90	2017/4/18	123.90	159.29
湖北						124.20	2017/4/18	124.20	136.56
江西						拟中标	2017/3/22	拟中标	130.11
福建						120.25	2017/3/7	120.25	147.06
四川						124.40	2017/2/24	124.40	136.56
宁夏						124.30	2017/2/18	124.30	142.09
辽宁						74.18*	2017/1/25	74.18*	74.87*
西藏					186.00		2016/12/2	186.00	—
山东	163.00		95.84*		129.00		2016/10/28	129.00	151.41
内蒙古					170.00		2016/10/19	170.00	160.00
山西					159.90	136.56	2016/9/12	136.56	136.56
广西					134.90		2016/5/26	134.90	156.99
北京					124.50		2016/4/12	124.50	136.56
云南				97.00*				97.00*	97.00*
湖南			166.16	73.00*				73.00*	136.56
吉林			124.50					124.50	169.08
海南		160.00	160.00					160.00	191.09
河南		162.90						162.90	—
青海	189.20							189.20	188.00
上海									172.17
安徽									160.00
陕西									163.80
贵州									156.99
浙江									160.81
江苏									151.76
河北									166.87
广东									166.09
重庆									168.86
平均价格	176.10	161.45	150.22	85.00*	150.72	125.60		142.31	156.05

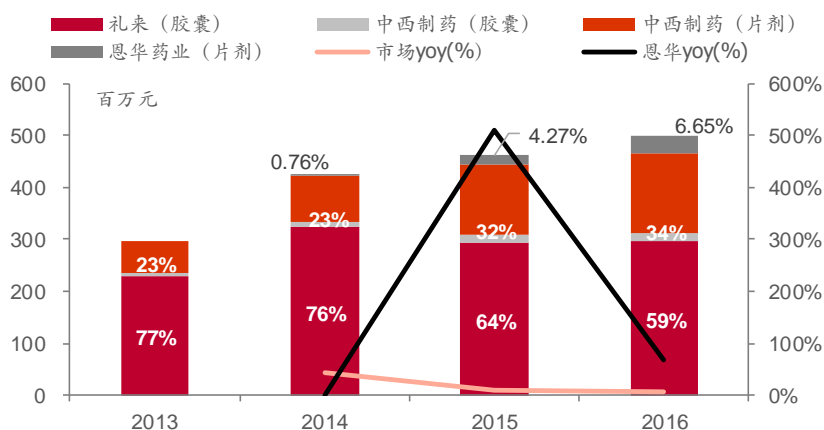
来源：中标数据网，中泰证券研究所

(\*为1ml:0.1mg中标价格，所属省份仅该规格中标)

➤ **度洛西汀受益于招标推进、进口替代，有望快速增长。**盐酸度洛西汀肠溶胶囊是礼来（Eli Lilly and Company）研发并上市的抗抑郁药物。2006年，上药中西制药的国内首仿上市，同时上市的还有该企业研发的度洛西汀片剂剂型。除上述两家企业，国内仅有恩华拥有片剂批文。目前，国内市场仍由原研厂家礼来占据主导地位（约60%市场份额），上药中西制药占据约34%市场份额，进口替代存在空间。

公司的盐酸度洛西汀肠溶片于2013年获批，2014年实现销售，2015年占据约5%的市场份额。2016年以来，公司产品在12个省份新中标，其中6个省份中标时间在2016年四季度之后，预计将在2017年开始逐渐贡献增量。招标的顺利进展助力公司全方位进入市场，实现。

**图表 25：度洛西汀市场格局（放大版样本医院）**



来源：米内网，中泰证券研究所

**图表 26：盐酸度洛西汀肠溶片（20mg\*24）/盒中标情况**

单位（元）	2014	2015	2016	2017	最早中标时间
黑龙江				交易中	2017/5/5
湖北				92.39	2017/4/18
重庆				95.73	2017/3/29
宁夏				82.25	2017/3/17
辽宁				93.27	2017/1/25
西藏			96.00		2016/12/2
内蒙古			93.27		2016/10/19
山西			93.27		2016/9/12
江西			98.23		2016/7/7
广西			95.73		2016/7/1
北京			93.27		2016/4/12
福建			82.40	85.92	2016/1/5
上海	98.23	98.23	90.95	90.95	
广东		74.33	62.44	93.17	
四川		93.87	93.87	93.87	
山东	98.20		92.42		
吉林	93.27				
湖南	103.42	96.72			
云南		98.15			

来源：中标数据网，中泰证券研究所

(\*广东省每月竞价一次，表格中为年平均价格)

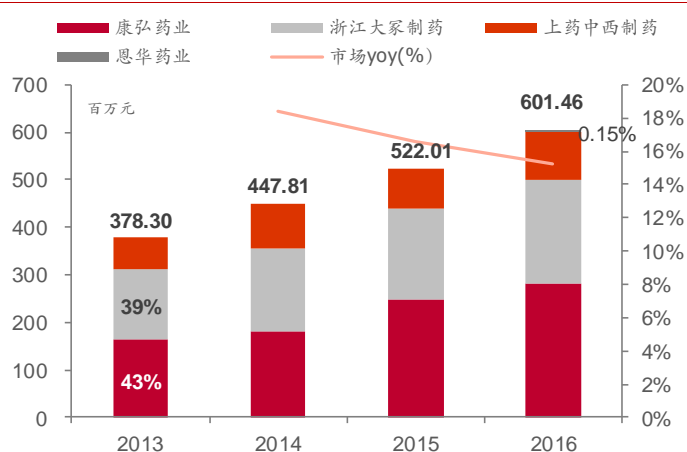
**图表 27: 盐酸度洛西汀生产厂家**

药品名称	批准文号	生产单位	剂型	规格
盐酸度洛西汀肠溶片	国药准字H20130056	江苏恩华药业股份有限公司	片剂	20mg(按度洛西汀计)
盐酸度洛西汀肠溶片	国药准字H20061261	上海上药中西制药有限公司	片剂	20mg(以度洛西汀计)
盐酸度洛西汀肠溶胶囊	国药准字H20061263	上海上药中西制药有限公司	胶囊剂	20mg(以度洛西汀计)
盐酸度洛西汀肠溶胶囊	H20150284	Eli Lilly and Company	胶囊剂	30mg
盐酸度洛西汀肠溶胶囊	H20150286	Eli Lilly and Company	胶囊剂	60mg
盐酸度洛西汀肠溶胶囊	H20150285	Eli Lilly and Company	胶囊剂	30mg
盐酸度洛西汀肠溶胶囊	H20150287	Eli Lilly and Company	胶囊剂	60mg

来源: CFDA, 中泰证券研究所

- **阿立哌唑销售启动, 各省招标推进顺利。**阿立哌唑是首个第三代非典型抗精神病药,也是首个获 FDA 批准的多巴胺系统稳定剂(DSS),该产品由丹麦灵北制药(Lundbeck)和日本大冢制药(Otsuka)联合开发,于2002和2004年分别在美国和欧美上市,主要用于精神分裂症及其他精神障碍的治疗。2004年,康弘药业的首仿阿立哌唑在国内上市。

阿立哌唑是全球重磅产品,销售峰值高达全年50多亿美元。米内网数据显示,2016年国内终端市场规模约6亿,目前仅有浙江大冢、康弘、上药中西和恩华4家企业生产,竞争格局良好。恩华的阿立哌唑片于2014年上市,2016年开始销售,目前体量较小,样本医院市场占比不到1%。2016年以来,公司在11个省份新中标,6省中标时间在四季度及之后,江西省拟中标,我们预计未来几年公司的阿立哌唑能够在低基数下快速增长。

**图表 28: 阿立哌唑市场格局 (放大版样本医院)**


来源: 米内网, 中泰证券研究所

**图表 29: 阿立哌唑片 (10mg\*24) /盒中标情况**

单位 (元)	2015	2016	2017	最早中标时间
黑龙江			75.70	2017/4/18
江西			69.88	2017/3/22
四川			69.76	2017/2/24
宁夏			66.29	2017/2/17
辽宁			72.57	2017/1/25
山东		69.81		2016/10/28
内蒙古		90.72		2016/10/19
广西		84.89		2016/5/26
上海		90.70		2016/4/26
河北		*		2016/4/8
海南		93.00		2016/2/2
广东		58.67		2016/1/6
福建	69.81		69.12	
山西	69.96			

来源: 中标数据网, 中泰证券研究所

**图表 30: 阿立哌唑片生产厂家**

药品名称	批准文号	生产单位	制剂	规格
阿立哌唑片	国药准字H20061305	浙江大冢制药有限公司	片剂	10mg
阿立哌唑片	国药准字H20061306	浙江大冢制药有限公司	片剂	15mg
阿立哌唑片	国药准字H20061304	浙江大冢制药有限公司	片剂	5mg
阿立哌唑片	国药准字H20041507	上海上药中西制药有限公司	片剂	10mg
阿立哌唑片	国药准字H20041506	上海上药中西制药有限公司	片剂	5mg
阿立哌唑片	国药准字H20140121	江苏恩华药业股份有限公司	片剂	10mg
阿立哌唑片	国药准字H20041502	成都康弘药业集团股份有限公司	片剂	10mg
阿立哌唑片	国药准字H20041501	成都康弘药业集团股份有限公司	片剂	5mg

来源: CFDA, 中泰证券研究所

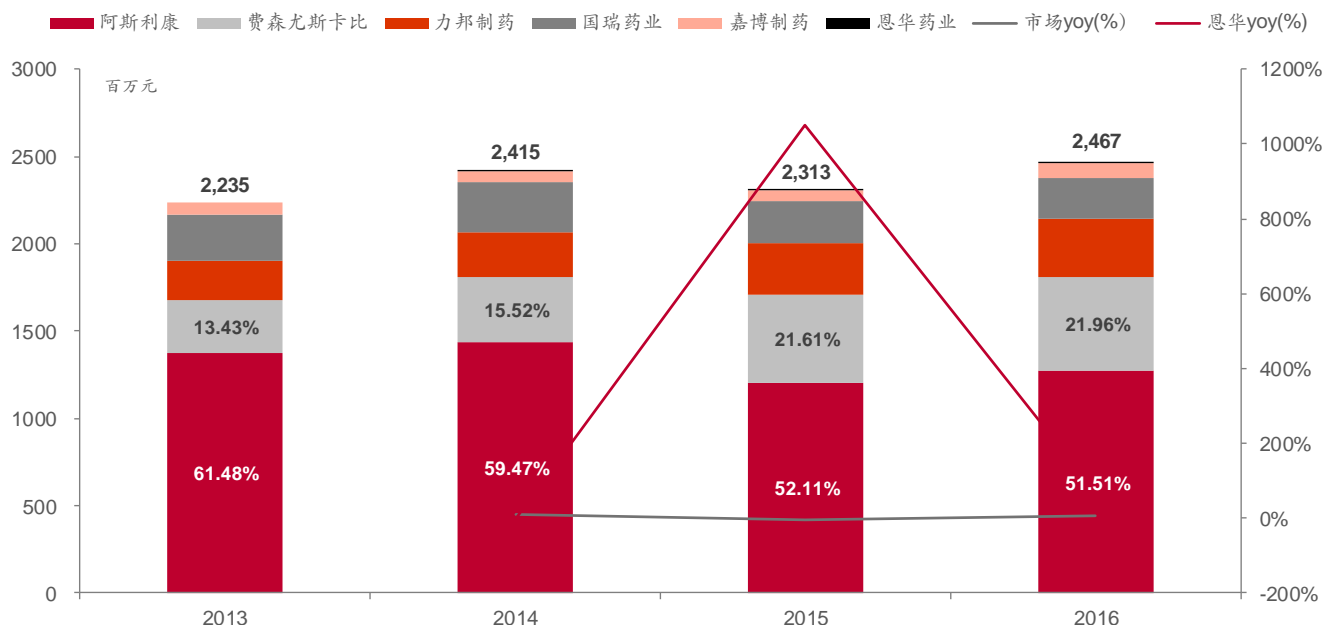
- **丙泊酚: 20 亿大市场, 有进口替代空间, 改良剂型在研中。**丙泊酚注射液是一种起效迅速的短效全身静脉麻醉药, 主要用于诱导和维持全身麻醉, ICU 病人机械通气时的镇静, 及麻醉下无痛人流手术。米内网放大版样本医院数据显示, 2016 年市场规模达到近 25 亿元, 国内共有 6 家企业拥有生产批文。原研厂家阿斯利康具有市场主导地位, 加上费森尤斯卡比两家外企的市场占有率超过 70%, 进口替代空间可观。公司丙泊酚乳状注射液自 2014 年开始销售, 目前市场占比仍旧微小。2016 年以来公司新中标 7 个省, 1 省拟中标, 我们预计该产品能够在低基数下快速放量。公司已与美国立博公司 (LIPOSEUTICAL Inc) 开展“糖脂高分子及其为基质的丙泊酚注射剂 (ProSQ)”的合作研发, 新型水溶性注射剂能够克服乳剂的注射痛、脂质代谢等问题, 同时简化工艺, 更为安全高效。

**图表 31: 丙泊酚注射液生产厂家**

药品名称	批准文号	生产单位(生产单位英文名称)	规格
丙泊酚注射液	H20130537	(AstraZeneca UK Limited)	50ml:500mg
丙泊酚注射液	H20130536	(AstraZeneca UK Limited)	20ml:200mg
丙泊酚注射液	H20130465	(AstraZeneca UK Limited)	50ml:1g
丙泊酚注射液	H20120408	(Fresenius Kabi Deutschland GmbH)	20ml:0.2g
丙泊酚注射液	H20120376	(Fresenius Kabi Deutschland GmbH)	50ml:0.5g
丙泊酚注射液	H20120375	(Fresenius Kabi Deutschland GmbH)	50ml:1g
丙泊酚注射液	国药准字H20163040	西安力邦制药有限公司	10ml:0.2g
丙泊酚注射液	国药准字H20123318	西安力邦制药有限公司	50ml:1.0g
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20010368	西安力邦制药有限公司	10ml:100mg
丙泊酚乳状注射液	国药准字H19990282	西安力邦制药有限公司	20ml:200mg
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20040300	西安力邦制药有限公司	50ml:500mg
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20030115	四川国瑞药业有限责任公司	20ml:0.2g
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20040079	四川国瑞药业有限责任公司	10ml:0.1g
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20030114	四川国瑞药业有限责任公司	50ml:0.5g
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20123138	江苏恩华药业股份有限公司	20ml:0.2g
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20163406	广东嘉博制药有限公司	10ml:200mg
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20163405	广东嘉博制药有限公司	20ml:400mg
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20051843	广东嘉博制药有限公司	10ml:100mg
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20051842	广东嘉博制药有限公司	20ml:200mg
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20133360	广东嘉博制药有限公司	50ml:500mg
丙泊酚乳状注射液	国药准字H20143369	广东嘉博制药有限公司	50ml:1g

来源: CFDA, 中泰证券研究所

图表 32: 丙泊酚市场格局 (放大版样本医院)



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 33: 丙泊酚乳状注射液 (20ml: 0.2g) /支中标情况

单位 (元)	2013	2014	2015	2016	2017	中标日期
黑龙江					15.97	2017/4/18
江西					拟中标	2017/3/22
陕西				17.40		2016/12/30
西藏				25.00		2016/12/2
内蒙古				17.57		2016/10/19
广西				15.58		2016/7/1
北京				15.00		2016/4/12
天津				15.00		2016/3/21
浙江			17.90		15.00	
福建			14.30		25.48	
四川			17.91		14.30	
广东			22.58	26.63	16.52	
海南		19.00		17.80		
上海		30.50		21.74		
山西			15.98			
甘肃			18.20			
湖南			15.00			
宁夏		19.47				
吉林		19.70				
安徽		18.00				
青海	23.00					
河南	30.30					

来源: 中标数据网, 中泰证券研究所

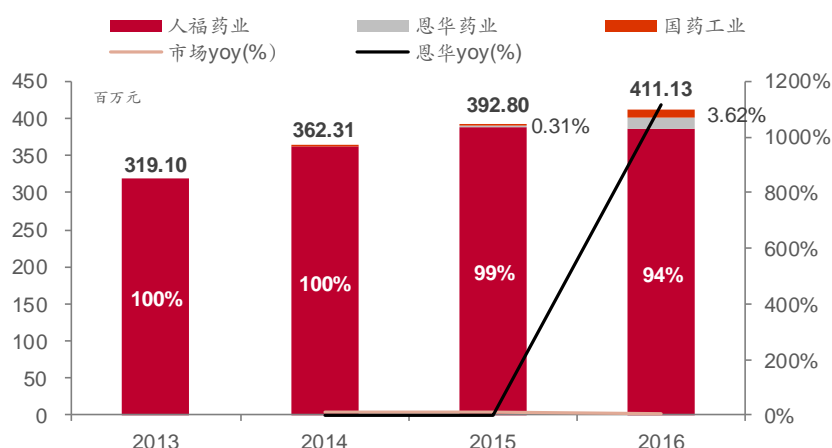
(\*广东省每月竞价一次, 表格中为年平均价格)



➤ **瑞芬太尼：拓宽原料药购货渠道突破瓶颈，不断开拓镇痛市场。**瑞芬太尼是选择性  $\mu$  阿片受体激动剂，是一种高强度、超短效的镇痛药；也是外科手术诱导和维持全身麻醉辅助用药的首选药物。随着国内消费升级，医疗需求的上升，人们越来越追求“无痛医疗”，镇痛市场空间不断拓宽。

瑞芬太尼属于国家麻醉药品目录，受到严格管控。国内拥有注射剂批文的企业有人福药业、国药和恩华药业。原料药生产厂商为人福药业和国药集团两家，受限于国家对于麻醉药品的管控（麻醉药品原料药定点生产厂家为 1-2 家），公司的原料药上市申请未获批准。2016 年，瑞芬太尼市场规模将约 4.1 亿元，人福几乎占据了 94% 的市场份额。2016 年，公司销售收入近 2000 万元，体量尚小。公司原本仅从人福购买原料药，近期拓宽了自国药以及英国的购货渠道，保障了原料药的供应。瑞芬太尼不需要进行公开招标，但是进入各个省份需要花费资源和精力，同时进入医院后销售形成需要企业的学术推广。恩华正在从华东地区切入，逐个省份攻破，目前已经准许进入上海、江苏等省份进行销售。随着公司逐步拓宽销售地区，恩华有望和人福实现良性竞争，并合力进行产品的终端推广，不断开拓镇痛市场。

图表 34：瑞芬太尼市场格局（放大版样本医院）



来源：米内网，中泰证券研究所

图表 35：盐酸瑞芬太尼生产厂家（包括原料药）

药品名称	批准文号	生产单位	剂型	规格
注射用盐酸瑞芬太尼	国药准字H20030199	宜昌人福药业有限责任公司	注射剂	2mg
注射用盐酸瑞芬太尼	国药准字H20030197	宜昌人福药业有限责任公司	注射剂(冻干针)	1mg
注射用盐酸瑞芬太尼	国药准字H20030200	宜昌人福药业有限责任公司	注射剂(无菌粉末)	5mg
注射用盐酸瑞芬太尼	国药准字H20143314	江苏恩华药业股份有限公司	注射剂	1mg
注射用盐酸瑞芬太尼	国药准字H20143315	江苏恩华药业股份有限公司	注射剂	2mg
注射用盐酸瑞芬太尼	国药准字H20123422	国药集团工业有限公司廊坊分公司	注射剂	1mg
注射用盐酸瑞芬太尼	国药准字H20123421	国药集团工业有限公司廊坊分公司	注射剂	2mg
盐酸瑞芬太尼	国药准字H20123423	国药集团工业有限公司廊坊分公司	原料药	原料药
盐酸瑞芬太尼	国药准字H20030198	宜昌人福药业有限责任公司	原料药	原料药

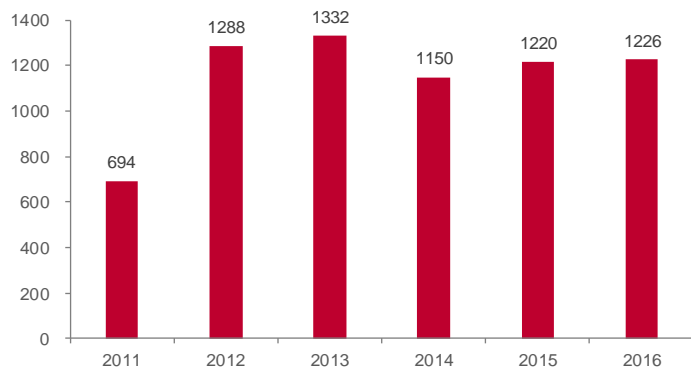
来源：CFDA，中泰证券研究所

持续推进营销分线改革，打造更细分更专业的营销体系

■ 恩华一个重要的竞争优势在于具有一支实力较强的专业化学术推广队伍。经过十余年持续的麻醉、精神、神经学科专业学术活动，公司在中枢神经药物领域获得了较高的市场认知度，形成了公司特有的中枢神经领域专业市场销售网络渠道。公司在营销体系上持续推动分线营销，在原有麻醉线的基础上成立了3个麻醉线产品销售事业部，原有精神线的基础上成立了2个精神线产品销售事业部。销售管理上推动销售队伍扁平化管理，并持续改善一线员工激励。

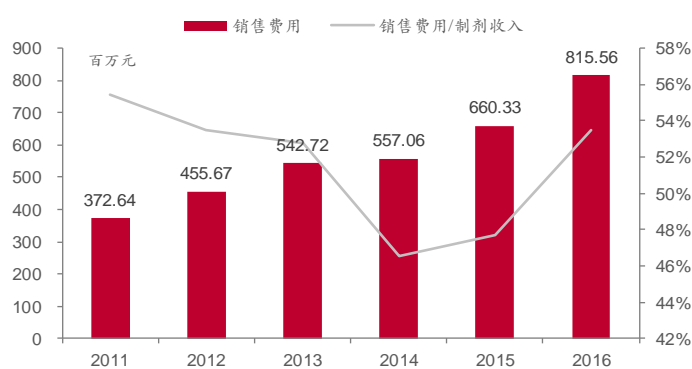
2014年，公司精简了一部分销售人员，人员数量由2013年的1332人下降至1150，但是单人制剂销售产出（销售人员包括了销售管理人员和一线销售人员，以单人产出为近似结果）逐年提升，2016年的单人产出达到124.38万元/人，相较2014年水平高出近20%。目前，公司整体销售人员约1300人，后续不需要继续大幅增加销售人员。在销售分线改革和一线员工激励改善的推动下，单人制剂销售产出将会继续提升。2011-2014年，公司销售费用占制剂收入的比例逐年下降；2015、2016年占比上升，销售费用增速超过制剂收入增速。近两年的销售费用高增长主要是由于，为了后续招标和产品销售有序开展，公司提前加强了医院的推广力度，举办各类学术推广会议等，导致了差旅和会议等费用的增加。我们认为，随着招标的推进，产品销量的增长，销售费用占比有望逐渐下降，未来利润的增速将超出收入增速。

图表 36：历年销售人员情况（人）



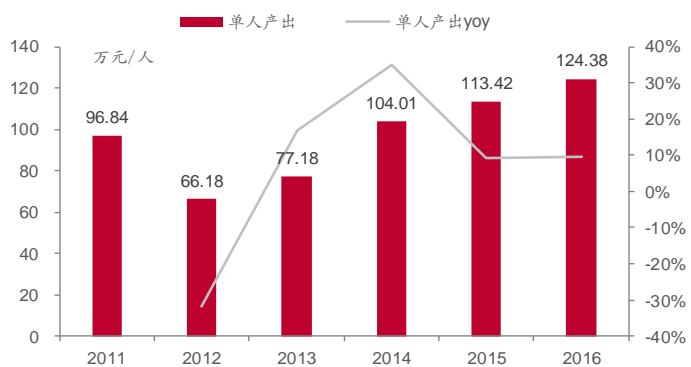
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 37：单人制剂销售产出情况（制剂收入/销售人员）



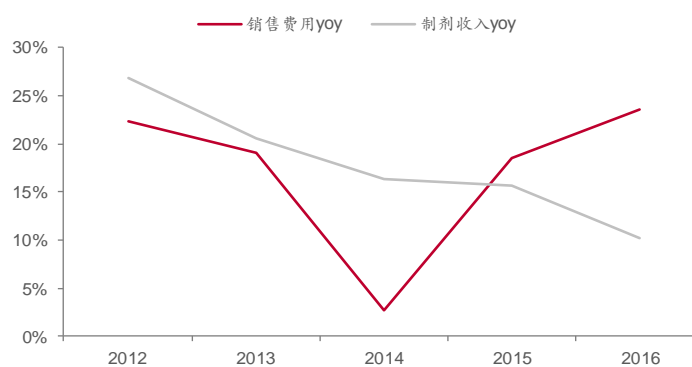
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 38：销售费用以及销售费用/制剂收入情况



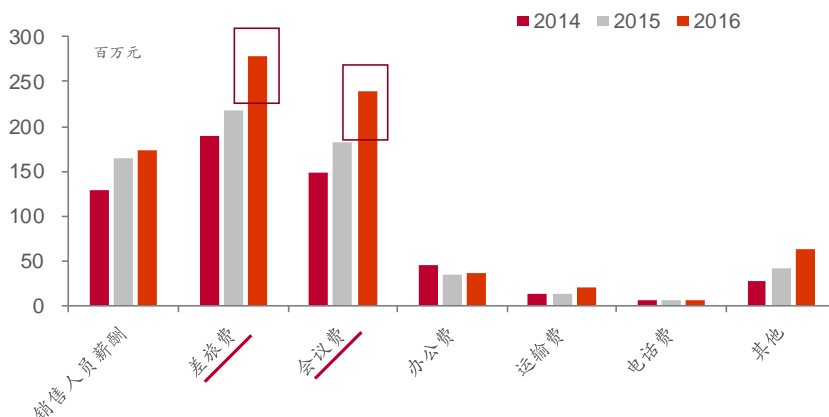
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 39：历年销售费用和制剂收入增速情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 40：销售费用细项历年变化情况



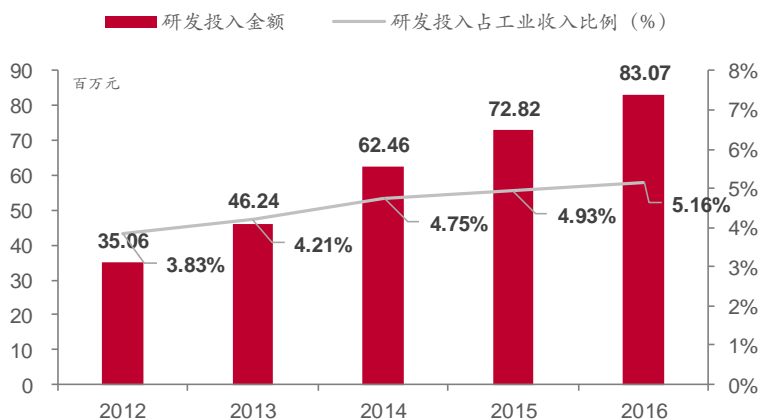
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 自主研发和国内外合作保持续航能力

### 在研产品丰富，形成合理中枢神经产品梯队

- **研发投入不断增长，后续产品梯队丰富。**公司研发投入占医药工业营业收入比重逐年上升，由 2012 年的 3.83% 上升至 2016 年的 5.16%，研发投入占比在同类型企业中处于较高水平。公司后续继续专注中枢神经领域，不断丰富品种，形成产品集群。目前，普瑞巴林原料药及缓释胶囊申报生产；氟曲马唑原料药及软膏剂申报生产在审评中；阿芬太尼、他喷他多、富马酸喹硫平、鲁拉西酮、阿戈美拉汀等已获临床批件；一类新药 DP-VPA 临床进展顺利；产品梯队合理，后续有望保持稳定的产品获批频率。

图表 41：恩华药业研发投入情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 42: 恩华药业后续在研品种

受理号	药品名称	申报阶段	类型	分类	承办日期	办理状态	状态开始日
CXHL1600279	普瑞巴林缓释胶囊	受理临床	精神类	2.2	2017/4/6	在审评	2017/4/5
CXHS1200295	普瑞巴林胶囊	已获临床批件	精神类	3.1	2012/12/19	制证完毕—已发批件	2016/3/10
CYHS1500770	富马酸喹硫平缓释片	已获临床批件	精神类	6	2015/8/12	制证完毕—已发批件	2016/10/27
CYHS1500634	富马酸喹硫平片	已获临床批件	精神类	6	2015/7/22	制证完毕—已发批件	2016/10/27
CYHS1200717	奥氮平片	已获临床批件	精神类	6	2012/11/9	制证完毕—已发批件	2016/9/26
CYHS1400300	盐酸帕罗西汀片	已获临床批件	精神类	6	2014/12/11	制证完毕—已发批件	2016/9/11
CXHL1400207	盐酸鲁拉西酮片	已获临床批件	精神类	3.1	2014/3/11	制证完毕—已发批件	2016/2/3
CXHL1300797	盐酸多塞平片	已获临床批件	精神类	3.4	2013/10/11	制证完毕—已发批件	2016/1/13
CYHS1200844	阿戈美拉汀片	已获临床批件	精神类	6	2012/10/23	制证完毕—已发批件	2015/12/24
CYHS1200853	氟哌噻吨美利曲辛片	已获临床批件	精神类	6	2012/10/23	制证完毕—已发批件	2015/12/15
CYHS1190101	碳酸锂片	已获临床批件	精神类	6	2011/8/3	制证完毕—已发批件	2015/10/29
CXHL1402261	盐酸阿芬太尼注射液	已获临床批件	麻醉类	3.1	2015/2/13	制证完毕—已发批件	2016/5/19
CYHS1090117	丙泊酚注射液	已获临床批件	麻醉类		2010/7/19	制证完毕—已发批件	2012/4/20
CYHS1400607	盐酸戊乙奎醚注射液		麻醉类	6	2014/9/17	在审评	2014/9/16
CXHL1400018	DP-VPA片	已获临床批件	神经类	1.1	2014/2/20	制证完毕—已发批件	2015/4/8
CYHS1001016	重酒石酸卡巴拉汀胶囊	已获临床批件	神经类	6	2011/4/2	制证完毕—已发批件	2013/12/17
CXHL1402096	盐酸他喷他多片	已获临床批件	止痛药	3.1	2015/2/13	制证完毕—已发批件	2016/5/19
CYHS1590039	马来酸氟吡汀胶囊	已获临床批件	止痛药	6	2015/8/7	制证完毕—已发批件	2016/4/7
CXHL1300314	布洛芬缓释片	已获临床批件	止痛药	3.2	2013/5/8	制证完毕—已发批件	2015/12/15
CXHS1400212	氟曲马唑乳膏	申报生产	抗菌药	3.1	2014/09/26	在审评	2014/9/25
CXHL1501999	*阿立哌唑片	已获临床批件	精神类	3.4	2015/10/28	制证完毕—已发批件	2016/10/27
CXHL1400853	*盐酸度洛西汀肠溶片	已获临床批件	精神类	3.4	2014/7/21	制证完毕—已发批件	2016/4/7
CXHS0900314	*盐酸右美托咪定注射液	已获临床批件	麻醉类	3.1	2010/2/21	制证完毕—已发批件	2011/8/23
<b>早期批件</b>							
CYHS0800283	注射用维库溴铵	已获临床批件	麻醉类	6	2008/6/4	制证完毕—已发批件	2009/6/17
CYHS0601419	盐酸氟西汀胶囊	已获临床批件	精神类	6	2006/4/17	制证完毕—已发批件	2008/10/23
X0407443	阿立哌唑口腔崩解片	已获临床批件	精神类	3.1	2004/12/9	已发批件	2005/7/8
CXHL0501526	盐酸丁螺环酮口腔崩解片	已获临床批件	精神类	5	2005/8/17	已发件	2006/6/28
CYHS0500941	丙戊酸钠缓释片	已获临床批件	神经类	6	2005/3/13	已发批件	2005/8/10
CYHS0508363	氯硝西洋注射液	已获临床批件	神经类	6	2005/12/15	制证完毕—已发批件	2009/9/3
X0306511	磷苯妥英钠注射液	已获临床批件	神经类	3.1	2004/9/24	已发批件	2004/12/15
X0302075	唑尼沙胺	已获临床批件	神经类	3.1	2003/11/12	已发通知件	2004/3/12
X0302076	唑尼沙胺胶囊	已获临床批件	神经类	3.1	2003/11/12	已发批件	2004/3/12
CXHB0701384	盐酸埃他卡林片	已获临床批件	降压药		2007/11/14	制证完毕—已发批件	2008/6/20
CYHS0690062	非诺贝特微粒化胶囊	已获临床批件	降脂药	6	2006/2/28	制证完毕—已发批件	2008/5/22
CXL20020731G	阿酚咖片	已获临床批件	止痛药	4	2002/6/3	已发批件	2003/4/21

来源: CDE, 药智网, 公司公告, 中泰证券研究所

\*注: 阿立哌唑片、盐酸度洛西汀肠溶片、盐酸右美托咪定注射液为已有品种申报新适应症。

## 推进国际合作提升研发能力，布局高端剂型平台和创新药

- 2016 年以来，恩华药业先后与美国立博公司（LIPOSEUTICAL Inc）、美国努瓦克斯制药有限公司（NuvOx Pharma, LLC）、英国 Zysis Ltd. 及以色列 Mapi 公司签署了合作协议，不断推进国际合作，加快创新产品的研发进展，在创新药、现有产品改良和缓控释剂型平台等方面均有所布局。

图表 43：恩华药业重点对外合作情况

合作对象	合作标的	合作时间	合作成果
努瓦克斯制药有限公司 (NuvOx Pharma, LLC)	一种全氟正戊烷乳剂 (NVX-408)：适用于治疗围术期失血及失血性休克	2017/01/04	取得专利权下规定的权利及相关数据，在中国开展 NVX-408 产品“授权适应症”的开发及销售。
Zysis Ltd.	阿立哌唑口服长效制剂：一周一次给药，提高病人服药的顺从性，同时较普通制剂有更好的安全性	2017/03/13	获得相关技术及数据，在中国开展阿立哌唑长效制剂产品独家的开发及销售。
立博公司 (LIPOSEUTICAL Inc)	糖脂高分子及其为基质的丙泊酚注射剂 (ProSQ)：克服乳剂的注射痛、脂质代谢等问题,简化工艺,更安全高效	2016/06/15	在许可区域内（中国）研究，开发，使用，制造，销售，售出和进口许可产品 (ProSQ)；4%LSI 股权
Mapi Pharma Ltd.	Mapi Pharma Ltd. 发行的优先 B 股	2016/09/08	以每股 12.36 美元的价格购入 Mapi 公司的优先 B 股总计 161,787 股，总计投资金额 200 万美元，占 Mapi 公司发行后总股本的 1.68%。

来源：公司公告，中泰证券研究所



## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 我们预计公司 2017-2019 年营业收入为 33.67、37.62 和 41.98 亿元，同比增长 11.58%、11.74%和 11.59%。归母净利润 3.88、4.91 和 6.13 亿元，同比增长 25.2%、26.6%和 25.0%，对应每股收益分别为 0.38、0.49 和 0.61 元。

图表 44：恩华药业收入拆分预测（百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2501.36	2766.57	3017.79	3404.69	3772.74	4179.60
yoy	11.86%	10.60%	9.08%	12.82%	10.81%	10.78%
毛利率	39.73%	41.88%	46.09%	46.48%	48.19%	49.79%
其他业务收入	13.88	33.80	19.10	19.10	19.10	19.10
毛利率	85.93%	93.38%	86.49%	86.49%	86.49%	86.49%
主营业务收入	2487.48	2732.76	2998.68	3385.59	3753.64	4160.50
yoy	11.72%	9.86%	9.73%	12.90%	10.87%	10.84%
毛利率	39.47%	41.25%	45.83%	46.25%	47.99%	49.62%
★医药工业	1301.84	1442.02	1589.61	1835.61	2126.16	2451.65
yoy	19.50%	10.77%	10.23%	15.48%	15.83%	15.31%
毛利率	70.58%	73.57%	78.82%	78.56%	78.61%	78.62%
一、制剂	1196.15	1383.77	1524.91	1738.56	2009.70	2311.90
yoy	16.35%	15.69%	10.20%	14.01%	15.60%	15.04%
毛利率	75.55%	76.11%	81.18%	81.82%	82.01%	82.17%
1.麻醉类	607.46	700.23	786.64	892.29	1029.46	1183.63
yoy	19.16%	15.27%	12.34%	13.43%	15.37%	14.98%
毛利率	83.07%	84.73%	89.11%	90.00%	90.00%	90.00%
2.精神类	443.40	507.89	569.94	663.42	781.24	911.25
yoy	16.51%	14.54%	12.22%	16.40%	17.76%	16.64%
毛利率	73.91%	74.81%	77.29%	78.00%	78.00%	78.00%
2.神经类	53.88	66.85	80.18	90.29	101.82	114.98
yoy	17.62%	24.08%	19.94%	12.61%	12.77%	12.92%
毛利率	63.97%	71.13%	72.00%	72.00%	72.00%	72.00%
3.其他制剂	91.41	108.79	88.15	92.55	97.18	102.04
yoy	-0.57%	19.01%	-18.98%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	40.33%	29.76%	43.82%	40.00%	40.00%	40.00%
二、原料药	105.69	58.26	64.70	97.05	116.46	139.75
yoy	72.39%	-44.88%	11.06%	50.00%	20.00%	20.00%
毛利率	14.42%	13.30%	23.29%	20.00%	20.00%	20.00%
★医药商业	1185.64	1290.74	1409.07	1549.98	1627.48	1708.85
yoy	4.27%	8.86%	9.17%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	5.30%	5.13%	8.62%	8.00%	8.00%	8.00%

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 估值讨论

- 自上市以来,市场一直给公司以估值溢价,基本没有低于当年 30 倍 PE,即使在公司利润增速下滑到 15-20%区间的 2015 年和 2016 年,公司的当年 PE 也是维持在 30 倍以上。恩华的高估值溢价主要是由于公司所处的中枢神经用药领域护城河坚固,发展空间广阔,公司持续稳健经营,走在一条靠新品新技术与销售能力提升驱动的成长之路上。我们认为公司依然维持原来的成长路线,而且受益于招标、医保,二线品种开始放量,业绩呈逐季向好趋势,依旧可以给予公司估值溢价。

**图表 45: 恩华药业历史 PE 变化**


来源: Wind, 中泰证券研究所 (17 年 PE 以市场一致预期计算)

- 公司目前股价对应 2017-2018 年 PE 分别为 36 和 29 倍,考虑到公司的高壁垒和成长性,同时业绩逐季向好的拐点显现;参考可比公司估值,我们给予公司 2018 年 35 倍 PE,对应股价 16.80 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

**图表 46: 可比公司估值 (百万元)**

股票代码	公司名称	营收 (2016)	近3年营收 CAGR(%)	净利润 (2016)	近3年净利润 CAGR(%)	净利率	PE(2017)	PE(2018)	PE(2019)	总市值 (亿元)
600276.SH	恒瑞医药	11,093.72	22.01	2,634.19	27.88	23.7%	52.6	43.5	35.8	1,640.3
600079.SH	人福医药	12,330.95	32.24	1,080.15	25.83	8.8%	18.7	19.0	15.5	236.0
002773.SZ	康弘药业	2,540.03	23.16	500.12	16.31	19.7%	51.4	39.7	31.0	335.4
600521.SH	华海药业	4,092.85	25.83	456.90	11.72	11.2%	39.0	31.1	24.7	236.1
002332.SZ	仙琚制药	2,503.73	0.67	146.41	34.12	5.8%	36.4	26.9	20.3	76.5
	平均值						39.6	32.0	25.4	504.9
002262.SZ	恩华药业	3,017.79	9.84	301.69	17.78	10.0%	38.4	30.3	24.2	139.9

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 风险提示

- **招标进展不达预期的风险。**  
由于招标受政策影响较大，具有一定的不确定性，公司存在招标进展不达预期的可能。
- **药品降价的风险。**  
尽管公司所处的中枢神经系统细分领域具有“行政”“市场”的双重高壁垒，竞争格局良好，在医保控费和招标降价的政策大环境下，公司产品价格仍存在超预期下跌的风险。
- **产品销售不达预期的风险。**  
公司近年进行销售分线改革，调动一线销售人员积极性，加强学术推广，从而提升销售效率。由于销售人员以及终端的销售情况存在不可控性，可能出现产品销售不达预期的风险。

图表 47: 恩华药业财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2017	2347	2747	3327	<b>营业收入</b>	3018	3405	3773	4180
现金	760	1051	1321	1767	营业成本	1627	1693	1814	1946
应收账款	714	777	866	963	营业税金及附加	34	35	39	44
其他应收款	40	42	47	52	营业费用	816	983	1092	1202
预付账款	75	56	64	70	管理费用	175	246	272	302
存货	297	290	316	340	财务费用	-2	-13	-21	-31
其他流动资产	132	132	133	135	资产减值损失	24	20	21	21
<b>非流动资产</b>	957	974	1014	1019	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	15	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	412	589	677	708	<b>营业利润</b>	344	441	555	697
无形资产	78	75	70	65	营业外收入	16	11	12	12
其他非流动资产	453	310	268	247	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	2975	3321	3761	4346	<b>利润总额</b>	358	451	566	708
<b>流动负债</b>	816	819	826	870	所得税	57	69	88	110
短期借款	263	291	264	273	<b>净利润</b>	302	381	478	597
应付账款	236	237	255	274	少数股东损益	-8	-6	-9	-12
其他流动负债	316	291	307	323	<b>归属母公司净利润</b>	310	388	487	610
<b>非流动负债</b>	35	35	35	35	EBITDA	394	515	656	816
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.38	0.48	0.60
其他非流动负债	35	34	35	35					
<b>负债合计</b>	851	854	861	905	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	28	22	14	1	<b>成长能力</b>				
股本	631	1009	1009	1009	营业收入	9.1%	12.8%	10.8%	10.8%
资本公积	390	11	11	11	营业利润	17.1%	28.2%	25.8%	25.6%
留存收益	1075	1425	1867	2419	归属于母公司净利润	19.9%	25.1%	25.6%	25.2%
归属母公司股东权益	2096	2445	2887	3439	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	2975	3321	3761	4346	毛利率(%)	46.1%	50.3%	51.9%	53.4%
					净利率(%)	10.3%	11.4%	12.9%	14.6%
					ROE(%)	14.8%	15.8%	16.9%	17.7%
					ROIC(%)	19.0%	21.9%	25.3%	29.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	28.6%	25.7%	22.9%	20.8%
					净负债比率(%)	30.93%	34.12%	30.70%	30.15%
					流动比率	2.47	2.87	3.33	3.82
					速动比率	2.11	2.51	2.94	3.43
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.09	1.08	1.07	1.03
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	7.25	7.16	7.39	7.36
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.38	0.48	0.60
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.40	0.47	0.61
					每股净资产(最新摊薄)	2.08	2.42	2.86	3.41
					<b>估值比率</b>				
					P/E	45.16	36.09	28.73	22.94
					P/B	6.67	5.72	4.84	4.07
					EV/EBITDA	34	26	20	16

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。