



Q3扣非增速53.3%，工业板块持续超预期，研发投入持续加大

——恩华药业（002262）2018 三季度报告点评

2018 年 10 月 22 日

强烈推荐/维持

恩华药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
胡偌碧	研究助理		
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554041	

事件：

恩华药业发布 2018 年三季度报告，2018 年前三季度公司实现营业收入 28.88 亿元，同比增长 14.71%；归属于上市公司股东的净利润 4.22 亿元，同比增长 22.52%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.18 亿元，同比增长 34.38%。实现 EPS 为 0.42 元。

公司 Q3 单季度营业收入 10.23 亿元，同比增长 21.75%；归属于上市公司股东的净利润 1.60 亿元，同比增长 18.38%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.57 亿元，同比增长 53.30%。实现 EPS 为 0.16 元。

公司公告 2018 全年业绩预告，2018 年预计归母净利润 4.54-5.32 亿元，同比增长 15-35%

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	838.3	839.76	840.53	875.09	926.20	939.47	1023.31
增长率（%）	10.46%	11.11%	12.39%	15.87%	10.49%	11.87%	21.75%
毛利率（%）	51.43%	48.67%	50.26%	41.78%	53.91%	52.18%	54.31%
期间费用率（%）	37.68%	31.16%	35.56%	33.23%	39.08%	30.84%	30.2%
营业利润率（%）	11.23%	16.63%	18.69%	6.29%	12.70%	19.41%	18.07%
净利润（百万元）	79.50	119.50	132.29	43.96	99.70	158.19	158.25
增长率（%）	15.20%	19.27%	67.31%	-17.70%	25.41%	32.39%	19.62%
每股盈利（季度，元）	0.14	0.12	0.13	0.05	0.10	0.16	0.16
资产负债率（%）	30.87%	27.47%	27.18%	25.45%	25.78%	26.62%	27.40%
净资产收益率（%）	3.61%	5.23%	5.47%	1.79%	4.06%	6.13%	5.82%
总资产收益率（%）	2.49%	3.79%	3.98%	1.33%	2.95%	4.47%	4.19%

观点：

1、Q3单季度扣非增53.30%超预期，主要由工业端新品放量拉动

2018 年前三季度公司实现营业收入 28.88 亿元，同比增长 14.71%；归属于上市公司股东的净利润 4.22 亿元，同比增长 22.52%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.18 亿元，同比增长 34.38%。整体业绩呈现加速趋势，三季度单季度超预期。公司扣非业绩高于归母主要由于去年三季度一次性确定搬迁补助 3300 万，所以归母基数高，内生增长主要还是看扣非增速。

Q3 单季度收入增速 21.75%，扣非业绩超过 50%，收入端较一季度（10.49%）和二季度（11.87%）有所加速，扣非利润端加速趋势明显。主要还是由于工业端新品放量较快拉动。

分业务构成来看：公司工业端主要在母公司，母公司三季度单季度收入 5.71 亿，较去年增长 27.74%，母公司净利润 1.60 亿。前三季度母公司收入 15.86 亿，增速 20%，净利润 4.18 亿。母公司几乎贡献了所有的利润，因而我们推测公司商业端收入略有下滑，工业端收入增速 20%以上，大部分利润由工业端贡献。经营性现金流也是受商业影响较大。

分产品线来看：我们推测麻醉线增速 25%以上，精神线增速 20%以上。神经线增速 20%。各条业务线均呈现加速趋势。

结合终端数据（第三方）分析，我们推算主要新品增速较快，右美托咪定 60%左右，阿立哌唑接近翻倍增长，度洛西汀 50%左右增速，瑞芬太尼 70%左右增速，加巴喷丁 30%以上增速。成熟品种咪达唑仑增速 5%-10%左右，依托咪酯增速 15%以上。

三季度奠定全年业绩高增长的良好基础：基于公司新品右美托咪定、度洛西汀、丙泊酚、阿立哌唑等刚刚完成一轮完整的招标，经过这两年的推广开始呈现集中放量。同时公司右美托咪定、齐拉西酮、利鲁唑片、氯氮平口腔崩解片及硫必利片新进入 2017 版《国家医保目录》，叠加放量给公司带来新一波增长点，公司工业端经营有望持续向好。公司全年预计归母净利润 4.54-5.32 亿元，同比增长 15-35%，我们判断大概率归母业绩在 20%-25%，考虑到搬迁补助和激励费用的摊销，实际上内生增速依然在 25%以上。Q4 单季度业绩区间 0.3-1.1 亿，四季度费用较多，三季度已经奠定了全年业绩高增长的良好基础。

财务指标方面：公司 2018 年前三季度销售费用率为 27.88%，比去年同期 27.99%下降 0.11pp，销售费用率略有下降；管理费用率为 7.64%（其中研发费用率 4.04%，其他管理费用率 3.60%），比去年同期 7.00%上升 0.64pp，主要是研发费用投入较多（前三季度研发费用投入 1.17 亿，增速 48.36%）体现公司对于科研的重点投入和重视。公司综合毛利率 54.31%，较去年 50.12%提升 4.18%，主要原因是工业板块增速快于商业板块，公司高毛利低毛利品种结构性变化，更为重视高毛利品种的销售推动，以及加强了成本的控制、提高了生产效率。预计未来随着商业及低毛利品种收入占比降低，毛利率仍将持续提高。

2、公司工业板块持续超预期，2018-2019 公司仍将持续受益于新版医保及新品放量

公司主要新品右美托咪定、丙泊酚、阿立哌唑、度洛西汀 2016-2017 年集中中标，同时公司右美托咪定、齐拉西酮、利鲁唑片、氯氮平口腔崩解片及硫必利片新进入 2017 版《国家医保目录》。

麻醉线：右美托咪定和丙泊酚等品种随着中标省份的增加而进一步高增速放量。

精神线：利培酮分散片高速增长、阿立哌唑、度洛西汀招标放量，拉动精神线增长。阿立哌唑片（10mg*24）中标上海“带量采购”，且中标价比恩华阿立哌唑片历史最低价+1%，有望进一步放量。

公司主要品种四季度已出现拐点并伴随市场份额提升，我们更新了2108Q2 样本医院终端数据，品种依旧呈现快速增长趋势。

老品种依托咪酯再度焕发活力 2018Q1 样品医院终端加速至 30%，Q2 接近 40%，此品种原来用于全麻诱导（用一支），现在拓展麻醉维持（用三支），并且在无痛领域应用拓展，终端有所提速。

表 1：恩华药业新品招标进度梳理

品种	2015	2016 新中标省份	2017 上半年新中标省份	2017 年下半年新中标省份	2018 上半年新中标省份	合计中标省份
阿立哌唑	山西、广西	河南、河北、宁夏、上海、广东、山东、江西、海南、福建	四川、辽宁、江苏、黑龙江	内蒙古	贵州、上海（带量采购）	17
丙泊酚	湖南、广西、山西、广东、甘肃、浙江、四川	天津、黑龙江、海南、福建、陕西、上海、河北、江西、山东、宁夏	青海、重庆、江苏	辽宁、内蒙古、贵州	云南	24
右美托咪定	广西、云南	黑龙江、山东、江西、	辽宁、四川、福建、湖北、青海、重庆、山西、贵州、江苏	内蒙古、贵州、宁夏、广东		18
度洛西汀	四川、上海、云南	山东、福建、广西、江西	辽宁、福建、湖北、青海、重庆、山西、江苏	宁夏、内蒙古、广东	贵州、陕西	18

资料来源：样本医院终端，东兴证券研究所

表 2:最近 6 个季度各重点品种增速变化汇总

	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	备注
右美托咪定	22.00%	48.29%	33.87%	47.44%	111.03%	106.69%	155.23%	131.15%	已经是 1.5-1.6 亿体量的品种，2017 下半年提速
丙泊酚	100.71%	25.52%	6.15%	54.72%	102.80%	121.59%	107.33%	24.20%	3000 万左右体量的品种，2017 下半年提速
度洛西汀	82.10%	75.77%	63.93%	67.60%	36.73%	60.19%	29.43%	49.38%	7000 万左右的体量品种，2017Q4 提速
阿立哌唑				771.17%	1426.03%	161.82%	200.94%	319.79%	新品刚刚开始放量体量较小，3000 万左右体量
瑞芬太尼	474.69%	592.00%	272.64%	100.85%	41.35%	59.26%	56.73%	41.91%	体量小，放量快，4000 万左右体量
依托咪酯	18.75%	26.24%	24.42%	22.17%	29.22%	23.60%	30.06%	39.26%	老品种，已经 3 亿体量，但全国发展不均衡；原来用于全麻诱导，现在拓展麻醉维持，在无痛领域应用拓展，提速

资料来源：样本医院终端，东兴证券研究所

第二，销售费用、管理费用控制。新品推广销售费用前期投入大，后续会逐步降低。研发支出方面，新药研发前期投入较大，完成临床测试并申报审核的产品后续研发支出可资本化一部分。

第三，产品结构改善毛利率进一步提升。公司近年来毛利率持续稳步提升，随着低毛利品种逐渐退出销售，高毛利品种占比增加，商业收入占比下降，公司综合毛利率仍有望进一步提升。

3、三季度获得两个 1 类新药临床批件，研发投入力度加大，合作研发持续推进

公司前三季度研发费用 1.16 亿（+48.36%），较上半年投入（6581 万）又有了显著提高。三季度公司获得了丁二酸齐洛那平片（化药 1 类）、D20140305-1 盐酸盐片（化药 1 类）的临床批件，中枢神经研发管线进一步丰富。

研发逐步形成梯队，后续持续丰富中枢神经及心脑血管产品线。公司研发在短中长期均有布局：

- ◆ 短期看一致性评价，利培酮、阿立哌唑、氯硝西洋、氯氮平为第一梯队核心品种；
- ◆ 中期未来 3-5 年普瑞巴林、奥氮平、卡巴拉汀、鲁拉西酮、他喷他多、地佐辛、富马酸喹硫平、DP-VPA 会陆续获批；
- ◆ 长期来说，公司仍聚焦中枢神经领域，主要有长期创新品种有：丁二酸齐洛那平、棕榈酸帕利哌酮、DP-VPA、NVX408、阿立哌唑长效制剂、EL-001（瑞马唑仑衍生物）、TRV130、D20140305-1 盐酸盐等。

另外，公司创新合作逐步开启，前期与美国立博公司、努瓦克斯制药已有合作项目。年初至今合作了美国 Trevena 公司的镇痛药物、江苏晶立信的棕榈酸帕利哌酮项目。公司国际化合作一直在进行，与 Trevena Inc. 的合作也是公司沿着国际化战略持续推进的印证。公司大多数都采取的里程碑付款，销售分成的合作方式，风险共担、共享成长。创新外延方面后续值得期待。

表 3：公司近期合作项目推进

合作对象	合作时间	目的	项目	标的介绍	合作公司简介
美国 Trevena Inc.	2018-5-3	为加强新产品的开发力度，丰富公司在外科手术围术期用药的产品线，增强公司的核心竞争力。	Trevena 公司在研产品 oliceridine（以下简称“TRV130”）在中国开展“授权适应症”的独家许可开发与销售。	TRV130 是 G 蛋白偏好型配体 μ 阿片受体激动剂，适用于治疗术后急性中至重度疼痛。TRV130 被美国 FDA 给予了突破性疗法的认定。	Trevena 公司，成立于 2007 年，是一家生物制药公司，致力于为疼痛患者提供更好、更安全的治疗方法。该公司研发的突破性产品。
江苏晶立信医药科技有限公司	2018-4-18	为了加强新产品的开发力度，丰富在精神分裂症治疗领域的产品线，增强公司核心竞争力	晶立信在研产品棕榈酸帕利哌酮原料及注射剂（1 个月 1 针）。由恩华药业申报，所获的临床批件、生产批件归恩华所有	标的适应症为精神分裂症的急性期和维持期治疗，由强生-杨森研发，2011 年国内上市。由晶立信开发的标的，目前已初步完成了 API 工艺和质量研究，完成了制剂的部分工艺研究，并对 API 和制剂的杂质稳定性和粒度稳定性等主要质量指标做了研究。	晶立信创始人朱雄和操锋是中国药科大学的老师，对新药的选题立项、项目开发、资料申报与把握审评核心与技术要点等方面有较为丰富的经验，具有很强的医药新品开发与拓展能力。

资料来源：东兴证券研究所

结论：

基于公司新品放量速度略超预期，我们上调盈利预测，预计 2018-2020 年归母净利润分别为 4.77 亿元、6.02 亿元、7.60 亿元，增速分别为 20.95%、27.67%、26.09%，EPS 分别为 0.47 元、0.60 元、0.75 元，对应 PE 分别为 27x, 21x, 17x（2017 年有 3300 万搬迁补助，导致 2018 年表观归母增速偏低，扣除补助影响，增速 25%以上）。我们认为作为中枢神经领域的龙头，随着各省招标逐步推进，和后续丰富的产品储备，公司未来有望实现收入和利润稳步增长。公司研发在短中长期均有布局，15 年报了十几个品种的临床，未来 3-5 年会陆续获批。另外，公司国际化合作逐步开启，外延方面后续值得期待。我们长期看好公司发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

新品放量低于预期，新药研发风险

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2017	2258	2529	3148	3921	营业收入			3018	3394	3848	4390	5068
货币资金	760	790	1143	1553	2069	营业成本			1627	1766	1848	1998	2205
应收账款	714	652	896	1022	1180	营业税金及附加			34	38	54	61	71
其他应收款	40	27	31	35	40	营业费用			816	941	1062	1220	1429
预付款项	75	39	85	135	190	管理费用			175	232	300	373	441
存货	297	362	329	356	393	财务费用			-2	-6	0	0	0
其他流动资产	121	345	28	28	28	资产减值损失			24.14	21.44	28.00	28.00	28.00
非流动资产合计	957	1044	965	911	855	公允价值变动收益			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	15	14	14	14	14	投资净收益			0.74	-0.76	0.00	0.00	0.00
固定资产	412	716	670	638	624	营业利润			344	446	556	709	895
无形资产	78	67	60	53	47	营业外收入			15.54	2.03	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	70	95	95	95	95	营业外支出			1.31	2.73	0.00	0.00	0.00
资产总计	2975	3302	3493	4059	4776	利润总额			358	445	556	709	895
流动负债合计	816	742	545	575	616	所得税			57	70	83	106	134
短期借款	263	232	0	0	0	净利润			302	375	472	602	760
应付账款	236	240	253	274	302	少数股东损益			-8	-19	-5	-7	-8
预收款项	44	29	29	30	31	归属母公司净利润			310	395	477	609	768
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA			468	563	608	763	950
非流动负债合计	35	98	56	56	56	EPS（元）			0.49	0.39	0.47	0.60	0.75
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0				2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	851	840	601	631	673	成长能力							
少数股东权益	28	9	4	-3	-11	营业收入增长			9.08%	12.46%	13.38%	14.08%	15.46%
实收资本(或股本)	631	1009	1020	1020	1020	营业利润增长			17.14%	29.53%	24.61%	27.54%	26.23%
资本公积	390	11	11	11	11	归属于母公司净利润			19.89%	27.41%	20.95%	27.67%	26.09%
未分配利润	931	1244	1626	2114	2729	获利能力							
归属母公司股东权	2096	2452	2888	3430	4114	毛利率(%)			46.09%	47.97%	51.97%	54.48%	56.50%
负债和所有者权益	2975	3302	3493	4059	4776	净利率(%)			10.00%	11.06%	12.27%	13.72%	15.00%
现金流量表						总资产净利润(%)			12.90%	10.41%	11.95%	13.66%	15.01%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)			14.78%	16.09%	16.53%	17.76%	18.68%
经营活动现金流	277	452	670	505	628	偿债能力							
净利润	302	375	472	602	760	资产负债率(%)			29%	25%	17%	16%	14%
折旧摊销	125	123	0	54	56	流动比率			2.47	3.04	4.64	5.48	6.36
财务费用	-2	-6	0	0	0	速动比率			2.11	2.56	4.04	4.86	5.73
应收账款减少	0	0	-244	-126	-158	营运能力							
预收账款增加	0	0	1	1	1	总资产周转率			1.09	1.08	1.13	1.16	1.15
投资活动现金流	-238	-296	-1	-28	-28	应收账款周转率			5	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率			13.45	14.23	15.59	16.66	17.61
长期股权投资减少	0	0	27	0	0	每股指标(元)							
投资收益	1	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)			0.49	0.39	0.47	0.60	0.75
筹资活动现金流	-15	-77	-316	-67	-85	每股净现金流(最新)			0.04	0.08	0.35	0.40	0.50
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)			3.32	2.43	2.83	3.36	4.03
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	146	378	11	0	0	P/E			25.88	32.50	27.16	21.27	16.87
资本公积增加	-145	-378	0	0	0	P/B			3.83	5.23	4.49	3.78	3.15
现金净增加额	24	79	354	410	515	EV/EBITDA			16.08	21.79	19.45	14.97	11.46

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，4 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球最佳分析师第一名，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016 年水晶球第 1 名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。