招标进度加速核心品种销售放量，估值底部造就投资性价比

2018.12.10

	唐爱金(分析师)	冯俊曦（研究助理）
电话：	020-88836115	020-88836115
邮箱：	tangaij@gzgzhs.com.cn	Fengjx@gzgzhs.com.cn
执业编号：	A1310516100001	

- **麻醉产品线：重磅品种右美托咪定放量明显，医保放开瑞芬太尼成为亮点**

麻精用药在原料药（定点厂家 1-2 家）、单方制剂（定点厂家 1-3 家）、复方制剂（定点厂家 1-7 家）、研发环节、流通和使用环节均有严格限制，政策管控导致麻精用药的行业壁垒较高且竞争格局良好。公司麻醉产品主要包括右美托咪定、瑞芬太尼、咪达唑仑、依托咪酯等品种。其中，右美托咪定为公司重磅品种，具有单价高（200 UG 2 ML 终端价约 133.24 元）且用量大等特点，受益于中标省份数量大幅提升，2018 年 H1 样本医院销售同比增长 138.52%，目前处于销售快速放量期，未来有望保持 50%高增长；瑞芬太尼主要医保报销手术用药限制和临床推广，逐步替代传统品种芬太尼份额，在所有芬太尼类药品当中瑞芬太尼市占率稳步提升至 48%，2018 年 H1 公司样本医院销售同比增长 48.78%，预计未来 3 年有望 40%增长；咪达唑仑、依托咪酯为经典大品种，2018 年 H1 公司样本医院销售分别同比增长 13.99%和 16.40%，预计有望保持 10-20%稳定增长。

- **精神/神经产品线：阿立哌唑、度洛西丁潜力品种放量值得期待**

公司精神类产品主要包括阿立哌唑、度洛西汀、利培酮、齐拉西酮、丁螺环酮等。阿立哌唑、度洛西汀充分受益于医保中标推进，根据 PDB 的数据，累计中标省份数量超过 15 个和 16 个，2018 年样本医院分别同比增长 268.78%和 39.43%。此外，2018 年 H1 神经用药主力品种加巴喷丁销售 30%以上快速增长。

- **研发管线：研发力度持续加大，仿创结合布局研发管线**

公司研发管线仿创结合，I 类新药 DP-VPA 属于丙戊酸的磷脂衍生物，对应癫痫等适应症，目前处于一期临床，即将进入二期临床。传统丙戊酸国内销售已超 10 亿元，DP-VPA 毒副作用更少，销售前景乐观；仿制药地佐辛、普瑞巴林、奥氮平等已实现报产，2019 年有望上市销售。其中，潜力品种地佐辛 2017 年样本医院销售 16.34 亿元，预计实际市场规模超 50 亿元，目前仅扬子江一家厂商，竞争格局良好；普瑞巴林 5 年复合增长约 21.73%，国内市场辉瑞和赛维药业 2018 年 H1 市占率分别为 80.47%、19.53%，呈现出整体增速快、竞争格局好且进口替代空间巨大的特点；奥氮平 2018 年 H1 样本医院销售同比增长 5.37%，是销售稳定增长的大品种。

- **当前估值：当前估值 5 年历史底部，性价比凸显**

过去 5 年，恩华药业的 PE 平均值为 46.28，最大值为 86.49，最小值为 25.56,当前 PE 为 20.20（数据截止到 2018/12/10）,当前估值处于公司历史估值的底部，性价比凸显。

- **盈利预测与估值：**

根据公司现有业务情况，我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 0.47、0.60、0.76 元，对应 20、16、13 倍 PE，给予“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**产品销售、研发进度不达预期；竞争加剧风险；降价大于预期。

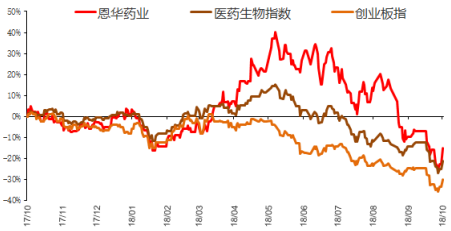
主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3393.68	3777.95	4291.08	4908.45
同比(%)	12.46%	11.32%	13.58%	14.39%
归属母公司净利润	394.63	484.48	614.42	775.85
同比(%)	27.41%	22.77%	26.82%	26.27%
每股收益(元)	0.39	0.47	0.60	0.76
P/E	24.68	20.32	16.02	12.69
P/B	3.97	3.40	2.84	2.35
EV/EBITDA	13.05	13.83	10.56	7.95

强烈推荐（维持）

现价：	9.65
目标价：	12.00
股价空间：	**24%**

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
恩华药业	-6.06	-31.26	-19.04
医药生物	-8.10	-22.87	-22.00
创业板指	-6.82	-18.30	-24.99

基本资料

总市值（亿元）	98
总股本（亿股）	10.20
流通股比例	86.67%
资产负债率	27.40%

相关报告

广证恒生-恩华药业（002262）-业绩点评-核心品种销售加速增长，前三季度扣非净利润同比增长 34.38%-2018.10.22

目录

目录 2
图表目录 3
1. 恩华药业：专注于中枢神经系统药物领域 6
1.1 公司专注并深耕于中枢神经系统药物领域 6
1.2 孙彭生等一致行动人，通过直接和间接持有公司 51.55%股权，为实际控制人 7
1.3 受益于主产品进入医保及各省陆续中标，业绩五年复合增速达 22% 7
2. 麻药行业竞争格局良好，政策造就高壁垒 9
2.1 麻醉是镇静药、肌松药、镇痛药等复合用药的过程 9
2.2 麻药、镇痛药样本医院销售近五年销售复合增长率分别为 9.30%和 20.35% 10
2.3 政策壁垒造就行业高壁垒，有望持续强者恒强 10
2.4 麻药三巨头恒瑞医药、恩华药业、人福医药产品布局不同，形成错位竞争 12
3. 麻醉药：右美托咪定放量明显，瑞芬太尼医保放开成为亮点 12
3.1 右美托咪定：兼备镇静镇痛，单价高且用量大的重磅品种 12
3.2 瑞芬太尼：竞争格局稳定，临床推广和医保限制放开推动其对芬太尼逐步替代 16
3.3 咪达唑仑：完成进口替代的经典大品种，恩华市占率超 92%，终端稳定 14%增长 18
3.4 依托咪酯：市占率 98%，样本医院端 2018H1 保持近 35%高速增长 19
4. 精神用药：阿立哌唑、度洛西丁潜力品种放量值得期待 21
4.1 阿立哌唑：竞争格局良好，高增长有望持续 21
4.2 度洛西汀：进口替代空间巨大，潜力品种 20%+增长 23
4.3 利培酮：成熟品种稳步增长 26
4.4 齐拉西酮：进口替代有望持续推进，样本医院销售 30%+增长 28
4.5 丁螺环酮：销售持续 10%稳步增长 31
5. 神经用药：加巴喷丁为公司神经用药主力品种 34
6. 研发布局：重磅 I 类新药 DP-VPA 处临床 I 期尾声，50 亿级别仿制药地佐辛顺利报产 37
7. 当前估值处于近五年低点，性价比凸显 41
8. 盈利预测与投资评级 42
9. 风险提示 43

图表目录

图表 1. 恩华药业的公司发展历程 6
图表 2. 孙彭生、陈增良、付卿、杨自亮为一致行动人，直接和间接持有公司 51.55%股权 7
图表 3. 2018 年 H1 营收端同比增长 11.18% 7
图表 4. 2018 年 H1 利润端同比增长 25.20% 7
图表 5. 恩华药业各业务营收情况（百万元） 8
图表 6. 恩华药业各业务营收占比情况 8
图表 7. 恩华药业整体毛利率从 2013 年的 40.06%提升至 2018 年 H1 的 53.04% 8
图表 8. 2018H1 销售费用率 9
图表 9. 2018H1 管理费用率 9
图表 10. 2018H1 财务费用率 9
图表 11. 2018H1 期间费用率 34.93% 9
图表 12. 全身麻醉过程中的复合用药 9
图表 13. 2017 年麻药样本医院销售 34.55 亿元 10
图表 14. 2017 年镇痛药样本医院销售 41.06 亿元 10
图表 15. 2017 年精神用药样本医院销售 45.78 亿元 10
图表 16. 麻精用药监管措施 11
图表 17. 麻醉、精神药品相关政策梳理 11
图表 18. 麻精药上市公司产品布局比对 12
图表 19. 右美托咪定在临床麻醉和 ICU 中的应用分析 13
图表 20. 右美托咪定利于维持麻醉中循环系统的稳定 13
图表 21. 右美托咪定有效减少麻醉药的用量 13
图表 22. 右美托咪定对 ICU 患者产生有效镇静 14
图表 23. 右美托咪定有利于 ICU 患者辅助拔管 14
图表 24. 2018H1 右美托咪定终端销售增长 12.45% 14
图表 25. 右美托咪定各省市招标进度梳理 15
图表 26. 恩华药业的右美托咪定销售增长加速 15
图表 27. 恩华药业的右美托咪定市占率正逐步提升 16
图表 28. 右美托咪定存在降价压力，降幅整体可控 16
图表 29. 芬太尼类药品的详细比对和分析 17
图表 30. 近 5 年瑞芬太尼样本医院销售复合增长 17% 17
图表 31. 终端医院销售瑞芬太尼逐步替代芬太尼 17
图表 32. 18 年 H1 恩华药业瑞芬太尼销售增长 49% 18
图表 33. 恩华药业瑞芬太尼终端市占率稳步提升 18
图表 34. 瑞芬太尼终端价格降幅不明显 18
图表 35. 咪达唑仑终端销售稳步增长 18
图表 36. 恩华药业的咪达唑仑销售增长稳定 18
图表 37. 咪达唑仑终端格局良好，恩华药业占据主导地位 19
图表 38. 咪达唑仑降价压力整体可控 19
图表 39. 依托咪酯终端销售稳步增长 20
图表 40. 恩华药业的依托咪酯销售增长稳定 20
图表 41. 恩华药业的依托咪酯占据样本医院 98.27%市场份额 20
图表 42. 近 5 年依托咪酯降价趋势不明显 20
图表 43. 阿立哌唑受体、药理学作用与相应临床效应 21
图表 44. 阿立哌唑于同类药物不良反应发生状况 21

图表 45. 阿立哌唑终端销售 2012-2017 复合增长率 9.69% 22
图表 46. 阿立哌唑各省市招标进度梳理 22
图表 47. 阿立哌唑 2017 年医院销售同比增长 582.17% 23
图表 48. 恩华阿立哌唑市占率逐步提升 23
图表 49. 阿立哌唑终端降价压力小，恩华药业不降反升 23
图表 50. 度洛西汀显著降低 HAM-D_{17} 总分 24
图表 51. 度洛西汀改善焦虑因子分 24
图表 52. 度洛西汀改善精神性焦虑 24
图表 53. 度洛西汀治疗期间出现的不良反应 24
图表 54. 度洛西汀终端销售 2012-2017 复合增长率 21.79% 25
图表 55. 度洛西汀各省市招标进度梳理 25
图表 56. 度洛西汀样本医院销售 5 年 CAGR338.73% 26
图表 57. 恩华度洛西汀市占率上升明显 26
图表 58. 度洛西汀终端价格降幅较小 26
图表 59. 利培酮疗效优于奥氮平 27
图表 60. 2018H1 利培酮终端销售 0.71 亿元 27
图表 61. 恩华药业利培酮销售逆流而上 27
图表 62. 恩华药业利培酮终端市占率稳步提升 27
图表 63. 各企业利培酮终端价格压力与市占率负相关 28
图表 64. 齐拉西酮药物代谢动力学参数 29
图表 65. 齐拉西酮显著降低 PANSS 得分 29
图表 66. 2018H1 齐拉西酮终端销售 0.11 亿元 29
图表 67. 齐拉西酮各省市招标进度梳理 30
图表 68. 齐拉西酮样本医院销售 5 年复合增长 11.65% 31
图表 69. 恩华齐拉西酮市占率提升迅猛 31
图表 70. 齐拉西酮终端降价压力小 31
图表 71. 丁螺环酮组和安慰剂组认知功能测试得分 32
图表 72. 丁螺环酮终端销售 2012-2017 复合增长率 20.58% 32
图表 73. 丁螺环酮各省市招标进度梳理 33
图表 74. 丁螺环酮样本医院销售 5 年复合增长 27.75% 33
图表 75. 恩华丁螺环酮市场份额占主导地位 33
图表 76. 丁螺环酮终端价格总体降幅不明显 34
图表 77. 加巴喷丁持续显著降低 PHN 患者疼痛分值 34
图表 78. 加巴喷丁药代动力学优异 34
图表 79. 加巴喷丁治疗期间不良反应发生率（%） 35
图表 80. 加巴喷丁终端销售 2012-2017 复合增长率 18.15% 35
图表 81. 加巴喷丁各省市招标进度梳理（主要规格、主要企业） 36
图表 82. 加巴喷丁 2012-2017 医院销售增长明显 37
图表 83. 恩华加巴喷丁市占率逐步提升 37
图表 84. 加巴喷丁终端降价压力存在，但可接受 37
图表 85. 恩华药业研发人员持续增长 38
图表 86. 恩华药业研发投入持续加大 38
图表 87. 2017 年丙戊酸镁样本医院销售 2203.46 万元 38
图表 88. 2017 年丙戊酸钠样本医院销售 4.17 亿元 38
图表 89. 地佐辛样本医院销售情况 39
图表 90. 地佐辛样本医院销售均价情况 39

图表 91. 普瑞巴林样本医院销售情况 39
图表 92. 普瑞巴林样本医院竞争格局 39
图表 93. 普瑞巴林样本医院终端价格无降价趋势 40
图表 94. 奥氮平样本医院销售情况 40
图表 95. 奥氮平样本医院竞争格局 40
图表 96. 奥氮平样本医院终端价格情况梳理 41
图表 97. 近五年恩华药业 PE（TTM）相关情况 41
图表 98. 公司营收端拆分 42

1.恩华药业：专注于中枢神经系统药物领域

1.1 公司专注并深耕于中枢神经系统药物领域

江苏恩华药业股份有限公司始建于 1978 年，2008 年在深圳证券交易所上市，是国内医药行业中专注于中枢神经药物细分市场的企业，主要类别包括麻醉类、精神类和神经类，通过多年来在产品研发、生产和服务上的不懈努力，公司已建立起完整的中枢神经系统药物产品系列和营销网络。公司有一系列心脑血管产品处于不同的研发阶段，其中与国家军事医学科学院合作开发的抗高血压新药埃他卡林，具有全新的化学结构和作用机理，逐步介入市场前景广阔的心脑血管药物市场。

目前企业拥有 3 个大型医药 GMP 生产基地，具有经国家认证的原料药、固体制剂、水针剂、冻干粉针剂等车间，具有自动化的片剂、胶囊剂、水针剂、粉针剂十余条生产线，生产规模为原料药 33 种 300 吨/年、西药制剂 100 余种、固体制剂 30 亿片（粒）/年、针剂 1 亿支/年。

公司十分注重技术创新及新产品开发，加强产学研联合，集团技术中心为国家认定企业技术中心，设有企业院士工作站、国家博士后科研工作站、国家博士后创新中心，承担多项国家级重点科研项目，成功开发度罗西汀、利培酮、齐拉西酮、依托咪酯脂肪乳、加巴喷丁、扎来普隆等三十多个产品。

恩华药业大力发展原料药出口业务，通过了国际环境认证(ISO14000)，进行欧盟 EDMF 及 FDA 认证。

图表1. 恩华药业的公司发展历程

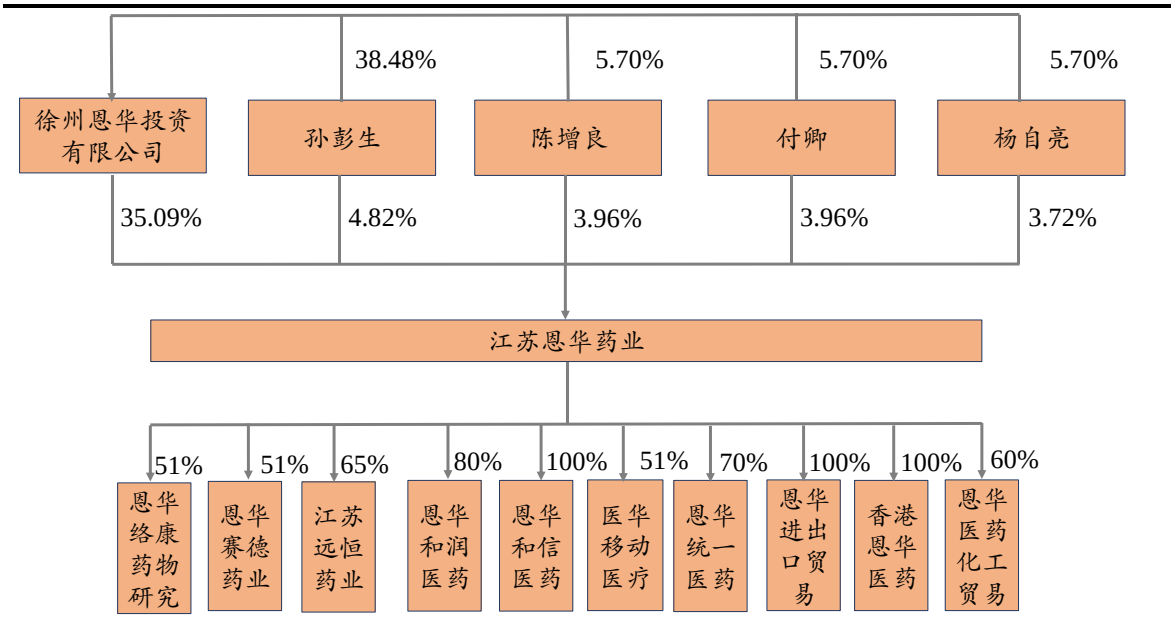
- 2018年：获美国公司Trevena授予独家许可；普瑞巴林收到《药物临床试验批件》
- 2017年：与美国NuvOx Pharma, LLC、英国Zysis Ltd.分别就NVX-408、阿立哌唑签署《药品许可及合作协议》
- 2016年：与美国立博公司就丙泊酚注射液的独家许可和合作签署《产品许可暨股份认购协议》
- 2015年：一类新药DP-VPA及其片剂获通过验收并获得《药物临床试验批件》
- 2014年：恩华研究院成立；恩华中枢药物研发中心启用；阿立哌唑获批
- 2013年：盐酸度洛西汀原料药、盐酸度洛西汀肠溶片获《药品GMP证书》
- 2012年：枸橼酸芬太尼、丙泊酚获《药品GMP证书》；XP080319-3列入“国家重大新药创制”专项
- 2011年：维库溴铵、盐酸右美托咪定获国家药监局注册批准并通过GMP认证
- 2010年：马来酸咪达唑仑原料药获《药品GMP证书》；利培酮分散片及氯氮平口崩片获国家药监局注册批准
- 2009年：加巴喷丁原料药获《EUGMP证书》；非诺贝特获《EDQM证书》；甲磺酸齐拉西酮获国家药监局注册批准
- 2008年：高血压创新药物埃他卡林的临床研究项目列入“国家重大新药创制”专项
- 2007年：更名为“江苏恩华药业股份有限公司”
- 2002年：被国家科技部批准命名为“国家级高新技术企业”
- 1995年：获“江苏省技术进步先进企业”称号
- 1993年：获批“江苏省高新技术企业”
- 1990年：三唑仑获生产批文
- 1985年：硝酸咪康唑经省卫生厅批准生产
- 1984年：全国首创的抗癫痫新药“氯硝安定”投产
- 1978年：徐州制药厂第三分厂成立

资料来源：公开资料、广证恒生

1.2 孙彭生等一致行动人，通过直接和间接持有公司 51.55%股权，为实际控制人

孙彭生、陈增良、付卿、杨自亮合计持有徐州恩华投资 55.58%股权，通过直接和间接的方式持有上市公司 51.55%股权，四人为一致行动人，是上市公司的实际控制人。

图表2. 孙彭生、陈增良、付卿、杨自亮为一致行动人，直接和间接持有公司 51.55%股权

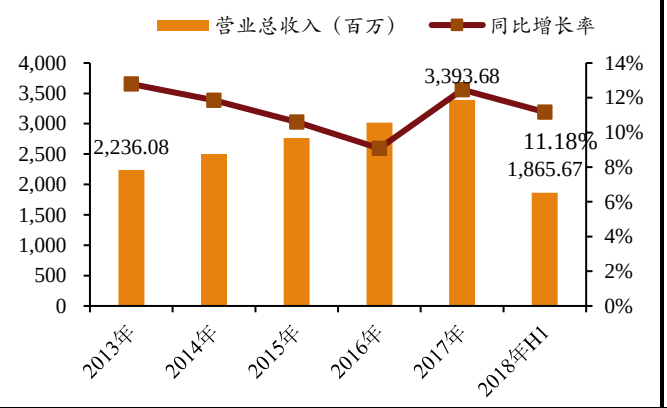


资料来源：公开资料、wind、广证恒生

1.3 受益于主产品进入医保及各省陆续中标，业绩五年复合增速达 22%

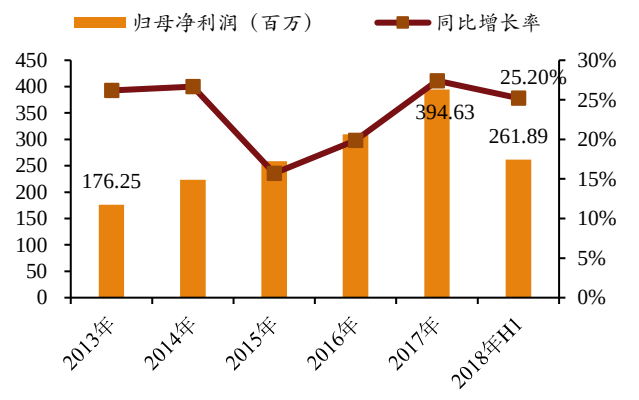
公司营业收入从 2013 年的 22.36 亿元增长至 2017 年的 33.94 亿元，复合增长率达到 10.99%，2018 年 H1 营业收入为 18.66 亿元，同比增长 11.18%；归母净利润从 2013 年的 1.76 亿元增长至 2017 年 3.95 亿元，复合增长率达到 22.33%，2018 年 H1 实现归母净利润 2.62 亿元，同比增长 25.20%。2015 年开始利润端增长不断提速，主要受益于医保目录调整和各省中标进度推进。

图表3. 2018 年 H1 营收端同比增长 11.18%



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表4. 2018 年 H1 利润端同比增长 25.20%



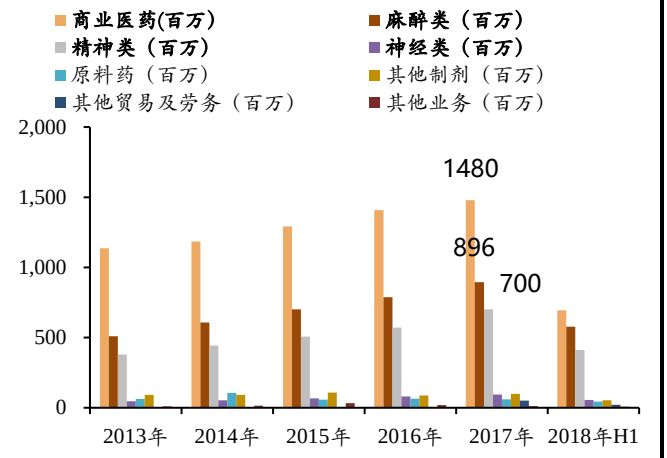
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

恩华药业专注于中枢神经药物领域，在中枢神经领域建有完整的中枢神经系统药物产品系列，形成了特有的专业市场销售网络渠道，在市场上具有强竞争力。公司的主营业务包含医药商业和医药工业（麻醉、精神和神经三类产品）两部分。

医药工业板块：**麻醉类**营业收入从 2013 年的 5.10 亿元增长到 2017 年的 8.96 亿元，复合增长率达到 15.13%，2018 年 H1 营收达到 5.79 亿元，占营业收入的 31.03%；**精神类**营业收入从 2013 年的 3.81 亿元增长到 2017 年的 7.00 亿元，复合增长率达到 16.48%，2018 年 H1 营收达到 4.11 亿元，占营业收入的 22.04%；**神经类**营业收入从 2013 年的 0.46 亿元增长到 2017 年的 0.95 亿元，复合增长率达到 19.93%，2018 年 H1 营收达到 0.56 亿元，占营业收入的 3.00%。

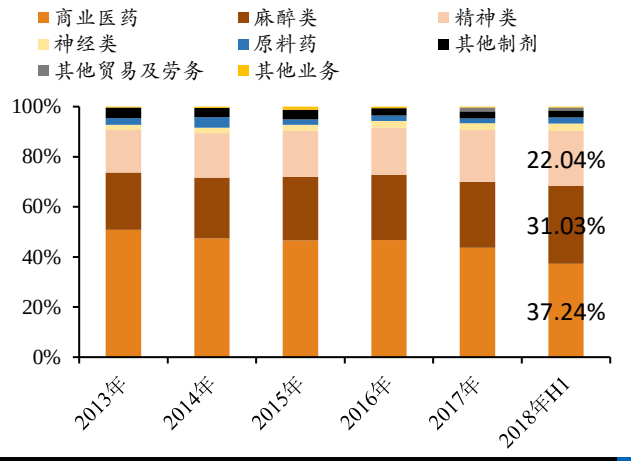
医药商业板块：营业收入从 2013 年的 11.37 亿元增长至 2017 年的 14.80 亿元，复合增长率达到 6.81%，2018 年 H1 营收达到 6.95 亿元，占营业收入的 37.24%。

图表5. 恩华药业各业务营收情况（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

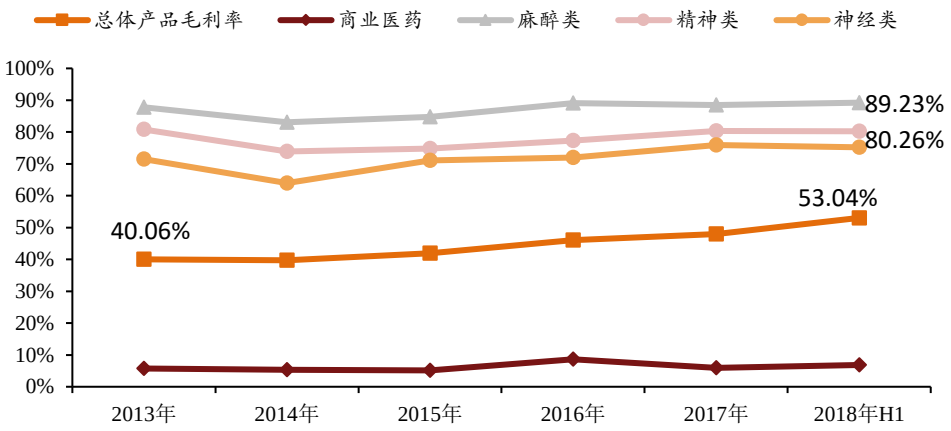
图表6. 恩华药业各业务营收占比情况



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

随着工业收入占比的不断提升，公司总体毛利率呈现稳步上升的趋势。公司始终着重开发神经中枢领域重磅产品及长效剂型。麻醉类、精神类、神经类产品布局完善，综合竞争优势显著，拥有多个毛利率高的产品，例如右美托咪定、加巴喷丁等，毛利率在公司众多产品中领跑。2018 年上半年，麻醉类产品实现 80.26%的近五年最高毛利率，精神类和神经类产品毛利率均突破 75%，是公司利润的主要来源。

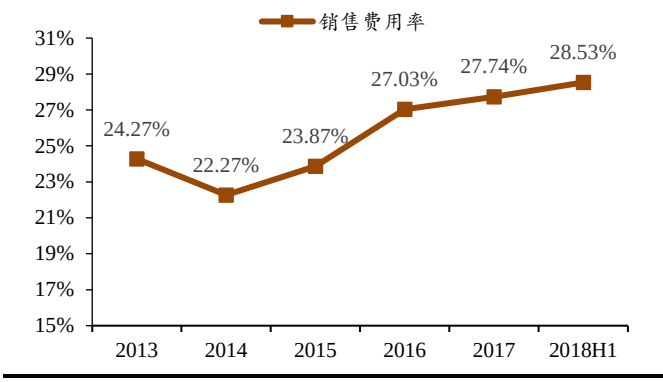
图表7. 恩华药业整体毛利率从 2013 年的 40.06%提升至 2018 年 H1 的 53.04%



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

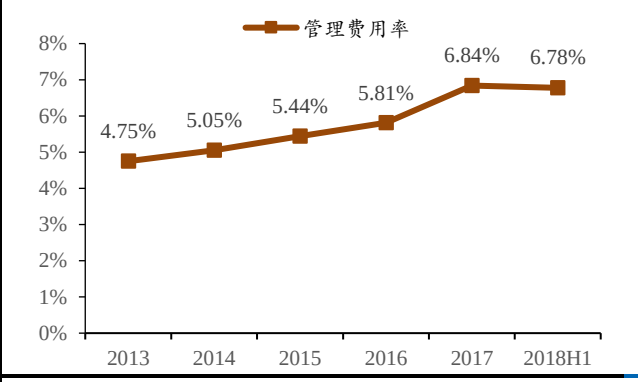
期间费用率从 2013 年的 29.59%提升至 2018 年 H1 的 34.93%。其中，2018 年 H1 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 28.53%、6.78%、-0.38%。销售费用持续增加，有利于公司通过增强学术推广，以实现右美托咪定、度洛西汀等新品的销售放量；管理费用持续提升，主要是公司研发费用持续投入所致，研发费用从 2013 年的 0.46 亿元增长至 2017 年的 1.16 亿元，研发费用占比从 2013 年多的 2.07%提升至 2017 年的 3.42%。

图表8. 2018H1 销售费用率



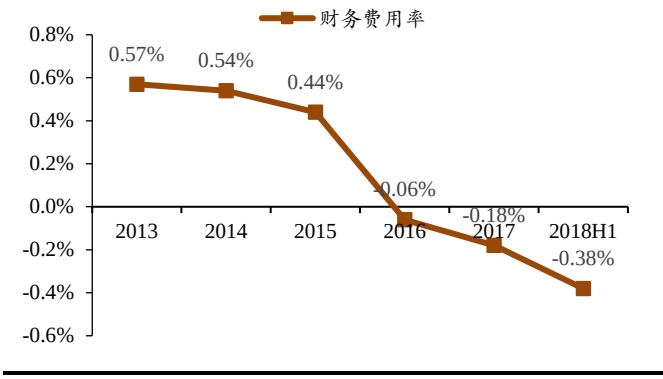
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表9. 2018H1 管理费用率



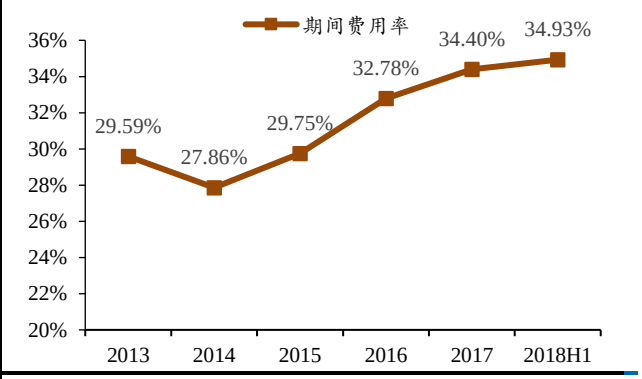
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表10. 2018H1 财务费用率



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表11. 2018H1 期间费用率 34.93%



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

2.麻药行业竞争格局良好，政策造就高壁垒

2.1 麻醉是镇静药、肌松药、镇痛药等复合用药的过程

麻醉药作用于中枢神经系统和抑制其功能，使患者呈现出意识和痛觉丧失、肌肉松弛等表现。全身麻醉包括诱导、维持、苏醒三大过程，需要镇静药、肌松药、镇痛药等的搭配用药，以到达麻醉当中“镇静充分、镇痛完善、肌松满意、应激适度”的要求。

图表12. 全身麻醉过程中的复合用药

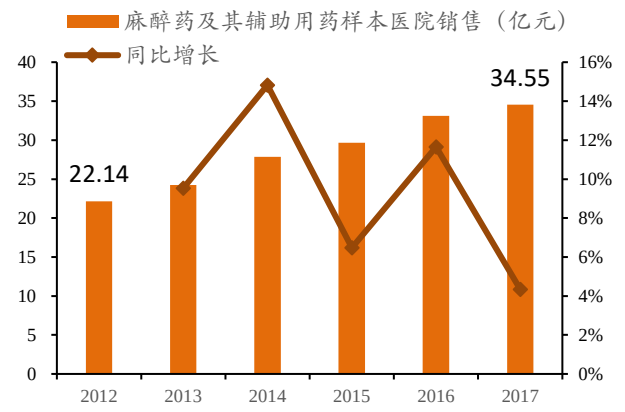
全身麻醉的过程	涉及镇静药	涉及肌松药	涉及镇痛药
诱导	丙泊酚、咪达唑仑等	琥珀胆碱、维库溴铵等	芬太尼类药品、氯胺酮等
维持	丙泊酚、依托咪酯等	维库溴铵等	芬太尼类药品
苏醒	--	--	芬太尼类药品

资料来源：广证恒生

2.2 麻药、镇痛药样本医院销售近五年销售复合增长率分别为 9.30% 和 20.35%

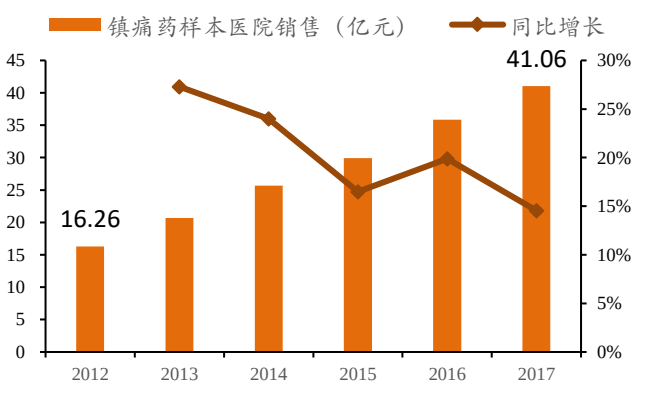
根据 PDB 数据，麻醉药及其辅助用药（全麻/局麻/肌松药）样本医院销售从 2012 年的 22.14 亿元增长到 2017 年的 34.55 亿元，年复合增长约 9.30%；镇痛药样本医院销售从 2012 年的 16.26 亿元增长到 2017 年的 41.06 亿元，年复合增长 20.35%；精神障碍用药样本医院销售从 2012 年的 24.67 亿元增长到 2017 年的 45.78 亿元，年复合增长约 13.16%。

图表13. 2017 年麻药样本医院销售 34.55 亿元



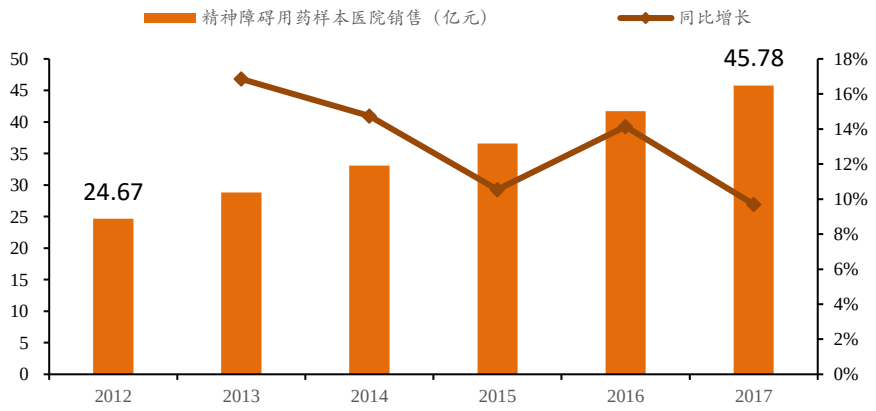
资料来源：PDB、广证恒生

图表14. 2017 年镇痛药样本医院销售 41.06 亿元



资料来源：PDB、广证恒生

图表15. 2017 年精神用药样本医院销售 45.78 亿元

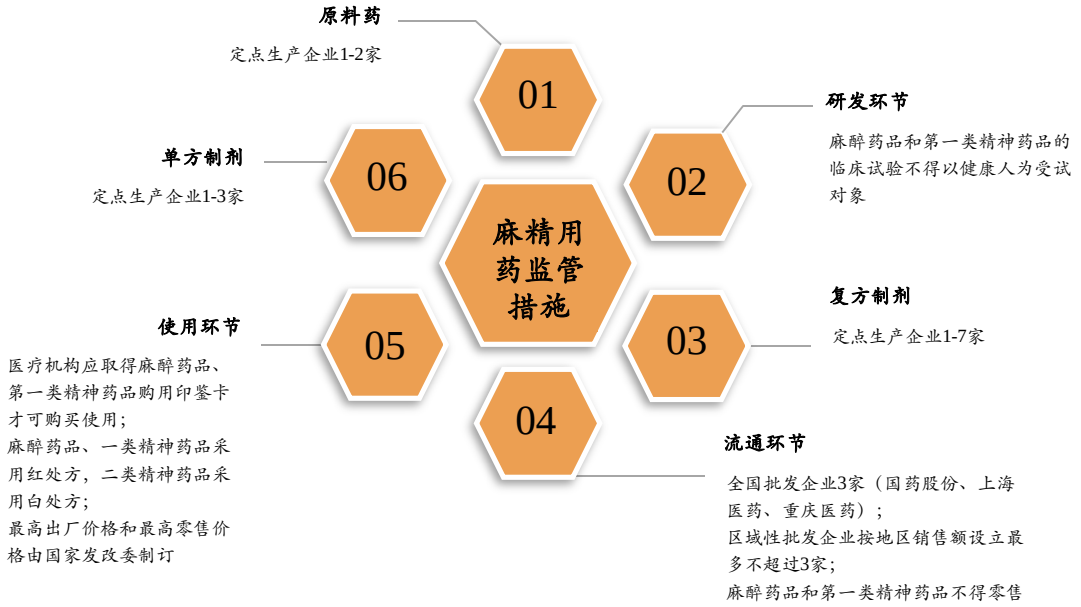


资料来源：PDB、广证恒生

2.3 政策壁垒造就行业高壁垒，有望持续强者恒强

政策层面，麻精用药在原料药（定点厂家 1-2 家）、单方制剂（定点厂家 1-3 家）、复方制剂（定点厂家 1-7 家）、研发环节、流通和使用环节均有严格限制，政策管控导致麻精用药的行业壁垒较高且竞争格局良好。

图表16. 麻精用药监管措施



资料来源：政府官网、广证恒生

图表17. 麻醉、精神药品相关政策梳理

时间	颁布机构	法规名称	主要内容
1950 年	中央人民政府卫生部	《管理麻醉药品暂行条例》	把精神药品中的某些品种列为毒剧药品管理范围；规定麻醉药品的生产、供应、使用及原植物种植单位
1963 年	卫生部、公安部、化工部、商务部等	《加强麻醉药品管理的通知》	进一步丰富 1950 年条例的内容
1978 年	国务院	《麻醉药品管理条例》	规定麻醉药品的生产、供应、使用及原植物种植单位
1979 年	卫生部	《医疗用毒药、限制性剧药管理规定》	各药厂生产毒、限剧药，每个品种都必须报经省、市、自治区卫生局审核批准、由专业人员负责生产配置和质量检验。
1987 年	国务院	《麻醉药品管理办法》	严格管控麻醉药品的种植、生产、供应、运输、进出口和使用
1996 年	卫生部	《麻醉药品品种目录》、《精神药品品种目录》	麻醉药品共有 118 个品种、精神药品共有 119 个品种（一类 47 个+二类 72 个）
2005 年	国务院	《麻醉药品和精神药品管理条例》	国务院统筹全国麻精药品原植物种植、生产、销售、使用的监督管理
2005 年	CFDA	《麻醉药品和精神药品生产管理办法（试行）》	规定麻精药品的生产申请流程、需求计划报送要求、购用审批等
2006 年	CFDA	《关于麻醉药品和第一类精神药品定点批发企业布局的通知》	对麻醉药品和第一类精神药品药品经营批发企业重新定点布局
2007 年	CFDA	《全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发企业名单的通知》	审核批准国药集团药业股份有限公司、上海市医药股份有限公司和重庆医药股份有限公司为全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发企业
2007 年	CFDA	《关于公布麻醉药品和精神药品品种目录（2007 年版）的通知》	麻醉药品共有 123 个品种，麻醉药品共有 123 个品种（一类 53 个+二类 79 个）
2013 年	CFDA	《麻醉药品品种目录（2013 年版）》	麻醉药品共有 121 个品种，精神药品共有 149 个品种（一类 68 个+二类 81 个）

资料来源：国务院、卫生部、CFDA、公安部、化工部、商务部、广证恒生

2.4 麻药三巨头恒瑞医药、恩华药业、人福医药产品布局不同，形成错位竞争

国内主要有恒瑞医药、恩华药业、人福医药等公司在生产端布局麻精药品行业。在售产品层面，通过对比其终端样本医院的销售情况，我们认为：恩华药业、人福医药、恒瑞医药在麻药领域形成错位竞争。其中，恩华药业产品布局侧重于镇静药、静脉麻醉领域，代表品种包括咪达唑仑、丙泊酚、右美托咪定等；人福医药的产品布局重点在于镇痛领域，代表产品包括瑞芬太尼、舒芬太尼等；恒瑞医药重点布局吸入式麻药、肌松药、镇静药的重磅品种，销量较大的产品包括七氟烷、苯磺顺阿曲库铵，右美托咪定为其镇静麻醉领域的重磅品种。

图表18. 麻精药上市公司产品布局比对

相关公司	布局特点/代表品种	治疗小类	相关产品	2017年样本医院销售（万元）
恩华药业	1）重点布局：侧重于镇静药、静脉麻醉领域等 2）代表品种：咪达唑仑、丙泊酚、右美托咪定等	催眠/镇静药	**咪达唑仑**	**13,066.85**
			右美托咪定	**4,850.17**
			硝西泮	29.11
			三唑仑	0.35
		全麻药	**丙泊酚**	**11,169.99**
			依托咪酯	625.07
		局麻药	罗哌卡因	46.57
		镇痛药	瑞芬太尼	957.72
			芬太尼	20.72
人福医药	1）重点布局：侧重于镇痛领域等 2）代表品种：舒芬太尼、瑞芬太尼等	镇痛药	**瑞芬太尼**	**42,790.51**
			舒芬太尼	**36,645.49**
			氢吗啡酮	4,191.94
			芬太尼	2,535.50
			纳布啡	1,145.66
			哌替啶	60.49
			对乙酰氨基酚+曲马多	23.84
		催眠/镇静药	咪达唑仑	825.68
		局麻药	罗哌卡因	205.38
		肌松药	维库溴铵	2.84
恒瑞医药	1）重点布局：主攻吸入式麻药、肌松药、镇静药的重磅品种 2）代表品种：七氟烷、苯磺顺阿曲库铵等；右美托咪定是镇静领域重磅品种	催眠/镇静药	**右美托咪定**	**63,768.53**
		肌松药	**苯磺顺阿曲库铵**	**47,913.31**
			阿曲库铵	635.32
			阿曲库铵	211.70
		全麻药	**七氟烷**	**38,902.02**
			依托咪酯	0.03
			氯胺酮	0.28
		镇痛药	布托啡诺	7,918.13
		局麻药	左布比卡因	430.47
			罗哌卡因	401.41

资料来源：PBD、广证恒生

3.麻醉药：右美托咪定放量明显，瑞芬太尼医保放开成为亮点

3.1 右美托咪定：兼备镇静镇痛，单价高且用量大的重磅品种

右美托咪定是高选择性 α_2 肾上腺素能受体激动剂，能产生近似自然睡眠的镇静作用，在临床上主要应用于麻醉和 ICU，具备无呼吸抑制、容易被唤醒、减少麻药和抗高血压药用量等优点。其中，在临床麻醉中，常用于抑制应激、辅助麻醉、抗寒战、开颅唤醒等；在 ICU 中，常用于镇静催眠和辅助拔管等。

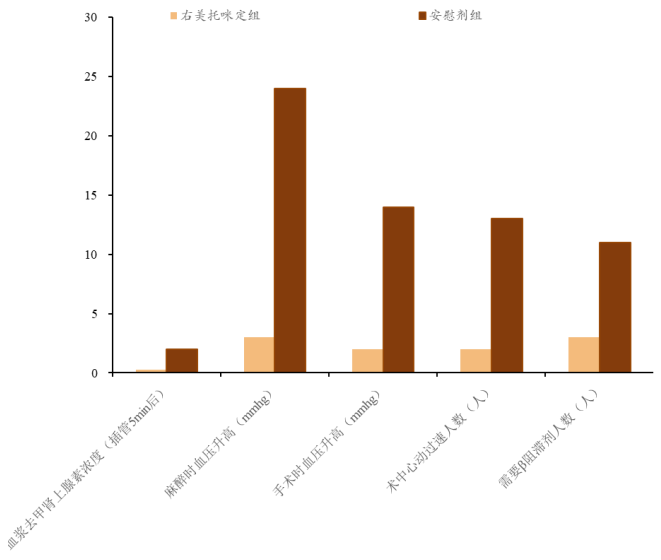
图表19. 右美托咪定在临床麻醉和 ICU 中的应用分析

	临床麻醉	ICU
主要特点	减少麻药和镇痛药用量；抑制应激，稳定循环；抗寒战等	镇痛；镇静；抗焦虑；易于唤醒等
用法用量	1）术前：负荷剂量 0.5-1.0ug/kg； 2）术中：持续泵注 0.2-0.4ug/kg/h； 3）术后（镇痛、镇静）：镇痛泵 100ml 中加入右美托咪定 200-400 ug；维持量：2ml/h；bolus:0.5ml，锁定时间为 15 mins	镇静催眠、辅助拔管：持续泵注 0.2-0.7ug/kg/h（通常为 0.4 ug/kg/h），使用时间不超过 72 小时

资料来源：百度学术、广证恒生

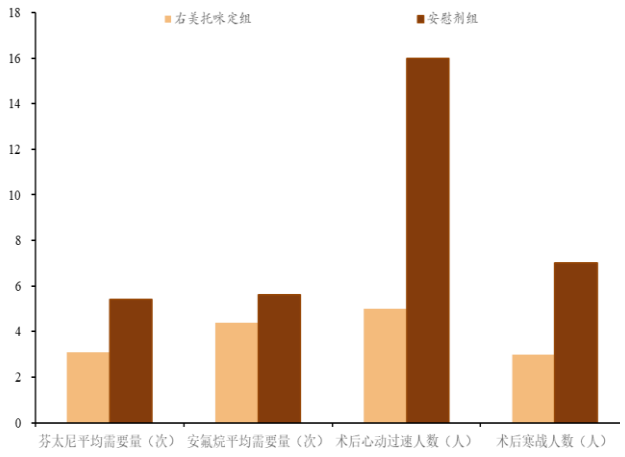
- **临床麻醉应用：**1）根据图 18 的对照试验，右美托咪定有利于稳定麻醉中循环系统。使用右美托咪定的患者的去甲肾上腺浓度为 0.28nmol/ml，仅为安慰机组患者浓度的 90%。右美托咪定可减弱患者麻醉时和手术时的血压升高，右美托咪定组麻醉时和手术时患者血压分别平均增高 3mmHg 和 2mmHg，安慰剂组血压分别增高 24mmHg 和 14mmHg。另外，右美托咪定显著减少术中患者心动过速（2 人 vs.13 人）和β阻滞剂需求（3 人 vs.11 人），可改善术中血液动力学稳定性。2）图 19 的对照试验证明术前使用右美托咪定具有显著的辅助麻醉作用，可减少患者对芬太尼和安氟烷的需求。患者平均芬太尼需要次数从 5.4 次减少至 3.1 次，平均安氟烷需要次数从 5.6 次减少至 4.4 次。

图表20. 右美托咪定利于维持麻醉中循环系统的稳定



资料来源：首都医科大学附属北京友谊医院、广证恒生

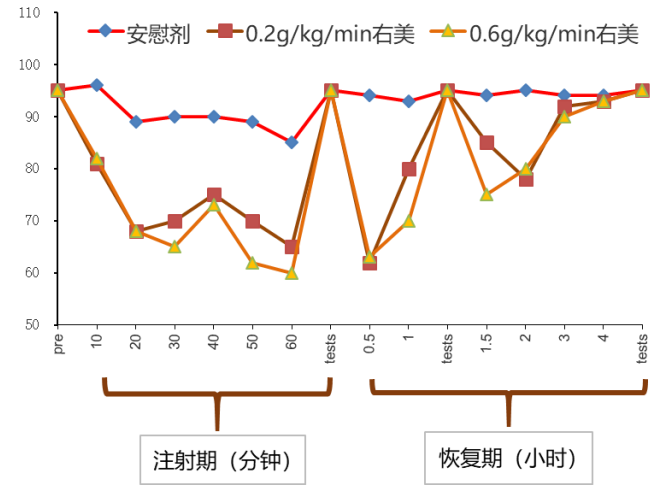
图表21. 右美托咪定有效减少麻醉药的用量



资料来源：首都医科大学附属北京友谊医院、广证恒生

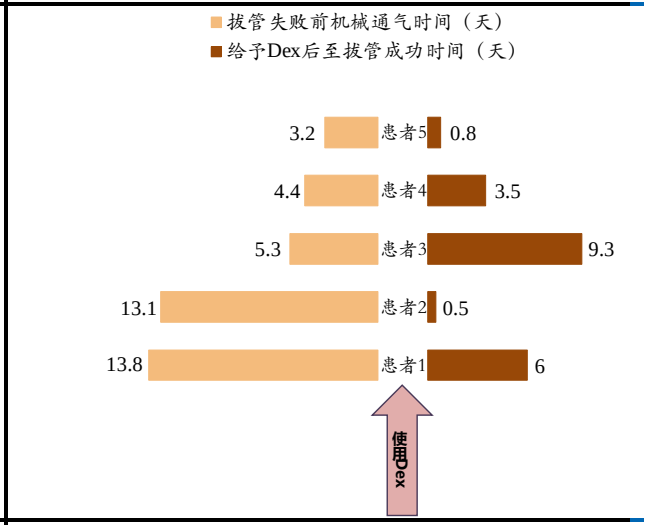
- **ICU 领域应用：**根据图 20 的对照试验，0.2 和 0.6g/kg/min 两种剂量的右美托咪定在输液 50 分钟期间 BIS 最低下降至 65 和 60，均产生了有效镇静。两种剂量的右美托咪定恢复期约为 4 小时。右美托咪定对自主呼吸无抑制，可安全用于拔管期间患者的镇静。图 21 为 5 例曾因剧烈应激反应导致拔管失败的患者，注射右美托咪定后均顺利拔管，且在拔管期间和拔管后，患者血流动力学稳定，无躁动表现。

图表22. 右美托咪定对 ICU 患者产生有效镇静



资料来源：首都医科大学附属北京友谊医院、广证恒生

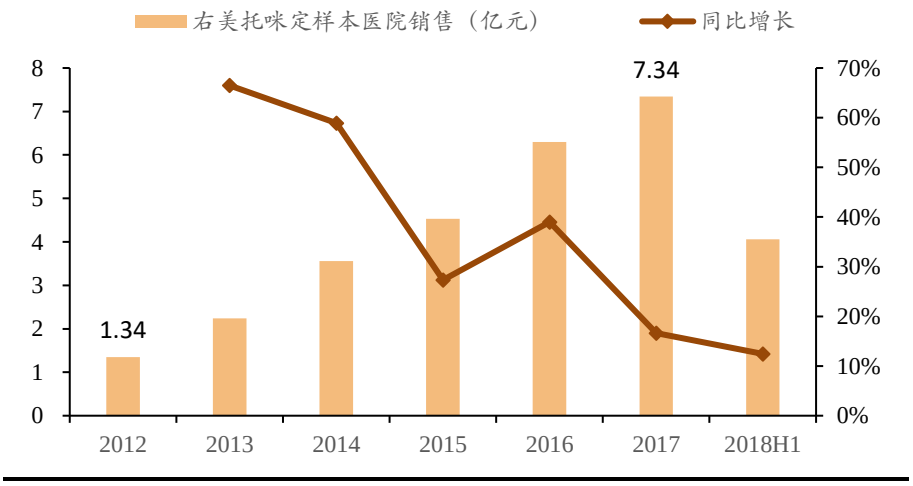
图表23. 右美托咪定有利于 ICU 患者辅助拔管



资料来源：首都医科大学附属北京友谊医院、广证恒生

从终端销售分析，右美托咪定样本医院销售从2012年的1.34亿元增长至2017年的7.34亿元，2012-2017年 CAGR 约 40.42%，2018 年 H1 实现销售 4.06 亿元，同步增长 12.45%，终端整体销售稳步增长。

图表24. 2018H1 右美托咪定终端销售增长 12.45%



资料来源：PBD、广证恒生

2016-2018 年恩华药业累计中标省份约 15 个，与 2016 年前相比中标省份数量大幅提升，进一步拉近与恒瑞医药的距离。扬子江的右美托咪定暂时没有中标省份，按照标段时间进行估算，预计 3 年内扬子江难以凭借中标的形式快速进入市场。

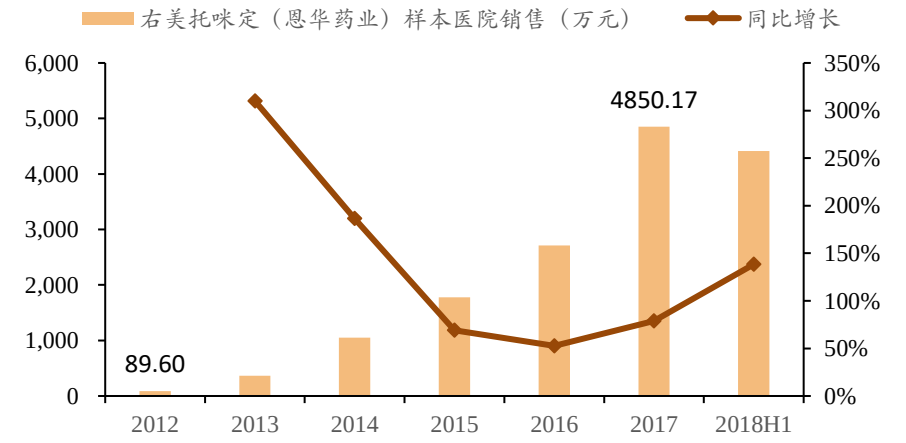
图表25. 右美托咪定各省市招标进度梳理

	恩华药业		恒瑞医药		国瑞药业		辰欣药业	
	200 UG 2 ML	100 UG 1 ML	200 UG 2 ML	100 UG 1 ML	200 UG 2 ML	100 UG 1 ML	200 UG 2 ML	100 UG 1 ML
2009			海南					
2010			江苏、江西、黑龙江、北京军区、河北、辽宁、河南					
2011			广西、山西、云南、山东、贵州、四川		四川			
2012	沈阳军区、陕西、山东、青海		福建、成都军区、沈阳军区、青海、安徽		山东、沈阳军区、陕西、青海、安徽			
2013	河南、海南、广州军区		湖北、北京、广州军区、广东、		湖北、河南、海南、广州军区		河南	
2014	吉林	山东	吉林	山东	吉林、新疆、	山东	山东、吉林	
2015		湖南	湖南、浙江	湖南	湖南		湖南	
2016	内蒙古、西藏、四川	内蒙古、四川	上海、内蒙古、西藏	内蒙古、四川	内蒙古、、西藏	内蒙古	上海、内蒙古、西藏、四川	
2017	黑龙江、江苏、湖北、贵州、宁夏、辽宁、重庆、广东	辽宁、江苏、湖北、江西、重庆	宁夏、重庆	辽宁、江苏、江西、重庆	黑龙江、江苏、山西、贵州、辽宁、重庆	辽宁、江苏、江西、重庆、宁夏	黑龙江、江苏、山西、贵州、辽宁、重庆、广州	重庆、广东
2018	江西、云南	贵州、海南、山西		贵州、海南、山西	云南	贵州、海南、山西	云南、海南	贵州、海南
累计中标省份数量	21	12	31	11	22	10	17	4

资料来源：PDB、广证恒生

恩华药业的右美托咪定样本医院销售从2012年的89.60万元增长至2017年的4850.17万元,2012-2017年CAGR约122.17%。2018H1实现样本医院销售4411.23万元，同步增长138.52%，各省中标数量提升对终端销售推动作用十分明显。

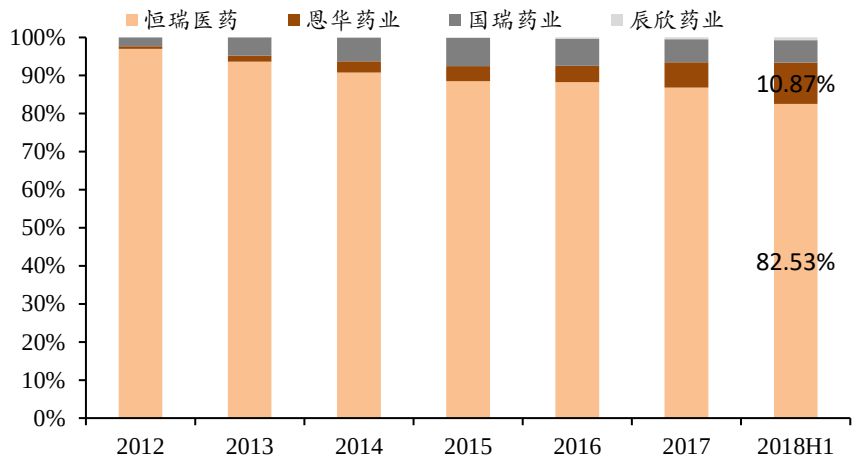
图表26. 恩华药业的右美托咪定销售增长加速



资料来源：PBD、广证恒生

从市场格局分析，2018H1 右美托咪定终端份额主要由恒瑞医药、恩华药业、国瑞药业、辰欣药业主导，市场份额分别为 82.53%、10.87%、5.92%、0.68%。得益于中标省份数量提升，恩华药业终端市占率从2012年的0.67%迅速提升至2018H1的10.87%。

图表27. 恩华药业的右美托咪定市占率正逐步提升



资料来源：PBD、广证恒生

从产品价格分析，根据样本医院终端数据，终端主要销售规格为 2ml:200ug 的右美托咪定，恒瑞医药该规格产品市占率最高（79.08%），2013-2018 年年复合降幅约 3.50%；恩华该规格产品 2013-2018 年年复合降幅约 4.42%。参考历史数据，在招标模式下右美托咪定存在一定降价压力，但降幅整体可控。

图表28. 右美托咪定存在降价压力，降幅整体可控

通用名	厂家	剂型	规格	18 年各规格销售占比	样本医院终端销售单价（元）						
					2013	2014	2015	2016	2017	2018	年复合降幅
右美托咪定	恩华药业	注射剂	200 UG 2 ML	8.41%	167.07	166.49	163.45	159.25	143.31	133.24	-4.42%
			100 UG 1 ML	2.46%		96.85	87.98	80.95	77.60	76.09	-5.85%
	恒瑞医药	注射剂	200 UG 2 ML	79.08%	170.15	168.65	165.40	163.08	151.04	142.38	-3.50%
			100 UG 1 ML	3.45%		119.44	97.14	94.35	88.18	84.15	-8.38%
	国瑞药业	注射剂	200 UG 2 ML	4.76%	170.61	169.86	170.83	169.41	152.42	124.22	-6.15%
			100 UG 1 ML	1.16%			93.84	88.93	84.83	78.98	-5.58%
	辰欣药业	注射剂	200 UG 2 ML	0.65%	163.45	159.08	164.70	168.80	142.28	133.01	-4.04%
			100 UG 1 ML	0.03%					147.80	114.52	-22.51%

资料来源：PDB、广证恒生

3.2 瑞芬太尼：竞争格局稳定，临床推广和医保限制放开推动其对芬太尼逐步替代

芬太尼类药品主要有芬太尼、舒芬太尼、瑞芬太尼等。与芬太尼相比，舒芬太尼吸收和清除效率更高，有利于患者及时苏醒和降低成瘾性；瑞芬太尼起效快，镇痛时间相对较短，适用于快速苏醒的手术，2017 年样本医院实现销售 4.63 亿元，12-17 年保持 17.05%较高年复合增速。

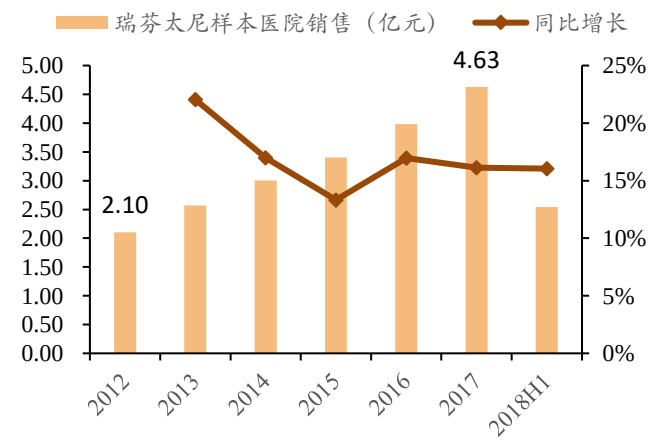
图表29. 芬太尼类药品的详细比对和分析

对比维度	芬太尼	舒芬太尼	瑞芬太尼	合计
应用场景	各等级医院；目前最常用的麻醉镇痛药（麻醉中、术后镇痛、癌痛）；局麻镇痛；ICU 镇痛等	用作全身麻醉时辅助镇痛；在需要辅助通气时，本品用作主要的麻醉药等	临床上主要用于全麻诱导和全麻中维持镇痛；用作麻醉辅助用药；适用于需要快速苏醒的手术等	--
主要特点	价格最低；呕吐等副作用明显等	价格较高；镇痛效果最好；循环系统更稳定；呕吐等副作用较少等	价格较高；镇痛效果较好；起效快，苏醒快等	--
镇痛效能	吗啡的 100 倍	吗啡的 1000 倍	吗啡的 134 倍	--
镇痛时间	起效时间：1-2min 镇痛时间：30min	起效时间：1-3min 镇痛时间：30min	起效时间：30s 镇痛时间：5-10min	--
医保情况	国家医保（2017 版）甲类	国家医保（2017 版）乙类	国家医保（2017 版）乙类	--
17 年样本医院销售（亿元）	1.07	4.24	4.63	9.93
17 年样本医院市占率	10.75%	42.67%	46.57%	100%
12-17 年 CAGR	-2.56%	17.69%	17.05%	13.83%
17 年样本医院价格	100ug 2ml：4.46 元 500ug 10ml：17.54 元	100ug 2ml：86.38 元 250ug 5ml：193.24 元	1mg：95.03 元 2mg：143.06 元	--

资料来源：药智网、PDB、广证恒生

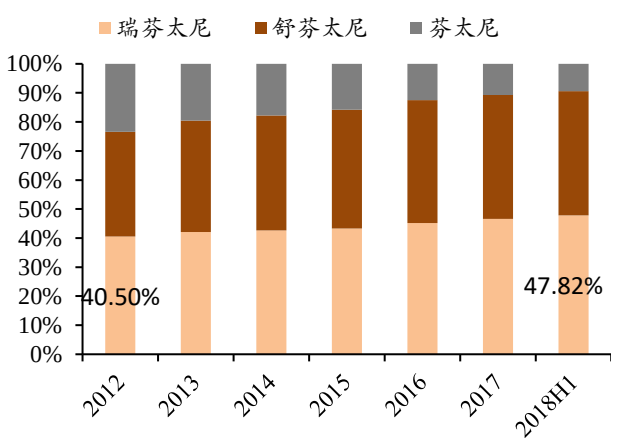
从终端销售分析，瑞芬太尼样本医院销售从 2012 年的 2.10 亿元增长至 2017 年的 4.63 亿元，2012-2017 年年复合增长高达 17.05%。瑞芬太尼整体增速较快，主要得益于临床推广以实现瑞芬太尼对芬太尼市场份额的替代，以及医保报销手术用药限制的放开。在芬太尼类药品当中，瑞芬太尼的市占率从 2012 年的 40.50% 提升至 2018 年 H1 的 47.82%。

图表30. 近 5 年瑞芬太尼样本医院销售复合增长 17%



资料来源：PBD、广证恒生

图表31. 终端医院销售瑞芬太尼逐步替代芬太尼

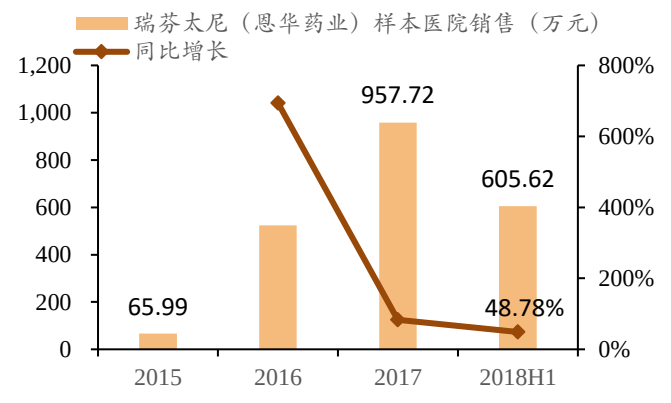


资料来源：PBD、广证恒生

恩华药业的瑞芬太尼在样本医院的销售从 2015 年的 65.99 万元提升至 2017 年的 957.72 万元。其中，2018 年 H1 实现样本医院销售 605.62 万元，同比增长 48.78%。宜昌人福占据主要的市场份额，2018 年 H1 市占率高达 90.31%，恩华药业的市占率稳步提升，从 2015 年的 0.19%提升至 2.38%。

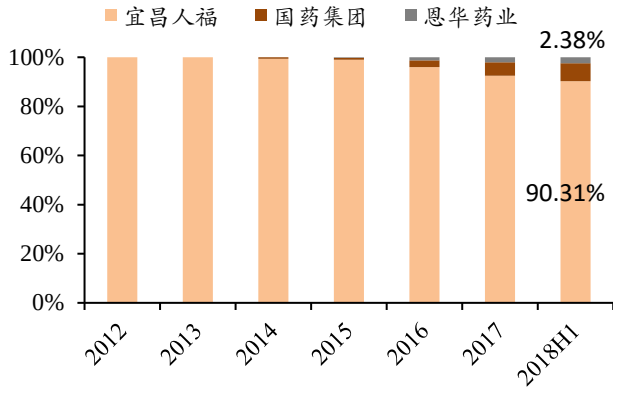
芬太尼类药品是国家严格管控的一类麻醉药，规定麻醉单方药品的厂家最多三家，预计未来竞争格局仍保持宜昌人福、国药集团、恩华药业三家主导。

图表32. 18 年 H1 恩华药业瑞芬太尼销售增长 49%



资料来源：PBD、广证恒生

图表33. 恩华药业瑞芬太尼终端市占率稳步提升



资料来源：PBD、广证恒生

从产品价格分析，根据样本医院终端数据，2018 年规格为 1mg 和 2mg 的瑞芬太尼的终端价格分别为 93.30-96.38 元和 142.84-144.02 元，近年来降价幅度不大。

图表34. 瑞芬太尼终端价格降幅不明显

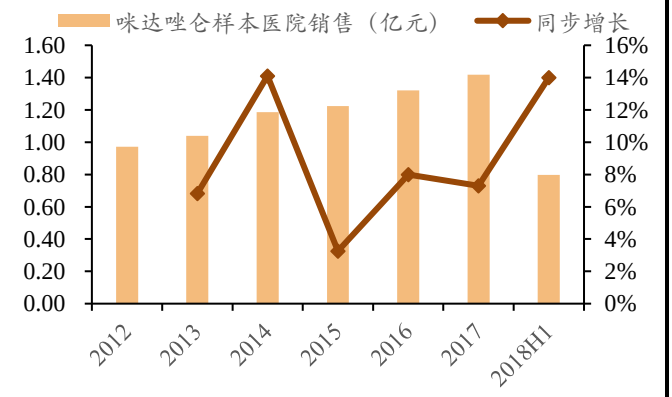
通用名	厂家	剂型	规格	18 年各规格销售占比	样本医院终端销售单价（元）						
					2013	2014	2015	2016	2017	2018	年复合降幅
瑞芬太尼	国药集团	注射剂	1 MG	2.54%		93.90	93.40	89.50	93.25	93.30	-0.16%
			2 MG	4.76%		171.02	155.91	144.55	143.22	142.84	-4.40%
	恩华药业	注射剂	1 MG	0.62%			92.20	96.25	95.47	96.38	1.49%
			2 MG	1.76%			140.40	144.50	143.76	144.02	0.85%
	宜昌人福	注射剂	1 MG	80.26%	95.91	95.10	95.14	94.55	95.11	95.07	-0.17%
			2 MG	10.05%	143.99	144.54	144.37	143.54	143.46	143.00	-0.14%

资料来源：PDB、广证恒生

3.3 咪达唑仑：完成进口替代的经典大品种，恩华市占率超 92%，终端稳定 14%增长

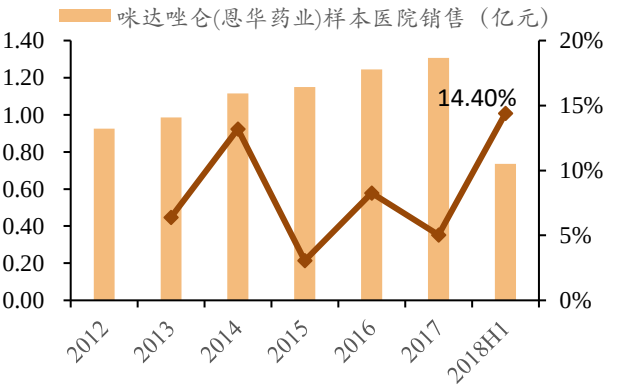
咪达唑仑为强镇静药，临床上用于治疗失眠症，全麻醉诱导和维持等。咪达唑仑起效快而持续时间短，生物利用率高。从终端销售分析，咪达唑仑属于成熟品种，其样本医院销售从 2012 年的 0.97 亿元增长至 2017 年的 1.42 亿元，2012-2017 年 CAGR 约 7.84%，2018 年 H1 实现销售 0.80 亿元，同步增长 13.99%，终端销售稳步增长。

图表35. 咪达唑仑终端销售稳步增长



资料来源：PBD、广证恒生

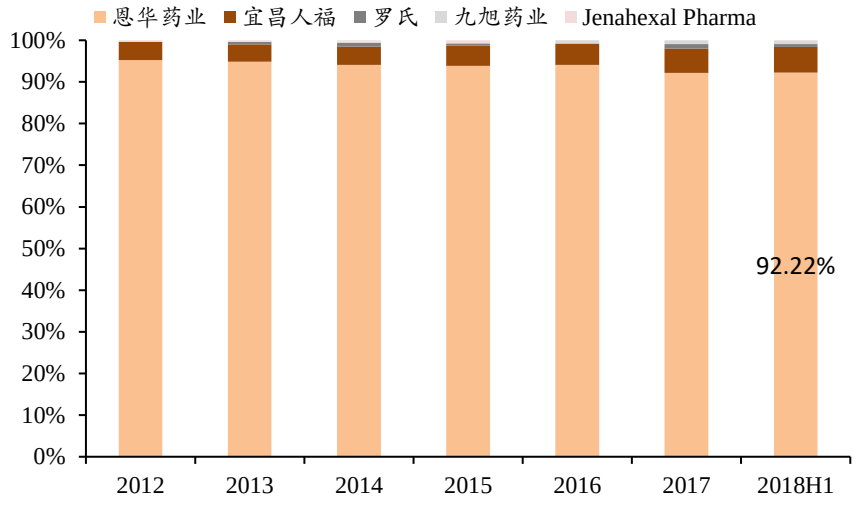
图表36. 恩华药业的咪达唑仑销售增长稳定



资料来源：PBD、广证恒生

从市场格局分析，2018H1 终端主要由恩华药业、宜昌人福、罗氏、九旭药业销售，市场份额分别为 92.22%、6.15%、0.69%、0.94%，咪达唑仑终端格局良好，恩华药业的主导地位显著。

图表37. 咪达唑仑终端格局良好，恩华药业占据主导地位



资料来源：PBD、广证恒生

从产品价格分析，根据样本医院终端数据，恩华药业生产的规格为 2ml:10mg、1ml:5mg、5ml:5mg 的咪达唑仑占据终端主要市场，销售占比分别为 61.03%、19.28%、10.51%，2013-2018 年销售单价年复合增长分别为-0.33%、0.05%、0.09%，咪达唑仑降价压力整体可控。

图表38. 咪达唑仑降价压力整体可控

通用名	厂家	剂型	规格	18 年各规格销售占比	样本医院终端销售单价（元）					
					2013	2014	2015	2016	2017	2018
咪达唑仑	恩华药业	注射剂	10 MG 2 ML	**61.03%**	21.25	21.05	21.13	20.93	20.90	20.90
			5 MG 1 ML	19.28%	12.13	12.09	12.11	12.06	12.14	12.16
			5 MG 5 ML	10.51%	12.50	12.19	12.01	12.00	12.42	12.56
			2 MG 2 ML	0.06%	6.62	4.75	4.87	5.89	5.96	6.35
		片剂	15 MG	1.34%	2.17	2.13	2.14	2.23	3.12	3.59
	宜昌人福	注射剂	10 MG 2 ML	3.30%	19.98	20.27	20.29	20.36	19.04	20.44
			2 MG 2 ML	2.84%	5.50	5.34	5.32	5.22	5.24	5.21
	罗氏	片剂	15 MG	0.69%	5.17	2.63	2.64	4.72	8.74	9.13
	九旭药业	注射剂	5 MG 1 ML	0.92%	12.87	13.29	13.39	13.07	13.29	13.17

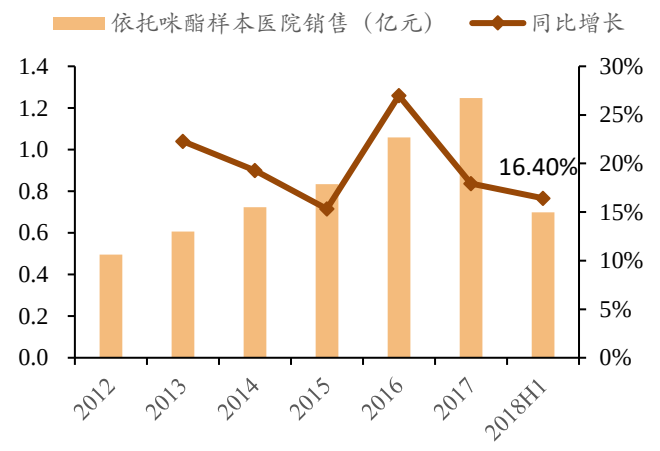
资料来源：PDB、广证恒生

3.4 依托咪酯：市占率 98%，样本医院端 2018H1 保持近 35%高速增长

依托咪酯是非巴比妥类催眠性静脉全麻药,临床应用已有 30 年的历史。适应症为全身麻醉诱导、麻醉维持、辅助麻醉、ICU 短期镇静等。依托咪酯起效迅速且短暂，安全剂量范围宽，对患者中枢神经系统、血压、心功能、呼吸影响小。

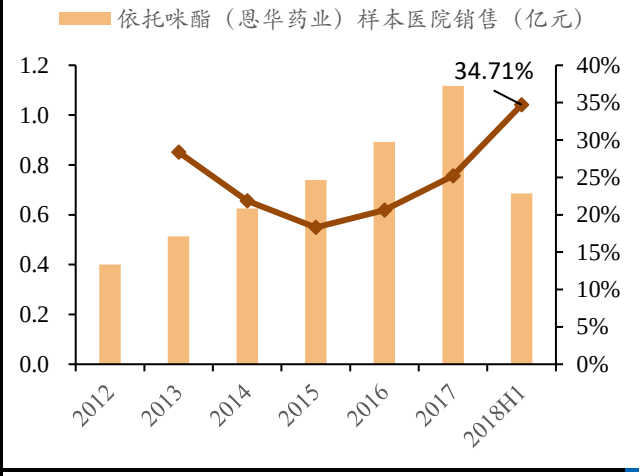
从终端销售分析，依托咪酯整体增速较快，其样本医院销售从 2012 年的 0.50 亿元增长至 2017 年的 1.25 亿元，2012-2017 年 CAGR 约 20.29%，2018 年 H1 实现销售 0.70 亿元，同步增长 16.40%。

图表39. 依托咪酯终端销售稳步增长



资料来源：PBD、广证恒生

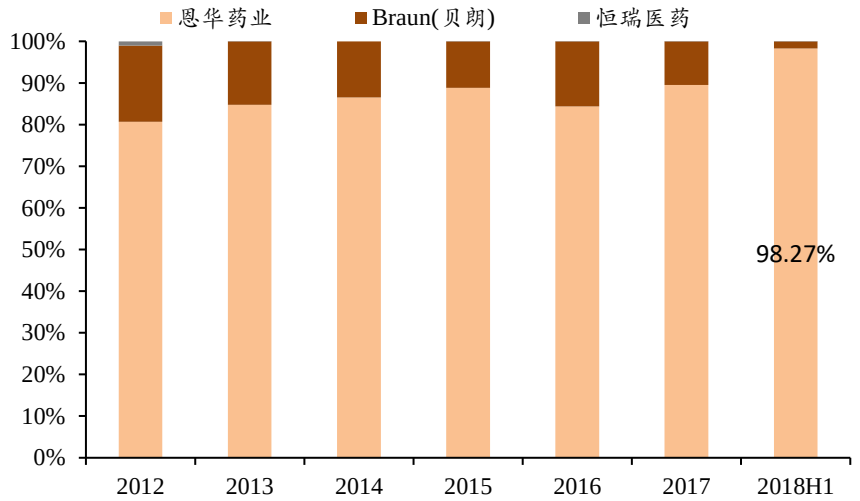
图表40. 恩华药业的依托咪酯销售增长稳定



资料来源：PBD、广证恒生

从市场格局分析，2018H1 恩华药业、贝朗、恒瑞医药在终端样本医院的市场份额分别为 98.27%、1.69%、0.03%，依托咪酯的终端格局良好，恩华药业占据绝对的主导地位。

图表41. 恩华药业的依托咪酯占据样本医院 98.27%市场份额



资料来源：PBD、广证恒生

从产品价格分析，根据样本医院终端数据，恩华药业、Braun 的依托咪酯为乳剂，2017 年终端价格约为 39.12 元和 39.44 元；恒瑞医药的依托咪酯为水剂，2017 年终端价格约 13.30 元。2012-2017 年依托咪酯整体降价趋势不明显。

图表42. 近 5 年依托咪酯降价趋势不明显

通用名	厂家	剂型	规格	17 年各规格销售占比	样本医院终端销售单价（元）					
					2012	2013	2014	2015	2016	2017
依托咪酯	恩华药业	注射剂（乳剂）	20 MG 10 ML	89.54%	38.35	40.58	40.56	40.23	39.85	39.12
	Braun（贝朗）	注射剂（乳剂）	20 MG 10 ML	10.46%	41.96	39.70	40.47	39.16	39.67	39.44
	恒瑞医药	注射剂（水剂）	20 MG 10 ML	0.00%	12.92	14.61	7.90	13.31	13.31	13.30

资料来源：PDB、广证恒生

4.精神用药：阿立哌唑、度洛西丁潜力品种放量值得期待

4.1 阿立哌唑：竞争格局良好，高增长有望持续

阿立哌唑是一种新型的非典型抗精神分裂症药物，用于治疗各类型的精神分裂症。因具有副作用少、安全性高等优点，阿立哌唑被广泛用于治疗儿童精神分裂症、儿童孤独症、青少年精神分裂症等。

阿立哌唑的受体主要是多巴胺 D_2、多巴胺 D_3、$5HT_{1A}$、$5HT_{2A}$、α_1 、H_1 和胆碱能毒蕈碱，具有亲和力高的特点，临床试验表明,阿立哌唑对精神分裂症的阳性和阴性症状均有明显疗效。

图表43. 阿立哌唑受体、药理学作用与相应临床效应

受体	药理学作用	相应临床效应
多巴胺 D_2，D_3	高亲和力部分激动剂	治疗阳性、阴性症状 锥体外系症状可能性小 高泌乳素血症可能性小
$5HT_{1A}$	高亲和力部分激动剂	治疗阴性症状 有利于改善认知和心境
$5HT_{2A}$	高亲和力拮抗剂	EPS 发生可能小 有利于改善阴性症状和认知功能
α_1	中等亲和力拮抗剂	体位性低血压可能性小
H_1	中等亲和力拮抗剂	镇静可能性小
胆碱能毒蕈碱	亲和力拮抗剂	认知损害可能性小

资料来源：Ped Health 2010、广证恒生

基于多中心、随机、双盲、安慰剂对照研究，阿立哌唑、氯氮平、奥氮平、喹硫平、利培酮和齐拉西酮均不会导致患者血糖严重升高，但氯氮平和奥氮平会使患者体重增加明显，喹硫平会促使患者胆固醇和甘油三酯升高，利培酮会导致患者出现高泌乳素血症，齐拉西酮则会使患者有锥体外系症状，阿立哌唑不良反应少且轻微，是同类产品中安全系数最高的，可被广泛应用于青少年和儿童的精神分裂症治疗。

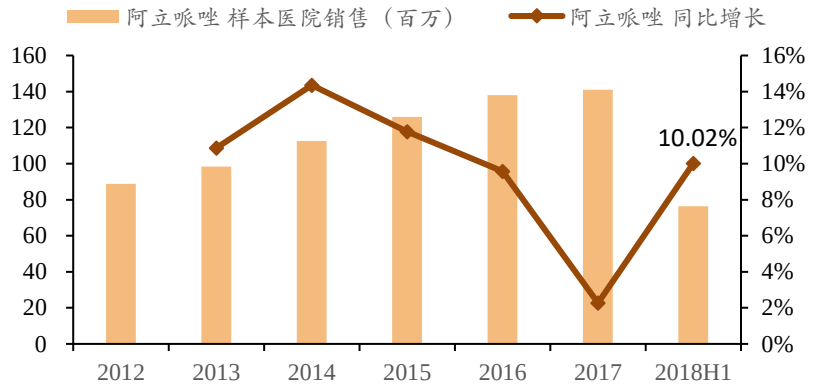
图表44. 阿立哌唑于同类药物不良反应发生状况

	阿立哌唑	氯氮平	奥氮平	喹硫平	利培酮	齐拉西酮
体重增加	+	++++	++++	+++	++	+/-
血糖升高	+/-	/	+	+/-	++	0
胆固醇升高	-	/	+++	++++	0	0
甘油三酯升高	0	+++	++++	++++	+/-	0
高泌乳素血症	0	/	+++	+/-	++++	++
镇静作用	++	++++	++	+	++	++
锥体外系症状	+	0	++	+/-	+	++++

资料来源：Ped Health 2010、广证恒生

从终端销售分析，阿立哌唑样本医院销售从 2012 年的 0.89 亿元增长至 2017 年的 1.41 亿元，2012-2017 年 CAGR 约 9.69%，2018 年 H1 实现销售 0.76 亿元，同比增长 10.02%。

图表45. 阿立哌唑终端销售 2012-2017 复合增长率 9.69%



资料来源：PBD、广证恒生

从招标情况分析，恩华药业 2016-2018 年累计中标省份达到 13 个，近三年中标省份数目在众多药企中中标省份数量位居榜首，与 2016 年前相比中标省份数量大幅提升，进一步向上海上药中西制药、大冢制药靠拢。

图表46. 阿立哌唑各省市招标进度梳理

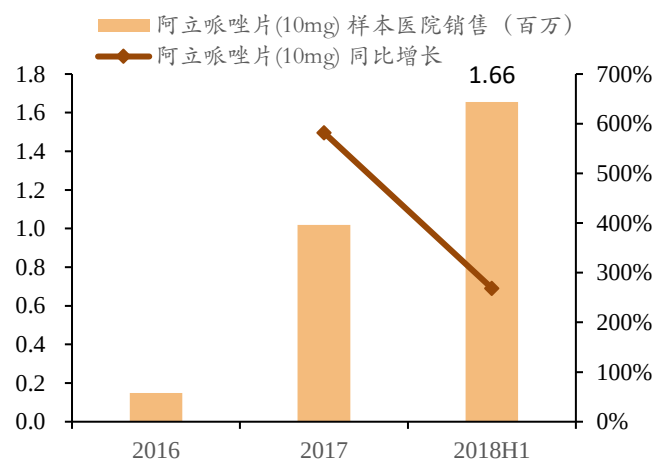
	恩华药业	康弘药业	上海上药中西制药		大冢制药	
	10mg	5mg	5mg	10mg	5mg	10mg
2009		吉林、上海、天津、海南	广东、天津、上海、海南	吉林、上海、海南	上海、海南、吉林、天津	上海、海南
2010		甘肃、江苏、黑龙江、北京军区、驻军部队、河北、湖南、辽宁、河南	北京军区、河北、河南、黑龙江、湖南、济南军区、江苏、兰州军区、辽宁、驻京部队	江西、江苏、河南、辽宁、济南军区、北京军区、湖南、兰州军区、黑龙江、驻京部队	江苏、河北、河南、辽宁、湖南、黑龙江、兰州军区、北京军区、驻京部队、济南军区	辽宁、黑龙江、兰州军区、北京军区、驻京部队、济南军区
2011		内蒙古、广东、广西、山西、云南、安徽、驻疆部队、贵州、四川	广西、内蒙古、湖北、山东	广东、广西、山东、河北、山西、湖北、云南、驻疆部队、安徽、内蒙古	四川、山东、山西、云南、驻疆部队	山东、驻疆部队
2012		福建、沈阳军区、新疆、陕西、青海、宁夏	陕西、成都军区、安徽、云南	陕西、成都军区	青海、福建、沈阳军区、成都军区	青海、福建、沈阳军区、成都军区
2013		湖北、江西、北京	北京、甘肃、全军统筹	全军统筹、北京、甘肃、青海	北京、甘肃、湖北、宁夏、全军统筹	北京、湖北、宁夏、全军统筹
2014		山东	吉林、宁夏	宁夏		甘肃
2015	福建、山西	浙江	山西、四川、浙江	福建、四川、浙江	广东、浙江	广东、四川、浙江
2016	海南、广东、内蒙古、四川、山东、上海	西藏			内蒙古、陕西	内蒙古、陕西
2017	江苏、黑龙江、宁夏、辽宁、重庆	重庆			重庆	江苏、重庆
2018	江西、贵州				江西、贵州	山西、江西、贵州
累计中标省份数量	15	31	30	31	31	29

资料来源：PDB、广证恒生

恩华药业阿立哌唑的销售大幅提升受益于中标省份的增多，样本医院销售从 2016 年的 14.93 万元提升至 2017 年的 101.83 万元，2017 年同比增长 582.17%。2018 年 H1 实现的样本医院销售 165.56 万元，同比增长 268.78%。

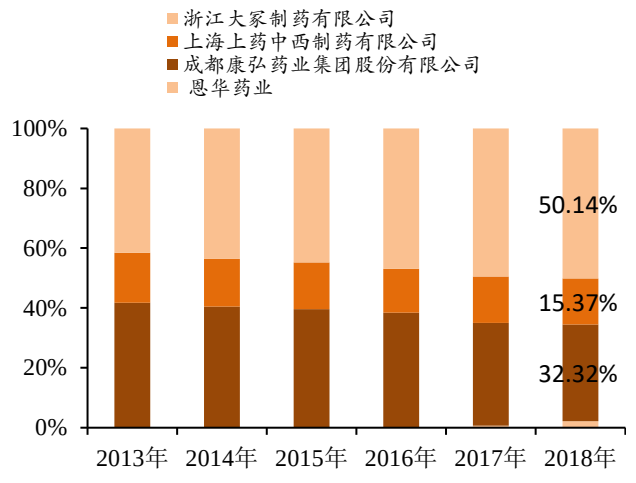
2018 年 H1 阿立哌唑的样本医院终端市场主要有大冢制药、上海上药中西制药、康弘药业和恩华药业四家厂家，市占率分别为 50.14%、15.37%、32.32%和 **2.17%**。其中，恩华药业于 2016 年进入市场，市占率从 2016 的 0.11%提升至 2018 年的 2.17%，市场份额提升明显。

图表47. 阿立哌唑 2017 年医院销售同比增长 582.17%



资料来源：PBD、广证恒生

图表48. 恩华阿立哌唑市占率逐步提升



资料来源：PBD、广证恒生

原研厂家大冢制药的阿立哌唑有 5mg 和 10mg 两个规格，2018 年 H1 样本医院的终端价格分别为 9.13 元和 15.49 元。国产厂家主要生产 5mg、10mg 两个规格，其中康弘药业和上海上药 5mg 规格产品 2018 年 H1 样本医院终端价格分别为 2.32 元和 2.08 元，年复合降幅分别为 1.21%、2.09%；恩华药业 10mg 规格产品 3.29 元，具备价格优势，降价压力很小。

图表49. 阿立哌唑终端降价压力小，恩华药业不降反升

通用名	厂家	剂型	规格	各规格销售占比	样本医院终端销售单价（元）						
					2013	2014	2015	2016	2017	2018	年复合降幅
阿立哌唑	恩华药业	片剂	10mg	2.17%				2.363	3.069	3.290	18.00%
	康弘药业	片剂	5mg	32.32%	2.47	2.44	2.42	2.396	2.357	2.321	-1.21%
			20mg	-				2.34			
	上海上药中西制药	片剂	5mg	4.93%	2.316	2.254	2.236	2.182	2.126	2.084	-2.09%
			10mg	7.30%	4.043	3.956	3.871	3.849	3.786	3.701	-1.75%
		胶囊	5mg	3.14%	2.300	2.311	2.149	2.125	2.124	2.124	-1.59%
	大冢制药	片剂	5mg	44.62%	9.421	9.100	9.224	9.244	9.182	9.133	-0.62%
			10mg	5.52%	15.263	14.366	15.651	15.651	15.558	15.488	0.29%

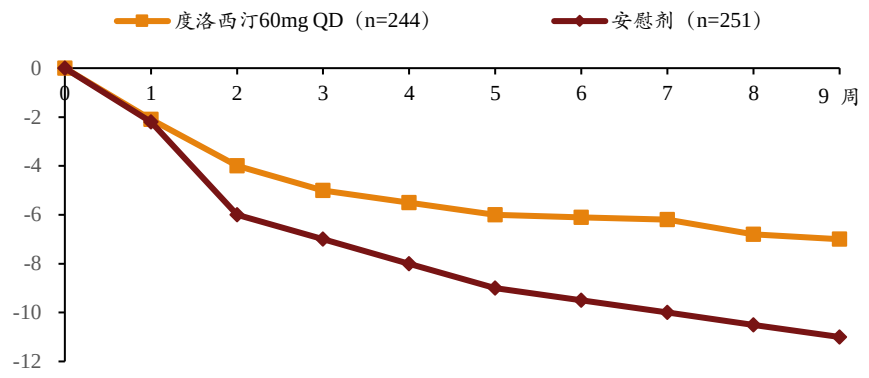
资料来源：PDB、广证恒生

4.2 度洛西汀：进口替代空间巨大，潜力品种 20%+增长

度洛西汀是一种选择性的 5-羟色胺(5-HT)和去甲肾上腺素(NE)再摄取抑制药，临床上用于治疗重型抑郁症，不良反应短暂且多为轻度，因此可以安全有效地治疗抑郁症的情绪症状。

基于 2 项疗效研究的汇总数据，度洛西汀的使用可在 9 周内将 HAM-D_{17} 的总分相对于基线降低 11 分，从第 2 周起开始显著改善抑郁症状。

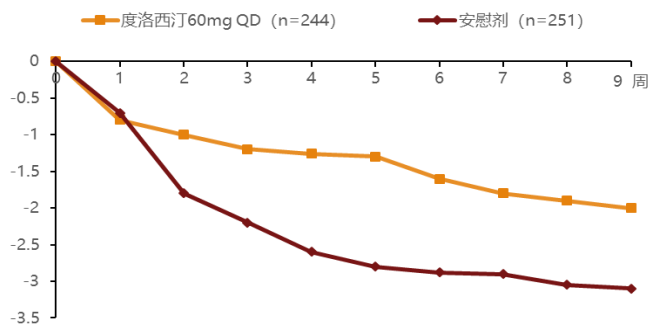
图表50. 度洛西汀显著降低 HAM-D_{17} 总分



资料来源：Brannan 2005、广证恒生

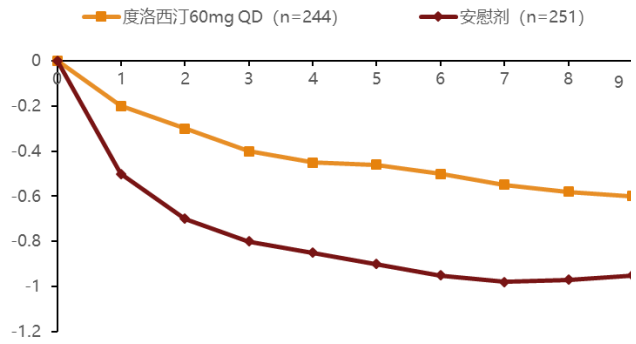
焦虑因子包括精神性焦虑、躯体性焦虑、胃肠道症状、一般躯体症状、疑病及自知力，以 HAM-D_{17} 第 10-13、15、17 项衡量焦虑因子分，从第 2 周起，度洛西汀即将焦虑因子分降低 1.8，能显著改善焦虑因子分。以 HAM-D_{17} 第 10 项衡量度洛西汀对精神性焦虑的疗效，从第 1 周起，度洛西汀即将 HAM-D_{17} 第 10 项降低 0.45，能显著改善精神性焦虑。

图表51. 度洛西汀改善焦虑因子分



资料来源：Brannan 2005、广证恒生

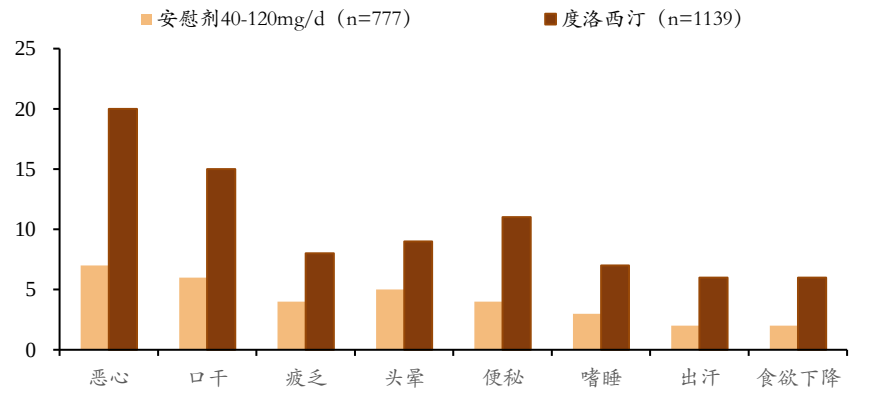
图表52. 度洛西汀改善精神性焦虑



资料来源：PBD、广证恒生

度洛西汀治疗期间出现的不良反应主要为恶心、口干和便秘，发生率分别为 20%、15%和 11%。其中出现恶心不良反应的所有患者中，约 94%是轻中度的，恶心主要出现在治疗后的一周内，随着治疗进行很快会消失。

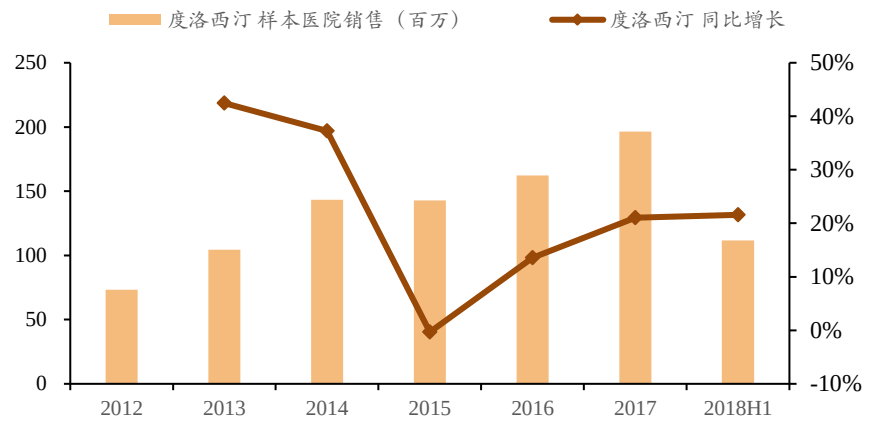
图表53. 度洛西汀治疗期间出现的不良反应



资料来源：Hudson 2005、广证恒生

根据 PBD 数据，度洛西汀样本医院销售从 2012 年的 0.73 亿元增长至 2017 年的 1.96 亿元，2012-2017 年 CAGR 达到 21.79%，2015 年后终端整体销售重回加速增长轨道，2018 年 H1 实现销售 1.12 亿元，同比增长 21.58%。

图表54. 度洛西汀终端销售 2012-2017 复合增长率 21.79%



资料来源：PBD、广证恒生

2016-2018 年阿立哌唑招标推进较 2016 年以前略微放缓，但恩华药业累计中标省份有大幅提升，达到 12 个，在众多药企中中标省份数量位列第一，有望进一步拓宽产品覆盖面，加大市场占有率，提高竞争力。

图表55. 度洛西汀各省市招标进度梳理

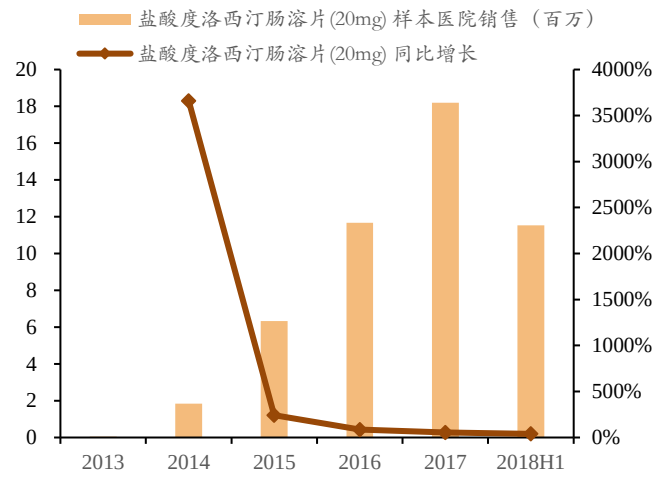
	恩华药业		Lily（礼来）)		上海上药中西制药	
	20mg	20mg*24 片	30mg	60mg	20mg	20mg*20 片
2009			天津、海南	吉林、天津、海南	吉林、天津、海南	
2010			黑龙江、河北、河南	江苏、江西、黑龙江、驻京部队、河北、湖南、辽宁、河南、兰州军区	甘肃、济南军区、江苏、江西、黑龙江、北京军区、驻京部队、河北、湖南、辽宁、河南、兰州军区	
2011			内蒙古、广东、广西、山西、云南、山东、四川	内蒙古、广东、山西、云南、广西、山东、驻疆部队、四川	内蒙古、广东、广西、山西、云南、山东、驻疆部队、贵州、四川	
2012			成都军区、沈阳军区、新疆、陕西、青海、宁夏、安徽	成都军区、沈阳军区、新疆、陕西、青海、宁夏、安徽	福建、成都军区、沈阳军区、陕西、青海、宁夏、安徽	
2013			湖北、广州军区	湖北、北京、广州军区	湖北、北京、广州军区	
2014	山东、吉林		吉林			
2015	湖南、广东、四川、上海、福建		浙江、上海	浙江、上海	浙江、上海	
2016	广西、内蒙古、西藏			西藏		上海
2017	辽宁、江苏、湖北、重庆	江西、上海	辽宁、江苏、重庆	重庆	重庆	江西
2018	贵州、海南	山西	贵州	贵州		
累计中标省份数量	16	3	28	35	37	2

资料来源：PDB、广证恒生

自 2014 年恩华药业首次中标度洛西汀以来，样本医院销售便实现高速增长，从 2013 年的 4.91 万元提升至 2017 年的 1,820.32 万元，5 年复合增长率达到 338.73%。2018 年 H1 实现样本医院销售 1,152.77 万元，复合增长率为 39.43%。

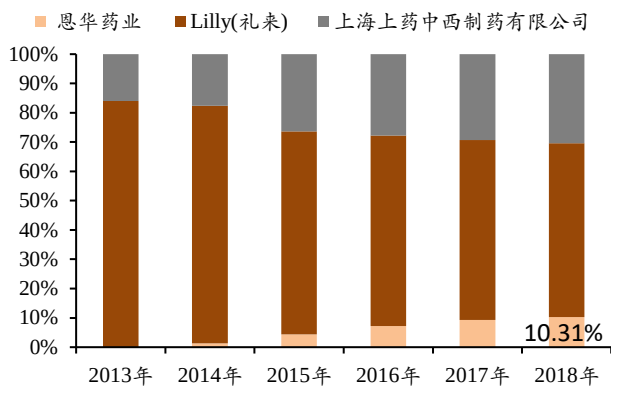
礼来向来占据度洛西汀的主要市场份额，但近年来，其市场份额已逐步让出给恩华药业和上海上药中西制药，恩华市占率从 2013 年的 0.05%提升至 2018 年 H1 的 10.31%，提升明显。

图表56. 度洛西汀样本医院销售 5 年 CAGR338.73%



资料来源：PBD、广证恒生

图表57. 恩华度洛西汀市占率上升明显



资料来源：PBD、广证恒生

2013 年-2018 年，度洛西汀片剂和胶囊剂均有一定的降幅。根据 2018 年的样本医院终端数据，规格为 20mg 的度洛西汀片剂的终端价格为 3.745 元（恩华药业）和 3.904 元（上海上药中西制药），规格为 20mg、30mg 和 60mg 的度洛西汀胶囊剂的价格分别为 3.939 元、9.816 元和 16.106 元。在医保控费、药品降价的大背景下，度洛西汀的降价幅度较小。

图表58. 度洛西汀终端价格降幅较小

通用名	厂家	剂型	规格	各规格销售占比	样本医院终端销售单价（元）						
					2013	2014	2015	2016	2017	2018	年复合降幅
度洛西汀	恩华药业	片剂	20mg	10.31%	4.094	4.061	4.006	3.844	3.756	3.745	-1.77%
	礼来	胶囊	30mg	8.61%	10.155	10.113	10.022	9.969	9.874	9.816	-0.68%
			60mg	50.72%	16.976	16.844	16.747	16.678	16.365	16.106	-1.05%
	上海上药中西制药	片剂	20mg	26.89%	4.196	4.132	4.095	4.049	3.950	3.904	-1.43%
		胶囊	20mg	3.47%	4.149	4.119	4.121	4.122	3.999	3.939	-1.04%

资料来源：PDB、广证恒生

4.3 利培酮：成熟品种稳步增长

利培酮用于治疗急性和慢性精神分裂症，对阳性及阴性症状及其伴发的情感症状(如焦虑、抑郁等)有较好的疗效，也可减轻与精神分裂症有关的情感症状。对于急性期治疗有效的患者，在维持期治疗中，利培酮可继续发挥其临床疗效。

与利培酮相似，奥氮平同样适用于治疗精神分裂症，但两者疗效、起效时间和疗效稳定性有差异。

利培酮的疗效整体优于奥氮平，从 PANSS 减分平均变化看，利培酮对幻觉/幻想等阳性症状、阴性症状、情感症状、不可控制的敌对性/兴奋的疗效均优于奥氮平，对认知障碍的疗效略弱于奥氮平。

从药物起效时间看，利培酮平均起效时间为 13.6 天，奥氮平平均起效时间为 18.6 天，利培酮起效更快。

在疗效稳定性方面，利培酮的累计有效率为 54.3%，奥氮平累计有效率为 43.7%；继有效后的无效率利培酮和奥氮平分别为 18.9%和 40.9%，利培酮较奥氮平更有效率且更稳定。

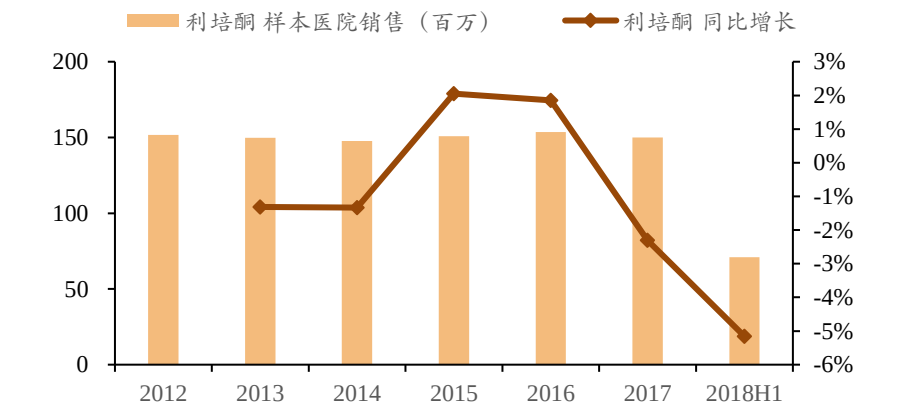
图表59. 利培酮疗效优于奥氮平

		利培酮	奥氮平
PANSS 减分平均变化	幻觉/妄想等阳性症状	-6.2	-5
	阴性症状	-4.8	-4.7
	情感症状	-4	-3
	不可控制的敌对性/兴奋	-3	-2.8
	认知障碍	-4	-4.5
平均起效时间	/	13.6 天	18.6 天
疗效稳定性	累计有效率	54.3%	43.7%
	继有效后的无效率	18.9%	40.9%

资料来源：美国精神病学杂志、广证恒生

从终端销售分析，利培酮样本医院销售从2012年的1.52亿元轻微下滑至2017年的1.50亿元，2012-2017年CAGR约-0.23%，2018年H1实现销售0.71亿元，同比下降5.16%，终端整体销售总体平稳。

图表60. 2018H1 利培酮终端销售 0.71 亿元

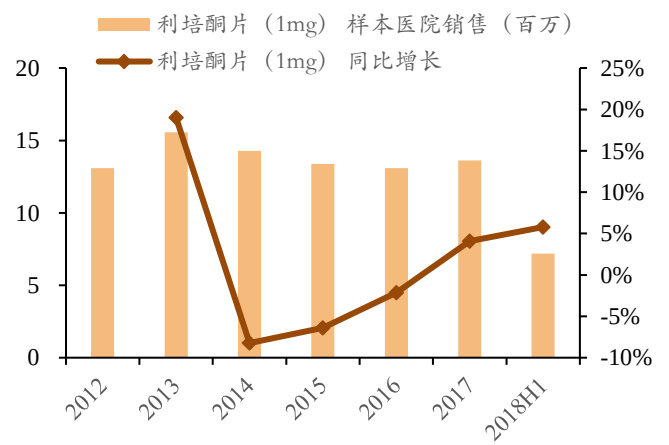


资料来源：PBD、广证恒生

在利培酮市场整体销售动力不足的情况下，恩华药业利培酮的样本医院销售从2012年的1,309万元上升至2017年的1,363万元，复合增长率为0.81%，2018年H1样本医院销售达到718万元，同比增长5.80%。恩华药业的利培酮销售增长率经历2014年的低谷后触底反弹，如今已重进增长轨道。

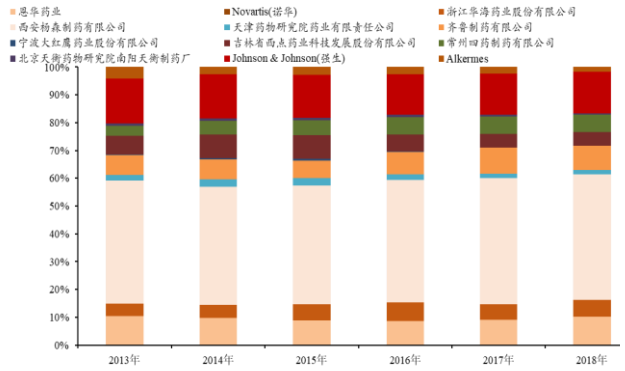
利培酮的市场格局比较分散，由杨森制药占据近一半的市场份额，其余大半的市场份额则由强生、恩华药业等十余家企业掌握。在竞争激烈的市场中，恩华药业2018年H1市占率达到10.14%，在众多企业中排名第三。

图表61. 恩华药业利培酮销售逆流而上



资料来源：PBD、广证恒生

图表62. 恩华药业利培酮终端市占率稳步提升



资料来源：PBD、广证恒生

从整体产品价格看，利培酮终端价格降价幅度较大，但不同企业面临的降价压力差异明显，杨森制药、强生、恩华药业三家企业的利培酮市占率位居前三，相应的，他们的利培酮近 5 年的年复合降幅较小。恩华 1mg 利培酮片剂的价格从 2013 年的 1.471 元降低至 2018 年 H1 的 1.385 元，年复合降幅为 1.20%，属于可控范围。

图表63. 各企业利培酮终端价格压力与市占率负相关

通用名	厂家	剂型	规格	各规格销售占比	样本医院终端销售单价（元）						
					2013	2014	2015	2016	2017	2018	年复合降幅
利培酮	恩华药业	片剂	1mg	10.14%	1.471	1.412	1.397	1.415	1.391	1.385	-1.20%
	诺华	片剂	1mg	0.00%		0.410	0.381	0.291	0.289	0.916	22.22%
	华海药业	片剂	1mg	3.28%	1.255	1.261	1.120	1.013	0.968	0.848	-7.54%
			2mg	2.69%			2.239	2.269	2.317	2.306	0.98%
	杨森制药	片剂	1mg	35.00%	2.713	2.688	2.675	2.646	2.571	2.533	-1.37%
			2mg	10.24%	4.910	4.880	4.740	4.693	4.484	4.408	-2.13%
	天津药物研究院药业	片剂	1mg	1.53%	1.363	1.311	1.249	0.989	0.811	0.798	-10.16%
	齐鲁制药	片剂	1mg	6.69%	1.524	1.611	1.492	1.487	1.391	1.356	-2.31%
			2mg	2.07%		3.374	3.239	2.903	2.771	2.546	-6.80%
	大红鹰药业	胶囊	1mg	0.06%	1.450	1.413	1.394	1.384	1.395	1.336	-1.63%
	西点药业	片剂	1mg	4.86%	1.925	1.864	1.780	1.788	1.776	1.620	-3.39%
	四药制药	片剂	1mg	0.70%	1.651	1.689	1.566	1.503	1.517	1.352	-3.92%
			2mg	1.66%	2.183	2.078	2.032	2.029	2.021	2.016	-1.58%
		溶液剂	30 MG 30 ML	3.92%	56.350	55.652	53.925	53.522	52.526	51.365	-1.84%
	南阳天衡制药厂	片剂	1mg	0.45%	1.425	1.145	1.221	1.079	0.655	0.511	-18.55%
	强生	溶液剂	100 MG 100 ML	14.91%	146.928	144.900	144.893	144.539	142.335	141.269	-0.78%
	Alkermes	注射剂	25 mg	0.82%	794.409	774.409	774.977	774.972	774.821	774.782	-0.50%
			37.5 mg	0.97%	1101.325	1084.235	1076.493	1076.884	1070.591	1060.392	-0.75%

资料来源：PDB、广证恒生

4.4 齐拉西酮：进口替代有望持续推进，样本医院销售 30%+增长

齐拉西酮为新的非典型抗精神病药，对于 5-羟色胺受体和多巴胺受体都有拮抗作用，能改善精神分裂症的阴性、阳性症状，且很少引起不良反应，适用于治疗精神分裂症患者急性激越症状。

齐拉西酮口服后，达到血浆最大浓度的时间为 6.8 小时，平均半衰期是 6.6 小时，1-3 天达到稳态，给药后生物利用度约为 60%，主要代谢途径是醛氧化作用，因此药物间相互作用风险极小。

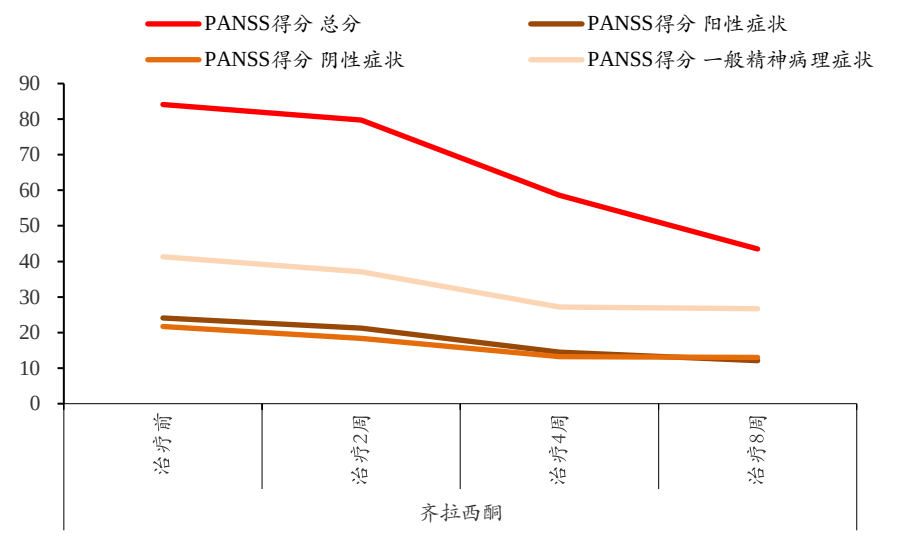
图表64. 齐拉西酮药物代谢动力学参数

齐拉西酮药物代谢动力学参数	
达到血浆最大浓度的时间	6.8 小时
给药后生物利用度	60%
平均半衰期（20-60mg）	6.6（4.8-10）小时
达到稳态的时间	1-3 天

资料来源：Tandon R. Br J Clin Pharmacol 2000、广证恒生

临床研究表明，用齐拉西酮治疗 8 周，可将患者的 PANSS 总分从 84.1 分降低至 43.5 分，阳性症状得分从 24.1 分降低至 12.1 分，阴性症状得分从 21.7 分降低至 13 分，一般精神病理症状得分从 41.3 分降低至 26.7 分，疗效显著。

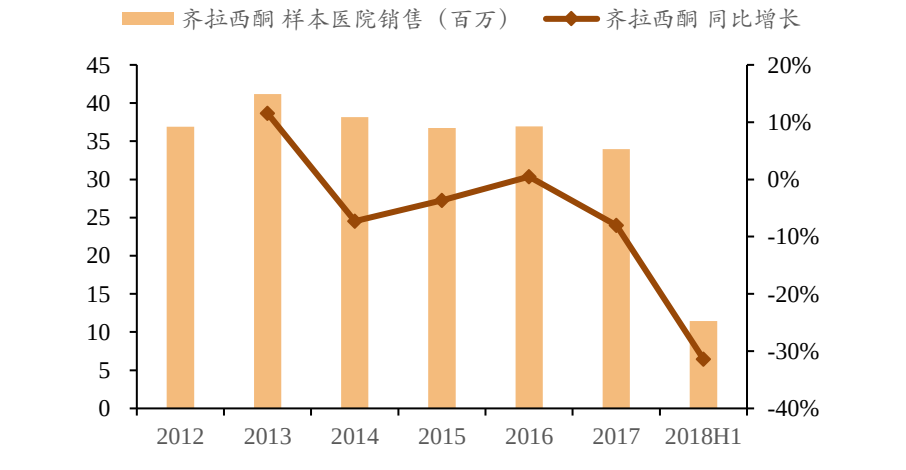
图表65. 齐拉西酮显著降低 PANSS 得分



资料来源：中国民康医学、广证恒生

齐拉西酮样本医院销售从 2012 年的 0.37 亿元减少至 2017 年的 0.34 亿元，2012-2017 年 CAGR 约-1.65%，2018 年 H1 实现销售 0.11 亿元，同比下降 31.38%，终端销售整体有下滑趋势。

图表66. 2018H1 齐拉西酮终端销售 0.11 亿元



资料来源：PBD、广证恒生

恩华药业自 2009 年开始首次中标齐拉西酮，后来每年保持一定的中标省份数量，20mg 胶囊剂已累计中标 34 个省和区域，在同一剂型规格中是中标最多的企业。

图表67. 齐拉西酮各省市招标进度梳理

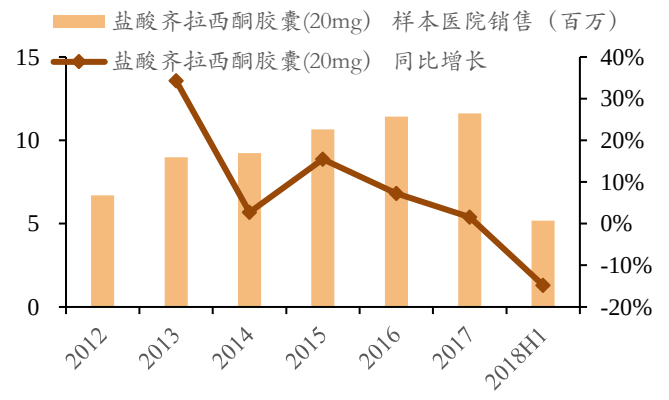
	恩华药业		辉瑞			圣华曦药业	
	20mg	20mg*20 粒	20mg	40mg	60mg	1ml:10mg	20mg
2009	天津、吉林、海南		吉林、天津、海南	吉林、天津、海南	吉林、天津	天津、海南	吉林、天津、海南
2010	河北、黑龙江、湖南、济南军区、江苏、江西、辽宁、驻军部队		河南、江西、河北、甘肃、辽宁、湖南、北京军区、黑龙江、驻京部队	河南、江苏、江西、河北、甘肃、辽宁、湖南、兰州军区、北京军区、驻京部队、黑龙江	江西、河北、河南、辽宁、湖南、北京军区、驻京部队	江西、甘肃、河北、河南、济南军区、辽宁	黑龙江、济南军区、河南、江苏、江西、河北、甘肃、辽宁
2011	广东、广西、贵州、内蒙古、山东、山西、四川、云南		云南、山西	广西、云南、山西	广西、云南、山西	云南、山东、广东、贵州	四川、贵州、山东、山西、广东、广西、驻疆部队、云南
2012	陕西、新疆、宁夏、青海、沈阳军区		新疆、沈阳军区	新疆、沈阳军区			福建、宁夏、青海、陕西、沈阳军区、新疆
2013	安徽、北京、广州军区、甘肃、湖北		湖北、北京、广州军区	湖北、北京、广州军区	湖北、北京、广州军区		安徽、湖北、广州军区、内蒙古
2014	河南		浙江、福建、四川、上海	浙江、福建、四川、上海	四川、湖北	湖南	湖南
2015	福建、上海、浙江		广东、内蒙古、广西	内蒙古、广东		四川、福建	上海、浙江
2016		湖北、上海				广西	西藏
2017	重庆	江西	江苏		江苏	江苏	重庆
2018			贵州				
累计中标省份数量	34	3	28	28	18	17	34

资料来源：PDB、广证恒生

由于中标省份数量领先，中标后产品营销增长快，恩华药业齐拉西酮在样本医院的销售从 2012 年的 669 万元提升至 2017 年的 1,161 万元,5 年复合增长率达到 11.65%,与齐拉西酮市场销售年复合增长率-1.65%相比表现突出。2018 年 H1 实现样本医院销售 518 万元。

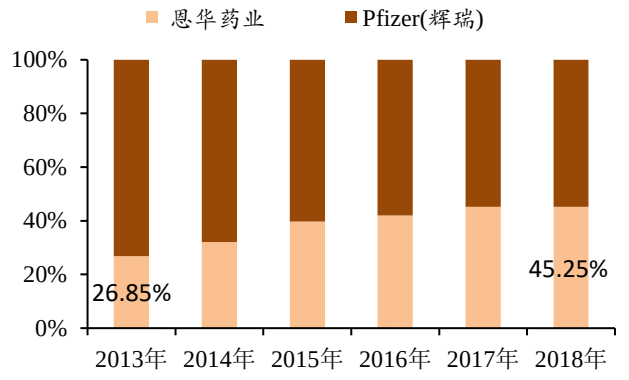
齐拉西酮的竞争格局较为明朗,恩华药业和辉瑞两大企业占领市场。恩华药业市占率不断提升,从 2013 年的 26.85%增加至到 2018 年的 45.25%，逐步抢辉瑞的市场份额。

图表68. 齐拉西酮样本医院销售 5 年复合增长 11.65%



资料来源：PBD、广证恒生

图表69. 恩华齐拉西酮市占率提升迅猛



资料来源：PBD、广证恒生

从齐拉西酮终端价格分析，2018 年 H1，原研厂家辉瑞 20mg 胶囊剂的价格 8.094 元，40mg 胶囊剂的价格为 13.687 元，恩华药业 20mg 胶囊剂的价格为 2.503 元，这几个产品近五年均有小幅度的降价，其中恩华药业 20mg 胶囊剂近 5 年的复合降幅为 1.71%，降价压力不大。

图表70. 齐拉西酮终端降价压力小

通用名	厂家	剂型	规格	各规格销售占比	样本医院终端销售单价（元）						
					2013	2014	2015	2016	2017	2018	年复合降幅
齐拉西酮	恩华药业	胶囊剂	20 mg	45.25%	2.728	2.697	2.650	2.624	2.560	2.503	-1.71%
	Pfizer (辉瑞)	胶囊剂	20mg	5.29%	8.390	8.307	8.309	8.290	8.138	8.094	-0.72%
			40mg	49.46%	14.268	14.122	14.002	13.968	13.861	13.687	-0.83%
			60mg	-	19.302	19.218	19.218				-0.22%

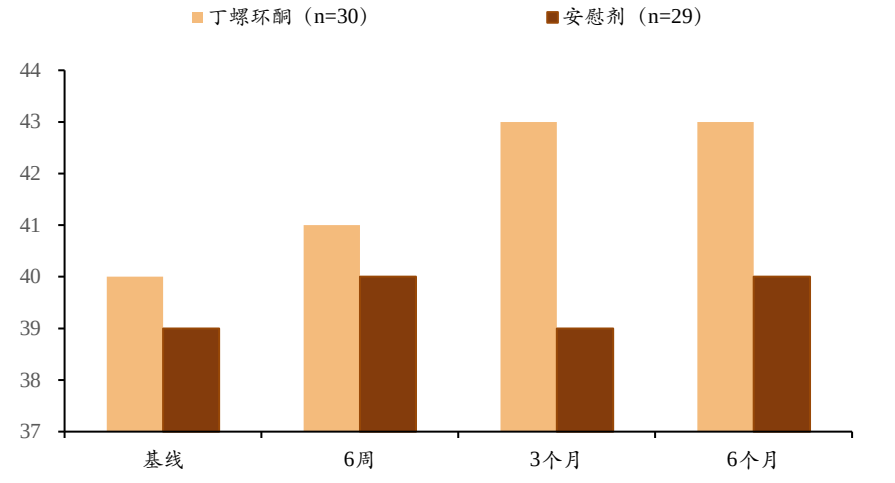
资料来源：PDB、广证恒生

4.5 丁螺环酮：销售持续 10%稳步增长

丁螺环酮属氮杂螺环葵烷二酮类化合物，能减少体内 5-TH 受体敏感性而具有抗焦虑作用，目前未发现有依赖作用。

一项随机双盲安慰剂对照研究结果显示，非典型抗精神病药与丁螺环酮合用可以显著改善患者的认知障碍，分别在基线、在治疗后 6 周、3 个月、6 个月对精分患者进行认知功能测试，丁螺环酮组的试验得分分别为 40 分、41 分、43 分和 43 分，明显高于安慰剂组。

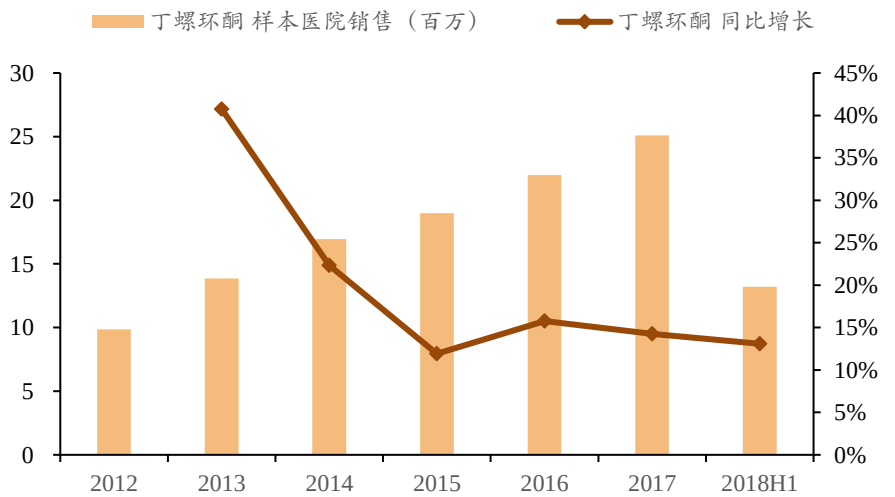
图表71. 丁螺环酮组和安慰剂组认知功能测试得分



资料来源：Schizophr Res. 2007、广证恒生

从终端销售分析，丁螺环酮样本医院销售从 2012 年的 0.10 亿元增长至 2017 年的 0.25 亿元，2012-2017 年 CAGR 约 20.58%，2018 年 H1 实现销售 0.13 亿元，同比增长 13.08%。近年丁螺环酮经快速发展后进入平稳增长轨道，样本医院销售增长率均维持在 10%以上。

图表72. 丁螺环酮终端销售 2012-2017 复合增长率 20.58%



资料来源：PBD、广证恒生

从历年来累计中标省份数量看，恩华药业达到 31 个，仅次于北大医药，2016 年-2018 年恩华药业中标省份数量为 7 个，位居榜首，北大医药中标省份数量为 5 个，华素制药中标省份为 3 个。

图表73. 丁螺环酮各省市招标进度梳理

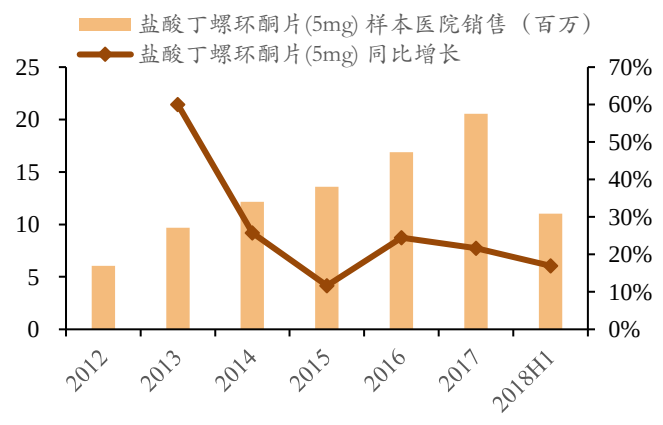
	恩华药业			北大医药				华素制药
	5mg	5mg*24片	5mg*60片	5mg	5mg*20片	5mg*30片	5mg*40片	5mg
2009	吉林、上海、海南、天津			吉林、天津、上海、海南				天津、上海
2010	河北、河南、黑龙江、湖南、江苏、江西、兰州军区、辽宁			甘肃、河北、河南、黑龙江、江苏、江西、辽宁				北京军区、甘肃、河北、河南、黑龙江、湖南、江苏、辽宁
2011	安徽、广东、山东、山西、四川、云南			安徽、广东、贵州、内蒙古、山西、山东、云南、驻疆部队				广东、广西、内蒙古、山东、四川、驻疆部队
2012	陕西、新疆、青海、沈阳军区			成都军区、青海、陕西、沈阳军区、新疆				福建、青海、陕西、沈阳军区
2013	北京、湖北、全军统筹			北京、湖北、全军统筹				海南、北京
2014								
2015	福建、浙江			福建、湖南、四川、浙江				
2016	内蒙古、西藏	上海	湖北、上海	广西	上海	上海	上海、湖北	
2017	甘肃、重庆	江西、湖北	江西	重庆	江西		江西	江西、重庆
2018								贵州
累计中标省份数量	31	3	3	33	2	1	3	25

资料来源：PDB、广证恒生

由于中标省份数量领先，恩华药业丁螺环酮在样本医院的销售从 2012 年的 604 万元提升至 2017 年的 2,056 万元，5 年复合增长率达到 27.75%。2018 年 H1 实现样本医院销售 1,104 万元，同比增长 16.95%。

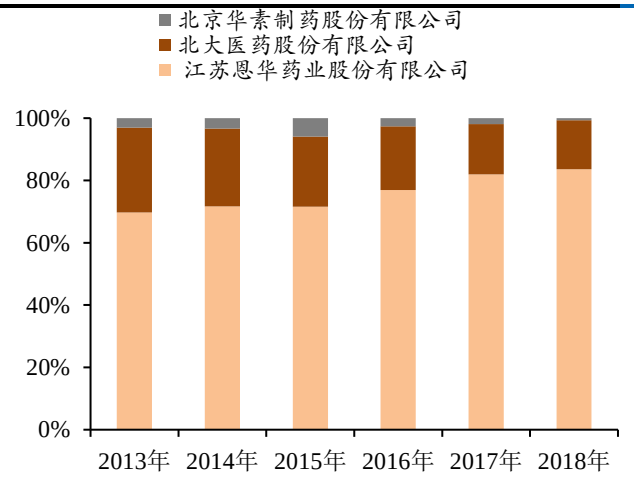
丁螺环酮市场主要有恩华药业、北大医药和华素制药三家企业，其中恩华药业占据丁螺环酮的主要市场份额，市占率从 2013 年 69.77%稳步提升至 2018 年 H1 的 83.56%。

图表74. 丁螺环酮样本医院销售 5 年复合增长 27.75%



资料来源：PBD、广证恒生

图表75. 恩华丁螺环酮市场份额占主导地位



资料来源：PBD、广证恒生

从产品价格分析，根据样本医院终端数据，2018 年，恩华药业、北大医药、华素制药规格为 5mg 的丁螺环酮片的终端价格分别为 0.78 元、0.76 元和 0.83 元，恩华药业 2013-2018 年丁螺环酮价格的年复合降幅为 1.82%，处于正常水平，近年来降价幅度不大。

图表76. 丁螺环酮终端价格总体降幅不明显

通用名	厂家	剂型	规格	各规格销售占比	样本医院终端销售单价（元）						
					2013	2014	2015	2016	2017	2018	年复合降幅
丁螺环酮	恩华药业	片剂	5mg	83.56%	0.855	0.847	0.822	0.814	0.800	0.780	-1.82%
	北大医药	片剂	5mg	15.78%	0.879	0.867	0.850	0.820	0.792	0.760	-2.86%
	华素制药	片剂	5mg	0.66%	0.789	0.789	0.780	0.816	0.825	0.828	0.96%

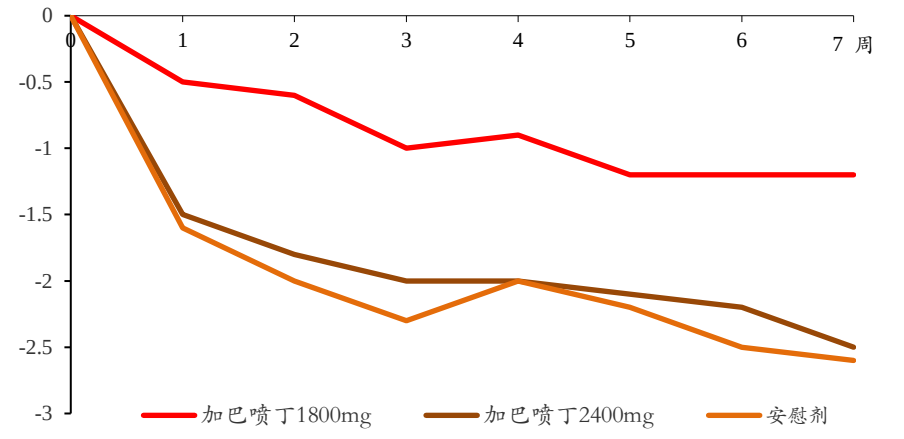
资料来源：PDB、广证恒生

5.神经用药：加巴喷丁为公司神经用药主力品种

加巴喷丁是一种新颖的抗癫痫药，用于常规抗癫痫药不能满意控制或不能耐受的局限性发作的癫痫患者,及局限性发作并继而全身化的癫痫患者的附加治疗。

加巴喷丁能有效治疗带状疱疹后遗神经痛（PHN），第 1 周 1800mg 和 2400mg 的加巴喷丁能分别将患者的疼痛分值降低 1.5 分和 1.6 分，7 周内能将患者的疼痛分值分别降低 2.5 分和 2.6 分，效果持续且显著，能改善病人生活质量。

图表77. 加巴喷丁持续显著降低 PHN 患者疼痛分值



资料来源：加巴喷丁国内临床验证报告、广证恒生

加巴喷丁药代动力学优异，无药物有相互作用，极少与血浆蛋白结合，因此不影响其他镇痛药物的血药浓度；不诱导和抑制肝药酶，因此不影响其他镇痛药物在肝脏代谢；极少在体内代谢，因此不受其它镇痛药物影响，治疗效果良好。

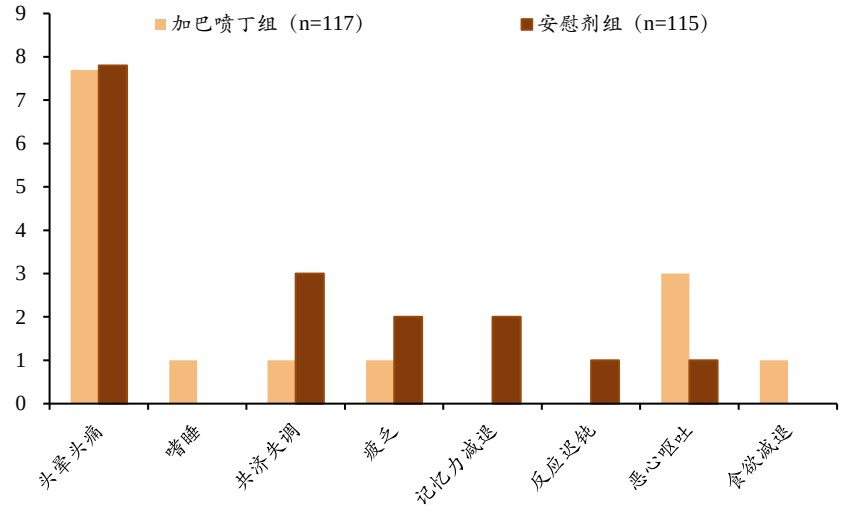
图表78. 加巴喷丁药代动力学优异

加巴喷丁特性	结果
极少与血浆蛋白结合	不影响其他镇痛药物的血药浓度
不诱导和抑制肝药酶	不影响其他镇痛药物在肝脏代谢
在体内极少代谢	不受其它镇痛药物影响

资料来源：药智网、广证恒生

加巴喷丁使用后不良反应轻微，患者依从性好。根据加巴喷丁国内临床验证报告，联合治疗中加巴喷丁组不良反应率和安慰剂组没有明显差异，只有嗜睡、恶心呕吐和食欲减退的发生率高于安慰剂组，分别为 1%、3%和 1%。

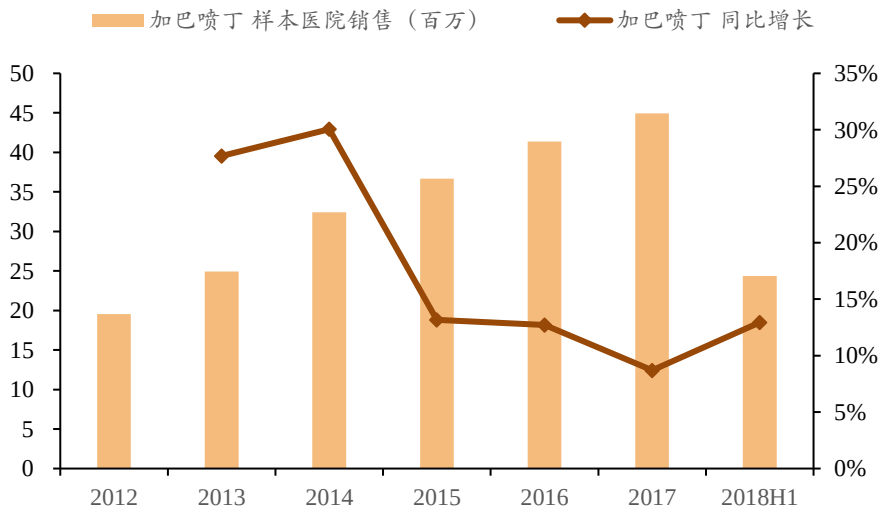
图表79. 加巴喷丁治疗期间不良反应发生率（%）



资料来源：加巴喷丁国内临床验证报告、广证恒生

从终端销售分析，加巴喷丁样本医院销售从 2012 年的 0.20 亿元增长至 2017 年的 0.45 亿元，2012-2017 年 CAGR 达到 18.15%，2018 年 H1 实现销售 0.24 万元，同比增长 12.95%。2016 年以前，加巴喷丁快速增长，近年样本医院销售平稳增长，样本医院销售增长率维持在 10%左右。

图表80. 加巴喷丁终端销售 2012-2017 复合增长率 18.15%



资料来源：PBD、广证恒生

恩华药业的中标省份数目与恒瑞医药旗鼓相当，不相伯仲。恩华药业对规格为 0.1g 的加巴喷丁累计中标省份达 27 个，对规格为 0.3g 的加巴喷丁累计中标省份达 20 个。

图表81. 加巴喷丁各省市招标进度梳理（主要规格、主要企业）

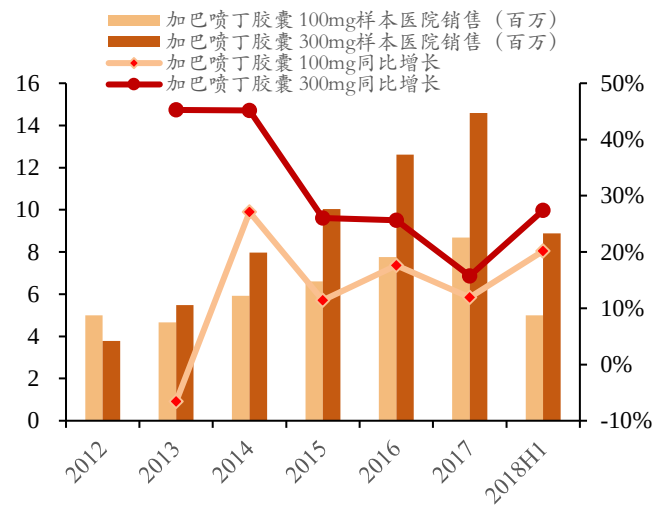
	恩华药业							恒瑞医药	
	0.1g	0.3g	10ml	300mg*24 粒	0.4g	100mg*48 粒	0.1g*48 粒	0.1g	0.3g
2009	吉林、天津、海南							吉林、天津、海南	
2010	甘肃、河南、黑龙江	甘肃、河北、河南、江苏、辽宁	湖南					北京军区、河南、黑龙江、江苏、江西、辽宁	河北、河南、湖南、江苏、辽宁
2011	山西、四川、云南、山东、河北、内蒙古	山东、广西、内蒙古	驻疆部队						四川
2012	陕西、青海、沈阳军区	青海						安徽、青海、陕西、沈阳军区	陕西、安徽、沈阳军区、青海
2013	西藏、湖北、广州军区	湖北、北京、广州军区、海南	湖北					山东、湖北、北京	海南、山东、湖北、北京
2014	上海	上海						上海	吉林、上海
2015	湖南、浙江、福建	广东、福建、浙江		上海				福建、广东、湖南、四川、浙江	福建、浙江
2016	广西	西藏			广西	上海、湖北		广西、内蒙古、西藏	广西、内蒙古、西藏
2017	广东、江苏、重庆	重庆		江西	四川	江西		重庆	广东、重庆
2018	贵州	贵州			海南		山西	贵州、山西	贵州、山西
累计中标省份数量	27	20	3	2	3	3	1	28	25

资料来源：PDB、广证恒生

恩华药业加巴喷丁主要有 100mg 和 300mg 两个规格，近年销售增长明显。100mg 加巴喷丁样本医院销售从 2012 年的 499 万元提升至 2017 年的 869 万元，五年复合增长率达到 11.73%，2018 年 H1 实现的样本医院销售 500 万元，同比增长 20.16%；300mg 加巴喷丁样本医院销售从 2012 年的 378 万元提升至 2017 年的 1,459 万元，五年复合增长率达到 31.04%，2018 年 H1 实现的样本医院销售 888 万元，同比增长 27.41%。

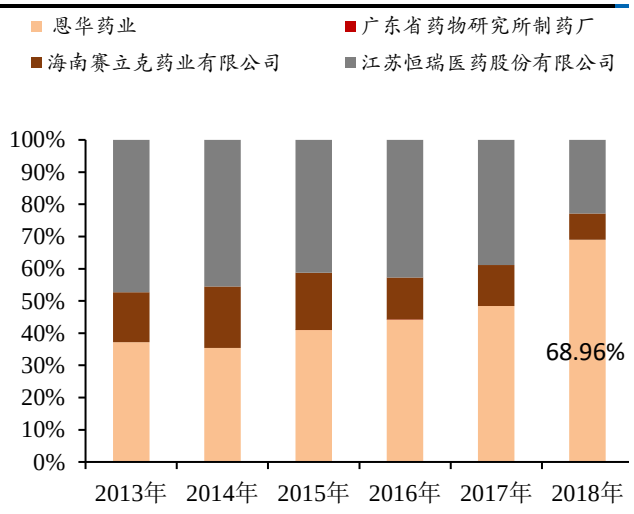
阿立哌唑的市场主要由恩华医药、恒瑞医药、赛力克药业主导，近 5 年来，恩华药业的阿立哌唑市占率提升迅速，市占率从 2013 年的 37.24%提升至 2018 年 H1 的 68.96%。

图表82. 加巴喷丁 2012-2017 医院销售增长明显



资料来源：PBD、广证恒生

图表83. 恩华加巴喷丁市占率逐步提升



资料来源：PBD、广证恒生

2018 年 H1,赛力克药业 300mg 加巴喷丁片剂价格为 1.60 元，恩华药业和恒瑞医药 100mg 胶囊的价格均为 0.50 元，300mg 胶囊的价格分别为 2.03 元和 1.27 元。

近年来加巴喷丁不同剂型规格的价格均有所下滑，2013 年到 2018 年 H1，以加巴喷丁 100mg 胶囊和 300mg 为例，恩华药业的年复合降幅分别为 1.71%和 1.69%，恒瑞医药的年复合降幅分别为 2.13%和 6.21%，相比于其他药企，恩华药业的加巴喷丁价格降幅较低。

图表84. 加巴喷丁终端降价压力存在，但可接受

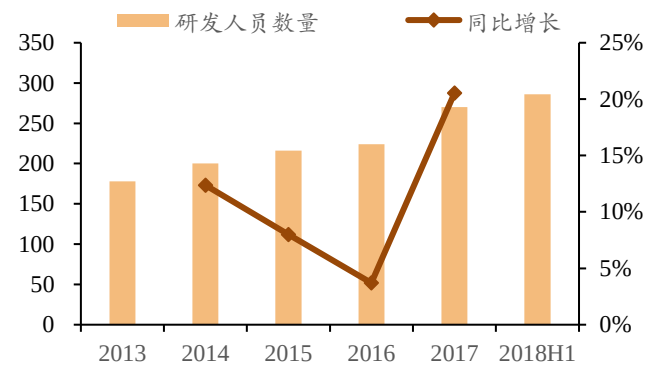
通用名	厂家	剂型	规格	各规格销售占比	样本医院终端销售单价（元）						
					2013	2014	2015	2016	2017	2018	年复合降幅
加巴喷丁	恩华药业	胶囊	100mg	20.53%	0.544	0.537	0.528	0.521	0.506	0.499	-1.71%
			300mg	36.44%	2.214	2.165	2.153	2.139	2.059	2.032	-1.69%
			400mg	0.003%						2.792	
	广东省药物研究所制药厂	片剂	300mg	-			1.960	1.960			0.00%
	赛立克药业	片剂	300mg	11.30%	1.792	1.779	1.652	1.611	1.605	1.600	-2.24%
	恒瑞医药	胶囊	100mg	21.90%	0.552	0.540	0.530	0.526	0.504	0.496	-2.13%
			300mg	9.83%	1.756	1.657	1.439	1.348	1.303	1.274	-6.21%

资料来源：PDB、广证恒生

6.研发布局：重磅 I 类新药 DP-VPA 处临床 I 期尾声，50 亿级别仿制药地佐辛顺利报产

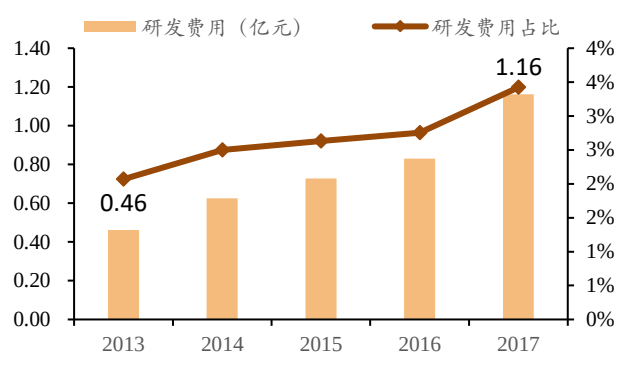
公司重视研发布局，研发人员从 2014 年的 229 人增长到 2018 年 H1 的 286 人，其中包含有 150 余名博士、硕士和海外人才；研发费用从 2013 年的 0.46 亿元增长至 2017 年的 1.16 亿元，研发费用占比从 2013 年多的 2.07%提升至 2017 年的 3.42%。

图表85. 恩华药业研发人员持续增长



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表86. 恩华药业研发投入持续加大

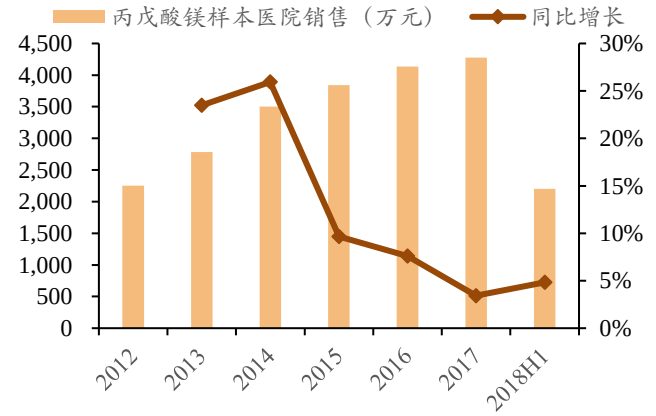


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

通过持续研发投入，公司目前形成了仿创结合的研发管线布局。在创新药方面，I 类新药 DP-VPA 研发进展顺利；在仿制药方面，仿制药潜力品种地佐辛 2017 年样本医院销售 16.34 亿元，预计实际市场规模超 50 亿元，目前仅扬子江一家厂商，竞争格局良好。公司该产品处于报产阶段，销售前景极佳；一致性评价公司稳步推进，利培酮完成 BE 实验，预计已实现上报；氯氮平、阿立哌唑等预计已完成 BE 试验。

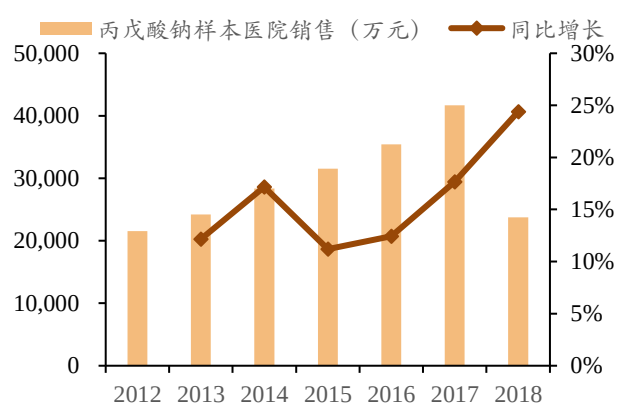
- **I 类新药 DP-VPA 处于临床 I 期研发阶段：**属于丙戊酸的磷脂衍生物，对于癫痫等适应症。DP-VPA 是丙戊酸的改良品种，减少传统丙戊酸容易引起肝毒性、血小板减少症等副作用。根据 CDE 披露信息，目前正处于 I 期临床。根据丙戊酸在样本医院的销售情况，2017 年丙戊酸钠和丙戊酸镁分别实现销售 4.17 亿元和 2203.46 万元，预计丙戊酸国内销售超过 10 亿。

图表87. 2017 年丙戊酸镁样本医院销售 2203.46 万元



资料来源：PDB、广证恒生

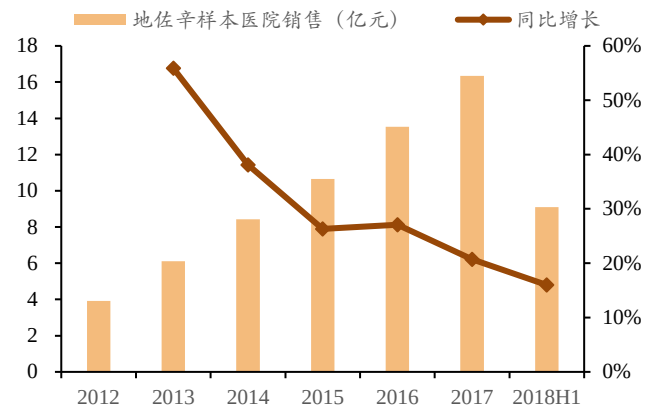
图表88. 2017 年丙戊酸钠样本医院销售 4.17 亿元



资料来源：PDB、广证恒生

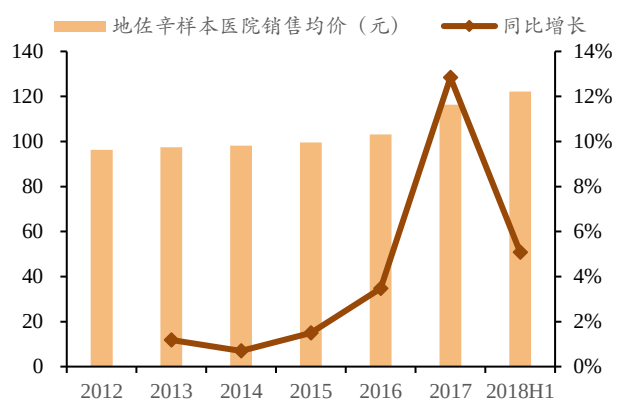
- **仿制药潜力品种地佐辛：**地佐辛是一种新合成的、结构类似于喷他佐辛的阿片κ受体部分激动剂，为非肠道用镇痛药，临床上还用于术后痛、内脏及癌性疼痛。具有吸收迅速、成瘾小等优点
  - （1） 销售情况：地佐辛样本医院销售从 2012 年的 3.92 亿元增长至 2017 年的 16.34 亿元，5 年复合增长约 33.05%。2018 年 H1 样本医院销售 9.09 亿元，同比增长 15.99%。
  - （2） 终端价格：样本医院终端价格稳步提升，规格为 5 MG 1 ML 的地佐辛注射剂样本医院均价从 96.32 元增长至 2018 年 H1 的 122.21 元，年复合增长约 4.05%。
  - （3） 竞争格局：目前国内市场地佐辛仅有扬子江一家厂商，竞争格局极佳。公司该产品处于报产阶段，销售前景极佳。

图表89. 地佐辛样本医院销售情况



资料来源：PDB、广证恒生

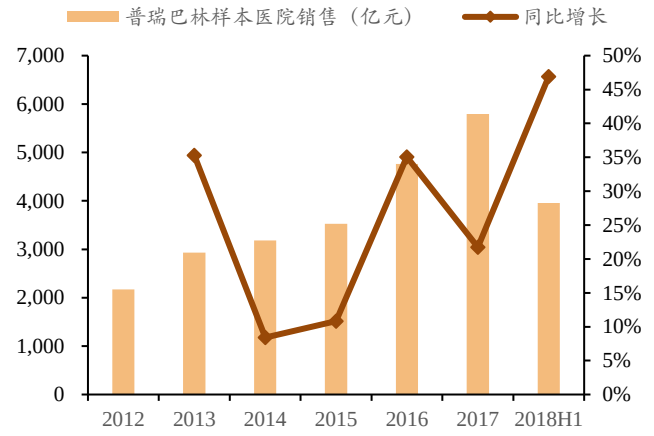
图表90. 地佐辛样本医院销售均价情况



资料来源：PDB 司公告、Wind、广证恒生

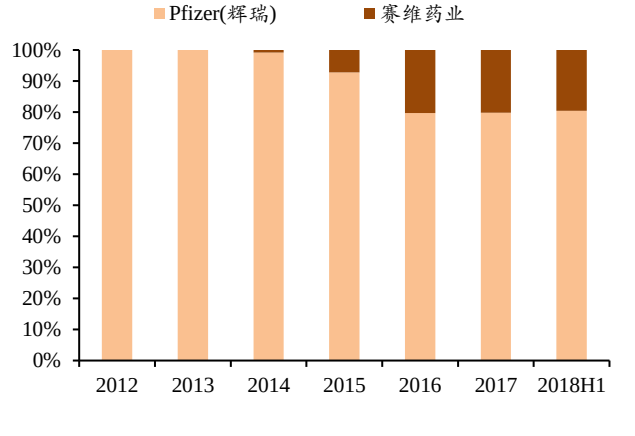
- **普瑞巴林整体增速快、竞争格局好且进口替代空间巨大：**普瑞巴林具有抗癫痫、镇痛和抗焦虑作用，临床上用于治疗带状疱疹后遗神经痛，口服后生物利用率高达 90%
  - （1） 销售情况：普瑞巴林样本医院销售从 2012 年的 2167.95 万元增长至 2017 年的 5795.81 万元，5 年复合增长约 21.73%。2018 年 H1 样本医院销售 3955.54 万元，同比增长 46.91%。
  - （2） 终端价格：样本医院终端价格无明显降价趋势，2018 年辉瑞生产的规格为 75mg 的普瑞巴林在样本医院均价为 10.38 元，赛维药业的同规格产品的价格为 7.74 元，国产产品具备一定价格优势。
  - （3） 竞争格局：目前国内市场普瑞巴林仅有辉瑞和赛维药业两家家厂商，2018 年 H1 市占率分别为 80.47%、19.53%，竞争格局极佳且进口替代空间巨大。公司该产品处于报产阶段，未来销售放量值得期待。

图表91. 普瑞巴林样本医院销售情况



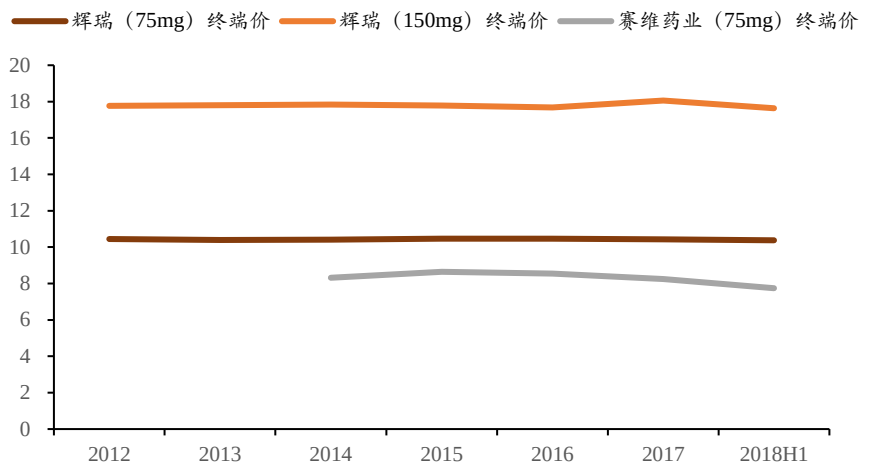
资料来源：PDB、广证恒生

图表92. 普瑞巴林样本医院竞争格局



资料来源：PDB、广证恒生

图表93. 普瑞巴林样本医院终端价格无降价趋势



资料来源：PDB、广证恒生

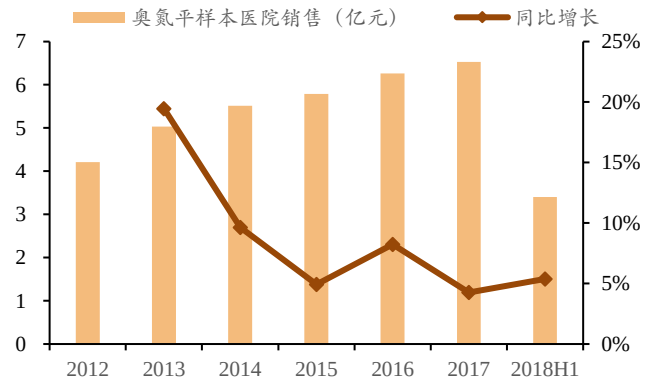
■ **市场空间巨大的奥氮平：**奥氮平是一种新型非典型神经安定药，能和多巴胺受体、5-HT 受体和胆碱能受体结合，具有拮抗作用，临床上用于治疗精神分裂症和其他有严重阳性或阴性症状的精神病，口服后吸收好，吸收速率不受食物影响。

（1） 销售情况：奥氮平样本医院销售从 2012 年的 4.21 亿元增长至 2017 年的 6.53 亿元，2018 年 H1 样本医院销售 3.40 亿元，同比增长 5.37%，是销售稳定增长的大品种。

（2） 终端价格：过去几年样本医院终端价格无明显降价压力，主要厂家豪森药业生产的规格为 10mg 的奥氮平的终端价格从 2012 年的 16.29 元下降到 2018 年的 14.21 元，年复合降幅仅 2.25%。

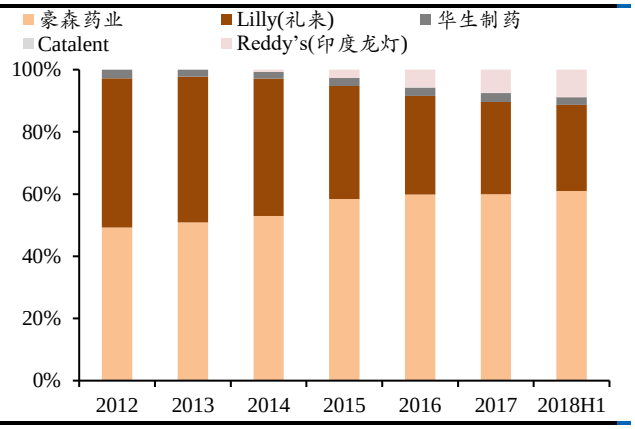
（3） 竞争格局：奥氮平竞争比较激烈，国内共有豪森药业、礼来、华生制药、Catalent、Reddy's 五家厂商，2018 年 H1 市占率分别为 61.03%、27.62%、2.54%、0.07%、8.75%。

图表94. 奥氮平样本医院销售情况



资料来源：PDB、广证恒生

图表95. 奥氮平样本医院竞争格局



资料来源：PDB、广证恒生

图表96. 奥氮平样本医院终端价格情况梳理

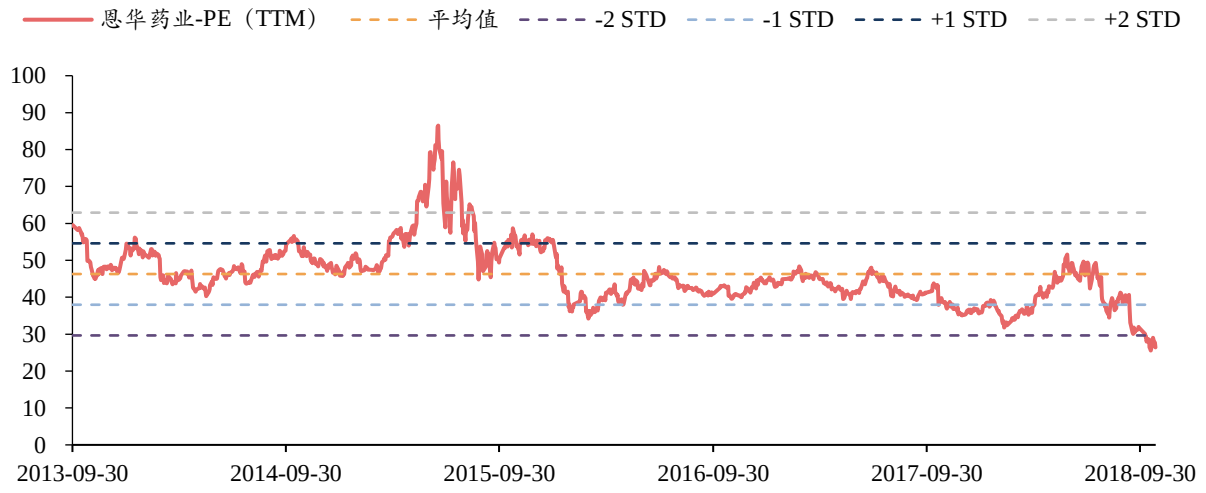
通用名	生产厂家	产品规格	样本医院终端价格（元）							
			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	复合降幅
奥氮平	豪森药业	10mg	16.29	15.97	15.85	15.28	14.91	14.55	14.21	-2.25%
		5mg	8.98	8.87	8.77	8.48	8.31	7.99	7.60	-2.74%
	礼来	10mg	46.56	41.15	40.77	40.34	40.29	39.75	39.09	-2.87%
		5mg	22.82	22.63	22.48	22.12	22.03	21.13	20.42	-1.83%
	华生制药	5mg	9.99	9.41	9.14	8.62	8.01	7.79	7.26	-5.18%
	Catalent	10mg	61.54	--	--	61.53	--	--	61.54	0.00%
		5mg		36.14	32.61	31.88	29.27	28.15	27.84	-5.08%
	Reddy's	10mg			16.94	15.57	14.93	14.73	14.30	-4.15%
		5mg			8.29	8.58	8.29	8.10	7.82	-1.45%

资料来源：PDB、广证恒生

7. 当前估值处于近五年低点，性价比凸显

过去 5 年，恩华药业的 PE 平均值为 46.28，最大值为 86.49，最小值为 25.56,当前 PE 为 20.20（数据截止到 2018/12/10）,当前估值处于公司历史估值的底部，性价比凸显。

图表97. 近五年恩华药业 PE（TTM）相关情况



资料来源：Wind、广证恒生

8.盈利预测与投资评级

根据公司现有业务情况，我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 0.47、0.60、0.76 元，对应 20、16、13 倍 PE，给予“强烈推荐”评级。

图表98. 公司营收端拆分

单位：百万元	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2236.08	2501.36	2766.56	3017.78	3393.66	3777.95	4291.08	4908.45
同比增长	12.79%	11.86%	10.60%	9.08%	12.46%	11.32%	13.58%	14.39%
营业成本	1340.28	1507.69	1607.85	1626.89	1765.77	1781.64	1865.16	1984.67
毛利率（%）	40.06	39.73	41.88	46.09	47.97	52.84	56.53	59.57
麻醉类营收	509.78	607.46	700.23	786.64	895.54	1157.07	1478.98	1863.65
同比增长	19.41%	19.16%	15.27%	12.34%	13.84%	29.20%	27.82%	26.01%
营业成本	62.40	102.84	106.93	85.67	103.17	138.85	192.27	260.91
毛利率（%）	87.76	83.07	84.73	89.11	88.48	88.00	87.00	86.00
精神类营收	380.56	443.40	507.89	569.94	700.47	867.31	1061.16	1273.92
同比增长	22.39%	16.51%	14.54%	12.22%	22.90%	23.82%	22.35%	20.05%
营业成本	73.07	115.68	127.94	129.43	137.71	171.21	222.84	280.26
毛利率（%）	80.80	73.91	74.81	77.29	80.34	80.26	79.00	78.00
神经类营收	45.81	53.88	66.85	80.18	94.77	124.05	159.71	201.15
同比增长	11.92%	17.62%	24.07%	19.94%	18.20%	30.90%	28.74%	25.95%
营业成本	13.05	19.41	19.30	22.45	22.82	30.69	40.73	52.30
毛利率（%）	71.52	63.97	71.13	72.00	75.92	75.26	74.50	74.00
其他制剂	91.94	91.41	108.79	88.15	98.09	102.99	108.14	113.55
同比增长	24.97%	-0.58%	19.01%	-18.97%	11.28%	5%	5%	5%
营业成本	70.17	54.54	76.41	49.52	33.15	43.11	47.58	52.23
毛利率（%）	23.68	40.33	29.76	43.82	66.20	58.14	56.00	54.00
原料药	61.31	105.69	58.26	64.70	61.19	52.01	45.77	41.19
同比增长	11.57%	72.39%	-44.88%	11.05%	-5.43%	-15%	-12%	-10%
营业成本	47.73	90.45	50.51	49.63	28.41	35.98	32.04	29.04
毛利率（%）	22.15	14.42	13.30	23.29	53.57	30.83	30.00	29.50
商业医药	1137.13	1185.64	1290.74	1409.07	1479.80	1405.81	1363.64	1336.36
同比增长	6.58%	4.27%	8.86%	9.17%	5.02%	-5%	-3%	-2%
营业成本	1072.09	1122.80	1224.53	1287.61	1391.46	1310.07	1275.00	1252.17
毛利率（%）	5.72	5.30	5.13	8.62	5.97	6.81	6.50	6.30
其他贸易及劳务					50.63	53.16	55.82	58.61
同比增长						5%	5%	5%
营业成本					45.11	47.85	50.24	52.75
毛利率（%）					10.91	10.00	10.00	10.00
其他业务	9.55	13.88	33.80	19.10	13.17	15.54	17.87	20.02
同比增长	16.32%	45.34%	143.52%	-43.49%	-31.05%	18%	15%	12%
营业成本	1.79	1.95	2.24	2.58	3.95	3.89	4.47	5.00
毛利率（%）	81.30	85.93	93.38	86.49	70.02	75.00	75.00	75.00

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

9.风险提示

产品竞争加剧风险
产品销售不达预期
研发进度不达预期
降价幅度大于预期

附录：公司财务预测表

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2257.93	2702.36	3208.45	3908.46
现金	789.91	1113.34	1505.59	2019.24
应收账款	652.17	809.67	872.14	1024.79
其它应收款	27.08	40.08	39.88	48.84
预付账款	39.11	52.57	60.71	55.71
存货	361.83	310.99	340.54	369.35
其他	387.81	375.71	389.58	390.53
非流动资产	1043.64	1032.21	1082.50	1112.64
长期投资	13.92	18.10	15.46	15.74
固定资产	715.53	742.36	772.94	793.77
无形资产	66.72	71.29	78.00	87.41
其他	247.47	200.47	216.10	215.72
资产总计	3301.57	3734.58	4290.95	5021.10
流动负债	742.08	795.53	809.84	840.74
短期借款	232.17	232.17	232.17	232.17
应付账款	240.43	250.74	258.23	277.04
其他	269.47	312.62	319.45	331.53
非流动负债	98.17	55.95	63.06	72.39
长期借款	0.23	0.23	0.23	0.23
其他	97.94	55.72	62.83	72.16
负债合计	840.24	851.48	872.91	913.14
少数股东权益	8.95	-14.17	-42.64	-77.57
股本	1009.15	1020.02	1020.02	1020.02
资本公积	11.08	11.08	11.08	11.08
留存收益	1432.15	1866.17	2429.59	3154.44
归属母公司股东权益	2452.38	2897.26	3460.68	4185.53
负债和股东权益	3301.57	3734.58	4290.95	5021.10

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	452.35	473.55	601.05	723.60
净利润	375.25	484.48	614.42	775.85
折旧摊销	62.02	104.44	122.19	141.82
财务费用	-6.22	-7.56	-8.58	-9.82
投资损失	0.76	0.01	0.38	0.19
营运资金变动	-12.53	-67.01	-99.21	-155.20
其它	33.06	-40.81	-28.15	-29.25
投资活动现金流	-295.87	-117.89	-166.41	-168.82
资本支出	-166.01	-103.09	-157.21	-154.09
长期投资	0.00	-5.43	2.88	-0.02
其他	-129.87	-9.37	-12.08	-14.70
筹资活动现金流	-77.25	-32.23	-42.39	-41.14
短期借款	-30.83	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股本增加	378.43	10.87	0.00	0.00
资本公积金增加	-378.43	0.00	0.00	0.00
其他	-46.42	-43.10	-42.39	-41.14
现金净增加额	79.23	323.43	392.25	513.65

利润表				单位:百万元
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3393.68	3777.95	4291.08	4908.45
营业成本	1765.83	1781.64	1865.16	1984.67
营业税金及附加	38.34	48.36	54.93	62.83
营业费用	941.26	1095.61	1308.78	1546.16
管理费用	232.16	294.68	351.87	417.22
财务费用	-6.22	-7.56	-8.58	-9.82
资产减值损失	21.44	25.59	30.16	32.92
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.76	-0.01	-0.38	-0.19
营业利润	445.93	539.63	688.38	874.27
营业外收入	2.03	8.48	8.68	6.40
营业外支出	2.73	1.60	1.88	2.07
利润总额	445.23	546.50	695.18	878.60
所得税	69.98	85.14	109.24	137.68
净利润	375.25	461.36	585.94	740.92
少数股东损益	-19.38	-23.12	-28.48	-34.93
归属母公司净利润	394.63	484.48	614.42	775.85
EBITDA	505.52	646.77	807.84	1004.10
EPS（摊薄）	0.39	0.47	0.60	0.76

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	12.46%	11.32%	13.58%	14.39%
营业利润增长率	29.53%	21.01%	27.57%	27.00%
归属于母公司净利润增长率	27.41%	22.77%	26.82%	26.27%
获利能力				
毛利率	47.97%	52.84%	56.53%	59.57%
净利率	11.06%	12.21%	13.65%	15.09%
ROE	17.21%	18.13%	19.50%	20.62%
ROIC	13.92%	14.63%	15.65%	16.46%
偿债能力				
资产负债率	25.45%	22.80%	20.34%	18.19%
净负债比率	27.66%	27.29%	26.62%	25.45%
流动比率	3.04	3.40	3.96	4.65
速动比率	2.56	3.01	3.54	4.21
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.07	1.07	1.05
应收账款周转率	4.97	5.17	5.10	5.18
应付账款周转率	7.41	7.25	7.33	7.42
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.47	0.60	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.46	0.59	0.71
每股净资产(最新摊薄)	2.43	2.84	3.39	4.10
估值比率				
P/E	24.68	20.32	16.02	12.69
P/B	3.97	3.40	2.84	2.35
EV/EBITDA	13.05	13.83	10.56	7.95

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地　址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电　话：020-88836132，020-88836133
邮　编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中　　性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回　　避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。