

招标放量驱动核心品种高速增长，业绩超预期

买入（维持）

2019 年 02 月 28 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,858	4,445	5,063	5,802
同比（%）	13.7%	15.2%	13.9%	14.6%
归母净利润（百万元）	525	665	830	1,025
同比（%）	33.0%	26.8%	24.7%	23.5%
每股收益（元/股）	0.51	0.65	0.81	1.00
P/E（倍）	20.84	16.43	13.17	10.67

投资要点

事件：2019 年 2 月 28 日，公司公布 2018 年报，2018 年营业收入 38.58 亿元，同比增长 13.69%，归母净利润为 5.25 亿元，同比增长 32.99%。2018Q4 营收 9.69 亿元，同比增长 10.75%，归母净利润 1.03 亿元，同比增长 105.04%，扣非归母净利润为 0.80 亿元，同比增长 77.83%，超预期。公司公布利润分配预案：向全体股东每 10 股派发现金红利 0.60 元（含税）。

■ **制药工业增速超预期，核心品种快速增长。**受益于医保目录调整，随着招标落地不断推进，右美托咪定等销售额出现加速增长（预计 60% 以上），老品种咪达唑仑、依托咪酯增速稳定，驱动麻醉板块快速增长（+39.78%）；齐拉西酮、丁螺环酮、度罗西汀、阿立哌唑等二线品种逐渐上量增强公司精神类板块（+23.73%）。右美托咪定、阿立哌唑等品种占比提高逐步提升了公司盈利能力（工业板块毛利率 83.76%，提升 1.34 个百分点）。公司在产品分线销售的基础上，完善更加有利于调动一线销售人员积极性的销售政策，提升市场推广能力。

■ **精麻类药品龙头企业，行业进入壁垒高，竞争格局稳定，公司大力投入研发，丰富产品储备。**2018 全年研发费用达 1.72 亿元。一致性评价项目中，利培酮片已通过一致性评价，利培酮分散片、氯氮平片、右美托咪定均已申报并处于审评审批过程中。预计地佐辛及舒芬太尼、阿芬太尼有望获批生产上市，为公司提供增长弹性。丁二酸齐洛那平、普瑞巴林获批临床，引进帕利哌酮及外科手术围术期用药 TRV130，不断丰富产品线。同时，恩华药业与以色列 D-Pharm 合研癫痫新药 DP-VPA 新规格于 7 月 8 日获得 CFDA 临床批件，进一步显示公司研发能力提升。

■ **限制性股票激励计划方案出台，业绩指标为未来三年归母扣非净利润的复合增长率为 20.50%。**本次激励对象包括总经理孙家权、财务总监高爱好等高层以及 462 名公司中层管理人员和核心技术人员、骨干业务人员和关键岗位人员（含控股子公司）。业绩指标为公司未来三年归母扣非净利润的复合增长率为 20.50%。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2019-2021 年公司销售收入为 44.45 亿元、50.63 亿元、58.02 亿元，归属母公司净利润为 6.65 亿元、8.30 亿元和 10.25 亿元，EPS 分别为 0.65 元、0.81 元和 1.00 元。我们认为，公司侧重医药工业发展，具备丰富的产品结构，同时受益于药品招标以及医保目录调整，老产品稳健发展，二线产品右美托咪定弹性十足，公司未来将实现业绩的稳定增长。因此，我们维持“买入”评级。

■ **风险提示：**药品招标低于预期；中标药品落地情况低于预期、新药研发低于预期、一致性评价工作低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.72
一年最低/最高价	8.25/21.53
市净率(倍)	3.70
流通 A 股市值(百万元)	9478.36

基础数据

每股净资产(元)	2.90
资产负债率(%)	26.67
总股本(百万股)	1020.02
流通 A 股(百万股)	884.18

相关研究

1、《恩华药业（002262）：扣非增长超预期，工业板块招标放量显著，商业板块受两票制影响下滑》2018-10-23

2、《恩华药业（002262）：业绩符合预期，工业板块招标放量，商业板块受两票制影响下滑》2018-08-20

1. 事件：

2019 年 2 月 28 日，公司公布 2018 年报，2018 年营业收入 38.58 亿元，同比增长 13.69%，归母净利润为 5.25 亿元，同比增长 32.99%。2018Q4 营收 9.69 亿元，同比增长 10.75%，归母净利润 1.03 亿元，同比增长 105.04%，扣非归母净利润为 0.80 亿元，同比增长 77.83%，业绩超预期。

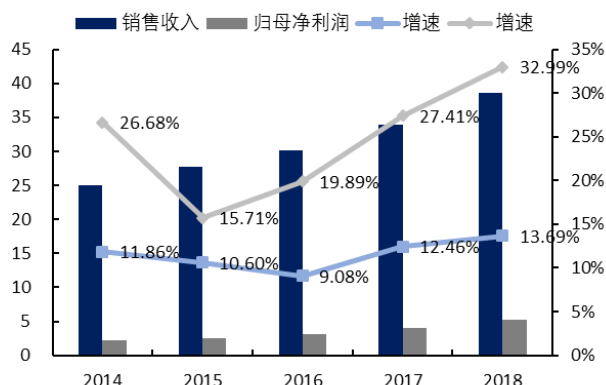
同时，公司公布利润分配预案：向全体股东每 10 股派发现金红利 0.60 元（含税）。

2. 核心观点

公司收入端主要由于商业端受两票制影响同比出现下滑（-6.67%），2018 年整体收入同比增长 13.69%。医药工业板块受益于各省市招标逐步落地，工业板块增长加速改善明显，工业端收入增速达 31.15%，其中麻醉类增长 39.78%，精神类 23.73%，神经类 33.83%。

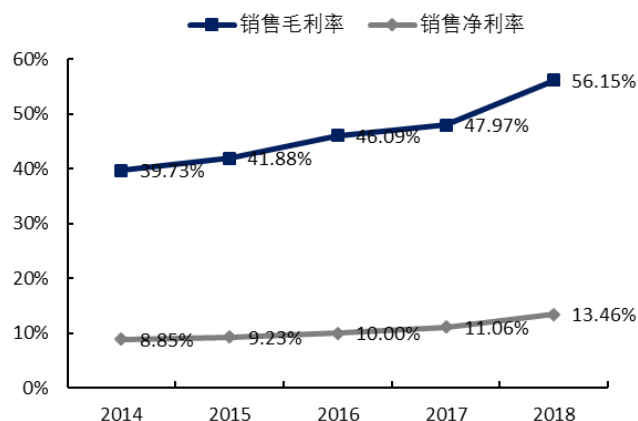
公司工业占比不断提升，整体毛利率及净利率不断上升，分别达到 56.15%、13.46%。

图 1：公司收入情况&归母净利润



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：公司毛利率&净利率



数据来源：wind，东吴证券研究所

2.1. 新中标省份逐渐放量及二线品种推广带动麻醉及精神类产品加速增长。

PDB 数据显示第 3 季度重点品种销售额同比增速：右美托咪定（95%），依托咪酯（14%），咪达唑仑（8%），度洛西汀（43%），利培酮（23%），阿立哌唑（267%），瑞芬太尼（42%），齐拉西酮（6%）。

表 1：公司主要品种 PDB2017Q1-2018Q3 重点城市公立医院销售额数据

药品通用名	销售额增速						
	2018Q3	2018Q2	2018Q1	2017Q4	2017Q3	2017Q2	2017Q1
右美托咪定	95%	127%	155%	107%	117%	50%	34%
依托咪酯	14%	39%	30%	24%	30%	23%	25%
咪达唑仑	8%	7%	21%	4%	14%	4%	-2%
度洛西汀	43%	49%	29%	60%	37%	68%	64%
丙泊酚	-18%	24%	107%	122%	111%	55%	6%
利培酮	23%	-1%	13%	7%	-7%	14%	3%
阿立哌唑	267%	320%	201%	162%	1426%	771%	
瑞芬太尼	42%	42%	57%	59%	43%	101%	273%
齐拉西酮	6%	10%	6%	12%	7%	7%	-4%

药品通用名	销量增速						
	2018Q3	2018Q2	2018Q1	2017Q4	2017Q3	2017Q2	2017Q1
右美托咪定	102%	136%	185%	134%	143%	71%	46%
依托咪酯	15%	41%	33%	26%	33%	25%	26%
咪达唑仑	7%	6%	21%	2%	11%	5%	-6%
度洛西汀	46%	50%	29%	63%	39%	71%	72%
丙泊酚	-15%	35%	120%	130%	133%	59%	25%
利培酮	10%	-1%	16%	10%	-4%	17%	1%
阿立哌唑	247%	293%	166%	80%	1189%	616%	
瑞芬太尼	41%	38%	49%	53%	42%	129%	329%
齐拉西酮	-4%	-4%	-4%	7%	5%	7%	-4%

数据来源：PDB、东吴证券研究所

销售分线改革持续，员工积极性提高。公司继续深化在产品销售管理方面的改革，在产品分线销售的基础上，不断完善更加有利于调动一线销售人员积极性的销售政策，在销售队伍的管理方面实现以省为区域中心的扁平化管理。

2017 年公司受益于医保目录调整，随着招标落地不断推进，销售额出现加速增长。以右美托咪定为代表，2017-2018 年新中标省份超过 20 个，随着后期新增省份带来的增量形成一定规模效应，2018 年公司麻醉产品线整体增长迅猛，我们估计品种增速如下：右美托咪定（+60%）、福尔利（+24%）、力月西（+15%）、瑞芬太尼（+60%）、丙泊酚（+30%）。

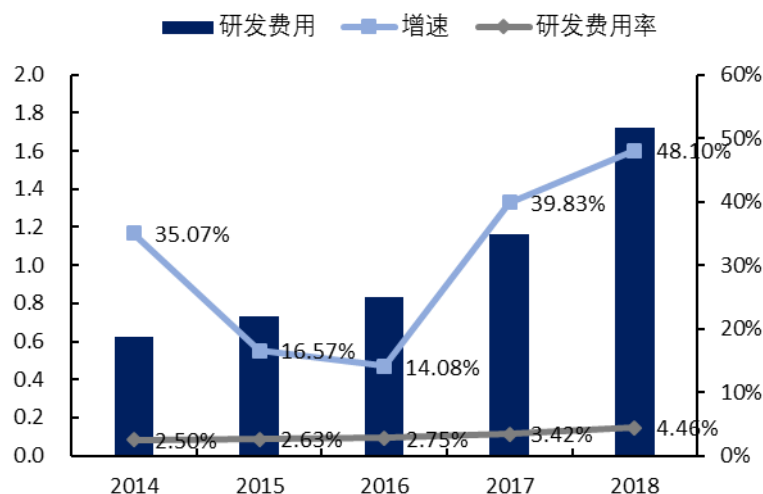
精神类增长明显，公司通过推广利培酮分散片保持品种的竞争力，估计其增速为 12% 同时，齐拉西酮（+7%）、丁螺环酮（+12%）、度洛西汀（+50%）、阿立哌唑（+150%）等二线品种逐渐上量增强公司精神类板块实力，公司阿立哌唑 10mg 片剂成功进入上海第三批集中带量招标，未来一年有望带来一定弹性。公司瑞舒伐他汀通过上海带量采购快速上量，迅速提升市占率。

2.2. 加强产品研发及外延，丰富公司产品储备

公司在研科研项目 70 多项，获得生产批件 1 项；一类新药临床批件 2 项；二类新药临床批件 1 项。一致性评价项目中，4 个重点品种已申报并获得受理，20 多个品种处

于研究的不同阶段。

图 3：公司研发费用情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司研发进度逐步加快，2018 年研发费用达 1.72 亿元，研发投入大幅提升，其中主要致力于一致性评价工作，同时也加大产品线的扩充。一致性评价项目中，利培酮片已于 2 月 14 日通过一致性评价，利培酮分散片、氯氮平片、右美托咪定均已申报并处于审评审批过程中。预计地佐辛及舒芬太尼、阿芬太尼有望获批生产上市，为公司提供增长弹性。

表 2：公司一致性评价进展

受理号	药品名称	剂型	承办日期	办理状态	状态开始日期
CYHB1850200	利培酮片	片剂	2018-09-17	通过一致性评价	2019-02-14
CYHB1950093	盐酸右美托咪定注射液	注射剂	2019-01-22	审评审批中	2019-01-21
CYHB1950094					
CYHB1940008	利培酮分散片	片剂	2019-01-15	审评审批中	2019-01-14
CYHB1950054	氯氮平片	片剂	2019-01-15	审评审批中	2019-01-14

数据来源：CDE、东吴证券研究所

丁二酸齐洛那平、普瑞巴林获批临床，引进帕利哌酮及外科手术围术期用药 TRV130，不断丰富产品线。同时，恩华药业与以色列 D-Pharm 合研癫痫新药 DP-VPA 新规格于 7 月 8 日获得 CFDA 临床批件，进一步显示公司研发能力提升。

2.3. 推出限制性股票激励计划，助力未来三年高速增长

2018 年激励计划中，激励对象包括总经理孙家权、财务总监高爱好等高层以及 462 名公司中层管理人员和核心技术人员、骨干业务人员和关键岗位人员（含控股子公司），有利于建立股东与上述人员之间的利益共享与约束机制，增强员工对实现公司持续、稳健、健康发展的责任感、使命感，有效提高员工的凝聚力和创造性，有利于公司发展战略和经营计划的实现。业绩指标为公司未来三年归母扣非净利润的复合增长率为 20.50%。

表 3：首次授予限制性股票的各年度业绩考核目标

解除限售期	业绩考核指标
第一次解除限售	以 2017 年归母扣非净利润为基数，公司 2018 年实现的归母扣非净利润较 2017 年增长率不低于 20%。
第二次解除限售	以 2017 年归母扣非净利润为基数，公司 2019 年实现的归母扣非净利润较 2017 年增长率不低于 44.60%。
第三次解除限售	以 2017 年归母扣非净利润为基数，公司 2020 年实现的归母扣非净利润较 2017 年增长率不低于 74.97%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级：

我们预计 2019-2021 年公司销售收入为 44.45 亿元、50.63 亿元、58.02 亿元，归属母公司净利润为 6.65 亿元、8.30 亿元和 10.25 亿元，EPS 分别为 0.65 元、0.81 元和 1.00 元。我们认为，公司侧重医药工业发展，具备丰富的产品结构，同时受益于药品招标以及医保目录调整，老产品稳健发展，二线产品右美托咪定弹性十足，公司未来将实现业绩的稳定增长。因此，我们维持“买入”评级。

4. 风险提示：

药品招标低于预期；中标药品落地情况低于预期、新药研发低于预期、一致性评价工作低于预期。

恩华药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2911	3931	4288	5643	营业收入	3858	4445	5063	5802
现金	972	1919	1999	3212	减:营业成本	1692	1861	2016	2204
应收账款	859	882	1100	1172	营业税金及附加	49	52	60	70
存货	410	439	481	525	营业费用	1193	1554	1787	2069
其他流动资产	671	691	708	735	管理费用	152	206	244	291
非流动资产	1119	1187	1263	1359	财务费用	-15	-31	-47	-67
长期股权投资	18	21	23	25	资产减值损失	34	34	39	47
固定资产	766	812	863	936	加:投资净收益	-5	-1	-2	-2
在建工程	77	101	120	133	其他收益	0	0	0	0
无形资产	111	111	114	123	营业利润	610	767	962	1187
其他非流动资产	147	143	143	143	加:营业外净收支	-2	4	1	1
资产总计	4030	5118	5551	7003	利润总额	608	771	962	1188
流动负债	984	1413	1025	1463	减:所得税费用	89	113	141	174
短期借款	317	317	317	317	少数股东损益	-6	-7	-9	-11
应付账款	0	264	22	291	归属母公司净利润	525	665	830	1025
其他流动负债	666	831	685	854	EBIT	598	747	923	1129
非流动负债	91	91	91	91	EBITDA	713	849	1043	1245
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	91	91	91	91	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1075	1504	1116	1554	每股收益(元)	0.51	0.65	0.81	1.00
少数股东权益	-1	-8	-17	-28	每股净资产(元)	2.90	3.55	4.36	5.37
					发行在外股份(百万股)	1020	1020	1020	1020
归属母公司股东权益	2956	3622	4452	5477	ROIC(%)	15.2%	15.8%	16.2%	16.4%
负债和股东权益	4030	5118	5551	7003	ROE(%)	17.6%	18.2%	18.5%	18.6%
					毛利率(%)	56.1%	58.1%	60.2%	62.0%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	13.6%	15.0%	16.4%	17.7%
经营活动现金流	405	1088	230	1360	资产负债率(%)	26.7%	29.4%	20.1%	22.2%
投资活动现金流	-344	-172	-197	-215	收入增长率(%)	13.7%	15.2%	13.9%	14.6%
筹资活动现金流	117	31	47	67	净利润增长率(%)	33.0%	26.8%	24.7%	23.5%
现金净增加额	177	947	80	1213	P/E	20.84	16.43	13.17	10.67
折旧和摊销	115	102	120	116	P/B	3.70	3.02	2.46	2.00
资本开支	171	66	73	95	EV/EBITDA	14.55	11.09	8.95	6.51
营运资本变动	-267	358	-666	296					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>