

恩华药业 (002262)

证券研究报告

2017 年 03 月 14 日

与 Zysis 合作阿立哌唑口服长效，研发引入再下一城

与英国 Zysis 签署协议，引进阿立哌唑口服长效制剂

公司以分别以 50 万、20 万美金作为首付款、里程碑费用获得英国 Zysis 公司在研专利技术产品阿立哌唑口服长效制剂在中国开展“授权适应症”的独家许可开发与销售等权益，并且双方还约定获得双方市场的部分的销售提成。该药使用方法为一周一次；目前全球上市的阿立哌唑长效制剂皆为注射液，有 13 年上市的日本大冢和丹麦灵北研发的一月注射一次（臀肌或三角肌）的 Abilify Maintena 和 15 年上市的 Alkermes 研发的 4-6 周注射一次（上臂或臀部）的 Aristada。目前我国上市的有阿立哌唑片、胶囊和口崩片，皆为口服剂型；另有日本大冢和湖南科伦的阿立哌唑长效肌内注射液分别处于临床批件在申和临床中。这次公司引入口服长效制剂有利于在口服剂型中保持领先优势。

目前国内竞争格局良好，公司处于基数小增速快的成长期

目前我国阿立哌唑市场格局为原研国内落地 1 家，浙江大冢；国产 3 家，康弘药业、上药中西制药、恩华药业。剂型为片剂 4 家，5mg 规格 3 家，10mg 规格 4 家，15mg 规格 1 家；胶囊 1 家，规格为 5mg；口崩片 1 家，规格为 5、10、20mg。目前我国市场规模约为 7 亿，大冢、康弘、上药、恩华的市场比例分别为 26.29%、48.71%、21.86%、3.14%，公司作为后进入者，目前处于基数小增速快的成长期。17 版医保调整阿立哌唑由乙类调整为甲类，预计将促进市场稳定增长。

公司研发体系坚持内外并举，近年对外合作频繁，引入多个优质产品

公司在研科研项目 50 多项，一类新药 DP-VPA 临床进展顺利；一类新药 NWQ-001、NWL-161 和 NWC-1006 三个项目开展了系统的临床前研究；2 个项目申报生产并获得受理；12 个项目获得 CFDA 颁发的临床批件。公司坚持研发体系内外并举，公司自己组建恩华药物研究院和北京恩华医药研究中心，分别负责中枢神经系统药物和心脑血管药物研发，并且与上海医工院、军事医学科学院、中国药科大学、天津药物研究院等国内著名的科研院所保持紧密的研发合作。近年公司也频繁的和国外机构合作，引入优质产品的研发：与以色列 D-Pharm 公司合作开发治疗癫痫药物 DP-VPA；与以色列 Mapi 公司合作开发已上市的中枢神经药物的缓控释长效制剂；与美国立博合作丙泊酚水溶性注射剂；与美国努瓦克斯合作十二氟正戊烷。这次与英国 Zysis 合作阿立哌唑口服长效制剂，再下一城。

估值评级

公司销售改革阶段性成果已现，近年新获批产品在各地招标进展顺利以及 17 版医保目录调整中斩获颇丰，开启新一轮的净利润高速增长。预计公司 17-19 年 EPS 为 0.62、0.77、0.97 元，对应 PE 为 36 倍、29 倍、23 倍，维持买入评级。

风险提示：老品种增速下滑，医保执行时间低于预期，研发支出扩大

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,766.57	3,017.79	3,486.35	3,972.08	4,489.41
增长率(%)	11.00	9.00	16.00	14.00	13.00
EBITDA(百万元)	355.51	393.81	473.39	600.07	750.13
净利润(百万元)	258.35	309.74	392.38	498.43	624.82
增长率(%)	16.00	20.00	27.00	27.00	25.00
EPS(元/股)	0.41	0.49	0.62	0.77	0.97
市盈率(P/E)	54.34	45.33	35.78	28.82	22.99
市净率(P/B)	7.74	6.70	5.71	4.88	4.06
市销率(P/S)	5.07	4.65	4.03	3.62	3.20
EV/EBITDA	38.30	31.94	27.41	21.62	16.61

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.22 元
目标价格	28 元
上次目标价	28 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	630.72
流通 A 股股本(百万股)	538.94
A 股总市值(百万元)	14,014.53
流通 A 股市值(百万元)	11,975.16
每股净资产(元)	3.32
资产负债率(%)	28.61
一年内最高/最低(元)	26.10/18.00

作者

肖汉山 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090001
xiaohanshan@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《恩华药业-研究简报:利鲁唑——17 年国家医保目录品种浅析之一》 2017-02-28
- 2 《恩华药业-年报点评报告:16 年年报符合预期，17 年净利润增速上新台阶》 2017-02-28
- 3 《恩华药业-首次覆盖报告:销售改革带动四大品种放量，明年业绩增速提高》 2016-11-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	744.84	759.92	972.18	1,285.86	1,781.38
应收账款	639.31	753.52	788.09	771.58	991.23
预付账款	32.78	74.82	19.15	85.77	39.58
存货	270.89	296.70	274.17	378.23	313.86
其他	6.16	132.44	50.55	66.69	85.30
流动资产合计	1,693.98	2,017.40	2,104.14	2,588.13	3,211.34
长期股权投资	0.00	14.68	14.68	14.68	14.68
固定资产	254.11	411.97	542.98	639.35	701.92
在建工程	431.58	318.21	226.93	184.16	140.49
无形资产	81.80	78.06	73.92	69.79	65.66
其他	89.45	134.58	115.27	121.22	122.55
非流动资产合计	856.94	957.49	973.78	1,029.19	1,045.30
资产总计	2,550.92	2,974.89	3,077.92	3,617.32	4,256.64
短期借款	238.00	263.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	285.31	326.28	362.90	390.18	441.63
其他	165.69	226.62	198.69	237.22	240.38
流动负债合计	689.00	815.90	561.59	627.40	682.01
长期借款	0.23	0.23	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.37	34.85	34.45	34.56	34.62
非流动负债合计	34.60	35.08	34.45	34.56	34.62
负债合计	723.60	850.97	596.03	661.95	716.63
少数股东权益	12.69	28.33	22.48	13.71	1.56
股本	485.17	630.72	630.72	645.35	645.35
资本公积	534.73	389.51	389.51	389.51	389.51
留存收益	1,329.46	1,464.87	1,828.69	2,296.31	2,893.10
其他	(534.73)	(389.51)	(389.51)	(389.51)	(389.51)
股东权益合计	1,827.32	2,123.92	2,481.89	2,955.37	3,540.00
负债和股东权益总	2,550.92	2,974.89	3,077.92	3,617.32	4,256.64

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	255.28	301.69	392.38	498.43	624.82
折旧摊销	49.58	51.73	24.40	30.54	35.23
财务费用	17.00	11.20	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	(0.74)	(0.25)	(0.25)	(0.25)
营运资金变动	(137.65)	(213.03)	153.12	(110.35)	(74.34)
其它	20.03	126.29	(6.16)	(8.92)	(12.43)
经营活动现金流	204.24	277.14	563.49	409.46	573.03
资本支出	201.90	106.23	60.40	79.89	49.94
长期投资	0.00	14.68	0.00	0.00	0.00
其他	(418.34)	(359.37)	(120.15)	(159.64)	(99.69)
投资活动现金流	(216.44)	(238.46)	(59.75)	(79.75)	(49.75)
债权融资	238.23	263.23	0.00	0.00	0.00
股权融资	603.16	2.05	0.00	14.63	0.00
其他	(479.46)	(280.44)	(291.48)	(30.66)	(27.76)
筹资活动现金流	361.93	(15.16)	(291.48)	(16.03)	(27.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	349.72	23.52	212.26	313.68	495.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,766.57	3,017.79	3,486.35	3,972.08	4,489.41
营业成本	1,607.82	1,626.86	1,862.22	2,044.09	2,239.21
营业税金及附加	25.32	34.07	34.26	40.08	46.70
营业费用	660.33	815.56	920.40	1,052.60	1,189.69
管理费用	150.55	175.36	202.21	246.27	278.34
财务费用	12.04	(1.72)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	16.60	24.14	18.52	19.76	20.81
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.74	0.25	0.25	0.25
其他	0.00	(1.48)	(0.49)	(0.49)	(0.49)
营业利润	293.89	344.26	448.99	569.53	714.91
营业外收入	7.85	15.54	9.02	10.81	11.79
营业外支出	0.77	1.31	1.44	1.17	1.30
利润总额	300.97	358.49	456.57	579.16	725.39
所得税	45.69	56.81	70.35	89.65	113.00
净利润	255.28	301.69	386.22	489.51	612.39
少数股东损益	(3.07)	(8.06)	(6.16)	(8.92)	(12.43)
归属于母公司净利润	258.35	309.74	392.38	498.43	624.82
每股收益（元）	0.41	0.49	0.62	0.77	0.97

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.60%	9.08%	15.53%	13.93%	13.02%
营业利润	13.26%	17.14%	30.42%	26.85%	25.53%
归属于母公司净利润	15.71%	19.89%	26.68%	27.03%	25.36%
获利能力					
毛利率	41.88%	46.09%	46.59%	48.54%	50.12%
净利率	9.34%	10.26%	11.25%	12.55%	13.92%
ROE	14.24%	14.78%	15.95%	16.94%	17.66%
ROIC	27.16%	23.41%	25.44%	34.52%	38.98%
偿债能力					
资产负债率	28.37%	28.61%	19.36%	18.30%	16.84%
净负债率	4.60%	-12.22%	-6.94%	-12.73%	-17.62%
流动比率	2.46	2.47	3.75	4.13	4.71
速动比率	2.07	2.11	3.26	3.52	4.25
营运能力					
应收账款周转率	4.54	4.33	4.52	5.09	5.09
存货周转率	11.39	10.63	12.21	12.18	12.97
总资产周转率	1.24	1.09	1.15	1.19	1.14
每股指标（元）					
每股收益	0.41	0.49	0.62	0.77	0.97
每股经营现金流	0.32	0.44	0.89	0.65	0.91
每股净资产	2.88	3.32	3.90	4.56	5.48
估值比率					
市盈率	54.34	45.33	35.78	28.82	22.99
市净率	7.74	6.70	5.71	4.88	4.06
EV/EBITDA	38.30	31.94	27.41	21.62	16.61
EV/EBIT	44.51	36.72	28.90	22.78	17.43

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com