

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

买入 (维持)

2018年08月20日

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,394	3,784	4,352	5,039
同比 (%)	12.5%	11.5%	15.0%	15.8%
归母净利润 (百万元)	395	474	602	763
同比 (%)	27.4%	20.0%	27.1%	26.8%
每股收益 (元/股)	0.39	0.46	0.59	0.75
P/E (倍)	41.33	34.43	27.09	21.37

投资要点

事件:2018年8月20日,公司公布2018年半年报,2018H1营业收入18.66亿元,同比增长11.18%,归母净利润为2.62亿元,同比增长25.20%。2018Q2营收9.4亿元,同比增长11.90%,归母净利润1.60亿元,同比增长29.29%,逐季改善明显。公司同时公布了前三季度业绩预告,预计2018年Q1-Q3归母净利润为3.96-4.65亿元,变动幅度为15%-35%。商业端受两票制影响,2018H1收入同比下降8.23%。

■ 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。

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。右美托咪定2017-2018年新中标省份达到20个,随着后期新增省份带来的增量形成一定规模效应,带动麻醉板块增长(同比增长29.11%)。精神类增长明显齐拉西酮、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(同比增长27.37%)实力。

■ 精麻类药品龙头企业,行业进入壁垒高,竞争格局稳定,公司着力丰富产品储备。一致性评价工作及新品研发,未来有望继续引入新品种提升发展空间。利培酮片剂准备上报,阿立哌唑、氯氮平即将完成BE阶段。盐酸阿芬太尼(麻醉镇痛),预期19年获批生产。公司引进帕利哌酮及外科手术围术期用药TRV130,不断丰富产品线。舒芬太尼注射液拟纳入优先审评,上市加速,有望增强公司麻醉药产品管线。普瑞巴林缓释胶囊获批临床,丁二酸齐洛那平申报临床获得受理。

■ 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2018-2020年公司销售收入为37.84亿元、43.52亿元、50.39亿元,归属母公司净利润为4.74亿元、6.02亿元和7.63亿元,EPS分别为0.46元、0.59元和0.75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)	15.99
一年最低/最高价	12.12/21.53
市净率(倍)	6.11
流通A股市值(百万元)	14141.69

基础数据

每股净资产(元)	2.62
资产负债率(%)	26.62
总股本(百万股)	1020.02
流通A股(百万股)	884.41

相关研究

1、《恩华药业(002262):业绩符合预期,受益于医保招标放量,产品储备持续加强》

2018-07-26

2、《恩华药业(002262):舒芬太尼拟纳入优先审评,麻醉药重磅品种上市加速》2018-07-18

1. 事件:

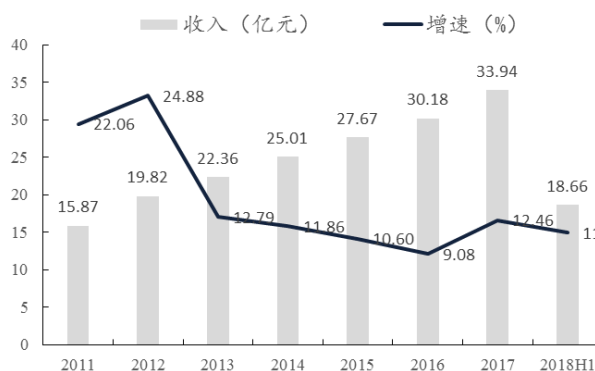
2018年7月25日,公司公布2018年上半年业绩预告,2018H1营业收入18.66亿元,同比增长11.18%,归母净利润2.62亿元,同比增长25.20%。2018Q2营收9.4亿元,同比增长11.90%,归母净利润1.60亿元,同比增长**29.29%**,逐季改善明显。

公司同时公布了前三季度业绩预告,预计2018年Q1-Q3归母净利润为3.96-4.65亿元,变动幅度为15%-35%。

2. 核心观点

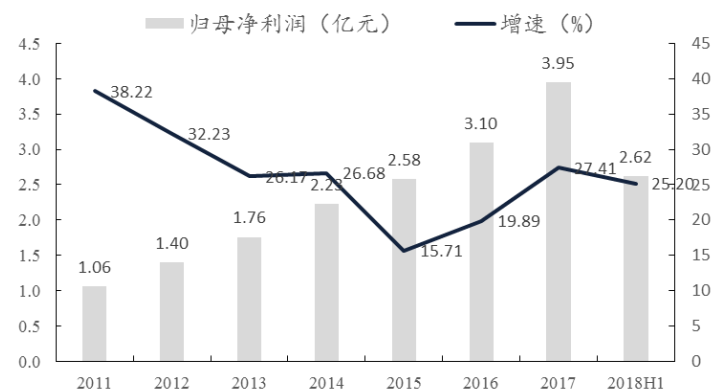
2018H1公司收入端增速为11.18%,主要由于商业端受两票制影响同比出现下滑,2017年商业板块收入为14.80亿元,去年上半年公司代理宜安利计入商业收入,2018H1商业收入6.95亿元,同比下滑8.23%。医药工业板块受益于各省市招标逐步落地,工业板块逐季度改善明显,同比增长24.96%。

图1: 公司收入情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图2: 公司归母净利润情况



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,第一季度重点品种同比增速: 右美托咪定 (154.85%), 依托咪酯 (29.90%), 咪达唑仑 (21.49%), 度洛西汀 (29.43%), 丙泊酚 (107.33%), 利培酮 (13.11%), 阿立哌唑 (200.94%), 瑞芬太尼 (56.73%), 齐拉西酮 (6.27%), 加巴喷丁 (17.59%)。

表1: 公司主要品种 PDB2017&2018Q1 重点城市公立医院销售额数据

	2017 增速	2018Q1	2017Q4	2017Q3	2017Q2	2017Q1	市占率	品种增速
麻醉类								
右美托咪定	78.73%	154.85%	106.69%	116.98%	50.35%	34.07%	6.61%	16.60%
咪达唑仑 (力月西)	5.03%	21.49%	4.42%	13.52%	4.30%	-1.65%	92.16%	7.30%
依托咪酯 (福尔利)	25.20%	29.90%	23.60%	29.92%	22.60%	24.57%	89.54%	17.92%
瑞芬太尼	82.76%	56.73%	59.26%	42.58%	100.85%	272.64%	2.07%	16.12%

芬太尼	-12.10%	7.90%					0.19%	-2.92%
丙泊酚	74.45%	107.33%	121.59%	111.33%	54.85%	6.15%	0.49%	5.09%
精神类								
丁螺环酮	21.67%	7.89%					81.92%	4.31%
度罗西汀	55.92%	29.43%	60.19%	36.96%	68.25%	63.93%	9.27%	22.19%
利培酮	4.09%	13.11%	7.12%	-7.09%	13.56%	3.15%	9.08%	-7.65%
齐拉西酮	5.77%	6.27%	12.47%	7.29%	6.78%	-3.76%	37.95%	-4.02%
阿立哌唑	582.17%	200.94%	161.82%	1426.03%	771.17%		0.72%	9.17%
神经类								
加巴喷丁	14.29%	17.59%	17.20%	10.32%	6.31%	25.59%	51.80%	9.32%
氟马西尼	-2.42%	6.76%					31.97%	-0.20%
氯硝西洋	67.47%	79.77%					83.71%	86.58%

数据来源：PDB、东吴证券研究所整理

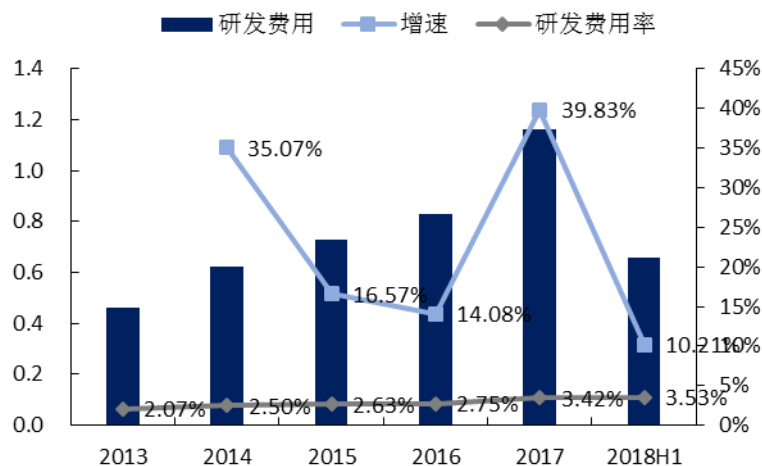
2017年公司受益于医保目录调整，随着招标落地不断推进，销售额出现加速增长。以右美托咪定为代表，2017-2018年新中标省份达到20个，随着后期新增省份带来的增量形成一定规模效应，精神类增长明显，公司通过推广利培酮分散片保持品种的竞争力，同时，齐拉西酮、丁螺环酮、度罗西汀、阿立哌唑等二线品种逐渐上量增强公司精神类板块实力，公司阿立哌唑10mg片剂成功进入上海第三批集中带量招标，未来一年有望带来一定弹性。精神类板块收入同比增长27.37%。通过数据我们估计2018H1公司右美增速超过50%，咪达唑仑、依托咪酯增速加快，分别达到8%、14%，去年上半年公司代理宜安利影响自有产品增长。受右美托咪定高增长影响，公司麻醉板块收入同比增长29.11%。

恒瑞的右美在安徽等区域出现一定程度降价，公司本轮中标区域为新进省市，且公司整体价格相较恒瑞低约10%-15%，其他新进竞争者由于销售团队成立以及精神麻醉渠道建设较其他领域而言所需时间更长，因此公司右美仍将保持高增长趋势。

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，2个产品即将获得生产批件，一类新药DP-VPA及片临床进展顺利；2个一类新药申报并获得受理、二类新药普瑞巴林缓释制剂获临床批件；8个项目申报临床或生产并获得受理，一致性评价项目中，1个品种即将上报（利培酮片），2个品种即将完成BE实验（阿立哌唑、氯氮平），4个品种完成预BE实验，4个品种已完成药学部分的研究，10多个品种处在药学的不同阶段。

图3：公司研发费用情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司枸橼酸舒芬太尼注射液(受理号:CYHS1700417)2018年5月获得CDE承办,7月17日被纳入第三十批拟纳入优先审评程序药品注册申请名单,审评加速将大大缩短公司产品上市时间。

同时公司作为精麻行业龙头,目前核心品种福尔利、力月西增长稳健,右美托咪定新进医保目录,同时各省招标落地收益增长快速,成为公司业绩提升的主要动力,地佐辛年初进入临床I期。芬太尼类产品中,瑞芬太尼去年估计销售7000万元,成为公司增长一大动力。盐酸阿芬太尼预期2019年获批上市。

公司研发进度逐步加快,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

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),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2: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%。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

本激励公司业绩条件中所指归母扣非净利润为经审计的扣除股权激励当期成本摊销的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，剔除股权激励费用影响，未来三年扣非归母净利润增速预计分别不低于 **24.09%**、**50.68%**、**77.89%**。

3. 盈利预测与投资评级：

我们预计 2018-2020 年公司销售收入为 37.84 亿元、43.52 亿元、50.39 亿元，归属母公司净利润为 4.74 亿元、6.02 亿元和 7.63 亿元，EPS 分别为 0.46 元、0.59 元和 0.75 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)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2258	2769	3241	3981	营业收入	3394	3784	4352	5039
现金	790	1076	1456	1899	减:营业成本	1766	1839	1972	2146
应收账款	652	871	880	1148	营业税金及附加	38	40	48	55
存货	362	324	411	389	营业费用	941	1097	1334	1607
其他流动资产	454	498	493	545	管理费用	232	265	314	371
非流动资产	1044	1031	1059	1103	财务费用	-6	-10	-20	-31
长期股权投资	14	13	12	11	资产减值损失	21	26	31	34
固定资产	716	707	720	749	加:投资净收益	-1	0	0	-0
在建工程	83	94	120	148	其他收益	0	0	0	0
无形资产	67	58	47	36	营业利润	446	528	672	857
其他非流动资产	164	159	159	159	加:营业外净收支	-1	7	7	4
资产总计	3302	3800	4300	5084	利润总额	445	534	679	861
流动负债	742	830	808	917	减:所得税费用	70	84	107	135
短期借款	232	232	232	232	少数股东损益	-19	-23	-30	-37
应付账款	240	256	276	303	归属母公司净利润	395	474	602	763
其他流动负债	269	342	300	382	EBIT	436	521	655	825
非流动负债	98	98	98	98	EBITDA	498	634	784	949
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	98	98	98	98	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	840	928	906	1015	每股收益(元)	0.39	0.46	0.59	0.75
少数股东权益	9	-14	-44	-81	每股净资产(元)	2.40	2.83	3.37	4.07
归属母公司股东权益	2452	2887	3438	4150	发行在外股份(百万股)	1009	1020	1020	1020
负债和股东权益	3302	3800	4300	5084	ROIC(%)	13.2%	13.6%	14.7%	15.5%
					ROE(%)	15.2%	15.7%	16.9%	17.8%
					毛利率(%)	48.0%	51.4%	54.7%	57.4%
					销售净利率(%)	11.6%	12.5%	13.8%	15.1%
					资产负债率(%)	25.4%	24.4%	21.1%	20.0%
					收入增长率(%)	12.5%	11.5%	15.0%	15.8%
					净利润增长率(%)	27.4%	20.0%	27.1%	26.8%
					P/E	41.33	34.43	27.09	21.37
					P/B	6.65	5.65	4.74	3.93
					EV/EBITDA	31.87	24.55	19.31	15.44

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>

