

恩华药业 2018 年年报简评

1. 基本财务数据

1.1 利润表

(一) 营收与利润

	2018年报	2017年报	2016年报	2015年报	2014年报
营业总收入	38.58亿	33.94亿	30.18亿	27.67亿	25.01亿
同比增速	13.69%	12.46%	9.08%	10.60%	11.86%
净利润	5.19亿	3.75亿	3.02亿	2.55亿	2.21亿
同比增速	38.35%	24.39%	18.18%	15.38%	28.27%
归母公司净利润	5.25亿	3.95亿	3.10亿	2.58亿	2.23亿
同比增速	32.99%	27.41%	19.89%	15.71%	26.68%

数据来源：公司年报历年年报

从报表来看，恩华的营收增速一般，比较稳定，基本维持了 10-12% 的增速，营收从 2014 年的 25.01 亿增长到 2018 年的 38.58 亿，年复合增长为 11.4%。净利润增速也比较稳定，近两年增速较好，净利润从 2014 年的 2.23 亿增长到 2018 年的 5.25 亿，年复合为 23.9%。

公司预告了 2019 年一季度增速为 15-35%，中值 25%，对应 1.27 亿净利润。

(二) ROE 拆分

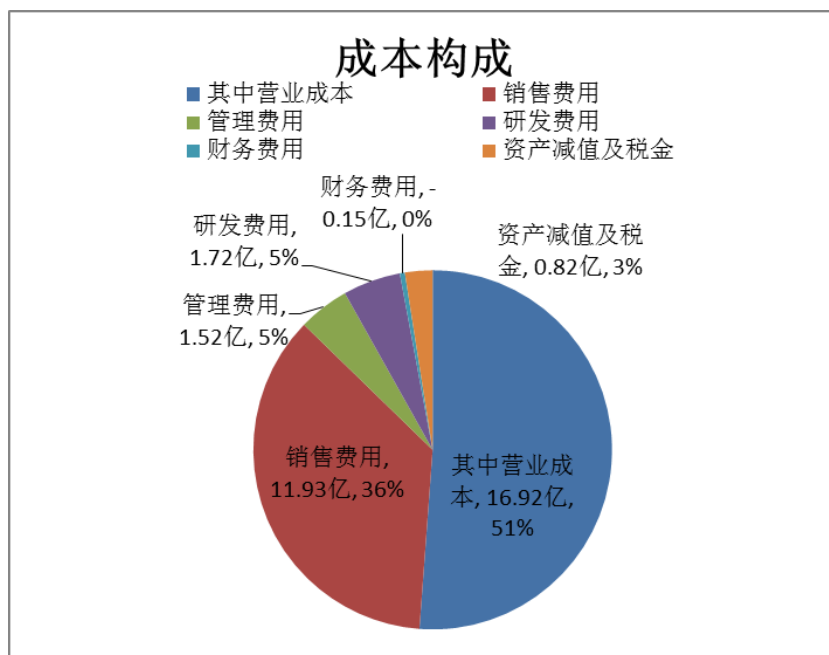
公司 2018 年加权 ROE 为 19.8%，其他年份的 ROE 也均高于 15%，情况还是很不错的。

2018 年 ROE 拆分=净利率 13.36%×总资产周转率 1.05×权益乘数 1.36

营收~38 亿中，工业~24 亿商业及其他 14 亿，主要是商业拉低了净利率，工业净利率估计在 20% 左右，还是相当不错的。

(三) 成本构成

公司营业成本 32.76 亿，具体情况见下图。其中销售费用占成本的 36%，与恒瑞的 48% 的还是要低不少。研发费用占比 5%，与恒瑞的 12% 的研发支出还是有些差距。



公司研发费用构成如下：

单位：元

项目	本期发生额	上期发生额
工资	40,315,903.09	31,031,379.91
直接投入	32,371,236.48	26,520,216.01
折旧及长期待摊费用	12,273,280.40	11,146,349.31
外部研究费	71,785,823.11	37,905,491.10
其他	15,278,832.52	4,776,921.61
合计	172,025,075.60	111,380,357.94

研发费用增速是 50%，还是可以的，外部研究费用有 7000 万左右。

1.2 资产负债表与现金流

资产负债表			
总资产40.3亿，负债10.8亿，归母权益29.9亿			
总资产	40.3亿	总负债	10.8亿
类货币	14.8亿	经营性负债	6.6亿
经营性资产	14.3亿	有息负债	3.2亿
其中：应收	9.5亿	其他	1.0亿
存货	4.1亿	所有者权益	29.5亿
预付	0.7亿		
固定资产与在建	9.54亿		
其中：固定资产	7.66亿		
在建工程	0.77亿		
无形资产	1.11亿		
其他资产	1.66亿		

由上表来看，公司负债表还是非常稳健的，手中类货币资产 14.8 亿，有息负债 3.2 亿。资产负债中，应收和存货虽然不小，但是基本和营收增速还是匹配的。公司商誉为 0，这意味着公司都是内生式增长的，每一步都是非常扎实稳健。

2014 年~2018 年经营性现金流依次为 1.60 亿，2.04 亿，2.77 亿，4.52 亿，4.05 亿。2018 年回款情况比其他年份稍差，应无大碍。

2. 经营情况及主要在售产品情况

2.1 经营情况一览

单位：元

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
工业	2,426,402,687.37	393,993,691.39	83.76%	31.15%	21.14%	1.34%
商业医药	1,381,105,566.20	1,270,083,695.83	8.04%	-6.67%	-8.73%	2.07%
其他贸易及劳务 (注 1)	30,697,444.49	24,390,795.88	20.54%	-39.37%	-45.93%	9.63%
其他业务	19,962,892.50	3,528,025.75	82.33%	51.58%	-10.64%	12.31%
分产品						
麻醉类	1,251,789,514.62	145,416,016.63	88.38%	39.78%	40.94%	-0.10%
精神类	866,713,855.47	166,709,924.65	80.77%	23.73%	21.09%	0.43%
神经类	126,829,729.15	33,415,015.48	73.65%	33.83%	46.42%	-2.27%
其他制剂	106,574,504.47	25,024,048.77	76.52%	8.65%	-24.52%	10.32%
原料药	74,495,083.66	23,428,685.86	68.55%	21.74%	-17.55%	14.98%
商业医药	1,381,105,566.20	1,270,083,695.83	8.04%	-6.67%	-8.73%	2.07%
其他贸易及劳务 (注 1)	30,697,444.49	24,390,795.88	20.54%	-39.37%	-45.93%	9.63%
其他业务	19,962,892.50	3,528,025.75	82.33%	51.58%	-10.64%	12.31%
分地区						
国内销售	3,797,803,557.76	1,652,536,996.59	56.49%	13.46%	-4.32%	8.09%
国外销售	40,402,140.30	35,931,186.51	11.07%	21.64%	16.70%	3.77%
其他业务	19,962,892.50	3,528,025.75	82.33%	51.58%	-10.64%	12.31%

从这张表可以看出，公司工业收入为 24.3 亿，其中麻醉类 12.5 亿增 40%，精神类 8.7 亿增 23.7%，神经及其他类 2.3 亿增~20%。工业毛利率比较稳定，原料药和医药商业毛利率提升较多。

2.2 主要在售产品情况

先来看看公司在售产品线，摘自公司 2018 年年报

类别	主要产品	主要产品的用途
原料药	马来酸咪达唑仑、依托咪脂、盐酸右美托咪啉、利培酮、非诺贝特粉、氢溴酸西酞普兰、加巴喷丁、五氟利多等30余个原料药。	原料药产品用于公司制剂生产及国内外销售。
麻醉类	力月西（咪达唑仑注射液）、福尔利（依托咪酯脂肪乳注射液）、一思（盐酸右美托咪啉注射液）、锐纷（瑞芬太尼注射液）等。	力月西主要用于麻醉前给药、全麻诱导和维持、ICU病人镇静。福尔利主要用于全麻诱导，也可用于短时手术麻醉。一思主要用于全身麻醉的手术患者气管插管和机械通气时的镇静。锐纷主要用于全麻诱导和全麻中维持镇痛。
精神类	思利舒片（利培酮片）、思贝格胶囊（盐酸齐拉西酮胶囊）、一舒（盐酸丁螺环酮片）、优必罗（盐酸度洛西汀肠溶片）、帕格（阿立哌唑片）。	思利舒片主要用于治疗急性和慢性精神分裂症以及其它各种精神病性状态的明显的阳性症状和明显的阴性症状。思贝格胶囊主要用于治疗精神分裂症。一舒主要用于治疗各种焦虑症。优必罗主要用于治疗抑郁症。帕格主要用于治疗成人精神分裂症。
神经类	迭力（加巴喷丁胶囊）、力月西片（马来酸咪达唑仑片）	迭力主要用于成人疱疹后神经痛的治疗、癫痫辅助治疗。力月西片主要用于失眠症的短期治疗。

数据来源：公司 2018 年年报

公司对在售产品具体数据几乎没有披露，根据查阅券商的研报，公司主要在售产品和竞争厂家。

先来看，麻醉药品种。

分类	名称	18H1样本医院销售额 万元					17年样本	18H1样本	18H1增速	排名
麻醉药	右美托咪定	恩华	恒瑞	国瑞	辰欣	扬子江	总额	总额	同比%	3
		销售额:万	份额	份额	份额	份额	7.34亿	4.06亿	12.45%	
		4411	10.87%	82.53%	5.92%	0.68%	0.00%			
	概述：本次暴跌主因，4+7集采中被扬子江偷袭，中标价133元/0.2mg，价格波动较小。恒瑞出口转报，恩华现在做一致性，共报了四个适应症。									
	瑞芬太尼	恩华	宜昌人福	国药集团			总额	总额	同比%	8
销售额:万		份额	份额	份额		4.63亿	4.06亿	48.78%		
	605.6	2.38%	90.31%	7.30%		占太尼份额提升至47.82%				
概述：太尼中芬太尼占比越来越小，现在瑞芬，舒芬(人福、德国企业2家)占比越来越大，阿芬人福和恩华都在优先审评。很快恩华和人福都会具有太尼全系列的产品，市场在30亿+										
咪达唑仑	恩华	宜昌人福	罗氏	九旭药业		总额	总额	同比%	30	
	销售额:万	份额	份额	份额	份额	1.42亿	0.80亿	13.99%		
	7377.6	92.22%	6.15%	0.69%	0.94%					
概述：咪达唑仑的优势在于快速镇静和镇静期超过7天的患者，未来仍然有驱动力，ICU已经超过麻醉科。恩华份额领先										
依托咪酯	恩华	贝朗	恒瑞			总额	总额	同比%	37	
	销售额:万	份额	份额	份额		1.25亿	0.70亿	16.40%		
	6878.9	98.27%	1.69%	0.03%						
概述：恩华采取差异化竞争策略，由于依托咪酯镇痛感较低，在无痛胃镜等领域的增长很快。										
丙泊酚	恩华 17年	阿斯利康	费森尤斯卡	西安力邦/国瑞	广东嘉博/贝朗				2	
	销售额:万	份额	份额	份额	份额					
概述：在两篇深度报告中，均未找到样本医院数据。丙泊酚是排名第二的超级重磅品种，仅次于地佐辛40-50亿。份额基本在阿斯利康和费森尤斯卡手中，17年恩华在~4000万销售										

再来看一下，精神用药和神经用药情况。

分类	名称	18H1样本医院销售额 万元					17年样本	18H1样本	18H1增速	排名
精神用药	阿立哌唑	恩华		大家制药	康弘	上海上药	总额	总额	同比%	31
		销售额:万	份额	份额	份额	份额	1.41亿	0.76亿	10.02%	
		165.6	2.17%	50.14%	32.32%	15.37%				
		概述: 现在竞争态势很好, 恩华份额较少, 需要看未来集采的情况。								
	度洛西汀	恩华		礼来	上海上药		总额	总额	同比%	21
		销售额:万	份额	份额	份额	份额	1.96亿	1.12亿	21.58%	
		1153	10.31%	59.33%	30.36%					
		概述: 现在厂家只有三家, 竞争态势很好。礼来占大头, 需要看未来集采的情况。								
	利培酮	恩华		杨森	强生	其他9家	总额	总额	同比%	27
		销售额:万	份额	份额	份额	份额	1.5亿	0.71亿	-5.16%	
718		10.14%	36.24%	14.91%	38.71%					
	概述: 4+7中华海的利培酮中标, 这个品种总体处于缓慢萎缩中, 竞争者较多									
齐拉西酮	恩华		辉瑞	圣华曦		总额	总额	同比%	85	
	销售额:万	份额	份额	份额	份额	0.34亿	0.11亿	-31.38%		
	518	45.25%	54.75%	0.00%						
	概述: 下滑明显									
丁螺环酮	恩华		北大医药	华素		总额	总额	同比%	91	
	销售额:万	份额	份额	份额	份额	0.25亿	0.13亿	13.08%		
	1164	83.56%	15.78%	0.66%						
	概述: 小品种									
神经用药	加巴喷丁	恩华		恒瑞	赛立克	广药所	总额	总额	同比%	69
		销售额:万	份额	份额	份额	份额	0.45亿	0.24亿	12.95%	
		888	68.96%	31.73%	11.30%	0.00%				
	概述: 抗癫痫药小品种, 市场最大是40%的丙戊酸钠。未来升级品种普瑞巴林(辉瑞原研, 赛维首仿, 京新18年获批), 恩华报产									

本次 4+7 集采中，右美托咪定和利培酮纳入。利培酮厂家较多，未来趋势不好。右美是大品种，份额最大的恒瑞好像没有怎么跌，倒是恩华跌得稀里哗啦。更多原因还是恩华基本都是仿制药，引进的创新药都是很早期的。

3.研发投入与管线情况

3.1 一致性评价和仿制药

品种名称	排名	进度	竞争厂家
地佐辛	1	报产	扬子江独占。恩华和双鹤报产
奥氮平	6	报产	5家, 豪森、礼来、华生等
舒芬太尼	9	优先审评	2家人福、德国
阿芬太尼	/	优先审评	与人福都是优先审评
盐酸羟考酮	13	报产	人福引进的大品种
氟哌噻吨/ 美利曲辛	26	报产	
帕利哌酮	45		
戊乙奎醚	52	报产	
普瑞巴林	62	报产	辉瑞原研, 赛维首仿, 京新18年获批
卡巴拉汀	83		
佛吡汀	93		

其中蓝色部分都是比较品种，排名在 20 以内。

地佐辛就要看 CFDA 会不会批了。即使地佐辛会处于医保重点监控名单中，但是毕竟是 40-50 亿的市场，未来如果获批肉还是有得吃的。奥氮平竞争厂家 5 家，竞争态势一般。太尼内的舒芬太尼和阿芬太尼未来和宜昌人福分割市场，竞争态势较好。

一致性评价中，4 个重点品种（利培酮普通片、利培酮分散片、氯氮平片、盐酸右美托咪定注射液）已报，利培酮普通片已通过一致性评价现场核查。

3.2 创新药

创新药主要来自国外引进，以下调表摘自方正证券卖方的报告（19-2-28）

图表5： 公司技术引进步伐加速

时间	合作公司	产品	主要技术	适应症	临床进展
2011.05	D-Pharma	DP-VPA	靶向给药	癫痫	临床 I 期已结束
2016.06	LSI	ProSQ	新型水溶性 丙泊酚制剂	全麻诱导和维持	不详
2016.09	Mapi Pharma	股权投资	储库型及缓 控释制剂技 术		
2017.01	NuvOx Pharma	NVX-408	全氟正戊烷 乳剂	围术期失血及失 血性休克	I 期
2017.03	Zysis Ltd.	阿立哌唑口服长 效制剂	精神类药物 口服长效制 剂	精神分裂症	II 期
2018.04	江苏晶立信	棕榈酸帕利哌酮 注射液	长效制剂	精神病维持及首 次治疗	即将 I 期
2018.05	Trevena Inc	TRV130	新型阿片类 药物开发	镇痛	NDA

资料来源：公司公告，方正证券研究所

4. 结语

现在按照 18 年 5.25 亿净利，116.5 亿市值对应 22 倍 pe。若 19 年增 20%，大概是 18.5 倍，无论怎么看，都是比较便宜的。

恩华给我的感觉就是一家动作稍慢，但是稳扎稳打的一类企业。恒瑞被冠以肿瘤药的龙头，而从销售的情况来看，十亿的产品 7 个，肿瘤 2 个造影 1 个，麻醉 4 个全部 10 亿（分别是右美、七氟烷、阿曲库铵、酒石散）。

恩华所处的细分行业虽然会受集采的影响，但是竞争者不多。麻醉药和精神类用药从对比国外用量来看，仍然还有非常大的空间，相信恩华在下半程会有更好的表现。