

2022 年 02 月 28 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

16.5

公司基本资讯

產業別	医药生物
A 股价(2022/2/28)	13.22
深证成指(2022/2/28)	13455.73
股價 12 個月高/低	16.38/12.85
總發行股數(百萬)	1007.59
A 股數(百萬)	881.97
A 市值(億元)	116.60
主要股東	徐州恩华投资有 限公司(35.15%)
每股淨值(元)	4.89
股價/賬面淨值	2.70
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-11.0 -14.9 -6.5

近期评等

日期	收盘价	评级
2021-08-01	13.23	买进

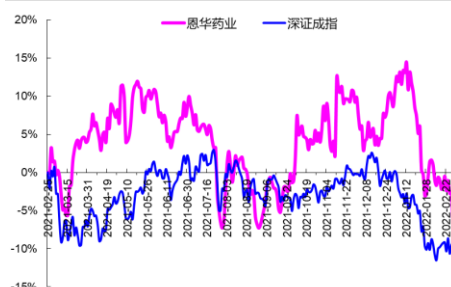
产品组合

商业医药	35.8%
麻醉类	32.5%
精神类	22.5%
神经类	3.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.5%
一般法人	38.4%

股价相对大盘走势



恩华药业(002262.SZ)

Buy 买进

2021 年净利同比增长 9.5%，受费用支出增加，业绩低于预期

结论与建议：

➤ **公司业绩：**公司 2021 年实现营收 39.3 亿元，YOY+17.0%，录得净利润 8.0 亿元，YOY+9.5%（扣非后净利 YOY+9.9%）。公司营收增长符合预期，但净利端增长低于预期，主要是费用端支出较高。其中 Q4 单季度实现营收 10.4 亿元，YOY+5.4%，录得净利润 1.2 亿元，YOY-23.5%，扣非后 YOY-20.6%。

➤ **麻醉类产品高速增长增长，精神类药品受集采影响收入下降：**受益于芬太尼类产品及羟考酮新品的快速增长以及咪达唑仑等老产品的恢复，公司 21 年麻醉线营收增速估计接近 50%；精神类药物估计延续上半年的下滑趋势，主要是度洛西汀及阿立哌唑受到集采影响；神经线估计同比下滑 1 成以上，主要是是受到加巴喷丁集采影响。

➤ **短期利润受费用支出增加影响，但看好公司麻醉线产品的后续放量：**公司净利端尤其是 Q4 单季净利表现低于预期，主要是公司大力推进舒芬太尼、羟考酮以及新上市的阿芬太尼等的销售工作，短期销售费用增加较多，另外公司多个创新药品陆续进入临床，研发费用也逐步增加，拖累了净利润增速。目前公司阿立哌唑、加巴喷丁等品种已陆续纳入集采，集采影响边际减弱，而公司麻醉线在新品的推动下不断高增，我们看好公司后续业绩的逐步提速。

盈利预计：我们预计公司 2022、2023 年分别实现净利润 9.8 亿元、12.4 亿元，YOY 分别增长 22.9%、26.1%，EPS 分别为 0.97 元、1.23 元，对应 PE 分别为 14 倍和 11 倍。短期虽有费用支出影响，但后续麻醉线收入持续上量可期，我们看好公司的后续发展，公司目前估值较低，我们维持“买进”的投资建议。

➤ **风险提示：**带量采购影响超预期；新品上市及销售不及预期，研发进度不及预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021F	2022F	2023F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	663	729	798	981	1236
同比增减	%	26.39	9.88	9.50	22.87	26.05
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.66	0.72	0.79	0.97	1.23
同比增减	%	27.59	9.09	10.01	22.87	26.05
市盈率(P/E)	X	20.03	18.36	16.69	13.58	10.78
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.10	0.12	0.15
股息率 (Yield)	%	0.76	0.76	0.72	0.88	1.11

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2019	2020	2021F	2022F	2023F
营业收入	4149	3361	3932	4698	5580
经营成本	1551	822	949	1100	1250
营业税金及附加	48	46	52	56	67
销售费用	1470	1310	1524	1846	2182
管理费用	180	133	151	179	212
财务费用	-10	-24	-18	-28	-33
资产减值损失			0	0	0
投资收益	47	21	34	30	35
营业利润	771	856	926	1134	1414
营业外收入	2	1	1	0	0
营业外支出	6	7	12	12	0
利润总额	767	850	916	1122	1414
所得税	110	123	121	146	184
少数股东损益	-6	-2	-3	-5	-6
归母净利润	663	729	798	981	1236

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021F	2022F	2023F
货币资金	1821	1402	1613	1855	2133
应收账款	554	586	697	836	1004
存货	345	434	456	433	411
流动资产合计	3003	3320	3983	4701	5547
长期股权投资	21	39	51	66	86
固定资产	838	1031	1134	1247	1372
在建工程	61	4	4	5	6
非流动资产合计	1198	1429	1643	1890	2173
资产总计	4202	4748	5627	6590	7720
流动负债合计	516	575	690	828	994
非流动负债合计	81	68	71	74	76
负债合计	597	643	761	901	1070
少数股东权益	-16	-18	-93	-584	-4266
股东权益合计	3621	4123	4959	6273	10916
负债及股东权益合计	4202	4748	5627	6590	7720

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
经营活动所得现金净额	306	1248	963	1,059	1,165
投资活动所用现金净额	185	-912	-356	-268	-325
融资活动所得现金净额	-56	-305	-50	-50	-50
现金及现金等价物净增加额	435	31	557	741	790

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或许会对此份报告内描述之证@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。