

业绩符合预期, 创仿并重战略稳步推进

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年报, 上半年收入 20 亿元, 同比增长 7.3%, 归母净利润 4.5 亿元, 同比增长 8.9%。业绩符合预期。
- **业绩端: 麻醉板块表现亮眼, 销售改革正当时。** (1) 麻醉板块表现亮眼, 上半年实现收入 9.8 亿元, 同比增长 12.9%, 占营收比重由 2021 年的 46.5% 提升至 2022 年的 48.9%。公司重点加强新上市的瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮的推广力度, 加快产品市场准入, 快速形成规模销售; (2) 精神板块和神经板块业绩出现回调, 同比下降 0.6% 和 2.9%。面对集采冲击, 公司一方面加大被纳入集采的产品在非集采市场的推广力度, 使集采产品在集采区域能够维持较为稳定的收入; 另一方面及时对销售队伍进行调整, 将原精神线部分销售人员进行转岗培训后快速整合到麻醉线的销售队伍, 全面投入到新产品的市场推广中。
- **研发端: 中枢神经类药物研发提速, 实施创仿分设, 创仿并重。** (1) 公司加大研发投入, 加快创新药物研发, 推进重点仿制药产品的研发及一致性评价。在产品研发方面, 公司在研科研项目 70 多项, 投入科研经费 2.09 亿元, 同期增长 33.4%, 取得了显著的研发成果。 (2) 在创新药研发方面, 公司目前共有 20 多个在研创新药项目, 其中开展 I 期临床研究项目 4 个, 提交 IND 申报资料项目 1 个, 提交 Pre-IND 资料在审评项目 4 个; (3) 在重点仿制药产品研发及一致性评价方面, 开展一致性评价项目 16 个, 一致性评价在审评项目 3 个; 获得仿制药生产批件 1 个, 仿制药在审评项目 3 个, 包括地佐辛及注射液、依托咪酯乳状注射液、奥氮平片。
- **全球化: 国际 BD 业务进展顺利, 奥赛利定富马酸盐处于 NDA 审核阶段。** (1) 奥赛利定富马酸盐 (TRV-130) 注射液于 2022 年 1 月向 NMPA 正式递交上市 NDA 申请, 目前处于 NDA 审核阶段。 (2) 与天境生物共同资助的用于治疗阿尔茨海默症的新药 Protollin, 在美国的 I 期临床试验进展顺利, 目前已完成 50% 患者入组。 (3) 引进的治疗精神分裂症新药 Lu-AF35700 已于 2022 年 6 月底向 CDE 递交 Pre-IND 申请, 有望于近期获批临床。
- **盈利预测与投资建议:** 通过院内、院外相结合的销售模式, 公司业绩稳步增长, 麻醉板块表现尤为亮眼。随着公司研发投入的不断提升, 创仿并重战略的逐步落地, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.9、11.5 和 13.1 亿元, 对应 EPS 为 0.99、1.14 和 1.3 元, 对应 PE 分别为 14、12 和 10 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进展不及预期、核心品种商业化进展不及预期、政策风险。

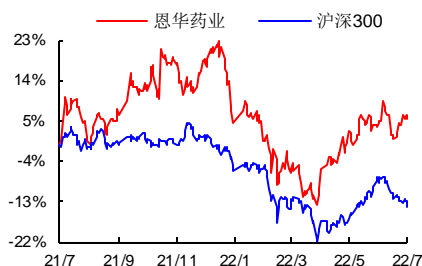
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3935.66	4382.74	5155.87	6066.02
增长率	17.09%	11.36%	17.64%	17.65%
归属母公司净利润(百万元)	797.78	994.76	1146.60	1313.45
增长率	9.46%	24.69%	15.26%	14.55%
每股收益 EPS(元)	0.79	0.99	1.14	1.30
净资产收益率 ROE	16.27%	17.22%	16.90%	16.54%
PE	17	14	12	10
PB	2.80	2.38	2.02	1.73

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 汤泰萌
电话: 021-68416017
邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.08
流通 A 股(亿股)	8.82
52 周内股价区间(元)	11.32-16.18
总市值(亿元)	137.33
总资产(亿元)	56.97
每股净资产(元)	4.88

相关研究

1. 恩华药业(002262): 步履稳健, 昂首阔步走创新之路 (2022-04-29)
2. 恩华药业(002262): 经营稳中求进, 镇痛创新药研发加速推进 (2021-10-26)
3. 恩华药业(002262): 收入与业绩恢复增长, 创新研发将进入收获期 (2021-09-02)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3935.66	4382.74	5155.87	6066.02	净利润	798.02	994.76	1146.60	1313.45
营业成本	897.33	1272.21	1545.26	1943.33	折旧与摊销	115.06	163.43	167.79	171.75
营业税金及附加	54.04	59.61	71.15	84.92	财务费用	-10.45	2.19	0.52	0.61
销售费用	1594.54	1753.10	2036.57	2305.09	资产减值损失	-35.35	0	0	0
管理费用	148.41	166.54	198.50	236.57	经营营运资本变动	-219.74	-172.98	-163.59	-218.31
财务费用	-10.45	2.19	0.52	0.61	其他	53.57	-21.25	-19.51	-20.03
资产减值损失	-35.35	0	0	0	经营活动现金流净额	701.12	966.14	1131.80	1247.47
投资收益	36.23	20	20	20	资本支出	-99.73	-40	-40	-40
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-292.79	20	20	20
其他经营损益	0	0	0	0	投资活动现金流净额	-392.52	-20	-20	-20
营业利润	925.87	1149.09	1323.87	1515.50	短期借款	0	-38.00	0	0
其他非经营损益	-10.09	-7.55	-8.08	-8.24	长期借款	0	0	0	0
利润总额	915.78	1141.54	1315.79	1507.26	股权融资	69.49	0	0	0
所得税	117.75	146.78	169.19	193.81	支付股利	-100.76	-110.29	-137.52	-158.52
净利润	798.02	994.76	1146.60	1313.45	其他	-96.16	-38.15	-0.52	-0.61
少数股东损益	0.24	0	0	0	筹资活动现金流净额	-127.43	-186.44	-138.04	-159.12
归属母公司股东净利润	797.78	994.76	1146.60	1313.45	现金流量净额	180.02	759.70	973.76	1068.34
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1607.59	2367.29	3341.05	4409.40	成长能力				
应收和预付款项	713.87	776.90	930.88	1094.17	销售收入增长率	17.09%	11.36%	17.64%	17.65%
存货	604.33	861.66	1047.68	1319.62	营业利润增长率	8.14%	24.11%	15.21%	14.47%
其他流动资产	1117.38	1075.26	1078.23	1081.73	净利润增长率	9.75%	24.65%	15.26%	14.55%
长期股权投资	92.34	92.34	92.34	92.34	EBITDA 增长率	10.63%	27.58%	13.50%	13.11%
投资性房地产	54.24	54.24	54.24	54.24	获利能力				
固定资产和在建工程	1083.03	963.25	839.12	711.01	毛利率	77.20%	70.97%	70.03%	67.96%
无形资产和开发支出	167.50	164.75	162.00	159.25	三费率	44.02%	43.85%	43.36%	41.91%
其他非流动资产	256.89	255.99	255.09	254.19	净利率	20.28%	22.70%	22.24%	21.65%
资产总计	5697.19	6611.68	7800.64	9175.96	ROE	16.27%	17.22%	16.90%	16.54%
短期借款	38.00	0	0	0	ROA	14.01%	15.05%	14.70%	14.31%
应付和预收款项	401.59	448.96	570.03	704.68	ROIC	37.34%	42.72%	47.04%	50.83%
长期借款	0.23	0.23	0.23	0.23	EBITDA/销售收入	26.18%	30.00%	28.94%	27.82%
其他负债	353.63	385.25	444.05	529.78	营运能力				
负债合计	793.45	834.44	1014.32	1234.69	总资产周转率	0.75	0.71	0.72	0.71
股本	1007.59	1007.59	1007.59	1007.59	固定资产周转率	3.75	4.34	5.76	7.88
资本公积	119.41	119.41	119.41	119.41	应收账款周转率	6.24	6.24	6.43	6.39
留存收益	3782.74	4667.20	5676.28	6831.22	存货周转率	1.70	1.72	1.61	1.63
归属母公司股东权益	4920.69	5794.20	6803.28	7958.22	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.8%	—	—	—
少数股东权益	-16.96	-16.96	-16.96	-16.96	资本结构				
股东权益合计	4903.73	5777.25	6786.33	7941.26	资产负债率	13.93%	12.62%	13%	13.46%
负债和股东权益合计	5697.19	6611.68	7800.64	9175.96	带息债务/总负债	4.82%	0.03%	0.02%	0.02%
					流动比率	5.93	7.03	7.09	7.04
					速动比率	5.04	5.84	5.93	5.86
					股利支付率	12.63%	11.09%	11.99%	12.07%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1030.48	1314.71	1492.17	1687.86	每股收益	0.79	0.99	1.14	1.30
PE	17.21	13.81	11.98	10.46	每股净资产	4.87	5.73	6.74	7.88
PB	2.80	2.38	2.02	1.73	每股经营现金	0.70	0.96	1.12	1.24
PS	3.49	3.13	2.66	2.26	每股股利	0.10	0.11	0.14	0.16
EV/EBITDA	10.40	7.53	5.98	4.65					
股息率	0.73%	0.80%	1%	1.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn