

审慎增持 (维持)

恩华药业

002262

集采影响基本消除，公司业绩预计将稳健快速增长

2022年08月04日

市场数据

市场数据日期	2022-08-01
收盘价(元)	13.15
总股本(亿股)	10.08
流通股本(亿股)	8.82
总市值(亿元)	132.50
流通市值(亿元)	115.95
净资产(亿元)	51.46
总资产(亿元)	59.46
每股净资产(元)	5.13

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《恩华药业(002262)2022年一季报点评:业绩稳健,公司逐步步入研发收获期》

孙媛媛

sunyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3936	4426	5284	6269
同比增长	17.1%	12.5%	19.4%	18.6%
归母净利润(百万元)	798	905	1099	1335
同比增长	9.5%	13.4%	21.4%	21.5%
毛利率	77.2%	77.1%	78.4%	79.5%
净利率	20.3%	20.4%	20.8%	21.3%
净资产收益率	16.2%	16.2%	16.8%	17.4%
每股收益(元)	0.79	0.90	1.09	1.33
每股经营现金流(元)	0.70	0.31	0.86	0.98

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- 近日，公司发布2022年半年报，2022H1实现营业收入20.01亿元，同比增长7.30%，归属于上市公司股东的净利润4.48亿元，同比增长8.91%，扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润4.50亿元，同比增长8.02%。
- 集采边际影响基本消除；麻醉类产品持续增长；精神类、神经类产品趋稳。1) 2022H1，麻醉类产品实现收入9.78亿元，同比增长12.88%；同时营收占比进一步提高，增至48.87%；毛利率89.97%，同比下降0.94pct。2) 精神类、神经类产品2022H1分别实现收入5.40亿元和0.84亿元，同比分别下降0.64%和2.96%。精神类产品2022H1的毛利率为82.82%，同比下降0.52pct；神经类产品2022H1的毛利率为75.46%，同比下降0.25pct。
- 盈利预测：预计公司2022-2024年实现营业收入44.26、52.84、62.69亿元，同比增长12.5%、19.4%、18.6%，归母净利润9.05、10.99、13.35亿元，同比增长13.4%、21.4%、21.5%。对应2022年8月1日收盘价，PE为14.6、12.1、9.9倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：行业政策变化、质量控制、研发及销售不及预期等风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

近日,公司发布2022年半年报,2022H1实现营业收入20.01亿元,同比增长7.30%,归属于上市公司股东的净利润4.48亿元,同比增长8.91%,扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润4.50亿元,同比增长8.02%。

点评

- **业绩依旧稳健,增长符合预期。**2021年公司实现营业收入20.01亿元,同比增长7.30%,归属于上市公司股东的净利润4.48亿元,同比增长8.91%,扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润4.50亿元,同比增长8.02%。公司归属于上市公司股东的净利润增速处于2022年一季报中对2022年1-6月经营业绩的预计范围。2022Q2单季度,公司实现营收10.09亿元,同比增长4.95%,归母净利润2.59亿元,同比增长6.46%,扣非归母净利润2.60亿元,同比增长4.84%,在疫情扰动之下,公司业绩依旧稳健向上增长。公司业绩的稳健增长主要系公司加强新产品市场准入,持续推进营销队伍专业化建设,积极调整销售策略,全面促进产品销量提升。
- **集采边际影响基本消除;麻醉类产品持续增长;精神类、神经类产品趋稳。**
 - 1) 2022H1,麻醉类产品实现收入9.78亿元,同比增长12.88%;同时营收占比进一步提高,增至48.87%;毛利率89.97%,同比下降0.94pct。麻醉板块销售收入的快速增长与公司重点加强板块内新上市的瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮的推广力度,加快产品市场准入,快速形成规模销售等相关。
 - 2) 精神类、神经类产品2022H1分别实现收入5.40亿元和0.84亿元,同比分别下降0.64%和2.96%。精神类产品2022H1的毛利率为82.82%,同比下降0.52pct;神经类产品2022H1的毛利率为75.46%,同比下降0.25pct。精神类和神经类产品2022H1收入趋稳,可见集采对这两类产品的影响正逐步消除。第七批集采中,公司没有相关产品被集采,预计未来集采对公司业绩的压制将基本消除,公司各项主要业务也有望均取得正向增长。
- **研发投入进一步加大,研发成果显著。**2022H1公司投入科研经费2.09亿元,比上年度同期增长了33.40%。并取得了显著的研发成果: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(CY150112片、NH102盐酸盐片、NH600001乳状注射液、Protollin鼻喷剂),提交IND申报资料项目1个(NH300094片),提交Pre-IND资料在审评项目4个(NH103草酸盐片、NH130枸橼酸盐片、盐酸(R)氯胺酮注射液、NHL35700片),其余项目均处于申报临床前系统药理学及毒理学研究或临床前候选药物研

究阶段。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(氟马西尼注射液、咪达唑仑注射液(10ml:50mg)、盐酸丁螺环酮片(5mg));获得仿制药生产批件 1 个(盐酸咪达唑仑口服溶液(118ml:236mg)),仿制药在审评项目 3 个(地佐辛及注射液、依托咪酯乳状注射液、奥氮平片)。公司持续加大研发投入,预计将不断有新产品获批,扩充公司产品线,从而进一步巩固公司在中枢神经药物领域的国内领先地位,其中地佐辛注射液、咪达唑仑注射液等产品预计将在 2022 年取得生产批件。

- **研发投入加大、加强新品推广导致研发费用率、销售费用率分别有所增长。** 2022H1,公司毛利率 75.84%,同比提升 0.05pct;净利率 22.15%,同比提升 0.13pct;销售费用率 35.70%,同比提升 0.54pct,销售费用率的增加预计主要系公司加强近期获批产品的市场推广;管理费用率 13.68%,同比提升 1.21pct;研发费用率 9.56%,同比提升 1.17pct,研发费用率提升主要与报告期内加大产品研发投入有关;财务费用率-0.21%。2022Q2,公司毛利率 76.33%,同比提升 2.52pct;净利率 25.44%,同比持平;销售费用率 32.26%,同比提升 4.43pct;管理费用率 13.18%,同比提升 0.12pct;研发费用 8.98%,同比下降 0.28pct。
- **盈利预测:** 公司所在的麻醉用药和精神用药领域具备较高的政策壁垒,作为质地优良的中枢神经用药龙头,业绩稳健,预计集采未来对公司业绩的影响基本消除;与此同时,公司新品种有望陆续上市,未来产品线将不断丰富,驱动公司业绩稳健快速增长。我们调整盈利预测,预计公司 2022-2024 年实现营业收入 44.26、52.84、62.69 亿元,同比增长 12.5%、19.4%、18.6%,归母净利润 9.05、10.99、13.35 亿元,同比增长 13.4%、21.4%、21.5%。对应 2022 年 8 月 1 日收盘价,PE 为 14.6、12.1、9.9 倍,维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 行业政策变化、质量控制、研发及销售不及预期等风险。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4043	4836	5897	7137
货币资金	1608	1507	2070	2731
交易性金融资产	1058	1400	1600	1800
应收票据及应收账款	677	1055	1270	1523
预付款项	20	30	34	39
存货	604	699	788	887
其他	76	145	135	159
非流动资产	1654	1420	1379	1320
长期股权投资	92	51	61	68
固定资产	1066	1003	936	866
在建工程	17	9	4	2
无形资产	96	86	75	65
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	9	8	8	8
其他	374	264	296	311
资产总计	5697	6256	7277	8457
流动负债	682	601	674	721
短期借款	38	38	38	38
应付票据及应付账款	267	195.88	263.84	309.23
其他	377	367	373	374
非流动负债	111	87	89	96
长期借款	0	0	0	0
其他	111	87	89	95
负债合计	793	688	763	817
股本	1008	1008	1008	1008
资本公积	119	119	119	119
未分配利润	3366	3996	4848	5857
少数股东权益	-17	-20	-23	-25
股东权益合计	4904	5569	6514	7640
负债及权益合计	5697	6256	7277	8457

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	798	905	1099	1335
折旧和摊销	115	79	80	80
资产减值准备	43	52	2	-6
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	6	-60	-69	-95
投资损失	-36	0	0	0
少数股东损益	0	-3	-2	-2
营运资金的变动	-252	-669	-241	-322
经营活动产生现金流量	701	317	862	990
投资活动产生现金流量	-393	-227	-224	-217
融资活动产生现金流量	-127	-191	-74	-112
现金净变动	180	-101	563	661
现金的期初余额	1392	1608	1507	2070
现金的期末余额	1572	1507	2070	2731

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3936	4426	5284	6269
营业成本	897	1012	1143	1285
税金及附加	54	57	71	84
销售费用	1595	1793	2156	2583
管理费用	148	173	214	257
研发费用	352	420	515	630
财务费用	-10	-60	-69	-95
其他收益	33	31	30	31
投资收益	36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-8	-9	-6	-8
资产减值损失	-35	0	0	0
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	926	1053	1279	1549
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	13	9	9	10
利润总额	916	1047	1271	1541
所得税	118	146	175	208
净利润	798	901	1096	1333
少数股东损益	0	-3	-2	-2
归属母公司净利润	798	905	1099	1335
EPS(元)	0.79	0.90	1.09	1.33

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	17.1%	12.5%	19.4%	18.6%
营业利润增长率	8.1%	13.7%	21.4%	21.1%
归母净利润增长率	9.5%	13.4%	21.4%	21.5%
盈利能力				
毛利率	77.2%	77.1%	78.4%	79.5%
净利率	20.3%	20.4%	20.8%	21.3%
ROE	16.2%	16.2%	16.8%	17.4%
偿债能力				
资产负债率	13.9%	11.0%	10.5%	9.7%
流动比率	5.93	8.05	8.74	9.90
速动比率	5.04	6.89	7.58	8.67
营运能力				
资产周转率	75.4%	74.1%	78.1%	79.7%
应收帐款周转率	602.6%	496.4%	435.3%	434.1%
存货周转率	170.2%	153.2%	151.6%	151.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.79	0.90	1.09	1.33
每股经营现金	0.70	0.31	0.86	0.98
每股净资产	4.88	5.55	6.49	7.61
估值比率(倍)				
PE	16.6	14.6	12.1	9.9
PB	2.7	2.4	2.0	1.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn