

2022 年 09 月 29 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

18.3

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2022/9/29)	15.77
深证成指(2022/9/29)	10919.44
股价 12 个月高/低	16.17/10.8
总发行股数(百万)	1007.59
A 股数(百万)	881.76
A 市值(亿元)	139.05
主要股东	徐州恩华投资有限公司(35.15%)
每股净值(元)	5.13
股价/账面净值	3.08
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.4 14.9 13.5

近期评等

日期	收盘价	评级
2022-04-26	11.34	买进

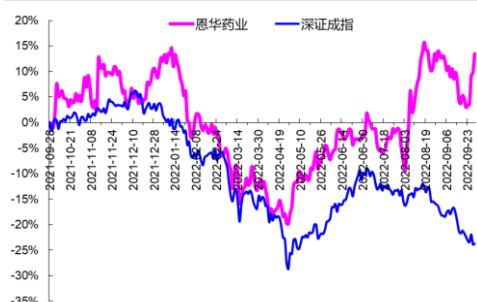
产品组合

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

疫情下稳健增长，未来成长可期

结论与建议：

- **疫情不改稳健增长：**公司是国内精麻细分领域龙头企业，受益于销售结构调整，麻醉业务的推动，上半年疫情期间仍实现稳健增长。具体来看，公司 22Q1、Q2 分别实现营收 9.9 亿元、10.1 亿元，分别 YOY+9.8%、+5.0%，分别录得净利润 1.9 亿元、2.6 亿元，分别 YOY+12.5%、+6.5%，Q2 新冠疫情导致多地实施了严格的管控措施，但公司仍实现了正增长。
- **集采影响边际减弱，麻醉线快速增长：**公司精神类和神经类纳入集采的品种主要是利培酮、氯氮平片、度洛西丁、阿立哌唑、加巴喷丁等，从营收层面来看，公司 21H1、21H2、22H1 精神类产品营收增速分别为-4.8%、-13.8%、-0.6%，神经类产品营收增速则分别为 1.4%、-29.3%、-3.0%，集采边际影响减弱；而公司麻醉类产品则在 2021 年和 2022 年先后获批了门槛较高的舒芬太尼、羟考酮和阿芬太尼，随着销售端的结构调整推动新品上量显著，公司 21H1、21H2、22H1 营收增速分别为+63.4%、38.3%、+12.9%，22H1 受疫情压制了销售增速，但预计 Q3 随着疫情改善，增速将会快速恢复。
- **创新快速推进，BD 项目进展顺利：**公司积极推动研发及 BD 项目，公司 22H1 投入科研经费 2.1 亿元，YOY+33.40%。具体来看，截止 22H1 末，公司共有 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）。另外，国际 BD 业务方面，奥赛利定富马酸盐（TRV-130）注射液于 2022 年 1 月正式递交上市 NDA 申请，前处于 NDA 审核阶段，2021 年 11 月从丹麦灵北公司授权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，此外，公司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，公司创新及 BD 项目丰富，并且推进顺利，未来成长可期。
- **盈利预计：**我们预计公司 2022、2023 年分别实现净利润 9.2 亿元、11.5 亿元，YOY 分别增长 15.5%、24.7%，EPS 分别为 0.91 元、1.14 元，对应 PE 分别为 17 倍和 14 倍。短期虽受疫情影响，但集采影响边际影响减弱，并且麻醉线的多个大产品收入持续上量可期，新品研发也在持续发力，我们看好公司的后续发展，公司目前估值偏低，我们维持“买进”的投资建议。
- **风险提示：**疫情影响超预期，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

..... 续下页

年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021	2022F	2023F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	663	729	798	921	1149
同比增减	%	26.39	9.88	9.46	15.47	24.72
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.66	0.72	0.79	0.91	1.14
同比增减	%	27.59	9.09	9.72	15.73	24.72
市盈率(P/E)	X	23.89	21.90	19.96	17.25	13.83
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.20	0.11	0.14
股息率 (Yield)	%	0.63	0.63	1.27	0.70	0.87

【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	2021	2022F	2023F
营业收入	4149	3361	3936	4520	5537
经营成本	1551	822	897	1079	1240
营业税金及附加	48	46	54	59	66
销售费用	1470	1310	1595	1712	2165
管理费用	180	133	148	183	210
财务费用	-10	-24	-10	-12	-33
资产减值损失				0	0
投资收益	47	21	36	15	35
营业利润	771	856	926	1069	1314
营业外收入	2	1	3	1	0
营业外支出	6	7	13	17	0
利润总额	767	850	916	1053	1314
所得税	110	123	118	138	171
少数股东损益	-6	-2	0	-7	-6
归母净利润	663	729	798	921	1149

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022F	2023F
货币资金	1821	1402	1608	1849	2126
应收账款	554	586	677	778	895
存货	345	434	604	725	870
流动资产合计	3003	3320	4043	4852	5822
长期股权投资	21	39	92	120	156
固定资产	838	1031	1066	1119	1175
在建工程	61	4	17	18	18
非流动资产合计	1198	1429	1654	1902	2187
资产总计	4202	4748	5697	6754	8010
流动负债合计	516	575	682	818	982
非流动负债合计	81	68	111	116	121
负债合计	597	643	793	934	1103
少数股东权益	-16	-18	-17	-107	-780
股东权益合计	3621	4123	4921	5926	7687
负债及股东权益合计	4202	4748	5697	6754	8010

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2019	2020	2021	2022F	2023F
经营活动所得现金净额	306	1248	701	771	864
投资活动所用现金净额	185	-912	-393	-268	-325
融资活动所得现金净额	-56	-305	-127	-50	-50
现金及现金等价物净增加额	435	31	180	453	489

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份内容以作任何用途。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)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价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券。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。