

业绩符合预期, 创新品种落地在即

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年第三季度报告, Q3 收入 11.2 亿元 (+8.9%), 归母净利润 2.9 亿元 (+12.4%)。前三季度收入 31.2 亿元 (+7.9%), 归母净利润 7.4 亿元 (+10.3%), 业绩符合预期。
- **麻醉板块表现亮眼, 咪达唑仑升类在即。** 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。公司正在推进咪达唑仑由二类精神药品转为一类精神药品, 升类有望于年底完成。考虑到政策明确规定一类精神药品不会纳入国家集采, 因此公司大单品的集采风险已近消除。
- **创新药落地预期高, 创仿分设, 创仿并重战略已见成效。** 公司加快创新药物研发, 持续推进重点仿制药产品的研发及一致性评价。公司目前已有 20 多个在研创新药项目, TRV-130 于 2022 年 1 月递交上市申请, 有望于 2023 年初上市。在重点仿制药产品研发及一致性评价方面, 公司开展一致性评价项目 16 个, 一致性评价在审评项目 3 个, 地佐辛注射液已通过技术审评符合要求, 进入综合评审阶段, 上市预期高。
- **医保谈判在即, 阿芬太尼未来有望实现以量换价。** 2022 年医保谈判在即, 公司旗下重磅品种阿芬太尼将参与本次医保谈判。阿芬太尼镇痛效果好、起效快、代谢快、作用时间短且呼吸抑制发生率低, 是新一代速效、短效和强效和镇痛药物, 我们认为, 考虑到本次医保谈判降幅有望缓和, 若阿芬太尼以小幅降价成功纳入医保, 未来有望实现以量换价, 为公司业绩持续注入动能。
- **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 9.3、11.2 和 13.3 亿元, 对应 EPS 为 0.93、1.12 和 1.32 元, 对应 PE 分别为 23、19 和 16 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(亿元)	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(亿元)	797.78	933.06	1124.14	1330.88
增长率	9.46%	16.96%	20.48%	18.39%
每股收益EPS(元)	0.79	0.93	1.12	1.32
净资产收益率 ROE	16.27%	16.32%	16.75%	16.88%
PE	27	23	19	16
PB	4.42	3.79	3.23	2.75

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)	11.32-21.65
总市值(亿元)	216.62
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): 业绩符合预期, 创仿并重战略稳步推进 (2022-08-01)
2. 恩华药业(002262): 步履稳健, 昂首阔步走创新之路 (2022-04-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3935.66	4382.74	5155.87	6066.02	净利润	798.02	933.06	1124.14	1330.88
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	1853.90	2062.35	2305.09	资产减值损失	-35.35	-30.00	0	-20.00
管理费用	148.41	166.54	198.50	236.57	经营营运资本变动	-219.74	-173.30	-163.96	-218.73
财务费用	-10.45	2.19	0.52	0.61	其他	53.57	9.11	-19.15	0.40
资产减值损失	-35.35	-30.00	0.00	-20.00	经营活动现金流净额	701.12	904.49	1109.32	1264.90
投资收益	36.23	20.00	20.00	20.00	资本支出	-99.73	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-292.79	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0	0	0	0	投资活动现金流净额	-392.52	-20.00	-20.00	-20.00
营业利润	925.87	1078.29	1298.09	1535.50	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	1070.74	1290.01	1527.26	股权融资	69.49	0	0	0
所得税	117.75	137.68	165.88	196.38	支付股利	-100.76	-110.29	-128.99	-155.41
净利润	798.02	933.06	1124.14	1330.88	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	-129.51	-156.02
归属母公司股东净利润	797.78	933.06	1124.14	1330.88	现金流量净额	180.02	698.04	959.81	1088.89
资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1607.59	2305.63	3265.45	4354.33	成长能力				
应收和预付款项	713.87	776.86	930.86	1094.13	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%	16.46%	20.38%	18.29%
其他流动资产	1117.38	1075.26	1078.23	1081.73	净利润增长率	9.75%	16.92%	20.48%	18.39%
长期股权投资	92.34	92.34	92.34	92.34	EBITDA 增长率	10.63%	20.71%	17.89%	16.47%
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%	46.15%	43.86%	41.91%
其他非流动资产	256.89	255.99	255.09	254.19	净利率	20.28%	21.29%	21.80%	21.94%
资产总计	5697.19	6549.98	7725.01	9120.86	ROE	16.27%	16.32%	16.75%	16.88%
短期借款	38.00	0	0	0	ROA	14.01%	14.25%	14.55%	14.59%
应付和预收款项	401.59	448.96	570.03	704.68	ROIC	37.34%	40.10%	46.13%	51.50%
长期借款	0.23	0.23	0.23	0.23	EBITDA/销售收入	26.18%	28.38%	28.44%	28.15%
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	0.72	0.72	0.72
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	4605.50	5600.65	6776.12	存货周转率	1.70	1.72	1.61	1.63
归属母公司股东权益	4920.69	5732.50	6727.65	7903.12	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	5715.55	6710.69	7886.16	资产负债率	13.93%	12.74%	13.13%	13.54%
负债和股东权益合计	5697.19	6549.98	7725.01	9120.86	带息债务/总负债	4.82%	0.03%	0.02%	0.02%
					流动比率	5.93	6.94	7.00	6.99
					速动比率	5.04	5.75	5.84	5.81
					股利支付率	12.63%	11.82%	11.47%	11.68%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1030.48	1243.90	1466.39	1707.86	每股收益	0.79	0.93	1.12	1.32
PE	27.34	23.21	19.26	16.27	每股净资产	4.87	5.67	6.66	7.83
PB	4.45	3.79	3.23	2.75	每股经营现金	0.70	0.90	1.10	1.26
PS	5.54	4.94	4.20	3.57	每股股利	0.10	0.11	0.13	0.15
EV/EBITDA	18.24	14.37	11.54	9.27					
股息率	0.46%	0.51%	0.60%	0.72%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，若您并非本公司签约客户，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
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	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
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn