

Jiangsu Nhwa Pharmaceutical (002262)

Old-brand leader of psychopharmaceuticals and narcotics sees meaningful transformation with the launch of new drugs

Buy (Initiation)

27 February 2023

Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	3,936	4,304	5,123	6,328
Growth (YoY %)	17%	9%	19%	24%
Net profit (RMB mn)	798	904	1,101	1,380
Growth (YoY %)	9%	13%	22%	25%
EPS (RMB)	0.79	0.90	1.09	1.37
P/E (X)	30.06	26.53	21.77	17.38

Key words: # new products, technology, clients

Investment Thesis

- **Main logic:** 1) Intensive launch of new drugs is likely to drive 2023-25 CAGR to reach 20% for Jiangsu Nhwa Pharmaceutical (JSNP); 2) Diminishing influence of centralized procurement contributes to high visibility of its long-term growth; 3) Both quantity and price of new drugs grow with industry transition; 4) Perioperative products benefit from liberalization of Covid control measures and expansion of ICU, hopefully driving short-term performance to beat expectation; 5) Valuation of JSNP's shares is at a historical low.
- **We expect TRV130 to become its second curve with market size of Rmb2.4bn.** Oliceridine injection (TRV130) is a G protein-biased μ -opioid receptor (MOR) agonist, introduced from Trevina U.S., that reduces adverse reactions. We see high certainty of strong demand for TRV130: 1) TRV130 is expected to be launched in 1Q23, thanks to its advance R&D progress; 2) JSNP enjoys mature sales system and distinct channel advantages; 3) Low incidence rate of analgesia-related nausea, vomiting, respiratory depression and other adverse reactions for TRV130; 4) We see strong competency of TRV130 in the innovative opium analgesic market of ~Rmb19.7bn, in which only SHR8554, SHR0410 and other 2 drugs are in the late stage of clinical trial. We believe that sales of TRV130 are likely to reach its peak of Rmb2.4bn in 2030, with Rmb105 per unit, 20mn units, 9.1mn users, and a penetration rate of only 8.6% of the related population.
- **Upgraded analgesic products contribute to new sources of JSNP's growth.** The market size of fentanyl series plus oxycodone exceeds Rmb6.0bn, with 80%+ of the market share dominated by Humanwell Healthcare and Mundipharma. JSNP's analgesics under CDS (Controlled Drug Substance) received approval in 2020 and 2021, and with only <4% of the market share currently, we expect its launch to capture the market. End market size of dezocine, led by Yangtze River Pharmaceutical Group, reached Rmb8.2bn in 2021. JSNP expects its dezocine products to be approved in 2Q23, contributing to meaningful earnings elasticity. Meanwhile, development of drugs with high GPM drives up JSNP's overall profitability, with prices of traditional etomidate and midazolam <Rmb40/unit, and prices of recently approved analgesics in Rmb90-140/unit.
- **We see high visibility of long-term growth for JSNP with diminishing influence of centralized procurement and high barriers of psychopharmaceutical and narcotic drugs.** Whole process of production, distribution, and sales for psychopharmaceutical and narcotic drugs are under tight regulation, leading to stable competitive landscape and price in the medium and long run. Unfavorable influence of centralized procurement basically fades away, and JSNP's psychopharmaceuticals (such as risperidone, aripiprazole, and duloxetine), narcotic drugs (such as dexmedetomidine and propofol), and nervous system drugs (such as gabapentin) have already been included in the centralized procurement list. No products from JSNP are listed in the 7th and 8th list.
- **Earnings Forecast & Rating:** We expect it to achieve net profit of Rmb0.9/1.1/1.38bn, with corresponding P/E at 27x/22x/17x. We initiate with the Buy rating.
- **Risks:** Centralized procurement, intensified competition, R&D failure, pandemic impacts.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	23.80
52-week Range (RMB)	10.97/26.25
P/B (X)	4.39
Market Cap (RMB mn)	23,980.6

Basic Data

BVPS (RMB)	5.42
Liabilities/assets (%)	12.93
Total Issued Shares (mn)	1,007.59
Shares outstanding (mn)	881.76

Related reports

《恩华药业(002262): 招标放量驱动核心品种高速增长, 业绩超预期》

2019-02-28

《恩华药业(002262): 扣非增长超预期, 工业板块招标放量显著, 商业板块受两票制影响下滑》

2018-10-23

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employee **Guoguang Zhu (朱国广)**.

精麻老牌劲旅，新药上市迎蜕变

买入（首次）

2023年2月27日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,936	4,304	5,123	6,328
同比	17%	9%	19%	24%
归属母公司净利润（百万元）	798	904	1,101	1,380
同比	9%	13%	22%	25%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.79	0.90	1.09	1.37
P/E（现价最新股本摊薄）	30.06	26.53	21.77	17.38

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **投资逻辑：**1)新品密集上市，业绩加速，2023-25年增长中枢有望达20%；2)集采出清，长逻辑通顺；3)行业新老交替，新药“量价齐升”；4)疫情放开+ICU扩建，围手术产品受益，短期业绩有望超预期；5)估值历史底部，亟待修复。五重因素共振，上行趋势明确。

■ **TRV130 引领第二增长曲线，有望成为24亿元级重磅。**Oliceridine注射液（简称“TRV130”）自美国 Trevena 公司引进，G 蛋白偏向性 μ -阿片受体（MOR）激动剂能够减少不良反应。TRV130 放量确定性较强：1)研发进度领先，有望于1Q23上市；2)恩华药业销售体系成熟，渠道优势明显；3)镇痛相关恶心、呕吐、呼吸抑制等不良反应发生率极低；4)竞争格局较好，TRV130 定位 197 亿镇痛市场，阿片类创新镇痛药物，临床后期的仅 SHR8554、SHR0410 等 4 款。我们预计，TRV130 将于 2030 年达到销售峰值 24 亿元，对应 105 元/支，销量 2 千万只，用药人数为 910 万，手术相关人群渗透率仅 8.6%。

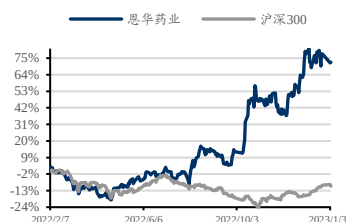
■ **镇痛产品推陈出新，贡献新增长点。**“芬太尼系列+羟考酮”市场超 60 亿元，人福医药、萌蒂市占率超 80%。公司管制类镇痛药于 2020-21 年集中获批，市占率<4%，有望抢占市场。地佐辛 2021 年终端达 82 亿元，由扬子江主导，公司“光脚”地佐辛预计 2Q23 获批，贡献弹性。同时，传统品种依托咪酯、咪达唑仑价格不超过 40 元/支，新获批镇痛药在 90-140 元/支，高毛利品种带动盈利能力提升。

■ **集采出清，精麻药物高壁垒，长逻辑通顺。**精麻药物生产、流通、销售全流程受到强监管，格局、价格中长期稳定。集采利空基本出清，公司精神类产品（如利培酮、阿立哌唑、度洛西汀等）、麻醉类（右美托咪定、丙泊酚）及神经类（加巴喷丁），已纳入集采且在报表端充分反应，7、8 批集采无公司产品。依托咪酯乳状注射液尚为国内独家，咪达唑仑注射液积极推进升级“红处方”。存量仿制药，仅齐拉西酮、丁螺环酮体量较大，2022 年销售额预计不超过 4 亿元。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计，公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.0/11.0/13.8 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 27/22/17 倍。由于：1)镇痛药物矩阵初成，驱动业绩加速；2)精麻药物市场大、壁垒高，集采利空出清，长逻辑通顺；3)“疫情放开+ICU 扩建”利好围手术用药。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**带量采购、竞争恶化、研发失败、新冠疫情

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.80
一年最低/最高价	10.97/26.25
市净率(倍)	4.39
流通 A 股市值(百万元)	20,985.88
总市值(百万元)	23,980.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.42
资产负债率(%，LF)	12.93
总股本(百万股)	1,007.59
流通 A 股(百万股)	881.76

相关研究

《恩华药业(002262)：招标放量驱动核心品种高速增长，业绩超预期》

2019-02-28

《恩华药业(002262)：扣非增长超预期，工业板块招标放量显著，商业板块受两票制影响下滑》

2018-10-23

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢朱国广的指导。

1. 投资逻辑：五重因素共振，上行趋势明确

一、新品快速上市，业绩加速确定性强。新药驱动业绩加速，芬太尼系列、羟考酮新品上市，TRV-130、地佐辛即将上市，贡献新增长点。TRV-130 定位 197 亿元镇痛市场，预计 2023 年 Q1 上市，有望成为 24 亿元级品种。4 款管制麻醉产品（瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼和羟考酮），2022 年预计销售 4-5 亿元，2023 年有望翻倍。公司“光脚”地佐辛即将上市，单品种终端超 80 亿元，想象空间大，贡献业绩弹性。

表1：恩华药业新增长点

品种	上市时间	21 年市场 (亿元)	21 年市占率 (%)	预期市占率 (%)	销售峰值 (亿元)
TRV130	1Q23E	197	0%	12%	24.0
地佐辛	2Q23E	82	0%	15%	12.3
瑞芬太尼	2014/09	30	7.5%	25%	7.5
舒芬太尼	2020/12	21	2%	25%	5.3
阿芬太尼	2021/11	1.5	0.04%	25%	0.5
羟考酮注射液	2021/02	2.5	6%	25%	0.5
合计					50

数据来源：CHIS，东吴证券（香港）（TRV130 对应的终端为镇痛药物市场，其他仿制药对应终端为品种销售额；TRV130 的销售峰值参考“图 12”，其他药物销售峰值根据 2027 年的预期市占率简易测算）

二、集采利空出清，中长期逻辑通顺。集采影响小，精麻药物高壁垒。生产、流通、销售、使用，全流程受到强监管，格局、价格中长期稳定。集采利空基本出清，公司精神类产品（如利培酮、阿立哌唑、度洛西汀等）、普通麻醉类产品（右美托咪定、丙泊酚）及神经类产品（加巴贲丁），已纳入集采且在报表端充分反应，7、8 批集采不涉及公司产品，2023 年无负面影响。依托咪酯乳状注射液尚为国内独家，竞争格局优良。咪达唑仑注射液对标三唑仑，具有流弊风险，公司极推进合理使用、升级管控，防范滥用。存量较大仿制药，仅齐拉西酮、丁螺环酮，2022 年销售体量预计不超过 4 亿元。

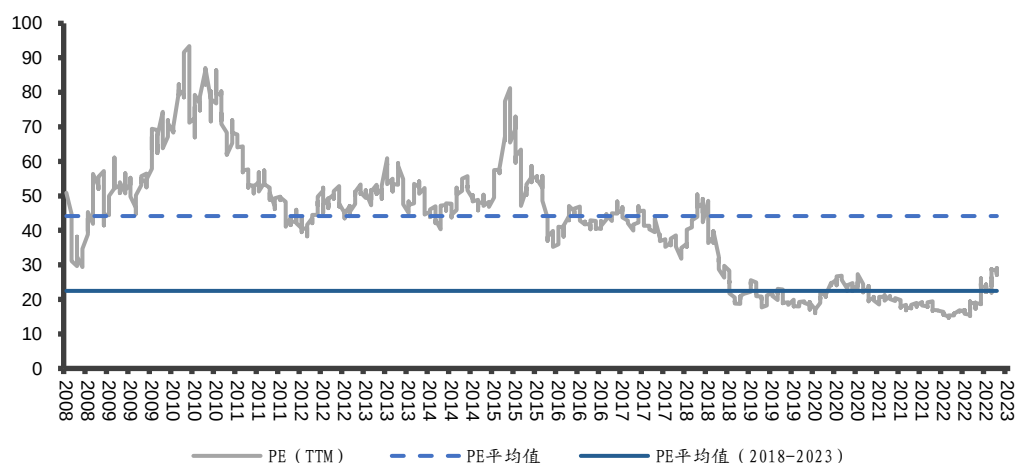
三、行业新老交替，新品上市量价齐升。右美托咪定、丙泊酚分别纳入“4+7”、第四批国家集采，2021 年销售达 40、39 亿元，2022 年 Q1-3 销售额仅为 18、24 亿元，大幅下降，为依托咪酯、咪达唑仑腾出空间。地佐辛调出医保，于 2023 年 1 月纳入《第二批国家重点监控合理用药药品目录》，为恩华药业镇痛新药腾出空间。依托咪酯（10ml:20mg）、咪达唑仑（2ml:10mg）价格分别为 37、21 元/支，芬太尼价格在 90-140 元/支，羟考酮注射液（1ml:10mg）价格在 214 元/支，TRV130 谈判后的价格中枢有望达 150 元/支，新品替代老产品放量，盈利能力提高。

四、疫情放开后，“需求恢复+重症增加+ICU 扩建”促围手术药物使用。手术医疗需求最为刚性，放开后住院、手术人次有望恢复。2016-2019 年，住院患者人数分别为 2.3、2.4、2.5、2.7 亿人，平均增速为 6%；住院病人手术人次分别为 5.1、5.6、6.2、6.9 千万人，平均增速为 11.1%。2019 年底新冠疫情爆发，2020 年住院患者人数、手术人次

人数分别为 2.3 亿人、6.7 千万人，同比增速为-13.5%、-3.8%，近 5 年首次下滑。疫情放开，预期医院手术量会有较大程度的恢复。重症床位快速增加，市场扩容。同时，海外各国普遍存在超额死亡，重症患者数量增加，相关药物的使用需求有望提高。

五、估值历史底部，边际改善驱动修复。公司 2008 年上市至今（2023 年 1 月 24 日），PE 平均值为 44x。2018 年集采启动，制药板块估值承压，18 年至今 PE 平均值为 22x。我们认为，集采利空基本出清，新品陆续上市，公司具有长期盈利能力，当前（2023 年 1 月 24 日）PE（TTM）仅 29x，估值水平有望重回/超过 44x。

图1：公司历史估值情况



数据来源：wind，东吴证券（香港）

2. 风险提示

带量采购风险：药品带量采购步入常态化，若涉及存量仿制药品种数量增加，采购量的增加无法抵消价的降低，销售收入下降（米达唑仑、齐拉西酮、丁螺环酮）；

竞争恶化风险：部分创新药同质化在研产品众多，若同类产品上市数量增加将导致竞争格局恶化（依托咪酯乳状注射液）；

研发失败风险：创新药研发风险高、投入大、环节多、周期长，研发进展难以预期，研发失败的风险不可忽视；

新冠疫情风险：新冠疫情影响形势变化及一些无法抗拒的自然灾害，可能对公司经营带来不利影响。

恩华药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,043	4,635	6,040	7,322	营业总收入	3,936	4,304	5,123	6,328
货币资金及交易性金融资产	2,666	3,526	4,061	5,528	营业成本(含金融类)	897	981	1,182	1,429
经营性应收款项	740	827	1,013	1,239	税金及附加	54	56	69	85
存货	604	244	926	509	销售费用	1,595	1,649	2,011	2,491
合同资产	0	0	0	0	管理费用	148	173	201	247
其他流动资产	32	39	41	47	研发费用	352	298	396	498
非流动资产	1,654	1,774	1,906	2,024	财务费用	-10	0	0	0
长期股权投资	92	117	149	186	加:其他收益	33	35	42	52
固定资产及使用权资产	1,141	1,228	1,325	1,399	投资净收益	36	39	42	56
在建工程	17	17	17	17	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	96	91	86	81	减值损失	-43	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	9	9	9	营业利润	926	1,220	1,348	1,686
其他非流动资产	298	311	320	332	营业外净收支	-10	0	0	0
资产总计	5,697	6,409	7,946	9,347	利润总额	916	1,220	1,348	1,686
流动负债	682	545	919	861	减:所得税	118	170	185	228
短期借款及一年内到期的非流动负债	63	63	63	63	净利润	798	1,051	1,163	1,458
经营性应付款项	267	119	377	240	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	24	25	40	41	归属母公司净利润	798	904	1,101	1,380
其他流动负债	328	337	439	516					
非流动负债	111	111	111	111	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.79	0.90	1.09	1.37
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	879	1,182	1,307	1,631
租赁负债	48	48	48	48	EBITDA	1,017	1,340	1,480	1,813
其他非流动负债	64	64	64	64					
负债合计	793	656	1,030	973	毛利率(%)	77.20	77.20	76.93	77.41
归属母公司股东权益	4,921	5,623	6,724	8,104	归母净利率(%)	20.27	21.00	21.50	21.80
少数股东权益	-17	130	191	270					
所有者权益合计	4,904	5,753	6,916	8,374	收入增长率(%)	17.09	9.36	19.02	23.54
负债和股东权益	5,697	6,409	7,946	9,347	归母净利润增长率(%)	9.46	13.29	21.86	25.26

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	701	1,301	799	1,713	每股净资产(元)	4.88	5.58	6.67	8.04
投资活动现金流	-393	-239	-264	-246	最新发行在外股份(百万股)	1,008	1,008	1,008	1,008
筹资活动现金流	-127	-202	0	0	ROIC(%)	16.74	18.71	17.48	18.19
现金净增加额	180	860	535	1,467	ROE-摊薄(%)	16.21	16.07	16.38	17.02
折旧和摊销	138	158	174	183	资产负债率(%)	13.93	10.24	12.97	10.41
资本开支	-206	-210	-234	-220	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.06	26.53	21.77	17.38
营运资本变动	-249	131	-496	127	P/B(现价)	4.87	4.26	3.57	2.96

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

