

2023 年 02 月 28 日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

31

恩华药业(002262.SZ)

Buy 买进

2022 年净利同比增长 13%，符合预期

结论与建议：

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2023/2/27)	25.60
深证成指(2023/2/27)	11701.95
股价 12 个月高/低	27.27/10.8
总发行股数(百万)	1007.59
A 股数(百万)	881.76
A 市值(亿元)	225.73
主要股东	徐州恩华投资有限公司(35.15%)
每股净值(元)	5.58
股价/账面净值	4.59
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.8 34.6 88.8

近期评等

日期	收盘价	评级
2022-11-01	20.21	买进

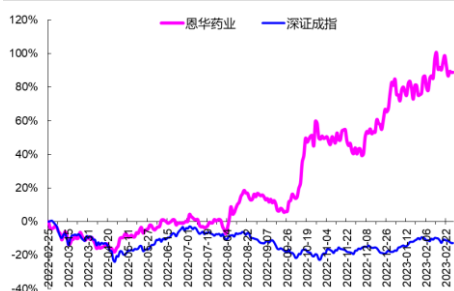
产品组合

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



➤ **公司业绩：**公司发布业绩快报，2022 年实现营收 43.0 亿元，YOY+9.2%，录得归母净利润 9.0 亿元，YOY+12.7%，扣非后净利 YOY+11.8%，公司业绩基本符合我们的预期。分季度来看，公司 2022 年 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营收 9.9 亿元、10.1 亿元、11.2 亿元、11.8 亿元，YOY 分别+9.8%、+5.0%、+9.0%、+12.8%，分别录得归母净利润 1.9 亿元、2.6 亿元、2.9 亿元、1.6 亿元，YOY 分别+12.5%、+6.5%、+12.4%、+25.7%。

➤ **年末疫情重症上峰，麻醉需求增加：**Q4 业绩增长较快，一方面是公司 Q4 营收端提速，我们认为主要是年末新冠疫情使得重症数增加，相应麻醉需求增加，带动公司麻醉类产品的销售的增长；另一方面，我们估计公司 Q4 所得税部分及少数股东损益也有一定贡献。由于 2023 年 1 月仍处于重症高峰阶段，我们认为疫情因素对 23Q1 业绩仍将有一定的助推作用。从 2022 年全年来看，麻醉线估计增长 15%，受益于新品舒芬太尼、阿芬太尼、羟考酮等实现高速增长，依托咪酯、咪达唑仑老品种在公司的销售推广下估计延续较快增长；精神线及神经线估计任然偏弱。

➤ **芬太尼类产品后续增长动力充足，集采压力降低，新品也将逐步进入收获期：**展望未来，新品舒芬太尼、阿芬太尼医院覆盖率还有较大提升空间，将继续推动公司业绩增长，并且阿芬太尼后续也有望进入医保实现快速放量，而公司目前可纳入集采的大部分品种已被集采，后续集采压力降低。此外公司奥赛利定富马酸盐（TRV-130）注射液正在审批中，预计今年可上市，NH600001 乳状注射液预计 2024 年底报产，NHL35700 片预计 2024-2025 年报产，公司未来将会陆续有创新药上市。

➤ **盈利预计：**我们预计公司 2023、2024 年分别实现净利润 10.9 亿元、12.6 亿元，YOY 分别增长 21.2%、15.3%，EPS 分别为 1.08 元、1.25 元，对应 PE 分别为 24 倍和 21 倍，目前估值相对合理，我们维持“买进”的投资建议。

➤ **风险提示：**疫情波动影响，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

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022F	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	729	798	899	1090	1256
同比增减	%	9.88	9.46	12.67	21.21	15.26
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.72	0.79	0.89	1.08	1.25
同比增减	%	9.09	9.72	12.92	21.21	15.26
市盈率(P/E)	X	35.56	32.41	28.70	23.67	20.54
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.20	0.11	0.13	0.15
股息率 (Yield)	%	0.39	0.78	0.42	0.51	0.58

【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	2020	2021	2022F	2023F	2024F
营业收入	3361	3936	4297	5085	6009
经营成本	822	897	1020	1158	1333
营业税金及附加	46	54	58	61	72
销售费用	1310	1595	1638	1932	2349
管理费用	133	148	180	193	228
财务费用	-24	-10	-9	-31	-36
资产减值损失			0	0	0
投资收益	21	36	36	35	35
营业利润	856	926	1003	1246	1436
营业外收入	1	3	1	0	0
营业外支出	7	13	15	0	0
利润总额	850	916	990	1246	1436
所得税	123	118	118	162	187
少数股东损益	-2	0	-28	-5	-6
归母净利润	729	798	899	1090	1256

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2020	2021	2022F	2023F	2024F
货币资金	1402	1608	1849	2126	2445
应收账款	586	677	778	895	1029
存货	434	604	725	870	1044
流动资产合计	3320	4043	4852	5822	6987
长期股权投资	39	92	120	156	203
固定资产	1031	1066	1119	1175	1234
在建工程	4	17	18	18	19
非流动资产合计	1429	1654	1902	2187	2516
资产总计	4748	5697	6754	8010	9502
流动负债合计	575	682	818	982	1178
非流动负债合计	68	111	116	121	125
负债合计	643	793	934	1103	1304
少数股东权益	-18	-17	-107	-780	-6472
股东权益合计	4123	4921	5926	7687	14670
负债及股东权益合计	4748	5697	6754	8010	9502

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
经营活动所得现金净额	1248	701	771	1,003	1,133
投资活动所用现金净额	-912	-393	-268	-325	-382
融资活动所得现金净额	-305	-127	-50	-50	-50
现金及现金等价物净增加额	31	180	453	628	701

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。