



医药生物 化学制药

2023-10-26

公司点评报告

买入/维持

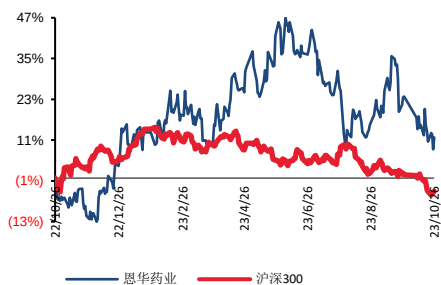
恩华药业(002262)

目标价: 30.34

昨收盘: 24.05

核心麻醉业务稳定增长，多款镇痛产品逐步放量

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,008/882
总市值/流通(百万元)	24,232/21,206
12 个月最高/最低(元)	31.60/18.88

相关研究报告:

证券分析师: 谭紫媚

电话: 0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520090001

证券分析师: 张懿

电话: 021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523100002

事件: 2023 年 10 月 25 日, 公司发布 2023 年第三季度报告: 公司 2023 年前三季度实现营业收入 36.56 亿元, 同比增长 17.17%; 归母净利润 8.86 亿元, 同比增长 19.38%; 扣非净利润 8.86 亿元, 同比增长 18.91%; 经营性现金流量净额 8.19 亿元, 同比增长 27.86%。

其中, 2023 年第三季度营业收入 12.56 亿元, 同比增长 12.21%; 归母净利润 3.41 亿元, 同比增长 15.82%; 扣非净利润 3.40 亿元, 同比增长 15.34%。

同日, 公司披露 2023 年业绩预告, 预计净利润 9.91 亿元-11.71 亿元, 同比增长 10%-30%。

核心麻醉业务稳定增长，镇痛产品放量略受影响

我们预计前三季度公司麻醉业务收入约 20 亿元, 同比增长约 25%, 占营收比重约 50%。麻醉镇静核心产品依托咪酯和咪达唑仑预计持续高增长, 贡献稳定收入。公司近年上市的管制类麻醉镇痛产品瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼和羟考酮竞争格局较好, 且纳入集采风险较低, 有望保持高速增长, 逐步提升市占率, 成为公司业绩主要驱动力。在三季度医疗反腐大背景下, 整体市场推广有所放缓, 我们预计镇痛产品放量略受影响, 但全年仍有望实现翻倍增长。

2023 年 5 月 8 日, 富马酸奥赛利定注射液(TRV130) 正式获得国家药品监督管理局的上市批准, 用于治疗成人患者严重到需要静脉注射阿片类药物的急性疼痛, 也可作为替代疗法效果不佳时的选择。随着今年纳入医保工作的推进, TRV130 有望借助公司成熟的销售渠道快速放量, 成为术后镇痛的重磅单品, 为公司业绩贡献新的增量, 进一步提升公司在麻醉镇痛领域的市占率。

集采利空出清，精神和神经产品逐步恢复增长

我们预计前三季度公司精神业务收入约 8 亿元, 同比增长约 5%。氯氮平、利培酮、度洛西汀、阿立哌唑等集采品种逐步恢复正增长, 非集采品种丁螺环酮、碳酸锂、氯硝西洋预计同比增长约 10%以上, 有望今年带动精神业务高个位数增长。

公司神经业务前三季度预计收入约 1 亿元, 同比下滑约 10%。加巴喷丁受集采降价影响收入下滑, 利鲁唑因竞争对手降价导致被动降价, 造成短期收入下滑。但神经业务收入占比较小, 全年神经业务仍有望保持持平。

期间费用有所下降，净利率维持稳定

2023年前三季度，公司的销售毛利率同比下降3.32pct至73.11%；销售费用率同比下降4.65pct至30.12%；管理费用率同比下降0.28pct至4.14%；研发费用率同比提升1.19pct至10.52%，绝对额同比增加32.11%；财务费用率同比提升0.09pct至-0.27%；综合影响下，公司销售净利率同比提升0.58pct至24.16%。

其中，2023年第三季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为71.89%、25.38%、4.53%、11.70%、-0.47%、27.00%，分别变动-5.58pct、-7.73pct、-0.44pct、+2.78pct、-0.34pct、+0.86pct。

盈利预测与投资评级：基于公司核心业务板块分析，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为11.30/13.81/17.42亿元，同比分别增长25.46%/22.16%/26.15%，对应EPS分别为1.12/1.37/1.73元，对应当前股价PE分别为21/17/14倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：部分核心产品降价，管控升级风险；新镇痛产品放量不及预期；创新药研发进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4299	5207	6274	7694
(+/-%)	9.22	21.12	20.49	22.63
归母净利(百万元)	901	1130	1381	1742
(+/-%)	12.93	25.46	22.16	26.15
摊薄每股收益(元)	0.89	1.12	1.37	1.73
市盈率(PE)	27.58	20.78	17.01	13.48

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1608	1532	2584	3677	5089	营业收入	3936	4299	5207	6274	7694
应收和预付款项	697	884	997	1214	1496	营业成本	897	1020	1204	1422	1695
存货	604	716	799	964	1148	营业税金及附加	54	57	70	85	104
其他流动资产	1135	1518	1494	1501	1510	销售费用	1595	1655	2044	2460	3009
流动资产合计	4043	4650	5874	7357	9244	管理费用	148	193	216	263	326
长期股权投资	92	78	78	78	78	财务费用	(10)	(21)	0	0	0
投资性房地产	54	53	53	53	53	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	1066	1145	1145	1145	1145	投资收益	36	36	43	53	65
在建工程	17	92	124	168	213	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	167	224	195	202	203	营业利润	926	1003	1273	1547	1948
长期待摊费用	9	19	19	19	19	其他非经营损益	(10)	(14)	0	0	0
其他非流动资产	248	220	220	220	220	利润总额	916	990	1273	1547	1948
资产总计	5697	6482	7709	9242	11175	所得税	118	110	156	185	232
短期借款	38	30	30	30	30	净利润	798	880	1117	1362	1717
应付和预收款项	243	260	301	364	432	少数股东损益	0	(21)	(13)	(19)	(25)
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	798	901	1130	1381	1742
其他负债	512	606	676	784	933	预测指标					
负债合计	793	897	1007	1179	1395		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	1008	1008	1008	1008	1008	毛利率	77.20%	76.26%	76.88%	77.33%	77.97%
资本公积	119	119	119	119	119	销售净利率	20.27%	20.96%	21.71%	22.01%	22.64%
留存收益	3783	4482	5612	6993	8735	销售收入增长率	17.09%	9.22%	21.14%	20.48%	22.64%
归母公司股东权益	4921	5622	6753	8133	9875	EBIT 增长率	10.52%	3.29%	28.31%	21.43%	26.19%
少数股东权益	(17)	(37)	(51)	(70)	(95)	净利润增长率	9.46%	12.93%	25.46%	22.16%	26.15%
股东权益合计	4904	5585	6702	8064	9781	ROE	16.21%	16.02%	16.74%	16.98%	17.64%
负债和股东权益	5697	6482	7709	9242	11175	ROA	14.00%	13.90%	14.66%	14.94%	15.59%
现金流量表(百万)						ROIC	36.63%	32.40%	40.00%	44.14%	50.36%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS (X)	0.79	0.89	1.12	1.37	1.73
经营性现金流	678	835	1012	1091	1393	PE (X)	19.81	27.58	20.78	17.01	13.48
投资性现金流	(393)	(689)	40	3	19	PB (X)	3.20	4.40	3.48	2.89	2.38
融资性现金流	(127)	(241)	0	0	0	PS (X)	4.01	5.75	4.51	3.74	3.05
现金增加额	158	(94)	1052	1093	1412	EV/EBITDA (X)	14.21	22.25	17.81	13.90	10.23

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。