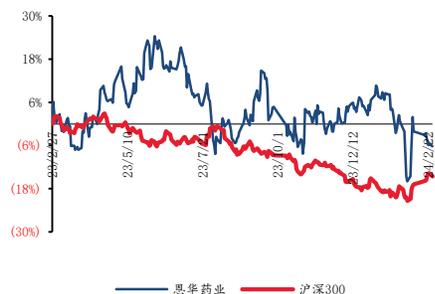


医药 化学制药

引进 TEVA 安泰坦，深化 CNS 领域合作布局

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本(百万股)	1,007.59
总市值/流通(百万元)	24,011.00
12个月内最高/最低价	31.98/20.64

相关研究报告

<<恩华药业：精麻赛道领头羊，创新发展新机遇>>—2023-11-22
<<核心麻醉业务稳定增长，多款镇痛产品逐步放量>>—2023-10-29

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编号：S1190520090001

证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

执业资格证书编号：S1190523100002

事件：2024年2月26日，恩华药业发布《关于全资子公司签署产品商业化许可和合作协议的公告》。

根据合作协议，公司全资子公司恩华和信获得梯瓦 (TEVA) 安泰坦于中国大陆的商业化权益，恩华和信应向 TEVA 或其关联方支付 3000 万美元的许可费 (1000 万美元首付款+2000 万美元年度许可费)，协议期限自 2024 年 2 月 22 日至 2029 年 2 月 22 日，恩华和信将在 2024-2028 年期间完成 TEVA 安泰坦总计约 20-25 亿元人民币的销售额。

全球首个获批的氘代药物

安泰坦 (氘丁苯那嗪片) 是 2017 年美国 FDA 批准的全球首个氘代药物，是一款基于多巴胺受体超敏假说的囊泡单胺转运蛋白 2 (VMAT2) 抑制剂。2020 年，氘丁苯那嗪片获得中国 NMPA 批准上市，用于治疗成人亨廷顿舞蹈症 (HD) 及成人迟发性运动障碍 (TD)，并于当年通过国家医保谈判进入医保目录。

亟待被满足的临床治疗需求

亨廷顿舞蹈症 (HD) 是一种罕见的常染色体显性遗传的中枢神经系统神经退行性疾病，在亚洲的总患病率为 0.40 人/10 万人，平均发病年龄约 40 岁，症状包括不自主舞蹈样症状、认知障碍和精神障碍。不自主舞蹈样症状 (无意识的、随机和突然的扭曲和/或转动的运动) 是该病最显著的身体表现之一，可能出现在约 90% 的 HD 患者中。目前尚无延缓 HD 病程进展的疾病修饰药物，因此强调综合性治疗，包括药物对症治疗协同康复及心理治疗，在疾病的不同阶段各有侧重。药物对症治疗的主要目标是控制症状，提高生活质量。

迟发性运动障碍 (TD) 是一种以舌头、嘴唇、脸、躯体和四肢部位的重复且不可控的运动为特征的运动紊乱。TD 在长期接受抗精神病药治疗的中国精神分裂症患者当中的患病率约 33.7%，这意味着使用抗精神病药物的精神分裂症患者中有三分之一可能患有 TD，严重影响患者的生活质量和他们的社会功能。TD 通常被认为是不可逆的，涉及到的药物和非药物治疗方法多数缺乏特异性。

氘丁苯那嗪片主要看点：

1、HD 已被纳入 2018 年《第一批罕见病目录》，目前医保目录内同治疗领域仅有氘丁苯那嗪片可供临床使用，具备先发优势。

2、TD 在长期接受抗精神病药治疗的中国精神分裂症患者当中的患病率约 33.7%，氘丁苯那嗪片是中国第一个批准治疗 TD 的药物，可显著减少 TD 患者异常不自主运动且具有良好的耐受性。

3、氘丁苯那嗪片最低治疗剂量的日治疗费用约 78.2 元，借助恩华在国内 CNS 领域成熟的渠道优势，氘丁苯那嗪片远期销售峰值有望达 10 亿元。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.84/13.43/16.71 亿元，同比分别增长 20.29%/23.91%/24.47%，对应 EPS 分别为 1.08/1.33/1.66 元，对应当前股价 PE 分别为 23/18/15 倍。维持“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）	4,299	5,040	6,102	7,414
(+/-%)	9.22%	17.24%	21.07%	21.51%
归母净利（百万元）	901	1,084	1,343	1,671
(+/-%)	12.93%	20.29%	23.91%	24.47%
摊薄每股收益（元）	0.89	1.08	1.33	1.66
市盈率（PE）	27.58	22.83	18.43	14.81

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)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,608	1,532	2,300	3,273	4,551
应收和预付款项	697	884	987	1,213	1,464
存货	604	716	807	962	1,135
其他流动资产	1,135	1,518	1,532	1,544	1,562
流动资产合计	4,043	4,650	5,626	6,992	8,712
长期股权投资	92	78	87	88	91
投资性房地产	54	53	57	59	62
固定资产	1,066	1,145	1,181	1,211	1,229
在建工程	17	92	146	208	267
无形资产开发支出	167	224	191	202	212
长期待摊费用	9	19	19	19	19
其他非流动资产	4,291	4,870	5,960	7,336	9,068
资产总计	5,697	6,482	7,641	9,122	10,948
短期借款	38	30	25	18	13
应付和预收款项	267	290	337	399	473
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	488	577	627	734	848
负债合计	793	897	989	1,151	1,334
股本	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
资本公积	119	119	119	119	119
留存收益	3,783	4,482	5,566	6,909	8,580
归母公司股东权益	4,921	5,622	6,706	8,049	9,720
少数股东权益	-17	-37	-54	-78	-106
股东权益合计	4,904	5,585	6,652	7,971	9,614
负债和股东权益	5,697	6,482	7,641	9,122	10,948

现金流量表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	701	861	1,053	1,216	1,509
投资性现金流	-393	-689	-287	-236	-225
融资性现金流	-127	-241	1	-6	-6
现金增加额	180	-68	768	973	1,278

利润表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,936	4,299	5,040	6,102	7,414
营业成本	897	1,020	1,165	1,383	1,634
营业税金及附加	54	57	68	82	100
销售费用	1,595	1,655	1,974	2,376	2,893
管理费用	148	193	214	264	319
财务费用	-10	-21	0	0	0
资产减值损失	-35	-16	0	0	0
投资收益	36	36	44	53	64
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	926	1,003	1,208	1,490	1,857
其他非经营损益	-10	-14	0	0	0
利润总额	916	990	1,208	1,490	1,857
所得税	118	110	141	171	214
净利润	798	880	1,067	1,319	1,643
少数股东损益	0	-21	-16	-24	-28
归母股东净利润	798	901	1,084	1,343	1,671

预测指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	77.20%	76.26%	76.88%	77.33%	77.97%
销售净利率	20.27%	20.96%	21.50%	22.01%	22.54%
销售收入增长率	17.09%	9.22%	17.24%	21.07%	21.51%
EBIT 增长率	8.35%	7.57%	27.70%	23.31%	24.67%
净利润增长率	9.46%	12.93%	20.29%	23.91%	24.47%
ROE	16.21%	16.02%	16.16%	16.68%	17.19%
ROA	14.00%	13.90%	14.18%	14.72%	15.27%
ROIC	15.28%	14.82%	15.82%	16.37%	16.95%
EPS (X)	0.79	0.89	1.08	1.33	1.66
PE (X)	19.81	27.58	22.83	18.43	14.81
PB (X)	3.20	4.40	3.69	3.07	2.55
PS (X)	4.01	5.75	4.91	4.06	3.34
EV/EBITDA (X)	14.03	21.18	16.46	12.96	9.94

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。

公司地址

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七号

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 17 楼 太平洋证券

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904

广州大道中圣丰广场 988 号 102 太平洋证券



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。