

2024年04月01日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

## 恩华药业(002262.SZ)

Buy 买进

27 2023年扣非净利同比增长16%，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(2024/3/29)	22.40
深证成指(2024/3/29)	9400.85
股价 12 个月高/低	31.98/20.64
总发行股数(百万)	1007.59
A 股数(百万)	881.76
A 市值(亿元)	197.51
主要股东	徐州恩华投资有限公司(31.77%)
每股净值(元)	6.39
股价/账面净值	3.51
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-9.1 -18.4 -9.7

#### 近期评等

日期	收盘价	评级
2023-10-26	23.31	买进

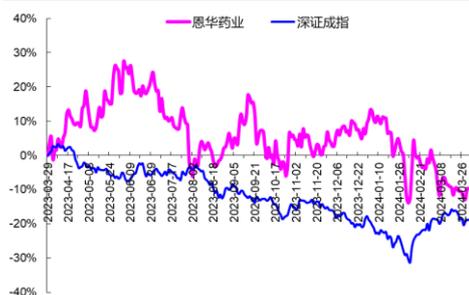
#### 产品组合

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:** 公司发布年报, 2023 年实现营收 50.4 亿元, YOY+17.3%, 录得归母净利润 10.4 亿元, YOY+15.1%, 扣非后净利 YOY+16.1%, 公司业绩基本符合预期。其中公司 Q4 单季度实现营收 13.9 亿元, YOY+17.6%, 录得净利润 1.5 亿元, YOY-4.9%, 扣非后净利 1.3 亿元, YOY-0.4%, Q4 单季度净利负增长主要是 22Q4 少数股东权益部分影响基期, 实际营业利润口径 YOY+14.2%。

分红预案: 公司拟每 10 股分红 3.2 元 (含税), 股息率为 1.4%。

➤ **麻醉类全年延续高增, Q4 营收端整体恢复较好:** 分产品板块全年来看, 麻醉类实现营收 27.0 亿元, YOY+24.3%, 伴随着学术推广力度增加, 公司近几年获批的麻醉新品如瑞芬太尼、舒芬太尼、羟考酮等实现了快速增长, 带动了板块增长; 精神类实现营收 10.9 亿元, YOY+3.7%, 业务下沉策略使得非集采产品实现较快增长, 抵消了部分集采的影响; 神经类实现营收 1.3 亿元, YOY-32.2%, 产品降价影响收入, 此外, 板块毛利率也同比下降 8.7 个百分点。此外, 分季度来看, Q3 受到了一定程度的医疗反腐影响, 但从 Q4 营收增速来看, 恢复程度较好 (Q1/Q2/Q3/Q4 营收增速分别 YOY+18.8%/+21.1%/+12.2%/+17.6%)。

➤ **毛利率回落, 销售费用率下降:** 公司 2023 年综合毛利率为 72.8%, 同比下降 3.5 个百分点, 我们认为一方面是销售结构变化影响, 另一方面是精神及神经类部分产品降价影响。费用端来看, 2023 年销售费用率同比下降 4.1 个百分点至 34.5%, 一方面是营收规模扩大, 另一方面, Q3 反腐影响了部分销售活动。管理费用率同比下降 0.4 个百分点, 主要是受益于营收规模扩大, 研发费用率同比增加 0.3 个百分点至 10.9%, 主要是研发投入增加, 公司 2023 年研发投入经费 6.1 亿元, YOY+23.9%。

➤ **新品 TRV130 纳入医保, 期待放量, 在研管线也较为丰富:** 公司 2023 年上市新品富马酸奥赛立定注射液 (TRV130) 已通过国谈纳入医保, 将有效促进该产品的入院和销售, 期待放量。此外, 截止 2023 年末, 公司拥有 20 余个在研创新药, 2024 年计划积极推进 8 个创新药临床 (NH60001 乳状注射液、NH300231 肠溶片、NH102 片、NH130 片、Protollin 鼻喷剂、NHL35700 片、YH1910-Z01 鼻喷剂、YH1910-Z02 注射液), 争取提交 3 个 IND (NH140068 片、NH160030 片、NH203 乳状注射液), 并计划 2024 年新上市 4 个仿制药 (普瑞巴林胶囊、盐酸阿芬太尼注射液 (5ml:2.5mg)、盐酸咪达唑仑口服溶液 (5ml:10mg、10ml:20mg)、拉考沙胺注射液)。公司在研管线丰富, 看好长期成长。

➤ **盈利预计及评级:** 我们预计公司 2024-2026 年分别实现净利润 12.6 亿元、15.1 亿元、18.0 亿元, YOY 分别+21.0%、20.0%、19.5%, EPS 分别为 1.25 元、1.49 元、1.79 元, 对应 PE 分别为 18 倍、15 倍、12 倍, 目前估值相对合理, 麻醉系列产品快速增长, 我们维持“买进”的投资建议。

➤ **风险提示:** 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, 医疗反腐政策影响

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024F	2025F	2026F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	901	1037	1255	1506	1800
同比增减	%	12.93	15.09	21.03	20.00	19.50
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.89	1.03	1.25	1.49	1.79
同比增减	%	12.66	15.73	20.92	20.00	19.50
市盈率 (P/E)	X	24.75	21.39	17.69	14.74	12.33
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.32	0.37	0.45	0.54
股息率 (Yield)	%	0.91	1.45	1.70	2.04	2.43

### 【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)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 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

表 1: 公司 2023 年末创新药研发进度

序号	产品名称	领域	研发进展	创新类别	备注
1	NH102	抗抑郁	完成 I 期临床, 准备开展 II 期临床	1 类新药, 自主创新	
2	YH1910-Z02	抗抑郁	完成 I 期临床	2 类新药, 自主创新	精麻管制
3	YH1910-Z01	抗抑郁	获批临床, 2024 年开展 I 期临床	2 类新药, 自主创新	精麻管制
4	NH103	抗抑郁	已提交 IND 申请	1 类新药, 自主创新	
5	YH1907-Z01	抗抑郁	临床前研究	2 类新药, 自主创新	精麻管制
6	NH104	失眠及抑郁辅助治疗	临床前研究	1 类新药, 自主创新	精麻管制
7	NHL35700	精神分裂症	完成 I 期临床, 2024 年开展 II 期临床	1 类新药, 国外引进	
8	NH112	精神分裂症	开展 I 期临床	1 类新药, 自主创新	
9	NH300231 肠溶片	精神分裂症	获批临床, 2024 年开展 I 期临床	1 类新药, 自主创新	
10	NH140068	精神分裂症	已提交 PreIND 沟通申请, 预计 2024 年递交 IND 申请	1 类新药, 自主创新	
11	M1/M4 正变构调节剂	精神分裂症	临床前研究	1 类新药, 自主创新	

12	YH1501-Z03	精神分裂症	临床前研究	2 类新药, 自主创新	
13	Protollin 鼻喷剂	阿尔茨海默症	I 期临床即将结束, 预计 2024 年将开展 IIa 期临床试验。	1 类新药, 国外引进	
14	NH130	帕金森病伴随精神症状	开展 I 期临床	1 类新药, 自主创新	
15	NH600001 乳状注射液	静脉麻醉	完成 II 期临床, 准备开展 III 期临床	1 类新药, 自主创新	
16	NH203	静脉麻醉	已提交 Pre-IND 申请	1 类新药, 自主创新	
17	NH160030	镇痛	已提交 Pre-IND 申请, 预计 2024 年提交 IND 申请	1 类新药, 自主创新	精麻管制
18	NH301 (NH530)	镇痛	临床前研究	1 类新药, 自主创新	精麻管制
19	NH510	镇痛	临床前研究	2 类新药, 自主创新	
20	YHJ2207-Z01	镇静、催眠、抗早醒	临床前研究	2 类新药, 自主创新	精麻管制

**附一：合并损益表**

人民币百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
营业收入	4299	5042	6023	7108	8256
经营成本	1020	1370	1627	1902	2143
营业税金及附加	57	68	81	96	111
销售费用	1655	1737	2072	2438	2832
管理费用	193	207	241	277	322
财务费用	-21	-19	-24	-21	-25
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	36	51	50	63	63
营业利润	1003	1182	1414	1697	2027
营业外收入	3	7	0	0	0
营业外支出	16	20	0	0	0
利润总额	990	1169	1414	1697	2027
所得税	110	134	163	195	233
少数股东损益	-21	-3	-4	-5	-5
归母净利润	901	1037	1255	1506	1800

**附二：合并资产负债表**

人民币百万元	2022	2023	2024F	2025F	2026F
货币资金	1532	2159	2483	2855	3283
应收账款	821	1035	1190	1368	1574
存货	716	629	754	905	1086
流动资产合计	4650	5255	6305	7567	9080
长期股权投资	78	73	73	74	75
固定资产	1145	1141	1198	1258	1321
在建工程	92	294	303	312	321
非流动资产合计	1831	2074	2385	2742	3154
资产总计	6482	7328	8690	10309	12234
流动负债合计	794	814	977	1172	1407
非流动负债合计	103	104	108	113	117
负债合计	897	918	1085	1285	1524
少数股东权益	-37	-24	-24	-25	-25
股东权益合计	5622	6434	7629	9049	10735
负债及股东权益合计	6482	7328	8690	10309	12234

**附三：合并现金流量表**

(人民币百万元)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
经营活动所得现金净额	861	1008	1,230	1,476	1,764
投资活动所用现金净额	-689	-293	-530	-652	-795
融资活动所得现金净额	-241	-210	-376	-452	-540
现金及现金等价物净增加额	-68	505	324	372	428

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分以作任何用途。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j @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j @。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。