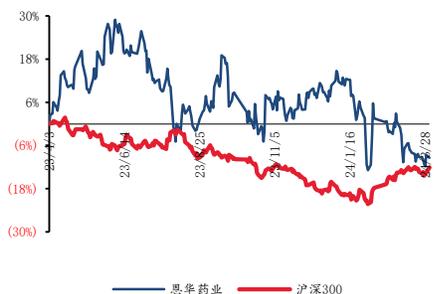


## 恩华药业：麻醉镇痛产品放量，驱动业绩稳健增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	10.08/8.82
总市值/流通(亿元)	218.00/190.00
12个月内最高/最低价(元)	31.98/20.64

### 相关研究报告

<<恩华药业点评报告：引进 TEVA 安泰坦，深化 CNS 领域合作布局>>—2024-02-29

<<恩华药业深度报告：恩华药业：精麻赛道领头羊，创新发展新机遇>>—2023-11-22

<<恩华药业点评报告：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

分析师登记编号：S1190520090001

### 证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

**事件：**2024年3月29日，公司发布2023年年度报告：全年实现营业收入50.42亿元，同比增长17.28%；归母净利润10.37亿元，同比增长15.12%；扣非归母净利润10.13亿元，同比增长16.11%；基本每股收益1.03元，同比增长15.73%。

其中，公司第四季度实现营业收入13.86亿元，同比增长17.58%；归母净利润1.51亿元，同比下滑4.76%；扣非归母净利润1.27亿元，同比下滑0.42%。

**麻醉线稳定增长，商业板块快速增长。**(1)麻醉线业务：院内诊疗复苏叠加管制类麻醉镇痛产品(羟考酮、瑞芬太尼、舒芬太尼和阿芬太尼等)快速放量，2023年麻醉线实现营业收入27.02亿元，同比增长24.29%。

(2)精神线业务：集采利空出清，逐步恢复增长，2023年精神线实现营业收入10.92亿元，同比增长3.74%。(3)神经线业务：受集采降价和竞争对手降价影响，2023年神经线实现营业收入1.27亿元，同比下滑32.22%。(4)原料药业务：2023年实现营业收入1.46亿元，同比增长23.97%。(5)商业板块：受定点零售药店医保支付政策影响，2023年商业板块实现营业收入7.09亿元，同比增长37.25%。

**期间费用有所下降，净利率维持稳定。**2023年度，毛利水平较低的商业板块占比提升，导致公司的综合毛利率同比降低3.43pct至72.83%；销售费用17.37亿元，受行业反腐对学术推广活动的影响，销售费用率同比降低4.05pct至34.45%；管理费用2.07亿元，管理费用率同比下降0.37pct至4.11%；研发费用5.49亿元，研发费用率同比增长0.33pct至10.90%；财务费用率同比增长0.10pct至-0.38%；综合影响下，公司整体净利率同比增长0.03pct至20.51%。

其中，2023年第四季度的综合毛利率、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72.09%、45.88%、4.01%、11.88%、-0.67%、10.89%，分别变动-3.73pct、-2.48pct、-0.62pct、-1.96pct、+0.61pct、-1.38pct。

**麻醉镇痛大单品有望放量，引进罕见病用药贡献增量。**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。2023年11月TRV130通过国谈进入医保目录，随着入院工作的稳步推进，有望逐步放量增长，成为术后镇痛的重磅单品。

2024年2月26日，公司引进梯瓦(TEVA)罕见病药物安泰坦，用于治疗成人亨廷顿舞蹈症(HD)及成人迟发性运动障碍(TD)。根据合作协议，公司将在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。我们预计安泰坦今年收入有望超过1亿元，为公司业绩贡献新的增量。

**盈利预测及投资评级：**公司管制类麻醉镇痛系列产品有望在2024年继续快速放量，麻醉线业务有望继续维持较快增长；随着精神线业务恢复增长，叠加引进的安泰坦贡献新的收入增量，公司整体业绩有望继续保持稳定增长。我们预计，2024-2026年公司营业收入分别为60.03亿元/72.34亿元/87.85亿元，同比增速分别为19.06%/20.52%/21.44%，归母净利润分别为12.48亿元/15.19亿元/18.58亿元，同比增速分别为20.32%/21.79%/22.26%，EPS分别为1.24元/1.51元/1.84元，当前股价对应2024-2026年PE为17倍/14倍/12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

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5,042	6,003	7,234	8,785
营业收入增长率(%)	17.28%	19.06%	20.52%	21.44%
归母净利（百万元）	1,037	1,248	1,519	1,858
净利润增长率(%)	15.12%	20.32%	21.79%	22.26%
摊薄每股收益（元）	1.03	1.24	1.51	1.84
市盈率（PE）	26.33	17.40	14.28	11.68

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)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,532	2,159	2,978	4,055	5,417
应收和预付款项	884	1,071	1,265	1,529	1,848
存货	716	629	860	990	1,122
其他流动资产	1,518	1,396	1,412	1,420	1,436
流动资产合计	4,650	5,255	6,515	7,994	9,822
长期股权投资	78	73	64	56	48
投资性房地产	53	51	49	47	45
固定资产	1,145	1,141	1,143	1,131	1,115
在建工程	92	294	453	627	795
无形资产开发支出	224	276	334	399	462
长期待摊费用	19	42	42	42	42
其他非流动资产	4,870	5,452	6,705	8,179	10,000
资产总计	6,481	7,328	8,791	10,481	12,508
短期借款	30	55	69	87	103
应付和预收款项	290	277	364	424	480
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	577	586	711	815	927
负债合计	897	918	1,144	1,326	1,511
股本	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
资本公积	119	103	103	103	103
留存收益	4,481	5,317	6,565	8,084	9,942
归母公司股东权益	5,622	6,434	7,682	9,202	11,059
少数股东权益	-38	-24	-36	-47	-61
股东权益合计	5,584	6,410	7,646	9,155	10,998
负债和股东权益	6,481	7,328	8,791	10,481	12,508

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	861	1,008	1,115	1,372	1,718
投资性现金流	-689	-293	-311	-313	-373
融资性现金流	-241	-210	14	18	16
现金增加额	-68	505	819	1,077	1,362

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,299	5,042	6,003	7,234	8,785
营业成本	1,020	1,370	1,593	1,931	2,149
营业税金及附加	57	68	81	97	118
销售费用	1,655	1,737	2,149	2,557	3,119
管理费用	193	207	254	303	369
财务费用	-21	-19	0	0	0
资产减值损失	-16	-33	0	0	0
投资收益	36	51	53	64	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,003	1,182	1,394	1,703	2,080
其他非经营损益	-14	-14	0	0	0
利润总额	990	1,169	1,394	1,703	2,080
所得税	110	134	158	194	237
净利润	880	1,034	1,236	1,509	1,843
少数股东损益	-21	-3	-12	-11	-15
归母股东净利润	901	1,037	1,248	1,519	1,858

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	76.26%	72.83%	73.46%	73.31%	75.54%
销售净利率	20.95%	20.57%	20.78%	21.00%	21.15%
销售收入增长率	9.22%	17.28%	19.06%	20.52%	21.44%
EBIT 增长率	7.57%	17.53%	25.40%	22.13%	22.15%
净利润增长率	12.90%	15.12%	20.32%	21.79%	22.26%
ROE	16.02%	16.12%	16.24%	16.51%	16.80%
ROA	13.90%	14.15%	14.19%	14.50%	14.85%
ROIC	14.82%	15.09%	15.90%	16.22%	16.52%
EPS (X)	0.89	1.03	1.24	1.51	1.84
PE (X)	27.58	26.33	17.40	14.28	11.68
PB (X)	4.40	4.25	2.83	2.36	1.96
PS (X)	5.75	5.42	3.62	3.00	2.47
EV/EBITDA (X)	21.18	19.64	12.12	9.52	7.30

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。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 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证券投资咨询业务资格，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。