

2024年06月27日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

28

恩华药业(002262.SZ)

Buy 买进

稳健成长，估值合理

结论与建议：

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2024/6/26)	23.98
深证成指(2024/6/26)	8987.30
股价 12 个月高/低	30.87/20.37
总发行股数(百万)	1007.59
A 股数(百万)	881.76
A 市值(亿元)	211.45
主要股东	徐州恩华投资有限公司(31.77%)
每股净值(元)	6.33
股价/账面净值	3.79
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	3.5 8.5 -17.0

近期评等

日期	收盘价	评级
2023-03-29	22.40	买进

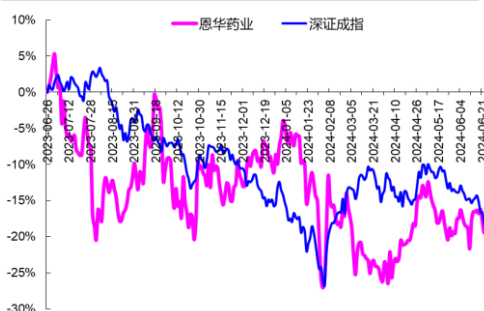
产品组合

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



➤ **疫后诊疗恢复，带动手术麻醉需求：**2023Q1 受新冠疫情对麻醉品类需求的高增，使得公司形成了较高基期（23Q1/Q2 营收分别 YOY+18.8%、+21.2%，净利分别 YOY+20.5%、+22.6%），公司在此基期下仍实现了较好的增长（24Q1 营收 YOY+15%，净利 YOY+16.6%）我们认为主要是常规诊疗恢复，带动手术麻醉需求。另外，考虑到 2023 年下半年医疗反腐影响导致基期较低，我们认为公司下半年业绩有望提速。

➤ **芬太尼类继续上量，在研管线丰富：**公司 2020-2021 年获批的舒芬太尼及阿芬太尼正处于上量周期，2023 年麻醉板块收入 YOY+24%，我们认为中短期仍将是公司业绩的重要推动力，新品 TRV130 在 2023 年底纳入医保后放量也值得期待。此外，公司在研产品丰富，目前有 20 余个在研创新药，2024 年计划积极推进 8 个创新药临床，并计划 2024 年争取提交 3 个 IND（NH140068 片、NH160030 片、NH203 乳状注射液），公司在研管线丰富，看好长期成长。

➤ **股权激励计划保障增长：**公司 6 月中旬发布股权激励计划，业绩考核要求为 2024-2026 年扣非净利润较 2023 年分别增长不低于 15%、33%、56%，考虑到股权激励费用，我们测算 2024-2026 年扣非净利润需分别超过 11.4 亿元、13.1 亿元、15.6 亿元，复合增速为 15.5%，业绩考核目标在当下背景下较为合理。此外，此次覆盖 860 名管理及核心骨干员工，覆盖全面，我们认为将全面激励公司各个层面经营提效，保障业绩的稳健增长。

➤ **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 19 倍、16 倍、13 倍，目前估值相对合理，麻醉系列产品快速增长，股权激励保驾护航，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	21.04	19.99	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	20.94	19.99	19.50
市盈率 (P/E)	X	26.94	23.28	19.25	16.04	13.43	
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.32	0.37	0.45	0.54	
股息率 (Yield)	%	0.83	1.33	1.56	1.87	2.23	

【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

注: 截止 2023 年报

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)有限公司及其任何之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和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @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i @。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。