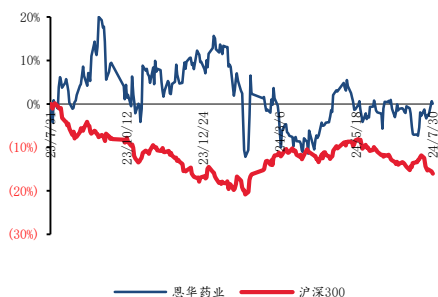


恩华药业：24H1 业绩符合预期，新品放量驱动稳健增长

■ 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)	242/212
12个月内最高/最低价(元)	29.42/20.64

相关研究报告

<<恩华药业年报点评：麻醉镇痛产品放量，驱动业绩稳健增长>>—2024-04-03

<<引进 TEVA 安泰坦，深化 CNS 领域合作布局>>—2024-02-29

<<恩华药业：精麻赛道领头羊，创新发展新机遇>>—2023-11-22

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7月30日，公司发布2024年半年度报告：公司实现营业收入27.63亿元，同比增长15.13%；归母净利润6.29亿元，同比增长15.46%；扣非归母净利润6.34亿元，同比增长16.27%。基本每股收益0.62元，同比增长14.81%。

具化增长发力点，保持麻醉线稳健增长

通过重点加强羟考酮、瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼等近年上市的镇痛产品，特别是去年国谈纳入医保目录的镇痛新品富马酸奥赛利定注射液（TRV130）的学术推广力度实现快速增长，同时抓住丙泊酚集采释放的空间窗口期实现核心镇静产品的快速增长。2024年上半年麻醉线实现营业收入15.22亿元，同比增长20.04%，营收占比55.09%。

2024年5月7日，国家药监局、公安部、国家卫生健康委调整精神药品目录，将咪达唑仑原料药和注射剂由第二类精神药品调整为第一类精神药品，其它咪达唑仑单方制剂仍为第二类精神药品。咪达唑仑为公司核心镇静产品之一，此次升类为红处方管理，其管制壁垒进一步强化，集采风险进一步弱化。

业务下沉+睡眠事业部，促进精神线和神经线恢复增长

通过继续推进产品的业务下沉和成立新兴及睡眠事业部，深度挖掘县域基层与睡眠市场增长潜力，既保证了非集采产品的较快增长，又遏制了已被纳入集采的精神线产品收入的下滑并逐步恢复增长，使精神线和神经线产品的收入受集采影响逐步降低。

2024年上半年精神线实现营业收入5.95亿元，同比增长8.17%，营收占比21.55%。2024年上半年神经线实现营业收入0.80亿元，同比增长8.51%，营收占比2.89%。

期间费用率有所下降，整体净利率维持稳定

2024年上半年，精神类产品毛利率同比降低2.20pct至77.54%，公司综合毛利率同比降低1.25pct至72.50%；销售费用8.30亿元，受行业反腐对学术推广活动的影响，销售费用率同比降低2.57pct至30.03%；管理费用1.15亿元，管理费用率同比增长0.22pct至4.16%；研发费用3.02亿元，研发费用率同比增长1.00pct至10.91%；银行存款利息收入同比增加，财务费用率同比降低0.15pct至-0.32%；综合影响下，公司期间费用率同比降低1.50pct至44.78%，整体净利率同比降低0.01pct至22.67%。

盈利预测及投资评级：麻醉线业务有望维持较快增长，精神线和神经线业务恢复增长，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58.70/68.35/80.19亿元，同比增速分别为16.43%/16.45%/17.31%，归母净利润分别为

12.18/14.44/17.24 亿元，同比增速分别为 17.46%/18.58%/19.36%，EPS 分别为 1.21/1.43/1.71 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 20 倍/17 倍/14 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	5,870	6,835	8,019
营业收入增长率(%)	17.28%	16.43%	16.45%	17.31%
归母净利（百万元）	1,037	1,218	1,444	1,724
净利润增长率(%)	15.12%	17.46%	18.58%	19.36%
摊薄每股收益（元）	1.03	1.21	1.43	1.71
市盈率（PE）	26.33	19.87	16.76	14.04

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	3,002	4,056	5,358
应收和预付款项	884	1,071	1,203	1,421	1,666
存货	716	629	903	1,023	1,185
其他流动资产	1,518	1,396	1,418	1,424	1,435
流动资产合计	4,650	5,255	6,526	7,925	9,644
长期股权投资	78	73	74	70	68
投资性房地产	53	51	52	51	51
固定资产	1,145	1,141	1,147	1,143	1,129
在建工程	92	294	422	566	714
无形资产开发支出	224	276	300	351	404
长期待摊费用	19	42	42	42	42
其他非流动资产	4,870	5,452	6,736	8,135	9,856
资产总计	6,481	7,328	8,772	10,359	12,264
短期借款	30	55	65	77	90
应付和预收款项	290	277	383	433	505
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	577	586	707	800	911
负债合计	897	918	1,155	1,310	1,506
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	6,535	7,979	9,703
归母公司股东权益	5,622	6,434	7,652	9,097	10,820
少数股东权益	-38	-24	-35	-48	-62
股东权益合计	5,584	6,410	7,617	9,048	10,758
负债和股东权益	6,481	7,328	8,772	10,359	12,264

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	861	1,008	1,123	1,334	1,649
投资性现金流	-689	-293	-291	-291	-361
融资性现金流	-241	-210	10	12	13
现金增加额	-68	505	843	1,055	1,301

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,299	5,042	5,870	6,835	8,019
营业成本	1,020	1,370	1,568	1,834	2,165
营业税金及附加	57	68	79	92	108
销售费用	1,655	1,737	2,066	2,365	2,606
管理费用	193	207	267	303	333
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	1,365	1,617	1,933
其他非经营损益	-14	-14	0	0	0
利润总额	990	1,169	1,365	1,617	1,933
所得税	110	134	158	186	223
净利润	880	1,034	1,207	1,431	1,710
少数股东损益	-21	-3	-11	-13	-14
归母股东净利润	901	1,037	1,218	1,444	1,724

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	76.26%	72.83%	73.28%	73.17%	73.00%
销售净利率	20.95%	20.57%	20.75%	21.13%	21.50%
销售收入增长率	9.22%	17.28%	16.43%	16.45%	17.31%
EBIT 增长率	7.57%	17.53%	22.79%	18.40%	19.56%
净利润增长率	12.90%	15.12%	17.46%	18.58%	19.36%
ROE	16.02%	16.12%	15.92%	15.88%	15.93%
ROA	13.90%	14.15%	13.88%	13.94%	14.06%
ROIC	14.82%	15.09%	15.60%	15.58%	15.68%
EPS (X)	0.89	1.03	1.21	1.43	1.71
PE (X)	27.58	26.33	19.87	16.76	14.04
PB (X)	4.40	4.25	3.16	2.66	2.24
PS (X)	5.75	5.42	4.12	3.54	3.02
EV/EBITDA (X)	21.18	19.64	13.98	11.36	9.01

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。