



## 买入（维持）

所属行业：医药生物/化学制药  
当前价格(元)：25.65

### 证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

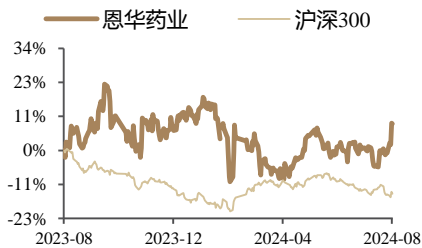
邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

吴明华

资格编号：S0120524050002

邮箱：wumh3@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.05	7.59	3.91
相对涨幅(%)	9.27	12.08	9.04

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《恩华药业(002262.SZ)：业绩符合预期，看好麻醉管线长期增长空间》，2023.10.26
- 《恩华药业(002262.SZ)：业绩符合预期，看好核心麻醉业务持续高增长》，2023.8.1

# 恩华药业(002262.SZ)：业绩稳健，看好麻醉产品持续发力

### 投资要点

- 事件：**公司发布2024年半年报，2024上半年恩华药业实现收入27.6亿元(+15.1%)，归母净利润6.3亿元(+15.5%)，扣非净利润6.3亿元(+16.3%)。单Q2公司实现收入14.1亿元(+15.1%)，归母净利润3.6亿元(+14.6%)，扣非归母净利润3.7亿元(+16.0%)。
- 麻醉类持续发力，神经类出现新的业绩增长点。**按产品线：1) 2024上半年麻醉类实现营收15.2亿元(+20.0%)。核心品种“羟瑞舒阿”四大品种处于增长期；阿片类镇痛药富马酸奥赛利定注射液(TRV130)2023年5月上市，2023年12月被纳入医保，有望2024年入院1000家左右，收获放量成果。2) 2024上半年精神类产品营收6.0亿元(+8.2%)，神经类产品营收0.8亿元(+8.5%)。神经类药物安泰坦(氘丁苯那嗪片)于2024年2月从TEVA引进，有望于2024年驱动神经类收入大幅增长。
- 发布股权激励计划，彰显公司业绩信心。**公司2024年6月12日公告了2024年限制性股票激励计划(草案)，计划向860名激励对象授予总计876.16万股的限制性股票，其中包括向中层管理人员以及核心骨干员工857人授予859.88万股，授予价格为每股11.51元。公司层面业绩考核要求：剔除股份支付费用后，以2023年扣非归母净利润10.1亿元为基数，2024-2026年增长率分别不低于15%、33%、56%(对应同比增速为15.0%、15.7%、17.3%)，体现公司对业绩稳健增长的积极预期。
- 投资建议：**公司聚焦中枢神经细分领域，具有特色化战略定位。看好公司麻醉线产品持续放量，我们预测2024-2026年归母净利润为12.1/14.3/16.8亿元，对应PE估值21.3/18.1/15.3倍。维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业政策风险、产品销售不及预期风险、研发进度不及预期风险等。

### 股票数据

总股本(百万股)：	1,007.59
流通A股(百万股)：	881.79
52周内股价区间(元)：	21.08-28.80
总市值(百万元)：	25,844.63
总资产(百万元)：	7,642.39
每股净资产(元)：	6.69

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,299	5,042	5,882	6,916	8,190
(+/-)YOY(%)	9.2%	17.3%	16.7%	17.6%	18.4%
净利润(百万元)	901	1,037	1,211	1,426	1,684
(+/-)YOY(%)	12.9%	15.1%	16.8%	17.8%	18.1%
全面摊薄EPS(元)	0.89	1.03	1.20	1.42	1.67
毛利率(%)	76.3%	72.8%	75.8%	76.4%	76.9%
净资产收益率(%)	16.0%	16.1%	16.6%	17.0%	17.5%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	1.03	1.20	1.42	1.67
每股净资产	6.39	7.26	8.32	9.56
每股经营现金流	1.00	0.79	1.15	1.31
每股股利	0.32	0.33	0.36	0.43
价值评估(倍)				
P/E	26.33	21.3	18.1	15.3
P/B	4.25	3.53	3.08	2.68
P/S	5.13	4.39	3.74	3.16
EV/EBITDA	19.64	17.62	14.42	11.79
股息率%	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	72.8%	75.8%	76.4%	76.9%
净利润率	20.5%	20.6%	20.6%	20.6%
净资产收益率	16.1%	16.6%	17.0%	17.5%
资产回报率	14.1%	15.0%	15.5%	15.9%
投资回报率	15.1%	15.7%	16.2%	16.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	17.3%	16.7%	17.6%	18.4%
EBIT 增长率	17.5%	17.4%	18.1%	17.7%
净利润增长率	15.1%	16.8%	17.8%	18.1%
偿债能力指标				
资产负债率	12.5%	9.7%	9.0%	9.2%
流动比率	6.5	8.8	9.7	9.7
速动比率	5.6	7.4	8.6	8.3
现金比率	2.7	3.9	4.8	5.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	66.3	63.7	64.4	64.4
存货周转天数	176.7	200.7	198.1	195.4
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	4.4	5.2	6.2	7.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,037	1,211	1,426	1,684
少数股东损益	-3	0	0	0
非现金支出	223	39	40	40
非经营收益	-71	-55	-66	-78
营运资金变动	-179	-396	-241	-323
经营活动现金流	1,008	798	1,160	1,323
资产	-373	-53	-61	-64
投资	-0	0	0	0
其他	79	55	66	78
投资活动现金流	-293	2	5	15
债权募资	25	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-235	-330	-360	-430
融资活动现金流	-210	-330	-360	-430
现金净流量	505	470	804	907

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 1 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,042	5,882	6,916	8,190
营业成本	1,370	1,424	1,634	1,888
毛利率%	72.8%	75.8%	76.4%	76.9%
营业税金及附加	68	76	90	106
营业税金率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	1,737	2,247	2,663	3,194
营业费用率%	34.5%	38.2%	38.5%	39.0%
管理费用	207	265	311	377
管理费用率%	4.1%	4.5%	4.5%	4.6%
研发费用	549	624	747	893
研发费用率%	10.9%	10.6%	10.8%	10.9%
EBIT	1,112	1,305	1,542	1,814
财务费用	-19	-20	-15	-20
财务费用率%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-33	-20	-20	-20
投资收益	51	55	66	78
营业利润	1,182	1,360	1,602	1,892
营业外收支	-14	0	0	0
利润总额	1,169	1,360	1,602	1,892
EBITDA	1,287	1,324	1,562	1,834
所得税	134	150	176	208
有效所得税率%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%
少数股东损益	-3	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,037	1,211	1,426	1,684

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,159	2,629	3,433	4,341
应收账款及应收票据	1,035	1,045	1,428	1,504
存货	629	940	818	1,192
其它流动资产	1,432	1,354	1,354	1,354
流动资产合计	5,255	5,969	7,034	8,391
长期股权投资	73	73	73	73
固定资产	1,141	1,133	1,124	1,116
在建工程	294	292	291	289
无形资产	190	234	285	339
非流动资产合计	2,074	2,108	2,149	2,192
资产总计	7,328	8,076	9,182	10,583
短期借款	55	55	55	55
应付票据及应付账款	277	358	358	458
预收账款	0	16	18	18
其它流动负债	482	253	290	337
流动负债合计	814	681	722	868
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	104	104	104	104
非流动负债合计	104	104	104	104
负债总计	918	786	826	972
实收资本	1,008	1,008	1,008	1,008
普通股股东权益	6,434	7,315	8,381	9,635
少数股东权益	-24	-24	-24	-24
负债和所有者权益合计	7,328	8,076	9,182	10,583

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

吴明华 德邦证券研究所 医药高级分析师，重点覆盖：仿创药、生物制品、工商业一体化（医药流通）、部分中药。厦门大学金融硕士，6 年医药行业研究经验（其中 3 年多买方，2 年多卖方），擅长底部挖掘个股，产业资源丰富，2022 年金牛分析师医药组第三名（核心成员）

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。