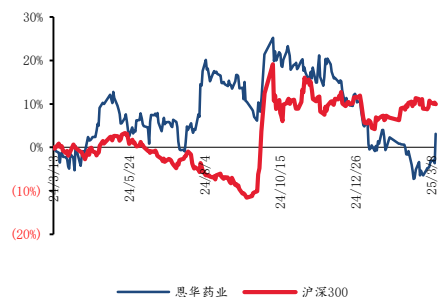


医药

恩华药业：核心产品集采风险降低，积极布局 CNS 热门领域

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 10.16/8.82
总市值/流通(亿元) 235.24/204.13
12 个月内最高/最低价 29.98/20.49 (元)

相关研究报告

<<恩华药业：业绩稳健增长，镇痛产品快速放量>>—2024-10-29

<<恩华药业：24H1 业绩符合预期，新品放量驱动稳健增长>>—2024-07-31

<<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

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：四川省医保局近日发布公告，与重庆、贵州、云南、西藏、青海组成六省（市、区）省际采购联盟，对环磷腺苷葡胺、尼可地尔、尼莫地平 66 个化学药品启动带量联动采购。本次四川牵头的六省联盟集采未纳入恩华药业核心产品依托咪酯。

恩华药业近日发布公告，拟出资 350 万美元购买三晟医药的 Pre-A 轮优先股 1,250 万股，此次交易完成后公司将持有三晟医药 10.448% 的股权。

核心麻醉产品管制升类和改构进一步拓宽护城河

公司主要镇静产品咪达唑仑的原料药及注射液 2024 年 7 月 1 日起升类为管制壁垒更高的红处方管理，其国家集采风险进一步降低。

本次四川牵头的六省联盟集采采购目录仅纳入 20mg 规格的依托咪酯中/长链脂肪乳注射剂，未纳入依托咪酯长链脂肪乳注射剂，公司核心麻醉产品依托咪酯地方联盟集采风险进一步降低。此外，依托咪酯改构新药 NH600001 预计近期报产。

入股三晟医药布局 CNS 热门靶点 KCNQ2/3 激动剂

近年来，公司通过为中枢神经疾病提供精准诊断服务的上海恩元，以及投资中国最大的心理医疗数字服务集团和最大的心理健康人工智能公司江苏好欣晴，进一步加强了在中国 CNS 领域的领先地位。

近期公司通过入股获得三晟医药及其子公司的部分在研药品（包括 CNS 热门靶点 KCNQ2/3 激动剂 N3T040245）未来在中国大陆的研发、生产和商业化的分许可权的优先谈判权。

三晟医药成立于 2021 年 4 月，是一家专注于中枢神经领域新药研究和试验的全球性公司，产品管线主要包括治疗癫痫的临床阶段小分子药物，针对帕金森病与疼痛的小分子药物，以及 siRNA 的临床前研究。

三晟医药目前正在积极推进 KCNQ2/3 激动剂项目的 N3T040959 小分子癫痫（罕见适应症）及 N3T040245 小分子局灶癫痫或其他适应症（ALS 等）生物医药产品的开发，应用于 CNS 领域的疾病治疗，包括癫痫、帕金森、神经疼痛等相关疾病领域，其中 KCNQ2/3 是一种已被临床验证为癫痫治疗靶点的离子通道。

盈利预测及投资评级：我们预计，2024-2026 年公司营业收入为 57.04/64.64/73.80 亿元，同比增速为 13.14%/13.32%/14.18%；归母净利润为 11.88/13.75/15.96 亿元，同比增速为 14.58%/15.75%/16.06%；EPS 分别为 1.17/1.35/1.57 元；当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 23 倍/20 倍/17 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	5,704	6,464	7,380
营业收入增长率(%)	17.28%	13.14%	13.32%	14.18%
归母净利（百万元）	1,037	1,188	1,375	1,596
净利润增长率(%)	15.12%	14.58%	15.75%	16.06%
摊薄每股收益（元）	1.03	1.17	1.35	1.57
市盈率（PE）	26.33	22.62	19.54	16.84

资料来源：携宁，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	2,823	3,626	4,613
应收和预付款项	884	1,071	1,169	1,344	1,534
存货	716	629	877	967	1,091
其他流动资产	1,518	1,396	1,416	1,420	1,429
流动资产合计	4,650	5,255	6,286	7,358	8,666
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	350	401	454
长期待摊费用	19	42	42	42	42
其他非流动资产	4,870	5,452	6,514	7,586	8,896
资产总计	6,481	7,328	8,600	9,859	11,354
短期借款	30	55	65	77	90
应付和预收款项	290	277	372	410	465
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	577	586	690	763	847
负债合计	897	918	1,127	1,249	1,402
股本	1,008	1,008	1,016	1,016	1,016
资本公积	119	103	193	193	193
留存收益	4,481	5,317	6,291	7,441	8,795
归母公司股东权益	5,622	6,434	7,507	8,657	10,011
少数股东权益	-38	-24	-35	-47	-60
股东权益合计	5,584	6,410	7,473	8,609	9,951
负债和股东权益	6,481	7,328	8,600	9,859	11,354

现金流量表 (百万)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	861	1,008	1,172	1,353	1,558
投资性现金流	-689	-293	-374	-305	-309
融资性现金流	-241	-210	-134	-245	-262
现金增加额	-68	505	664	803	987

利润表 (百万)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,299	5,042	5,704	6,464	7,380
营业成本	1,020	1,370	1,524	1,734	1,993
营业税金及附加	57	68	77	87	99
销售费用	1,655	1,737	1,994	2,227	2,531
管理费用	193	207	260	286	306
财务费用	-21	-19	-27	-36	-46
资产减值损失	-16	-33	-18	-15	-16
投资收益	36	51	53	64	65
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1,003	1,182	1,344	1,552	1,802
其他非经营损益	-14	-14	-12	-13	-13
利润总额	990	1,169	1,332	1,539	1,789
所得税	110	134	154	177	206
净利润	880	1,034	1,177	1,363	1,583
少数股东损益	-21	-3	-11	-13	-13
归母股东净利润	901	1,037	1,188	1,375	1,596

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%	20.83%	21.28%	21.63%
销售收入增长率	9.22%	17.28%	13.14%	13.32%	14.18%
EBIT 增长率	7.57%	17.53%	17.33%	15.23%	15.94%
净利润增长率	12.90%	15.12%	14.58%	15.75%	16.06%
ROE	16.02%	16.12%	15.83%	15.89%	15.94%
ROA	13.90%	14.15%	13.82%	13.95%	14.06%
ROIC	14.82%	15.09%	15.19%	15.22%	15.27%
EPS (X)	0.89	1.03	1.17	1.35	1.57
PE (X)	27.58	26.33	22.62	19.54	16.84
PB (X)	4.40	4.25	3.58	3.10	2.68
PS (X)	5.75	5.42	4.71	4.16	3.64
EV/EBITDA (X)	21.18	19.64	16.50	13.99	11.69

资料来源：携宁，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。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



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

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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研究人员的个人观点。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。