

业绩稳健增长，麻醉新品增长态势较好

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2025 上半年实现营业收入 30.1 亿元 (+8.9%)，实现归母净利润 7 亿元 (+11.4%)；扣非归母净利润 7 亿元 (+10.3%)。
- **公司麻醉类新品收入实现显著增长。** 2025 年上半年恩华药业麻醉线收入 16.3 亿元 (同比+7.3%)，主要依赖管制麻醉药 (即“羟瑞舒阿”组合) 快速放量，印证了该组合的核心贡献，延续快速放量趋势。高毛利新品的持续渗透，有效带动公司麻醉业务整体毛利率提升。
- **依托咪酯的区域集采风险已逐步释放。** 依托咪酯纳入川渝 6 省、广东 22 省联盟区域集采文件正式公布，政策不确定性消除。同时，公司自主研发的 NH600001 乳状注射液 (依托咪酯改构新药) 预计未来有望替代现有依托咪酯市场。此外，公司拥有国内稀缺的 CNS 创新药梯队，当前管线价值尚未充分体现在估值中，未来存在重估空间。
- **持续加大研发投入，加快创新药物研发。** 公司 25H1 投入科研经费同比增长 24%，在创新药研发方面，公司目前共有 17 项在研创新药项目，其中完成 III 期临床研究项目 1 项 (NH600001 乳状注射液)；完成 II 期临床研究项目 2 项 (NHL35700 片、YH1910-Z02 注射液)；开展 II 期临床研究项目 2 项 (NH102 片、YH1910-Z01 鼻喷剂)；开展 I 期临床研究项目 6 项 (NH130 片、NH104 片、Protollin 鼻喷剂、NH160030 片、NH140068 片、NH280105 胶囊)；获得临床试验通知书项目 1 项 (枸橼酸舒芬太尼注射液 (新增适应症))；其余项目均处于临床前研究阶段。在仿制药产品研发及一致性评价方面，开展仿制药项目 48 项，其中获得仿制药生产批件 1 项 (氢溴酸伏硫西汀片)；仿制药申报生产在审评项目 5 项 (盐酸他喷他多片、盐酸羟考酮缓释片 (防滥用)、右酮洛芬氨丁三醇注射液、布瑞哌啉片、地佐辛注射液)；仿制药获得临床试验通知书项目 2 项 (枸橼酸芬太尼口腔黏膜贴片、盐酸他喷他多口服溶液)；开展一致性评价项目 7 项，其中通过一致性评价 1 项 (氯氮平口腔崩解片)，一致性评价在审评项目 2 项 (盐酸硫必利片、盐酸多沙普仑注射液)。
- **盈利预测与投资建议。** 恩华药业在麻醉、神经领域构建了多维度、多层次的产品梯队和发展格局，TRV130 有望为业绩持续注入动能。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.3、15.2 和 17.5 亿元，对应 PE 分别为 17、15 和 13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进展或不及预期风险、商业化进展或不及预期风险、带量采购政策影响风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5697.63	6519.04	7451.37	8547.26
增长率	13.01%	14.42%	14.30%	14.71%
归属母公司净利润 (百万元)	1143.56	1331.64	1521.25	1747.83
增长率	10.28%	16.45%	14.24%	14.89%
每股收益 EPS (元)	1.13	1.31	1.50	1.72
净资产收益率 ROE	15.68%	15.87%	15.77%	15.76%
PE	20	17	15	13
PB	3.10	2.69	2.34	2.04

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈辰
执业证号: S1250524120002
电话: 021-68416017
邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.16
流通 A 股(亿股)	8.82
52 周内股价区间(元)	20.78-28.1
总市值(亿元)	226.10
总资产(亿元)	87.89
每股净资产(元)	7.55

相关研究

1. 恩华药业 (002262): 业绩稳健增长，创新研发加速推进 (2024-07-31)

盈利预测

关键假设：

假设 1：麻醉类——公司在麻醉类产品销售领域继续深耕，全力强化新产品市场准入工作。通过对销售团队架构进行系统性调整。对于镇痛管线，公司着重加强对近年来新上市的瑞芬太尼、羟考酮、舒芬太尼、富马酸奥赛利定注射液、阿芬太尼等产品的推广力度。预计 2025-2027 年销量分别上涨 15%、15%、15%。预计毛利率短期内稳定在 88~89%附近。

假设 2：精神类——公司创新药及重点产品加速学术推广，深度拓展零售、基层及民营医院渠道网络，实现非集采产品广覆盖，集采产品保存量，延长产品生命周期。预计 2025-2027 年销量分别上涨 10%、10%、10%。预计毛利率短期内稳定在 78~79%附近。

假设 3：商业医药——包括公司自有产品及代理的其他企业药品的销售、配送服务，覆盖医院、药店等终端渠道。后续预计跟随行业趋势稳健增长。预计 2025-2027 年销量分别上涨 10%、10%、10%。预计毛利率短期内稳定在 15~16%附近。

假设 4：原料药——公司中枢神经类重要品种均拥有从原料药到制剂的全部生产流程，主要原材料均为初级化工产品。中枢神经原料药属于特色原料药，生产技术含量较高，中枢神经原料药生产的毛利率一般较高。预计 2025-2027 年销量分别上涨 25%、20%、20%。预计毛利率短期内稳定在 40~41%附近。

假设 5：神经类——产品覆盖范围广，中枢神经系统药物领域获批的产品品规最多，获批上市新药制剂产品 60 个，品规 98 个；拥有独家上市品种 7 个，首家上市品种 15 个。新产品快速放量，预计 2025-2027 年销量分别上涨 50%、40%、40%。预计毛利率短期内稳定在 70~71%附近。

假设 6：其他制剂——包括非核心 CNS 领域的化学药制剂（如抗感染药、心血管药等）及辅助用药。预计 2025-2027 年销量分别上涨 5%、5%、5%。预计毛利率短期内稳定在 67%附近。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
麻醉类	收入	30.6	35.2	40.5	46.5
	增速	13.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	88.6%	88.6%	88.6%	88.6%
精神类	收入	12.0	13.2	14.5	16.0
	增速	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%
商业医药	收入	7.8	8.6	9.4	10.4
	增速	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
原料药	收入	1.8	2.3	2.7	3.3
	增速	25.1%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	40.9%	40.9%	40.9%	40.9%

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
神经类	收入	2.2	3.3	4.6	6.5
	增速	74.6%	50.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	70.7%	70.7%	70.7%	70.7%
其他制剂	收入	1.6	1.7	1.7	1.8
	增速	2.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%
其他产品收入	收入	0.6	0.6	0.6	0.6
	增速	-9.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	92.7%	92.7%	92.7%	92.7%
其他贸易及劳务	收入	0.3	0.3	0.3	0.3
	增速	-25.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%
合计	收入	57.0	65.2	74.5	85.5
	增速	13.0%	14.4%	14.3%	14.7%
	毛利率	73.6%	73.8%	74.0%	74.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5697.63	6519.04	7451.37	8547.26	净利润	1140.79	1328.42	1517.57	1743.59
营业成本	1506.54	1710.70	1939.97	2209.39	折旧与摊销	203.62	141.69	143.59	148.34
营业税金及附加	75.29	86.15	98.47	112.95	财务费用	-17.13	-25.00	-25.00	-25.00
销售费用	1984.75	2262.61	2589.35	2968.97	资产减值损失	-39.07	-30.00	-30.00	-30.00
管理费用	258.76	285.98	327.26	377.38	经营营运资本变动	-291.54	-157.41	-244.24	-259.17
财务费用	-17.13	-25.00	-25.00	-25.00	其他	-80.55	-9.53	-15.66	6.37
资产减值损失	-39.07	-30.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	916.13	1248.16	1346.25	1584.13
投资收益	65.57	50.00	50.00	50.00	资本支出	-280.35	-152.00	-138.00	-132.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1131.13	50.00	50.00	50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1411.48	-102.00	-88.00	-82.00
营业利润	1336.57	1534.09	1751.47	2009.01	短期借款	-40.00	5.00	2.00	5.00
其他非经营损益	-39.89	-27.12	-28.79	-30.20	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1296.69	1506.97	1722.68	1978.81	股权融资	149.78	0.00	0.00	0.00
所得税	155.90	178.55	205.11	235.23	支付股利	-322.43	-228.71	-266.33	-304.25
净利润	1140.79	1328.42	1517.57	1743.59	其他	-88.32	3.95	25.00	25.00
少数股东损益	-2.77	-3.23	-3.69	-4.24	筹资活动现金流净额	-300.97	-219.76	-239.33	-274.25
归属母公司股东净利润	1143.56	1331.64	1521.25	1747.83	现金流量净额	-796.15	926.39	1018.92	1227.88
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1416.39	2342.78	3361.71	4589.59	成长能力				
应收和预付款项	1569.99	1594.62	1866.63	2158.06	销售收入增长率	13.01%	14.42%	14.30%	14.71%
存货	661.39	747.82	863.67	977.90	营业利润增长率	13.04%	14.78%	14.17%	14.70%
其他流动资产	2411.78	2410.29	2415.63	2421.90	净利润增长率	10.30%	16.45%	14.24%	14.89%
长期股权投资	97.32	97.32	97.32	97.32	EBITDA 增长率	16.33%	8.39%	13.28%	14.03%
投资性房地产	52.04	52.04	52.04	52.04	获利能力				
固定资产和在建工程	1547.20	1516.02	1471.83	1425.65	毛利率	73.56%	73.76%	73.96%	74.15%
无形资产和开发支出	394.41	446.03	494.75	534.73	三费率	39.08%	38.71%	38.81%	38.86%
其他非流动资产	289.49	279.36	269.23	259.10	净利率	20.02%	20.38%	20.37%	20.40%
资产总计	8440.01	9486.28	10892.81	12516.28	ROE	15.68%	15.87%	15.77%	15.76%
短期借款	15.00	20.00	22.00	27.00	ROA	13.52%	14.00%	13.93%	13.93%
应付和预收款项	750.89	722.70	839.68	976.13	ROIC	33.51%	34.32%	36.47%	38.79%
长期借款	0.23	0.23	0.23	0.23	EBITDA/销售收入	26.73%	25.32%	25.10%	24.95%
其他负债	400.37	371.00	407.32	450.00	营运能力				
负债合计	1166.49	1113.93	1269.23	1453.36	总资产周转率	0.72	0.73	0.73	0.73
股本	1016.18	1016.18	1016.18	1016.18	固定资产周转率	4.79	5.48	6.82	8.59
资本公积	244.18	244.18	244.18	244.18	应收账款周转率	4.25	4.10	4.29	4.23
留存收益	6137.95	7240.88	8495.81	9939.38	存货周转率	2.28	2.38	2.38	2.39
归属母公司股东权益	7300.32	8402.38	9657.30	11100.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.23%	—	—	—
少数股东权益	-26.81	-30.03	-33.72	-37.96	资本结构				
股东权益合计	7273.52	8372.35	9623.58	11062.92	资产负债率	13.82%	11.74%	11.65%	11.61%
负债和股东权益合计	8440.01	9486.28	10892.81	12516.28	带息债务/总负债	1.31%	1.82%	1.75%	1.87%
					流动比率	5.68	7.00	7.28	7.50
					速动比率	5.06	6.26	6.54	6.78
					股利支付率	28.20%	17.18%	17.51%	17.41%
					每股指标				
					每股收益	1.13	1.31	1.50	1.72
					每股净资产	7.18	8.27	9.50	10.92
					每股经营现金	0.90	1.23	1.32	1.56
					每股股利	0.32	0.23	0.26	0.30
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	1523.07	1650.78	1870.06	2132.35					
PE	19.77	16.98	14.86	12.94					
PB	3.10	2.69	2.34	2.04					
PS	3.97	3.47	3.03	2.65					
EV/EBITDA	12.15	10.64	8.85	7.19					
股息率	1.43%	1.01%	1.18%	1.35%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn