

业绩短期承压，创新转型成果已现

恩华药业 (002262)

事件概述

2025 年公司业绩短期承压，收入端实现平稳增长，但利润端有所下滑。全年实现营业收入 **59.1 亿元**，yoy+**3.7%**；实现归母净利润 **10.6 亿元**，yoy-**7.5%**；扣非归母净利润为 **10.6 亿元**，yoy-**7.5%**。利润下滑我们分析主要系公司持续加大研发投入及市场推广力度，研发费用和销售费用分别同比增长 **15.1%**和 **6.5%**，增速超过收入增速。经营性现金流表现稳健，全年净额达 **10.8 亿元**，yoy+**17.7%**，显示出良好的回款能力。

分季度看，公司业绩呈现前高后低的态势。26Q1-Q4 单季度收入分别为 15.1 亿、15.0 亿、14.6 亿、14.4 亿元；归母净利润分别为 3.0 亿、4.0 亿、4.1 亿和 **-0.5 亿元**。26Q4 出现亏损，我们认为低于市场预期，推测主要原因为年底销售费用、研发费用等集中确认所致。

2026Q1 业绩符合市场预期，展现稳健开局。公司实现营收 **16.1 亿元** (yoy+6.6%)，归母净利润 **3.2 亿元** (yoy+5.6%)，扣非归母净利润 **3.2 亿元** (yoy+6.2%)。

核心业务分化，神经类产品线成为增长新引擎

- **麻醉类业务**：作为公司基本盘，全年实现收入 **31.2 亿元**，同比微增 **1.8%**。增速放缓。
- **精神类业务**：实现收入 **11.9 亿元**，同比小幅下滑 **1.1%**。该板块短期增长乏力，但公司通过外延合作积极破局。报告期内，公司与绿叶制药达成战略合作，获得瑞可妥®、瑞百莱®、美比瑞®三款抗精神病药长效针剂的独家商业化权利。
- **神经类业务**：成为全年最大亮点，实现收入 **3.7 亿元**，同比高速增长 **67.5%**。

研发投入持续加码，创新管线步入收获期

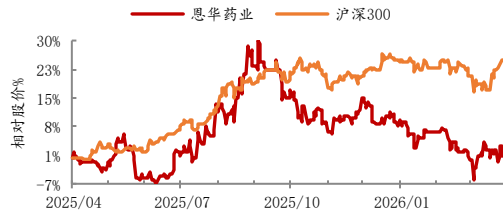
2025 年公司研发投入 **6.8 亿元**，yoy+**15.1%**，研发费用率提升至 **11.6%**。高强度的投入正逐步转化为丰硕的管线成果，公司创新价值亟待重估。

• **核心产品 NH600001 乳状注射液**：作为 1 类创新药，已于报告期内提交 NDA，我们预计 2026 年有望获批上市。该产品是依托咪酯的改构药物，有望解决现有产品痛点，拓展应用场景，是公司近期最重要的业绩催化剂。

• **后续梯队丰富**：公司拥有超过 20 项在研创新药，覆盖精神

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	21.37
股票代码：	002262
52 周最高价/最低价：	29.3/20.74
总市值(亿)	217.1
自由流通市值(亿)	188.9
自由流通股数(百万)	883.93



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

分析师：程仲瑶

邮箱：chengzy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523120001

联系电话：

相关研究

1. 【华西医药】恩华药业 (002262.SZ) 季报点评：业绩稳健增长，麻醉镇痛领域管线持续丰富
2025.10.28
2. 【华西医药】恩华药业 (002262.SZ) 半年报点评：业绩符合预期，坚持“持续聚焦，创新驱动”发展战略

分裂症、抑郁症、阿尔茨海默症、帕金森病等 CNS 核心领域。其中，从丹麦灵北引进的 NHL35700（精神分裂症）已完成 II 期临床，将于 2026 年进入 III 期；与哈佛医学院合作的 Protollin 鼻喷剂（阿尔茨海默症）已在美国完成 I 期临床，将于 2026 年进入 II 期。

投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2026-2027 年营收分别为 65.5、72.3 亿元（前值为 69.1、77.0 亿元），对应增速分别为 10.7%、10.4%；归母净利润为 13.3、15.1 亿元（前值为 14.8、16.9 亿元），对应增速分别为 25.5%、13.7%，EPS 为 1.31、1.49 元（前值为 1.46、1.66 元）；新增 2028 年预计收入为 79.4 亿元，归母净利润为 16.6 亿元，EPS 为 1.64 元，对应 2026 年 4 月 23 日 21.37 元/股收盘价，PE 分别为 16/14/13X；维持“增持”评级。

风险提示

医疗事故或行业负面事件风险；行业竞争加剧风险；行业政策风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,698	5,911	6,546	7,228	7,935
YoY (%)	13.0%	3.7%	10.7%	10.4%	9.8%
归母净利润(百万元)	1,144	1,057	1,327	1,509	1,663
YoY (%)	10.3%	-7.5%	25.5%	13.7%	10.3%
毛利率 (%)	73.6%	72.1%	73.1%	73.9%	74.5%
每股收益 (元)	1.13	1.05	1.31	1.49	1.64
ROE	15.7%	13.1%	14.8%	15.0%	14.8%
市盈率	18.91	20.35	16.36	14.39	13.05

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,911	6,546	7,228	7,935	净利润	1,055	1,324	1,505	1,660
YoY (%)	3.7%	10.7%	10.4%	9.8%	折旧和摊销	267	134	141	119
营业成本	1,648	1,762	1,890	2,021	营运资金变动	-207	-77	-169	-162
营业税金及附加	74	85	93	102	经营活动现金流	1,078	1,339	1,432	1,563
销售费用	2,114	2,307	2,555	2,857	资本开支	-437	-98	-115	-28
管理费用	264	290	322	353	投资	-25	-411	-404	0
财务费用	-17	-20	-26	-34	投资活动现金流	-562	-479	-442	56
研发费用	686	727	806	890	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-31	0	0	0	债务募资	15	0	0	0
投资收益	61	70	77	84	筹资活动现金流	-386	-409	-455	-501
营业利润	1,199	1,515	1,718	1,888	现金净流量	129	452	535	1,117
营业外收支	-26	-29	-30	-29					
利润总额	1,173	1,487	1,688	1,859	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	118	163	183	200	成长能力				
净利润	1,055	1,324	1,505	1,660	营业收入增长率	3.7%	10.7%	10.4%	9.8%
归属于母公司净利润	1,057	1,327	1,509	1,663	净利润增长率	-7.5%	25.5%	13.7%	10.3%
YoY (%)	-7.5%	25.5%	13.7%	10.3%	盈利能力				
每股收益	1.05	1.31	1.49	1.64	毛利率	72.1%	73.1%	73.9%	74.5%
					净利率	17.9%	20.3%	20.9%	21.0%
					总资产收益率 ROA	11.9%	13.6%	13.9%	13.8%
					净资产收益率 ROE	13.1%	14.8%	15.0%	14.8%
					偿债能力				
					流动比率	5.92	6.39	6.82	7.40
					速动比率	5.13	5.62	6.06	6.64
					现金比率	1.33	1.63	1.92	2.62
					资产负债率	13.0%	12.4%	12.0%	11.5%
					经营效率				
					总资产周转率	0.67	0.67	0.67	0.66
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.05	1.31	1.49	1.64
					每股净资产	7.93	8.85	9.89	11.03
					每股经营现金流	1.06	1.32	1.41	1.54
					每股股利	0.40	0.39	0.45	0.49
					估值分析				
					PE	20.35	16.36	14.39	13.05
					PB	3.04	2.42	2.16	1.94

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。