



恩华药业 (002262.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

主业企稳，创新加速

事件简评

8 月 18 日，公司公告当日两款 1 类新药获国家药监局批准开展临床，这两款分子分别是：NH302 注射液（外周选择性 Kappa 受体激动剂，镇痛）；NH130 枸橼酸盐片（5-HT_{2A} 受体反向激动剂，治疗精神分裂及阿尔茨海默病精神病性障碍），同日两款一类新药进入临床体现公司加大资源推动创新转型。

经营分析

主业企稳。1) 此前一天，公司发布 26 年半年报，26H1 营收 32.18 亿元（同比+6.91%，下同），归母净利润 7.41 亿元（+5.74%），扣非归母净利润 7.46 亿元（+6.65%）。2) 公司于 25H2 受到核心麻醉产品之一的依托咪脂地方集采影响（25Q3 广东联盟集采开标），而导致业绩产生波动，但进入 26 年以来相关影响正逐步消除，25Q2-26Q2 单季公司营收分别为 14.99/14.61/14.40/16.10/16.08 亿元，今年以来逐季营收改善明显。3) 展望 26H2，依托咪脂地方集采导致的去年下半年销售低基数，但随着公司麻醉产品羟瑞舒阿以及奥赛利定的放量，公司 26H2 营收有望回到快速增长轨道。

创新加速。除今日披露两款创新分子外，1) 公司目前共有 20 余个在研创新药项目，其中：提交上市申请项目 1 项（NH600001 乳状注射液）；开展 III 期临床研究项目 1 项（NHL35700 片）；完成 II 期临床研究项目 3 项（YH1910-Z02 注射液、NH102 片、YH1910-Z01 鼻喷剂）；开展 II 期临床研究项目 1 项（NH130 片）；开展 I 期临床研究项目 8 项（Protollin 鼻喷剂、NH160030 片、NH140068 片、NH280105 胶囊、NH300231 片、NH104 片、枸橼酸舒芬太尼注射液（新增适应症）、NH601 缓释胶囊）；获得临床试验通知书项目 1 项（NH601 缓释胶囊）；其余项目均处于临床前研究阶段。2) 公司还建立了一系列拥有差异化功能的国内领先技术平台，如积极探索人工智能技术，加快数智化研发能力建设，组建 AI 智能研发团队；如前瞻布局抗体-寡核苷酸偶联物（AOC）技术，探索 AOC 在罕见病、神经退行性疾病等领域应用潜力。

盈利预测、估值与评级

受到依托咪脂 25 年集采影响，我们适当下调公司 26 年收入预测，但随着创新药 NH600001 有望在 26 年底获批，并于 27/28 年放量，我们预计 26/27/28 年公司营业收入 65.50/73.95/84.45 亿元，同比增长 10.81%/12.90%/14.20%，归母净利润 11.66/13.11/15.94 亿元，同比增长 9.74%/13.01%/21.57%。维持“买入”评级。

风险提示

管制类精麻药品降价风险、新品销售不及预期风险、研发不及预期

医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

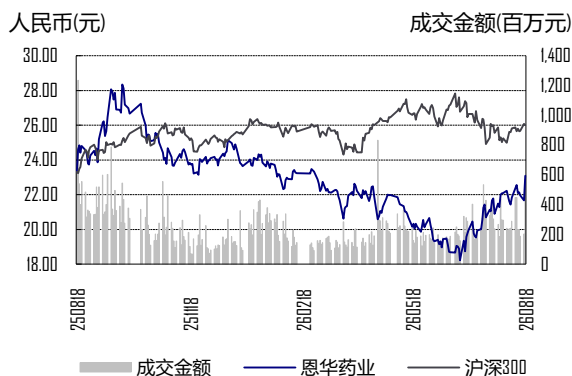
分析师：刘创（执业 S1130526060004）

liuchuang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：23.10 元

相关报告：

1. 《恩华药业深度研究：自研新药报产迎破局，创新步入收获期》，2025.9.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,698	5,911	6,550	7,395	8,445
营业收入增长率	13.01%	3.75%	10.81%	12.90%	14.20%
归母净利润(百万元)	1,144	1,057	1,160	1,311	1,594
归母净利润增长率	10.28%	-7.54%	9.74%	13.01%	21.57%
摊薄每股收益(元)	1.125	1.041	1.142	1.291	1.569
每股经营性现金流净额	0.90	1.06	1.30	1.44	1.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.66%	13.12%	13.23%	13.69%	15.09%
P/E	21.64	23.18	20.22	17.90	14.72
P/B	3.39	3.04	2.68	2.45	2.22

来源：公司年报、国金证券研究所



风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	5,042	5,698	5,911	6,550	7,395	8,445
增长率		13.0%	3.7%	10.8%	12.9%	14.2%
主营业务成本	-1,370	-1,507	-1,648	-1,730	-1,912	-2,090
%销售收入	27.2%	26.4%	27.9%	26.4%	25.9%	24.7%
毛利	3,672	4,191	4,264	4,820	5,483	6,355
%销售收入	72.8%	73.6%	72.1%	73.6%	74.1%	75.3%
营业税金及附加	-68	-75	-74	-82	-92	-106
%销售收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-1,737	-1,985	-2,114	-2,345	-2,551	-2,871
%销售收入	34.5%	34.8%	35.8%	35.8%	34.5%	34.0%
管理费用	-207	-259	-264	-295	-325	-355
%销售收入	4.1%	4.5%	4.5%	4.5%	4.4%	4.2%
研发费用	-549	-596	-686	-760	-873	-1,013
%销售收入	10.9%	10.5%	11.6%	11.6%	11.8%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	1,110	1,277	1,126	1,339	1,641	2,010
%销售收入	22.0%	22.4%	19.0%	20.4%	22.2%	23.8%
财务费用	19	17	17	-70	-208	-289
%销售收入	-0.4%	-0.3%	-0.3%	1.1%	2.8%	3.4%
资产减值损失	-48	-74	-40	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	51	66	61	60	60	60
%税前利润	4.4%	5.1%	5.2%	4.6%	4.1%	3.3%
营业利润	1,182	1,337	1,199	1,329	1,493	1,781
营业利润率	23.5%	23.5%	20.3%	20.3%	20.2%	21.1%
营业外收支	-14	-40	-26	-25	-20	10
税前利润	1,169	1,297	1,173	1,304	1,473	1,791
利润率	23.2%	22.8%	19.8%	19.9%	19.9%	21.2%
所得税	-134	-156	-118	-143	-162	-197
所得税率	11.5%	12.0%	10.1%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	1,034	1,141	1,055	1,160	1,311	1,594
少数股东损益	-3	-3	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,037	1,144	1,057	1,160	1,311	1,594
净利率	20.6%	20.1%	17.9%	17.7%	17.7%	18.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,034	1,141	1,055	1,160	1,311	1,594
少数股东损益	-3	-3	-2	0	0	0
非现金支出	223	308	306	213	229	247
非经营收益	-71	-60	-76	-31	-40	-70
营运资金变动	-179	-472	-207	-21	-39	-30
经营活动现金净流	1,008	916	1,078	1,321	1,462	1,741
资本开支	-373	-449	-437	-327	-290	-270
投资	0	0	-25	0	0	0
其他	79	-962	-100	60	60	60
投资活动现金净流	-293	-1,411	-562	-267	-230	-210
股权募资	0	99	0	0	0	0
债权募资	25	-40	15	-79	0	0
其他	-235	-360	-401	-446	-504	-613
筹资活动现金净流	-210	-301	-386	-525	-504	-613
现金净流量	505	-796	129	529	728	918

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,159	1,416	1,450	1,973	2,697	3,612
应收款项	1,076	1,518	1,589	1,616	1,723	1,852
存货	629	661	757	758	786	802
其他流动资产	1,391	2,463	2,667	2,673	2,680	2,688
流动资产	5,255	6,060	6,463	7,020	7,886	8,953
%总资产	71.7%	71.8%	70.1%	71.2%	73.2%	75.4%
长期投资	157	177	245	245	245	245
固定资产	1,435	1,547	1,588	1,596	1,591	1,574
%总资产	19.6%	18.3%	17.2%	16.2%	14.8%	13.3%
无形资产	318	496	778	822	869	921
非流动资产	2,074	2,380	2,760	2,846	2,887	2,920
%总资产	28.3%	28.2%	29.9%	28.8%	26.8%	24.6%
资产总计	7,328	8,440	9,223	9,866	10,772	11,873
短期借款	76	35	48	18	18	18
应付款项	547	803	852	852	942	1,036
其他流动负债	191	228	192	206	216	238
流动负债	814	1,066	1,092	1,076	1,176	1,293
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	104	100	103	47	47	49
负债	918	1,166	1,195	1,123	1,223	1,342
普通股股东权益	6,434	7,300	8,057	8,772	9,579	10,561
其中：股本	1,008	1,016	1,016	1,016	1,016	1,016
未分配利润	4,813	5,630	6,321	7,036	7,843	8,825
少数股东权益	-24	-27	-29	-29	-29	-29
负债股东权益合计	7,328	8,440	9,223	9,866	10,772	11,873

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	1.029	1.125	1.041	1.142	1.291	1.569
每股净资产	6.386	7.184	7.932	8.636	9.430	10.397
每股经营现金净流	1.001	0.902	1.062	1.301	1.439	1.714
每股股利	0.320	0.360	0.400	0.439	0.496	0.603
回报率						
净资产收益率	16.12%	15.66%	13.12%	13.23%	13.69%	15.09%
总资产收益率	14.15%	13.55%	11.46%	11.76%	12.17%	13.43%
投入资本收益率	15.14%	15.37%	12.53%	13.60%	15.27%	16.96%
增长率						
主营业务收入增长率	17.28%	13.01%	3.75%	10.81%	12.90%	14.20%
EBIT 增长率	20.82%	14.99%	-11.83%	18.92%	22.61%	22.47%
净利润增长率	15.09%	10.28%	-7.54%	9.74%	13.01%	21.57%
总资产增长率	13.06%	15.17%	9.28%	6.97%	9.19%	10.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	67.2	80.9	91.5	85.0	80.0	75.0
存货周转天数	179.2	156.3	157.1	160.0	150.0	140.0
应付账款周转天数	58.9	61.1	59.0	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	82.6	79.3	75.5	65.2	54.5	44.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.32%	-51.61%	-49.46%	-51.74%	-54.95%	-58.52%
EBIT 利息保障倍数	-57.6	-74.5	-66.3	19.1	7.9	7.0
资产负债率	12.53%	13.82%	12.96%	11.39%	11.35%	11.30%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	4
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.33	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究