

2026 年 08 月 24 日

证券研究报告·2026 半年报点评

恩华药业（002262）医药生物

当前价：21.95 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩稳健增长，神经类产品高速增长

投资要点

- **业绩总结：**2026 年上半年实现营业总收入 32.18 亿元（+6.91%）；归母净利润 7.41 亿元（+5.74%）；扣非归母净利润 7.46 亿元（+6.65%）。
- **新产品商业化快速推进。**近年获批上市新产品快速放量，公司重点加大新产品市场准入力度。奥赛利定注射液、羟考酮注射液、舒芬太尼、阿芬太尼以及 BD 合作产品安泰坦等实现快速市场准入，系统性地构建了差异化临床价值主张，实现销售收入持续增长。报告期内投入研发经费 3.85 亿元，在研项目 70 余项，研发管线储备充足，为后续商业化提供持续动力。
- **研发投入持续加码，创新药管线进入收获期。**公司延续高研发投入策略，创新药临床进度有序向前，团队规模与专业实力持续提升。公司现有在研项目 70 余项，包含创新药 20 余项、重点仿制药 40 余项、一致性评价项目 5 项，核心聚焦中枢神经疾病领域。NH600001 乳状注射液已提交上市申请，有望成为公司新一代麻醉领域核心品种；NHL35700 片（精神分裂症，1 类）开展 III 期临床；NH102 片、YH1910-Z02 注射液、YH1910-Z01 鼻喷剂（抑郁症）均完成 II 期临床。在研产品全面覆盖麻醉镇静、精神类、神经退行性疾病等中枢神经核心赛道，形成完善的产品梯队，保障企业可持续发展。
- **仿制药 + 一致性评价筑牢基本盘，高端复杂制剂打造差异化优势。**公司以自主开发为核心，搭建完善的仿制药开发体系，聚焦高政策、高技术壁垒及首仿潜力品种，持续储备新品、推进重点品种一致性评价工作。以 40 余项仿制药项目、5 项一致性评价项目夯实业务基本盘。其中盐酸多沙普仑注射液于 2026 年 6 月通过评价，剩余项目处于临床前或临床研究阶段。7 项仿制药处于生产审评阶段，包含布瑞哌唑片、盐酸羟考酮缓释片（防滥用）等品种。公司深耕中枢神经系统药物领域，聚焦高端递药系统与高壁垒赛道，以 31 个高壁垒品种、高端递药系统及多项创新药研发管线，构筑核心差异化竞争优势。
- **盈利预测。**恩华药业在中枢神经药物领域构建了多维度、多层次的产品梯队与发展格局，产品涵盖麻醉镇痛类、精神类和神经类等药物。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 11.8、13.2 和 15.4 亿元。
- **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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5911.19	6513.59	7284.12	8169.48
增长率	3.75%	10.19%	11.83%	12.15%
归属母公司净利润（百万元）	1057.33	1179.64	1317.62	1544.73
增长率	-7.54%	11.57%	11.70%	17.24%
每股收益 EPS（元）	1.04	1.16	1.30	1.52
净资产收益率 ROE	13.14%	13.08%	13.05%	13.58%
PE	21	19	17	14
PB	2.77	2.47	2.21	1.96

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：duxu@swsc.com.cn

联系人：张旭安

电话：021-68416017

邮箱：zhangxuan@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)	8.84
52 周内股价区间(元)	18.23-28.92
总市值(亿元)	222.97
总资产(亿元)	95.35
每股净资产(元)	8.26

相关研究

1. 恩华药业（002262）：业绩稳健增长，麻醉新品增长态势较好（2025-08-08）

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加强深耕，持续强化新产品准入。公司着重加强学术推广，瑞芬太尼、羟考酮、舒芬太尼等新品逐步放量预计 2026-2028 年麻醉类收入增速分别为 5%、6%、7%，毛利率分别为 88.0%/88.3%/88.6%。

假设 2：精神类——公司在精神类产品领域持续巩固领先地位，销售网络已覆盖全国各层级医院、社区医院、民营医院及线上药店等多终端。公司拥有盐酸丁螺环酮片、阿普唑仑片等国家基药目录品种，碳酸锂缓释片为独家缓释剂型。预计 2026-2028 年精神类收入增速分别为 8%、8%、8%，毛利率稳定在 81.0%附近。

假设 3：商业医药——公司商业医药板块由控股子公司恩华连锁运营，坚持“聚焦徐州、深耕社区、扎根百姓”的发展战略。预计 2026-2028 年商业医药收入增速分别为 12%、12%、12%，毛利率稳定在 14.5%附近。

假设 4：原料药——公司拥有咪达唑仑、依托咪酯、盐酸右美托咪定、舒芬太尼等 30 余个原料药品种，新建精烘包项目、J19 合成车间建设项目等产能建设稳步推进。预计 2026-2028 年原料药收入增速分别为 8%、9%、9%，毛利率稳定在 41.6%附近。

假设 5：神经类——公司神经类产品增长表现突出，公司拥有利鲁唑片、氯硝西泮片、加巴喷丁胶囊、扎来普隆胶囊等核心产品，恩诺欣已跃升为同质市场份额第一。公司构建了恩华睡眠产品线整合推广模式，并达成奥沙西泮片营销合作。预计 2026-2028 年神经类收入增速分别为 62.5%、55.0%、40.0%，毛利率稳定在 65.0%附近。

假设 6：其他制剂——涵盖远恒药业等子公司的差异化产品线，专注于妇科产科、眼科与皮肤科领域。预计 2026-2028 年其他制剂收入增速分别为 5%、6%、6%，毛利率稳定在 55.0%附近。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 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		2025A	2026E	2027E	2028E
麻醉类	收入	31.2	32.7	34.7	37.1
	增速	1.8%	5.0%	6.0%	7.0%
	毛利率	87.7%	88.0%	88.3%	88.6%
精神类	收入	11.9	12.8	13.9	15.0
	增速	-1.1%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	81.0%	81.0%	81.0%	81.0%
商业医药	收入	8.7	9.8	10.9	12.3
	增速	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
原料药	收入	1.8	1.9	2.1	2.3
	增速	-2.5%	8.0%	9.0%	9.0%
	毛利率	41.6%	41.6%	41.6%	41.6%
神经类	收入	3.7	6.0	9.3	13.0

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
	增速	67.5%	62.5%	55.0%	40.0%
	毛利率	66.7%	65.0%	65.0%	65.0%
其他制剂	收入	1.2	1.3	1.4	1.4
	增速	-22.6%	5.0%	6.0%	6.0%
	毛利率	54.3%	55.0%	55.0%	55.0%
其他产品收入	收入	0.4	0.3	0.3	0.3
	增速	-41.1%	-5.0%	0.0%	2.0%
	毛利率	88.3%	89.0%	90.0%	90.0%
其他贸易及劳务	收入	0.3	0.3	0.3	0.3
	增速	-15.3%	-10.0%	-5%	0.0%
	毛利率	77.7%	77.7%	77.7%	77.7%
合计	收入	59.1	65.1	72.8	81.7
	增速	3.8%	10.2%	11.8%	12.2%
	毛利率	72.1%	71.4%	70.9%	70.4%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5911.19	6513.59	7284.12	8169.48	净利润	1054.90	1176.92	1314.59	1541.17
营业成本	1647.62	1861.16	2122.64	2418.37	折旧与摊销	238.87	161.70	163.60	168.35
营业税金及附加	74.45	82.03	91.74	102.89	财务费用	-16.99	-17.00	-25.00	-25.00
销售费用	2114.32	2279.76	2513.02	2695.93	资产减值损失	-30.51	-30.00	-30.00	-30.00
管理费用	263.62	292.26	326.17	366.06	经营营运资本变动	-302.74	-67.56	-195.48	-220.06
财务费用	-16.99	-17.00	-25.00	-25.00	其他	134.86	-14.46	-18.62	12.27
资产减值损失	-30.51	-30.00	-30.00	-30.00	经营活动现金流净额	1078.39	1209.60	1209.08	1446.74
投资收益	61.16	45.00	45.00	45.00	资本支出	-247.52	-152.00	-138.00	-132.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-314.41	45.00	45.00	45.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-561.94	-107.00	-93.00	-87.00
营业利润	1199.17	1346.45	1498.43	1752.10	短期借款	15.00	-10.00	2.00	5.00
其他非经营损益	-26.09	-28.16	-29.50	-28.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1173.08	1318.29	1468.93	1723.51	股权融资	36.73	0.00	0.00	0.00
所得税	118.18	141.37	154.35	182.34	支付股利	-406.31	-211.47	-235.93	-263.52
净利润	1054.90	1176.92	1314.59	1541.17	其他	-31.52	0.32	25.00	25.00
少数股东损益	-2.43	-2.71	-3.03	-3.55	筹资活动现金流净额	-386.10	-221.15	-208.93	-233.52
归属母公司股东净利润	1057.33	1179.64	1317.62	1544.73	现金流量净额	129.32	881.45	907.16	1126.21
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1449.61	2331.06	3238.22	4364.43	成长能力				
应收和预付款项	1543.26	1687.97	1913.09	2136.96	销售收入增长率	3.75%	10.19%	11.83%	12.15%
存货	756.78	865.53	1010.01	1139.94	营业利润增长率	-10.28%	12.28%	11.29%	16.93%
其他流动资产	2713.30	2622.92	2629.30	2636.63	净利润增长率	-7.53%	11.57%	11.70%	17.24%
长期股权投资	143.91	143.91	143.91	143.91	EBITDA 增长率	-6.70%	4.93%	9.78%	15.79%
投资性房地产	49.80	49.80	49.80	49.80	获利能力				
固定资产和在建工程	1588.30	1552.87	1504.44	1454.01	毛利率	72.13%	71.43%	70.86%	70.40%
无形资产和开发支出	557.84	605.60	650.45	686.56	三费率	39.94%	39.23%	38.63%	37.17%
其他非流动资产	420.42	398.40	376.37	354.34	净利率	17.85%	18.07%	18.05%	18.86%
资产总计	9223.23	10258.06	11515.60	12966.59	ROE	13.14%	13.08%	13.05%	13.58%
短期借款	30.00	20.00	22.00	27.00	ROA	11.44%	11.47%	11.42%	11.89%
应付和预收款项	716.72	804.20	933.84	1048.75	ROIC	26.56%	27.45%	29.11%	32.17%
长期借款	0.23	0.23	0.23	0.23	EBITDA/销售收入	24.04%	22.89%	22.47%	23.20%
其他负债	448.38	439.16	486.41	539.84	营运能力				
负债合计	1195.34	1263.59	1442.47	1615.82	总资产周转率	0.67	0.67	0.67	0.67
股本	1015.79	1015.79	1015.79	1015.79	固定资产周转率	4.81	5.56	6.81	8.43
资本公积	281.30	281.30	281.30	281.30	应收账款周转率	3.75	3.98	4.01	3.99
留存收益	6829.46	7797.63	8879.32	10160.52	存货周转率	2.26	2.23	2.24	2.23
归属母公司股东权益	8057.13	9026.42	10108.11	11389.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.57%	—	—	—
少数股东权益	-29.24	-31.95	-34.98	-38.54	资本结构				
股东权益合计	8027.90	8994.46	10073.12	11350.77	资产负债率	12.96%	12.32%	12.53%	12.46%
负债和股东权益合计	9223.23	10258.06	11515.60	12966.59	带息债务/总负债	2.53%	1.60%	1.54%	1.69%
					流动比率	5.92	6.47	6.56	6.79
					速动比率	5.22	5.72	5.81	6.04
					股利支付率	38.43%	17.93%	17.91%	17.06%
					每股指标				
					每股收益	1.04	1.16	1.30	1.52
					每股净资产	7.93	8.89	9.95	11.21
					每股经营现金	1.06	1.19	1.19	1.42
					每股股利	0.40	0.21	0.23	0.26
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	1421.06	1491.15	1637.03	1895.45					
PE	21.09	18.90	16.92	14.43					
PB	2.77	2.47	2.21	1.96					
PS	3.77	3.42	3.06	2.73					
EV/EBITDA	12.65	11.45	9.87	7.94					
股息率	1.82%	0.95%	1.06%	1.18%					

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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn