

**恩华药业 (002262.SZ) 业绩稳健增长，创新研发稳步推进**

2024年10月30日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**余汝意（分析师）**
**刘艺（联系人）**

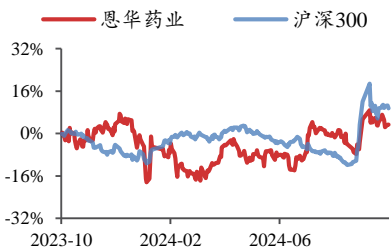
yuruyi@kysec.cn

liuyi1@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790124070022

日期	2024/10/29
当前股价(元)	26.72
一年最高最低(元)	29.98/20.64
总市值(亿元)	271.52
流通市值(亿元)	235.61
总股本(亿股)	10.16
流通股本(亿股)	8.82
近3个月换手率(%)	50.6

**股价走势图**


数据来源：聚源

**相关研究报告**

《业绩稳健增长，麻醉类产品表现亮眼——公司信息更新报告》-2024.7.31

《公司发布股权激励计划，彰显长期业绩信心——公司信息更新报告》-2024.6.13

《麻醉产品稳步增长，增量品种“羟瑞舒阿”和 TRV130 有望进一步放量——公司信息更新报告》-2024.4.1

**● 业绩稳健增长，盈利能力稳步提升，维持“买入”评级**

2024Q1-3 公司实现收入 41.45 亿元（同比+13.39%，下同）；归母净利润为 10.20 亿元（+15.18%）；扣非归母净利润 10.30 亿元（+16.35%）。从盈利能力看，公司 2024Q1-3 毛利率为 73.75%（+0.64pct）；净利率为 24.52%（+0.36pct），公司盈利能力稳步提升主要系公司高毛利品种销售占比逐步提升所致。从费用端看，2024Q1-3 公司销售费用率为 30.19%（+0.07pct）；管理费用率为 4.31%（+0.17pct）；研发费用率为 10.51%（-0.01pct），公司费用管控较为合理。公司专注布局中枢神经系统药物，受益于手术量的恢复叠加麻醉药应用场景不断拓展，公司精麻老产品、“羟瑞舒阿”及 TRV130 有望持续贡献公司收入。我们维持原有盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 11.81、14.01、16.68 亿元，EPS 为 1.17、1.39、1.66 元/股，当前股价对应 PE 为 22.6、19.1、16.0 倍，维持“买入”评级。

**● 业绩驱动因素明确，创新研发稳步推进**

公司不断建立产品的差异化竞争优势，实现老产品的稳定增长；通过市场准入、学术推广等工作使近期获批的麻醉系列产品实现快速增长；公司成立新兴及睡眠事业部，将麻醉、精神和神经线产品的业务下沉，深度挖掘县域基层与睡眠市场，保证非集采产品较快增长且使神经线产品收入受集采影响逐步降低。在创新药研发方面，目前开展 III 期临床研究项目 1 个（NH600001 乳状注射液）；开展 II 期临床研究项目 2 个（NHL35700 片、YH1910-Z02 注射液）。半年报至三季报期间，公司盐酸咪达唑仑口服溶液 0.2%（5ml：10mg）及 0.2%（10ml：20mg）规格于 2024 年 8 月获批，进一步丰富公司麻醉管线；2024 年 9 月，注射用甲磺酸齐拉西酮通过一致性评价；2024 年 10 月，瑞芬太尼获批新适应症“重症监护患者机械通气时的镇痛”，化药 3 类氯硝西泮注射液获批，丰富公司在中枢神经领域的布局，同月增加盐酸丁螺环酮片 10mg、15mg 规格，此外恩华生物全资子公司完成注册。公司业绩增长点多样，业绩驱动因素明确，创新研发稳步推进。

● **风险提示：**集采降价的风险；药品研发失败的风险；产品竞争加剧的风险等。

**财务摘要和估值指标**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4299	5042	6014	7256	8842
YOY(%)	9.2	17.3	19.3	20.7	21.9
归母净利润(百万元)	901	1037	1181	1401	1668
YOY(%)	12.9	15.1	13.9	18.6	19.1
毛利率(%)	76.3	72.8	72.4	71.8	71.1
净利率(%)	20.5	20.5	19.5	19.2	18.7
ROE(%)	15.8	16.1	15.5	15.7	15.9
EPS(摊薄/元)	0.89	1.03	1.17	1.39	1.66
P/E(倍)	29.6	25.7	22.6	19.1	16.0
P/B(倍)	4.7	4.1	3.5	3.0	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4650	5255	6253	7170	8625	<b>营业收入</b>	4299	5042	6014	7256	8842
现金	1532	2159	2575	3199	3817	营业成本	1020	1370	1662	2050	2557
应收票据及应收账款	821	1035	1179	1492	1763	营业税金及附加	57	68	81	98	119
其他应收款	30	22	40	35	57	营业费用	1655	1737	2141	2576	3130
预付账款	63	37	83	61	114	管理费用	193	207	271	323	389
存货	716	629	1003	1009	1502	研发费用	454	549	680	820	999
其他流动资产	1488	1373	1373	1373	1373	财务费用	-21	-19	-77	-95	-119
<b>非流动资产</b>	1831	2074	2239	2468	2768	资产减值损失	-16	-33	0	0	0
长期投资	78	73	72	71	71	其他收益	47	50	39	42	45
固定资产	1145	1141	1339	1582	1863	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	224	276	297	323	353	投资净收益	36	51	36	40	41
其他非流动资产	383	584	532	492	481	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	6481	7328	8492	9638	11392	<b>营业利润</b>	1003	1182	1345	1578	1870
<b>流动负债</b>	794	814	1133	1107	1456	营业外收入	3	7	3	4	4
短期借款	30	55	143	55	55	营业外支出	16	20	14	16	17
应付票据及应付账款	256	277	369	428	567	<b>利润总额</b>	990	1169	1334	1566	1857
其他流动负债	508	482	620	624	834	所得税	110	134	167	188	219
<b>非流动负债</b>	103	104	104	104	104	<b>净利润</b>	880	1034	1167	1379	1638
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-21	-3	-8	-11	-17
其他非流动负债	103	104	104	104	104	<b>归属母公司净利润</b>	901	1037	1176	1390	1655
<b>负债合计</b>	897	918	1237	1211	1560	EBITDA	1074	1253	1410	1662	1959
少数股东权益	-38	-24	-32	-44	-60	EPS(元)	0.89	1.02	1.16	1.37	1.63
股本	1008	1008	1008	1008	1008	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	119	103	103	103	103	<b>成长能力</b>					
留存收益	4481	5317	6214	7242	8462	营业收入(%)	9.2	17.3	19.3	20.7	21.9
<b>归属母公司股东权益</b>	5622	6434	7287	8471	9893	营业利润(%)	8.4	17.8	13.7	17.4	18.4
<b>负债和股东权益</b>	6481	7328	8492	9638	11392	归属于母公司净利润(%)	12.9	15.1	13.4	18.2	19.1
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	76.3	72.8	72.4	71.8	71.1
						净利率(%)	20.5	20.5	19.4	19.0	18.5
						ROE(%)	15.8	16.1	16.1	16.4	16.7
						ROIC(%)	14.7	14.9	14.8	15.2	15.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	13.8	12.5	14.6	12.6	13.7
						净负债比率(%)	-25.5	-31.7	-32.8	-36.7	-37.7
						流动比率	5.9	6.5	5.5	6.5	5.9
						速动比率	4.9	5.6	4.5	5.5	4.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	5.7	5.4	5.4	5.4	5.4
						应付账款周转率	4.3	6.2	6.2	6.2	6.2
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.89	1.02	1.16	1.37	1.63
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.99	0.85	1.17	1.17
						每股净资产(最新摊薄)	5.53	6.33	7.17	8.34	9.74
						<b>估值比率</b>					
						P/E	30.1	26.2	23.1	19.5	16.4
						P/B	4.8	4.2	3.7	3.2	2.7
						EV/EBITDA	22.4	18.8	16.4	13.5	11.1

现金流量表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	861	1008	865	1188	1193
净利润	880	1034	1167	1379	1638
折旧摊销	128	146	141	176	204
财务费用	-21	-19	-77	-95	-119
投资损失	-36	-51	-36	-40	-41
营运资金变动	-157	-179	-318	-220	-471
其他经营现金流	66	77	-13	-12	-17
<b>投资活动现金流</b>	-689	-293	-270	-364	-462
资本支出	328	374	308	405	503
长期投资	0	0	1	1	-0
其他投资现金流	-361	81	36	40	41
<b>筹资活动现金流</b>	-241	-210	-266	-112	-114
短期借款	-8	25	88	-88	0
长期借款	0	0	-0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-16	0	0	0
其他筹资现金流	-233	-219	-355	-23	-114
<b>现金净增加额</b>	-68	505	328	712	618

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn