

2023年10月26日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

28

恩华药业(002262.SZ)

Buy 买进

2023Q3 净利同比增长 16%，符合预期

结论与建议：

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2023/10/25)	23.31
深证成指(2023/10/25)	9528.31
股价 12 个月高/低	31.98/18.56
总发行股数(百万)	1007.59
A 股数(百万)	881.76
A 市值(亿元)	205.54
主要股东	徐州恩华投资有限公司(31.77%)
每股净值(元)	6.26
股价/账面净值	3.72
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-18.5 -13.7 19.3

近期评等

日期	收盘价	评级
2023-8-03	23.3	买进

产品组合

商业医药	35.8%
麻醉类	32.5%
精神类	22.5%
神经类	3.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.5%
一般法人	38.4%

股价相对大盘走势



➤ **公司业绩：**公司 2023Q1-Q3 实现营收 36.6 亿元，YOY+17.2%，录得归母净利润 8.9 亿元，YOY+19.4%，扣非后净利 YOY+18.9%，公司业绩处于业绩预告范围的中位偏上，符合预期。其中公司 Q3 单季度实现营收 12.6 亿元，YOY+12.2%，录得净利润 3.4 亿元，YOY+15.8%，扣非后净利 YOY+15.3%。

➤ **工业板块估计仍保持较高增速，Q3 医疗反腐影响有限：**估计工业板块前三季度仍实现 20%左右的增速，其中麻醉线增约 25%，精神线增约 5%，神经线估计仍受集采影响同比下降。Q3 季度来看，营收增速较前两季度有所回落（Q1/Q2/Q3 营收增速分别 YOY+18.8%/+21.1%/+12.2%），但受医疗反腐影响有限，仍保持双位数增长。我们看好公司后续麻醉类产品的放量以及其他产品在集采影响消退后的恢复。

➤ **毛利率回落，销售费用率下降：**公司 Q3 单季度综合毛利率为 71.9%，同比下降 5.6 个百分点，我们认为主要是本期销售结构变化所致。费用端来看，销售费用率同比下降 7.8 个百分点至 25.4%，绝对金额角度看同比下降 0.5 亿元，环比下降 0.4 亿元，我们估计与营销开展节奏有关。管理费用率同比下降 0.5 个百分点，主要是受益于营收规模扩大，研发费用率同比增加 2.8 个百分点至 11.7%，主要是研发投入增加。

➤ **在研丰富，助力长期增长：**截止 2023 年年中，公司在研项目 80 多项，其中创新药有 25 项在研，开展 II 期临床研究项目 1 个（NH600001 乳状注射液），开展 I 期临床研究项目 6 个（NH112、NH102、NH130、Protollin 鼻喷剂、NHL35700、YH1910-Z02），此外，预计 2023 年下半年将递交新药临床申请 3 个。仿制药研发及一致性评价方面，在研仿制药项目 43 个，6 个处于申报生产阶段。我们认为公司在研产品梯队丰富，将保障公司的长期增长。

➤ **盈利预计及评级：**我们预计公司 2023-2025 年分别实现净利润 10.9 亿元、12.9 亿元、15.3 亿元，YOY 分别增长 21.0%、17.9%、19.1%，EPS 分别为 1.08 元、1.28 元、1.52 元，对应 PE 分别为 22 倍、19 倍、16 倍，目前估值相对合理，我们维持“买进”的投资建议。

➤ **风险提示：**带量采购影响超预期，新品上市及销售不及预期，研发进度不及预期，医疗反腐政策影响

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	798	901	1090	1285	1531
同比增减	%	9.46	12.93	21.03	17.89	19.13
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.79	0.89	1.08	1.28	1.52
同比增减	%	9.72	12.66	21.60	17.89	19.13
市盈率 (P/E)	X	29.49	26.18	21.53	18.26	15.33
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.13	0.15	0.18
股息率 (Yield)	%	0.86	0.86	0.56	0.66	0.78

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	3936	4299	5077	5902	6823
经营成本	897	1020	1240	1394	1563
营业税金及附加	54	57	66	71	82
销售费用	1595	1655	1784	2154	2490
管理费用	148	193	217	224	246
财务费用	-10	-21	-18	-24	-20
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	36	36	52	55	60
营业利润	926	1003	1230	1470	1751
营业外收入	3	3	1	0	0
营业外支出	13	16	5	0	0
利润总额	916	990	1225	1470	1751
所得税	118	110	147	191	228
少数股东损益	0	-21	-12	-6	-8
归母净利润	798	901	1090	1285	1531

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	1608	1532	1762	2026	2330
应收账款	677	821	944	1086	1248
存货	604	716	860	1032	1238
流动资产合计	4043	4650	5580	6697	8036
长期股权投资	92	78	102	132	172
固定资产	1066	1145	1203	1263	1326
在建工程	17	92	95	98	101
非流动资产合计	1654	1831	2106	2422	2785
资产总计	5697	6482	7687	9119	10821
流动负债合计	682	794	953	1143	1372
非流动负债合计	111	103	107	111	116
负债合计	793	897	1060	1255	1488
少数股东权益	-17	-37	-274	-2272	-21127
股东权益合计	4921	5622	6900	10135	30460
负债及股东权益合计	5697	6482	7687	9119	10821

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动所得现金净额	701	861	1,119	1,265	1,417
投资活动所用现金净额	-393	-689	-325	-382	-439
融资活动所得现金净额	-127	-241	-564	-619	-50
现金及现金等价物净增加额	180	-68	230	264	928

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。