

恩华药业（002262）

精麻老牌劲旅，新药上市迎蜕变

买入（首次）

2023年02月01日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

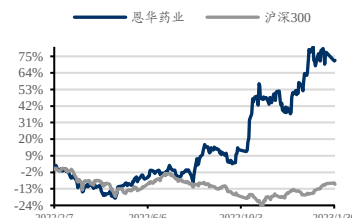
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	3,936	4,304	5,123	6,328
同比	17%	9%	19%	24%
归属母公司净利润（百万元）	798	904	1,101	1,380
同比	9%	13%	22%	25%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.79	0.90	1.09	1.37
P/E（现价&最新股本摊薄）	30.06	26.53	21.77	17.38

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **投资逻辑：**1)新品密集上市，业绩加速，2023-25年增长中枢有望达20%；2)集采出清，长逻辑通顺；3)行业新老交替，新药“量价齐升”；4)疫情放开+ICU扩建，围手术产品受益，短期业绩有望超预期；5)估值历史底部，亟待修复。五重因素共振，上行趋势明确。
- **TRV130 引领第二增长曲线，有望成为24亿元级重磅。**Oliceridine注射液（简称“TRV130”）自美国 Trevena 公司引进，G 蛋白偏向性 μ -阿片受体（MOR）激动剂能够减少不良反应。TRV130 放量确定性较强：1)研发进度领先，有望于1Q23上市；2)恩华药业销售体系成熟，渠道优势明显；3)镇痛相关恶心、呕吐、呼吸抑制等不良反应发生率较低；4)竞争格局较好，TRV130 定位 197 亿镇痛市场，阿片类创新镇痛药物，临床后期的仅 SHR8554、SHR0410 等 4 款。我们预计，TRV130 将于 2030 年达到销售峰值 24 亿元，对应 105 元/支，销量 2 千万只，用药人数为 910 万，手术相关人群渗透率仅 8.6%。
- **镇痛产品推陈出新，贡献新增长点。**“芬太尼系列+羟考酮”市场超 60 亿元，人福医药、萌蒂市占率超 80%。公司管制类镇痛药于 2020-21 年集中获批，市占率<4%，有望抢占市场。地佐辛 2021 年终端达 82 亿元，由扬子江主导，公司“光脚”地佐辛预计 2Q23 获批，贡献弹性。同时，传统品种依托咪酯、咪达唑仑价格不超过 40 元/支，新获批镇痛药在 90-140 元/支，高毛利品种带动盈利能力提升。
- **集采出清，精麻药物高壁垒，长逻辑通顺。**精麻药物生产、流通、销售全流程受到强监管，格局、价格中长期稳定。集采利空基本出清，公司精神类产品（如利培酮、阿立哌唑、度洛西汀等）、麻醉类（右美托咪定、丙泊酚）及神经类（加巴贲丁），已纳入集采且在报表端充分反应，7、8 批集采无公司产品。依托咪酯乳状注射液尚为国内独家，咪达唑仑注射液积极推进升级“红处方”。存量仿制药，仅齐拉西酮、丁螺环酮体量较大，2022 年销售额预计不超过 4 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计，公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.0/11.0/13.8 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 27/22/17 倍。由于：1)镇痛药物矩阵初成，驱动业绩加速；2)精麻药物市场大、壁垒高，集采利空出清，长逻辑通顺；3)“疫情放开+ICU 扩建”利好围手术用药。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**带量采购、竞争恶化、研发失败、新冠疫情

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.80
一年最低/最高价	10.97/26.25
市净率(倍)	4.39
流通 A 股市值(百万元)	20,985.88
总市值(百万元)	23,980.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.42
资产负债率(%，LF)	12.93
总股本(百万股)	1,007.59
流通 A 股(百万股)	881.76

相关研究

《恩华药业(002262)：招标放量驱动核心品种高速增长，业绩超预期》

2019-02-28

《恩华药业(002262)：扣非增长超预期，工业板块招标放量显著，商业板块受两票制影响下滑》

2018-10-23

内容目录

1. 投资逻辑：五重因素共振，上行趋势明确4

2. 公司概况：深耕精麻赛道，高效老牌劲旅5

 2.1. 公司概况：业绩稳中有进，盈利能力增强5

 2.2. 产品结构：麻醉优势明显，镇痛不断完善8

3. TRV130——“FIC”镇痛药，强化现有“产品+团队”组合9

4. 镇痛药物：产品推陈出新，镇痛矩阵渐全 11

5. 盈利预测和投资评级 12

6. 风险提示 14

图表目录

图 1:	公司历史估值情况.....	5
图 2:	公司股权结构（2022 年三季度）.....	6
图 3:	2017-2022Q1-3 公司营业收入（亿元，%）.....	6
图 4:	2017-2022Q1-3 公司归母净利润（亿元，%）.....	6
图 5:	2017-2021 年公司收入结构（亿元）.....	7
图 6:	2017-2021 年公司毛利率、净利率（%）.....	7
图 7:	2017-2021 年公司研发费用（亿元）.....	7
图 8:	2017-2021 年公司期间费用率（%）.....	7
图 9:	TRV130 的产品特点.....	10
图 10:	镇痛药物市场概况.....	10
图 11:	2021 年代表性镇痛药物销售数据（百万元）.....	10
图 12:	TRV130 的销售峰值测算.....	11
图 13:	“芬太尼”系列、羟考酮销售情况.....	12
图 14:	地佐辛销售情况.....	12
表 1:	恩华药业新增长点.....	4
表 2:	公司主要上市产品.....	8
表 3:	公司主要在研新药.....	9
表 4:	公司营业收入拆分.....	13
表 5:	可比公司估值.....	14

1. 投资逻辑：五重因素共振，上行趋势明确

一、新品快速上市，业绩加速确定性强。新药驱动业绩加速，芬太尼系列、羟考酮新品上市，TRV-130、地佐辛即将上市，贡献新增长点。TRV-130 定位 197 亿元镇痛市场，预计 2023 年 Q1 上市，有望成为 24 亿元级品种。4 款管制麻醉产品（瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼和羟考酮），2022 年预计销售 4-5 亿元，2023 年有望翻倍，中长期持续增长。公司“光脚”地佐辛即将上市，单品种终端超 80 亿元，想象空间大，贡献业绩弹性。

表1：恩华药业新增长点

品种	上市时间	21 年市场 (亿元)	21 年市占率 (%)	预期市占率 (%)	销售预期 (亿元)
TRV130	1Q23E	197	0%	12%	24.0
地佐辛	2Q23E	82	0%	9%	7.5
瑞芬太尼	2014/09	30	7.5%	33%	9.9
舒芬太尼	2020/12	21	2%	22%	4.6
阿芬太尼	2021/11	1.5	0.04%	-	3.7
羟考酮注射液	2021/02	2.5	6%	-	5.0
合计					55

数据来源：CHIS，东吴证券研究所（TRV130 对应的终端市场为镇痛药物市场，其他仿制药对应终端为品种销售额；“销售预期”对应时间为 2030 年，TRV130 的测算逻辑详见“图 12”，其他药物根据市占率/增速简易测算）

二、集采利空出清，中长期逻辑通顺。集采影响小，精麻药物高壁垒。生产、流通、销售、使用，全流程受到强监管，格局、价格中长期稳定。集采利空基本出清，公司精神类产品（如利培酮、阿立哌唑、度洛西汀等）、普通麻醉类产品（右美托咪定、丙泊酚）及神经类产品（加巴贲丁），已纳入集采且在报表端充分反应，7、8 批集采不涉及公司产品，2023 年无负面影响。依托咪酯乳状注射液尚为国内独家，竞争格局优良。咪达唑仑注射液对标三唑仑，具有流弊风险，公司积极推进合理使用、升级管控，防范滥用。存量较大仿制药，仅齐拉西酮、丁螺环酮，2022 年销售体量预计不超过 4 亿元。

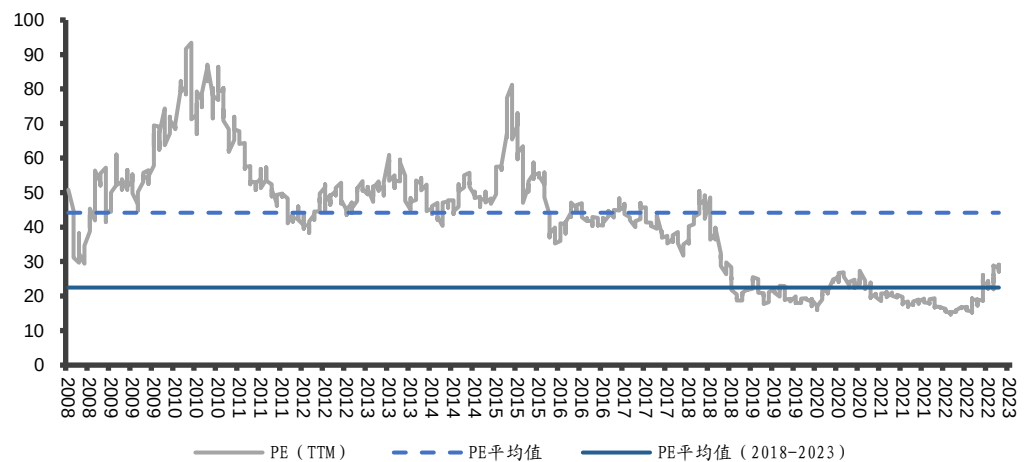
三、行业新老交替，新品上市量价齐升。右美托咪定、丙泊酚分别纳入“4+7”、第四批国家集采，2021 年销售达 40、39 亿元，2022 年 Q1-3 销售额仅为 18、24 亿元，大幅下降，为依托咪酯、咪达唑仑腾出空间。地佐辛调出医保，于 2023 年 1 月纳入《第二批国家重点监控合理用药药品目录》，为恩华药业镇痛新药腾出空间。依托咪酯（10ml:20mg）、咪达唑仑（2ml:10mg）价格分别为 37、21 元/支，芬太尼价格在 90-140 元/支，羟考酮注射液（1ml:10mg）价格在 214 元/支，TRV130 谈判后的价格中枢有望达 150 元/支，新品替代老产品放量，盈利能力提高。

四、疫情放开后，“需求恢复+重症增加+ICU 扩建”促围手术药物使用。手术医疗需求最为刚性，放开后住院、手术人次有望恢复。2016-2019 年，住院患者人数分别为 2.3、2.4、2.5、2.7 亿人，平均增速为 6%；住院病人手术人次分别为 5.1、5.6、6.2、6.9

千万人，平均增速为 11.1%。2019 年底新冠疫情爆发，2020 年住院患者人数、手术人次人数分别为 2.3 亿人、6.7 千万人，同比增速为-13.5%、-3.8%，近 5 年首次下滑。疫情放开，预期医院手术量会有较大程度的恢复。重症床位快速增加，市场扩容。同时，海外各国普遍存在超额死亡，重症患者数量增加，相关药物的使用需求有望提高。

五、估值历史底部，边际改善驱动修复。公司 2008 年上市至今（2023 年 1 月 24 日），PE 平均值为 44x。2018 年集采启动，制药板块估值承压，18 年至今 PE 平均值为 22x。我们认为，集采利空基本出清，新品陆续上市，公司具有长期盈利能力，当前（2023 年 1 月 24 日）PE（TTM）仅 29x，估值水平有望重回/超过 44x。

图1：公司历史估值情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 公司概况：深耕精麻赛道，高效老牌劲旅

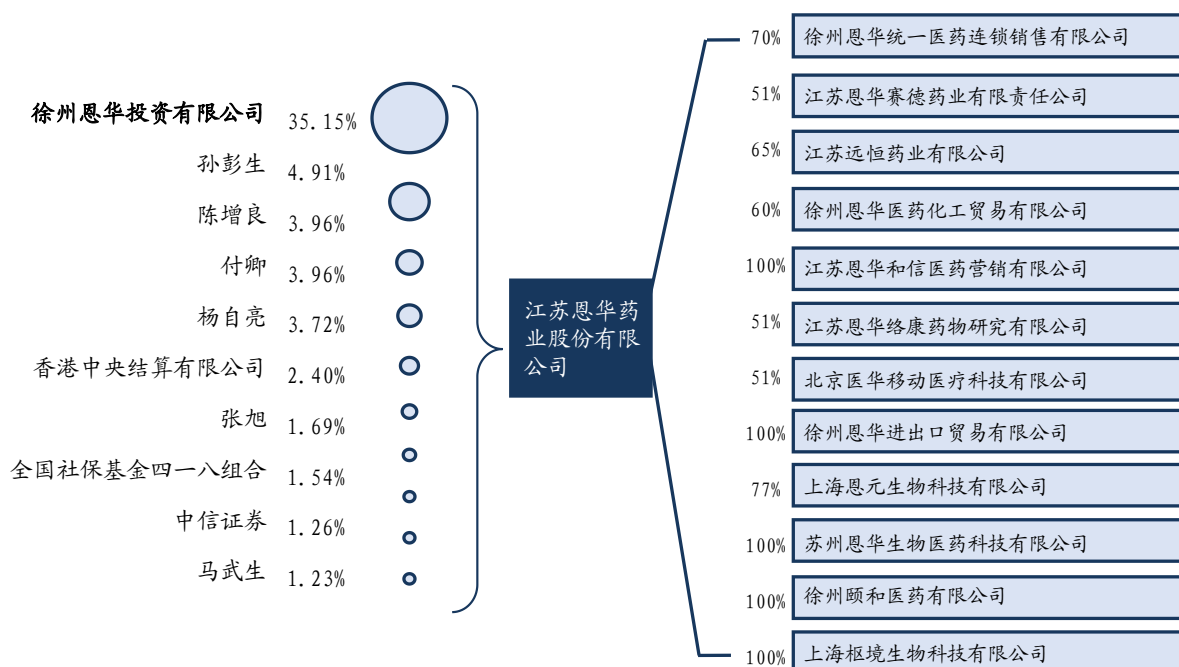
2.1. 公司概况：业绩稳中有进，盈利能力增强

公司简介：公司专注于中枢神经药物细分市场，已建立起完整的中枢神经系统药物系列产品和营销网络，特色、优势明显。1978 年公司成立，1990 年三唑仑获生产批文；2000 年进行了股权结构调整，国有资本全部退出；2008 年在深交所挂牌上市；2011 年芬太尼注射液获批；2014 年瑞芬太尼注射液、阿立哌唑获批；2015 年江苏好欣晴成立；2018 年，获得美国 Trevena 公司授予 Oliceridine (TRV130) 的独家许可；2020 年枸橼酸舒芬太尼注射液获批上市，同年，上海枢境生物科技有限公司成立，聚焦于中枢神经系统创新药物开发；2021 年，盐酸羟考酮注射液、阿芬太尼注射获批上市，管制镇痛药矩阵完善。

股权结构：公司股权结构稳定，子公司研发、生产、销售分工明确。孙彭生、付卿、陈增良及杨自亮合计持有徐州恩华投资有限公司 55.58%的股权和本公司 16.55%的股权，直接和间接控制本公司 51.70%的股份，四人为一致行动人、公司实际控制人。主要子公

司分工明确，医药零售：徐州恩华统一医药连锁销售；医药生产：江苏恩华赛德药业、江苏远恒药业；医药销售：徐州恩华医药化工贸易、江苏恩华和信医药营销、徐州恩华进出口贸易；医药研发：江苏恩华络康药物研究、上海恩元生物科技、苏州恩华生物医药科技、上海枢境生物科技；互联网医疗：北京医华移动医疗科技等。

图2：公司股权结构（2022年三季度）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

收入利润：公司经营稳健，盈利能力较强。2021、2022 前三季度，公司实现营收 39.36、31.2 亿元，同比增速为 17.1%、7.9%。2021、2022 前三季度，公司实现归母净利润 8.0、7.4 亿元，同比增速为 9.5%、10.3%。2020 年，营收下降，主要受原控股商业子公司江苏恩华和润医药有限公司退出合并范围及新冠疫情影响所致，但公司工业板块稳健增长，仍保持归母净利润正增长。随着疫情受控后医疗机构诊疗服务恢复常态，公司业务增长不利影响基本消除，业绩增长可期。

图3：2017-2022Q1-3 公司营业收入（亿元，%）

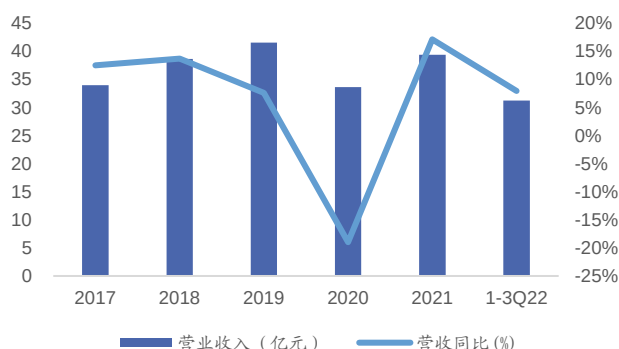
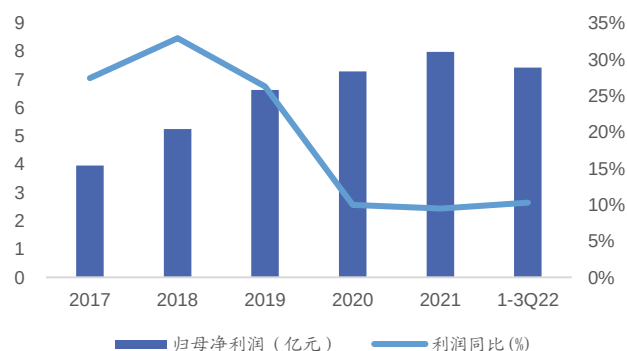


图4：2017-2022Q1-3 公司归母净利润（亿元，%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

收入结构：公司产品聚焦于麻醉类、精神类药物，盈利能力较强。**收入结构：**麻醉类收入从2017年的9亿元增长到2021年的20亿元，2021年占营业收入的49.77%；精神类营业收入从2017年的7亿元增长到2021年的11亿元，2021年占营业收入的29.85%；商业药店2022年新增门店13家，门店数达到118家。**盈利能力：**2020、2021，销售毛利率分别为75.54%、77.2%，归母净利率分别为21.63%、20.28%，盈利能力较强。2020年毛利率上升，主要是商业医药板块营业成本大幅下降。

图5：2017-2021年公司收入结构（亿元）

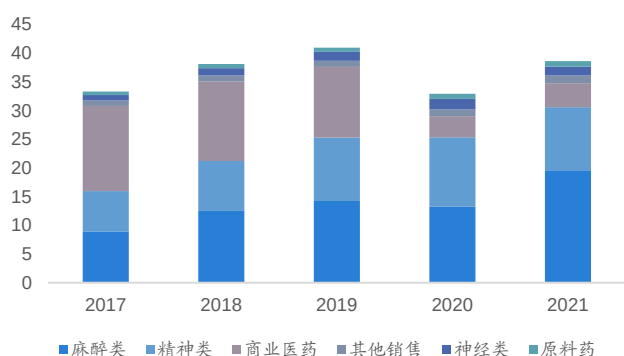
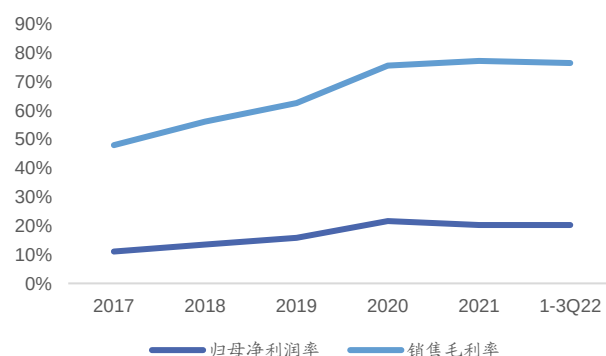


图6：2017-2021年公司毛利率、净利率（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

研发投入：公司研发投入逐渐提高，销售费用率上市，财务、管理费用率稳定。2020、2021年，公司研发费用为2.46、3.52亿元，研发费用率为7.32%、8.94%，2017-2021年研发投入强度持续增加。**期间费用：**2020、2021年，公司销售、管理和财务费用率分别为38.98%、3.96%、-0.71%；40.52%、3.76%、-0.27%。2017-2021年期间财务、管理费用率较为平稳，公司经营稳健。销售费用持续增加，有利于公司通过增强学术推广，以实现新品的销售放量。

图7：2017-2021年公司研发费用（亿元）

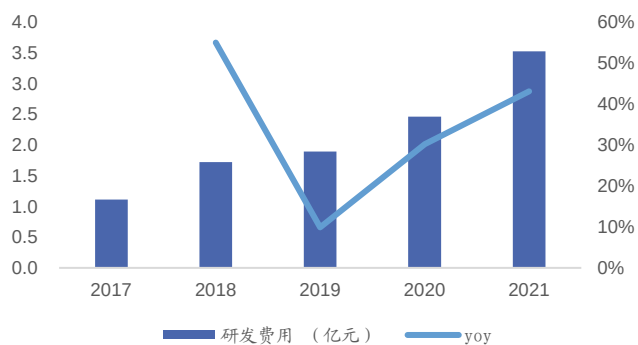
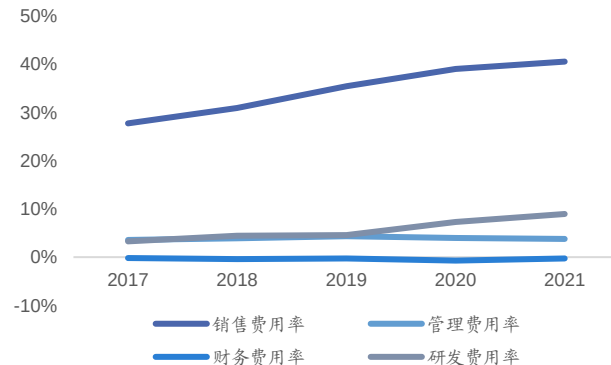


图8：2017-2021年公司期间费用率（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

数据来源：wind，东吴证券研究所

2.2. 产品结构：麻醉优势明显，镇痛不断完善

上市产品：公司是专注于中枢神经系统药物生产的领军企业。公司主要从事中枢神经类产品的生产制造，集中资源从事中枢神经药物的研发、生产、销售，拥有国内最丰富的产品线，形成了公司独特的核心竞争力。公司在中枢神经药物行业的细分领域麻醉、精神、神经均有重磅产品布局，共有 30 余原料药产品上市，10 种麻醉剂类产品，9 种精神类产品，5 种神经类制剂。近几年来陆续获批的有盐酸瑞芬太尼注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸羟考酮注射液、盐酸戊乙奎醚注射液、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、盐酸阿芬太尼注射液等产品。

表2：公司主要上市产品

类别	主要产品	主要适应症
麻醉类制	力月西（咪达唑仑注射液）	麻醉前给药、全麻诱导和维持、ICU 病人镇静
	福尔利（依托咪酯乳状注射液）	全麻诱导，也可用于短时手术麻醉
	锐纷（注射用盐酸瑞芬太尼）	全麻诱导或全麻中维持镇痛
	芬特（枸橼酸舒芬太尼注射液）	气管内插管，复合麻醉的镇痛，麻醉诱导和维持
	阿芬尼（盐酸阿芬太尼注射液）	作为麻醉性镇痛剂用于全身麻醉诱导和维持
	恩利泽（盐酸羟考酮注射液）	强效镇痛药，手术后引起的中度至重度疼痛
	其他：丙泊酚乳状注射液、氟马西尼注射液、盐酸右美托咪定注射液、盐酸戊乙奎醚注射液等	
精神类制剂	思贝格（盐酸齐拉西酮胶囊）	精神分裂症
	思贝格（注射用甲磺酸齐拉西酮）	适用于治疗精神分裂症患者急性激越症状
	一舒（盐酸丁螺环酮片）	各种焦虑症
	碳酸锂缓释片	主要用于治疗躁狂症、双相情感性精神障碍、抑郁症
	维必朗（氯氮平口崩片）	适用于急性与慢性精神分裂症的各个亚型
	其他：利培酮片、阿普唑仑片、阿立哌唑片、盐酸度洛西汀肠溶片等	
神经类制剂	利鲁唑片	主要用于肌萎缩侧索硬化症患者的治疗
	氯硝西洋片	主要用于控制各型癫痫
	迭力（加巴喷丁胶囊）	主要用于成人疱疹后神经痛的治疗、癫痫辅助治疗
	其他：扎来普隆胶囊、马来酸咪达唑仑片等	
原料药	咪达唑仑、依托咪酯、芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼、盐酸右美托咪定、盐酸戊乙奎醚、碳酸锂、利培酮、非诺贝特、氢溴酸西酞普兰、加巴喷丁、五氟利多、咪康唑、硝酸益康唑等	

数据来源：公司 2022 半年报，东吴证券研究所

产品研发：公司围绕中枢神经系统药物深入布局，有多款在研创新药和仿制药。公司有在研科研项目 70 多项，共有 20 多个在研创新药项目，仿制药在审评项目 3 个（地佐辛及注射液、依托咪酯乳状注射液、奥氮平片）。开展 I 期临床研究项目 4 个（CY150112 片、NH102 盐酸盐片、NH600001 乳状注射液、Protollin 鼻喷剂），提交 IND 申报资料项目 1 个（NH300094 片），提交 Pre-IND 资料在审评项目 4 个（NH103 草酸盐片、NH130 枸橼酸盐片、盐酸（R）氯胺酮注射液、NHL35700 片）。

表3: 公司主要在研新药

产品名称	领域	研发进展	备注
TRV-130 注射液	麻醉镇痛	NDA	国外引进
DP-VPA	抗癫痫	临床 I 期（完成）	国外引进
NH102	抗抑郁	临床 I 期	1 类新药（自研）
Protollin 鼻喷剂	阿尔茨海默症	临床 I 期（美国）	国外引进
CY150112	精神分裂症	临床 I 期	1 类新药（自研）
NH600001（依托咪酯改构）	麻醉镇痛	临床 I 期	1 类新药（自研）
NHL35700	精神分裂症	Pre-IND	国外引进
NH300094	精神分裂症	IND	1 类新药（自研）
盐酸（R）氯胺酮注射液	抗抑郁	Pre-IND	2 类新药（自研）
NH103 草酸盐片	抗抑郁	Pre-IND	1 类新药（自研）
NH130 枸橼酸盐片	帕金森病精神症状	Pre-IND	1 类新药（自研）
盐酸（R）氯胺酮鼻用喷雾剂	抗抑郁	在研阶段	1 类新药（自研）
盐酸氯胺酮鼻用喷雾剂	抗抑郁	在研阶段	2 类新药（自研）
地佐辛注射液	麻醉镇痛	已申报（在评审）	仿制药
奥氮平片	精神分裂症	已申报（在评审）	仿制药
依托咪酯乳状注射液	麻醉镇痛	已申报（在评审）	仿制药
普瑞巴林胶囊	癫痫	BE 试验	仿制药

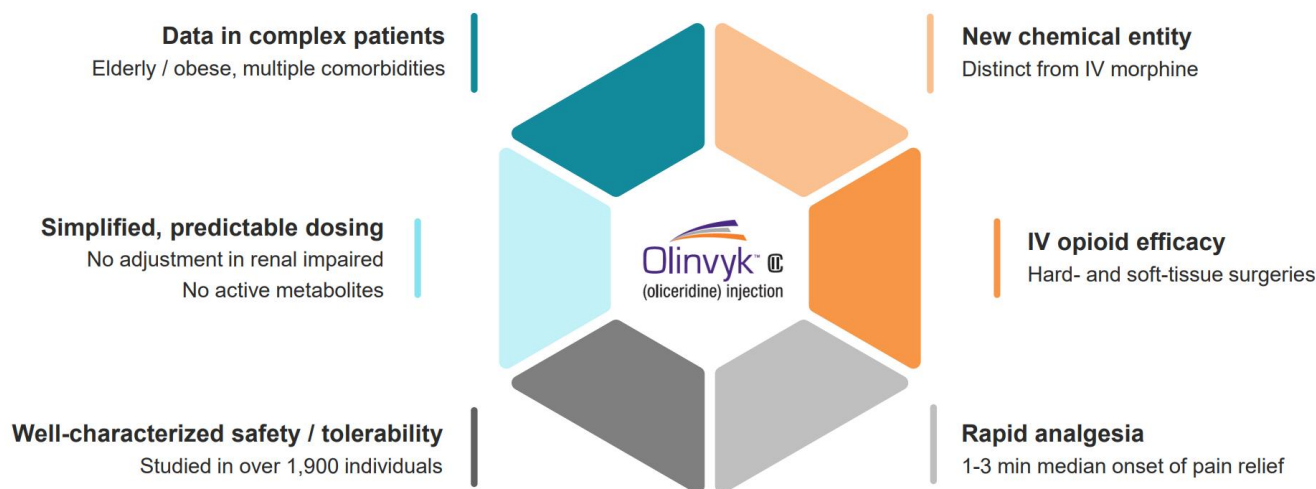
数据来源：公司 2022 半年报，东吴证券研究所

3. TRV130——“FIC”镇痛药，强化现有“产品+团队”组合

产品简介：TRV130 (Oliceridine 注射液)（以下简称“TRV130”）是由美国 Trevena 公司首创的（First-in-class）的新型小分子 G 蛋白偏向性 μ -阿片受体（MOR）激动剂，优先激活镇痛疗效信号通路的同时，能够减少引起不良反应信号通路的激活。TRV130 已于 2020 年在美国获批上市（商品名：OLINVIK®），用于治疗需要静脉注射阿片类药物的成人患者的中度至重度急性疼痛。公司拥有该产品大中华区开发及商业化的独家权益。目前，TRV130 的新药上市申请获得国家药品监督管理局（NMPA）受理。

作用特点：TRV130 与吗啡相比，镇痛效果相当，起效更快，恶心呕吐等不良反应发生率更低。现有研究数据显示，TRV-130 能够在 2~5 分钟内有效缓解疼痛，作用持续 3 小时；在老年患者或肾功能受损的患者中，无需剂量调整；在同等镇痛条件下，对呼吸系统和胃肠道系统不良反应更小；表明了该药品优异的临床有效性和安全性。

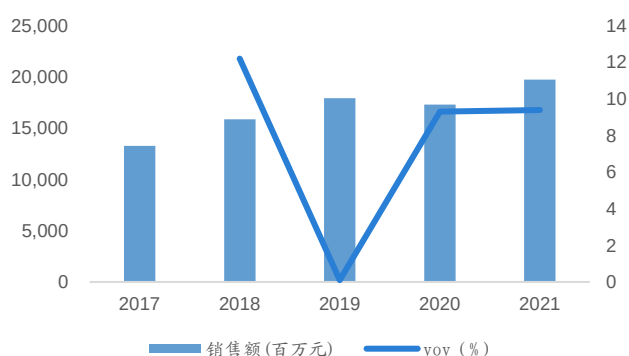
图9: TRV130 的产品特点



数据来源: Trevena 官网, 东吴证券研究所

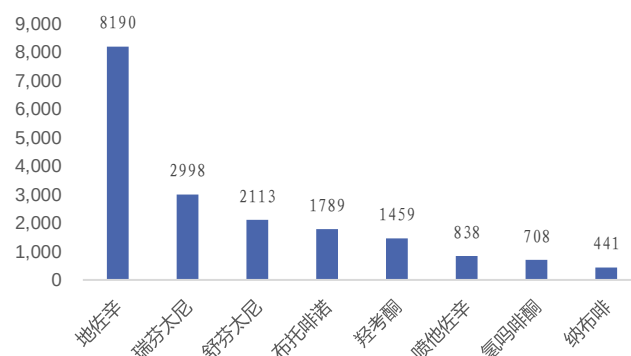
市场概况: 市场大, 壁垒高, 格局、价格稳定, 具备诞生大品种的土壤。2017-2021 年, 镇痛药物终端销售数据分别为 132、159、179、173、197 亿元, 2018-2021 年的增速为 12%、0.1%、9%、9%, 整体增长稳定, 中枢在 10%, 2019 年增速放缓主要系疫情影响。代表性品种地佐辛、瑞芬太尼、舒芬太尼、布托啡诺, 2021 年销售额达到 82、30、21、18 亿元。**结构机会凸显**, 地佐辛被调出地方医保, 纳入重点监控目录, 上市新药有望替代地佐辛。

图10: 镇痛药物市场概况



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

图11: 2021 年代表性镇痛药物销售数据 (百万元)



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

价值评估: 产品协同性强, 临床数据充足, TRV130 销售峰值有望达 24 亿元。国内住院手术人次高达 6.7 千万人 (2020 年), 消化内镜检查人数群超 2.3 千万人 (2015 年), ICU 床位高达 13.8 万张 (2022 年)。根据 CHIS 数据, 2021 年国内麻醉镇痛药物市场规模高达 346 亿元, 其中镇痛药物 197 亿元, 地佐辛、瑞芬太尼、舒芬太尼、布托啡诺的销售数据约为 82、30、21、18 亿元。竞争格局较好, 恩华药业、宜昌人福、恒瑞医

药为主要参与者，III期及后期的创新镇痛药不足 5 款，TRV130、SHR8554 已经提交 NDA，SHR0410、HSK21542 处于临床 III 期。同时，管制类镇痛药受到强监管，严格限制原料药、制剂生产厂家数量。未来，地佐辛被调出医保、纳入重点监控目录，为新药腾出空间。TRV130 放量确定性较强：1）研发进度领先，有望于 1Q23 上市；2）销售能力、产品协同性强，恩华药业销售体系成熟，渠道优势明显；3）术后镇痛优势明显，恶心、呕吐、呼吸抑制等不良反应发生率更低。我们预计，TRV130 将于 2030 年达到销售峰值 24 亿元，对应 2 千万只用量，用药人数为 910 万人，手术相关人群渗透率 8.6%，105 元/支。我们预计，2023-25 年销售分别为 30、210、430 百万元。

图12：TRV130 的销售峰值测算

	单位	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
患者人群										
住院手术	万人	6,700.0	6,700.0	6,700.0	6,700.0	6,700.0	6,700.0	6,700.0	6,700.0	6,700.0
消化内镜	万人	2,991.3	3,000.3	3,009.3	3,018.3	3,028.8	3,039.4	3,049.9	3,060.5	3,071.2
ICU镇痛	万人	720.1	734.5	749.2	764.2	779.5	795.0	810.9	827.2	843.7
市场份额										
TRV130	%	-	0.0%	0.6%	1.3%	2.6%	4.2%	6.0%	7.2%	8.6%
TRV130	万人	-	4.8	64.6	132.3	276.9	437.5	632.0	758.4	910.1
治疗费用										
TRV130	元/支	-	250.0	130.0	130.0	117.0	117.0	105.3	105.3	105.3
TRV130	支/人	-	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
销售预测										
TRV130	百万元	-	30.0	210.0	430.0	810.0	1,279.8	1,663.7	1,996.5	2,395.8

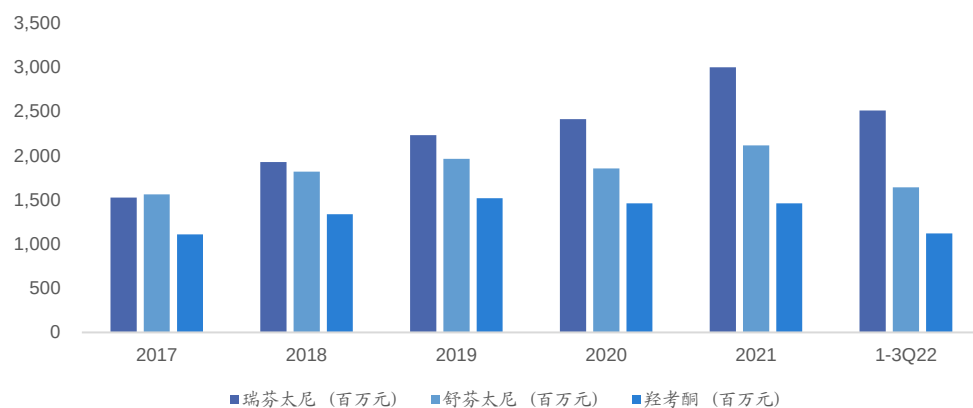
数据来源：国家统计局，国家卫健委，药智网，东吴证券研究所

4. 镇痛药物：产品推陈出新，镇痛矩阵渐全

“芬太尼”系列+羟考酮：管制类镇痛药实现从 0 到 1 突破，产品矩阵逐渐完善。

市场：“芬太尼”系列、羟考酮为临床常用阿片镇痛药物，2021 年瑞芬太尼、舒芬太尼、羟考酮销售额分别为 25、16、11 亿元，人福医药在瑞芬太尼、舒芬太尼的市占率超过 80%，萌蒂在羟考酮的市占率超过 90%。**格局：**管制类镇痛药格局优良，生产企业均不超过 4 家。瑞芬太尼、舒芬太尼的主要生产企业为宜昌人福、恩华药业、国药廊坊，阿芬太尼的主要生产企业为宜昌人福、恩华药业，羟考酮注射液的主要生产企业为萌蒂、华素制药、恩华药业、东北制药。恩华药业阿芬太尼、舒芬太尼、瑞芬太尼、羟考酮的获批时间分别于 2021 年 11 月、2020 年 12 月、2014 年 9 月、2021 年 2 月获批，产品梯队快速完善，有望抢占市场。

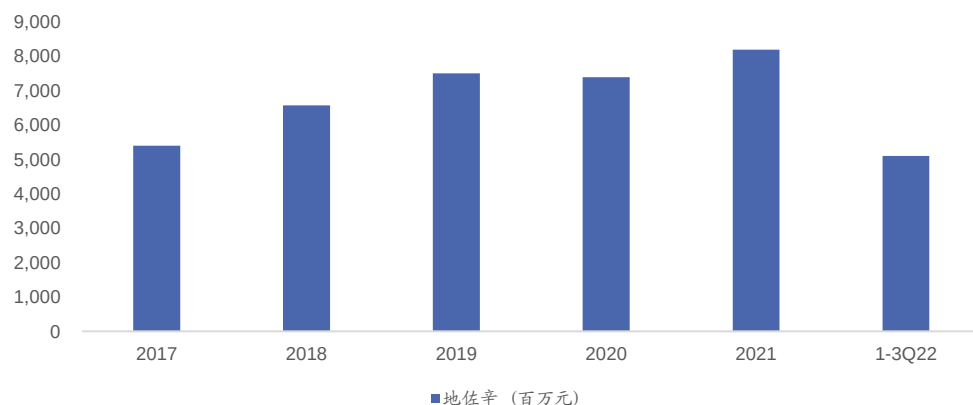
图13: “芬太尼”系列、羟考酮销售情况



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

地佐辛: “光脚”地佐辛即将上市, 有望快速抢占市场。地佐辛是 κ 阿片受体激动剂, 也是 μ 阿片受体拮抗剂, 主要是镇痛作用, 用于术后镇痛以及由内脏、癌症引发的疼痛, 为二类精神药品。**市场:**地佐辛为院内罕有大品种, 2021年销售额高达82亿元, 扬子江为主要推广企业。**格局:**目前, 扬子江、南京优科已上市, 恩华药业、华润双鹤紧随其后。**我们预计,**恩华药业地佐辛有望于2023年获批上市, 为“光脚品种”, 有望凭借其成熟的销售体系, 快速瓜分市场。

图14: 地佐辛销售情况



数据来源: CHIS, 东吴证券研究所

5. 盈利预测和投资评级

盈利预测:公司新品推陈出新, 集采利空基本出清, 2023-25年增长中枢有望维持20%。我们预计, 2022-24年公司收入分别为43、51、63亿元, 增速为9.4、19.0、23.5%:

麻醉类:产品推陈出新, 贡献新增长点。芬太尼系列、羟考酮新品上市, TRV-130、地佐辛即将上市。4款管制麻醉产品(瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼和羟考酮)2022

年预计 4-5 亿元，2023 年有望翻倍。TRV-130 定位 197 亿镇痛市场，预计 2023 年 2 月上市，**峰值有望达 24 亿元**。地佐辛即将上市，单品种终端超 80 亿，贡献业绩弹性。**我们预计，2022-24 年麻醉类药品销售分别为 21、27、37 亿元，增速为 8.8、28.3、35.3%。**

精神、神经类：集采利空基本出清，公司精神类产品（如利培酮、阿立哌唑、度洛西汀等）、普通麻醉类产品（右美托咪定、丙泊酚）及神经类产品（加巴贲丁），已纳入集采且在报表端充分反应，7、8 批集采无公司产品，存量较大仿制药仅齐拉西酮、丁螺环酮。**我们预计，2022-24 年精神、神经类药品销售分别为 14、15、16 亿元，增速为 9.5、9.4、9.4%。**

医药商业：恩华连锁药店实行区域聚焦战略，2022 年新增门店 13 家，门店数达到 118 家，管理水平不断提高，提升了企业形象、企业盈利能力和整体盈利水平。**我们预计，2022-24 年医药商业药品销售分别为 4.6、5.2、6.0 亿元，增速为 9、15、15%。**

原料药：原料药产品用于公司制剂生产及国内外销售，加快推进公司原料药及制剂产品的国际贸易，2021 年国际重点项目包括非诺贝特、碳酸锂、硝酸咪康唑和盐酸丁螺环酮等。**我们预计，2022-24 年原料药销售分别为 1.3、1.4、1.7 亿元，增速为 34、15、15%。**

表4：公司业收入拆分

EHYY - 002262.SZ(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
收入	3935.7	4303.9	5122.6	6328.3
yoy	17.1%	9.4%	19.0%	23.5%
麻醉类	1958.9	2131.9	2734.4	3698.3
yoy	48.4%	8.8%	28.3%	35.3%
管制镇痛药	-	455.5	747.7	1169.8
奥赛利定富马酸盐（TRV-130）	-	-	30.0	210.0
精神+神经	1,253.97	1,373.53	1,502.47	1,643.89
yoy	-10.35%	9.5%	9.4%	9.4%
原料药	93.9	126.0	144.9	166.6
yoy	-	34.2%	15.0%	15.0%
商业医药	417.9	455.8	524.2	602.8
yoy	-	9.1%	15.0%	15.0%
其他贸易及劳务	60.2	74.9	74.9	74.9
其他业务	16.5	30.7	30.7	30.7
其他销售	-	111.2	111.2	111.2
其他制剂	134.3	-	-	-

数据来源：wind，东吴证券研究所

投资评级：我们选择化学制剂板块的恒瑞医药、人福医药、海思科作为可比公司，

上述公司精麻产品丰富且收入占比较大。与之相比，恩华药业增速快、估值低，2023 年估值仅 22x，未来三年业绩增速中枢在 20%，兑现确定性较强。

我们预计，公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.0/11.0/13.8 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 27/22/17 倍。由于：1) 镇痛药物矩阵初成，驱动业绩加速；2) 精麻药物市场大、壁垒高，集采利空出清，长逻辑通顺；3) “疫情放开+ICU 扩建”利好围手术用药。首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：可比公司估值

代码	公司	归母净利润（百万元）			P/E（倍）			市值 (亿元)
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600276.SH	恒瑞医药	4,530	4,308	5,004	72	64	55	2,759
600079.SH	人福医药	1,317	2,388	2,230	28	19	20	446
002653.SZ	海思科	345	346	395	64	73	64	254
可比公司平均					55	53	52	46
002262.SZ	恩华药业	798	904	1,101	30	27	22	239

数据来源：wind，东吴证券研究所（采用 2023 年 1 月 31 日的交易数据，恒瑞医药、海思科为内部预测，人福医药采用 wind 一致预测）

6. 风险提示

带量采购风险：药品带量采购步入常态化，若涉及存量仿制药品种数量增加，采购量的增加无法抵消价的降低，销售收入下降（米达唑仑、齐拉西酮、丁螺环酮）；

竞争恶化风险：部分创新药同质化在研产品众多，若同类产品上市数量增加将导致竞争格局恶化（依托咪酯乳状注射液）；

研发失败风险：创新药研发风险高、投入大、环节多、周期长，研发进展难以预期，研发失败的风险不可忽视；

新冠疫情风险：新冠疫情形势变化及一些无法抗拒的自然灾害，可能对公司经营带来不利影响。

恩华药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,043	4,635	6,040	7,322	营业总收入	3,936	4,304	5,123	6,328
货币资金及交易性金融资产	2,666	3,526	4,061	5,528	营业成本(含金融类)	897	981	1,182	1,429
经营性应收款项	740	827	1,013	1,239	税金及附加	54	56	69	85
存货	604	244	926	509	销售费用	1,595	1,649	2,011	2,491
合同资产	0	0	0	0	管理费用	148	173	201	247
其他流动资产	32	39	41	47	研发费用	352	298	396	498
非流动资产	1,654	1,774	1,906	2,024	财务费用	-10	0	0	0
长期股权投资	92	117	149	186	加:其他收益	33	35	42	52
固定资产及使用权资产	1,141	1,228	1,325	1,399	投资净收益	36	39	42	56
在建工程	17	17	17	17	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	96	91	86	81	减值损失	-43	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	9	9	9	营业利润	926	1,220	1,348	1,686
其他非流动资产	298	311	320	332	营业外净收支	-10	0	0	0
资产总计	5,697	6,409	7,946	9,347	利润总额	916	1,220	1,348	1,686
流动负债	682	545	919	861	减:所得税	118	170	185	228
短期借款及一年内到期的非流动负债	63	63	63	63	净利润	798	1,051	1,163	1,458
经营性应付款项	267	119	377	240	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	24	25	40	41	归属母公司净利润	798	904	1,101	1,380
其他流动负债	328	337	439	516	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.79	0.90	1.09	1.37
非流动负债	111	111	111	111	EBIT	879	1,182	1,307	1,631
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,017	1,340	1,480	1,813
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	77.20	77.20	76.93	77.41
租赁负债	48	48	48	48	归母净利率(%)	20.27	21.00	21.50	21.80
其他非流动负债	64	64	64	64	收入增长率(%)	17.09	9.36	19.02	23.54
负债合计	793	656	1,030	973	归母净利润增长率(%)	9.46	13.29	21.86	25.26
归属母公司股东权益	4,921	5,623	6,724	8,104					
少数股东权益	-17	130	191	270					
所有者权益合计	4,904	5,753	6,916	8,374					
负债和股东权益	5,697	6,409	7,946	9,347					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	701	1,301	799	1,713	每股净资产(元)	4.88	5.58	6.67	8.04
投资活动现金流	-393	-239	-264	-246	最新发行在外股份(百万股)	1,008	1,008	1,008	1,008
筹资活动现金流	-127	-202	0	0	ROIC(%)	16.74	18.71	17.48	18.19
现金净增加额	180	860	535	1,467	ROE-摊薄(%)	16.21	16.07	16.38	17.02
折旧和摊销	138	158	174	183	资产负债率(%)	13.93	10.24	12.97	10.41
资本开支	-206	-210	-234	-220	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.06	26.53	21.77	17.38
营运资本变动	-249	131	-496	127	P/B(现价)	4.87	4.26	3.57	2.96

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>