

恩华药业 (002262.SZ)

TRV130 获批，销售峰值有望超过 10 亿元，提升公司业绩空间

恩华药业 TRV130 国内获批。公司获得富马酸奥赛利定注射液（简称“TRV130”）4 个规格的《药品注册证书》。

观点：TRV130 国内获批，销售峰值有望超过 10 亿元，提升公司业绩空间。

TRV130 是全新机制的管制类麻醉。 TRV130 是选择性阿片 μ 受体激动剂，只激活 G 蛋白通路而并不影响 β -arrestin 通路。之前获得了美国突破性疗法认证。阿片类镇痛作用主要是 G 通路，而便秘、呼吸抑制及成瘾性更多是通过 β -arrestin 通路。Trevena 公司的两项 III 期临床结果表明等效镇痛剂量下 TRV130 引起的胃肠功能障碍与呼吸抑制风险要小于吗啡，质量窗口比吗啡要宽，所以具备市场前景和空间。

TRV130 销售峰值有望超过 10 亿元。 海外市场预计目标患者 4500 万，目标应用场景主要在骨科、结直肠、心血管等手术的中至重度疼痛，定价按照 194 美金/天计算，每年 1500 万患者/天使用，市场空间在 29 亿美金。国内市场 2021 年医院手术量为 8103 万人次，定价若定在 140-230 元每天，平均使用 1.5 天，则市场空间在 170-280 亿人民币，若恩华渗透率达到 6%，则销售峰值有望超过 10 亿人民币（测算还未考虑晚期癌痛市场）。

大品种获批有助于公司业绩空间的提升。 公司后续在研品种中有舒芬太尼、羟考酮、阿芬太尼几个麻醉管制药品以及地佐辛这个二类精神大品种。我们认为大品种的获批有助于公司业绩空间的提升。

盈利预测与估值。 我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 11.2 亿元、13.6 亿元、16.4 亿元，增长分别为 24.4%、21.4%、20.7%，对应 PE 分别为 25x，20x，17x。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示： 产品获批进度低于预期；创新药研发失败风险；产品销售不达预期风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,936	4,299	5,300	6,611	8,709
增长率 yoy（%）	17.1	9.2	23.3	24.7	31.7
归母净利润（百万元）	798	901	1,121	1,361	1,643
增长率 yoy（%）	9.5	12.9	24.4	21.4	20.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.79	0.89	1.11	1.35	1.63
净资产收益率（%）	16.3	15.8	17.1	17.5	17.8
P/E（倍）	34.9	30.9	24.8	20.4	16.9
P/B（倍）	5.7	4.9	4.3	3.6	3.0

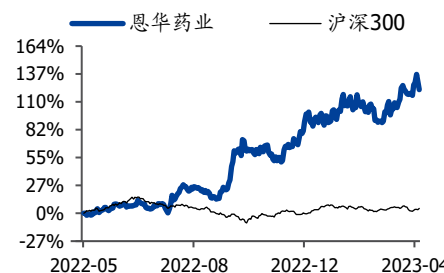
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
5 月 8 日收盘价(元)	27.62
总市值(百万元)	27,829.58
总股本(百万股)	1,007.59
其中自由流通股(%)	87.51
30 日日均成交量(百万股)	6.94

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

分析师 应沁心

执业证书编号：S0680521090001

邮箱：yingqinxin@gszq.com

相关研究

- 《恩华药业 (002262.SZ)：业绩符合预期，位于预告区间中位，后续品种放量值得期待》2023-04-14
- 《恩华药业 (002262.SZ)：业绩增长符合预期，后续期待品种放量拉动业绩加速》2023-03-21
- 《恩华药业 (002262.SZ)：Q3 增长稳健符合预期，TRV130 落地在即，持续创新兑现可期》2022-10-26

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4043	4650	5455	6557	7755
现金	1608	1532	2049	2707	3206
应收票据及应收账款	677	821	1026	1277	1757
其他应收款	17	30	28	44	51
预付账款	20	63	39	89	80
存货	604	716	825	951	1173
其他流动资产	1117	1488	1488	1488	1488
非流动资产	1654	1831	1982	2194	2612
长期投资	92	78	66	55	44
固定资产	1066	1145	1304	1525	1933
无形资产	167	224	243	258	277
其他非流动资产	328	384	369	356	359
资产总计	5697	6482	7437	8751	10368
流动负债	682	794	840	955	1109
短期借款	38	30	30	30	30
应付票据及应付账款	267	256	354	349	492
其他流动负债	377	508	455	576	587
非流动负债	111	103	103	103	103
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	111	103	103	103	103
负债合计	793	897	943	1058	1212
少数股东权益	-17	-37	-47	-59	-75
股本	1008	1008	1008	1008	1008
资本公积	119	119	119	119	119
留存收益	3783	4482	5380	6457	7730
归属母公司股东权益	4921	5622	6542	7752	9231
负债和股东权益	5697	6482	7437	8751	10368

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	701	861	962	1115	1201
净利润	798	880	1111	1350	1626
折旧摊销	115	128	133	163	198
财务费用	-10	-21	-25	-36	-43
投资损失	-36	-36	-35	-32	-35
营运资金变动	-252	-157	-221	-329	-545
其他经营现金流	86	66	0	0	0
投资活动现金流	-393	-689	-248	-343	-582
资本支出	206	328	163	223	430
长期投资	0	0	12	11	11
其他投资现金流	-186	-361	-73	-109	-141
筹资活动现金流	-127	-241	-197	-115	-120
短期借款	0	-8	0	0	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	70	0	0	0	0
其他筹资现金流	-197	-233	-197	-115	-120
现金净增加额	180	-68	517	658	499

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3936	4299	5300	6611	8709
营业成本	897	1020	1191	1372	1641
营业税金及附加	54	57	69	89	117
营业费用	1595	1655	2067	2694	3658
管理费用	148	193	212	264	435
研发费用	352	454	534	701	1067
财务费用	-10	-21	-25	-36	-43
资产减值损失	-35	-16	0	0	0
其他收益	33	47	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	36	36	35	32	35
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	926	1003	1288	1559	1869
营业外收入	3	3	2	2	2
营业外支出	13	16	10	12	13
利润总额	916	990	1280	1550	1859
所得税	118	110	169	200	232
净利润	798	880	1111	1350	1626
少数股东损益	0	-21	-10	-12	-16
归属母公司净利润	798	901	1121	1361	1643
EBITDA	985	1074	1361	1643	1970
EPS (元)	0.79	0.89	1.11	1.35	1.63

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.1	9.2	23.3	24.7	31.7
营业利润(%)	8.1	8.4	28.4	21.0	19.9
归属于母公司净利润(%)	9.5	12.9	24.4	21.4	20.7
获利能力					
毛利率(%)	77.2	76.3	77.5	79.2	81.2
净利率(%)	20.3	21.0	21.1	20.6	18.9
ROE(%)	16.3	15.8	17.1	17.5	17.8
ROIC(%)	14.9	14.6	16.0	16.4	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	13.9	13.8	12.7	12.1	11.7
净负债比率(%)	-29.2	-24.7	-29.6	-33.5	-33.6
流动比率	5.9	5.9	6.5	6.9	7.0
速动比率	4.9	4.8	5.4	5.7	5.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	6.2	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	4.2	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.89	1.11	1.35	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.85	0.96	1.11	1.19
每股净资产(最新摊薄)	4.88	5.58	6.49	7.69	9.16
估值比率					
P/E	34.9	30.9	24.8	20.4	16.9
P/B	5.7	4.9	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	25.7	23.2	17.9	14.4	11.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com