

评级变动报告

恩华药业 002262.SZ



鉴于恩华药业短期业绩受集采扰动，但长期基本面稳固，我们认为市场过度反应了短期利空，忽视了公司核心壁垒。核心原因如下：

短期集采冲击不改长期刚需与壁垒： 尽管依托咪酯集采致2026-2028年营收与净利预测下调，但这属阶段性影响。除该品种外，其他核心管线仍按预期推进，中枢神经药物的刚需属性及极高的产业准入壁垒未变，长期增长逻辑依然坚挺。

估值安全边际高，远期价值被低估： 盈利节奏前低后高未显著削弱远期现金流，DDM估值仅微降4%，动态估值反而因风险释放略升3%。当前估值已充分计价集采风险，考虑到公司在精麻领域的深厚护城河及后续新品种接力潜力，具备极高安全边际。

综合评估，当前公司估值偏低。 结合长期跟踪来看，恩华药业作为精麻赛道龙头，抗周期能力强，随着集采利空出尽及新品放量，业绩有望迎来修复性增长，看好其中长期价值回归，推荐关注。

公司基本信息



恩华药业始建于1978年，前身是徐州第三制药厂，2000年后股权改制国资退出，组建恩华药业集团，2008年深交所上市。公司为国家定点麻醉类和精神类药品生产基地之一，专注于中枢神经系统药物的研发和生产，研发领域覆盖全面，是国内中枢神经药品领域品类最全、品种最多的企业，主要产品包括麻醉类制剂、精神类制剂和神经类制剂三大类。

公司深度评级

所属行业	医疗健康	成长空间	↑ ★★★★★☆	DDM估值：价值	346.19亿 (较上期-4.55%)
当前股价	18.97元	盈利趋势	↓ ★★★★★☆	状态	低估 (上行空间+80%)
总市值	192.69亿	产业格局	★★★★★☆☆		
PE-TTM	17.94	护城河	↑ ★★★★★☆☆	动态估值：价值	339.88亿 (较上期+4.31%)
PB-MRQ	2.30			状态	低估 (上行空间+76%)

公司盈利预测

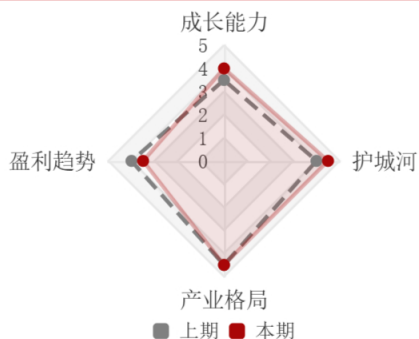
恩华药业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	50.4	57.0	59.1	66.7	75.8	87.4	97.3	104.8
归母净利润(亿)	10.6	11.4	10.6	11.7	13.9	16.2	18.7	20.3
归母净利润增速(%)	20.2	8.1	-7.5	10.6	19.0	16.0	15.8	8.5
经营性净利润(亿)	9.8	10.7	9.9	10.9	13.1	15.3	17.9	19.5
经营性净利润增速(%)	17.1	9.7	-7.5	10.5	19.4	17.2	17.2	8.9
经营性归母净利润(亿)	10.0	10.7	9.9	10.9	13.1	15.3	17.9	19.5
经营性归母净利润增速(%)	19.9	7.4	-7.5	10.3	19.4	17.2	17.1	8.9

资料来源：壹评级

深度评级变动分析

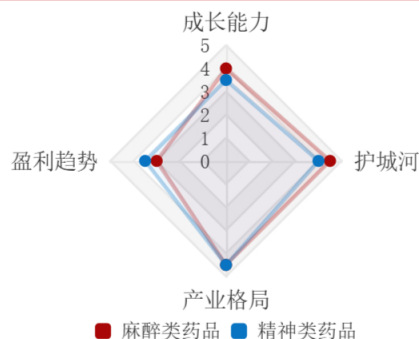
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-05

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-05

成长空间提升0.5星级：上期星级3.5星，本期星级4.0星。

主要因为2025年公司收入、利润和ROIC基数受短期集采扰动降低了，而我们对中长期的成长判断依然不变，因此成长空间提高。

盈利趋势下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

主要因为2025年公司毛利率和净利率受短期集采扰动有所降低，该影响预计2026年仍将持续，导致短期盈利趋势下降。

护城河提升0.5星级：上期星级4.0星，本期星级4.5星。

主要因为2025年公司经壹评级调整后的超额ROIC基数受短期集采扰动降低了，而我们对其中长期的超额ROIC判断依然不变，因此护城河持续性有所提升。

估值评级

我们对恩华药业2026-2028年收入及归母净利润预测进行了下调，主要基于对公司2025年业绩不及预期及地方集采政策影响的重新评估。但是我们认为盈利预测的短期调整对公司长期估值判断影响非常有限。

依托咪酯集采降价与份额下滑带来的收入、毛利率压力集中体现于未来三年，但其属于短期经营节奏扰动，并非核心品种逻辑恶化。公司其他管线产品仍按前期预期推进，长期增长动力未发生实质变化，因此DDM估值、动态估值变化幅度小，体现了我们对公司远期价值的稳定判断。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司业务包括：麻醉类药品、精神类药品及其他业务，分业务盈利预测与估值的核心假设及逻辑如下：

业务1：麻醉类药物

收入假设：显性期分品种拆收入及增速，半显性期增速CAGR按业务整体估算收敛至7%左右，永续期增长3%。

1) 老品种——咪达唑仑：一类管制药，基本无集采及替代风险，恩华市占率85%稳定，25年收入约9亿，显性期内增速假设为4%。

2) 老品种——依托咪酯：二类管制药，受地方集采影响，25年收入预计7亿左右，当前长链剂型市占率近100%，但部分市场已被中长链剂型替代，假设收入CAGR为-3%，品种内整体市占率降至75%。

3) 新品种——“羟瑞舒阿”等：羟考酮注射液25年品种市场规模假设12亿，公司市占率约70%，我们假设其显性期市场规模达到20亿以上、公司市占率85%。瑞芬太尼等三品种增长稳健，假设显性期内增速CAGR分别为12%、18%、37%，恩华市占率达到12%、10%、11%。TRV130于24年上市，较竞品有先发优势，假设在2030年手术渗透率达到5%，峰值销售或超10亿。

盈利能力假设：

1) 毛利率：核心品种多为强管制药品不纳入集采，短期因依托咪酯地方集采，2026年毛利率假设降至86%，至2030年假设恢复至89%，此后保持。

2) 期间费用率：整体稳定，25年经壹评级拟合期间费用率约为57%，假设显性期内保持该水平、半显性期末年假设增至60%，主要因销售和研发费用长期或逐步增加。

业务2：精神类药物

收入假设：

1) 老品种：非管制、非大品种，规模不大，集采风险基本出清，预计后续保持5%行业平均收入增速。

2) 在研新品种：在研品种NHL35700（临床二期）引进自丹麦灵北，研发成功率及国内销售空间较大，我们假设其2028年上市，经风险系数调整后2035年左右峰值销售约7亿。半显性期内，预计随人口老龄化，精神类药物总需求持续增长。

盈利能力假设：

1) 毛利率：历史长期维持近80%，预计保持，长期或随创新药上市提升。

2) 期间费用率：整体稳定，25年经壹评级拟合期间费用率约为57%，假设显性期内微升至58、半显性期末年假设增至61%，主要因销售和研发费用长期或逐步增加。

公司整体业绩预测

恩华药业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	50.4	57.0	59.1	66.7	75.8	87.4	97.3	104.8
归母净利润(亿)	10.6	11.4	10.6	11.7	13.9	16.2	18.7	20.3
归母净利润增速(%)	20.2	8.1	-7.5	10.6	19.0	16.0	15.8	8.5
经营性净利润(亿)	9.8	10.7	9.9	10.9	13.1	15.3	17.9	19.5
经营性净利润增速(%)	17.1	9.7	-7.5	10.5	19.4	17.2	17.2	8.9
经营性归母净利润(亿)	10.0	10.7	9.9	10.9	13.1	15.3	17.9	19.5
经营性归母净利润增速(%)	19.9	7.4	-7.5	10.3	19.4	17.2	17.1	8.9

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

麻醉类药品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	21.7	27.0	31.2	35.8	41.3	47.3	52.5	58.2
收入增速(%)	11.0	24.3	15.3	15.0	15.2	14.6	11.0	11.0
经营性净利润(亿)	5.5	7.1	8.2	8.5	10.0	11.7	13.5	15.0
经营性净利率(%)	25.2	26.2	26.2	23.7	24.2	24.8	25.7	25.8
经营性净利润增速(%)	5.3	29.2	15.3	4.0	17.5	17.4	15.1	11.1
精神类药品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10.5	10.9	11.9	12.2	12.9	16.5	18.7	19.3
收入增速(%)	-3.9	3.7	8.9	2.6	5.5	28.4	13.4	3.0
经营性净利润(亿)	2.0	1.8	2.4	2.4	2.5	3.1	3.5	3.6
经营性净利率(%)	19.1	16.4	20.5	20.0	19.1	18.6	18.7	18.5
经营性净利润增速(%)	-10.6	-11.2	36.6	-0.3	0.9	25.1	14.1	2.0
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	18.1	19.0	16.1	18.7	21.6	23.6	26.0	27.2
收入增速(%)	45.9	4.9	-15.6	16.3	15.8	9.0	10.5	4.5
经营性净利润(亿)	2.3	1.8	-0.7	-0.0	0.6	0.5	0.9	0.9
经营性净利率(%)	12.4	9.5	-4.5	-0.1	2.8	2.1	3.5	3.4
经营性净利润增速(%)	160.4	-19.4	-140.1	98.5	5454.1	-18.6	87.7	2.4

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
麻醉类药品	8.2%	中等	非常好	强	8.3%	18.88	14.9
精神类药品	5.3%	中等-	非常好	较强	8.3%	15.84	3.6
其他	3.8%	中低	一般	一般	8.3%	10.69	0.9
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
麻醉类药品(亿)	34.9	204.7	239.5	24.4	-	5.0	268.9
精神类药品(亿)	9.4	41.2	50.6	8.5	-	-	59.1
其他(亿)	-0.3	7.3	7.0	4.8	-	-	11.8
公司整体测算(亿)	44.0	253.1	297.1	37.7	-	5.0	339.9

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
麻醉类药品(亿)	124.4	121.3	245.7	24.4	-	5.0	275.0
精神类药品(亿)	27.7	21.0	48.7	8.5	-	-	57.2
其他(亿)	5.0	4.1	9.1	4.8	-	-	13.9
公司整体测算(亿)	157.1	146.3	303.4	37.7	-	5.0	346.2

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等偏高，其核心业务麻醉药品受集采等相关因素扰动的概率较低，同时竞争格局和下游用药习惯不易变化，再加上有人口老龄化、手术量提升的硬逻辑支撑，长期稳健增长有较强保障，出现重大或然事件的概率相对低。短板在于其产业链数据相对不易跟踪，及时捕捉其经营边际变化的难度较大。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。