



买入(维持)

所属行业: 医药生物/化学制药
当前价格(元): 38.80

证券分析师

陈铁林

资格编号: S0120521080001

邮箱: chentl@tebon.com.cn

陈进

资格编号: S0120521110001

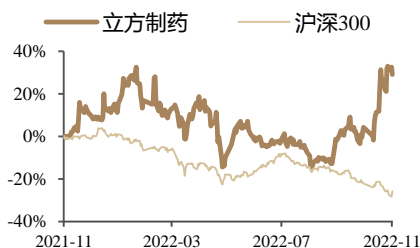
邮箱: chenjing3@tebon.com.cn

张俊

资格编号: S0120522080001

邮箱: zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | 9.86 | -7.67 | -9.87 |
| 相对涨幅(%) | 18.18 | 6.24 | 5.99 |

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《立方制药(003020.SZ): Q1 业绩稳步增长, 研发管线持续发力》, 2022.4.29
- 《-立方制药: 受益集采和基药政策, 22年公司业绩有望加速》, 2022.2.11

立方制药(003020.SZ): 业绩增长稳健, 股权激励彰显信心

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年三季报, 实现营业收入 18.9 亿元, 同比增长 13.8%; 归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 36.1%; 扣非净利润 1.4 亿元, 同比增长 20.9%。
- 公司打造了以渗透泵制剂为核心, 中药、眼科用药、精麻产品共繁荣的项目池。** 公司 Q3 单季度实现营业收入 6.6 亿元, 同比增长 12.5%; 归母净利润 7238 万元, 同比增长 73.3%; 扣非净利润 4740.1 万元, 同比增长 26.4%。分业务看, 1) **渗透泵制剂:** 公司渗透泵控释技术主要产品包括非洛地平缓释片(II)、独家仿制药甲磺酸多沙唑嗪缓释片, 2021 年获批的硝苯地平控释片、盐酸曲美他嗪缓释片, **渗透泵制剂车间单班产能达 7.5 亿片;** 2) **中药品种:** 益气和胃胶囊为国家基药独家品种, 坤宁颗粒为国家基药独家品种; 3) **眼科用药:** 公司以 3800 万元受让双科药业的金珍滴眼液等 13 个滴眼剂药品技术的所有权; 4) **精麻产品:** 公司利用政策壁垒开发精麻药品, 坚持以精麻药品市场产品结构的转型升级为目标。
- 核心产品放量在即, 有望带动未来业绩高速增长。** 1) 7 月 12 日, **硝苯地平控释片** 以第一顺位中选全国药品集中采购, 首年约定所选 5 个省市的医疗机构总报量 2.6 亿片, 采购周期为 3 年, 预计销售规模约 4.4.5 亿片; 2) 8 月 3 日, **非洛地平缓释片** 通过仿制药质量和疗效一致性评价, 非洛地平缓释片有较大的零售市场份额, 目前已覆盖接近两千多家等级医院, 五千多家基层医疗机构; 3) **盐酸羟考酮缓释片** 已于 8 月中旬上报补充资料, 预计今年年底前可获批, 10mg 规格产品预计公司为首仿, 未来市场空间广阔。
- 股权激励绑定核心员工, 彰显公司发展信心。** 公司以 13.29 元/股的价格向董事、高级管理人员、核心技术(业务)骨干等 80 名激励对象授予 203.5 万股限制性股票。考核目标为: 以 2021 年净利润为基数, 2022/2023/2024 年净利润增长率不低于 20%/40%/60%。公司通过股权激励绑定核心业务人员, 有利于激发员工积极性, 彰显公司的发展信心。
- 投资建议:** 公司作为国内渗透泵控释剂龙头, 核心产品迅速放量, 业绩有望高速增长。根据公司三季报情况我们微调了业绩预期, 预计公司 22-24 年利润分别为 2.1/2.8/3.9 亿元, 对应当前市值 PE 为 23/17/12 倍。
- 风险提示:** 行业政策带来的风险; 人才缺乏及核心技术人员流失的风险; 核心品种依赖风险; 募集资金使用不达预期的风险。

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(百万股): | 122.47 |
| 流通 A 股(百万股): | 50.87 |
| 52 周内股价区间(元): | 25.74-39.99 |
| 总市值(百万元): | 4,751.72 |
| 总资产(百万元): | 2,125.34 |
| 每股净资产(元): | 11.54 |

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,894 | 2,273 | 2,601 | 3,033 | 3,412 |
| (+/-)YOY(%) | 14.8% | 20.0% | 14.4% | 16.6% | 12.5% |
| 净利润(百万元) | 135 | 172 | 209 | 284 | 385 |
| (+/-)YOY(%) | 28.5% | 27.5% | 21.5% | 35.9% | 35.4% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 1.94 | 1.86 | 1.71 | 2.32 | 3.15 |
| 毛利率(%) | 33.4% | 39.9% | 42.2% | 43.6% | 45.8% |
| 净资产收益率(%) | 11.5% | 13.2% | 14.2% | 16.8% | 19.1% |

资料来源: 公司年报(2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.86 | 1.71 | 2.32 | 3.15 |
| 每股净资产 | 10.65 | 12.07 | 13.86 | 16.48 |
| 每股经营现金流 | 1.30 | 1.73 | 2.70 | 3.62 |
| 每股股利 | 0.50 | 0.70 | 0.70 | 0.70 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 24.66 | 22.70 | 16.71 | 12.33 |
| P/B | 4.31 | 3.21 | 2.80 | 2.35 |
| P/S | 1.58 | 1.83 | 1.57 | 1.39 |
| EV/EBITDA | 16.59 | 14.38 | 10.23 | 7.00 |
| 股息率% | 0.0% | 1.4% | 1.4% | 1.4% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 39.9% | 42.2% | 43.6% | 45.8% |
| 净利润率 | 7.6% | 8.0% | 9.4% | 11.3% |
| 净资产收益率 | 13.2% | 14.2% | 16.8% | 19.1% |
| 资产回报率 | 10.3% | 11.1% | 13.1% | 15.2% |
| 投资回报率 | 12.0% | 13.9% | 16.5% | 18.9% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 20.0% | 14.4% | 16.6% | 12.5% |
| EBIT 增长率 | 16.5% | 35.0% | 36.2% | 35.9% |
| 净利润增长率 | 27.5% | 21.5% | 35.9% | 35.4% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 22.1% | 21.8% | 21.8% | 20.5% |
| 流动比率 | 3.7 | 3.9 | 4.1 | 4.5 |
| 速动比率 | 3.0 | 3.2 | 3.4 | 3.8 |
| 现金比率 | 2.0 | 2.1 | 2.3 | 2.8 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 45.4 | 44.0 | 43.0 | 42.0 |
| 存货周转天数 | 50.5 | 55.2 | 54.1 | 53.1 |
| 总资产周转率 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| 固定资产周转率 | 16.0 | 18.0 | 21.2 | 24.5 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 172 | 209 | 284 | 385 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 41 | 55 | 68 | 71 |
| 非经营收益 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -43 | -52 | -22 | -13 |
| 经营活动现金流 | 159 | 212 | 331 | 444 |
| 资产 | -187 | -40 | -40 | -40 |
| 投资 | -20 | -4 | -5 | -6 |
| 其他 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -192 | -43 | -44 | -46 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 0 | 30 | 0 | 0 |
| 其他 | -58 | -65 | -65 | -65 |
| 融资活动现金流 | -58 | -35 | -65 | -65 |
| 现金净流量 | -92 | 134 | 221 | 333 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 1 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 2,273 | 2,601 | 3,033 | 3,412 |
| 营业成本 | 1,366 | 1,502 | 1,710 | 1,850 |
| 毛利率% | 39.9% | 42.2% | 43.6% | 45.8% |
| 营业税金及附加 | 16 | 17 | 20 | 22 |
| 营业税金率% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 营业费用 | 605 | 702 | 810 | 911 |
| 营业费用率% | 26.6% | 27.0% | 26.7% | 26.7% |
| 管理费用 | 45 | 52 | 58 | 65 |
| 管理费用率% | 2.0% | 2.0% | 1.9% | 1.9% |
| 研发费用 | 66 | 73 | 85 | 96 |
| 研发费用率% | 2.9% | 2.8% | 2.8% | 2.8% |
| EBIT | 180 | 243 | 330 | 449 |
| 财务费用 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用率% | -0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 资产减值损失 | -3 | -20 | -30 | -30 |
| 投资收益 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 192 | 242 | 330 | 449 |
| 营业外收支 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 195 | 243 | 330 | 449 |
| EBITDA | 218 | 277 | 368 | 490 |
| 所得税 | 23 | 33 | 46 | 64 |
| 有效所得税率% | 11.6% | 13.7% | 13.9% | 14.2% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司所有者净利润 | 172 | 209 | 284 | 385 |

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 654 | 788 | 1,009 | 1,342 |
| 应收账款及应收票据 | 318 | 361 | 411 | 451 |
| 存货 | 189 | 227 | 253 | 269 |
| 其它流动资产 | 58 | 71 | 78 | 82 |
| 流动资产合计 | 1,220 | 1,446 | 1,751 | 2,144 |
| 长期股权投资 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 固定资产 | 142 | 144 | 143 | 139 |
| 在建工程 | 130 | 118 | 96 | 74 |
| 无形资产 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 非流动资产合计 | 455 | 444 | 420 | 395 |
| 资产总计 | 1,674 | 1,890 | 2,172 | 2,539 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 243 | 338 | 394 | 436 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 85 | 32 | 38 | 42 |
| 流动负债合计 | 328 | 369 | 431 | 478 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 非流动负债合计 | 42 | 42 | 42 | 42 |
| 负债总计 | 371 | 412 | 474 | 521 |
| 实收资本 | 93 | 122 | 122 | 122 |
| 普通股股东权益 | 1,304 | 1,478 | 1,698 | 2,018 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和所有者权益合计 | 1,674 | 1,890 | 2,172 | 2,539 |

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。