

投资评级 **优于大市** 维持

伏美替尼快速放量, 适应症拓展扩大空间

股票数据

05月05日收盘价(元)	26.70
52周股价波动(元)	15.58-30.87
总股本/流通A股(百万股)	450/207
总市值/流通市值(百万元)	12015/5521

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	10.6	9.4	11.7
相对涨幅(%)	12.7	12.1	14.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755)82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 朱赵明

Tel: (021)23154120

Email: zzm12569@haitong.com

证书: S0850521070002

联系人: 肖治键

Tel: (021)23219164

Email: xzj14562@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司发布2022年年报, 实现营业收入7.9亿元(同比+49.2%), 归母净利润1.31亿元(同比+614.2%); 扣非归母净利润0.8亿元, 去年同期为-0.6亿元。2022Q4实现营业收入2.7亿元(同比+546.9%), 归母净利润0.8亿元(+165.7%), 扣非归母净利润0.6亿元(+142.5%)。公司2022年整体毛利率96.0%(同比下降3.0pct), 净利率16.5%(同比上升13.0pct), 全年销售费用率54.6%(同比上升3.9pct), 管理费用率11.7%(同比下降6.8pct), 研发费用率24.2%(同比下降17.8pct)。公司发布2023年一季报: 2023Q1收入2.8亿元(同比+148.8%), 归母净利润0.3亿元(同比+253.8%), 扣非归母净利润0.2亿元(同比+153.0%)。公司2023Q1毛利率97.0%(同比上升1.6pct), 净利润12.6%, 去年同期为-20.4%。公司2023Q1销售费用率58.3%(同比下降9.7pct), 管理费用率8.3%(同比下降9.9pct), 研发费用率23.0%(同比下降21.6pct)。
- 伏美替尼销售迅速放量, 商业化推广持续推进。** 公司核心产品伏美替尼商业化推广稳步推进, 其二线治疗适应症于2021年底被纳入国家医保目录, 2022年全年实现销售放量; 其一线治疗适应症于2022年6月获批, 进一步带动产品销量, 2022年为产品上市后国内销售第二年, 已迅速实现销售收入7.9亿元(同比+235.3%), 同比实现较大幅度增长。2023年3月, 一线治疗适应症纳入国家医保报销范围, 我们认为有望进一步促进产品放量。公司通过自主商业团队建设, 已组建近650人的营销团队, 覆盖30个省市, 核心市场区域约1000家医院, 并与上海复星医药控股子公司江苏复星医药达成《独家推广协议》, 授予江苏复星对伏美替尼在超过2000家医院的独家推广权。同时, 公司建立了符合GMP要求的制剂生产车间, 能为伏美替尼提供充足的产能供应。
- 持续挖掘伏美替尼临床优势, 储备丰富的后备管线。** 公司充分挖掘伏美替尼品种的临床优势, 积极开展针对伏美替尼各项非小细胞肺癌(NSCLC)适应症的临床试验, 其中: (1) 辅助治疗适应症处于III期临床; (2) EGFR 20外显子插入突变二线治疗适应症于2022年5月被纳入突破性治疗品种名单, 并于8月获批开展II期注册临床; (3) EGFR 20外显子插入突变一线治疗适应症的III期临床研究的IND于2023年4月获批; (4) EGFR或HER2激活突变的NSCLC处于I期临床; (5) 伏美替尼与FAK小分子抑制剂IN10018联合用药治疗晚期NSCLC处于Ib/II期临床; (6) 伏美替尼与RC108抗体偶联药物联合用药治疗晚期NSCLC的Ib/II期临床试验已于2023年4月获批。此外管线多条管线如RET抑制剂、KRAS G12C抑制剂、KRAS抑制剂、SOS1抑制剂等均处在临床前研究阶段。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	530	791	1403	2267	3069
(+/-)YoY(%)	94410.0%	49.2%	77.4%	61.6%	35.3%
净利润(百万元)	18	131	267	455	645
(+/-)YoY(%)	105.9%	614.2%	104.5%	70.5%	41.6%
全面摊薄EPS(元)	0.04	0.29	0.59	1.01	1.43
毛利率(%)	98.9%	96.0%	97.0%	97.0%	97.0%
净资产收益率(%)	0.6%	4.1%	7.7%	11.6%	14.2%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利与估值。**我们预计 2023-25 年归母净利润分别为 2.67 亿、4.55 亿、6.45 亿元，同比增长分别为 104.5%、70.5%、41.6%，EPS 分别为 0.59、1.01、1.43 元。考虑到公司产品第三代 EGFR-TKI 疗效出色、适应症不断拓展、市场空间广阔，我们给与其 2023 年 60-70 倍 PE，对应合理价值区间 35.59-41.52 元，给与“优于大市”评级。
- **风险提示：**新药研发风险、新药审批风险、新药上市风险、技术迭代风险等。

表 1 公司分项业务拆分及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	530	791	1403	2267	3069
YoY (%)		49%	77%	62%	35%
毛利率 (%)	99%	96%	97%	97%	97%
伏美替尼 (百万元)	236	790	1402	2266	3068
YoY (%)		235%	77%	62%	35%
毛利率 (%)	98%	96%	97%	97%	97%
其他收入 (百万元)	294	1	1	1	1

资料来源：公司 2022 年报，Wind，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
300558	贝达药业	66.60	0.92	0.35	0.86	1.30	72.58	190.29	77.09	51.21
688321	微芯生物	24.48	0.05	0.04	0.18	0.29	458.33	612.00	138.15	84.76
600276	恒瑞医药	47.47	0.71	0.61	0.75	0.91	66.84	77.82	63.46	52.33
均值							199.25	293.37	92.90	62.77

注：收盘价为 2023 年 5 月 6 日价格，EPS 为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	791	1403	2267	3069
每股收益	0.29	0.59	1.01	1.43	营业成本	32	42	68	92
每股净资产	7.08	7.68	8.69	10.12	毛利率%	96.0%	97.0%	97.0%	97.0%
每股经营现金流	0.20	0.84	0.32	1.90	营业税金及附加	5	9	14	22
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	432	561	907	1228
P/E	92.05	45.01	26.39	18.64	营业费用率%	54.6%	40.0%	40.0%	40.0%
P/B	3.77	3.48	3.07	2.64	管理费用	92	196	317	399
P/S	15.19	8.56	5.30	3.92	管理费用率%	11.7%	14.0%	14.0%	13.0%
EV/EBITDA	115.55	43.40	26.01	17.85	EBIT	46	187	349	499
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-37	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	96.0%	97.0%	97.0%	97.0%	资产减值损失	1	0	0	0
净利润率	16.5%	19.0%	20.1%	21.0%	投资收益	13	70	91	123
净资产收益率	4.1%	7.7%	11.6%	14.2%	营业利润	128	258	439	622
资产回报率	3.8%	7.1%	10.6%	12.7%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	1.5%	5.6%	9.2%	11.4%	利润总额	126	258	439	622
盈利增长 (%)					EBITDA	73	265	449	623
营业收入增长率	49.2%	77.4%	61.6%	35.3%	所得税	-5	-9	-16	-22
EBIT 增长率	187.0%	311.5%	86.0%	43.3%	有效所得税率%	-3.6%	-3.6%	-3.6%	-3.6%
净利润增长率	614.2%	104.5%	70.5%	41.6%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	131	267	455	645
资产负债率	7.4%	8.0%	9.2%	10.6%					
流动比率	8.98	7.57	6.32	5.57	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	8.62	7.41	5.70	5.16	货币资金	470	504	325	891
现金比率	1.85	1.69	0.82	1.65	应收账款及应收票据	151	143	332	311
经营效率指标					存货	32	15	61	41
应收账款周转天数	37.70	37.70	37.70	37.70	其它流动资产	1633	1601	1786	1759
存货周转天数	300.02	200.00	200.00	200.00	流动资产合计	2286	2263	2503	3002
总资产周转率	0.24	0.39	0.56	0.65	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.41	2.04	2.25	2.35	固定资产	524	855	1163	1447
					在建工程	14	16	18	20
					无形资产	68	70	71	72
					非流动资产合计	1156	1491	1802	2091
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	3442	3754	4306	5094
净利润	131	267	455	645	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	44	120	182	278
非现金支出	28	78	101	124	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-84	-70	-91	-123	其它流动负债	211	179	214	261
营运资金变动	17	101	-323	210	流动负债合计	255	299	396	539
经营活动现金流	92	376	142	856	长期借款	0	0	0	0
资产	-144	-412	-412	-412	其它长期负债	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	-260	70	91	123	负债总计	255	300	397	540
投资活动现金流	-404	-342	-322	-290	实收资本	450	450	450	450
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3187	3454	3909	4554
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-4	0	0	0	负债和所有者权益合计	3442	3754	4306	5094
融资活动现金流	-4	0	0	0					
现金净流量	-299	34	-179	566					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
朱赵明 医药行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物,康华生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	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

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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, 海通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, 未经海通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, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 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, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。