

# Q3 毛利率环比上升，期待盈利能力改善

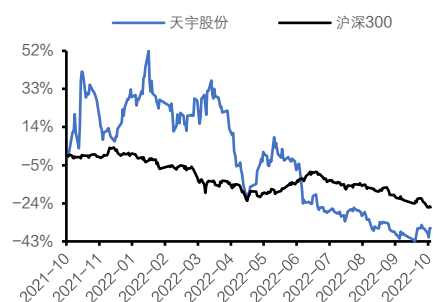
证券研究报告

## 投资评级：增持(首次)

### 基本数据 2022-10-27

收盘价(元)	23.86
流通股本(亿股)	2.09
每股净资产(元)	10.62
总股本(亿股)	3.48

### 最近 12 月市场表现



### 分析师 张文录

SAC 证书编号: S0160517100001  
 zhangwenlu@ctsec.com

### 分析师 邹一瑜

SAC 证书编号: S0160522100001  
 zouyuy@ctsec.com

### 相关报告

## 核心观点

- 事件:** 公司发布 2022 三季报, 实现营收 20.84 亿元 (+7.45%), 净利 0.39 亿元 (-81.19%), 扣非净利 0.80 亿元 (-54.50%); 其中 Q3 单季度营收 6.10 亿元 (+6.59%), 净利-0.56 亿元 (-321.00%), 扣非净利-0.25 亿元 (-254.21%)。
- 业绩有所承压, Q3 毛利率环比上升:** 公司前三季度营收保持增长, 我们认为主要是仿制药原料药及中间体业务稳步提升; 业绩有所承压, 我们预计是高毛利的 CDMO 业务受客户需求端影响表现不佳, 新投产基地产能利用率较低以及原材料价格上涨, 导致毛利率有所下降, 毛利率为 26.61% (-11.35pct)。另外, 受汇率波动导致部分外汇衍生品投资发生亏损, 投资与公允价值变动损益合计为-0.59 亿元。前三季度销售、管理、财务、研发费用率分别为 1.62% (+0.19pct)、13.17% (-3.53pct)、-1.53% (-1.79pct)、7.99% (-0.41pct), 其中财务费用率下降主要是人民币贬值带来汇兑收益所致。公司 Q3 单季度毛利率 23.01%, 环比增长 0.51pct, 未来随着原材料成本回落、产能利用率提升, 盈利能力有望逐步恢复。
- 仿制药原料药稳健增长, CDMO 与制剂业务加速推进:** 公司仿制药原料药产品储备丰富, 积极推进与原研药企的原料药供应, 规范市场销售稳健提升, 未来有望持续稳定增长。截至 2020H1, 公司在研 CDMO 项目 21 个, 其中待验证项目 9 个, 已完成研发待商业化项目 4 个, 随着商业化项目持续放量, CDMO 业务增长可期。同时, 公司加快原料药、制剂一体化的转型升级, 加速研发投入, 未来随着更多的制剂报批, 制剂业务有望成为公司新的增长点。
- 投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 0.97、2.11、3.67 亿元, 同比变动-52.83%、118.64%、73.82%, 对应 PE 分别为 85.99、39.33 和 22.63, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 研发进度不及预期; 原料药价格波动风险; 产能释放进度不及预期; 汇率波动风险。

### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2587	2545	2846	3228	3756
收入增长率(%)	22.59	-1.64	11.82	13.43	16.36
归母净利润(百万元)	667	205	97	211	367
净利润增长率(%)	13.89	-69.32	-52.83	118.64	73.82
EPS(元/股)	2.06	0.59	0.28	0.61	1.05
PE	45.39	81.95	85.99	39.33	22.63
ROE(%)	18.81	5.52	2.54	5.26	8.37
PB	4.80	4.54	2.18	2.07	1.89

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2587</b>	<b>2545</b>	<b>2846</b>	<b>3228</b>	<b>3756</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1251	1612	2081	2250	2478	营业收入增长率	23%	-2%	12%	13%	16%
营业税费	25	22	11	13	15	营业利润增长率	13%	-69%	-51%	111%	74%
销售费用	33	32	46	53	62	净利润增长率	14%	-69%	-53%	119%	74%
管理费用	368	436	373	420	488	EBITDA 增长率	11%	-55%	-40%	47%	50%
研发费用	179	227	228	274	319	EBIT 增长率	8%	-72%	-48%	105%	80%
财务费用	38	18	10	8	8	NOPLAT 增长率	9%	-70%	-52%	105%	80%
资产减值损失	-7	-25	0	0	0	投资资本增长率	82%	14%	2%	5%	8%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>43</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净资产增长率	74%	5%	3%	6%	9%
投资和汇兑收益	26	66	-9	3	4	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>776</b>	<b>240</b>	<b>117</b>	<b>246</b>	<b>427</b>	毛利率	52%	37%	27%	30%	34%
加:营业外净收支	-7	-22	-4	-1	-1	营业利润率	30%	9%	4%	8%	11%
<b>利润总额</b>	<b>769</b>	<b>218</b>	<b>112</b>	<b>245</b>	<b>427</b>	净利润率	26%	8%	3%	7%	10%
减:所得税	102	14	16	34	60	EBITDA/营业收入	34%	16%	8%	11%	14%
<b>净利润</b>	<b>667</b>	<b>205</b>	<b>97</b>	<b>211</b>	<b>367</b>	EBIT/营业收入	29%	8%	4%	7%	10%
<b>资产负债表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1296	477	1146	1465	1923	固定资产周转天数	179	268	223	182	143
交易性金融资产	38	73	73	73	73	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>83</b>	<b>129</b>	<b>59</b>	<b>55</b>	<b>51</b>
应收帐款	390	457	222	252	288	流动资产周转天数	411	406	524	511	512
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	55	65	29	29	28
预付帐款	55	41	104	113	124	存货周转天数	290	362	420	400	400
存货	995	1599	2395	2466	2716	总资产周转天数	690	832	888	817	763
其他流动资产	74	148	148	148	148	投资资本周转天数	538	623	570	526	488
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	19%	6%	3%	5%	8%
长期股权投资	10	42	42	42	42	ROA	14%	4%	1%	3%	5%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	17%	4%	2%	4%	7%
固定资产	1267	1870	1738	1607	1475	<b>费用率</b>					
在建工程	396	556	556	556	556	销售费用率	1%	1%	2%	2%	2%
无形资产	241	375	375	375	375	管理费用率	14%	17%	13%	13%	13%
其他非流动资产	54	31	31	31	31	财务费用率	1%	1%	0%	0%	0%
<b>资产总额</b>	<b>4890</b>	<b>5801</b>	<b>6926</b>	<b>7223</b>	<b>7847</b>	三费/营业收入	17%	19%	15%	15%	15%
短期债务	202	423	423	423	423	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	357	685	1710	1849	2037	资产负债率	27%	36%	45%	44%	44%
应付票据	446	487	29	31	34	负债权益比	38%	56%	82%	80%	79%
其他流动负债	0	1	1	1	1	流动比率	2.37	1.51	1.41	1.51	1.62
长期借款	48	97	97	97	97	速动比率	1.51	0.64	0.55	0.65	0.75
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	168.89	12.57	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>1343</b>	<b>2091</b>	<b>3120</b>	<b>3206</b>	<b>3463</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	182	348	348	348	348	分红比率					
留存收益	1761	1869	1965	2176	2543	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
<b>股东权益</b>	<b>3547</b>	<b>3709</b>	<b>3806</b>	<b>4017</b>	<b>4384</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	2.06	0.59	0.28	0.61	1.05
净利润	667	205	97	211	367	BVPS(元)	19.46	10.66	10.94	11.54	12.60
加:折旧和摊销	137	194	131	131	131	PE(X)	45.39	81.95	85.99	39.33	22.63
资产减值准备	12	30	0	0	0	PB(X)	4.80	4.54	2.18	2.07	1.89
公允价值变动损失	-43	13	0	0	0	P/FCF					
财务费用	41	27	0	0	0	P/S	6.58	6.61	2.92	2.57	2.21
投资收益	-26	-66	9	-3	-4	EV/EBITDA	18.15	42.54	32.71	21.36	13.36
少数股东损益	0	0	0	0	0	CAGR(%)					
营运资金的变动	-177	-683	442	-23	-40	PEG	3.27	—	—	0.33	0.31
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>622</b>	<b>-262</b>	<b>683</b>	<b>316</b>	<b>455</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-517</b>	<b>-802</b>	<b>-13</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1011</b>	<b>230</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。