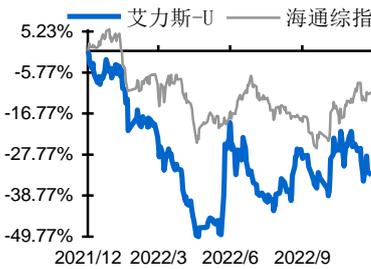


投资评级 **优于大市** 首次覆盖
股票数据

12月07日收盘价(元)	20.35
52周股价波动(元)	14.81-31.74
总股本/流通A股(百万股)	450/207
总市值/流通市值(百万元)	9158/4208

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.9	-0.5	-8.3
相对涨幅(%)	-19.7	-4.5	-6.0

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

伏美替尼销售额持续增长, 一线适应症积极参与医保谈判

投资要点:

- 公司 2022 年前三季度营收有所增长, 费用率保持稳定。**公司 2022 年前三季度营收 5.2 亿元 (同比+6.1%), 归母净利润 0.54 亿元 (同比-60.0%), 归母扣非净利润 0.19 亿元 (同比-75.6%)。公司第三季度实现营收 2.2 亿元 (同比-40.7%), 归母净利润 0.27 亿元 (同比-87.3%), 归母扣非净利润 0.15 亿元 (同比-92.5%)。第三季度营收端和利润端的下滑主要是因为 2021 年第三季度确认了 4000 万美元的伏美替尼海外授权相关收益。公司前三季度销售费用 2.99 亿元 (同比+71.0%), 管理费用 0.72 亿元 (同比-1.8%), 财务费用 -0.34 亿元 (2021 年同期为-0.08 亿元), 研发费用 1.37 亿元 (同比-16.0%), 2022 年三季报报告期末现金及现金等价物 10 亿元 (同比+3.9%)。
- 伏美替尼二线适应症纳入医保推动前三季度营收环比增长, 一线治疗适应症积极参与医保谈判。**主要产品伏美替尼治疗 NSCLC 的二线适应症于 2021 年年末被纳入国家医保目录, 治疗 NSCLC 的一线适应症于 2022 年 6 月获批上市, 推动公司销售收入增长, 2022 年 Q1, Q2, Q3 营收分别环比增长 163.1%, 70.2%, 14.9%。目前公司正积极准备伏美替尼一线治疗适应症国家医保目录谈判的相关工作。
- 伏美替尼的临床研究有序推进, 拓宽适应症范围不断拓宽。**2022 年 8 月, 伏美替尼针对 20 外显子插入突变非小细胞肺癌的适应症获批 II 期临床试验, 根据国家药监局的批复, 该适应症采用单臂设计研究支持附条件批准上市是可行的; 该适应症 Ib 期数据优异: 经研究者评估的 ORR 达 70%, DCR 为 100%。伏美替尼一线适应症的 III 期 FURLONG 研究 CNS 亚组数据全文发表 Journal of Thoracic Oncology, 为伏美替尼用于 EGFR 突变伴 CNS 转移 NSCLC 患者的一线治疗提供了坚实的循证医学基础。伏美替尼的辅助治疗适应症目前已进入 III 期临床试验阶段。管线 RET 抑制剂、KRAS G12C 抑制剂、KRAS G12D、SOS1 抑制剂、第四代 EGFR 抑制剂均处在临床前研究阶段。
- 盈利预测与估值。**我们预计 2022-24 年归母净利润分别为 0.65 亿、1.82 亿、3.80 亿元, 同比增长分别为 253.7%、181.1%、109.2%, EPS 分别为 0.14、0.40、0.84 元。考虑到公司产品第三代 EGFR-TKI 疗效出色优异、竞争格局良好、市场空间广阔, 我们给与其 2023 年 50-55 倍 PE, 对应合理价值区间 20.19-22.21 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。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	1	530	731	1426	2155
(+/-)YoY(%)	-10.9%	94410.0%	37.9%	95.1%	51.1%
净利润(百万元)	-311	18	65	182	380
(+/-)YoY(%)	21.9%	105.9%	253.7%	181.1%	109.2%
全面摊薄 EPS(元)	-0.69	0.04	0.14	0.40	0.84
毛利率(%)	71.2%	98.9%	93.0%	92.0%	91.0%
净资产收益率(%)	-10.8%	0.6%	2.1%	5.6%	10.6%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

我们假设：(1) 伏美替尼的二线适应症 2021 年进入医保后，依托医保持续放量。(2) 伏美替尼的一线适应症于 2022 年 6 月获批上市，其疗效优异，公司积极参与 2022 年医保谈判，我们认为该适应症有望纳入医保，继续推动公司销售收入增长。(3) 伏美替尼的辅助治疗适应证目前已进入 III 期临床试验阶段，我们预计该适应症将于 2024 年之后获批，2024 年之前不会贡献收入。

表 1 公司分项业务拆分及预测

	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万元)	530	731	1426	2155
YoY (%)		38%	95%	51%
毛利率 (%)	99%	93%	92%	91%
伏美替尼 (百万元)	236	731	1426	2155
YoY (%)		210%	95%	51%
毛利率 (%)	98%	93%	92%	91%
其他收入 (百万元)	294	0	0	0

资料来源：公司 2021 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	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300558	贝达药业	50.10	0.92	0.72	1.27	1.83	54.48	69.54	39.32	27.35
688321	微芯生物	23.97	0.05	0.05	0.24	0.61	448.35	518.83	101.52	39.55
600276	恒瑞医药	40.58	0.71	0.68	0.78	0.93	57.14	59.85	52.01	43.50
均值							186.66	216.08	64.29	36.80

注：收盘价为 2022 年 12 月 7 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	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	530	731	1426	2155
每股收益	0.04	0.14	0.40	0.84	营业成本	6	51	114	194
每股净资产	6.61	6.75	7.15	8.00	毛利率%	98.9%	93.0%	92.0%	91.0%
每股经营现金流	0.07	0.06	0.17	0.57	营业税金及附加	3	4	9	16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	269	329	642	970
P/E	501.11	141.69	50.40	24.09	营业费用率%	50.7%	45.0%	45.0%	45.0%
P/B	3.08	3.01	2.84	2.54	管理费用	98	102	228	280
P/S	17.28	12.53	6.42	4.25	管理费用率%	18.5%	14.0%	16.0%	13.0%
EV/EBITDA	-490.49	166.36	56.71	25.46	EBIT	-52	28	125	294
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-8	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	98.9%	93.0%	92.0%	91.0%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	3.4%	8.8%	12.7%	17.6%	投资收益	18	37	57	86
净资产收益率	0.6%	2.1%	5.6%	10.6%	营业利润	22	65	182	380
资产回报率	0.6%	1.9%	4.8%	8.4%	营业外收支	-4	0	0	0
投资回报率	-1.8%	0.9%	3.9%	8.2%	利润总额	18	65	182	380
盈利增长 (%)					EBITDA	-26	51	148	318
营业收入增长率	94410.0%	37.9%	95.1%	51.1%	所得税	0	0	0	0
EBIT 增长率	84.5%	153.6%	343.9%	135.8%	有效所得税率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润增长率	105.9%	253.7%	181.1%	109.2%	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	18	65	182	380
资产负债率	5.0%	9.6%	14.7%	20.5%					
流动比率	15.21	8.06	5.42	4.04	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	14.46	7.77	4.69	3.52	货币资金	615	649	751	1062
现金比率	3.94	2.01	1.35	1.14	应收账款及应收票据	15	229	207	571
经营效率指标					存货	21	8	56	74
应收账款周转天数	5.13	50.00	45.00	55.00	其它流动资产	1724	1713	1992	2048
存货周转天数	1007	100.00	100.00	120.00	流动资产合计	2375	2598	3006	3755
总资产周转率	0.17	0.23	0.40	0.52	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.08	5.53	10.72	16.15	固定资产	131	133	133	133
					在建工程	267	269	271	273
					无形资产	67	65	64	62
					非流动资产合计	756	763	770	776
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	3130	3361	3775	4530
净利润	18	65	182	380	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	32	167	340	629
非现金支出	29	23	24	24	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-63	-37	-57	-86	其它流动负债	124	156	214	301
营运资金变动	45	-23	-73	-63	流动负债合计	156	323	555	930
经营活动现金流	29	28	75	255	长期借款	0	0	0	0
资产	-192	-30	-30	-30	其它长期负债	1	1	1	1
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	1	1	1	1
其他	431	37	57	86	负债总计	157	323	556	931
投资活动现金流	239	6	27	56	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	2973	3038	3220	3600
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-17	0	0	0	负债和所有者权益合计	3130	3361	3775	4530
融资活动现金流	-17	0	0	0					
现金净流量	248	34	102	311					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 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：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,百普赛斯,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,泰格医药,万孚生物,康华生物,康希诺,智飞生物,老百姓,新天药业,爱博医疗,牙博士医疗,百克生物

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;	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。
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。	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。