

2022年09月24日

立方制药 (003020.SZ)

## 国内渗透泵控释制剂龙头，多个潜力品种 迎来销售放量红利期

**化药缓释剂：**依托渗透泵控释技术，建立丰富渗透泵制剂产品管线。基于渗透泵控释技术的平台优势，公司建立了丰富的渗透泵制剂产品管线，目前已上市的产品包括非洛地平缓释片（II）、甲磺酸多沙唑啉缓释片、硝苯地平控释片、盐酸曲美他嗪缓释片等；在研品种包括盐酸哌甲酯缓释片、盐酸羟考酮缓释片等。其中，非洛地平缓释片已有四家药企通过一致性评价，该品种初步具备被纳入集采的基本条件。公司的非洛地平缓释片已通过仿制药的一致性评价，具备未来参与集采的基本条件；硝苯地平控释片公司以第一顺位中选第七批国家集采，销售快速放量可期；独家仿制药甲磺酸多沙唑啉缓释片已具备较强的临床推广基础，未来对辉瑞原研药替代有望加速。

**特色中药品种：**益气和胃胶囊和坤宁颗粒具备强劲的销售增长潜力：公司积极布局益气和胃胶囊、坤宁颗粒等特色品种管线，依托基药政策红利和终端推广发力，特色品种具备强劲的销售增长潜力。其中，益气和胃胶囊为国家基药独家品种，该品种目前已覆盖两千多家等级医院和五千多家基层医疗机构，2021年样本医院销售同比增长177.61%。随着临床终端和OTC市场推广力度的持续加大，益气和胃胶囊的销售高速增长有望延续。

**眼科领域：**受让双科药业多个滴眼剂药品技术的所有权，进一步强化产品管线布局

公司以3800万元受让双科药业13个滴眼剂药品技术的所有权，并成为标的品种药品上市许可持有人。13个标的品种的上市许可持有人正式变更后，其销售收入将纳入公司报表范围，有利于公司快速切入眼科领域和实现自身的快速发展。

**投资建议：**我们预计2022-2024年分别实现归母净利润2.15亿元、2.89亿元、3.82亿元，分别同比增长24.6%、34.8%、32.0%，给予买入-A的投资评级。

**风险提示：**新冠疫情导致核心产品销售不及预期风险；产品研发及审批速度低于预期；产品降价超预期风险；

## 公司深度分析

证券研究报告

化学制剂

投资评级 **买入-A**  
首次评级

6个月目标价：**43.79元**  
股价（2022-09-23）**29.57元**

交易数据	
总市值(百万元)	3,656.32
流通市值(百万元)	1,555.80
总股本(百万股)	120.43
流通股本(百万股)	51.25
12个月价格区间	25.74/52.70元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.89	14.12	11.23
绝对收益	13.11	4.73	-7.54

**马帅**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001  
mashuai@essence.com.cn

**冯俊曦**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002  
fengjx@essence.com.cn

### 相关报告

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,894.3	2,273.3	2,603.5	2,995.9	3,525.1
净利润	135.1	172.2	214.6	289.3	381.8
每股收益(元)	1.12	1.43	1.78	2.40	3.17
每股净资产(元)	9.75	10.83	12.41	14.05	16.23
<b>盈利和估值</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
市盈率(倍)	26.4	20.7	16.6	12.3	9.3
市净率(倍)	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8
净利润率	7.1%	7.6%	8.2%	9.7%	10.8%
净资产收益率	11.5%	13.2%	14.4%	17.1%	19.5%
股息收益率	1.3%	1.8%	1.4%	2.6%	3.3%
ROIC	35.5%	42.8%	37.2%	228.9%	52.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 立方制药：国内渗透泵控释制剂龙头.....</b>	<b>5</b>
1.1. 依托渗透泵控释技术平台，建立覆盖多个领域的产品管线.....	5
1.2. 董事长季俊虬先生为公司的实控人，合计持股 47.53%.....	5
1.3. 公司业绩持续稳定增长，医药工业发力迎来新一轮向好.....	6
1.4. 及时推出股权激励，深度绑定公司骨干.....	7
<b>2. 医药工业：产品管线布局丰富，多个品种销售有望快速放量.....</b>	<b>8</b>
2.1. 化药缓释剂：依托渗透泵控释技术，建立丰富的渗透泵制剂产品管线.....	9
2.1.1. 非洛地平缓释片：有望借助集采提升该品种在公立医院的市场份额.....	9
2.1.2. 甲磺酸多沙唑嗪缓释片：持续强化临床推广，原研替代有望加速.....	11
2.1.3. 硝苯地平控释片：中选第七批国家集采，销售快速放量可期.....	12
2.1.4. 精麻药品：积极布局盐酸羟考酮缓释片和哌甲酯缓释片等潜力品种.....	13
2.2. 特色中药品种：益气和胃胶囊和坤宁颗粒等具备较强的销售增长潜力.....	14
2.3. 眼科领域：受让双科药业多个滴眼剂药品技术的所有权.....	15
<b>3. 医药商业：业务稳步发展，与工业板块形成协同效应.....</b>	<b>16</b>
<b>4. 盈利预测与估值分析.....</b>	<b>17</b>
4.1. 盈利预测.....	17
4.2. 估值分析.....	18
<b>5. 风险提示.....</b>	<b>19</b>

## 图表目录

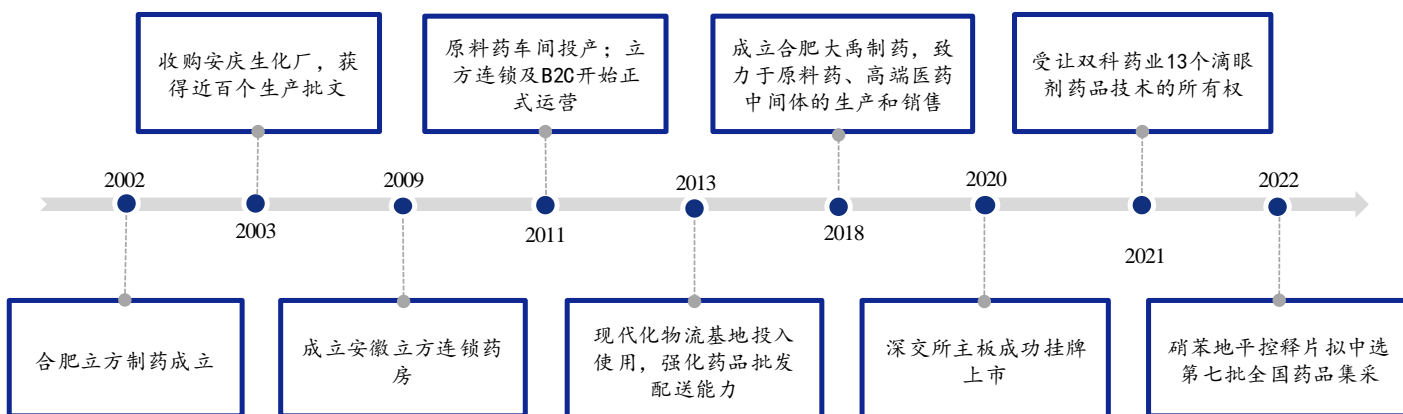
图 1: 立方制药的公司发展历程 .....	5
图 2: 立方制药股权结构图 (截至 2022H1) .....	5
图 3: 立方制药历年营收情况 (亿元) .....	6
图 4: 立方制药历年归母净利润情况 (亿元) .....	6
图 5: 立方制药历年营收拆分 (按业务划分) .....	6
图 6: 立方制药历年毛利率情况 (按业务划分) .....	7
图 7: 立方制药历年期间费用情况 .....	7
图 8: 立方制药渗透泵控释技术平台的核心技术 .....	9
图 9: 非洛地平缓释片样本医院销售情况 .....	10
图 10: 非洛地平缓释片样本医院竞争格局分析 .....	10
图 11: 甲磺酸多沙唑嗪缓释片样本医院销售情况 .....	11
图 12: 甲磺酸多沙唑嗪缓释片样本医院竞争格局分析 .....	11
图 13: 硝苯地平控释片样本医院销售情况 .....	12
图 14: 硝苯地平控释片样本医院竞争格局情况 .....	13
图 15: 盐酸羟考酮缓释片样本医院销售 .....	13
图 16: 盐酸羟考酮缓释片样本医院竞争格局 .....	13
图 17: 盐酸哌甲酯样本医院销售 .....	14
图 18: 盐酸哌甲酯样本医院竞争格局 .....	14
图 19: 益气和胃胶囊样本医院销售 .....	14
图 20: 益气和胃胶囊样本医院竞争格局 .....	14
图 21: 坤宁颗粒样本医院销售 .....	15
图 22: 坤宁颗粒样本医院竞争格局 .....	15
图 23: 2019-2020 年双科药业 13 个滴眼剂药品的销售情况 .....	15
图 24: 安徽立方药业 (医药批发配送业务) .....	16
图 25: 安徽立方连锁药房 (医药零售业务) .....	16
图 26: 立方制药医药商业业务历年营收情况 .....	17
图 27: 立方制药的营收拆分 .....	17
图 28: 立方制药历年估值情况分析 (截止至 2022.09.24) .....	18
图 29: 同类可比公司估值比对分析 .....	18
表 1: 公司近期的股权激励情况 .....	8
表 2: 股权激励业绩考核目标 .....	8
表 3: 公司主要在售制剂产品情况 .....	8
表 4: 立方制药研发项目情况梳理 (截止至 2021 年底) .....	9
表 5: 非洛地平缓释片一致性评价进展 .....	11
表 6: 甲磺酸多沙唑嗪缓释片临床进展 .....	12
表 7: 硝苯地平缓释片全国药品集采中选情况 .....	13
表 8: 盐酸羟考酮缓释片的临床研究进展 .....	14
表 9: 受让双科药业 13 个滴眼剂药品的相关情况 .....	16

## 1. 立方制药：国内渗透泵控释制剂龙头

### 1.1. 依托渗透泵控释技术平台，建立覆盖多个领域的产品管线

立方制药于 2002 年成立，经历多年的发展，目前已成为一家覆盖医药工业和医药商业的创新型医药企业。其中，医药工业方面，公司建立起了由配方技术、制剂评价技术、制剂工程化技术及关键设备技术四大部分组成的渗透泵控释技术平台，其产品涉及心血管、消化系统、皮肤、内分泌系统等多个领域，目前立方制药已发展成为国内渗透泵控释制剂的龙头企业。

图 1：立方制药的公司发展历程

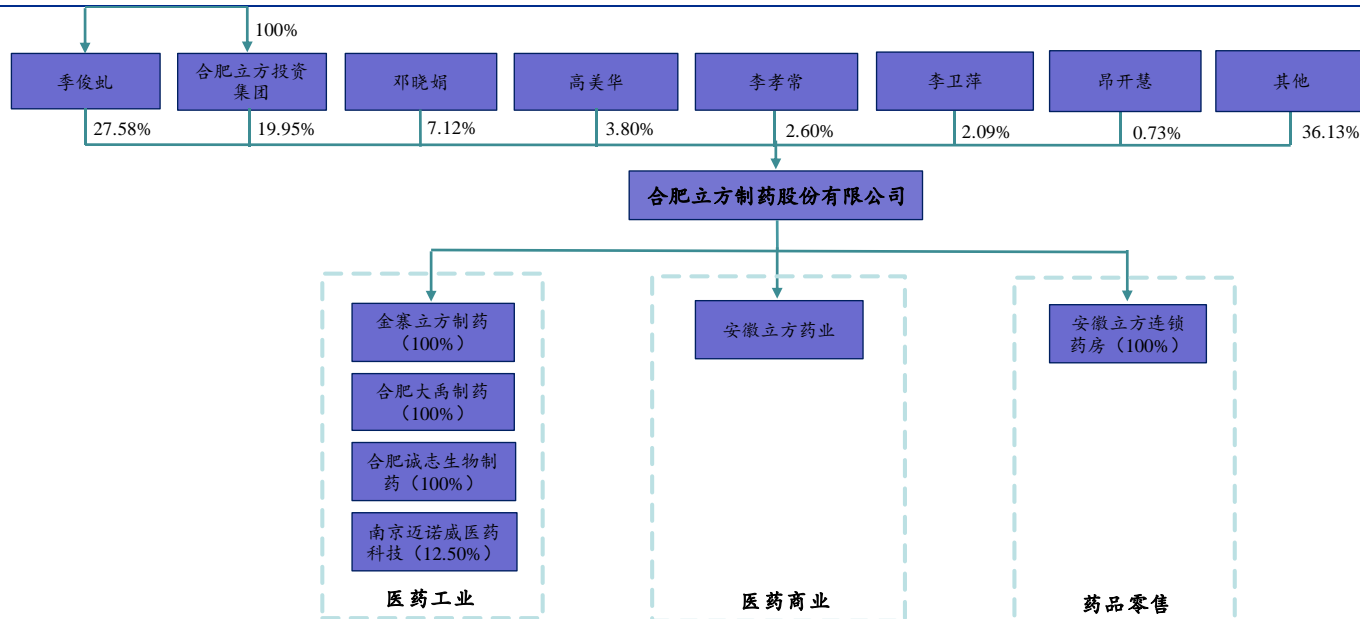


资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

### 1.2. 董事长季俊虬先生为公司的实控人，合计持股 47.53%

根据 2022 年半年报数据，董事长季俊虬先生通过直接和间接持股的方式合计持有上市公司 47.53% 的股份，为公司的实际控制人。

图 2：立方制药股权结构图（截至 2022H1）

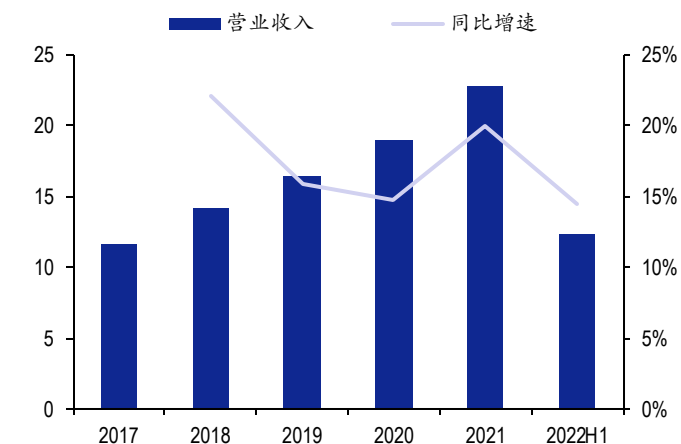


资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

### 1.3. 公司业绩持续稳定增长，医药工业发力迎来新一轮向好

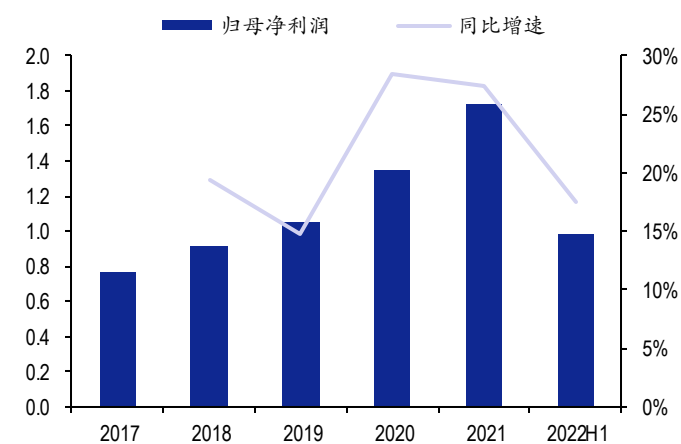
公司营收从2017年的11.67亿元增长至2021年的22.73亿元，CAGR约为18.15%；归母净利润从2017年的0.77亿元增长至2021年的1.72亿元，CAGR约为22.37%。2022H1公司分别实现营收和归母净利润12.29亿元和0.98亿元，分别同比增长14.47%和17.45%。

图 3：立方制药历年营收情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

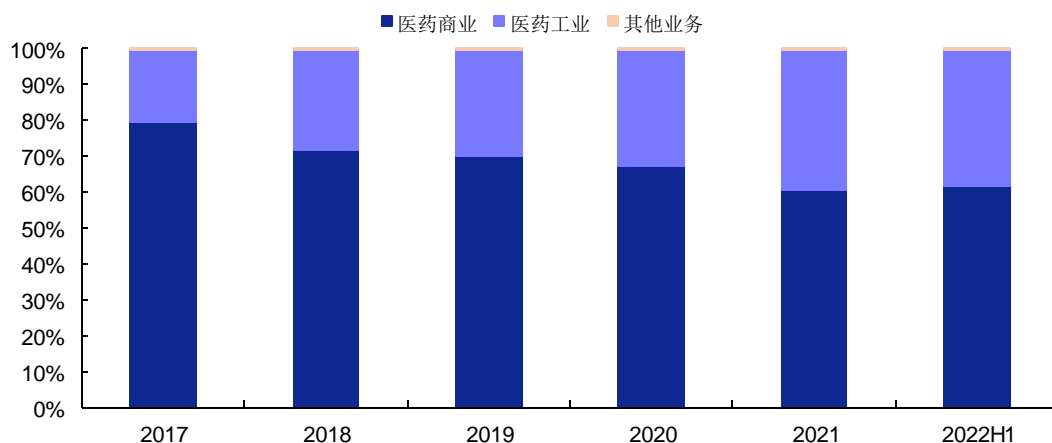
图 4：立方制药历年归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

公司业务主要由医药工业和医药商业两部分构成。2022H1 医药商业、医药工业以及其他业务的营收占比分别为 61.40%、38.32%、0.28%。

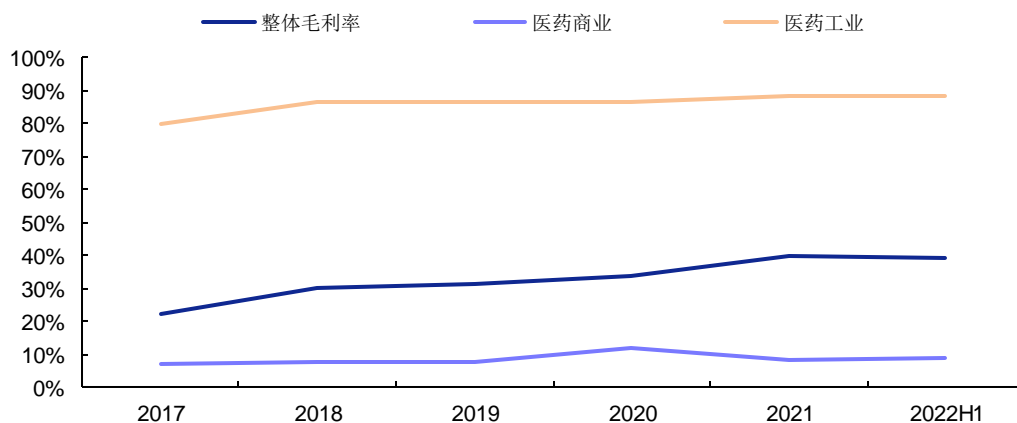
图 5：立方制药历年营收拆分（按业务划分）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

公司整体毛利率由 2017 年的 22.08% 快速提升至 2022H1 的 39.27%。其中，2022H1 医药商业、医药工业毛利率分别为 8.56%、88.29%。得益于医药工业业务的蓬勃发展，公司盈利能力持续提升。

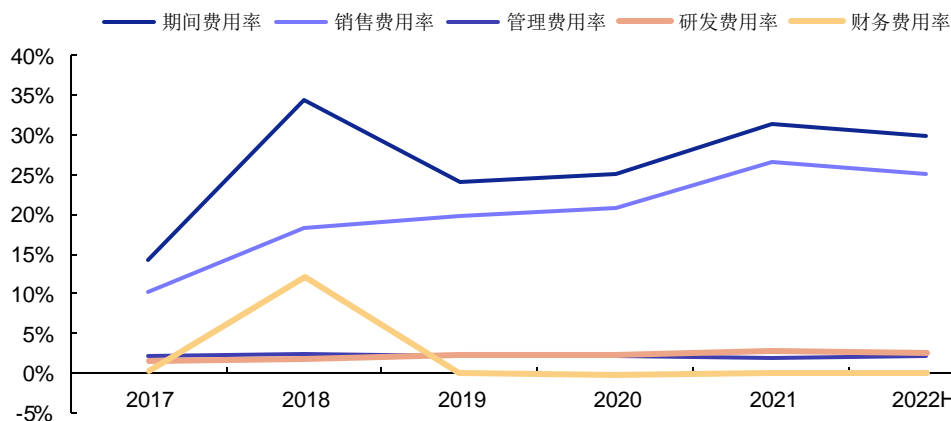
图 6：立方制药历年毛利率情况（按业务划分）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

公司的期间费用率从 2017 年的 14.17% 上升至 2022H1 的 29.83%。其中，2022H1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 25.18%、2.09%、2.54%、0.02%。

图 7：立方制药历年期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

#### 1.4. 及时推出股权激励，深度绑定公司骨干

近期公司发布股权激励计划，拟以 13.29 元/股的价格向公司董事、高管人员、核心技术（业务）骨干等 81 人授予限制性股票 240 万股。本次股权激励的业绩考核目标为：以 2021 年净利润为基数，2022-2024 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、60%。本次股权激励进一步绑定核心员工利益，为公司中长期业绩稳健增长奠定坚实基础。

**表 1：公司近期的股权激励情况**

相关职务	获授的限制性股票数量（万股）	获授限制性股票占当期总股本比例
陈军（董事）	5.82	0.05%
夏军（副总经理、董事会秘书）	4.35	0.04%
勾绍兵（财务总监）	4.21	0.03%
核心技术（业务）骨干（78人）	189.62	1.57%
预留部分	36.00	0.30%

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

**表 2：股权激励业绩考核目标**

归属安排	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 20%
第二个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 40%
第三个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 60%

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

## 2. 医药工业：产品管线布局丰富，多个品种销售有望快速放量

公司以渗透泵控释技术为核心，形成了丰富的在售产品管线和在研项目储备。其中，在售产品方面，缓释剂型品种包括非洛地平缓释片（II）、甲磺酸多沙唑嗪缓释片、硝苯地平控释片、盐酸曲美他嗪缓释片等；特色品种包括益气和胃胶囊、坤宁颗粒、亮菌口服溶液、丹皮酚软膏、克痤隐酮凝胶等。在研项目方面，目前盐酸羟考酮缓释片处于补充研究中，盐酸哌甲酯缓释片已积极开展生物等效性研究。

**表 3：公司主要在售制剂产品情况**

产品名称	功能主治	2021 年样本医院销售	2021 年样本医院市场份额
非洛地平缓释片	用于高血压治疗	17126 万元	阿斯利康 95.21%、立方制药 4.19%、康宝生物 0.30%
甲磺酸多沙唑嗪缓释片	高血压治疗；良性前列腺增生对症治疗	11217 万元	辉瑞 88.92%、立方制药 11.08%
硝苯地平控释片	高血压；冠心病；慢性稳定型心绞痛	60650 万元	拜耳 94.29%、现代制药 4.43%、红林药业 1.03%
盐酸曲美他嗪缓释片	用于对一线抗心绞痛治疗控制不佳或无法耐受的稳定型心绞痛成年患者的对症治疗	3582 万元	施维雅 50.47%、翰宇药业 22.86%、齐鲁制药 16.83%、恒瑞制药 9.83%
益气和胃胶囊	慢性非萎缩性胃炎脾胃虚弱兼胃热淤阻	722 万元	立方制药 100%
亮菌口服溶液	慢性肝炎；胆管炎；胆囊炎	2180 万元	诚志生物制药 61.51%、先通药业 38.49%
丹皮酚软膏	消炎止痒	233 万元	立方制药 72.10%、普华制药 23.61%、英平药业 4.29%
克痤隐酮凝胶	黑头、白头粉刺及脓疱型痤疮	408 万元	立方制药 100%
盐酸哌甲酯	用于治疗 6 岁以上儿童注意缺陷多动障碍	133391 万元	西安杨森 100%

资料来源：公司公告、Wind、米内网、安信证券研究中心



表 4：立方制药研发项目情况梳理（截止至 2021 年底）

研发项目	项目目的	项目进展	研发项目	项目目的	项目进展
HY-2001	新产品开发	已完成中试研究	HD-2103	新产品开发	处方与工艺开发
HYG-1801	新产品开发	已完成中试研究	HD-2101	新产品开发	处方与工艺开发
HY-2008	新产品开发	已完成工艺开发	HD-2102	新产品开发	处方与工艺开发
HY-2004	新产品开发	已完成工艺开发	HT-2004	新产品开发	处方与工艺开发
HL-2004	新产品开发	申报生产, CDE 审评中	KT-1901	新产品开发	临床前研究
HO-1502	新产品开发	申报生产, CDE 审评中	NY001	新产品开发	临床前研究
HO-1701	新产品开发	已申报生产, CDE 审评中	F-1801	一致性研究评价	已申报注册, CDE 审评中
HO-1601	新产品开发	处方与工艺开发	F-1601	一致性研究评价	完成中试
HO-2002	新产品开发	处方与工艺开发	F-1702	一致性研究评价	完成中试
HO-2201	新产品开发	处方与工艺开发	HD-2104	一致性研究评价	已完成处方与工艺开发
HD-2001	新产品开发	处方与工艺开发	HD-2106	一致性研究评价	处方与工艺开发

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

## 2.1. 化药缓释剂：依托渗透泵控释技术，建立丰富的渗透泵制剂产品管线

公司以渗透泵控释技术为核心，建立了由配方技术、制剂评价技术、制剂工程化技术与关键设备技术四大部分组成的渗透泵控释技术平台。基于渗透泵控释技术的平台优势，公司建立了丰富的渗透泵制剂产品管线，目前已上市的产品包括非洛地平缓释片（II）、甲磺酸多沙唑嗪缓释片、硝苯地平控释片、盐酸曲美他嗪缓释片等；在研品种包括盐酸哌甲酯缓释片、盐酸羟考酮缓释片等。

图 8：立方制药渗透泵控释技术平台的核心技术

难溶药物单层芯渗透泵技术（立方®专利技术）Monolithic Osmotic Tablets System (MOTS)

初级渗透泵技术（Elementary Osmotic Pump, EOP）

双层渗透泵技术（Push-pull Osmotic Pump, single drug layer）

三层渗透泵技术（Push-pull Osmotic Pump, dual drug layers）

单一组成渗透泵技术（Single Composition Osmotic Tablet, SCOT）

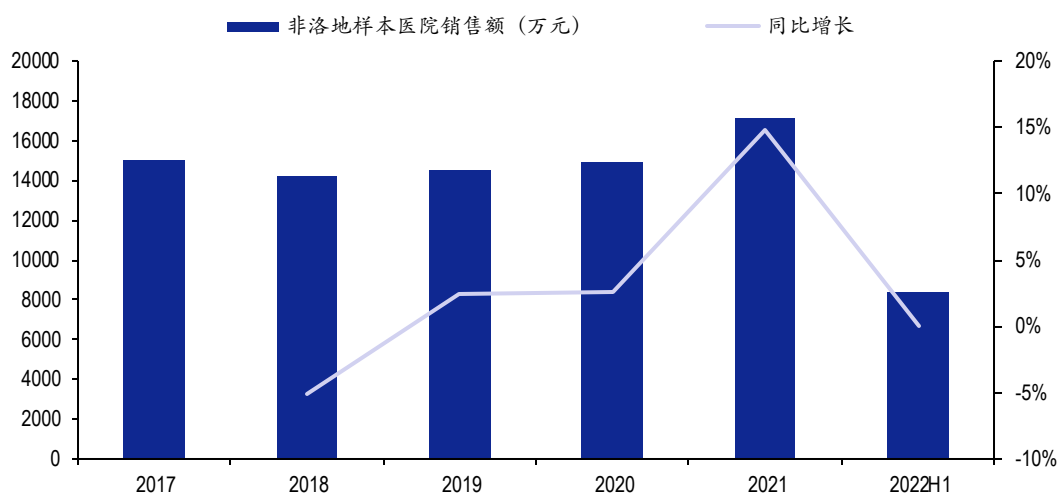
包覆型渗透泵技术（Over-coated EOP/SCOT）

资料来源：公司官网、安信证券研究中心

### 2.1.1. 非洛地平缓释片：有望借助集采提升该品种在公立医院的市场份额

非洛地平缓释片主要用于治疗高血压等。根据米内网的数据，该品种的样本医院销售从 2017 年的 1.50 亿元提升至 2021 年的 1.72 亿元，CAGR 约为 3.46%，非洛地平缓释片在公立医院渠道的销售保持稳定增长的态势。

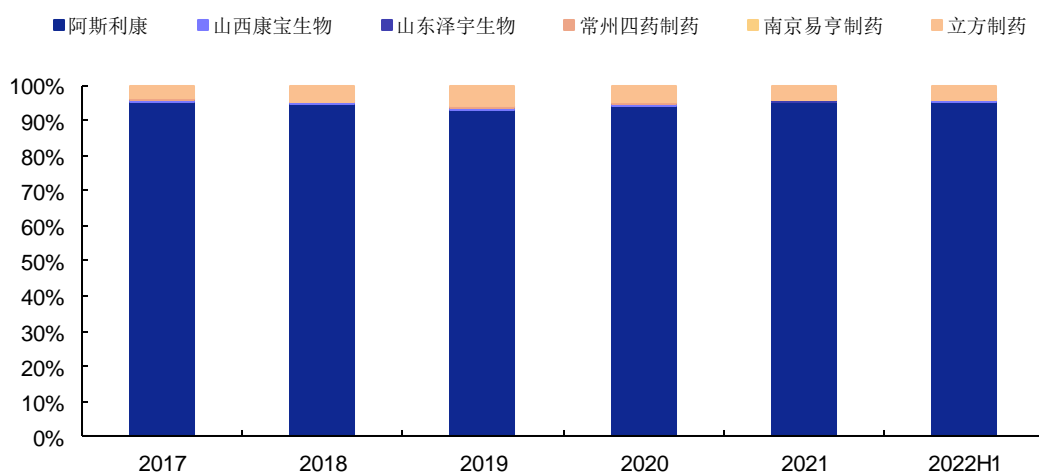
图 9：非洛地平缓释片样本医院销售情况



资料来源：米内网、安信证券研究中心

非洛地平缓释片公立医院的市场份额主要由原研厂家阿斯利康所占据。根据米内网数据，2022H1 阿斯利康、立方制药、山西康宝生物、山东泽宇生物、常州四药制药、南京易亨制药的非洛地平缓释片在样本医院的市占率分别为 95.30%、3.91%、0.23%、0.22%、0.12%、0.06%。

图 10：非洛地平缓释片样本医院竞争格局分析



资料来源：米内网、安信证券研究中心

公司的非洛地平缓释片通过仿制药的一致性评价。根据 CDE 和公司公告，目前安必生制药、北京四环科宝制药、南京易亨制药、立方制药四家药企通过非洛地平缓释片的一致性评价，该品种初步具备被纳入集采的基本条件。公司的非洛地平缓释片具备未来参与集采的基本条件。

表 5: 非洛地平缓释片一致性评价进展

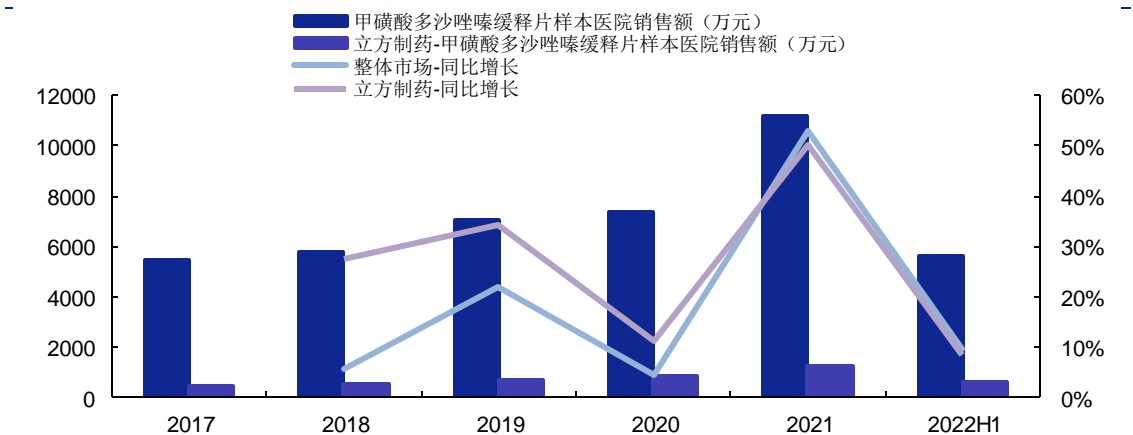
相关品种	相关厂家	一致性评价进展
非洛地平缓释片	安必生制药	通过仿制药一致性评价
	北京四环科宝制药	通过仿制药一致性评价
	南京易亨制药	通过仿制药一致性评价
	立方制药	通过仿制药一致性评价
	山西康宝生物	BE 正在进行
	常州四药制药	BE 正在进行

资料来源: CDE、公司公告、Wind、安信证券研究中心

### 2.1.2. 甲磺酸多沙唑嗪缓释片: 持续强化临床推广, 原研替代有望加速

甲磺酸多沙唑嗪缓释片主要用于良性前列腺增生及高血压等的治疗。根据米内网数据, 甲磺酸多沙唑嗪缓释片的样本医院销售从2017年的0.55亿元提升至2021年的1.12亿元, CAGR约为19.75%, 其中2021年立方制药的甲磺酸多沙唑嗪缓释片实现样本医院销售额0.12亿元, 同比增长50.30%。

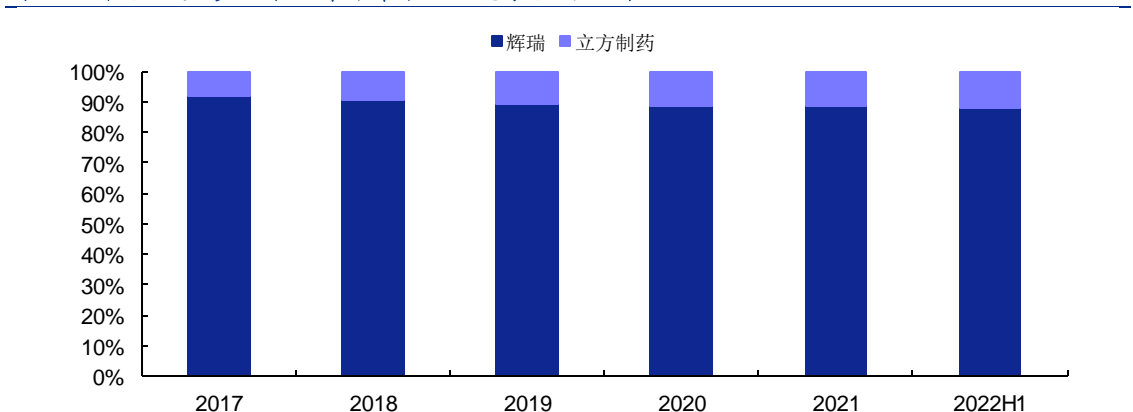
图 11: 甲磺酸多沙唑嗪缓释片样本医院销售情况



资料来源: 米内网、安信证券研究中心

甲磺酸多沙唑嗪缓释片公立医院的份额主要由原研厂家辉瑞所占据。根据米内网数据, 2022H1 辉瑞、立方制药甲磺酸多沙唑嗪缓释片在样本医院的市占率分别为88.21%、11.79%。其中, 立方制药的甲磺酸多沙唑嗪缓释片的市占率由2017年的7.98%提升至2021年的11.80%。

图 12: 甲磺酸多沙唑嗪缓释片样本医院竞争格局分析



资料来源: 米内网、安信证券研究中心

甲磺酸多沙唑嗪缓释片目前暂无通过一致性评价厂家，该品种短期不具备纳入集采的条件，未来销售放量主要依赖公司的临床推广。根据公司发布的投资者调研纪要，该品种目前已覆盖五百多家等级医院和七百多家基层医疗机构，目前已具备较强的临床推广基础，未来对辉瑞原研药替代有望加速。

**表 6：甲磺酸多沙唑嗪缓释片临床进展**

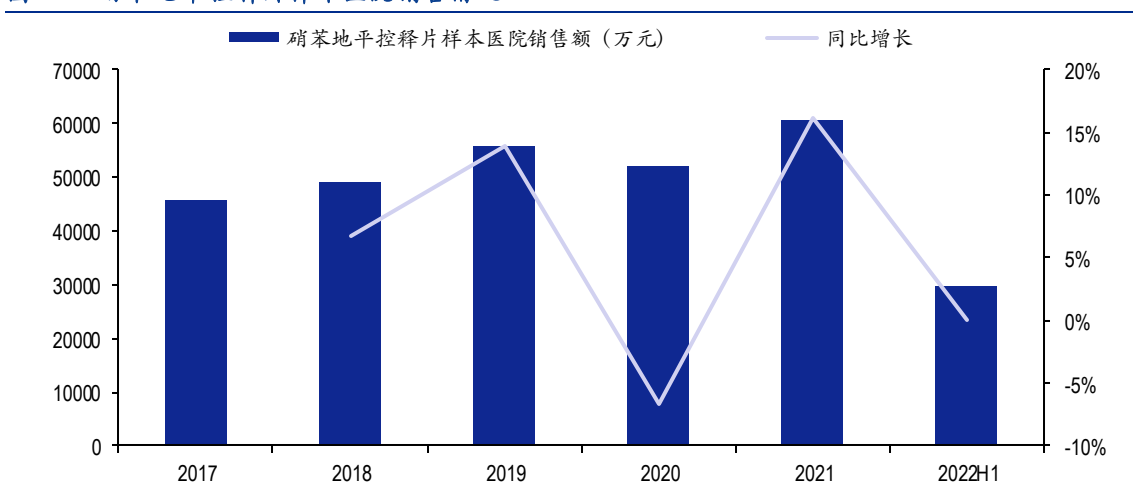
相关品种	相关厂家	临床进展
甲磺酸多沙唑嗪缓释片	立方制药	已完成生物等效性试验
	华润双鹤利民药业	已完成生物等效性试验
	江西山香药业	已完成生物等效性试验
	乐普制药	已完成生物等效性试验
	天津力生制药	正在进行生物等效性试验

资料来源：CDE、公司公告、Wind、安信证券研究中心

### 2.1.3. 硝苯地平控释片：中选第七批国家集采，销售快速放量可期

硝苯地平控释片主要用于高血压、冠心病慢性稳定型心绞痛(劳累性心绞痛)等的治疗。该品种的样本医院销售额从2017年的4.59亿元提升至2021年的6.07亿元,CAGR约为4.06%。

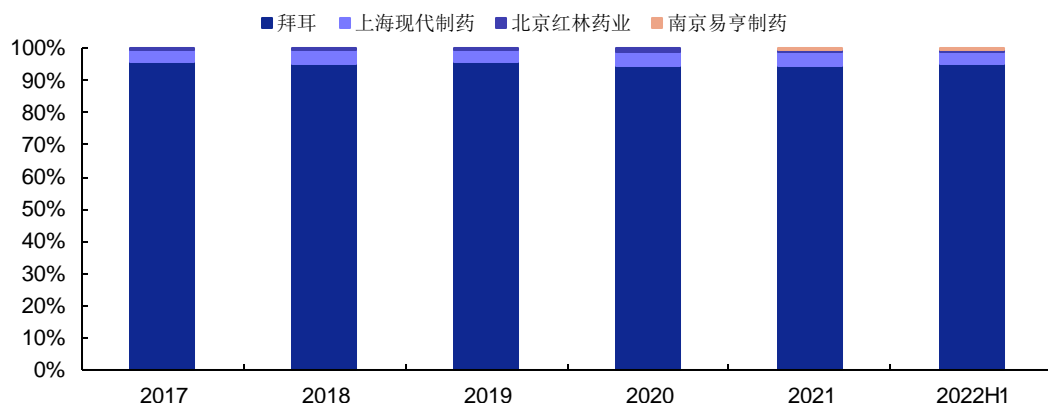
**图 13：硝苯地平控释片样本医院销售情况**



资料来源：米内网、安信证券研究中心

硝苯地平缓释片公立医院的市场份额主要由拜耳所占据。根据米内网的数据,2022H1 拜耳、上海现代制药、北京红林药业、南京易亨制药的硝苯地平控释片在样本医院的市占率分别为 95.02%、3.96%、0.63%、0.39%。

图 14: 硝苯地平控释片样本医院竞争格局情况



资料来源: 米内网、安信证券研究中心

公司的硝苯地平控释片以第一顺位中选第七批国家集中采购, 首年约定采购量基数为 2.68 亿片, 按照拟中标价格 4.87 元/盒的价格测算, 仅考虑公立医疗机构的供应 (暂不考虑零售渠道和基层医疗市场等), 集采中标后预计为公司带来 9322.57 万元的销售规模。

表 7: 硝苯地平缓释片全国药品集采中选情况

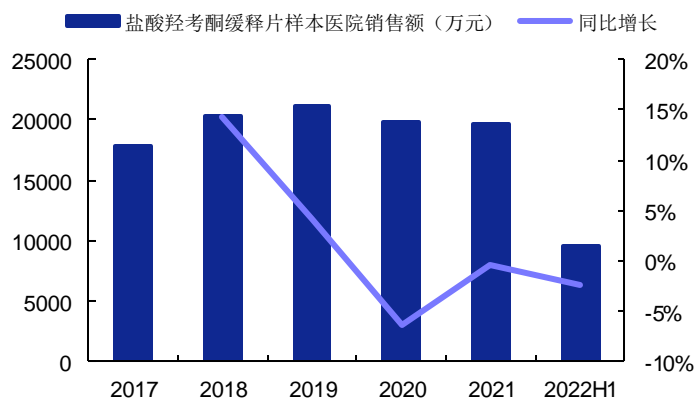
品种名称	拟中选数量	规格	拟中选价格 (元/盒)	采购周期	拟供应地区	
					主供地区	备供地区
硝苯地平缓释片	首年约定采购量基数为 2.68 亿片	30mg; 14 片/盒	4.87	3 年	江苏省、上海市、安徽省、 贵州省、吉林省	浙江省、山东省、宁夏、 海南省、云南省

资料来源: 公司公告、Wind、安信证券研究中心

#### 2.1.4. 精麻药品: 积极布局盐酸羟考酮缓释片和哌甲酯缓释片等潜力品种

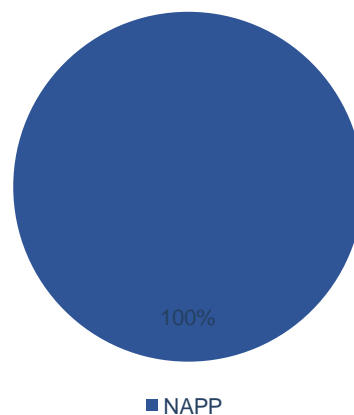
盐酸羟考酮缓释片主要用于缓解持续的中度到重度疼痛。根据米内网的数据, 该品种在样本医院销售从 2017 年的 1.78 亿元增长至 2021 年的 1.97 亿元, CAGR 约为 2.62%, NAPP 占据公立医院渠道 100% 市场份额。立方制药的盐酸羟考酮缓释片处于补充研究中, 且另有其他规格处于研发阶段。

图 15: 盐酸羟考酮缓释片样本医院销售



资料来源: 米内网、安信证券研究中心

图 16: 盐酸羟考酮缓释片样本医院竞争格局



资料来源: 米内网、安信证券研究中心

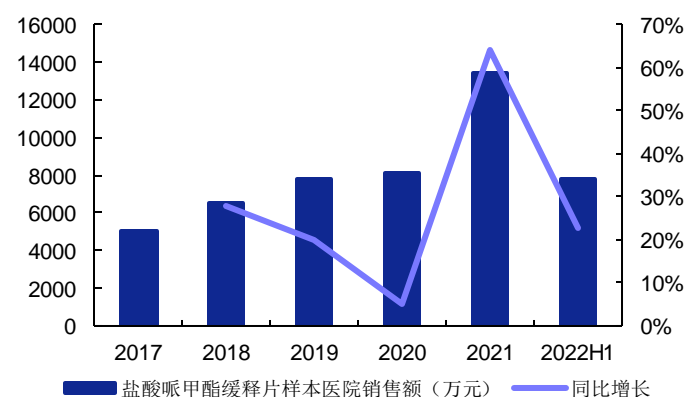
表 8: 盐酸羟考酮缓释片的临床研究进展

相关品种	相关厂家	临床进展
盐酸羟考酮缓释片	立方制药	仿制药申报上市阶段
	宜昌人福	仿制药申报上市阶段
	西南药业	正在进行生物等效性试验

资料来源: 医药魔方、CDE、公司公告、Wind、安信证券研究中心

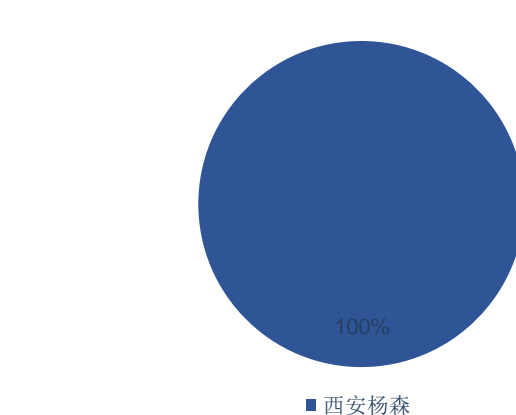
盐酸哌甲酯缓释片主要用于注意缺陷多动障碍等的治疗。根据米内网的数据, 该品种的样本医院销售从 2017 年的 5074 万元增长至 2021 年的 1.34 亿元, CAGR 约为 27.46%, 西安杨森占据公立医院渠道 100% 市场份额。公司的盐酸哌甲酯缓释片目前已积极开展生物等效性研究。

图 17: 盐酸哌甲酯样本医院销售



资料来源: 米内网、安信证券研究中心

图 18: 盐酸哌甲酯样本医院竞争格局

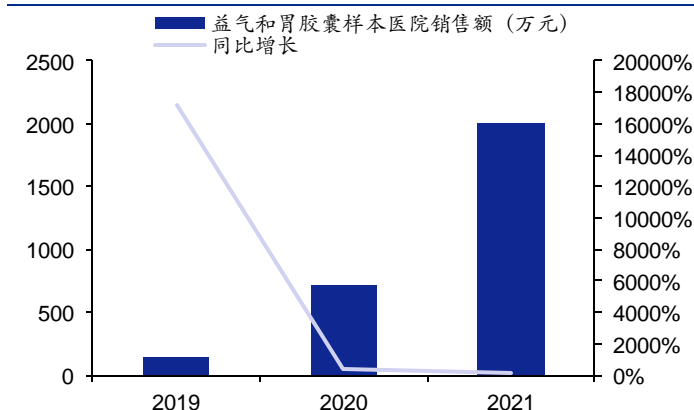


资料来源: 米内网、安信证券研究中心

## 2.2. 特色中药品种: 益气和胃胶囊和坤宁颗粒等具备较强的销售增长潜力

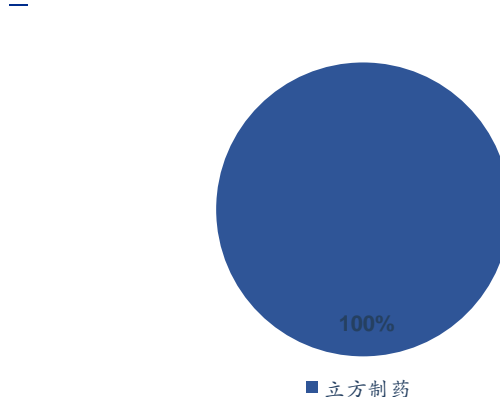
益气和胃胶囊具有健脾和胃、通络止痛的功效, 主要用于慢性非萎缩性胃炎脾胃虚弱兼胃热淤阻的治疗。根据米内网的数据, 益气和胃胶囊的样本医院销售从 2019 年的 152 万元快速增长至 2021 年的 2005 万元, 其中 2021 年销售同比增长 177.61%。益气和胃胶囊为国家基药独家品种, 该品种目前已覆盖两千多家等级医院和五千多家基层医疗机构。随着临床终端和 OTC 市场推广力度的持续加大, 益气和胃胶囊的销售高增长有望延续。

图 19: 益气和胃胶囊样本医院销售



资料来源: 米内网、安信证券研究中心

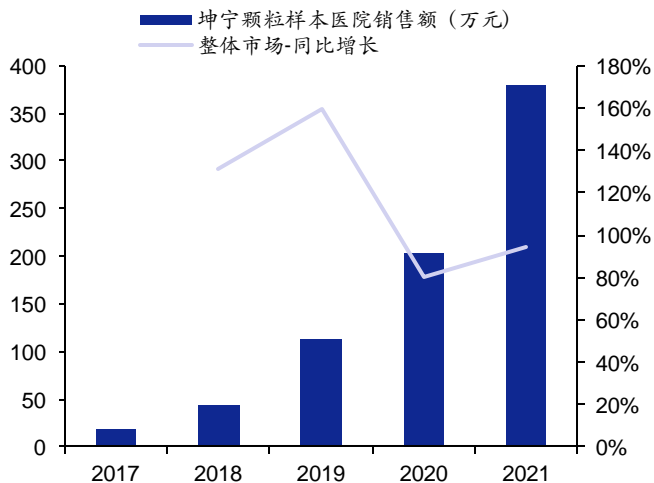
图 20: 益气和胃胶囊样本医院竞争格局



资料来源: 米内网、安信证券研究中心

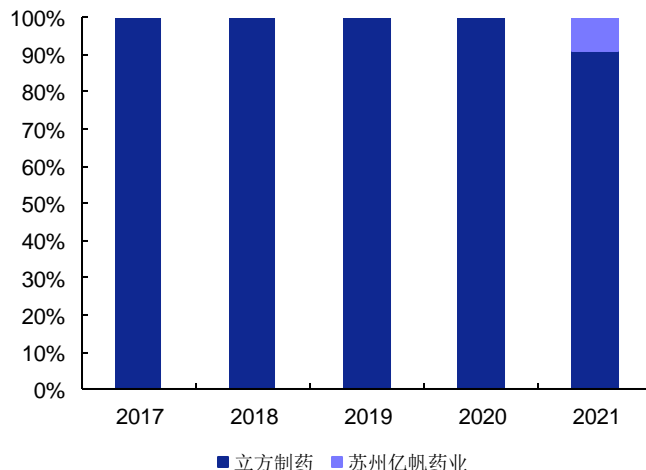
坤宁颗粒主要用于气滞血瘀所致妇女月经过多等治疗。根据米内网的数据，该品种 2021 年实现样本医院销售 379 万元，同比增长 94.83%，立方制药在公立医院渠道占据 91.18% 的市场份额。

图 21：坤宁颗粒样本医院销售



资料来源：米内网、安信证券研究中心

图 22：坤宁颗粒样本医院竞争格局

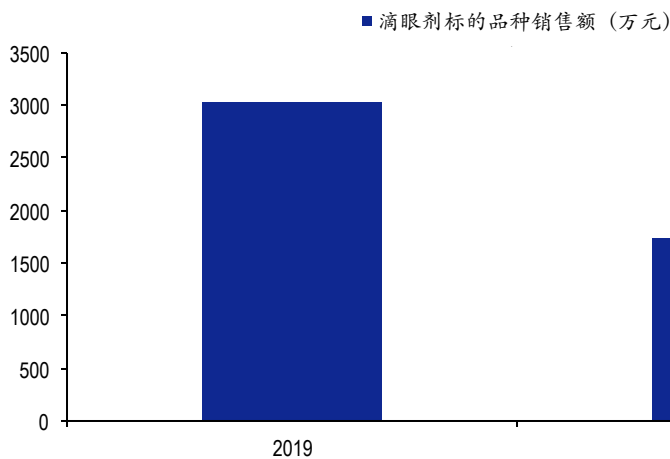


资料来源：米内网、安信证券研究中心

### 2.3. 眼科领域：受让双科药业多个滴眼剂药品技术的所有权

公司以 3800 万元受让双科药业 13 个滴眼剂药品技术的所有权，并成为标的品种药品上市许可持有人。13 个标的品种的上市许可持有人正式变更后，其销售收入将纳入公司报表范围，有利于公司快速切入眼科领域和助力自身的快速发展。

图 23：2019-2020 年双科药业 13 个滴眼剂药品的销售情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

**表 9：受让双科药业 13 个滴眼剂药品的相关情况**

相关品种	规格	批准文号
利巴韦林滴眼液	8ml: 8mg	国药准字 H20045005
阿昔洛韦滴眼液	8ml: 8mg	国药准字 H20043616
硝酸毛果芸香碱滴眼液	5ml: 25mg	国药准字 H20058062
色甘酸钠滴眼液	8ml: 0.16g	国药准字 H20045008
山梨醇滴眼液	5ml: 0.2g	国药准字 H20010612
诺氟沙星滴眼液	8ml: 24mg	国药准字 H20045278
复方右旋糖酐 70 滴眼液	15ml: 15mg	国药准字 H20045277
氧氟沙星滴眼液	5ml: 15mg	国药准字 H20045425
金珍滴眼液	每支装 8ml	国药准字 H20080019
盐酸环丙沙星滴眼液	5ml: 15mg (按环丙沙星计)	国药准字 H20044981
吡嘧司特钾滴眼液	5ml: 5mg	国药准字 H20056611
加替沙星滴眼液	0.3% (g/ml)	国药准字 H20051825
苄达赖氨酸滴眼液	8ml: 40mg	国药准字 H20063124

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

### 3. 医药商业：业务稳步发展，与工业板块形成协同效应

公司建立了现代物流配送中心，坚持医疗终端配送、连锁药房零售并行的方式布局医药商业业务。其中，医药配送方面，公司依靠现代化的物流基础和上下游的资源优势，该业务在安徽省内已形成较强的配送能力和规模优势；医药零售方面，截止到 2022H1，公司在合肥及周边地区布局了 60 余家零售药房，积极拓展医药零售业务。

**图 24：安徽立方药业（医药批发配送业务）**


资料来源：公司官网、安信证券研究中心

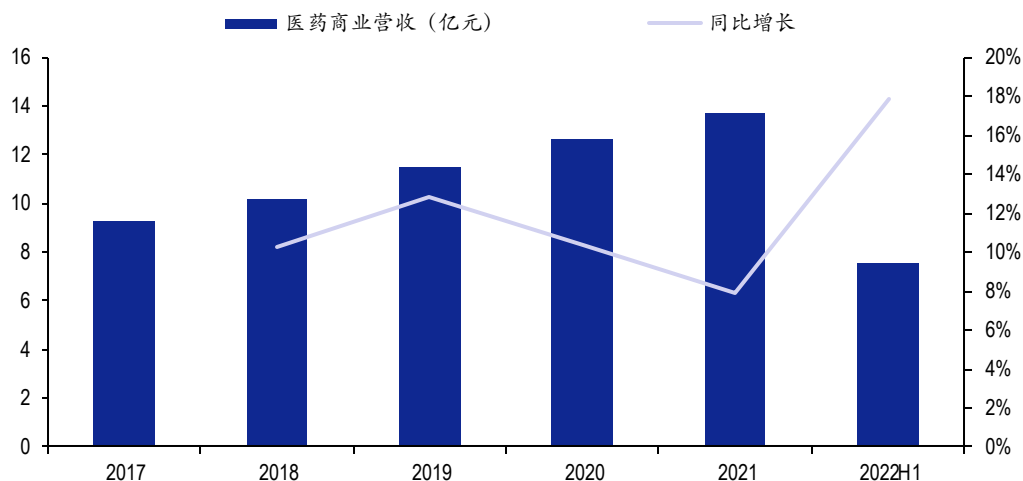
**图 25：安徽立方连锁药房（医药零售业务）**


资料来源：公司官网、安信证券研究中心

公司的医药商业持续稳步发展，其营收从 2017 年的 9.25 亿元增长至 2021 年的 13.70 亿元，CAGR 为 10.33%。2022H1 该业务营收同比增长 17.90%。医药商业业务稳步发展，与工业板块有望形成较强的协同效应。



图 26：立方制药医药商业业务历年营收情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

## 4. 盈利预测与估值分析

### 4.1. 盈利预测

根据现有业务和以下核心假设，我们预计 2022-2024 年分别实现归母净利润 2.15 亿元、2.89 亿元、3.82 亿元，分别同比增长 24.6%、34.8%、32.0%，给予买入-A 的投资评级。

(1) 假设 2022-2024 年医药工业业务营收分别同比增长 29.62%、26.74%、30.05%；

(2) 假设 2022-2024 年医药批发业务营收分别同比增长 5.00%、5.00%、5.00%；

(3) 假设 2022-2024 年医药零售业务营收分别同比增长 15.00%、15.00%、15.00%。

(4) 考虑到毛利率更高的医药工业板块的营收占比持续提升，公司整体毛利率有望持续提升，预计 2022-2024 年整体毛利率分别为 41.97%、43.63%、45.02%。

图 27：立方制药的营收拆分

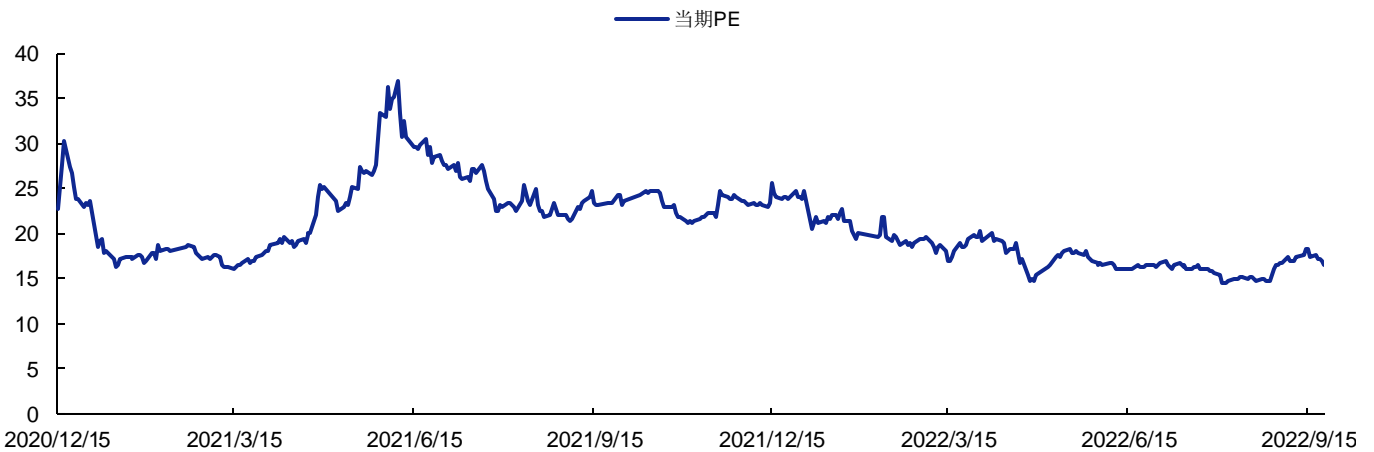
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	11.67	14.25	16.50	18.94	22.73	26.04	29.96	35.25
同比增长		22.12%	15.83%	14.80%	20.01%	14.53%	15.07%	17.67%
毛利润	2.58	4.26	5.17	6.34	9.07	10.93	13.07	15.87
毛利率	22.08%	29.88%	31.35%	33.45%	39.91%	41.97%	43.63%	45.02%
其中：医药工业	2.34	3.99	4.91	6.12	8.91	11.55	14.64	19.04
同比增长		70.75%	23.07%	24.52%	45.68%	29.62%	26.74%	30.05%
医药批发	8.50	9.47	10.78	11.89	12.75	13.38	14.05	14.76
同比增长		11.47%	13.81%	10.25%	7.23%	5.00%	5.00%	5.00%
医药零售	0.75	0.72	0.73	0.81	0.96	1.10	1.26	1.45
同比增长		-3.57%	0.86%	11.36%	17.94%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

## 4.2. 估值分析

立方制药从上市至今，当期 PE 的均值、最小值、最大值分别为 20.76 倍、14.42 倍（发生在 2022.08.03）、37.01 倍（发生在 2021.06.07）。截止至 2022.09.24，立方制药的当期 PE 为 16.56 倍，估值低于历史均值水平。

图 28：立方制药历年估值情况分析（截止至 2022.09.24）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

参考可比公司丽珠集团、恩华药业、信立泰的当期估值，按照较为保守的估值水平，给予立方制药 2022 年 PEG 1.00 倍估值水平，对应当期 PE 约为 24.6 倍。公司 2022 年 EPS 为 1.78 元/股，对应 6 个月目标价为 43.79 元/股。

图 29：同类可比公司估值比对分析

上市公司	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE			PEG			数据来源
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
丽珠集团	133.00	151.63	172.84	19.85	23.05	26.82	14.59	12.57	10.80	1.24	0.78	0.66	Wind一致性评价
恩华药业	44.45	52.91	63.45	9.23	11.13	13.56	15.70	13.02	10.68	1.00	0.63	0.49	Wind一致性评价
信立泰	35.42	41.74	50.11	6.64	7.89	9.55	38.29	32.21	26.60	1.57	1.71	1.26	Wind一致性评价
均值							22.86	19.27	16.03	1.27	1.04	0.80	--

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

## 5. 风险提示

**新冠疫情导致核心产品销售不及预期风险：**新冠疫情的反复，可能会对公司核心产品的终端推广和销售形成负面影响；

**产品研发及审批速度低于预期：**药品研发和审评需要经历众多复杂环节，每个环节的不确定性均可能公司在研品种的研发进展不及预期；

**产品降价超预期风险：**公司部分在售品种存在被纳入带量采购的可能性，存在集采降价超预期风险；

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1,894.3	2,273.3	2,603.5	2,995.9	3,525.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,260.7	1,366.1	1,510.9	1,688.8	1,938.3	营业收入增长率	14.8%	20.0%	14.5%	15.1%	17.7%
营业税费	12.4	16.3	19.5	22.5	26.4	营业利润增长率	32.5%	22.2%	31.2%	34.8%	32.0%
销售费用	393.8	605.2	697.7	802.9	944.7	净利润增长率	28.5%	27.5%	24.6%	34.8%	32.0%
管理费用	39.0	44.9	122.4	140.8	165.7	EBITDA 增长率	26.8%	37.5%	0.1%	31.5%	29.6%
财务费用	-3.3	-1.6	0.5	0.6	0.8	EBIT 增长率	28.8%	34.5%	-0.7%	34.8%	32.0%
资产减值损失	-1.0	-2.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	30.3%	27.1%	27.5%	34.8%	32.0%
加:公允价值变动收益	-	-0.0	-	-	-	投资资本增长率	5.5%	46.8%	-78.1%	478.5%	-84.5%
投资和汇兑收益	-	11.2	-	-	-	净资产增长率	99.0%	11.1%	14.6%	13.2%	15.5%
<b>营业利润</b>	157.4	192.5	252.4	340.3	449.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.5	2.4	-	-	-	毛利率	33.4%	39.9%	42.0%	43.6%	45.0%
<b>利润总额</b>	156.9	194.8	252.4	340.3	449.2	营业利润率	8.3%	8.5%	9.7%	11.4%	12.7%
减:所得税	21.8	22.6	37.9	51.0	67.4	净利润率	7.1%	7.6%	8.2%	9.7%	10.8%
<b>净利润</b>	135.1	172.2	214.6	289.3	381.8	EBITDA/营业收入	10.8%	12.4%	10.9%	12.4%	13.7%
						EBIT/营业收入	10.0%	11.2%	9.7%	11.4%	12.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	24	22	19	14	11
货币资金	766.6	654.3	1,325.9	911.8	1,787.8	流动营业资本周转天数	38	33	2	13	12
交易性金融资产	-	0.1	-	-	-	流动资产周转天数	189	199	261	277	272
应收帐款	238.1	288.7	145.2	354.1	233.4	应收帐款周转天数	45	42	30	30	30
应收票据	34.9	35.5	46.5	48.6	62.1	存货周转天数	35	30	54	52	51
预付帐款	41.3	51.5	45.1	62.8	61.0	总资产周转天数	231	254	320	325	311
存货	193.8	188.9	591.8	280.8	720.7	投资资本周转天数	73	77	49	52	43
其他流动资产	17.2	0.7	400.0	400.0	400.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.5%	13.2%	14.4%	17.1%	19.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	10.3%	7.2%	11.8%	10.5%
长期股权投资	-	20.7	20.7	20.7	20.7	ROIC	35.5%	42.8%	37.2%	228.9%	52.2%
投资性房地产	3.5	3.1	3.1	3.1	3.1	<b>费用率</b>					
固定资产	132.6	141.9	127.9	112.9	97.0	销售费用率	20.8%	26.6%	26.8%	26.8%	26.8%
在建工程	66.5	130.3	130.3	130.3	130.3	管理费用率	2.1%	2.0%	4.7%	4.7%	4.7%
无形资产	31.4	90.2	84.6	79.1	73.5	财务费用率	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	10.1	68.5	39.3	44.3	49.6	三费/营业收入	22.7%	28.5%	31.5%	31.5%	31.5%
<b>资产总额</b>	1,536.0	1,674.4	2,960.4	2,448.6	3,639.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	23.6%	22.1%	49.5%	30.9%	46.3%
应付帐款	129.1	163.4	304.2	218.4	381.4	负债权益比	30.8%	28.4%	98.0%	44.7%	86.2%
应付票据	161.8	93.7	812.9	200.4	962.6	流动比率	3.77	3.72	1.78	2.83	1.98
其他流动负债	51.4	71.0	321.7	308.5	307.9	速动比率	3.21	3.14	1.36	2.44	1.54
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-57.59	-159.25	473.00	583.63	580.13
其他非流动负债	19.7	42.5	26.9	29.7	33.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	362.0	370.5	1,465.6	757.0	1,684.9	DPS(元)	0.38	0.54	0.43	0.77	0.99
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	34.3%	37.7%	24.0%	32.0%	31.2%
股本	92.6	92.6	120.4	120.4	120.4	股息收益率	1.3%	1.8%	1.4%	2.6%	3.3%
留存收益	1,081.4	1,211.3	1,374.4	1,571.2	1,833.9						
<b>股东权益</b>	1,174.0	1,303.9	1,494.8	1,691.6	1,954.3						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	1.12	1.43	1.78	2.40	3.17
净利润	135.1	172.2	214.6	289.3	381.8	BVPS(元)	9.75	10.83	12.41	14.05	16.23
加:折旧和摊销	16.2	29.1	29.6	30.6	31.6	PE(X)	26.4	20.7	16.6	12.3	9.3
资产减值准备	1.4	2.9	-	-	-	PB(X)	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8
公允价值变动损失	-	0.0	-	-	-	P/FCF	39.3	-299.6	5.3	-11.3	3.6
财务费用	0.7	1.5	0.5	0.6	0.8	P/S	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
投资损失	-	-11.2	-	-	-	EV/EBITDA	11.7	12.5	7.8	7.0	3.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	28.9%	30.4%	26.8%	28.9%	30.4%
营运资金的变动	40.8	-35.4	461.0	-631.4	591.7	PEG	0.9	0.7	0.6	0.4	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	172.5	158.7	705.7	-311.0	1,005.9	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	-56.2	-191.9	-9.9	-10.0	-10.0	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	408.4	-58.5	-24.2	-93.1	-119.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034