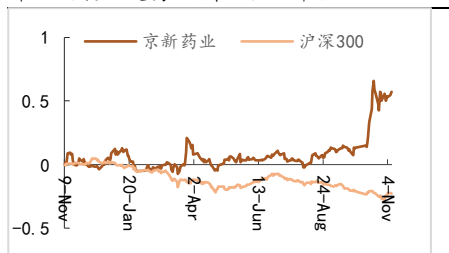


评级： 买入

王斌
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话：86-10-81152644

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	13.27
一年内最高/最低价（元）	14.55/7.60
市盈率（当前）	32.68
市净率（当前）	2.30
总股本（亿股）	8.61
总市值（亿元）	114.26

资料来源：聚源数据

相关研究

·
·
·

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年 3 季报，2022 年 1-9 月实现营业收入 28.00 亿元 (+9.29%)，归母净利润 4.72 亿元 (+7.45%)，扣非后归母净利润 4.47 亿元 (+15.98%)。
- **成品药保持平稳增长，销售模式实现突破。**公司多个产品于 2018 年后陆续进入集采，但成品药收入仍然保持稳健增长，我们认为主要是由于：
(1) 心脑血管类药品集采后价格有所降低，但销量大幅增加；(2) 多个精神类药品借助集采快速完成医院准入。市场覆盖面大幅提升，近年来公司精神类药品销售金额持续增长；(3) 拓展药店、电商等院外市场。我们认为，公司销售金额较大的存量品种均已经进入集采，价格降幅也较为充分，未来继续大幅降价的概率有限；同时公司近年来有盐酸普拉克索缓释片、盐酸美金刚缓释胶囊等新品种陆续中标，有望持续提供业绩增量，仿制药产品线有望保持平稳增长。公司近年来加强销售模式转型突破，根据 2021 年报，公司拥有 300 多人的学术型、专业化神经领域自营团队，院内市场覆盖率及占有率不断提升，现已覆盖 1500 多家重点医院，对接精神科、神经内科全国学术带头人 200 多人、重点医院专家 5000 多人。创新药地达西尼胶囊有望于 2023 年获批上市，我们认为未来上市后有望借助成熟的营销团队和渠道实现快速放量。
- **产能持续扩张，医疗器械板块平稳增长。**2022 年 3 季度末，公司固定资产为 11.02 亿元，与 2021 年同期相比增长 17.11%；在建工程为 3.60 亿元，与 2021 年同期相比增长 31.28%，主要由于公司制剂和原料药产能持续扩张。医疗器械板块中，全资子公司深圳巨烽在国内医疗影像显示终端的市场占有率超过 50%，是全球主流大设备厂商的战略合作伙伴，占据市场领先地位。我们认为受益于国内医疗新基建的提速，深圳巨烽的业绩有望继续保持较快增长。
- **盈利预测和估值。**我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 37.00、41.96 和 49.24 亿元，同比增速分别为 10.9%、13.4%和 17.3%；归母净利润分别为 6.39、7.47 和 9.02 亿元，同比增速分别为 4.0%、16.9%和 20.8%，以 11 月 8 日收盘价计算，对应 PE 分别为 17.9、15.3 和 12.7 倍。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响药品/医疗设备销售；集采续约降价；创新药上市进度低于预期。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收(亿元)	33.36	37.00	41.96	49.24
营收增速(%)	2.4%	10.9%	13.4%	17.3%
净利润(亿元)	6.14	6.39	7.47	9.02
净利润增速(%)	-6.0%	4.0%	16.9%	20.8%
EPS(元/股)	0.71	0.74	0.87	1.05
PE	18.6	17.9	15.3	12.7

资料来源: Wind, 首创证券

表 1 公司重点产品集采时间和价格情况

产品/规格	进入集采时间	集采前价格/中标地区	目前中标价格/中标区域
瑞舒伐他汀/10mg	2018 年 12 月	4.48 元/甘肃	0.2 元/江西
左乙拉西坦/250mg	2018 年 12 月	3.04 元/北京	1.47 元/江西
匹伐他汀/2mg	2020 年 8 月	9.31 元/北京	1.06 元/海南
舍曲林	2020 年 8 月	2.56 元/贵州	0.97 元/重庆

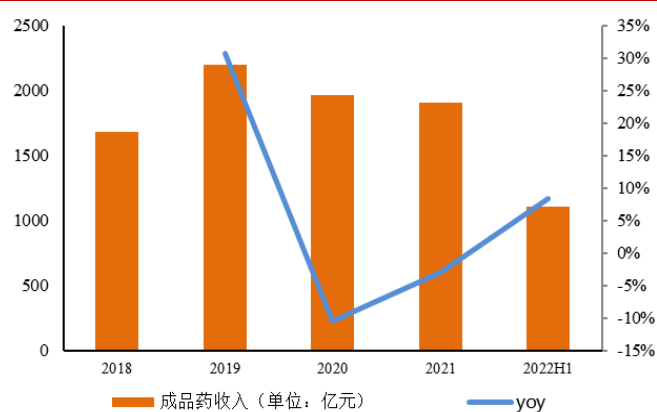
资料来源：公司公告，国家医保局、NMPA、药融云、首创证券

表 2 公司重点产品集采时间和价格情况

时间	产品	事件
2018 年 12 月	瑞舒伐他汀、左乙拉西坦片和氨氯地平片	“4+7”城市集采中标
2019 年 9 月	左乙拉西坦片、头孢呋辛酯片	全国集采扩围中标
2020 年 1 月	辛伐他汀片	全国集采中标
2020 年 8 月	盐酸舍曲林片、匹伐他汀钙分散片	全国集采中标
2021 年 2 月	盐酸普拉克索缓释片、盐酸普拉克索片	全国集采中标
2021 年 12 月	康复新液	湖北等多省中成药联盟集采中标
2022 年 7 月	盐酸美金刚缓释胶囊	全国集采中标

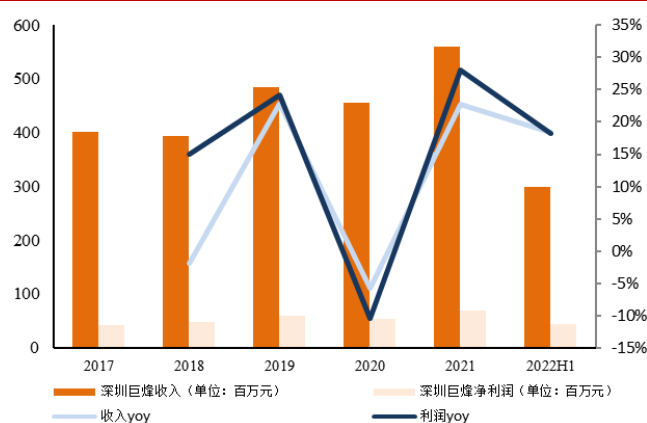
资料来源：公司公告，上海市阳光药品采购网、NMPA、首创证券

图 1 公司成品药业务近年来经营情况



资料来源：公司公告，首创证券

图 2 深圳巨烽近年来经营情况



资料来源：公司公告，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021	2021E	2022E	2023E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,230	4,546	5,295	6,113	经营活动现金流	365	747	825	875
现金	1,555	2,072	2,454	3,158	净利润	614	639	747	902
应收账款	442	535	515	561	折旧摊销	164	150	149	166
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	8	-9	-12	-13
预付账款	18	12	25	30	投资损失	-48	-35	-35	-35
存货	649	707	815	990	营运资金变动	-363	-6	-28	-153
其他	566	1,192	1,478	1,362	其它	-10	7	4	7
非流动资产	3,185	2,845	3,093	3,294	投资活动现金流	145	-474	-665	-214
长期投资	108	108	108	108	资本支出	-316	-311	-339	-307
固定资产	1,083	1,108	1,280	1,463	长期投资	20	0	0	0
无形资产	138	124	112	100	其他	441	-163	-326	93
其他	1,559	1,058	1,116	1,176	筹资活动现金流	121	244	222	44
资产总计	6,415	7,391	8,388	9,407	短期借款	-139	0	0	0
流动负债	1,385	1,758	1,998	2,292	长期借款	13	0	0	0
短期借款	148	148	148	148	其他	-7	961	1,073	1,063
应付账款	221	274	301	354	现金净增加额	631	517	382	704
其他	505	505	505	505					
非流动负债	193	165	175	179	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	193	165	175	179	营业收入	2.4%	10.9%	13.4%	17.3%
负债合计	1,578	1,923	2,173	2,471	营业利润	-9.5%	3.9%	17.0%	20.8%
少数股东权益	20	20	20	20	归属母公司净利润	-6.0%	4.0%	16.9%	20.8%
归属母公司股东权益	4,817	5,448	6,195	6,916	获利能力				
负债和股东权益	6,415	7,391	8,388	9,407	毛利率	55.9%	53.8%	53.1%	52.4%
					净利率	18.4%	17.3%	17.8%	18.3%
					ROE	12.7%	11.7%	12.0%	13.0%
					ROIC	17.2%	15.9%	16.4%	16.6%
利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
营业收入	3,336	3,700	4,196	4,924	资产负债率	24.6%	23.1%	21.2%	20.6%
营业成本	1,473	1,710	1,970	2,342	净负债比率	7.3%	6.0%	5.4%	4.9%
营业税金及附加	29	36	41	47	流动比率	2.3	2.6	2.7	2.7
营业费用	761	814	873	970	速动比率	1.9	2.2	2.2	2.2
研发费用	329	326	365	423	营运能力				
管理费用	177	163	176	197	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
财务费用	-39	-9	-12	-13	应收账款周转率	8.6	7.6	8.0	9.2
资产减值损失	-10	0	0	0	应付账款周转率	7.3	6.9	6.9	7.2
公允价值变动收益	20	30	30	30	每股指标(元)				
投资净收益	48	5	5	5	每股收益	0.71	0.74	0.87	1.05
营业利润	693	720	842	1,018	每股经营现金	0.43	0.87	0.96	1.02
营业外收入	1	2	2	1	每股净资产	5.59	6.33	7.19	8.03
营业外支出	0	0	0	0	估值比率				
利润总额	694	722	844	1,019	P/E	18.61	17.89	15.30	12.66
所得税	79	83	97	117	P/B	2.45	2.16	1.90	1.70
净利润	615	639	747	902					
少数股东损益	1	0	0	0					
归属母公司净利润	614	639	747	902					
EBITDA	820	863	981	1,172					
EPS (元)	0.71	0.74	0.87	1.05					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现