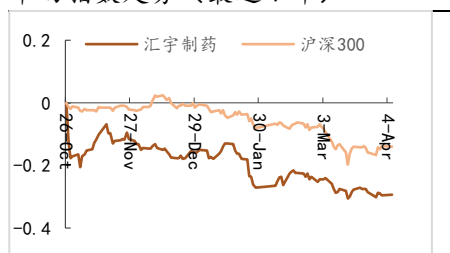


评级： 增持

王斌
 医药行业分析师
 SAC 执证编号: S0110522030002
 wangbin3@sczq.com.cn
 电话: 86-10-81152644

李志新
 首席分析师
 SAC 执证编号: S0110520090001
 lizhixin@sczq.com.cn
 电话: 86-10-81152639

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)	28.00
一年内最高/最低价 (元)	38.89/26.92
市盈率 (当前)	0.00
市净率 (当前)	8.86
总股本 (亿股)	4.24
总市值 (亿元)	118.61

资料来源: 聚源数据

相关研究
核心观点

- **事件:** 公司发布 2021 年报, 实现营业收入 18.24 亿元 (+33.69%), 归属上市公司股东净利润 4.46 亿元 (+29.87%), 扣非后归属上市公司股东净利润 4.10 亿元 (+26.22%)。
- **培美曲塞平稳增长、二线品种开始放量。** 分产品来看, 2021 年培美曲塞收入为 14.47 亿元 (+17.09%), 保持平稳增长。奥沙利铂注射液、多西他赛注射液、紫杉醇注射液、注射用盐酸苯达莫司汀中选国家第五批集采, 陆续从 2021 年 9 月开始执标, 进入放量期。其中多西他赛收入为 1.51 亿元 (+64.68%), 奥沙利铂注射液收入 0.77 亿元。考虑到 2021 年集采执行时间有限, 我们认为上述品种在 2022 年有望迎来较快增长。阿扎胞苷收入 1.05 亿元 (+487.69%), 该产品为国家第三批集采品种, 在 2021 年继续保持高速增长态势。
- **国内产品梯队不断完善, 有望借助集采确保业绩持续增长。** 2021 年, 公司国内注册获批奥沙利铂注射液、注射用盐酸苯达莫司汀、盐酸伊立替康注射液、盐酸帕洛诺司琼注射液等 4 个品种, 2022 年至今已经有注射用硼替佐米和左乙拉西坦注射用浓溶液获批上市, 目前还有 11 个品种在国内处于注册待批准阶段。公司在国内申报的品种均为市场规模较大、技术难度较高、有望在较少竞争情况下进入带量采购产品, 预计在集采后仍然具有较好的盈利能力。
- **研发投入加大, 创新药布局逐渐清晰。** 2021 年公司研发费用为 2.48 亿元 (+179.6%), 占营业收入比例为 13.61%。其中创新药研发投入 7558.22 万元 (+720.51%)。截止 2021 年年底, 公司在研项目 80 余个, 并包括 10 个一类创新药项目。在仿制药方面, 除继续推进注射剂研发外, 注射用环磷酰胺, 以及紫杉醇白蛋白注射液、醋酸戈舍瑞林缓释植入剂、醋酸兰瑞肽缓释制剂、盐酸多柔比星脂质体注射液、铁剂等复杂注射剂和其他重点项目研发, 预计将于 2022 年开始陆续申报国内外注册。一类创新药 HY-0003 造影剂有望在 2022 年年底申报临床, HY-0002 有望在 2023 年初申报临床, 公司创新药布局逐步清晰。
- **境外收入大幅增长, 有望成为新的业绩增长点。** 2021 年公司境外收入为 6729 万元 (+143.96%), 预计主要由阿扎胞苷等品种增长带动。负责英国及欧洲药品销售的子公司 SEACROSS PHARMACEUTICALS LTD (英国海玥) 实现净利润 1484 万元。目前公司在海外已有 12 个品种获批上市, 2021 年总共新增获批 50 个批件, 公司累计海外自主和授权合作方批件达超过 200 个, 已覆盖 51 个国家, 较 2020 年新增约 15 个国家, 同时 2021 年已递交注册的海外批件 (含自主和授权合作方批件) 为 110 个, 目前海外注册待批的批件超过 160 个。除继续深耕英国市场外, 公司已经启动美国 FDA 认证 现场检查准备工作, 同步开展环磷酰胺等品种申报。随着境外产品数量的丰富和覆盖区域的扩大, 预计境外市场将成为公司新的业绩增长点。

- **盈利预测与估值：**由于核心品种培美曲塞在集采续标中有所价格下降，我们认为会对公司 2022 年业绩造成一定影响，但 2022 年起，公司将进入产品线快速丰富期，通过产品梯队的不断完善，保证公司持续有产品借助集采放量，中长期来看可以有效分散单品种降价的压力，确保业绩持续增长。同时公司境外收入的快速增长也将成为新的业绩增长点。我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 18.22、20.91 和 25.25 亿元，同比增速为-0.1%、14.8%和 20.7%；归母净利润分别为 4.22、4.79 和 5.76 亿元，同比增速-5.3%、13.5%、和 20.2%，以 4 月 7 日收盘价计算，对应 PE 分别为 27.5、24.3 和 20.2 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**培美曲塞降价幅度超预期；产品获批/纳入集采进度低于预期，导致放量时间延迟；海外注册/市场开拓进度低于预期。

盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收(亿元)	18.24	18.22	20.91	25.25
营收增速(%)	33.7%	-0.1%	14.8%	20.7%
净利润(亿元)	4.46	4.22	4.79	5.76
净利润增速(%)	29.9	-5.3	13.5	20.2
EPS(元/股)	1.05	1.00	1.13	1.36
PE	26.1	27.5	24.3	20.2

资料来源：Wind，首创证券

表 1 公司重点产品梳理

产品	上市情况	市场规模
奥沙利铂注射液	2021 年在国内获批上市；新西兰等 5 国正在审评。	20 年国内 29.42 亿元；海外 5.33 亿美元
注射用盐酸苯达莫司汀	2021 年在国内上市；巴拿马获批，越南等正在审评中。	国内尚处于早期开拓阶段；海外 6.74 亿美元
盐酸伊立替康注射液	2021 年在国内上市；菲律宾等正在审评之中。	20 年国内 15.04 亿元，海外 6.14 亿美元。
左乙拉西坦注射用浓溶液	2022 年在国内上市；英国正在审评之中。	202 年国内市场规模约 1.64 亿元
盐酸帕洛诺司琼注射液	2021 年在国内上市；阿联酋等正在审评之中。	20 年国内市场规模超 15 亿元。
丙戊酸钠注射用浓溶液	国内审评之中，预计 22 年获批；英国正在审评之中。	20 年国内市场规模约 15 亿元。
苯磺顺阿曲库铵注射液	国内审评之中，预计 23 年获批；英国正在审评之中。	国内市场规模约 30 亿元（集采前）
醋酸奥曲肽注射液	预计 22 年申报生产	20 年国内市场规模为 14.72 亿元
米力农注射液	国内审评之中，预计 23 年获批	20 年国内市场规模 9-10 亿元
注射用盐酸吉西他滨	国内审评之中，预计 23 年获批	20 年国内市场规模约 6 亿元（集采前）
氟维司群注射液	国内审评之中，预计 23 年获批；英国等正在审评之中	20 年国内市场规模约 3.8 亿元
唑来膦酸注射液	国内审评之中，预计 23 年获批；德国等正在审评之中	20 年国内市场规模约 9 亿元
注射用唑来膦酸浓溶液	国内审评之中；海外多国正在审评之中	20 年国内市场规模为 4.1 亿元
氟尿嘧啶注射液	国内审评之中，预计 23 年获批；英国正在审评之中。	20 年国内市场规模约 5.7 亿元
注射用盐酸表柔比星	国内审评之中，预计 23 年获批	20 年国内市场规模 8 亿元以上
普乐沙福注射液	国内审评之中，预计 22 年获批；英国等多个欧洲国家正在审评之中。	——

资料来源：公司公告，米内网，IMS，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,233	3,188	3,064	3,124	经营活动现金流	446	335	475	607
现金	1,306	2,587	2,348	2,296	净利润	446	422	479	576
应收账款	12	48	55	43	折旧摊销	35	43	75	108
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	2	0	0	-1
预付账款	45	2	56	67	投资损失	-13	-16	-16	-16
存货	179	220	309	404	营运资金变动	-20	-304	-110	-7
其他	1,691	322	287	308	其它	-4	185	43	-60
非流动资产	897	1,303	1,735	2,092	投资活动现金流	-1,872	1,057	-550	-469
长期投资	54	54	54	54	资本支出	-398	-500	-500	-450
固定资产	299	563	844	1,141	长期投资	-54	0	0	0
无形资产	64	58	52	47	其他	-1,420	1,557	-50	-19
其他	114	62	69	84	筹资活动现金流	2,347	-111	-164	-191
资产总计	4,130	4,491	4,799	5,216	短期借款	17	-2	-2	-2
流动负债	494	773	943	1,159	长期借款	3	0	0	0
短期借款	14	12	10	8	其他	-42	192	-472	-497
应付账款	59	120	119	152	现金净增加额	921	1281	-239	-53
其他	323	323	323	323					
非流动负债	78	71	71	73	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	78	71	71	73	营业收入	33.7%	-0.1%	14.8%	20.7%
负债合计	572	844	1,014	1,232	营业利润	20.3%	-4.3%	13.5%	20.1%
少数股东权益	0	4	9	15	归属母公司净利润	29.9%	-5.3%	13.5%	20.2%
归属母公司股东权益	3,558	3,643	3,776	3,969	获利能力				
负债和股东权益	4,130	4,491	4,799	5,216	毛利率	91.4%	88.0%	85.3%	84.7%
					净利率	24.4%	23.4%	23.1%	23.0%
					ROE	12.5%	11.6%	12.7%	14.5%
					ROIC	21.5%	11.3%	12.0%	13.4%
利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
营业收入	1,824	1,822	2,091	2,525	资产负债率	13.8%	13.6%	13.1%	13.1%
营业成本	157	219	308	387	净负债比率	2.7%	2.3%	2.2%	2.1%
营业税金及附加	10	10	11	13	流动比率	6.5	4.1	3.2	2.7
营业费用	901	856	922	1,093	速动比率	6.2	3.8	2.9	2.3
研发费用	248	264	307	371	营运能力				
管理费用	72	69	77	91	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
财务费用	-5	0	0	-1	应收账款周转率	145.6	60.8	40.7	51.7
资产减值损失	-3	-3	-3	-3	应付账款周转率	3.5	2.4	2.6	2.9
公允价值变动收益	6	6	6	6	每股指标(元)				
投资净收益	13	10	10	10	每股收益	1.05	1.00	1.13	1.36
营业利润	479	458	520	624	每股经营现金	1.08	0.79	1.12	1.44
营业外收入	0	0	0	0	每股净资产	8.40	8.60	8.91	9.37
营业外支出	1	1	1	1	估值比率				
利润总额	478	457	519	623	P/E	26.08	27.54	24.26	20.19
所得税	32	31	35	41	P/B	3.27	3.19	3.08	2.93
净利润	446	426	484	582					
少数股东损益	0	4	5	6					
归属母公司净利润	446	422	479	576					
EBITDA	508	500	593	731					
EPS (元)	1.05	1.00	1.13	1.36					

分析师简介

李志新，医药行业首席分析师，中国科学院生物化学与分子生物学博士，6年证券卖方从业经历，9年医药行业研究经历，“慧眼”量化评选 2020 最佳分析师医药生物第二名。

王斌，医药行业分析师，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