

# 昂利康（002940）：合作开发，探索进入新型药物递送系统

2022年5月13日

推荐/维持

昂利康

公司报告

## 事件：

公司发布公告，公司拟与关联方科瑞生物作为共同受让方和让与方中南大学签订《技术转让（技术秘密）合同》（以下简称“《技术转让合同》”），与科瑞生物共同受让“新型药物递送系统及制备方法”的技术成果（以下简称“标的技术成果”），并组建合资公司。

## 点评：

**新型药物递送系统推动医药产业技术升级，合作布局具有广阔前景。** 药物递送系统（DDS）是指在空间、时间及剂量上全面调控药物在生物体内分布的技术体系，其目标是在恰当的时机将适量的药物递送到正确的位置，从而增加药物的利用效率。药物递送系统发展已有70余年，其中新型的纳米脂质药物载体（lipid nanoparticle formulations, LNPs）是开发和支持新冠mRNA疫苗的关键技术。2021年国际市场上市的两款mRNA新冠疫苗Comirnaty®和Spikevax®的全球销售额分别到达367.81和177亿美元，创目前已上市疫苗和药品中，销售额最高、当年上量最快的历史记录。mRNA疫苗从概念提出到正式研发上市，药物递送系统解决了mRNA易降解，入胞困难等核心技术瓶颈。除了mRNA疫苗之外，mRNA疗法、基因疗法，以及CRISPR基因编辑疗法都依赖于新型药物递送系统。公司以合作方式布局新型药物递送系统，为公司进入mRNA疫苗等新领域储备基础技术，未来具有广阔的前景。

**合作多方具有药物开发的基础。** 昂利康是一家原料药制剂一体化企业，2019年制剂收入已超过10亿元，具备药物制剂研发和销售经验。关联方科瑞生物与昂利康作为本次协议的共同受让方，科瑞生物为国内植物源胆固醇生产商，高纯度胆固醇是制备纳米脂质体载体的关键成分之一，瑞科生物的植物源胆固醇凭借安全性优势已实现销售出口。技术转让与方中南大学是国内纳米药物制剂领域研发的领先单位，并有多项研究成果在国际上发表。三方均具有药物开发的基础，合作之后有望加速取得研究成果。本次三方合作以“里程碑”方式付款，批准药品上市后，支付金额达到1.3亿元。

**并购整合科瑞生物推进中，进入高端药用辅料领域。** 公司已发布定增发行股份的方式收购科瑞生物61%股权，收购完成后加上原有股权公司将持有科瑞生物23.47%股份，合计持股比例达到84.47%。经审计科瑞生物2021年收入1.588亿元，净利润4,122.22万元，植物源胆固醇已是其核心利润来源。植物源胆固醇作为新型药用辅料，一方面可应用于纳米脂质体等药物递送系统，另一方面替代安全性低的动物源胆固醇，在化妆品添加剂中也具有广阔的空间。并购交易完成后，昂利康将在高端药用辅料领域向前迈进，在原有业务基础上实现进一步多元化。

**公司盈利预测：**我们预计公司2022年-2024年实现营业收入分别为16.05亿元、21.52亿元、24.16亿元；净利润分别为1.56亿元、2.72亿元、3.28亿元；EPS分别为1.23元、2.15元、2.60元。公司目前已经初步形成化学原料药和化学制剂一体化的布局，我们看好公司在此基础上，未来在药物递送

## 公司简介：

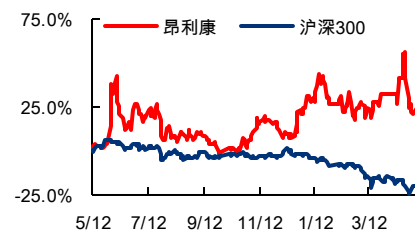
公司是一家致力于国人健康，以原料药和药物制剂为一体，以口服头孢类、心血管类和胃肠道类等药品为特色的现代化制药企业。公司主要从事的业务为化学原料药、化学制剂和药用辅料的研发、生产和销售。公司的主要产品涵盖了抗感染类、心血管类、泌尿系统类（肾病类）等多个用药领域；公司生产的药用辅料为药用空心胶囊产品，主要应用于化学制剂及中药制剂行业。

资料来源：公司公告、WIND

## 交易数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间（元）   | 45.49-28.57 |
| 总市值（亿元）      | 34.74       |
| 流通市值（亿元）     | 31.8        |
| 总股本/流通A股（万股） | 9,595/9,595 |
| 流通B股/H股（万股）  | -/-         |
| 52周日均换手率     | 4.32        |

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

## 研究助理：林志臻

0755-82832295

linzhzh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121070074

系统领域的发展以及通过并购进入高端药用辅料领域的前景，维持“推荐”评级。

风险提示：制剂业务受药物集采影响；科瑞并购整合的不确定性；植物源胆固醇技术外泄风险。

## 财务指标预测

| 指标        | 2020A    | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,289.65 | 1,380.38 | 1,604.81 | 2,151.67 | 2,415.94 |
| 增长率(%)    | -7.63%   | 7.04%    | 16.26%   | 34.08%   | 12.28%   |
| 净利润(百万元)  | 181.30   | 141.32   | 156.22   | 272.22   | 328.29   |
| 增长率(%)    | 43.37%   | -22.05%  | 10.54%   | 74.26%   | 20.60%   |
| 净资产收益率(%) | 12.41%   | 8.95%    | 9.05%    | 14.74%   | 16.47%   |
| 每股收益(元)   | 1.81     | 1.27     | 1.23     | 2.15     | 2.60     |
| PE        | 23.41    | 33.36    | 34.33    | 19.69    | 16.32    |
| PB        | 3.08     | 3.04     | 3.11     | 2.90     | 2.69     |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

| 资产负债表           | 单位:百万元 |       |       |       |       | 利润表            | 单位:百万元 |        |        |        |        |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 2020A  | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |                | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 1393   | 1376  | 1712  | 2424  | 2820  | <b>营业收入</b>    | 1290   | 1380   | 1605   | 2152   | 2416   |
| 货币资金            | 854    | 689   | 0     | 0     | 0     | <b>营业成本</b>    | 317    | 488    | 557    | 808    | 985    |
| 应收账款            | 212    | 259   | 202   | 277   | 311   | 营业税金及附加        | 14     | 15     | 14     | 19     | 22     |
| 其他应收款           | 1      | 2     | 2     | 3     | 3     | 营业费用           | 691    | 610    | 626    | 689    | 701    |
| 预付款项            | 5      | 9     | 15    | 22    | 32    | 管理费用           | 55     | 61     | 173    | 269    | 278    |
| 存货              | 263    | 300   | 1350  | 1795  | 2060  | 财务费用           | -18    | -24    | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动资产          | 11     | 16    | 83    | 247   | 326   | 研发费用           | 44     | 53     | 53     | 53     | 53     |
| <b>非流动资产合计</b>  | 547    | 708   | 854   | 795   | 740   | 资产减值损失         | -3.86  | -0.26  | -0.26  | -0.26  | -0.26  |
| 长期股权投资          | 75     | 91    | 91    | 91    | 91    | 公允价值变动收益       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 固定资产            | 276    | 445   | 409   | 374   | 338   | 投资净收益          | -3.53  | -9.05  | -8.73  | -7.10  | -8.29  |
| 无形资产            | 37     | 40    | 38    | 35    | 33    | 加:其他收益         | 35.29  | 7.77   | 7.77   | 7.77   | 10.77  |
| 其他非流动资产         | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>营业利润</b>    | 212    | 174    | 181    | 316    | 381    |
| <b>资产总计</b>     | 1941   | 2084  | 2566  | 3220  | 3560  | 营业外收入          | 0.53   | 0.23   | 1.00   | 1.00   | 1.00   |
| <b>流动负债合计</b>   | 545    | 595   | 620   | 811   | 955   | 营业外支出          | 1.47   | 1.75   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 短期借款            | 10     | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>利润总额</b>    | 211    | 173    | 182    | 317    | 382    |
| 应付账款            | 245    | 240   | 214   | 310   | 378   | 所得税            | 29     | 31     | 25     | 44     | 53     |
| 预收款项            | 0      | 0     | 32    | 74    | 122   | <b>净利润</b>     | 181    | 141    | 156    | 272    | 328    |
| 一年内到期的非流动负债     | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东损益         | 18     | 21     | 23     | 40     | 48     |
| <b>非流动负债合计</b>  | 18     | 13    | 13    | 13    | 13    | 归属母公司净利润       | 164    | 120    | 133    | 232    | 280    |
| 长期借款            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |        |
| 应付债券            | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |                | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| <b>负债合计</b>     | 563    | 609   | 634   | 825   | 969   | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益          | 59     | 136   | 159   | 199   | 247   | 营业收入增长         | -7.63  | 7.04%  | 16.26% | 34.08% | 12.28% |
| 实收资本(或股本)       | 96     | 96    | 108   | 108   | 108   | 营业利润增长         | 36.48  | -17.72 | 3.72%  | 74.67% | 20.66% |
| 资本公积            | 816    | 825   | 825   | 825   | 825   | 归属于母公司净利润增长    | 11.16  | 74.32% | 11.16% | 74.32% | 20.70% |
| 未分配利润           | 359    | 432   | 452   | 487   | 529   | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权益合计     | 1319   | 1339  | 1471  | 1576  | 1702  | 毛利率(%)         | 75.39  | 64.66% | 65.28% | 62.46% | 59.22% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 1941   | 2084  | 2267  | 2602  | 2921  | 净利率(%)         | 14.06  | 10.24% | 9.73%  | 12.65% | 13.59% |
| <b>现金流量表</b>    | 5039   |       |       |       |       | 总资产净利润(%)      | 8.44%  | 5.75%  | 5.19%  | 7.21%  | 7.87%  |
|                 | 2020A  | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | ROE(%)         | 12.41  | 8.95%  | 9.05%  | 14.74% | 16.47% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 199    | 198   | -745  | -171  | 155   | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 净利润             | 181    | 141   | 156   | 272   | 328   | 资产负债率(%)       | 29%    | 29%    | 28%    | 32%    | 33%    |
| 折旧摊销            | 76.59  | 84.24 | 0.00  | 35.58 | 35.58 | 流动比率           | 2.56   | 2.31   | 2.76   | 2.99   | 2.95   |
| 财务费用            | -18    | -24   | 0     | 0     | 0     | 速动比率           | 2.07   | 1.81   | 0.58   | 0.78   | 0.80   |
| 应收帐款减少          | 0      | 0     | 57    | -75   | -34   | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 预收帐款增加          | 0      | 0     | 32    | 42    | 48    | 总资产周转率         | 0.78   | 0.69   | 0.74   | 0.88   | 0.87   |
| <b>投资活动现金流</b>  | 21     | -233  | -253  | -22   | -16   | 应收账款周转率        | 7      | 6      | 7      | 9      | 8      |
| 公允价值变动收益        | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 应付账款周转率        | 8.02   | 5.69   | 7.08   | 8.22   | 7.03   |
| 长期投资减少          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 投资收益            | -4     | -9    | -9    | -7    | -8    | 每股收益(最新摊薄)     | 1.81   | 1.27   | 1.23   | 2.15   | 2.60   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 177    | -124  | 1030  | 1159  | 946   | 每股净现金流(最新摊薄)   | 4.13   | -1.65  | 0.29   | 8.95   | 10.05  |
| 应付债券增加          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)    | 13.75  | 13.95  | 13.63  | 14.60  | 15.77  |
| 长期借款增加          | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 普通股增加           | 6      | 0     | 12    | 0     | 0     | P/E            | 23.41  | 33.36  | 34.33  | 19.69  | 16.32  |
| 资本公积增加          | 275    | 9     | 0     | 0     | 0     | P/B            | 3.08   | 3.04   | 3.11   | 2.90   | 2.69   |
| <b>现金净增加额</b>   | 397    | -159  | 32    | 966   | 1085  | EV/EBITDA      | 11.92  | 14.43  | 20.92  | 12.94  | 10.93  |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 胡博新

胡博新，药学专业，10年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

## 研究助理简介

---

### 林志臻

林志臻，对外经济贸易大学金融硕士，2021年7月加入东兴证券。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 010-66554008

传真: 021-25102881

传真: 0755-23824526