

南新制药 (688189.SH)

2020年表现亮眼，帕拉米韦注射液表现强劲，2021年看点多

事件。公司公告 2020 年年报。公司 2020 年营业收入为 10.88 亿元，同比增长 7.29%；归母净利润为 1.33 亿元，同比增长 45.37%；扣非净利润为 1.25 亿元，同比增长 41.98%。

2020 年 Q4 单季度营业收入为 2.39 亿元，同比下降 30.46%；归母净利润为 0.62 亿元，同比增长 39.37%；扣非净利润为 0.58 亿元。

观点：2020 年表现亮眼，帕拉米韦注射液表现强劲，2021 年看点多。

1. 利润端表现亮眼；收入端主要是由于仿制药板块 2020 年受疫情及集采影响，帕拉米韦注射液表现依然强劲。公司 2020 年在疫情之下，利润端依然取得了 45% 的增速，表现十分亮眼。收入端主要是由于仿制药板块受到疫情以及集采影响，增速不及利润端，但帕拉米韦注射液在疫情之下依然实现 54% 增长，销售额达到 8 亿元，表现强劲。未来随着帕拉米韦注射液占比越来越大，仿制药板块的影响渐微。

2. 公司手握 1+2+X 创新&消费级产品梯队，是被低估的优质标的，据我们测算，预计市值有望达到 200 亿以上。

- **帕拉米韦注射液：**进医保之后快速放量，在疫情较严重的 2020 年仍然表现出了 54% 的增速，后续有望看到持续高速增长。
- **狂犬单抗：**中美双报国际化质量，兼具创新+消费属性，3-5 年内仅 2 家，百亿级别市场，峰值销售有望达到 30-40 亿。
- **帕拉米韦吸入溶液：**高壁垒剂型，有望成为全球首款，进攻居家用药市场，适用于流感+流感样症状，对标可威，峰值销售有望达到 30-40 亿。

3. 公司 2021 年看点多。根据临床进展及终端销售情况推测：

- **狂犬单抗：**5 月 III 期临床入组完毕；8 月 III 期临床观测期结束，数据锁库；年底 NDA；2022 年获批。
- **帕拉米韦注射剂：**2020 年在疫情之下，依然实现 54% 增速；2021 年随着基层市场拓展及疫情逐步控制，预计能继续保持快速增长趋势。
- **帕拉米韦吸入溶液：**预计 2021 年下半年报产，2022 年获批。

盈利预测与估值。根据最新年报情况，我们调整了盈利预测。暂不考虑兴盟生物并表，我们预计 2021-2023 年营业收入分别为 14.39 亿元、20.04 亿元、28.53 亿元，同比增长 32.2%、39.3%、42.3%；归母净利润分别为 1.88 亿元、2.81 亿元、4.23 亿元，对应增速分别为 41.6%、49.3%、50.5%，EPS 分别为 1.34 元、2.01 元、3.02 元，对应 PE 分别为 29X、20X、13X。维持“买入”评级。

风险提示：产品销售不及预期风险；产品研发失败风险；产业政策负向影响风险；重大资产重组失败风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,014	1,088	1,439	2,004	2,853
增长率 yoy (%)	44.8	7.3	32.2	39.3	42.3
归母净利润(百万元)	91	133	188	281	423
增长率 yoy (%)	70.9	45.4	41.6	49.3	50.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.65	0.95	1.34	2.01	3.02
净资产收益率(%)	27.3	8.6	12.0	14.8	18.1
P/E(倍)	60.6	41.7	29.4	19.7	13.1
P/B(倍)	16.7	3.5	3.2	2.7	2.3

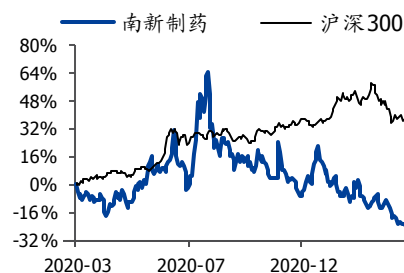
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	39.57
总市值(百万元)	5,539.80
总股本(百万股)	140.00
其中自由流通股(%)	70.43
30 日日均成交量(百万股)	0.32

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gszq.com

相关研究

- 1、《南新制药(688189.SH)：利润端表现大超预期，帕拉米韦注射液表现强劲，2021年看点多》2021-02-28
- 2、《南新制药(688189.SH)：百亿帕拉米韦+几十亿狂犬单抗，抗流感新星迈向璀璨未来》2020-12-19

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	448	1730	2265	3325	4029
现金	155	299	974	1356	1930
应收票据及应收账款	250	708	558	1206	1305
其他应收款	1	1	1	2	3
预付账款	7	5	10	11	19
存货	33	49	53	82	104
其他流动资产	3	668	668	668	668
非流动资产	370	373	529	715	934
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	241	227	364	560	786
无形资产	77	80	83	69	56
其他非流动资产	53	67	82	85	92
资产总计	819	2103	2795	4039	4963
流动负债	341	393	891	1820	2277
短期借款	205	235	699	1590	1953
应付票据及应付账款	15	20	24	35	46
其他流动负债	120	137	169	195	278
非流动负债	121	85	103	118	135
长期借款	110	76	94	109	126
其他非流动负债	11	9	9	9	9
负债合计	461	478	994	1938	2412
少数股东权益	25	24	52	82	122
股本	105	140	140	140	140
资本公积	210	1310	1310	1310	1310
留存收益	18	151	351	632	1039
归属母公司股东权益	333	1601	1748	2019	2430
负债和股东权益	819	2103	2795	4039	4963

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	33	-291	453	-244	556
净利润	97	140	217	311	462
折旧摊销	38	36	40	57	80
财务费用	15	6	12	38	62
投资损失	0	-8	0	0	0
营运资金变动	-138	-494	184	-650	-48
其他经营现金流	20	30	0	0	0
投资活动现金流	-13	-682	-196	-242	-299
资本支出	13	27	156	185	219
长期投资	0	-660	0	0	0
其他投资现金流	0	-1314	-40	-57	-80
筹资活动现金流	10	1117	-46	-23	-45
短期借款	55	30	0	0	0
长期借款	-25	-34	17	15	17
普通股增加	0	35	0	0	0
资本公积增加	7	1100	0	0	0
其他筹资现金流	-27	-14	-63	-38	-62
现金净增加额	30	145	211	-509	211

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1014	1088	1439	2004	2853
营业成本	115	110	137	182	250
营业税金及附加	13	14	21	27	38
营业费用	621	643	844	1171	1647
管理费用	60	64	86	121	168
研发费用	72	94	116	141	201
财务费用	15	6	12	38	62
资产减值损失	-3	-1	0	0	0
其他收益	2	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	8	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	109	139	223	324	486
营业外收入	2	4	2	3	3
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	111	141	225	327	488
所得税	13	1	9	16	26
净利润	97	140	217	311	462
少数股东损益	6	7	28	30	39
归属母公司净利润	91	133	188	281	423
EBITDA	163	187	277	421	630
EPS (元)	0.65	0.95	1.34	2.01	3.02

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	44.8	7.3	32.2	39.3	42.3
营业利润(%)	82.4	26.9	61.1	45.0	50.0
归属于母公司净利润(%)	70.9	45.4	41.6	49.3	50.5
获利能力					
毛利率(%)	88.6	89.9	90.5	90.9	91.2
净利率(%)	9.0	12.2	13.1	14.0	14.8
ROE(%)	27.3	8.6	12.0	14.8	18.1
ROIC(%)	16.2	7.7	8.9	9.2	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	56.4	22.7	35.6	48.0	48.6
净负债比率(%)	54.4	3.3	-8.4	18.2	7.9
流动比率	1.3	4.4	2.5	1.8	1.8
速动比率	1.2	4.3	2.5	1.8	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.3	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.8	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	5.0	6.2	6.2	6.2	6.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.95	1.34	2.01	3.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	-2.08	3.23	-1.74	3.97
每股净资产(最新摊薄)	2.38	11.43	12.49	14.42	17.35
估值比率					
P/E	60.6	41.7	29.4	19.7	13.1
P/B	16.7	3.5	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	35.3	26.5	17.2	12.7	8.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

一、事件

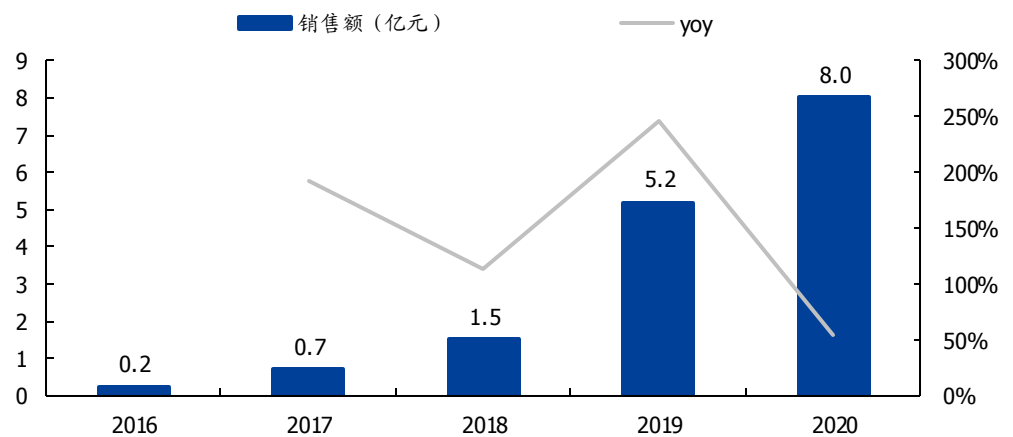
公司公告 2020 年年报。公司 2020 年营业收入为 10.88 亿元，同比增长 7.29%；归母净利润为 1.33 亿元，同比增长 45.37%；扣非净利润为 1.25 亿元，同比增长 41.98%。

2020 年 Q4 单季度营业收入为 2.39 亿元，同比下降 30.46%；归母净利润为 0.62 亿元，同比增长 39.37%；扣非净利润为 0.58 亿元。

二、观点：2020 年表现亮眼，帕拉米韦注射液表现强劲，2021 年看点多

1. 利润端表现亮眼；收入端主要是由于仿制药板块 2020 年受疫情及集采影响，帕拉米韦注射液表现依然强劲。公司 2020 年在疫情之下，利润端依然取得了 45% 的增速，表现十分亮眼。收入端主要是由于仿制药板块受到疫情以及集采影响，增速不及利润端，但帕拉米韦注射液在疫情之下依然实现 54% 增长，销售额达到 8 亿元，表现强劲。未来随着帕拉米韦注射液占比越来越大，仿制药板块的影响渐微。

图表 1：帕拉米韦注射液快速放量中



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2. 公司手握 1+2+X 创新&消费级产品梯队，是被低估的优质标的，据我们测算，预计市值有望达到 200 亿以上。

➤ 帕拉米韦注射液进医保之后快速放量，在疫情较严重的 2020 年仍然表现出了 54% 的增速，后续有望看到持续高速增长。帕拉米韦注射液是国内唯一的注射用抗流感用药。由于轻症患者仅需单次静滴，因此帕拉米韦注射剂的患者依从性也较好。此外，帕拉米韦在有效率、退烧速度、症状缓解时间、安全性等方面都有较为明显的优势。2020 年受疫情影响，流感患病人数减少一半多，但即使在这种情况下，帕拉米韦注射液仍然实现了 54% 增速，若疫情控制达到稳态，预计能看到持续快速的放量。公司近两年在拓展基层市场，覆盖医院还有 2-3 倍空间，抗病毒用药基层潜力更大，这是未来的潜在强力增长点，我们保守预计，未来三年有望维持年化 50%

的销售增速。

- **狂犬单抗中美双报国际化质量，兼具创新+消费属性，3-5年内仅2家，百亿级别市场，峰值销售有望达到30-40亿。**狂犬被动免疫市场空间超过100亿元。但狂犬免作为血制品，产能受限，2019年销售额仅20亿元左右（根据药智网以及米内网医疗终端分布数据，2019年狂犬病人免疫球蛋白的全国签发金额为19.59亿元），有80亿的市场空缺。狂犬单抗产品不受产能限制，有望成为未来狂犬被动免疫主流产品。国内狂犬单抗研发企业较少，仅华北制药与兴盟生物（南新制药正在并购标的）布局。兴盟生物复合制剂理论上具有更全面的中和能力，布局全球多中心临床开拓海外市场，国内外同步进行III期临床中，初步临床结果显示优于狂免。狂犬单抗兼具创新+消费属性，绑定狂犬疫苗销售，不受医保控费影响，且支付方通常为责任方，而不是患者本人，因此价格敏感性低。兴盟的狂犬单抗预计今年5月完成入组，8月完成临床，下半年报产，明年获批。我们认为，兴盟生物的狂犬单抗产品有望成为几十亿级别大品种，且有望通过海外授权等方式进一步在海外拓宽销售空间的潜力。
- **帕拉米韦吸入溶液是高壁垒剂型，有望成为全球首款，进攻居家用药市场，适用于流感+流感样症状，对标可威，峰值销售有望达到30-40亿。**吸入剂型填补了帕拉米韦居家用药场景，且直接作用于呼吸道，用药量少、疗效好、安全性佳，有望成为全球第一款抗流感雾化吸入溶液，对标可威（奥司他韦）70亿国内市场。由于帕拉米韦注射剂已经上市，因此帕拉米韦吸入溶液只需要I/II期临床，获免III期临床，预计今年下半年报产，明年获批。帕拉米韦吸入溶液将适应症拓宽到治疗流感和流感样症状，市场空间更大。便携式吸入剂型尤其适合老人和幼儿使用。吸入剂型壁垒高，国内已经获批的产品较少，但一旦获批上市，很有希望成为大品种，比如布地奈德吸入溶液国内销售额高达80亿元。我们预计，帕拉米韦吸入溶液也有望成为几十亿级别大单品。

我们预计公司2021年净利润约1.88亿元，增速40%，给40倍估值，支撑75亿市值；狂犬单抗预计销售峰值30亿，给3倍PS，70%成功上市概率，支撑63亿市值；帕拉米韦吸入溶液预计销售峰值30亿，给3倍PS，70%成功上市概率，支撑63亿市值。一年期看三个大单品支撑市值200亿。此外，公司管线里还有不少单抗及生物类似物，中期市值看到250-300亿以上。公司目前市值55亿（2021年估值仅29倍），兴盟生物估值27亿，合计82亿市值，是严重被低估的优质标的。

3.公司2021年看点多。根据临床进展及终端销售情况推测：

- **狂犬单抗：**5月III期临床入组完毕；8月III期临床观测期结束，数据锁库；年底NDA；2022年获批。
- **帕拉米韦注射剂：**2020年在疫情之下，依然实现54%增速；2021年随着基层市场拓展及疫情逐步控制，预计能继续保持快速增长趋势。
- **帕拉米韦吸入溶液：**预计2021年下半年报产，2022年获批。

三、盈利预测与估值

根据最新年报情况，我们调整了盈利预测。暂不考虑兴盟生物并表，我们预计2021-2023年营业收入分别为14.39亿元、20.04亿元、28.53亿元，同比增长32.2%、39.3%、42.3%；归母净利润分别为1.88亿元、2.81亿元、4.23亿元，对应增速分别为41.6%、49.3%、50.5%，EPS分别为1.34元、2.01元、3.02元，对应PE分别为29X、20X、13X。维持“买入”评级。

风险提示

产品销售不及预期风险；产品研发失败风险；产业政策负向影响风险；重大资产重组失败风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com