

业绩恢复稳健增长，研发推进下长期向好

核心观点

- **业绩阶段性承压，降本增效提升毛利率。**4月25日，公司发布22年年报和23年一季度报：22年公司实现营业收入10.17亿元，同比下降3.33%，归母净利润2.40亿元，同比下降1.77%，扣非归母净利润2.14亿元，同比下降4.76%。23年一季度，公司实现营收3.05亿元，同比增长22.77%，归母净利润0.71亿元，同比增长16.48%，扣非归母净利润0.70亿元，同比增长15.58%。22年业绩下滑的主要原因是受需求波动等因素影响，公司多措并举下管控成本，整体毛利率同比+6.8%。23年一季度，不利因素减弱，公司业绩恢复稳健增长。
- **原料药与制剂一体发展，奥司他韦等制剂快速放量。**2022年，公司原料药产品收入7.77亿元，同比减少11.51%，其中抗病毒类产品同比-25.91%，抗真菌类产品同比-18.06%，免疫抑制类产品同比+16.55%。公司制剂产品收入超过1亿元，同比增长102.46%，主要为公司注射用米卡芬净钠集采中标和季节性流感发对磷酸奥司他韦制剂的需求拉动。公司积极出海，产品覆盖中美日韩欧盟等国家，多个医药产品在规范市场获得认证和销售。
- **研发投入不断加大，创新药与仿制药同时推进。**2022年，公司研发费用达2.07亿元，同比增长19.47%，占营业收入的20.35%。创新药方面，公司长效多肽靶向偶联药物BGC0228四个剂量组爬坡数据显示安全性和药代动力学良好；多肽类降糖药BGM0504注射液Ia期临床给药数据显示具有良好药效、安全性和药代动力学特征。仿制药方面，化药合成“珠峰”艾立布林注射液已成功获批；羧基麦芽糖铁注射液、布地奈德混悬液、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、噻托溴铵吸入喷雾剂处于中试阶段，沙美特罗替卡松吸入粉雾剂、噻托溴铵吸入粉雾剂已经完成小试。随着公司在国内外申报的多款产品上市，有望助力业绩增长。

盈利预测与投资建议

- 根据公司22年报，公司业绩短期承压，研发销售投入加大，我们下调公司23-24年营收，并上调23-24年研发、销售费用率，预测公司2023-2024年EPS为0.73/0.92元（原预测为1.13/1.56元），预测25年EPS为1.14元。根据可比公司，预测公司23年的合理估值水平为38倍PE，对应目标价为27.74元，维持给予“买入”评级。

风险提示

- 新品种研发不及预期，制剂类品种销售不及预期，产能爬坡不及预期，制剂品种被纳入集采

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,052	1,017	1,243	1,495	1,801
同比增长(%)	34.0%	-3.3%	22.2%	20.2%	20.5%
营业利润(百万元)	259	242	312	387	492
同比增长(%)	34.1%	-6.5%	28.7%	24.1%	27.1%
归属母公司净利润(百万元)	244	240	309	389	483
同比增长(%)	43.6%	-1.8%	28.8%	25.9%	24.3%
每股收益(元)	0.58	0.57	0.73	0.92	1.14
毛利率(%)	56.2%	63.0%	63.9%	64.3%	64.6%
净利率(%)	23.2%	23.6%	24.8%	26.0%	26.8%
净资产收益率(%)	15.7%	12.4%	13.2%	14.6%	15.7%
市盈率	40.7	41.5	32.2	25.6	20.6
市净率	5.9	4.5	4.0	3.5	3.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月25日）	22.73元
目标价格	27.74元
52周最高价/最低价	26.16/17.1元
总股本/流通A股（万股）	42,247/41,000
A股市值（百万元）	9,603
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2023年04月26日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.5	1.77	-6.18	20.1
相对表现	0.29	3.37	-0.95	16.23
沪深300	-4.79	-1.6	-5.23	3.87



证券分析师

刘恩阳 01066218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001
香港证监会牌照：BSW684

联系人

易丹阳 yidanyang@orientsec.com.cn

相关报告

业绩符合预期，产能扩张+坚持研发未来可期 2022-04-27
从特色原料药布局全产业链，走在前沿的创新药企 2022-04-09

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023/4/24	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
药石科技	300725	59.47	2.44	1.57	2.22	2.98	24.40	37.79	26.84	19.94
奥翔药业	603229	23.40	0.34	0.54	0.75	1.07	67.92	43.54	31.24	21.88
键凯科技	688356	131.09	2.92	3.10	4.42	5.71	44.96	42.30	29.63	22.96
皓元医药	688131	113.20	1.79	1.81	2.97	4.41	63.41	62.54	38.11	25.69
信立泰	002294	35.29	0.48	0.57	0.69	0.85	73.71	61.77	51.32	41.48
恒瑞医药	600276	48.35	0.71	0.61	0.75	0.91	68.08	78.95	64.37	53.30
	最大值						73.71	78.95	64.37	53.30
	最小值						24.40	37.79	26.84	19.94
	平均数						57.08	54.48	40.25	30.88
	调整后平均						61.09	52.54	37.58	28.00

数据来源：WIND，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整前后对比表

主要财务信息	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1856	2429	1243	1495
变动幅度			-33.01%	-38.46%
营业利润(百万元)	506	695	310	387
变动幅度			-38.81%	-44.36%
归属母公司净利润(百万元)	464	638	307	389
变动幅度			-33.92%	-39.09%
每股收益 (元)	1.1	1.6	0.7	0.9
变动幅度			-35.78%	-41.03%
毛利率(%)	56.90%	56.60%	63.94%	64.33%
变动幅度			7.04%	7.73%
净利率(%)	25.00%	26.30%	24.66%	26.00%
变动幅度			-0.34%	-0.30%
研发费用率(%)	13.20%	12.00%	19.00%	19.50%
变动幅度			5.80%	7.50%
销售费用率(%)	3.00%	3.00%	6.00%	5.90%
变动幅度			3.00%	2.90%
药品销售				
销售收入 (百万元)	1420	1827	920	1104
变动幅度			-35.19%	-39.58%
毛利率	54.80%	54.20%	62.01%	62.00%
变动幅度			7.21%	7.80%
制剂				
销售收入 (百万元)	274	416	177	237
变动幅度			-35.44%	-42.98%
毛利率	50.60%	53.70%	58.01%	62.00%
变动幅度			7.41%	8.30%
权益分成收入				
销售收入 (百万元)	87	106	54	57
变动幅度			-37.83%	-46.50%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

变动幅度			0.00%	0.00%
技术转让和服务				
销售收入（百万元）	75	79	89	93
变动幅度			18.62%	18.52%
毛利率	69.60%	71.50%	72.33%	74.70%
变动幅度			2.73%	3.20%
其他业务				
销售收入（百万元）	1	2	4	4
变动幅度			210.11%	151.97%
毛利率	41.90%	45.50%	96.28%	96.28%
变动幅度			54.38%	50.78%
合计	1,856	2,429	1,243	1,495
变动幅度			-33.01%	-38.46%
综合毛利率	56.90%	56.60%	63.94%	64.33%
变动幅度			7.04%	7.73%

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	337	1,180	679	872	946	营业收入	1,052	1,017	1,243	1,495	1,801
应收票据、账款及款项融资	374	307	388	446	569	营业成本	461	376	448	533	638
预付账款	36	44	41	56	67	营业税金及附加	4	5	5	7	8
存货	200	280	281	317	383	营业费用	43	70	73	88	103
其他	46	126	144	111	131	管理费用及研发费用	276	322	361	439	524
流动资产合计	993	1,938	1,533	1,802	2,096	财务费用	6	10	50	43	42
长期股权投资	52	35	44	40	42	资产、信用减值损失	20	13	13	14	15
固定资产	238	402	533	1,087	1,628	公允价值变动收益	1	(3)	(1)	(1)	(2)
在建工程	1,131	1,666	1,782	1,312	968	投资净收益	9	4	9	9	9
无形资产	81	82	101	119	136	其他	6	21	10	8	13
其他	475	537	424	440	433	营业利润	259	242	312	387	492
非流动资产合计	1,977	2,723	2,883	2,998	3,207	营业外收入	0	1	0	1	1
资产总计	2,970	4,661	4,416	4,801	5,302	营业外支出	2	1	2	1	1
短期借款	257	124	124	124	124	利润总额	257	242	311	386	491
应付票据及应付账款	212	252	301	357	428	所得税	20	31	25	35	49
其他	114	435	441	448	457	净利润	238	211	286	351	442
流动负债合计	583	812	866	930	1,009	少数股东损益	(6)	(28)	(23)	(37)	(41)
长期借款	619	1,170	570	570	570	归属于母公司净利润	244	240	309	389	483
应付债券	0	406	465	465	465	每股收益(元)	0.58	0.57	0.73	0.92	1.14
其他	26	32	6	6	6						
非流动负债合计	645	1,608	1,041	1,041	1,041	主要财务比率					
负债合计	1,228	2,420	1,907	1,971	2,050		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	63	50	27	(10)	(52)	成长能力					
实收资本(或股本)	410	422	422	422	422	营业收入	34.0%	-3.3%	22.2%	20.2%	20.5%
资本公积	739	1,008	1,008	1,008	1,008	营业利润	34.1%	-6.5%	28.7%	24.1%	27.1%
留存收益	555	743	1,052	1,410	1,874	归属于母公司净利润	43.6%	-1.8%	28.8%	25.9%	24.3%
其他	(26)	18	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,742	2,242	2,510	2,830	3,252	毛利率	56.2%	63.0%	63.9%	64.3%	64.6%
负债和股东权益总计	2,970	4,661	4,416	4,801	5,302	净利率	23.2%	23.6%	24.8%	26.0%	26.8%
						ROE	15.7%	12.4%	13.2%	14.6%	15.7%
						ROIC	11.4%	6.4%	8.1%	9.4%	10.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	41.4%	51.9%	43.2%	41.1%	38.7%
净利润	238	211	286	351	442	净负债率	32.5%	37.3%	31.7%	21.3%	16.2%
折旧摊销	43	50	77	132	217	流动比率	1.70	2.39	1.77	1.94	2.08
财务费用	6	10	50	43	42	速动比率	1.34	2.04	1.45	1.60	1.70
投资损失	(9)	(4)	(9)	(9)	(9)	营运能力					
营运资金变动	(80)	33	(15)	(46)	(126)	应收账款周转率	3.8	3.0	3.6	3.6	3.6
其它	(22)	11	155	(26)	3	存货周转率	2.1	1.5	1.6	1.8	1.8
经营活动现金流	176	311	544	445	569	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
资本支出	(971)	(737)	(332)	(224)	(424)	每股指标(元)					
长期投资	(22)	17	(8)	4	(2)	每股收益	0.58	0.57	0.73	0.92	1.14
其他	103	(152)	(88)	42	(7)	每股经营现金流	0.43	0.74	1.29	1.05	1.35
投资活动现金流	(890)	(872)	(428)	(178)	(433)	每股净资产	3.97	5.19	5.88	6.72	7.82
债权融资	565	1,246	(567)	0	0	估值比率					
股权融资	38	282	0	0	0	市盈率	40.7	41.5	32.2	25.6	20.6
其他	101	(163)	(50)	(74)	(61)	市净率	5.9	4.5	4.0	3.5	3.0
筹资活动现金流	704	1,365	(617)	(74)	(61)	EV/EBITDA	35.1	35.8	24.6	19.2	14.4
汇率变动影响	4	14	-0	-0	-0	EV/EBIT	40.9	42.9	29.9	25.2	20.3
现金净增加额	(6)	819	(501)	193	75						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。