

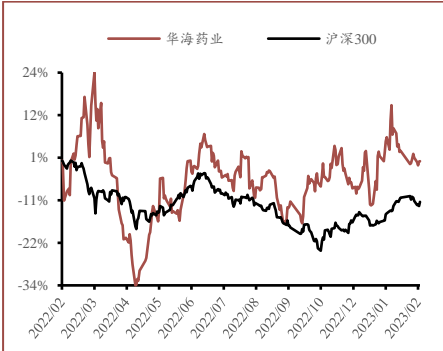
双轮驱动业绩可期，加码创新有望打开空间

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-02-09
收盘价(元)	21.56
流通股本(亿股)	14.55
每股净资产(元)	4.63
总股本(亿股)	14.83

最近 12 月市场表现



分析师 张文录
SAC 证书编号: S0160517100001
zhangwenlu@ctsec.com

分析师 邹一瑜
SAC 证书编号: S0160522100001
zouyy@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **制剂一体化推进顺利，业绩拐点出现。**公司深耕原料药多年，制剂一体化战略推进顺利，高毛利的制剂业务收入占比不断提升，带动公司盈利能力也稳步提升，毛利率从 2015 年的 49.22% 提升至 2022H1 的 61.99%。但受到海外备货消耗、原材料价格上涨等原因，21 年公司净利出现下滑，不过 22 年伴随着 FDA 禁令解除、原材料价格趋稳，业绩拐点已经出现。
- ❖ **原料药盈利能力有望改善，制剂业务高增可期。**原料药业务方面，随着原材料价格趋稳，原料药价格回暖，叠加禁令解除后公司产能利用率提升后可能带来的规模效应，其盈利能力将有所改善。制剂业务方面，禁令解除后，海外业务开始恢复，ANDA 获批速度也加快，2022 年获批数达 25 个，累计获批 87 个。同时，公司积极推进国内的研发注册工作并参与集采，借助集采快速实现新产品上量，预计制剂业务能维持较快的增速。
- ❖ **积极布局生物药、创新药，有望打开成长空间。**公司积极加码创新，目前生物药板块已建成一体化大分子药物研发平台，拥有从抗体发现、CMC、中试生产、临床试验及注册、商业化生产等全生命周期研发体系。公司加速推进临床项目研究，加快研发成果向效益转化，以期打开成长空间，截止 22H1，公司在研生物药项目 20 多个，其中 11 个项目在临床试验阶段；小分子新药共有 10 余个在研项目，2 个处于临床研究阶段，2 个处于临床前研究阶段。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 11.22、13.52、16.21 亿元，同比增长 130.22%、20.46%、19.87%，对应 PE 分别为 28.62、23.75 和 19.82 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**研发注册进度不及预期；集采中标不及预期；海外业务恢复不及预期；汇率波动风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6485	6644	8587	10844	13405
收入增长率 (%)	20.36	2.44	29.25	26.28	23.62
归母净利润(百万元)	930	488	1122	1352	1621
净利润增长率 (%)	63.24	-47.57	130.22	20.46	19.87
EPS (元/股)	0.64	0.34	0.75	0.91	1.09
PE	52.83	63.71	28.62	23.75	19.82
ROE (%)	14.28	7.43	14.61	14.97	15.21
PB	7.55	4.93	4.18	3.56	3.01

数据来源：Wind，财通证券研究所

内容目录

1	制剂一体化推进顺利，盈利能力提升.....	4
1.1	制剂原料药产业链不断完善，全球化战略持续推进.....	4
1.2	业绩拐点出现，产品结构优化盈利能力提升.....	4
2	原料药下游需求稳定增长，盈利能力有望恢复.....	6
2.1	深耕原料药多年，下游需求稳定增长.....	6
2.2	储备产品丰富，负面因素边际向好.....	8
3	海外制剂业务恢复，国内制剂借集采放量.....	10
3.1	禁令解除，国外制剂业务恢复可期.....	10
3.2	国内制剂借助集采快速放量，研发有序推进助力未来业绩.....	12
3.3	积极布局生物药、创新药板块，有望打开成长空间.....	14
4	盈利预测.....	15
5	风险提示.....	16

图表目录

图 1.	公司历程.....	4
图 2.	公司近年营收情况.....	5
图 3.	公司近年净利情况.....	5
图 4.	分业务收入情况.....	5
图 5.	分业务毛利率情况.....	5
图 6.	研发费用情况.....	6
图 7.	原料药业务分治疗领域收入占比.....	6
图 8.	65 周岁及以上人口数量与占比.....	7
图 9.	中国高血压知晓率与治疗率.....	7
图 10.	主要沙坦类品种专利情况.....	7
图 11.	样本医院沙坦类用药销售规模变化趋势.....	7
图 12.	全球神经药物消费按地区分布.....	8
图 13.	公司神经类原料药情况.....	8
图 14.	公司原料药注册数量（个）.....	8
图 15.	MPP 全球 35 家授权企业名单.....	9

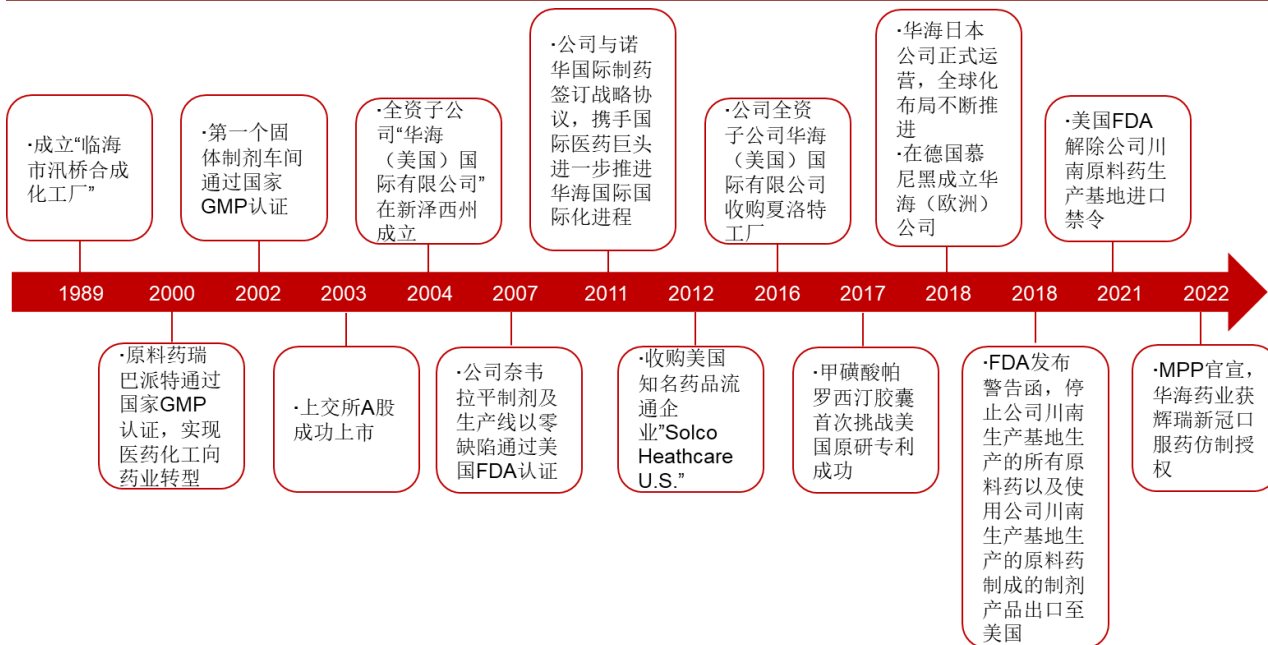
图 16. 沙坦、普利原料药价格情况（元/千克）	9
图 17. 美元汇率.....	10
图 18. 原料药业务毛利率.....	10
图 19. 海外制剂业务情况.....	10
图 20. ANDA 当年获批数（个）	11
图 21. 国内制剂收入情况.....	13
表 1. ANDA 获批情况	11
表 2. 公司集采中标情况.....	12
表 3. 2022 年国内制剂获批情况.....	13
表 4. 2022 年生物药、小分子新药获得临床试验批件情况	14
表 5. 收入拆分.....	15
表 6. 可比公司估值水平.....	15

1 制剂一体化推进顺利，盈利能力提升

1.1 制剂原料药产业链不断完善，全球化战略持续推进

深耕原料药多年，产业升级及全球化战略持续推进。公司深耕原料药多年，制剂一体化产业升级战略推进顺利，已经形成了以心血管类、精神障碍类、神经系统类和抗感染类为主导的产品系列，与全球 800 多家制药企业建立了稳定合作关系，产品销售覆盖近 100 多个国家和地区。公司坚持华海特色，持续加快产业转型升级步伐，持续推进制剂全球化战略，完善和优化制剂和原料药两大产业链，深化国际国内两大销售体系，不断提升研发创新能力，同时也加速生物药和创新药领域的发展。

图1.公司历程

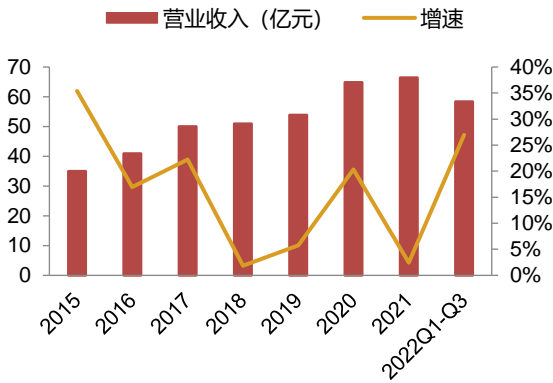


数据来源：公司官网，财通证券研究所

1.2 业绩拐点出现，产品结构优化盈利能力提升

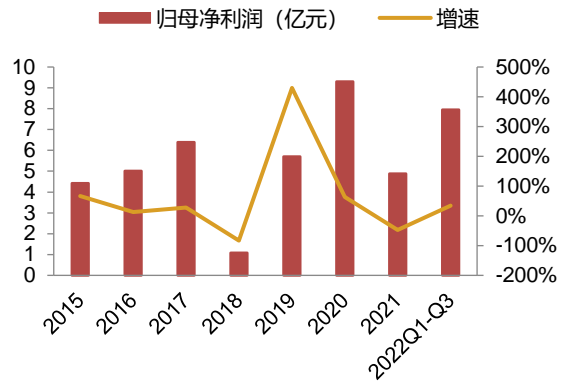
公司营收稳健增长，业绩拐点出现。公司近年来营收保持稳健增长，从 2015 年的 35 亿元增长至 2021 年的 66.44 亿元，CAGR 达 11.27%。公司 2021 年净利下滑，主要是海外备货消耗以及人民币升值影响。2022 年前三季度业受到美国禁令解除以及原材料价格趋稳，业绩拐点出现，归母净利润同比增长 34.75%。

图2.公司近年营收情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

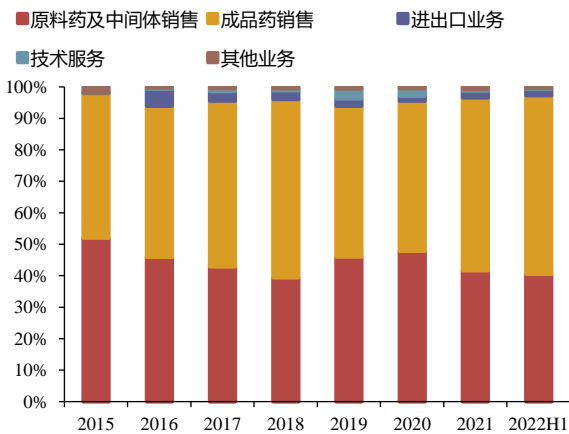
图3.公司近年净利情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

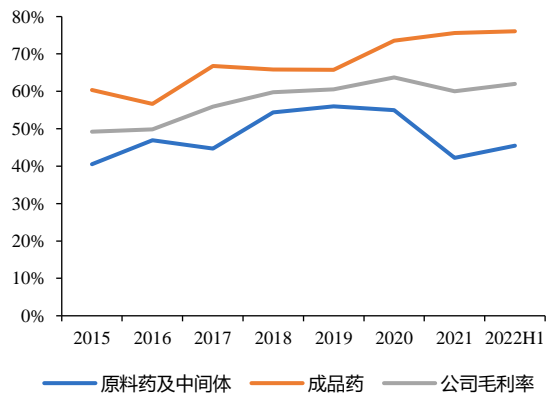
产品结构优化，高毛利业务带动整体盈利能力提升。公司制剂一体化战略推进顺利，高毛利的制剂（成品药）业务收入占比不断提升，已从2015年的45.86%增长至2022H1的56.69%。得益于产品结构的调整，公司盈利能力也稳步提升，毛利率从2015年的49.22%提升至2022H1的61.99%。

图4.分业务收入情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

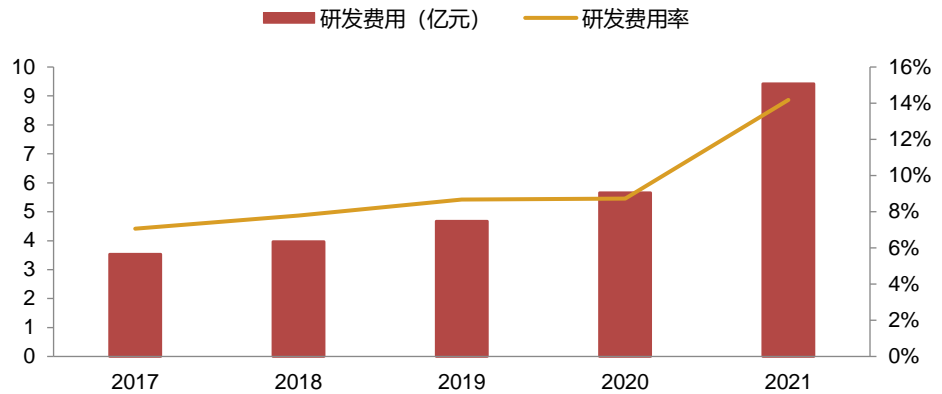
图5.分业务毛利率情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司注重研发创新，研发团队不断优化。公司非常重视研发创新，研发费用持续增长，2021年公司研发费用占比达14.18%。同时，公司不断优化研发团队，截至22H1，公司拥有国家引才计划专家15人、浙江省引才计划专家22人、海外背景的高层次人才100余人、硕博人才600余人，具备生物药研发、化学创新药研发、细胞治疗研发、仿制药研发和化学原料药研发能力。

图6.研发费用情况



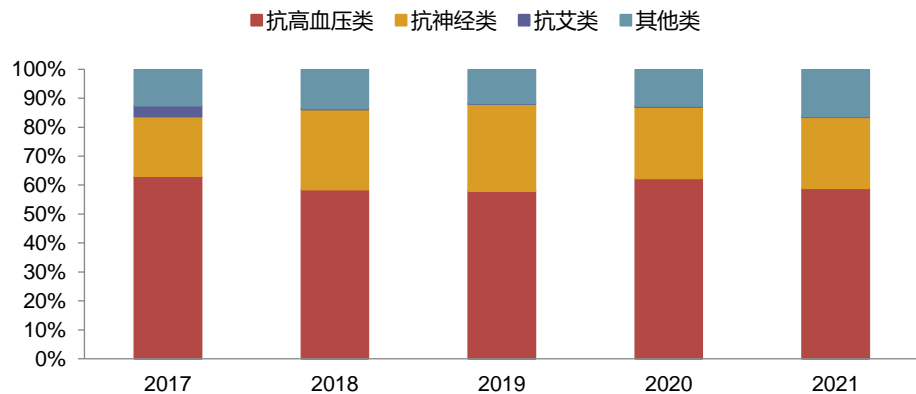
数据来源：公司公告，财通证券研究所

2 原料药下游需求稳定增长，盈利能力有望恢复

2.1 深耕原料药多年，下游需求稳定增长

公司深耕原料药多年，在国际原料药市场处于行业领先地位，覆盖全球 100 多个国家，产品覆盖抗高血压类、抗神经类、抗艾类等。其中，公司抗高血压类产品占比最高，在其原料药业务中占比达 58.95%，公司也是全球主要的普利类、沙坦类药物供应商。

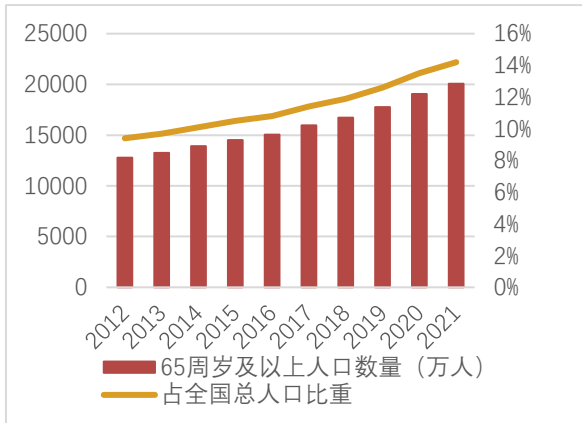
图7.原料药业务分治疗领域收入占比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

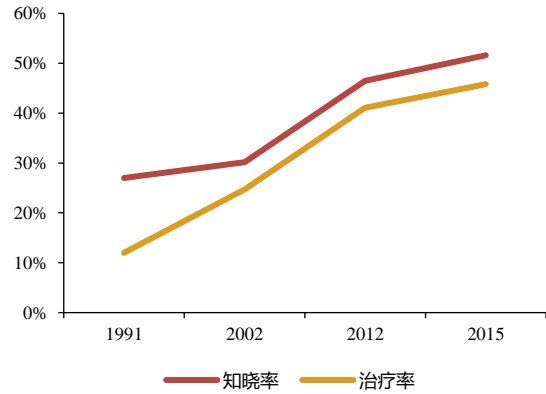
老龄化加速叠加知晓率与治疗率提升，心血管类药品需求量随之增长。2021 年年底我国 65 周岁及以上人口已达约 2.01 亿人，占总人口的比例约为 14.20%，较上年新增 0.7 个百分点。根据《中国高血压防治指南》，2012-2015 年，我国成年人群高血压患病率已达 27.9%，同时，高血压人群知晓率与治疗率相较于 1991 年和 2002 年已有显著增高。未来，随着老龄化进程的加速叠加患者知晓率和治疗率的提升，围绕心血管类等领域的药品需求量也将随之快速增长。

图8.65 周岁及以上人口数量与占比



数据来源：国家卫生健康委-《2021 年度国家老龄事业发展公报》，财通证券研究所

图9.中国高血压知晓率与治疗率



数据来源：《中国高血压防治指南》修订委员会-《中国高血压治疗指南 2018 年修订版》，财通证券研究所

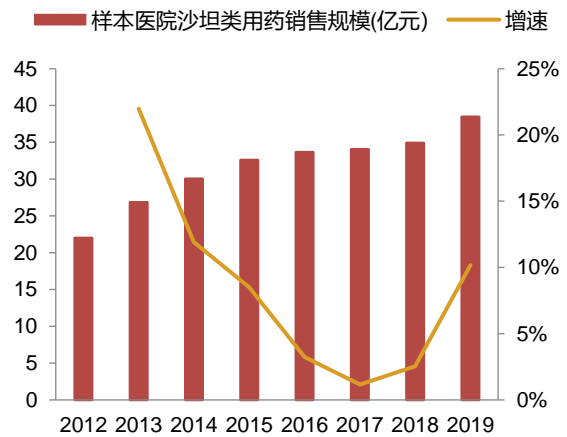
效果明显叠加副作用小，沙坦需求稳定增长。在心血管类药物中，沙坦类药物因其降压效果明显、副作用少、毒性小、强效平稳的特点，其主要品种自2010-2013年专利到期后，需求量随着价格的下降和用药患者人数的上升也不断增长，国内样本医院沙坦类用药销售规模从2012年的22.01亿元增长至2019年的38.47亿元。

图10.主要沙坦类品种专利情况

名称	原研厂家	专利到期日
氯沙坦钾	Merck	2010年2月
缬沙坦	Novartis	2012年9月
依普罗沙坦	Smithkline Beecham	2010年2月
厄贝沙坦	Sanofi/BMS	2011年9月
坎地沙坦	Takeda	2012年6月
替米沙坦	Boehringer Ingelheim	2014年1月
他索沙坦	Wyeth	-
奥美沙坦	Sankyo/Forest	2016年10月
阿齐沙坦	Takeda	2025年5月

数据来源：立鼎产业研究中心，财通证券研究所

图11.样本医院沙坦类用药销售规模变化趋势

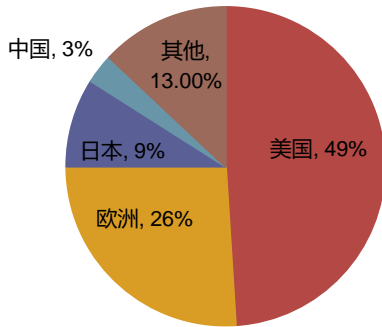


数据来源：Wind，财通证券研究所

神经类下游需求稳定增长，公司销售良好。神经类疾病同为慢病，其用药市场是全球第三大药物市场，随着社会不断发展，压力增加叠加老龄化进程加速，同时，各国加大对中枢神经系统疾病正确认知的普及力度，患者就诊率日益增长，其用药规模也在稳定增长。根据中金企信，2019年全球中枢神经系统药物市场规模超过1,000亿美元，并将在未来五年以年化5.90%的速度增长。而在全球神经药物消费总额之中，美国占比高达49%，欧洲和日本占比分别为26%和9%。公司精神障碍类及神经系统类原料药主要为帕罗西汀、左乙拉西坦、普瑞巴林

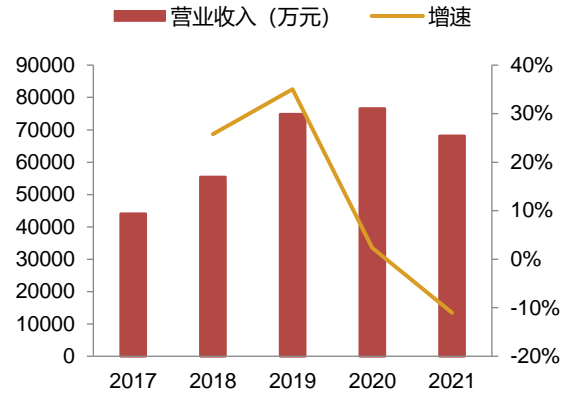
等，近年来销售良好，营收从2017年的4.41亿元增长至2021年的6.81亿元，已在全球市场占有一定的市场份额。

图12.全球神经药物消费按地区分布



数据来源：《思华药业投资者关系活动记录表》，财通证券研究所

图13.公司神经类原料药情况

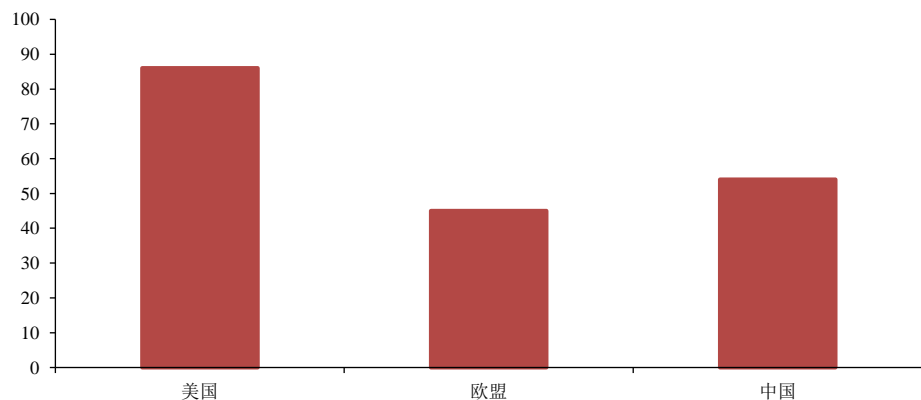


数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2 储备产品丰富，负面因素边际向好

公司储备产品丰富，为未来增长奠定基础。公司围绕“难+偏”的战略发展方向，小试研发与储备项目近40个，并持续推进多元化特色技术平台的建设，包括绿色酶催化与微生物发酵平台、工艺安全评估平台、微通道连续反应平台和晶型研究平台等，力争打造领先的原料药工艺开发平台。截至2022年，公司在美国、欧盟和中国的注册的原料药数量分别为86、45和54个，为未来的增长奠定了基础。

图14.公司原料药注册数量(个)

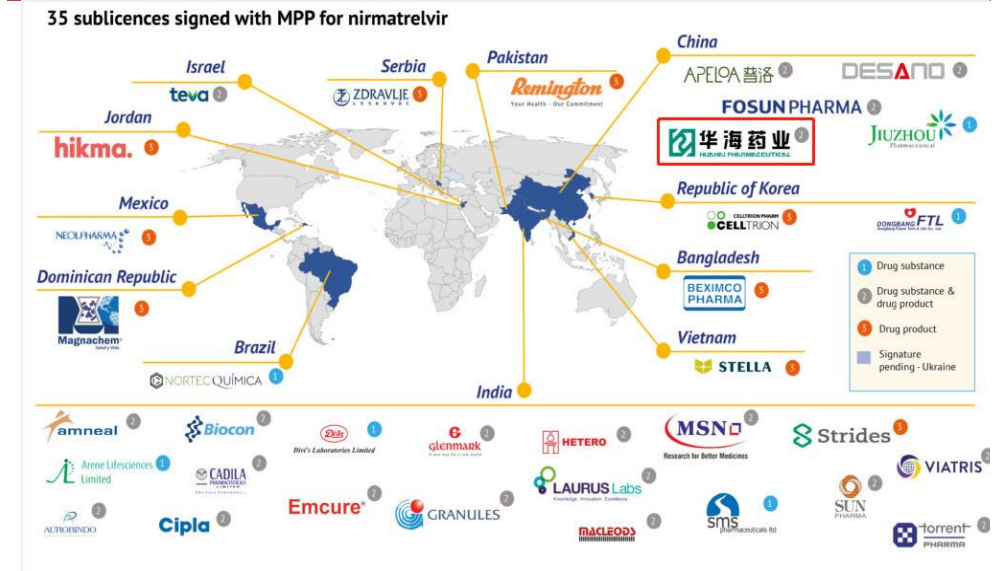


数据来源：药智网，财通证券研究所

深化客户合作，成功获得辉瑞新冠药物MPP授权。尽管受到全球疫情、原料药价格竞争白热化等影响，公司紧抓市场全面恢复契机，持续推进市场和组织裂变，优化销售团队组织架构和管理模式，深入挖掘老产品的新机会，有效扩大优势产品的市场份额，加大特色原料药及新产品的推广力度，加快多元化业务的拓

展，实现原料药销售的快速提升。同时，进一步深化客户合作，积极拓展原研大客户等的合作机会。2022年公司成功获得辉瑞新冠药物的MPP授权项目，有序推进MPP授权产品的各类渠道建设。

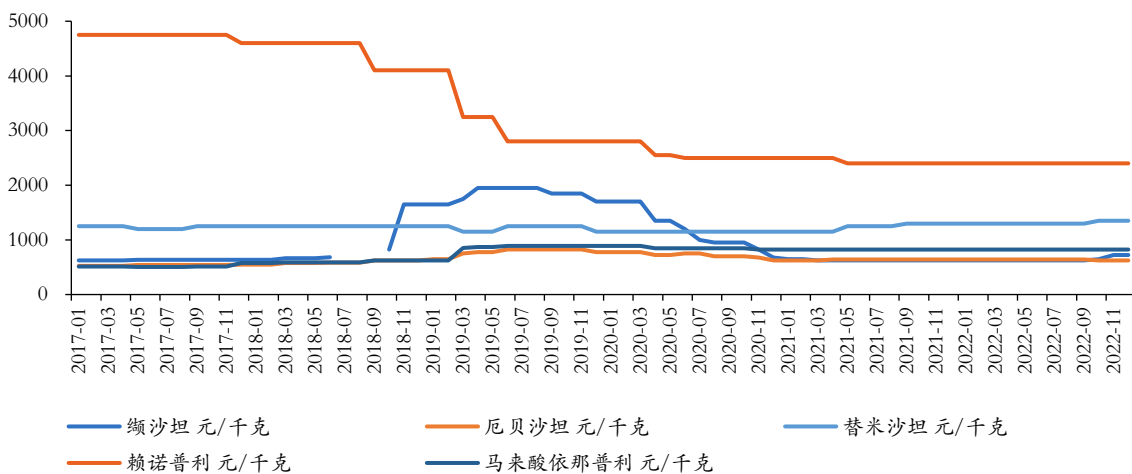
图15.MPP全球35家授权企业名单



数据来源：公司官网，财通证券研究所

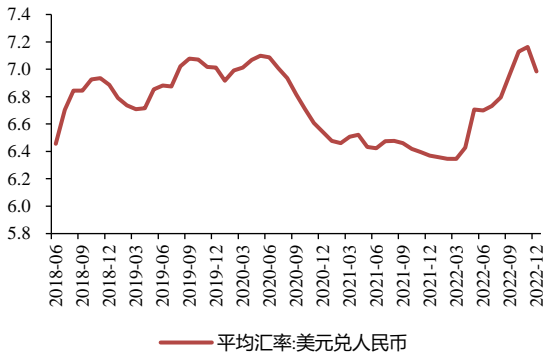
负面因素边际向好，盈利能力有望改善。2021年原料药产品受外部市场降价、美元汇率下降、原材料涨价等多重因素影响，利润大幅减少，2021年公司原料药业务毛利率为42.25%，同比下降12.7个pct。但是从2021年Q4开始，可以看到这些负面因素都在边际向好，随着原材料价格趋稳，原料药价格回暖，叠加禁令解除后业务恢复，产能利用率提升之后可能带来的规模效应，我们认为原料药业务的盈利能力将有所改善。

图16.沙坦、普利原料药价格情况（元/千克）



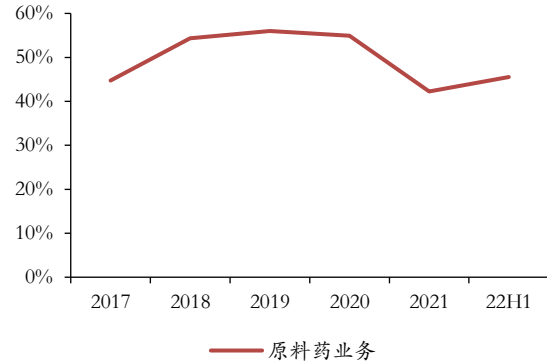
数据来源：Wind，财通证券研究所

图17.美元汇率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图18.原料药业务毛利率



数据来源: Wind, 财通证券研究所

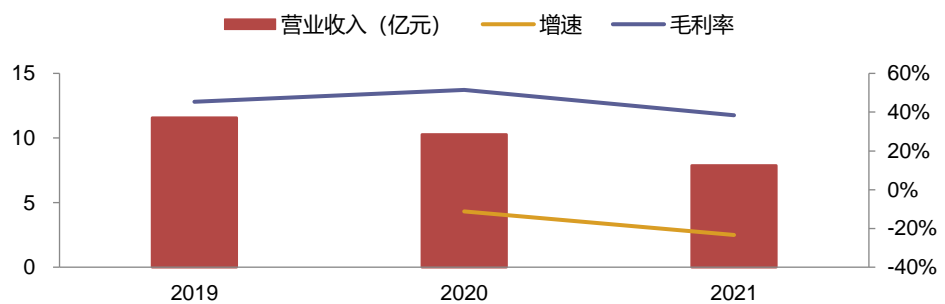
3 海外制剂业务恢复, 国内制剂借集采放量

3.1 禁令解除, 国外制剂业务恢复可期

国际市场先行者, 海外认可度高。公司是中国首家通过美国 FDA 制剂质量认证并自主拥有 ANDA 文号的制药公司, 也是首家在美国实现规模化制剂销售的中国制药公司, 在世界高端制药市场树立了中国制药品质形象。公司在美国市场营销体系较为完善, 销售网络基本覆盖美国大中型药品采购商, 主要客户覆盖 95% 的美国仿制药市场, 华海品牌已被美国主流市场所认可。同时, 公司在欧洲、日本设有公司, 并在印度、俄罗斯等地设有办事处, 积极推进全球化销售网络的建设和。

禁令已全面解除, 美国市场恢复可期。2018 年, 受到缬沙坦杂质影响, 公司收到 FDA 的出口禁令, 对公司美国制剂业务产生重大影响, 但自 2021 年 11 月禁令已全面解除, 公司紧抓美国市场恢复契机, 以及长期客户关系维护的积淀和对市场风向的精准把握, 迅速推进新老产品的市场覆盖, 成效显著。据美国 IQVIA 统计(2022 年 5 月数据), 公司在美国市场销售被纳入统计的 43 个产品中, 有 24 个产品的市场份额占有率位居前三。

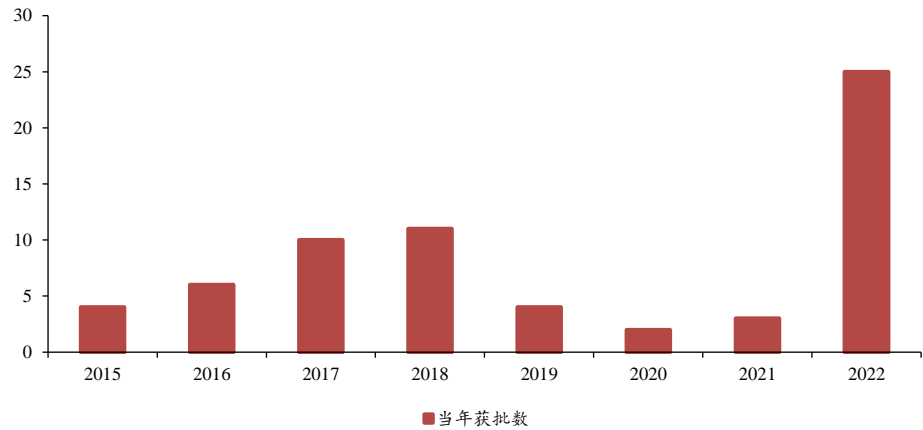
图19.海外制剂业务情况



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

ANDA 产品线不断丰富，支撑未来业绩。禁令解除后，公司 ANDA 获批速度也加快，2022 年获批数达 25 个，其中包括 5 个暂时性批准，2 个由暂时批准转为正式批准，累计获批 92 个。ANDA 文号的获取有利于公司不断扩大美国市场销售，强化产品供应链，丰富产品梯队，提升产品市场竞争力，为未来业绩贡献起到稳定支撑作用。

图 20. ANDA 当年获批数 (个)



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表 1. ANDA 获批情况

序号	药品名称	ANDA 文号	适应症	说明
1	氨酚氢可酮片	ANDA214928	主要用于缓解中度到中重度疼痛	正式批准
2	琥珀酸美托洛尔缓释片	ANDA210597	主要用于治疗高血压，心绞痛，伴有左心室收缩功能异常的症状稳定的慢性心力衰竭	正式批准
3	赛洛多辛胶囊	ANDA209029	主要用于改善良性前列腺增生症（BHP）引起的症状和体征	正式批准
4	左乙拉西坦注射液	ANDA209474	主要用于治疗癫痫	正式批准
5	非布司他片	ANDA206266	主要用于痛风患者高尿酸血症的长期治疗	暂时批准转正式批准
6	奈必洛尔片	ANDA212682	主要用于治疗高血压	正式批准
7	喹硫平缓释片	ANDA208781	主要用于治疗精神分裂症	正式批准
8	罗氟司特片	ANDA208299	主要用于治疗严重 COPD 患者支气管炎相关咳嗽和黏液过多的症状	正式批准
9	盐酸罗匹尼洛缓释片	ANDA204413	主要用于治疗帕金森病的症状和体征	正式批准
10	罗库溴铵注射液	ANDA212668	全身麻醉辅助用药，用于常规诱导麻醉期间气管插管，以及维持术中骨骼肌的神经肌肉阻滞。	正式批准
11	盐酸二甲双胍缓释片	ANDA212681	是一种降糖药，具有提高二型糖尿病患者血糖耐受性，降低基础和餐后血糖的作用	正式批准
12	马来酸依那普利片	ANDA213273	主要用于治疗高血压	正式批准
13	他达拉非片	ANDA210609	用于治疗男性勃起功能障碍	正式批准
14	他达拉非片	ANDA210608	主要用于治疗肺动脉高压	正式批准
15	喹硫平片	ANDA206954	主要用于治疗抑郁，躁狂和精神分裂症	正式批准
16	普瑞巴林胶囊	ANDA207883	主要用于治疗带状疱疹后神经痛	暂时批准转正式批准
17	奈必洛尔缬沙坦片	ANDA210596	主要用于治疗高血压	正式批准
18	芬戈莫德胶囊	ANDA208003	主要用于治疗多发性硬化症	暂时批准转正式批准

19	富马酸二甲酯缓释胶囊	ANDA210414	主要用于治疗多发性硬化症	正式批准
20	奥美沙坦酯片	ANDA206720	主要用于治疗高血压	正式批准
21	恩格列净利格列汀片	ANDA212264	主要用于2型糖尿病成年患者的辅助治疗	暂时批准
22	利格列汀二甲双胍片	ANDA208473	主要用于治疗2型糖尿病	暂时批准
23	阿哌沙班片	ANDA210133	主要用于治疗降低中风和全身性栓塞风险	暂时批准
24	沃替西汀片	ANDA211024	主要用于治疗成人重度抑郁症	暂时批准
25	左旋米那普仑缓释胶囊	ANDA210771	主要用于治疗成人重度抑郁症	暂时批准

数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.2 国内制剂借助集采快速放量，研发有序推进助力未来业绩

原料药制剂一体化战略下优势明显，借助集采快速实现放量。国内制剂销售产品线主要包括心血管系列、中枢神经抗抑郁与抗精神分裂系列产品。公司积极参与国家组织的药品集中带量采购，原料药制剂一体化战略下公司产品成本优势明显，截至2022年，合计中选品种18个，中选区域覆盖全国31个省、市、自治区。同时，公司积极应对国家集采及相关续标政策，2022H1公司顺利完成长三角联盟等区域集采续标工作，在确保原中选份额不流失的基础上，多个产品在非中选省份接续中选。公司借力集采加快实现新产品上量，快速提升国内市场份额，制剂业务收入增速亮眼，从2019年的14.26亿元增长至2021年的28.59亿元，CAGR达41.56%。

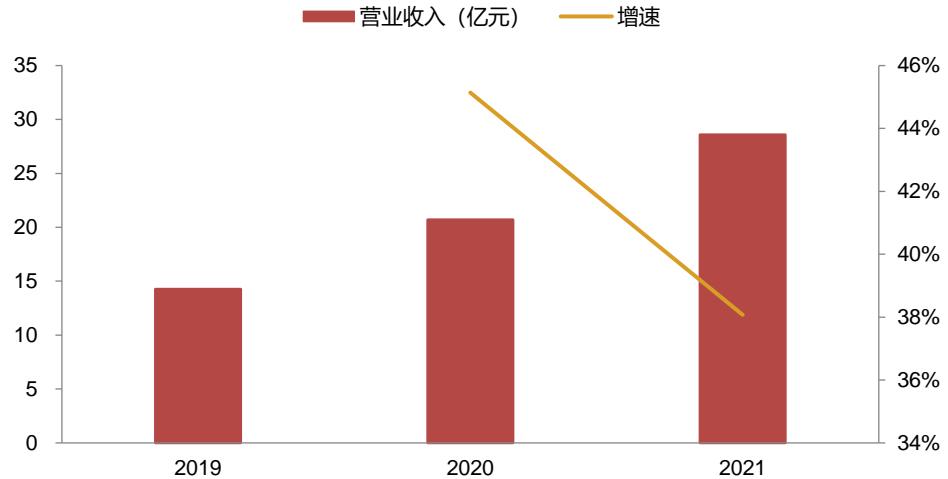
表2.公司集采中标情况

药品名称	规格	中选单价(元)	采购量(万片/支)	批次
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	150mg/12.5mg	1.09	9215.6	4+7 试点
氯沙坦钾片	50mg	1.05	6281.99	4+7 试点
厄贝沙坦片	75mg	0.20	4432.42	4+7 试点
利培酮片	1mg	0.17	3401.05	4+7 试点
氯沙坦钾片	0.1g	1.79	1883.77	4+7 试点
盐酸帕罗西汀片	20mg	1.67	1851.66	4+7 试点
赖诺普利片	10mg	0.23	208.71	4+7 试点
氯沙坦钾片	50mg	1.05	12550.85	4+7 扩围
利培酮片	1mg	0.12	11368.21	4+7 扩围
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	150mg/12.5mg	1.05	9422.58	4+7 扩围
厄贝沙坦片	75mg	0.20	9357.16	4+7 扩围
盐酸帕罗西汀片	20mg	1.56	5125.03	4+7 扩围
福辛普利钠片	10mg	0.83	2108.12	4+7 扩围
赖诺普利片	10mg	0.23	1030.07	4+7 扩围
盐酸多奈哌齐片	5mg	1.32	1493.13	第二批
安立生坦片	5mg	20	4.34	第二批
缬沙坦片	80mg	0.22	16234.35	第三批
盐酸舍曲林片	50mg	1.39	9661.04	第三批
奥氮平口崩片	5mg	0.79	116.38	第三批
伏立康唑片	50mg	29.38	274.28	第四批
阿立哌唑片	5mg	0.49	1940.01	第五批
利伐沙班片	20mg	5.18	71.72	第五批

利伐沙班片	15mg	4.15	60.51	第五批
阿立哌唑口崩片	5mg	0.37	4100.47	第七批
罗库溴铵注射液	5ml:50mg	14.6	95.43	第七批
磷酸奥司他韦胶囊	75mg	2.10	86.95	第七批

数据来源：药智网，财通证券研究所

图21.国内制剂收入情况



数据来源：公司公告，财通证券研究所

研发有序推进，销售团队能力持续增强。公司研发注册工作有序推进，2022年获得国内制剂注册生产批件13个（涉及10个产品）。截至2022年，公司通过仿制药质量与疗效一致性评价（含视同）的产品总数达62个，未来随着更多产品获批和放量，国内制剂业绩有望维持快速增长。同时，公司持续增强销售团队的综合实力，深化终端分类分级管理，加强“外延型”业务增长，实现国内制剂销售新突破。

表3.2022年国内制剂获批情况

名称	批件号	名称
左乙拉西坦注射用浓溶液	国药准字 H20223178	主要用于治疗癫痫
阿哌沙班片	国药准字 H20223258	主要用于降低中风和全身性栓塞风险
氯沙坦钾氢氯噻嗪片	国药准字 H20223466	主要用于治疗高血压，适用于联合用药治疗的患者
利格列汀片	国药准字 H20223471	主要用于治疗2型糖尿病
磷酸奥司他韦胶囊	国药准字 H20223500	成人和1岁及1岁以上儿童的甲型和乙型流感治疗
缬沙坦氢氯噻嗪片	国药准字 H20223550	主要用于治疗单一药物不能充分控制血压的轻度~中度原发性高血压
磷酸西格列汀片	国药准字 H20223592	主要用于治疗2型糖尿病
盐酸度洛西汀肠溶胶囊	国药准字 H20223598	主要用于治疗抑郁症、广泛性焦虑障碍和慢性肌肉骨骼疼痛
	国药准字 H20223599	
	国药准字 H20223600	
西格列汀二甲双胍片	国药准字 H20223873	用于经二甲双胍单药治疗血糖仍控制不佳或正在接受二者联合治疗的2型糖尿病患者
非洛地平缓释片	国药准字 H20233021	主要用于高血压和稳定性心绞痛的治疗
	国药准字 H20233022	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.3 积极布局生物药、创新药板块，有望打开成长空间

生物药板块加速推进，有望打开成长空间。公司生物药版块已建成一体化大分子药物研发平台，拥有从抗体发现、CMC、中试生产、临床试验及注册、商业化生产等全生命周期研发体系。治疗领域以肿瘤与自身免疫为主，眼科、呼吸等为辅。公司在积极布局管线内外联合用药探索扩大临床适应症的同时，也积极布局重大未满足临床需求的疾病领域，包括肺纤维化、红斑狼疮、硬皮病等。公司加速推进临床项目研究，加快研发成果向效益转化，截止22H1，在研项目20多个，其中11个项目在临床试验阶段。如具有差异化临床价值的白介素17A单抗项目正在启动II期临床；国内首家抗白介素36R的单抗项目I期在国内外正快速推进；全球首创的双靶点抗PD-L1/VEGF的肿瘤新药项目I/II期在中美多中心快速推进。

小分子创新药聚焦重点领域，临床研究持续推进。公司小分子新药研发聚焦心脑血管、精神神经、肿瘤、免疫代谢领域，目前共有10余个在研项目，2个处于临床研究阶段，2个处于临床前研究阶段。未来将以满足临床需求为导向，合作引进和自主开发相结合，利用多方资源，聚焦重点领域，加快品种引进和项目开发，实现创新突破。

表4.2022年生物药、小分子新药获得临床试验批件情况

序号	研发项目名称	适应症	说明
1	HB0036 (生物药)	晚期实体瘤	获美国FDA批准开展临床试验
2	HB0045注射液 (生物药)	晚期实体瘤	
3	HB0028 (生物药)	晚期实体瘤	获国家药监局批准开展临床试验
4	HB0034 (生物药)	泛发性脓包型银屑病	
5	HB0036注射液 (生物药)	晚期实体瘤	
6	HHT120 (小分子新药)	用于预防骨科大手术后的静脉血栓栓塞症	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

4 盈利预测

我们对公司 2022-2024 主营业务进行如下关键假设：

(1) 原料药业务：考虑到原料药下游需求稳定增长，价格也有所回暖，原材料价格趋稳，同时，禁令解除后业务恢复带动产能利用率提升或带来规模效应，预计原料药业务增速将比较稳定，同时盈利能力将有望改善。

(2) 海外制剂业务：考虑到禁令解除后，公司新品种获批速度加快，2022 年获批 25 个，同时，公司也在积极推进美国制剂业务恢复，预计海外制剂业务短期内将快速增长。

(3) 国内制剂业务：考虑到公司研发注册工作有序推进，目前在手批件已达 62 个；同时公司原料药制剂一体化战略带来的产品优势明显，在之后的集采和续标中成功率可期，而集采后能快速实现上量，预计国内制剂业务能维持较快的增速。

表5.收入拆分

(亿元)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	53.88	64.85	66.44	85.87	108.44	134.05
增速	5.75%	20.36%	2.45%	29.24%	26.28%	23.62%
毛利率	60.54%	63.73%	60.01%	62.88%	63.98%	65.04%
原料药及中间体						
收入	24.79	31.02	27.71	32.10	36.08	39.68
增速	23.33%	25.13%	-10.67%	15.84%	12.39%	10.00%
毛利率	56.00%	54.95%	42.25%	45.88%	46.14%	46.35%
制剂业务						
收入	25.84	30.98	36.46	51.27	69.67	91.46
增速	-10.40%	19.89%	17.69%	40.63%	35.87%	31.28%
毛利率	65.80%	73.54%	75.58%	75.28%	74.65%	74.37%
国内制剂						
收入	14.26	20.7	28.59	39.00	51.87	67.43
增速		45.16%	38.12%	36.40%	33.00%	30.00%
国外制剂						
收入	11.57	10.27	7.87	12.28	17.80	24.03
增速		-11.24%	-23.37%	56.00%	45.00%	35.00%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 85.87、108.44、134.05 亿元，同比增长 29.24%、26.28%、23.62%；归母净利润为 11.22、13.52、16.21 亿元，同比增长 130.22%、20.46%、19.87%；对应 PE 分别为 28.62、23.75 和 19.82 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表6.可比公司估值水平

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	

奥翔药业	603229.SH	111.50	1.46	2.28	3.17	4.53	71.62	48.98	35.14	24.61
普洛药业	000739.SZ	270.71	9.56	9.74	12.41	15.67	43.28	27.82	21.82	17.28
美诺华	603538.SH	59.02	1.43	3.03	3.97	5.11	37.70	19.47	14.80	11.55
天宇股份	300702.SZ	86.96	2.05	1.167	2.73	4.30	82.20	74.55	31.84	20.24
平均值							58.70	42.70	25.90	18.42

数据来源：Wind（预测值取自 Wind 一致预期 2023/2/8），财通证券研究所

5 风险提示

1. 研发注册进度不及预期：公司在研项目较多，若研发注册进度较慢，可能会对公司未来收入造成影响；
2. 集采中标不及预期：公司制剂若集采失标或降价幅度过高，可能会对公司收入带来较大影响；
3. 海外业务恢复不及预期：虽然公司禁令已经解除，但海外业务仍需一定时间恢复，若恢复较慢，将会对公司未来收入造成影响；
4. 汇率波动风险：公司海外业务占比较高，汇率波动将对公司收入带来较大影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6485.21	6643.57	8587.03	10843.98	13405.35	成长性					
减:营业成本	2352.22	2657.13	3187.33	3906.13	4686.25	营业收入增长率	20.4%	2.4%	29.3%	26.3%	23.6%
营业税费	64.92	65.21	84.15	106.27	131.37	营业利润增长率	56.1%	-32.5%	67.3%	20.4%	19.7%
销售费用	996.33	1179.11	1507.02	1897.70	2345.94	净利润增长率	63.2%	-47.6%	130.2%	20.5%	19.9%
管理费用	1083.55	1268.78	1382.51	1745.88	2158.26	EBITDA 增长率	37.0%	-40.7%	59.1%	19.4%	16.0%
研发费用	565.70	942.26	1013.27	1442.25	2010.80	EBIT 增长率	45.9%	-59.6%	131.9%	23.6%	18.7%
财务费用	264.87	188.18	76.36	132.00	145.52	NOPLAT 增长率	49.7%	-69.8%	198.1%	23.6%	18.7%
资产减值损失	-32.78	-13.93	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	18.6%	15.2%	9.2%	10.1%	11.0%
加:公允价值变动收益	48.48	299.81	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	16.4%	0.8%	16.8%	17.3%	17.7%
投资和汇兑收益	-22.39	147.15	8.59	10.84	13.41	利润率					
营业利润	1286.56	868.40	1453.16	1749.30	2094.77	毛利率	63.7%	60.0%	62.9%	64.0%	65.0%
加:营业外净收支	-71.20	-81.47	-6.00	-6.00	-5.00	营业利润率	19.8%	13.1%	16.9%	16.1%	15.6%
利润总额	1215.36	786.93	1447.16	1743.30	2089.77	净利润率	15.3%	7.2%	13.2%	12.6%	12.2%
减:所得税	220.76	306.28	311.14	374.81	449.30	EBITDA/营业收入	30.5%	17.7%	21.8%	20.6%	19.3%
净利润	929.82	487.54	1122.39	1352.07	1620.79	EBIT/营业收入	23.2%	9.2%	16.5%	16.1%	15.5%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	2211.85	1876.30	4312.35	4960.34	5893.41	固定资产周转天数	181	186	148	119	97
交易性金融资产	0.00	1.01	1.01	1.01	1.01	流动营业资本周转天数	136	111	5	9	12
应收账款	1669.76	1849.74	670.49	846.72	1028.36	流动资产周转天数	367	374	382	352	339
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	94	102	29	29	28
预付帐款	68.08	79.28	159.37	195.31	234.31	存货周转天数	368	376	420	400	400
存货	2368.42	2738.53	3667.61	4280.69	5135.62	总资产周转天数	731	850	775	682	621
其他流动资产	77.76	170.90	170.90	170.90	170.90	投资资本周转天数	606	682	576	502	451
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	14.3%	7.4%	14.6%	15.0%	15.2%
长期股权投资	445.32	489.31	489.31	489.31	489.31	ROA	7.2%	3.2%	6.2%	6.7%	7.1%
投资性房地产	1.08	7.13	7.13	7.13	7.13	ROIC	11.4%	3.0%	8.2%	9.2%	9.8%
固定资产	3208.60	3379.25	3473.04	3536.82	3570.61	费用率					
在建工程	1157.50	2502.41	3002.41	3502.41	4002.41	销售费用率	15.4%	17.7%	17.6%	17.5%	17.5%
无形资产	806.93	970.60	970.60	970.60	970.60	管理费用率	16.7%	19.1%	16.1%	16.1%	16.1%
其他非流动资产	17.43	0.74	0.74	0.74	0.74	财务费用率	4.1%	2.8%	0.9%	1.2%	1.1%
资产总额	12990.77	15468.12	18233.39	20271.03	22814.15	三费/营业收入	36.2%	39.7%	34.5%	34.8%	34.7%
短期债务	1004.75	1313.82	1313.82	1313.82	1313.82	偿债能力					
应付帐款	392.46	527.37	2619.72	3210.52	3851.71	资产负债率	48.2%	56.2%	56.6%	54.2%	52.1%
应付票据	501.88	354.41	43.66	53.51	64.20	负债权益比	93.2%	128.3%	130.4%	118.4%	108.9%
其他流动负债	2.11	5.32	5.32	5.32	5.32	流动比率	2.26	1.61	1.53	1.60	1.68
长期借款	1326.26	1827.32	1827.32	1827.32	1827.32	速动比率	1.41	0.94	0.88	0.92	0.95
其他非流动负债	3.78	264.05	264.05	264.05	264.05	利息保障倍数	11.13	3.66	7.24	8.95	10.62
负债总额	6266.66	8691.80	10321.04	10990.19	11892.84	分红指标					
少数股东权益	211.14	217.48	231.11	247.54	267.22	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1454.61	1491.76	1491.76	1491.76	1491.76	分红比率					
留存收益	3774.43	3971.05	5093.44	6445.51	8066.30	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	6724.10	6776.32	7912.35	9280.84	10921.31	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.64	0.34	0.75	0.91	1.09
净利润	994.60	480.64	1136.02	1368.49	1640.47	BVPS(元)	4.48	4.40	5.15	6.06	7.14
加:折旧和摊销	473.12	565.52	456.22	486.22	516.22	PE(X)	52.8	63.7	28.6	23.8	19.8
资产减值准备	62.27	28.76	0.00	0.00	0.00	PB(X)	7.6	4.9	4.2	3.6	3.0
公允价值变动损失	-48.48	-299.81	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	280.70	217.33	195.12	195.12	195.12	P/S	7.6	4.9	3.7	3.0	2.4
投资收益	22.39	-147.15	-8.59	-10.84	-13.41	EV/EBITDA	25.8	30.7	17.9	14.7	12.3
少数股东损益	0.00	0.00	13.63	16.42	19.69	CAGR(%)					
营运资金的变动	-171.40	17.97	1893.80	-156.71	-173.61	PEG	0.8	—	0.2	1.2	1.0
经营活动产生现金流量	1555.46	938.43	3673.43	1882.85	2163.09	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1357.54	-2356.86	-1042.26	-1039.73	-1034.89	REP					
融资活动产生现金流量	596.35	1118.35	-195.12	-195.12	-195.12						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。