

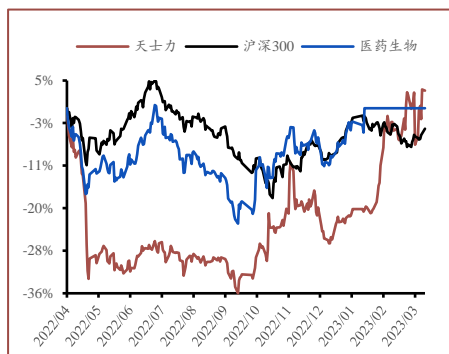
医药工业收入创新高，丰富在研品种助力成长

■ 证券研究报告

投资评级:增持(首次)

基本数据	2023-04-03
收盘价(元)	15.02
流通股本(亿股)	15.00
每股净资产(元)	8.27
总股本(亿股)	15.00

最近12月市场表现


分析师 张文录

 SAC 证书编号: S0160517100001
 zhangwenlu@ctsec.com

联系人 赵千

zhaoqian@ctsec.com

相关报告

1. 《业绩符合预期，期待生物药板块港股上市》 2018-10-30

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年公司实现营业收入 85.93 亿元(+8.06%)、归母净利润-2.57 亿元 (-110.87%)、扣非归母净利润 7.22 亿元 (+18.57%)。
- ❖ **医药工业收入创新高，减值扰动逐步出清:** 公司归母净利润下降主因系金融资产公允价值变动影响, 2021、2022 年分别下降 0.8 亿、11.04 亿 (其中 I-MAB 和科济药业公允价值分别下降 9.98 亿和 0.67 亿)。扣除非经常损益后归母净利润同比增长 18.57%，重回增长通道, 主因系: 1) 营收同比增长 8.06%，其中医药工业、医药商业收入分别增长 7.39%、13.87%; 2) 费用减少, 销售费用、管理费用、财务费用分别减少 0.93%、14.89%、23.23%。
- ❖ **中药板块优势品种稳步增长，丰富在研管线助力后续成长:** 公司 2022 年中药板块实现营收 55.57 亿元 (+9.38%)，其中注射用益气复脉销量同比增长超 20%，复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等其销售平稳增长。多款新产品、新适应症有望贡献新增量: 1) 复方丹参滴丸糖网适应症 2021 年底获批, 并纳入治疗指南; 2) 坤心宁颗粒 (独家品种) 纳入 2022 年医保目录、有望在 23 年实现加速放量; 3) 芪参益气滴丸增加糖尿病肾病适应症进入临床 II 期。此外, 公司研发管线包括 41 款 1 类创新药, 其中安神滴丸、脊痛宁片处于临床 III 期, 肠康颗粒、香橘乳癖宁胶囊、苏苏小儿止咳颗粒、连夏消痞颗粒、三黄睛视明处于临床 II 期, 接棒中药板块持续增长。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 94.09/103.97/114.16 亿元, 归母净利润 9.82/12.34/14.33 亿元。对应 PE 分别为 22.1/17.6/15.1 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 金融资产公允价值变动风险、研发不及预期风险、新适应症销售不及预期风险

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7952	8593	9409	10397	11416
收入增长率(%)	-41.4	8.1	9.5	10.5	9.8
归母净利润(百万元)	2359	-257	982	1234	1433
净利润增长率(%)	109.5	-110.9	483.0	25.6	16.1
EPS(元/股)	1.6	-0.2	0.7	0.8	1.0
PE	10.1	—	22.1	17.6	15.1
ROE(%)	18.2	-2.1	7.3	8.4	8.9
PB	1.8	1.3	1.6	1.5	1.3

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7951.96	8593.20	9409.34	10397.32	11416.25	成长性					
减:营业成本	2677.53	3089.66	3575.55	3847.01	4281.09	营业收入增长率	-41.4%	8.1%	9.5%	10.5%	9.8%
营业税费	116.96	133.60	145.84	161.16	176.95	营业利润增长率	85.6%	-105.6%	855.7%	25.6%	16.1%
销售费用	2906.47	2879.55	3255.63	3555.88	3790.20	净利润增长率	109.5%	-110.9%	483.0%	25.6%	16.1%
管理费用	432.09	367.74	395.19	426.29	456.65	EBITDA 增长率	-11.6%	3.5%	-16.4%	21.0%	12.5%
研发费用	579.53	844.23	959.75	1039.73	1118.79	EBIT 增长率	-10.3%	2.6%	-20.0%	26.9%	16.5%
财务费用	39.42	30.26	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	6.1%	146.6%	-68.0%	26.9%	16.5%
资产减值损失	-267.48	-372.35	3.20	1.60	1.86	投资资本增长率	-1.1%	-1.1%	5.4%	7.9%	8.5%
加:公允价值变动收益	-79.88	-1103.89	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	7.5%	-4.8%	7.8%	9.0%	9.6%
投资和汇兑收益	1757.96	-21.55	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	2732.95	-152.96	1155.84	1452.02	1685.76	毛利率	66.3%	64.0%	62.0%	63.0%	62.5%
加:营业外净收支	-9.41	-7.50	0.00	0.00	0.00	营业利润率	34.4%	-1.8%	12.3%	14.0%	14.8%
利润总额	2723.54	-160.46	1155.84	1452.02	1685.76	净利率	30.3%	-4.0%	10.4%	11.9%	12.6%
减:所得税	315.92	180.30	173.38	217.80	252.86	EBITDA/营业收入	22.8%	21.9%	16.7%	18.3%	18.7%
净利润	2358.86	-256.51	982.46	1234.22	1432.90	EBIT/营业收入	16.5%	15.7%	11.5%	13.2%	14.0%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	2303.89	3109.85	3202.58	4086.65	5202.01	固定资产周转天数	169	151	136	121	107
交易性金融资产	1487.46	1124.96	1124.96	1124.96	1124.96	流动营业资本周转天数	242	178	192	189	185
应收帐款	1294.63	891.50	1214.98	1312.96	1409.59	流动资产周转天数	425	392	392	408	425
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	59	38	47	46	45
预付帐款	62.29	77.70	79.86	90.13	99.96	存货周转天数	211	179	170	180	176
存货	1547.88	1515.87	1665.62	1895.84	2069.72	总资产周转天数	759	698	669	657	649
其他流动资产	42.71	48.96	48.96	48.96	48.96	投资资本周转天数	689	630	606	592	585
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	18.2%	-2.1%	7.3%	8.4%	8.9%
长期股权投资	483.57	1026.03	1199.73	1394.32	1639.93	ROA	14.3%	-1.6%	5.7%	6.6%	7.1%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	7.7%	19.3%	5.9%	6.9%	7.4%
固定资产	3682.27	3549.28	3511.85	3443.61	3347.94	费用率					
在建工程	167.85	102.96	-21.78	-144.64	-258.46	销售费用率	36.6%	33.5%	34.6%	34.2%	33.2%
无形资产	474.54	456.48	477.32	500.58	516.15	管理费用率	5.4%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%
其他非流动资产	79.68	101.90	101.90	101.90	101.90	财务费用率	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	16541.56	16430.27	17255.66	18702.49	20295.61	三费/营业收入	42.5%	38.1%	38.8%	38.3%	37.2%
短期债务	177.94	184.48	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	530.70	575.36	604.45	691.05	758.63	资产负债率	19.5%	22.9%	20.9%	20.4%	19.6%
应付票据	197.88	293.52	272.91	316.02	352.55	负债权益比	24.2%	29.7%	26.4%	25.6%	24.4%
其他流动负债	3.72	5.34	5.34	5.34	5.34	流动比率	4.99	4.38	5.18	5.37	5.72
长期借款	1034.40	1376.21	1376.21	1376.21	1376.21	速动比率	4.12	3.62	4.28	4.46	4.79
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	16.96	20.53	—	—	—
负债总额	3227.84	3760.50	3603.42	3816.04	3976.26	分红指标					
少数股东权益	332.56	264.85	264.85	264.85	264.85	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1512.67	1499.70	1499.70	1499.70	1499.70	分红比率					
留存收益	10221.75	9472.23	10454.69	11688.91	13121.81	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	13313.72	12669.77	13652.23	14886.45	16319.35	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.57	-0.17	0.66	0.82	0.96
净利润	2407.62	-340.76	982.46	1234.22	1432.90	BVPS(元)	8.58	8.27	8.93	9.75	10.71
加:折旧和摊销	502.99	531.59	494.12	534.44	546.53	PE(X)	10.1	—	22.1	17.6	15.1
资产减值准备	262.13	372.29	-3.20	-1.60	-1.86	PB(X)	1.8	1.3	1.6	1.5	1.3
公允价值变动损失	79.88	1103.89	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	70.12	66.26	0.00	0.00	0.00	P/S	3.0	1.9	2.3	2.1	1.9
投资收益	-1761.79	13.95	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	12.9	8.1	13.0	10.3	8.6
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	1279.81	578.87	-757.96	-425.53	-400.60	PEG	0.1	—	0.0	0.7	0.9
经营活动产生现金流量	2801.16	2285.13	715.42	1341.53	1576.97	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-42.83	-1265.23	-438.22	-457.45	-461.61	REP					
融资活动产生现金流量	-2483.29	-236.13	-184.48	0.00	0.00						

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。