

2023年05月05日

证券研究报告·2022年报及2023一季报点评

首药控股 (688197) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 56.85元

目标价: 69.18 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

核心品种进度符合预期，关注 ASCO 数据发布

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报和 2023 年一季报，2022 年实现营业收入 0.02 亿元，归母净利润 -1.7 亿元 (-19.9%)。2023 年一季度实现归母净利润 -0.5 亿元 (+7.1%)。
- **SY3505 有望成为首款国产三代 ALK 抑制剂，I/III 期研究结果将于 2023ASCO 发表。** SY-3505 于 2022 年 7 月进入临床 II 期研究，并于 2023 年 3 月收到 CDE 附条件批准上市资格的反馈意见，明确了后续关键性临床试验和注册上市方向。SY-3505 临床 I/III 期研究摘要将于 2023 年 ASCO 会议发表。
- **SY5007 有望成为首款国产选择性 RET 抑制剂，关键性 II 期临床于 2023 年 2 月完成首例受试者入组。** 2023 年 1 月，CDE 同意 SY-5007 针对 RET 阳性 NSCLC 患者未来采用 II 期单臂临床试验申请附条件上市。截止 2023 年 2 月 3 日，SY-5007 临床 I 期研究共计入组受试者 60 例，患者包括 RET 阳性的非小细胞肺癌、甲状腺癌和其它实体肿瘤。SY-5007 临床 I 期研究摘要将于 2023 年 ASCO 会议发表。SY-5007 关键 II 期临床于 2023 年 2 月完成首例受试者入组。
- **二代 ALK SY-707 已就药理学研究与 CDE 展开了 Pre-NDA 沟通交流。** SY-707 用于克唑替尼耐药 NSCLC 患者二线用药的关键 II 期临床于 2022 年 8 月完成入组 (ALK 阳性初治患者一线用药的 III 期试验已于 2021 年底完成入组)，公司已就药理学部分与 CDE 展开了 Pre-NDA 的沟通交流。另外，SY-707 联合特瑞普利单抗和吉西他滨治疗晚期胰腺癌的 I b/II 期临床于 2022 年 6 月正式启动。
- **丰富在研管线彰显优异自主研发能力，多款新药跻身国产第一梯队。** 公司已获国家 1 类创新药临床批件 17 个，其中 1 个新药申报上市，进入关键 II/III 期临床 3 个，进入 II 期临床 3 个，进入 I 期临床 10 个。不仅包含热门成熟靶点，如 ALK 抑制剂、BTK 抑制剂，也包含新星靶点，如“不限癌种”靶点 FGFR4 抑制剂 SY-4798，泛肿瘤靶点 WEE1 抑制剂 SY-4835。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别约为 0.02、1、2.3 亿元。考虑首药控股早研实力强劲，临床能力不断提升，首款新药 SY-707 提交上市申请在即，SY-3505 和 SY-5007 蓄势待发，公司管线估值约为 102.9 亿元，对应目标价 69.18 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发或审评审批进展不及预期风险，市场竞争加剧风险，医药行业政策风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1.83	1.98	96.48	233.40
增长率	-85.98%	8.36%	4772.49%	141.93%
归属母公司净利润 (百万元)	-173.82	-227.45	-233.41	-223.81
增长率	-19.94%	-30.85%	-2.62%	4.11%
每股收益 EPS (元)	-1.17	-1.53	-1.57	-1.50
净资产收益率 ROE	-14.41%	-9.67%	-11.01%	-8.97%
PE	—	—	—	—
PB	7.25	3.72	4.13	3.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.49
流通 A 股(亿股)	0.51
52 周内股价区间(元)	17.52-68
总市值(亿元)	84.5
总资产(亿元)	12.98
每股净资产(元)	8.11

相关研究

1. 首药控股 (688197): 三代 ALK 和 RET 有望成为首款国产产品 (2023-02-16)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：在研产品 SY707 于 2024 年上半年获批上市，上市首年用药年费用为 15 万元，次年纳入医保降价 50%，2024、2025 年用药人次约为 645 人、1935 人；

假设 2：在研产品 SY3505 于 2025 年获批上市，上市首年用药年费用为 15 万元，2025 年用药人次约为 340 人；

假设 3：在研产品 SY5007 于 2025 年获批上市，上市首年用药年费用为 15 万元，2025 年用药人次约为 250 人；

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
SY-707	收入	/	/	96.5	145.1
	增速	/	/	/	50.4%
	成本	/	/	17.4	23.2
	毛利率	/	/	82%	84%
SY-3505	收入	/	/	/	50.8
	增速	/	/	/	/
	成本	/	/	/	9.1
	毛利率	/	/	/	82%
SY-5007	收入	/	/	/	37.5
	增速	/	/	/	/
	成本	/	/	/	6.7
	毛利率	/	/	/	82.0%
其他	收入	1.80	1.98	/	/
	增速	/	10.0%	/	/
	成本	0.3	0.3	/	/
	毛利率	85.0%	85.0%	/	/
合计	收入	1.8	2.0	96.5	233.4
	增速	-86.0%	8.4%	4772.5%	141.9%
	成本	0.0	0.3	17.4	39.1
	毛利率	99.4%	85.0%	82.0%	83.2%

数据来源：Wind, 西南证券

考虑到公司是尚未实现销售收入的 Biotech，产品均处于临床及临床前研发阶段，采用 DCF 估值方法对公司产品管线进行估值。我们仅对公司注册临床及之后的在研品种进行 DCF 估值，公司 SY-707、SY-3505、SY-5007 三款产品处于注册临床或 Pre-NDA 阶段，假设 WACC 为 8%，永续增长率为 0%，Pre-NDA 品种研发成功率为 95%，注册临床品种研发成

功率为 80%，DCF 估值分别约为 14.7、39.8、37 亿元。截至 2023 年 Q1，公司金融资产价值约为 11.45 亿元，管线估值及金融资产价值总计约为 102.9 亿元。

公司处于 I-II 期临床阶段的在研管线丰富，多款产品具有潜在的差异化优势，随着 I-II 期临床管线的不断推进，管线估值也将随之增长。

表 2：在研管线估值

	适应症	销售达峰时间	销售峰值（亿元）	估值（亿元）
SY-707	ALK 阳性非小细胞肺癌	2031 年	5.1	14.7
SY-3505	ALK 阳性非小细胞肺癌	2033 年	14.5	39.8
SY-5007	RET 阳性非小细胞肺癌	2034 年	3.6	8.2
	RET 阳性甲状腺癌	2032 年	10.4	28.8
金融资产				11.5
合计				102.9

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1.83	1.98	96.48	233.40	净利润	-173.82	-227.45	-233.41	-223.81
营业成本	0.01	0.30	17.37	39.11	折旧与摊销	2.02	1.20	1.20	1.20
营业税金及附加	0.09	0.07	3.99	9.32	财务费用	-20.11	0.00	0.13	0.31
销售费用	0.00	0.00	48.24	93.36	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	21.55	19.80	26.05	56.02	经营营运资本变动	24.36	-46.67	-85.45	-110.55
财务费用	-20.11	0.00	0.13	0.31	其他	38.06	-5.20	12.61	16.16
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-129.48	-278.12	-304.92	-316.69
投资收益	0.00	5.00	5.00	5.00	资本支出	-6.12	-70.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	1.14	0.57	0.66	0.71	其他	-66.76	5.57	5.66	5.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-72.87	-64.43	-144.34	-144.29
营业利润	-173.92	-227.62	-233.63	-224.01	短期借款	0.00	10.00	2.00	3.00
其他非经营损益	0.11	0.18	0.23	0.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-173.82	-227.45	-233.41	-223.81	股权融资	1378.84	0.00	0.00	0.00
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-173.82	-227.45	-233.41	-223.81	其他	-11.34	2.33	4.87	1.69
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1367.50	1386.08	6.87	604.69
归属母公司股东净利润	-173.82	-227.45	-233.41	-223.81	现金流量净额	1165.14	1043.52	-442.39	143.71
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1189.60	2233.12	1790.73	1934.43	成长能力				
应收和预付款项	15.52	0.57	55.55	143.60	销售收入增长率	-85.98%	8.36%	4772.49%	141.93%
存货	2.29	29.70	15.37	34.20	营业利润增长率	-19.50%	-30.88%	-2.64%	4.12%
其他流动资产	0.68	0.74	35.87	86.78	净利润增长率	-19.94%	-30.85%	-2.62%	4.11%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-32.13%	-17.92%	-2.60%	4.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	16.84	15.95	15.06	14.17	毛利率	99.37%	85.00%	82.00%	83.24%
无形资产和开发支出	0.21	70.17	220.14	370.11	三费率	78.95%	1000.12%	77.14%	64.13%
其他非流动资产	73.11	72.84	72.57	72.30	净利率	-9512.7%	-11487.3%	-241.93%	-95.89%
资产总计	1298.25	2423.10	2205.29	2655.59	ROE	-14.41%	-9.67%	-11.01%	-8.97%
短期借款	0.00	10.00	12.00	15.00	ROA	-13.39%	-9.39%	-10.58%	-8.43%
应付和预收款项	81.25	48.07	56.66	125.78	ROIC	526.76%	-1884.7%	-127.86%	-53.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-10508%	-11435.6%	-240.79%	-95.33%
其他负债	10.48	12.20	17.20	19.20	营运能力				
负债合计	91.73	70.27	85.87	159.98	总资产周转率	0.00	0.00	0.04	0.10
股本	148.72	148.72	148.72	148.72	固定资产周转率	0.25	0.25	13.44	37.13
资本公积	1678.00	1678.00	1678.00	1678.00	应收账款周转率	1.83	—	10.00	7.08
留存收益	-620.19	-847.64	-1081.05	-1304.86	存货周转率	0.01	0.02	0.74	1.49
归属母公司股东权益	1206.52	2352.83	2119.42	2495.61	销售商品提供劳务收到现金营业收入	—	—	—	100.00%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1206.52	2352.83	2119.42	2495.61	资产负债率	7.07%	2.90%	3.89%	6.02%
负债和股东权益合计	1298.25	2423.10	2205.29	2655.59	带息债务/总负债	0.00%	28.46%	31.44%	20.00%
					流动比率	13.49	38.99	27.64	15.62
					速动比率	13.47	38.48	27.41	15.38
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-1.17	-1.53	-1.57	-1.50
					每股净资产	8.11	15.82	14.25	16.78
					每股经营现金	-0.87	-1.87	-2.05	-2.13
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	-192.01	-226.43	-232.30	-222.50					
PE	—	—	—	—					
PB	7.25	3.72	4.13	3.51					
PS	4789.92	4420.27	90.72	37.50					
EV/EBITDA	—	—	—	—					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn