

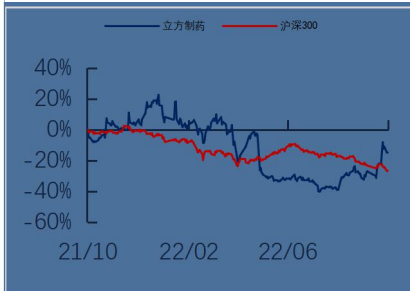


Research and
Development Center

益气和胃推动业绩高增长，仿制药纳入 集采推动院内放量

—立方制药(003020)公司首次覆盖报告

周平 医药行业首席分析师
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
立方制药 (003020)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	38.10
52 周内股价波动区间 (元)	52.70-25.74
最近一月涨跌幅 (%)	21.45
总股本 (亿股)	1.22
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	46.66

资料来源: wind, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

益气和胃推动业绩高增长, 仿制药纳入集采推动院内放量

2022 年 11 月 2 日

报告内容摘要:

- ◆ **渗透泵控释剂龙头, 近年来业绩增长迅速。**立方制药坚持以高端制剂研发及其高品质产品生产为龙头, 以原料药、医药商业为两翼的医药产业链发展战略, 公司已获得渗透泵控释技术领域的优势地位。2022 年前三季度公司实现营业收入 18.94 亿元 (+13.77%), 实现归母净利润 1.71 亿元 (+36.07%), 业绩延续快速增长态势。
- ◆ **益气和胃胶囊为国家基药独家品种胃药, 产品销售具备增长潜力。**益气和胃胶囊具有健脾和胃, 通络止痛的功效, 2017-2021 期间, 该产品销售额增长迅速, 从 344.83 万元增长至 2.15 亿元。据米内网统计, 2022 上半年该产品销售额增速为 51.23%, 品牌排名有所上升。目前益气和胃胶囊已覆盖两千多家等级医院及五千多家基层医疗机构, 公司后续将继续加大临床终端的开发力度、推进 OTC 市场的有序释放, 促进益气和胃胶囊的销售持续增长。我们认为该基药产品仍具备较强的业绩发展潜力。
- ◆ **仿制药纳入集采有望提高院内市场份额, 眼科管线丰富增厚业绩。**据公司 22M8 交流公告, 公司非洛地平缓释片 (II) 有较大的零售市场份额, 目前院内份额主要由原研阿斯利康占据, 未来纳入集中采购后, 公司有望提升院内端份额。硝苯地平控释片集中采购中公司以第一顺位中标, 采购周期三年, 公司按照 2.6 亿片满足公立医疗机构供应, 则贡献销售收入约为 0.90 亿元; 零售和基层医疗市场、以及其他未中选市场作为销量补充, 公司总体预计约 4-4.5 亿片的销售规模。公司 2021 年获得 13 个滴眼剂药品所有权, 目前成立了专职销售队伍, 22H1 主打品种金珍滴眼液、加替沙星滴眼液增长情况较好, 未来有望贡献新的业绩增长点。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 26.09/31.91/37.11 亿元, 归母净利润分别为 2.21/3.24/4.21 亿元, EPS 分别为 1.81/2.65/3.43 元, PE 分别为 21/14/11X。首次覆盖, 我们给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 眼科药物研发及销售获得突破性进展, 益气和胃胶囊在 OTC 推广顺利。
- ◆ **风险因素:** 政策变动风险、安全生产风险、募集资金使用不达预期的风险、核心品种依赖风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,894	2,273	2,609	3,191	3,711
增长率 YoY %	14.8%	20.0%	14.8%	22.3%	16.3%
归属母公司净利润 (百万元)	135	172	221	324	421
增长率 YoY%	28.5%	27.5%	28.4%	46.8%	29.6%
毛利率%	33.4%	39.9%	41.6%	46.1%	48.1%
净资产收益率 ROE%	11.5%	13.2%	14.5%	17.5%	18.3%
EPS(摊薄)(元)	1.46	1.86	1.81	2.65	3.43
市盈率 P/E(倍)	23.55	24.66	21.11	14.38	11.10
市净率 P/B(倍)	3.59	4.31	3.06	2.51	2.04

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 11 月 2 日收盘价

目录

一、 公司分析:	4
1、 公司概况	4
2、 财务分析	5
3、 公司的竞争优势分析	7
二、 行业分析	8
1、 益气和胃作为基药独家品种将发力 OTC，具备增长潜力	8
2、 硝苯地平纳入集采有望放量，非洛地平未来纳入集采后有利于提升份额	8
3、 盐酸羟考酮缓释片 10mg 规格有望成为首仿，具备市场潜力	9
三、 盈利预测、估值与投资评级	10
1、 盈利预测和假设	10
2、 盈利预测结果	10
3、 估值结论与投资评级	11
四、 风险因素	12
1、 政策变动风险	12
2、 安全生产风险	12
3、 募集资金使用不达预期的风险	12
4、 核心品种依赖风险	12

表目录

表 1: 立方制药研发项目投入情况 (截止 2021 年底)	5
表 2: 2022 年立方制药股权激励计划	6
表 3: 本次激励对象获授的限制性股票分配情况	6
表 4: 立方制药盈利预测假设	10
表 5: 立方制药盈利预测结果	11
表 6: 立方制药可比公司估值结果	11

图目录

图 1: 公司部分大单品介绍	4
图 2: 2017-2022Q3 公司营业总收入情况 (亿元)	5
图 3: 2017-2022Q3 公司归母净利润情况 (亿元)	5
图 4: 公司 2017-2021 益气和胃胶囊年销售收入及占比工业比例	8
图 5: 公司 2017-2021 非洛地平缓释片 (II) 年销售收入及占比工业比例	9

一、 公司分析:

1、 公司概况

合肥立方制药股份有限公司（以下简称“立方制药”或“公司”）创建于2002年，公司坚持以高端制剂研发及其高品质产品生产为龙头，以原料药、医药商业为两翼的医药产业链发展战略。公司主要从事医药工业及医药商业，医药工业主要包括药品制剂及原料药的研发、生产和销售，产品涉及心血管类用药、消化系统用药、皮肤外用用药等领域，布局眼科、精麻产品管线。医药商业包括药品与医疗器械的批发、零售。

据公司2022年中报，公司以渗透泵控释技术为核心，建立了由配方技术、制剂评价技术、制剂工程化技术与关键设备技术四大部分组成的渗透泵控释技术平台，主要产品包括非洛地平缓释片（II）、独家仿制药甲磺酸多沙唑啉缓释片，2021年获批硝苯地平控释片、盐酸曲美他嗪缓释片；同时，公司拥有益气和胃胶囊、坤宁颗粒、亮菌口服溶液、丹皮酚软膏、克症隐酮凝胶等特色医药品种以及部分原料药品种。中药品种益气和胃胶囊、坤宁颗粒在2018年进入国家基药目录，益气和胃胶囊为国家基药独家品种，坤宁颗粒为国家基药独家品规。在化学原料药方面，非洛地平、甲磺酸多沙唑啉、丹皮酚、尿素等原料药获批生产，保障了主要制剂品种原料药自产自供。公司建立含巯基化学原料药生产技术平台，形成国内先进的含巯基化学原料药生产基地。

图1：公司部分大单品介绍

序号	产品名称	图示	功能主治
1	非洛地平缓释片（II）		用于高血压的治疗。
2	甲磺酸多沙唑啉缓释片		良性前列腺增生对症治疗；高血压的治疗。
3	硝苯地平控释片		高血压、冠心病、慢性稳定性心绞痛（劳累性心绞痛）。
4	盐酸曲美他嗪缓释片		作为添加药物，本品用于对一线抗心绞痛治疗控制不佳或无法耐受的稳定性心绞痛成年患者的对症治疗。
5	益气和胃胶囊		健脾和胃，通络止痛。用于慢性非萎缩性胃炎脾胃虚弱兼胃热瘀阻证，症见胃脘痞满胀痛、食少纳呆、大便溏薄、体倦乏力、舌淡苔薄黄、脉细。

资料来源：2022年公司半年报，信达证券研发中心

2021年5月，公司与安徽省双科药业有限公司签订了《药品上市许可持有人主体变更协议》，公司以人民币3,800万元受让金珍滴眼液等13个滴眼剂药品技术的所有权，并成为前述品种药品上市许可持有人，公司由此正式进入眼科领域。据公司22M8交流公告，今年眼科产品销售可以纳入合并报表，上半年以销售双科药业原包装产品为主，消化后下半年开始销售立方包装产品。研发方面：吡嘧司特钾滴眼液、加替沙星滴眼液、马来酸噻吗洛尔滴眼液在一致性评价研究中，盐酸丙美卡因滴眼液已完成中试研究，尚有其他在研产品在开发中。生产方面：公司在高新区新厂区已立项建设无菌制剂车间，主要生产多剂量和单剂量的眼科药

品。销售方面：公司成立了专职销售队伍，上半年虽受疫情影响，主打品种金珍滴眼液、加替沙星滴眼液增长情况仍较好，未来有望贡献新的业绩增长点。

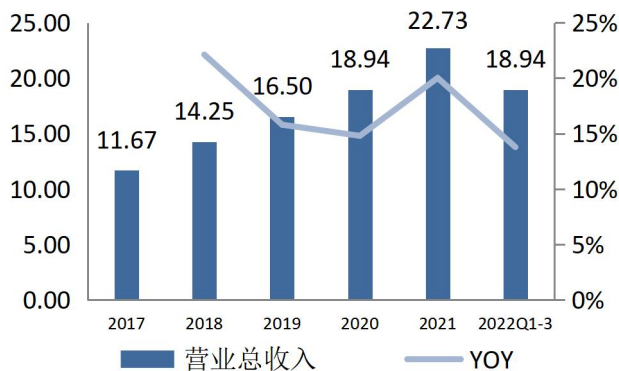
公司建立了现代物流配送中心，积极拓展上、下游合作网络，在安徽省内医药批发配送业务上形成了较强的配送服务能力和一定的规模优势。同时，公司在合肥市及周边区域设有 60 余家零售连锁药房，积极拓展医药终端零售业务。

2、 财务分析

2021 年公司实现营业收入 22.73 亿元 (+20.01%)，实现营业利润和净利润分别为 1.93 亿元和 1.72 亿元，较 2020 年分别增长了约 22.41%和 27.47%。2021 年公司主要工业产品销售都保持良好增长，其中益气和胃胶囊销售收入增长率 107.04%，再次实现增长率超过 100%；甲磺酸多沙唑啉缓释片销售收入增长 52.84%，非洛地平缓释片 (II) 销售收入增长 37.49%。

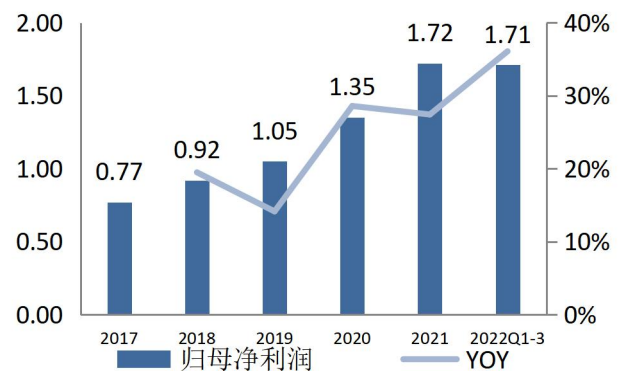
2022 年前三季度公司实现营业收入 18.94 亿元 (+13.77%)，实现归母净利润 1.71 亿元 (+36.07%)，业绩延续快速增长态势。

图 2：2017-2022Q3 公司营业总收入情况 (亿元)



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 3：2017-2022Q3 公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源：wind, 信达证券研发中心

2021 年公司研发费用 6586 万元，同比增加 2255 万元，增幅 52.06%，研发项目如下表 1 所示。公司充分发挥渗透泵、原料药、特药三大优势，从技术、成本、法规三重壁垒出发开发产品；聚焦心血管、消化系统、外用药等三个已有赛道，同时增加眼科、精麻领域的布局，丰富公司产品管线。采取自主研发、合作开发、委托开发等多种研发方式。依托于外部丰富的研发资源，与外部研发团队、高等院校、研发机构展开深入的交流和合作，加快立项品种的研发进度。

表 1：立方制药研发项目投入情况 (截止 2021 年底)

研发项目名称	项目目的	项目进展	研发项目名称	项目目的	项目进展
HY-2001	新产品开发	已完成中试研究	HD-2103	新产品开发	处方与工艺开发
HYG-1801	新产品开发	已完成中试研究	HD-2101	新产品开发	处方与工艺开发
HY-2008	新产品开发	已完成工艺开发	HD-2102	新产品开发	处方与工艺开发
HY-2004	新产品开发	已完成工艺开发	HT-2004	新产品开发	处方与工艺开发
HL-2004	新产品开发	申报生产, CDE 审评中	KT-1901	新产品开发	临床前研究
HO-1502	新产品开发	申报生产, CDE 审评中; 多规格处方与工艺开发	NY001	新产品开发	临床前研究
HO-1701	新产品开发	已申报生产, CDE 审评中	F-1801	一致性评价研究	已申报注册, CDE 审评中
HO-1601	新产品开发	处方与工艺开发	F-1601	一致性评价研究	完成中试
HO-2002	新产品开发	处方与工艺开发	F-1702	一致性评价研究	完成中试

HO-2201	新产品开发	处方与工艺开发	HD-2104	一致性评价研究	已完成处方与工艺开发
HR-2001	新产品开发	处方与工艺开发	HD-2106	一致性评价研究	处方与工艺开发

资料来源：2021 年公司年度报告，信达证券研发中心

2022 年 8 月，公司发布股权激励计划，拟以 13.29 元/股的价格向公司董事、高管人员、核心技术（业务）骨干等 81 人授予限制性股票 240 万股。本次股权激励的业绩考核目标为：以 2021 年净利润为基数，2022-2024 年净利润增长率分别不低于 20%、40%、60%。本次股权激励进一步绑定核心员工利益，有利于提高员工工作积极性，增强业绩发展动力。

表 2：2022 年立方制药股权激励计划

公司层面业绩考核要求				
解除限售期	业绩考核目标			
第一个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 20%；			
第二个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 40%			
第三个解除限售期	以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 60%。			
个人层面绩效考核要求				
评价标准	A	B	C	D
个人层面解除限售比例 (N)	1	0.9	0.8	0

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：本次激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占本期激励计划授予限制性股票总数的比例	占本期激励计划公告日公司股本总额的比例
陈军	董事	5.82	2.43%	0.05%
夏军	副总经理、董事会秘书	4.35	1.81%	0.04%
勾绍兵	财务总监	4.21	1.75%	0.03%
核心技术（业务）骨干（78 人）		189.62	79.01%	1.57%
预留部分		36	15.00%	0.30%
合计		240	100.00%	1.99%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3、公司的竞争优势分析

据 2022 公司中报，公司拥有的核心竞争力如下：

技术研发优势。1) 公司已获得渗透泵控释技术领域的优势地位，核心技术“难溶药物单层芯渗透泵控释技术研发与产业化应用”获得 2018 年度安徽省科学技术奖一等奖，基于渗透泵控释制剂配方技术、制剂评价技术、制剂工程化技术与关键设备技术打造的立方渗透泵控释技术平台日趋完善：报告期内盐酸哌甲酯缓释片已开展生物等效性研究工作，渗透泵技术最复杂结构及工艺完成药学研究工作；2) 公司建立了药品研发以及产业化的精麻药品管控体系，坚持以精麻药品市场产品结构的转型升级为目标；3) 公司已开展基于靶向 EDB 的抗体-核素偶联药物及检测试剂开发，未来将加快成果转化，推动公司产品在高壁垒核药领域战略布局。

产品优势。非洛地平缓释片（II）自推向市场以来产销量持续增长，已成为国内抗高血压药物市场的知名品种。同时，公司基于渗透泵控释技术研发生产的甲磺酸多沙唑嗪缓释片也成功推向市场。2022H1，盐酸哌甲酯缓释片完成药学研究工作，进入临床研究阶段，另有多多个在研渗透泵制剂分别处于已完成 BE 研究、中试放大、药学研究等阶段。此外，公司还有部分自主研发、生产的原料药、辅料及医药中间体，制剂产品非洛地平缓释片（II）、尿素维 E 乳膏、丹皮酚软膏、甲磺酸多沙唑嗪缓释片已实现关键原料药的自主供给，在质量保证、成本控制上都具有较大优势。

产业链优势。在医药工业生产环节，公司除拥有完善的药品制剂研发、生产能力，还具备成熟的原料药研发生产体系，可自主生产非洛地平、甲磺酸多沙唑嗪、二巯丁二酸、尿素等原料药和中间体产品。在医药商业流通环节，公司涵盖包括批发配送与零售连锁业务，公司医药商业团队与工业品种销售团队形成了较好的协同关系，在渠道、品牌、模式创新等多方面可相互补充、互相拉动，有效提升了公司对终端市场的服务能力、渗透率以及品牌认知度。

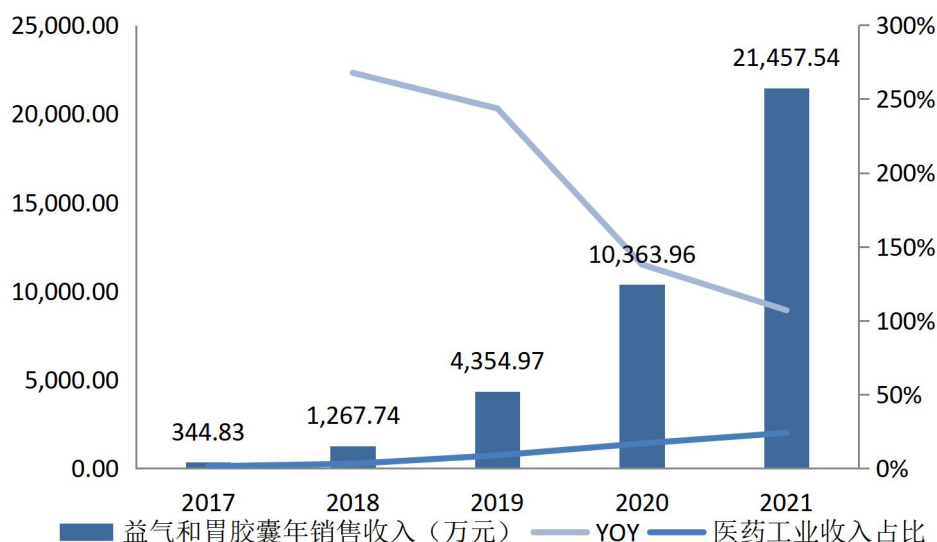
二、 行业分析

1、 益气和胃作为基药独家品种将发力 OTC， 具备增长潜力

益气和胃胶囊具有健脾和胃， 通络止痛的功效， 用于慢性非萎缩性胃炎、 脾胃虚弱兼胃热瘀阻证， 产品特点为止胃痛、 治胃痛， 缓解胃胀； 益气养胃， 保护胃黏膜。 益气和胃胶囊为国家基药独家品种。

2017-2021 期间， 该产品销售额增长迅速， 从 344.83 万元增长至 2.15 亿元。 据米内网统计， 2022 上半年中国公立医疗机构终端中成药胃药（ 胃炎、 溃疡） 的市场规模继续保持正增长， 销售额超过 37 亿元， 自进入 2017 版医保目录后， 益气和胃胶囊销售额高速增长， 2022 上半年增速为 51.23%， 品牌排名有所上升。 据公司 22M8 交流公告， 目前益气和胃胶囊已覆盖两千多家等级医院及五千多家基层医疗机构， 我们认为该基药产品仍具备较强的业绩发展潜力。

图 4： 公司 2017-2021 益气和胃胶囊年销售收入及占比工业比例

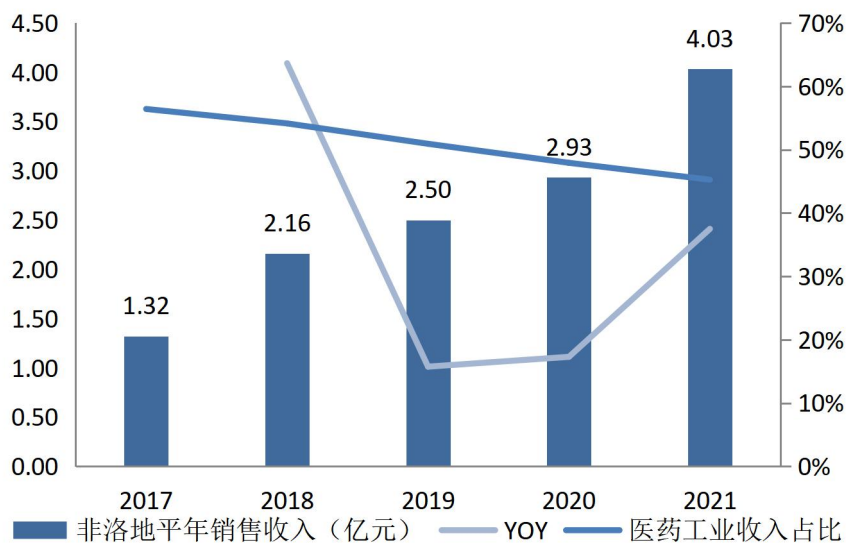


资料来源： 2020 年公司招股说明书， 2020 及 2021 年年度报告， 信达证券研发中心

据公司 22M8 交流公告， 公司后续将通过三方面发力， 促进益气和胃胶囊的销售持续增长： 1) 继续加大临床终端的开发力度。 目前该产品仍然有空白市场， 下半年公司出台了开发医院的计划。 考虑当前安徽本省市场占有率不高， 公司出台专项计划， 提高省内的市场占比。 2) 借助于中医药政策和基药政策红利， 加快益气和胃胶囊的学术推广。 3) OTC 市场的有序释放。 目前益气和胃胶囊仅在公立医疗机构销售， OTC 市场没有发货， 下半年可在部分省份有序释放 OTC 市场销售。

2、 硝苯地平纳入集采有望放量， 非洛地平未来纳入集采后有利于提升份额

2017-2021 期间， 公司非洛地平缓释片（ II） 销售额增长迅速， 从 1.32 亿元增长至 4.03 亿元。 据公司 22M8 交流公告， 公司非洛地平缓释片（ II） 有较大的零售市场份额， 且零售市场份额占比在逐年提高， 目前公立医疗机构的份额主要由原研阿斯利康占据。 未来纳入集中采购后， 公司在公立医院的份额有望得到保障。 非洛地平缓释片（ II） 已覆盖接近两千多家等级医院， 五千多家基层医疗机构。

图 5：公司 2017-2021 非洛地平缓释片（II）年销售收入及占比工业比例


资料来源：2020 年公司招股说明书，2020 及 2021 年年度报告，信达证券研发中心

此外，据公司 22M8 交流公告，硝苯地平控释片集中采购中公司以第一顺位中标，中标价格为 4.87 元/盒（规格：10mg*14 片/板*1 板/盒），采购周期三年，公司所选 5 个省市的医疗机构总报量 2.6 亿片，每年完成不低于总报量 80% 的采购量即符合规定，公司按照 2.6 亿片满足公立医疗机构供应，则贡献销售收入约为 0.90 亿元；零售和基层医疗市场、以及其他未中选市场作为销量补充，公司总体预计约有 4-4.5 亿片的销售规模。产能保障方面，现有硝苯地平控释片生产线产能可以满足市场需求。利润方面，本次集采奠定了公司在渗透泵制剂领域市场地位，打造公司渗透泵技术品牌；规模生产将有效摊薄渗透泵生产线的成本，通过关键设备改造及上游原辅料环节打通等，可保障产品的利润空间。

3、盐酸羟考酮缓释片 10mg 规格有望成为首仿，具备市场潜力

据公司 22M8 交流公告，精麻产品线中盐酸羟考酮缓释片已于 8 月中旬上报补充资料，公司预计今年年底前可获批。2023 年盐酸羟考酮缓释片将是公司主推产品，目前该产品在国内市场上只有进口产品，10mg 规格产品预计公司为首仿，该规格也是临床起始给药规格和常用规格，有广阔的市场空间。

此外，盐酸哌甲酯缓释片正在着手开展 BE 研究工作，预计最快明年上半年申报生产，公司从已经公开的信息推算，公司盐酸哌甲酯缓释片应是国内首个进入 BE 的国产品种，有望成为国内首仿。

三、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测和假设

我们假设：

(1) 医药商业：按业务历史增速，2021 年医药批发配送业务收入 12.75 亿元，我们假设 2022-2024 年该业务营收分别同比增长 10.00%、10.00%、10.00%；2021 年医药零售业务收入 0.96 亿元，我们假设 2022-2024 年该业务营收分别同比增长 20.00%、20.00%、20.00%；则医药商业合计同比增速在 2022-2024 期间分别为 10.78%、10.76%、10.82%；

(2) 医药工业：按业务历史增速，2021 年益气和胃胶囊业务收入 2.15 亿元，我们假设 2022-2024 年该业务营收分别同比增长 45.00%、70.00%、40.00%；2021 年非洛地平缓释片 (II) 业务收入 4.03 亿元，我们假设 2022-2024 年该业务营收分别同比增长 10.00%、15.00%、10.00%；整体医药工业合计同比增速在 2022-2024 期间分别为 21.08%、38.78%、22.48%。

(3) 其他业务：按业务历史增速，2021 年其他业务业务收入 0.12 亿元，我们假设 2022-2024 年该业务营收分别同比增长 5.00%、5.00%、5.00%。

(4) 期间费用率：考虑历史情况和公司发展战略，我们预计 2022-2024 年销售费用率分别为 26.62%/27.00%/27.80%；考虑股权激励摊销费用，预计 2022-2024 年管理费用率分别为 3.00%/5.00%/5.00%；预计 2022-2024 年研发费用率分别为 2.90%/2.90%/2.90%。

表 4：立方制药盈利预测假设

	指标	2021A	2022E	2023E	2024E
医药商业	营业收入 (亿元)	13.70	15.18	16.81	18.63
	YOY	7.87%	10.78%	10.76%	10.82%
医药工业	营业收入 (亿元)	8.91	10.79	14.97	18.34
	YOY	45.59%	21.08%	38.78%	22.48%
其他业务	营业收入 (亿元)	0.12	0.13	0.13	0.14
	YOY	-7.69%	5.00%	5.00%	5.00%
费用率	销售费用率	26.62%	26.62%	27.00%	27.80%
	管理费用率	1.97%	3.00%	5.00%	5.00%
	研发费用率	2.90%	2.90%	2.90%	2.90%

资料来源：公司公告，wind, 信达证券研发中心

2、盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 26.09/31.91/37.11 亿元，归母净利润分别为 2.21/3.24/4.21 亿元，EPS 分别为 1.81/2.65/3.43 元，PE 分别为 21/14/11X。

表 5：立方制药盈利预测结果

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,894	2,273	2,609	3,191	3,711
同比 (%)	14.8%	20.0%	14.8%	22.3%	16.3%
归属母公司净利润 (百万元)	135	172	221	324	421
同比 (%)	28.5%	27.5%	28.4%	46.8%	29.6%
毛利率 (%)	33.4%	39.9%	41.6%	46.1%	48.1%
ROE%	11.5%	13.2%	14.5%	17.5%	18.3%
EPS(摊薄)(元)	1.46	1.86	1.81	2.65	3.43
P/E	23.55	24.66	21.11	14.38	11.10

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 11 月 2 日收盘价

3、 估值结论与投资评级

立方制药可比公司为丽珠集团、恩华药业、信立泰，2022 年行业可比公司平均 PE 估值为 29.23 倍。我们认为公司益气和胃胶囊产品具备市场潜力，引进眼科药物打造新的业绩增长点。公司目前估值略低于可比公司平均水平，产品放量有望驱动估值提升，我们给予公司 2022 年 PE 估值区间为 25-29 倍，首次覆盖，我们给予“买入”评级。

表 6：立方制药可比公司估值结果

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
000513.SZ	丽珠集团	306.94	17.76	19.73	22.87	17.29	15.56	13.42
002262.SZ	恩华药业	204.24	7.98	9.14	11.10	25.60	22.35	18.41
002294.SZ	信立泰	345.59	5.34	6.94	8.34	64.75	49.77	41.45
行业均值						35.88	29.23	24.43
003020.SZ	立方制药*	46.66	1.72	2.21	3.24	24.66	21.11	14.38

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 收盘价截至 2022 年 11 月 2 日, *为信达证券研发中心预测, 其余均为 Wind 一致性预测

四、 风险因素

1、 政策变动风险

随着医药体制改革相关政策的逐步落地,在鼓励创新的同时国家对医药行业的监管力度不断加大。国家集中采购政策、仿制药一致性评价、两票制、新药审批政策、控制医院药占比指标及医院二次议价、紧密型医联体等政策,对医药行业的药品研发、注册、生产与质量管理、销售、招标价格产生重大影响,若公司不能根据国家的医药行业法规和政策变化及时调整经营策略,可能会对公司的经营产生不利影响,将促使部分药品面临价格进一步下调的风险。

2、 安全生产风险

公司在生产过程中,涉及重点监管危险工艺,部分部门使用易燃、易爆、有害物质的危险化学品,存在发生安全生产事故的风险。由于公司生产的产品种类较多,生产工序复杂,因此存在因操作不当、保管不当等导致发生安全生产事故的风险。公司已结合生产特点制定了安全生产管理制度和各部门的安全技术操作规程、安全生产管理考核条例,并分别在公司、部门和车间层级任命安全监督管理人员,负责安全保障工作。虽然公司十分重视安全生产及对员工的安全培训,制定了较为完善的安全生产管理体系,并严格执行,但不能排除未来发生意外安全生产事故的可能。

3、 募集资金使用不达预期的风险

2020年12月15日公司首次公开发行股票并上市,此次募集资金主要用于“渗透泵制剂车间建设项目”“药物研发中心建设项目”及“原料药生产项目一期”等项目建设。本次募集资金投资项目中固定资产支出较大,项目运营后折旧及摊销费用将大幅增加,若投资项目不能产生预期收益,上述成本费用的发生将对公司经营业绩构成较大压力,短期内公司盈利水平可能会受到一定的不利影响。

4、 核心品种依赖风险

公司现阶段医药工业主要品种包括非洛地平缓释片(II)、甲磺酸多沙唑嗪缓释片、硝苯地平控释片、亮菌口服溶液、益气和胃胶囊、坤宁颗粒、丹皮酚软膏和克瘟隐酮凝胶等品种,非洛地平缓释片(II)、硝苯地平控释片已通过/视同通过一致性评价。尽管甲磺酸多沙唑嗪缓释片、益气和胃胶囊等产品收入增长较快,硝苯地平控释片也在第七批国家药品集中采购以第一顺位中标,但目前非洛地平缓释片(II)实现的收入占比较大,如未来出现相关政策变化、市场竞争加剧、下游需求下降等外部环境恶化的情况,将会对公司的经营产生不利影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1,292	1,220	1,615	1,871	2,253	
货币资金	767	654	379	475	710	
应收票据	35	36	0	0	0	
应收账款	235	283	465	568	661	
预付账款	41	51	54	63	69	
存货	194	189	334	377	422	
其他	20	7	384	387	391	
非流动资产	244	455	674	891	1,098	
长期股权投资	0	21	21	21	21	
固定资产(合计)	133	142	255	370	480	
无形资产	31	90	143	192	236	
其他	80	203	256	309	361	
资产总计	1,536	1,674	2,289	2,762	3,351	
流动负债	342	328	662	756	846	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	162	94	188	212	237	
应付账款	118	149	355	401	448	
其他	62	85	119	143	160	
非流动负债	20	42	68	68	68	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	20	42	68	68	68	
负债合计	362	371	730	824	914	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,174	1,304	1,526	1,856	2,292	
负债和股东权益	1,536	1,674	2,255	2,680	3,206	

重要财务指标		单位:百万 元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,894	2,273	2,609	3,191	3,711	
同比(%)	14.8%	20.0%	14.8%	22.3%	16.3%	
归属母公司净利润	135	172	221	324	421	
同比(%)	28.5%	27.5%	28.4%	46.8%	29.6%	
毛利率(%)	33.4%	39.9%	41.6%	46.1%	48.1%	
ROE%	11.5%	13.2%	14.5%	17.5%	18.3%	
EPS(摊薄)(元)	1.46	1.86	1.81	2.65	3.43	
P/E	23.55	24.66	21.11	14.38	11.10	
P/B	3.59	4.31	3.06	2.51	2.04	
EV/EBITDA	15.00	16.96	17.02	10.65	7.48	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,894	2,273	2,609	3,191	3,711	
营业成本	1,261	1,366	1,524	1,721	1,925	
营业税金及附加	12	16	18	22	26	
销售费用	394	605	695	862	1,032	
管理费用	39	45	78	160	186	
研发费用	43	66	76	92	107	
财务费用	-3	-2	-13	-10	-14	
减值损失合计	-1	-3	-3	-4	-5	
投资净收益	0	11	13	16	18	
其他	10	7	9	11	12	
营业利润	157	192	250	367	476	
营业外收支	0	2	0	0	0	
利润总额	157	195	250	367	476	
所得税	22	23	29	43	55	
净利润	135	172	221	324	421	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	135	172	221	324	421	
EBITDA	161	213	253	396	532	
EPS(当年)(元)	1.46	1.86	1.81	2.65	3.43	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金	172	159	247	305	441	
净利润	135	172	221	324	421	
折旧摊销	16	38	34	61	96	
财务费用	1	2	0	0	0	
投资损失	0	-11	-13	-16	-18	
营运资金变动	18	-43	1	-69	-63	
其它	2	1	3	4	5	
投资活动现金流	-56	-192	-491	-148	-145	
资本支出	-56	-187	-160	-160	-160	
长期投资	0	-20	-341	0	0	
其他	0	15	10	13	15	
筹资活动现金流	408	-58	-31	-61	-61	
吸收投资	494	0	30	0	0	
借款	-24	0	0	0	0	
支付利息或股息	-28	-46	-61	-61	-61	
现金流净增加额	524	-92	-276	97	235	

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parxel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com

华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。