

## 立方制药 (003020.SZ)

强烈推荐 (维持)

## 23Q1 重新进入增长快车道，看好核心产品快速放量

立方制药发布 2022 年与 2023 年一季度业绩：公司 2022 年实现营业收入 25.8 亿元，同比+13%；归母净利润 2.1 亿元，同比+22%；扣非归母净利润 1.7 亿元，同比+10%。2023Q1 季度营业收入 8.1 亿元，同比+29%；归母净利润 6614 万元，同比+40%；扣非归母净利润 6510 万元，同比+48%。

□ 收入端：2022 受疫情影响增速有所放缓，23Q1 重新进入增长快车道。立方制药 2022 年营业收入 25.8 亿元，同比+13%，其中医药工业营业收入 9.7 亿元，同比+8.3%，医药批发配送营业收入 14.8 亿元，同比+15.7%，医药零售营业收入 1.3 亿元，同比+35.7%。医药工业收入增速同比放缓的主要原因为疫情影响了主要产品的进院与放量。2023 年一季度公司营业收入 8.1 亿元，同比+29%，收入端已经重新进入增长快车道。

□ 利润端：费用控制良好，盈利能力有提高潜力。毛利率角度，公司 2022 年毛利率 37.4%，23Q1 毛利率 36.5%，原因为高毛利板块医药工业的营收占比有所变化。2022 年销售费用 6.16 亿元，销售费用率 23.9%，23Q1 销售费用 1.83 亿元，销售费用率 22.6%，相较于 2022 年提高 1.3 个百分点。2022 年管理费用 0.59 亿元，管理费用率 2.3%，23Q1 管理费用 0.15 亿元，管理费用率 1.9%。2022 年研发费用 0.74 亿元，研发费用率 2.8%，23Q1 研发费用 0.13 亿元，研发费用率 1.5%。公司费用控制良好，未来随着高毛利板块医药工业板块成长，公司盈利能力具备不断提高潜力。

□ “中成药+西药”板块双轮驱动，公司成长逻辑清晰。随着公司非洛地平集采尘埃落定，产品线内再无成规模产品具备集采风险，且非洛地平慢病用药具备一定患者粘性，同时公司通过院外渠道拓展，总体评估对公司业绩影响有限。公司以“中成药+西药”板块双轮驱动：中成药板块：【益气和胃胶囊】独家基药品种，10 亿以上销售潜力，2023 年预计加速进院放量；西药板块：【羟考酮缓释片】（精麻类自带优良竞争格局）近期获批，10mg 规格首家仿制药，替代原研空间大；此外：中药板块金针滴眼液独家产品布局干眼症/结膜炎适应症，西药板块盐酸哌甲酯后续储备接力，成长路径清晰。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。此前公司公告将剥离批发配送业务，我们仅考虑医药工业业务，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 2.8、3.6、4.5 亿元，对应 PE 分别为 21x、16x、13x，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：销售不及预期风险、研发进度不及预期风险、支付政策变化风险等。

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2273	2579	1313	1650	2033
同比增长	20%	13%	-49%	26%	23%
营业利润(百万元)	192	240	328	419	528
同比增长	22%	25%	37%	28%	26%
归母净利润(百万元)	172	210	280	358	451
同比增长	27%	22%	34%	28%	26%
每股收益(元)	1.41	1.71	2.29	2.92	3.69
PE	34.2	28.1	21.0	16.4	13.0
PB	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

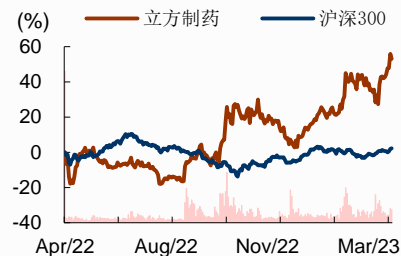
消费品/医药生物  
目标估值：NA  
当前股价：48.03 元

## 基础数据

总股本(万股)	12247
已上市流通股(万股)	5087
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	24
每股净资产(MRQ)	12.7
ROE(TTM)	14.7
资产负债率	32.7%
主要股东	季俊虬
主要股东持股比例	27.12%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	43	50
相对表现	1	35	50



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

1、《立方制药(003020)——中成药板块长路径清晰，西药板块新旧动能切换》2023-02-26

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

焦玉鹏 研究助理

✉ jiaoyupeng@cmschina.com.cn

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
一、营业总收入	608	629	601	665	685	812
二、营业总成本	565	576	549	614	642	734
其中: 营业成本	372	382	364	416	453	515
营业税金及附加	5	4	4	4	4	6
营业费用	154	163	147	158	149	183
管理费用	13	12	14	14	20	15
研发费用	23	13	18	21	21	13
财务费用	0	0	0	-1	-3	-2
资产减值损失	-1	2	2	1	-1	4
三、其他经营收益	8	2	5	32	2	0
其它收益	5	3	6	2	1	1
公允价值变动收益	-1	0	2	-2	-1	0
投资收益	5	0	-1	31	2	0
四、营业利润	51	55	57	83	45	78
加: 营业外收入	0	0	0	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0
五、利润总额	51	55	57	83	45	78
减: 所得税	4	8	6	10	6	12
六、净利润	47	47	51	72	39	66
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	47	47	51	72	39	66
EPS (元)	0.38	0.38	0.42	0.59	0.32	0.54
<b>主要比率</b>						
毛利率	38.9%	39.2%	39.4%	37.5%	33.9%	36.5%
主营税金率	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%
营业费率	25.3%	25.9%	24.5%	23.8%	21.7%	22.6%
管理费率	2.1%	1.9%	2.3%	2.1%	2.9%	1.9%
营业利润率	8.4%	8.7%	9.5%	12.4%	6.6%	9.6%
实际税率	8.1%	14.1%	10.7%	12.4%	13.6%	15.2%
净利率	7.7%	7.5%	8.5%	10.9%	5.7%	8.1%
<b>YoY</b>						
营业总收入增长率	17.4%	14.5%	14.5%	12.5%	12.6%	29.1%
营业利润增长率	24.6%	14.9%	26.7%	71.3%	-11.6%	41.9%
归母净利润增长率	32.2%	13.0%	21.8%	73.3%	-16.7%	40.3%

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1220	1453	1185	1449	1786
现金	654	643	958	1166	1440
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	36	0	0	0	0
应收款项	283	321	154	193	238
其它应收款	6	4	2	3	3
存货	189	362	40	49	58
其他	52	123	30	38	46
<b>非流动资产</b>	455	669	695	717	737
长期股权投资	21	14	14	14	14
固定资产	142	182	217	249	276
无形资产商誉	90	85	76	69	62
其他	202	388	386	385	385
<b>资产总计</b>	<b>1674</b>	<b>2122</b>	<b>1880</b>	<b>2166</b>	<b>2523</b>
<b>流动负债</b>	328	623	162	174	187
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	243	461	52	64	75
预收账款	15	43	5	6	7
其他	70	119	104	105	105
<b>长期负债</b>	42	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	42	19	19	19	19
<b>负债合计</b>	<b>371</b>	<b>642</b>	<b>181</b>	<b>193</b>	<b>206</b>
股本	93	122	122	122	122
资本公积金	526	528	528	528	528
留存收益	685	830	1049	1323	1667
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1304	1480	1699	1973	2317
<b>负债及权益合计</b>	<b>1674</b>	<b>2122</b>	<b>1880</b>	<b>2166</b>	<b>2523</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	159	201	410	340	430
净利润	172	210	280	358	451
折旧摊销	29	28	32	35	37
财务费用	2	0	0	0	0
投资收益	(11)	(35)	(37)	(12)	(12)
营运资金变动	(30)	(1)	150	(46)	(53)
其它	(2)	(2)	(14)	5	6
<b>投资活动现金流</b>	(192)	(202)	(23)	(48)	(48)
资本支出	(187)	(246)	(60)	(60)	(60)
其他投资	(5)	45	37	12	12
<b>筹资活动现金流</b>	(58)	(48)	(71)	(84)	(107)
借款变动	(41)	7	(10)	0	0
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	4	2	0	0	0
股利分配	(46)	(65)	(61)	(84)	(107)
其他	24	(21)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>(92)</b>	<b>(49)</b>	<b>316</b>	<b>207</b>	<b>274</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	2273	2579	1313	1650	2033
营业成本	1366	1615	184	223	264
营业税金及附加	16	16	8	10	13
营业费用	605	616	687	845	1040
管理费用	45	59	51	51	59
研发费用	66	74	92	114	141
财务费用	(2)	(4)	0	0	0
资产减值损失	(3)	(7)	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	(0)	25	0	0
其他收益	8	12	10	10	10
投资收益	11	32	2	2	2
<b>营业利润</b>	192	240	328	419	528
营业外收入	3	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	195	240	328	419	528
所得税	23	30	47	61	77
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	172	210	280	358	451

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	20%	13%	-49%	26%	23%
营业利润	22%	25%	37%	28%	26%
归母净利润	27%	22%	34%	28%	26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.9%	37.4%	86.0%	86.5%	87.0%
净利率	7.6%	8.1%	21.4%	21.7%	22.2%
ROE	13.9%	15.1%	17.6%	19.5%	21.0%
ROIC	13.5%	14.5%	17.6%	19.5%	21.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.1%	30.2%	9.6%	8.9%	8.2%
净负债比率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.7	2.3	7.3	8.3	9.5
速动比率	3.1	1.8	7.1	8.0	9.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.4	0.7	0.8	0.9
存货周转率	7.1	5.9	0.9	5.0	5.0
应收账款周转率	7.7	8.1	5.5	9.5	9.4
应付账款周转率	5.2	4.6	0.7	3.8	3.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.41	1.71	2.29	2.92	3.69
每股经营净现金	1.30	1.64	3.35	2.77	3.51
每股净资产	10.65	12.09	13.88	16.11	18.92
每股股利	0.53	0.50	0.69	0.88	1.11
<b>估值比率</b>					
PE	34.2	28.1	21.0	16.4	13.0
PB	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	23.8	19.9	14.2	11.3	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许菲菲 生物医药行业联席首席分析师

复旦大学学士、哥伦比亚大学硕士，2020年4月加入招商证券，此前就职于国金证券。

焦玉鹏 生物医药行业研究助理

复旦大学理学学士、有机化学硕士，2021年7月加入招商证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。