

上海谊众 (688091.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

紫杉醇聚合物胶束获 CSCO 临床指南 1 级推荐事件

2023年4月24日，公司发布公告，其核心产品注射用紫杉醇聚合物胶束被列入《中国临床肿瘤学会（CSCO）非小细胞肺癌诊疗指南（2023）》，联合铂类用于IV期无驱动基因、鳞癌及非鳞癌非小细胞肺癌的一线治疗（1级推荐1A类证据）。

点评

紫杉醇聚合物胶束相继纳入多个权威诊疗指南，进院销售提速在即。

■ 2021年10月，公司注射用紫杉醇聚合物胶束获批上市，用于非小细胞肺癌一线治疗；该产品是在传统紫杉醇的基础上运用纳米技术进行剂型创新，以2.2类创新药获批上市。相较于已上市的其他紫杉醇剂型，胶束具有较强的体内稳定性和肿瘤内药物释放的高敏感度、相对更好的安全性和临床使用便捷。

■ 2022年6月，注射用紫杉醇胶束列入《中华医学会肺癌临床诊疗指南（2022版）》，联合铂类被推荐用于非鳞状细胞癌驱动基因阴性患者的一线治疗（1类推荐证据）、以及鳞状细胞癌驱动基因阴性患者的一线治疗（1类推荐证据）；2023年1月，注射用紫杉醇胶束列入《IV期原发性肺癌中国治疗指南（2023年版）》，联合铂类用于IV期非小细胞肺癌（NSCLC）患者的一线化疗；2023年4月，注射用紫杉醇胶束被列入《中国临床肿瘤学会（CSCO）非小细胞肺癌诊疗指南（2023）》，联合铂类用于IV期无驱动基因、鳞癌及非鳞癌非小细胞肺癌的一线治疗（1级推荐1A类证据）。

■ 2022年，为该产品首个完整商业化年度；在未进医保、未被纳入CSCO临床指南推荐且有疫情影响的情况下，公司实现全年销售2.35亿元，同比增长5687%。我们认为，随着胶束产品陆续进入专业学会诊疗指南推荐，产品影响力与进院销售获得较大提速将是大概率事件。

诸多适应症扩展推进中，更多胶束产品在研，管线蓄力丰富。根据公司年报披露，上述胶束产品已有II、III期临床试验20余项，涉及乳腺癌、肺癌、胰腺癌等多个癌种。同时，公司有针对性胰腺肿瘤的靶向性PMC（靶向多肽偶联纳米胶束）等多项创新产品在研。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计2023/24/25年实现营收4.98/8.60/13.53亿元；预计2023/24/25年归母净利润3.04/5.57/8.95亿元。维持“买入”评级。

风险提示

单一产品依赖、商业化不达预期、大股东减持、公司所处药物递送系统创新领域技术快速更迭等风险。

医药组

分析师：赵海春（执业S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

市价（人民币）：84.70元

相关报告：

- 《上海谊众公司点评：紫杉醇胶束放量增长，进院提速在即》，2023.4.2
- 《上海谊众公司点评：紫杉醇胶束销售2.36亿，同比增加5687...》，2023.3.1
- 《上海谊众深度报告-全球纳米新秀，国产独家紫杉醇胶束重磅上市》，2022.12.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4	236	498	860	1,353
营业收入增长率	n.a.	n.a.	111%	73%	57.32%
归母净利润(百万元)	-4	143	304	558	896
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	112%	84%	60.67%
摊薄每股收益(元)	-0.038	0.993	1.918	3.524	5.662
每股经营性现金流净额	-0.46	0.77	1.86	3.61	5.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a.	n.a.	19.25%	26.76%	30.97%
P/E	n.a.	n.a.	44.17	24.04	14.96
P/B	n.a.	7.61	8.50	6.43	4.63

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	0	4	236	498	860	1,353	货币资金	0	110	710	813	893	1,622
增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	72.8%	57.3%	应收款项	0	4	42	49	85	134
主营业务成本	0	0	-17	-37	-65	-101	存货	1	12	17	31	53	83
%销售收入	n.a.	n.a.	7.2%	7.5%	7.5%	7.5%	其他流动资产	56	867	430	442	458	480
毛利	0	4	219	460	796	1,252	流动资产	58	994	1,200	1,335	1,489	2,320
%销售收入	n.a.	n.a.	92.8%	92.5%	92.5%	92.5%	%总资产	22.3%	82.8%	88.6%	82.6%	69.3%	77.5%
营业税金及附加	0	0	-1	-2	-3	-5	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	n.a.	n.a.	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	88	84	121	165	539	548
销售费用	0	-2	-89	-124	-172	-244	%总资产	33.9%	7.0%	9.0%	10.2%	25.1%	18.3%
%销售收入	n.a.	n.a.	37.7%	25.0%	20.0%	18.0%	无形资产	10	9	9	14	19	23
管理费用	-12	-15	-10	-20	-34	-54	非流动资产	201	207	155	282	661	675
%销售收入	n.a.	n.a.	4%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	77.7%	17.2%	11.4%	17.4%	30.7%	22.5%
研发费用	-18	-13	-8	-20	-26	-41	资产总计	259	1,201	1,355	1,616	2,149	2,995
%销售收入	n.a.	n.a.	3%	4.0%	3.0%	3.0%	短期借款	3	17	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	-30	-27	112	294	560	908	应付款项	5	3	23	28	48	75
%销售收入	n.a.	n.a.	47.3%	59.1%	65.1%	67.1%	其他流动负债	4	2	7	9	15	23
财务费用	2	6	18	15	17	25	流动负债	12	21	30	37	63	98
%销售收入	n.a.	n.a.	-8%	-3.1%	-2.0%	-1.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	4	6	3	3	3
公允价值变动收益	0	3	1	0	0	0	负债	15	25	35	40	65	101
投资收益	3	2	12	10	10	10	普通股股东权益	244	1,176	1,319	1,577	2,084	2,894
%税前利润	-15.7%	-23.6%	8.0%	3.1%	1.7%	1.1%	其中：股本	79	106	144	158	158	158
营业利润	-22	-9	152	319	587	943	未分配利润	-23	-27	105	348	856	1,665
营业利润率	n.a.	n.a.	64.2%	64.2%	68.3%	69.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	-2	0	0	0	负债股东权益合计	259	1,201	1,355	1,616	2,149	2,995
税前利润	-22	-9	150	319	587	943	比率分析						
利润率	n.a.	n.a.	63.4%	64.2%	68.3%	69.7%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	0	5	-7	-16	-29	-47	每股指标						
所得税率	n.a.	n.a.	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%	每股收益	n.a.	-0.038	0.993	1.918	3.524	5.662
净利润	-22	-4	143	304	558	896	每股净资产	n.a.	11.111	9.168	9.961	13.167	18.283
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	n.a.	-0.461	0.770	1.859	3.614	5.950
归属于母公司的净利润	-22	-4	143	304	558	896	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.320	0.350	0.600
净利率	n.a.	n.a.	60.5%	61.0%	64.9%	66.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	n.a.	n.a.	n.a.	19.25%	26.76%	30.97%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	n.a.	n.a.	n.a.	18.78%	25.95%	29.92%
净利润	-22	-4	143	304	558	896	投入资本收益率	n.a.	n.a.	n.a.	17.73%	25.53%	29.81%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	7	7	8	7	21	36	主营业务收入增长率	n.a.	n.a.	n.a.	111%	73%	57.32%
非经营收益	-6	-17	-25	-18	-10	-10	EBIT 增长率	n.a.	n.a.	n.a.	164%	90%	62.15%
营运资金变动	0	-36	-16	-25	-49	-66	净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	112%	84%	60.67%
经营活动现金净流	-20	-49	111	268	520	856	总资产增长率	-6.77%	363.88%	13%	19.32%	32.98%	39.32%
资本开支	-5	-3	-36	-129	-400	-50	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	n.a.	n.a.	36.0	36.0	36.0	36.0
其他	22	-782	538	10	10	10	存货周转天数	n.a.	n.a.	310.2	300.0	300.0	300.0
投资活动现金净流	17	-786	502	-119	-390	-40	应付账款周转天数	n.a.	n.a.	243.6	250.0	250.0	250.0
股权募资	0	1,008	0	0	0	0	固定资产周转天数	n.a.	n.a.	126.9	70.1	197.3	126.5
债权募资	3	14	-17	0	0	0	偿债能力						
其他	0	-77	0	-46	-50	-86	净负债/股东权益	-15.44%	-78.80%	-79.54%	-73.06%	-59.09%	-67.78%
筹资活动现金净流	3	945	-17	-46	-50	-86	EBIT 利息保障倍数	13.3	4.6	-6.1	-19.3	-32.8	-36.1
现金净流量	0	110	596	103	80	730	资产负债率	5.91%	2.08%	2.61%	2.45%	3.04%	3.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-31	买入	69.80	93.60~93.60
2	2023-03-01	买入	96.50	N/A
3	2023-04-02	买入	88.44	N/A

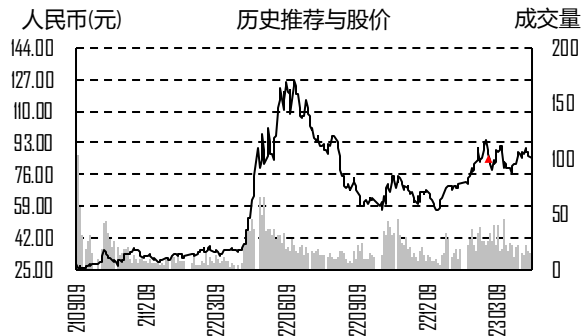
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402