

上海谊众 (688091.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

紫杉醇胶束单季销售近亿，产能蓄力后劲可期

事件

2023年4月25日，公司发布2023年1季报，1Q23营收9240万元，同比增长169.06%；归母/扣非净利润5503/4780万元，同比增长78.98%/106.73%。业绩符合预期。

点评

紫杉醇胶束纳入指南，销售提速在即。 (1) 相较1Q22的3434万，1Q23公司紫杉醇聚合物胶束的单季度销售近1亿元，扣非净利润翻倍，增势确定。(2) 该产品自2021年10月上市以来相继纳入多个权威诊疗指南：2023年4月24日获《中国临床肿瘤学会(CSCO)非小细胞肺癌诊疗指南(2023)》I级推荐。我们认为，随着更多的指南推荐，产品影响力和进院销售有望进一步加大和提速。

研发加力，管线丰富，成长后劲充分。 (1) 公司针对核心产品注射用紫杉醇聚合物胶束，已开展II/III期临床试验20余项，涉及的癌种包含乳腺癌、肺癌、胰腺癌、胃癌、胆管癌、结直肠癌、食管癌、头颈部肿瘤和卵巢癌等癌种。其中，针对乳腺癌的扩大适应症III期试验，以及针对晚期肺鳞癌、联合PD-1(特瑞普利单抗)与白紫联合PD-1做头对头比较的III期试验，皆已获批临床。

(2) 公司同时已在开展两种靶向纳米紫杉醇聚合物胶束的研发，一种为针对胰腺肿瘤治疗研发的靶向性PMC(靶向多肽偶联纳米胶束)药物；另一种为针对前列腺肿瘤、胰腺肿瘤治疗研发的靶向性AMC(靶向小分子偶联纳米胶束)药物。两种药物是通过在紫杉醇纳米胶束表面修饰靶向性多肽或小分子，通过主动靶向性纳米药物递送系统，大幅增加药物在肿瘤组织的富集量，以增强疗效。

产能就绪，紫杉醇放量可持续。 (1) 产能建设方面，公司现有厂房新增设的生产线已完成全部硬件建设，具备年产100万支注射用紫杉醇聚合物胶束产能，预计2023年中期可正式商业化投产；随着公司500万支紫杉醇聚合物配套设施募投项目的推进，产品的营销需求将获得充足产能保障。(2) 产品商业化持续推进。公司自营销队伍已有120余人，紫杉醇胶束在全国27个省市挂网成功。我们认为，随着该产品进入权威临床指南推荐等各项催化推动进院提速，相较于此前DTP药房为主的销售市场，新增院内销售市场将使公司销售增长提速。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计2023/24/25年营收4.98/8.6/13.53亿元，同比增加111%/73%/57%；归母净利润3.04/5.58/8.96亿元，同比增加112%/84%/61%。维持“买入”评级。

风险提示

单一产品依赖、商业化不达预期、大股东减持等风险。

医药组

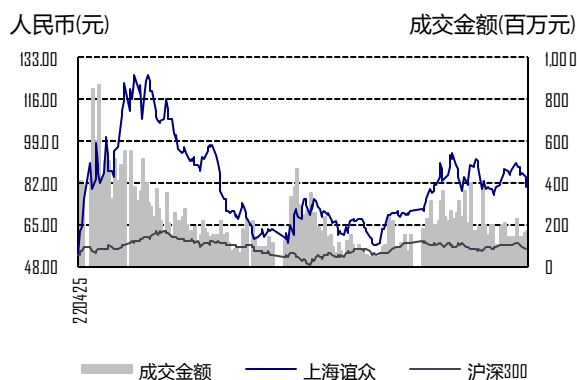
分析师：赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价(人民币)：80.09元

相关报告：

- 《上海谊众公司点评：紫杉醇聚合物胶束获CSCO临床指南1级推荐》，2023.4.24
- 《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



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.	41.76	22.73	14.15
P/B	n.a.	7.61	8.04	6.08	4.38

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	0	4	236	498	860	1,353
增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	72.8%	57.3%
主营业务成本	0	0	-17	-37	-65	-101
%销售收入	n.a.	n.a.	7.2%	7.5%	7.5%	7.5%
毛利	0	4	219	460	796	1,252
%销售收入	n.a.	n.a.	92.8%	92.5%	92.5%	92.5%
营业税金及附加	0	0	-1	-2	-3	-5
%销售收入	n.a.	n.a.	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	0	-2	-89	-124	-172	-244
%销售收入	n.a.	n.a.	37.7%	25.0%	20.0%	18.0%
管理费用	-12	-15	-10	-20	-34	-54
%销售收入	n.a.	n.a.	4%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-18	-13	-8	-20	-26	-41
%销售收入	n.a.	n.a.	3%	4.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	-30	-27	112	294	560	908
%销售收入	n.a.	n.a.	47.3%	59.1%	65.1%	67.1%
财务费用	2	6	18	15	17	25
%销售收入	n.a.	n.a.	-8%	-3.1%	-2.0%	-1.9%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	1	0	0	0
投资收益	3	2	12	10	10	10
%税前利润	-15.7%	-23.6%	8.0%	3.1%	1.7%	1.1%
营业利润	-22	-9	152	319	587	943
营业利润率	n.a.	n.a.	64.2%	64.2%	68.3%	69.7%
营业外收支	0	0	-2	0	0	0
税前利润	-22	-9	150	319	587	943
利润率	n.a.	n.a.	63.4%	64.2%	68.3%	69.7%
所得税	0	5	-7	-16	-29	-47
所得税率	n.a.	n.a.	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	-22	-4	143	304	558	896
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-22	-4	143	304	558	896
净利率	n.a.	n.a.	60.5%	61.0%	64.9%	66.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-22	-4	143	304	558	896
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	7	8	7	21	36
非经营收益	-6	-17	-25	-18	-10	-10
营运资金变动	0	-36	-16	-25	-49	-66
经营活动现金净流	-20	-49	111	268	520	856
资本开支	-5	-3	-36	-129	-400	-50
投资	0	0	0	0	0	0
其他	22	-782	538	10	10	10
投资活动现金净流	17	-786	502	-119	-390	-40
股权募资	0	1,008	0	0	0	0
债权募资	3	14	-17	0	0	0
其他	0	-77	0	-46	-50	-86
筹资活动现金净流	3	945	-17	-46	-50	-86
现金净流量	0	110	596	103	80	730

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	0	110	710	813	893	1,622
应收款项	0	4	42	49	85	134
存货	1	12	17	31	53	83
其他流动资产	56	867	430	442	458	480
流动资产	58	994	1,200	1,335	1,489	2,320
%总资产	22.3%	82.8%	88.6%	82.6%	69.3%	77.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	88	84	121	165	539	548
%总资产	33.9%	7.0%	9.0%	10.2%	25.1%	18.3%
无形资产	10	9	9	14	19	23
非流动资产	201	207	155	282	661	675
%总资产	77.7%	17.2%	11.4%	17.4%	30.7%	22.5%
资产总计	259	1,201	1,355	1,616	2,149	2,995
短期借款	3	17	0	0	0	0
应付款项	5	3	23	28	48	75
其他流动负债	4	2	7	9	15	23
流动负债	12	21	30	37	63	98
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	6	3	3	3
负债	15	25	35	40	65	101
普通股股东权益	244	1,176	1,319	1,577	2,084	2,894
其中：股本	79	106	144	158	158	158
未分配利润	-23	-27	105	348	856	1,665
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	259	1,201	1,355	1,616	2,149	2,995

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	n.a.	-0.038	0.993	1.918	3.524	5.662
每股净资产	n.a.	11.111	9.168	9.961	13.167	18.283
每股经营现金净流	n.a.	-0.461	0.770	1.859	3.614	5.950
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.320	0.350	0.600
回报率						
净资产收益率	n.a.	n.a.	n.a.	19.25%	26.76%	30.97%
总资产收益率	n.a.	n.a.	n.a.	18.78%	25.95%	29.92%
投入资本收益率	n.a.	n.a.	n.a.	17.73%	25.53%	29.81%
增长率						
主营业务收入增长率	n.a.	n.a.	n.a.	111%	73%	57.32%
EBIT 增长率	n.a.	n.a.	n.a.	164%	90%	62.15%
净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	112%	84%	60.67%
总资产增长率	-6.77%	363.88%	13%	19.32%	32.98%	39.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	n.a.	n.a.	36.0	36.0	36.0	36.0
存货周转天数	n.a.	n.a.	310.2	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	n.a.	n.a.	243.6	250.0	250.0	250.0
固定资产周转天数	n.a.	n.a.	126.9	70.1	197.3	126.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.44%	-78.80%	-79.54%	-73.06%	-59.09%	-67.78%
EBIT 利息保障倍数	13.3	4.6	-6.1	-19.3	-32.8	-36.1
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
4	2023-04-24	买入	86.30	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。

任何形式的复制、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