

分析师: 李琳琳
 登记编码: S0730511010010
 lill@ccnew.com 021-50586983

中药为基, 创新引领

——众生药业(002317)调研分析报告

证券研究报告-调研分析报告

买入(维持)

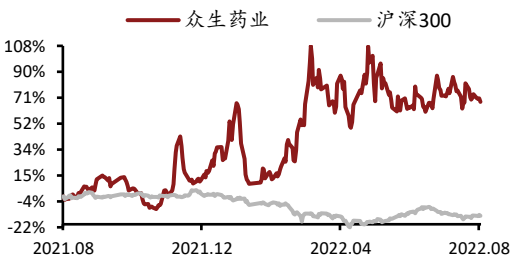
市场数据(2022-08-18)

收盘价(元)	14.83
一年内最高/最低(元)	18.60/8.12
沪深 300 指数	4,180.10
市净率(倍)	3.38
流通市值(亿元)	104.88

基础数据(2022-06-30)

每股净资产(元)	4.39
每股经营现金流(元)	0.20
毛利率(%)	66.11
净资产收益率_摊薄(%)	5.66
资产负债率(%)	32.35
总股本/流通股(万股)	81,443.11/70,721.54
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《众生药业(002317)调研简报: 创新管线药物稳步推进》 2022-03-23

《众生药业(002317)调研简报: 回购彰显管理层对公司未来发展的信心》 2021-02-08

《众生药业(002317)公司点评报告: 疫情及医药行业变革, 诱发商誉大幅减值》 2021-01-05

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 众生药业始创于 1979 年, 前身为两家东莞地区的镇办企业石龙制药厂和华南制药厂, 两者合并改制后, 公司于 09 年正式步入资本市场, 上市代码为 002317, 简称“众生药业”。公司产品覆盖眼科、心脑血管、呼吸等重大疾病领域。
- 2022 年上半年公司实现营业收入 13.26 亿元, 同比增长 9.57%; 实现归母净利润 2.02 亿元, 同比下滑 29.73%; 扣非后归母净利润 1.88 亿元, 同比下滑 9.45%。基本每股收益 0.25 元。上半年公司主营业务经营稳健。公司中报符合我们的预期。
- 中成药为公司核心业务基础, 创新药管线稳步推进。流感 1.1 类新药 1273 片的国内研究正处于 III 期临床研究中, 已有部分受试者入组, 预计 2022 年末 III 期临床试验的入组有望完成。美国临床获批, 将择机开展。新冠小分子口服药 RAY1216 片的 I 期临床试验, 达到预期研究目的, II/III 期临床研究有望迅速推进。
- 盈利预测。预计公司 2022 年每股收益 0.47 元, 2023 年 0.54 元, 2024 年 0.62 元, 对应 8 月 18 日收盘 14.83 元, 2022 年、2023 年、2024 年市盈率分别为 31.55 倍, 27.46 倍和 23.92 倍。考虑到公司在呼吸类创新药领域的先发优势, 给予公司“买入”的投资评级。
- 风险提示: 集采价格降幅超预期, 疫情发展超于预期, 创新药研发紧密度低于预期

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1896	2429	2672	2939	3233
增长比率(%)	-25.11%	28.13%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润(百万元)	-427	278	383	440	506
增长比率(%)	-234.27%	165.08%	37.89%	14.97%	14.93%
每股收益(元)	-0.52	0.34	0.47	0.54	0.62
市盈率(倍)	—	43.50	31.55	27.44	23.88

资料来源: 聚源数据, 中原证券

内容目录

1. 公司简介.....	3
2. 2022 年上半年公司主营业务经营稳健.....	3
3. 中成药是公司核心业务基础和重要的增长来源.....	4
4. 创新药引领公司未来发展.....	6
4.1. 呼吸系统创新药研发进展.....	8
4.1.1. 1273 项目进展.....	8
4.1.2. 1603 项目进展.....	8
4.1.3. 新冠小分子口服药 RAY1216 项目研发进展.....	9
4.2. 公司 NASH 领域创新药研发进展.....	9
4.3. 肿瘤创新药物研发进展.....	10
5. 盈利预测.....	10
6. 风险提示.....	10

图表目录

图 1: 公司主营业务收入、归母净利润及增速/百万元, %.....	3
图 2: 公司毛利率走势/%.....	3
图 3: 公司期间费用率走势/%.....	4
图 4: 公司资产负债率走势/%.....	4
图 5: 众生药业主营业务构成.....	4
图 6: 复方血栓通系列公立医疗机构占有率.....	5
图 7: 复方血栓通系列药店占有率.....	5
图 8: 2021 年中国公立医疗机构终端心脑血管中成药亚类竞争格局.....	6
表 1: 公司主要中成药产品.....	6

1. 公司简介

众生药业始创于 1979 年，前身为两家东莞地区的镇办企业石龙制药厂和华南制药厂，两者合并改制后，公司于 09 年正式步入资本市场，上市代码为 002317，简称“众生药业”。公司产品覆盖眼科、心脑血管、呼吸等重大疾病领域。

截止到 2022 年 7 月 27 日，公司总股本为 8.14 亿股，自然人张玉冲直接持有公司股份 9264 万股，占公司总股本的 11.37%，直接及间接控制公司 22.75% 的表决权，为公司控股股东、实际控制人。

2. 2022 年上半年公司主营业务经营稳健

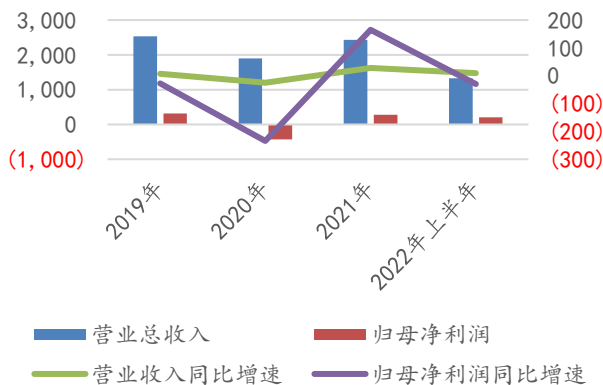
2022 年上半年公司实现营业收入 13.26 亿元，同比增长 9.57%；实现归母净利润 2.02 亿元，同比下滑 29.73%；扣非后归母净利润 1.88 亿元，同比下滑 9.45%。基本每股收益 0.25 元。

扣非后归母净利润同比减少的主要原因是报告期内基于战略的继续推进，公司实施限制性股票激励计划、员工持股计划确认股份支付费用及增加研发投入所致。扣除这些因素影响，整体来看，在新冠疫情的影响下，上半年公司主营业务经营稳健。公司中报基本符合我们的预期。

分产品看，中成药上半年实现营业收入 8.53 亿元，较上年同期增长 8.8%；化学药实现营业收入 3.70 亿元，较上年同期略微下降 0.7%。

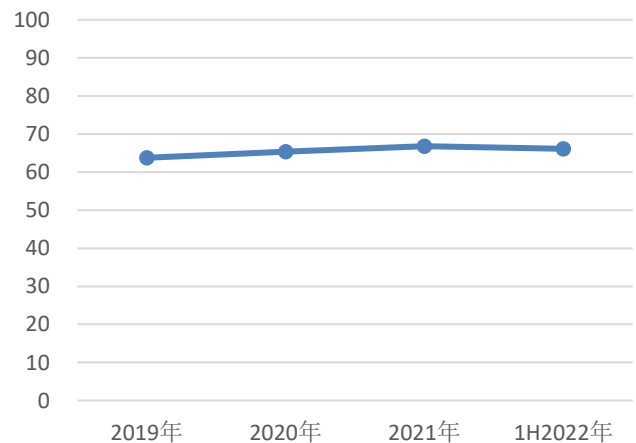
从毛利率看，2022 年上半年公司毛利率为 66.11%，较上年同期下滑了 1.85 个百分点，主要来自于原材料涨价，集采下化药毛利率的下降；从三项费用率看，公司的财务费用率较上年同期上升了 2.49 个百分点，主要是截至到 6 月 30 日，金融负债利息计提和票据贴现利息支出同比增加所致，后续财务费用率将回归正常。从研发费用率看，近年来，公司的研发费用率一直维持在 5%-6% 之间。

图 1：公司主营业务收入、归母净利润及增速/百万元，%



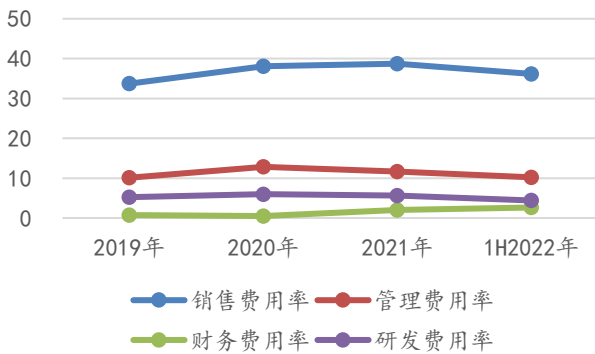
资料来源：wind, 中原证券

图 2：公司毛利率走势/%



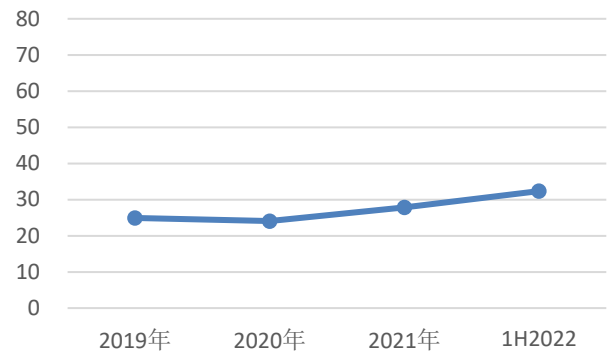
资料来源：wind, 中原证券

图 3：公司期间费用率走势/%



资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司资产负债率走势/%

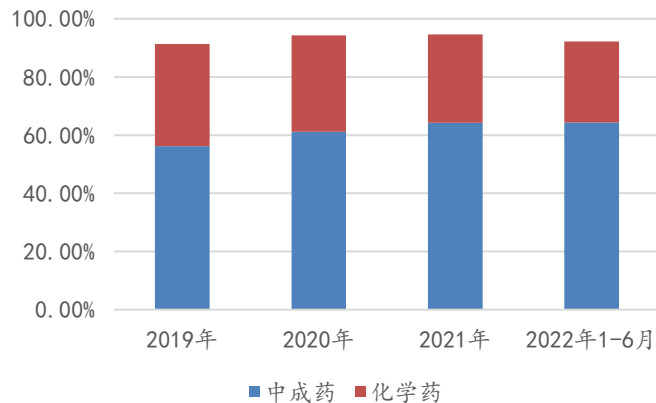


资料来源：wind,中原证券

3. 中成药是公司核心业务基础和重要的增长来源

中成药是公司核心业务基础。从公司营业收入的构成看，中成药近三年来在公司主营业务收入中的占比均在 5 成以上。

图 5：众生药业主营业务构成



资料来源：wind，中原证券

公司的中成药产品主要包括复方血栓通系列，脑栓通胶囊、众生丸等。米内网数据显示，在中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心及乡镇卫生院（简称中国公立医疗机构）终端及中国城市实体药店终端，众生药业的三大中药系列品种在 2021 年合计销售额突破 12 亿元。

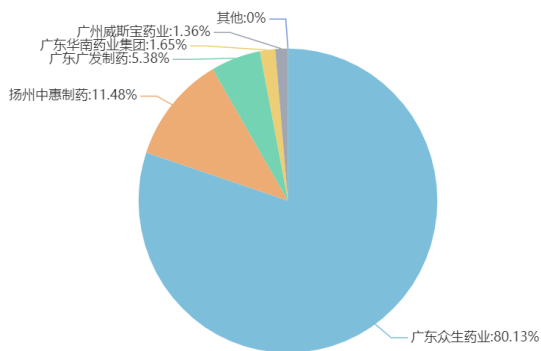
其中，复方血栓通系列为理血剂，具有活血化瘀，益气养阴之功效。主治血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，症见视力下降或视觉异常、眼底瘀血征象，神疲乏力、咽干、口干等。该系列产品是国家基本药物、国家医保目录品种，临床证据丰富，疗效确切，药物经济学优势突出，被多项临床指南及共识推荐用于多种眼底病。复方血栓通产品是公司中成药管线的第一大品种，米内网统计数据 displays，2021 年在公立医疗机构和实体药店两大终端中实现销售收入约 9.1 亿元；在国内公立医疗机构的占有率达到 81.78%（下文均包含广东众生与华南药

业)，在实体药店的占有率为 96.01%。该系列产品长期位居中国公立医疗机构终端眼科其他用药品品牌首位，其中，复方血栓通胶囊以及复方血栓通颗粒为公司的独家产品。

复方血栓通系列产品上半年增长较为稳健，下半年面临着广东省联盟集采的落地，从降价幅度看，广东省的中成药集采相对温和；目前集采工作尚未开展，预计下半年该系列产品经营形势受到的影响有限。长期来看，随着老龄人口的增加，公司的复方血栓通系列产品有望保持稳定增长。

图 6：复方血栓通系列公立医疗机构占有率

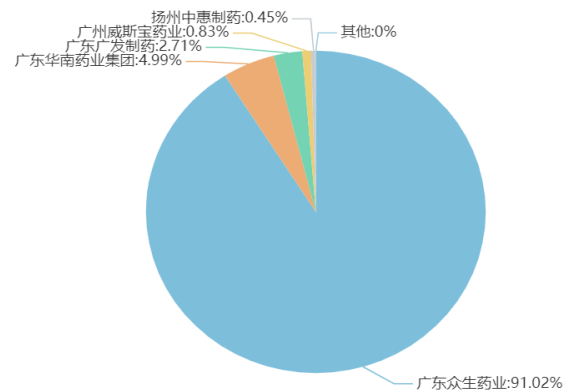
【2021】中国【城市公立,城市社区,县级公立,乡镇卫生】【中成药】【复方血栓通】TOP20品牌格局



资料来源：米内网，中原证券

图 7：复方血栓通系列药店占有率

【2021】中国城市实体药店【中成药】【复方血栓通】品牌TOP20格局



资料来源：米内网，中原证券

脑栓通胶囊是公司中成药管线中的第二大品种，是中国中医科学院王永炎院士基于“毒损脑络”病机学说研制的现代中成药，具有改善脑血循环和神经功能保护两重功效，广泛用于缺血性脑卒中中的一级预防、二级预防、急性期和恢复期治疗，是缺血性脑卒中的临床常用药物，是国家医保目录独家品种。临床证据丰富，药物经济学优势突出，成长空间大。脑栓通胶囊发明专利“治疗中风的药物及其制备方法”获得第二十届中国专利银奖，是该次获奖的中国专利奖金奖和银奖中唯一的中医中药类专利。

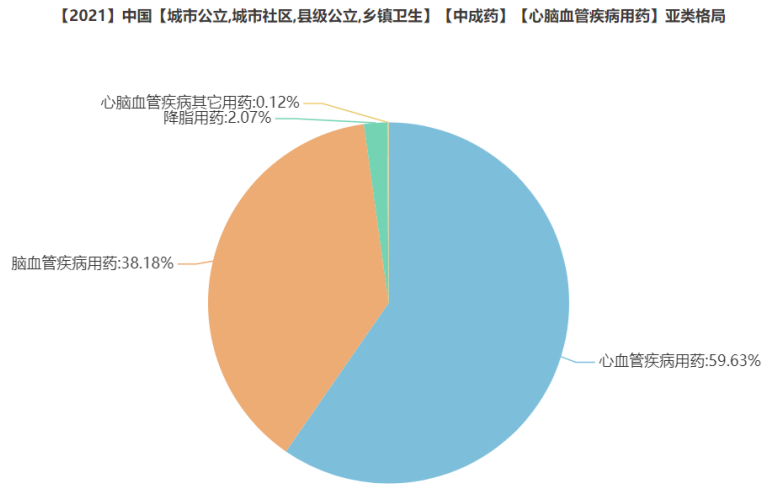
2022 年 5 月 13 日，中国中药协会脑病药物研究专委会工作会暨脑栓通胶囊基于“毒损脑络”理论治疗缺血性脑卒中临床研究总结会在北京召开。该项目由中国中药协会脑病药物研究专业委员会组织实施，由北京中医药大学中医脑病研究院高颖院长、首都医科大学吉训明副校长牵头，带领全国 84 家参研单位 100 多位中西医脑病专家参与研究。大样本注册登记研究结果显示，脑栓通胶囊基于“毒损脑络”理论治疗缺血性脑卒中具有疗效，在防治卒中后认知损害方面有一定作用趋势，验证了产品“毒损脑络”的理论特点。

近年来，公司的脑栓通胶囊销售增长较快，米内网数据显示，2021 年，脑栓通胶囊的销售额为 2.65 亿元，同比增长 25.53%。2022 年全年预计仍将保持较好的增长速度。未来集采的落地有助于脑栓通胶囊市场空间的打开。

长期来看，中成药在心脑血管治疗领域仍将发挥重要作用。心脑血管疾病是较为常见的能够对人类身体健康和生命安全产生危害的疾病之一。与其他疾病相比，心脑血管疾病表现出更

高的发病率、致残率、死亡率及复发率，且伴有多种并发症。米内网统计数据显示，受政策及疫情等多方面因素影响，2021年中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心以及乡镇卫生院（简称中国公立医疗机构）终端心脑血管中成药市场规模为835亿元，略微下滑1.64%。心脑血管中成药是中成药市场最大的治疗大类，所占市场份额超过30%。心脑血管治疗用药中的中成药涵盖4个治疗亚类，主要集中在心血管疾病用药及脑血管疾病用药。2021年心血管疾病用药占59.63%；脑血管疾病用药占38.18%。

图8：2021年中国公立医疗机构终端心脑血管中成药亚类竞争格局



资料来源：米内网，中原证券

近年来，我国心脑血管疾病用药市场呈现稳定增长态势。老龄人口的增加和发病率的上升将推动市场的增长。心脑血管病发病率的不断上升亦将增加药物需求。考虑到心脑血管疾病属于长期用药的慢性病，人们往往倾向于选择疗效好并且温和的中成药，中成药在治疗心脑血管疾病领域发挥着重要的作用。米内网数据显示，目前脑血管疾病中成药TOP20在公立医疗机构和实体药店中的销售规模超过270亿元，公司的脑栓通胶囊随着市场推广的不断深入，未来有望成长为10亿单品。

表1：公司主要中成药产品

产品名称	类别	2021年合计销售规模（亿元）
复方血栓通	眼科其他用药	9.1
脑栓通	脑血管疾病用药	2.7
众生丸等	清热解毒用药	0.9

资料来源：米内网，中原证券

4. 创新药引领公司未来发展

公司的创新药管线布局起步较早。2009年上市后，公司开始逐步与国内科研院所，药明康德等科研企业合作，布局化药领域，是国内向创新药转型较早的企业之一。从创新药的管线布局看，主要集中在呼吸、肿瘤以及非酒精性脂肪肝炎三大领域。

表 2：公司创新药管线布局

研发管线	项目代码	药品注册代码	适应症	项目特点
非酒精性脂肪性肝炎研发管线	ZSYM009	ZSP1601	非酒精性脂肪性肝炎	1、全新靶点，作用机制新颖，有望成为 First-In-Class 药物； 2、国内第一个获批临床用于 NASH 治疗的小分子创新药物； 3、剂量相关的抗肝纤维化作用； 4、安全治疗窗口非常高。
	ZSYM007	ZSP0678	非酒精性脂肪性肝炎/原发性胆汁性胆管炎	1、靶点安全性、有效性得到临床验证； 2、动物体内外活性及药代性质优于参考化合物。
	RCYM001		非酒精性脂肪性肝炎	1、靶点安全性、有效性得到临床验证； 2、体内外活性及药代特性优于参考化合物； 3、安全性和选择性优于参考化合物。
	RAY001		非酒精性脂肪性肝炎等代谢性疾病	/
	RAY002		非酒精性脂肪性肝炎等代谢性疾病	/
呼吸系统疾病研发管线	ZSYM005	ZSP1273	预防和治疗甲型流感及人禽流感	1、作用靶点新颖，不易产生耐药，国内第一个获批临床试验的甲型流感病毒 RNA 聚合酶抑制剂； 2、体外抗流感病毒活性约为奥司他韦的 1000 倍以上，且显著优于国外同类临床在研化合物 VX-787，有成为 Best-In-Class 药物的潜力； 3、对于奥司他韦耐药的病毒株和高致病性禽流感病毒株也具有强抑制作用； 4、可以和奥司他韦联合用药，增强临床抗流感病毒效果。
	ZSYM002	ZSP1603	特发性肺纤维化	1、国内同靶点第一个获批临床； 2、相比参考化合物肝毒性潜在风险更低； 3、明确量效关系的抗肺纤维化作用。
	RAY1216		新冠病毒	广谱、强效的抗新冠临床候选化合物，对新冠病毒 3CL 蛋白酶具有显著的抑制作用。
肿瘤研发管线	ZSYM004	ZSP1602	抗肿瘤	1、更高的体内外活性，良好的安全性和耐受性及药代特性，有望成为 Best-in-class； 2、临床试验设计紧扣精准医学，选择靶点信号通路相关基因突变或高表达人群。
	ZSYM006	ZSP1241	抗肿瘤	1、体内外强效，在多种肝癌、胃癌 CDX 或者 PDX 模型上展现显著抗肿瘤作用； 2、药代特性显著优于参考化合物，可与索拉非尼联合使用，增强疗效。

资料来源：公司公告，中原证券

4.1. 呼吸系统创新药研发进展

4.1.1. 1273 项目进展

一类创新药物 ZSP1273 片是全球同靶点唯一正在开展 III 期临床研究的潜在 best-in-class 药物，主要用于预防和治疗甲型流感及人禽流感。该项目是国内首个获批临床试验的治疗甲型流感的小分子 RNA 聚合酶抑制剂，其作用机制新颖明确，靶点选择性高，体外活性强。

从体外试验数据看，ZSP1273 具有强大的体外广谱抗甲型流感病毒活性，对多种甲型流感病毒的抑制能力明显优于同靶点化合物以及神经氨酸酶抑制剂奥司他韦；体内药效试验也较同靶点参考化合物和奥司他韦有更好的保护动物、降低动物肺部病毒滴度的药效；ZSP1273 对于奥司他韦耐药的病毒株及高致病性禽流感病毒均具有很强的抑制作用，并且与奥司他韦联合用药展现高度协同作用；在符合药物非临床研究质量管理规范下的毒理研究结果表明 ZSP1273 安全性良好，安全治疗窗口非常高。在耐药性方面，ZSP1273 也表现出明显的优势。在流感大流行期间，现有抗病毒药物一旦发生耐药，将对社会公共卫生造成较严重威胁，需要有更多的抗流感治疗药物。

公司旗下子公司众生睿创根据美国 FDA 要求，开展了对美国甲型流感病毒株和对巴洛沙韦耐药的病毒株活性测试，其结果显示，ZSP1273 对两种美国流感病毒株 H1N1 和 H3N2 以及巴洛沙韦耐药的病毒株均有活性，且活性水平 EC₅₀（引起 50% 最大效应的浓度）仍保持在 0.01-0.03nM 水平，ZSP1273 对巴洛沙韦耐药病毒株的体外 EC₉₀（引起 90% 最大效应的浓度）活性为巴洛沙韦的 3000 倍。若 ZSP1273 研发成功，可以为应对奥司他韦耐药和/或巴洛沙韦耐药甲型流感提供新的治疗选择，以解决未满足的重大公共卫生需求，从而成长为一个 10 亿规模以上的大单品药物。

受新型冠状病毒肺炎疫情和防控政策影响，近两年全球和国内的甲型流感处于低流行水平，目前 1273 片的国内研究正处于 III 期临床研究中，已有部分受试者入组，预计 2022 年末 III 期临床试验的入组有望完成。此外，ZSP1273 片已于今年 3 月收到美国食品药品监督管理局签发的药物临床试验批准通知书（Study May Proceed Letter），同意 ZSP1273 片在美国开展临床试验。后续随着疫情的缓解，该项目有望在国外开展临床试验。考虑到该项目的临床试验总项目负责人为钟南山院士，临床条件一旦成熟，预计成功率较高。

4.1.2. 1603 项目进展

ZSP1603 是众生睿创研发的具有明确作用机制和全球自主知识产权的用于治疗特发性肺纤维化（下文简称“IPF”）及晚期复发性、难治性或转移性实体瘤的化学药一类创新药物。IPF 发病年龄大多在 50~70 岁之间，随着人口的老龄化，在全球范围内，该疾病的发病率越来越高。IPF 病因及确切发病机制还不清楚，目前尚无肯定显著有效的治疗 IPF 的药物。吡非尼酮和尼达尼布已被证明可以减缓疾病的进展，然而，它们对于 IPF 的长期疗效、对生存期的影响等尚不确定，需更多的研究支持。此外，这两种药物的治疗费用昂贵，有较明显的副作用。基于 IPF 的治疗现状及现有药物存在的不足，IPF 仍然是一个临床需求高度未得到满足的领域。据统计，2020 年中国

IPF 治疗的市场规模为 4.78 亿元，

目前，1603 胶囊主要在公司旗下子公司众生睿创中进行开发。ZSP1603 胶囊是一种多靶点酪氨酸激酶抑制剂，既抑制血管内皮细胞的异常增生，同时也抑制成纤维细胞的活化，进而抑制新生血管的生成及纤维化的进程。目前 1603 正处于 Ib/IIa 期临床研究，一旦开发成功，将为 IPF 的临床治疗提供更多的治疗选择，满足患者的临床治疗需求。

4.1.3. 新冠小分子口服药 RAY1216 项目研发进展

RAY1216 是公司旗下子公司众生睿创布局的新冠小分子口服药。该药和辉瑞的 Paxlovid 布局同一个靶点，即新型冠状病毒主蛋白酶（main protease, Mpro, 简称“3CLpro”）。

临床前研究表明 RAY1216 是广谱、强效的抗新冠临床候选化合物，对新冠病毒 3CL 蛋白酶具有显著的抑制作用，且对不同新冠病毒变异株（野生株、Alpha、Beta、Delta、Omicron）均有高效的体外抑制活性，抑制作用与被美国和中国药品监管部门批准紧急授权使用（EUA）或附条件批准上市的奈玛特韦（下文简称“PF-07321332”）相当；在新冠病毒 Delta 株感染的 K18-hACE2 小鼠模型中，RAY1216 能有效保护小鼠，可显著降低肺组织病毒滴度，改善肺部病变，对新冠病毒导致的组织损伤具有明显的改善作用，呈现出较好的量效关系，其抗新冠病毒效果与同剂量 PF-07321332 相当。安全性结果提示，RAY1216 存在脱靶副作用的风险较低，致畸、致突变等研究结果为阴性，具有较高的治疗指数和良好的安全性。目前，RAY1216 片的 I 期临床试验，已按临床研究计划完成全部受试者的入组和临床观察，试验结果显示安全性和药代动力学特性良好，达到预期研究目的，众生睿创将按照相关要求高质量、快速推进 RAY1216 用于新冠感染患者的 II/III 期临床研究，做好与药审中心的沟通与交流，进一步探索和确证 RAY1216 单药治疗新冠感染患者的安全性及有效性。

4.2. 公司 NASH 领域创新药研发进展

NASH 的全称为 non-alcoholic steatohepatitis，是指非酒精性脂肪性肝炎；为非酒精性脂肪性肝病中的第二个阶段，肝组织已经受损（包括肝细胞气球样变、炎症细胞浸润、伴或不伴肝纤维化）；据统计，NASH 患者 10-15 年内肝硬化发生率高达 15%-25%。由于患者在早期不会显露出明显症状，所以该疾病被称为“沉默的杀手”。《自然》杂志发表文章称，NASH 已成为继慢性丙型肝炎之后美国肝移植的第二大常见原因。目前我国有脂肪肝患者 2 亿人，其中 10%-30% 约为 NASH，也就是 2000 万-6000 万人，根据 evaluate Pharm 预测，2025 年全球 NASH 用药市场将达到 400 亿美金。

目前 NASH 领域还没有在全球范围内正式获批上市的药物。只有 2020 年 3 月印度批准了 Zydus Cadila 旗下 Saroglitazar 药物的 NASH 适应症。从全球的研发现状看，医药魔方 NextPharma 数据库显示，目前全球有超 200 个 NASH 新药项目在研，其中有超过 100 个项目处于临床开发及申报上市阶段。辉瑞、诺华、礼来、BMS、强生、诺和诺德等制药巨头均手握多个项目。国内方面，在研的 NASH 新药项目（含临床前）有数十个，且已有多家公司的候选分子进入临床开发阶段。

公司布局治疗非酒精性脂肪肝炎一类创新药时间较早，针对非酒精性脂肪肝炎病因复杂多样、病程较长的特点，公司布局了五个治疗非酒精性脂肪肝炎小分子创新药。其中，ZSP1601片是具有全新作用机制和全球自主知识产权的用于治疗NASH的一类创新药物，属于First-in-class药物，是国内首个获得临床试验批件并具有全新作用机制用于治疗NASH的创新药物，也是首个完成健康人药代及安全性临床试验的用于治疗NASH的国内创新药项目，并且是首个进入评价NASH患者早期药效学临床试验的国内创新药项目。

临床前多个NASH动物药效模型研究结果表明，ZSP1601在改善肝组织炎症、水样变性坏死，以及改善纤维化方面，药效结果与对照药物奥贝胆酸相当或更优，其强效抗肝纤维化作用是该领域治疗的最重要关注点，未来可能成为NASH联合用药治疗的基石药物。

目前ZSP1601片已完成Ib/IIa期临床试验，顶线(TopLine)数据初步分析表明，ZSP1601对于NASH患者具有较好的安全性和药代动力学特性，在丙氨酸氨基转移酶(ALT)、门冬氨酸氨基转移酶(AST)、脂肪含量(PDFF)等多个观察指标获得积极性的改变，试验获得了积极结果，达到了主要终点，支持ZSP1601片继续开展Iib期临床试验。

众生睿创除了ZSP1601外，NASH在研管线产品还包括ZSP0678、RCYM001、RAY001以及RAY002，这些项目作用于不同靶点，未来可能成为NASH联合用药治疗的基石，市场前景巨大。

4.3. 肿瘤创新药物研发进展

用于治疗肝癌、胃癌等恶性肿瘤的一类创新药ZSP1241、用于治疗恶性肿瘤的一类创新药ZSP1602（国家重大新药创制项目）两个创新药肿瘤项目进展顺利，目前正开展I期临床试验。同时，公司研发的两个纳米制剂，治疗卵巢癌、肺癌等恶性肿瘤的注射用多西他赛聚合物胶束和治疗乳腺癌、肺癌等恶性肿瘤的注射用紫杉醇聚合物胶束已获药物临床试验批件，均在开展I期临床试验。

5. 盈利预测

预计公司2022年每股收益0.47元，2023年0.54元，2024年0.62元，对应8月18日收盘14.83元，2022年、2023年、2024年市盈率分别为31.55倍，27.46倍和23.92倍。考虑到公司在呼吸类创新药领域的先发优势，给予公司“买入”的投资评级。

6. 风险提示

集采价格降幅超预期，疫情发展超于预期，创新药研发紧密度低于预期

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3133	2672	3055	3580	4171
现金	1324	1016	964	1592	1713
应收票据及应收账款	956	792	1125	982	1335
其他应收款	5	4	6	5	7
预付账款	95	98	112	125	140
存货	404	452	540	567	668
其他流动资产	351	309	309	309	309
非流动资产	1643	2230	2189	2147	2105
长期投资	78	78	78	78	78
固定资产	535	539	497	455	413
无形资产	268	261	261	261	261
其他非流动资产	762	1353	1353	1353	1353
资产总计	4776	4902	5244	5727	6277
流动负债	820	524	566	609	652
短期借款	481	190	190	190	190
应付票据及应付账款	89	107	117	133	146
其他流动负债	250	228	259	286	317
非流动负债	330	840	923	923	923
长期借款	225	308	391	391	391
其他非流动负债	105	532	532	532	532
负债合计	1150	1364	1488	1531	1575
少数股东权益	102	62	59	59	59
股本	814	814	814	814	814
资本公积	1466	1321	1321	1321	1321
留存收益	1327	1444	1665	2105	2611
归属母公司股东权益	3525	3476	3697	4137	4643
负债和股东权益	4776	4902	5244	5727	6277

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	139	623	41	666	158
净利润	-434	275	380	440	506
折旧摊销	99	97	42	42	42
财务费用	39	75	35	38	38
投资损失	-100	-21	-22	0	0
营运资金变动	-225	150	-395	146	-427
其他经营现金流	761	47	2	0	0
投资活动现金流	204	-685	20	0	0
资本支出	-134	-212	-2	0	0
长期投资	323	-477	0	0	0
其他投资现金流	15	5	22	0	0
筹资活动现金流	159	-244	-114	-38	-38
短期借款	-68	-291	0	0	0
长期借款	-10	83	83	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	33	-144	0	0	0
其他筹资现金流	204	108	-197	-38	-38
现金净增加额	503	-307	-53	628	121

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1896	2429	2672	2939	3233
营业成本	657	807	935	1043	1164
营业税金及附加	17	24	27	26	28
营业费用	722	941	989	1029	1099
管理费用	130	146	134	143	155
研发费用	114	137	134	147	162
财务费用	9	48	30	33	30
资产减值损失	-847	-7	0	0	0
其他收益	25	25	6	0	0
公允价值变动收益	138	-67	0	0	0
投资净收益	100	21	22	0	0
资产处置收益	1	-1	0	0	0
营业利润	-324	313	452	518	595
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	22	5	3	0	0
利润总额	-345	309	450	518	595
所得税	89	35	70	78	89
净利润	-434	275	380	440	506
少数股东损益	-8	-3	-3	0	0
归属母公司净利润	-427	278	383	440	506
EBITDA	390	505	502	593	667
EPS (元)	-0.53	0.35	0.47	0.54	0.62

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	-25.11%	28.13%	10.00%	10.00%	10.00%
营业利润 (%)	-	196.44%	44.63%	14.51%	14.93%
185.18%					
归属母公司净利润 (%)	-	165.08%	37.89%	14.97%	14.93%
234.27%					
获利能力					
毛利率 (%)	65.34%	66.80%	65.00%	64.50%	64.00%
净利率 (%)	-22.50%	11.43%	14.33%	14.97%	15.65%
ROE (%)	-12.10%	7.99%	10.36%	10.64%	10.90%
ROIC	8.45%	8.92%	8.91%	9.76%	10.02%
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.07%	27.82%	28.38%	26.74%	25.09%
净负债比率 (%)	31.70%	38.55%	39.62%	36.50%	33.49%
流动比率	3.82	5.10	5.40	5.88	6.40
速动比率	3.16	3.92	4.13	4.63	5.05
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.50	0.53	0.54	0.54
应收账款周转率	3.55	5.42	5.45	5.45	5.45
应付账款周转率	7.40	8.25	8.37	8.37	8.37
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-0.52	0.34	0.47	0.54	0.62
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.17	0.76	0.05	0.82	0.19
每股净资产 (最新摊薄)	4.33	4.27	4.54	5.08	5.70
估值比率					
P/E	—	43.50	31.55	27.44	23.88
P/B	3.43	3.48	3.27	2.92	2.60
EV/EBITDA	21.43	18.53	23.34	18.71	16.45

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。