

# 上海谊众 (688091.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 紫杉醇胶束销售 2.36 亿,同比增加 5687% 事件

2023 年 3 月 1 日, 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营业收入 2.36 亿元, 同比增加 5687%; 归母净利润 1.43 亿元, 扣非后归母净利润 1.02 亿元。

### 经营分析

注射用紫杉醇首个完整商业化年度, 放量迅速。(1) 公司核心产品注射用紫杉醇聚合物胶束于 2021 年获批, 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进行剂型创新, 通过独特高分子合成技术, 独家研发与天然紫杉醇药物活性成分精准匹配、分布系数极窄的药用辅料, 利用纳米技术(约 18-20nm)制成的独家紫杉醇创新剂型, 以 2.2 类创新药获批上市。(2) 公司的销售模式以自营为主, 部分指定地区委托百洋医药进行商业化推广。截至 2022 年底, 公司在全国 27 个省市挂网成功, 销售主要来自于院外 DTP 药房, 自营销售团队 120 余人。(3) 营收端, 2022 年为紫杉醇胶束的首个完整商业化年度, 全年销售 2.35 亿元, 同比增长 5687%。费用端, 因紫杉醇胶束上市后相应的商业化推广工作产生的费用有所增加, 故 2022 年销售费用 8903 万元, 同比增加 3741%; 因在研管线中其他产品尚处早期研发阶段, 故 2022 年总体研发费用较 2021 年有所减少, 2022 年研发费用 793 万元, 同比减少 40%。利润端, 公司 2022 年实现盈利, 2022 年归母净利润 1.43 亿元, 2021 年归母净亏损 400 万元。

广谱抗肿瘤药物紫杉醇, 纳米剂型疗效更佳, 渗透率提升空间大。

(1) 紫杉醇是目前使用量最大的广谱肿瘤化疗药物, 根据 PDB 样本医院数据对紫杉醇类药物统计, 2021 年市场规模 21 亿元, 2022 年 Q1-Q3 市场规模为 14 亿元。紫杉醇在抗肿瘤植物药中市场规模位居第一。(2) 纳米紫杉醇胶束 20 余项临床在研, 适应症扩展中。紫杉醇是具有广谱性质的肿瘤化疗药, 除已获批的肺癌适应症, 公司正在乳腺癌、胃癌、胰腺癌、卵巢癌等多个癌种上探索治疗潜力。根据 WHO 数据, 2020 年中国新发胃癌、乳腺癌、胰腺癌、卵巢癌患者分别有 48、42、12、6 万, 纳米紫杉醇胶束的患者基数还有很大的提升空间。

### 盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测, 预计 2023/24 年实现营收 4.98/8.6 亿元, 预计 2025 年营收 13.53 亿元; 预计 2023/24/25 年归母净利润 3.03/5.57/8.95 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、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

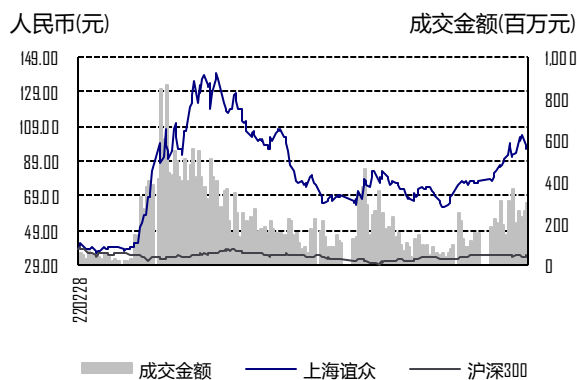
分析师: 赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 96.50 元

相关报告:

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	2.109	3.876	6.228
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.	45.75	24.89	15.49
P/B	n.a.	7.61	8.81	6.66	4.80

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	144	144	144
未分配利润	-23	-27	105	362	870	1,679
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	2.109	3.876	6.228
每股净资产	n. a.	11.111	9.168	10.957	14.484	20.112
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

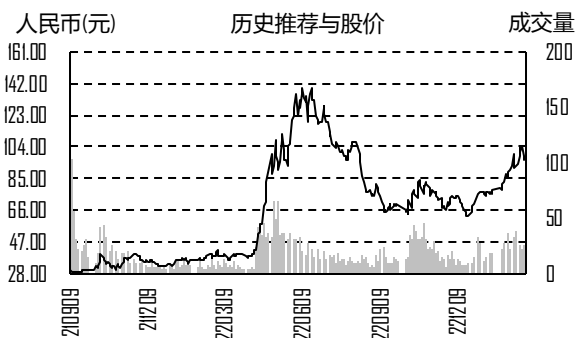
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国内大街 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