

2023年03月27日

# 立方制药（003020.SZ）

## 重磅品种羟考酮获批，益气和胃胶囊高速放量

### 投资要点

- ◆ 盐酸羟考酮缓释片获批上市：3月25日药监局官网显示公司的盐酸羟考酮缓释片批准证明文件已送达。米内网样本医院数据显示2021年销售额约6亿左右，估计全国销售额12-15亿左右，疫情后有望恢复15%左右的稳定增长，峰值销售额有望达到30亿元。羟考酮缓解疼痛是逐步增加剂量，初始计量为10mg，如不能缓解疼痛再逐步增加剂量。10mg规格销售额占比约56%。羟考酮缓释片竞争格局良好，进口企业萌蒂拥有10mg和40mg批文，人福医药的40mg规格于2022年获批上市，立方的10mg为国内首家，40mg也在开发中，未来峰值有望达到10亿。
- ◆ 医保+基药助力益气和胃胶囊高速放量。益气和胃胶囊于2017年进入医保目录，2018年进入基药目录，销售额实现了高速放量，从2017年的340万元增长到2021年的2.15亿元，连续4年实现翻倍以上增长。益气和胃胶囊仍处于高速放量阶段，一方面是医院覆盖面仍有待扩大；另一方面是尚未开发零售市场，慢性胃病治疗药物在零售渠道占比高，还会进一步带来增量。
- ◆ 非洛地平集采对利润影响预计不大，小品种有望放量：非洛地平预计2023H1会面临国家集采开标。非洛地平原研药阿斯利康在院内市场占比超过90%，由康哲药业获得独家商业化权益，康哲药业代理的另外2个大品种均放弃了集采，估计非洛地平也很可能放弃集采，院内市场将由国产企业分享，公司有望实现以价换量，虽然收入会有所下降但利润影响小。二线品种甲磺酸多沙唑嗪缓释片快速增长、13个滴眼剂放量、硝苯地平集采获得收入和利润增长。
- ◆ 投资建议：预测公司2022-2024年归母净利润分别为2.12/2.84/3.53亿元，增速分别为23%/34%/24%，对应PE分别为25/18/15倍。考虑到羟考酮缓释片和益气和胃胶囊高速放量，首次覆盖，给予“增持”建议。
- ◆ 风险提示：产品集采降价风险，产品销售不及预期风险。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,894 | 2,273 | 2,514 | 2,928 | 3,335 |
| YoY(%)    | 14.8  | 20.0  | 10.6  | 16.5  | 13.9  |
| 净利润(百万元)  | 135   | 172   | 212   | 284   | 353   |
| YoY(%)    | 28.5  | 27.5  | 23.1  | 34.0  | 24.3  |
| 毛利率(%)    | 33.4  | 39.9  | 40.0  | 42.7  | 44.3  |
| EPS(摊薄/元) | 1.10  | 1.41  | 1.73  | 2.32  | 2.88  |
| ROE(%)    | 11.5  | 13.2  | 14.3  | 16.9  | 18.2  |
| P/E(倍)    | 38.5  | 30.2  | 24.5  | 18.3  | 14.7  |
| P/B(倍)    | 4.4   | 4.0   | 3.5   | 3.1   | 2.7   |
| 净利率(%)    | 7.1   | 7.6   | 8.4   | 9.7   | 10.6  |

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 公司快报

医药 | 医药流通III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2023-03-27)

42.58元

### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值（百万元）  | 5,214.64    |
| 流通市值（百万元） | 2,166.11    |
| 总股本（百万股）  | 122.47      |
| 流通股本（百万股） | 50.87       |
| 12个月价格区间  | 45.72/26.07 |

### 一年股价表现



资料来源：聚源

| 升幅%  | 1M   | 3M   | 12M   |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | 5.82 | 24.2 | 28.97 |
| 绝对收益 | 4.62 | 28.6 | 25.09 |

分析师

周平

SAC 执业证书编号: S0910523020001  
zhouping@huajinsc.cn

### 相关报告



**财务报表预测和估值数据汇总**

| 资产负债表(百万元)        |             |             |             |             | 利润表(百万元)    |               |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度              | 2020A       | 2021A       | 2022E       | 2023E       | 2024E       | 会计年度          | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产              | 1292        | 1220        | 1387        | 1507        | 1801        | 营业收入          | 1894  | 2273  | 2514  | 2928  | 3335  |
| 现金                | 767         | 654         | 466         | 468         | 706         | 营业成本          | 1261  | 1366  | 1507  | 1678  | 1859  |
| 应收票据及应收账款         | 270         | 318         | 332         | 425         | 437         | 营业税金及附加       | 12    | 16    | 18    | 20    | 23    |
| 预付账款              | 41          | 51          | 51          | 68          | 68          | 营业费用          | 394   | 605   | 641   | 747   | 850   |
| 存货                | 194         | 189         | 233         | 237         | 284         | 管理费用          | 39    | 45    | 50    | 59    | 67    |
| 其他流动资产            | 20          | 7           | 305         | 308         | 306         | 研发费用          | 43    | 66    | 75    | 117   | 150   |
| <b>非流动资产</b>      | <b>244</b>  | <b>455</b>  | <b>561</b>  | <b>630</b>  | <b>689</b>  | 财务费用          | -3    | -2    | 8     | 1     | -0    |
| 长期投资              | 0           | 21          | 21          | 21          | 21          | 资产减值损失        | -1    | -3    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产              | 133         | 142         | 169         | 201         | 227         | 公允价值变动收益      | 0     | -0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产              | 31          | 90          | 182         | 221         | 258         | 投资净收益         | 0     | 11    | 20    | 7     | 5     |
| 其他非流动资产           | 80          | 202         | 189         | 187         | 184         | <b>营业利润</b>   | 157   | 192   | 244   | 326   | 406   |
| <b>资产总计</b>       | <b>1536</b> | <b>1674</b> | <b>1948</b> | <b>2137</b> | <b>2491</b> | 营业外收入         | 0     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| <b>流动负债</b>       | <b>342</b>  | <b>328</b>  | <b>428</b>  | <b>418</b>  | <b>505</b>  | 营业外支出         | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 短期借款              | 0           | 0           | 0           | 18          | 0           | <b>利润总额</b>   | 157   | 195   | 244   | 326   | 406   |
| 应付票据及应付账款         | 280         | 243         | 334         | 308         | 404         | 所得税           | 22    | 23    | 32    | 42    | 53    |
| 其他流动负债            | 62          | 85          | 93          | 93          | 101         | <b>税后利润</b>   | 135   | 172   | 212   | 284   | 353   |
| <b>非流动负债</b>      | <b>20</b>   | <b>42</b>   | <b>42</b>   | <b>42</b>   | <b>42</b>   | 少数股东损益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款              | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 归属母公司净利润      | 135   | 172   | 212   | 284   | 353   |
| 其他非流动负债           | 20          | 42          | 42          | 42          | 42          | EBITDA        | 150   | 204   | 255   | 349   | 433   |
| <b>负债合计</b>       | <b>362</b>  | <b>371</b>  | <b>470</b>  | <b>461</b>  | <b>547</b>  |               |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |               |       |       |       |       |       |
| 股本                | 93          | 93          | 122         | 122         | 122         |               |       |       |       |       |       |
| 资本公积              | 522         | 526         | 523         | 523         | 523         |               |       |       |       |       |       |
| 留存收益              | 559         | 685         | 859         | 1079        | 1333        |               |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益         | 1174        | 1304        | 1478        | 1676        | 1944        |               |       |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b>    | <b>1536</b> | <b>1674</b> | <b>1948</b> | <b>2137</b> | <b>2491</b> |               |       |       |       |       |       |
| <b>现金流量表(百万元)</b> |             |             |             |             |             |               |       |       |       |       |       |
| 会计年度              | 2020A       | 2021A       | 2022E       | 2023E       | 2024E       |               |       |       |       |       |       |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>172</b>  | <b>159</b>  | <b>271</b>  | <b>170</b>  | <b>440</b>  |               |       |       |       |       |       |
| 净利润               | 135         | 172         | 212         | 284         | 353         | <b>主要财务比率</b> |       |       |       |       |       |
| 折旧摊销              | 16          | 29          | 28          | 36          | 45          | <b>成长能力</b>   |       |       |       |       |       |
| 财务费用              | -3          | -2          | 8           | 1           | -0          | 营业收入(%)       | 14.8  | 20.0  | 10.6  | 16.5  | 13.9  |
| 投资损失              | 0           | -11         | -20         | -7          | -5          | 营业利润(%)       | 32.5  | 22.2  | 26.6  | 34.0  | 24.3  |
| 营运资金变动            | 18          | -43         | 43          | -144        | 47          | 归属于母公司净利润(%)  | 28.5  | 27.5  | 23.1  | 34.0  | 24.3  |
| 其他经营现金流           | 7           | 13          | 0           | 0           | 0           | <b>获利能力</b>   |       |       |       |       |       |
| <b>投资活动现金流</b>    | <b>-56</b>  | <b>-192</b> | <b>-414</b> | <b>-98</b>  | <b>-99</b>  | 毛利率(%)        | 33.4  | 39.9  | 40.0  | 42.7  | 44.3  |
| <b>筹资活动现金流</b>    | <b>408</b>  | <b>-58</b>  | <b>-46</b>  | <b>-87</b>  | <b>-85</b>  | 净利率(%)        | 7.1   | 7.6   | 8.4   | 9.7   | 10.6  |
| <b>每股指标(元)</b>    |             |             |             |             |             | ROE(%)        | 11.5  | 13.2  | 14.3  | 16.9  | 18.2  |
| 每股收益(最新摊薄)        | 1.10        | 1.41        | 1.73        | 2.32        | 2.88        | ROIC(%)       | 9.8   | 11.7  | 13.1  | 15.8  | 17.2  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 1.41        | 1.30        | 2.22        | 1.39        | 3.59        | <b>偿债能力</b>   |       |       |       |       |       |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 9.59        | 10.65       | 12.07       | 13.69       | 15.87       | 资产负债率(%)      | 23.6  | 22.1  | 24.1  | 21.6  | 22.0  |
|                   |             |             |             |             |             | 流动比率          | 3.8   | 3.7   | 3.2   | 3.6   | 3.6   |
|                   |             |             |             |             |             | 速动比率          | 3.0   | 3.0   | 2.6   | 2.9   | 2.9   |
|                   |             |             |             |             |             | <b>营运能力</b>   |       |       |       |       |       |
|                   |             |             |             |             |             | 总资产周转率        | 1.6   | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
|                   |             |             |             |             |             | 应收账款周转率       | 7.2   | 7.7   | 7.7   | 7.7   | 7.7   |
|                   |             |             |             |             |             | 应付账款周转率       | 5.2   | 5.2   | 5.2   | 5.2   | 5.2   |
|                   |             |             |             |             |             | <b>估值比率</b>   |       |       |       |       |       |
|                   |             |             |             |             |             | P/E           | 38.5  | 30.2  | 24.5  | 18.3  | 14.7  |
|                   |             |             |             |             |             | P/B           | 4.4   | 4.0   | 3.5   | 3.1   | 2.7   |
|                   |             |             |             |             |             | EV/EBITDA     | 29.5  | 22.4  | 17.5  | 12.8  | 9.7   |

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)