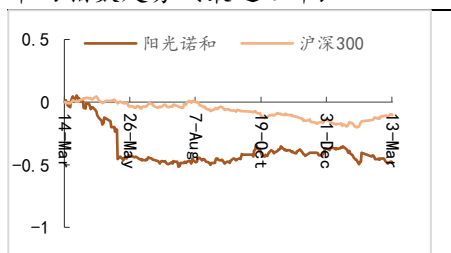


评级： 买入

核心观点

王斌
首席分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	56.68
一年内最高/最低价 (元)	85.28/52.10
市盈率 (当前)	32.04
市净率 (当前)	6.23
总股本 (亿股)	1.12
总市值 (亿元)	63.48

资料来源: 聚源数据

相关研究

- **仿制药研发高景气度有望延续，龙头 CRO 公司前景广阔。**近年来国内化学药 ANDA 受理数量和批准数量呈现出快速增长态势，体现出仿制药研发活跃度处于持续提升之中。我们认为：(1) 在 2018 年集采实施后，随着需求量的增加和集采规则的优化，仿制药行业新进入者增加，供给端有较大扩容需求；未来受益于我国老龄化程度加深以及重磅创新药专利到期，仿制药需求量仍然有较大增长空间；从品种角度看，首仿、新 3 类/新 4 类，OTC 和院内外双跨品种申报数量持续增加，需求呈现出多样化态势，预计仿制药研发活跃度仍然有望维持在较高水平；(2) 制药企业对于仿制药研发的交付速度、研究质量要求逐步提升，仿制药 CRO 能够较好满足客户相应需求，预计以公司为代表的行业龙头的市占率仍有提升空间。长期看，我们认为公司仿制药 CRO 业务仍有较大增长潜力。
- **经营效率持续提升，创新药和高壁垒仿制药研发体系布局逐步完善，分成收益等有望成为长期业绩增长动力。**公司坚持“仿创结合”、“全流程一体化”药物研发服务平台的发展战略，围绕着仿制药、创新药研发全流程，紧密跟踪药物研发新趋势和新需求，前瞻性进行研发体系布局。近年来公司毛利率、净利率呈现出提升态势，主要是得益于经营效率持续改善。目前公司有多个自主研发创新药、改良型新药项目，多个仿制药品种已经实现对外授权，长期来看公司自主立项研发项目转让和分成收益具有较好的持续性。
- **盈利预测和估值。**我们预计 2023 年至 2025 年公司营业收入分别为 9.54 亿元、12.67 亿元和 16.62 亿元，同比增速分别为 41.0%、32.8%和 31.1%；归母净利润分别为 1.94 亿元、2.84 亿元和 3.96 亿元，同比增速为 24.7%、46.1%和 39.4%，以 3 月 13 日收盘价计算，对应 PE 分别为 32.7、22.4 和 16.0 倍。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**仿制药研发活跃度下降；行业竞争加剧，订单价格下滑导致毛利率下降；销售分成收益不及预期；自主立项研发项目未能实现预期收益。

盈利预测

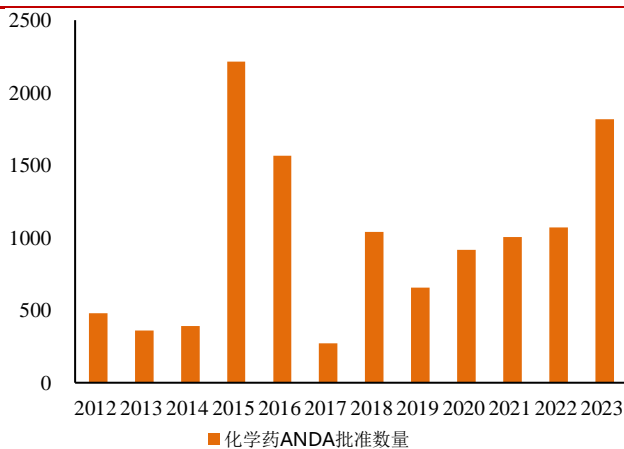
	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	6.77	9.54	12.67	16.62
营收增速 (%)	9.0%	41.0%	32.8%	31.1%
归母净利润 (亿元)	1.56	1.94	2.84	3.96
归母净利润增速 (%)	47.6%	24.7%	46.1%	39.4%
EPS(元/股)	1.95	1.74	2.54	3.54
PE	40.7	32.7	22.4	16.0

资料来源: Wind, 首创证券

1. 仿制药研发活跃度有望处于较高水平，龙头 CRO 公司前景广阔

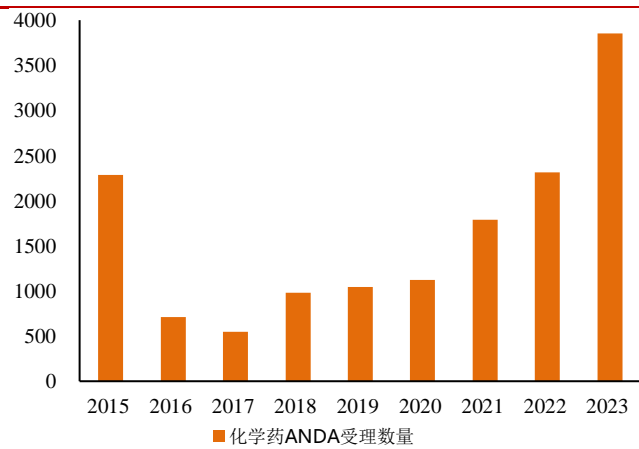
随着 2015 年 7 月原 NMPA 开展药物临床试验数据自查核查工作，2015 年 12 月 BE 试验由审批制改为备案管理，2016 年化学药品注册分类变更等多项涉及药品审评审批的政策陆续落地实施，自 2017 年起国内仿制药注册申报和获批回归正常轨道。根据 CDE 发布的历年药品审评报告，2017-2023 年国内化学药 ANDA 受理和批准数量整体呈现出上升态势，体现出仿制药研发活跃度处于持续提升之中。

图 1 历年国内化学药 ANDA 批准数量



资料来源：CDE，首创证券

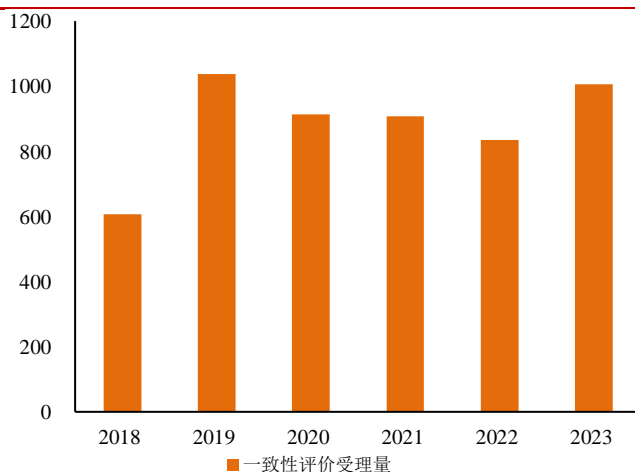
图 2 历年国内化学药需技术审评的 ANDA 受理量



资料来源：CDE，首创证券

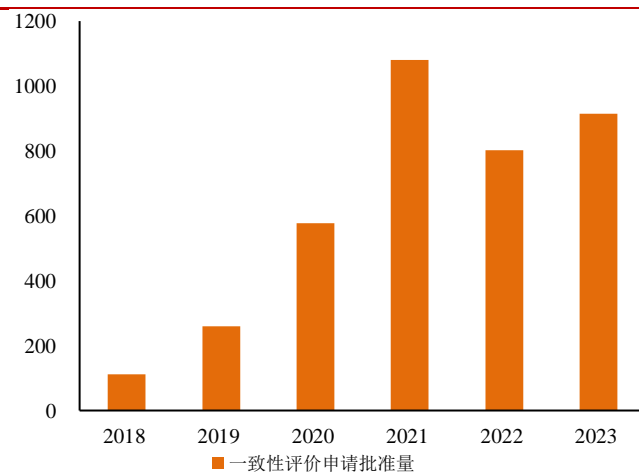
存量仿制药品种参与集采的前提是通过一致性评价，自 2018 年起仿制药一致性评价受理数量保持在较高水平，过评品种数量不断增加，但一致性评价受理数量在 2019 年后增幅较小，我们认为主要是由于国内企业在产品开发、立项中更加重视能够产生业绩增量的新品种，对于市场价值有限的存量品种的一致性评价的推进则有所放缓。

图 3 历年仿制药一致性评价受理数量



资料来源：CDE，首创证券

图 4 历年仿制药一致性评价批准数量



资料来源：CDE，首创证券

国内仿制药研发活跃度处于较高水平，我们认为主要是由于以下原因。首先在老龄化趋势下，国内仿制药需求量及销售金额有望持续增长，根据 IQVIA 的数据，2024-2028 年中国药品使用量（按照限定日剂量，即 DDD 口径统计估算）年复合增速将达到 3.7%，是全球各主要国家或地区中的最高水平。2024-2028 年，中国非品牌药（Unbranded products，主要是仿制药）、OTC 及其他类产品（OTC&others）销售金额年复合增速预计分别为 5.8%和 1.4%。

图 5 中国药品使用量情况



图 6 中国各类药品市场规模情况

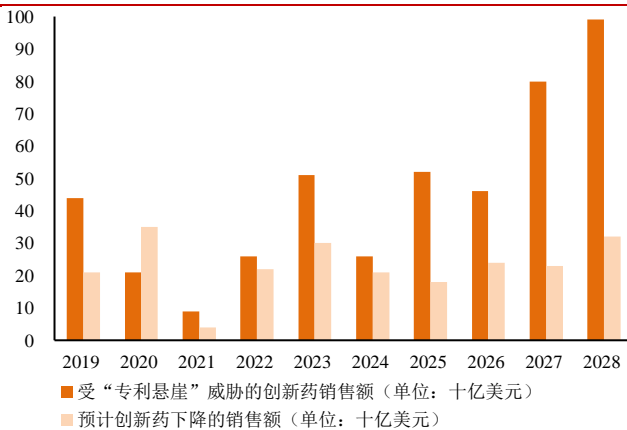


资料来源: IQVIA, 首创证券

资料来源: IQVIA, 首创证券

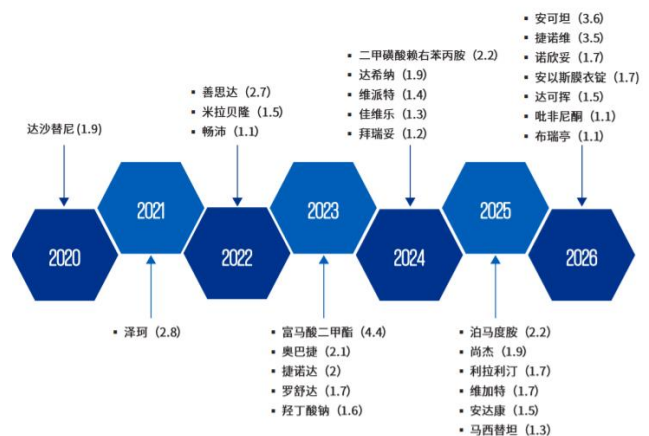
根据 Evaluate pharma 的数据，2021 年起全球每年受到“专利悬崖”威胁的创新药的销售金额总体呈现出上升趋势，其中包括 Eliquis（阿哌沙班）、Imbruvica（伊布替尼）等多个重磅小分子药物。根据毕马威的统计，2020-2026 年有多个销售额超过 10 亿美元的小分子药物专利到期。创新药的专利到期为仿制药的替代提供了市场机遇。

图 7 近年来受“专利悬崖”影响的创新药销售情况



资料来源: Evaluate pharma, 首创证券

图 8 2020-2026 年专利到期的小分子药物（销售额为 2019 年数据，单位为十亿美元）



资料来源: 毕马威, 首创证券

在药品审评审批制度改革之前，审评审批速度缓慢导致注册申请积压等因素影响，导致新品种获批速度较慢，仿制药的质量无法与原研药达到一致，国内仿制药的供给实际上处于不足状态，使用量和渗透率尚未达到理想水平。近年来由于药品审评审批改革政策的落地和药品集中采购的持续推进，对仿制药市场产生了深远影响。一方面，由于集采后药品价格下降，集采中选产品的销售量有了较大幅度提升，根据北京大学中国卫生发展研究中心发布的《药品集中采购政策对药品价格和使用影响的系统综述》中的数

据，集采政策实施后大多数中选药品的 DDDs (Defined daily doses, 用药频度) 实现快速增长。有研究发现政策实施后，中选药品的 DDDs 增长 353.98%，而非中选药品的 DDDs 则下降了 61.35%，表明中选药品实现了对原研药的良好替代。另一方面，集采中选规则也在不断修正优化过程之中，从最初的“最低价独家中选”到目前的“最多可入围 10 家企业”，更加注重供应的稳定性。总体来看，我们认为随着仿制药需求量的增加和集采规则的优化，仿制药供给端有较大扩容需求，仿制药研发活跃度有望持续处于较高水平。

表 1 历次集采中选家数规则变化情况

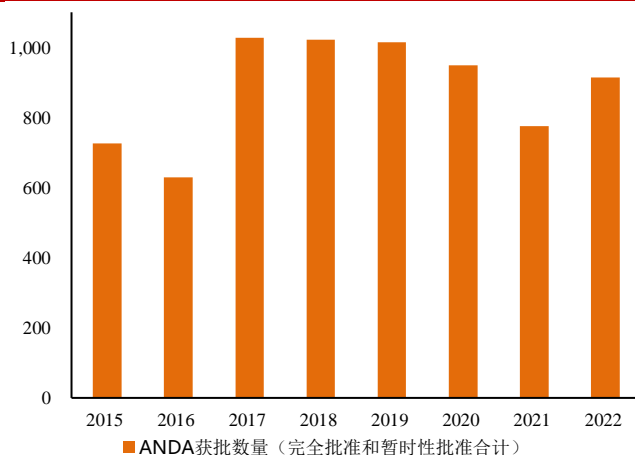
集采文件发布时间	中选家数规则
2018 年 12 月	最低价独家中选
2019 年 9 月	报价最低的 3 家企业
2020 年 7 月	根据符合“申报品种资格”的实际申报企业数确定入围家数，最多可以入围 8 家企业，并根据产品单价、价差和降幅等因素确定最终中选企业。
2021 年 6 月	根据符合“申报品种资格”的实际申报企业数确定入围家数，最多可以入围 10 家企业，并根据产品单价、价差和降幅等因素确定最终中选企业。
2023 年 10 月	根据符合“申报品种资格”的实际申报企业数确定入围家数，最多可以入围 10 家企业，并根据产品单价、价差和降幅等因素确定最终中选企业。

资料来源：上海市阳光药品采购网，首创证券

根据美国 FDA 发布的《Office of Generic Drugs 2022 Annual Report》中的数据，截至 2022 年 FDA 累计批准 32000 种仿制药，当年仿制药处方量占比为 91%。美国仿制药市场较为成熟，但每年 ANDA 获批数量仍然较为稳定，2017 年至 2022 年每年美国 FDA 批准的 ANDA 数量仍然保持在 800-1000 个之间。

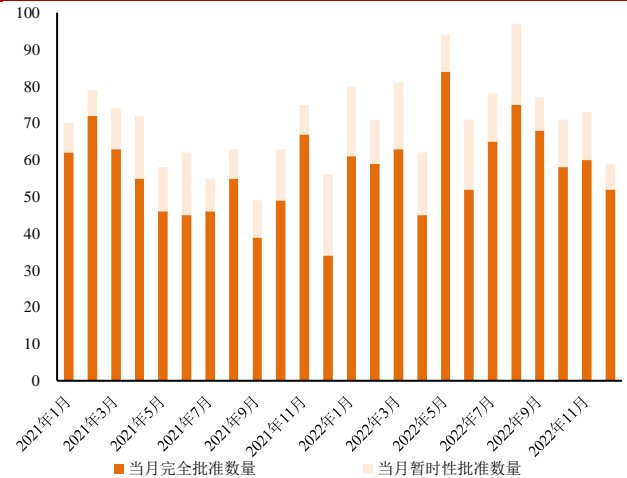
自化学药品注册分类改革以来，CDE 按照与原研药品质量和疗效一致性的要求，累计建议批准化学仿制药 4545 件 (864 个品种)，2018-2023 年一致性评价申请批准量为 3745 件，上述二者合计为 8290 件。由于集采覆盖品种数量的增加，院内在售的仿制药主要是已通过一致性评价的存量产品和新获批上市的品种，我们预计目前集采品种市占率已经达到较高水平。考虑到中国的人口基数和老龄化趋势，与美国 ANDA 数量进行对比后，我们认为国内仿制药品种数量仍有较大提升空间。

图 9 2015-2022 年历年美国 FDA 批准 ANDA 数量



资料来源：美国 FDA，首创证券

图 10 2021-2022 年美国 FDA 月度批准 ANDA 数量



资料来源：美国 FDA，首创证券

由于首仿药物在美国有 180 天的市场独占期，具有较高的市场价值，因此首仿药物是仿制药企业竞争的重点领域。2022 年美国 FDA 共计批准 106 个首仿药物，占所有获批药物比例为 11.60%，首仿产品中涵盖了恩格列净、达格列净和环孢素眼用乳剂等销售峰值较高的多个重磅品种。

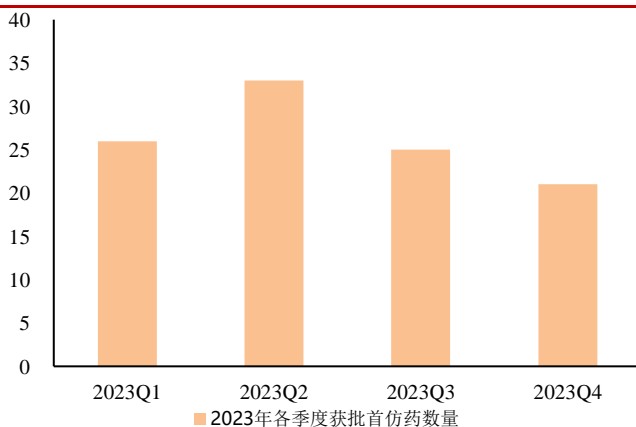
表 2 2022 年美国 FDA 批准的部分首仿品种

产品	英文通用名	原研药品	适应症	获批时间
索磷布韦	Sofosbuvir Tablets	Sovaldi Tablets	丙肝	2022 年 1 月 27 日
溴莫尼定酒石酸滴眼液	Brimonidine Tartrate Ophthalmic Solution	Alphagan P Ophthalmic Solution	眼压升高	2022 年 1 月 31 日
环孢素眼用乳剂	Cyclosporine Ophthalmic Emulsion	Restasis Ophthalmic Emulsion	干眼症	2022 年 2 月 2 日
达格列净片	Dapagliflozin Tablets	Farxiga Tablets	糖尿病	2022 年 2 月 22 日
盐酸阿扑吗啡注射液	Apomorphine Hydrochloride Injection	Apokyn Injection	帕金森病	2022 年 2 月 23 日
拉考沙胺片	Lacosamide Tablets	Vimpat Tablets	癫痫	2022 年 3 月 17 日
注射用硼替佐米	Bortezomib for Injection	Velcade for Injection	多发性骨髓瘤	2022 年 5 月 2 日
注射用培美曲塞	Pemetrexed for Injection	Alimta for Injection	非鳞状非小细胞肺癌	2022 年 5 月 25 日
恩格列净片	Empagliflozin Tablets	Jardiance Tablets	糖尿病	2022 年 8 月 3 日

资料来源：美国 FDA，首创证券

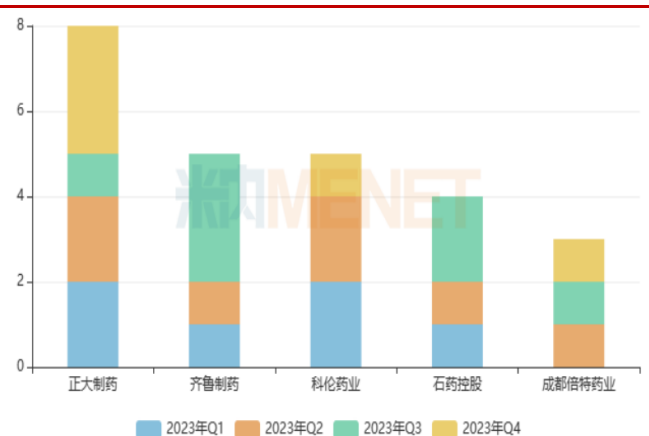
根据米内网的统计，2023 年国内共有 105 个首仿品种获批，其中 1-4 季度分别为 26、33、25 和 21 个，占当季度获批的化学药数量比例在 5%-9%之间。从各企业获批情况来看，正大制药、齐鲁制药和科伦药业等国内头部企业优势明显。

图 11 2023 年各季度国内首仿药获批数量



资料来源：米内网，首创证券

图 12 首仿药获批数量较多的企业情况



资料来源：米内网，首创证券

从品种角度看，新 4 类仿制药中，集采产品（如瑞舒伐他汀片、左氧氟沙星片、恩替卡韦片等）在 2019 年申报数量排名前 10 品种仍然占据重要地位，剂型仍然以口服品种为主。2022 年申报数量排名前 10 品种中，专利即将到期原研药（哌柏西利胶囊）、

OTC 和院内外双跨产品（他达拉非片、莫西沙星滴眼液、奥司他韦、盐酸达泊西汀片）等申报数量排名靠前。2016-2022 年申报的新 3 类产品中，特殊剂型（吸入溶液、干混悬剂、缓控释、肠溶）品种申报数量排名靠前。我们认为，由于集采续约规则的优化，使得存量产品的竞争格局逐步稳定；而仿制药集采的推进使得存量产品品种利润空间减少，仿制药企业在进行立项时更加强调获批速度和增量市场空间（抢首仿或首批集采资格，体现为新 3 类、新 4 类品种申报数量持续增加），对于院外市场的重视度也在持续提升（体现为 OTC、院内外双跨品种申报数量持续增加）。根据米内网的统计，2017 年至今申报仿制上市并在审评审批中的产品，有超过 240 个暂未有国产仿制药获批（不含原研地产业化、国产原研），相关品种仍将带来可观的仿制需求。

图 13 近年来新 4 类申报数量较多的品种汇总

排名	2016-2022年	2022年	2021年	2020年	2019年
1	他达拉非片	他达拉非片	他达拉非片	他达拉非片	利伐沙班片
2	利伐沙班片	盐酸乌拉地尔注射液	阿昔莫司特片、普瑞巴林胶囊	利伐沙班片	盐酸普拉克索缓释片
3	普瑞巴林胶囊	盐酸莫西沙星滴眼液	非布司他片	阿哌沙班片、左氧氟沙星片	瑞舒伐他汀钙片
4	磷酸西格列汀片	磷酸奥司他韦胶囊、磷酸西格列汀片、利伐沙班片	左氧氟沙星片	舒更葡糖钠注射液	左氧氟沙星片、恩替卡韦片
5	左氧氟沙星片	磷酸奥司他韦胶囊、磷酸西格列汀片、利伐沙班片	富马酸丙酮替诺福韦片	舒更葡糖钠注射液	阿托伐他汀钙片、舒更葡糖钠注射液
6	瑞舒伐他汀钙片	磷酸奥司他韦胶囊、磷酸西格列汀片、利伐沙班片	富马酸丙酮替诺福韦片	阿托伐他汀钙片、舒更葡糖钠注射液	阿托伐他汀钙片、舒更葡糖钠注射液
7	盐酸莫西沙星滴眼液	盐酸达泊西汀片	磷酸奥司他韦胶囊、玻璃酸钠滴眼液	盐酸度洛西汀肠溶胶囊、阿卡波糖片、磷酸西格列汀片、甲磺酸仑伐替尼胶囊、瑞舒伐他汀钙片	阿托伐他汀钙片、舒更葡糖钠注射液
8	舒更葡糖钠注射液	玻璃酸钠滴眼液	磷酸奥司他韦胶囊、玻璃酸钠滴眼液	阿托伐他汀钙片、舒更葡糖钠注射液	阿托伐他汀钙片、舒更葡糖钠注射液
9	恩替卡韦片、替格瑞洛片	间苯三酚注射液	利伐沙班片、吸入用异丙托溴铵溶液、阿加曲班注射液	阿托伐他汀钙片、舒更葡糖钠注射液	替格瑞洛片、普瑞巴林胶囊、奥氮平片
10	恩替卡韦片、替格瑞洛片	哌柏西利胶囊	利伐沙班片、吸入用异丙托溴铵溶液、阿加曲班注射液	阿托伐他汀钙片、舒更葡糖钠注射液	替格瑞洛片、普瑞巴林胶囊、奥氮平片

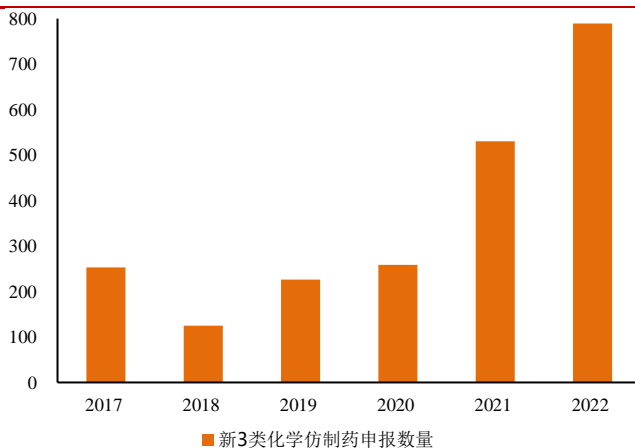
资料来源：医药经济报，首创证券

图 14 近年来新 3 类申报数量较多的品种汇总

排名	2016-2022年	2022年	2021年
1	奥硝唑注射液	盐酸多巴胺注射液	奥硝唑注射液
2	盐酸左沙丁醇胺雾化吸入溶液	磷酸奥司他韦干混悬剂	丙戊酸钠注射液浓溶液
3	盐酸多巴胺注射液	葡萄糖酸钙氯化钠注射液、氨溴特罗口服	托拉塞米注射液、氨甲环酸注射液
4	磷酸奥司他韦干混悬剂	盐酸左沙丁醇胺雾化吸入溶液、帕拉米韦	盐酸左沙丁醇胺雾化吸入溶液、盐酸右美托咪定注射液
5	盐酸美金刚缓释胶囊	吸入溶液、帕拉米韦	吸入溶液、帕拉米韦
6	盐酸右美托咪定注射液	阿立哌唑口服溶液	膦酰胆碱注射液
7	奥斯奥美拉唑肠溶胶囊	阿立哌唑口服溶液	膦酰胆碱注射液
8	布洛芬注射液、氨溴特罗口服液	艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊、奥硝唑注射液、布洛芬注射液、米诺地尔搽剂	吸入用盐酸氨溴索溶液、盐酸氨溴索口服溶液
9			
10	克林霉素磷酸酯注射液、丙戊酸钠注射液浓溶液、注射用尼可地尔		注射用尼可地尔、地氯雷他定口服溶液、克林霉素磷酸酯注射液、盐酸多巴胺注射液、左氧氟沙星注射液

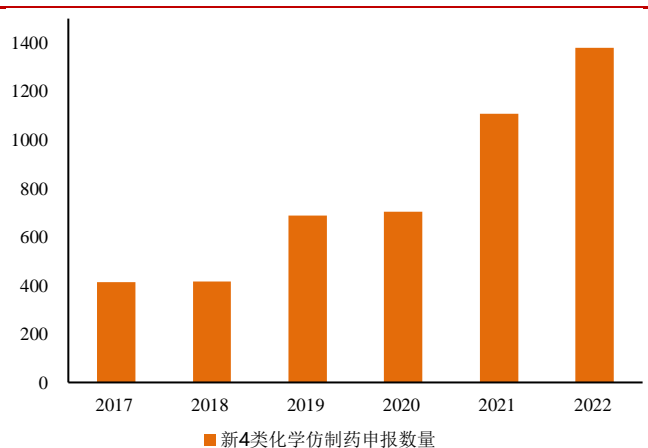
资料来源：医药经济报，首创证券

图 15 新 3 类化学仿制药申报数量



资料来源：医药经济报，首创证券

图 16 新 4 类化学仿制药申报数量



资料来源：医药经济报，首创证券

2018 年-2022 年，国内主要“药学+临床综合型”CRO 公司收入均呈现出增长态势，体现出仿制药 CRO 行业处于高景气度，其中以阳光诺和为代表的头部企业增速处于行业领先水平，体现出行业集中度处于提升趋势之中。盈利能力方面，以阳光诺和为代表的头部企业的毛利率持续提升，我们认为主要是由于人效、产能利用率提升以及在研产品成果转化、销售分成等高毛利收入占比提升带动。

图 17 近年来国内仿制药 CRO 公司收入情况 (单位: 百万元)

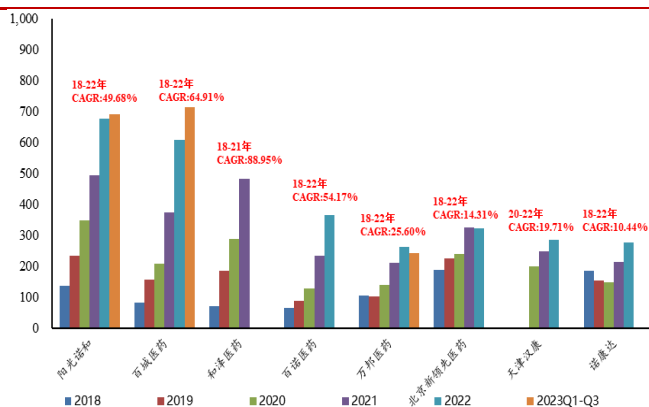
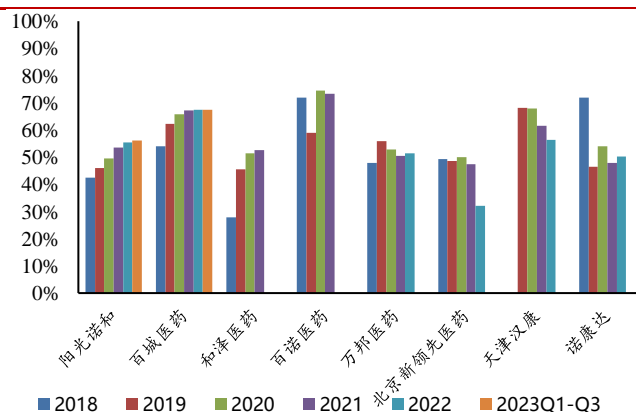


图 18 近年来国内仿制药 CRO 公司毛利率情况

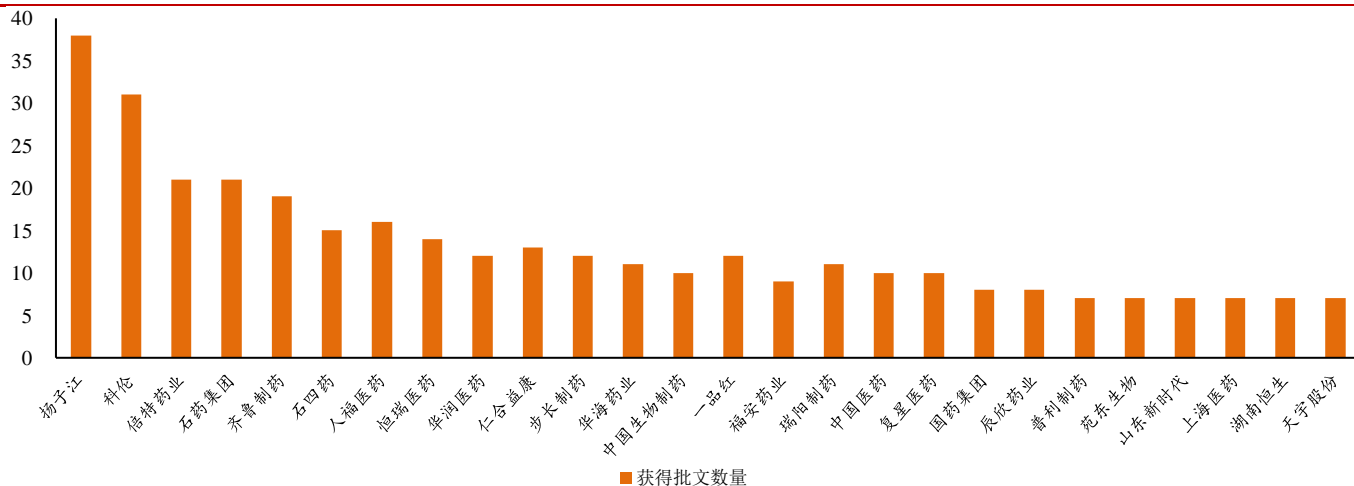


资料来源: Wind, 首创证券 (北京新领先医药为太龙药业子公司, 天津汉康为海特生物子公司)

资料来源: Wind, 首创证券 (北京新领先医药的毛利率为太龙药业医药研发业务毛利率, 天津汉康的毛利率为海特生物医药技术服务业务毛利率)

仿制药开发主体的类型也在持续拓展。根据米内网的统计, 2022 年国家药监局共批准 982 个国产仿制药批文, 涉及 377 个品种。其中获批品种排名前 20 的公司 (有并列, 因此合计数量超过 20), 共计获得 343 个批文, 占批文总数的比例为 34.93%。通过分析, 我们认为在集采后由于仿制药需求量增加, 行业准入门槛降低 (进院、销售渠道建设难度下降), 在仿制药研发活跃度提升的同时, 新进入者也在增加, 2022 年获得批文较多的企业中, 除传统制药龙头企业外, 还包括 “原料药-制剂一体化” 企业、中药企业等希望通过仿制药获取业绩增量的公司。此外 MAH 制度实施后, 具有上市许可持有人资格的企业也成为仿制药研发的重要力量。

图 19 2022 年获得仿制药批文较多的企业



资料来源: 米内网, 首创证券 (由于统计口径范围不同, 与 CDE 药品审评报告中获批品种数量有一定差异)

2022 年 CDE 受理化学药 ANDA 数量为 2315 件, 批准 ANDA 数量为 1069 件。阳光诺和注册申报项目数量和获得批件数量占比分别为 2.59% 和 2.43%, 从市占率角度看仍处于较低水平。

表 3 2022 年部分仿制药 CRO 公司获得批件数量、注册申报项目数量情况

	阳光诺和	百诚医药	和泽医药	百诺医药
注册申报项目数量	60	115	70+	—
获得批件数量	26	41	40+	19

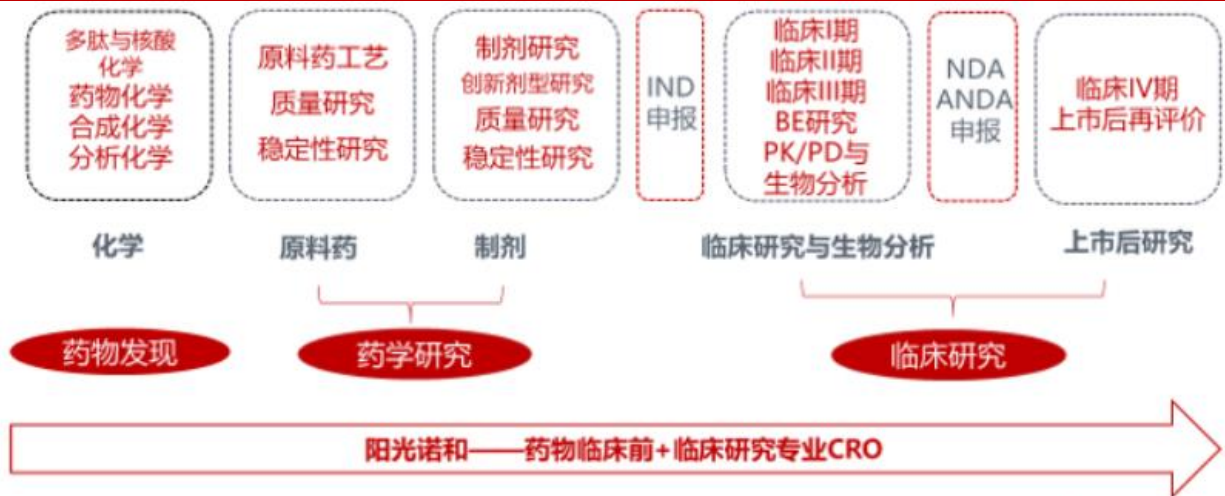
资料来源：相关公司公告/微信公众号，首创证券

通过上述分析后，我们认为：(1) 在 2018 年集采实施后，随着需求量的增加和集采规则的优化，行业新进入者增加，供给端有较大扩容需求；未来由于我国老龄化程度加深以及重磅创新药专利到期，仿制药需求量仍然有较大增长空间；从品种角度看，首仿、新 3 类/新 4 类，OTC/院内外双跨品种申报数量持续增加，需求呈现出多样化态势，预计仿制药研发活跃度仍然有望维持在较高水平；(2) 制药企业对于仿制药研发的交付速度、研究质量要求逐步提升，仿制药 CRO 能够较好满足客户相应需求，预计以公司为代表的行业龙头的市占率仍有提升空间。长期看，我们认为公司仿制药 CRO 业务仍有较大增长潜力。

2. 经营效率持续提升，创新药/高壁垒仿制药研发体系布局逐步完善，分成收益有望成为长期业绩增长动力

公司是药物临床前及临床综合研发服务 CRO，坚持“仿创结合”、“全流程一体化”药物研发服务平台的发展战略，主营业务涵盖创新药开发、仿制药开发及一致性评价等方面的综合研发服务，服务内容主要包括药物发现、药理药效、药学研究、临床研究和生物分析。公司药学研究业务能够提供包括原料药制备工艺及结构确证、剂型选择、处方组成、制剂工艺等多种服务。在药物发现方面，拥有包括创新药物分子设计及开发、多肽药物开发、小核酸药物合成及质量控制开发等方面的化学研究能力和设施，建立了多肽分子创新设计、合成、纯化等专业的研发队伍，创新药方面聚焦于多肽类和小核酸类药物的研发。在临床试验方面，公司能够提供 I-IV 期临床试验研究服务、生物等效性 (BE) 试验服务等。近年来公司创新药服务能力持续提升，2023 年 2 月 2 日盛世泰科研发的 DPP-4 抑制剂盛格列汀上市申请已受理，全资子公司诺和德美为该药物临床研究提供了 I 期至 III 期临床试验服务并进行 NDA 申报。

图 20 阳光诺和研发体系布局



资料来源：公司网站，首创证券

公司围绕仿制药、创新药研发全流程，紧密跟踪药物研发新趋势和新需求，前瞻性进行研发体系布局，在多肽类药物、贴剂、儿科药、中药和改良型新药等多个热点领域均有布局。在研发体系上，除了药学研究外，公司在临床试验领域也设立了多家子公司。同时与控股股东旗下公司郎研生命形成产业链协同，在高端化学药及原料药的研发、生产、销售及 CMO 领域实现对公司业务的有效补充，构建起“CRO+CDMO”一体化服务平台，有助于提升客户黏性。

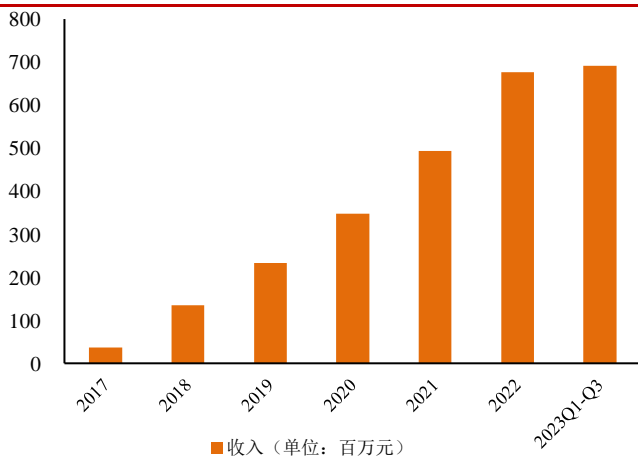
图 21 阳光诺和各子公司情况



资料来源：公司网站，首创证券

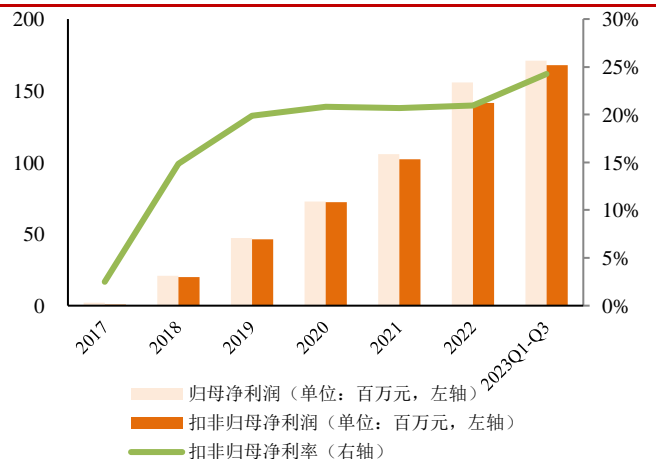
近年来公司收入和利润体量呈现出快速增长态势，2017-2022 年，公司收入 CAGR 为 79.76%，扣非归母净利润 CAGR 为 175.03%，2023 年 1-9 月公司收入为 6.92 亿元 (+39.73%)，归母净利润为 1.71 亿元 (+32.72%)，扣非归母净利润为 1.68 亿元 (+39.31%)。近年来公司毛利率、净利率呈现出提升态势，主要是得益于经营效率持续提升，体现为人均创收和创利持续增长。

图 22 公司近年来收入情况



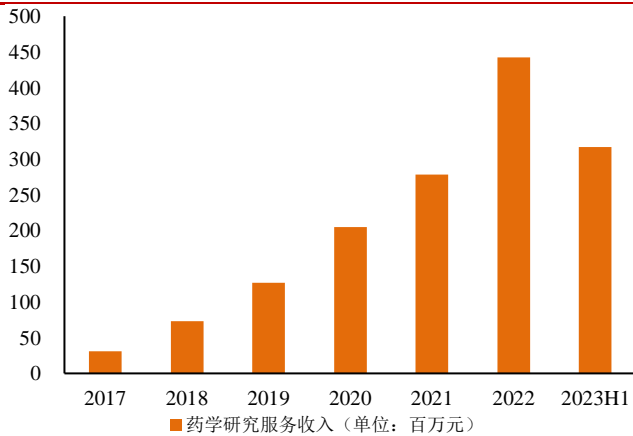
资料来源：Wind，首创证券

图 23 公司近年来利润变化情况



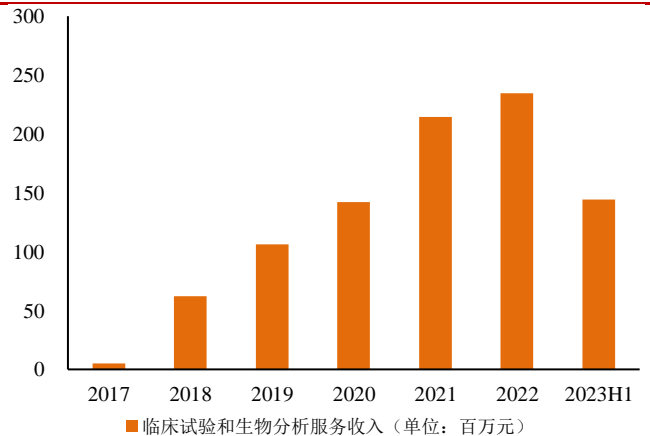
资料来源：Wind，首创证券

图 24 公司近年来药物研究服务业务收入情况



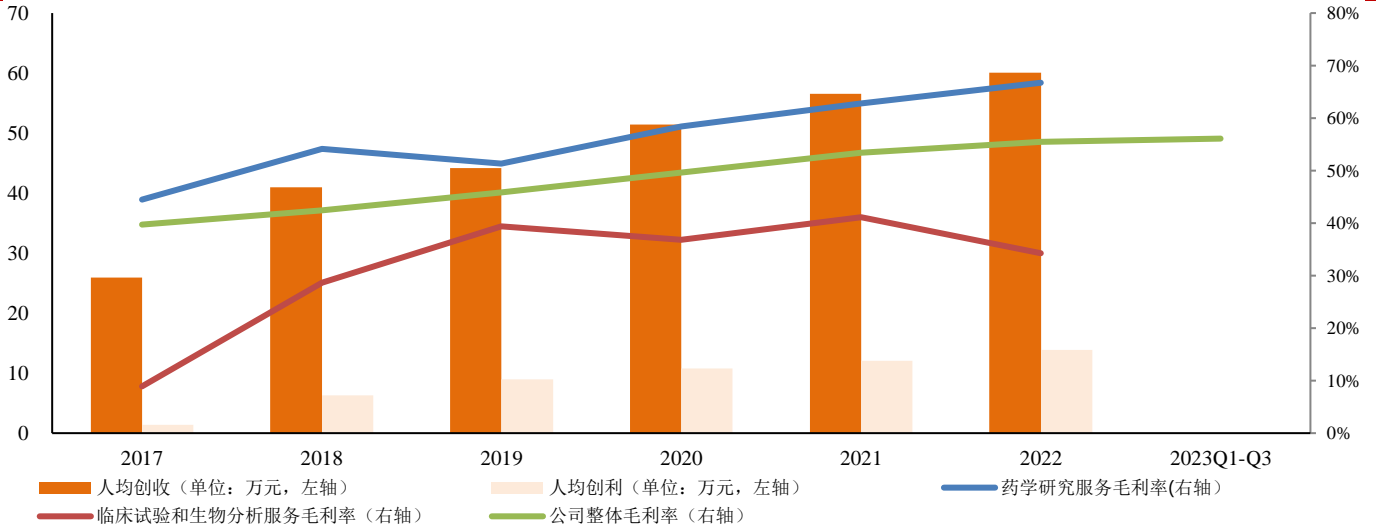
资料来源: Wind, 首创证券

图 25 公司近年来临床研究和生物分析服务收入情况



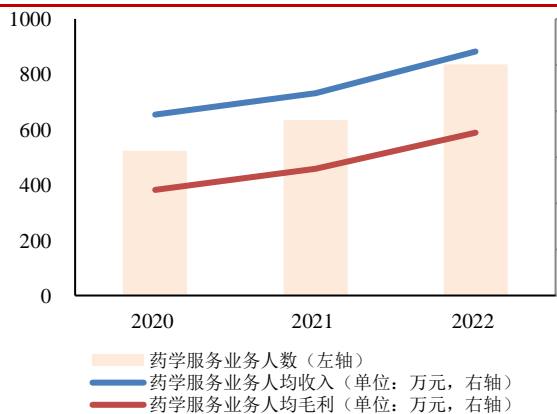
资料来源: Wind, 首创证券

图 26 公司近年来各项业务和整体毛利率、人均创收和创利情况



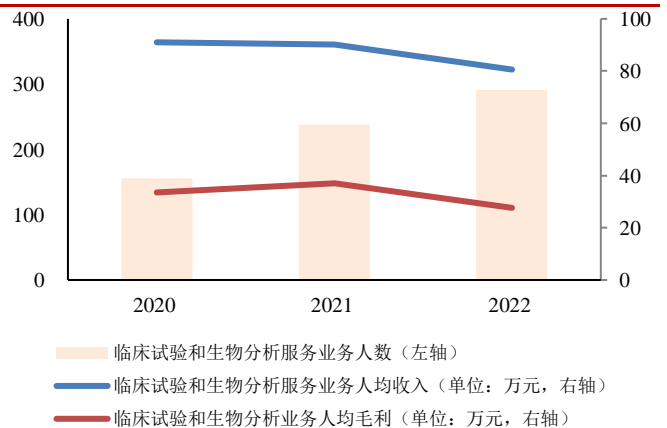
资料来源: Wind, 首创证券

图 27 公司药学服务业务近年来经营情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 28 公司临床试验和生物分析服务业务近年来经营情况



资料来源: Wind, 首创证券

公司近年来新签订单金额、累计存量订单金额和客户数量均持续增长，体现出公司市场口碑和美誉度持续提升。我们认为客户数量的增加，一方面有利于公司新签订单的获取，其次随着公司服务范围的拓展，公司与原有客户的合作的深度也有望增加，服务范围逐步从仿制药向创新药拓展，来自于单个客户的收入也有望逐步提升。

表 4 近年来公司订单和客户情况

	2018	2019	2020	2021	2022
新签订单（单位：亿元）	5.90	6.58	5.27	9.29	11.02
累计存量订单（单位：亿元）			11.32	15.68	19.94
新增客户数量（单位：家）				136	155
累计客户数量（单位：家）				超过 500	超过 650

资料来源：公司公告，首创证券

公司积极进行自主立项，截至 2023 年上半年，公司新立项自研项目达 40 余项，累计已超 290 项。在创新药方面，公司在研产品主要应用在镇痛、肾病与透析、肿瘤辅助、心脑血管、抗菌用药等适应症领域；在改良型新药方面，公司在药物传递系统上开展技术研发及产业转化研究，以长效微球制剂、缓控释制剂等为研发重点；在仿制药方面，公司在研产品重点包括复杂注射剂、多肽制剂、局部递送与透皮吸收药物、儿童用药、罕见病用药及其他特殊制剂等。随着创新药、改良型新药研发的推进，未来相关产品权益转让收益和销售分成收益有望逐步兑现。

表 5 公司创新药和改良型新药重点产品基本情况

项目	产品基本情况	适应症	进度	其他
NHKC-1	化学药 2 类	原发性高血压	临床 III 期	2023 年 6 月与昂利康达成协议，项目整体估值为 1.5 亿元，其中项目里程碑付款合计为 7500 万元，公司持有 50% 权益。
STC007	1 类创新药多肽类 KOR 激动剂	尿毒症中至重度瘙痒、术后疼痛等	临床 II 期	——
STC008	多肽 GHSR 激动剂	改造癌症恶病质患者的体重减轻和厌食的疗效	PCC 已确定，GLP 制备中	——
BTP0611	化学药 2 类	慢性稳定型心绞痛/心衰	临床 I 期	——
LXH-2301 (BTP0717)	化学药 2 类	高尿酸	临床 I 期	与新华制药合作

资料来源：公司公告/微信公众号，药物临床试验登记与信息公示平台，CDE，首创证券

公司已与多家企业签订联合开发项目协议，6 个权益品种已获批，包括去氨加压素注射液、吡美莫司乳膏、卡贝缩宫素注射液、氨基己酸注射液、伊伐布雷定片等，未来公司可按约定比例获得权益分成。随着吡美莫司乳膏等产品放量，我们认为自 2024 年起相关品种有望持续贡献分成收益，后续随着公司自研创新药、改良型新药和仿制药陆续实现对外授权，长期来看公司分成收益具有较好的持续性和成长性。

表 6 公司已获批对外授权品种基本情况

产品	适应症	合作方	市场规模	竞争格局	其他
吡美莫司乳膏	轻度至中度异位性皮炎	知原药业	2021 年市场规模约 2 亿元	2 家（进口 1 家+国产 1 家）	非全国集采品种
去氨加压素注射液	控制/预防出血	陕西勤迈药业	2022 年临床端市场规模为 7200 万元	5 家（进口 1 家+国产 4 家）	非全国集采品种
卡贝缩宫素注射液	预防产后出血和预防子宫收缩乏力	——	2022 年卡贝缩宫素注射液在城市和县级公立医院整体销售额约 2.3 亿元。	9 家（国产 9 家）	全国集采品种
氨基己酸注射液	预防出血	——	2021 年公立医疗机构终端氨基己酸注射剂市场规模超过 7 亿元。	多家获批	非全国集采品种
伊伐布雷定片	慢性稳定型心绞痛/心衰	——	——	7 家（进口 1 家+国产 6 家）	全国集采品种

资料来源：公司公告，NMPA，米内网，辰欣药业公告，上海市阳光药品采购网，首创证券

4. 盈利预测与投资评级

我们预计 2023 年至 2025 年公司营业收入分别为 9.54 亿元、12.67 亿元和 16.62 亿元，同比增速分别为 41.0%、32.8%和 31.1%；归母净利润分别为 1.94 亿元、2.84 亿元和 3.96 亿元，同比增速为 24.7%、46.1%和 39.4%，以 3 月 13 日收盘价计算，对应 PE 分别为 32.7、22.4 和 16.0 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

仿制药研发活跃度下降；行业竞争加剧，订单价格下滑导致毛利率下降；销售分成收益不及预期；自主立项研发项目未能实现预期收益。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,040	1,513	1,996	2,445	经营活动现金流	104	335	258	276
现金	609	1,050	1,363	1,511	净利润	156	194	284	396
应收账款	203	122	161	339	折旧摊销	31	26	33	40
其它应收款	155	124	206	266	财务费用	8	3	3	3
预付账款	24	35	40	49	投资损失	-3	-2	-2	-2
存货	13	130	154	182	营运资金变动	-79	61	-108	-262
其他	187	173	273	357	其它	-11	53	47	101
非流动资产	423	473	547	764	投资活动现金流	-12	-69	-105	-255
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-77	-158	-104	-253
固定资产	143	202	254	297	长期投资	0	0	0	0
无形资产	4	3	2	2	其他	-244	65	89	-1
其他	276	195	198	202	筹资活动现金流	26	175	160	127
资产总计	1,463	1,986	2,543	3,209	短期借款	67	-30	-50	-50
流动负债	517	838	1,123	1,421	长期借款	4	0	0	0
短期借款	201	171	121	71	其他	-16	240	254	114
应付账款	33	42	51	68	现金净增加额	119	441	313	148
其他	2	2	2	2					
非流动负债	37	31	41	36	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	37	31	41	36	营业收入	9.0%	41.0%	32.8%	31.1%
负债合计	554	869	1,164	1,457	营业利润	38.1%	26.3%	46.0%	39.4%
少数股东权益	12	10	10	10	归属母公司净利润	47.6%	24.7%	46.1%	39.4%
归属母公司股东权益	897	1,107	1,369	1,742	获利能力				
负债和股东权益	1,463	1,986	2,543	3,209	毛利率	55.5%	54.9%	56.1%	56.7%
					净利率	23.4%	20.4%	22.4%	23.8%
					ROE	17.2%	17.4%	20.6%	22.6%
					ROIC	16.0%	14.5%	16.3%	17.9%
					偿债能力				
					资产负债率	37.9%	31.4%	28.4%	26.1%
					净负债比率	28.7%	20.1%	13.4%	7.4%
					流动比率	2.0	1.8	1.8	1.7
					速动比率	2.0	1.7	1.6	1.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转率	4.3	5.9	9.0	6.6
					应付账款周转率	11.7	11.4	12.0	12.1
					每股指标(元)				
					每股收益	1.95	1.74	2.54	3.54
					每股经营现金	0.94	2.99	2.30	2.46
					每股净资产	8.01	9.88	12.22	15.55
					估值比率				
					P/E	40.69	32.72	22.35	16.03
					P/B	5.52	6.26	5.06	3.98
利润表 (百万元)									
	2022	2023E	2024E	2025E					
营业收入	677	954	1,267	1,662					
营业成本	301	431	557	720					
营业税金及附加	1	1	2	2					
营业费用	20	27	34	43					
研发费用	90	153	196	249					
管理费用	91	128	165	211					
财务费用	4	3	3	3					
资产减值损失	0	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	3	2	2	2					
营业利润	169	214	312	435					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	169	214	312	435					
所得税	11	20	28	39					
净利润	158	194	284	396					
少数股东损益	2	0	0	0					
归属母公司净利润	156	194	284	396					
EBITDA	173	243	349	478					
EPS (元)	1.95	1.74	2.54	3.54					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准		
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现