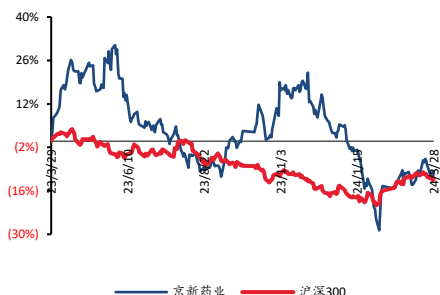


制剂增量空间不断拓展，开启仿创结合新时代

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	8.61/8.61
总市值/流通(亿元)	93.68/93.68
12个月内最高/最低价(元)	16.16/8.28

相关研究报告

<<产能升级释放新动能，仿创结合构筑业绩增长驱动力>>—2023-11-29

证券分析师：周豫

电话：

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523060002

研究助理：刘哲涵

电话：

E-MAIL: liuzh@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190123080023

事件：

公司发布2023年年度报告，2023年公司实现营业收入39.99亿元，同比增长5.78%，归母净利润为6.19亿元，同比下降6.55%，扣非归母净利润为5.33亿元，同比下降11.60%。

点评：

Q4收入增速较快，业绩略低于预期。2023Q4收入同比增长9.54%，环比增长8.53%，我们判断主要由于成品药及原料药销售增长驱动。利润端主要受折旧摊销和研发、管理费用增加等影响，2023Q4同比下降23.22%，环比下降6.55%。

主营业务增速稳健，销售费用控制良好。分板块来看，全年成品药收入23.26亿元，同比增长4.98%；原料药收入9.56亿元，同比增长9.60%；医疗器械收入6.37亿元，同比增长1.39%，主营业务增速稳健。公司2023年毛利率50.6%，同比下降2.7pp，我们判断主要受药品集采降价及原料药降价影响；销售费用率为19.6%，同比下降1.3pp；研发费用率10.0%，同比增加0.3pp；管理费用率5.3%，同比增加0.2pp。

销售改革成效显著，成品药拓展增量空间。公司于2023Q1启动销售策略改革，医院事业部聚焦院内市场深耕，零售事业部专注院外市场，成品药制剂内贸下半年收入为10.68亿元，较上半年10.06亿元环比提升6.18%，销售能力提升，同时不断拓展存量品种的增量空间。

持续投入研发，开启仿创结合新时代。2023年公司研发投入4.01亿元，同比增长9.23%。公司持续推进创新药、仿制药的研发和立项工作，公司每年申报10个以上项目，形成具有一批成本优势的仿制药产品群。首款创新药地达西尼2024年3月实现上市销售，我们预计销售峰值有望超过10亿元。公司其他创新药项目也在顺利推进，JX11502MA胶囊已进入IIb临床阶段，康复新肠溶胶囊IIa期完成。随着公司创新品种逐步兑现，有望持续为公司业绩提供增量。

● 盈利预测及投资建议

我们预测公司2024/2025/2026年收入为44.60/49.12/53.53亿元，同比增长11.54%/10.12%/8.99%。归母净利润为7.28/8.41/9.41亿元，同比增长17.66%/15.54%/11.84%。对应当前PE为13/11/10X。考虑公司院内集采影响出清，院外市场提升空间大，创新药持续提供增量，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业政策变化风险；药品研发及上市不及预期；环保风险；产品销售不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,999	4,460	4,912	5,353
营业收入增长率(%)	5.79%	11.54%	10.12%	8.99%
归母净利（百万元）	619	728	841	941
净利润增长率(%)	-6.55%	17.66%	15.54%	11.84%
摊薄每股收益（元）	0.72	0.85	0.98	1.09
市盈率（PE）	17.67	12.69	10.98	9.82

资料来源：IFIND，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,548	1,461	2,238	3,292	4,208
应收和预付款项	495	585	624	690	756
存货	774	653	834	890	954
其他流动资产	464	655	639	625	689
流动资产合计	3,281	3,354	4,335	5,497	6,608
长期股权投资	81	63	53	48	43
投资性房地产	133	347	347	347	347
固定资产	1,291	1,775	1,864	1,885	1,763
在建工程	285	482	337	236	165
无形资产开发支出	419	401	401	401	401
长期待摊费用	27	21	19	17	15
其他非流动资产	5,126	4,897	5,868	7,035	8,146
资产总计	7,363	7,987	8,889	9,969	10,881
短期借款	239	279	304	345	381
应付和预收款项	719	941	927	1,037	1,136
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	1,233	1,226	1,381	1,462	1,548
负债合计	2,191	2,446	2,612	2,844	3,065
股本	861	861	861	861	861
资本公积	1,720	1,723	1,723	1,723	1,723
留存收益	2,554	2,914	3,645	4,487	5,169
归母公司股东权益	5,146	5,512	6,243	7,085	7,767
少数股东权益	26	28	34	40	48
股东权益合计	5,172	5,540	6,277	7,125	7,815
负债和股东权益	7,363	7,987	8,889	9,969	10,881

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	856	793	860	1,182	1,272
投资性现金流	-738	-738	-111	-159	-122
融资性现金流	-188	-246	26	31	-234
现金增加额	-55	-188	777	1,054	916

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,780	3,999	4,460	4,912	5,353
营业成本	1,766	1,976	2,170	2,372	2,574
营业税金及附加	38	47	0	0	0
销售费用	792	784	870	943	1,028
管理费用	194	213	232	255	278
财务费用	-72	-54	-20	-35	-55
资产减值损失	-21	-21	1	1	0
投资收益	19	6	22	25	27
公允价值变动	24	37	0	0	0
营业利润	757	714	832	961	1,075
其他非经营损益	-6	-6	-3	-3	-3
利润总额	750	708	829	958	1,072
所得税	82	85	95	110	123
净利润	668	623	734	848	949
少数股东损益	6	5	6	7	8
归母股东净利润	662	619	728	841	941

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	53.27%	50.57%	51.34%	51.70%	51.91%
销售净利率	17.52%	15.48%	16.33%	17.13%	17.58%
销售收入增长率	9.04%	5.79%	11.54%	10.12%	8.99%
EBIT 增长率	6.54%	-4.83%	30.02%	14.14%	10.11%
净利润增长率	8.12%	-6.55%	17.66%	15.54%	11.84%
ROE	12.87%	11.23%	11.66%	11.88%	12.12%
ROA	8.99%	7.75%	8.19%	8.44%	8.65%
ROIC	10.65%	9.35%	10.80%	10.87%	10.91%
EPS (X)	0.77	0.72	0.85	0.98	1.09
PE (X)	15.82	17.67	12.69	10.98	9.82
PB (X)	2.04	1.99	1.48	1.30	1.19
PS (X)	2.77	2.74	2.07	1.88	1.73
EV/EBITDA (X)	10.81	11.49	6.87	5.25	4.16

资料来源: IFIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。