

中药饮片

新天药业（002873.SZ）

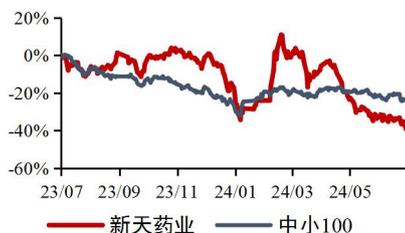
增持-B(维持)

业务逐步走出低谷，终止收购汇伦医药，不排除择机重启

2024年7月29日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年7月29日

收盘价(元):	7.58
年内最高/最低(元):	14.33/7.54
流通A股/总股本(亿):	2.24/2.29
流通A股市值(亿):	16.98
总市值(亿):	17.39

基础数据：2024年3月31日

基本每股收益(元):	0.07
摊薄每股收益(元):	0.07
每股净资产(元):	4.39
净资产收益率(%):	1.53

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布公告，由于公司与部分交易对手方不能达成一致，终止发行股份购买汇伦医药 85.12% 的股权暨关联交易。目前公司仍持有汇伦医药 14.88% 的股权。

事件点评

➢ 汇伦医药研发及商业化能力兼而有之。汇伦医药已建立 200 余人的研发团队，定位为高端特色小分子化学药，布局竞争格局好、有一定壁垒的高端仿制药、创新药，具特色的 2 类新药及首仿、快仿的高端仿制药梯队持续扩充为汇伦带来快速增长的现金流，并积极探索 1 类创新有望打开公司长期成长天花板。

基于差异化竞争的策略，目前已有 14 个品种获批上市，其中改良型新药 1 款（注射用左亚叶酸）、独家产品 1 款（注射用西维来司他钠），首仿药 3 款（注射用西维来司他钠、地诺孕素片以及赛洛多辛胶囊）等，2023 年产品销售已经实现盈利。

在研管线方面：

1) 汇伦医药在研 1 类、2 类创新品种 10 余个，其中 1 类在研品种 6 个，3 个处于 I 期临床，1 个已结束 II 期入组，即将开展 III 期临床，2 个即将申报 IND；2 类在研品种 3 个，其中 1 个处于临床 II 期，2 个处于临床 I 期；此外还有多个产品处于临床前研究阶段。

2) HTMC0435（PARP 抑制剂）是一款用于小细胞肺癌临床治疗的 1 类新药，目前 II 期临床数据显示的中位生存分析结果显著优于现有治疗方法，已向 CDE 提交突破性治疗药物认定申请。该品种此前已获得 FDA 临床试验许可和孤儿药资格认定。若此次申请成功落地，有望快速提升该品种的市场化进程。

3) 西维来司他钠雾化吸入剂已进入 II 期临床试验，该剂型实现了病灶部位药物分布远高于非病灶部位，使产品的有效性和安全性得到了改进，未来的用药场景也将得到进一步扩展。此外，汇伦医药在免疫炎症领域还有一些新靶点的在研新药。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



表 1：汇伦医药已上市核心管线

序号	产品名称	适应症	注册类别	备注
免疫炎症	注射用西维来司他钠	用于改善全身性炎症反应综合征的急性肺损伤/急性呼吸窘迫综合征	3 类	全球唯一获批 ALI/ARDS 适应症
抗肿瘤	注射用左亚叶酸	(1) 使用高剂量甲氨蝶呤后的解救以及减少由叶酸拮抗剂过量或甲氨蝶呤消除下降引起的毒性；(2) 与 5-氟尿嘧啶联用，治疗转移性结直肠癌	2.1 类	国内首款
	注射用阿扎胞苷	(1) 中危-2 及高危骨髓增生异常综合征 (MDS)；(2) 慢性粒-单核细胞白血病 (CMML)；(3) 髓系白血病 (AML)、骨髓原始细胞为 20-30%伴多系发育异常	4 类	-
	注射用替莫唑胺	(1) 多形性胶质母细胞瘤 (2) 常规治疗后复发或进展的多形性胶质母细胞瘤或间变性星形细胞瘤	3 类	-
妇科	地诺孕素片	治疗子宫内膜异位症	4 类	国内首仿
男科	西地那非片	治疗阴茎勃起功能障碍	4 类	-
	阿伐那非片	治疗阴茎勃起功能障碍	3 类	-
	赛洛多辛胶囊	用于治疗良性前列腺增生症 (BPH) 引起的症状和体征	4 类	国内首仿
心脑血管	替格瑞洛片	与阿司匹林合用, 用于急性冠脉综合征(ACS)患者或有心肌梗死病史且伴有至少一种动脉粥样硬化血栓形成事件高危因素的患者, 降低心血管死亡、心肌梗死和卒中的发生率。	4 类	-
	利伐沙班片	(1) 用于择期髋关节或膝关节置换手术成年患者, 预防静脉血栓形成 (VTE)；(2) 用于治疗成人静脉血栓形成(DVT), 降低急性 DVT 后 DVT 复发和肺栓塞 (PE) 的风险；(3) 用于具有一种或多种危险因素的非瓣膜性房颤成年患者, 降低卒中和全身性栓塞的风险	4 类	-

资料来源：公司资料，NMPA，山西证券研究所

➤ **汇伦医药去年年末估值 25.76 亿元，营收 9.98 亿元，净利润 3083.25 万元。**根据公司 2023 年年报披露，汇伦股权属于非交易性权益工具投资，将其指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的权益工具投资。年报披露其他权益工具投资期末余额为 3.83 亿元，按持有比例计算，当期汇伦医药对应估值为 25.76 亿元。

根据《新天药业发行股份购买资产暨关联交易预案》，2023 年汇伦医药营业收入（未经审计）99,832.20 万元，净利润（未经审计）扭亏为盈，实现 3,083.25 万元。汇伦医药最终估值由资产评估确定。

表 2：汇伦医药主要财务数据（万元）

项目	2023 年度	2022 年度
资产总额	106,891.43	84,432.83
净资产	31,102.93	26,980.64
营业收入	99,832.20	41,438.35
营业利润	3,491.40	-26,422.69
净利润	3,083.25	-26,393.13

资料来源：《新天药业发行股份购买资产暨关联交易预案》，山西证券研究所

➤ **大单品西维来司他钠注射剂有望展望 15~25 亿销售峰值。**全球 ICU 患者中 ARDS 发病率约为 10%，国内预计发病率类似。根据人口比例，以 2015 年美国 ARDS 发病率（NIH 数据）计算，我国每年新增 ARDS 病例 72 万，考虑到发病率的上升、ARDS 在去年更新、扩大了此前的定义范围，假设我国病例数相比 2015 年增加 10%，ARDS 患者实现 30%渗透率，标准体重患者用药每天 3 只，规范使用 14 天，销售峰值有望达到 25 亿元。如果进入国谈，参考历年平均降幅，该品种销售额也有望超过 15 亿元。

➤ **未来不排除以新方案择机重启并购。**根据公告，公司出于自身战略规划、行业发展趋势、市场环境、标的公司经营情况及其股东意向等因素综合考虑，正积极与部分交易方、标的公司等相关方协商具体解决方案，待相关问题解决后，不排除以新方案择机重启并购的可能。我们认为，未来若并购顺利完成，将有利于新天药业进一步整合汇伦医药的研发及市场资源，提升公司的综合研发、经营能力及行业影响力，形成现代创新中药+高品质创新化药的业务协同效应，通过集中各种优势资源，实现各业务板块资源共享、协同发展。

➤ **公司今年业务已经走出低谷。**公司自 2022 年底开启了研产销体系“降本增效”改革，多维度、多层次的实现成本费用控制、提高经营效率。历经

一年多的时间，公司体系“降本增效”改革已基本完成，各项新的运营体系与管理模式已经开始正常运转并逐步优化，部分阶段性的改革成果也陆续得到了呈现。目前，随着一系列改革措施的推进，公司业务已经走出低谷期，并呈现“环比”稳中有进的回升态势。

此外，公司在研中药新药术愈通颗粒、龙芩盆腔颗粒、苦莢洁阴胶囊等品种目前正在继续推进，经典名方研发顺利进行。

投资建议

➤ 我们认为，公司经营稳定，一系列降本增效改革已经逐步显效，在研品种稳步推进。不考虑并购因素，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 9.70 亿元、10.79 亿元、11.97 亿元，净利润分别为 0.87 亿元、0.96 亿元、1.09 亿元，EPS 分别为 0.38、0.42、0.47 元，对应公司 7 月 29 日收盘价 7.58 元，PE 分别为 20、18、16 倍，维持“增持-B”评级。

风险提示

➤ 包括但不限于：各种因素导致并购不能重启、并购失败的风险；并购后整合不力的风险；主导产品降价的风险；市场竞争风险；研发失败的风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,088	954	970	1,079	1,197
YoY(%)	12.1	-12.3	1.6	11.3	10.9
净利润(百万元)	112	81	87	96	109
YoY(%)	12.1	-27.5	7.1	11.3	12.7
毛利率(%)	77.3	77.1	76.9	76.8	76.6
EPS(摊薄/元)	0.49	0.35	0.38	0.42	0.47
ROE(%)	9.9	7.3	7.3	7.6	8.0
P/E(倍)	15.6	21.5	20.1	18.0	16.0
P/B(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
净利率(%)	10.3	8.5	8.9	8.9	9.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	611	636	869	958	1065
现金	101	138	305	345	387
应收票据及应收账款	250	240	385	289	436
预付账款	15	10	16	12	19
存货	183	184	96	228	145
其他流动资产	61	64	68	84	78
非流动资产	1229	1275	1289	1342	1385
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	358	659	655	694	737
无形资产	149	165	173	182	191
其他非流动资产	722	451	460	465	457
资产总计	1840	1912	2158	2300	2450
流动负债	502	555	765	860	953
短期借款	317	367	553	637	706
应付票据及应付账款	96	105	100	129	127
其他流动负债	89	83	111	93	119
非流动负债	216	243	209	176	141
长期借款	157	196	158	126	90
其他非流动负债	59	48	51	50	50
负债合计	718	798	974	1036	1094
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	232	231	231	231	231
资本公积	187	180	180	180	180
留存收益	580	638	707	783	870
归属母公司股东权益	1122	1113	1184	1264	1356
负债和股东权益	1840	1912	2158	2300	2450

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	76	78	71	92	104
净利润	112	81	87	96	109
折旧摊销	26	22	25	26	28
财务费用	11	12	8	10	9
投资损失	0	1	1	1	1
营运资金变动	-85	-46	-52	-40	-43
其他经营现金流	12	9	3	-1	1
投资活动现金流	-79	-97	-38	-80	-72
筹资活动现金流	32	56	-19	-35	-40
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.35	0.38	0.42	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.34	0.31	0.40	0.45
每股净资产(最新摊薄)	4.80	4.76	5.07	5.42	5.82

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1088	954	970	1079	1197
营业成本	247	219	224	251	280
营业税金及附加	13	13	13	15	16
营业费用	532	438	436	486	539
管理费用	142	151	163	179	196
研发费用	22	38	35	38	41
财务费用	11	12	8	10	9
资产减值损失	-5	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资净收益	-0	-1	-1	-1	-1
营业利润	122	94	99	110	124
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0	0
利润总额	121	92	99	110	124
所得税	10	12	12	14	16
税后利润	112	81	87	96	109
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	112	81	87	96	109
EBITDA	174	145	151	168	186

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	12.1	-12.3	1.6	11.3	10.9
营业利润(%)	4.3	-23.1	5.6	11.3	12.7
归属于母公司净利润(%)	12.1	-27.5	7.1	11.3	12.7
获利能力					
毛利率(%)	77.3	77.1	76.9	76.8	76.6
净利率(%)	10.3	8.5	8.9	8.9	9.1
ROE(%)	9.9	7.3	7.3	7.6	8.0
ROIC(%)	8.3	6.2	5.6	5.9	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	39.0	41.8	45.1	45.0	44.6
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.8	1.0	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	4.5	3.9	3.1	3.2	3.3
应付账款周转率	3.1	2.2	2.2	2.2	2.2
估值比率					
P/E	15.6	21.5	20.1	18.0	16.0
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.5	15.4	14.8	13.4	12.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

