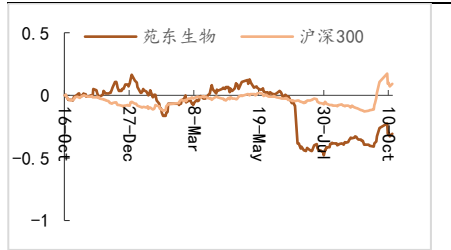


评级： 增持

核心观点

王斌
首席分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 010-81152644

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)	37.88
一年内最高/最低价 (元)	46.84/28.11
市盈率 (当前)	27.68
市净率 (当前)	2.51
总股本 (亿股)	1.77
总市值 (亿元)	66.87

资料来源: 聚源数据

相关研究

- **集采影响逐步出清，制剂新品种有望持续贡献业绩增量。**我们认为，公司存量重点品种已经陆续纳入集采，降价对业绩的负面影响已经充分消化，存量品种在价稳量增的基础上，收入有望保持稳健增长。另一方面，公司近年来获批制剂品种数量明显增加，多个产品具有较好的放量潜力。同时公司重点布局镇痛麻醉类产品，开发具有技术壁垒和政策门槛的特药、缓控释、长效、高活性药物，大力推进首仿、抢仿品种等高壁垒产品。我们认为产品梯队的形成有助于形成新的业绩增长动力，公司国内制剂业务自 2024 年起有望保持较快增长。
- **制剂出口产品梯队持续丰富，收入有望进入快速增长阶段。**国际化方面，公司重点布局阿片解毒剂和急救药产品管线，同时布局突破原研晶型和制剂专利的大品种、高壁垒的复杂制剂和特色的 505 (b) (2) 产品。2023 年 11 月，盐酸纳美芬注射液获得美国 FDA 的药品注册批准，成为公司首个制剂出海的产品；2024 年 9 月，盐酸尼卡地平注射液获得美国 FDA 的药品注册批准。除上述两个产品外，目前还有盐酸纳洛酮鼻喷剂 (ANDA)、盐酸纳美芬注射液 (预充针) (ANDA)、盐酸纳美芬鼻喷剂 (505b2) 在立项开发阶段。我们预计随着盐酸尼卡地平注射液等品种放量，以及盐酸纳美芬鼻喷剂等品种未来获批，公司制剂出口业务将进入快速增长阶段。
- **盈利预测与评级。**我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 13.65 亿元、17.06 亿元和 21.21 亿元，同比增速分别为 22.2%、25.0%和 24.3%；归属于上市公司股东的净利润为 2.76 亿元、3.37 亿元和 4.24 亿元，同比增速分别为 21.7%、22.2%和 25.9%，以 10 月 15 日收盘价计算，对应 PE 分别为 23.3、19.0 和 15.1 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**国内新获批制剂销售额增速不及预期，在集采中降价幅度超预期；海外制剂获批进度低于预期，竞争格局恶化，导致销售额不及预期；原料药和 CDMO 客户/市场开发进度低于预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	11.17	13.65	17.06	21.21
营收增速 (%)	-4.6%	22.2%	25.0%	24.3%
归母净利润 (亿元)	2.27	2.76	3.37	4.24
归母净利润增速 (%)	-8.1%	21.7%	22.2%	25.9%
EPS (元/股)	1.89	1.56	1.91	2.40
PE	19.3	23.3	19.0	15.1

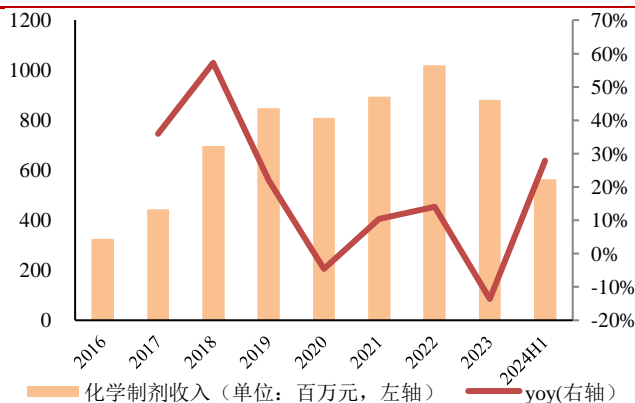
资料来源: Wind, 首创证券

1 集采影响逐步出清，制剂新品种有望持续贡献业绩增量

2019年至2023年，公司化学制剂收入增速显著放缓，我们认为主要是由于：(1) 疫情对医疗机构的正常诊疗秩序造成影响，药品终端使用量受到一定影响；(2) 富马酸比索洛尔片、伊班膦酸钠注射液和枸橼酸咖啡因注射液等存量核心产品陆续纳入集采。2024年上半年，公司化学制剂收入同比增长27.77%，增速显著回升，主要是由于：(1) 国内制剂存量主要产品，如富马酸比索洛尔片、依托考昔片、达比加群酯胶囊、伊班膦酸钠注射液等保持增长；(2) 近年来新上市品种开始贡献收入增量，如重酒石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸去氧肾上腺素注射液、盐酸多巴酚丁胺注射液、舒更葡糖钠注射液、瑞格列奈二甲双胍片、盐酸尼卡地平注射液等。

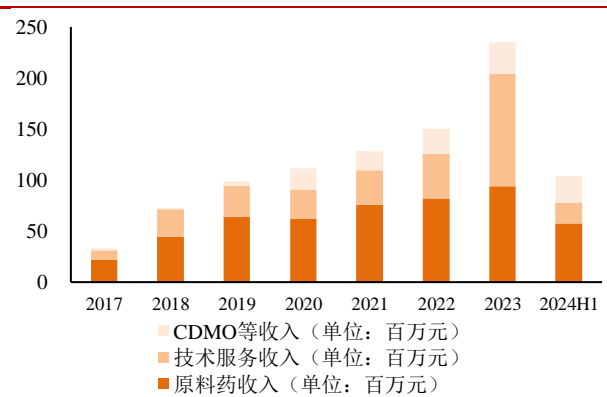
我们认为，目前存量重点品种已经陆续纳入集采，降价对业绩的负面影响已经充分消化，存量品种在价稳量增的基础上，收入有望保持稳健增长。另一方面，公司近年来获批制剂品种数量明显增加，其中有多产品具有较好的放量潜力。同时公司重点布局镇痛麻醉类产品，开发具有技术壁垒和政策门槛的特药、缓控释、长效、高活性药物，大力推进首仿、抢仿品种等高壁垒产品；目前在硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊正在开展临床研究，氨酚羟考酮缓释片于2024年7月向CDE申报生产，水合氯醛口服溶液已申报生产。我们认为产品梯队的形成有助于形成新的业绩增长动力，公司国内制剂业务有望自2024年起保持较快增长。

图 1 近年来公司化学制剂收入和增速情况



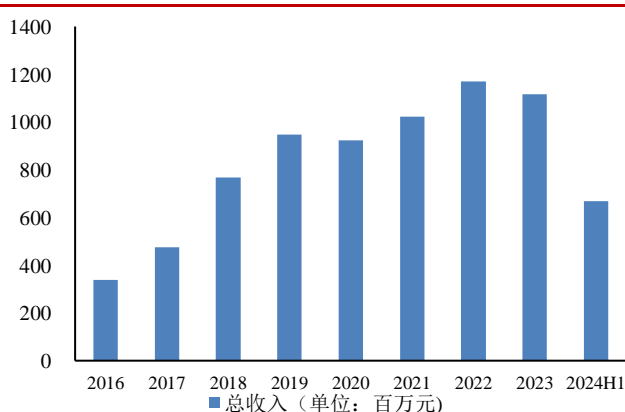
资料来源：Wind，首创证券

图 2 近年来公司其他业务收入情况



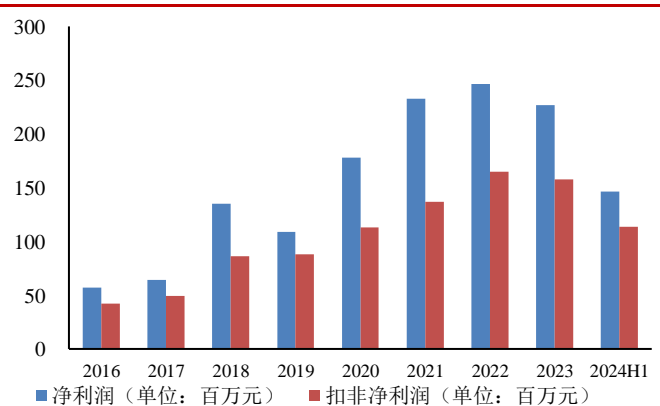
资料来源：Wind，首创证券

图 3 近年来公司总收入情况



资料来源：Wind，首创证券

图 4 近年来公司利润情况



资料来源：Wind，首创证券

表 1 公司近年来业绩概况

年份	经营状况概述
2020 年	报告期内，公司实现营业收入 92191.85 万元，同比下降 2.67%，收入下降主要因上半年疫情、富马酸比索洛尔片中标国家药品集中采购导致价格下降及乌苯美司胶囊调出医保目录影响；实现归属于母公司所有者的净利润 17816.18 万元，同比上升 64.04%，主要是因核心制剂产品销量提高所致。
2021 年	报告期内，公司实现营业收入 102293.56 万元，同比上升 10.96%，收入上升主要因公司富马酸比索洛尔片、伊班膦酸钠注射液等主要产品持续放量，同时公司近年新上市药品依托考昔片、达比加群酯胶囊等中标国家药品集中采购贡献销售增量所致；实现归属于母公司所有者的净利润 23242.76 万元，同比上升 30.46%，主要系公司销售收入增加，同时理财收益等非经常性损益增加所致。
2022 年	报告期内，公司实现营业收入 117051.29 万元，同比增长 14.43%；实现归属于上市公司股东的净利润 24652.08 万元，同比增长 6.06%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 16470.39 万元，同比增长 20.16%，主要系公司富马酸比索洛尔片、依托考昔片等主要产品持续放量以及近年新上市产品达比加群酯胶囊、卡培他滨片、硫酸氢氯吡格雷片等及新过评产品继续贡献增量所致。
2023 年	报告期内，公司实现营业收入 111712.07 万元，同比下降 4.56%，归属于上市公司股东的净利润 22657.44 万元，同比下降 8.09%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 15758.48 万元，同比下降 4.32%，主要系公司重点产品伊班膦酸钠注射液及枸橼酸咖啡因注射液执行第七批国家集中带量采购导致销售收入下降所致。

资料来源：公司公告，首创证券

表 2 公司近年来新产品获批情况

时间	获批产品
2020 年	盐酸美金刚缓释胶囊、卡培他滨片、硫酸氢氯吡格雷片、格隆溴铵注射液、帕立骨化醇注射液、奥氮平片。
2021 年	达比加群酯胶囊、富马酸丙酚替诺福韦片、瑞格列奈二甲双胍片。
2022 年	盐酸帕洛诺司琼注射液、丙戊酸钠注射用浓溶液、氯己烯酸口服溶液用散、盐酸去氧肾上腺素注射液、舒更葡糖钠注射液、盐酸尼卡地平注射液。
2023 年	艾司奥美拉唑镁肠溶干混悬剂、盐酸阿罗洛尔片、重酒石酸去甲肾上腺素注射液、甲硫酸新斯的明注射液、阿立哌唑口服溶液、拉考沙胺口服溶液、盐酸多巴胺注射液、马来酸依那普利口服溶液、布洛芬注射液、盐酸纳美芬注射液、盐酸多巴酚丁胺注射液。
2024 年上半年	盐酸纳布啡注射液、注射用尼可地尔、酒石酸布托啡诺注射液、比索洛尔氢氯地平片、贝前列素钠片、吲哚布芬片、奥卡西平口服混悬液。

资料来源：公司公告，首创证券（盐酸纳美芬为美国 ANDA）

表 3 公司近年来获批重点产品基本情况

产品	获批时间	产品基本情况
瑞格列奈二甲双胍片	2021 年 11 月	公司为国内继江苏豪森后第二家获得该产品药品注册证书的厂家，且公司为按新化药 4 类首家通过，竞争格局良好。
盐酸尼卡地平注射液	2022 年 11 月	2021 年城市公立样本医院尼卡地平注射剂型销售规模近 3.5 亿。
重酒石酸去甲肾上腺素注射液	2023 年 10 月	米内重点省市公立医院数据显示，重酒石酸去甲肾上腺素注射液 2022 年销售额约 5.09 亿元，较上年同期增长 4.33%，近三年均保持增长趋势。
盐酸去氧肾上腺素注射液	2022 年 5 月	盐酸去氧肾上腺素 2021 年全国销售额约 8200 万元。
盐酸纳布啡注射液	2024 年 3 月	国内已有宜昌人福、扬子江紫龙药业、国药国瑞 3 家的国产仿制药上市，视同通过一致性评价，公司为国内第 4 家获批上市且视同通过一致性评价的企业。米内中国城市公立医院数据显示，盐酸纳布啡注射液 2022 年销售额约 6.26 亿元，其销售额同比增长 108.11%，2023 年上半年销售额约 4.08 亿元，同比增长 41.56%，保持较高增速。

酒石酸布托啡诺注射液	2024年4月	国内已有恒瑞医药、国药国瑞、福安庆余堂3家的国产仿制药上市，通过或视同通过一致性评价，公司为国内第4家获批上市且视同通过一致性评价的企业。米内重点省市公立医院数据显示，酒石酸布托啡诺注射液2023年销售额约5.52亿元，较2022年增长31.33%。
比索洛尔氨氯地平片	2024年4月	公司为国内该品种首家仿制药上市。比索洛尔氨氯地平片属于高血压复方制剂，米内重点省市公立医院数据显示，2023年高血压复方制剂市场规模约18.6亿元，复方制剂在高血压用药中市场份额排名第一。德国Merck Kft公司的比索洛尔氨氯地平片自2021年5月在中国首次获批上市后，在2022年实现了该产品的商业化，该产品2023年实现销售额约388万元，较2022年增长846.34%。

资料来源：Wind，公司公告，国家药监局，首创证券

2 制剂出口产品梯队持续丰富，收入有望进入快速增长阶段

国际化方面，公司重点布局特色的阿片解毒剂和急救药产品管线，同时布局突破原研晶型和制剂专利的大品种、高壁垒的复杂制剂和特色的505(b)(2)产品。2023年11月，盐酸纳美芬注射液获得美国FDA的药品注册批准，成为公司首个制剂出海的产品。2024年9月，盐酸尼卡地平注射液获得美国FDA的药品注册批准，预计会对公司近期业绩有一定增量贡献。除上述两个产品外，目前还有盐酸纳洛酮鼻喷剂（ANDA）、盐酸纳美芬注射液（预充针）（ANDA）、盐酸纳美芬鼻喷剂（505b2）在立项开发阶段。我们预计随着盐酸尼卡地平注射液等品种放量，以及盐酸纳美芬鼻喷剂等品种未来获批，公司制剂出口业务将进入快速增长阶段。

表4 公司已获批/在研出口制剂的基本情况

产品	进度	产品基本情况
盐酸纳美芬注射液	2023年11月获批	盐酸纳美芬注射液于1995年4月17日在美国获批上市，原研商品名：REVEX。美国市场首仿于2022年2月8日获批上市，规格为2mg/2mL，持证商为Purdue Pharma LP。公司的盐酸纳美芬注射液是美国FDA批准的第二个仿制药，规格为0.1mg/1mL、2mg/2mL。
盐酸尼卡地平注射液	2024年9月获批	盐酸尼卡地平注射液于2008年7月24日在美国获批上市，原研商品名：NICARDIPINE HYDROCHLORIDE，持证商为HIKMA。美国橙皮书网站显示，现已有AMERICAN REGENT INC、WOCKHARDT LTD、EUGIA PHARMA SPECIALITIES LTD等企业的仿制药上市。根据IMS数据库的统计信息，2023年度美国市场上特定剂型和规格的盐酸尼卡地平注射液年度销售规模约3200万美元，近年销售量基本保持稳定。
盐酸纳洛酮鼻喷剂	研发中	目前美国市场有3款纳洛酮鼻喷剂OTC产品获批，分别是Emergent BioSolutions的Narcan（2023年3月获批，4mg规格）、Harm Reduction的RiVive（2023年8月获批，3mg规格）和Amneal Pharmaceuticals（2024年4月获批，4mg规格）的通用产品。
盐酸纳美芬注射液（预充针）	研发中	目前美国市场有Purdue Pharma的纳美芬盐酸纳美芬注射液（预充针）（商品名：Zurnai™）于2024年8月获批。
盐酸纳美芬鼻喷剂	研发中	目前美国市场有Indivior的纳美芬鼻喷剂（商品名OPVEE®）于2023年5月获批。

资料来源：公司公告，动脉网，医药魔方，澎湃新闻，首创证券

3 盈利预测和评级

2024 年公司实施限制性股票激励计划，以 2023 年收入和净利润为基数，对 2024-2026 年相应指标进行考核。我们认为体现出公司对于未来业绩增长的信心。受益于国内制剂新品种放量，海外制剂产品梯队持续丰富，原料药和 CDMO 业务通过客户和市场拓展迎来显著增长，我们预计公司整体业绩有望进入快速增长阶段。

图 5 公司股权激励计划情况

归属期	对应考核年度	以 2023 年营业收入为基数，各考核年度营业收入增长率 (A)		以 2023 年净利润为基数，各考核年度净利润增长率 (B)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
第一个归属期	2024 年	20%	16%	20%	16%
第二个归属期	2025 年	45%	36%	45%	36%
第三个归属期	2026 年	77%	61.6%	77%	61.6%

资料来源：公司公告，首创证券

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 13.65 亿元、17.06 亿元和 21.21 亿元，同比增速分别为 22.2%、25.0%和 24.3%；归属于上市公司股东的净利润为 2.76 亿元、3.37 亿元和 4.24 亿元，同比增速分别为 21.7%、22.2%和 25.9%，以 10 月 15 日收盘价计算，对应 PE 分别为 23.3、19.0 和 15.1 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

4 风险提示

国内新获批制剂销售额增速不及预期，在集采中降价幅度超预期；海外制剂获批进度低于预期，竞争格局恶化，导致销售额不及预期；原料药和 CDMO 客户/市场开发进度低于预期。

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)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,883	2,340	2,760	3,308	经营活动现金流	275	318	337	371
现金	781	1,180	1,431	1,760	净利润	227	276	337	424
应收账款	120	155	199	255	折旧摊销	75	82	81	81
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	4	-12	-13	-14
预付账款	9	12	15	18	投资损失	-11	-26	-27	-28
存货	161	114	117	152	营运资金变动	-27	-20	-68	-126
其他	798	869	985	1,106	其它	8	19	27	34
非流动资产	1,464	1,463	1,612	1,740	投资活动现金流	-410	-138	-200	-200
长期投资	25	25	25	25	资本支出	-189	-81	-231	-211
固定资产	1,069	1,071	1,074	1,076	长期投资	0	0	0	0
无形资产	34	31	28	25	其他	-52	-221	-57	31
其他	150	150	149	148	筹资活动现金流	81	220	113	159
资产总计	3,347	3,803	4,372	5,048	短期借款	75	-30	-30	-30
流动负债	662	999	867	737	长期借款	43	0	0	0
短期借款	181	151	121	91	其他	34	355	255	340
应付账款	135	179	192	200	现金净增加额	-54	399	250	330
其他	196	196	196	196					
非流动负债	82	101	122	142	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	40	40	40	40	成长能力				
其他	42	61	82	102	营业收入	-4.6%	22.2%	25.0%	24.3%
负债合计	744	1,100	989	879	营业利润	-7.2%	26.3%	21.6%	25.3%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-8.1%	21.7%	22.2%	25.9%
归属母公司股东权益	2,603	2,703	3,383	4,169	获利能力				
负债和股东权益	3,347	3,803	4,372	5,048	毛利率	80.0%	78.1%	79.5%	81.2%
					净利率	20.3%	20.2%	19.7%	20.0%
					ROE	8.7%	10.2%	10.0%	10.2%
					ROIC	10.7%	11.5%	12.0%	12.7%
					偿债能力				
					资产负债率	22.2%	28.9%	22.6%	17.4%
					净负债比率	10.2%	9.4%	7.3%	5.7%
					流动比率	2.8	2.3	3.2	4.5
					速动比率	2.6	2.2	3.0	4.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转率	8.7	9.9	9.6	9.3
					应付账款周转率	1.6	1.9	1.9	2.0
					每股指标(元)				
					每股收益	1.9	1.6	1.9	2.4
					每股经营现金	1.6	1.8	1.9	2.1
					每股净资产	14.7	15.3	19.2	23.6
					估值比率				
					P/E	19.25	23.26	19.03	15.12
					P/B	1.68	2.37	1.90	1.54
利润表 (百万元)									
	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	1,117	1,365	1,706	2,121					
营业成本	223	299	349	400					
营业税金及附加	18	20	26	32					
营业费用	385	478	614	785					
研发费用	238	259	316	382					
管理费用	99	89	108	127					
财务费用	-11	-12	-13	-14					
资产减值损失	-3	-2	-2	-2					
公允价值变动收益	15	15	15	15					
投资净收益	11	11	12	13					
营业利润	242	305	371	465					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	0	9	9	9					
利润总额	242	296	362	456					
所得税	15	20	25	32					
净利润	227	276	337	424					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	227	276	337	424					
EBITDA	305	366	431	523					
EPS (元)	1.89	1.56	1.91	2.40					

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