

医药生物  
首次覆盖报告

2024年10月20日

## 立方制药 (003020.SZ)

—— 渗透泵控释技术领先者，精麻药、中成药驱动成长

买入 (首次覆盖)

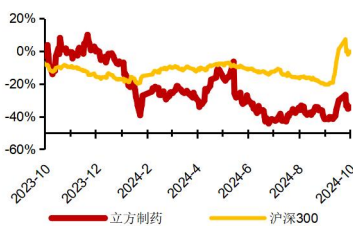
证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股票数据: 2024年10月18日

收盘价(元)	18.39
一年内最高/最低(元)	31.48/15.96
总市值(亿元)	35

投资要点:

- 立方制药成立于2002年，是国内领先的渗透泵控释技术平台型创新药企。2023年，公司实现营业收入19.01亿元，同比下滑26.31%，实现归母净利润2.27亿元，同比增长8.33%，2023收入下滑主因23M4公司将医药批发业务出表。公司持续聚焦医药工业，2023年医药工业收入与毛利占比分别为61%、92%，是主要利润来源。公司产品管线具有较强竞争力，其中化药方面，仿制药集采影响逐步出清，羟考酮、哌甲酯等精麻药物逐渐成为公司新增长动力；中药方面，益气和胃持续增长，23年通过收购九方制药收获葛酮通络胶囊、协同发展。
- 中药：布局胃病、心脑血管慢病领域，两大独家单品快速放量。1) 益气和胃胶囊是公司独家品种，自2018年进入基药目录以来增长强劲，2023年在中国公立医疗机构终端实现销售额2.8亿元，19-23年CAGR达93%，随着公司持续加强医院覆盖力度，拓展多科室应用，并加快院外市场拓展，预计益气和胃胶囊未来三年仍有望保持较快增速。2) 葛酮通络胶囊是中药二类新药，其有效成分葛根黄酮含量达80%以上、临床价值明确，2023年中国公立医疗机构终端心脑血管口服中成药市场规模达506亿元，葛酮通络排名第23，市场份额为1%。该产品2023年在中国公立医疗机构终端实现销售额3.2亿元，同比增长15%。基于公司不断加强学术推广，并在心脑血管领域具有较强的销售基础，有望实现与九方的销售协同，预计葛酮通络胶囊收入将快速增长。
- 化药：高壁垒精麻药进入收获期，降压药集采压力逐步释放。1) 羟考酮缓释片：阿片类药物是中重度疼痛治疗的首选药物，2023年口服阿片类止痛药全国样本医院销售额20亿元，随着国内癌痛治疗率持续提升，预计市场将持续扩容。公司的盐酸羟考酮缓释片10mg、40mg规格已分别于23M3、24M10获批上市，预计随着公司不断开拓市场并增加医院覆盖数量，未来几年该产品有望实现加速放量。2) 传统降压药集采压力逐渐出清，其中非洛地平缓释片集采影响24H1已基本消化，硝苯地平控释片作为光脚品种以第一顺位中标集采、贡献稳定利润，甲磺酸多沙唑啉缓释片竞争格局较好，未来集采影响可控。3) 盐酸哌甲酯缓释片是注意缺陷多动障碍(ADHD)一线治疗药物、一类精神药，终端市场增长迅速，公司研发进度领先，有望于25年首仿获批上市，贡献收入增量。
- 盈利预测与估值：公司是国内渗透泵控释技术平台领先企业，益气和胃胶囊、葛酮通络胶囊持续放量，羟考酮缓释片先发优势显著有望实现加速增长，我们预计2024-2026年归母净利润分别为1.83亿元、2.51亿元、3.27亿元，增速分别为-19%/37%/30%，当前股价对应PE分别为19X、14X、11X。我们选取心血管药物慢病龙头信立泰、精麻药物龙头恩华药业、聚焦麻醉镇痛业务的苑东生物作为可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：产品纳入集采的风险、销售不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、研发进展不及预期的风险。

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	2,579	1,901	1,535	1,766	2,137
同比增长率(%)	13.46%	-26.31%	-19.26%	15.06%	21.02%
毛利率(%)	37.4%	51.5%	74.0%	74.3%	74.8%
归母净利润(百万元人民币)	209	227	183	251	327
同比增长率(%)	21.5%	8.3%	-19.2%	37.1%	30.1%
每股收益(元人民币/股)	1.09	1.18	0.96	1.31	1.71
ROE(%)	14.1%	12.8%	13.8%	15.0%	16.0%
市盈率	24	20	19	14	11

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司是国内领先的渗透泵控释技术平台型创新医药企业，以精麻药、中成药驱动成长，益气和胃胶囊、葛酮通络胶囊独家产品持续快速增长，羟考酮缓释片格局良好有望加速放量，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.83 亿元、2.51 亿元、3.27 亿元，增速分别为-19%/37%/30%，当前股价对应 PE 分别为 19X、14X、11X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 15.35/17.66/21.37 亿元，同比增长-19.26%/15.06%/21.02%，关键假设如下：

#### 1) 医药工业：

中成药方面，两大核心产品优势突出，益气和胃胶囊作为独家基药品种有望延续高速增长态势，葛酮通络胶囊临床价值明确、随着学术推广深入有望迎来新一轮增长；

化药方面，公司心脑血管类仿制药集采压力逐步释放（非洛地平缓释片、硝苯地平控释片、甲磺酸多沙唑嗪缓释片等），同时精麻药产品管线正进入收获期。羟考酮缓释片 10mg/40mg 规格已先后于 2023、2024 年获批上市，预计将快速抢占市场实现收入增长，盐酸哌甲酯缓释片已申报 NDA、预计将于 2025 年获批贡献收入增量；

综上，我们预计医药工业 2024-2026 年收入同比增长 20%/16%/22%；

2) 医药零售：公司拥有 60 余家自营连锁门店，整体营收占比较低，我们预计 2024-2026 年收入同比增长 10%/10%/10%。

### 投资逻辑要点

公司是国内领先的渗透泵控释技术平台型企业，传统降压药集采压力逐渐出清，未来公司增长动能主要为中药和精麻类药物，我们预计在羟考酮缓释片、益气和胃胶囊、葛酮通络胶囊、哌甲酯缓释片等特色优势品种放量带动下，公司长期增长空间十足。

### 核心风险提示

产品纳入集采的风险、销售不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、研发进展不及预期的风险。

## 目录

---

1. 立方制药：渗透泵控释技术领先者，精麻药、中成药驱动成长 .....	6
2. 中药：围绕胃病和心脑血管慢病领域，独家产品持续放量 .....	11
2.1 益气和胃胶囊：独家基药，有望延续快速增长态势 .....	11
2.2 葛酮通络胶囊：独家中药二类新药，增长势头强劲 .....	12
3. 化药：高壁垒精麻药进入收获期，降压药集采压力逐步释放 .....	14
3.1 羟考酮缓释片：癌痛治疗市场潜力大，公司先发优势显著有望快速放量 .....	14
3.2 哌甲酯缓释片：注意缺陷多动障碍一线治疗药物，预计 2025 年首仿获批上市 .....	16
3.3 非洛地平缓释片：集采失标影响逐步消化，零售市场收入平稳 .....	17
3.4 硝苯地平控释片：第一顺位中标集采，贡献稳定利润 .....	18
3.5 多沙唑嗪缓释片：竞争格局较好，市占率有望进一步提升 .....	19
4. 盈利预测及估值 .....	21

## 图表目录

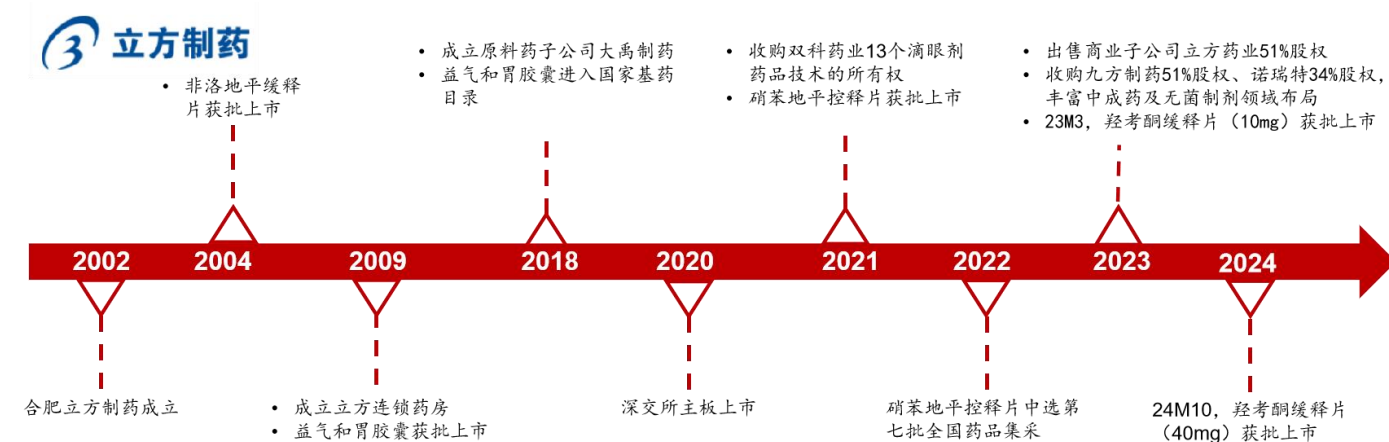
图 1 : 公司发展历程.....	6
图 2 : 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日) .....	7
图 3 : 公司主要品种情况 (按治疗领域分类) .....	8
图 4 : 公司收入及增速情况 (2017-2024H1) .....	8
图 5 : 公司归母净利润及增速情况 (2017-2024H1) .....	8
图 6 : 公司主营业务收入拆分 (2017-2023) .....	9
图 7 : 公司主营业务毛利拆分 (2017-2023) .....	9
图 8 : 公司毛利率及净利率情况 (2017-2024H1) .....	9
图 9 : 公司期间费用率情况 (2017-2024H1) .....	9
图 10 : 中成药胃药中国公立医疗机构销售额与增速.....	11
图 11 : 中成药胃药中国城市公立医院 TOP10 品牌 (2023) .....	11
图 12 : 益气和胃胶囊中国公立医疗机构销售额与增速.....	12
图 13 : 益气和胃胶囊院内中标价 (元/粒) .....	12
图 14 : 心脑血管口服中成药中国公立医疗机构销售额与增速.....	12
图 15 : 心脑血管口服中成药竞争格局 (2023) .....	12
图 16 : 葛酮通络胶囊中国公立医疗机构销售额与增速.....	13
图 17 : 葛酮通络胶囊临床三期试验显示其总有效率 85.81% .....	13
图 18 : 口服阿片类止痛药中国公立医疗机构销售额与增速.....	15
图 19 : 口服阿片类止痛药国内竞争格局 (2023) .....	15
图 20 : 羟考酮缓释片全国公立医疗机构销售额与增速.....	15
图 21 : 羟考酮缓释片国内竞争格局 (2023) .....	15
图 22 : 盐酸哌甲酯缓释片是各国 ADHD 指南推荐的一线治疗药物.....	16
图 23 : 哌甲酯缓释片全国公立医疗机构销售额与增速.....	17
图 24 : 哌甲酯缓释片国内竞争格局.....	17
图 25 : 非洛地平缓释片样本医院销售额与增速.....	18
图 26 : 非洛地平缓释片样本医院竞争格局 (2018-2023) .....	18
图 27 : 硝苯地平控释片样本医院销售额与增速.....	18

图 28 : 硝苯地平控释片样本医院竞争格局 (2023) .....	18
图 29 : 多沙唑嗪缓释片样本医院销售额与增速 .....	19
图 30 : 多沙唑嗪缓释片样本医院竞争格局 (2018-2023) .....	19
图 31 : 财务预测摘要 .....	23
表 1 : 立方制药研发管线情况 .....	10
表 2 : 葛酮通络胶囊单个疗程用药金额 (元) .....	13
表 3 : 指南推荐癌痛按轻度、中度、重度三阶梯用药 .....	14
表 4 : 国内羟考酮缓释片在研企业竞争格局 (截至 2024M10) .....	16
表 5 : 硝苯地平控释片 2022 年 7 月第七批全国集采中选结果 .....	19
表 6 : 国内多沙唑嗪缓释片竞争格局 .....	20
表 7 : 2024-2026 年立方制药收入预测 (亿元) .....	21
表 8 : 可比公司估值情况 .....	22

# 1. 立方制药：渗透泵控释技术领先者，精麻药、中成药驱动成长

**国内渗透泵控释技术领先医药企业。**立方制药成立于2002年，于2020年12月15日在深交所成功挂牌上市，是集医药工业和医药商业业务于一体的创新型医药企业，已连续八年入选“中国化学制药工业企业综合实力百强”。医药工业方面，公司产品包括化学药、中成药制剂产品及原料药，涉及心脑血管、消化系统、精神麻醉、皮肤外用和眼科等多个治疗领域。医药商业方面，主要包括药品与医疗器械的批发配送、零售。

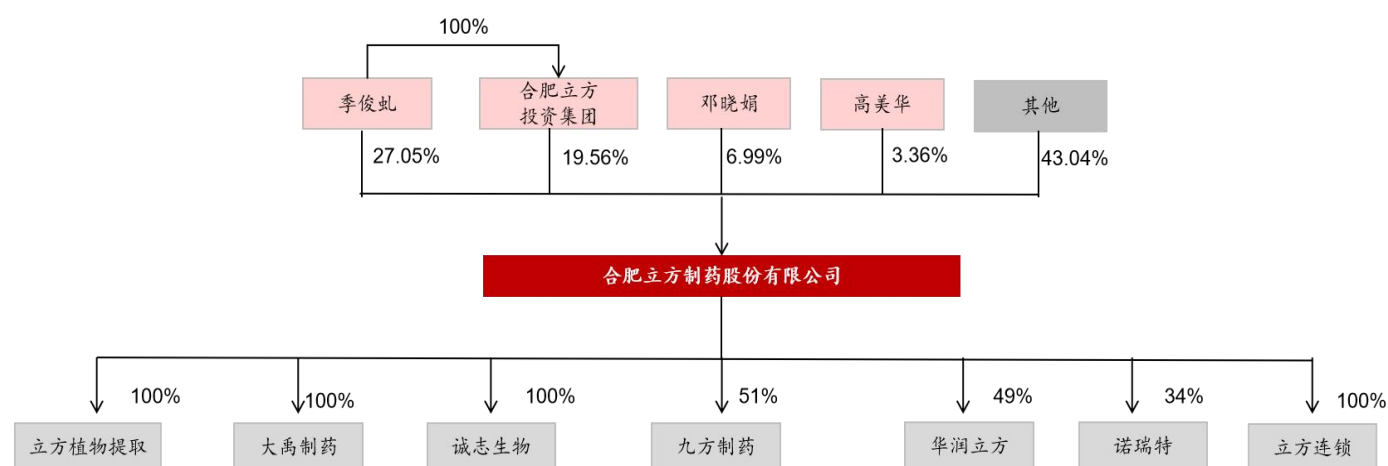
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究

**公司股权结构集中，实控人季俊虬持股 46.61%。**公司实际控制人、董事长为季俊虬先生，截至2024年3月31日，季俊虬先生直接持有公司27.05%的股份，通过立方投资间接持有19.56%的股份，合计持有公司46.61%的股份。公司副董事长、前总经理邓晓娟女士直接持有公司6.99%股份。2023年公司通过并购获得九方制药、诺瑞特的控制权，丰富了公司在中成药、无菌制剂领域的布局；同年4月，公司将医药商业批发配送业务相关资产部分置出（由华润润曜以增资方式获得立方药业的51%股权），助力公司集中优势资源聚焦医药工业，推进公司中药及化药业务的协同发展。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，华源证券研究

**渗透泵控释制剂产品群不断完善，精麻药、中成药协同发展。**1) 在化药制剂方面，公司持续打造渗透泵控释技术平台，布局高端缓控释制剂精神麻醉药物，是国内为数不多的第一类精神药品和麻醉药品定点生产企业。公司已上市缓控释制剂包括非洛地平缓释片、甲磺酸多沙唑嗪缓释片、硝苯地平控释片、盐酸羟考酮缓释片、盐酸曲美他嗪缓释片、盐酸文拉法辛缓释片等 6 款产品。2) 在中药领域，公司拥有益气和胃胶囊、坤宁颗粒、丹皮酚软膏、克座隐酮凝胶、金珍滴眼液等特色产品，2023 年 9 月，公司通过收购子公司九方制药增添了独家产品葛酮通络胶囊（二类新药）和虎地肠溶胶囊（三类新药），进一步丰富中药产品管线，增强在消化系统用和心脑血管用药等老年慢性病领域的优势。



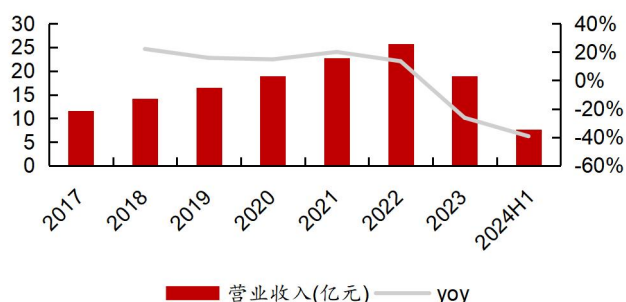
图 3：公司主要品种情况（按治疗领域分类）

产品分类	产品名称	图示	功能主治
心脑血管类	非洛地平缓释片		用于高血压、稳定性心绞痛的治疗。
	甲磺酸多沙唑嗪缓释片		良性前列腺增生对症治疗；高血压的治疗。
	硝苯地平控释片		高血压、冠心病、慢性稳定性心绞痛（劳累性心绞痛）。
	葛酮通路胶囊		活血化痰。用于缺血性中风中经络恢复期瘀血痹阻脉络证。症见半身不遂，口舌歪斜，偏身麻木，语言不利，头晕目眩，颈项强痛等。动脉粥样硬化性血栓性脑梗塞和腔隙性脑梗塞见上述证候者。
精神麻醉类	盐酸羟考酮缓释片		用于缓解持续的中度到重度疼痛。
	盐酸文拉法辛缓释片		用于治疗抑郁症（包括伴有焦虑的抑郁症）及广泛性焦虑障碍。
消化系统类	益气和胃胶囊		健脾和胃，通络止痛。用于慢性非萎缩性胃炎脾胃虚弱兼胃热瘀阻证，症见胃脘痞满胀痛、食少纳呆、大便溏薄、体倦乏力、舌淡苔薄黄、脉细。
	虎地肠溶胶囊		清热，利湿，凉血。用于非特异性溃疡性结肠炎、慢性细菌性痢疾湿热蕴结证，症见腹痛、下痢脓血、里急后重。
	亮菌口服溶液		用于慢性肝炎、迁延性肝炎、慢性胆管炎和胆囊炎以及慢性、浅表性、萎缩性胃炎及放疗化疗引起的白细胞减少的辅助治疗。
眼科类	金珍滴眼液		疏风、清热、明目。用于慢性卡他性结膜炎属风热滞目证，症见睑内红赤、羞明流泪、眼灼热痒痛、干涩不爽、久视疲劳等。
	加替沙星滴眼液		适用于敏感菌所引起的急性细菌性结膜炎。
皮肤外用类	丹皮酚软膏		抗过敏药，有消炎止痒作用。用于各种湿疹、皮炎、皮肤瘙痒，蚊虫叮咬红肿等各种皮肤疾患，对过敏性鼻炎和防治感冒也有一定效果。

资料来源：公司公告，华源证券研究

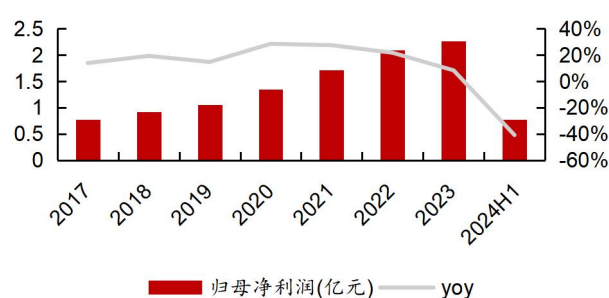
**业绩稳健增长，医药工业板块贡献主要收入和毛利。**2023 年，公司实现营业收入 19.01 亿元，同比下滑 26.31%，实现归母净利润 2.27 亿元，同比增长 8.33%，2023 收入下滑主因 23M4 公司将医药批发业务相关资产部分置出，23M5 起立方药业不再纳入公司合并报表。公司经营稳健，自 2012 年起至 2023 年，已连续十一年实现归母净利润的正增长。2024 年上半年，公司实现营业收入 7.69 亿元，同比减少 39.32%，实现归母净利润 0.77 亿元，同比减少 40.95%，下滑主要是由于集采影响及批发业务剥离。分业务来看，医药工业板块是主要收入与毛利来源，2023 年医药工业的收入占比与毛利占比分别为 61%、92%，预计 2024 年医药工业收入占比将达到 90%以上。

图 4：公司收入及增速情况（2017-2024H1）



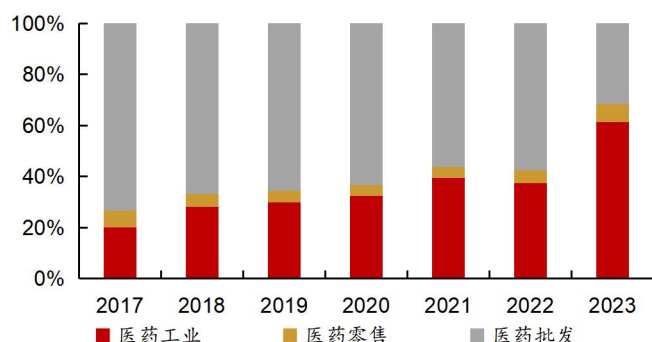
资料来源：Wind，华源证券研究

图 5：公司归母净利润及增速情况（2017-2024H1）

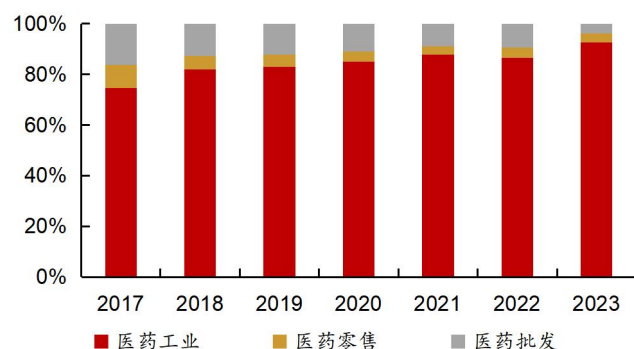


资料来源：Wind，华源证券研究



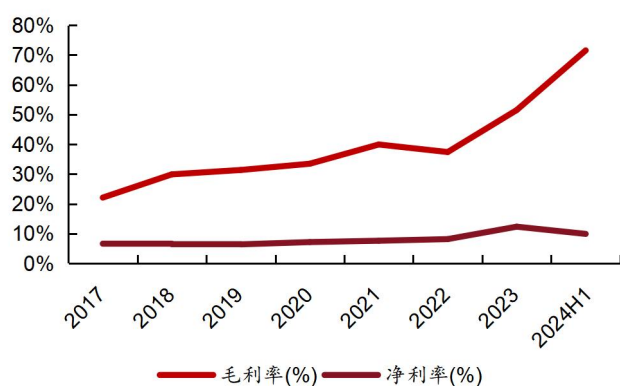
**图 6：公司主营业务收入拆分（2017-2023）**


资料来源：Wind，华源证券研究

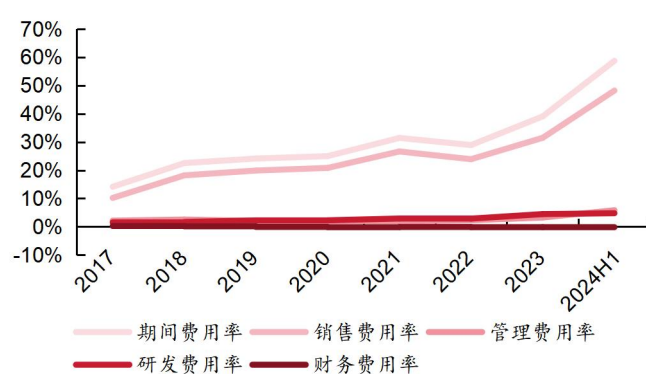
**图 7：公司主营业务毛利拆分（2017-2023）**


资料来源：Wind，华源证券研究

**营收结构改善，盈利能力不断提升。**随着高毛利医药工业收入占比提升，公司销售毛利率由 2017 年的 22.08% 提升至 2024H1 的 71.53%。2024H1 公司净利率为 9.88%，相对保持稳定。由于公司业务结构优化，期间费用率有所上升，2024H1 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 48.16% (yoy+21.99pct)、5.83% (yoy+3.33pct)、4.77% (yoy+1.39pct)、-0.07% (yoy+0.12pct)。我们预计随着公司核心品种加速放量，公司盈利能力有望进一步提升。

**图 8：公司毛利率及净利率情况（2017-2024H1）**


资料来源：Wind，华源证券研究

**图 9：公司期间费用率情况（2017-2024H1）**


资料来源：Wind，华源证券研究

**持续打造渗透泵控释技术平台，哌甲酯、帕利哌酮等精麻药品有望陆续获批。**公司持续加大研发投入，围绕渗透泵技术平台，在原料药、关键辅料、制剂配方、装备与关键设备等多方面实现自主开发，巩固渗透泵控释技术领域的优势地位，构建了缓控释产业化核心竞争力。公司在高端缓控释制剂精麻药品研发方面，盐酸羟考酮缓释片 10mg 规格、40mg 已获批，帕利哌酮缓释片、盐酸哌甲酯缓释片已申报 NDA，有望陆续获批上市。

**表 1：立方制药研发管线情况**

受理号	药品名称	大类	亚类	办理状态	状态开始时间
CYHS2401737	甲硝唑凝胶	【化】皮肤病用药	【化】皮肤病用抗生素和化疗药	已申报受理, 审评中	2024-06-08
CYHS2401502	洛索洛芬钠口服溶液	【化】肌肉-骨骼系统	【化】抗炎药和抗风湿药	已申报受理, 审评中	2024-05-18
CYHS2400696	美沙拉秦肠溶片	【化】消化系统及代谢药	【化】止泻药, 肠道抗炎/抗感染药	已申报受理, 审评中	2024-02-26
CYHS2303619	帕利哌酮缓释片	【化】神经系统药物	【化】精神安定药	已申报受理, 审评中	2023-12-26
CYHS2303618	帕利哌酮缓释片	【化】神经系统药物	【化】精神安定药	已申报受理, 审评中	2023-12-26
CYHS2303218	盐酸哌甲酯缓释片	【化】神经系统药物	【化】精神兴奋药	已申报受理, 审评中	2023-11-23
CYHS2301833	马来酸噻吗洛尔滴眼液	【化】感觉系统药物	【化】眼科用药	已申报受理, 审评中	2023-07-07
CYHS2301065	盐酸丙美卡因滴眼液	【化】感觉系统药物	【化】眼科用药	已申报受理, 审评中	2023-04-17

资料来源：公司公告，米内网，华源证券研究

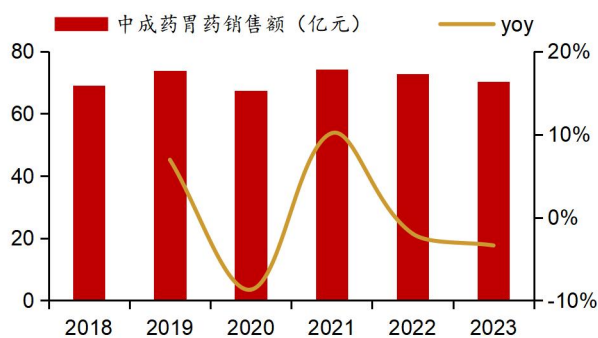
## 2. 中药：围绕胃病和心脑血管慢病领域，独家产品持续放量

在中药领域，公司围绕消化系统用药与心脑血管用药等慢性病、老年疾病领域，持续推动益气 and 胃胶囊、葛酮通络胶囊等独家优势品种销售放量。

### 2.1 益气 and 胃胶囊：独家基药，有望延续快速增长态势

功能性胃肠道疾病是我国人群的常见病，根据《柳叶刀》的数据显示，多达 40% 的人会患有功能性胃肠病，这些疾病严重影响患者生活质量，而且近年来发病呈现年轻化的趋势。2023 年中成药胃药中国公立医疗机构市场规模达到 70 亿元，近五年保持平稳增长。从排名来看，2023 年中国公立医疗机构终端中成药胃药 TOP10 品牌中，除了康复新液，其余 7 个产品均为独家品种，7 个独家产品中有 4 个产品实现正增长、3 个产品为负增长。立方制药的益气 and 胃胶囊首次进入前 10 名，排名第 9，市场份额从 2022 年的 1.5% 提升至 2023 年的 3.6%。

图 10：中成药胃药中国公立医疗机构销售额与增速



资料来源：米内网，华源证券研究

图 11：中成药胃药中国城市公立医院 TOP10 品牌（2023）

排名	产品名称	企业简称	市场份额	增长率	独家产品
1	康复新液	四川好医生	16.0%	-23.6%	×
2	华铃胃痛颗粒	扬子江江苏	9.6%	-4.0%	√
3	康复新液	科伦制药	9.2%	-23.5%	×
4	胃苏颗粒	扬子江江苏	7.3%	-15.1%	√
5	摩罗丹(浓缩丸)	邯郸制药	4.7%	10.2%	√
6	枳术宽中胶囊	朗致集团	3.9%	-1.0%	√
7	达立通颗粒	南昌弘益	3.9%	9.3%	√
8	康复新液	京新药业	3.7%	-30.1%	×
9	益气 and 胃胶囊	立方制药	3.6%	121.6%	√
10	荆花胃康胶丸	天士力	3.2%	11.0%	√

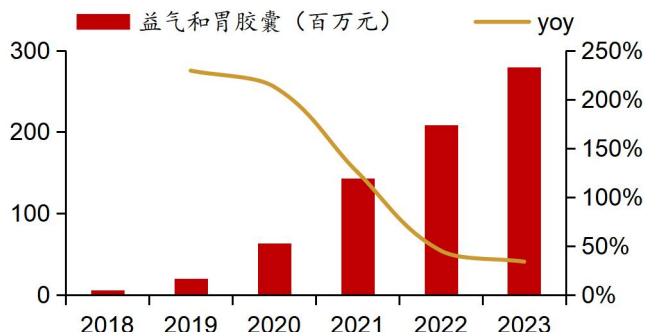
资料来源：米内网，华源证券研究

**2018 年进入基药后实现高速增长。**益气 and 胃胶囊 2009 年上市，2018 年进入基药，是国家医保和基药独家品种，具有健脾和胃、通络止痛的作用，用于慢性非萎缩性胃炎脾胃虚弱兼胃热瘀阻证，获得多个指南共识推荐。根据米内网，该产品 2023 年在中国公立医疗机构终端实现销售额 2.8 亿元，19-23 年复合增长率达 93%，增长势头迅猛。

**我们预计益气 and 胃胶囊收入端未来三年有望继续保持快速增长，**基于 1) 公司持续加强终端医院覆盖力度，基层社区医院及乡镇卫生院仍有较大开发空间；2) 对于存量医院，公司在销售推广方面进行穿透式管理，加强代理商及销售考核力度，科室从消化科向老年

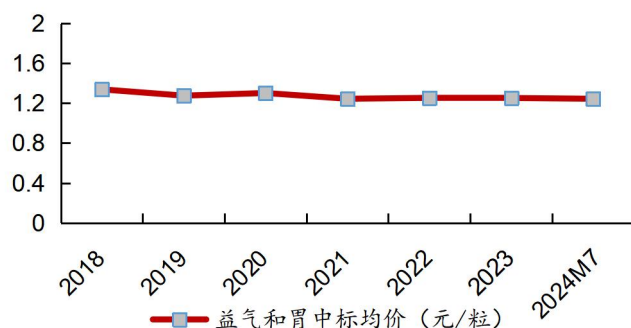
科、急诊科等其他科室拓展；3) 引入 OTC 销售经验的团队，加快院外市场拓展，未来零售端市场将逐渐贡献增量空间。

图 12: 益气和胃胶囊中国公立医疗机构销售额与增速



资料来源：米内网，华源证券研究

图 13: 益气和胃胶囊院内中标价 (元/粒)



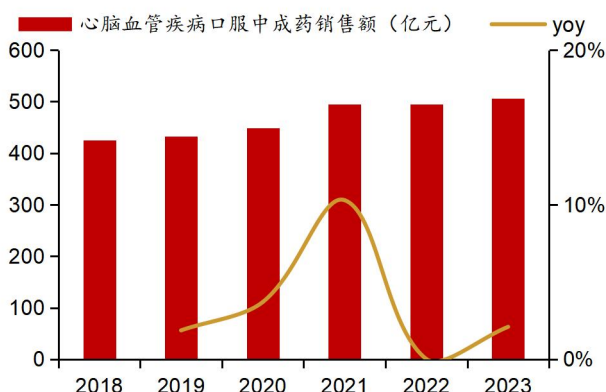
资料来源：米内网，华源证券研究

## 2.2 葛酮通络胶囊：独家中药二类新药，增长势头强劲

**心脑血管口服中成药市场规模 506 亿元，空间广阔。**我国心脑血管患病人群庞大，加之人口老龄化加速，心血管病已成为我国居民健康的最大威胁之一，活血化瘀类中成药通过多靶点、全面、综合的作用，在心血管病领域具有广泛的应用。

2023 年，心脑血管口服中成药中国公立医疗机构市场规模为 506 亿元，18-23 年复合增速 4%，市场规模持续扩容并诞生众多过亿大单品。从排名来看，2023 年院内心脑血管口服中成药 TOP10 品牌中，独家品种多达 9 个，基药品种有 9 个；九方制药的葛酮通络胶囊排名第 23，市场份额为 1.0%。

图 14: 心脑血管口服中成药中国公立医疗机构销售额与增速



资料来源：米内网，华源证券研究

图 15: 心脑血管口服中成药竞争格局 (2023)

排名	产品名称	企业简称	市场份额	增长率	独家产品	基药
1	复方丹参滴丸	天士力	5.1%	-4.3%	√	√
2	麝香保心丸	和黄药业	4.0%	4.7%	√	√
3	参松养心胶囊	以岭药业	3.6%	5.8%	√	√
4	稳心颗粒	步长制药	3.6%	14.3%	√	√
5	脑心通胶囊	步长制药	3.6%	-3.2%	√	√
6	通心络胶囊	以岭药业	3.0%	-2.7%	√	√
7	血脂康胶囊	维信生物	2.7%	6.1%	√	√
8	芪苈强心胶囊	以岭药业	2.7%	-4.8%	×	√
9	苏合香丸	雷允上	2.2%	52.7%	√	√
10	银丹心脑通软胶囊	贵州百灵	2.1%	8.7%	√	×
..						
23	葛酮通络胶囊	立方制药	1.0%	18.6%	√	×

资料来源：米内网，华源证券研究

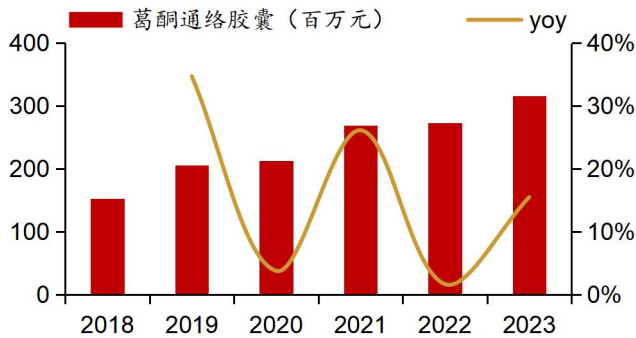
**葛酮通络是二类新药、中药二级保护品种，增长势头强劲。**葛酮通络胶囊 2006 年上市，是二类新药、独家品种、国家中药二级保护品种，有效成分葛根黄酮含量达 80%以上，具有活血化瘀的功效，用于缺血性中风治疗，已列入《临床路径释义内科分册(县级医院版)》等指南推荐用药。该品种在公立医院终端销量自 2019 年以来逐年增长，2023 年实现销售额 3.2 亿元，同比增长 15%。我们看好葛酮通络胶囊收入持续增长，基于：1) 产品作为中药二类新药，前期经过动物实验、临床试验、药理毒理、药代动力学等方面的研究，安全有效、临床价值明确，并持续开展循证医学研究与学术推广活动；2) 立方在心脑血管领域具有较强的销售基础，有望形成与九方的销售协同；3) 作为慢病用药具备较高的成本效益比，未来有望纳入新版基药目录，打开基层市场增量空间，远期打造 5-10 亿元级大单品。

表 2：葛酮通络胶囊单个疗程用药金额（元）

主要成份	适应症	平均单价 (0.25g/粒)	用量	日用药金额 (元)	单个疗程用药金额 (元)
葛根总黄酮含量≥80%	活血化瘀。用于缺血性中风中经络恢复期瘀血痹阻脉络证。	3.2	一次 2 粒，一日 2 次；3 个月一疗程	12.7	1140

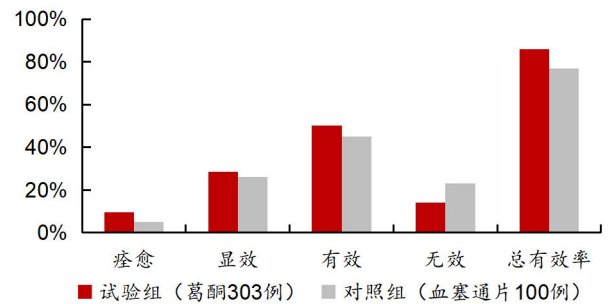
资料来源：米内网，华源证券研究

图 16：葛酮通络胶囊中国公立医疗机构销售额与增速



资料来源：米内网，华源证券研究

图 17：葛酮通络胶囊临床三期试验显示其总有效率 85.81%



资料来源：辽宁药械招商平台公众号，华源证券研究



### 3. 化药：高壁垒精麻药进入收获期，降压药集采压力逐步释放

化药板块，一方面，公司不断巩固渗透泵控释技术领域的优势地位，加大高端缓控释制剂精麻药品布局，打造公司新成长动能，盐酸羟考酮缓释片自 2023 年上市以来销售快速放量，新品盐酸哌甲酯缓释片、帕利哌酮缓释片已申报 NDA，有望于 2025 年陆续获批。另一方面，传统缓控释降压药集采压力逐渐出清，其中非洛地平缓释片集采影响今年已逐步消化，硝苯地平控释片集采第一顺位中标贡献稳定利润，甲磺酸多沙唑嗪缓释片竞争格局较好，未来集采影响可控。

#### 3.1 羟考酮缓释片：癌痛治疗市场潜力大，公司先发优势显著有望快速放量

羟考酮是一种阿片受体激动剂，对 $\mu$ 受体具有相对的选择性，在我国属于管制类麻醉药品。羟考酮自 1917 年首次应用于临床，至今已有 100 多年的历史。盐酸羟考酮控释片由普渡制药开发，1996 年在美国首次批准上市，用于缓解持续的中度到重度疼痛，国内多用于中、重度癌痛治疗。

**癌痛有效治疗率较低，阿片类止痛药增长空间大。**根据《癌症疼痛诊疗规范（2018 年版）》，初诊癌症患者的疼痛发生率约为 25%，而晚期癌症患者的疼痛发生率可达 60%-80%，其中 1/3 的患者为重度疼痛。阿片类药物是来自罂粟及其合成和半合成变体的一类物质，是中、重度癌痛治疗的首选药物，但目前国内相当一部分癌痛患者的中重度疼痛得不到有效治疗，2023 年口服阿片类止痛药全国公立医疗机构销售额仅 28.7 亿元，18-23 年复合增速 4%，预计随着医师对于癌痛治疗的认识水平提升，阿片类止痛药市场有望持续扩容。由于癌痛多表现为慢性疼痛，当前用于维持治疗的口服缓释剂型阿片类药物占据市场主导地位，2023 年，盐酸羟考酮缓释片在口服阿片类止痛药中的市场份额排名第一，份额达到 31%。

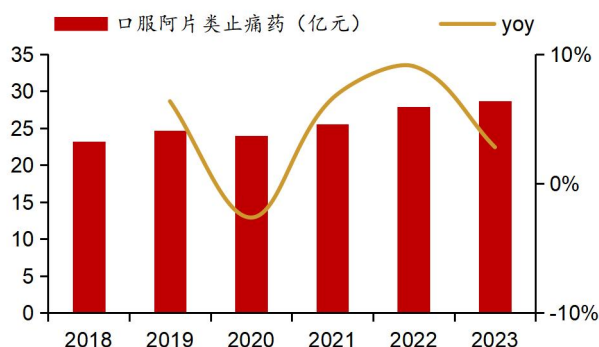
**表 3：指南推荐癌痛按轻度、中度、重度三阶梯用药**

癌痛级别	常见治疗药物
轻度疼痛	非甾体类抗炎药物(NSAID)
中度疼痛	弱阿片类药物或低剂量的强阿片类药物，可联合应用非甾体类抗炎药物以及辅助镇痛药物(镇静剂、抗惊厥类药物和抗抑郁类药物等)
重度疼痛	强阿片类药物，可合用非甾体类抗炎药物以及辅助镇痛药物(镇静剂、抗惊厥类药物和抗抑郁类药物等)

资料来源：卫健委《癌症疼痛诊疗规范》，华源证券研究

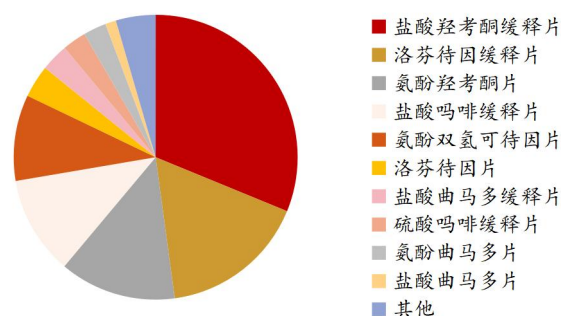


图 18：口服阿片类止痛药中国公立医疗机构销售额与增速



资料来源：米内网，华源证券研究

图 19：口服阿片类止痛药国内竞争格局（2023）



资料来源：米内网，华源证券研究

**当前竞争格局良好，原研 1 家、国产 2 家。**盐酸羟考酮缓释片是指南推荐的三阶梯癌痛治疗一线用药，2023 年全国公立医疗机构销售额为 6.93 亿元，同比增长 5.5%；从竞争格局看，国内已有三家企业获批，其中原研企业萌蒂占据主要市场份额；立方的 10mg 规格 2023 年 3 月获批上市，为国内 10mg 规格首仿，40mg 规格已于 2024 年 10 月获批上市，先发优势较强；人福医药的 40mg、10mg 规格（防滥用剂型）分别于 22M9、24M4 获批。后续在研企业中，西南药业与恩华药业上市申请已获 CDE 受理。

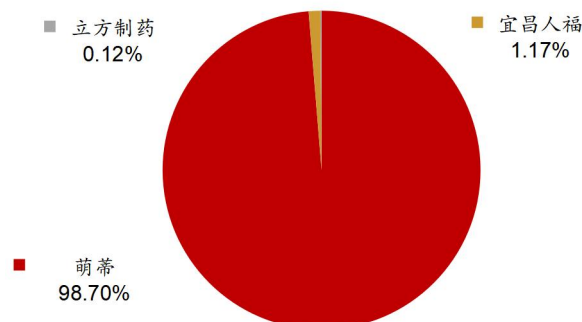
**我们看好公司的盐酸羟考酮缓释片 24-26 年销售收入快速增长**，基于 1) 公司 10mg 规格是国内首仿，早于国产竞争厂商一年以上，而专业的癌痛治疗中采用个体化的滴定治疗，从起始低剂量开始滴定，逐步加量，10mg 规格用于新患者，因此公司在前期医院开发上具备较强的先发优势，随着 40mg 近期获批，产品规格更加全面，将进一步增强麻醉医生使用粘性；2) 公司引进专业能力强大的外企销售团队，持续加大重点医院开发力度，有红处方资格的医院覆盖数量快速增加；3) 加大学术投入，与精麻领域专家及专业学会的学术交流，通过与医院合作开展真实世界研究，提高癌痛治疗相关医护人员对癌痛的评估能力以及正确使用镇痛药的剂量，加快产品放量。

图 20：羟考酮缓释片全国公立医疗机构销售额与增速



资料来源：米内网，华源证券研究

图 21：羟考酮缓释片国内竞争格局（2023）



资料来源：米内网，华源证券研究

表 4：国内羟考酮缓释片在研企业竞争格局（截至 2024M10）

竞争厂家	研发进度	最新进度开始时间
萌蒂制药	已上市	2003 年
人福药业	已上市	40mg 于 2022/9/23 获批， 10mg 于 2024/4/30 获批
立方制药	已上市	10mg 于 2023/3/23 获批， 40mg 于 2024/10/11 获批
西南药业（太极集团）	已报产，在审评审批中	CDE 审评日期为 2023/04/27
思华药业	已报产，在审评审批中	CDE 受理日期为 2024/5/22

资料来源：米内网，华源证券研究

### 3.2 哌甲酯缓释片：注意缺陷多动障碍一线治疗药物，预计 2025 年首仿获批上市

注意缺陷多动障碍（ADHD）是一种常见的慢性神经发育障碍慢性病，起病于童年期，影响可延续至成年期，其主要特征是与发育水平不相称的注意缺陷和（或）多动冲动，包括注意力不集中、冲动、多动、学习困难等主要症状。根据《注意缺陷多动障碍早期识别、规范诊断和治疗的儿科专家共识（2020 年）》，我国儿童和青少年 ADHD 患病率约为 6.26%，对应患者约 2300 万人，预计随着临床就诊率及治疗率的提升，潜在市场空间广阔。

图 22：盐酸哌甲酯缓释片是各国 ADHD 指南推荐的一线治疗药物

教材/指南/共识	ADHD 治疗药物推荐
英国国家卫生与临床优化研究所（NICE）指南（2018）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 一线药物：哌甲酯或二甲磺酸赖右苯丙胺</li> <li>■ 对二甲磺酸赖右苯丙胺治疗有效，但无法耐受长期治疗，可以考虑右旋安非他明</li> </ul>
加拿大指南（2018）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 一线药物：哌甲酯、安非他明、二甲磺酸赖右苯丙胺长效制剂</li> <li>■ 二线药物</li> <li>- 托莫西汀</li> <li>- 哌甲酯短效制剂、右安非他明短效制剂</li> </ul>
中国注意缺陷多动障碍防治指南（2015）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 主要推荐药物</li> <li>- 哌甲酯类</li> <li>- 选择性去肾上腺素再摄取抑制剂：托莫西汀</li> </ul>
英国精神药理学协会（BAP）指南（2014）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 兴奋剂（包括哌甲酯类和安非他明类）是一线治疗药物</li> <li>■ 如果患者不能耐受高剂量的兴奋剂或者兴奋剂治疗足够疗程后无效，可以考虑非兴奋剂</li> </ul>
欧洲成人 ADHD 专家共识（2019）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 兴奋剂（包括哌甲酯类）是成人 ADHD 的重要治疗选择，针对 ADHD 症状的效应量高于托莫西汀，应优先选择长效/缓释剂型</li> <li>■ 托莫西汀作为成人 ADHD 治疗的二线药物</li> </ul>
韩国成人 ADHD 实践参数（2020）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 药物治疗通常是成人 ADHD 的一线治疗方式，优选治疗药物为兴奋剂（包括哌甲酯缓释片）</li> <li>■ 二线治疗药物为托莫西汀</li> <li>■ 其次为非兴奋剂安非他酮，三环类抗抑郁药</li> </ul>

资料来源：医保局官网，华源证券研究

### 盐酸哌甲酯缓释片是 ADHD 一线治疗药物，终端增长迅速，公司有望成为国内首仿。

盐酸哌甲酯缓释片是一种中枢神经兴奋剂，属于一类精神药品，是各国 ADHD 防治指南中推荐的一线治疗药物。该药由原研企业杨森公司 (Janssen) 开发 (商品名“专注达”)，2000 年获美国 FDA 批准上市，2005 年国内获批上市用于治疗儿童 ADHD，21M4 获批新增成人和青少年适应症，随着新适应症纳入 2022 版国家医保，根据米内网数据显示 2023 年“专注达”全国医院医疗机构销售额达 4.31 亿元，20-23 年复合增长率为 34%，增长迅速。盐酸哌甲酯缓释片是最复杂工艺的三层芯渗透泵制剂，具有较高的研发壁垒，目前国内竞争格局良好，除了原研公司在售，仅有立方 1 家企业在研。公司已于 23M11 申报 NDA，24M4 完成现场检查，有望于 2025 年上半年获批上市，贡献收入增量。

图 23：哌甲酯缓释片全国公立医疗机构销售额与增速



资料来源：米内网，华源证券研究

图 24：哌甲酯缓释片国内竞争格局

竞争厂家	杨森 (强生)	立方制药
研发进度	2005 年上市	23M11 报产，24M4 完成现场检查

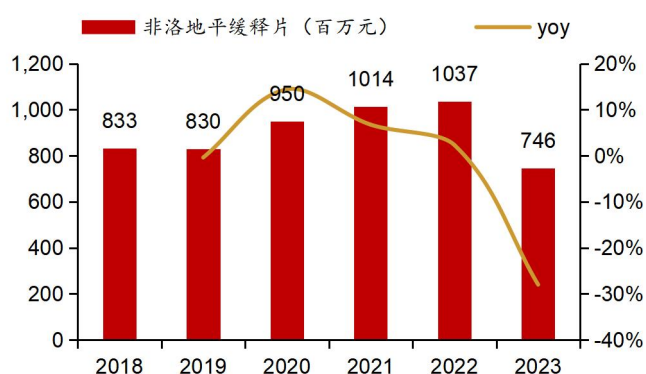
资料来源：米内网，华源证券研究

## 3.3 非洛地平缓释片：集采失标影响逐步消化，零售市场收入平稳

**非洛地平集采失标影响逐步消化，零售市场收入平稳。**非洛地平缓释片是临床常用的钙离子通道阻滞剂，用于治疗高血压、稳定性心绞痛，公司的非洛地平缓释片于 2004 年获批上市，2022 年 8 月通过仿制药一致性评价。

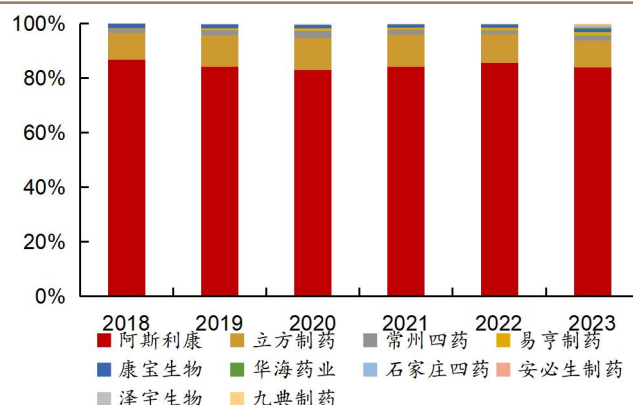
2023 年，非洛地平缓释片全国样本医院销售额为 7.46 亿元 (yoy-28%)，其中原研企业阿斯利康与立方制药市场份额排名第一、第二，分别为 84%、10%。在 2023 年 3 月第八批国家药品集采中，非洛地平缓释片有 7 家企业中选，阿斯利康和立方制药因价格因素未能中标。随着 2023 年 7 月第八批国家集采执行，23H2 公司在公立医院市场销量有所下滑。我们预计公司非洛地平缓释片 24 年销量将同比下滑，25 年开始集采影响消退，为公司贡献稳定收入，主要基于：1) 该产品作为慢病治疗药物，拥有较大的患者群体与用药粘性，2) 公司逐步加大在零售药店等非标市场的投入力度。

图 25：非洛地平缓释片样本医院销售额与增速



资料来源：米内网，华源证券研究

图 26：非洛地平缓释片样本医院竞争格局 (2018-2023)



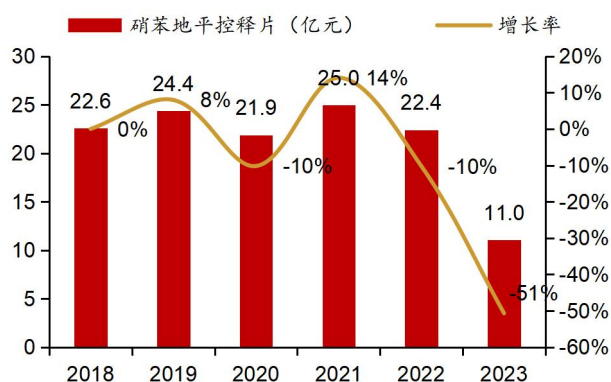
资料来源：米内网，华源证券研究

### 3.4 硝苯地平控释片：第一顺位中标集采，贡献稳定利润

**硝苯地平第一顺位中选集采，实现快速放量。**硝苯地平控释片是一种二氢吡啶类钙离子拮抗剂，为降血压市场大品种，临床用于高血压及慢性稳定性心绞痛治疗，2021 年全国公立医疗机构终端销售规模超过 80 亿元，随着该产品 2022 年 7 月纳入第七批国家药品集采并于 2022 年 11 月执行，2023 年该产品全国样本医院销售额同比下滑 51%。

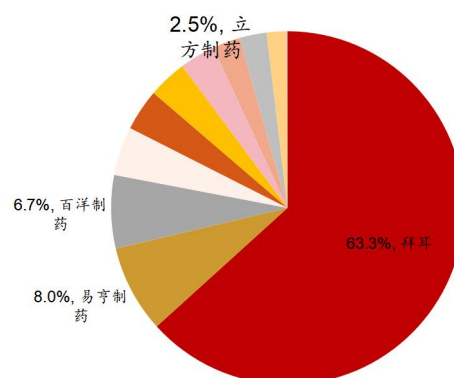
公司的硝苯地平控释片于 2021 年获批上市，作为“光脚品种”以第一顺位中选 2022 年第七批国家集采，主供江苏、上海、安徽等省份，2023 年实现销量快速增长，市场份额达到 2.5%。我们认为随着硝苯地平控释片利润贡献有望保持较快增长，基于 1) 集采中标省份院内放量，且公司基于原料药制剂一体化生产优势，规模效应预计将持续体现，推动净利率进一步提升；2) 作为慢病用药、患者粘性较高，零售市场未来有望贡献收入增量。

图 27：硝苯地平控释片样本医院销售额与增速



资料来源：米内网，华源证券研究

图 28：硝苯地平控释片样本医院竞争格局 (2023)



资料来源：米内网，华源证券研究

表 5：硝苯地平控释片 2022 年 7 月第七批全国集采中选结果

生产企业	中选价格（元/盒）	包装转换比例（片/盒）	中选单价（元/片）
立方制药	4.87	14	0.35
双鹤利民	9.96	21	0.47
百洋制药	15.00	30	0.50
九瑞制药	30.00	60	0.50
一品红	4.27	7	0.61
现代制药	3.69	6	0.62
石药欧意	8.64	14	0.62
红林制药	19.09	28	0.68
南京易亨	11.19	14	0.80

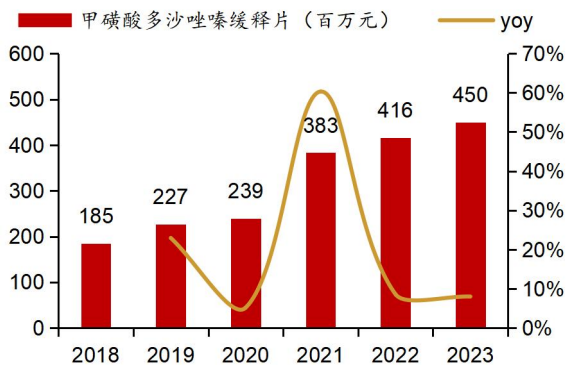
资料来源：国家组织药品联合采购办公室，华源证券研究

### 3.5 多沙唑嗪缓释片：竞争格局较好，市占率有望进一步提升

**多沙唑嗪竞争格局良好，未来市占率有望进一步提升。**公司的甲磺酸多沙唑嗪缓释片于 2010 年获批上市，2023 年 12 月通过一致性评价，用于高血压及良性前列腺增生对症治疗。多沙唑嗪缓释片 2023 年全国样本医院销售额为 4.50 亿元，同比增长 8%；从格局看，立方的销量仅次于原研企业辉瑞，2023 年辉瑞与立方的市场份额分别为 85%、15%。截至目前，国内有 5 家国产企业获批上市并通过一致性评价，格局较好。

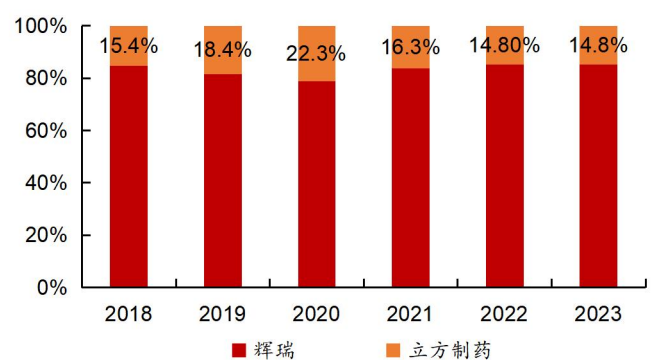
我们预计多沙唑嗪 2024 年收入有望保持快速增长；该产品目前尚未集采，我们认为若该产品未来两年参加国家药品集采，公司作为国内首仿，有望顺利中标，进一步抢占原研的市场份额，此外，公司拥有多沙唑嗪原料药批文，能够实现自产自供，成本优势显著。

图 29：多沙唑嗪缓释片样本医院销售额与增速



资料来源：米内网，华源证券研究

图 30：多沙唑嗪缓释片样本医院竞争格局（2018-2023）



资料来源：米内网，华源证券研究



**表 6：国内多沙唑啉缓释片竞争格局**

竞争厂家	是否一致性评价	研发进度	进度开始日期	是否有原料药批文
辉瑞	原研	已上市	2001-06-29	×
<b>立方制药</b>	√	<b>已上市</b>	<b>2010-09-30</b>	√
山香药业	√	已上市	2023-07-25	×
乐普制药	√	已上市	2023-07-25	√
双鹤利民	√	已上市	2024-02-23	×
力生制药	√	已上市	2024-06-28	×
华方医药	×	BE 临床（进行中）	2022-12-30	×
嘉亨医药	×	BE 临床已完成	2024-03-10	×
石家庄四药	×	BE 临床（进行中）	2024-06-13	×

资料来源：米内网，华源证券研究



## 4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 15.35/17.66/21.37 亿元，同比增长 -19.26%/15.06%/21.02%，关键假设如下：

### 1) 医药工业：

中成药方面，两大核心产品优势突出，益气和胃胶囊作为独家基药品种有望延续高增长态势，葛酮通络胶囊临床价值明确、随着学术推广深入有望迎来新一轮增长；

化药方面，公司心脑血管类仿制药集采压力逐步释放（非洛地平缓释片、硝苯地平控释片、甲磺酸多沙唑嗪缓释片等），同时精麻药产品管线正进入收获期。羟考酮缓释片 10mg/40mg 规格已先后于 2023、2024 年获批上市，预计将快速抢占市场实现收入增长，盐酸哌甲酯缓释片已申报 NDA、预计将于 2025 年获批贡献收入增量；

综上，我们预计医药工业 2024-2026 年收入同比增长 20%/16%/22%；

2) 医药零售：公司拥有 60 余家自营连锁门店，整体营收占比较低，我们预计 2024-2026 年收入同比增长 10%/10%/10%。

**表 7：2024-2026 年立方制药收入预测（亿元）**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收	25.79	19.01	15.35	17.66	21.37
同比	13.46%	-26.31%	-19.26%	15.06%	21.02%
毛利率	37.37%	51.50%	74.02%	74.32%	74.82%
医药工业	9.66	11.58	13.87	16.04	19.59
yoy	8.34%	19.94%	19.81%	15.59%	22.13%
毛利率	85.86%	77.46%	78.70%	78.80%	78.90%
医药零售	1.30	1.34	1.47	1.62	1.78
yoy	35.68%	3.32%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	30.47%	26.87%	30%	30%	30%
医药批发	14.75	5.94			
yoy	15.74%	-59.74%			
毛利率	6.16%	6.23%			

资料来源：Wind，华源证券研究

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.83 亿元、2.51 亿元、3.27 亿元，增速分别为 -19%/37%/30%，当前股价对应 PE 分别为 19X、14X、11X。我们选取心血管药物慢病龙头信立泰、精麻药物龙头恩华药业、聚焦麻醉镇痛业务的苑东生物作为可比公司，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 37X/32X/26X。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 8：可比公司估值情况**

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE		
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600129.SH	信立泰	410	577	628	724	866	65	57	47
600557.SH	恩华药业	274	1,045	1,224	1,463	1,756	22	19	16
688513.SH	苑东生物	66	245	272	334	410	24	20	16
可比公司平均估值							37	32	26
603998.SH	立方制药	35	227	183	251	327	19	14	11

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除立方制药外，可比公司均采用 wind 一致预期，估值日期 2024/10/18

### 风险提示：

**产品纳入集采的风险：**集采常态化政策持续推进，公司尚未集采的产品未来有被集采的风险；

**销售不及预期的风险：**公司新产品正处于快速放量期，若公司销售推广能力不足，产品销售收入有不及预期的风险；

**行业竞争加剧的风险：**公司产品丰富，包含心脑血管类、精神麻醉类、消化系统类、眼科类等多个领域，若相关产品的竞争厂商的产品获批上市，将导致竞争格局恶化，对公司生产销售产生不利影响；

**研发进展不及预期的风险：**精神麻醉等药物研发具有周期长、投入大、风险高等特点，存在研发不及预期的风险，进而对公司未来收入增长产生不确定性。

**图 31：财务预测摘要**

损益表 (人民币百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,901	1,535	1,766	2,137
%增长率	-26.3%	-19.3%	15.1%	21.0%
营业成本	922	399	453	538
%销售收入	48.5%	26.0%	25.7%	25.2%
<b>毛利</b>	<b>979</b>	<b>1,136</b>	<b>1,312</b>	<b>1,599</b>
%销售收入	51.5%	74.0%	74.3%	74.8%
税金及附加	18	23	26	32
%销售收入	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	598	729	832	992
%销售收入	31.5%	47.5%	47.1%	46.4%
管理费用	62	78	87	103
%销售收入	3.3%	5.1%	4.9%	4.8%
研发费用	85	107	88	107
%销售收入	4.5%	7.0%	5.0%	5.0%
财务费用	-3	0	0	-1
%销售收入	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>224</b>	<b>219</b>	<b>300</b>	<b>386</b>
%销售收入	11.8%	14.2%	17.0%	18.1%
其他收益	21	8	8	8
投资收益	27	19	19	19
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	-9	-5	-5	-5
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>255</b>	<b>219</b>	<b>300</b>	<b>387</b>
%增长率	6.3%	-14.2%	36.9%	29.1%
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	257	219	300	387
%增长率	7.3%	-14.9%	36.9%	29.1%
所得税	24	15	21	27
所得税率	9.1%	7.0%	7.0%	7.0%
合并报表的净利润	234	204	279	360
少数股东损益	7	21	28	33
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>227</b>	<b>183</b>	<b>251</b>	<b>327</b>
净利率	11.9%	11.9%	14.2%	15.3%

资产负债表 (人民币百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	503	505	728	1,051
应收票据	1	1	1	1
应收账款	258	195	222	268
其他应收款	20	4	5	6
存货	243	92	101	116
其他流动资产	126	130	146	166
<b>流动资产</b>	<b>1,151</b>	<b>927</b>	<b>1,203</b>	<b>1,608</b>
长期股权投资	164	164	164	164
固定资产	427	474	489	470
在建工程	460	499	519	538
无形资产	113	110	107	104
商誉	74	74	74	74
其他非流动资产	94	100	102	104
<b>非流动资产</b>	<b>1,333</b>	<b>1,422</b>	<b>1,455</b>	<b>1,455</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,484</b>	<b>2,350</b>	<b>2,658</b>	<b>3,063</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	301	89	101	120
其他应付款	156	60	68	81
其他流动负债	85	53	61	74
<b>流动负债</b>	<b>543</b>	<b>201</b>	<b>230</b>	<b>274</b>
长期借款	31	31	31	31
应付债券	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0
其他长期负债	36	37	38	39
<b>负债</b>	<b>610</b>	<b>269</b>	<b>299</b>	<b>344</b>
股本	160	192	192	192
资本公积	552	523	523	523
其他综合收益	0	0	0	0
归母所有者权益	1,686	1,872	2,123	2,450
少数股东权益	188	209	236	270
所有者权益合计	1,873	2,081	2,359	2,719
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,484</b>	<b>2,350</b>	<b>2,658</b>	<b>3,063</b>

现金流量表 (人民币百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	227	183	251	327
少数股东损益	7	21	28	33
非现金支出	59	54	56	55
非经营收益	-24	-18	-18	-18
营运资金变动	-65	-122	-29	-42
<b>经营活动现金净流</b>	<b>204</b>	<b>117</b>	<b>287</b>	<b>355</b>
资本开支	-197	-131	-80	-45
投资	-245	-1	-2	-3
其他	128	13	17	16
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-315</b>	<b>-118</b>	<b>-64</b>	<b>-31</b>
股权融资	72	3	0	0
债权融资	42	1	1	1
其他	-77	-2	-2	-2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>37</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-75</b>	<b>2</b>	<b>223</b>	<b>324</b>
期初现金	577	503	505	728
期末现金	503	505	728	1,051

比率分析				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>				
净资产收益率	13.4%	9.8%	11.8%	13.3%
总资产收益率	9.1%	7.8%	9.4%	10.7%
投入资本收益率	10.7%	9.6%	11.6%	13.0%
<b>成长能力</b>				
营业总收入增长率	-26.3%	-19.3%	15.1%	21.0%
EBIT增长率	8.4%	-2.4%	37.0%	28.9%
归母净利润增长率	8.3%	-19.2%	37.1%	30.1%
总资产增长率	17.1%	-5.4%	13.1%	15.2%
<b>资产管理能力</b>				
应收账款周转天数	55	53	43	41
存货周转天数	118	151	76	72
应付账款周转天数	107	176	75	74
总资产周转天数	436	567	510	482
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.6%	11.4%	11.2%	11.2%
流动比率	2.1	4.6	5.2	5.9
速动比率	1.6	3.9	4.6	5.2
EBIT利息保障倍数	175.0	146.2	196.3	248.1

资料来源：Wind，华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
 华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数