

业绩高速增长，创新管线持续兑现

——奥赛康三季报点评

核心观点

- 事件：**2024 前三季度公司实现收入 13.84 亿元，同比+23.64%，归母净利润 1.27 亿元，同比+168.79%。单三季度实现收入 4.62 亿元，同比+13.23%，归母净利润 0.51 亿元，同比+296%，环比+16.74%，利润端已连续两个季度实现环比快速增长。驱动业绩快速增长的原因主要系：1) 抗感染类、慢性病类产品销售增速较快；2) 聚焦重点研发管线，研发费用同比减少；3) 不断加强成本管理，成本费用控制成效显著。
- 研发管线逐步兑现，迎来创新转型的快速发展阶段。**公司积极推进临床后期管线：1) Claudin18.2 单抗胃癌适应症三期临床入组中，研发进度位于全球第二，且对比同靶点药物疗效突出（客观缓解率 ORR 80%，疾病控制率 DCR 100%）。2) 第三代 EGFR-TKI 的上市申请已获得 CDE 受理，有望于年内获批上市，并对外与信达达成 CSO 合作；3) 麦芽酚铁胶囊目前在国内进行三期桥接试验，预计于年内提交 NDA，为近年国际市场上市的唯一经过规范临床获批上市的新型口服铁剂。另外，早期管线值得关注，VEGF/ANG2 眼科双抗（ASK712）已进入二期临床，IL-15 及 IL-15/PD-1 双抗已进入临床一期，治疗实体瘤潜在价值较大。
- 存量业务触底回升，第十批集采预计影响可控。**一方面，历史集采影响基本消除，并且第十批集采预计影响中性。更重要的是，近年来首仿、难仿新品接连上市，形成梯队接力。2024 年至今，公司共有 6 款新品获得上市许可，如右兰索拉唑、硫酸艾沙康唑等，其中右兰索拉唑是公司获批上市的首个二类改良型新药，作为公司 PPI 优势产品组群基础上的一款升级产品，进一步增强公司在消化领域的市场竞争力。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司存量业务快速恢复，成本管理出色，我们上调公司 2024-2025 年归母净利润，预测值为 1.62、2.28 亿元（原预测值为 0.12、0.74 亿元），并新增预测公司 2026 年归母净利润为 3.68 亿元。对公司自由现金流进行绝对估值，预测公司合理市值为 165.75 亿元，对应目标价为 17.86 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 创新药研发进度不及预期、仿制药品种进入集采或集采超出预期、产品竞争加剧或者销售不及预期、公司中长期盈利能力下降的风险等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,873	1,443	1,751	1,999	2,555
同比增长(%)	-39.7%	-22.9%	21.3%	14.1%	27.8%
营业利润(百万元)	(260)	(220)	160	236	398
同比增长(%)	-164.6%	15.4%	172.9%	47.4%	68.3%
归属母公司净利润(百万元)	(226)	(149)	162	228	368
同比增长(%)	-159.4%	34.2%	209.1%	40.4%	61.6%
每股收益(元)	(0.24)	(0.16)	0.17	0.25	0.40
毛利率(%)	87.0%	80.8%	80.5%	80.6%	81.5%
净利率(%)	-12.1%	-10.3%	9.3%	11.4%	14.4%
净资产收益率(%)	-7.3%	-5.1%	5.4%	7.2%	10.6%
市盈率	(53.9)	(82.0)	75.2	53.5	33.1
市净率	4.1	4.2	4.0	3.7	3.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年11月08日）	13.12元
目标价格	17.86元
52周最高价/最低价	15.1/6.5元
总股本/流通A股（万股）	92,816/92,815
A股市值（百万元）	12,177
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024年11月10日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.98	0.38	22.16	26.28
相对表现%	-6.48	3.95	-0.61	12.63
沪深300%	5.5	-3.57	22.77	13.65



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524080006

相关报告

创新驱动转型，变革中等待突破：——奥赛康首次覆盖报告 2024-03-11

表 1：估值假设主要参数

所得税税率 T	15.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	2.15%
无杠杆影响的 β 系数	0.91
考虑杠杆因素的 β 系数	0.91
市场收益率 Rm	9.18%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	8.55%
债务比率 D/(D+E)	0.59%
债务利率 rd	3.60%
WACC	8.52%

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：绝对估值

终值折现 (百万元)	10,886.84
企业价值 (百万元)	14,800.00
权益价值 (百万元)	16,574.98
每股价值 (元)	17.86
预测市值 (亿元)	165.75

数据来源：东方证券研究所

表 3：FCFF 目标价敏感性分析 (元)

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	17.86					
	6.52%	20.11	23.26	28.21	37.08	57.61
	7.02%	18.37	20.89	24.65	30.90	43.34
	7.52%	16.91	18.94	21.88	26.48	34.74
	8.02%	15.66	17.33	19.67	23.17	28.99
	8.52%	14.57	15.97	17.86	20.60	24.88
	9.02%	13.63	14.80	16.36	18.54	21.80
	9.52%	12.80	13.79	15.09	16.86	19.41
	10.02%	12.07	12.92	14.01	15.46	17.50
	10.52%	11.41	12.15	13.07	14.28	15.93

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	773	1,047	1,002	1,119	1,514	营业收入	1,873	1,443	1,751	1,999	2,555
应收票据、账款及款项融资	323	181	283	306	375	营业成本	244	277	342	388	473
预付账款	9	15	12	15	21	销售费用	1,194	840	881	969	1,209
存货	142	167	193	227	277	管理费用	140	133	129	138	154
其他	891	776	750	813	800	研发费用	589	472	305	320	367
流动资产合计	2,138	2,186	2,239	2,480	2,986	财务费用	(8)	(10)	(7)	(8)	(8)
长期股权投资	104	105	103	104	104	资产、信用减值损失	16	(1)	0	1	1
固定资产	506	434	395	356	315	公允价值变动收益	2	12	20	11	15
在建工程	30	36	42	47	47	投资净收益	28	14	20	21	18
无形资产	96	98	192	233	271	其他	11	21	19	12	6
其他	540	664	657	609	633	营业利润	(260)	(220)	160	236	398
非流动资产合计	1,276	1,337	1,390	1,349	1,370	营业外收入	5	28	14	15	19
资产总计	3,414	3,524	3,629	3,829	4,357	营业外支出	7	9	7	8	8
短期借款	45	114	53	71	228	利润总额	(263)	(201)	167	244	409
应付票据及应付账款	39	38	61	62	75	所得税	4	7	25	37	61
其他	240	279	284	270	285	净利润	(266)	(207)	142	208	348
流动负债合计	324	432	398	403	589	少数股东损益	(40)	(59)	(20)	(20)	(20)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(226)	(149)	162	228	368
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.24	-0.16	0.17	0.25	0.40
其他	77	82	83	80	81						
非流动负债合计	77	82	83	80	81	主要财务比率					
负债合计	401	513	480	483	670		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	50	111	91	71	51	成长能力					
实收资本(或股本)	928	928	928	928	928	营业收入	-39.7%	-22.9%	21.3%	14.1%	27.8%
资本公积	51	137	137	137	137	营业利润	-164.6%	15.4%	172.9%	47.4%	68.3%
留存收益	1,977	1,828	1,990	2,205	2,566	归属于母公司净利润	-159.4%	34.2%	209.1%	40.4%	61.6%
其他	7	7	3	5	5	获利能力					
股东权益合计	3,013	3,011	3,149	3,346	3,687	毛利率	87.0%	80.8%	80.5%	80.6%	81.5%
负债和股东权益总计	3,414	3,524	3,629	3,829	4,357	净利率	-12.1%	-10.3%	9.3%	11.4%	14.4%
						ROE	-7.3%	-5.1%	5.4%	7.2%	10.6%
						ROIC	-8.7%	-7.7%	4.1%	5.9%	9.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	11.7%	14.6%	13.2%	12.6%	15.4%
净利润	(266)	(207)	142	208	348	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	54	63	60	64	67	流动比率	6.60	5.07	5.63	6.16	5.07
财务费用	(8)	(10)	(7)	(8)	(8)	速动比率	6.16	4.67	5.14	5.58	4.60
投资损失	(28)	(14)	(20)	(21)	(18)	营运能力					
营运资金变动	147	141	(95)	(80)	(115)	应收账款周转率	5.3	8.2	9.8	9.1	10.1
其它	49	2	(11)	(12)	(16)	存货周转率	1.7	1.8	1.9	1.8	1.9
经营活动现金流	(53)	(27)	69	151	258	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
资本支出	62	15	(115)	(65)	(60)	每股指标(元)					
长期投资	(43)	1	(9)	5	(1)	每股收益	-0.24	-0.16	0.17	0.25	0.40
其他	(458)	(5)	64	14	38	每股经营现金流	-0.06	-0.03	0.07	0.16	0.28
投资活动现金流	(439)	12	(60)	(46)	(23)	每股净资产	3.19	3.12	3.29	3.53	3.92
债权融资	1	(0)	0	0	(0)	估值比率					
股权融资	50	86	0	0	0	市盈率	-53.9	-82.0	75.2	53.5	33.1
其他	25	205	(54)	13	159	市净率	4.1	4.2	4.0	3.7	3.3
筹资活动现金流	76	291	(54)	13	159	EV/EBITDA	-47.8	-61.4	48.1	35.1	22.4
汇率变动影响	16	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-38.2	-44.6	66.9	45.0	26.3
现金净增加额	(400)	275	(45)	117	395						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。