

医药流通

立方制药 (003020.SZ)

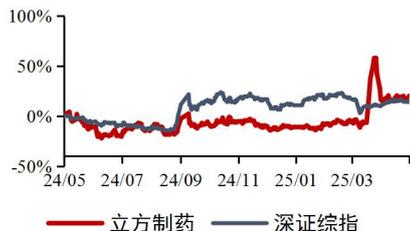
买入-B(上调)

集采出清，哌甲酯三层芯片获批，业绩有望迎来反转

2025年5月30日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025年5月29日

收盘价(元):	24.05
年内最高/最低(元):	33.58/15.60
流通A股/总股本(亿):	1.38/1.91
流通A股市值(亿):	33.12
总市值(亿):	46.00

基础数据：2025年3月31日

基本每股收益(元):	0.20
摊薄每股收益(元):	0.20
每股净资产(元):	10.19
净资产收益率(%):	2.01

资料来源：最闻

分析师：

魏贇

执业登记编码：S0760522030005

邮箱：weiyun@sxzq.com

研究助理：

张智勇

邮箱：zhangzhiyong@sxzq.com

事件描述

➢ 公司2024年实现营业收入15.18亿元，同比下滑20.11%；归母净利润1.61亿元，同比下滑29.15%；扣非净利润1.50亿元，同比下滑20.05%。毛利率69.16%，同比增长17.68个百分点，扣非净利率9.87%，同比基本持平。2025年Q1实现营业收入3.60亿元，同比增长7.98%；归母净利润0.38亿元，同比增长25.94%；扣非净利润0.32亿元，同比增长11.28%。公司拟每10股派3元，此外，公司已在1月份进行了2024年中期分红，每10股派2元。

➢ 公司近期发布多项公告，包括：用于注意力缺陷多动障碍的盐酸哌甲酯缓释片获批上市；公司拟转让迈诺威公司2.2184%的股权，目前公司持有其6.4984%的股权。

事件点评

➢ **工业业务增长18.92%，集采出清，多个品种增长明显。**原商业业务子公司立方药业自2023年5月起出表，导致24年营收下降20.11%。工业业务实现营业收入13.77亿元，同比增长18.92%。公司多个品种增长明显，其中盐酸羟考酮缓释片上市首个完整年度即实现销售额超1亿元。硝苯地平控释片在第七批国采以第一顺位中标，公司确保标内市场稳定供应的基础上，拓展标外市场，目前总销量超出标内约定量并保持稳定增长。益气和胃胶囊已经覆盖大部分等级医院和基层医疗机构，纯销持续发力。九方制药的葛酮胶囊为医保品种，院内销售顺畅，九方制药2024年完成利润4,337.91万元，超出业绩承诺。非洛地平缓释片(II)在第8批集采中落标后，目前主要供应OTC市场，目前集采影响已经出清。

➢ **独家首仿精1类药物哌甲酯三层芯片获批，市场空间巨大。**公司哌甲酯原料药已获批，自有原料供应和成本可控。制剂目前正在准入、入院相关工作，预计三季度末上市销售。目前我国儿童和青少年ADHD患病率约6.4%，对应人群数量约2300万，就诊率约10%。目前同类三层芯片控释片制剂国内仅原研专注达上市，但供应不稳定。专注达日均费用约20元，据此计算，市场空间巨大。

➢ **以渗透泵控释技术为核心，公司产业化优势明显，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。**公司以渗透泵控释技术为代表的缓控释制剂技术为核心，建立了由配方技术、制剂评价技术、制剂工程化技术与关键设备技术四大部分组成的渗透泵控释技术平台，并不断提升渗透泵制



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1



剂产品开发与产业化能力，形成公司在缓控释制剂技术产业化方面的特色优势。已经上市缓控释制剂产品包括盐酸羟考酮缓释片（10mg、40mg）、盐酸哌甲酯缓释片、硝苯地平控释片、甲磺酸多沙唑嗪缓释片、帕利哌酮缓释片、非洛地平缓释片、盐酸曲美他嗪缓释片、盐酸文拉法辛缓释片等。同时，公司拥有益气 and 胃胶囊、葛酮通络胶囊、虎地肠溶胶囊、坤宁颗粒、丹皮酚软膏、克座隐酮凝胶、金珍滴眼液等中药特色品种。公司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，另有部分精麻药品立项获批，并开展前期研究工作。通过并购诺瑞特，充分运用其长效注射纳米晶技术的研发积累，积极培育创新药。

➤ **营销层面持续优化，确保持续增长。**营销上，公司持续优化营销管理模式，完善以持续增长为中心的考核政策和激励体系。加强终端管理，推进穿透式量化管理，并优化 OTC 营销组织架构、渠道管理和市场秩序管理。

投资建议

➤ 预计公司 2025~2027 年公司营收分别为 19.19 亿元、24.04 亿元、29.88 亿元，归母净利润分别为 2.12 亿元、2.81 亿元、3.70 亿元，EPS 分别为 1.11、1.47、1.94 元，对应 PE 分别为 21.7、16.4、12.4 倍。公司集采风险已经出清，羟考酮和哌甲酯竞争格局好，政策壁垒和技术壁垒高，我们看好公司未来的发展，上调评级为“买入-B”。

风险提示

➤ 包括但不限于：药品降价的风险；研发失败的风险；销售不及预期的风险；行业政策变化的风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,901	1,518	1,919	2,404	2,988
YoY(%)	-26.3	-20.1	26.4	25.2	24.3
净利润(百万元)	227	161	212	281	370
YoY(%)	8.1	-29.2	31.9	32.6	31.7
毛利率(%)	51.5	69.2	68.8	69.9	70.8
EPS(摊薄/元)	1.19	0.84	1.11	1.47	1.94
ROE(%)	12.5	8.0	10.1	12.2	14.2
P/E(倍)	20.3	28.6	21.7	16.4	12.4
P/B(倍)	2.7	2.6	2.4	2.2	1.9
净利率(%)	11.9	10.6	11.0	11.7	12.4

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1151	1185	1300	1405	1724
现金	503	440	382	385	478
应收票据及应收账款	259	370	447	555	690
预付账款	9	11	15	17	22
存货	243	220	324	305	392
其他流动资产	137	145	132	143	141
非流动资产	1333	1400	1531	1676	1813
长期投资	164	175	183	191	199
固定资产	430	694	869	1034	1178
无形资产	115	108	106	102	97
其他非流动资产	624	424	374	349	340
资产总计	2484	2586	2831	3080	3537
流动负债	543	582	685	744	914
短期借款	0	0	0	62	111
应付票据及应付账款	301	348	452	353	518
其他流动负债	241	234	233	328	285
非流动负债	67	91	83	74	65
长期借款	31	60	51	43	33
其他非流动负债	36	32	32	32	32
负债合计	610	673	768	818	979
少数股东权益	188	175	171	166	158
股本	160	192	192	192	192
资本公积	552	518	518	518	518
留存收益	995	1038	1142	1280	1461
归属母公司股东权益	1686	1738	1892	2097	2400
负债和股东权益	2484	2586	2831	3080	3537

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	204	198	196	257	369
净利润	234	152	208	275	363
折旧摊销	38	78	71	89	108
财务费用	-3	-0	2	7	11
投资损失	-27	-11	-8	-8	-8
营运资金变动	-75	-51	-78	-106	-104
其他经营现金流	38	30	0	-0	0
投资活动现金流	-315	-182	-194	-225	-238
筹资活动现金流	37	-78	-60	-91	-87
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.19	0.84	1.11	1.47	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.03	1.03	1.34	1.93
每股净资产(最新摊薄)	8.81	9.09	9.89	10.96	12.55

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1901	1518	1919	2404	2988
营业成本	922	468	599	724	871
营业税金及附加	18	22	28	36	44
营业费用	598	692	854	1070	1330
管理费用	62	82	100	127	158
研发费用	85	92	115	144	179
财务费用	-3	-0	2	7	11
资产减值损失	-11	-16	-12	-13	-13
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	27	11	8	8	8
营业利润	255	178	234	309	407
营业外收入	3	1	0	0	0
营业外支出	1	7	0	0	0
利润总额	257	172	234	309	407
所得税	24	19	25	33	44
税后利润	234	152	208	275	363
少数股东损益	7	-8	-3	-6	-7
归属母公司净利润	227	161	212	281	370
EBITDA	287	244	297	393	511

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-26.3	-20.1	26.4	25.2	24.3
营业利润(%)	6.3	-30.4	31.5	32.0	31.8
归属于母公司净利润(%)	8.1	-29.2	31.9	32.6	31.7
获利能力					
毛利率(%)	51.5	69.2	68.8	69.9	70.8
净利率(%)	11.9	10.6	11.0	11.7	12.4
ROE(%)	12.5	8.0	10.1	12.2	14.2
ROIC(%)	13.0	8.0	10.2	12.1	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	24.6	26.0	27.1	26.6	27.7
流动比率	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	6.6	4.8	4.7	4.8	4.8
应付账款周转率	2.4	1.4	1.5	1.8	2.0
估值比率					
P/E	20.3	28.6	21.7	16.4	12.4
P/B	2.7	2.6	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	15.0	17.9	14.9	11.4	8.6

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，本报告的任何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金田路 3086 号大百汇广场 43 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

