

业绩略超预期，构建眼科生态圈、 转型综合创新药企值得期待

——众生药业（002317）年报及一季报点评

2017年04月25日

推荐/首次

众生药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
陈顺	联系人	
	chenshun@dxzq.net.cn	010-66554087

事件：

公司于4月24日晚发布2016年年报，全年实现营业收入16.92亿元（+7.27%）；归母净利润4.14亿元（+39.65%）；扣非后归母净利润3.67亿元（+27.10%）。EPS0.55元。同日公布2017年一季报，Q1实现营业收入4.37亿元（+4.87%）；归母净利润1.11亿元（+19.43%）；扣非后归母净利润1.07亿元（+16.52%）。同时预告2017年1-6月归母净利增速区间为10-20%。

观点：

1、先强药业并表+核心产品毛利率提升，2016年全年业绩超预期，一季报基本符合预期

1) 先强药业2016年超额完成业绩承诺，并表显著提升净利增速。根据公司年报披露数据，公司全资子公司先强药业2016年实现营收2.14亿元，净利1.28亿元（扣非后净利1.22亿元），（先强药业在2015年5月31日起开始并表，15年实际并表7个月，并表扣非净利润0.66亿元），净利1.28亿完全并表，显著增厚业绩，是公司净利增速近40%的主要因素之一；剔除先强并表影响，公司原有业务实现约10%的净利增速。剔除先强并表因素，2016年全年实现扣非净利2.45亿元（=2016年扣非净利3.67-先强并表1.22），2015年实现扣非净利2.23亿元（=2015年扣非净利2.89-先强并表0.66），同比+9.87%，扣除并表及非经常性损益的影响，原有业务保持约10%的稳定增长；

2) 核心产品毛利率提升是又一助力。占营收68.72%的中成药（以复方血栓通、脑栓通、众生丸为主）毛利率提升1.01个百分点，占比24.61%的化学药（以单磷酸阿糖腺苷、头孢克肟分散片及盐酸氮卓斯汀滴眼液为主）毛利率提升7.51个百分点，盈利能力更强的先强药业成为化学药业务新的增长源，同时也提高了整体毛利率水平。

3) 一季报业绩符合预期，费用率有改善。2017Q1销售费用率较2016Q1有明显下降（从30.72%下降2.55个百分点至28.17%）、管理费用率下降0.54个百分点（从7.57%到7.03%），受去年定增募资及凌晟药业移出合并范围的影响，2017Q1财务费用率较去年同期下降0.28个百分点，整体管控良好，费用率下降明显。

2、营销+创新研发双驱动，产品梯队完整，储备品种丰富

1) 创新营销推广方式，实现品牌全国布局。完善了“小丸子”和“降火侠”等拟人化的品牌形象，通过设立吃辣节，借力荧光跑等群体参与事件突出和传播产品形象，尝试公司品牌年轻化；同时，通过与主流连锁药店进行多方位的战略合作，借助公司多年在处方药领域的专家资源和产品口碑，积极布局院外市场尤其是处方药

在百强连锁市场推广，引入“易复诊”等销售系统支持院外销售，目前基本实现品牌的全国布局。

2) **拳头产品的适应症的二次开发，脑栓通胶囊有望成为中成药板块增长新动力。**公司主导产品为复方血栓通胶囊（预计近8亿营收）、众生丸（预计近1.5亿收入）和脑栓通胶囊（预计1.4亿营收）。公司近年在加大营销的同时，也通过对拳头产品新适应症的研究，来进一步开拓品种的增长空间。公司脑栓通胶囊由于基数低，目前保持约30%左右的较快增速，未来有望成为公司中成药板块新的增长动力。先强药业旗下核心品种阿糖腺苷（全身抗病毒类用药）竞争格局良好，及头孢克肟分散片、利托君（盐酸利托君片及盐酸利托君注射液、冻干粉针，全国仅3家生产批文，临床用于预防和治疗妊娠20周以后的早产妇科用药，增速较快，15年样本医院增速14%，二胎放开大背景下将迎来快速增长）丰富了化药产品线，产品梯队逐渐完整。

3) **牵手药明康德，合作开发创新药。**公司与药明康德签订10个1.1类新药研发合作项目，主要涉及肿瘤、非酒精性脂肪性肝炎、心脑血管、流感，目前已有3个获得临床注册申请受理（分别是治疗非酒精性脂肪性肝炎（NASH）的ZSP1601原料及片、治疗小细胞肺癌等恶性肿瘤的ZSP1602原料及胶囊和治疗特发性肺纤维化及恶性肿瘤的ZSP1603原料及胶囊），为公司转型研发创新型企业奠定了良好基础。根据公司年报，研发人员数量（14年232人，15年270人，16年296人）逐年增加，研发费用投入持续加大（2015-16年研发投入占销售收入比分别为6.81%，8.72%）也为公司转型研发创新型企业提供有力支撑。

3、内生外延双轮驱动，着力构建眼科生态圈

眼科是公司的核心业务板块，目前公司已经获批的产品有12个，处于临床研究和生产注册的产品有6个，共同构成了覆盖眼科的全品类产品群。2016年12月公司投资5000万设立全资子公司广东前景眼科投资管理有限公司，前景眼科的主要定位于：①整合长期积累的眼科资源，打造CSO平台；②整合眼科药物，器械和服务的BD平台；③十三五末构建形成医药+医疗+健康管理眼科生态圈。公司未来以全眼科领域为核心业务板块贯穿整个大健康范畴，构建围绕以眼科生态为核心业务板块的“一体两翼”业务格局（医药+医疗+健康管理），建立眼科专业队伍，深度服务眼科医生和患者，构建眼科健康的产业生态圈。预计公司未来在现有眼科产品基础上将进一步作产品整合，引入高端产品的同时，也将通过外延等方式涉足眼科医疗服务领域。

结论：

暂不考虑未来公司在眼科医疗服务领域可能外延的影响，预计2017-2019年归母净利润分别为4.86、5.54、6.30亿元，对应增速分别为17.18%、14.02%、13.71%。EPS分别为0.60、0.68、0.77元，对应当前股价PE分别为20X、18X、16X。公司近年来实施营销+研发双驱动，通过对拳头产品新适应症的研究，来进一步开拓品种的增长空间，脑栓通胶囊有望成为中成药板块增长新动力；收购先强药业整合顺利，其核心品种阿糖腺苷、头孢克肟分散片、利托君进一步丰富化药产品线，产品梯队逐渐完整。此外，公司与药明康德合作，为公司转型研发创新型企业奠定了良好基础。核心业务板块眼科方面，内生外延双轮驱动，着力构建眼科生态圈。看好公司长期发展，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：核心产品销售不及预期，研发进展不及预期

主要财务数据指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,577.74	1,692.49	1,880.78	2,132.92	2,393.34
增长率(%)	20.57%	7.27%	11.13%	13.41%	12.21%
归母净利润(百万元)	296.71	414.37	485.56	553.63	629.54
增长率(%)	32.13%	39.65%	17.18%	14.02%	13.71%
净资产收益率(%)	14.40%	12.21%	12.79%	13.15%	13.44%
每股收益(元, 摊薄)	0.36	0.51	0.60	0.68	0.77
PE	33.17	23.75	20.27	17.78	15.64
PB	4.33	2.90	2.59	2.34	2.10

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1287	2201	2713	3157	3664	营业收入	1578	1692	1881	2133	2393
货币资金	141	294	1593	1875	2212	营业成本	573	516	564	640	718
应收账款	256	324	335	380	426	营业税金及附加	17	23	24	28	31
其他应收款	3	2	2	3	3	营业费用	528	590	630	708	790
预付款项	11	28	47	69	93	管理费用	140	136	150	171	191
存货	178	263	230	261	293	财务费用	5	4	-10	-13	-20
其他流动资产	195	859	28	28	28	资产减值损失	0.13	4.95	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2047	2024	1862	1845	1824	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	15	15	15	15	投资净收益	18.48	38.59	20.00	20.00	25.00
固定资产	558	479	475	485	501	营业利润	333	458	542	620	708
无形资产	295	271	244	217	190	营业外收入	11.65	28.32	28.00	30.00	30.00
其他非流动资产	28	51	51	51	51	营业外支出	2.47	3.23	4.00	4.00	4.00
资产总计	3334	4225	4575	5002	5488	利润总额	342	483	566	646	734
流动负债合计	1168	754	695	699	704	所得税	46	63	74	84	95
短期借款	173	73	0	0	0	净利润	296	420	493	562	639
应付账款	49	18	31	35	39	少数股东损益	-1	6	7	8	9
预收款项	38	30	30	30	30	归属母公司净利润	297	414	486	554	630
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	686	786	593	674	759
非流动负债合计	57	48	48	48	48	BPS (元)	0.36	0.51	0.60	0.68	0.77
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1224	801	743	747	751	成长能力					
少数股东权益	48	30	37	45	54	营业收入增长	20.57%	7.27%	11.13%	13.41%	12.21%
实收资本(或股本)	738	815	815	815	815	营业利润增长	38.17%	37.74%	18.30%	14.27%	14.27%
资本公积	513	1422	1422	1422	1422	归属于母公司净利润	17.18%	14.02%	17.18%	14.02%	13.71%
未分配利润	754	1039	1220	1427	1662	获利能力					
归属母公司股东权	2061	3395	3796	4211	4683	毛利率(%)	63.67%	69.50%	70.03%	70.00%	70.00%
负债和所有者权	3334	4225	4575	5002	5488	净利率(%)	18.74%	24.84%	26.19%	26.33%	26.68%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	8.90%	9.81%	10.61%	11.07%	11.47%	
经营活动现金流	192	338	1324	438	500	偿债能力					
净利润	296	420	493	562	639	资产负债率(%)	37%	19%	16%	15%	14%
折旧摊销	348	324	0	67	71	流动比率	1.10	2.92	3.90	4.52	5.21
财务费用	5	4	-10	-13	-20	速动比率	0.95	2.57	3.57	4.14	4.79
应收账款减少	0	0	-11	-45	-46	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.45	0.43	0.45	0.46
投资活动现金流	-201	-994	121	-30	-25	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	31.95	50.32	76.52	64.69	64.33
长期股权投资减少	0	0	10	0	0	每股指标(元)					
投资收益	18	39	20	20	25	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.51	0.60	0.68	0.77
筹资活动现金流	-90	812	-147	-126	-137	每股净现金流(最新)	-0.13	0.19	1.59	0.35	0.41
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.79	4.17	4.66	5.17	5.75
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	369	76	0	0	0	P/E	33.17	23.75	20.27	17.78	15.64
资本公积增加	-264	910	0	0	0	P/B	4.33	2.90	2.59	2.34	2.10
现金净增加额	-99	156	1298	282	337	EV/EBITDA	13.05	12.25	13.91	11.83	10.06

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1年券商资管实习经验，2年卖方研究所工作经验。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。