

扣除同期投资收益影响净利增速略超预期，看好公司转型综合创新型药企

2017年08月22日

推荐/首次

众生药业

财报点评

——众生药业（002317）中报点评

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8月21日晚发布2017年中报,2017年上半年实现营业收入9.61亿元(+17.75%);归母净利润2.48亿元(+11.02%);扣非后归母净利润2.42亿元(+10.36%)。同时预告2017年1-6月归母净利增速区间为0-20%。

观点:

1、剔除同期投资收益影响，净利增速同比+23%略超预期

1) 营收增长符合预期。2017年上半年公司实现主营业务收入9.50亿元,同比+19.25%,具体细分到业务板块:中成药实现营收5.92亿元,同比+8.31%,预计脑栓通胶囊增速在30%左右,全年看有望收入有望突破2亿,成为中成药增长的新动力;化学药实现营业收入2.59亿元,同比+37.05%;中药材及中药饮片7185.03万元,同比+154.52%,翻倍增长主要来自于公司中药材贸易增长,新增眼科医疗器械业务实现营收1138.84万元,占主营业务收入的1.20%。公司眼科医疗器械业务初见成效;原料药及中间体销售1,242.65万元,同比减少62.27%,主要是湖北凌晟药业有限公司移出合并报表的影响;新增眼科医疗服务业务实现营收334.05万元,占主营业务收入的0.35%,主要是报告期并购了奥理德视光学,自6月起并表(合并净利82.25万元)。

2) 生产端制造成本上升及化学原料药成本上升,导致毛利率下降拖累净利增速。据公司年报,中成药及化学药毛利率均出现一定程度下滑,主要原因预计是公司生产线在新版GMP要求下较大的固定资产投入及新质量管理体系的高要求下公司制造成本上升,以及化学原料药成本的上升。毛利率下滑拖累了净利增速。

3) 费用率下降明显,剔除掉2016年公司转让凌晟确认投资收益的影响,净利增速超出预期。结合费用率来看,销售费用率为24.72%,下降6.24个百分点,管理费用率6.45%,下降1.45个百分点,财务费用率下降0.38个百分点,整体来看期间费用率下降8.07个百分点。公司在2016年4月转让了湖北凌晟药业51.4%的股权,确认投资收益2324.35万元(税后2010.56万元),剔除这部分影响,2016年1-6月实现归母净利为2.02亿,2017年上半年实现归母净利2.48亿,同比+22.77%,略超预期。

2、营销+创新研发双驱动，产品梯队完整，储备品种丰富

1) 继续深化营销体系改革，夯实渠道，奠定长期发展坚实基础。公司在营销渠道方面通过以下措施: 1) 适

应两票制，逐步把现有的营销业务整合至公司全资子公司众生医贸经营。2) 实施了省级公司平台化策略，将原有的“办事处”这种传统管理组织改造为省级平台化的推广服务公司，报告期末，已经对外投资设立22家公司；3) 针对药占比问题，加大了对院外零售市场的布局和投入；4) 加大了对县级市场的布局来推行“营销中心公司化，推广组织平台化、业务结构多元化、营销网络下沉化”等四项原则和措施，继续深化营销体系改革，夯实渠道，为企业长期发展奠定坚实基础。

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、众生丸和脑栓通胶囊。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4个获得临床注册申请受理，分别为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、治疗特发性肺纤维化及恶性肿瘤的ZSP1603原料及胶囊、治疗非小细胞肺癌一类创新药ZSP0391原料及片剂，其中ZSP1602于6月8日收到药监局核发的临床批件，阶段性成果取得标志着公司已经具备创新药开发能力，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申报的产品有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，2017年上半年前景眼科承接了公司持有糖网科技44%的股权，并以自有资金人民币340万元与自然人李伟共同投资设立常州远景眼科，进一步强化其在眼科领域的战略布局。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、17X、15X。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，维持“推荐”评级。

风险提示：核心产品销售不及预期，外延、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)	0.36	0.51	0.60	0.68	0.77
PE	32.55	23.31	19.89	17.45	15.34
PB	4.25	2.85	2.55	2.29	2.06

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	3663	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	814	814	814	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	3795	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(%)					
						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				4.52	5.21
财务费用	5	4	-10	-13	-20	速动比率				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	32.55	23.31	19.89	17.45	15.34
资本公积增加	-264	910	0	0	0	P/B	4.25	2.85	2.55	2.29	2.06
现金净增加额	-99	156	1298	282	337	EV/EBITDA	12.82	12.02	13.60	11.56	9.82

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

医药行业分析师，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。