



核心品种延续高速增长，健康产业基金助力外延战略

——京新药业（002020）2016 年中报点评

2016 年 08 月 17 日

首次覆盖/强烈推荐

京新药业

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
张金洋	联系人		
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	

事件：

京新药业发布年中报，上半年实现营业收入 8.92 亿元，同比增长 28.47%；归属于上市公司股东的净利润 1.38 亿元，同比增长 45.52%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.27 亿元，同比增长 41.91%。实现 EPS 为 0.22 元。

公司 2016 年 Q2 实现营业收入 4.75 亿元，同比增长 30.74%；实现归属于上市公司股东的净利润 7778.37 万元，同比增长 43.95%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 7247.97 万元，同比增长 44.77%。实现 EPS 为 0.12 元。

公司公告预计 1-9 月归母净利润为 1.88 亿至 2.16 亿，变动幅度 30%-50%。

观点：

1、核心品种维持高速增长，巨峰显示业绩略低于预期

公司上半年业绩继续维持 40%以上高速增长得益于巨峰显示并表贡献和成品药业务的高速增长。公司上半年营业利润、利润总额、净利润分别为 1.52 亿、1.68 亿、1.40 亿，同比增长 45.32%、45.87%、47.20%。医药制造部分毛利率 53.87%，同比增长 3.03%。公司公告预计 1-9 月归母净利润为 1.88 亿至 2.16 亿，变动幅度 30%-50%，业绩高增速有望继续维持。

公司收入端增速为 28.47%。分业务线看，医疗器械端巨峰显示实现收入 1.27 亿，贡献净利润 1412.41 万元，并表 1271.16 万元（90%股权）。巨峰显示 2016 年承诺净利润 5850 万，上半年完成情况低于 50%主要受季节因素影响，预计下半年将贡献更多业绩增量。除去巨峰显示并表因素，公司主业医药制造端收入 7.54 亿，增速 10.09%，我们推测其中原料药收入略微下降，制剂收入增长约 16-17%左右，公司医药制造端净利润约 1.24 亿，实现 30%左右增长，延续一季度表现。医药制造部分收入端增速略低于预期主要原因是原料药业务拉低整体，加上一些普药品种拖累。

分产品来看，公司核心品种维持高增速。我们根据 IMS 终端数据测算估计上半年收入端瑞舒伐他汀增速约 40%、康复新液增速略微放缓约 20%，地衣芽孢杆菌放量较快增速达到 80%，舍曲林增速约 30%。

财务指标方面，销售费用率同比下降 1%稳中有降，管理费用率同比提升 0.11%略微提升。

2、新增发方案+健康产业基金成立彰显管理层信心

报告期内，公司公告终止了非公开发行方案（因上海镜鸾投资管理中心未能按照约定支付保证金）并公告新的增发方案，拟发行 1.08 亿股，价格不低于 11.13 元/股，募资不超过 12 亿元用于研发平台等项目。新的增发方案中，大股东控股的京新控股将认购 20-30%（京新控股锁三年，其他认购对象锁一年），彰显管理层对公司长期发展的充足信心。同时公司公告与京新控股共同发起规模不低于 10 亿元的健康产业投资基金，首期不低于 3 亿元，京新药业与京新控股出资合计不超过 1 亿元。健康产业投资基金用于医药制造、精准医疗、健康管理和移动医疗等领域的布局，为公司未来长期利润增长点奠定坚实基础。

3、公司二线产品梯队完善，国际化进程持续推进打造核心竞争力

公司在成品药领域稳健布局，现有产品覆盖化学药、中药、生物药三大品种，涉及心脑血管、消化、精神神经、感染等领域的多个高发病种，多领域乏力。公司现阶段一线药物表现强劲，二线药物储备丰富（表 1），公司在布局二线产品时非常具有前瞻性，产品之间承接较好，心血管领域产品有协同效应，对公司未来的发展意义重大。我们尤其看好辛伐他汀、匹伐他汀、舍曲林、左乙拉西坦。

除此之外，公司国际化进程持续推进。公司从事海外销售多年，获得多项海外认证。辛伐他汀、左乙拉西坦通过 COS（CEP）认证，环丙沙星片生产线通过德国 GMP 认证，子公司上虞京新药业及浙江京新药业通过欧洲 GMP 认证，多个制剂品种在正在准备开始进行 FDA 认证。海外认证带来的优势有两点：一、免除一致性评价；二、在省级招标中占优（表 2）。

表 1：京新药业上市产品一览（加粗为看好二线品种）

类别	分类	主要产品	药物作用
抗感染药	头孢菌素类	头孢地嗪钠、头孢泊污酯、头孢呋辛酯、头孢拉定、头孢呋辛钠、头孢羟氨卡	广谱抗生素，可用于比较危重的感染
	氟喹诺酮类	乳酸左氧氟沙星氯化钠、加替沙星氯化钠、环丙沙星、左旋氧氟沙星、诺氟沙星	广谱抗生素，市场份额在抗感染药物中仅次于头孢类

	大环内酯类	克拉霉素、阿奇霉素、罗红霉素、甲哌力复霉素、琥乙红霉素	对革兰氏阳性菌及支原体抑制活性较高
心血管系统用药	他汀类降血脂药物	瑞舒伐他汀钙（京诺）、 辛伐他汀 、 匹伐他汀钙分散片	调整血脂及抗动脉粥样硬化药物
	氯贝丁酯类降血脂药物	普鲁脂芬	调整血脂及抗动脉粥样硬化药物
	血管紧张素受体拮抗剂	替米沙坦	降血压药物
	钙离子拮抗剂	苯磺酸氨氯地平、西尼地平	降血压药物
	微生物制剂	地衣芽孢杆菌	调节肠道菌群，治疗腹泻
消化道用药	胃肠道动力药	西沙必列	可加强并协调胃肠运动，防止食物滞留与反流
	质子泵抑制剂	奥美拉唑	用于消化道溃疡和食管返流
糖尿病用药	降血糖药	伏格列波糖、酒石酸罗格列酮、格列齐特	控制糖尿病患者的高血糖
中枢神经系统用药	抗抑郁药	盐酸舍曲林（唯他停）	治疗抑郁症的相关症状，包括伴随焦虑、有或无躁狂史的抑郁症
	抗癫痫药	左乙拉西坦片	治疗成人及 4 岁以上儿童癫痫患者部分性发作
骨骼肌肉系统用药	解热镇痛消炎药	奈普生	缓解关节炎、强制性脊柱炎及痛风引起的肌肉疼痛
呼吸系统用药	抗过敏药	氯雷他定	可用于过敏性鼻炎、过敏性皮肤病
中成药		康复新液	促进细胞修复，可用于胃溃疡、外伤创面等
		脑络通	增加脑血流量，多用于脑动脉硬化、急性脑血管疾病后遗症等
		感冒清胶囊	用于治疗感冒
		天王补心丸	安神剂，常用于失眠、心悸
		定坤丹	用于治疗月经不调

资料来源：SFDA，东兴证券研究所

表 2：京新药业海外认证情况一览

时间	事件
2006	环丙沙星片通过了德国 GMP 认证
2007	环丙沙星及左氧氟沙星申请 FDA 认证
2008	辛伐他汀原料药通过 COS（欧洲药典适用性认证），辛伐他汀片出口英国
2014	上虞京新药业通过欧洲 GMP 认证
2015	浙江京新药业通过欧洲 GMP 认证
2015	左乙拉西坦通过 CEP 认证（同 COS）
2016	辛伐他汀通过 CEP 认证

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3、产业链延伸逻辑再梳理，加速战略合作及外延并购打开成长空间

一直以来，通过合作或并购延伸产业链是公司的主要战略之一。随着公司的步入高增长轨道，管理层开始了频繁的外延式动作，谋求业务板块和产品结构升级。2015 年起，公司外延式发展呈现加速态势，并购频率和资金量都在增长，并购对象也从单一的医药企业拓展到新药研发、医疗器械、医学服务等多个领域（表 3）。

2016 年上半年，公司与与以色列 MAPI 公司签署合作协议，建立紧密、长期的合作关系，实施长效缓释制剂的开发研究；与上海睿泰生物科技股份有限公司签署战略合作协议，进行再生医疗产业的战略合作；与浙江天堂硅谷资产管理集团有限公司及硅谷天堂资本控股（加拿大）有限公司（HSC）签署《国际并购战略合作协议》，布局国际医药健康产业。战略合作加速趋势。

非公开发行后医药并购基金的成立为外延发展打好资金基础，预计未来数年之内，外延并购及各战略合作是公司发展的主要方向之一。一方面，公司将延续自身在药物领域的优势，通过并购获得新药品种，丰富公司产品线；另一方面，进军医疗健康产业的细分领域，如医疗器械、健康服务等，以提高公司的实力，增强业务弹性，提升公司估值，实现未来爆发式增长。

表 3：京新药业合作及投资并购项目一览

时间	投资标的	方向
2007	收购内蒙古京新药业（原名内蒙古德默富方泰药业）	获得康复新液
2011	收购北京顺达四海生物药业	获得地衣芽孢杆菌
2013	收购广州益和堂制药有限公司	丰富中成药产品线，获得益和堂九个国家重要保护品种
2015	收购深圳巨峰显示有限公司	获得巨峰医用显示器技术，进军医疗器械领域
2015	与谢卫国博士合作，在德国成立子公司	合作开发计算机辅助手术系统
2015	投资 102 万美元，控股美国 Pharmula 公司	进行海外研发，获得熟悉美国药品市场研发及注册的人才
2016	与以色列 MAPI 公司签署合作协议	从事长效缓释剂开发
2016	收购上海瑞泰不少于 15% 的股权	进入再生医学领域
2016	硅谷天堂资本控股（加拿大）有限公司（HSC）签署《国际并购战略合作协议》	布局国际医药健康产业。

资料来源：东兴证券研究所

结论：

暂不考虑增发摊薄影响，预计 2016-2018 年公司归母净利润分别为 2.63 亿元、3.41 亿元、4.33 亿元，增长率分别为 58.28%、29.67%、26.89%，EPS 分别为 0.41、0.53、0.68 元，对应 PE 分别为 30、23、18 倍。我们认为公司在三大品种的强势拉动下，近两三年内生高增长确定性较强，另外，公司外延式发展布局连续落地，决心大、执行力强，再加上可动用现金充裕，外延预期较强，值得期待。我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1140	1433	2128	2521	2994	营业收入	1235	1416	1899	2283	2777
货币资金	380	433	1285	1520	1798	营业成本	660	699	959	1137	1341
应收账款	182	277	416	500	609	营业税金及附加	10	14	17	21	25
其他应收款	10	22	30	36	44	营业费用	312	363	404	470	578
预付款项	5	13	14	15	15	管理费用	135	177	190	228	292
存货	179	252	303	359	424	财务费用	-2	-7	0	0	0
其他流动资产	348	380	28	28	28	资产减值损失	1.66	2.26	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	925	1507	1449	1390	1329	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	50	58	58	58	58	投资净收益	5.17	18.23	0.00	0.00	0.00
固定资产	590	603	565	540	533	营业利润	124	186	330	427	542
无形资产	108	191	172	152	133	营业外收入	6.66	13.99	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	5	1	1	1	1	营业外支出	4.14	3.38	0.00	0.00	0.00
资产总计	2065	2940	3578	3911	4323	利润总额	127	197	330	427	542
流动负债合计	604	617	756	851	959	所得税	20	30	66	85	108
短期借款	39	52	0	0	0	净利润	107	167	264	342	433
应付账款	150	153	211	250	295	少数股东损益	0	1	1	1	1
预收款项	9	20	20	20	21	归属母公司净利润	107	166	263	341	432
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	275	421	387	486	603
非流动负债合计	62	62	56	56	56	BPS (元)	0.40	0.58	0.41	0.53	0.68
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	666	679	813	907	1015	成长能力	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0	44	44	45	46	营业收入增长	26.79%	14.59%	34.15%	20.22%	21.63%
实收资本(或股本)	286	320	639	639	639	营业利润增长	97.53%	49.59%	77.07%	29.58%	26.83%
资本公积	866	1528	1528	1528	1528	归属于母公司净利润	66.41%	55.07%	58.28%	29.67%	26.89%
未分配利润	218	335	466	637	853	获利能力					
归属母公司股东权	1399	2217	2720	2959	3262	毛利率(%)	46.60%	50.64%	49.50%	50.20%	51.70%
负债和所有者权益	2065	2940	3578	3911	4323	净利率(%)	8.67%	11.77%	13.88%	14.96%	15.60%
现金流量表						总资产净利润(%)	12.90%	5.19%	5.65%	7.35%	8.71%
单位:百万元						ROE(%)	7.66%	7.49%	9.66%	11.52%	13.26%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
经营活动现金流	210	145	659	337	408	资产负债率(%)	32%	23%	23%	23%	23%
净利润	107	167	264	342	433	流动比率	1.89	2.32	2.81	2.96	3.12
折旧摊销	153	242	0	59	61	速动比率	1.59	1.91	2.41	2.54	2.68
财务费用	-2	-7	0	0	0	营运能力					
应收账款减少	0	0	-139	-84	-108	总资产周转率	0.73	0.57	0.58	0.61	0.67
预收账款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	8	6	5	5	5
投资活动现金流	-493	-316	8	0	0	应付账款周转率	8.28	9.36	10.45	9.91	10.20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.58	0.41	0.53	0.68
投资收益	5	18	0	0	0	每股净现金流(最新	0.31	0.18	1.33	0.37	0.43
筹资活动现金流	371	228	186	-102	-130	每股净资产(最新摊	4.88	6.94	4.26	4.63	5.10
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	30.78	21.07	29.72	22.92	18.06
普通股增加	34	33	320	0	0	P/B	2.50	1.76	2.87	2.64	2.39
资本公积增加	465	662	0	0	0	EV/EBITDA	11.48	8.38	16.87	12.94	9.98
现金净增加额	89	56	852	235	278						

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

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。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。

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。