

业绩增速放缓，布局慢病和生物药领域 ——誉衡药业(002437)中报点评

誉衡药业(002437.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司发布中期报告。2016H1，公司实现营业收入13.37亿元，同比增长5.73%；营业成本5.57亿元，同比增加21.49%，系由新增药品代理业务毛利率较低所致；实现归属于上市公司股东的净利润3.42亿元，同比增长5.59%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3.21亿元，同比增长3.44%；实现EPS 0.16元。

公司2016Q2实现营业收入7.40亿元，同比增长0.42%，环比增长23.97%。实现归属净利润1.89亿元，同比下降4.71%，环比增长23.82%。

上半年营收增长原因为新代理慢病业务品种如精蛋白重组人胰岛素注射液、氯化钾缓释片、奥美沙坦脂片等快速增长；公司存量业务保持平稳；营收增幅放缓是由本期鹿瓜多肽在福建未中标导致。预计2016年1-9月归属于上市公司股东的净利润5.24-6.24亿元，同比增长5%-25%。

2. 我们的分析与判断

(一) 制药业务保持平稳，慢病药品代理业务快速增长

目前公司已形成了骨骼肌肉、心脑血管和营养用药领域等多个重磅级产品的集群，抗风险能力不断增强。报告期内公司通过业务下沉、学术推广、积极参与招标等措施，重点产品磷酸肌酸钠市场份额进一步扩大，葡萄糖酸钙锌口服溶液等销量稳中有升。按产品拆分来看，骨科药物实现营收17,012.47万元，同比下降18.10%，主要受鹿瓜多肽丢标影响；心脑血管药物实现营收62,199.00万元，同比增长2.60%；营养类药物实现营收17,099.09万元，同比增长24.62%。

受医改力度和进度加速影响，公司传统制药业务增速放缓，医药代理业务成为新的高速增长点。一致性评价、两票制、飞行检查、生产工艺核查和营改增等医药行业相关政策的密集出台，对公司的生产、研发和销售方面造成一定影响。报告期内，公司传统制药业务实现营收103,372.15万元，同比降低4.85%；医药代理业务实现营收26,736.49万元，同比增长69.60%。由于新增代理业务毛利率较低，导致营业成本增幅超过营收增幅。

(二) 顺应医药行业新态势，战略布局慢病和生物药领域

分析师

李平祝

☎: (8610) 83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaoqi@chinastock.com.cn)

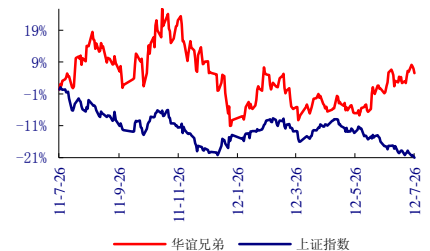
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2016-08-26

A股收盘价(元)	8.67
A股一年内最高价(元)	34.98
A股一年内最低价(元)	7.80
上证指数	3070.31
市盈率	28.15
总股本(万股)	219829.04
实际流通A股(万股)	212899.62
限售的流通A股(万股)	6929.42
流通A股市值(亿元)	184.58

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

相关研究

2016 年公司主题为“创新·转型”，明确将生物药等领域作为未来发展方向。

(1) 终止部分合作项目，集中精力推进转型，

公司为聚焦慢病口服药和生物药领域，终止或出售了部分合作项目，调整产品结构为推进后续转型提供资金支持。报告期内公司向仟源医药出售普德药业 100% 股权，优化资产负债结构，大幅降低资产负债率；同时公司终止收购澳诺（青岛）和湖北多瑞药业的股权；公司还终止了注射用黄芪多糖的独家销售代理协议。

(2) 布局慢病领域，探索新商业模式

投资 Proteus 公司为拓展慢病用药和慢病管理领域提供资源和技术支持。报告期内，公司出资认购 Proteus 公司发行的 H 轮优先股，占发行后总优先股本的 1.99%。Proteus 公司拥有的智能药物芯片核心技术已被美国 FDA 批准，可应用于设计合理用药方案、规律服药、生命体征实时监控和生活方式改善等方面。投资 Proteus 公司可为公司向慢病用药和慢病管理等领域扩张提供重要资源和技术支持。

公司与京东邦能共同设立宁波誉东健康科技有限公司，布局口服慢病产品。誉东健康公司首期注册资本 5,000 万元，预计最终投资额度 10 亿元人民币。誉东健康布局方向以慢病产品特别是口服产品为主，致力于研发、生产高品质慢病药物。报告期内公司管理团队已基本完成搭建，并通过代理等方式取得了多项慢病产品。未来可借助京东卓越的电商、物流平台和品牌影响力，探索新型商业模式，为产品拓展多种商业渠道。

(3) 甄选重点产品，开拓生物制药领域

报告期内，公司与药明康德合作研发的抗 PD-1 单抗产品 GLS-010 注射液取得了阶段性进展，黑龙江省药监局已受理该产品的临床研究申请，并向 CFDA 审评中心提交了优先审评的申请。

GLS-010 注射液是由国内研发机构完成临床申报的首个全人源抗 PD-1 单克隆抗体，具有完善的自主知识产权；作为公司在生物制药领域的重要里程碑，GLS-010 注射液的申报也为公司的生物药尤其是肿瘤免疫治疗方面的发展奠定了坚实基础，为后续项目开发积累了丰富经验，夯实了人才储备。

3. 投资建议

暂不考虑普德出售的影响，结合公司当前经营情况，我们预计 2016~2018 年公司实现 EPS 分别为 0.38、0.46、0.53 元，对应 PE 为 23 倍、19 倍、16 倍。我们看好公司的股东、管理团队、以及拓展业务的能力，维持“推荐”的评级。

4. 风险提示

出售普德药业，存在主营业务收入和营业利润降低风险、重大重组审批风险；由于处方药网上零售政策具有不确定性，公司关于慢病药物的品牌建设存在一定难度；生物药品研发周期长且程序复杂，各阶段均存在一定风险；新业务拓展风险。

附表 1. 主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1307.89	1905.82	2700.65	3357.65	3923.77	4512.34
增长率 (%)	0.84	0.46	0.42	0.24	0.17	0.15
净利润 (百万元)	226.74	443.77	677.02	824.65	1003.08	1175.80
增长率 (%)	0.38	0.96	0.53	0.22	0.22	0.17
EPS (元)	0.10	0.20	0.31	0.38	0.46	0.53
P/E	82.60	42.21	27.66	22.71	18.67	15.93
P/B	7.83	6.20	5.48	4.69	4.00	3.40
EV/EBITDA	4.47	9.07	6.77	6.00	4.56	3.82

资料来源: 中国银河证券研究部

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1307.89	1905.82	2700.65	3357.65	3923.77	4512.34
减: 营业成本	298.93	705.89	991.84	1233.26	1441.20	1657.38
营业税金及附加	20.68	25.62	38.50	47.86	55.93	64.32
营业费用	634.92	406.41	359.48	446.93	522.29	600.63
管理费用	172.52	260.14	435.93	541.98	633.36	728.37
财务费用	-18.23	24.40	83.74	65.52	27.74	4.33
资产减值损失	1.23	0.73	21.14	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	3.55	8.51	6.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	201.40	491.15	776.67	1022.09	1243.24	1457.30
加: 其他非经营损益	68.08	56.43	63.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	269.47	547.58	840.22	1022.09	1243.24	1457.30
减: 所得税	39.87	91.92	126.98	153.31	186.49	218.60
净利润	229.60	455.66	713.24	868.78	1056.75	1238.71
减: 少数股东损益	2.87	11.89	36.22	44.12	53.67	62.91
归属母公司股东净利润	226.74	443.77	677.02	824.65	1003.08	1175.80
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	791.87	983.61	1038.27	33.58	386.19	765.14
应收和预付款项	304.25	288.56	543.35	741.67	760.01	966.92
存货	120.58	163.45	272.36	310.26	370.60	412.39
其他流动资产	270.00	10.62	48.55	48.55	48.55	48.55
长期股权投资	5.08	0.00	129.41	129.41	129.41	129.41
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	601.89	831.40	1644.95	1695.43	1743.29	1788.55
无形资产和开发支出	795.51	2251.84	4105.44	4106.49	4103.62	4096.83
其他非流动资产	2.34	292.79	350.67	340.80	330.94	330.94
资产总计	2891.52	4822.26	8132.99	7406.20	7872.62	8538.73
短期借款	0.00	780.00	1699.00	571.99	0.00	0.00
应付和预收款项	397.78	414.72	559.45	341.61	628.25	413.14
长期借款	0.00	0.00	300.00	300.00	300.00	300.00
其他负债	15.37	525.35	2089.55	2089.55	2089.55	2089.55
负债合计	413.15	1720.07	4648.00	3303.15	3017.80	2802.69
股本	280.00	731.89	733.01	733.01	733.01	733.01
资本公积	1507.89	1270.33	1059.46	1059.46	1059.46	1059.46
留存收益	603.23	1019.00	1622.85	2196.78	2894.88	3713.20
归属母公司股东权益	2391.12	3021.22	3415.32	3989.25	4687.36	5505.67
少数股东权益	87.26	80.97	69.67	113.80	167.47	230.38
股东权益合计	2478.38	3102.19	3485.00	4103.05	4854.82	5736.04
负债和股东权益合计	2891.52	4822.26	8132.99	7406.20	7872.62	8538.73

现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	453.43	674.31	702.50	594.04	1412.82	896.24
投资性现金净流量	-708.00	-1491.26	-1647.23	-155.49	-155.49	-155.49
筹资性现金净流量	-177.80	1048.51	901.88	-1443.25	-904.71	-361.82
现金流量净额	-432.37	231.56	-42.84	-1004.69	352.62	378.94

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业分析师。 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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而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、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn