

众生药业 (002317)

ZSP1601 获临床试验批准, 创新助力企业成长

行业名称	医药生物
投资建议	增持
当前价格:	13.12元
目标价格:	15.37元

投资要点:

➤ **创新研发NASH药物, ZSP1601如能通过临床或成重磅药物**
非酒精性脂肪肝炎 (NASH) 是肝内脂肪积聚形成的慢性进展性肝病, 预计全球范围内NASH的患病率为3%-5%, NASH的患者中15-25%的病人会发展成为肝硬化, NASH患者的治疗迫在眉睫。德意志银行估计, 国际上NASH的市场规模在2025年预计将达到350亿~400亿美元, 国内保守按3%患病率计算, 市场规模将超过百亿元。截至目前FDA尚未批准任何药物治疗NASH, 国际上有超过34家公司参与研发, 其中Genfit和Intercept的药物研发领跑并进入III期临床试验阶段。在国内, ZSP1601是第一个递交临床试验注册申请的治疗NASH的创新药。

➤ **公司内生稳健增长, 借助基层和省外市场放量**
公司核心品种复方血栓通增长保持在20%左右, 高于预期增速。2015年收购先强药业, 渠道整合效应明显, 次核心品种脑栓通借助渠道优势实现快速增长。先强药业的产品在抗病毒、抗生素等领域互补公司的原料药业务, 在此基础上原料药业务上半年同比增速达202%。公司的定增项目已获证监会批文, 预计公司未来会继续加强外延并购, 丰富产品线的同时积极布局大健康领域

➤ **ZSP1601治疗NASH的研发, 既是挑战, 更是机遇**
众生药业的新药研发具备一定的示范效应, 尽管ZSP1601在试验中可能遇到多方面的挑战, 但对于公司的长远发展而言更是机遇。考虑到公司2016年合并报表和短期承受的研发投入压力, 预计16-18年EPS分别为0.44元、0.51元和0.59元, 对应PE为30倍、26倍和22倍。基于公司创新药物的预期, 给予公司2016年35倍估值, 对应目标价为15.37元, 给予“增持”评级。

➤ **风险提示**
新药的临床效果或研发进度不及预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	738/492
流通 A 股市值 (百万元)	6,461
每股净资产 (元)	3.01
资产负债率 (%)	28.24
一年内最高/最低 (元)	14.27/9.01

一年内股价相对走势



杨焯辉 分析师
执业证书编号: S1110516080003
邮箱: yangyh@sh.tfzq.com

王金成 联系人
邮箱: wangjc@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1,308.52	1,577.74	2,129.94	2,666.82	3,066.85
增长率 (%)	20.04%	20.57%	35.00%	25.21%	15.00%
EBITDA (百万元)	291.14	401.30	436.19	530.13	587.03
净利润 (百万元)	224.56	296.71	324.24	386.17	444.37
增长率 (%)	19.64%	32.13%	9.28%	19.10%	15.07%
EPS (元/股)	0.30	0.40	0.44	0.51	0.59
市盈率 (P/E)	43.12	32.63	29.88	25.59	22.24
市净率 (P/B)	5.24	4.70	4.20	3.89	3.55
EV/EBITDA	23.37	24.18	23.58	19.01	17.01

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	241.05	140.59	170.40	213.35	245.35	营业收入	1,308.52	1,577.74	2,129.94	2,666.82	3,066.85
应收账款	282.12	259.79	439.28	330.35	554.73	营业成本	517.41	573.14	832.98	1,022.08	1,162.95
预付账款	9.91	10.68	86.78	2.77	90.48	营业税金及附加	14.07	17.45	23.15	29.05	33.56
存货	137.72	178.29	253.32	284.26	320.15	营业费用	434.84	527.61	699.94	876.37	1,007.83
其他	792.41	698.04	768.03	1,143.03	918.53	管理费用	118.83	139.82	193.42	266.68	337.35
流动资产合计	1,463.20	1,287.39	1,717.81	1,973.76	2,129.24	财务费用	0.31	5.34	36.96	49.78	33.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	10.36	0.13	4.01	4.83	2.99
固定资产	478.26	558.02	564.91	588.25	608.47	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	12.95	21.04	48.63	77.18	76.31	投资净收益	28.11	18.48	19.25	19.25	19.25
无形资产	163.22	366.79	351.83	336.86	321.90	其他	-56.23	-36.96	-38.51	-38.51	-38.51
其他	188.74	1,100.78	1,090.07	1,097.55	1,096.00	营业利润	240.80	332.72	358.74	437.28	507.56
非流动资产合计	843.17	2,046.64	2,055.43	2,099.84	2,102.68	营业外收入	8.24	11.65	10.31	10.07	10.68
资产总计	2,306.37	3,334.03	3,773.23	4,073.60	4,231.92	营业外支出	0.78	2.47	1.87	1.71	2.02
短期借款	56.50	172.78	749.60	524.76	467.61	利润总额	248.26	341.90	367.18	445.64	516.22
应付账款	235.81	882.92	430.87	802.96	809.34	所得税	32.28	46.27	47.75	66.85	77.43
其他	72.61	111.82	76.13	120.39	88.64	净利润	215.98	295.63	319.43	378.79	438.79
流动负债合计	364.92	1,167.51	1,256.61	1,448.11	1,365.59	少数股东损益	-8.58	-1.08	-4.81	-7.38	-5.59
长期借款	0.00	0.00	115.98	0.00	0.00	归属于母公司净利润	224.56	296.71	324.24	386.17	444.37
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.30	0.40	0.44	0.51	0.59
其他	42.70	56.96	47.60	49.09	51.22						
非流动负债合计	42.70	56.96	163.58	49.09	51.22	主要财务比率					
负债合计	407.63	1,224.48	1,420.19	1,497.20	1,416.80		2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	49.96	48.42	43.86	36.60	31.14	成长能力					
股本	369.50	738.47	738.47	753.10	753.10	营业收入	20.04%	20.57%	35.00%	25.21%	15.00%
资本公积	776.34	512.64	512.64	512.64	512.64	营业利润	15.05%	38.17%	7.82%	21.89%	16.07%
留存收益	1,488.78	1,392.51	1,570.71	1,786.70	2,030.88	归属于母公司净利润	19.64%	32.13%	9.28%	19.10%	15.07%
其他	-785.84	-582.49	-512.64	-512.64	-512.64	获利能力					
股东权益合计	1,898.75	2,109.55	2,353.04	2,576.40	2,815.11	毛利率	60.46%	63.67%	60.89%	61.67%	62.08%
负债和股东权益总计	2,306.37	3,334.03	3,773.23	4,073.60	4,231.92	净利率	17.16%	18.81%	15.22%	14.48%	14.49%
						ROE	12.15%	14.40%	14.04%	15.20%	15.96%
						ROIC	14.91%	18.77%	17.31%	14.25%	16.81%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	215.98	295.63	324.24	386.17	444.37	净负债率	-6.69%	5.22%	38.72%	14.91%	26.96%
折旧摊销	50.25	63.61	40.50	43.07	45.61	流动比率	4.01	1.10	1.37	1.36	1.56
财务费用	2.97	8.78	36.96	49.78	33.86	速动比率	3.63	0.95	1.17	1.17	1.32
投资损失	-28.11	-18.48	-19.25	-19.25	-19.25	营运能力					
营运资金变动	-204.15	130.10	-886.98	197.35	-145.17	应收账款周转率	5.54	5.82	6.09	6.93	6.93
其它	63.66	-287.39	-4.81	-7.38	-5.59	存货周转率	9.95	9.99	9.87	9.92	10.15
经营活动现金流	100.60	192.25	-509.35	649.74	353.83	总资产周转率	0.61	0.56	0.60	0.68	0.74
资本支出	156.87	1,256.28	69.36	78.51	47.87	每股指标(元)					
长期投资	-10.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.30	0.40	0.44	0.51	0.59
其他	-371.99	-1,457.75	-110.10	-139.26	-78.62	每股经营现金流	0.14	0.26	-0.69	0.88	0.48
投资活动现金流	-225.11	-201.47	-40.75	-60.75	-30.75	每股净资产	2.51	2.79	3.13	3.37	3.70
债权融资	56.50	172.78	865.58	524.76	467.61	估值比率					
股权融资	29.50	39.58	32.90	-35.15	-33.86	市盈率	43.12	32.63	29.88	25.59	22.24
其他	-52.05	-301.97	-318.58	-1,035.65	-724.83	市净率	5.24	4.70	4.20	3.89	3.55
筹资活动现金流	33.96	-89.62	579.91	-546.04	-291.08	EV/EBITDA	23.37	24.18	23.58	19.01	17.01
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	28.22	28.71	25.99	20.69	18.44
现金净增加额	-90.56	-98.84	29.81	42.95	32.00						

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)