

振东制药 (300158)

公司研究/简评报告

收购康远发力 OTC，岩舒迎来新机遇

简评报告/医药

2016 年 10 月 10 日

一、事件概述

近期公司完成了对康远制药的重组，同时岩舒注射液在研究领域不断取得新的进展，我们对公司情况进行了跟踪。

二、分析与判断

➤ 完成收购康远制药，带动 OTC 业务发展

康远制药是国内优质钙制剂生产企业，主要产品朗迪牌碳酸钙 D3 片（II）和碳酸钙 D3 颗粒，凭借钙吸收率高、口感好等优势，近几年实现较快销售增长。碳酸钙 D3 系列产品属于国家乙类医保，进入多省基药目录，市场格局较好，随着品牌知名度提升及新一轮招标推进，我们预计销售仍将保持较快增速，完全可能实现 2016-2017 年净利润不低于 2 亿元、2.5 亿元的业绩承诺。同时通过对康远和原有产品线的整合，可以带动公司 OTC 业务发展，贡献新的利润增长点。

➤ 岩舒迎来新发展机遇，二线品种有望放量

公司主打品种岩舒注射液，在癌症镇痛、止血方面疗效显著，公司一直在进行全面的临床机理研究。近期振东中-澳分子中医药研究中心在 Oncotarget 杂志 (IF:5) 上发表的研究成果，显示岩舒在分子水平上具有明确的抗肿瘤效果，此研究成果在欧美引起了很大关注，也在本次中国 CSCO 年会上进行了报告。同时公司也正在积极推动岩舒在美国 FDA 注册。国内方面，岩舒增加剂量的 III 期临床试验进展顺利，未来获批后将直接提升公司销售量。临床方面，由于岩舒明确的治疗作用，不同于其他癌症辅助用药，未进入各省辅助药目录，我们判断随着康艾、康莱特等多种抗肿瘤中药制剂进入辅助药目录而使用受限，十分有利于岩舒抢占市场空间。

二线品种方面，比卡鲁胺、培美曲塞等品种市场前景较好，未来可通过一致性评价获得竞争优势，巩固公司肿瘤产品线。芪蛭通络胶囊、脑震宁颗粒等心血管独家品种，有望在新一轮招标和医保目录调整中受益。二线品种未来仍有较大发展潜力，围绕抗肿瘤及心血管等慢病领域完善产品线，强化多层次的市场销售，可逐渐改善公司主要依靠岩舒单一品种的局面，不断增强公司在处方药领域的竞争力。

➤ 新药研发独具特色，缓释制剂和脂质体制剂潜力大

新药研发上，公司积极引进高学历海内外人才和科研团队，实施由“仿制”、“二次开发”到“创新”的跨越式发展。在缓控释、脂质体等高端制剂方面，具有较强研发实力，1 类新药拉洛他赛脂质微球已获批临床，阿霉素、依替立康脂质体等在研，普奈洛尔渗透泵控释片、尼莫地平渗透泵控释片等缓控释品种已申请生产，独具特色的研发品种将为公司未来发展增添强劲动力。

➤ 中药材业务进入收获期，有望成为新的利润增长点

公司在中药材领域深耕多年，积极推进中药材规范化生产基地建设，在中药材种植、培育、加工、仓储和销售管理等方面，都建立了引领行业的优质标准。已有中药材种植基地达到 50 万亩，涵盖连翘、苦参、党参等多种产品。目前公司中药材种植业务逐渐进入了收获期，2015 年收入 1 亿元，2016 年上半年收入同比增长达 120%，增长十分迅速。在中药种植基础上，公司将继续打造振东道地精品饮片，布局配方颗粒业务，努力成为中药材及中药饮片行业中的领先者。

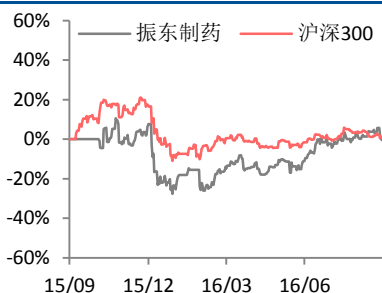
强烈推荐 首次评级

合理估值： 28.4-35.5 元

交易数据 2016-9-30

收盘价 (元)	18.10
近 12 个月最高/最低	20.57/12.77
总股本 (百万股)	520
流通股本 (百万股)	286
流通股比例 %	55.03
总市值 (亿元)	94
流通市值 (亿元)	52

该股与沪深 300 走势比较



分析师：马科

执业证号： S0100513070001

电话： 010-85127661

邮箱： make@mszq.com

研究助理：刘淼

执业证号： S0100115070010

电话： 010-85127535

邮箱： liumiao@mszq.com

三、盈利预测与投资建议

公司完成康远制药收购后，已形成处方药及 OTC 两大业务板块。朗迪碳酸钙系列竞争格局好，未来增长动力十足，同时可带动整个 OTC 产品线销售。岩舒临床疗效明确，受益于辅助药物目录控制，未来增加剂量获批、海外研究进展及 FDA 认证等都有助于打开成长空间。公司年初推出了首期股权激励计划，有助于增强公司发展动力，按照解锁条件，2016-2018 年扣非净利润将达到 0.8、1.1、1.5 亿元，行权条件较高，同时大股东现金参与康远制药收购的配套融资，价格为 15.75 元/股，显示了公司大股东及高管对公司未来发展的信心。我们认为公司目前正处于业绩拐点，看好其未来良好的发展前景，预计公司 2016-2018 年 EPS0.37、0.71、0.86 元，对应市盈率 49、26、21 倍，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

主要品种销售不及预期；药物审批进展缓慢；中药材价格波动

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,262	3,167	3,800	4,560
增长率（%）	17.8%	40.0%	20.0%	20.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	65	192	367	446
增长率（%）	54.1%	196.7%	91.4%	21.6%
每股收益（元）	0.12	0.37	0.71	0.86
PE	145.6	49.1	25.6	21.1
PB	2.5	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	2,262	3,167	3,800	4,560
减：营业成本	1,229	1,583	1,710	2,052
营业税金及附加	18	26	31	38
销售费用	682	1,013	1,254	1,505
管理费用	223	301	361	433
财务费用	33	32	27	22
资产减值损失	35	23	23	23
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	43	188	394	487
加：营业外收支净额	26	26	26	26
三、利润总额	69	214	420	513
减：所得税费用	14	32	63	77
四、净利润	55	182	357	436
归属于母公司的利润	65	192	367	446
五、基本每股收益 (元)	0.12	0.37	0.71	0.86

主要财务指标

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
EV/EBITDA	30.67	17.10	10.20	9.08
成长能力：				
营业收入同比	17.85%	40.00%	20.00%	20.00%
营业利润同比	107.9%	364.7%	109.7%	23.7%
净利润同比	59.8%	229.6%	96.4%	22.2%
营运能力：				
应收账款周转率	2.79	3.01	3.21	3.04
存货周转率	2.97	3.94	3.57	3.55
总资产周转率	0.58	0.80	0.95	1.02
盈利能力与收益质量：				
毛利率	45.7%	50.0%	55.0%	55.0%
净利率	2.4%	5.7%	9.4%	9.6%
总资产净利率 ROA	2.5%	6.1%	11.1%	11.9%
净资产收益率 ROE	3.2%	9.1%	15.8%	17.3%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	0.90	1.04	1.25	1.42
资产负债率	47.7%	46.3%	41.8%	42.2%
长期借款/总负债	32.6%	34.9%	19.2%	23.8%
每股指标：				
每股收益	0.12	0.37	0.71	0.86
每股经营现金流量	0.30	(0.14)	0.92	0.12
每股净资产	3.84	4.05	4.46	4.97

资产负债表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	145	32	38	46
应收票据	39	495	556	706
应收账款	772	559	627	796
预付账款	110	193	134	259
其他应收款	79	97	114	140
存货	414	402	479	578
其他流动资产	19	19	19	19
流动资产合计	1,578	1,797	1,969	2,543
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,016	1,013	917	822
在建工程	92	0	0	0
无形资产	320	317	298	279
其他非流动资产	640	640	640	640
非流动资产合计	2,306	2,172	2,049	1,934
资产总计	3,884	3,969	4,018	4,477
短期借款	545	582	263	391
应付票据	0	0	0	0
应付账款	523	421	599	625
预收账款	60	108	94	149
其他应付款	575	575	575	575
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	45	45	45	45
流动负债合计	1,749	1,731	1,576	1,785
长期借款	60	60	60	60
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	105	105	105	105
负债合计	1,854	1,836	1,681	1,890
股本	288	288	288	288
资本公积	1,278	1,278	1,278	1,278
留存收益	429	541	755	1,016
少数股东权益	35	25	15	5
所有者权益合计	2,030	2,132	2,337	2,587
负债和股东权益合计	3,884	3,969	4,018	4,477

现金流量表

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流量	155	(74)	480	62
投资活动现金流量	(676)	34	22	22
筹资活动现金流量	496	(73)	(496)	(77)
现金及等价物净增加	(25)	(114)	6	8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

马科，家电行业分析师，原民生证券策略分析师。

刘淼，研究助理，北京大学医学部临床药学硕士、药学学士，2015年6月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。