

众生药业 (002317)

证券研究报告

2017年02月23日

深耕打通眼科领域多业态，创新品种储备厚积而薄发

业绩快报超预期，净利润增速近40%

公司2016年业绩快报显示，营业收入为16.92亿元，同比增长7.27%，归属上市公司股东净利润为4.14亿元，同比增长39.63%。公司净利润的快速增长，一方面受全资子公司先强药业并表因素影响（2015年并表7个月，预计并入近5000万利润），预计2016年并入净利9600万。剔除并表影响，则公司净利内生增速在27%左右。另一方面受益于核心品种毛利率的提高。复方血栓通2015年营收超过9亿元，是眼科唯一医保和基药目录中的眼底病中成药，2012-2015年复合增长率达15.80%；脑栓通胶囊2015年营收1.35亿元，2012-2015年复合增长率达28.56%。众生丸2015年实现营收1.87亿元，2012-2015年复合增长率为13.25%。

创新品种储备丰富，深度布局肿瘤、心脑血管等领域

公司目前由营销驱动转向营销与研发双驱动，目前在中成药领域的研发，主要针对已有产品的二次研发。复方血栓通脑卒中适应症，众生丸流感（已获得临床批件），复方血栓通治疗糖网（已递交临床注册申请）。化药领域目前有若干在研创新品种，其中3个已经提交CFDA申报临床注册。公司与药明康德建立战略合作关系，目前已经签订了10个具体合作项目，主要涉及肿瘤、非酒精性脂肪性肝炎、心脑血管等领域，后续药品的知识产权归公司所有，产品上市后产生的利润根据约定分配。

眼科领域深化发展，眼科中成药+滴眼液+医疗服务三位一体

2016年上半年，公司参股投资设立糖网科技，并与北京“杏树林”合作，纵向打通眼科领域多种业态，为眼健康生态圈提供了数据、渠道和整合的平台。除了复方血栓通等传统眼科用药，公司分别还有4款已上市和在研的滴眼液品种。未来公司将继续深耕眼科领域，打通眼科垂直一体化发展模式，在眼科医疗服务方面存在外延预期。

估值评级

公司中成药增速及毛利率稳步提升，因先强药业并入化药产品线逐渐丰富，长期将围绕创新药品研发，短期着力打造眼科、心脑血管等领域的全方位医疗服务及药品平台。预计公司2016-2018年净利润分别为4.14、4.99、5.70亿元，对应EPS为0.51、0.61、0.70元，根据行业估值水平给予27倍PE，未来十二个月目标价16.47元/股，给予“买入”评级。

风险提示：创新药研发进度低于预期，眼科一体化发展低于预期

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	1,692.33	1,962.73	2,287.67
增长率(%)	20.04	20.57	7.26	15.98	16.56
EBITDA(百万元)	291.14	401.30	496.83	584.90	666.69
净利润(百万元)	224.56	296.71	414.23	499.48	569.95
增长率(%)	19.64	32.13	39.60	20.58	14.11
EPS(元/股)	0.28	0.36	0.51	0.61	0.70
市盈率(P/E)	46.63	35.29	25.28	20.96	18.37
市净率(P/B)	5.66	5.08	3.12	2.88	2.66
市销率(P/S)	8.00	6.64	6.19	5.33	4.58
EV/EBITDA	23.37	24.18	19.42	15.75	13.63

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	12.85元
目标价格	16.47元
上次目标价	15.37元

基本数据

A股总股本(百万股)	814.82
流通A股股本(百万股)	492.46
A股总市值(百万元)	10,470.48
流通A股市值(百万元)	6,328.09
每股净资产(元)	4.03
资产负债率(%)	20.81
一年内最高/最低(元)	14.10/9.36

作者

杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
柴博	联系人
chaibo@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《众生药业-公司点评-ZSP1601 获临床试验批准，创新助力企业成长》2016-09-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	241.05	140.59	843.79	1,262.62	1,383.01
应收账款	282.12	259.79	323.12	373.21	462.75
预付账款	9.91	10.68	6.73	11.16	11.91
存货	137.72	178.29	213.59	247.67	325.67
其他	792.41	698.04	1,145.15	1,137.52	1,423.52
流动资产合计	1,463.20	1,287.39	2,532.38	3,032.18	3,606.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	478.26	558.02	564.91	588.25	608.47
在建工程	12.95	21.04	48.63	77.18	76.31
无形资产	163.22	366.79	351.83	336.86	321.90
其他	188.74	1,100.78	1,090.07	1,097.55	1,096.00
非流动资产合计	843.17	2,046.64	2,055.43	2,099.84	2,102.68
资产总计	2,306.37	3,334.03	4,587.81	5,132.02	5,709.54
短期借款	56.50	172.78	120.00	120.00	120.00
应付账款	235.81	882.92	953.33	1,208.00	1,478.52
其他	72.61	111.82	72.66	88.99	86.42
流动负债合计	364.92	1,167.51	1,145.99	1,416.99	1,684.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	42.70	56.96	47.60	49.09	51.22
非流动负债合计	42.70	56.96	47.60	49.09	51.22
负债合计	407.63	1,224.48	1,193.59	1,466.08	1,736.16
少数股东权益	49.96	48.42	43.51	35.87	30.14
股本	369.50	738.47	814.82	814.82	814.82
资本公积	776.34	512.64	1,428.36	1,428.36	1,428.36
留存收益	1,488.78	1,392.51	2,535.89	2,815.25	3,128.43
其他	(785.84)	(582.49)	(1,428.36)	(1,428.36)	(1,428.36)
股东权益合计	1,898.75	2,109.55	3,394.22	3,665.94	3,973.38
负债和股东权益总	2,306.37	3,334.03	4,587.81	5,132.02	5,709.54

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	215.98	295.63	414.23	499.48	569.95
折旧摊销	50.25	63.61	40.50	43.07	45.61
财务费用	2.97	8.78	(2.31)	(13.64)	(18.51)
投资损失	(28.11)	(18.48)	(19.25)	(19.25)	(19.25)
营运资金变动	(204.15)	130.10	(509.18)	184.05	(182.67)
其它	63.66	(287.39)	(6.14)	(9.54)	(7.16)
经营活动现金流	100.60	192.25	(82.16)	684.15	387.96
资本支出	156.87	1,256.28	69.36	78.51	47.87
长期投资	(10.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(371.99)	(1,457.75)	(110.10)	(139.26)	(78.62)
投资活动现金流	(225.11)	(201.47)	(40.75)	(60.75)	(30.75)
债权融资	56.50	172.78	120.00	120.00	120.00
股权融资	29.50	39.58	1,064.23	13.64	18.51
其他	(52.05)	(301.97)	(358.12)	(338.21)	(375.34)
筹资活动现金流	33.96	(89.62)	826.11	(204.57)	(236.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(90.56)	(98.84)	703.20	418.83	120.39

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,308.52	1,577.74	1,692.33	1,962.73	2,287.67
营业成本	517.41	573.14	522.51	585.73	693.38
营业税金及附加	14.07	17.45	18.40	21.38	25.03
营业费用	434.84	527.61	564.16	654.30	763.42
管理费用	118.83	139.82	146.18	173.91	201.01
财务费用	0.31	5.34	(2.31)	(13.64)	(18.51)
资产减值损失	10.36	0.13	4.01	4.83	2.99
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	28.11	18.48	19.25	19.25	19.25
其他	(56.23)	(36.96)	(38.51)	(38.51)	(38.51)
营业利润	240.80	332.72	458.64	555.47	639.59
营业外收入	8.24	11.65	15.15	11.68	12.83
营业外支出	0.78	2.47	1.87	1.71	2.02
利润总额	248.26	341.90	471.92	565.44	650.40
所得税	32.28	46.27	63.83	75.51	87.62
净利润	215.98	295.63	408.09	489.93	562.79
少数股东损益	(8.58)	(1.08)	(6.14)	(9.54)	(7.16)
归属于母公司净利润	224.56	296.71	414.23	499.48	569.95
每股收益(元)	0.28	0.36	0.51	0.61	0.70

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	20.04%	20.57%	7.26%	15.98%	16.56%
营业利润	15.05%	38.17%	37.85%	21.11%	15.14%
归属于母公司净利润	19.64%	32.13%	39.60%	20.58%	14.11%
获利能力					
毛利率	60.46%	63.67%	69.13%	70.16%	69.69%
净利率	17.16%	18.81%	24.48%	25.45%	24.91%
ROE	12.15%	14.40%	12.36%	13.76%	14.45%
ROIC	14.91%	18.77%	19.84%	18.57%	22.64%
偿债能力					
资产负债率	17.67%	36.73%	26.02%	28.57%	30.41%
净负债率	-6.69%	5.22%	26.84%	6.27%	2.10%
流动比率	4.01	1.10	2.21	2.14	2.14
速动比率	3.63	0.95	2.02	1.97	1.95
营运能力					
应收账款周转率	5.54	5.82	5.81	5.64	5.47
存货周转率	9.95	9.99	8.64	8.51	7.98
总资产周转率	0.61	0.56	0.43	0.40	0.42
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.36	0.51	0.61	0.70
每股经营现金流	0.12	0.24	-0.10	0.84	0.48
每股净资产	2.27	2.53	4.11	4.46	4.84
估值比率					
市盈率	46.63	35.29	25.28	20.96	18.37
市净率	5.66	5.08	3.12	2.88	2.66
EV/EBITDA	23.37	24.18	19.42	15.75	13.63
EV/EBIT	28.22	28.71	21.14	17.01	14.63

资料来源：公司公告，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。

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门、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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com