

核心品种高增速支撑业绩，国际化加速助力企业腾飞

——京新药业（002020）2016 年年报点评

2017 年 04 月 18 日

强烈推荐/维持

京新药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件：

京新药业发布 2016 年年度报告，2016 年全年公司实现营业收入 18.75 亿元，同比增长 32.48%；归属于上市公司股东的净利 2.12 亿元，同比增长 27.64%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.92 亿元，同比增长 34.37%。实现 EPS 为 0.33 元。

公司 2016 年 Q4 实现营业收入 5.25 亿元，同比增长 36.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 1152.76 万元，同比下降 47.09%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 682.30 万元，同比增长 26.79%。实现 EPS 为 0.02 元。

公司公告利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税）。

观点：

1、巨峰未达业绩承诺，公司四季度整体业绩略低于预期

公司全年营收 18.75 亿元，同比增长 32.48%，主要源于销售增长和巨峰并表；公司归母净利润 2.12 亿，增速 27.64%，其中巨峰显示净利润 4491.96 万元，并表 4042.76 万（90%股权）。

扣除并表因素，公司 2016 年母公司净利润 1.72 亿，2015 年公司扣除并表净利润 1.58 亿，母公司业绩增速为 7.66%，略低于预期，主要四季度确认费用较多。

巨峰方面，扣非后净利润 5286.47 万（承诺 5850 万），比承诺少了 563.53 万，主要原因是针对新产品 3D 解剖学系统进行了大力推广，多次参加国内外专业展会和推广会，宣传推广及会议费用增加；同时加大对阅片中心、手术影像解决方案以及人机交互界面等新产品的投入和中长期战略布局。

分季度来看，1-4 季度收入端分别为 4.17 亿、4.75 亿、4.58 亿、5.25 亿，净利润分别为 0.61 亿、0.78 亿、0.62 亿、0.12 亿，四季度收入端较好，但净利润较少，四季度确认费用及资产减值等导致。

分板块来看收入，药品板块维持增速较快，医疗器械和原料药板块增长平稳。公司成品药实现销售收入 9.32 亿元，同比增长 20%；原料药实现销售收入 5.98 亿元，同比增长 4%；深圳巨峰实现销售收入 3.21 亿元，同比增长 11%。

分产品线来看收入, 我们认为公司核心产品维持高速增长, 二线品种放量较快。瑞舒伐销售超过 4 亿元, 增速接近 30%, 康复新液增速略微放缓约 25%, 地衣芽孢杆菌放量较快增速在 40% 以上, 舍曲林增速约 25-30%。匹伐他汀、左乙拉西坦等重点培育产品积极开拓市场, 销售收入成倍增长。

财务指标方面, 销售费用率 26.75%, 比去年同期 (25.67%) 上升 1.08pp, 管理费用率 12.84%, 比去年同期 (12.50%) 上升 0.34pp。公司销售费用上升较快, 我们认为是主力品种和二线品种业务推广过程投入所致。除三大费用之外, 公司营业税金及附加本期数比上年同期增加 1,333.51 万元, 增长 95.82%, 主要系会计政策变更导致房产税、土地使用税、印花税等自 5 月 1 日起在此科目列报。资产减值损失比上年同期增加 1137.79 万元, 增长 503.96%, 主要是商誉减值准备 900 万元所致。我们认为这几项均对公司业绩有一定影响。

2、二线品种亮点多, 舍曲林、匹伐他汀有望贡献弹性

公司现阶段制剂板块维持高速增长, 根据样本医院终端数据, 公司整体制剂增速超过 20% (图 1) (备注: 数据库未收录康复新液数据)。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。在当前时点, 我们尤其看好匹伐他汀、舍曲林的放量, 在一致性评价完成后, 看好辛伐他汀和左乙拉西坦。

- ◆ 舍曲林增速较快, 在公司收入占比进一步提升, 公司产品目前是国内市场份额最大, 未来将重点推广, 从精神专科医院向综合医院的精神科、肿瘤科等转移, 公司产品是分散片, 也有一定竞争力。
- ◆ 匹伐他汀进入新版医保目录, 作为瑞舒的补充, 未来有望实现较快增速。
- ◆ 辛伐他汀出口英国 2016 年已经卖到 5 亿片 (草根调研), 未来有望受益于一致性评价 (有望作为标准品), 在部分省份和 OTC 市场有机会。
- ◆ 左乙拉西坦已经通过 FDA 认证, 未来同样有望受益于一致性评价反哺国内市场。

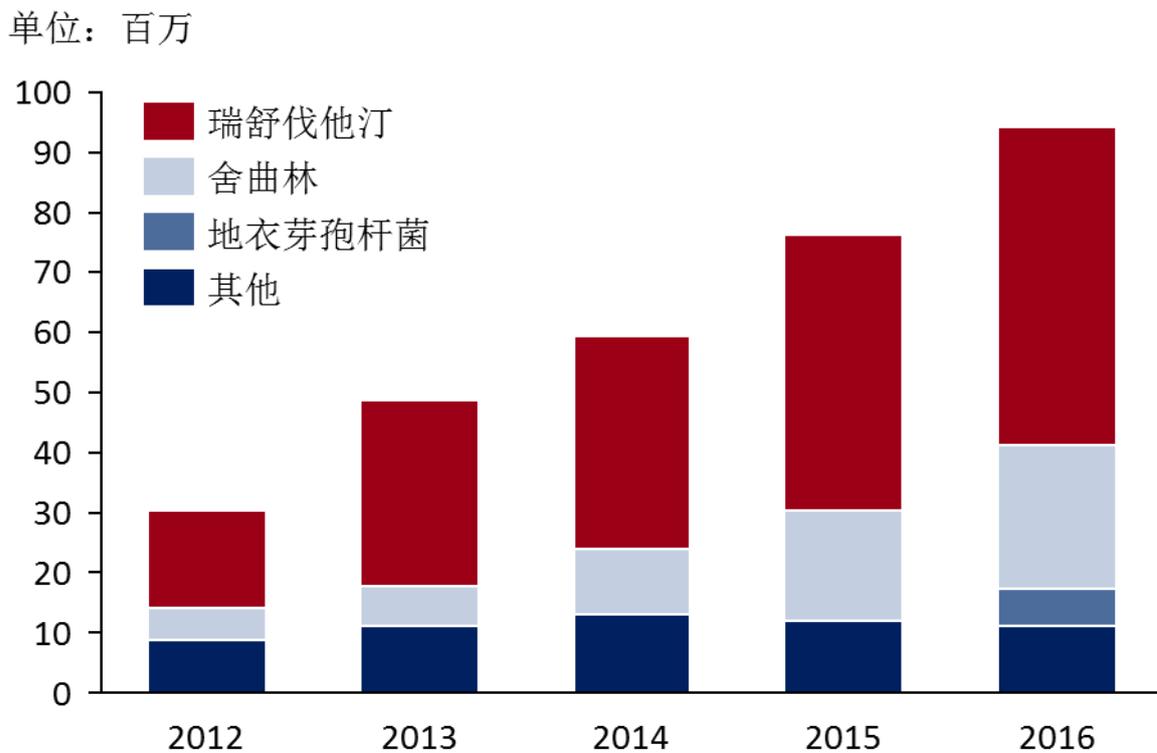
表 1: 京新药业上市产品一览 (加粗为看好二线品种)

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、头孢唑辛酯、头孢拉定、头孢唑辛钠、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	他汀类降血脂	瑞舒伐他汀钙 (京诺)、 辛伐他汀 、	调整血脂及抗动脉粥样硬化药物

统用药	药物	匹伐他汀钙分散片	
	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

图 1:公司核心品种样本医院收入情况



资料来源: 样本医院数据库, 东兴证券研究所

3、国际化接二连三落地，引进走出双轮驱动

引进来方面：公司海外并购接二连三落地（表2）。

表 2:报告期内公司对外投资情况

时间	对外投资	投资金额	产品及项目
2017年3月10日	设立香港全资子公司	自有资金 800万港币。	作为公司海外业务的发展平台，支持公司国际市场的拓展
2017年3月22日	对外投资以色列 Perflow 公司	自有资金 400万美元	取得 Perflow 不超过 16%的股权及拥有 StreamTM 在中国市场的权益。Stream 是革新型取栓介入器械，具有实时调控的功能，可以更加安全有效的进行介入治疗，该产品已经获得 CE 认证。公司还有 BridgeTM 和 GateTM 两个产品将进行 CE 认证。
2017年3月22日	对外投资以色列 P2B 公司	自有资金 500万美元	投资以色列 Pharma Two B Ltd.，取得 P2B 不超过 5%的股权及拥有 P2B001 在中国市场的权益。P2B001 为革新型的复方制剂，适应症为帕金森综合症，现处于临床试验阶段。
2017年3月22日	对 Pharmula 公司增资	自有资金 50万美元	持股比例由 50.1%增加到 56.27%。有经验丰富的仿制药专利律师、仿制药制剂专家、缓控释制剂专家等，具有首仿研发和挑战专利的研发经验和高端制剂技术开发优势，并且熟知美国和中国的药品注册程序，特别是能够实施 ANDA 项目

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆ 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，未来公司可能会更聚焦精神神经治疗领域；
- ◆ 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。

走出去方面，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。走出去带来的优势有两点：一、免除一致性评价；二、在省级招标中占优（表3）。

表 3：京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

4、定增彰显大股东信心，未来公司增长点再梳理

目前公司增发已经获得发审委审核通过的公告。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。

我们认为公司未来 3-5 年仍将维持 20-30% 快速增长，有以下驱动因素

- ◆ **主力品种方面：**瑞舒伐他汀、康复新液、地衣芽孢杆菌仍处于快速增长期。公司一致性评价进展顺利，瑞舒伐他汀如果率先完成一致性评价，则相当于为此品种延长了生命周期。康复新液 30ml 独家规格中标价格理想。地衣芽孢杆菌菌种优势不需冷链运输。
- ◆ **二线品种方面：**舍曲林增速较快，公司在精神领域有一定竞争力。匹伐他汀分散片独家剂型进入医保目录未来有望快速增长（作为对瑞舒的补充）
- ◆ **原料药方面：**他汀类原料药随着瑞舒制剂的增长而增长，增厚业绩。左氧氟沙星已占据市场领先地位，产品远销欧美海外市场，同时生产辛伐他汀、瑞舒伐他汀、盐酸舍曲林等特色原料药，保障制剂配套业务，为制剂业务发展提供稳定的原料来源，形成原料、制剂的一体化发展。

- ◆ **在研产品方面：**后续在精神神经管线发展，研发新的品种比较多，老年痴呆，帕金森，抗失眠（EVP201）的品种。
- ◆ **国际化方面：**引进来走出去同步进行，未来有望持续加速。
- ◆ **外延方面：**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。

结论：

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 2.72 亿元、3.55 亿元、4.50 亿元，增长分别为 28.33%、30.54%、26.77%。暂不考虑增发摊薄，EPS 分别为 0.43 元、0.56 元、0.70 元，对应 PE 分别为 27x，21x，17x。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。公司受益于医保目录和一致性评价，另外，公司外延式发展尤其是国际化布局连续落地，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，维持“强烈推荐”评级

风险提示：

瑞舒伐他汀降价压力，新药研发低于预期

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						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1433	1563	1939	2365	2888	营业收入	1416	1875	2308	2854	3535
货币资金	433	262	896	1094	1334	营业成本	699	864	1169	1417	1723
应收账款	277	307	506	626	775	营业税金及附加	14	27	21	26	32
其他应收款	22	26	32	39	48	营业费用	363	502	572	714	884
预付款项	13	15	16	17	18	管理费用	177	241	231	285	371
存货	252	254	382	463	563	财务费用	-7	0	0	0	0
其他流动资产	380	625	28	28	28	资产减值损失	2.26	13.64	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1507	1728	1506	1448	1388	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	58	114	114	114	114	投资净收益	18.23	8.62	8.00	8.00	8.00
固定资产	603	614	575	549	542	营业利润	186	236	323	421	534
无形资产	191	174	157	140	122	营业外收入	13.99	20.55	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1	9	9	9	9	营业外支出	3.38	1.52	0.00	0.00	0.00
资产总计	2940	3291	3445	3813	4276	利润总额	197	255	323	421	534
流动负债合计	617	798	757	858	983	所得税	30	39	50	65	83
短期借款	52	200	0	0	0	净利润	167	217	273	356	451
应付账款	153	176	243	295	359	少数股东损益	1	5	1	1	1
预收款项	20	23	23	24	24	归属母公司净利润	166	212	272	355	450
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	421	470	379	479	594
非流动负债合计	62	66	56	56	56	BPS (元)	0.58	0.33	0.43	0.56	0.70
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	679	864	814	915	1040	成长能力					
少数股东权益	44	45	46	47	48	营业收入增长	14.59%	32.48%	23.06%	23.68%	23.85%
实收资本(或股本)	320	639	639	639	639	营业利润增长	49.59%	26.96%	36.64%	30.45%	26.71%
资本公积	1528	1208	1208	1208	1208	归属于母公司净利润	55.07%	27.64%	28.33%	30.54%	26.77%
未分配利润	335	478	614	792	1017	获利能力					
归属母公司股东权	2217	2381	2585	2851	3189	毛利率(%)	50.64%	53.91%	49.34%	50.37%	51.27%
负债和所有者权益	2940	3291	3445	3813	4276	净利率(%)	11.77%	11.56%	11.82%	12.47%	12.75%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	5.65%	6.44%	7.90%	9.31%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	7.49%	8.90%	10.52%	12.45%	14.12%
经营活动现金流	145	253	725	279	345	偿债能力					
净利润	167	217	273	356	451	资产负债率(%)	23%	26%	24%	24%	24%
折旧摊销	242	233	0	58	60	流动比率				2.76	2.94
财务费用	-7	0	0	0	0	速动比率				2.22	2.36
应收账款减少	0	0	-199	-120	-149	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.60	0.69	0.79	0.87
投资活动现金流	-316	-424	183	8	8	应收账款周转率	6	6	6	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.36	11.41	11.01	10.60	10.82
长期股权投资减少	0	0	172	0	0	每股指标(元)					
投资收益	18	9	8	8	8	每股收益(最新摊薄)	0.58	0.33	0.43	0.56	0.70
筹资活动现金流	228	89	-271	-89	-113	每股净现金流(最新)	0.18	-0.13	0.99	0.31	0.38
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.94	3.73	4.04	4.46	4.99
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	33	320	0	0	0	P/E	20.09	35.09	27.38	20.97	16.54
资本公积增加	662	-320	0	0	0	P/B	1.68	3.13	2.88	2.61	2.34
现金净增加额	56	-83	637	198	240	EV/EBITDA	7.94	15.73	17.28	13.25	10.29

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

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。

联系人简介

胡偌碧

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会。

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。