

一季度业绩符合预期，全年有望实现高速增长

2017年04月26日

强烈推荐/维持

京新药业

财报点评

——京新药业（002020）2017 一季度报告点评

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 2017 年一季度报告，2017 年一季度公司实现营业收入 4.78 亿元，同比增长 14.61%；归属于上市公司股东的净利 0.74 亿元，同比增长 21.66%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.64 亿元，同比增长 16.10%。实现 EPS 为 0.12 元。

观点:

1、一季度 20%以上业绩增速符合预期，药品板块稳健增长，原料药巨峰略超预期

公司一季度营收 4.78 亿元，同比增长 14.61%；归母净利润 0.74 亿，增速 21.66%，一季度整体平稳符合预期。（去年巨峰已全年并表，21.66%反应了公司实际内生增长水平，超出行业平均）

分板块来看收入端，药品板块保持 15-20%左右稳健增速，原料药增速 10%以上，巨峰增速接近 30%，原料药和巨峰略超预期。

分产品线来看，根据样本医院终端数据我们推测公司拳头产品瑞舒伐增速 20%左右，二线品种持续放量，康复新液增速 20-25%，地衣芽孢杆菌增速略有下降，舍曲林增速 25%左右，匹伐他汀、左乙拉西坦等高速增长。我们认为单一季度增速水平不能完全代表全年增速水平，全年公司药品板块仍然有望实现 20%以上增速（具体逻辑我们年报点评中有详细分析）。

公司净利润增速快于收入增速，盈利能力有了进一步提升。公司综合毛利率为 56.50%，较去年年报（53.91%）上升 2.59%，我们认为是瑞舒制剂端的增长拉动了瑞舒原料药的增长，使得原料药板块毛利率得到了进一步提升。

财务指标方面，销售费用率 23.18%，比去年同期（23.76%）略有下降，管理费用率 15.66%，比去年同期（12.64%）上升 3.02pp。公司销售费用率控制良好，尤其较去年四季度（35.87%）有了很大改善。公司本季度管理费用率上升较多，主要是技术开发费及工资福利等着增加。

2、国际化呈现加速趋势

一季度公司海外并购接二连三落地 (表 1)。设立香港子公司, 投资 Perflow, P2B, 增资 Pharmula。

表 1: 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。

3、未来公司增长点再梳理, 有望维持 20-30% 高增速

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，16x。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	2.32	1.96	2.56	2.76	2.94
财务费用	-7	0	0	0	0	速动比率	1.91	1.64	2.06	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	19.88	34.73	27.10	20.76	16.37
资本公积增加	662	-320	0	0	0	P/B	1.66	3.10	2.85	2.58	2.31
现金净增加额	56	-83	637	198	240	EV/EBITDA	7.85	15.56	17.08	13.09	10.16

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。