

## 创新在途，转型可期

——众生药业（002317）事件点评

2017年10月17日

推荐/维持

众生药业 事件点评

### 事件：

公司近日公告：公司研发的注射用多西他赛聚合物胶束和药用辅料“甲氧基聚乙二醇-聚乳酸嵌段共聚物”的临床试验注册申请获得国家食品药品监督管理总局（CFDA）受理，并收到《药品注册申请受理通知书》。

### 主要观点：

#### 1. 持续推进创新研发战略，布局纳米制剂领域

公司牵手药明康德，合作开发创新药，已与药明康德签订 10 个 1.1 类新药研发合作项目，主要涉及肿瘤、非酒精性脂肪性肝炎、心脑血管、流感。此次获 CFDA 受理的注射用多西他赛聚合物胶束是公司递交临床试验注册申请的**第一个纳米制剂药物**，注射用多西他赛聚合物胶束及药用辅料“甲氧基聚乙二醇-聚乳酸嵌段共聚物”的临床试验注册申请获得受理，**是公司持续推进创新研发战略的体现，标志着公司在纳米制剂等特殊制剂领域迈出的重要一步。**

#### 2. 注射用多西他赛聚合物胶束的若成功研发上市将有望替代多西他赛注射液，空间广阔

甲氧基聚乙二醇-聚乳酸嵌段共聚物（简称“mPEG-PDLLA”）是甲氧基聚乙二醇在高温下由催化剂引发丙交酯开环聚合形成的一种具有两亲性的嵌段共聚物，其甲氧基聚乙二醇链段具亲水性、聚乳酸链段具有亲脂性。mPEG-PDLLA 在水中可以自发的形成亲水基团朝外、疏水基团朝内的具有核-壳结构的球形纳米粒子，业内称之为胶束。公司研发的注射用多西他赛聚合物胶束是采用 mPEG-PDLLA 对多西他赛进行物理包裹，成功制备了具有核-壳结构的注射用多西他赛聚合物胶束。多西他赛（docetaxel, docetaxol）又名多西紫杉醇，属于微管解聚抑制剂，在抗肿瘤药物中属于植物生物碱和其它天然药细分领域。可特异性作用于 M 期细胞，促进小管聚合成为稳定的微管，并抑制其解聚，以显著减少小管的数量，也可通过破坏微管的网状结构，抑制细胞有丝分裂，从而达到抗肿瘤的目的。

### 张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

### 陈顺

0755-82832215

chenshun@dxzq.net.cn

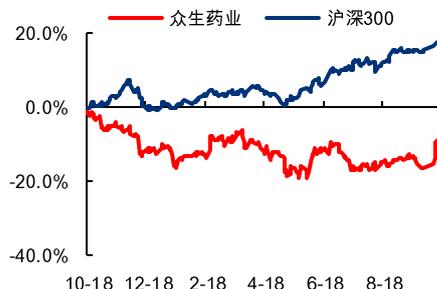
执业证书编号：

S1480517090002

### 交易数据

52 周股价区间（元）	12.31-13.65
总市值（亿元）	100.26
流通市值（亿元）	80
总股本/流通 A 股（万股）	81446/64990
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.83

### 52 周股价走势图



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《众生药业（002317）事件点评：新药临床再添丁，加速转型综合创新型药企》2017-10-12
- 2、《东兴证券-众生药业-中报点评-扣除同期投资收益影响净利增速略超预期，看好公司转型综合创新型药企》2017-08-22
- 3、《众生药业（002317）事件点评：新药研发进展加快，转型综合创新型药企可期》2017-06-29
- 4、《众生药业（002317）事件点评：收购奥理德视光学，正式进军眼科医疗服务》2017-06-02

多西他赛是经典广谱抗肿瘤药物，适应症为肺癌、乳腺癌、胃癌、胰腺癌、前列腺癌等实体瘤。结合米内网相关数据我们估算，目前我国抗肿瘤药物市场过 1000 亿，而多西他赛份额长期占据第三（5%-6%），估算多西他赛市场规模在 50-60 亿。

与多西他赛注射液相比，注射用多西他赛聚合物胶束能够增效减毒，并且能够避免多西他赛注射液中增溶剂吐温、乙醇等造成的体液滞留和过敏反应，具有更好的临床使用安全性。根据 CDE 审评中心网站及药智网等数据库显示，截至目前，国内还没有同类产品上市，也没有同类产品获批临床（根据太极集团 2016 年年报，其品种处于补发研究当中）。未来如能成功上市，将会迅速抢占多西他赛注射液的市场份额，市场前景巨大。且其未来可以和公司布局的分子靶向药物、肿瘤免疫药物联合用药，夯实公司肿瘤领域产品线。

表 1：注射用多西他赛聚合物胶束之前申请企业

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	企业名称	办理状态	状态开始日
CXHL1700 105	注射用多西他赛聚合物胶束	化药 2.2	新药	2017/9/ 6	苏州海特比奥生物技术有 限公司	在审评审 批中	2017/9/4
CXHL1700 172	注射用多西他赛聚合物胶束	化药 2.2	新药	2017/8/ 23	山东华铂凯盛生物科技有 限公司	在审评审 批中	2017/8/2 1
CXHL1300 835	注射用多西他赛聚合物胶束	化药 5	新药	2013/1 2/4	太极集团四川太极制药有 限公司	在审评审 批中	2013/12/ 2

资料来源：药智网，东兴证券研究所

### 3、创新研发加快，转型可期

公司与药明康德合作的新药开发项目陆续进入到临床阶段，治疗小细胞肺癌等恶性肿瘤的 ZSP1602 原料及胶囊于 6 月 8 日收到药监局核发的临床批件，治疗特发性肺纤维化及恶性肿瘤的 ZSP1603 原料及胶囊也于近日拿到临床批件，此次注射用多西他赛聚合物胶束和药用辅料 mPEG-PDLLA 再获 CFDA 受理，显示公司在持续坚定推进创新研发战略的进程中逐渐取得了阶段性成果，且该进程有逐渐加速趋势，随着后续研发成果陆续出炉，公司完成综合创新型药企的华丽转身值得期待。

### 结论：

暂不考虑未来公司在眼科医疗服务领域可能外延的影响，预计 2017-2019 年归母净利润分别为 4.86、5.54、6.30 亿元，对应增速分别为 17.18%、14.02%、13.71%。EPS 分别为 0.60、0.68、0.77 元，对应当前股价 PE 分别为 21X、18X、16X。公司近年来实施营销+研发双驱动，通过对拳头产品新适应症的研究，来进一步开拓品种的增长空间，脑栓通胶囊有望成为中成药板块增长新动力；收购先强药业整合顺利，其核心品种阿糖腺苷、头孢克肟分散片、利托君进一步丰富化药产品线，产品梯队逐渐完整。此外，公司与药明康德合作，为公司转型研发创新型企业奠定了良好基础。核心业务板块眼科方面，内生外延双轮驱动，着力构建眼科生态圈。看好公司长期发展，给予“推荐”评级。

**风险提示: 核心产品销售不及预期, 外延、研发进展不及预期**

### 财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,577.74	1,692.49	1,880.78	2,132.92	2,393.34
增长率(%)	20.57%	7.27%	11.13%	13.41%	12.21%
归母净利润(百万元)	296.71	414.37	485.56	553.63	629.54
增长率(%)	32.13%	39.65%	17.18%	14.02%	13.71%
净资产收益率(%)	14.40%	12.21%	12.79%	13.15%	13.44%
每股收益(元, 摊薄)	0.36	0.51	0.60	0.68	0.77
PE	33.79	24.20	20.65	18.11	15.93
PB	4.41	2.95	2.64	2.38	2.14

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	1287	2201	2713	3157	3663	<b>营业收入</b>	1578	1692	1881	2133	2393
货币资金	141	294	1593	1875	2212	<b>营业成本</b>	573	516	564	640	718
应收账款	256	324	335	380	426	营业税金及附加	17	23	24	28	31
其他应收款	3	2	2	3	3	营业费用	528	590	630	708	790
预付款项	11	28	47	69	93	管理费用	140	136	150	171	191
存货	178	263	230	261	293	财务费用	5	4	-10	-13	-20
其他流动资产	195	859	28	28	28	资产减值损失	0.13	4.95	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	2047	2024	1862	1845	1824	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	15	15	15	15	投资净收益	18.48	38.59	20.00	20.00	25.00
固定资产	558	479	475	485	501	<b>营业利润</b>	333	458	542	620	708
无形资产	295	271	244	217	190	营业外收入	11.65	28.32	28.00	30.00	30.00
其他非流动资产	28	51	51	51	51	营业外支出	2.47	3.23	4.00	4.00	4.00
<b>资产总计</b>	3334	4225	4575	5002	5488	<b>利润总额</b>	342	483	566	646	734
<b>流动负债合计</b>	1168	754	695	699	704	所得税	46	63	74	84	95
短期借款	173	73	0	0	0	<b>净利润</b>	296	420	493	562	639
应付账款	49	18	31	35	39	少数股东损益	-1	6	7	8	9
预收款项	38	30	30	30	30	归属母公司净利润	297	414	486	554	630
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	686	786	593	674	759
<b>非流动负债合计</b>	57	48	48	48	48	<b>EPS (元)</b>	0.36	0.51	0.60	0.68	0.77
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	1224	801	743	747	751	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	48	30	37	45	54	营业收入增长	20.57%	7.27%	11.13%	13.41%	12.21%
实收资本 (或股	738	815	814	814	814	营业利润增长	38.17%	37.74%	18.30%	14.27%	14.27%
资本公积	513	1422	1422	1422	1422	归属于母公司净利润	17.18%	14.02%	17.18%	14.02%	13.71%
未分配利润	754	1039	1220	1427	1662	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2061	3395	3795	4211	4683	毛利率 (%)	63.67%	69.50%	70.03%	70.00%	70.00%
<b>负债和所有者权</b>	3334	4225	4575	5002	5488	净利率 (%)	18.74%	24.84%	26.19%	26.33%	26.68%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	8.90%	8.90%	9.81%	10.61%	11.07%	
<b>经营活动现金流</b>	192	338	1324	438	500	<b>偿债能力</b>					
净利润	296	420	493	562	639	资产负债率 (%)	37%	19%	16%	15%	14%
折旧摊销	348	324	0	67	71	流动比率	1.10	2.92	3.90	4.52	5.21
财务费用	5	4	-10	-13	-20	速动比率	0.95	2.57	3.57	4.14	4.79
应收账款减少	0	0	-11	-45	-46	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.56	0.45	0.43	0.45	0.46
<b>投资活动现金流</b>	-201	-994	121	-30	-25	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	31.95	50.32	76.52	64.69	64.33
长期股权投资减	0	0	10	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	18	39	20	20	25	每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.51	0.60	0.68	0.77
<b>筹资活动现金流</b>	-90	812	-147	-126	-137	每股净现金流 (最新	-0.13	0.19	1.59	0.35	0.41
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	2.79	4.17	4.66	5.17	5.75
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	369	76	0	0	0	P/E	33.79	24.20	20.65	18.11	15.93
资本公积增加	-264	910	0	0	0	P/B	4.41	2.95	2.64	2.38	2.14
<b>现金净增加额</b>	-99	156	1298	282	337	EV/EBITDA	13.30	12.49	14.22	12.10	10.30

资料来源: 公司财报、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。2016年水晶球最佳分析师第一名，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。

### 陈顺

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。西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1年券商资管实习经验，2年卖方研究所工作经验。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

## 研究助理简介

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 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。