

评级：增持 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 11.26元

成品药增速恢复，巨峰商誉减值补偿充分

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	510.59
总市值(百万元)	8,310.85
年内股价最高最低(元)	13.54/9.44
沪深 300 指数	3766.33
深证成指	10330.63



相关报告

1. 《业绩预告点评-收入增速超预期，利润拐点可期》，2018.2.28
2. 《三季报点评-收入增速抬升，利润增速符合预期》，2017.10.23
3. 《京新药业-中报点评-巨峰业务符合预期，医药制造业务结构改善》，2017.8.24
4. 《京新药业深度-短期蛰伏不改趋势，定增落地储备未来》，2017.8.1

孙炜 联系人
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.332	0.359	0.445	0.544	0.655
每股净资产(元)	3.73	5.33	5.62	5.96	6.37
每股经营性现金流(元)	0.39	0.51	0.58	0.50	0.68
市盈率(倍)	34.14	31.99	25.31	20.70	17.20
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	28.29%	24.74%	23.85%	22.31%	20.31%
净资产收益率(%)	8.90%	6.74%	7.92%	9.13%	10.28%
总股本(百万股)	639.18	736.12	736.12	736.12	736.12

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2017 年实现收入 22.19 亿，同比增长 18.32%；归母净利润 2.64 亿，同比增长 27.64%（调整后 32.35%），扣非归母净利润 0.42 亿，同比下滑 78.17%（调整后-76.69%）。
- 公司 2018 年一季度实现收入 6.44 亿，同比增长 34.53%；归母净利润 0.88 亿，同比增长 19.54%，扣非归母净利润 0.78 亿，同比增长 22.49%。

经营分析

- 收入端，成品药 2018 年高开因素影响较大，核心品种销量增速超过 25%，原料药相对稳定，巨峰收入增速符合预期。
- 毛利率方面，受制剂低开转高开和核心品种占比提升影响，1Q18 整体毛利率达到 61.52%，超过去年同期和 17 年全年的 56.50%和 58.90%，销售费用率提升 9.62%。
- 利润端，由于高开因素销售费用 1Q18 同比增长 90.34%，管理费用一季度基本持平。17 年公司大幅计提巨峰的商誉（计入经常性损益），同时获得业绩承诺方业绩补偿（计入营业外收入），两者抵消，不影响净利润。

盈利预测

- 基于公司制剂业务还处于成长期，老品种在短期调整后有望复苏，新品种借助招标放量，未来一年内中枢神经板块多个在研品种有望落地，预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 327/400/482 百万人民币，对应增速 23.85%/22.31%/20.31%。

投资建议

- 我们认为公司制剂业务不仅受益于一致性评价等政策，而且产品线目前拥有较好的梯队，有望恢复增长；收购医疗器械业务不及业绩承诺对公司的影响被业绩补偿充分消化；定增落地，资金充沛，布局研发。
- 目前对应 18 年估值 25.3x（补偿股份注销后），维持“增持”评级。

风险提示

- 一致性评价鼓励政策落实低预期、产品放量低预期、药品审评进度低预期、收购资产整合不利、研发投入费用化加大等。

经营分析

- 收入端，成品药 2018 年高开因素影响较大，核心品种销量增速超过 25%，原料药相对稳定，巨峰收入增速符合预期。
 - 2017 年成品药增速 23.5%，远高于中报的 11.0%，六大核心品种增速超过 30%，其中匹伐他汀新进医保快速放量，中枢神经成为未来自建销售队伍的重点，舍曲林、左乙拉西坦增速较快。OEM 代工业务相比 17 年上半年有所恢复，OTC 和普药相对稳定。2018 年一季度延续了 17 年的趋势，预计瑞舒伐他汀低开转高开对收入增速影响较大。
 - 2017 年原料药增速 7.64% 保持平稳，巨峰增速 24.3%，符合预期。
- 毛利率方面，受制剂低开转高开和核心品种占比提升影响，1Q18 整体毛利率达到 61.52%，超过去年同期和 17 年全年的 56.50% 和 58.90%，销售费用率提升 9.62%。
 - 成品药毛利率从 2016 年的 63.2% 提升到 2017 年的 69.7%，销售费用率也上升到 50% 以上。
 - 原料药由于瑞舒等高毛利品种占比提升，上升到历史新高 49.1%，制剂业务的部分利润体现在原料药板块。
- 利润端，由于高开因素销售费用 1Q18 同比增长 90.34%，管理费用一季度基本持平。17 年公司大幅计提巨峰的商誉（计入经常性损益），同时获得业绩承诺方业绩补偿（计入营业外收入），两者抵消，不影响净利润。
 - 销售费用，原料药和器械相对稳定，成品药由于高开因素和新产品推广，近年销售费用率不断提升。
 - 管理费用，研发支出增长 48.9%，全部费用化，其他部分增速平稳
 - 2017 年是巨峰业绩承诺的最后一年，公司审计过程中发现业绩承诺方和关联人为公司承担费用情况，因此进行了追溯调整，2015-17 年三年累计实现利润 1.22 亿，少于承诺 0.57 亿。基于上述情况，本期计提 1.57 亿商誉减值准备，承诺方补偿 2.00 亿元，其中补偿股份 1,125 万股，现金 7,993 万元。根据新的会计准则，业绩补偿允许计入营业外收入，因此确认 16 及 17 年业绩补偿总计 2.23 亿。
- 公司在研管线继续推进，一致性评价（舍曲林、左乙拉西坦）、新药（卡拉汀、普拉克索）18 年将有所收获。公司将未来中枢神经领域布局剂型创新等药物，并逐步开始自己销售队伍，有望转化为未来持久的竞争力。

盈利预测

- 基于公司制剂业务还处于成长期，老品种在短期调整后有望复苏，新品种借助招标放量，未来一年内中枢神经板块多个在研品种有望落地，预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 327/400/482 百万人民币，对应增速 23.85%/22.31%/20.31%。

投资建议

- 我们认为公司制剂业务不仅受益于一致性评价等政策，而且产品线目前拥有较好的梯队，有望恢复增长；收购医疗器械业务不及业绩承诺对公司的影响被业绩补偿充分消化；定增落地，资金充沛，布局研发。
- 目前对应 18 年估值 25.3x（补偿股份注销后），维持“增持”评级。

风险提示

- 一致性评价鼓励政策落实低预期、产品放量低预期、药品审评进度低预期、收购资产整合不利、研发投入费用化加大等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1,416	1,875	2,219	2,547	2,933	3,423
增长率		32.5%	18.3%	14.8%	15.2%	16.7%
主营业务成本	-699	-864	-912	-964	-1,047	-1,153
%销售收入	49.4%	46.1%	41.1%	37.9%	35.7%	33.7%
毛利	717	1,011	1,307	1,582	1,887	2,270
%销售收入	50.6%	53.9%	58.9%	62.1%	64.3%	66.3%
营业税金及附加	-14	-27	-35	-41	-47	-55
%销售收入	1.0%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-364	-502	-680	-823	-987	-1,209
%销售收入	25.7%	26.8%	30.6%	32.3%	33.6%	35.3%
管理费用	-177	-241	-331	-374	-425	-484
%销售收入	12.5%	12.8%	14.9%	14.7%	14.5%	14.2%
息税前利润 (EBIT)	162	241	261	345	427	523
%销售收入	11.4%	12.9%	11.8%	13.5%	14.6%	15.3%
财务费用	7	0	-3	2	2	3
%销售收入	-0.5%	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-2	-14	-175	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	9	26	30	30	30
%税前利润	9.3%	3.4%	7.5%	7.7%	6.3%	5.2%
营业利润	185	236	119	373	459	555
营业利润率	13.1%	12.6%	5.4%	14.6%	15.6%	16.2%
营业外收支	11	19	232	18	18	18
税前利润	196	255	351	391	477	573
利润率	13.8%	13.6%	15.8%	15.3%	16.3%	16.7%
所得税	-30	-39	-84	-59	-72	-86
所得税率	15.4%	15.1%	23.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	166	217	267	332	405	487
少数股东损益	0	5	3	5	5	5
归属于母公司的净利润	165	212	264	327	400	482
净利率	11.7%	11.3%	11.9%	12.9%	13.7%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	167	217	267	332	405	487
少数股东损益	0	5	3	5	5	5
非现金支出	61	94	262	56	55	57
非经营收益	-22	-5	-18	-48	-48	-48
营运资金变动	-66	-59	-133	88	-41	5
经营活动现金净流	140	246	378	428	371	501
资本开支	-114	-95	-109	-80	-65	-50
投资	-222	-349	-1,217	-70	0	0
其他	20	20	25	30	30	30
投资活动现金净流	-316	-424	-1,301	-120	-35	-20
股权募资	279	0	1,092	0	0	0
债权募资	7	142	-30	0	0	1
其他	-54	-50	-74	-113	-147	-184
筹资活动现金净流	232	92	988	-113	-147	-183
现金净流量	55	-86	65	195	188	297

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	433	262	334	528	717	1,014
应收款项	348	398	674	513	583	677
存货	252	254	296	291	295	319
其他流动资产	401	650	1,692	1,687	1,689	1,691
流动资产	1,433	1,563	2,996	3,018	3,284	3,702
%总资产	48.8%	47.5%	61.1%	59.9%	61.5%	64.2%
长期投资	188	394	707	777	777	777
固定资产	664	705	732	786	823	842
%总资产	22.6%	21.4%	14.9%	15.6%	15.4%	14.6%
无形资产	637	600	436	427	420	413
非流动资产	1,507	1,728	1,908	2,024	2,053	2,066
%总资产	51.2%	52.5%	38.9%	40.1%	38.5%	35.8%
资产总计	2,940	3,291	4,904	5,042	5,338	5,767
短期借款	52	200	0	0	0	0
应付款项	500	527	728	688	717	755
其他流动负债	65	72	142	101	108	196
流动负债	617	798	869	789	826	951
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	62	66	69	69	69	69
负债	679	864	938	858	895	1,021
普通股股东权益	2,217	2,381	3,921	4,135	4,388	4,686
少数股东权益	44	45	45	49	54	60
负债股东权益合计	2,940	3,291	4,904	5,042	5,338	5,767

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.517	0.332	0.359	0.445	0.544	0.655
每股净资产	6.937	3.725	5.326	5.617	5.961	6.366
每股经营现金净流	0.437	0.385	0.514	0.581	0.504	0.680
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.150	0.200	0.250
回报率						
净资产收益率	7.45%	8.90%	6.74%	7.92%	9.13%	10.28%
总资产收益率	5.62%	6.44%	5.39%	6.49%	7.50%	8.35%
投入资本收益率	5.91%	7.79%	5.01%	7.00%	8.17%	9.35%
增长率						
主营业务收入增长率	14.59%	32.48%	18.32%	14.77%	15.18%	16.69%
EBIT增长率	35.93%	49.21%	8.28%	31.91%	23.97%	22.30%
净利润增长率	54.29%	28.29%	24.74%	23.85%	22.31%	20.31%
总资产增长率	42.39%	11.93%	49.03%	2.82%	5.86%	8.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.1	56.8	55.3	55.5	55.0	55.0
存货周转天数	112.5	106.8	110.1	110.0	103.0	101.0
应付账款周转天数	79.0	69.4	71.8	70.0	68.0	66.0
固定资产周转天数	155.6	119.5	111.9	101.0	89.8	77.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.84%	-2.54%	-8.41%	-12.63%	-16.13%	-21.35%
EBIT利息保障倍数	-21.7	11,600.9	94.0	-193.2	-184.2	-163.8
资产负债率	23.11%	26.26%	19.14%	17.01%	16.76%	17.71%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	6	9	19
增持	1	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.60	1.65	1.61

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

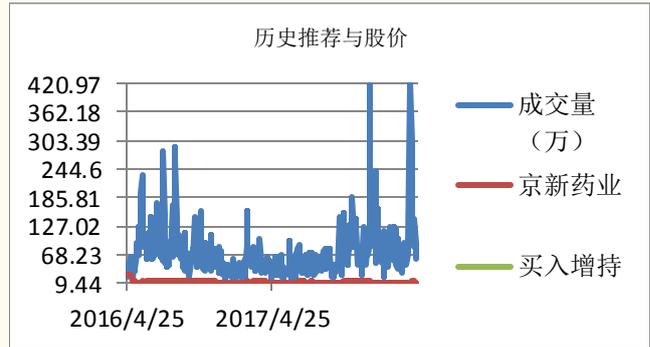
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-01	增持	11.86	11.40~13.60
2	2017-08-24	增持	11.55	N/A
3	2017-10-23	增持	12.23	N/A
4	2018-02-28	增持	10.75	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH