

景峰医药 (000908)

主营业务增长良好，研发投入力度加大

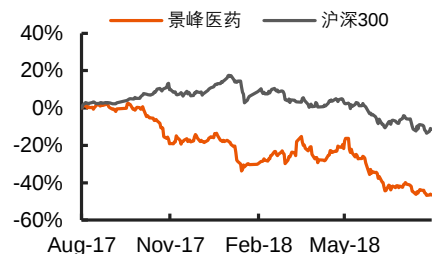
推荐（维持）

现价：3.97 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.jfzhiyao.com
大股东/持股	叶湘武/19.80%
实际控制人	叶湘武
总股本(百万股)	880
流通 A 股(百万股)	700
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	35.02
流通 A 股市值(亿元)	27.88
每股净资产(元)	2.73
资产负债率(%)	41.90

行情走势图



相关研究报告

《景峰医药*000908*顺应行业大势，开启“仿制+创新”之门》 2018-05-30

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

张熙 一般从业资格编号
S1060117020002
021-20632019
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：

公司公布半年报，实现收入 9.82 亿元（+8.21%），实现净利润 6691 万元（+13.99%），实现扣非净利润 4858 万元（+0.32%）。EPS 为 0.076 元。

平安观点：

- **产品结构变化影响毛利率，费用率总体平稳：**公司毛利率为 73.89%（-1.38pp），主要由于化药及中药固体制剂的增长较高，而这部分产品的毛利低于参芎等中药注射剂的毛利率；三费率合计为 61.64%（+0.53pp），变动不大。其中销售费用率为 40.81%（-3.17pp），主要由于公司进行营销改革，调整了销售团队的人员；管理费用率为 16.39%（+4.28pp），主要由于加大研发投入所致；财务费用率为 4.44%（-0.58pp）。
- **主营业务增长良好，研发投入和亏损医院拖累利润：**公司在售的主要产品中，除了榄香烯略有下滑，其他产品均保持增长，其中以销售参芎葡萄糖注射液为主的贵州景峰实现收入 3.04 亿元（+2.7%），实现净利润 5365 万元（+5.9%），销售心脑血管等中药口服药的贵州景诚实现收入 1.39 亿元（+26.1%），实现净利润 1706 万元（+50%）；销售玻璃酸钠为主的上海景峰实现收入 8670 万元（+26.9%），实现净利润 2251 万元（+119.6%）。榄香烯系列下降的主要原因是注射剂的医保支付范围受限，但目前在北京等产出较高的城市已经解限，未来有望恢复平稳，此外榄香烯口服乳增长迅速。由于公司加大研发投入力度，上半年研发投入 1 亿元（+98.19%），同时联顿骨科医院和联顿妇产医院合计亏损 2239 万元，大幅拖累了公司净利润。
- **氟比洛芬酯有望明年上市，竞争格局良好的大品种：**公司下属子公司的产品氟比洛芬酯注射液已提交 CDE 审批，有望于明年上市。目前市场上销售氟比洛芬酯的厂家仅有北京泰德和武汉大安，2017 年 PDB 样本医院合计销售额为 11.5 亿元。目前在申报的有 2-3 家，今后竞争格局良好。该产品有望为公司未来增长贡献可观销售额。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2641	2584	2775	3132	3561
YoY(%)	7.4	-2.2	7.4	12.9	13.7
净利润(百万元)	340	162	206	259	329
YoY(%)	4.9	-52.3	27.3	25.4	27.0
毛利率(%)	78.8	78.6	79.0	79.5	80.0
净利率(%)	12.9	6.3	7.4	8.3	9.2
ROE(%)	14.9	7.1	7.2	8.2	9.5
EPS(摊薄/元)	0.39	0.18	0.23	0.29	0.37
P/E(倍)	10.3	21.6	17.0	13.5	10.7
P/B(倍)	1.5	1.5	1.2	1.1	1.0

- **研发投入力度加大，产品管线逐渐丰富：**公司上半年研发投入增加到 1 亿，占营业收入的比重提高到 10%，建立起原料药、中药制剂、化药仿制药、新型给药系统多条研发管线。上半年公司取得 3 个药品注册批件、4 个临床批件、1 个补充生产批件，2 个品种新报生产。盐酸伊立替康注射液等 4 个产品顺利进行一致性评价工作，未来有望首批通过一致性评价。美国仿制药平台尚进已申报九个品种。随着这些品种的上市，公司未来长期增长可期。
- **维持“推荐”评级：**公司主营业务增长良好，在公司营销改革的推动下，部分品种增长迅速，将有望成为推动业绩持续增长的动力，氟比洛芬酯的上市也有望给公司带来新的增长点。公司加大研发投入，在研产品线逐渐丰富，中长期发展具有可持续性。维持原预测，预计公司 2018–2020 年 EPS 分别为 0.23/0.29/0.37 元，对应 PE 分别为 17/14/11 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示**
 - 1、政策风险：医药行业政策频出，药品降价、两票制、零加成等政策均在短期内对公司业务造成影响。
 - 2、产品不能中标的风险：公司产品基本为处方药，需要进院销售，若重要品种在某些省份缺标，则可能对销售收入造成影响。
 - 3、研发进度不及预期：药物研发在整个流程中均有失败的可能，公司多个在研项目，其中有重要品种进入临床阶段，若失败则可能造成一定负面影响。

一、各子公司增长情况良好

公司在售的主要产品中，除了榄香烯略有下滑，其他产品均保持增长，其中以销售参芎葡萄糖注射液为主的贵州景峰实现收入 3.04 亿元（+2.7%），实现净利润 5365 万元（+5.9%），销售心脑血管宁等中药口服药的贵州景诚实现收入 1.39 亿元（+26.1%），实现净利润 1706 万元（+50%）；销售玻璃酸钠为主的上海景峰实现收入 8670 万元（+26.9%），实现净利润 2251 万元（+119.6%）。

此外，营销改革后公司多个品种实现较快增长，玻璃酸钠注射液上半年销售总额增长 45.76%，儿童回春颗粒销售总额增长 109.51%，心脑血管胶囊销售总额增长 20.37%，注射用奥美拉唑钠销售总额增长 82.25%，注射用单磷酸阿糖腺苷销售总额增长 74.42%，注射用培美曲塞二钠销售总额增长 206.92%。

图表1 重要子公司收入及利润增长

子公司 (单位: 万元)	主要产品	收入			利润		
		2017	2018	增速	2017	2018	增速
上海景峰	玻璃酸钠注射液等	6829.76	8669.78	26.9%	1025.08	2251.04	119.6%
贵州景峰	参芎葡萄糖注射液等	29638.92	30432.60	2.7%	5065.63	5365.22	5.9%
贵州景诚	心脑血管宁等药品	11054.24	13942.54	26.1%	1137.05	1705.65	50.0%
大连德泽	榄香烯乳状注射液、榄香烯口服乳	23335.45	20511.22	-12.1%	5512.91	4867.17	-11.7%
海门慧聚	原料药生产基地	9079.74	7450.50	-17.9%	2046.06	2174.11	6.3%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、上半年申报产品具有较大潜力空间

上半年，公司的国内子公司共获得 3 个注册批件，一个补充申请批件和 3 个临床试验批件，美国尚进共提交了 9 个 ANDA 申请。

新申报的产品中，氟比洛芬酯、利钠肽等品种市场规模大、竞争格局好，前列地尔、兰索拉唑虽然竞争厂家数量众多，但产品市场规模大，具有可观的增长空间。

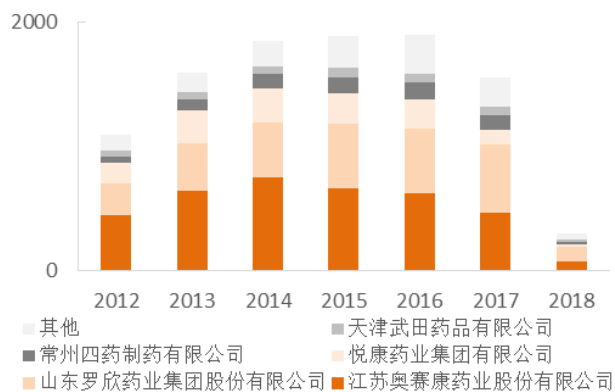
图表2 公司上半年获得注册批件

公告时间	产品	注册分类	获得批件类型	2017 年 PDB 样本医院市场规模	在售厂家数量
2018 年 8 月 15 日	氟比洛芬酯注射液	已有国家标准药品的申请	获得注册受理	11.6 亿元	2 家
2018 年 8 月 20 日	注射用重组人 B 型利钠肽	治疗用生物制品	《药物临床试验批件》	2.19 亿元	1 家
2018 年 7 月 8 日	盐酸替罗非班注射液	原化学药品第 6 类	《药品注册批件》	9417 万元	4 家
2018 年 7 月 8 日	前列地尔注射液	化学药品第 4 类	《药物临床试验批件》	17.8 亿元	10 家
2018 年 7 月 13 日	注射用兰索拉唑	原化学药品第 6 类	《药品注册批件》	15.5 亿元	大于 10 家
2018 年 7 月 17 日	镇痛活络酊	中药	《药品补充申请批件》		
2018 年 5 月 7 日	JZC11 注射液	化学药品第 1 类	《药物临床试验批件》		

公告时间	产品	注册分类	获得批件类型	2017 年 PDB 样本医院市场规模	在售厂家数量
2018 年 4 月 20 日	盐酸替罗非班氯化钠注射液	原化学药品第 6 类	《药品注册批件》	9417 万元	4 家

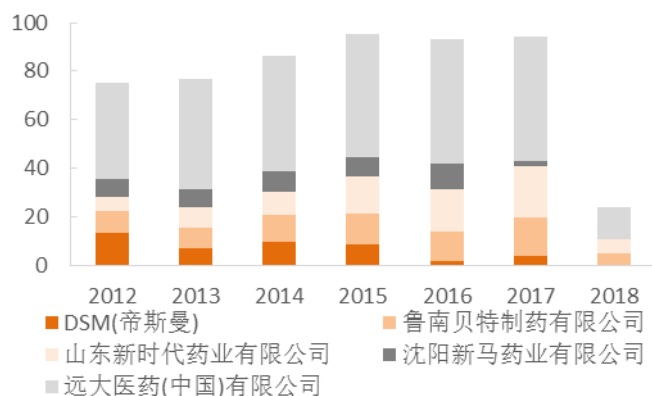
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 国内 PDB 样本医院兰索拉唑历年市场格局（单位：百万）



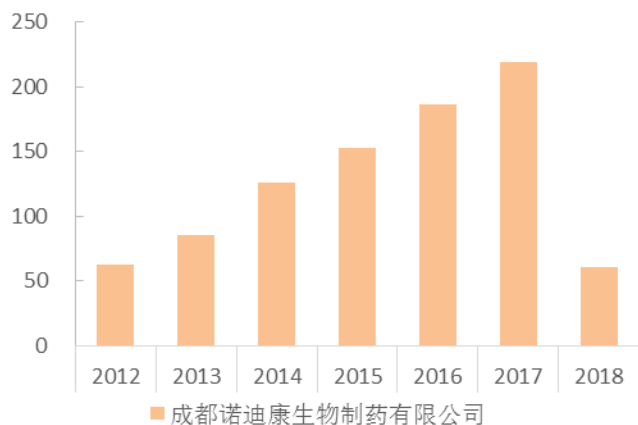
资料来源：PDB，平安证券研究所

图表4 国内 PDB 样本医院替罗非班历年市场格局（单位：百万）



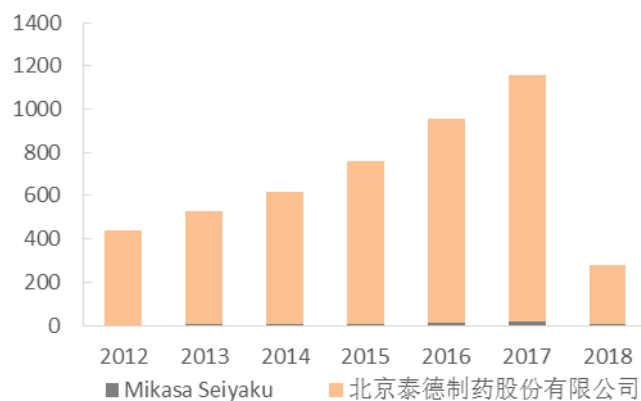
资料来源：PDB，平安证券研究所

图表5 国内 PDB 样本医院重组人脑利钠肽历年市场格局（单位：百万）



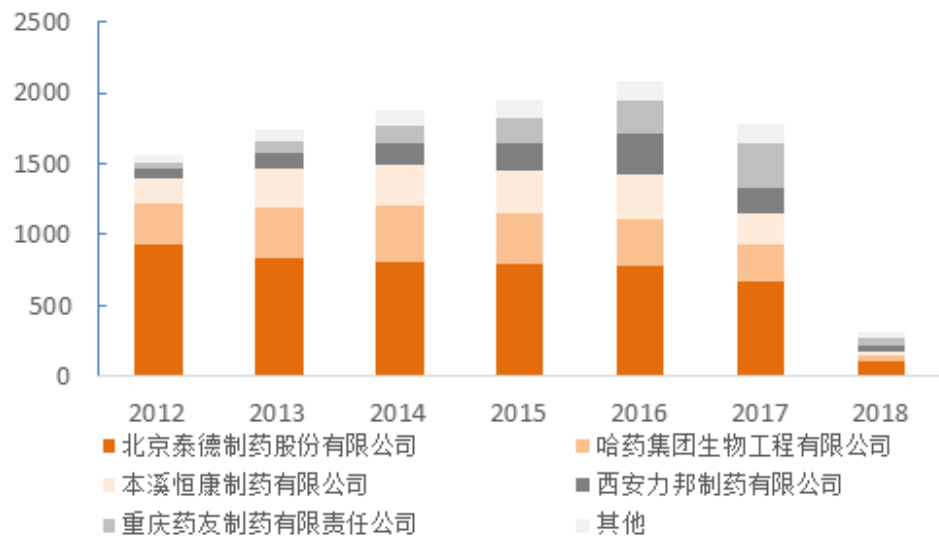
资料来源：PDB数据库，平安证券研究所

图表6 国内 PDB 样本医院氟比洛芬历年市场格局（单位：百万）



资料来源：PDB数据库，平安证券研究所

图表7 国内 PDB 样本医院前列地尔历年市场格局（单位：百万）



资料来源：PDB 数据库，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2582	3234	3641	4054
现金	472	957	984	1119
应收账款	650	869	845	1104
其他应收款	19	74	31	88
预付账款	292	220	358	299
存货	276	265	331	330
其他流动资产	873	850	1093	1115
非流动资产	2287	2428	2594	2774
长期投资	319	427	534	641
固定资产	703	708	731	766
无形资产	249	278	316	365
其他非流动资产	1017	1016	1013	1002
资产总计	4869	5662	6235	6829
流动负债	1047	1367	1861	2298
短期借款	530	650	1123	1489
应付账款	114	123	138	152
其他流动负债	403	593	600	657
非流动负债	1221	1001	789	577
长期借款	1183	963	751	539
其他非流动负债	39	39	39	39
负债合计	2269	2368	2650	2875
少数股东权益	221	251	288	335
股本	880	880	880	880
资本公积	733	733	733	733
留存收益	1228	1460	1750	2118
归属母公司股东权益	2378	3044	3297	3618
负债和股东权益	4869	5662	6235	6829

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	152	315	142	389
净利润	185	236	296	376
折旧摊销	90	104	119	137
财务费用	92	90	90	90
投资损失	4	3	3	3
营运资金变动	-225	-118	-365	-217
其他经营现金流	6	0	0	0
投资活动现金流	-605	-248	-288	-320
资本支出	303	33	59	73
长期投资	12	-107	-107	-107
其他投资现金流	-290	-322	-336	-354
筹资活动现金流	-275	418	-251	-250
短期借款	-249	120	50	50
长期借款	13	-220	-212	-212
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-176	0	0	0
其他筹资现金流	137	55	-89	-88
现金净增加额	-730	485	-396	-182

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2584	2775	3132	3561
营业成本	552	583	642	712
营业税金及附加	43	46	52	59
营业费用	1350	1415	1582	1781
管理费用	316	325	366	417
财务费用	92	90	90	90
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	-3	-3	-3
营业利润	258	313	396	499
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	9	7	8	8
利润总额	250	306	389	492
所得税	65	71	93	117
净利润	185	236	296	376
少数股东损益	23	29	37	47
归属母公司净利润	162	206	259	329
EBITDA	436	467	566	702
EPS (元)	0.18	0.23	0.29	0.37

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-2.2	7.4	12.9	13.7
营业利润(%)	-41.5	21.3	26.6	26.0
归属于母公司净利润(%)	-52.3	27.3	25.4	27.0
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	78.6	79.0	79.5	80.0
净利率(%)	6.3	7.4	8.3	9.2
ROE(%)	7.1	7.2	8.2	9.5
ROIC(%)	6.1	5.7	6.2	7.3
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	46.6	41.8	42.5	42.1
净负债比率(%)	51.2	27.2	31.7	29.5
流动比率	2.5	2.4	2.0	1.8
速动比率	2.2	2.2	1.8	1.6
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.23	0.29	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.36	0.16	0.44
每股净资产(最新摊薄)	2.70	3.46	3.75	4.11
估值比率	-	-	-	-
P/E	21.60	16.97	13.53	10.66
P/B	1.47	1.15	1.06	0.97
EV/EBITDA	11.7	10.0	8.8	7.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033