

2018年12月25日

公司研究

评级：买入（维持）

研究所

证券分析师：胡博新 S0350517060001

hubx@ghzq.com.cn

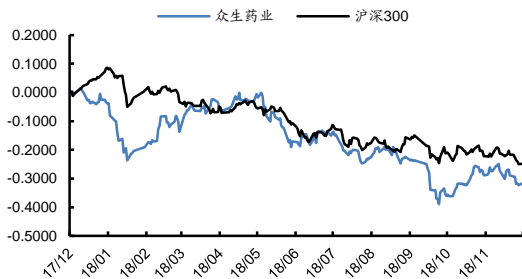
联系人：冯雪云

fengxy@ghzq.com.cn

引入战投，助推创新药业务发展

——众生药业（002317）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
众生药业	-4.0	-12.0	-32.4
沪深300	-3.3	-10.9	-25.1

市场数据

2018-12-24

当前价格（元）	8.56
52周价格区间（元）	7.54 - 12.78
总市值（百万）	6971.79
流通市值（百万）	6667.69
总股本（万股）	81446.11
流通股（万股）	77893.58
日均成交额（百万）	53.37
近一月换手（%）	9.43

相关报告

《众生药业（002317）事件点评：首个一致性评价品种落地，蓄力新业绩增量》——2018-11-20

《众生药业（002317）季报点评：业绩环比提升，项目化推进创新》——2018-10-25

《众生药业（002317）事件点评：优势叠加，创新转型有望加速》——2018-08-24

《众生药业（002317）事件点评：业绩平稳，创新持续推进》——2018-08-03

《众生药业（002317）事件点评：稳定业绩，加速新药研发》——2018-04-24

事件：

公司控股子公司广东众生睿创生物科技有限公司拟以现金增资方式引入战略投资者，由境外投资者 Southern Orchard Limited 及 Snow Owl, LLC 合计以 1,580 万美元全额认缴本次新增注册资本。本次融资众生睿创的投前估值为 0.8 亿美元。本次控股子公司众生睿创增资完成后，公司持股比例由 92.50% 变为 77.24%，众生睿创仍为公司控股子公司。

投资要点：

■ 公司控股子公司众生睿创引入战投落地，创新药业务有望快速发展。众生睿创的核心资产为公司在肝病及呼吸领域的五个创新药研发项目（ZSP1601、ZSYM007、ZSYM008、ZSP1603、ZSP1273）。在此轮融资过程中，境外投资者 Southern Orchard Limited 及 Snow Owl, LLC 合计以 1,580 万美元（约 1.1 亿元人民币）增资入股。资金的注入将有利于公司继续大力推动这五个创新药项目的开发。境外投资者 Southern Orchard Limited 的首席投资官为业内资深投资人士李彬博士，李博士拥有 20 年的医疗行业投资研究经验，并具有在国际制药巨头默沙东 (Merck) 的药品研发经验，未来有望为公司引入国际化的经验，协助公司创新药项目的发展。

■ 众生睿创在本轮融资中投前估值为 0.8 亿美元，充分彰显价值。众生睿创的核心资产为五个创新药研发项目，主要关注领域为肝病和呼吸系统疾病。

● ZSP1601、ZSYM007、ZSYM008 为众生睿创在肝病领域的核心资产，公司将研发重点放在非酒精性脂肪肝炎（NASH）上，前景广阔。治疗 NASH 的新药已被全球各大药企视为未来药品市场的新蓝海，德意志银行甚至预估，一旦有 NASH 的药物上市，到 2025 年其在全球市场的规模，便可达到 350~400 亿美元。从研发进度来看，目前进展最快的为 ZSP1601，I 期临床已经基本顺利完成。ZSP1601 是国内首个进入临床试验用于治疗 NASH 的创新产品，国内尚没有自主研发的治疗 NASH 创新药上市或申请临床试验。

● ZSP1603、ZSP1273 为众生睿创在呼吸系统领域的核心资产，与国内最强呼吸研究机构合作，临床快马加鞭。公司与我国呼吸系统疾病研究最顶尖的科研机构——国家呼吸系统疾病临床

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

医学研究中心签订战略合作框架协议：钟南山院士将作为 ZSP1273 项目 II/III 期临床试验的总项目负责人 (PI)，负责主导 ZSP1273 的临床研究工作，同时钟南山院士从临床需求出发，提出并主导 ZSP1273 和 ZSP1603 吸入制剂的开发（目前 ZSP1273 和 ZSP1603 均为口服制剂）。此外，ZSP1273 是一个有可能弯道超车的品种，ZSP1273 为 RNA 聚合酶抑制剂，用于预防和治疗甲型流感及人禽流感，由于目前流感病人众多，而且治疗观察的周期短，大约 3 周时间，考虑到目前仅有磷酸奥司他韦一个有效药物、耐药性等问题出现，临床治疗亟需新靶点新药物，若二期效果显著，有望申请提前上市。我们预计研发周期可能 2~3 年完成，最快 2019 年有望出结果。

- **盈利预测和投资评级：**看好公司创新转型和眼科平台建设。预计公司业绩保持平稳趋势，2018-2020 年 EPS 分别为 0.57、0.64、0.69 元，对应 PE 为 15、13、12 倍。公司目前市值和估值水平仅仅反映了原有现代中药业务，创新药研发布局的价值尚未显现，伴随公司整合的资源陆续兑现，抗流感新药项目进展的突破，估值将有较大的弹性，维持买入评级。
- **风险提示：**原材料三七价格波动、外延式并购整合风险、项目研发进展不达预期、销售不达预期。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1964	2456	2849	3243
增长率(%)	16%	25%	16%	14%
净利润（百万元）	420	460	518	564
增长率(%)	1%	10%	13%	9%
摊薄每股收益（元）	0.52	0.57	0.64	0.69
ROE(%)	11.26%	11.48%	11.98%	12.10%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：众生药业盈利预测表

证券代码:	002317.SZ				股价:	8.56	投资评级:	买入	日期:	2018-12-24
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	11%	11%	12%	12%	EPS	0.52	0.57	0.64	0.69	
毛利率	59%	58%	58%	57%	BVPS	4.55	4.89	5.26	5.67	
期间费率	39%	38%	38%	38%	估值					
销售净利率	21%	19%	18%	17%	P/E	16.59	15.14	13.45	12.35	
成长能力					P/B	1.88	1.75	1.63	1.51	
收入增长率	16%	25%	16%	14%	P/S	3.55	2.84	2.45	2.15	
利润增长率	1%	10%	13%	9%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.40	0.47	0.49	0.49	营业收入	1964	2456	2849	3243	
应收账款周转率	2.28	2.28	2.28	2.28	营业成本	811	1021	1199	1388	
存货周转率	3.01	3.01	3.01	3.01	营业税金及附加	24	30	34	39	
偿债能力					销售费用	594	708	798	895	
资产负债率	23%	23%	26%	29%	管理费用	138	172	199	227	
流动比	2.25	2.44	2.31	2.26	财务费用	3	29	52	74	
速动比	2.01	2.13	2.04	2.00	其他费用/(-收入)	22	20	20	20	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	494	518	586	640	
现金及现金等价物	926	869	1243	1628	营业外净收支	(2)	28	28	28	
应收款项	862	1077	1250	1423	利润总额	492	546	614	668	
存货净额	269	348	409	473	所得税费用	69	76	86	93	
其他流动资产	417	521	605	688	净利润	423	469	528	574	
流动资产合计	2474	2816	3506	4212	少数股东损益	3	9	10	10	
固定资产	451	426	403	383	归属于母公司净利润	420	460	518	564	
在建工程	39	39	39	39	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	254	254	240	227	经营活动现金流	370	188	320	359	
长期股权投资	32	52	72	92	净利润	423	469	528	574	
资产总计	4856	5194	5867	6559	少数股东权益	3	9	10	10	
短期借款	438	458	788	1108	折旧摊销	70	70	68	64	
应付款项	115	149	175	202	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	18	22	26	29	营运资金变动	(126)	(438)	(346)	(352)	
其他流动负债	527	527	527	527	投资活动现金流	94	5	3	0	
流动负债合计	1098	1157	1516	1867	资本支出	16	25	23	20	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(17)	(20)	(20)	(20)	
其他长期负债	28	28	28	28	其他	94	0	0	0	
长期负债合计	28	28	28	28	筹资活动现金流	(521)	(170)	116	87	
负债合计	1126	1184	1544	1895	债务融资	365	20	330	320	
股本	814	814	814	814	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	3730	4009	4323	4665	其它	(886)	(190)	(214)	(233)	
负债和股东权益总计	4856	5194	5867	6559	现金净增加额	(57)	22	438	446	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对OTC和原料药行业有长期跟踪经验。

冯雪云，北京大学金融学硕士、北京大学医学经济学双学士，医学和金融复合背景，2018年加入国海证券医药组，主要覆盖化药、生物药、OTC等板块。

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、生物制药、原料药、制剂出口板块。

【分析师承诺】

胡博新，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。