

京新药业 (002020): 深耕心血管+ 精神神经领域, 多点开花助力业绩 高增长

——京新 2019 年半年报点评

2019 年 08 月 27 日

推荐/首次

京新药业 公司报告

报告摘要:

近日公司发布 2019 年半年度报告, 报告期内共实现收入 18.59 亿元, 同比增长 31.92%; 归母净利润 3.26 亿元, 同比增长 52.89%; 扣非后 2.48 亿元, 同比增长 29.12%; 现金流净额 3.14 亿元, 同比增长 93.49%。

制剂内贸板块增速超过 30%, 瑞舒伐他汀集采区域内销量增长明显, 对利润影响较小; 匹伐他汀逐步被接受, 认可度提高带动高增长; 舍曲林适应症广泛, 有望继续保持稳健增长; 左乙拉西坦是公司重点推广产品, 配备自营团队未来将有爆发式增长; 康复新液渠道整理影响短期增速, 未来有望提升; 地衣芽孢杆菌: 经销商积极性提高, 带动销量高增长。制剂内贸受国内业务发展影响拖累产能, 预计明年解决后有进一步增长。原料药业务中喹诺酮类实现稳健增长, 特色原料药由于国内需求扩大及公司份额提升增速大幅提升; 器械业务中 ODM 业务由于 2018H1 基数较低, 且今年公司大力拓展海外业务使其迎来高增长。

我们认为京新经过多年发展逐步积累成长价值, 今后一段时间将继续享受国内药政管理体系改革带来的红利, 同时拥有丰富在研管线, 兼具成长价值。预计公司 2019-2021 年共实现收入 38.71、49.28、60.78 亿元, 归母净利润 5.21、6.67、7.88 亿元, 首次覆盖, 给予推荐评级。

风险提示: 产能不足风险; 产品后续未进集采风险; 研发不及预期风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,219.07	2,943.80	3,871.39	4,928.28	6,077.56
增长率(%)	18.32%	32.66%	31.51%	27.30%	23.32%
净利润(百万元)	267.03	371.49	520.96	666.92	787.99
增长率(%)	31.42%	39.12%	40.24%	28.02%	18.15%
净资产收益率(%)	6.74%	10.39%	13.34%	15.36%	15.93%
每股收益(元)	0.39	0.51	0.69	0.90	1.06
PE	33.63	25.88	19.17	14.73	12.51
PB	2.49	2.70	2.56	2.26	1.99

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司主要以心血管和精神神经类原料药和制剂销售为主, 此外还有消化类药物和喹诺酮类原料药, 公司是原料制剂一体化较为出色的企业, 很早就开启成品药出口先河, 成本优势突出, 在带量采购中也有优异表现。

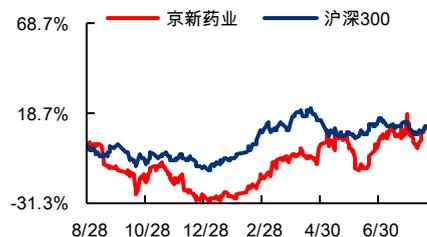
未来 3-6 个月重大事项提示:

2019-09-09 召开临时股东大会

交易数据

52 周股价区间(元)	13.25-11.55
总市值(亿元)	96.05
流通市值(亿元)	77.98
总股本/流通 A 股(万股)	72487/58849
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.5

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 胡博新

010-66554032

Hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050003

研究助理: 许睿

010-66554049

xurui@dxzq.net.cn

1. 京新药业 2019 中报点评：深耕心血管+精神神经领域，多点开花助力业绩高增长

1.1 受益集采回款速度加快等因素，公司现金流大幅，盈利水平不断提升

公司制剂、原料及器械板块等板块业务在 2019 年均迎来较高增长，因此在扣除财通证券投资收益后，公司 2019H1 收入和净利润均实现约 30% 增长。分季度来看，2019Q1 收入 8.93 亿元，Q2 收入 9.66 亿元，Q2 同比增长 26.27%，环比增长 8.17%，另外由于财通收益到账及带量采购账期缩短等因素，现金流同比增长接近 100%，公司管理能力提高带动盈利水平不断提升，毛利率 63.13%，同比提升 0.37%，净利率 17.53%，同比提升 2.4%。

1.2 多点开花助力业绩高增长，公司多年积累迎来收获期

从收入占比角度来看，制剂内贸占比 54%，制剂外贸占比 3.4%，原料药占比 28.8%，器械占比 13.8%；从业务增速来看，制剂内贸增速 32%，原料药增速 33%，器械增速 29%。公司大部分业务均保持约 30% 增速，多点开花助力公司业绩高增长。

表 1：公司半年报收入详细拆分

品类	产品	收入（亿元）	同比增长	
制剂外贸	心血管类	瑞舒伐他汀	3.95	16%
		匹伐他汀	1.29	153%
	精神神经类	舍曲林	0.75	24%
		左乙拉西坦	0.48	253%
	消化类	康复新液	1.37	8%
		地衣芽孢杆菌	0.73	56%
其他产品	部分中药、普药及新品种	1.82	约 45%	
制剂内贸	辛伐他汀等	约 0.5	约-10%	
原料药	抗生素等	2.98	14%	
	特色原料药	精神+心血管	2.43	71%
器械	ODM 定制	ODM 定制	1.87	34%
	普通		0.32	约 5%

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

1.2.1 制剂内贸各详细品种分析

瑞舒伐他汀：集采区域内销量增长明显，对利润影响较小

公司瑞舒伐他汀进入 4+7 集采，价格降至 21.8 元（10mg*28 片），但瑞舒伐收入仍能保持 16% 增长，主要源于集采内区域的销量扩容明显及非集采区域的稳定增长，我们预估公司瑞舒伐在集采内区域的销售量提升超过 50%，集采外区域销量提升约 20%。

此外在利润影响方面，2019上半年集采共发货1.3亿左右（包含瑞舒伐、左乙和氨氯地平），集采区域2018年瑞舒销售金额约1.3亿元，集采发货按30%净利率计算，净利润占半年度净利润不到13%，若剔除2018年同区域瑞舒伐利润贡献，实际利润影响在10%以内。

匹伐他汀：中效他汀逐步被接受，认可度提高带动高速增长

匹伐他汀作为新一代中效他汀，最大特色是不会增加新发糖尿病的风险，过往由于瑞舒伐和阿托伐等强效他汀的强势营销使得匹伐他汀被有所忽视。2017年匹伐他汀进入全国医保乙类目录，临床对匹伐他汀认可度逐渐提高，同时公司在各地招标落地使得匹伐他汀放量明显，2019H1收入1.29亿，同比增长153%，预计未来仍将维持高速增长。

舍曲林：适应症广泛，有望继续保持稳健增长

舍曲林作为适应症最多的5-HT摄取抑制剂，被国内外多个指南推荐为一线用药。受益于舍曲林整体市场的持续扩容，公司产品多年来维持稳健增长，2019年H1公司舍曲林收入0.75亿元，同比增长24%，预计未来仍能保持20%-25%增长。

左乙拉西坦：公司重点推广产品，配备自营团队未来将有爆发式增长

左乙拉西坦是抗癫痫领域第二大用药，仅次于丙戊酸钠。癫痫（EPD）是中枢神经三大疾病之一，国内患者近千万，临床需求较大，且癫痫疾病亚型众多，诊断困难，丙戊酸钠存在误用和过度使用的情况。公司左乙拉西坦成功中标带量采购，为首家通过一致性评价产品，市场厂家少竞争压力较小，原研占据约95%份额，替代空间巨大。

在此背景下左乙拉西坦原研推广团队逐渐退出市场，公司顺势组建自营推广队伍，精耕细作，目前正在积极筹划左乙拉西坦的各地入院工作，作为公司重点推广产品左乙拉西坦未来2-3年将有爆发式增长。

康复新液：渠道整理影响短期增速，未来有望提升

康复新液在促进血管增生，促进创面修复方面有明显疗效，作为安全性较高的中成药广泛在多科室使用，临床认可度较高。此前受渠道混乱及窜货等因素影响，2019年康复新液销售增速较低，预计全年收入增速在10%左右，公司已在积极归拢渠道治理市场，预计未来增速有望保持15%增长。

地衣芽孢杆菌：经销商积极性提高，带动销量高速增长

地衣芽孢杆菌属于微生态活菌制剂，主要用于细菌或真菌引起的急、慢性肠炎、腹泻等。受仿制药预期悲观的影响，公司经销商对地衣芽孢杆菌青睐度进一步提升，代理积极性提高，带动销售额迅速提升，2019H1地衣销售额0.73亿元，同比增长56%，未来有望保持40%以上的增长。

1.2.2 制剂外贸分析：在手订单充沛，带量采购拖累外贸产能，预计明年年初得到解决

京新作为最早探索制剂出口企业之一，希望通过 OEM 的方式逐步了解海外市场，并借助出口欧洲规范市场提升国内管理体系。在激烈海外竞争中公司能力不断得到提升，生产能力和成本控制均有明显提升。

制剂外贸的收入约 0.5 亿元，占公司半年收入 3%，外贸产能占公司产能约 50%。上半年制剂外贸收入与去年同期基本持平，主要是因为国内带量采购的需求占用了部分外贸产能，实际公司在手订单充沛，产能紧张的问题预计明年年初得到解决，届时制剂外贸收入有望进一步提升。

1.2.3 原料药业务分析：下游需求提升，特色原料药增长显著

公司 2019H1 原料药业务整体收入 5.36 亿元，同比增长 33%，其中喹诺酮类 2.98 亿，同比增长 14%，维持稳健增长；特色原料药增长显著，2019 年 H1 增长约 70%，主要源于他汀类下游厂家需求增加及公司市场份额提升。公司为国内他汀类原料药的主要供应商，受益带量采购全国拓展他汀原料药业务有望保持快速增长。

1.2.4 器械业务分析：渠道库存拖累 18 年基数较低，19 年积极拓展海外 ODM 业务维持高增长

巨峰显示主营医用显示器研发和生产，分为普通显示器和 ODM 定制两部分。2019 年公司积极拓展海外客户，ODM 业务得到较快发展，2018H1 由于 2017 年渠道库存积压导致基数较低，因此 2019 年 ODM 收入同比增长达到 35%，实际未来有望维持约 20% 的增长。

1.2.5 深耕心血管+精神神经领域，公司在研管线丰富

公司深耕心血管+精神神经领域，坚持从普通仿制向高壁垒仿制转型，积极开发改良型创新药，并向药械结合创新转型。

在精神神经领域，公司主要在研产品有 EVT201 及 P2B 创新复方制剂，EVT201 作为 1.1 类创新药主要用于治疗睡眠障碍，无成瘾性，18 年已完成二期临床入组，即将进入三期临床；P2B 复方制剂为多巴胺激动剂普拉克索与单胺氧化酶抑制剂雷沙吉兰的复方制剂，主要适应症为帕金森综合征，即将开展三期临床试验。

在心血管领域公司主要在研为支架类产品，以色列 PerFlow 卒中取栓装置等 3 款产品已经获 CE 认证，公司已经获得其临床权益并启动临床。

1.3 盈利预测与投资评级

公司早期以原料药起家，并开启制剂出口英国先河，作为原料制剂一体化和制剂出口的典范型企业，京新生产管理能力和成本优势在业内有目共睹，从 4+7 集采中公司中标品种可见一斑。公司同时具有先见眼光，很早开启一致性评价进程，并在后续带量采购中占得先机优先享受红利。

公司盈利预测及投资评级：我们认为京新经过多年发展逐步积累成长价值，今后一段时间将继续享受国内药政管理体系改革带来的红利，同时拥有丰富在研管线，兼具成长价值。预计公司 2019-2021 年共实现收入 38.71、49.28、60.78 亿元，归母净利润 5.21、6.67、7.88 亿元，首次覆盖，给予推荐评级。

2. 风险提示

产能不足风险；产品后续未进集采风险；研发不及预期风险。

附表：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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2996	3036	3111	3197	3477	营业收入	2219	2944	3871	4928	6078
货币资金	334	411	393	400	410	营业成本	912	1035	1394	1774	2188
应收账款	366	430	484	516	659	营业税金及附加	35	40	54	69	85
其他应收款	221	24	32	41	50	营业费用	680	1101	1394	1725	2127
预付款项	30	14	23	31	43	管理费用	331	177	232	296	365
存货	296	363	477	505	610	财务费用	3	1	0	0	0
其他流动资产	1657	1701	1700	1700	1700	资产减值损失	175.05	-3.20	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1908	1956	1983	1999	2002	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	392	247	247	247	247	投资净收益	26.27	55.16	100.00	100.00	100.00
固定资产	680	712	655	598	541	营业利润	119	416	588	760	902
无形资产	158	141	133	125	117	营业外收入	234.13	1.55	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	10	8	0	0	0	营业外支出	2.21	2.41	2.00	3.00	3.00
资产总计	4904	4992	5094	5196	5479	利润总额	351	415	616	787	929
流动负债合计	869	1341	1415	1515	1612	所得税	84	44	95	120	141
短期借款	0	150	1404	3154	5296	净利润	267	371	521	667	788
应付账款	183	196	656	835	1030	少数股东损益	3	1	20	15	20
预收款项	47	69	126	213	312	归属母公司净利润	264	370	501	652	768
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	347	631	653	825	967
非流动负债合计	69	77	70	70	70	EPS (元)	0.39	0.51	0.69	0.90	1.06
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	938	1418	1484	1512	1520	成长能力					
少数股东权益	45	12	12	12	12	营业收入增长	18.32%	32.66%	31.51%	27.30%	23.32%
实收资本(或股本)	736	725	725	725	725	营业利润增长	-46.68%	250.58%	41.20%	29.36%	18.65%
资本公积	2203	2081	2081	2081	2081	归属于母公司净利	35.38%	30.13%	35.38%	30.13%	17.81%
未分配利润	642	843	1144	1535	1996	获利能力					
归属母公司股东权益	3921	3562	3756	4245	4821	毛利率(%)	58.90%	64.85%	33.14%	33.11%	33.20%
负债和所有者权益	4904	4992	5094	5196	5479	净利率(%)	12.03%	12.62%	13.46%	13.53%	12.97%
现金流量表						总资产净利润(%)	6.74%	10.39%	13.34%	15.36%	15.93%
	单位:百万元					ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	385	523	688	825	782	资产负债率(%)	19%	28%	29%	29%	
净利润	267	371	521	667	788	流动比率				2.11	2.16
折旧摊销	225.33	213.38	0.00	56.94	56.94	速动比率				1.78	1.78
财务费用	3	1	0	0	0	营运能力					
应付账款的变化	0	0	-54	-32	-144	总资产周转率	0.54	0.59	0.77	0.96	1.14
预收账款的变化	0	0	58	87	99	应收账款周转率	7	7	8	10	10
投资活动现金流	-1301	-172	201	-94	-94	应付账款周转率	12.38	15.56	9.09	6.61	6.52
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	283	0	0	每股收益(最新摊)	0.39	0.51	0.69	0.90	1.06
投资收益	26	55	100	100	100	每股净现金流(最新)	0.11	0.10	2.64	3.20	3.64
筹资活动现金流	993	-278	1023	1587	1950	每股净资产(最新摊)	5.33	4.91	5.18	5.86	6.65
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	33.63	25.88	19.17	14.73	12.51
普通股增加	97	-11	0	0	0	P/B	2.49	2.70	2.56	2.26	1.99
资本公积增加	981	-122	0	0	0	EV/EBITDA	27.16	14.82	16.25	14.97	14.99
现金净增加额	77	73	1912	2318	2639						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：胡博新

药学专业，9年证券从业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

研究助理：许睿

医药生物行业分析师，复旦大学药学硕士，曾就职于凯盛产业研究院，2019年加盟东兴证券研究所，主要覆盖原料药、化学药、制剂出口等领域。

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。