

分析师: 李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50586983

创新药领域的黑马

——众生药业(002317)调研简报

证券研究报告-调研简报

买入(首次)

市场数据(2019-08-30)

发布日期: 2019年08月30日

收盘价(元)	11.05
一年内最高/最低(元)	11.77/7.54
沪深300指数	3799.59
市净率(倍)	2.31
流通市值(亿元)	86.38

基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	4.96
每股经营现金流(元)	0.26
毛利率(%)	62.15
净资产收益率-摊薄(%)	7.48
资产负债率(%)	27.87
总股本/流通股(万股)	81446.11/78174.83
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

投资要点:

- **公司简介。**广州众生药业始创于1979年,前身为两家东莞地区的镇办企业石龙制药厂和华南制药厂,两者合并改制后,公司于09年正式步入资本市场,上市代码为002317,简称“众生药业”。公司传统业务为中成药的生产与销售,重点产品为“复方血栓通胶囊”,“众生丸”等被评为广东省名牌产品以及广东省自主创新产品。2009年上市后开始逐步与国内科研院所,药明康德等企业合作,布局化药领域。目前公司拥有片剂、胶囊剂、滴眼液、口服溶液、冻干粉剂等27个剂型,437个药品生产批文。产品覆盖眼科、心脑血管、呼吸、消化以及老年性退行性病变等重大疾病领域。

- **本次医保目录调整,复方血栓通产品“摘帽”。**公司及子公司共有249个产品品规入选《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》(2018年版入选产品品规为136个),其中甲类147个,乙类102个。公司的核心产品复方血栓通胶囊(独家)、脑栓通胶囊(独家)和潜力品种硫糖铝口服混悬液、羧甲司坦口服溶液、盐酸氮卓斯汀滴眼液、普拉洛芬滴眼液等继续入选本次目录,其中复方血栓通取消了关于“限有明确的视网膜静脉阻塞的诊断证据”支付范围限制;眼科产品明目地黄胶囊(独家)以及复方血栓通滴丸新进《医保目录2019版》;羧甲司坦片、维生素B6片、格列齐特片由医保目录乙类调整为医保目录甲类。

公司眼科产品明目地黄胶囊新进本次医保目录,将更有利于发挥公司在眼科领域的市场资源优势,进一步夯实公司在眼科领域的品牌地位;羧甲司坦片是呼吸领域的基础用药,具有较大的增长空间,逸舒制药同时具有羧甲司坦的原料生产资质和能力,该产品本次由医保目录乙类调整为医保目录甲类,与继续入选医保目录的羧甲司坦口服溶液形成系列产品优势,能更好的发挥公司内部协同效果。

- **目前中成药销售占比仍然过半,未来化药和创新药的比例将加大。**2019年上半年公司实现营业收入13.06亿元,同比增长9.44%;实现归属于上市公司股东的净利润3.02亿元,同比增长10.24%;实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润2.97亿元,同比增长11.27%。其中中成药销售收入7.31亿元,占比超过56%。复方血栓通胶囊,脑栓通胶囊和众生丸均为过亿品种。化药销售占比约为36%。目前公司正稳步推进仿制药一致性评价工作,一致性评价工作开展的项目数量和质量在国内生产企业排名前列,其中利巴韦林片、盐酸小檗碱片、盐酸乙胺丁醇片、氢溴酸右美沙芬片、利巴韦林胶囊、格列齐特片等品种为全国首家申报;随着公司一致性评价产品的陆续面世,

公司的化药板块将会持续取得良好的增长表现。未来化药和创新药的占比将提升。

- **公司创新药物布局起步较早，目前管线已经基本成型。**公司上市后就启动了创新药领域的探索，2015年即启动了与药明康德的合作，较国内大部分同类企业起步较早。目前公司的创新管线已基本成型，主要布局在呼吸、非酒精性脂肪肝炎及纤维化（简称“NASH”）、肿瘤、眼科四大领域。其中肝病和呼吸类创新药以公司旗下子公司“众生睿创”作为开发主体，是公司重点布局的创新药品种。呼吸类甲型流感一类创新药 ZSP1273 由钟南山担任 PI，为国内第一个进入临床的 RNA 聚合酶抗流感药物。具有很强的体外广谱抗甲型流感病毒活性，从目前的试验体内外抗病毒活性显著优于同靶点化合物以及奥斯他韦。目前临床一期已经完成，随着 9 月份流感季的到来将开展二期临床实验，预计明年 3 月份最后一个病人入组完毕，明年 5 月二期临床将接近尾声。
- **NASH 领域药物为市场空白，空间巨大。**非酒精性脂肪肝炎（简称 NASH）是非酒精性脂肪肝病的严重进展状态，主要特征为肝脂肪变性、气球样变和炎症，伴有或不伴有纤维化。非酒精性脂肪肝病是由非酒精因素导致脂肪在肝细胞内过度沉积而引起肝脏脂肪变性的一种肝脏疾病，数据统计显示，中国约有 5000 万 NASH 患者，目前该病在全球尚且没有治疗药物批准上市，预计国际 NASH 的市场规模在 2025 年能达到 350-400 亿美元。公司在 NASH 领域布局了 3 个 Me too 产品（ZSP0678, ZSYM008, RCYM001）和一个创新药 ZSP1601。布局了覆盖肝脂肪，炎症，纤维化等不同作用靶点并且有联合用药潜力的产品管线。其中 ZSP1601 已处于二期临床阶段，预计明年 3 月将完成。
- **长远看公司的肿瘤和心血管类的药物管线也有合理布局。**截至 2019 年中报，公司的 2 个纳米制剂注射用多西他赛聚合物胶束及注射用紫杉醇聚合物胶束已获得《药品临床试验批件》。紫杉醇是化疗的常用药物，制备成胶束后用药的副作用将大大降低。目前注射用多西他赛聚合物胶束已召开临床试验方案讨论会，即将开展临床试验。这两个产品未来有望与公司布局的分子靶向药物联合用药。
- **盈利预测。**预计公司 2019 年每股收益为 0.60 元，2020 年 0.68 元、2021 年 0.72 元，对应 8 月 30 日收盘价 11.05 元，市盈率为 18.42 倍、16.25 倍和 15.35 倍，给予公司“买入”的投资评级。

风险提示： 新药研发进度不确定

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1964.2	2361.5	2621.3	3014.5	3496.8
增长比率	16.1%	20.2%	11.0%	15.0%	16.0%
净利润(百万元)	420.1	435.6	489.0	553.4	590.1
增长比率	1.4%	3.7%	12.2%	13.2%	6.6%
每股收益(元)	0.52	0.53	0.60	0.68	0.72
市盈率(倍)	21.4	20.7	18.4	16.3	15.3

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1964.2	2361.5	2621.3	3014.5	3496.8	成长性					
减: 营业成本	811.1	903.9	1,048.5	1,205.8	1,398.7	营业收入增长率	16.1%	20.2%	11.0%	15.0%	16.0%
营业税费	23.7	26.4	32.2	35.7	41.2	营业利润增长率	7.7%	1.5%	15.2%	12.7%	6.4%
销售费用	593.7	749.8	838.8	994.8	1,188.9	净利润增长率	1.4%	3.7%	12.2%	13.2%	6.6%
管理费用	138.4	100.4	131.1	163.7	209.8	EBITDA 增长率	-7.8%	32.7%	-1.2%	6.9%	6.4%
财务费用	3.2	7.1	-7.0	-36.1	-33.9	EBIT 增长率	-9.3%	36.0%	0.0%	7.8%	7.1%
资产减值损失	2.3	19.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	6.4%	2.3%	10.8%	7.8%	7.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-0.6	-	-	投资资本增长率	-2.7%	22.2%	-19.7%	7.1%	22.6%
投资和汇兑收益	24.1	8.5	-	-	-	净资产增长率	8.9%	5.9%	8.9%	8.3%	8.1%
营业利润	493.7	501.0	577.1	650.6	692.1	利润率					
加: 营业外净收支	-2.0	-1.0	-	-	-	毛利率	58.7%	61.7%	60.0%	60.0%	60.0%
利润总额	491.7	500.0	577.1	650.6	692.1	营业利润率	25.1%	21.2%	22.0%	21.6%	19.8%
减: 所得税	68.7	69.5	86.6	97.6	103.8	净利润率	21.4%	18.4%	18.7%	18.4%	16.9%
净利润	420.1	435.6	489.0	553.4	590.1	EBITDA/营业收入	24.9%	27.5%	24.5%	22.7%	20.9%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	21.3%	24.1%	21.7%	20.4%	18.8%
货币资金	926.5	928.9	1,183.2	1,310.1	1,028.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	85	82	83	66	52
应收帐款	390.7	479.7	189.3	229.4	236.9	流动营业资本周转天数	194	148	102	68	111
应收票据	470.8	444.4	776.5	541.9	962.5	流动资产周转天数	428	371	403	385	342
预付帐款	108.0	216.1	105.1	187.0	186.5	应收帐款周转天数	66	66	46	25	24
存货	269.0	285.4	821.3	451.5	1,025.0	存货周转天数	49	42	76	76	76
其他流动资产	308.9	41.6	403.2	251.2	232.0	总资产周转天数	832	770	787	709	615
可供出售金融资产	16.0	38.5	21.5	25.3	28.4	投资资本周转天数	523	477	426	342	339
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	32.0	92.9	92.9	92.9	92.9	ROE	11.3%	11.2%	11.5%	12.0%	11.8%
投资性房地产	50.9	43.2	43.2	43.2	43.2	ROA	8.7%	8.2%	7.9%	9.8%	9.4%
固定资产	451.0	627.7	577.1	526.5	475.9	ROIC	14.8%	15.5%	14.1%	18.9%	18.9%
在建工程	39.1	30.0	30.0	30.0	30.0	费用率					
无形资产	253.8	339.1	318.7	298.3	277.9	销售费用率	30.2%	31.8%	32.0%	33.0%	34.0%
其他非流动资产	1,539.3	1,676.9	1,647.7	1,678.3	1,667.3	管理费用率	7.0%	4.3%	5.0%	5.4%	6.0%
资产总额	4,856.1	5,244.3	6,209.6	5,665.4	6,286.9	财务费用率	0.2%	0.3%	-0.3%	-1.2%	-1.0%
短期债务	438.0	466.8	-	-	-	三费/营业收入	37.4%	36.3%	36.7%	37.2%	39.0%
应付帐款	526.5	49.1	1,643.3	716.8	894.8	偿债能力					
应付票据	29.9	50.5	22.8	45.2	42.8	资产负债率	23.2%	24.7%	30.7%	17.8%	19.9%
其他流动负债	103.8	323.8	198.1	202.0	266.6	负权益比	30.2%	32.7%	44.4%	21.6%	24.9%
长期借款	-	347.5	-	-	-	流动比率	2.25	2.69	1.87	3.08	3.05
其他非流动负债	27.6	55.9	43.7	42.4	47.3	速动比率	2.01	2.37	1.43	2.61	2.20
负债总额	1,125.8	1,293.5	1,907.9	1,006.4	1,251.6	利息保障倍数	131.42	80.09	-81.44	-17.03	-19.44
少数股东权益	23.2	47.9	49.3	49.0	47.2	分红指标					
股本	814.5	814.5	814.5	814.5	814.5	DPS(元)	0.18	0.20	0.22	0.25	0.26
留存收益	2,892.5	3,141.5	3,438.0	3,795.6	4,173.7	分红比率	34.9%	37.4%	35.9%	36.1%	36.4%
股东权益	3,730.3	3,950.9	4,301.7	4,659.0	5,035.3	股息收益率	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	423.0	430.5	489.0	553.4	590.1	EPS(元)	0.52	0.53	0.60	0.68	0.72
加: 折旧和摊销	69.7	78.5	71.0	71.0	71.0	BVPS(元)	4.55	4.79	5.22	5.66	6.12
资产减值准备	2.3	19.2	-	-	-	PE(X)	21.4	20.7	18.4	16.3	15.3
公允价值变动损失	-	-	-0.6	-	-	PB(X)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8
财务费用	7.7	33.6	-7.0	-36.1	-33.9	P/FCF	10.4	43.1	26.5	25.1	-121.3
投资收益	-24.1	-8.5	-	-	-	P/S	4.6	3.8	3.4	3.0	2.6
少数股东损益	2.9	-5.1	1.5	-0.4	-1.9	EV/EBITDA	16.6	13.2	11.7	10.7	10.5
营运资金的变动	290.7	272.6	664.2	-303.3	-733.6	CAGR(%)	9.3%	11.0%	5.3%	9.3%	11.0%
经营活动产生现金流量	369.9	326.8	1,218.1	284.6	-108.2	PEG	2.3	1.9	3.5	1.7	1.4
投资活动产生现金流量	93.5	-450.8	-2.2	-0.5	1.3	ROIC/WACC	1.4	1.5	1.3	1.8	1.8
融资活动产生现金流量	165.7	129.3	-961.6	-157.2	-174.8	REP	2.0	1.7	2.0	1.4	1.2

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。

