

众生药业（002317）：研发管线稳步推进，联手爱尔做强眼科

——2019年三季度报点评

2019年10月23日

推荐/维持

众生药业 公司报告

报告摘要：

事件：（1）公司近日发布2019年三季度报，报告期内共实现收入6.13亿元，同比增长11.66%；归母净利润0.66亿元，同比下降13.06%；扣非归母净利润0.61，同比下降13.54%。（2）公司近日与爱尔眼科签署战略合作框架协议，双方拟围绕眼科医疗领域、眼科投资领域、眼科药品研发领域、眼科药品推广领域等多方面展开深度合作。

点评：

1. 营销体系优化带来销售费用增加。公司2019Q3营业收入增加11.66%，扣非归母净利润下降13.54%。扣非归母净利润下降主要由营销体系优化带来的销售费用增加（+0.55亿元，+27.35%）所致。报告期内，公司加大了对基层医院、药店终端的开发、覆盖力度和核心品种推广力度。这短期增加了销售费用，但长期将为公司业绩带来积极影响。此外，报告期内公司加大各研发管线项目投入，研发费用也有所增加。

2. 与爱尔眼科深度合作，强化眼科领域优势

眼科为公司的传统优势领域，拥有拳头产品复方血栓通胶囊、明目地黄胶囊和六个滴眼液品种。在此基础上，公司近年积极布局眼科创新药研发，开展了ZSYM011、硫酸阿托品滴眼液等多个项目。此次与爱尔眼科建立深度合作，有利于集中双方优质资源，助推眼科药品做大做强。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,964.24	2,361.51	2,600.65	2,801.62	3,104.10
增长率（%）	16.06%	20.23%	10.13%	7.73%	10.80%
净利润（百万元）	423.00	430.50	475.36	526.41	573.95
增长率（%）	0.60%	1.77%	10.42%	10.74%	9.03%
净资产收益率（%）	11.33%	11.16%	11.12%	11.43%	11.56%
每股收益（元）	0.52	0.54	0.58	0.64	0.70
PE	19.87	19.13	17.77	16.04	14.71
PB	2.27	2.16	1.98	1.83	1.70

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

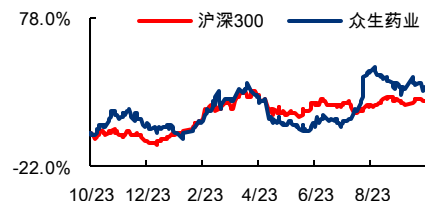
公司简介：

公司主营业务为中药、化药的研发、生产和销售，主要产品涉及心脑血管、呼吸、眼科等领域，核心产品包括复方血栓通胶囊、脑栓通胶囊、众生丸等。同时公司积极开展新药研发，其非酒精性脂肪性肝炎、甲型流感等新药研发进展居全国前列。

交易数据

52周股价区间（元）	11.43-7.57
总市值（亿元）	84.13
流通市值（亿元）	80.75
总股本/流通A股（万股）	81446/78175
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.98

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

医药首席分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

研究助理：王敏杰

010-66554041

wangmj_yjs@dxzq.net.cn

① 临床资源助力公司新药研发

公司在眼科领域布局了多个项目，其中 ZSYM011 为今年上半年与药明康德新增合作项目，适应症为糖尿病视网膜膜黄斑水肿（DME）。此外，公司也布局了用于延缓儿童近视进展的硫酸阿托品滴眼液、用于治疗 4 岁以上儿童及青少年严重性春季角膜炎和经人工泪液治疗无效的干眼病成人患者的环孢素眼用乳。此次合作，有助于公司借力爱尔眼科的药物药效评价及临床开发经验，并依托爱尔眼科的医疗资源，推动眼科创新药物的合作研发。

表1：公司眼科研发管线

项目名称	适应症	开发阶段	项目特点
ZSYM011	糖尿病黄斑水肿（DME）	临床前研究	<ul style="list-style-type: none"> · 市场空间巨大：糖尿病患者中 DME 患病率 7.6%，是造成糖尿病患者视功能损伤甚至致盲的主要原因之一 · 目前尚无风险低、易普及的治疗方法
硫酸阿托品滴眼液	延缓儿童近视	临床前研究	<ul style="list-style-type: none"> · 市场空间巨大：我国近视人数超过 4.5 亿人，近视眼发病低龄化、程度深的趋势愈加明显 · 作用机制明确，临床有初步药效结果
环孢素眼用乳	干眼症及结膜炎	临床前研究	<ul style="list-style-type: none"> · 市场空间巨大，作用机制明确，同类药物已上市 · 眼用乳剂增加药物眼表停留时间，药效更佳

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

② 300 余家网点支持产品放量

据合作框架协议，爱尔眼科将公司眼科产品列入其旗下医院的基本用药目录。爱尔眼科拥有 300 余家眼科医疗网点，2018 年门诊量达 574 万人次。此次合作将为公司产品的学术推广、患者教育建立有力的市场支持。一方面，这将为公司既有产品打开巨大增量空间；另一方面，在爱尔眼科 300 家网点和公司自身强大眼科销售团队的双线推广下，眼科创新药获批后将实现迅速放量。

表2：公司眼科现有产品线

品名	特色
复方血栓通胶囊	用于血瘀兼气阴两虚证的 视网膜静脉阻塞等眼底疾病的治疗 ；用于血瘀兼气阴两虚证的 冠心病心绞痛 ，年销售额3亿元
明目地黄胶囊	新药证书，独家品种 ，新进医保目录，用于肝肾阴虚，目涩畏光，视物模糊，迎风流泪。
盐酸氮卓斯汀滴眼液	国内首家获批生产 ，用于季节性过敏性结膜炎症状的治疗和预防。
普拉洛芬滴眼液	新药证书，包括进口在内全国 3个生产批文 ，治疗非感染性角结膜炎的主要品种。
盐酸洛美沙星滴眼液	适用于敏感致病菌引起的外眼部感染性疾病，如细菌性结膜炎、角膜炎、角膜溃疡、泪囊炎等。
复方门冬维甘滴眼液	公司 OTC 产品中用于治疗视疲劳、干眼症的产品组合，共同满足不断增加的视疲劳、干眼症市场需求。
茶敏维滴眼液滴眼液	
复方氯化钠滴眼液	

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

③ 眼科医疗服务子公司或出售

公司目前在眼科医疗领域的布局包括奥理德眼科、宣城市眼科医院等。爱尔眼科拟以发行股份及支付现金方式够购买公司持有的湛江奥理德视光学中心有限公司 100% 股权与宣城市眼科医院有限公司 80% 股权。此次收购有利于公司实现更专精化发展，公司也将借此入股爱尔眼科，进一步便利双方深度合作。

表3：眼科医疗服务子公司

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例	
			直接	间接
湛江奥理德视光学中心有限公司	湛江	销售：眼镜及配件、验光配镜；零售：医疗器械、保健食品	100.00%	0.00%
湛江奥理德眼科医院有限公司	湛江	眼科医疗	0.00%	100.00%
中山奥理德眼科医院有限公司	中山	眼科医疗	0.00%	100.00%
中山奥理德眼科医院	中山	眼科医疗	0.00%	100.00%
宣城市眼科医院有限公司	宣城	眼科医疗	80.00%	0.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 创新药研发稳步推进，公司未来成长可期

自2015年与药明康德启动新药研发合作以来，公司已经陆续开展了12个创新药研发项目。除眼科领域外，对肝病、呼吸系统疾病、肿瘤领域也进行了重点覆盖。在合作项目不断丰富的时候，研发进展也稳步推进。

① 公司研发管线重点品种之一——甲型流感药物 ZSP1273

ZSP1273 是国内首个获批临床的甲流病毒 RNA 聚合酶抑制剂。其作用靶点新颖，且既有临床数据显示抗流感病毒活性显著优于国外同类临床，有望成为甲流领域 Best-In-Class 药物。该项目由钟南山院士担任 PI，已于2019年8月启动 II 期临床试验。

② 公司研发管线重点品种之二——非酒精性脂肪性肝炎（NASH）新药 ZSP1601

该药物作用靶点新颖，是国内首个获批临床的 NASH 药物，目前已进入二期临床阶段。我国普通成人非酒精性脂肪肝（NAFLD）患病率约为 25%，其中约 10%~20% 为 NASH，但目前全球尚无获批准的 NASH 治疗药物。公司除 ZSP1601 外，对国外领先的 III 期临床试验靶点也有跟踪布局。公司 NASH 药物研发领跑国内，有望在这一巨大的未被满足的市场中获得先发优势。

盈利预测与投资评级：公司持续增加研发投入，积极谋求模式突破，受研发创新驱动，未来成长可期。预计公司 2019、2020、2021 年实现营收 26.01、28.02 和 31.04 亿元，归母净利润有望分别达到 4.73、5.24 和 5.72 亿元，EPS 为元 0.58、0.64 和 0.70 元，当前股价对应估值为 17.77、16.04 和 14.71 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：药品降价风险；新药研发风险。

表4：公司肝病、呼吸、肿瘤领域研发管线

研发管线	项目代码	药品注册代码	适应症	临床进度					项目特点
				临床前	获批临床	临床I期	临床II期	临床III期	
非酒精性脂肪肝研发管线	ZSYM009	ZSP1601	非酒精性脂肪性肝炎					I b/II a期临床试验	1、全新靶点，作用机制新颖，有望成为First-In-Class药物； 2、国内第一个获批临床用于NASH治疗的小分子创新药物； 3、剂量相关的抗肝纤维化作用； 4、安全治疗窗口非常高。
	ZSYM007	ZSP0678	非酒精性脂肪性肝炎			I期临床试验			1、靶点安全性、有效性得到临床验证； 2、动物体内外活性及药代性质优于参考化合物。
	RCYM001	-	非酒精性脂肪性肝炎	临床前研究					1、靶点安全性、有效性得到临床验证； 2、体内外活性及药代特性优于参考化合物； 3、安全性和选择性优于参考化合物。
呼吸系统疾病研发管线	ZSYM005	ZSP1273	预防和治疗甲型流感及人禽流感					II期临床试验	1、作用靶点新颖，不易产生耐药，国内第一个获批临床试验的甲型流感病毒RNA聚合酶抑制剂； 2、体外抗流感病毒活性约为奥司他韦的1000倍以上，且显著优于国外同类临床在研化合物 VX-787，有成为Best-In-Class药物的潜力； 3、对于奥司他韦耐药的病毒株和高致病性禽流感病毒株也具有强抑制作用； 4、可以和奥司他韦联合用药，增强临床抗流感病毒效果。
	ZSYM002	ZSP1603	特发性肺纤维化			I期临床试验			1、国内同靶点第一个获批临床； 2、相比参考化合物肝毒性潜在风险更低； 3、明确量效关系的抗肺纤维化作用。
肿瘤研发管线	ZSYM004	ZSP1602	抗肿瘤			I期临床试验			1、更高的体内外活性，良好的安全性和耐受性及药代特性，有望成为Best-in-class； 2、临床试验设计紧扣精准医学，选择靶点信号通路相关基因突变或高表达人群。
	ZSYM006	ZSP1241	抗肿瘤			I期临床试验			1、体内外强效，在多种肝癌、胃癌CDX或者PDX模型上展现显著抗肿瘤作用； 2、药代特性显著优于参考化合物，可与索拉非尼联合使用，增强疗效。
	ZSYM002	ZSP1603	抗肿瘤			I期临床试验			1、相比参考化合物肝毒性潜在风险更低； 2、体内活性及药代特性优于参考化合物； 3、有成为Best-In-Class药物的潜力。
	ZSYM003	ZSP0391	抗肿瘤		获得临床批件				1、体内外强效，在多个异种移植瘤模型上展现显著抗肿瘤效果，且呈剂量依赖性； 2、选择性高，预示临床上毒副作用较低； 3、有治疗肿瘤脑转移患者的潜力。

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

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	2474	2396	2624	3032	3477	营业收入	1964	2362	2601	2802	3104
货币资金	926	929	1103	1423	1779	营业成本	811	904	981	1064	1204
应收账款	362	480	528	569	631	营业税金及附加	24	26	29	31	35
其他应收款	29	8	9	10	11	营业费用	594	750	826	890	986
预付款项	108	216	333	461	605	管理费用	138	100	111	119	132
存货	269	285	310	336	380	财务费用	3	7	28	12	8
其他流动资产	309	23	-149	-294	-511	研发费用	0	84	84	84	84
非流动资产合计	2382	2848	2454	2397	2340	资产减值损失	2.35	19.24	37.00	37.00	37.00
长期股权投资	32	93	93	93	93	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	451	628	601	566	526	投资净收益	24.11	8.49	8.49	8.49	8.49
无形资产	254	339	319	300	282	加: 其他收益	63.36	20.52	20.52	20.52	20.52
其他非流动资产	155	55	0	0	0	营业利润	494	501	536	595	649
资产总计	4856	5244	5077	5429	5818	营业外收入	0.71	2.75	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	1098	890	398	416	441	营业外支出	2.69	3.74	3.74	3.74	3.74
短期借款	438	467	0	0	0	利润总额	492	500	552	611	667
应付账款	85	49	52	57	64	所得税	69	69	77	85	93
预收款项	18	25	34	43	52	净利润	423	431	475	526	574
一年内到期的非流动负	0	22	22	22	22	少数股东损益	3	-5	2	2	2
非流动负债合计	28	403	374	374	374	归属母公司净利润	420	436	473	524	572
长期借款	0	348	348	348	348	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1126	1293	772	790	815	成长能力					
少数股东权益	23	48	50	52	54	营业收入增长	16.06%	20.23%	10.13%	7.73%	10.80%
实收资本 (或股本)	814	814	814	814	814	营业利润增长	7.72%	1.47%	6.96%	11.07%	9.11%
资本公积	1424	1384	1384	1384	1384	归属于母公司净利润	8.66%	10.79%	8.66%	10.79%	9.07%
未分配利润	1280	1540	1807	2103	2426	获利能力					
归属母公司股东权益合	3707	3903	4256	4587	4949	毛利率 (%)	58.70%	61.72%	62.29%	62.01%	61.23%
负债和所有者权益	4856	5244	5077	5429	5818	净利率 (%)	21.54%	18.23%	18.28%	18.79%	18.49%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	8.65%	8.31%	9.32%	9.66%	9.83%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	11.33%	11.16%	11.12%	11.43%	11.56%
经营活动现金流	370	327	526	570	620	偿债能力					
净利润	423	431	475	526	574	资产负债率 (%)	23%	25%	15%	15%	
折旧摊销	308.50	399.62	0.00	52.92	54.16	流动比率	2.25	2.69	6.60	7.29	7.89
财务费用	3	7	28	12	8	速动比率	2.01	2.37	5.82	6.48	7.03
应收账款减少	0	0	-49	-41	-61	营运能力					
预收帐款增加	0	0	8	9	10	总资产周转率	0.43	0.47	0.50	0.53	0.55
投资活动现金流	94	-451	305	-45	-45	应收账款周转率	6	6	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	38.03	35.22	51.22	51.19	51.14
长期股权投资减少	0	0	49	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	24	8	8	8	8	每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.54	0.58	0.64	0.70
筹资活动现金流	166	129	-657	-205	-219	每股净现金流 (最新摊)	0.77	0.01	0.21	0.39	0.44
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.55	4.79	5.22	5.63	6.08
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	19.87	19.13	17.77	16.04	14.71
资本公积增加	2	-40	0	0	0	P/B	2.27	2.16	1.98	1.83	1.70
现金净增加额	629	5	174	319	356	EV/EBITDA	9.84	9.17	12.08	10.84	9.60

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

医药首席分析师：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：王敏杰

医药生物行业分析师，中央财经大学金融学硕士、中山大学医学学士，2019年加入东兴证券研究所，主要覆盖中药领域。

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。