

信邦制药 (002390)

证券研究报告

2019年10月25日

医保控费下公司业绩承压，CBD 检测是未来看点

事件：公司发布三季报，报告显示公司前三季度营业收入 50.18 亿元，同比下降 0.14%；归属于上市公司股东的净利润 2.00 亿元，同比下降 24.16%。

医保控费等因素使公司业绩继续承压，2019 年度经营业绩预计扭亏为盈
公司前三季度营业收入 50.18 亿元，同比下降 0.14%；归属于上市公司股东的净利润 2.00 亿元，同比下降 24.16%。公司第三季度营业收入 17.41 亿元，同比下降 0.62%，归属于上市公司股东的净利润 0.79 亿元，同比增长 15.46%。医保控费等政策因素以及医疗服务板块的床位利用率较低等现状造成公司业绩承压。公司有望通过医院床位利用率提升、医疗服务跟进、体外诊断试剂产品推广等措施扭转业绩下降趋势。公司预计 2019 年度净利润与上年同期相比将扭亏为盈，达到 2.2-2.7 亿元。

大麻素检测行业发展，海外市场率先崛起

工业大麻提取物 CBD 等大麻素被认为具有促进人体健康、改善消费品风味和功能的积极作用。2018 年 12 月 20 日，工业大麻在美国全联邦层面实现合法化。市场需求提升和政策要求推动大麻素产品检测行业快速发展。ZION Market Research 数据显示 2017 年全球大麻素检测市场价值约为 9.1 亿美元。我们认为在大麻素行业快速发展的背景下，相关检测业务也有望保持较高的增速，未来全球大麻素检测规模有望突破 100 亿美元。

公司大麻素检测技术领先，新一代 CBD 检测产品进军海外市场

公司子公司于 2005 年进入体外诊断试剂领域，获美国 FDA 等机构认证。2018 年公司含 THC 检测诊断试剂产品销售超过 8000 万元，产品主要销往美国、加拿大、欧洲等海外市场。在海外市场工业大麻快速发展的背景下，康永生物推出新一代检测设备——CBD 大麻素提取物检测设备，该设备由公司位于美国硅谷研发中心的团队开发。新一代产品具有准确度高、检测时间快等优势。我们认为，北美市场的发展和政策的要求是大麻素检测公司快速发展的机会，康永生物在大麻素检测方面的技术优势和此前在美国等海外市场的渠道积累有望帮助公司迅速打开海外市场，CBD 检测业务将成为公司新看点，为公司进一步贡献业绩。

盈利预测和投资建议

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入为 64.76 亿元、72.94 亿元、85.19 亿元。因公司业务类型多样，我们采用分部估值法对公司进行估值，预计 2020 年医疗服务、医药流通、医药工业三部分对应市值分别为 27.27、13.08、136.71 亿元，公司合理总市值为 177 亿元，对应目标价为 11 元。

风险提示：工业大麻应与中间型大麻、娱乐大麻/毒品严格区分，坚决反对娱乐大麻等合法化；工业大麻相关业务可能含有政策变动风险、法律合规风险、经营管理风险、交易风险、税务风险、自然风险、研发操作风险、合作不确定性；我国目前从未批准工业大麻用于医用和食品添加；具体的实施进度和效果存在不确定性；公司经营活动净现金流减少等流动性压力、商誉减值及存货压力

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,002.47	6,580.28	6,475.57	7,293.86	8,519.29
增长率(%)	16.39	9.63	(1.59)	12.64	16.80
EBITDA(百万元)	698.60	(844.03)	571.64	720.27	881.93
净利润(百万元)	319.38	(1,296.61)	261.87	354.51	463.66
增长率(%)	29.82	(505.97)	(120.20)	35.38	30.79
EPS(元/股)	0.19	(0.78)	0.16	0.21	0.28
市盈率(P/E)	29.13	(7.17)	35.53	26.24	20.06
市净率(P/B)	1.41	1.87	1.79	1.70	1.59
市销率(P/S)	1.55	1.41	1.44	1.28	1.09
EV/EBITDA	22.67	(11.02)	18.52	16.13	12.93

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	5.58 元
目标价格	11 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,667.23
流通 A 股股本(百万股)	1,595.73
A 股总市值(百万元)	9,303.14
流通 A 股市值(百万元)	8,904.18
每股净资产(元)	2.93
资产负债率(%)	50.64
一年内最高/最低(元)	7.36/3.36

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

林逸丹 联系人
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《信邦制药-首次覆盖报告:工业大麻检测发展迅猛，信邦制药如何布局？》
2019-09-19



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,145.13	1,614.24	518.05	583.51	681.54	营业收入	6,002.47	6,580.28	6,475.57	7,293.86	8,519.29
应收票据及应收账款	2,580.79	2,871.57	2,524.75	3,553.47	3,782.58	营业成本	4,745.86	5,146.75	5,089.82	5,465.20	6,056.80
预付账款	368.39	393.47	442.04	388.20	548.78	营业税金及附加	28.31	31.49	30.44	34.53	40.38
存货	700.03	1,044.46	652.15	865.96	984.73	营业费用	366.86	424.24	420.91	576.21	817.85
其他	543.46	749.66	542.45	945.71	831.08	管理费用	319.54	453.90	446.81	547.04	766.74
流动资产合计	6,337.81	6,673.40	4,679.43	6,336.85	6,828.71	研发费用	30.16	36.69	36.26	49.60	59.64
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	92.06	116.23	105.09	84.10	101.00
固定资产	2,089.04	2,406.22	2,464.56	2,479.62	2,455.71	资产减值损失	21.52	1,576.91	20.00	48.06	48.06
在建工程	618.39	368.41	257.05	202.23	151.34	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	336.59	328.04	304.38	280.71	257.04	投资净收益	3.62	(5.92)	3.62	3.62	3.62
其他	2,573.13	1,078.24	1,038.69	1,009.97	979.32	其他	(27.88)	(4.64)	(7.25)	(7.25)	(7.25)
非流动资产合计	5,617.15	4,180.92	4,064.68	3,972.53	3,843.41	营业利润	422.42	(1,195.36)	329.86	492.74	632.45
资产总计	11,954.95	10,854.31	8,744.11	10,309.38	10,672.11	营业外收入	1.75	4.35	8.00	1.00	1.30
短期借款	3,392.36	3,876.19	1,663.25	2,479.07	2,520.17	营业外支出	5.04	20.40	5.00	28.00	30.00
应付票据及应付账款	1,198.43	1,060.40	1,201.74	1,227.24	1,464.67	利润总额	419.13	(1,211.41)	332.86	465.74	603.75
其他	283.32	400.69	255.49	437.20	335.69	所得税	87.65	71.78	69.90	107.63	139.52
流动负债合计	4,874.12	5,337.29	3,120.47	4,143.51	4,320.53	净利润	331.49	(1,283.18)	262.96	358.12	464.24
长期借款	0.00	25.00	0.00	183.32	0.00	少数股东损益	12.10	13.42	1.09	3.60	0.58
应付债券	297.77	298.19	198.65	264.87	253.90	归属于母公司净利润	319.38	(1,296.61)	261.87	354.51	463.66
其他	24.42	25.32	25.98	25.24	25.51	每股收益(元)	0.19	(0.78)	0.16	0.21	0.28
非流动负债合计	322.19	348.51	224.64	473.43	279.42						
负债合计	5,196.31	5,685.80	3,345.11	4,616.93	4,599.95						
少数股东权益	143.34	201.06	202.10	205.64	206.21	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,704.90	1,667.23	1,667.23	1,667.23	1,667.23	成长能力					
资本公积	3,907.39	3,624.32	3,624.32	3,624.32	3,624.32	营业收入	16.39%	9.63%	-1.59%	12.64%	16.80%
留存收益	4,926.36	3,315.53	3,529.68	3,819.58	4,198.73	营业利润	82.72%	-382.98%	-127.59%	49.38%	28.35%
其他	(3,923.34)	(3,639.63)	(3,624.32)	(3,624.32)	(3,624.32)	归属于母公司净利润	29.82%	-505.97%	-120.20%	35.38%	30.79%
股东权益合计	6,758.65	5,168.52	5,399.00	5,692.44	6,072.16	获利能力					
负债和股东权益总	11,954.95	10,854.31	8,744.11	10,309.38	10,672.11	毛利率	20.93%	21.79%	21.40%	25.07%	28.90%
						净利率	5.32%	-19.70%	4.04%	4.86%	5.44%
						ROE	4.83%	-26.10%	5.04%	6.46%	7.90%
						ROIC	5.44%	-14.20%	4.61%	6.84%	7.23%
						偿债能力					
						资产负债率	43.47%	52.38%	38.26%	44.78%	43.10%
						净负债率	22.86%	50.02%	24.89%	41.17%	34.46%
						流动比率	1.30	1.25	1.50	1.53	1.58
						速动比率	1.16	1.05	1.29	1.32	1.35
						营运能力					
						应收账款周转率	2.43	2.41	2.40	2.40	2.32
						存货周转率	8.31	7.54	7.63	9.61	9.21
						总资产周转率	0.53	0.58	0.66	0.77	0.81
						每股指标(元)					
						每股收益	0.19	-0.78	0.16	0.21	0.28
						每股经营现金流	0.12	-0.13	0.86	-0.46	0.29
						每股净资产	3.97	2.98	3.12	3.29	3.52
						估值比率					
						市盈率	29.13	-7.17	35.53	26.24	20.06
						市净率	1.41	1.87	1.79	1.70	1.59
						EV/EBITDA	22.67	-11.02	18.52	16.13	12.93
						EV/EBIT	30.23	-8.79	24.34	20.15	15.54

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	331.49	(1,283.18)	261.87	354.51	463.66
折旧摊销	186.71	241.30	136.69	143.43	148.47
财务费用	105.75	149.85	105.09	84.10	101.00
投资损失	(3.62)	(5.92)	(3.62)	(3.62)	(3.62)
营运资金变动	(381.38)	(833.40)	934.11	(1,356.76)	(226.98)
其它	(37.21)	1,512.78	1.09	3.60	0.58
经营活动现金流	201.74	(218.56)	1,435.23	(774.74)	483.10
资本支出	513.67	(1,268.13)	59.33	80.74	49.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(953.84)	1,051.84	(115.71)	(157.12)	(96.10)
投资活动现金流	(440.16)	(216.29)	(56.38)	(76.38)	(46.38)
债权融资	3,690.13	4,199.38	1,861.90	2,927.25	2,774.08
股权融资	(96.89)	(436.16)	(89.63)	(83.94)	(100.84)
其他	(2,910.26)	(3,860.19)	(4,247.32)	(1,926.73)	(3,011.93)
筹资活动现金流	682.97	(96.97)	(2,475.05)	916.58	(338.69)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	444.55	(531.83)	(1,096.20)	65.46	98.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com