

## 京新药业 (002020)

公司研究/点评报告

# 集采下业绩不确定性加大，关注品种结构优化

## —京新药业 2019 年业绩点评

点评报告/医药

2020 年 04 月 07 日

### 一、事件概述

2020 年 4 月 1 日，京新药业发布 2019 年业绩，实现营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润金额 36.47、5.20 和 4.21 亿元，分别同比增长 23.88%、40.92%和 31.54%。2019Q4 分别实现营业收入和归母净利润金额 8.51 亿元和 0.31 亿元，同比增长 19.65%和 8.25%，盈利能力也在稳步提升中。

### 二、分析与判断

#### ► 成品药为公司 2019 年业绩主要驱动力，集采下未来业绩压力不确定下加大

1) 分业务板块看，多品种放量带动业绩上涨：2019 年公司成品药板块实现 21.91 亿元收入 (YOY 30.57%)，继续保持快速增长，增速快于公司营收增速 23.88%，为公司 2019 年业绩主要驱动因素，我们认为主要是受益于匹伐他汀、地衣芽孢快速增长以及左乙拉西坦中标 4+7 后带来的放量。原料药板块实现收入 9.38 亿 (YOY 10.61%) 增速有所放缓，可能是制剂价格受带量采购影响下滑导致原料药价格下滑有关。巨峰显示业务保持稳定发展，实现收入 4.75 亿元 (YOY 24.02%)。基于以上数据可以看出，公司业绩催化因素主要来自于受益集采的成品药板块和业绩逐步释放的巨峰。2) 按季度看收入增速整体保持稳定增长。公司 2019 年 Q1-Q4 收入增速分别为 38.8%、26.1%、13.8%和 19.65%，整体保持较为稳定的增长，我们分析认为这主要还是受益于公司匹伐他汀、地衣芽孢和精神神经类药品放量带动；3) 公司盈利水平稳步提升。公司 2019 年毛利率和净利率分别为 65.08%和 14.31%，分别相比 2018 年提升 0.23 和 1.69 个百分点，显示出公司盈利能力也在稳步提升中。

我们提示，伴随着公司瑞舒伐他汀在全国扩面中未中标可能会为公司 2020-2021 年业绩增长带来不确定性，我们建议关注全国扩面中标品种头孢呋辛酯片和左乙拉西坦片以及第二批带量采购中标品种辛伐他汀片对公司业绩贡献情况，我们也提示关注康复新液、地衣芽孢等竞争格局较好品种的放量。

#### ► 中长期关注集采过渡期公司创新管线的推进情况以及仿制药新品种立项进展

公司 2019 年研发投入 2.54 亿元，创新品种管线布局已初具规模。目前公司精神神经领域产品管线 5 个，其中 EVT201 项目进展最快，即将进入 III 期临床。心脑血管领域创新产品管线 3 个。公司有 7 个仿制药产品提交注册申请，包括盐酸美金刚缓释胶囊和沙美特罗替卡松吸入粉雾剂等较具潜力品种。我们认为公司在逐步优化产品管线布局，包括重点开发精神神经领域创新药品种，以及加强在心脑血管领域的布局，未来公司有望依托已有的优势品种逐步提升在精神神经和心脑血管领域的话语权。

### 三、投资建议

考虑到集采扩面公司核心品种瑞舒伐他汀丢标，可能对 2020-2021 年业绩有一定波动性影响，我们下调了 2020-2022 年的业绩预测，我们预测 2020-2022 年 EPS 分别为 0.63、0.70 和 0.83 元，按 2020 年 4 月 3 日收盘价，对应 PE 分别 2020 年 17 倍，参考可比公司估值情况及未来 2-3 年的过渡期考虑，我们维持“谨慎推荐”评级。

### 四、风险提示

集采不确定性风险，研发立项不及预期的风险，增量品种放量速度低于预期。

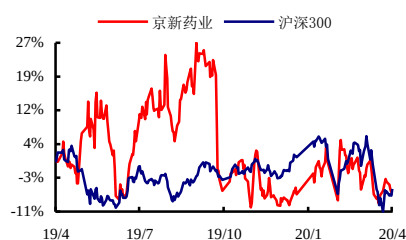
**谨慎推荐** 维持评级

当前价格： 10.60 元

交易数据 2020-4-3

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 13.97/9.88 |
| 总股本 (百万股)       | 725        |
| 流通股本 (百万股)      | 588        |
| 流通股比例 (%)       | 81.10      |
| 总市值 (亿元)        | 77         |
| 流通市值 (亿元)       | 62         |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：郭双喜

执业证号：S0100119100011

电话：010-85127728

邮箱：guoshuangxi@mszq.com

相关研究

- 1.京新药业(002020):符合预期,品种结构面临集采“大考”
- 2.京新药业 (002020): 原料药规模性+集采放量+产品梯队化,提升业绩确定性

**盈利预测与财务指标**

| 项目/年度            | 2019  | 2020E  | 2021E | 2022E |
|------------------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 3,647 | 3,824  | 4,478 | 5,197 |
| 增长率 (%)          | 23.9% | 4.9%   | 17.1% | 16.1% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 520   | 460    | 507   | 604   |
| 增长率 (%)          | 40.6% | -11.7% | 10.3% | 19.2% |
| 每股收益 (元)         | 0.73  | 0.63   | 0.70  | 0.83  |
| PE (现价)          | 14.5  | 16.7   | 15.2  | 12.7  |
| PB               | 2.1   | 1.8    | 1.6   | 1.5   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元)   | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入       | 3,647 | 3,824 | 4,478 | 5,197 |
| 营业成本        | 1,273 | 1,396 | 1,605 | 1,787 |
| 营业税金及附加     | 41    | 34    | 36    | 47    |
| 销售费用        | 1,341 | 1,407 | 1,652 | 1,923 |
| 管理费用        | 247   | 260   | 309   | 364   |
| 研发费用        | 254   | 287   | 358   | 442   |
| EBIT        | 490   | 440   | 518   | 635   |
| 财务费用        | 3     | 3     | 6     | 10    |
| 资产减值损失      | (9)   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益        | 81    | 50    | 30    | 30    |
| 营业利润        | 602   | 532   | 587   | 700   |
| 营业外收支       | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额        | 603   | 533   | 588   | 701   |
| 所得税         | 81    | 72    | 79    | 95    |
| 净利润         | 522   | 461   | 509   | 606   |
| 归属于母公司净利润   | 520   | 460   | 507   | 604   |
| EBITDA      | 605   | 562   | 642   | 761   |
|             |       |       |       |       |
| 资产负债表 (百万元) | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金        | 493   | 1279  | 2042  | 3074  |
| 应收账款及票据     | 409   | 459   | 582   | 676   |
| 预付款项        | 16    | 19    | 21    | 23    |
| 存货          | 416   | 445   | 553   | 549   |
| 其他流动资产      | 106   | 106   | 106   | 106   |
| 流动资产合计      | 3415  | 4286  | 5288  | 6418  |
| 长期股权投资      | 150   | 200   | 230   | 260   |
| 固定资产        | 908   | 928   | 948   | 968   |
| 无形资产        | 167   | 168   | 170   | 171   |
| 非流动资产合计     | 2210  | 2179  | 2160  | 2139  |
| 资产合计        | 5625  | 6466  | 7448  | 8557  |
| 短期借款        | 359   | 559   | 759   | 959   |
| 应付账款及票据     | 457   | 535   | 595   | 674   |
| 其他流动负债      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计      | 1770  | 2150  | 2624  | 3126  |
| 长期借款        | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 其他长期负债      | 143   | 143   | 143   | 143   |
| 非流动负债合计     | 144   | 144   | 144   | 144   |
| 负债合计        | 1914  | 2294  | 2768  | 3270  |
| 股本          | 725   | 725   | 725   | 725   |
| 少数股东权益      | 15    | 16    | 18    | 20    |
| 股东权益合计      | 3711  | 4172  | 4681  | 5287  |
| 负债和股东权益合计   | 5625  | 6466  | 7448  | 8557  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标          | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 23.9  | 4.9   | 17.1  | 16.1  |
| EBIT 增长率        | 40.4  | -10.2 | 17.7  | 22.7  |
| 净利润增长率          | 40.6  | -11.7 | 10.3  | 19.2  |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 65.1  | 63.5  | 64.2  | 65.6  |
| 净利率             | 14.3  | 12.0  | 11.3  | 11.6  |
| 总资产收益率 ROA      | 9.3   | 7.1   | 6.8   | 7.1   |
| 净资产收益率 ROE      | 14.1  | 11.1  | 10.9  | 11.5  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.9   | 2.0   | 2.0   | 2.1   |
| 速动比率            | 1.7   | 1.8   | 1.8   | 1.9   |
| 现金比率            | 1.4   | 1.5   | 1.5   | 1.6   |
| 资产负债率           | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 41.4  | 38.0  | 36.0  | 34.0  |
| 存货周转天数          | 110.1 | 111.1 | 111.9 | 111.0 |
| 总资产周转率          | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.7   | 0.6   | 0.7   | 0.8   |
| 每股净资产           | 5.1   | 5.7   | 6.4   | 7.3   |
| 每股经营现金流         | 0.7   | 0.9   | 0.9   | 1.3   |
| 每股股利            | 0.4   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 14.5  | 16.7  | 15.2  | 12.7  |
| PB              | 2.1   | 1.8   | 1.6   | 1.5   |
| EV/EBITDA       | 8.8   | 8.2   | 6.4   | 4.6   |
| 股息收益率           | 3.3   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
|                 |       |       |       |       |
| 现金流量表 (百万元)     | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润             | 522   | 461   | 509   | 606   |
| 折旧和摊销           | 125   | 122   | 124   | 126   |
| 营运资金变动          | (42)  | 93    | 35    | 205   |
| 经营活动现金流         | 532   | 644   | 664   | 940   |
| 资本开支            | 335   | 40    | 74    | 74    |
| 投资              | (31)  | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流         | (214) | (40)  | (74)  | (74)  |
| 股权募资            | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资            | 194   | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流         | (226) | 182   | 174   | 166   |
| 现金净流量           | 92    | 786   | 763   | 1,032 |

## 分析师与研究助理简介

**孙建**，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

**郭双喜**，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                    |
|-----------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上      |
| 行业评级标准                      |      |                       |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。