

众生药业 (002317): 研发管线可期

2020年04月28日

推荐/维持

众生药业 公司报告

报告摘要:

事件: ①公司发布2019年报,报告期内公司实现营业收入25.32亿元,同比增长7.2%;实现归属于上市公司股东净利润3.18亿元,同比下降27.07%;实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润2.95亿元,同比下降29.39%。②公司发布2020年一季报,报告期内公司实现营业收入3.90亿元,同比下降36.57%;实现归属于上市公司股东净利润0.53亿元,同比下降58.15%;实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润0.53亿元,同比下降57.47%。

(1) 扣除三项影响因素, 19年存量业务平稳。收入端: 公司19年实现销售收入25.3亿,同比增长7.2%。19年全年收入增速稍低于Q1-Q3收入增速,主要由公司下半年开始逐渐缩减医药贸易业务所致。扣除医药贸易业务影响,19年全年销售收入增速大于10%。**利润端:** 19年公司实现净利润3.19亿,同比-26.8%。19年净利润受三个方面的影响:①子公司众生医贸计提坏账准备5132.84万元;②终止5项研发项目,开发支出转入研发费用4539.28万元。终止项目包括三项与药明康德合作的创新药项目和两项一致性评价项目;③先强药业计提商誉减值4,050.91万元。剔除三项影响,19年实现净利润4.56亿,同比增长约5%,公司主体经营业绩符合预期。

(2) 2020Q1业绩受疫情影响,预计将伴随医院就诊人数的增加逐步恢复。收入端: 2020Q1营业收入同比下降36.57%。2020Q1公司众生丸、清热祛湿颗粒等抗病毒和清热解毒类产品销售未收到明显冲击,但由于非疫情相关科室就诊人数的大幅下降,公司主要产品如复方血栓通和脑栓通的销售受到较大影响。由于主打产品多为慢病用药,患者需求长期存在,预计将伴随医院就诊人数的增加逐步恢复。**利润端:** 2020Q1归母净利下降58.15%,由于①毛利率高的主打品种受冲击更大;②报告期内研发费用投入增加;③存在固定成本等原因,报告期内公司利润端受影响幅度大于收入端。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,361.51	2,531.52	2,260.32	2,857.42	3,159.13
增长率(%)	20.23%	7.20%	-10.71%	26.42%	10.56%
归母净利润(百万元)	435.65	317.73	359.40	448.45	501.55
增长率(%)	3.70%	-27.07%	13.12%	24.78%	11.84%
净资产收益率(%)	11.16%	7.81%	8.27%	9.80%	10.39%
每股收益(元)	0.54	0.39	0.44	0.55	0.62
PE	22.61	31.31	27.67	22.18	19.83
PB	2.55	2.45	2.29	2.17	2.06

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

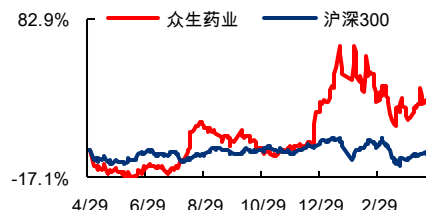
公司简介:

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)	17.17-7.98
总市值(亿元)	99.45
流通市值(亿元)	95.45
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	1.98

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: 王敏杰

010-66554041

wangmj_yjs@dxzq.net.cn

(3) 研发投入持续加大，流感和 NASH 新药布局领先。2016-2018 年公司累计研发投入约 4.2 亿元，2019 年研发投入超 1.5 亿元。自 2015 年与药明康德启动新药研发合作以来，公司持续丰富研发管线布局，目前已重点覆盖了肝病、呼吸系统疾病、肿瘤、眼科等领域。在合作项目不断丰富的同时，研发进展也稳步推进。目前已有 6 项处于临床一期和二期研发阶段。其中流感领域新药 ZSP1273 是国内首个获批临床的甲流病毒 RNA 聚合酶抑制剂，有望成为甲流领域 best-in-class 药物。NASH 领域公司采取 1 项 first-in-class 和 3 项 fast-follow（阳性化合物均有二期结果验证）策略进行布局，研发进展国内领先，于国际亦有竞争力。

表 1：众生药业创新药研发进展

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 I 期	
非酒精性脂肪肝研发管线	ZSYM009 (众生睿创)	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 (众生睿创)	ZSP0678	非酒精性脂肪性肝炎/原发性胆汁性胆管炎		获批临床 (PBC)	I 期临床试验 (NASH)		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。
	ZSYM008 (众生睿创)	-	非酒精性脂肪性肝炎	临床前研究				1、体内活性显著优于参考化合物； 2、解决参考化合物药物-药物相互作用问题； 3、临床研究表明该靶点安全有效。
	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 (众生睿创)	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 (众生睿创)	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。
眼科管线	ZSYM011	-	治疗糖尿病黄斑水肿	临床前研究				1、可口服或者滴眼用于治疗 DME； 2、在临床前中度、重度 DME 动物模型上展现良好药效。

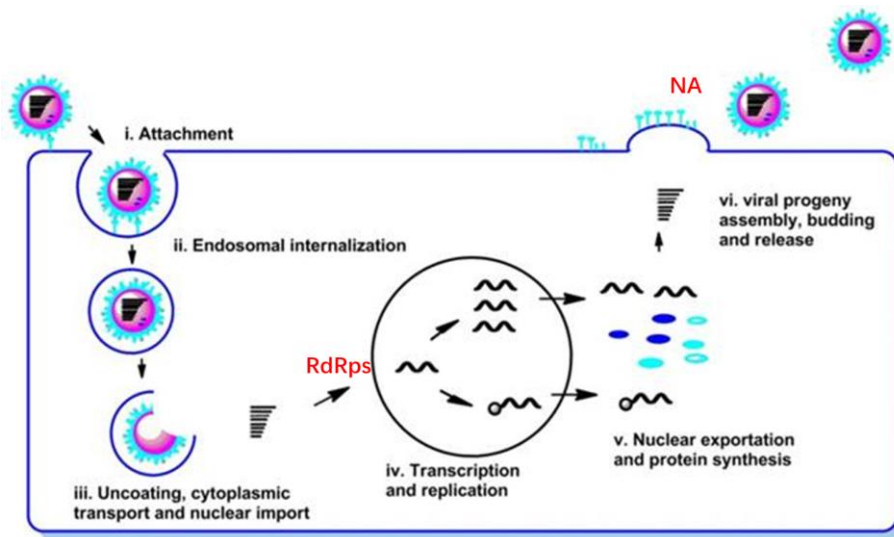
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

(4) 流感新药 ZSP1273 已完成 II 期患者入组工作，预期将获得积极数据，有望于下一流感季推进至 III 期临床。ZSP1273 于 2019 年 12 月完成 II 期临床试验首例受试者入组，目前已完成 II 期患者入组工作，

预计将于今年年中获得数据分析结果，若结果积极将有望推进至临床 III 期试验。若进展顺利，III 期临床试验将于下一流感季开展。

流感治疗领域亟需新型抗流感病毒药物。当前全球抗流感病毒药以神经氨酸酶抑制剂为主导，但①此类药物用药时间窗口要求高：奥司他韦理想给药时间为发病后 48h 内，相当比例患者难以在此时间窗口内求医并用药；②面临潜在耐药性问题：奥司他韦于 1999 年获 FDA 批准，迄今已上市超 20 年。其于 2001 年在我国上市，近年亦放量迅速，面临潜在耐药性问题。基于此原因，当前流感治疗领域亟需新型抗流感病毒药物。

图 1：神经氨酸酶抑制剂和 RNA 聚合酶抑制剂作用机制对比



资料来源：Wu X et al., 2017, 东兴证券研究所

RNA 聚合酶抑制剂是最有进展和最具前景的新型抗流感病毒药。神经氨酸酶抑制剂作用于病毒表面神经氨酸酶 (NA)，其阻止病毒与宿主细胞表面唾液酸受体之间的连接的切断过程，进而干扰子代病毒从宿主细胞中释放，该作用机制亦是其用药时间窗要求高的主要原因。不同于神经氨酸酶抑制剂，RNA 聚合酶抑制剂直接作用于病毒于宿主细胞内的复制过程。由于其直接针对病毒 RNA 的复制和转录，且作用区域为病毒的高度保守区域，因而是一类极其有效的抗病毒药物，亦被认为是最具前景的抗流感病毒药物。当前 RNA 聚合酶抑制剂药物 Baloxavir 已于 2018 年在日本和美国上市，上市后即获得日本传染病学会和美国 CDC 推荐用于抗流感病毒治疗。

表 2：RNA 聚合酶抑制剂类抗流感病毒药

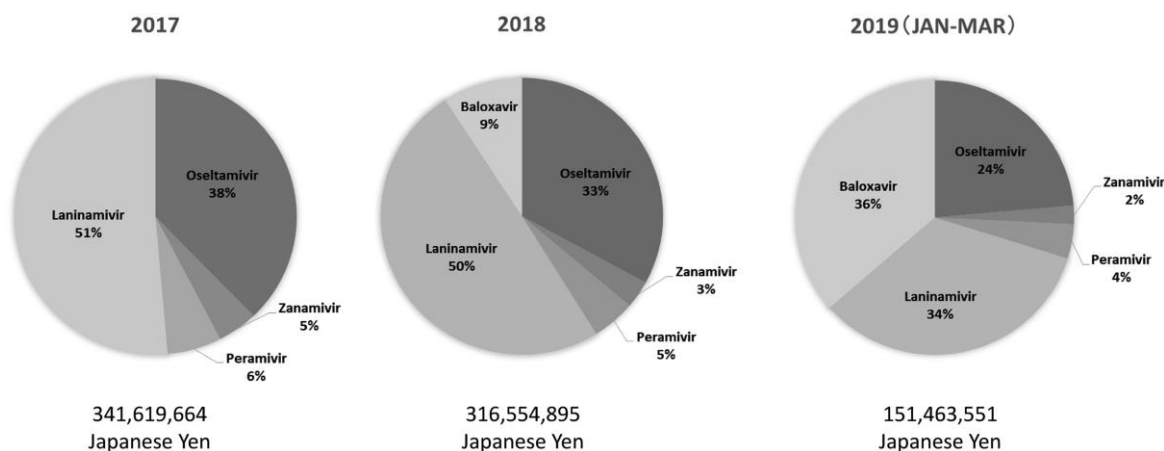
作用机制	作用靶点	药物名称	给药途径	临床试验阶段	研发公司
RNA 聚合酶抑制剂	PA 亚基	Baloxavir (S-033188,BXM)	口服	III/已上市	Shionogi, Japan

PB2 亚基	Pimodivir (JNJ-63623872, VX-787)	口服	III	Janssen, Belgium
PB2 亚基	ZSP1273	口服	II	众生药业，中国

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

RNA 聚合酶抑制剂药物于日本上市后迅速放量。Baloxavir 于 2018 年 2 月在日本上市，由于其具备服药便利（单次给药即可，对比奥司他韦为 5 天*bid）、起效快等优势，上市后迅速放量。据盐野义公司财报，2018 年 Baloxavir 销售额约为 2.45 亿美元。据相关市场调查，Baloxavir 上市首年即占领 9% 抗流感病毒药市场份额，2019Q1 其市场份额跃升至 36%。

图 2：RNA 聚合酶抑制剂药物于日本上市后迅速放量



资料来源：Fujita J, 2019, 东兴证券研究所

注：① Oseltamivir/ Laninamivir/ Zanamivir/ Peramivir 均为神经氨酸酶抑制剂；② 该数据为日本冲绳县市场调查数据

ZSP1273 市场规模有望超 22 亿元。在当前流感治疗领域亟需新型抗流感病毒药物的背景下，RNA 聚合酶抑制剂类药物具备优势。若公司新药 ZSP1273 成功上市，将逐步分享抗流感病毒药物这一巨大市场。另一方面，随着流感防治知识的普及、流感与普通感冒区别的知晓度的提升，流感发病人群中的整体求医率和抗病毒药物治疗率有望进一步升高。参考奥司他韦、Baloxavir 等抗流感药物的渗透率和治疗费用，我们对产品的市场空间进行了详细测算。我们预计，若 ZSP1273 成功上市，其市场规模有望超 22 亿元。

表 3：ZSP1273 市场规模测算

治疗市场	儿童市场	成人市场
人口		
人口数（百万）	235.26	1160.12
流感发病率	20%-30%	5%-10%
发病人数（百万）	58.82	87.01
抗流感病毒药物治疗比例	70%	30%
公司产品渗透率	15%	25%

治疗费用		
Xofluza 日本单价 (日元)	2438.8/20mg	
Xofluza 用法	单次, 口服	
Xofluza 用量	≥40KG: 40mg 20KG~40KG: 20mg 10KG~20KG: 10mg	40KG~80KG: 40mg ≥80KG: 80mg
Xofluza 日本全疗程价格 (日元)	3414.32	4877.6
国内全疗程价格折价	70%	
全疗程价格 (人民币, 元)	147.94	211.35
ZSP1273 预测平均治疗费用 (人民币, 元)	147.94	211.35
市场规模		
ZSP1273 预测市场规模 (人民币, 亿元)	9.14	13.79
ZSP1273 预测市场规模合计 (人民币, 亿元)	22.93	

资料来源: 国家统计局, Wind 医药库, 东兴证券研究所

注: 平均治疗费用取 Xofluza 于日本全疗程价格的 70%

盈利预测及投资评级: 公司传统业务增长稳定, 流感、NASH 等新药临床试验稳步推进, 研发成果逐步显现。我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 22.60 亿、28.57 亿、31.59 亿; 归母净利润分别为 3.59 亿、4.48 亿和 5.02 亿; EPS 分别为 0.44 元、0.55 元和 0.62 元, 对应 PE 分别为 27.67、22.18 和 19.83, 维持“推荐”评级。

风险提示: 新药研发风险; 药品降价风险。

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					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	2396	2700	2650	3034	3436	营业收入	2362	2532	2260	2857	3159						
货币资金	929	820	1312	925	1023	营业成本	904	917	817	1033	1142						
应收账款	480	665	594	750	830	营业税金及附加	26	29	26	33	36						
其他应收款	8	0	0	0	0	营业费用	750	854	762	957	1058						
预付款项	216	90	-23	-165	-322	管理费用	100	123	110	139	154						
存货	285	374	333	421	465	财务费用	7	19	22	9	17						
其他流动资产	23	176	-68	470	743	研发费用	84	133	113	171	174						
非流动资产合计	2848	2807	2494	2491	2486	资产减值损失	19.24	-41.02	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	93	81	81	81	81	公允价值变动收益	0.00	-0.11	0.00	0.00	0.00						
固定资产	628	0	10	18	26	投资净收益	8.49	8.98	8.98	8.98	8.98						
无形资产	339	328	309	290	273	加:其他收益	20.52	7.15	0.00	0.00	0.00						
其他非流动资产	55	51	0	0	0	营业利润	501	381	421	527	590						
资产总计	5244	5507	5144	5525	5922	营业外收入	2.75	1.17	10.00	10.00	10.00						
流动负债合计	890	1073	461	613	755	营业外支出	3.74	2.90	2.90	2.90	2.90						
短期借款	467	549	0	112	223	利润总额	500	379	428	534	597						
应付账款	49	89	78	99	109	所得税	69	59	67	83	93						
预收款项	25	42	58	77	98	净利润	431	320	361	450	504						
一年内到期的非流动	22	110	110	110	110	少数股东损益	-5	2	2	2	2						
非流动负债合计	403	299	265	265	265	归属母公司净利润	436	318	359	448	502						
长期借款	348	235	235	235	235	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
负债合计	1293	1372	725	877	1020	成长能力											
少数股东权益	48	69	71	73	75	营业收入增长	20.23%	7.20%	-10.71%	26.42%	10.56%						
实收资本(或股本)	814	814	814	814	814	营业利润增长	1.47%	-24.02%	10.64%	25.06%	11.95%						
资本公积	1384	1432	1432	1432	1432	归属于母公司净利润	13.12%	24.78%	13.12%	24.78%	11.84%						
未分配利润	1540	1666	1809	1987	2187	获利能力											
归属母公司股东权益	3903	4066	4348	4575	4828	毛利率(%)	61.72%	63.76%	63.85%	63.85%	63.85%						
负债和所有者权益	5244	5507	5144	5525	5922	净利率(%)	18.23%	12.63%	15.99%	15.76%	15.94%						
现金流量表						单位:百万元						总资产净利润(%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)						11.16%	7.81%	8.27%	9.80%	10.39%	
经营活动现金流	327	251	867	-261	260	偿债能力											
净利润	431	320	361	450	504	资产负债率(%)	25%	25%	14%	16%							
折旧摊销	399.62	401.88	0.00	1.20	2.00	流动比率	2.69	2.52	5.75	4.95	4.55						
财务费用	7	19	22	9	17	速动比率	2.37	2.17	5.03	4.27	3.93						
应收账款减少	0	0	71	-157	-79	营运能力											
预收账款增加	0	0	15	19	21	总资产周转率	0.47	0.47	0.42	0.54	0.55						
投资活动现金流	-451	-241	320	-4	-4	应收账款周转率	6	4	4	4	4						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	35.22	36.69	27.06	32.31	30.39						
长期股权投资减少	0	0	14	0	0	每股指标(元)											
投资收益	8	9	9	9	9	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.39	0.44	0.55	0.62						
筹资活动现金流	129	-118	-694	-123	-159	每股净现金流(最新)	0.01	-0.13	0.60	-0.48	0.12						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.79	4.99	5.34	5.62	5.93						
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	22.61	31.31	27.67	22.18	19.83						
资本公积增加	-40	48	0	0	0	P/B	2.55	2.45	2.29	2.17	2.06						
现金净增加额	5	-108	493	-387	98	EV/EBITDA	10.85	12.51	19.37	17.08	15.17						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师：胡博新

药学专业，10年证券行业医药研究经验，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、理学学士，2019年加盟东兴证券研究所，主要覆盖疫苗、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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526

