

分析师: 李琳琳

登记编码: S0730511010010

lill@ccnew.com 021-50586983

疫情及医药行业变革, 诱发商誉大幅减值

——众生药业(002317)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(调降)

市场数据(2021-01-04)

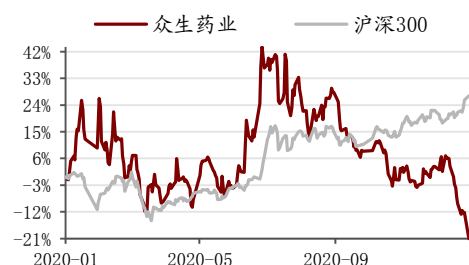
发布日期: 2021年01月05日

收盘价(元)	9.92
一年内最高/最低(元)	18.58/9.92
沪深300指数	5267.72
市净率(倍)	1.99
流通市值(亿元)	70.73

基础数据(2020-9-30)

每股净资产(元)	5.17
每股经营现金流(元)	0.44
毛利率(%)	64.92
净资产收益率-摊薄(%)	7.16
资产负债率(%)	23.47
总股本/流通股(万股)	81446.11/71299.54
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

- 1 《众生药业(002317)季报点评: 三季度业绩持续回暖, 业务进展符合预期》 2020-11-04
- 2 《众生药业(002317)中报点评: 下半年经营大概率回暖》 2020-08-27
- 3 《众生药业(002317)公司点评报告: 1273临床II期揭盲, 结果积极》 2020-06-29

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

1月4日, 公司发布2020年业绩预告, 2020年公司预计亏损4.5亿元至3.8亿元(上年同期盈利3.1亿元), 基本每股收益预计为-0.56元/股至-0.47元/股。

投资要点:

- 扣非后三季度经营稳定, 全年大幅预亏主要来自于全资子公司先强药业的商誉减值。财报显示, 前三季度公司实现营收13.10亿元, 同比下滑31.72%, 实现归母净利润3.01亿元, 同比下滑18.21%, 扣非后归母净利润1.78亿元, 同比下滑50.19%。经营活动产生的现金流量净额为3.61亿元, 同比增长24.92%, 基本每股收益0.38元。第三季度各方面经营状况环比数据表现稳定。单看Q3的财报数据, 公司实现营业收入环比增长32.68%, 扣非后归母净利润略微下滑1.25%。第三季度毛利率水平继续攀升, 达到68.28%, 较上年同期提升1.6个百分点。全年大幅预亏主要来自于全资子公司先强药业以及其他子公司的商誉减值。
- 疫情及医药行业变革诱发商誉大幅减值。公司在2020年报告期内拟减值的项目分别为: 1) 全资子公司广东先强药业有限公司(以下简称“先强药业”)拟计提商誉减值准备7.4亿元至7.8亿元, 主要原因是: 该公司主营产品为注射用单磷酸阿糖腺苷和头孢克肟分散片, 近年来这些品种经营竞争日趋激烈, 上半年受疫情影响销售急剧下降, 由于疫情防控已经形成常态化趋势, 加之带量采购常态化, 公司预判后期该两种产品后期销售很难达到之前预期的销售水平, 出于谨慎性原则, 对该公司进行大幅商誉减值。未来先强公司将作为公司的原料药生产基地, 1273等创新药的原料药都将在先强药业生产, 后期商誉继续减值的可能性不大; 2) 控股子公司广东逸舒制药股份有限公司(以下简称“逸舒制药”)拟计提商誉减值准备0.8亿元至1亿元; 主要原因是: 受到疫情的影响, 公司氯雷他定等主导产品销量下滑较快, 另外鉴于技术开发难度和市场环境变化, 公司于近期决定终止主要产品奥美拉唑肠溶胶囊等产品的仿制药一致性评价研究工作。后续逸舒制药将作为中成药和化药的生产基地, 继续减值的风险不大; 3) 全资孙公司广州糖网医疗科技有限公司拟全额计提商誉减值准备892万元。主要原因是, 公司于近期重新规划了该孙公司的发展路径, 确定了将其仅作为公司零售、基层市场推广业务配套手段的战略定位。综上, 公司合计减值金额约为8.29至8.89亿元。扣除一次性因素影响, 公司四季度业绩呈现环比改善态势。

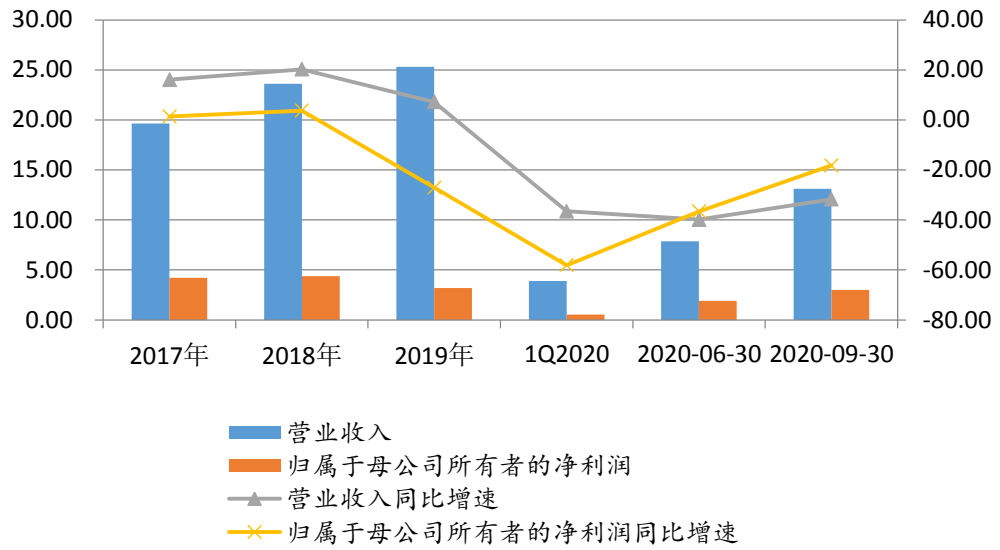
- **1273 项目进展。**受到疫情之后流感人数同比减少因素的影响，公司 1273 三期临床项目还在入组中，近一个月乙流感染人数呈现增加态势，1-2 月是传统的流感高发季节，后续 1273 入组有望加速。
- 目前，肝病、眼科、肿瘤领域项目稳步推进进展，考虑到商誉减值的因素影响，下调公司盈利预测，预计公司 2020 年每股收益为-0.47 元、2021 年 0.49 元，2022 年 0.52 元，对应 1 月 4 日收盘价 9.92 元，2021 年和 2022 年市盈率分别为 20.24 倍，19.08 倍。考虑到公司大幅商誉减值，2020 年出现亏损，创新药管线仍在稳步推进，下调公司评级至“增持”的投资评级，后续可持续关注创新药项目进展情况。

风险提示： 疫情再次爆发，新药研发进度低于预期

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,362	2,532	2,785	3,063	3,369
增长比率(%)	20.2	7.2	10.0	10.0	10.0
净利润(百万元)	436	318	-382	401	424
增长比率(%)	3.7	-27.1	-220.1	-205.2	5.6
每股收益(元)	0.53	0.39	-0.47	0.49	0.52
市盈率(倍)	27.9	38.3	-31.9	30.3	28.7

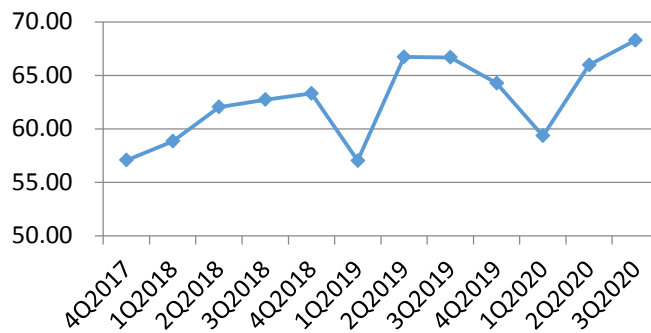
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司营业收入、归母净利润以及同比增速 亿元, %



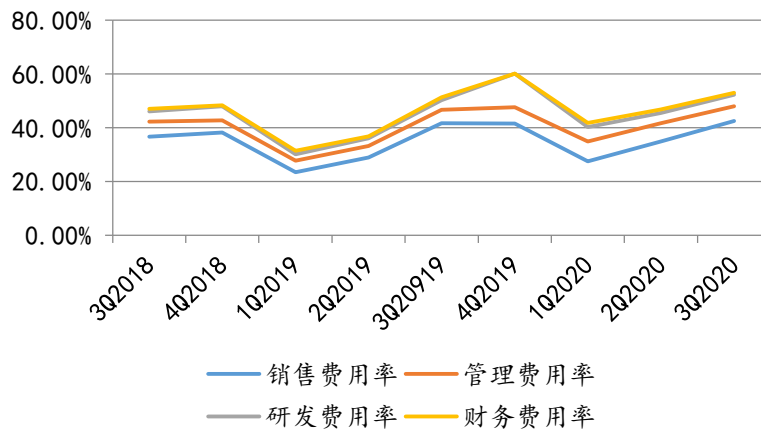
资料来源: wind 资讯, 中原证券

图 2: 公司 2017 年以来单季度毛利率走势 %



资料来源: wind 资讯, 中原证券

图 3: 公司单季度期间费用率走势 %



资料来源: wind 资讯, 中原证券

表 1: 公司创新药管线布局

研发管线	项目代码	药品注册代码	适应症	项目特点
非酒精性脂肪性肝炎研发管线	ZSYM009	ZSP1601	非酒精性脂肪性肝炎	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/原发性胆汁性胆管炎	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	-	非酒精性脂肪性肝炎	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。
呼吸系统疾病研发管线	RCYM001	-	非酒精性脂肪性肝炎	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。
	ZSYM005	ZSP1273	预防和治疗甲型流感及人禽流感	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	ZSP1603	特发性肺纤维化	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	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	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	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，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2396	2700	3624	4045	4353
现金	929	820	1652	1818	1999
应收票据及应收账款	924	1217	1138	1453	1397
其他应收款	8	9	10	10	12
预付账款	216	90	247	123	284
存货	285	374	387	450	470
其他流动资产	34	190	190	190	190
非流动资产	2848	2807	2875	2913	2949
长期投资	93	81	66	51	37
固定资产		612	626	636	645
无形资产	596	596	660	698	738
其他非流动资产	1532	1518	1524	1527	1529
资产总计	5244	5507	6500	6957	7302
流动负债	890	1073	2656	2912	3035
短期借款	467	549	2115	2387	2423
应付票据及应付账款	100	89	128	111	152
其他流动负债	324	435	413	415	460
非流动负债	403	299	255	209	164
长期借款	348	235	191	145	100
其他非流动负债	56	64	64	64	64
负债合计	1293	1372	2911	3122	3199
少数股东权益	48	69	67	68	68
股本	814	814	814	814	814
资本公积	1384	1432	1432	1432	1432
留存收益	1757	1914	1683	1921	2166
归属母公司股东权益	3903	4066	3521	3768	4035
负债和股东权益	5244	5507	6500	6957	7302

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	327	251	-282	296	561
净利润	431	320	-383	402	424
折旧摊销	79	99	84	93	103
财务费用	7	19	49	88	87
投资损失	-8	-9	-20	-15	-13
营运资金变动	-218	-263	-12	-272	-40
其他经营现金流	37	86	0	0	0
投资活动现金流	-451	-241	-132	-115	-126
资本支出	143	128	83	52	50
长期投资	211	-135	14	15	14
其他投资现金流	-96	-247	-35	-48	-61
筹资活动现金流	129	-118	-318	-288	-289
短期借款	29	82	0	0	0
长期借款	348	-113	-44	-46	-46
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-40	48	0	0	0
其他筹资现金流	-207	-136	-274	-243	-243

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2362	2532	2785	3063	3369
营业成本	904	917	1058	1164	1280
营业税金及附加	26	29	17	31	34
营业费用	750	854	919	980	1078
管理费用	100	123	200	184	202
研发费用	84	133	139	153	202
财务费用	7	19	49	88	87
资产减值损失	19	-41	889	0	0
其他收益	21	7	0	0	0
公允价值变动收益					
	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	8	9	20	15	13
资产处置收益	2	3	0	0	0
营业利润	501	381	-467	478	499
营业外收入	3	1	0	0	0
营业外支出	4	3	0	0	0
利润总额	500	379	-467	478	499
所得税	69	59	-84	77	75
净利润	431	320	-383	402	424
少数股东损益	-5	2	-2	1	-0
归属母公司净利润	436	318	-382	401	424
EBITDA	602	502	-333	661	694
EPS (元)	0.53	0.39	-0.47	0.49	0.52

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	20.2	7.2	10.0	10.0	10.0
营业利润 (%)	1.5	-24.0	-222.7	202.4	4.3
归属母公司净利润 (%)	3.7	-27.1	-220.1	-205.2	5.6
获利能力					
毛利率 (%)	61.7	63.8	62.0	62.0	62.0
净利率 (%)	18.2	12.6	-13.8	13.1	12.6
ROE (%)	10.9	7.7	-10.7	10.5	10.3
ROIC	9.5	6.8	-5.8	7.5	7.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.7	24.9	44.8	44.9	43.8
净负债比率 (%)	-1.7	2.5	20.4	20.7	14.7
流动比率	2.7	2.5	1.4	1.4	1.4
速动比率	2.1	1.9	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	8.4	9.7	9.7	9.7	9.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.53	0.39	-0.47	0.49	0.52
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.40	0.31	-0.35	0.36	0.69
每股净资产 (最新摊薄)	4.79	4.99	4.32	4.63	4.95
估值比率					
P/E	27.9	38.3	-31.9	30.3	28.7
P/B	3.1	3.0	3.5	3.2	3.0

现金净增加额	5	-109	-733	-107	146	EV/EBITDA	20.2	24.6	-38.9	19.7	18.5
--------	---	------	------	------	-----	-----------	------	------	-------	------	------

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者其他决定的唯一信赖依据。