

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 中新药业 (600329): 利润端增长较快, 发展有望提速

分析师: 王雯

2021年5月7日

执业证书编号: S1380516110001

联系电话: 010-88300898

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

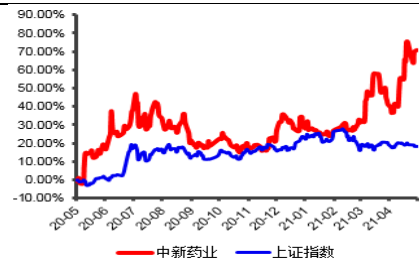
### 公司评级

当前价格: 23.32 元/股  
上次评级: 推荐  
本次评级: 推荐

### 公司基本数据

总股本 (百万股): 774  
流通股本 (百万股): 566  
流通 A 股市值 (亿): 133  
每股净资产 (元): 7.79  
资产负债率 (%): 29.91

### 中新药业近一年股价走势



数据来源: wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

四季度业绩略低于预期, 期待公司新征程——中新药业 (600329) 2020 年年报点评

### 摘要:

公司发布 2021 年一季报, 实现营收和归母净利润分别为 18.27 亿和 2.13 亿, 分别同比增长 10.32% 和 25.34%, 同时扣非归母净利润同比增长 29.4%, 利润端增长超我们此前预期。

**利润端增长高于收入端, 工业端有望逐步恢复。**一季度收入端在去年相对低基数水平上回升明显, 同时销售费用的同比下降及毛利率的提升, 共同推动公司利润端增长显著高于收入端。基于一季度毛利率的提升, 我们分析一季度工业端销售正逐步恢复。

**围绕营销的相关工作是 2021 年工作重点。**公司在 2021 年经营计划中指出, 要做好产品的精准定位, 提升盈利能力。另外提升预算管理, 提高费效比。并全力推动营销管理信息平台上线, 精准管理销售费用。一季度, 公司销售费用为 4.32 亿, 在去年低基数上继续降低 0.34%, 销售费用率为 23.62%, 同比下降 2.53%。我们认为公司通过规划设计及营销管理等方式, 加强了对费用的管控, 推动了整体盈利能力的提升。

**费用率情况。**公司整体毛利率为 42.14%, 同比提升 1.02 个百分点, 或与工业收入的恢复有关。销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 23.62%、5.52% 和 -0.42%, 分别同比提升 -2.53%、0.77% 和 -0.13%。在期间费用率的降低及毛利率的提升下, 公司净利率为 11.87%, 同比提升 1.33 个百分点。

**公司实控人已变更, 发展有望提速。**2021 年 3 月公司直接控股股东—天津医药集团已完成股权转让的工商变更登记, 新引入的战略投资者津沪深公司为公司的间接控股股东。此外公司股权激励也已落地实施, 2021 年底将引来第一个解除限售期, 公司有望进入良性发展阶段。

**投资建议:**我们暂维持此前盈利预测, 预计公司 2021 年—2023 年实现 EPS 分别为 0.97 元, 1.14 元, 1.33 元。2021 年 5 月 7 日收盘价对应 2021 年的估值约 24 倍, 考虑到公司的品牌和品种资源及目前改革的进展, 我们继续给予推荐评级, 建议关注。

**风险提示:**业绩增长不及预期风险; 营销和管理改革力度和进度低于预期; 产品竞争加剧风险; 医保政策压力; 监管环境持续收紧超预期; 海内外宏观经济下行风险; 股票市场系统性风险。

财报摘要 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	6,993.88	6,603.65	7,049.73	7,597.23	8,255.13
(+/-)%	9.99%	-5.58%	6.76%	7.77%	8.66%
息税前利润 (EBIT)	554.22	553.28	650.00	792.47	940.60
(+/-)%	19.26%	-0.17%	17.48%	21.92%	18.69%
归母净利润	625.57	661.7	747.03	884.73	1,028.27
(+/-)%	11.37%	5.78%	12.90%	18.43%	16.22%
每股净收益 (元)	0.81	0.86	0.97	1.14	1.33

数据来源: wind, 公司公告, 国开证券研究与发展部

公司发布 2021 年一季报，实现营收和归母净利润分别为 18.27 亿和 2.13 亿，分别同比增长 10.32%和 25.34%，同时实现扣非归母净利润 2.04 亿，同比增长 29.4%。一季度利润端增长高于收入端，特别是扣非后归母净利润增长接近 30%，超我们此前预期。

**利润端增长高于收入端，工业端有望逐步恢复。**一季度是公司业务传统旺季，收入端在去年相对低基数水平上回升明显，对整体业绩提升起到推动作用。但同时销售费用的同比略下降及毛利率的提升，共同推动公司利润端增长显著高于收入端。去年受疫情拖累，公司工业收入下滑，特别一些大品种销量下降。基于一季度毛利率的提升，我们分析一季度工业端销售正逐步恢复，工业端收入占比的提升或是毛利率提升的主因。公司品种资源丰富，未来可挖掘潜力较为突出。

**围绕营销的相关工作是 2021 年工作重点。**公司在 2021 年经营计划中指出，要做好产品的精准定位，有目的、有策略的调整产品结构，提升盈利能力。另外提升预算管理能力和提高费效比。全力推动营销管理信息平台上线，精准管理销售费用。此外严格业务人员考核，对地区经理业绩实行末位淘汰。2021 年一季度，公司销售费用为 4.32 亿，在去年低基数上继续降低 0.34%，销售费用率为 23.62%，同比下降 2.53 个百分点。我们认为公司在加强品牌力和渠道建设，推动营销改革的同时，也通过规划设计及营销管理等方式，加强了对费用的管控，推动了整体盈利能力的提升。

**费用率情况。**公司整体毛利率为 42.14%，同比提升 1.02 个百分点，或与工业收入的恢复有关。销售费用、管理费用和财务费用分别同比增长-0.34%、28.17%和-57.66%，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 23.62%、5.52%和-0.42%，分别同比提升-2.53%、0.77%和-0.13%。在期间费用率的降低及毛利率的提升下，公司净利润率为 11.87%，同比提升 1.33 个百分点。一季度公司经营性活动现金流量净额为 1.13 亿，虽同比有所降低，但现金流情况仍相对良好。

**公司实控人已变更，发展有望提速。**2021 年 3 月 26 日公司直接控股股东-天津医药集团已完成股权转让的工商变更登记，新引入的战略投资者津沪深公司为公司的间接控股股东，期待在新股东入主集团后公司作为下属核心的老字号公司焕发经营活力，迈向新征程。此外公司股权激励也已落地实施，2021 年底将引来第一个解除限售期，公司有望进入良性发展阶段。

**投资建议：**我们暂维持此前盈利预测，预计公司 2021 年-2023 年分别实现营业收入为 70.5 亿、75.97 亿和 82.55 亿，分别同比增长 6.76%、7.77%和 8.66%，实现 EPS 分别为 0.97 元，1.14 元，1.33 元。2021 年 5 月 7 日收盘价对应 2021 年的估值约 24 倍，考虑到公司的品牌和品种资源及目前改革的进展，我们继续给予推荐评级，建议关注。

风险提示：业绩增长不及预期风险；营销和管理改革力度和进度低于预期；产品竞争加剧风险；医保政策压力；监管环境持续收紧超预期；海内外宏观经济下行风险；股票市场系统性风险。

**附录：盈利预测表**

利润表 (百万 元)	2020	2021	2022	2023	资产负债表 (百万 元)	2020	2021	2022	2023
营业收入	6604	7050	7597	8255	货币资金	1987	2449	2878	3542
营业成本	4028	4145	4348	4621	交易性金融资产	0	0	0	0
税金及附加	58	69	71	77	应收票据	449	239	387	351
销售费用	1458	1692	1861	2047	应收账款	1513	1615	1740	1891
管理费用	357	352	372	405	存货	1488	1582	1633	1749
研发费用	149	141	152	165	其他流动资产	167	434	479	542
财务费用	-27	2	2	2	流动资产合计	5604	6319	7117	8075
其他收益	43	23	29	37	投资性房地产	22	20	19	18
投资收益	160	176	182	190	固定资产	1172	1388	1477	1604
公允价值变动 收益	0	0	0	0	在建工程	285	248	270	262
信用减值损失	10	0	0	0	无形资产	203	217	238	256
资产减值损失	-4	-4	-4	-4	商誉	0	0	0	0
资产处置收益	8	19	15	19	长期股权投资	688	688	688	688
营业利润	785	870	1020	1188	长期待摊费用	7	7	7	7
营业外收支	-17	0	0	0	递延所得税资产	165	165	165	165
利润总额	768	870	1020	1188	其他非流动资产	138	138	138	138
所得税费用	88	113	125	150	资产总计	8283	9191	10120	11215
净利润	680	757	895	1038	短期借款	0	0	0	0
归属于母公司的 净利润	662	747	885	1028	应付票据	236	124	193	172
少数股东损益	18	10	10	10	应付账款	666	681	717	761
现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022	2023	应付职工薪酬	131	141	145	155
经营活动现金流 净额	671	488	446	673	应交税费	43	79	67	83
投资活动现金流 净额	74	-24	-15	-7	其他流动负债	1088	1252	1192	1202
筹资活动现金流 净额	-237	-2	-2	-2	流动负债合计	2164	2278	2314	2373
现金净流量	508	461	429	664	长期借款	30	30	30	30
<b>基本指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	应付债券	0	0	0	0
EPS	0.86	0.97	1.14	1.33	递延所得税负债	4	4	4	4
BVPS	7.51	8.54	9.68	11.01	其他非流动负债	136	136	136	136
PE	20.48	24.15	20.39	17.55	负债合计	2333	2447	2484	2543
PEG	3.55	1.87	1.11	1.08	归属于母公司的所 有者权益	5808	6605	7490	8518
PB	2.33	2.73	2.41	2.12	少数股东权益	141	151	161	171
EV/EBITDA	17.40	21.43	17.38	14.23	股东权益	5950	6757	7652	8690
ROE	11%	11%	12%	12%	负债及股东权益	8283	9204	10135	11233

数据来源: wind, 公司公告, 国开证券研究与发展部 (注: 表中 PE、PEG 及 PB 的计算使用公司 2021 年 5 月 7 日收盘价)

## 分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券医药行业分析师，8年行业研究经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层