



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师：王雯

2021年11月4日

执业证书编号：S1380516110001

联系电话：010-88300898

邮箱：wangwen@gkzq.com.cn

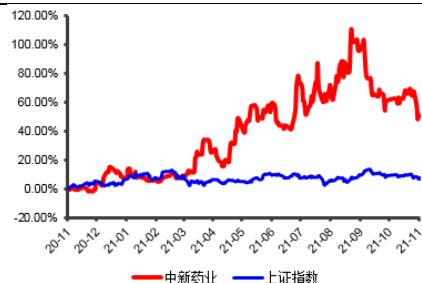
公司评级

当前价格：24.16 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）：137
每股净资产（元）：8.06
资产负债率（%）：30.03

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

老字号迸发经营活力，利润端增长大幅超预期——中新药业（600329）2021年半年报点评

利润端增长较快，发展有望提速——中新药业（600329）2021年一季报点评

中新药业（600329）：利润端继续保持较快增长，集团混改效应有望持续显现

摘要：

公司发布2021年三季报，实现营收、归母净利润和扣非后的归母净利润分别为53.52亿元、6.62亿元和6.36亿元，分别同比增长7.97%、38.74%和35.5%。其中单三季度实现营收、归母净利润和扣非后归母净利润分别同比增长2.71%、29.75%和29.79%。公司单三季度利润端仍保持了较快增长，基本符合我们此前预期。

利润端延续快速增长，盈利能力较大提升。三季度公司收入端增长相比前两季度有所降低，但利润端增长仍较强劲。我们分析主要原因有：1) 毛利率的提升带动营业成本增长低于收入。2) 销售费用增长放缓。3) 投资收益的增长。我们测算前三季度剔除投资收益后的利润总额同比增长也达到了40%，显示了较强的挖潜实力。

工业收入预计保持了较快增长。我们预计前三季度公司工业端收入增长高于整体水平，以速效救心丸为代表的盈利能力强的品种的销售占比预计加大，带动公司整体毛利率同比较大提升。前三季度公司毛利率为42.05%，同比提升2.17%，推动了盈利能力的提升。

业绩改善明显，发展有望提速。今年3月底公司直接控股股东-天津医药集团已完成混改，目前医药集团新任董事长郭总已为公司董事，同时公司原董事长已离任。且近期原太极集团副总张总拟任公司董事，张总曾担任太极集团销售总公司总经理。因此自混改完成后，上市公司层面董事会成员已开始变动，代表着新的实控人已开始着手公司业务发展，预期公司发展有望提速。此外公司股权激励也已落地实施，2021年底将迎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：整体看，公司连续三个季度利润端快速增长。一方面虽与去年低基数有关；但另一方面，我们认为降本增效才是公司业绩的主要推动力。混改在较大程度上推动了公司经营改善。我们维持此前的盈利预测，预计公司2021年-2023年分别实现营业收入为73亿元、80亿元和86亿元，分别同比增长11%、9%和8%，实现EPS分别为1.12元，1.37元，1.63元。2021年11月3日收盘价对应2021年的估值约22倍，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；集采风险；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	7,313.63	7,970.08	8,647.89
(+/-)%	9.99%	-5.58%	10.75%	8.98%	8.50%
息税前利润（EBIT）	554.22	553.28	786.31	995.88	1,205.99
(+/-)%	19.26%	-0.17%	42.12%	26.65%	21.10%
归母净利润	625.57	661.70	862.75	1,062.94	1,260.37
(+/-)%	11.37%	5.78%	30.38%	23.20%	18.57%
每股净收益（元）	0.81	0.86	1.12	1.37	1.63

数据来源：wind, 公司公告，国开证券研究与发展部。2021-2023年数据系作者预测值。

公司发布 2021 年三季报，实现营收、归母净利润和扣非后的归母净利润分别为 53.52 亿元、6.62 亿元和 6.36 亿元，分别同比增长 7.97%、38.74%和 35.5%。其中单三季度实现营收、归母净利润和扣非后归母净利润分别为 17.12 亿元、2 亿元和 1.92 亿元，分别同比增长 2.71%、29.75%和 29.79%。公司单三季度利润端仍保持了较快增长，基本符合此前我们的预期，前三季度整体利润端增长略快于我们的预期。

利润端延续快速增长，盈利能力较大提升。三季度公司收入端增长相比前两季度有所降低，但利润端增长仍较强劲。我们分析主要原因有：1) 毛利率的提升带动营业成本增长低于收入。毛利率的提升预计与公司工业收入占比提升及盈利能力强的品种，如速效救心丸等的收入占比提升有关。2) 销售费用增长放缓。前两季度公司销售费用同比负增长，三季度销售费用也仅同比增长 0.88%。销售费用由于收入占比高，因此增长的放缓对公司盈利能力的提升起到了较大的促进作用。3) 投资收益的增长。前三季度公司实现投资净收益 1.64 亿，同比增长 22%，已超过去年全年水平，其中对联营企业的投资收益为 1.49 亿，预计绝大部分为中美史克的投资收益，同比增长 16.7%。我们测算前三季度剔除投资收益后的利润总额同比增长也达到了 40%，显示了较强的挖潜实力。

工业收入预计保持了较快增长。我们预计前三季度公司工业端收入增长高于整体水平，以速效救心丸为代表的盈利能力强的品种的销售占比预计加大，带动公司整体毛利率同比较大提升。前三季度公司毛利率为 42.05%，同比提升 2.17%，推动了盈利能力的提升。公司持续跟进速效救心丸进入《冠状动脉微血管疾病中西医结合诊疗专家共识》和《PCI 术后常见合并症中医药诊治共识》学术研讨和专家论证工作，推动学术研究，进行专业化学术推广培训，速效救心丸作为公司拳头产品带动力明显。

销售效率提升明显，利润率大幅提升。前三季度，公司销售/管理/财务费用率分别为 22.6%、5.84%和-0.44%，同比分别下降 1.58%、提升 0.87%和持平，其中销售费用率今年前三季度逐季下降，销售效率明显提升。净利润率为 12.65%，同比提升 2.7%，为近年来的较高水平。公司前三季度经营性活动现金流量净额为 6.77 亿元，同比提升 64%，现金流质量良好。

业绩改善明显，发展有望提速。今年 3 月底公司直接控股股东-天津医药集团已完成混改，目前医药集团新任董事长郭总已为公司董事，同时公司原董事长已离任。且近期原太极集团副总张总拟任公司董事，张总曾担任太极集团销售总公司总经理。因此自混改完成后，上市公司层面董事会成员已开始变动，代表着新的实控人已开始着手公司业务发展，预期公司发展有望提速。此外公司股权激励也已落地实施，2021 年底将迎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：整体看，公司连续三个季度利润端快速增长。一方面虽与去年低基数

有关；但另一方面，我们认为降本增效才是公司业绩的主要推动力。混改在较大程度上推动了公司经营改善，公司营运质量和盈利能力均得到了较大的提高，符合我们此前对混改前景的判断。我们认为，公司作为一家品种资源丰富的中药老字号企业，品种、运营、销售等方面的挖潜能力仍较大。我们维持此前的盈利预测，预计公司 2021 年-2023 年分别实现营业收入为 73 亿元、80 亿元和 86 亿元，分别同比增长 11%、9%和 8%，实现 EPS 分别为 1.12 元，1.37 元，1.63 元。2021 年 11 月 3 日收盘价对应 2021 年的估值约 22 倍，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；集采风险；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)					资产负债表 (百万 元)				
	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
营业收入	6604	7314	7970	8648	货币资金	1987	2523	3113	4013
营业成本	4028	4262	4533	4810	交易性金融资产	0	0	0	0
税金及附加	58	72	74	81	应收票据	449	248	406	367
销售费用	1458	1646	1793	1928	应收账款	1513	1675	1826	1981
管理费用	357	402	414	450	存货	1488	1627	1702	1821
研发费用	149	146	159	173	其他流动资产	167	437	483	547
财务费用	-27	2	2	2	流动资产合计	5604	6510	7530	8730
其他收益	43	24	30	39	投资性房地产	22	20	19	18
投资收益	160	183	191	199	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	20	15	20	长期股权投资	688	688	688	688
营业利润	785	1015	1234	1465	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	1015	1234	1465	其他非流动资产	138	138	138	138
所得税费用	88	132	151	185	资产总计	8283	9382	10533	11870
净利润	680	883	1083	1280	短期借款	0	0	0	0
归属于母公司的 净利润	662	863	1063	1260	应付票据	236	128	201	179
少数股东损益	18	20	20	20	应付账款	666	700	747	792
现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022	2023	应付职工薪酬	131	145	151	162
经营活动现金流 净额	671	554	597	900	应交税费	43	82	71	87
投资活动现金流 净额	74	-17	-5	3	其他流动负债	1088	1287	1243	1252
筹资活动现金流 净额	-237	-2	-2	-2	流动负债合计	2164	2342	2412	2471
现金净流量	508	535	590	901	长期借款	30	30	30	30
基本指标	2020	2021	2022	2023	应付债券	0	0	0	0
EPS	0.86	1.12	1.37	1.63	递延所得税负债	4	4	4	4
BVPS	7.51	8.69	10.06	11.69	其他非流动负债	136	136	136	136
PE	20.48	21.58	17.52	14.77	负债合计	2333	2512	2582	2640
PEG	3.55	0.71	0.75	0.80	归属于母公司的所 有者权益	5808	6721	7784	9044
PB	2.33	2.77	2.39	2.06	少数股东权益	141	161	181	201
EV/EBITDA	17.40	18.64	14.42	11.38	股东权益	5950	6883	7966	9246
ROE	11%	13%	14%	14%	负债及股东权益	8283	9395	10548	11886

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 11 月 3 日收盘价; 盈利预测系作者预测值)

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

