

业绩稳健增长，改革成效值得期待

投资要点

- **事件：**公司发布2021年报，实现营业收入69.1亿元，同比增长4.6%；归母净利润7.7亿元，同比增长16.2%；扣非后归母净利润7.4亿元，同比增长16.9%。
- **速效救心丸稳健增长，长期放量值得期待。**2021年公司工业收入为42.8亿元，同比增长11%；毛利率56.7%，同比下降2.2pp。公司工业收入中，最核心品种速效救心丸收入13亿元，同比增长9.5%。目前我国心血管病患率及死亡率仍处于上升阶段，预计心血管病现患人数超过3亿，患者基数较大。心脑血管中成药已成为零售药店重要品类之一，2020年中国城市零售药店终端心脑血管中成药市场仍持续扩容，销售收入超过100亿元。速效救心丸从2015年开始提价，并在2017年完成，40mg*120粒规格提价前平均中标价在25元左右，日用药金额不到3元，提价后平均中标价在35元以上，日用药金额接近4元，日用价格仍然较低，预计未来仍具提价空间。目前公司打造常服概念，加大在医院端推广力度，改变速效救心丸用于急救的使用场景，目前速效救心丸在医院端和零售端的销售比例接近1:1，预计常服有望极大加速速效救心丸消费量，推动医院端占比进一步提升，为长期增长增添动力。
- **中成药品种资源丰富，主力品种成长空间广阔。**公司品种资源丰富，拥有18个剂型，502个药品批准文号，含心脑血管药、呼吸系统药、脾胃药、感冒药、肿瘤用药、妇科、儿科用药等多系列产品群以及通脉养心丸、清咽滴丸、清肺消炎丸、胃肠安、紫龙金片等多个知名品种，部分品种销售额目前超过1亿元，预计随着公司销售端的逐步发力，有望加速增长。
- **商业业务经营平稳，贡献稳定收入。**2021年公司商业业务实现收入59.5亿元，同比下降0.4%；毛利率5.3%，同比增长0.5pp。商业业务是公司的传统业务，收入体量相对较大，预计未来仍将保持平稳增长，为公司贡献稳定收入。
- **盈利预测与评级。**我们预计2022-2024年归母净利润分别为9.1亿元、11.5亿元和14.6亿元，EPS分别为1.18元、1.49元和1.89元，对应当前股价估值分别为23倍、19倍和15倍，给予公司2022年30倍目标PE，对应目标价为35.4元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**销售不及预期；集采风险；在研产品进度不及预期的风险。

| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6907.54 | 7560.24 | 8664.27 | 10022.96 |
| 增长率 | 4.60% | 9.45% | 14.60% | 15.68% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 769.14 | 912.82 | 1152.90 | 1459.57 |
| 增长率 | 16.24% | 18.68% | 26.30% | 26.60% |
| 每股收益EPS(元) | 0.99 | 1.18 | 1.49 | 1.89 |
| 净资产收益率ROE | 12.08% | 12.74% | 13.85% | 14.92% |
| PE | 28 | 23 | 19 | 15 |
| PB | 3.28 | 2.87 | 2.47 | 2.11 |

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
 执业证号：S1250520030002
 电话：021-68416017
 邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：马云涛
 执业证号：S1250520090001
 电话：021-68416017
 邮箱：myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 7.73 |
| 流通A股(亿股) | 5.66 |
| 52周内股价区间(元) | 18.78-33.66 |
| 总市值(亿元) | 213.39 |
| 总资产(亿元) | 90.67 |
| 每股净资产(元) | 8.23 |

相关研究

1. 中新药业（600329）：老牌中成药企业，迎来发展新起点（2022-01-20）

关键假设：

假设 1：假设公司医药流通业务保持平稳增长，2022-2024 年收入增速分别为 2%、2% 和 2%，毛利率维持平稳，2022-2024 年毛利率分别为 5%、5%和 5%。

假设 2：假设公司制药业务保持较快增长，2022-2024 年收入增速分别为 11.4%、20.6% 和 21.7%，毛利率维持平稳，2022-2024 年毛利率分别为 60%、60%和 60%。

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：亿元 | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 医药流通 | 收入 | 59.52 | 60.72 | 61.93 | 63.17 |
| | 增速 | -0.41% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| | 成本 | 56.36 | 57.68 | 58.83 | 60.01 |
| | 毛利 | 3.16 | 3.04 | 3.10 | 3.16 |
| | 毛利率 | 5.31% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 医药工业 | 收入 | 42.83 | 47.71 | 57.53 | 70.00 |
| | 增速 | 10.96% | 11.40% | 20.58% | 21.68% |
| | 成本 | 18.54 | 19.08 | 23.01 | 28.00 |
| | 毛利 | 24.29 | 28.63 | 34.52 | 42.00 |
| | 毛利率 | 56.72% | 60.00% | 60.00% | 60.00% |
| 内部抵消 | 收入 | (33.00) | (33.00) | (33.00) | (33.00) |
| | 成本 | (33.00) | (33.00) | (33.00) | (33.00) |
| 合计 | 收入 | 69.03 | 75.56 | 86.59 | 100.17 |
| | 增速 | 4.53% | 9.45% | 14.60% | 15.68% |
| | 成本 | 41.56 | 43.84 | 48.93 | 55.01 |
| | 毛利 | 27.49 | 31.70 | 37.65 | 45.16 |
| | 毛利率 | 39.83% | 41.96% | 43.49% | 45.08% |

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了行业中与中新药业业务最为相近的华东医药、羚锐制药、健民集团和以岭药业四家公司，2021 年四家公司的平均 PE 为 26 倍，2022 年平均 PE 为 21 倍。公司国企改革后，业绩有望逐步释放。公司核心产品速效救心丸品牌力强，日用价格较低，仍有一定提价空间。公司二线品种众多，长期业绩增长动力充足。从产品竞争力、业绩增速以及长期成长空间来看，中新药业远远领先于可比公司，给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应目标价为 35.4 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------|-----|-----|-----|
| | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E |
| 000963.SZ | 华东医药 | 32.82 | 1.61 | 1.54 | 1.84 | 2.20 | 20 | 21 | 18 | 15 |
| 600285.SH | 羚锐制药 | 13.95 | 0.57 | 0.71 | 0.86 | 1.03 | 24 | 20 | 16 | 14 |
| 600976.SH | 健民集团 | 58.14 | 0.96 | 2.12 | 2.66 | 3.31 | 61 | 27 | 22 | 18 |
| 002603.SZ | 以岭药业 | 30.21 | 1.01 | 0.83 | 1.02 | 1.22 | 30 | 36 | 30 | 25 |
| 平均值 | | | | | | | 34 | 26 | 21 | 18 |

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

| 利润表（百万元） | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表（百万元） | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| 营业收入 | 6907.54 | 7560.24 | 8664.27 | 10022.96 | 净利润 | 786.88 | 946.90 | 1194.71 | 1512.51 |
| 营业成本 | 4150.42 | 4388.10 | 4896.54 | 5504.34 | 折旧与摊销 | 116.51 | 126.91 | 144.86 | 152.91 |
| 营业税金及附加 | 64.12 | 34.02 | 38.99 | 45.10 | 财务费用 | -45.63 | 1.50 | 1.72 | 1.99 |
| 销售费用 | 1556.45 | 1663.25 | 1906.14 | 2205.05 | 资产减值损失 | -10.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 373.22 | 567.02 | 649.82 | 751.72 | 经营营运资本变动 | -136.30 | -481.93 | -293.85 | -370.81 |
| 财务费用 | -45.63 | 1.50 | 1.72 | 1.99 | 其他 | 141.29 | -132.06 | -169.73 | -176.46 |
| 资产减值损失 | -10.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 852.40 | 474.70 | 879.58 | 1122.49 |
| 投资收益 | 213.49 | 155.00 | 165.00 | 175.00 | 资本支出 | -66.10 | -40.00 | -40.00 | -40.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -245.75 | 114.64 | 5.00 | 5.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -311.85 | 74.64 | -35.00 | -35.00 |
| 营业利润 | 866.68 | 1055.60 | 1328.63 | 1680.15 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 6.13 | -5.29 | -3.45 | -2.47 | 长期借款 | -30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 872.81 | 1050.31 | 1325.18 | 1677.68 | 股权融资 | 8.71 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 85.93 | 103.40 | 130.47 | 165.17 | 支付股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 786.88 | 946.90 | 1194.71 | 1512.51 | 其他 | -223.41 | -63.72 | -1.72 | -1.99 |
| 少数股东损益 | 17.73 | 34.09 | 41.81 | 52.94 | 筹资活动现金流净额 | -244.70 | -63.72 | -1.72 | -1.99 |
| 归属母公司股东净利润 | 769.14 | 912.82 | 1152.90 | 1459.57 | 现金流量净额 | 295.85 | 485.62 | 842.86 | 1085.50 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表（百万元） | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 2283.18 | 2768.80 | 3611.66 | 4697.16 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1945.11 | 2113.77 | 2440.92 | 2813.27 | 销售收入增长率 | 4.60% | 9.45% | 14.60% | 15.68% |
| 存货 | 1525.09 | 1589.48 | 1781.04 | 2005.84 | 营业利润增长率 | 10.38% | 21.80% | 25.87% | 26.46% |
| 其他流动资产 | 671.61 | 503.30 | 576.80 | 667.25 | 净利润增长率 | 15.77% | 20.34% | 26.17% | 26.60% |
| 长期股权投资 | 729.66 | 879.66 | 1039.66 | 1209.66 | EBITDA 增长率 | 7.64% | 26.29% | 24.59% | 24.39% |
| 投资性房地产 | 15.18 | 15.18 | 15.18 | 15.18 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1483.27 | 1401.08 | 1300.94 | 1192.76 | 毛利率 | 39.91% | 41.96% | 43.49% | 45.08% |
| 无形资产和开发支出 | 202.91 | 198.94 | 194.98 | 191.02 | 三费率 | 27.28% | 29.52% | 29.52% | 29.52% |
| 其他非流动资产 | 211.07 | 210.31 | 209.55 | 208.80 | 净利率 | 11.39% | 12.60% | 13.88% | 15.19% |
| 资产总计 | 9067.09 | 9656.93 | 11143.88 | 12970.30 | ROE | 12.08% | 12.74% | 13.85% | 14.92% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 8.68% | 9.81% | 10.72% | 11.66% |
| 应付和预收款项 | 1418.63 | 1308.85 | 1508.86 | 1712.29 | ROIC | 19.64% | 23.22% | 26.85% | 31.50% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 13.57% | 15.76% | 17.13% | 18.43% |
| 其他负债 | 1134.62 | 926.26 | 1019.75 | 1131.51 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2553.26 | 2226.82 | 2519.06 | 2832.96 | 总资产周转率 | 0.80 | 0.80 | 0.83 | 0.83 |
| 股本 | 773.44 | 773.44 | 773.44 | 773.44 | 固定资产周转率 | 5.95 | 6.17 | 6.75 | 8.19 |
| 资本公积 | 1374.20 | 1374.20 | 1374.20 | 1374.20 | 应收账款周转率 | 4.53 | 4.72 | 4.82 | 4.83 |
| 留存收益 | 4218.25 | 5131.07 | 6283.96 | 7743.54 | 存货周转率 | 2.72 | 2.80 | 2.87 | 2.88 |
| 归属母公司股东权益 | 6364.48 | 7246.67 | 8399.57 | 9859.14 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 108.65% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 149.35 | 183.44 | 225.26 | 278.19 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 6513.83 | 7430.11 | 8624.83 | 10137.34 | 资产负债率 | 28.16% | 23.06% | 22.60% | 21.84% |
| 负债和股东权益合计 | 9067.09 | 9656.93 | 11143.88 | 12970.30 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.64 | 3.30 | 3.49 | 3.74 |
| | | | | | 速动比率 | 2.01 | 2.55 | 2.76 | 3.01 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.99 | 1.18 | 1.49 | 1.89 |
| | | | | | 每股净资产 | 8.42 | 9.61 | 11.15 | 13.11 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.10 | 0.61 | 1.14 | 1.45 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | | | | |
| EBITDA | 937.56 | 1184.01 | 1475.22 | 1835.05 | | | | | |
| PE | 27.74 | 23.38 | 18.51 | 14.62 | | | | | |
| PB | 3.28 | 2.87 | 2.47 | 2.11 | | | | | |
| PS | 3.09 | 2.82 | 2.46 | 2.13 | | | | | |
| EV/EBITDA | 20.09 | 15.47 | 11.85 | 8.93 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | | | | | |

数据来源：Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理 销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 陈含月 | 销售经理 | 13021201616 | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| 广深 | 郑龔 | 广州销售负责人 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |