

短期内集采导致业绩承压，创新药布局厚积薄发

2024 年 08 月 30 日

► **事件。**2024 年 8 月 29 日，众生药业发布 2024 年半年报，上半年公司实现营业收入 13.64 亿元，同比减少 7.96%；扣非归母净利润 1.74 亿元，同比减少 24.28%。单季度看，公司 Q2 实现收入 7.23 亿元，环比增长 12.81%；扣非归母净利润 1.01 亿元，环比增长 40.47%。此外公司上半年的销售费用为 4.43 亿元，同比减少 12.87%；管理费用为 0.70 亿元，同比减少 8.59%。

► **拓展中成药销售市场，强化核心产品循证医学证据。**公司复方血栓通系列产品成功中选全国中成药采购联盟集中带量采购，有望取得产品使用量的提升，为公司持续扩大市场份额及巩固公司通用名产品的市场主导地位奠定基础。公司坚持循证驱动与市场驱动相结合的产品培育模式，持续强化核心产品循证医学证据构建。复方血栓通胶囊上市后再评价项目，揭示了复方血栓通胶囊独特的药效机制及临床特色。2023 年，公司先后完成了复方血栓通胶囊《基于电子病历的视网膜病变患者的治疗模式和临床预后的回顾性真实世界研究》和《基于病证结合干预急性心肌梗死 PCI 术后心衰的多中心、随机、双盲、安慰剂对照试验》，强化复方血栓通胶囊在眼底血管疾病和心血管疾病的治疗学证据，并探索临床应用优势人群。脑栓通胶囊作为独家核心品种，公司从中药大品种培育的角度提前布局其强而有力的循证医学证据。

► **坚持创新研发，布局临床潜力较大适应症。**目前在研的创新药项目中，有 7 个处于临床试验阶段，1 个成功获批上市（来瑞特韦片，治疗轻中度新冠病毒感染），1 个新药上市申请获得受理（昂拉地韦片，治疗甲型流感）。RAY1225 注射液是拥有全球自主知识产权的长效 GLP-1 类创新结构多肽药物，具备 GLP-1 受体和 GIP 受体双重激动活性，临床上拟用于 2 型糖尿病及超重/肥胖等患者的治疗，拟推荐为两周给药一次的双周制剂。ZSP1601 是具有全新作用机制的治疗非酒精性脂肪性肝炎（NASH）的一类创新药，为国家重大新药创制项目，也是首个完成健康人药代及安全性临床试验的用于治疗 NASH 的国内创新药项目，目前，该项目正在开展 IIb 期临床研究。公司亦积极开展和稳步推进仿制药一致性评价工作，公司累计有 23 个品种通过仿制药一致性评价（含视同），6 个品种在全国药品集中采购中中选。公司仿制药一致性评价产品具有原研药品替代的机会，有效提升了公司化学药产品的市场价值。

► **投资建议：**短期内公司由于集采导致业绩承压，但公司创新药产品陆续落地，有望带来新的利润增长点。我们预测公司 2024-2026 年实现营业收入 28.83/32.92/38.03 亿元，归母净利润为 2.73/4.09/4.63 亿元，对应 PE 为 35/24/21 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产能释放不能与集采降价对冲风险；产品研发不及预期风险；市场竞争加剧风险；集采风险；仿制药风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,611	2,883	3,292	3,803
增长率 (%)	-2.5	10.4	14.2	15.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	263	273	409	463
增长率 (%)	-18.3	3.9	49.4	13.2
每股收益 (元)	0.31	0.32	0.48	0.54
PE	37	35	24	21
PB	2.2	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 08 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.29 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

研究助理 张梦鸽

执业证书：S0100123070092

邮箱：zhangmengge@mszq.com

相关研究

1. 众生药业 (002317.SZ) 深度研究：中药为基稳健增长，创新产品打开成长第二曲线-2024/08/14

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,611	2,883	3,292	3,803
营业成本	1,081	1,230	1,359	1,591
营业税金及附加	25	29	33	38
销售费用	890	980	1,113	1,274
管理费用	156	167	188	213
研发费用	127	156	181	213
EBIT	352	338	438	496
财务费用	17	12	15	17
资产减值损失	-17	-10	-11	-13
投资收益	24	26	30	34
营业利润	299	353	454	515
营业外收支	-15	-57	-9	-8
利润总额	284	296	445	507
所得税	34	33	49	56
净利润	250	263	396	451
归属于母公司净利润	263	273	409	463
EBITDA	476	480	614	705

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,252	1,003	806	522
应收账款及票据	978	1,089	1,243	1,436
预付款项	87	32	35	41
存货	520	605	668	782
其他流动资产	1,123	1,147	1,178	1,216
流动资产合计	3,961	3,875	3,931	3,998
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	569	610	651	693
无形资产	447	594	742	880
非流动资产合计	2,498	2,702	2,882	3,032
资产合计	6,459	6,577	6,813	7,031
短期借款	621	621	621	621
应付账款及票据	94	109	121	141
其他流动负债	300	293	296	305
流动负债合计	1,015	1,023	1,039	1,068
长期借款	97	97	97	97
其他长期负债	821	848	848	848
非流动负债合计	918	945	945	945
负债合计	1,933	1,969	1,984	2,014
股本	853	852	852	852
少数股东权益	169	159	147	136
股东权益合计	4,526	4,609	4,829	5,017
负债和股东权益合计	6,459	6,577	6,813	7,031

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-2.45	10.44	14.19	15.53
EBIT 增长率	-9.74	-4.01	29.61	13.35
净利润增长率	-18.25	3.87	49.44	13.21
盈利能力 (%)				
毛利率	58.60	57.34	58.72	58.17
净利润率	10.08	9.49	12.41	12.17
总资产收益率 ROA	4.08	4.16	6.00	6.58
净资产收益率 ROE	6.04	6.15	8.73	9.48
偿债能力				
流动比率	3.90	3.79	3.78	3.74
速动比率	2.89	2.73	2.66	2.50
现金比率	1.23	0.98	0.78	0.49
资产负债率 (%)	29.93	29.93	29.12	28.64
经营效率				
应收账款周转天数	67.72	62.97	61.84	61.50
存货周转天数	166.77	164.65	168.59	164.09
总资产周转率	0.43	0.44	0.49	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.32	0.48	0.54
每股净资产	5.12	5.22	5.50	5.73
每股经营现金流	0.22	0.12	0.39	0.38
每股股利	0.20	0.21	0.31	0.35
估值分析				
PE	37	35	24	21
PB	2.2	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	18.21	18.06	14.12	12.29
股息收益率 (%)	1.77	1.83	2.73	3.09

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	250	263	396	451
折旧和摊销	124	142	176	208
营运资金变动	-251	-343	-249	-336
经营活动现金流	191	99	328	323
资本开支	-352	-374	-349	-349
投资	-411	0	0	0
投资活动现金流	-743	-181	-319	-315
股权募资	590	0	0	0
债务募资	246	12	0	0
筹资活动现金流	842	-167	-205	-293
现金净流量	289	-250	-196	-284

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026