公司点评

众生药业 股票代码：002317.SZ

打造眼科生态圈，战略转型值得期待

事项：

近期我们在关注众生药业的经营情况，今年下半年公司完成了非公开发行，投资设立了医药健康产业并购基金，新药研发取得进展等等。同时公司业绩增长稳健，估值具有安全边际，值得投资者重点关注。

目标价： -

当前股价：12.53RMB

投资评级 推荐

评级变动 首次评级

投资要点

1.布局眼科医疗服务，构建眼科生态圈

眼科领域是公司的核心领域，公司拥有丰富的产品储备、夯实的市场基础及充沛的学术资源。公司未来的战略定位将以全眼科领域为核心业务板块，构建围绕以眼科生态为核心业务板块的“一体两翼”业务格局（医药+医疗+健康管理），或将通过外延并购或合作共建眼科专科医院的方式切入眼科医疗服务领域，并通过研发合作、代理引进或并购等方式增加公司眼科高端药品的布局，实现由药品制造型企业向药品制造+健康服务、健康管理转型的战略目标。

2.产品梯队逐步完善，研发创新值得期待

公司的核心产品复方血栓通胶囊成本可控，适应症拓展稳步进行中，将保持平稳较快增长；脑栓通胶囊正在被打造成为第二增长极，未来有望成长成为公司另一中药大品种。先强药业带来的单磷酸阿糖腺苷及头孢克肟分散片等化药产品竞争结构良好，丰富了公司的产品线。此外，公司与药明康德共同研发的一类创新药已有 3 个获得临床注册申请受理，为公司向研发创新转型奠定了基础，也标志着公司在创新药领域迈出了坚实的一步。

3.投资建议：

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.48、0.60 和 0.69 元，对应 PE 分别为 26、21 和 18 倍，安全边际良好，首次给予推荐评级。

4.风险提示：

外延扩张业务拓展低于预期，新药研发进展低于预期。

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万)	1,578	1,727	1,985	2,217
同比增速(%)	21%	9%	15%	12%
净利润(百万)	297	394	486	564
同比增速(%)	32%	33%	23%	16%
每股盈利(元)	0.36	0.48	0.60	0.69
市盈率(倍)	34	26	21	18

资料来源：公司报表、华创证券

证券分析师

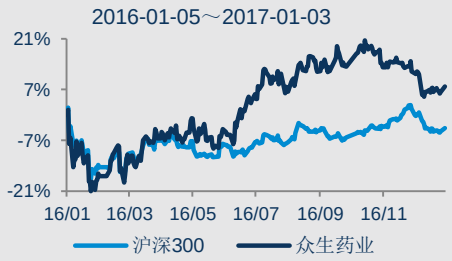
证券分析师：宋凯
执业编号：S0360515070002
电话：010-66500828
邮箱：songkai@hcyjs.com

联系人：李明蔚
电话：010-63214656
邮箱：limingwei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	81,482
流通 A 股/B 股(万股)	49,246/-
资产负债率(%)	20.8
每股净资产(元)	4.0
市盈率(倍)	26.87
市净率(倍)	4.95
12 个月内最高/最低价	14.1/8.9

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

未经许可，禁止转载

（一）构建眼科产业生态圈，开拓眼科医疗服务市场

眼科领域是公司的核心领域，公司在该领域具有丰富的产品储备、夯实的市场基础以及充沛的学术资源。目前公司已获批眼科相关药品有 12 个，处于临床和生产注册阶段的有 10 个（其中 2 个处于临床阶段，8 个处于报生产阶段），品种覆盖眼底病、抗感染、干眼症、眼部消炎药、抗过敏及抗视疲劳等各个领域。公司深耕眼科 20 年，凭借复方血栓通胶囊在眼底病用药市场的领导地位，在眼科领域积淀深厚，拥有广泛的医生资源和学术资源。根据公司“十三五”战略规划，公司未来的战略定位将以全眼科领域为核心业务板块贯穿整个大健康范畴，构建围绕以眼科生态为核心业务板块的“一体两翼”业务格局（医药+医疗+健康管理）。公司以往的眼科业务集中在药品上，而在“十三五”期间将会更多的聚焦在眼科医疗服务领域：（1）公司与杏树林合作建立了医生沟通、患者管理的网络平台众生眼科云学院，为学术沟通提供了良好的渠道，为医患双方交流提供了便利，同时也扩大了自己的品牌影响力，增强公司的竞争优势；（2）公司投资设立参股公司糖网科技，利用高速眼底图片自动分析系统和眼科远程阅片系统实现糖尿病患者的眼底远程筛查，利用互联网工具搭建糖尿病并发症管理平台；（3）近期公司公告设立全资子公司“前景眼科”，整合眼科资源，打造 CSO 平台，围绕眼科药物、医疗器械、医疗服务及健康管理领域进行卡位，未来或将通过外延并购或合作共建眼科专科医院的方式进军眼科医疗服务领域，打造眼科全产业链生态圈。此外，公司立足自身眼科这一优势领域，我们预计，未来公司将在拓展现有眼科药品市场的基础上，通过研发合作、代理引进或并购等方式进行药品及医疗服务领域的全产业链布局，实现由药品制造型企业向药品制造+健康服务、健康管理转型的战略目标。

图表 1　公司获批生产的部分眼科产品

产品名称	功效
复方血栓通胶囊	活血化瘀，益气养阴。用于血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，症见视力下降或视觉异常、眼底瘀血征象、神疲乏力、咽干、口干；以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛，症见胸闷、胸痛、心悸、心慌、气短、乏力、心烦、口干。
明目地黄胶囊	滋肾，养肝，明目。用于肝肾阴虚，目涩畏光，视物模糊，迎风流泪。
杞菊地黄滴丸	肝肾阴亏，眩晕耳鸣，羞明畏光，迎风流泪，视物昏花。
普拉洛芬滴眼液	外眼及眼前节炎症的对症治疗（眼睑炎、结膜炎、角膜炎、巩膜炎、浅层巩膜炎、虹膜睫状体炎、术后炎症）。
盐酸氮卓斯汀滴眼液	枯草热结膜炎,巨型乳头状结膜炎(GPC),春天性角结膜炎(VKC),特异性角结膜炎(AKC)等过敏性眼疾。
盐酸洛美沙星滴眼液	细菌性结膜炎、角膜炎、角膜溃疡、泪囊炎、术后感染等外眼感染
复方氯化钠滴眼液	干眼症，眼睛疲劳，戴隐形眼镜引起的不适症状和视物模糊（眼分泌物过多）
萘敏维滴眼液	缓解眼睛疲劳、结膜充血以及眼睛发痒等症状
复方门冬维甘滴眼液	抗眼疲劳，减轻结膜充血症状

资料来源：CFDA，华创证券

（二）自主研发+对外合作双轮驱动向研发创新战略转型

近年来，公司持续加大研发投入力度，通过短期、中期及长期的研发投入，布局公司未来研发创新驱动力。一是针对已上市品种的二次开发，开展已上市产品的再评价和增加临床适应症工作。复方脑栓通胶囊增加脑卒中适应症以及众生丸增加治疗流感适应症已获得了临床批件，复方血栓通胶囊治疗糖尿病视网膜病变已获得了临床注册申请受理。二是仿制药的研究，公司目前在研的 19 个 3 类、4 类项目正在积极有序推进。三是与药明康德战略合作，共同进行 1 类小分子化学创新药的研发，集中于公司优势领域（眼科、肿瘤、心脑血管及糖尿病等）的项目开发，目前双方已签订了 10 个研发合作项目，其中有 3 个已获得临床注册申请受理，预计 2017 年将会获得临床批件，分别为治疗非酒精性脂肪肝炎（NASH）、小细胞肺癌等恶性肿瘤以及特发性肺纤维化（IPF）的一类创新药，其中前 2 项公司均为国内首家申报机构，公司以未来疾病谱变化为导向进行研发靶点的确立和筛选，满足临床未被满足的需求，其临床批件获得受理，为公司向研发创新战略转型奠定了坚实的基础，如若未来公司在这类创新项目上获得进一步突破，将为公司的估值带来较大提升。

（三）主力品种平稳较快增长，产品梯队逐步完善

复方血栓通胶囊是公司目前第一大品种，目前有眼底病和心血管两方面的适应症，其用药占比在眼科、内分泌科及心血管科基本呈三足鼎立，其在脑卒中上的适应症已获得临床批件，而在糖尿病视网膜病变的适应症获得了临床注册申请受理。复方血栓通胶囊的指纹图谱和发明专利等多项上市后在研究成果都确认了产品质量的优越性，也保证了其在眼科眼底疾病市场市占率第一的领导地位。未来产品的增量来自于：（1）自身适应症的拓展；（2）临床对中药注射剂的使用限制或使相应口服制剂放量；此外，目前三七价格的上涨对于产品毛利率影响不大，公司在年初已完成了三七今明两年的战略库存，锁定了产品的毛利率；公司一方面通过自种三七填补库存，另一方面将根据市场上三七价格的波动调整战略库存，使得主力产品成本可控。我们预计复方血栓通胶囊未来能保持 15-20%的增速，公司也将努力将其打造成 20 亿规模的大品种。

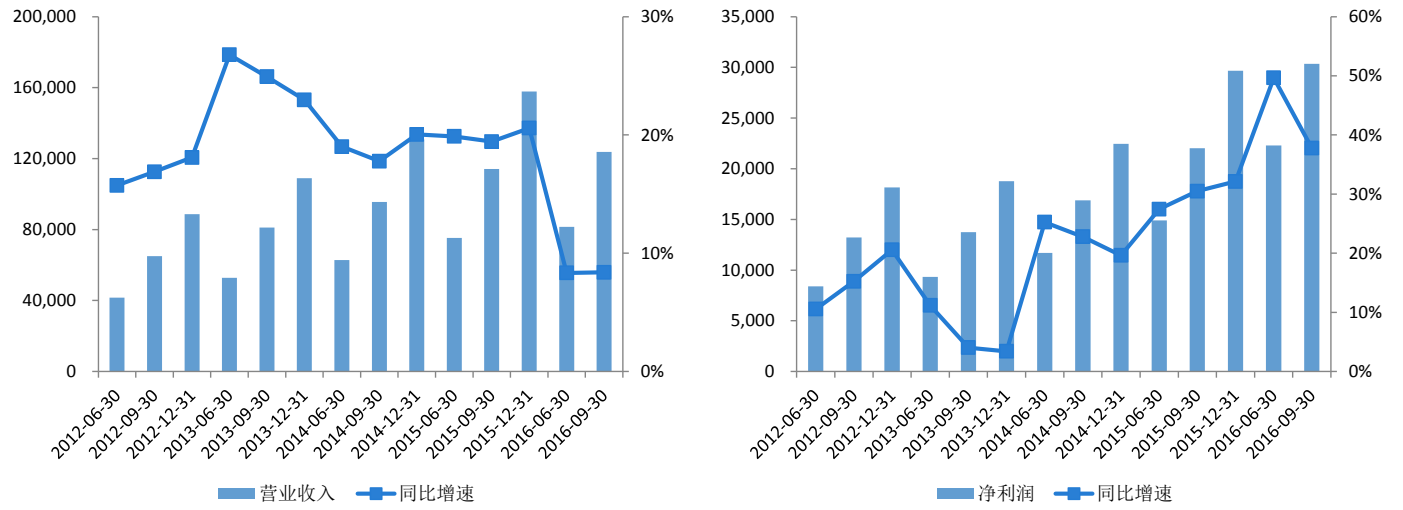
脑栓通已是公司销售过亿的品种，拥有国家医保目录乙类和进入广东、重庆基药增补目录的资质，公司将通过强化激励考核机制，拓展新兴市场，并结合中药大品种联盟平台，将脑栓通打造成公司处方药的第二增长极，预计未来将保持 30-50%的增速，5 年之内成为 5 亿规模的品种。众生丸和清热祛湿冲剂增速预计与 OTC 行业增速保持一致，公司将借助互联网平台等探索创新的商业推广模式。先强的单磷酸阿糖腺苷及头孢克肟分散片竞争格局良好，2015 年实现扣非净利润 8610 万元完成了业绩承诺，公司对其 16、17 年完成业绩承诺充满信心。

（四）财务稳健

公司上市以来，整体财务稳健，2010 年至 2016 年（预测），净利润年均复合增速约为 15%（剔除合并报表因素）。

2015 年级以前，营业收入增速在 20-25%区间。2016 年上半年，公司出售了湖北凌晟药业股权，收入增速大幅下滑。湖北凌晟药业常年亏损，所以出售该公司股权后，上市公司整体收入增速虽有下滑，但是消除了拖累净利润的因素。

图表 2　众生药业收入和净利润增速情况（万元）

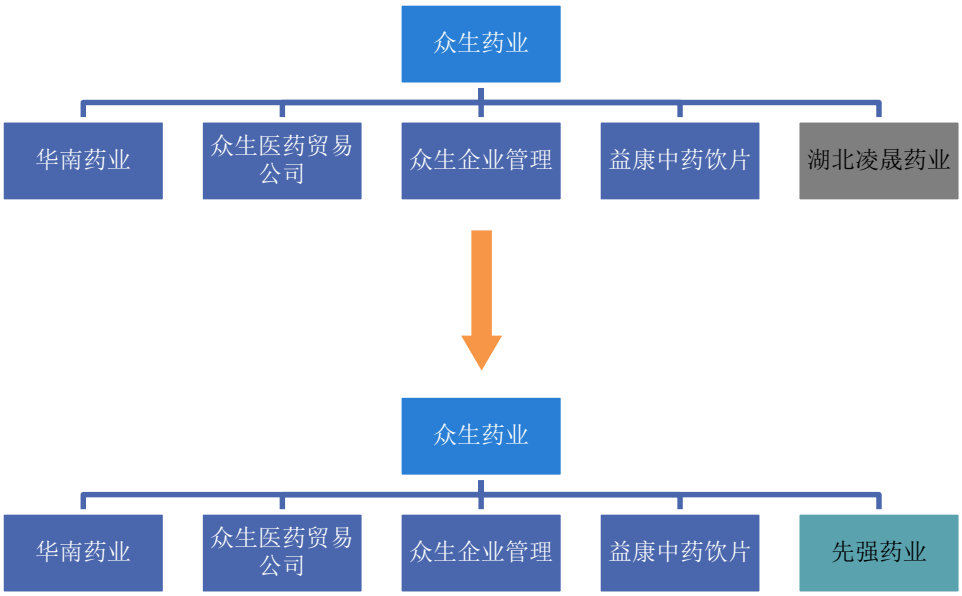


资料来源:Wind、华创证券

2015 年至今公司的合并报表范围发生了变化，为了更好地观察公司业绩增长情况，我们将合并报表变化因素剔除后再观察业绩情况。

2015 年 6 月份开始，公司对先强药业进行并表。2016 年上半年，公司出售了旗下湖北凌晟药业的股权。

图表 3 众生药业旗下资产变化情况

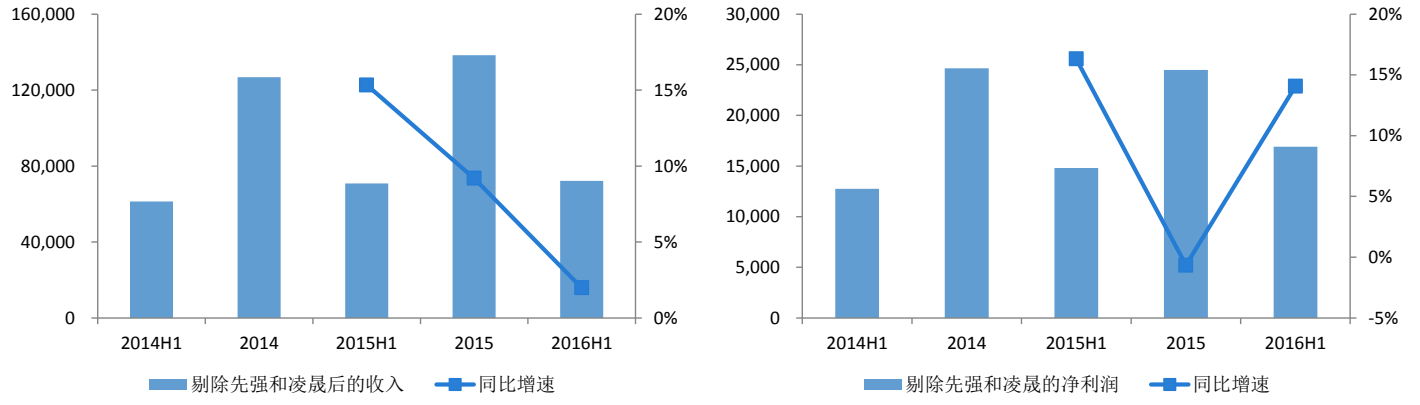


资料来源:Wind、华创证券

我们剔除合并报表变化因素后，再观察公司收入和净利润的变化趋势，也就是提出了先强药业和凌晟药业之后，公司的收入和净利润变化。

2014 年和 2015 年，湖北凌晟药业收入规模分别为 4122 万元和 7600 万元，净利润亏损 1047 万元和 1445 万元，有收入无利润，2016 年上半年公司出售了该资产的全部股权，不再合并报表，所以对公司收入产生负面影响，净利润产生正面影响。

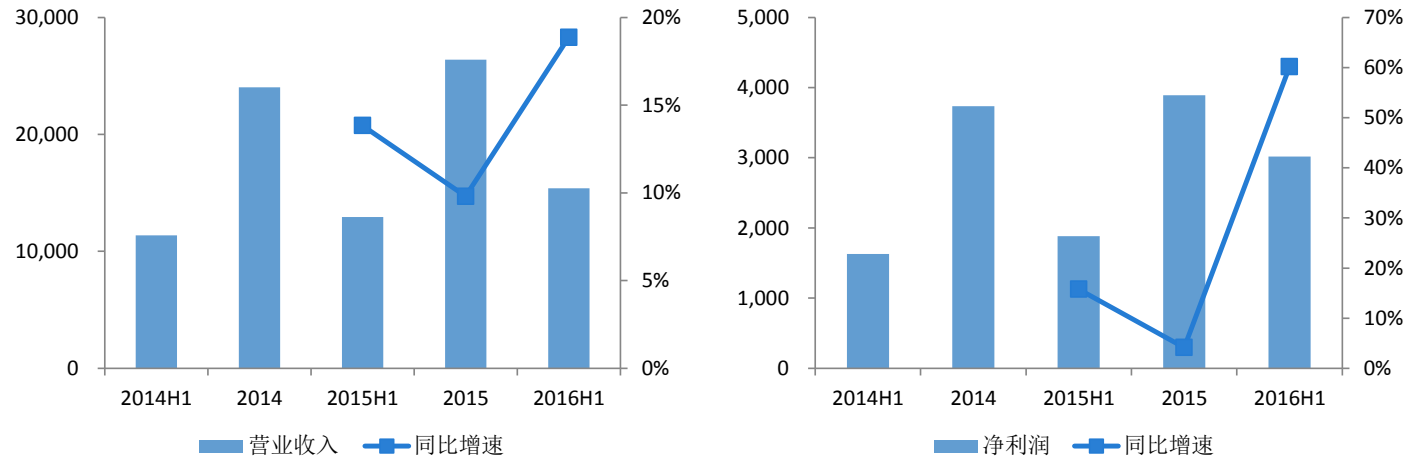
图表 4 剔除合并报表变化因素后的收入和净利润增速（万元）



资料来源:Wind、华创证券

公司的几个子公司中，从收入和利润体量来看，华南药业是最为重要的一块资产，公司未来或有较高增速的脑栓通胶囊在华南药业旗下。2015 年脑栓通胶囊收入规模约为 1 亿元，当年华南药业整体收入规模 2.6 亿元左右。近期华南药业的收入增速在 10-20%之间，净利润增速波动较大，2016 年上半年同比增长了约 60%。

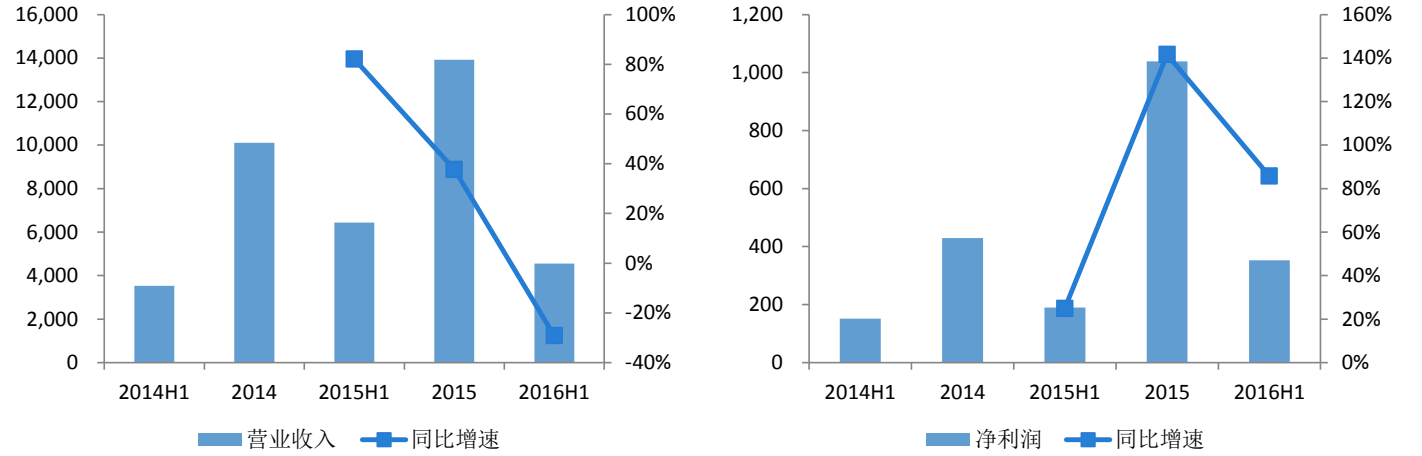
图表 5 华南药业的收入和净利润增速（万元）



资料来源:Wind、华创证券

益康中药饮片是公司另一个重要子公司，2016 年上半年收入同比下滑显著，这也是上市公司剔除先强和凌晟之后对整体收入变化产生较大影响的因素之一。同时该公司净利润增速较快，2015 年和 2016 年上半年净利润同比增速分别约为 142%和 86%。

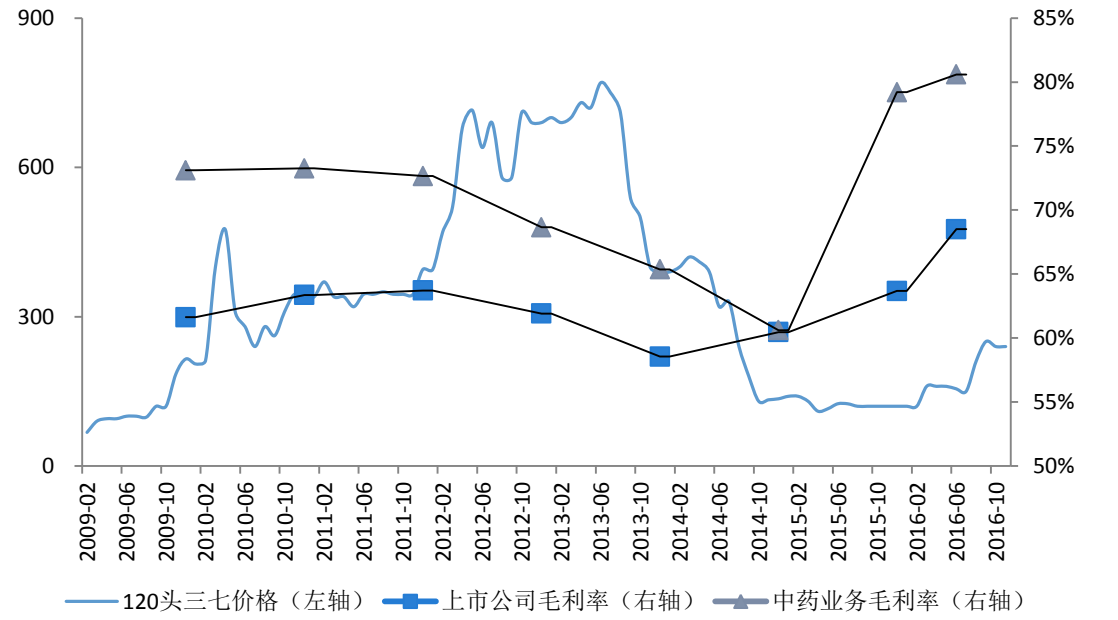
图表 6 益康中药饮片的收入和净利润增速（万元）



资料来源:Wind、华创证券

公司最主要产品复方血栓通胶囊的主要原料为三七，2012-2013 年国内三七价格大幅上涨，期间众生药业整体毛利率和中药板块毛利率都有下降，2014 年三七价格大幅下跌，2015 年至今公司毛利率从 58%左右提升到将近 70%，中药业务毛利率从 60%左右提升至 80%左右。

图表 7　三七价格与公司毛利率



资料来源:Wind、华创证券

（五）盈利预测与投资评级

公司上市以来，整体财务稳健，2010 年至 2016 年（预测），净利润年均复合增速约为 15%（剔除合并报表因素）。我们认为长期来看公司总体将继续保持这样的财务风格，预计 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.48 元、0.60 元和 0.69 元，对应净利润同比增速分比为 33%、23%和 16%。公司医疗服务业务和新药研发业务在 2017 年或有实质性进展，为公司提供新的亮点。目前对应的 PE 分比为 26 倍、21 倍和 18 倍，具有良好的安全边际，我们首次给予“推荐”的投资评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	141	598	1,082	1,649
应收票据	503	503	503	503
应收账款	256	281	323	360
预付账款	11	10	12	14
存货	178	165	204	229
其他流动资产	199	199	199	199
流动资产合计	1,287	1,755	2,322	2,954
其他长期投资	97	97	97	97
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	558	484	420	365
在建工程	21	21	21	21
无形资产	295	295	295	295
其他非流动资产	1,075	1,075	1,075	1,075
非流动资产合计	2,047	1,973	1,909	1,854
资产合计	3,334	3,728	4,231	4,808
短期借款	173	173	173	173
应付票据	2	2	2	2
应付账款	49	45	56	63
预收款项	38	42	48	54
其他应付款	834	834	834	834
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	71	71	71	71
流动负债合计	1,168	1,168	1,184	1,197
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	57	57	57	57
非流动负债合计	57	57	57	57
负债合计	1,224	1,225	1,241	1,254
归属母公司所有者权益	2,061	2,455	2,941	3,505
少数股东权益	48	48	48	48
所有者权益合计	2,110	2,504	2,990	3,554
负债和股东权益	3,334	3,728	4,231	4,808

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1,108	432	440	504
现金收益	337	434	496	546
存货影响	-41	13	-38	-26
经营性应收影响	-197	-24	-44	-39
经营性应付影响	675	0	17	13
其他影响	334	9	10	10
投资活动现金流	-1,249	30	30	30
资本支出	-315	-1	-1	-1
股权投资	18	30	30	30
其他长期资产变化	-952	0	0	0
融资活动现金流	40	-4	15	34
借款增加	116	0	0	0
财务费用	-5	-4	15	34
股东融资	-85	0	0	0
其他长期负债变化	14	0	0	0

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,578	1,727	1,985	2,217
营业成本	573	532	655	737
营业税金及附加	17	19	22	25
销售费用	528	604	656	727
管理费用	140	150	148	151
财务费用	5	4	-15	-34
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	18	30	30	30
营业利润	333	448	550	642
营业外收入	12	14	15	15
营业外支出	2	5	5	5
利润总额	342	457	560	652
所得税	46	64	73	88
净利润	296	394	486	564
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	297	394	486	564
NOPLAT	275	364	439	500
EPS(摊薄)（元）	0.36	0.48	0.60	0.69

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	20.6%	9.5%	14.9%	11.7%
EBIT 增长率	43.1%	32.3%	19.4%	14.4%
归母净利润增长率	32.1%	32.8%	23.4%	16.0%
获利能力				
毛利率	63.7%	69.2%	67.0%	66.8%
净利率	18.7%	22.8%	24.5%	25.4%
ROE	14.4%	16.0%	16.5%	16.1%
ROIC	21.6%	21.8%	20.4%	18.4%
偿债能力				
资产负债率	36.7%	32.8%	29.3%	26.1%
债务权益比	10.9%	9.2%	7.7%	6.5%
流动比率	110.3%	150.3%	196.1%	246.8%
速动比率	95.0%	136.2%	178.9%	227.6%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转天数	59	59	59	59
应付帐款周转天数	31	31	31	31
存货周转天数	112	112	112	112
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.48	0.60	0.69
每股经营现金流	1.36	0.53	0.54	0.62
每股净资产	2.53	3.01	3.61	4.30
估值比率				
P/E	34	26	21	18
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	27	21	18	16

资料来源：公司报表、华创证券

生物医药组分析师介绍

华创证券首席分析师：宋凯

北京化工大学工学硕士。曾任职于天相投资、中邮证券、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券高级分析师：张文录

军事医学科学院与吉林大学理学硕士。曾任职于双鹤药业、中富投资、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：邱旻

日本东京大学药学学士和技术经营战略学硕士。曾任职于日本 ABeam 咨询、博云投资、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：王逸萌

美国密歇根州立大学理学博士。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：孙渊

中国药科大学理学硕士。曾任职于西京医院、默沙东投资有限公司。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：李明蔚

上海交通大学医学博士。曾任职于上海市瑞金医院。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	李梦雪	销售经理	0755-82027731	limengxue@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	陈艺珺	销售助理	0755-83024576	chenyijun@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	简佳	高级销售经理	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	陈红宇	销售助理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司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，并不构成对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预期收入可能会波动。

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，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 3402 室　华创证券
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500