

众生药业 (002317)

证券研究报告

2020 年 02 月 17 日

中成药化药齐发展，创新药前瞻布局助腾飞

公司业绩稳健增长，逐步走向中成药化药协同发展

公司过去作为中成药企业，近年来在不断夯实传统中成药业务的基础上，多管齐下发展化学药业务，同时较早布局了创新药，有望转型成功。公司业绩近两年稳健增长，2019 年前三季度营业收入 19.19 亿元，同比增长 10.14%；归母净利润为 3.69 亿元，同比增长 5.16%；扣非净利润 3.58 亿元，同比增长 6.07%。2019 年前三季度公司毛利率为 63.6%，净利率为 19.3%，未来随着公司创新品种的上市，毛利率有望进一步提升。2019 年上半年，公司的化学药营收为 4.71 亿元，占比已提升至 36.02%，中成药在公司的营收为 7.31 亿元，占比为 55.94%。公司未来逐步形成中成药与化学药协同发展的优良格局。

中成药板块有望稳健增长，化药板块有望较快增长

公司现有业务构成主要为中成药和化药，聚焦眼科、心脑血管、呼吸、消化及老年性退行性病变等重大疾病领域。中成药方面，核心产品复方血栓通胶囊是“国家基药+国家医保甲类”双目录品种，主要用于眼科、心脑血管领域治疗。脑栓通胶囊是基于“毒损脑络”病机学说的核心产品，国家医保乙类品种，在心脑血管疾病防治中发挥独特的作用，近年来保持快速增长。预计中成药整体未来有望保持稳健增长。化药方面，公司经过多年布局与调整，已涌现出硫酸铝口服混悬液、头孢克肟分散片、氯雷他定片等诸多品种，使得产品结构更趋平衡。随着公司一致性评价产品的陆续推出，公司化药板块有望持续取得良好增长，化药产出的占比也将不断提升，推动公司化药、中成药产出均衡发展。

研发管线多领域布局，流感新药有望成为 25 亿品种

公司注重研发投入，2018 年研发总投入达到 1.48 亿元，同比增长 18.4%。2019 年前三季度研发投入为 5580 万元，同比增长 9.2%。公司经过多年布局，研发管线已储备多个高创新性产品，主要聚焦眼科、肝病、呼吸系统疾病和肿瘤四个疾病领域。

在呼吸领域，流感新药 ZSP1273 已处于 II 期临床阶段，具有成为同类最优品种的潜力，预计今年年中有望得到 II 期临床数据，顺利的话有望于明年报产，我们预计该产品未来市场空间有望达到 25.2 亿元。在非酒精性脂肪肝炎 (NASH) 领域，公司进行了多点布局，其中 ZSP1601 为国内第一个获批临床并具有全新作用机制的 NASH 创新药，未来若成功上市将填补 NASH 领域空白，公司在该领域有望成为国内领军企业。此外，公司积极布局肿瘤和眼科领域，不断完善布局深化优势。

较早进行创新布局有望转型成功，看好未来发展给予“买入”评级

公司过去作为中成药企业近年来不断发展化药业务，并且较早进行创新药布局，有望转型成功。公司在呼吸、NASH、眼科、肿瘤领域皆有创新布局，流感、NASH 新药已步入二期临床，流感新药今年有望得到关键临床数据。未来随着公司新品数据发布及获批预期增强，有望成为重要的股价催化剂。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.60 (yoy +5.62%)、5.05 亿元 (yoy +9.66%)、5.53 亿元 (yoy +9.53%)，保守估计 2020 年合理市值为 138 亿元，对应目标价 16.92 元，给予“买入”评级。

风险提示：新药研发风险；行业政策风险；新品销售不达预期风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,964.24	2,361.51	2,605.86	2,840.61	3,196.50
增长率(%)	16.06	20.23	10.35	9.01	12.53
EBITDA(百万元)	488.75	648.61	573.62	618.76	676.92
净利润(百万元)	420.12	435.65	460.13	504.57	552.65
增长率(%)	1.39	3.70	5.62	9.66	9.53
EPS(元/股)	0.52	0.53	0.56	0.62	0.68
市盈率(P/E)	25.67	24.75	23.44	21.37	19.51
市净率(P/B)	2.91	2.76	2.54	2.36	2.19
市销率(P/S)	5.49	4.57	4.14	3.80	3.37
EV/EBITDA	19.71	10.17	17.00	15.59	14.68

资料来源：wind，天风证券研究所

投资建议

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	13.24 元
目标价格	16.92 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	814.46
流通 A 股股本(百万股)	781.75
A 股总市值(百万元)	10,783.46
流通 A 股市值(百万元)	10,350.35
每股净资产(元)	5.03
资产负债率(%)	22.66
一年内最高/最低(元)	17.17/7.98

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《众生药业-公司点评:政策环境鼓励创新, ZSP1603 临床试验加速获批》2017-10-11
- 《众生药业-公司点评:深耕打通眼科领域多业态, 创新品种储备厚积而薄发》2017-02-23
- 《众生药业-公司点评:ZSP1601 获临床试验批准, 创新助力企业成长》2016-09-02

内容目录

核心观点	4
1. 众生药业——中成药化药稳健增长，创新药领域布局成型	4
1.1. 公司子公司逾 10 家，涵盖领域众多	4
1.2. 公司业绩稳健增长，收入结构逐年优化	5
2. 中成药化药协同发展，已形成双核驱动格局	8
2.1. 中成药核心为双目录品种，整体有望保持稳健增长	8
2.2. 化药积极开展一致性评价，有望成为重要成长动力	9
2.3. 研究表明氯喹具有体外抗新冠病毒活性，公司恢复生产并参与临床研究	10
3. 研发管线多领域布局，多款创新药值得期待	10
3.1. ZSP1273 抗流感新药具有同类最优潜力，有望成为 25 亿潜在重磅品种	11
3.2. “睿”智布局 NASH 新药，“创”辟蓝海市场有望成为 NASH 领军企业	13
3.3. 积极布局肿瘤和眼科领域，不断完善布局深化优势	14
4. 盈利预测及估值分析	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值分析	17
4.2.1. 现有上市产品估值	17
4.2.2. 管线品种估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：众生药业股权架构图	4
图 2：公司营业收入（百万元）及其同比增速	5
图 3：公司归母净利润、扣非归母净利润（百万元）及其同比增速	5
图 4：公司各业务营收逐年增长（亿元）	5
图 5：公司各业务营收占比情况	5
图 6：公司国内分地区销售（亿元）	6
图 7：公司历年毛利率、净利率、期间费用率(%)变化	6
图 8：公司各业务毛利率	7
图 9：公司三费情况（百万元）	7
图 10：公司人员学历情况	7
图 11：公司人员类型占比	7
图 12：公司研发投入情况（百万元）及研发收入比	8
图 13：氯喹具有体外抗新冠病毒活性	10
图 14：公司研发管线布局	11
图 15：公司呼吸系统疾病在研管线产品情况	11

图 16: 奥司他韦 PDB 样本医院销售 (亿元)	12
图 17: 公司 NASH 适应症在研管线情况	13
图 18: 公司抗肿瘤在研管线产品情况	15
图 19: 公司眼科在研管线产品情况	15
图 20: A 股中药行业估值	17
图 21: A 股化药行业估值	17
图 22: 流感新药 ZSP1273 估值	18
表 1: 公司主要产品	8
表 2: 已通过一致性评价药品情况及样本医院销售额	9
表 3: 流感新药 ZSP1273 片市场空间预测	12
表 4: 国内 NASH 研究进展情况	14
表 5: 公司业绩拆分 (单位:百万元)	16

核心观点

公司过去作为中成药企业近年来不断发展化药业务，并且较早进行创新药布局，有望转型成功。公司在呼吸、NASH、眼科、肿瘤领域皆有创新布局，流感、NASH 新药已步入二期临床，尤其流感新药今年有望得到关键临床数据。未来随着公司新品数据发布及获批预期增强，有望成为重要的股价催化剂。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.60 (yoy +5.62%)、5.05 亿元 (yoy +9.66%)、5.53 亿元 (yoy +9.53%)，保守估计 2020 年合理市值为 138 亿元，对应目标价 16.92 元，给予“买入”评级。

1. 众生药业——中成药化药稳健增长，创新药领域布局成型

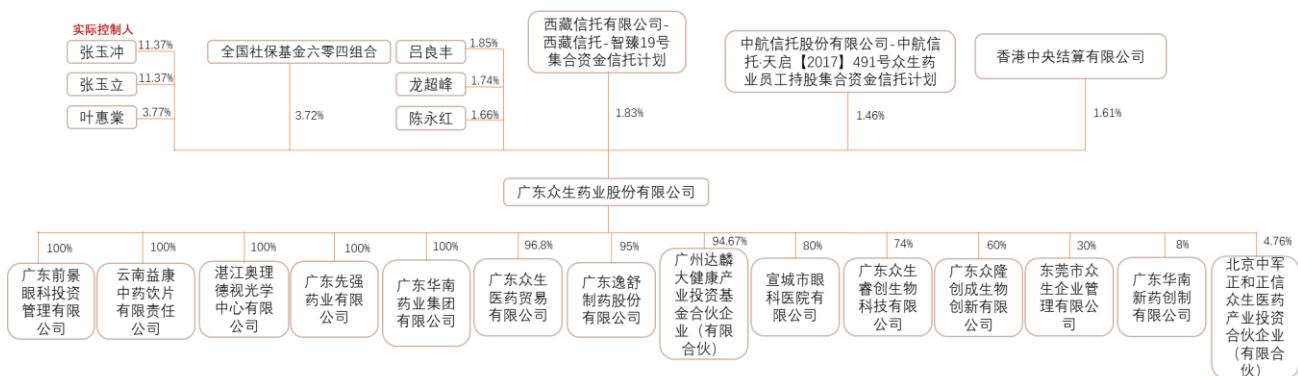
广东众生药业股份有限公司始建于 1979 年，目前已拥有逾十家子公司，公司通过多年经营，已经打造了一条从上游原料到下游制剂的完整产业链，公司的业务范畴也在不断发展扩大。公司传统业务是中成药的生产与销售，其中，公司“复方血栓通胶囊”、“众生丸”被评为广东省名牌产品、广东省自主创新产品。公司自 2009 年上市后，与国内众多科研院所及药明康德合作，在化药领域进行多个优质产品布局，研发聚焦眼科、心脑血管、呼吸系统疾病、消化系统疾病、糖尿病、肿瘤及老年性退行性病变的预防和治疗，目前已形成一条高质量、布局完善的在研管线。

1.1. 公司子公司逾 10 家，涵盖领域众多

据公司公告披露，张玉冲女士和张玉立女士各持有公司 11.37% 的股份，张玉立女士的股东表决权全部由张玉冲享有，即张玉冲拥有表决权的股份占比为 22.75%，为公司控股股东、实际控制人。

公司主营业务为中成药、化学药、中药材和中药饮片、化学原料药的研发、生产和销售，相关子公司众多。公司、全资子公司华南药业、全资子公司先强药业、控股公司逸舒制药主要承担药品生产制造；全资子公司益康中药主要承担中药饮片制造及中药材贸易；全资子公司众生医贸主要承担医药及医疗器械贸易；全资子公司前景眼科负责眼科业务管理；控股子公司众生睿创，主要专注于肝病及呼吸领域的创新药研发工作，为 2018 年公司分别以肝病和呼吸领域的五个创新药项目出资设立，公司直接持有其 74% 的股份，是公司重要的创新药平台子公司。

图 1：众生药业股权架构图



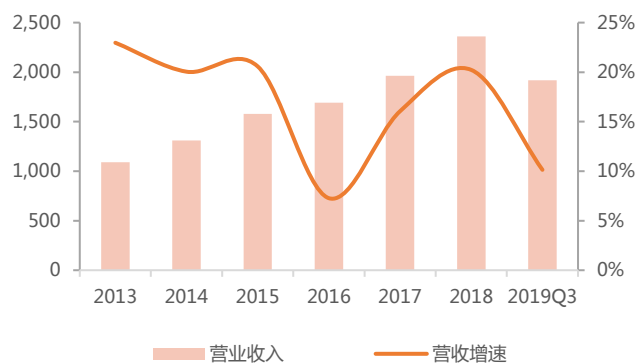
资料来源：公司年报，Wind，天风证券研究所

公司既有丰富的现有产品管线支撑业绩的稳步增长，也有具备独特价值的创新产品管线及研发布局引领公司未来发展。现有产品管线覆盖眼科、心脑血管、呼吸、消化及老年性退行性病变等重大疾病领域，产品布局完整、梯队合理，能够满足全终端销售需求。创新研发管线覆盖眼科、呼吸、非酒精性脂肪肝炎、肿瘤及心脑血管等治疗领域，通过产学研合作的方式，结合公司战略构建研发体系，形成短、中、长期产品研发组合，为公司发展持续输入增长动力，引领公司未来发展。

1.2. 公司业绩稳健增长，收入结构逐年优化

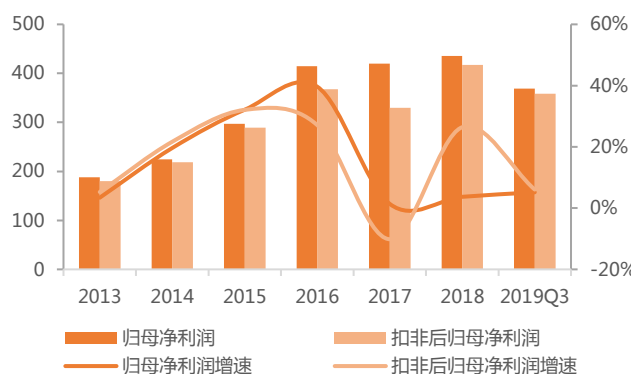
公司业绩近两年来保持稳健增长，2018 年实现营业收入 23.62 亿元，同比增长 20.23%；实现归母净利润 4.36 亿元，同比增长 3.7%；扣非净利润 4.17 亿元，同比增长 26.42%。2019 年前三季度公司实现营收 19.19 亿元，同比增长 10.14%；实现归母净利润 3.69 亿元，同比增长 5.16%；扣非净利润 3.58 亿元，同比增长 6.07%，继续保持稳健增长态势。

图 2：公司营业收入（百万元）及其同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

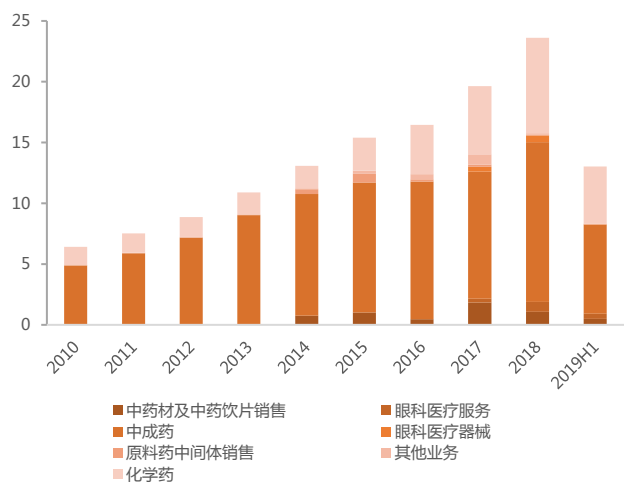
图 3：公司归母净利润、扣非归母净利润（百万元）及其同比增速



资料来源：公司年报，天风证券研究所

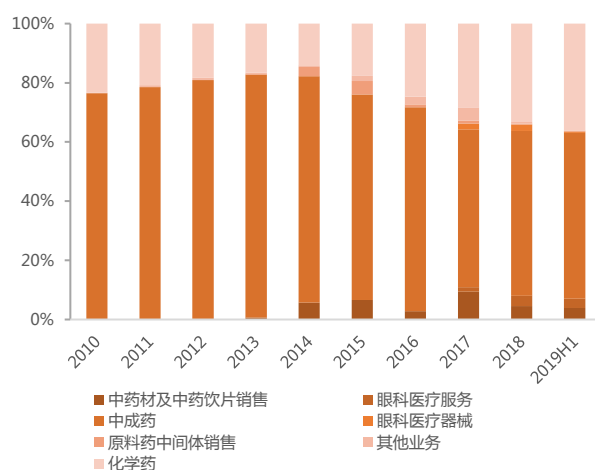
公司在不断夯实传统中成药业务的基础上，多管齐下发展化学药业务。随着公司业务的扩展，公司传统业务中成药的营收占比逐渐下降，化学药在公司的收入端贡献逐年增加，公司化学药产品硫酸铝口服混悬液、羧甲司坦口服溶液、盐酸氨卓斯汀滴眼液和普拉洛芬滴眼液等潜力品种成长快速，2019 年上半年，公司的化学药营收为 4.71 亿元，占比已提升至 36.02%，中成药在公司的营收为 7.31 亿元，占比为 55.94%。随着产品结构的不断优化，公司未来有望形成中成药与化学药协同发展的局面。

图 4：公司各业务营收逐年增长（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

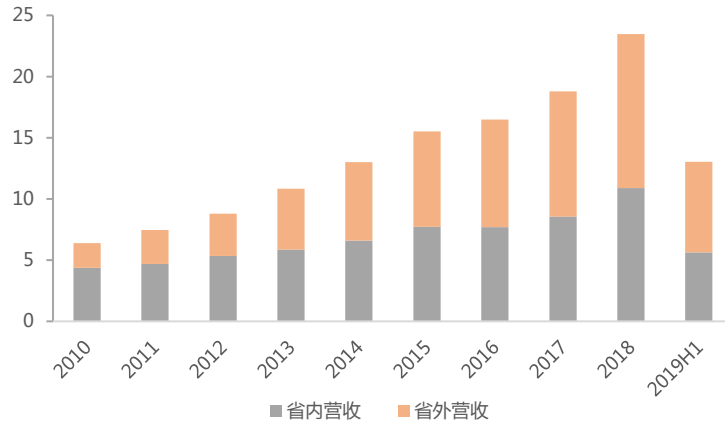
图 5：公司各业务营收占比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

公司过去营收在广东省内占比较高，随着公司销售渠道的拓展，近年来在广东省外营收占比稳定增加，至 2018 年省外营收为 12.59 亿元，占比达到 53.32%，2019 年上半年省外营收 7.4 亿元，占比提升至 56.65%。未来随着销售渠道的进一步拓展，包括多款核心产品继续入选新版国家医保目录，部分产品集采中标，未来公司在省外的业务占比有望进一步扩大。

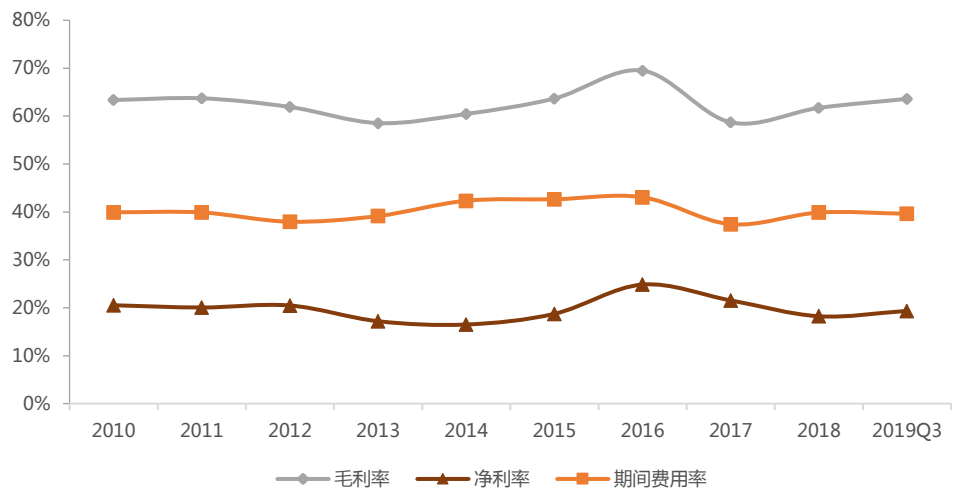
图 6：公司国内分地区销售（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司综合毛利率维持在 60% 左右，净利率稳定在 20% 左右，期间费用率维持在 40% 左右。2019 年前三季度公司毛利率为 63.6%，期间费用率为 39.6%，净利率为 19.3%。未来随着公司创新品种的上市，毛利率有望进一步提升。

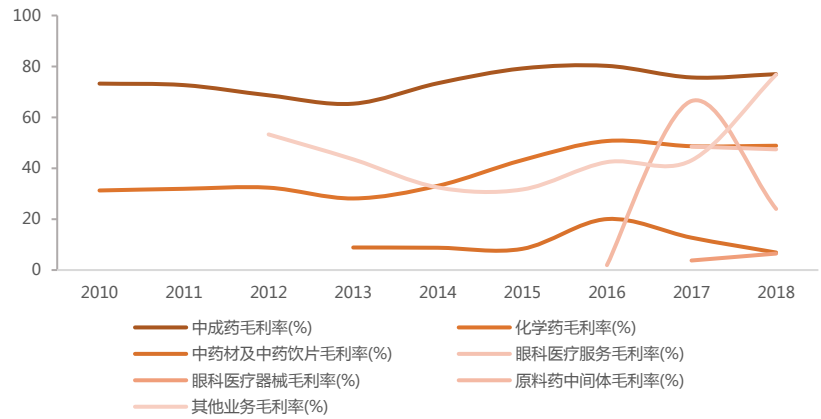
图 7：公司历年毛利率、净利率、期间费用率(%)变化



资料来源：wind，天风证券研究所

分业务看，公司最早的中成药业务，在 2013 年以前毛利率不到 75%，2014 年开始上升并稳定于 75%~80%，预计与上游原材料成本下降有关。公司化学药部分毛利率 2014 年以前仅为 30% 左右，随着新产品上市，现已达到 50% 左右，未来随着化药新品种的上市，毛利率有望进一步提升。

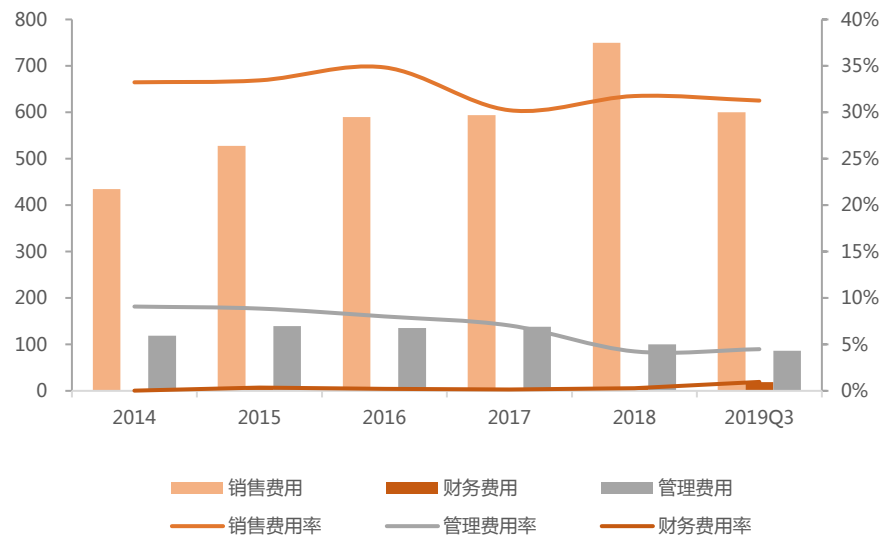
图 8：公司各业务毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

公司三费费用率近年来大体稳中有降，2019 年前三季度销售费用率为 31.3%，管理费用率为 4.5%，财务费用率为 1.0%。整体来看，公司费用率水平控制较好。

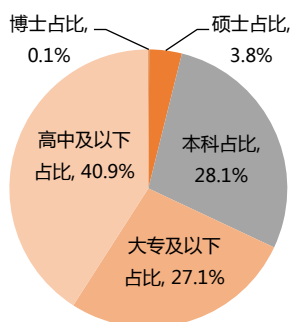
图 9：公司三费情况（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

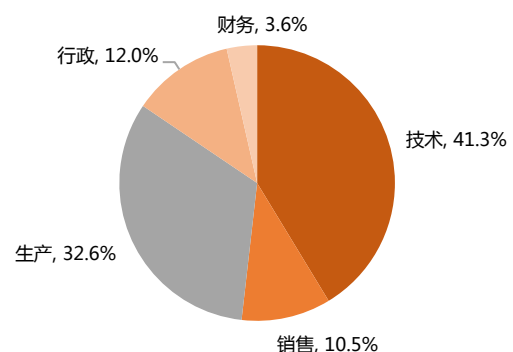
公司拥有员工人数 1801 人，其中技术人员 744 人，占比 41.3%，销售人员 189 人，占比 10.5%，生产人员 588 人，占比 32.6%。公司本科以上学历为 576 人，占公司总人数的 32%。

图 10：公司人员学历情况



资料来源：wind，天风证券研究所

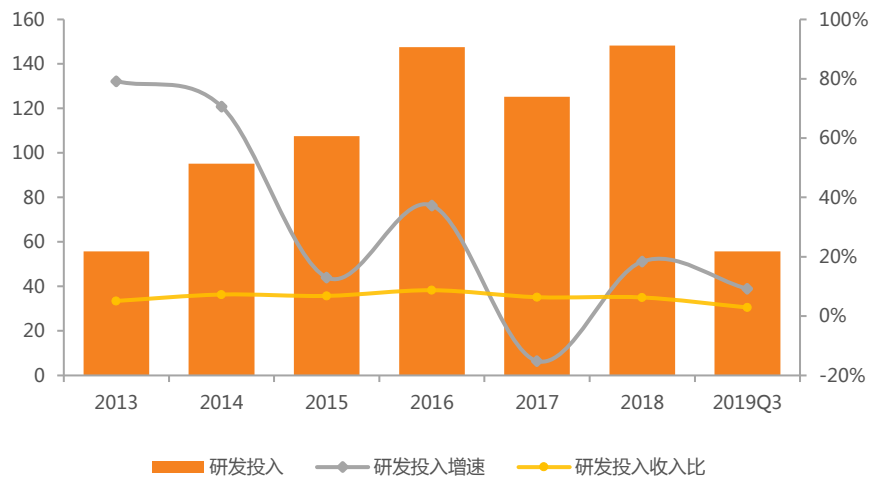
图 11：公司人员类型占比



资料来源：wind，天风证券研究所

公司注重研发投入，2018 年研发总投入达到了 1.48 亿元，同比增长 18.4%。2019 年前三季度研发投入为 5580 万元，同比增长 9.2%。公司经过持续多年的研发投入和积累，已逐步形成以特色中成药为基础，仿制药为依托，创新药物研发为引领的多层次研发体系。

图 12：公司研发投入情况（百万元）及研发投入比



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 中成药化药协同发展，已形成双核驱动格局

公司现有业务构成主要为中成药和化药，聚焦眼科、心脑血管、呼吸、消化及老年性退行性病变等重大疾病领域。

2.1. 中成药核心为双目录品种，整体有望保持稳健增长

中成药方面，核心产品复方血栓通胶囊是公司的原研独家产品，是“国家基药+国家医保甲类”双目录品种，主要用于眼科、心脑血管领域治疗。复方血栓通胶囊临床证据丰富，疗效确切，是中药大品种培育的经典产品，一直保持着不俗的增长态势，同时，公司积极拓展其业务领域，围绕该品种做了大量的深入研究和二次开发，从适应症的拓展、质量标准的提升、专利工艺的运用等方面打造复方血栓通系列产品，不断提高其质量和临床使用价值。值得注意的是，2019 年医保目录调整取消了复方血栓通胶囊关于“限有明确的视网膜静脉阻塞的诊断证据”支付范围限制，是充分肯定了公司核心产品复方血栓通胶囊在眼科、心血管科的临床使用价值和治疗效果。脑栓通胶囊是基于“毒损脑络”病机学说的核心产品，是国家医保乙类目录品种，疗效确切，在心脑血管疾病防治中发挥独特的作用，具有较大的市场拓展空间，近年来保持快速增长。复方血栓通系列和脑栓通胶囊，除了进一步向县域市场、基层市场延伸以外，公司充分考虑到处方药零售发展机遇，加大对零售市场的开发和投入力度，国内主流连锁客户的认可度快速提升。此外，众生丸作为岭南名药的代表产品，正在通过以患者为中心的全剂型拓展，实现全国布局。我们预计未来公司中成药业务有望保持稳健增长。

表 1：公司主要产品

类别	药品名称	治疗领域	用途
中成药	复方血栓通系列产品	眼科、心脑血管	具有活血化瘀、益气养阴的功效，临床用于血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞等眼底疾病的治疗；用于血瘀兼气阴两虚证的冠心病心绞痛。
	脑栓通胶囊	眼科、心脑血管	活血通络，祛风化痰。用于风痰瘀血痹阻脉络引起的缺血性中风病中经络急性期和恢复期。
	复方丹参片	眼科、心脑血管	活血化瘀，理气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、

			心前区刺痛；冠心病心绞痛见上述证候者。
众生丸系列产品	呼吸		清热解毒、活血凉血、消炎止痛。用于上呼吸道感染，急性咽喉炎，急性扁桃腺炎等症。
清热祛湿颗粒	清热祛湿		清热祛湿，益气生津。用于暑湿病邪引起的四肢疲倦、食欲不振，身热口干。
化学药	头孢克肟分散片	抗生素、抗病毒	抗生素药物，用于治疗慢性支气管炎急性发作、急性支气管炎并发细菌感染、支气管扩张合并感染、肺炎；肾盂肾炎、膀胱炎、淋球菌性尿道炎；急性胆道系统细菌性感染（胆囊炎、胆管炎）；猩红热；中耳炎、鼻窦炎。
	注射用单磷酸阿糖腺苷	抗生素、抗病毒	抗病毒药物，主要适用于治疗疱疹病毒感染引起的口炎、皮炎、脑炎及巨细胞病毒感染。
	硫糖铝口服混悬液	消化	用于治疗胃溃疡及十二指肠溃疡。
	普拉洛芬滴眼液	眼科	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）。
	盐酸氨卓斯汀滴眼液	眼科	季节性过敏性结膜炎症状的治疗和预防。
	氯雷他定片	抗过敏	用于缓解过敏性鼻炎有关的症状，如喷嚏、流涕、鼻痒、鼻塞以及眼部痒及烧灼感。口服药物后，鼻和眼部症状及体征得以迅速缓解。亦适用于缓解慢性荨麻疹、瘙痒性皮肤病及其他过敏性皮肤病的症状及体征。
	富马酸氯马斯汀口服溶液	抗过敏	独家剂型，主要用于过敏性鼻炎、荨麻疹、湿疹及其他过敏性皮肤病。尤其适于儿童以及吞咽有困难者使用。
	羧甲司坦口服溶液（片）	呼吸	用于治疗慢性支气管炎、支气管哮喘等疾病引起的痰液粘稠、咳嗽困难患者。
	氢溴酸右美沙芬片	呼吸	用于干咳，包括上呼吸道感染（如感冒和咽炎），支气管炎等引起的咳嗽。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 化药积极开展一致性评价，有望成为重要成长动力

化药方面，公司经过多年布局与调整，已涌现出硫糖铝口服混悬液、头孢克肟分散片、氯雷他定片等诸多品种，通过合理调整了产品价格体系，并加强与核心商业合作伙伴的互动合作，加大渠道覆盖广度和深度，公司化药产品的增长同比优势明显，产品结构也更趋平衡。随着公司一致性评价产品的陆续推出，公司化药板块有望持续取得良好增长。化药产出在公司营销整体产出中的份额占比也将不断提升，最终推动公司化药、中成药产出均衡发展。

目前公司正在积极开展一致性评价，公司的一致性评价工作项目数量和质量位居国内企业前列，利巴韦林片、盐酸小檗碱片、盐酸乙胺丁醇片、氢溴酸右美沙芬片、利巴韦林胶囊、格列齐特片等品种为全国首家申报，并且已经取得初步成果，盐酸二甲双胍片、异烟肼片、头孢拉定胶囊、氢溴酸右美沙芬片已经通过仿制药一致性评价。

表 2：已通过一致性评价药品情况及样本医院销售额

药品名称	2018 年样本医院 销售额（万元）	2018 年公司市场 占比	2019Q1-Q3 样本医院 销售额（万元）	2019 年公司市场 占比	过一致性评价企 业数量（个）
盐酸二甲双胍片	63330	<0.01%	54533	<0.01%	16
头孢拉定胶囊	1314	0.02%	9172	<0.01%	5
异烟肼片	4513	1.47%	3974	<0.01%	6
氢溴酸右美沙芬片	185	17.69%	309	8.52%	1

资料来源：公司公告，PDB，CPM，天风证券研究所

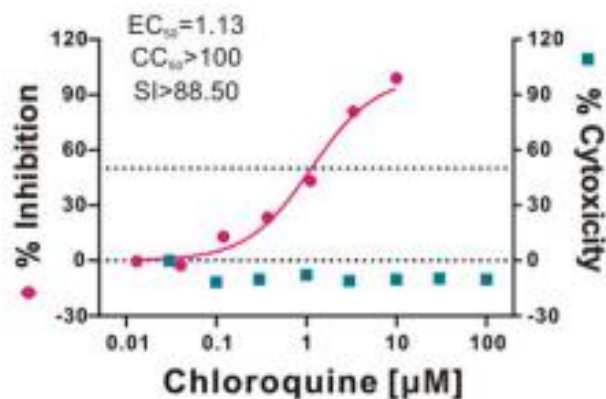
随着公司异烟肼片、头孢拉定胶囊于今年 1 月的国家药品集中采购中顺利中标，且市场占比尚较低，预计有望迎来较高增长。整体来看，公司化药业务未来有望保持较快增长。

2.3. 研究表明氯喹具有体外抗新冠病毒活性，公司恢复生产并参与临床研究

新冠肺炎疫情下，公司快速响应国家应对疫情防治所需应急物资生产供应和保障的要求，迅速完成磷酸氯喹片的恢复生产工作并获得《药品补充申请批件》，并作为临床研究合作单位积极参与磷酸氯喹片治疗新冠肺炎的临床研究。

根据 Cell Research 报道，国内科学家使用了临床分离的 2019-nCoV 病毒株在体外评估了包含氯喹和瑞德西韦在内的七种药物抗病毒感染细胞效果。体外研究显示，瑞德西韦和氯喹在低微摩尔浓度具有良好的抗病毒感染效果及较高的安全系数。氯喹作为治疗疟疾的老药，在临床上已有 70 多年的使用历史。公司拥有磷酸氯喹片的生产批件，但多年未生产销售，在获悉氯喹对新型冠状病毒具有一定体外抑制活性后，公司在广东省药品监督管理局等相关部门指导下积极组织磷酸氯喹片的恢复生产工作，并迅速获得磷酸氯喹片《药品补充申请批件》。

图 13：氯喹具有体外抗新冠病毒活性



资料来源：Cell Research，天风证券研究所

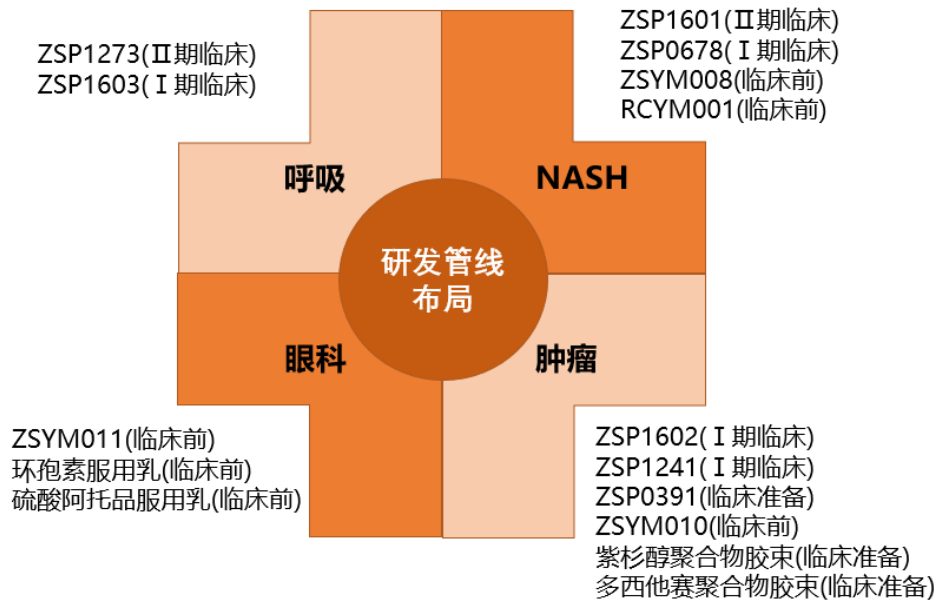
近日，公司已分别与荆州市中心医院和北京大学第三医院达成磷酸氯喹片临床试验合作意向，共同研究新型冠状病毒临床有效治疗方案。公司将作为临床研究合作单位，提供磷酸氯喹片试验样品，同时积极参与临床方案的讨论。目前，由荆州市中心医院院长作为主要研究者（PI）发起的“磷酸氯喹片联合标准疗法对比标准疗法治疗轻型/普通型 2019 冠状病毒病（COVID-19）的随机、双盲、平行对照研究”及“磷酸氯喹片联合标准疗法对比标准疗法治疗重型/危重型 2019 冠状病毒病（COVID-19）的随机、双盲、平行对照研究”已获得伦理审查批件，同意开展上述两项临床研究。上述两项临床研究均为全国最早开展设有安慰剂对照的关于磷酸氯喹片治疗新型冠状病毒肺炎的随机、双盲、平行对照研究，其研究结果可以科学验证磷酸氯喹片的临床疗效，以判断磷酸氯喹片是否可以大规模用于新冠病毒肺炎患者的治疗，为一线临床医生提供有效的治疗方案。

公司快速响应迅速恢复磷酸氯喹片生产，积极履行企业社会责任，为疫情防控做出贡献。考虑到氯喹的临床试验结果，以及疫情发展等均存在不确定性，我们预计短期内对公司经营业绩尚不会产生重大影响。但无论如何，由于新冠肺炎病毒目前尚无特效药，氯喹的临床试验结果仍值得关注。

3. 研发管线多领域布局，多款创新药值得期待

众生药业经过多年布局，研发管线已储备多个高创新性产品，主要聚焦眼科、肝病、呼吸系统疾病和肿瘤四个疾病领域，目前已有 7 个创新药项目完成临床前研究工作。

图 14：公司研发管线布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司多年来探索多种研发模式，初步确立了适合自身特点和发展阶段的创新药开发路径。在创新药临床前研究阶段，公司与药明康德形成战略合作，共同组建项目委员会和项目团队，公司研发团队负责疾病领域选定、选题立项和过程管理，药明康德负责具体实施。在创新药临床研究及产业化阶段，通过外部招聘和内部培养的方式，公司已建立起一支高效有执行力的创新药临床开发团队，团队核心成员具有国内外知名医药企业工作经历和多年创新药临床开发经验，已有的系统性药学研究体系及产业化开发能力可以保障创新药快速进行产业化、商业化。公司与中山大学、国家呼吸系统疾病临床医学研究中心、四川大学、中国中医科学院、北京中医药大学等高校、科研院所建立了紧密的技术合作关系，形成了深度的产学研合作机制。

3.1. ZSP1273 抗流感新药具有同类最优潜力，有望成为 25 亿潜在重磅品种

公司在呼吸领域布局了 ZSP1273、ZSP1603 创新药产品，其中流感新药 ZSP1273 已处于 II 期临床阶段，具有成为同类最优品种的潜力。

图 15：公司呼吸系统疾病在研管线产品情况

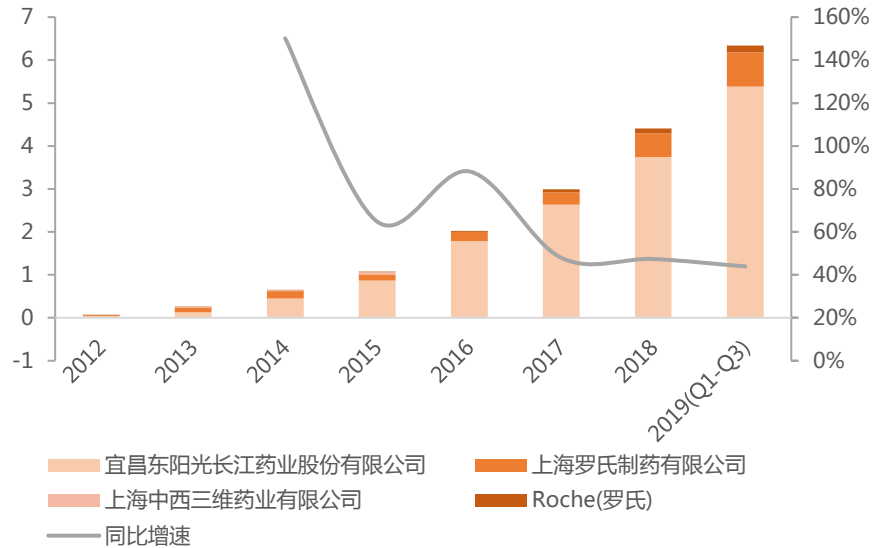
项目名称	适应症	开发阶段	项目特点
ZSP1273	预防和治疗甲型流感及人禽流感	II 期临床试验	✓ 作用靶点新颖，不易产生耐药，国内第一个获批临床的甲型流感病毒 RNA 聚合酶抑制剂； ✓ 体外抗流感病毒活性约为奥司他韦的 1000 倍以上，且显著优于国外同类临床在研化合物 VX-787，有成为 Best-in-Class 药物的潜力； ✓ 对于奥司他韦耐药的病毒株和高致病性禽流感病毒株也具有强抑制作用； ✓ 可以和奥司他韦联合用药，增强临床抗流感病毒效果。
ZSP1603	特发性肺纤维化	I 期临床试验	✓ 国内同靶点第一个获批临床； ✓ 相比参考化合物肝毒性潜在风险更低； ✓ 明确量效关系的抗肺纤维化作用。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

据世界卫生组织（WHO）报告，流感每年可导致全球 5%-10% 的成人和 20%-30% 的儿童发病——约有 10 亿人患流感，大多数为轻症，重症病例约 300-500 万，死亡病例约 29-65 万。每一次流感大流行都给全球公共卫生、经济造成极大破坏。

目前国内主要用于流感病毒的药物为神经氨酸酶抑制剂奥司他韦，米内网中国城市公立医院化学药终端竞争格局数据显示，奥司他韦 2016 至 2018 年销售总额分别为 8.7947 亿元、15.0072 亿元以及 25.3189 亿元，逐年增长非常明显。而 PDB 数据同样显示了抗流感病毒药物奥司他韦的销售额近年来始终保持高速增长。

图 16：奥司他韦 PDB 样本医院销售（亿元）



资料来源：PDB，天风证券研究所

然而由于流感病毒具有突变率高、病毒间重组现象多的特点，现有的抗流感药物难以应对多变的流感病毒，疫苗作用也常被流感病毒逃逸。WHO 西太平洋地区的监测数据也显示中国的季节性甲型 H1N1 流感病毒(2008-2009 年度)的奥司他韦耐药株的比例已达 28%。此外近年在日本和美国上市的新型流感药物巴洛沙韦（国内尚未上市，处 III 期临床）在成人和青少年人群 III 期临床研究中耐药率为 11.1%，在儿童人群临床研究中耐药率高达 25.6%。基于流感病毒的耐药性影响现有抗流感病毒药物的治疗效果，临床急需研发新型作用机制抗流感药物，以满足临床上未被满足的对于流感病毒药物的巨大需求。

公司研发的 ZSP1273 片作为国内第一个获批临床试验的甲型流感病毒 RNA 聚合酶抑制剂，其作用机制新颖明确，靶点选择性高，体外活性强，对包括法定乙类报告传染病感染 H7N9 禽流感在内的多种不同亚型流感病毒株，以及不同亚型奥司他韦耐药株均有效，其体外抗流感病毒活性约为奥司他韦的 1000 倍以上，且显著优于国外同类临床在研化合物 VX-787（国内处于 III 期临床）。超过 48 小时的治疗性给药的动物模型均有效，且安全性高，临床应用潜力突出。I 期临床试验结果表明，ZSP1273 安全性、耐受性良好，药代动力学特征理想。2019 年 8 月 24 日，众生睿创在广州市召开了“ZSP1273-治疗甲型流感 II 期临床试验全国研究者会”，临床研究负责人钟南山院士出席了本次会议，钟南山院士参与了 ZSP1273 片 II 期临床试验研究方案设计的全过程，并对项目细节进行把控。II 期临床试验主要研究目的是初步评估 ZSP1273 片治疗成人甲型流感患者的安全性和疗效，确定 III 期临床试验的拟用剂量及给药方案。目前 ZSP1273 项目在全国二十多家临床研究中心开展 II 期临床研究，II 期临床试验的受试者陆续入组。根据临床试验进度，预计今年年中有望得到 II 期临床数据，顺利的话有望于明年报产。

表 3：流感新药 ZSP1273 片市场空间预测

	成人流感市场	儿童（0-14 岁）人口市场
人口数量（亿）	11.6	2.35
WHO 发布流感发病率	5-10%	20-30%
流感发病人数中位数（亿）	1.74	0.59
流感治疗药物渗透率	30%	80%
流感治疗药物用药人数（亿）	0.52	0.47

公司产品占比	20%	20%
预期公司产品用药人数（亿）	0.10	0.09
疗程用药费用（元）	138	115
对应公司产品市场（亿元）	14.4	10.8
公司产品市场空间（亿元）	25.2	

资料来源：WHO，wind，药智网，天风证券研究所

基于世界卫生组织发布的成人和儿童流感发病率数据，参照目前国内主流流感药物奥司他韦的用药费用，我们预计公司 ZSP1273 未来市场空间有望达到 25.2 亿元。

3.2. “睿”智布局 NASH 新药，“创”辟蓝海市场有望成为 NASH 领军企业

非酒精性脂肪肝炎（NASH）未来市场广阔，目前仍是一片蓝海。《Nature》已有文章指出，NASH 已成为继慢性丙型肝炎之后肝移植的第二大原因，在发达国家和地区，由于人们生活方式的转变，非酒精性脂肪肝病患病率更高，患病率约 15%~40%，其中 10%~20% 的非酒精性脂肪肝病患者会发展为非酒精性脂肪肝炎，预计全球范围内 NASH 的发病率在 3~5%，更值得注意的是 NASH 患者中约有 15~25% 的病人会发展成为肝硬化，预测到 2025 年 NASH 将取代丙肝成为需要肝移植的主要疾病，是日趋普遍的世界性慢性肝病。据 GlobalData 预测，全球 NASH 药物的市场规模在 2026 年可达到 253 亿美元，该领域仍是一片蓝海，市场广阔。

公司在非酒精性脂肪肝炎（NASH）领域较早布局多个新药，其中 ZSP1601 为国内首个获批临床并具有全新作用机制的 NASH 创新药，有望成为国内 NASH 领域的领军企业。众生睿创在 NASH 领域现已拥有 4 项新药研发项目，ZSP1601 是由公司与药明康德共同研发的用于治疗 NASH 的小分子创新药物，同时也是全球首个针对该靶点的治疗 NASH 的创新药，该药有望成为 First-In-Class 药物。该药目前处于 I b/II a 期临床试验阶段。临床前研究结果表明，该药在多个肝纤维化动物模型上展现了显著抗炎和抗肝纤维化作用，具备确切疗效，在 CDAA 诱导的小鼠 NASH 模型中抗纤维化作用显著优于奥贝胆酸，其 GLP 毒理研究表明其安全性良好。ZSP1601a 期临床研究试验已在吉林大学第一医院研究所完成 92 例受试者给药研究，研究结果表明该药安全性耐受性良好、药代动力学特征理想，ZSP1601 将来如果成功上市，有望填补 NASH 领域用药空白，其强效抗肝纤维化作用是该领域治疗的最重要关注点，其未来可能成为 NASH 联合用药治疗的基石。其余三项 ZSP0687、ZSYM008、RCYM001 药物靶点参照当前全球领跑药物，研发稳步推进。公司在该领域布局多个药物，既可以分散研发风险，亦可作为将来潜在的联合用药考虑，我们看好公司在该领域有望成为国内领军企业。

图 17：公司 NASH 适应症在研管线情况

项目名称	适应症	开发阶段	项目特点
ZSP1601	NASH	II 期临床试验	✓ 全新靶点,作用机制新颖,有望成为First-In-Class药物 ✓ 国内第一个获批临床用于NASH治疗的小分子创新药物 ✓ 剂量相关的抗肝纤维化作用 ✓ 安全治疗窗口非常高
ZSP0678	NASH	I 期临床试验	✓ 靶点安全性，有效性得到临床验证 ✓ 动物体内外活性及药代性质优于参考化合物
ZSYM008	NASH	临床前研究	✓ 体内活性显著优于参考化合物 ✓ 解决参考化合物药物-药物相互作用问题 ✓ 临床研究表明该靶点安全有效
RCYM001	NASH	临床前研究	✓ 靶点安全性高，有效性得到临床验证 ✓ 体内外活性及药代特性优于参考化合物 ✓ 安全性和选择性优于参考化合物

资料来源：公司公告，天风证券研究所

横向比较来看，公司在 NASH 领域的研发进度处于国内领先水平。除众生药业之外，拓臻生物的 TERN-101 于 2019 年 8 月宣布其针对 NASH 适应症的临床试验申请获得国家药品监督管理局（NMPA）批准。该药最初由礼来（Eli Lilly）研发，18 年拓臻生物宣布与礼来签订开发、制造和商业化 TERN-101 的全球独家协议，拓臻生物另一款 NASH 新药是 TERN-201，拓臻生物在 2019 年国际肝病大会上公布两项重点项目的临床前数据。数据显示在一个临床前非酒精性脂肪性肝炎模型中，TERN-101 减轻了炎症、肝细胞气球样变和纤维化程度，TERN-201 降低了非酒精性脂肪性肝病活动评分和纤维化程度。君圣泰的 HTD1801 目前正在美国开展非酒精性脂肪性肝炎 II 期临床试验，2018 年 11 月 FDA 授予了该药快速通道资格。

表 4：国内 NASH 研究进展情况

企业	管线	靶点	进展
众生药业	ZSP1601	pan-pde 抑制剂	I b/II a 期临床试验
众生药业	ZSP0687	PPAR α/δ 激动剂	I 期临床试验
众生药业	RCYM001	THR- β 激动剂	临床前研究
诺华	LMB763	非 BA FXR 激动剂	II 期临床试验（主动暂停）
拓臻生物	TERN-101	FXR	I 期临床试验
拓臻生物	TERN-201	SSAO	I 期临床试验
君圣泰	HTD1801	多靶点	II 期临床试验（美国）
康哲药业	Namodenoson	A3R	II 期临床试验（美国）
景凯生技	JKB121	TLR4	I 期临床试验(中国台湾地区)（已停止）
正大天晴	TQA3526	N/A	I a 期临床试验
微芯生物	CS17919	ASKI	临床前研究
派格生物	PB718	GLP-1 Glucogan	临床前研究
歌礼生物	TVB-2640	FASN	I 期临床试验
黄海生物	WXFL50010210	N/A	I 期临床试验

资料来源：Insight 数据库，公司公告，天风证券研究所

总体来看，公司在 NASH 领域进行了多点布局，其中 ZSP1601 为国内第一个获批临床并具有全新作用机制的 NASH 创新药，公司在该领域研发进度领先，未来若成功上市将填补 NASH 领域空白，并可能成为 NASH 联合用药治疗的基石，市场前景巨大。我们看好公司在该领域有望成为国内领军企业。

3.3. 积极布局肿瘤和眼科领域，不断完善布局深化优势

众生药业在抗肿瘤领域已布局多个产品，如 ZSP1602、ZSP1241、ZSP0391、注射用紫杉醇聚合物胶束和注射用多西他赛聚合物胶束等，其中注射用紫杉醇聚合物胶束和注射用多西他赛聚合物胶束将来有望与公司靶向药开展联合用药，不断充实公司在肿瘤管线的布局。

图 18：公司抗肿瘤在研管线产品情况

项目名称	适应症	开发阶段	项目特点
ZSP1602	肿瘤	I 期临床试验	✓ 更高的体内外活性，良好的安全性和耐受性及药代特性，有望成为Best-in-class。 ✓ 临床试验设计紧扣精准医学，选择靶点信号通路相关基因突变或高表达人群。
ZSP1241	肿瘤	I 期临床试验	✓ 体内外强效，在多种肝癌、胃癌CDX或者PDX模型上展现显著抗肿瘤作用； ✓ 药代特性显著优于参考化合物，可与索拉非尼联合使用，增强疗效。
ZSP0391	肿瘤	获得临床批件	✓ 体内外强效，在多个异种移植瘤模型上展现显著抗肿瘤效果，且呈剂量依赖性； ✓ 选择性高，预示临床上毒副作用较低； ✓ 有治疗肿瘤脑转移患者的潜力。
注射用紫杉醇聚合物胶束	肿瘤	获得临床批件	✓ 紫杉醇为多种肿瘤一线用药,市场规模达数十亿； ✓ 具有被动靶向作用，可降毒增效； ✓ 无需加入毒性辅料，可避免引起副作用。
注射用多西他赛聚合物胶束	肿瘤	获得临床批件	✓ 多西他赛为多种肿瘤一线用药，市场规模达数十亿； ✓ 国内无多西他赛改良制剂上市 ✓ 无需加入毒性辅料，可避免引起副作用。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在眼科产品研发方面，公司与药明康德共同开展“治疗糖尿病黄斑水肿（DME）的一类新药 ZSYM011”合作研发项目，是公司在眼科领域创新药物的重要布局。此外，公司新立两项眼科滴眼液研发项目，分别是治疗延缓儿童近视进展的阿托品滴眼液以及治疗儿童角膜结膜炎和干眼症的环孢素眼用乳。其中 ZSYM011 已有初步药效结果，环孢素眼用乳用于治疗干眼症及结膜炎，且该剂型能增加药物眼表停留时间，药效更佳，预计市场空间广阔。硫酸阿托品滴眼液用于延缓儿童近视，随着科技的进步，儿童过度用眼的现象越来越普遍，该领域市场也在稳步增长。

图 19：公司眼科在研管线产品情况

项目名称	适应症	开发阶段	项目特点
ZSYM011	糖尿病黄斑水肿	临床前研究	✓ 口服或滴眼给药； ✓ 该靶点有初步药效结果。
环孢素眼用乳	干眼症及结膜炎	临床前研究	✓ 市场空间巨大,作用机制明确,同类药物已上市 ✓ 眼用乳剂增加药物眼表停留时间,药效更佳
硫酸阿托品滴眼液	延缓儿童近视	临床前研究	✓ 市场空间巨大，作用机制明确，临床有初步药效结果 ✓ 新制剂可能增加药物在眼表停留时间,药效有望优于普通剂型

资料来源：公司公告，天风证券研究所

眼科作为公司有核心优势和特色的业务板块，随着研发成果的落地，将继续补充公司眼科产品线，夯实公司眼科领域的优势地位。基于公司二十多年形成的眼科销售优势和销售资源，除了积极完善眼科药品的研发外，公司充分发挥眼科领域市场资源与推广体系优势，积极推进眼科业务拓展。目前前景眼科参股公司远景眼科继续推进与全球知名眼科制药企业的业务合作，远景眼科全面负责推进其系列产品在国内的销售推广工作，进一步深化公司在国内眼科领域的优势地位。

4. 盈利预测及估值分析

4.1. 盈利预测

公司过去作为中成药企业近年来不断发展化药业务，并且较早进行创新药布局，有望转型成功。公司在呼吸、NASH、眼科、肿瘤领域皆有创新布局，流感、NASH 新药已步入二期临床，尤其流感新药今年有望得到关键临床数据。未来随着公司新品数据发布及获批预期增强，有望成为重要的股价催化剂。

不考虑未获批产品，结合公司 2019 年前三季度业绩增速情况，我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 26.06 (yoy +10.35%)、28.41 (yoy +9.01%)、31.97 (yoy +12.53%) 亿元，归母净利润分别为 4.60 (yoy +5.62%)、5.05 亿元 (yoy +9.66%)、5.53 亿元 (yoy +9.53%)，对应 P/E 分别为 23、21、20 倍。

核心假设：

- 1、中成药方面，核心产品复方血栓通胶囊为“基药+医保甲类”品种，2019 年医保目录调整取消了“限有明确的视网膜静脉阻塞的诊断证据”支付范围限制，脑栓通胶囊仍具有较大市场拓展空间有望延续较快增长，整体预计公司中成药板块业绩未来有望保持稳健增长；
- 2、化学药方面，公司积极开展一致性评价，部分产品已经在国家集采中中标，同时后续仍有多个产品有望陆续通过，未来化药板块有望保持较快增长；
- 3、考虑到新冠肺炎疫情可能带来的影响，我们预计 2020 年中成药和化学药等主要业绩贡献板块的增速可能略有放缓，但随后预计将有所恢复。

表 5：公司业绩拆分（单位：百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1964.2	2361.5	2605.9	2840.6	3196.5
YOY	16.09%	20.23%	10.35%	9.01%	12.53%
毛利率	59.41%	61.72%	62.16%	61.76%	60.90%
毛利润	1153.11	1457.56	1619.79	1754.26	1946.55
	393.20%	26.40%	11.13%	8.30%	10.96%
中成药	1047.11	1314.84	1374.01	1422.10	1478.98
YOY	-7.55%	25.57%	4.50%	3.50%	4.00%
毛利率	75.67%	76.96%	76.85%	76.80%	76.80%
毛利润	792.35	1011.90	1055.92	1092.17	1135.86
化学药	560.39	784.64	1043.57	1252.29	1565.36
YOY	38.16%	40.02%	33.00%	20.00%	25.00%
毛利率	48.65%	48.84%	48.69%	48.50%	48.30%
毛利润	272.63	383.22	508.11	607.36	756.07
中药材及中药饮片销售	184.02	105.52	75.97	56.98	42.74
YOY	292.12%	-42.66%	-28.00%	-25.00%	-25.00%
毛利率	12.71%	6.88%	6.88%	6.88%	6.88%
毛利润	23.39	7.26	5.23	3.92	2.94
眼科医疗服务	30.35	82.55	86.68	91.01	95.56
YOY		171.99%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	48.55%	47.43%	48.00%	48.00%	48.00%
毛利润	14.73	39.15	41.61	43.69	45.87
眼科医疗器械	39.38	53.10	10.62	5.31	2.66

YOY		34.84%	-80.00%	-50.00%	-50.00%
毛利率	3.75%	6.48%	6.48%	6.00%	6.00%
毛利润	1.48	3.44	0.69	0.32	0.16
原料药中间体销售	17.82	6.50	6.11	5.80	5.51
YOY	12.78%	-63.52%	-6.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	66.42%	24.01%	24.01%	24.01%	24.01%
毛利润	11.84	1.56	1.47	1.39	1.32
其他业务	85.17	14.36	8.90	7.12	5.70
YOY	92.52%	-83.14%	-38%	-20%	-20%
毛利率	43.09%	76.78%	76.00%	76.00%	76.00%
毛利润	36.70	11.03	6.77	5.41	4.33

资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2. 估值分析

4.2.1. 现有上市产品估值

预计公司现有中成药、化药等传统业务 2020 年归母净利润为 5.05 亿元, 参照 A 股中药、化药行业平均估值水平, 给予 2020 年 20 倍 PE, 对应市值 101 亿元。

图 20: A 股中药行业估值

代码	股票名称	收盘价	市值 (亿元)	EPS				PE			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600436.SH	片仔癀	127.09	769	1.9	3.0	3.8	3.8	67.3	42.1	33.9	34.0
000538.SZ	云南白药	82.33	1,046	3.2	3.0	3.4	3.8	31.6	27.3	24.4	21.5
002603.SZ	以岭药业	16.67	197	0.5	0.6	0.6	0.8	32.9	29.1	25.4	21.3
600572.SH	康恩贝	6.28	167	0.3	0.2	0.3	0.3	20.8	25.8	22.7	19.9
000650.SZ	仁和药业	7.19	87	0.4	0.5	0.6	0.8	17.2	13.5	11.0	9.2
600566.SH	济川药业	25.56	207	2.1	2.3	2.6	3.0	12.3	11.2	9.7	8.5
600557.SH	康缘药业	14.16	84	0.7	0.9	1.1	1.3	19.4	16.1	13.2	11.0
平均								28.8	23.6	20.1	17.9

资料来源: wind, 天风证券研究所 注: EPS 为 wind 一致预期, 收盘价截至 2020.2.14 收盘价、EPS 单位: 元

图 21: A 股化药行业估值

代码	股票名称	收盘价	市值 (亿元)	EPS				PE			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000963.SZ	华东医药	20.50	358	1.55	1.59	1.93	2.30	15.8	12.8	10.6	8.9
002020.SZ	京新药业	10.86	78	0.51	0.72	0.84	1.01	21.0	14.8	12.7	10.6
002294.SZ	信立泰	18.04	188	1.39	1.13	1.19	1.33	12.9	15.9	15.0	13.5
600380.SH	健康元	10.91	209	0.43	0.44	0.51	0.61	29.8	24.4	20.8	17.5
300630.SZ	普利制药	63.06	171	0.99	1.10	1.84	2.84	94.2	56.3	33.9	21.9
002422.SZ	科伦药业	25.66	370	0.85	0.92	1.15	1.41	30.5	28.0	22.3	18.2
平均								34.0	25.4	19.2	15.1

资料来源: wind, 天风证券研究所 注: EPS 为 wind 一致预期, 收盘价截至 2020.2.14 收盘价、EPS 单位: 元

4.2.2. 管线品种估值

保守估计我们仅对公司进入 II 期临床并有望于今年完成的流感新药 ZSP1273 进行估值, 采用类 DCF 估值法求其 rNPV, 核心假设包括:

1. 根据其现有研发进度预估其有望于 2022 年获批
2. 基于前述分析预计 ZSP1273 潜在销售峰值 25.2 亿元, 假设 7 年时间达峰

3. 假设达到销售峰值后每年以 5%的速度下降，直到降至峰值的 50%形成稳态

图 22：流感新药 ZSP1273 估值

核心假设			2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031		2042	2043	2044
上市成功率 (LOA)	80%	销售额 (亿元)			3.0	8.0	12.0	16.0	20.0	22.0	24.0	25.2	23.9	22.7		12.9	12.6	12.6
销售峰值后增长率	-5%	净利率			30%	31%	32%	33%	34%	35%	35%	35%	33%	30%		10%	10%	10%
贴现率	5.22%	净利润 (亿元)			0.9	2.5	3.8	5.3	6.8	7.7	8.4	8.8	7.8	6.9		1.3	1.3	1.3
10年期国债收益率	2.82%	$rNPV = LOA \times \left[\sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{V_T}{(1+r)^T} \right]$$V_T = \frac{V_{T+1}}{r - g}$																
β值	0.94																	
5年沪深300平均收益率	5.37%																	
rNPV	50.32																	

资料来源：wind，天风证券研究所

基于模型我们得到公司流感新药 ZSP1273 估值 50.32 亿元，考虑公司持股众生睿创 74%股份，实际对应市值 37 亿元。

分部估值合计：通过将公司现有上市产品对应 2020 年估值 101 亿元，与仅考虑处于 II 期临床的 ZSP1273 估值进行加总（实际上公司研发管线多个早期品种亦具有价值，这里仅作十分保守估计），保守估计公司 2020 年合理估值为 138 亿元，对应目标价 16.92 元，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1、新药研发风险：公司创新药研发存在不确定性以及研发周期可能延长的风险；
- 2、行业政策风险：公司产品未来集采存在未中标或中标价大幅下降的风险，可能会对公司营收造成不利影响；
- 3、新品销售不达预期风险：新品销售受市场推广以及其他同类竞品竞争的影响可能存在销售低于预期的可能

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	926.50	928.86	1,713.45	1,840.62	1,564.27
应收票据及应收账款	832.51	924.11	1,200.25	883.04	1,461.25
预付账款	107.95	216.09	98.81	164.29	169.47
存货	269.04	285.44	413.15	303.20	570.07
其他	337.97	31.01	419.12	261.67	246.66
流动资产合计	2,473.96	2,385.52	3,844.77	3,452.83	4,011.73
长期股权投资	32.02	92.87	92.87	92.87	92.87
固定资产	450.98	627.73	639.36	665.93	688.44
在建工程	39.05	29.96	53.97	80.38	78.23
无形资产	452.37	595.60	575.33	555.06	534.79
其他	1,407.71	1,502.10	1,530.62	1,542.02	1,524.57
非流动资产合计	2,382.13	2,848.26	2,892.16	2,936.26	2,918.90
资产总计	4,856.09	5,244.34	6,740.45	6,393.78	6,936.89
短期借款	437.96	466.77	452.00	478.00	470.00
应付票据及应付账款	114.94	99.55	76.82	133.35	120.65
其他	545.25	323.75	1,511.96	752.62	953.36
流动负债合计	1,098.16	890.07	2,040.78	1,363.97	1,544.01
长期借款	0.00	347.50	355.00	363.00	370.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27.59	55.88	43.67	42.38	47.31
非流动负债合计	27.59	403.38	398.67	405.38	417.31
负债合计	1,125.75	1,293.46	2,439.45	1,769.35	1,961.32
少数股东权益	23.22	47.88	49.32	48.99	47.24
股本	814.46	814.46	814.46	814.46	814.46
资本公积	1,424.46	1,384.42	1,384.42	1,384.42	1,384.42
留存收益	2,892.46	3,141.47	3,437.22	3,760.98	4,113.87
其他	(1,424.26)	(1,437.35)	(1,384.42)	(1,384.42)	(1,384.42)
股东权益合计	3,730.34	3,950.88	4,301.00	4,624.43	4,975.57
负债和股东权益总	4,856.09	5,244.34	6,740.45	6,393.78	6,936.89

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	423.00	430.50	460.13	504.57	552.65
折旧摊销	69.73	78.52	44.62	47.30	49.90
财务费用	7.69	33.62	5.83	(6.64)	(3.58)
投资损失	(24.11)	(8.49)	(23.73)	(18.78)	(17.00)
营运资金变动	348.02	190.28	491.60	(203.30)	(634.06)
其它	(454.43)	(397.66)	(25.40)	4.14	4.22
经营活动现金流	369.91	326.78	953.04	327.29	(47.87)
资本支出	387.51	593.39	72.22	81.29	45.07
长期投资	17.29	60.85	0.00	0.00	0.00
其他	(311.27)	(1,105.02)	(101.45)	(143.68)	(79.64)
投资活动现金流	93.52	(450.78)	(29.23)	(62.40)	(34.57)
债权融资	437.96	836.27	814.33	850.78	853.04
股权融资	35.82	(100.29)	47.10	6.64	3.58
其他	(308.10)	(606.69)	(1,000.65)	(995.14)	(1,050.54)
筹资活动现金流	165.68	129.29	(139.22)	(137.72)	(193.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	629.11	5.29	784.59	127.17	(276.35)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,964.24	2,361.51	2,605.86	2,840.61	3,196.50
营业成本	811.14	903.94	986.07	1,086.35	1,249.95
营业税金及附加	23.66	26.37	31.27	34.09	38.36
营业费用	593.68	749.82	823.45	891.95	1,003.70
管理费用	138.36	100.37	119.87	127.83	143.84
研发费用	67.93	84.29	104.23	142.03	143.84
财务费用	3.19	7.12	5.83	(6.64)	(3.58)
资产减值损失	2.35	19.24	8.85	10.15	12.75
公允价值变动收益	0.00	0.00	(26.85)	4.47	5.97
投资净收益	24.11	8.49	23.73	18.78	17.00
其他	(193.88)	(39.09)	6.23	(46.50)	(45.93)
营业利润	493.70	500.95	523.17	578.10	630.60
营业外收入	0.71	2.75	10.60	4.69	6.01
营业外支出	2.69	3.74	3.22	3.22	3.39
利润总额	491.72	499.96	530.54	579.57	633.22
所得税	68.72	69.46	68.97	75.34	82.32
净利润	423.00	430.50	461.57	504.23	550.90
少数股东损益	2.88	(5.15)	1.45	(0.34)	(1.74)
归属于母公司净利润	420.12	435.65	460.13	504.57	552.65
每股收益（元）	0.52	0.53	0.56	0.62	0.68

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.06%	20.23%	10.35%	9.01%	12.53%
营业利润	7.72%	1.47%	4.43%	10.50%	9.08%
归属于母公司净利润	1.39%	3.70%	5.62%	9.66%	9.53%
获利能力					
毛利率	58.70%	61.72%	62.16%	61.76%	60.90%
净利率	21.39%	18.45%	17.66%	17.76%	17.29%
ROE	11.33%	11.16%	10.82%	11.03%	11.21%
ROIC	14.09%	14.52%	12.45%	15.45%	15.86%
偿债能力					
资产负债率	23.18%	24.66%	36.19%	27.67%	28.27%
净负债率	-13.10%	-2.34%	-20.90%	-21.40%	-14.29%
流动比率	2.25	2.69	1.89	2.53	2.60
速动比率	2.01	2.37	1.68	2.31	2.23
营运能力					
应收账款周转率	2.48	2.69	2.45	2.73	2.73
存货周转率	7.38	8.52	7.46	7.93	7.32
总资产周转率	0.43	0.47	0.43	0.43	0.48
每股指标（元）					
每股收益	0.52	0.53	0.56	0.62	0.68
每股经营现金流	0.45	0.40	1.17	0.40	-0.06
每股净资产	4.55	4.79	5.22	5.62	6.05
估值比率					
市盈率	25.67	24.75	23.44	21.37	19.51
市净率	2.91	2.76	2.54	2.36	2.19
EV/EBITDA	19.71	10.17	17.00	15.59	14.68
EV/EBIT	22.98	11.56	18.43	16.88	15.85

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com