

分析师: 李琳琳
 登记编码: S0730511010010
 lill@ccnew.com 021-50586983

下半年经营大概率回暖, 药物与营销创新同步发力

——众生药业(002317)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

市场数据(2020-08-26)

发布日期: 2020年08月27日

收盘价(元)	15.47
一年内最高/最低(元)	18.58/9.25
沪深300指数	4706.13
市净率(倍)	3.10
流通市值(亿元)	110.30

基础数据(2020-6-30)

每股净资产(元)	5.03
每股经营现金流(元)	0.36
毛利率(%)	62.68
净资产收益率-摊薄(%)	4.68
资产负债率(%)	24.45
总股本/流通股(万股)	81446.11/71299.54
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《众生药业(002317)公司点评报告: 1273临床II期揭盲, 结果积极》 2020-06-29
- 2 《众生药业(002317)公司点评报告: 一次性计提坏账准备, 轻装前行》 2020-02-28
- 3 《众生药业(002317)公司点评报告(以此为准): 等待磷酸氯喹片临床效果》 2020-02-12

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

8月24日, 公司发布2020年半年报, 2020年上半年实现营收7.85亿元, 同比下滑39.89%, 实现归母净利润1.92亿元, 同比下滑36.58%, 扣非后归母净利润1.18亿元, 同比下滑60.30%。经营活动产生的现金流量净额为2.94亿元, 同比增长40.27%, 基本每股收益0.24元。

投资要点:

- **二季度业绩环比有所改善。**公司财报显示, 一季度公司实现营业收入3.90亿元, 同比下滑36.57%, 归属于上市公司股东的净利润为5272.59万元, 同比下滑58.15%。经营活动产生的现金流量净额为6311万元, 我们看到, 二季度业绩有所改善。
- **新冠疫情的发展是公司业绩下滑的主要原因。**一季度受到疫情影响, 除发热门诊外的医院门诊量大幅下降, 公司呼吸类产品、眼科类产品及抗病毒类及清热解毒产品受到的影响尤为显著, 销售下滑明显。6月份, 随着国内疫情的缓解, 大部分医院逐渐恢复正常接诊, 复方血栓通系列、脑栓通胶囊、硫糖铝口服混悬液等产品在二季度末已基本恢复正常销量。6月份公司的眼科产品同比实现了增长, 同时, 随着国家基药产品医疗端占比的深入执行, 预计公司核心国家基药产品, 如羧甲司坦口服液、非诺贝特、格列齐特等将迎来更好地发展机遇, 另外眼科产品如明目地黄胶囊在去年也进入了国家医保, 未来有望放量。
- **未来公司化药占比将逐步提升。**从公司的收入构成看, 2020年上半年公司实现中成药销售收入4.36亿元, 占比为56%, 化药占比约为35%。截至目前, 公司及全资子公司华南药业、先强药业和控股子公司逸舒制药共有69个产品品规入选《国家基本药物目录(2018年版)》, 127个产品品规入选《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2019年版)》, 其中甲类69个、乙类58个, 未来公司的化药占比将逐步提升。
- **中标集采将促进公司化学仿制药放量。**公司目前正稳步开展化学仿制药一致性评价工作。公司目前已开展一致性评价品种16个, 已有11个品种完成了仿制药一致性评价的工作。2020年上半年, 公司全资子公司华南药业累计有盐酸二甲双胍片、异烟肼片、头孢拉定胶囊、氢溴酸右美沙芬片和盐酸乙胺丁醇片和格列齐特片6个产品通过仿制药一致性评价, 部分产品属于首家通过, 具有和原研药竞争的基本能力, 再一次验证了公司的技术储备能力和技术转化能力。2020年1月, 公司头孢拉定胶囊和异烟肼片均于第二批国家集采中标, 目前集采数量符合预

期；2020年8月，公司盐酸乙胺丁醇片于第三批国家集采中标。异烟肼片和盐酸乙胺丁醇片为公司一线抗结核药物产品集群，顺利在国家集采中标将有利于提升产品市场竞争力，扩大产品的市场份额及提高公司在抗结核药品领域的市场地位。随着公司更多的一致性评价产品陆续获批上市，公司在中选省份的医院市场、零售市场均会有较好表现。目前公司一致性评价产品的基础销量和销售收入占比较低。但一致性评价工作开展的项目数量和质量在国内企业中均排名靠前。公司未来将充分利用优先通过一致性评价的先发优势，快速扩大市场份额，为公司带来销售增量，成为公司新的业绩增长点。

- **公司创新药物布局起步较早，目前管线已经基本成型。**公司上市后就启动了创新药领域的探索，2013年即启动了与药明康德的合作，较国内大部分同类企业起步较早。目前公司的创新管线已基本成型，主要布局在呼吸、非酒精性脂肪肝炎及纤维化（简称“NASH”）、肿瘤、眼科四大领域，依托于“众生睿创”的平台去开展相关业务，时机成熟时将考虑分拆上市，“众生睿创”的B轮融资进展顺利。报告期内，“众生睿创”通过增资扩股的方式实施了股权激励，目前正在稳步推进中，将有利于公司留住核心人才。
- **改良型新药也是公司未来发展的重要抓手。**公司未来将以高技术壁垒特征的改良型新药为抓手，继续深入开展吸入制剂、乳剂、控缓释制剂、复方制剂等改良型新药研究，丰富公司的创新能力和创新产品，加速创新产品上市。
- **呼吸领域。**呼吸类甲型流感一类创新药 ZSP1273 由钟南山担任 PI，为国内第一个进入临床的 RNA 聚合酶抗流感药物。具有很强的体外广谱抗甲型流感病毒活性，从目前的试验体内外抗病毒活性显著优于同靶点化合物以及奥斯他韦。目前已完成二期临床，临床二期实验揭盲结果积极，计划今年将启动三期临床研究；三期临床中心将由目前的 25 家扩展到 70-80 家医院，向新疆，宁夏，青海等地拓展，由于新冠疫情发生后，医院对于发热病人的筛查力度增强，公司三期临床病人的筛选和入组难度有望降低。目前 1273 的临床试验仅仅覆盖轻重症流感患者，明年公司将启动重症流感患者的方案设计，预计明年开始临床试验，儿童领域的临床试验将等待现有的三期临床做完后再视结果而定。肺纤维化治疗领域的药物 1603 临床 I 期已经结束，下半年或明年将进入临床二期。
- **眼科领域形成全产业链服务能力。**管线布局方面，公司眼科产品线齐全，包含治疗眼底病的复方血栓通系列产品、抗过敏首仿品种盐酸氮卓斯汀滴眼液、抗炎产品普拉洛芬滴眼液等，其中明目地黄胶囊 2019 年新进国家医保目录，随着疫情的缓解有望放量；在仿制药领域公司布局了环孢素、阿托品、莫西沙星等市场热门的仿制药品种，其中莫西沙星滴眼液和地夸磷酸钠滴眼液预计明年提交上市申请。公司与药明康德共同开展的“治疗糖尿病黄斑水肿（DME）的一类新药 ZSYM011”合作研发项目仍在临床前研究阶段；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已经处于立项阶段。眼科产品推广及投资方面，公司建立了百余人的眼科专业销售团队，销售人员具备专业眼科知识及外企背景，旗下盐酸氮卓斯汀滴眼液、普拉洛芬滴眼液借助其专业推广能力目前已恢复 30-50% 的销售增速；另外公司与国内龙头民营眼科医疗集团爱尔眼科达成战略合作，爱尔眼科将公司眼科产品列入其旗下医院的基本用药目录，优先使用；双

方合作开展学术推广及患者教育；公司结合多年在创新药开发经验与爱尔眼科开展包括药物药效评价、临床试验、上市后再评价等研究，双方共同研发具有全球竞争力的眼科新药，同时可以围绕眼健康管理和服务开展共同投资，一起服务于眼科患者，实优势互补。公司目前已经形成了从眼科药物研发及推广到眼科医疗再到眼科投资的全产业链服务体系。

- **肝病领域**，公司布局的 NASH 领域药物市场空间巨大。非酒精性脂肪肝炎（简称 NASH）是非酒精性脂肪肝病的严重进展状态，主要特征为肝脂肪变性、气球样变和炎症，伴有或不伴有纤维化，它是由非酒精因素导致脂肪在肝细胞内过度沉积而引起肝脏脂肪变性的一种肝脏疾病。2020 年 3 月，印度制药企业 Zydus Cadila 旗下的 Saroglitazar 获得了印度药品管理局批准，用于非肝硬化性非酒精性脂肪性肝炎（NASH）的治疗，成为了全球首个获批用于非酒精性脂肪性肝炎（NASH）治疗的药物。但 NASH 治疗领域市场空间巨大，仅有一家药企的药物上市是远远不能满足相关需求的。数据统计显示，中国约有 5000 万 NASH 患者，预计国际 NASH 的市场规模在 2025 年能达到 350-400 亿美元。公司在 NASH 领域布局了 3 个 Me too 产品（ZSP0678, ZSYM008, RCYM001）和一个 first-in-class 项目 ZSP1601。布局了覆盖肝脂肪，炎症，纤维化等不同作用靶点并且有联合用药潜力的产品管线。其中 ZSP1601 仍处于 Ib/IIa 阶段，预计明年年中进入 IIb 阶段，该药物为国内第一个获批临床用于 NASH 治疗的小分子创新药物，作用机制新颖。另外，ZSP0678 已在首都医科大学附属北京友谊医院启动 I 期临床试验，下半年预计将结束 I 期临床，由于该药为 me too 类药物，今年 3 月获得 PBC 适应症临床批件，目前正处于临床一期阶段，未来有望率先上市。
- **肿瘤领域**。目前公司的 2 个纳米制剂注射用多西他赛聚合物胶束及注射用紫杉醇聚合物胶束虽已获得《药品临床试验批件》，但其中紫杉醇胶束国内首家企业或将上市，届时公司将可能通过仿制药申报，研发进程将缩短；而根据端午期间 CDE 发布的《化学药品改良型新药临床试验技术指导原则（征求意见稿）》意见，公司注射用多西他赛聚合物胶束或可豁免临床试验，研发进展也有望加速。未来公司将建立聚合物胶束载药平台。
- **营销模式改革试水，有助公司业绩长远增长**。随着医联体、医共体等政策的实施，县域市场已成为重要的医疗分中心。公司通过持续的学术投入，核心产品在县级医院的覆盖率得到较大幅度的提升，县域市场已经成为公司重要的增长来源。同时，公司继续依托慢病管理项目在大型连锁药店开展免费糖网筛查项目，并与医院联网，给出诊断建议，不仅能够提升客户对公司品牌的认知度，同时可以提升客户对连锁药店的粘性，有利于零售市场的拓展；未来随着公司慢病管理体系覆盖客户数量的进一步提升，公司有望在零售端取得新的突破。基于营销策略调整，公司将逐步减少医药贸易类业务规模，进行业务板块优化，集中资金和优势资源，进行药品制剂主业的营销再升级，优化内部产出构成，降低经营风险。疫情期间，公司同时展开了数字化营销。通过线上学术会、线上培训会等新的教育形式，进行营销推广，报告期内公司的线上营销参与人次达两万多人次。另外公司积极与电商龙头阿里健康、京东健康为代表的新型渠道合作，建立线上旗舰店、协助注册互联网医院医生、开展 DTP 药房合作的多种形式，突破疫情

带来的就医难问题，多渠道为医生和患者提供及时服务。

- **仲强股权转让将给公司带来一定的投资收益。**8月24日，公司公告称，将持有的广东仲强药业有限公司100%股权以人民币9000万元转让给上海雍威生物科技有限公司。该公司的资产主要为一块工业用地，由于该区块土地规划与城建规划不符合，对于众生来讲，该公司的土地将不适用于公司业务发展的需要，转让后将给公司带来一定的投资收益。
- **盈利预测。**考虑到疫情的影响，下调公司盈利预测，预计公司2020年每股收益为0.46元、2021年0.54元，2022年0.57元，对应8月26日收盘价15.47元，市盈率为33.63倍、28.65倍和27.14倍，公司创新药进展顺利，维持“买入”的投资评级。

风险提示：疫情再次爆发，新药研发进度低于预期

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,362	2,532	2,785	3,063	3,369
增长比率(%)	20.2	7.2	10.0	10.0	10.0
净利润(百万元)	436	318	377	441	466
增长比率(%)	3.7	-27.1	18.7	17.0	5.7
每股收益(元)	0.53	0.39	0.46	0.54	0.57
市盈率(倍)	29.19	39.67	33.63	28.65	27.14

资料来源：贝格数据，中原证券

表 1: 公司创新药管线布局

研发管线	项目代码	药品注册代码	适应症	项目特点
非酒精性脂肪性肝炎研发管线	ZSYM009	ZSP1601	非酒精性脂肪性肝炎	1、全新靶点，作用机制新颖，有望成为 First-In-Class 药物； 2、国内第一个获批临床用于 NASH 治疗的小分子创新药物； 3、剂量相关的抗肝纤维化作用； 4、安全治疗窗口非常高。
	ZSYM007	ZSP0678	非酒精性脂肪性肝炎/原发性胆汁性胆管炎	1、靶点安全性、有效性得到临床验证； 2、动物体内外活性及药代性质优于参考化合物。
	ZSYM008	-	非酒精性脂肪性肝炎	1、体内活性显著优于参考化合物； 2、解决参考化合物药物-药物相互作用问题； 3、临床研究表明该靶点安全有效。
呼吸系统疾病研发管线	RCYM001	-	非酒精性脂肪性肝炎	1、靶点安全性、有效性得到临床验证； 2、体内外活性及药代特性优于参考化合物； 3、安全性和选择性优于参考化合物。
	ZSYM005	ZSP1273	预防和治疗甲型流感及人禽流感	1、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； 2、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； 3、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； 4、可以和奥司他韦联合用药，增强临床抗流感病毒效果。
	ZSYM002	ZSP1603	特发性肺纤维化	1、国内同靶点第一个获批临床； 2、相比参考化合物肝毒性潜在风险更低； 3、明确量效关系的抗肺纤维化作用。
肿瘤研发管线	ZSYM004	ZSP1602	抗肿瘤	1、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； 2、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。
	ZSYM006	ZSP1241	抗肿瘤	1、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； 2、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。
眼科管线	ZSYM011	-	治疗糖尿病黄斑水肿	1、可口服或者滴眼用于治疗 DME； 2、在临床前中度、重度 DME 动物模型上展现良好药效。

资料来源：公司公告，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2396	2700	3624	4045	4353
现金	929	820	1652	1818	1999
应收票据及应收账款	924	1217	1138	1453	1397
其他应收款	8	9	10	10	12
预付账款	216	90	247	123	284
存货	285	374	387	450	470
其他流动资产	34	190	190	190	190
非流动资产	2848	2807	2875	2913	2949
长期投资	93	81	66	51	37
固定资产	628	612	626	636	645
无形资产	596	596	660	698	738
其他非流动资产	1532	1518	1524	1527	1529
资产总计	5244	5507	6500	6957	7302
流动负债	890	1073	1895	2111	2191
短期借款	467	549	1353	1585	1579
应付票据及应付账款	100	89	128	111	152
其他流动负债	324	435	413	415	460
非流动负债	403	299	255	209	164
长期借款	348	235	191	145	100
其他非流动负债	56	64	64	64	64
负债合计	1293	1372	2149	2320	2355
少数股东权益	48	69	70	71	71
股本	814	814	814	814	814
资本公积	1384	1432	1432	1432	1432
留存收益	1757	1914	2142	2404	2673
归属母公司股东权益	3903	4066	4280	4566	4876
负债和股东权益	5244	5507	6500	6957	7302

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	327	251	457	289	553
净利润	431	320	379	442	466
折旧摊销	79	99	84	93	103
财务费用	7	19	26	41	37
投资损失	-8	-9	-20	-15	-13
营运资金变动	-218	-263	-12	-272	-40
其他经营现金流	37	86	0	0	0
投资活动现金流	-451	-241	-132	-115	-126
资本支出	143	128	83	52	50
长期投资	211	-135	14	15	14
其他投资现金流	-96	-247	-35	-48	-61
筹资活动现金流	129	-118	-295	-241	-239
短期借款	29	82	0	0	0
长期借款	348	-113	-44	-46	-46
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-40	48	0	0	0
其他筹资现金流	-207	-136	-251	-195	-194
现金净增加额	5	-109	29	-67	188

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2362	2532	2785	3063	3369
营业成本	904	917	1058	1164	1280
营业税金及附加	26	29	17	31	34
营业费用	750	854	919	980	1078
管理费用	100	123	195	184	202
研发费用	84	133	128	153	202
财务费用	7	19	26	41	37
资产减值损失	19	-41	0	0	0
其他收益	21	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	8	9	20	15	13
资产处置收益	2	3	0	0	0
营业利润	501	381	462	526	549
营业外收入	3	1	0	0	0
营业外支出	4	3	0	0	0
利润总额	500	379	462	526	549
所得税	69	59	83	84	82
净利润	431	320	379	442	466
少数股东损益	-5	2	1	1	-0
归属母公司净利润	436	318	377	441	466
EBITDA	602	502	573	661	694
EPS (元)	0.53	0.39	0.46	0.54	0.57

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	20.2	7.2	10.0	10.0	10.0
营业利润 (%)	1.5	-24.0	21.3	13.9	4.3
归属母公司净利润 (%)	3.7	-27.1	18.7	17.0	5.7
获利能力					
毛利率 (%)	61.7	63.8	62.0	62.0	62.0
净利率 (%)	18.2	12.6	13.6	14.4	13.8
ROE (%)	10.9	7.7	8.7	9.5	9.4
ROIC	9.5	6.8	6.8	7.5	7.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.7	24.9	33.1	33.3	32.3
净负债比率 (%)	-1.7	2.5	-0.7	-0.2	-4.9
流动比率	2.7	2.5	1.9	1.9	2.0
速动比率	2.1	1.9	1.5	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	8.4	9.7	9.7	9.7	9.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.53	0.39	0.46	0.54	0.57
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.40	0.31	0.56	0.35	0.68
每股净资产 (最新摊薄)	4.79	4.99	5.26	5.61	5.99
估值比率					
P/E	27.9	38.3	32.2	27.6	26.1
P/B	3.1	3.0	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	20.2	24.6	21.3	18.5	17.3

资料来源：贝格数据，中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。