

## 常山药业 (300255)

公司研究/点评报告

# 受疫情影响一季度业绩下滑，加大原料药业务拓展力度

—常山药业 2020 年一季度点评

点评报告/医药

2020 年 04 月 29 日

### 一、事件概述

2020 年 4 月 28 日，公司发布 2020 年一季度报：营业收入 3.98 亿元，同比下降 13.17%；归母净利润 0.49 亿元，同比下降 13.90%；扣非后归母净利润 0.50 亿元，同比下降 6.75%。经营活动产生的现金流-3.07 亿元，同比下降 138.53%。

2020 年 4 月 28 日，公司发布 2019 年年报：营业收入 20.71 亿元，同比增长 25.34%；归母净利润 2.25 亿元，同比增长 60.93%；扣非后归母净利润 2.16 亿元，同比增长 59.57%。经营活动产生的现金流-0.58 亿元，同比下降 119.85%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 受疫情影响2020年一季度业绩下滑

受延期复工和医院门诊量下降影响，2020 年一季度公司业绩下滑。随着门诊恢复和海外肝素原料药需求高景气，我们预计公司二季度可通过增加排产，业绩有所恢复。

#### ➤ 重整肝素原料药业务上下游，中期原料药业务有望突破

上游供应商方面，据年报披露“2020 年，凯库得公司在加强国内原肠采购的基础上，将把国际采购做为重点”；产能方面，“2019 年初，专业化运营肝素粗品生产的公司全资子公司凯库得公司实现投产运营”；下游大客户方面，“公司将以欧、美高端大客户业务作为重点，不断调整和优化客户结构”。同时，主要针对穆斯林国家的牛源肝素，在原料药出口认证方面取得实质性进展。公司加大肝素原料药及肝素粗品“供-需”端的开拓力度，加上新产品牛源肝素的顺利进展，中期公司的原料药业务有望实现突破。

#### ➤ 优化销售网络大力开发二线产品潜力，产品梯队合理

公司的二线制剂产品枸橼酸西地那非以及透明质酸，在解决产能问题后，加大销售网络的建设力度。

创新药方面，公司有艾本那肽（三期临床）、国家 1.1 类创新药 C-met 抑制剂、苯磺酸氨氯地平塞来昔布（CONSENSI）等，产品梯队合理。

### 三、投资建议

公司的核心产品肝素钠原料药、低分子肝素钙水针收入稳健增长，考虑到原料药新产能落地及客户审计的节奏，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.31、0.40、0.51 元，按 2020 年 4 月 28 日收盘价对应 PE 为 17、13、10 倍。首次覆盖，参考可比公司估值，给予“谨慎推荐”评级。

### 四、风险提示

原料药销售不达预期的风险；制剂产品招标降价的风险；制剂产品研发进展不及预期的风险。

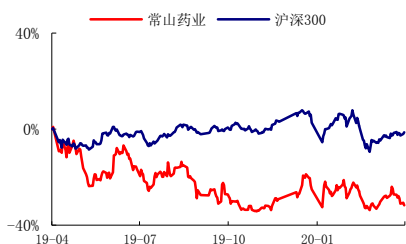
**谨慎推荐** 首次评级

当前价格： 5.27 元

#### 交易数据 2020-4-28

近 12 个月最高/最低(元)	7.82/5.07
总股本(百万股)	935
流通股本(百万股)	598
流通股比例(%)	63.99
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	32

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：孙建

执业证号： S0100519020002

电话： 021-60876703

邮箱： sunjian@mszq.com

#### 相关研究

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,071	2,546	3,164	3,997
增长率 (%)	25.3	22.9	24.3	26.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	225	294	371	480
增长率 (%)	60.9	30.5	26.1	29.6
每股收益 (元)	0.24	0.31	0.40	0.51
PE (现价)	22.0	16.8	13.3	10.3
PB	1.8	1.6	1.5	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,071	2,546	3,164	3,997
营业成本	557	737	951	1,275
营业税金及附加	26	31	39	49
销售费用	942	1,146	1,392	1,679
管理费用	106	130	162	205
研发费用	136	160	190	232
EBIT	304	341	430	557
财务费用	44	0	0	0
资产减值损失	(5)	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	262	341	430	557
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	261	340	429	556
所得税	39	50	64	82
净利润	222	290	365	473
归属于母公司净利润	225	294	371	480
EBITDA	356	352	440	566
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	563	0	(0)	0
应收账款及票据	356	437	544	687
预付款项	178	229	277	371
存货	1408	1888	2337	3260
其他流动资产	12	12	12	12
流动资产合计	2534	2590	3196	4367
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	773	859	949	1049
无形资产	173	169	155	143
非流动资产合计	1408	1415	1479	1580
资产合计	3943	4005	4675	5947
短期借款	618	284	469	1100
应付账款及票据	81	107	138	185
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1188	960	1265	2064
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	32	32	32	32
非流动负债合计	32	32	32	32
负债合计	1220	993	1297	2096
股本	935	935	935	935
少数股东权益	7	3	(3)	(10)
股东权益合计	2722	3012	3377	3850
负债和股东权益合计	3943	4005	4675	5947

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	25.3	22.9	24.3	26.3
EBIT 增长率	8.3	12.2	26.0	29.5
净利润增长率	60.9	30.5	26.1	29.6
盈利能力				
毛利率	73.1	71.0	70.0	68.1
净利润率	10.9	11.5	11.7	12.0
总资产收益率 ROA	5.7	7.3	7.9	8.1
净资产收益率 ROE	8.3	9.8	11.0	12.4
偿债能力				
流动比率	2.1	2.7	2.5	2.1
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.5
现金比率	0.5	0.0	(0.0)	0.0
资产负债率	0.3	0.2	0.3	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	53.6	50.0	48.0	47.0
存货周转天数	804.5	804.5	800.0	790.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.3	0.4	0.5
每股净资产	2.9	3.2	3.6	4.1
每股经营现金流	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.6)
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	22.0	16.8	13.3	10.3
PB	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.5	10.6	8.9	7.8
股息收益率	0.2	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	222	290	365	473
折旧和摊销	57	11	10	9
营运资金变动	(384)	(513)	(487)	(1,003)
经营活动现金流	(63)	(211)	(111)	(519)
资本开支	163	18	75	112
投资	254	0	0	0
投资活动现金流	91	(18)	(75)	(112)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(137)	0	0	0
筹资活动现金流	(211)	(334)	185	631
现金净流量	(183)	(563)	(0)	0

## 分析师简介

**孙建**，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。