



2020年04月19日

买入(首次评级)

当前价： 11.96元

分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@ykzq.com

灵康药业(603669.SH)

【粤开医药公司年报点评】灵康药业：巩固主力基本盘，发力高毛利新品种

事项：

4月17日晚间，公司发布2019年度报告，期内营收16.35亿元(-2.06%)；归属于上市公司股东的净利润2.02亿元(+10.34%)；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.39亿元(+27.08%)；基本每股收益0.40元；拟每10股转增4股并派发现金2.00元(含税)。

评论：

业绩平稳增长，生产线恢复巩固主力基本盘

2019年实现营收16.35亿元(-2.06%)，营收略有下滑，但基本平稳。2018年公司部分车间改造和GMP再认证，一定程度影响公司主力产品生产和备货量，对2019年营收增长带来部分压力，但目前生产已经恢复，基本盘主力产品头孢呋辛钠、盐酸头孢甲肟、盐酸托烷司琼和丙氨酰谷氨酰胺2019年产量都有较大幅回升，生产量分别同比增40.89%、40.28%、32.84%和40.21%，我们认为在生产备货充足前提下，公司年度销售增速有望回正。公司品种聚焦和打造有竞争力单品策略得当，核心主力产品贡献公司主要营收，多个品种位列国内份额前三并。**消化系统产品线**营收5.1亿元(-9.96%)，毛利率较高(94.3%)，主力产品注射用奥美拉唑钠近三年来维持在3000万支左右，公司产品为20/60mg规格，行业品种竞争相对缓和，公司市场份额位列行业(注射剂型)前三公司，产品在广东等医药大省竞争力较强；根据产销数据，我们预计2019年销售额在4亿元左右，占消化道产品线营收80%以上。**肠外营养产品线**营收2.8亿元(+0.45%)，产品线有注射用丙氨酰谷氨酰胺(规格10g/20g)、注射用果糖、转化糖等，主力产品是丙氨酰谷氨酰胺，国内行业排名第二，仅次于科伦药业，2019年销售量405万瓶左右，我们预计占公司肠外营养产品线主要销售额。**抗感染类产品线**公司品种较多，头孢呋辛钠(规格1.25g/1.75g/3g)和盐酸头孢甲肟(规格0.25g/0.5g/1.0g)贡献公司抗感染产品线主要销售额，根据产销数据推算，预计销售额约为3亿元和2亿元左右；另外，公司头孢唑肟钠市场份额行业第二，头孢孟多酯钠位列行业第三，单品行业竞争力较强。

公司产品大多为注射剂型仿制药，暂未受到带量采购和一致性评价压力，但公司积极应对，推进包括奥美拉唑、泮托拉唑钠、盐酸头孢甲肟、头孢哌酮钠舒巴坦钠、头孢呋辛钠等仿制药品种的一致性评价工作，夯实产品基础；加快在研项目兰索拉唑、左卡尼汀注射液、美洛西林钠舒巴坦钠、氟氯西林钠、头孢唑肟钠、盐酸氨溴索注射液等药品的注册申报进度。2019年公司获得了盐酸托烷司琼注射液和奥扎格雷钠注射液2个药品注册批件，进一步丰富了产品管线。

发力高毛利新品种，大健康产业布局有亮点

稳定基本盘产品销售前提下，公司未来着力发展高毛利新品种，为公司持续增长提供源动力。公司储备产品如注射用石杉碱甲为国内独家品种，用于治疗阿尔茨海默症，市场空间超300亿；另有注射用尼麦角林、注射用盐酸拉贝洛尔、注射用乙酰半胱氨酸等有望放量，公司盈利能力持续攀升。公司目前核心品种尚未受到带量采购政策影响，因此收入仍保持稳定增长。

大健康产业链布局有亮点。公司间接参与投资的博鳌超级医院，享有“先行先试”政策，



允许试用国内未上市新药、医疗器械和药品进口注册审批快速和低关税、允许申报开展干细胞临床研究等重磅优惠政策；正在与海南国资系统公司共同发起设立健康保险公司，尚在等待银保监会批准。另外，控股股东已收购华西上锦南府医院，质地优良、盈利能力较强（年收入突破 10 亿大关），未来不排除置入上市公司可能。

业绩预测与投资评级

我们预测 2020-2022 年，公司营业收入为 18.3/20.8/23.9 亿元，归母净利润分别为 2.4/2.9/3.5 亿元，参考股本 5.1 亿股，对应每股 EPS 为 0.47/0.57/0.69 元，今日收盘价（11.96 元/股）对应市盈率分别为 25/21/17 倍。

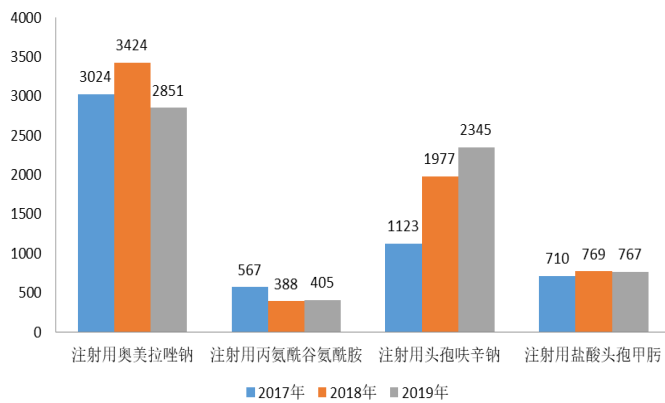
公司拥有充沛的净现金，财务健康，上市以来分红较丰厚，分红率高达 59.5%，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

药品降价超预期；医药政策影响；研发进度不及预期。

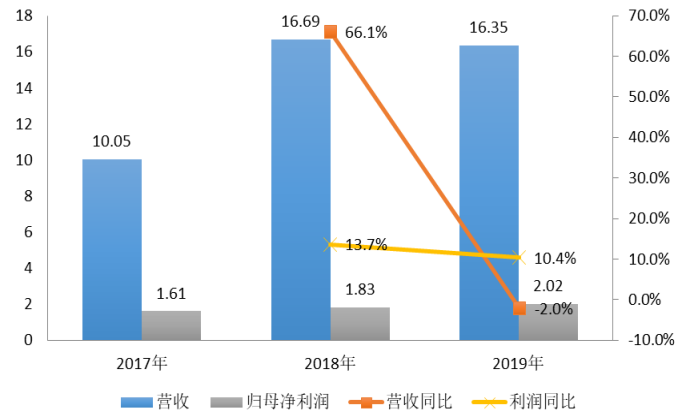


图表1：近三年以来主要产品销量情况（万瓶/支）



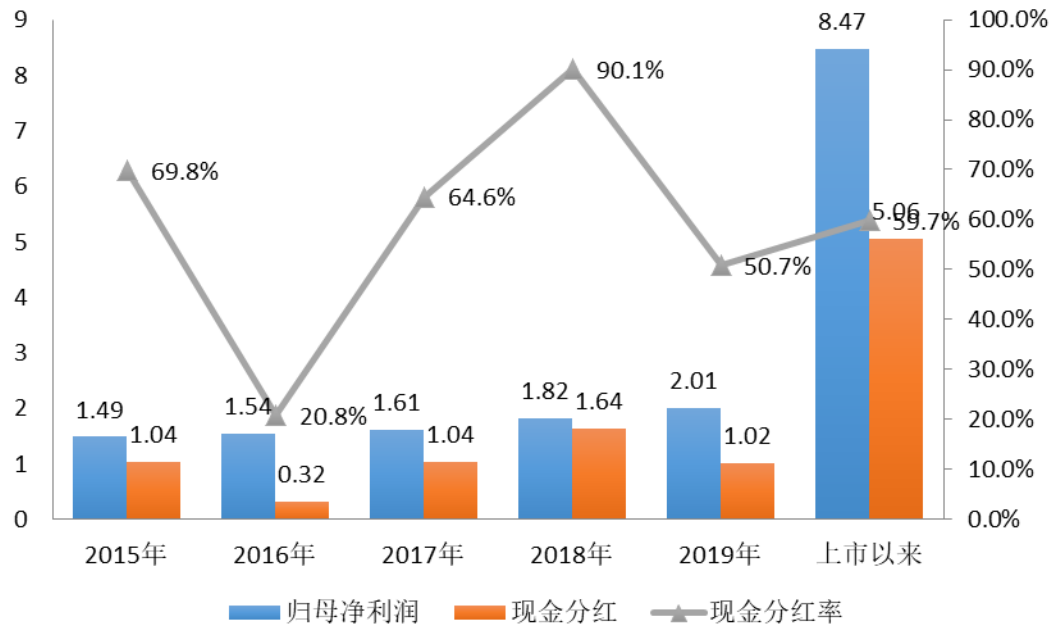
资料来源：公司历年年报、粤开证券研究院

图表2：近三年公司主营业务收入及利润



资料来源：公开资料、粤开证券研究院

图表3：上市以来公司历年分红率



资料来源：Wind，粤开证券研究院


附录：公司财务预测表 (亿元)

资产负债表					现金流量表				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12.26	13.23	14.85	17.03	经营活动现金流	2.36	2.47	2.91	3.33
现金	5.11	5.66	6.71	7.81	净利润	2.02	2.41	2.90	3.52
应收账款和票据	2.29	2.57	2.91	3.34	折旧摊销	0.41	0.37	0.36	0.36
其它应收款	0.07	0.07	0.07	0.07	财务费用	0.10	0.01	0.01	0.01
预付账款	0.06	0.05	0.05	0.05	投资损失	-0.08	0.00	0.00	0.00
存货	0.90	1.10	1.25	1.43	营运资金变动	-0.68	-0.72	-0.77	-0.96
其他	3.83	3.79	3.87	4.32	其它	0.59	0.40	0.40	0.40
非流动资产	6.87	6.98	7.23	7.49	投资活动现金流	-0.12	-0.50	-0.50	-0.50
在建工程	1.54	1.74	1.94	2.14	资本支出	-0.11	-0.50	-0.50	-0.50
固定资产	3.37	3.33	3.30	3.27	长期投资	-0.01	0.00	0.00	0.00
无形资产和商誉	0.52	0.49	0.46	0.43	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.44	1.42	1.53	1.65	筹资活动现金流	-4.28	-1.42	-1.36	-1.72
资产总计	19.14	20.22	22.08	24.52	短、长期借款	-1.25	-0.50	0.00	0.00
流动负债	4.01	3.59	3.75	4.13	吸收投资	-2.79	-1.02	-1.20	-1.45
短期借款	0.60	0.00	0.00	0.00	其他	-0.24	0.10	-0.16	-0.27
应付账款和票据	1.35	1.59	1.86	2.21	现金净增加额	-2.04	0.55	1.05	1.11
其他	2.06	2.00	1.89	1.92					
非流动负债	1.99	2.10	2.10	2.10	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
长期借款	1.90	2.00	2.00	2.00	成长能力				
其他	0.09	0.10	0.10	0.10	营业收入	-2.10%	12.21%	13.41%	14.80%
负债合计	6.00	5.69	5.85	6.23	营业利润	6.73%	19.84%	20.52%	21.07%
少数股东权益	13.14	14.53	16.23	18.29	归属母公司净利润	10.41%	19.05%	20.52%	21.07%
归属母公司股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
股东权益合计	13.14	14.53	16.23	18.29	毛利率	86.35%	85.58%	85.08%	84.61%
					净利率	12.38%	13.13%	13.96%	14.72%
利润表	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE	15.41%	16.59%	17.90%	19.22%
营业收入	16.35	18.35	20.81	23.89	ROIC	15.90%	16.63%	17.78%	18.97%
营业成本	2.23	2.65	3.11	3.68	偿债能力				
营业税金及附加	0.20	0.28	0.31	0.36	资产负债率	31.35%	28.13%	26.51%	25.39%
营业费用	10.92	11.93	13.32	15.05	净负债比率	45.66%	39.15%	36.07%	34.03%
管理费用	1.16	1.41	1.44	1.49	流动比率	3.06	3.69	3.96	4.13
财务费用	0.10	0.01	0.01	0.01	速动比率	2.83	3.38	3.62	3.78
资产减值损失	-0.08	0.00	0.00	0.00	营运能力				
公允价值变动收益	0.06	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.71	0.93	0.98	1.03
投资净收益	0.48	0.60	0.60	0.60	应收账款周转率	8.09	7.55	7.59	7.64
营业利润	2.23	2.68	3.23	3.91	存货周转率	2.81	2.65	2.64	2.74
营业外收入	0.01	0.01	0.01	0.01	每股指标(元)				
营业外支出	0.01	0.01	0.01	0.01	每股收益	0.40	0.47	0.57	0.69
利润总额	2.23	2.68	3.23	3.91	每股净资产	2.58	2.85	3.18	3.59
所得税	0.21	0.27	0.32	0.39	每股经营现金	0.46	0.48	0.57	0.65
净利润	2.02	2.41	2.90	3.52	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	30.13	25.31	21.00	17.35
归属母公司净利润	2.02	2.41	2.90	3.52	P/B	4.64	4.20	3.76	3.33
EBITDA	2.63	3.05	3.60	4.28	EV/EBITDA	24.14	20.62	17.50	14.73
EPS (元)	0.40	0.47	0.57	0.69					

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院



分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入粤开证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,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或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真:010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券(平安财富大厦)

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址:www.ykzq.com