安信证券 ESSENCE SECURITIES

2020 年 08 月 13 日

景峰医药（000908.SZ）

公司快报

证券研究报告

综合

医用透明质酸钠凝胶获医疗器械生产行政许可，公司研发管线逐步兑现

■**事件：**2020 年 8 月 12 日，公司发布关于全资子公司收到医疗器械生产行政许可的公告，公司全资子公司上海景峰制药收到关于医用透明质酸钠凝胶（0.5ml、1.0ml）医疗器械生产行政许可。

■**医用透明质酸钠凝胶广泛用于各种眼科手术，2016 年市场规模达 14.51 亿元**

医用透明质酸钠凝胶是透明质酸钠制成的高浓度凝胶，为生物可降解性高分子聚糖类生物材料，无菌、无致畸及致炎性，具有良好的生物相容性及生物学活性，在手术中可协助器械将组织轻柔地分离、移动和定位，目前主要作为手术垫运用于白内障手术，起到临时支撑手术空间的作用，避免了眼部组织受到手术器械的损伤。根据智研咨询的数据，2016 年眼科透明质酸钠凝胶的国内销售规模约为 14.51 亿元。医用透明质酸钠凝胶（0.5ml、1.0ml）获得医疗器械生产行政许可，有利于公司产品结构优化，实现研发品种逐步上市销售。

■**交联玻璃酸钠注射液、JZB01 等研发进展顺利，公司创新管线持续收获可期**

公司目前的研发管线包括交联玻璃酸钠注射液、注射用重组人 B 型利钠肽（JZB01）等重磅品种。其中，重磅在研品种交联玻璃酸钠注射液主要用于治疗骨性关节炎。根据智研咨询的数据，玻璃酸钠注射液在骨科领域的销售持续增长，销售收入由 2012 年的 12.41 亿元持续增长至 2018 年的 50.38 亿元。公司的重磅在研品种交联玻璃酸钠注射液相较于传统非交联玻璃酸钠注射液具有更长的半衰期，体内存留时间更长，能有效降低患者用药频率、改善用药质量，上市后有望逐步替代目前市面上的短效制剂；重磅生物药 JZB01 是用于治疗急性心衰的有效药物。与传统的利尿剂、硝酸酯类药物、硝普钠等相比，重组人利钠肽明显改善患者血流动力学和呼吸困难的相关症状，且用药安全性更高，已成为心衰领域被广泛认可的常用药物。未来 JZB01 的销售空间有望对标西藏药业的冻干重组人脑利钠肽（新活素），2019 年西藏药业的冻干重组人脑利钠肽在样本医院销售额高达 4.52 亿元，同比增长 54.05%。

■**投资建议：**预计 2020-2022 年分别实现营收 19.83 亿元、24.85 亿元、30.14 亿元，分别同比增长 47.51%、25.33%、21.30%；实现归

投资评级 买入-A

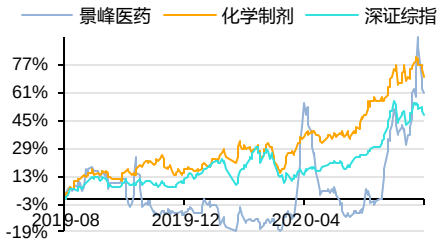
维持评级

股价（2020-08-13） 6.23 元

交易数据

总市值（百万元）	5,481.02
流通市值(百万元)	4,466.35
总股本（百万股）	879.77
流通股本(百万股)	716.91
12 个月价格区间	3.23/7.69 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.05	33.36	14.36
绝对收益	6.46	55.69	61.15

马帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

冯俊曦 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520010002
fengjx@essence.com.cn

相关报告

景峰医药：公司业绩有望改善，创新管线收获可期/马帅 2020-07-23

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

母净利润 0.68 亿元、1.44 亿元、2.14 亿元，分别同比增长 107.67%、112.52%、48.92%；EPS 分别为 0.08 元/股、0.16 元/股、0.24 元/股。给予买入-A 的投资评级。

■风险提示：药品研发失败风险；药品降价大于预期风险；新冠肺炎疫情发展超预期对经济造成重大负面影响等

摘要(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	2,585.7	1,344.0	1,982.5	2,484.6	3,013.8
净利润	186.8	-882.8	67.8	144.0	214.4
每股收益(元)	0.21	-1.00	0.08	0.16	0.24
每股净资产(元)	2.82	1.81	2.42	2.58	2.82

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	29.44	-6.23	81.12	38.19	25.65
市净率(倍)	1.92	2.83	2.21	2.08	1.92
净利润率	7.2%	-65.7%	3.4%	5.8%	7.1%
净资产收益率	7.5%	-55.6%	3.2%	6.3%	8.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	7.4%	-20.6%	3.7%	5.9%	7.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,585.7	1,344.0	1,982.5	2,484.6	3,013.8
减:营业成本	629.4	537.1	617.1	760.0	908.5
营业税费	39.3	19.4	30.7	36.8	43.7
销售费用	1,197.9	906.5	896.1	1,118.1	1,356.2
管理费用	239.8	271.1	289.8	323.0	361.7
财务费用	82.1	98.5	36.9	34.6	38.1
资产减值损失	16.1	-306.0	10.0	10.0	10.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-0.1	66.5	-	-	-
营业利润	254.9	-908.4	101.9	202.2	295.6
加:营业外净收支	-11.2	-11.4	-10.3	-10.9	-10.9
利润总额	243.8	-919.8	91.6	191.2	284.8
减:所得税	45.2	1.8	18.3	38.2	57.0
净利润	186.8	-882.8	67.8	144.0	214.4

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	512.1	405.5	396.5	496.9	602.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	813.1	735.3	421.1	959.2	715.1
应收票据	777.3	62.2	543.6	215.6	705.3
预付帐款	117.9	53.2	272.5	128.6	350.9
存货	268.9	326.3	205.1	449.3	333.0
其他流动资产	101.1	201.2	102.5	134.9	146.2
可供出售金融资产	21.0	-	14.0	11.7	8.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	322.7	297.8	297.8	297.8	297.8
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	782.8	963.3	993.4	1,015.6	1,029.9
在建工程	266.5	268.7	268.7	268.7	268.7
无形资产	348.2	365.2	357.7	350.2	342.7
其他非流动资产	895.7	671.4	637.3	601.1	587.0
资产总额	5,227.1	4,350.1	4,510.3	4,929.7	5,387.9
短期债务	730.0	1,091.1	833.1	910.2	971.5
应付帐款	307.5	292.3	387.3	427.5	555.5
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	345.5	285.1	299.0	347.9	337.9
长期借款	76.0	1.0	35.1	96.3	119.1
其他非流动负债	905.9	738.9	465.7	508.0	541.5
负债总额	2,365.0	2,408.3	2,020.2	2,289.9	2,525.5
少数股东权益	378.4	353.8	359.0	367.9	381.0
股本	416.7	416.7	879.8	879.8	879.8
留存收益	2,066.9	1,170.8	1,251.3	1,392.1	1,601.7
股东权益	2,862.1	1,941.8	2,490.1	2,639.8	2,862.4

财务指标

（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长性					
营业收入增长率	0.1%	-48.0%	47.5%	25.3%	21.3%
营业利润增长率	-1.2%	-456.3%	-111.2%	98.5%	46.2%
净利润增长率	15.3%	-572.6%	107.7%	112.5%	48.9%
EBITDA 增长率	41.3%	-89.4%	267.2%	49.0%	32.6%
EBIT 增长率	44.8%	-103.8%	-889.5%	70.6%	41.0%
NOPLAT 增长率	5.7%	-395.6%	-113.7%	70.6%	41.0%
投资资本增长率	6.4%	-24.0%	6.9%	7.8%	6.5%
净资产增长率	10.1%	-32.2%	28.2%	6.0%	8.4%
利润率					
毛利率	75.7%	60.0%	68.9%	69.4%	69.9%
营业利润率	9.9%	-67.6%	5.1%	8.1%	9.8%
净利润率	7.2%	-65.7%	3.4%	5.8%	7.1%
EBITDA/营业收入	21.5%	4.4%	10.9%	13.0%	14.2%
EBIT/营业收入	17.9%	-1.3%	7.0%	9.5%	11.1%
运营效率					
固定资产周转天数	103	234	178	146	122
流动营业资本周转天数	228	349	184	167	169
流动资产周转天数	360	586	338	313	313
应收帐款周转天数	103	207	105	100	100
存货周转天数	38	80	48	47	47
总资产周转天数	703	1,283	804	684	616
投资资本周转天数	532	929	562	482	425
投资回报率					
ROE	7.5%	-55.6%	3.2%	6.3%	8.6%
ROA	3.8%	-21.2%	1.6%	3.1%	4.2%
ROIC	7.4%	-20.6%	3.7%	5.9%	7.7%
费用率					
销售费用率	46.3%	67.4%	45.2%	45.0%	45.0%
管理费用率	9.3%	20.2%	14.6%	13.0%	12.0%
财务费用率	3.2%	7.3%	1.9%	1.4%	1.3%
三费/营业收入	58.8%	94.9%	61.7%	59.4%	58.3%
偿债能力					
资产负债率	45.2%	55.4%	44.8%	46.5%	46.9%
负债权益比	82.6%	124.0%	81.1%	86.7%	88.2%
流动比率	1.87	1.07	1.28	1.41	1.53
速动比率	1.68	0.87	1.14	1.15	1.35
利息保障倍数	5.64	-0.18	3.76	6.85	8.77
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.00	0.00	0.00
分红比率	0.0%	0.0%	1.8%	0.6%	0.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	198.5	-921.6	67.8	144.0	214.4
加:折旧和摊销	104.8	98.8	77.4	85.3	93.2
资产减值准备	16.1	322.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	83.9	105.0	36.9	34.6	38.1
投资损失	0.1	-66.5	-	-	-
少数股东损益	11.7	-38.7	5.5	9.0	13.4
营运资金的变动	25.9	480.7	-150.7	-197.2	-202.0
经营活动产生现金流量	350.9	36.2	36.9	75.7	157.0
投资活动产生现金流量	-199.7	-50.8	-114.0	-97.6	-96.9
融资活动产生现金流量	-112.6	-94.0	68.1	122.4	45.7

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.21	-1.00	0.08	0.16	0.24
BVPS(元)	2.82	1.81	2.42	2.58	2.82
PE(X)	29.44	-6.23	81.12	38.19	25.65
PB(X)	1.92	2.83	2.21	2.08	1.92
P/FCF	-58.1	-508.2	-9.7	87.7	61.3
P/S	2.13	4.09	2.77	2.21	1.82
EV/EBITDA	6	50.7	27.7	19	14.3
CAGR(%)	-8.30%	-162.80	-26.60%	-8.30%	-162.80
PEG	-3.55	0.04	-3.05	-4.60	-0.16
ROIC/WACC	0.8	-2.3	0.4	0.7	0.9
REP	1	-0.4	4.6	2.7	1.9

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马帅、冯俊曦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	刘晓萱	010-83321365	liuxx1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。