

地达西尼获批上市，营销改革拓展未来增量空间

投资要点

- 业绩总结:** 公司2023年度实现营业收入39.99亿元(同比增长5.79%)，实现归母净利润6.19亿元(同比下降6.55%)；扣非归母净利润5.33亿元(同比下降11.60%)。
- 药品销售从“分线制”向“医院-零售制”模式调整，为未来发展夯实基础。** 随着医疗改革的持续深化，基层市场和院外市场越来越重要，2023年公司进行销售模式调整，不再以产品管线设置部门，而以院内外市场来划分，设置医院事业部和零售事业部，进一步强化销售能力。成品药内贸下半年收入10.68亿元，较上半年10.06亿元环比提升6.18%，不仅意味着销售能力的有效提升，更意味着为现有品种拓展了未来销售的增量空间；原料药营业收入保持持续增长态势，同比增长9.60%。2023年销售费用率约为19.6%(-1.3pp)，管理费用率约为5.3%(+0.2pp)，研发费用率约为10%(+0.3pp)，费用率管控良好；毛利率约为50.6%(-2.7pp)，净利率约为15.6%(-2.1pp)，利润率同比有所下降。
- 失眠新药地达西尼获批上市，2024年3月正式销售。** 2023年12月初，公司第一个1类新药、适用于失眠患者短期治疗的地达西尼胶囊获批上市，获批后公司快速推动产品上市相关工作，现已完成原料生产计划申报、原料制剂GMP认证、代理商竞选等一系列准备工作，京诺宁®(地达西尼胶囊)于2024年3月底实现了上市销售。和以往上市的同类治疗药物比，地达西尼采取全球首创的GABAA受体部分激动机制，避免了过度抑制作用，从而有效维持生理睡眠时间的同时降低日间损害和不良反应。并且由于其特殊的代谢酶系，可以显著降低药物相互作用风险。
- 多措并举构建创新管线，精分新药、康复新肠溶胶囊等推进顺利。** 在创新药研发方面，除失眠新药地达西尼获批上市外，JX11502MA胶囊和康复新肠溶胶囊在2023年内均完成IIa阶段，获得预期效果。其中，JX11502MA胶囊在2023年末末已经顺利开启IIb阶段的病例入组。
- 盈利预测与投资建议:** 京新药业在精神神经系统、心血管系统、消化系统三大疾病领域构建了多维度、多层次的产品梯队和发展格局。成品药恢复稳健增长，首款新药地达西尼上市在即，有望为业绩持续注入动能。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为6.4、7.6和8.8亿元，对应PE分别为15、12和10倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 研发进展或不及预期、商业化进展或不及预期、带量采购政策影响。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3998.84	4389.55	4852.59	5380.29
增长率	5.79%	9.77%	10.55%	10.87%
归属母公司净利润(百万元)	618.90	636.70	763.44	882.53
增长率	-6.55%	2.88%	19.91%	15.60%
每股收益EPS(元)	0.72	0.74	0.89	1.02
净资产收益率ROE	11.25%	10.54%	11.44%	11.92%
PE	15	15	12	10
PB	1.68	1.54	1.39	1.25

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.61
流通A股(亿股)	6.56
52周内股价区间(元)	8.6-15.87
总市值(亿元)	92.39
总资产(亿元)	79.87
每股净资产(元)	6.40

相关研究

- 京新药业(002020): 营销改革业绩逐步恢复, 首款创新药获批在即(2023-11-01)
- 京新药业(002020): 坚定推进营销改革, 首款创新药获批在即(2023-08-16)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司左乙拉西坦片、索普乐、盐酸舍曲林片及分散片在全国院内市场份额均为国产第一或第二名且仍有稳健增长，基于院外市场快速放量，假设 2024-2026 年公司精神神经用药销量同比增速分别为 7.8%、13.7%、17.2%，价格稳定；

假设 2：公司瑞舒伐他汀和匹伐他汀全国院内市场份额也位居前列，匹伐他汀钙分散片通过集采市场重构，低覆盖省份快速增长，且他汀类药物院外市场快速放量，假设 2024-2026 年公司心血管用药销量同比增速分别为 7.5%、6.7%、5.9%，价格稳定；

假设 3：康复新液市场认可度不断提升，京常乐®快速增长并在 2023 年成为继吉易克®（左乙拉西坦片）之后的第二个年销售超 3 亿元的品种，地衣芽孢杆菌活菌胶囊也保持稳健增长，假设 2024-2026 年消化系统用药销量同比增速分别为 15%、12%、10%，价格稳定；

假设 4：原料药板块随着 2023 年全球供应链逐渐恢复，下游企业面临去库存现状，对上游产品的需求出现较大程度下滑，下半年公司抓住下游制剂企业重新补库存的机会，同时及时进行内部组织变革，优化产能供给，全年保持了持续增长态势。预计后续将恢复稳健增长，假设 2024-2026 年原料药销量同比增速均为 3%，价格稳定；

假设 5：深圳巨烽受 2023 年下半年的外部政策和环境影响增速下降，2023 年底下游客户需求逐步恢复，预计 2024 年订单有望恢复较快增长，假设 2024-2026 年医疗器械板块订单数量同比增速分别为 10%、12%、12%，订单均价稳定；

假设 6：CMO 板块随着国内外市场的持续开拓，订单数量预计保持快速增长，假设 2024-2026 年 CMO 板块订单数量同比增速均为 15%，订单均价稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
精神神经用药	收入	5.39	5.82	6.61	7.75
	增速	-5.38%	7.84%	13.72%	17.20%
	毛利率	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
心血管用药	收入	5.45	5.87	6.26	6.63
	增速	-6.91%	7.54%	6.75%	5.87%
	毛利率	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
消化系统用药	收入	6.05	6.96	7.80	8.58
	增速	40.12%	15.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	55.50%	55.50%	55.50%	55.50%
商销和中药	收入	4.05	4.90	5.93	7.18
	增速	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
	毛利率	40.00%	42.00%	42.00%	43.00%
医疗器械	收入	6.38	7.02	7.86	8.80
	增速	1.39%	10.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	36.36%	38.00%	38.00%	38.00%

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
原料药	收入	9.56	9.85	10.14	10.45
	增速	14.63%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	25.06%	25.00%	25.00%	25.00%
CMO	收入	2.52	2.89	3.33	3.83
	增速	19.78%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	40.00%	42.00%	42.00%	42.00%
其他	收入	0.59	0.59	0.59	0.59
	增速	-67.97%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	37.00%	37.00%	37.00%	37.00%
合计	收入	39.99	43.90	48.53	53.80
	增速	5.8%	9.8%	10.5%	10.9%
	毛利率	50.6%	51.6%	52.5%	53.4%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3998.84	4389.55	4852.59	5380.29	净利润	623.42	636.70	763.44	882.53
营业成本	1976.49	2102.59	2280.72	2528.74	折旧与摊销	217.34	191.65	193.55	198.30
营业税金及附加	46.75	51.31	56.73	62.89	财务费用	-53.83	40.00	40.00	40.00
销售费用	783.53	921.80	1043.31	1156.76	资产减值损失	-21.15	0.00	-3.00	-5.00
管理费用	213.17	320.44	296.01	279.78	经营营运资本变动	322.22	-115.63	56.41	42.31
财务费用	-53.83	40.00	40.00	40.00	其他	-295.17	-22.01	-57.61	-39.99
资产减值损失	-21.15	0.00	-3.00	-5.00	经营活动现金流净额	792.84	730.71	992.79	1118.16
投资收益	6.44	20.00	15.00	10.00	资本支出	-992.82	-152.00	-138.00	-132.00
公允价值变动损益	36.77	36.77	36.77	36.77	其他	255.23	464.93	51.77	46.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-737.59	312.93	-86.23	-85.23
营业利润	714.06	724.85	869.18	1004.17	短期借款	40.51	-166.09	11.00	11.00
其他非经营损益	-6.02	-4.97	-5.63	-5.38	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	708.04	719.88	863.56	998.80	股权融资	3.11	0.00	0.00	0.00
所得税	84.62	83.18	100.12	116.27	支付股利	-258.31	-123.78	-127.34	-152.69
净利润	623.42	636.70	763.44	882.53	其他	-30.92	-65.72	-40.00	-40.00
少数股东损益	4.52	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-245.61	-355.59	-156.34	-181.69
归属母公司股东净利润	618.90	636.70	763.44	882.53	现金流量净额	-187.65	688.05	750.22	851.24
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1460.81	2148.86	2899.08	3750.32	成长能力				
应收和预付款项	612.93	662.94	727.24	811.79	销售收入增长率	5.79%	9.77%	10.55%	10.87%
存货	652.69	686.05	751.15	831.30	营业利润增长率	-5.62%	1.51%	19.91%	15.53%
其他流动资产	627.30	180.67	183.80	187.37	净利润增长率	-6.65%	2.13%	19.91%	15.60%
长期股权投资	62.52	62.52	62.52	62.52	EBITDA 增长率	0.85%	8.99%	15.29%	12.67%
投资性房地产	347.15	347.15	347.15	347.15	获利能力				
固定资产和在建工程	2257.41	2197.44	2124.48	2049.51	毛利率	50.57%	52.10%	53.00%	53.00%
无形资产和开发支出	749.75	772.18	791.72	802.50	三费率	23.58%	29.21%	28.42%	27.44%
其他非流动资产	1215.99	1213.87	1211.75	1209.63	净利率	15.59%	14.50%	15.73%	16.40%
资产总计	7986.56	8271.69	9098.89	10052.09	ROE	11.25%	10.54%	11.44%	11.92%
短期借款	279.09	113.00	124.00	135.00	ROA	7.81%	7.70%	8.39%	8.78%
应付和预收款项	1193.85	1176.99	1308.74	1453.76	ROIC	24.31%	25.55%	30.20%	35.40%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.95%	21.79%	22.72%	23.09%
其他负债	973.46	942.49	990.85	1058.19	营运能力				
负债合计	2446.40	2232.48	2423.59	2646.94	总资产周转率	0.52	0.54	0.56	0.56
股本	861.03	861.03	861.03	861.03	固定资产周转率	2.61	2.56	3.06	3.68
资本公积	1723.28	1723.28	1723.28	1723.28	应收账款周转率	7.38	7.39	7.47	7.47
留存收益	2914.20	3427.12	4063.22	4793.06	存货周转率	2.73	3.12	3.15	3.18
归属母公司股东权益	5512.37	6011.43	6647.53	7377.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.05%	—	—	—
少数股东权益	27.78	27.78	27.78	27.78	资本结构				
股东权益合计	5540.16	6039.21	6675.31	7405.15	资产负债率	30.63%	26.99%	26.64%	26.33%
负债和股东权益合计	7986.56	8271.69	9098.89	10052.09	带息债务/总负债	11.41%	5.06%	5.12%	5.10%
					流动比率	1.62	1.98	2.22	2.45
					速动比率	1.30	1.61	1.86	2.09
					股利支付率	41.74%	19.44%	16.68%	17.30%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	877.57	956.50	1102.74	1242.48	每股收益	0.72	0.74	0.89	1.02
PE	14.93	14.51	12.10	10.47	每股净资产	6.40	6.98	7.72	8.57
PB	1.68	1.54	1.39	1.25	每股经营现金	0.92	0.85	1.15	1.30
PS	2.31	2.10	1.90	1.72	每股股利	0.30	0.14	0.15	0.18
EV/EBITDA	6.47	5.03	3.70	2.60					
股息率	2.80%	1.34%	1.38%	1.65%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
