

**投资评级：推荐（首次）**
**分析师**

赵浩然 0755-83511405

Email:zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号:S1070515110002

**联系人（研究助理）：**

彭学龄 0755-83515471

Email:pengxueling@cgws.com

从业证书编号:S1070115090023

陈晨 010-88366060-8838

Email:chenchen@cgws.com

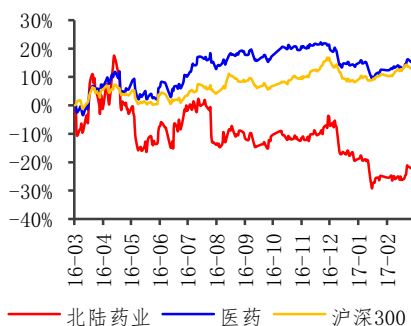
从业证书编号:S1070116100012

**市场数据**

目前股价	17.76
总市值（亿元）	57.90
流通市值（亿元）	45.15
总股本（万股）	32,599
流通股本（万股）	25,423
12个月最高/最低	27.44/15.57

**盈利预测**

	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万）	617.74	791.63	1030.78
(+/-%)	+23.8%	+28.2%	+30.2%
净利润（百万）	88.20	96.19	118.80
(+/-%)	+439%	+9.1%	+23.5%
EPS	0.27	0.30	0.36
PE	65.83	60.36	48.87

**股价表现**


# 主营业务稳定增长， 肿瘤精准医疗持续布局

## ——北陆药业（300016）公司年报点评

**事件**

公司2月28日发布年报，2016年实现营收4.99亿元，同比增长1.51%；实现归母净利润1637.95万元，同比下降49.72%。对此，我们点评如下：

**投资要点**

### ■ 主营产品对比剂销量稳定增长

公司对比剂共有五类产品：用于磁共振的钆喷酸葡胺，用于CT造影的碘类，包括碘海醇、碘克沙醇、碘帕醇（新品种），以及口服的枸橼酸铁铵泡腾颗粒。钆喷酸葡胺注射液和碘海醇注射液是公司营业收入和利润的主要来源。2016年对比剂产品实现销售收入3.98亿元，同比增长12.96%。

预计2017年销量将稳定增长：公司品种多、规格全，方便招投标中标；对比剂市场竞争格局简单，包括公司在内的6家企业占据了90%的市场份额；医改分级诊疗的推进和第三方医学影像实验室的快速发展将利好对比剂销量，特别是碘克沙醇注射液、碘帕醇注射液这两个新品种有望成为公司新的利润增长点。

### ■ 精神神经类和降糖类产品有序推进

精神神经类产品九味镇心颗粒是目前市场上主治广泛性焦虑症的唯一纯中药制剂，2016年销售收入2941.85万元，同比降低24.29%，下降的原因是报告期内其未被列入医保目录，作为处方药不能大规模宣传，且精神神经领域以西医和西药为主，市场开拓进展缓慢。公司实时调整营销模式，平衡资源配置，避免过度推广；同时扩充神经精神类产品线与九味起协同作用：自主研发的3个产品将开展临床试验。上周，九味镇心颗粒被列入2017版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，乙类398号，限于有明确的焦虑症诊断证据的患者，纳入医保将有利于该产品的销售及推广。

公司在报告期内加强了降糖药产品市场资源配置，降糖类产 品格列美脲片和瑞格列奈片2016年实现销售收入4245.27万元，同比增长37.43%。公司计划保持代理商销售模式，配合做学术推广和招投标。

### ■ 肿瘤精准医疗持续战略布局

中美康士自2016年7月起不再纳入合并报表，测算其对公司2016年度业绩影响为-6,791.15万元，导致报告期公司利润总额和净利润大幅下滑。公司把

数据来源：贝格数据

肿瘤精准医疗的重心转移向高通量测序（NGS）、ctDNA 和循环肿瘤细胞（CTC）诊断。公司持股世和基因 22.73%，世和是国内肿瘤基因测序行业领先的服务商，为确诊的肿瘤患者提供用药指导，管理团队实力雄厚，业务发展迅速，现签约 350 余家医院。公司持股芝友医疗 10%，芝友医疗在 CTC 检测设备及配套试剂耗材方面研发实力和技术领先。北陆药业未来将会持续关注肿瘤精准医疗领域。

#### ■ 投资建议

公司立足对比剂、精神神经和内分泌三个领域，2016 年对比剂和降糖类产品销售稳定增长，预计其增长将随着公司资源配置优化而持续。九味镇心颗粒被纳入 2017 版医保目录，存在较大的放量空间。公司积极探索加快医学影像、基因测序和肿瘤细胞个性化治疗产业链条整合的形式与平台，力争实现与公司现有业务的协同发展，世和基因与芝友医疗在高通量测序（NGS）和循环肿瘤细胞（CTC）诊断方面推动公司肿瘤精准医疗的快速发展。虽然公司 2016 年受中美康士计提商誉减值影响，暂时处于业绩低点，考虑到对比剂主营业务和降糖类产品销售稳定增长，精准医疗业务发展迅速，以及九味镇心颗粒潜在的放量空间，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.27/0.30/0.36 元，对应市盈率分为 66X、60X、49X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ 风险提示：原料价格上涨、招标降价压力。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2014A	2015A	2017E	2018E	2019E
营业收入	491	499	618	792	1031	<b>成长性</b>					
营业成本	131	154	196	254	328	营业收入增长	11.7%	1.5%	23.8%	28.2%	30.2%
销售费用	181	187	244	317	417	营业成本增长	9.0%	17.8%	27.2%	29.1%	29.4%
管理费用	64	58	74	103	134	营业利润增长	-59.8%	-61.4%	441.3%	9.5%	24.7%
财务费用	2	-1	3	7	12	利润总额增长	-57.9%	-53.7%	342.3%	9.1%	23.5%
投资净收益	-1	-78	0	0	0	净利润增长	-67.2%	-49.8%	438.5%	9.1%	23.5%
营业利润	45	17	93	102	127	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	3	5	5	5	5	毛利率	73.3%	69.0%	68.2%	68.0%	68.2%
利润总额	48	22	98	107	132	销售净利率	6.3%	3.1%	13.5%	11.5%	10.9%
所得税	17	7	15	16	20	ROE	3.7%	1.8%	9.2%	9.5%	11.0%
少数股东损益	-2	-1	-5	-5	-6	ROIC	4.1%	1.3%	11.0%	9.5%	11.1%
净利润	33	16	88	96	119	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表</b>						销售费用/营业收入	36.8%	37.4%	39.6%	40.1%	40.5%
					(百万)	管理费用/营业收入	13.0%	11.7%	12.0%	13.0%	13.0%
流动资产	500	375	589	659	928	财务费用/营业收入	0.3%	-0.1%	0.4%	0.9%	1.2%
货币资金	220	64	124	158	206	投资收益/营业利润	-2.4%	-451.3%	0.0%	0.0%	0.0%
应收和预付款项	196	150	277	271	442	所得税/利润总额	35.6%	30.2%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	82	105	133	174	224	应收账款周转率	2.78	4.12	2.31	3.43	2.47
其他流动资产	1	55	55	55	55	存货周转率	1.59	1.47	1.47	1.46	1.47
非流动资产	495	542	569	600	633	流动资产周转率	0.60	0.69	0.68	0.77	0.75
固定资产	239	256	286	319	358	总资产周转率	0.49	0.54	0.53	0.63	0.66
资产总计	995	917	1158	1258	1560	<b>偿债能力</b>					
流动负债	62	15	208	256	492	资产负债率	6.2%	1.7%	18.0%	20.3%	31.5%
短期借款	32	0	182	230	453	流动比率	8.08	24.36	2.83	2.58	1.88
应付和预收款项	30	15	26	26	39	速动比率	6.73	13.95	1.92	1.68	1.32
非流动负债	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.10	0.05	0.27	0.30	0.36
负债合计	62	15	208	256	492	每股净资产	2.86	2.77	2.91	3.08	3.28
股东权益	933	902	950	1003	1068	每股经营现金流	0.38	-0.56	0.18	0.11	0.15
股本	331	326	326	326	326	每股经营现金/EPS	3.78	-11.12	0.67	0.36	0.40
留存收益	248	258	311	369	441	<b>估值</b>	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	41	0	-5	-10	-16	PE	178.21	354.46	65.83	60.36	48.87
负债和权益总计	995	917	1158	1258	1560	PEG	4.10	3.79	1.23	1.30	1.24
<b>现金流量表</b>					(百万)	PB	6.52	6.44	6.08	5.73	5.36
经营活动现金流	81	76	-34	88	-55	EV/EBITDA	81.79	130.72	44.78	40.95	34.47
其中营运资本减少	71	-78	22	22	32	EV/SALES	11.86	11.31	9.42	7.41	5.90
投资活动现金流	-153	-204	-52	-56	-61	EV/IC	7.00	7.63	6.00	5.48	4.47
其中资本支出	58	55	56	60	65	ROIC/WACC	0.04	0.01	0.10	0.09	0.10
融资活动现金流	195	-55	145	3	164	REP	170.43	598.76	58.87	63.58	46.52
净现金总变化	123	-182	59	35	48						

**研究员介绍及承诺**

**赵浩然:** 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

**彭学龄:** 中山大学理学硕士, 2011-2015 年在深圳国家高技术产业创新中心工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

**陈晨:** 首都医科大学理学学士, 牛津大学理学硕士, 剑桥大学工学博士, 2015-2016 年在新加坡科技研究局 (A\*STAR) 工作, 2016 年 8 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

长城证券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进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

朱慧芳: 0755-8346 7943, 13823166780, zhuhf@cgws.com

**北京联系人**

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>