

双鹭药业 (002038): 贝科能持续放量 业绩略超预期

联系人: 医药行业研究组

日期: 2012年07月20日

www.lxq.com.cn

要点:

1、中期扣非后业绩同比增长 48.2%

2012年上半年实现营业收入4亿元、同比增长43.4%；由于去年同期出售普仁鸿部分股权收到2亿的投资收益，因此2012年中期归属净利润同比下降35%（2.23亿）；但是扣非后净利润仍同比增长48.2%，略超出我们预期。同时公司预计2012年1-9月份收入和利润增长在30%以上。

2、贝科能持续放量 二线品种表现抢眼

复合辅酶（贝科能）仍然是公司最具竞争力的产品，近五年保持着超过30%的复合增速。贝科能的成功主要取决于两点：第一是产品自身的特点，第二是医保的促进。2005年进入13省医保目录，带给贝科能第一波增长；2010年再进10余省医保目录，又将带来贝科能第二波快速增长，今年上半年，东北、西北、西南三个地区增速均超过50%，预计整体增速超过40%，我们维持贝科能将迎来第二个快速增长期的判断。

另外有两点需要注意：

- 1) 华东地区销售额的巨幅增长是受销售模式调整的影响——原属于总经销的上海和福建地区转为公司自销。
- 2) 毛利率下滑较多，主要是材料与人工成本增加，以及一些二线品种价格下降所致，贝科能价格比较稳定。

受抗生素限制影响，胸腺五肽、白介素等免疫增强类药物增长明显。另外一些老品种如扶济复也重新焕发出活力，而立生素、三氧化二砷等产品在今年也都会有不错的表现。

3、在研品颇具潜力

重磅产品——来那度胺获得I期临床批件，作为美国celgene公司拳头的产品，来那度胺其2009、2010年全球销售额分别为17亿和25亿美元。长效立生素已经完成II期临床，目前正在申报III期临床。通过合作研发，公司又获得了23价肺炎疫苗、Diapin（新型糖尿病化合物）、SL801

内
部
资
料



联讯证券

等多个具有良好市场潜力的品种。

4、盈利预测

我们上调了盈利预期，预计公司的2012/2013/2014年扣非后净利润增速分别为42%/25%/26%，EPS分别为1.21/1.51/1.91元，目前股价对应12/13/14年PE分别为27/21/17。我们认为医保效应将持续促进复合辅酶的快速增长，维持“增持”评级。

图表1 盈利预测表

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	623	914	1,168	1,479
增长率(%)	36.02%	46.71%	27.82%	26.67%
减：营业成本	153	256	327	414
毛利	470	658	841	1,065
毛利率(%)	75.41%	72.00%	72.00%	72.00%
营业税金及附加	7	7	9	12
减：销售费用	18	37	47	59
管理费用	79	110	140	178
财务费用	-9	-14	-18	-22
资产减值损失	2	-	1	-
加：投资收益	223	14	-	-
二、营业利润	593	532	662	839
营业利润率(%)	95.22%	58.27%	56.70%	56.70%
营业外收入	11	-	-	-
营业外支出	0	-	-	-
三、利润总额	604	532	662	839
减：所得税	80	70	87	111
四、净利润	524	462	575	728
增长率(%)	89.73%	-11.88%	24.38%	26.67%
归属净利润	523	462	575	728
净利润率(%)	84.20%	50.58%	49.22%	49.22%
少数股东损益	1	0	0	0
每股收益(元)	1.37	1.21	1.51	1.91

数据来源：联讯证券投研整理

5、风险提示

- 1) 过于依赖经销商。一旦现有产品失去竞争优势，公司业绩将面临严重的打击。
- 2) 抗肿瘤药物面临降价压力

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

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

- 买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；
- 增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；
- 持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

- 增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来 6 个月内，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 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料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资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯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。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、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编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者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。

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。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。