

# 贝科能增速靓丽，产品线布局完善

## ——双鹭药业（002038）研究报告

2013年3月18日

推荐/首次

医药行业

研究报告

杨帅 医药行业分析师

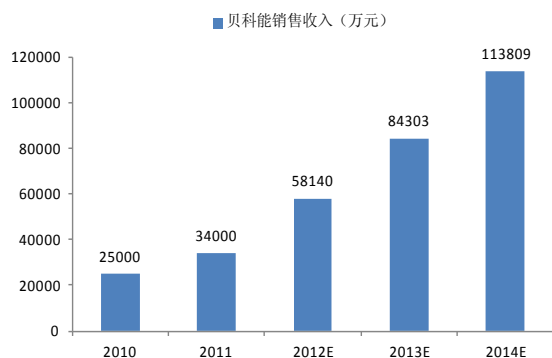
执业证书编号：S1480512070006

010-66554019

### 观点 1：医保新进入省份放量与多科室推广促贝科能增速靓丽

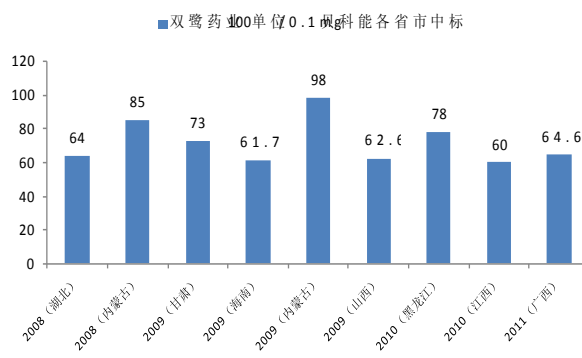
目前贝科能除上海和浙江两个省份之外，已累计多批次进入了 29 个省份的医保目录，各地区医保的招标及新进入省份的销售逐步放量使贝科能 12 年销售收入增速在 70% 左右。各地医保目录中将贝科能分类为消化系统用药中的肝病辅助治疗药物及循环系统系列用药，但在临床各科室使用过程中，肿瘤，消化及心胸外科等科室均有较广泛的使用。我们认为贝科能各科室的广泛适用性及独家品种出厂价及中标价间的代理费用空间是贝科能迅速成长为大品种的核心竞争因素。未来在北京，上海等医保费用较为紧张的区域及医院，贝科能增速有可能逐步放缓，但对于非一线省份及地区的三级及二级医院，贝科能的广泛科室用途及有利的营销价差优势有望使该产品继续保持高速增长。

图 1：贝科能销售收入（万元）



资料来源：东兴证券研究所整理

图 2：100 单位/0.1mg 贝科能各省中标价格



资料来源：搜搜网，东兴证券研究所整理

### 观点 2：现有二线产品收入基数小增速快，但多为成熟品种空间有限

2012 年公司立生素，欧宁，欣吉尔等二线产品整体共实现收入约 3.9 亿元，同比增长了 20% 以上。二线产品整体随着各地区的铺货以及医保目录的进入使多个品种实现了 30-40% 的增长，但我们认为胸腺五肽，紫杉醇，重组人粒细胞刺激因子等产品为进入市场多年且市场份额格局已基本稳定的成熟品种，近些年二线产品由于收入基数较小，保持了较快的增速，但未来销售收入规模进一步增大后预计将保持平稳增长。

### 观点 3：重磅新药储备丰富，相关今明两年研发上市进展有望进一步催化股价

公司多年来通过合作和股权投资等多种方式储备了多个重磅新药品种，未来这些品种的相关研发临床进度及在国内外医药市场的拓展有可能在公司业绩稳步增长的基础上使公司的股价得到进一步的催化。今年上半年脑瘤治疗产品替莫唑胺有望上市，而另两个重磅品种骨髓瘤特效药来那度胺及达沙替尼有望在今年或 14 年陆续取得阶段性的进一步进展。

## 结论:

12年贝科能与二线产品群收入增速较好，医保目录新进入省份与多学科推广促销售放量，我们认为贝科能未来在一线城市的销售收入增速由于医保控费等影响销量有放缓的可能，但对于二三线城市及新进入医保省份地区及科室收入规模有望进一步提升。公司肿瘤及其他类别专科药产品线布局完善，二线及在研产品梯队性较好，除贝科能外未来业绩潜在的增长点及股价催化因素也较多。预计2013-2014年公司的EPS分别为1.90元及2.56元，对应PE为32倍及24倍，给予“推荐”评级。

表 2: 盈利预测和估值(百万元)

万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	622.77	951.20	1,339.11	1,763.89
(+/-)%	36.02%	52.74%	40.78%	31.72%
经营利润 (EBIT)	602.10	602.35	847.93	1,123.27
(+/-)%	109.03%	0.04%	40.77%	32.47%
净利润	523.34	504.28	724.56	972.53
(+/-)%	91.90%	-3.64%	43.68%	34.22%
每股净收益 (元)	1.377	1.325	1.903	2.555

资料来源: 东兴证券



### 分析师简介

---

杨帅

北京协和医学院硕士，2010年加盟东兴证券，从事医药行业研究3年。

### 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

东兴证券

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐： 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

