

# 双鹭药业 (002038) 年报及一季报

## 业绩略低预期，增资移动医疗

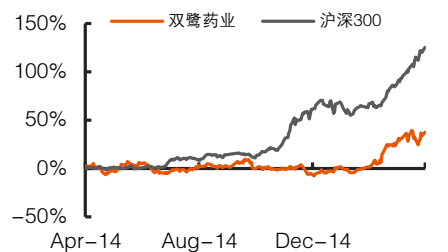
### 推荐 (维持)

现价: 57.44 元

#### 主要数据

|               |                    |
|---------------|--------------------|
| 行业            | 生物医药               |
| 公司网址          | www.slpharm.com.cn |
| 大股东/持股        | 徐明波/22.54%         |
| 实际控制人/持股      | 徐明波/22.54%         |
| 总股本(百万股)      | 457                |
| 流通 A 股(百万股)   | 377                |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                  |
| 总市值 (亿元)      | 262.41             |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 216.82             |
| 每股净资产(元)      | 6.55               |
| 资产负债率(%)      | 3.70               |

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**邹敏** 投资资格编号  
S1060514080003  
021-22662299  
ZOUJIN787@pingan.com.cn

**叶寅** 投资资格编号  
S1060514100001  
021-20662997  
YEYIN757@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 事项:

(1) 公司公布年报，实现收入12.43亿元，同比增长6.99%；实现归母净利润6.95亿元，同比增长20.38%。扣非后增长16.6%，EPS为1.52元，略低于我们预期。现金造血能力突出，实现经营性现金流净额4.65亿元。向全体股东每10股派发现金红利3元(含税)，送红股5股(含税)(2) 同时公布一季报，实现收入2.77亿元，同比下降3.84%，实现归属净利润1.79亿元，同比增长6.08%，扣非后增长3.13%；年报和一季度业绩略低于预期，是受到医保控费和公司销售调整的影响。(3) 增资进入移动医疗领域。为增强公司在糖尿病治疗领域的实力，公司拟出资不超过3,000万元参与天津时代怡诺科技有限公司增资，增资交易价格由双方协商确定，增资后双鹭药业持股比例不超过30%。

#### 平安观点:

■ **现有拳头产品仍有平稳增长，新产品研发持续推进，专利药新模式渐行渐进。** 1) 预计去年全年贝科能实现个位数收入增长，利润端因与代理商利益重新分配，增长快于收入。贝科能作为有疗效的辅助用药，增速一定程度受到控费影响，成为公司的现金流产品，为新产品的开发和市场开拓争取更多时间。预计今年保持稳健增长。2) 公司形成以母公司技术中心为主体的生物药与卡文迪许为中心的化学药两大自主研发平台，在研品种众多。2014年扶复凝胶获批，增长迅速，未来在美容市场有较大拓展空间。来那度胺胶囊、丙酸倍氯米松气雾剂、重石酒酸卡巴拉汀胶囊等5个品种申报生产，泊马度胺、瑞格非尼、阿派沙班、替诺福韦等10个品种申报临床研究；3) 专利药来那度胺的新型开发模式正在推进中。外向整合型研发为公司储备了丰富的在研产品梯队。

■ **创投模式成效明显。** 公司凭借对医药生物领域的深入理解，以较低价格投资了众多青苗期的项目，逐渐进入收获期；如持有新三板公司星昊医药8%股权；美国设立的DIAPIN THERAPEUTICS, LLC. 合资公司(糖尿病药物开发)；国内卡文迪许(专利药)；北京蒙博润(注射用玻尿酸)等。均是以小博大，为公司储备了丰富的项目资源，成为自主研发之外的新产品来源。

■ **增资进入移动医疗，积累慢病用药的互联网医疗和营销经验。** 天津时代怡诺是国内最早从事移动物联网健康管理的公司之一，一直致力于利用移动互联网新技术实现患者自我健康管理和医生移动专业指导，在全球首创糖尿病移动健康管理新模式，拥有“怡诺 m-Health 移动健康管理系统”和开启智能控糖功能的全球首款手机——怡诺糖友手机(津食药监督械(准)字 2013 第 2400072)

|           | 2012A  | 2013A  | 2014A  | 2015E  | 2016E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1007.0 | 1161.8 | 1243.0 | 1475.1 | 1802.3 |
| YoY(%)    | 61.7   | 15.4   | 7.0    | 18.7   | 22.2   |
| 净利润(百万元)  | 481.0  | 577.4  | 695.1  | 877.3  | 1095.0 |
| YoY(%)    | -8.1   | 20.0   | 20.4   | 26.2   | 24.8   |
| 毛利率(%)    | 67.2   | 67.4   | 70.0   | 73.2   | 75.5   |
| 净利率(%)    | 47.8   | 49.7   | 55.9   | 59.5   | 60.8   |
| ROE(%)    | 22.7   | 22.1   | 22.0   | 22.3   | 22.2   |
| EPS(摊薄/元) | 1.05   | 1.26   | 1.52   | 1.92   | 2.40   |
| P/E(倍)    | 54.6   | 45.4   | 37.8   | 29.9   | 24.0   |
| P/B(倍)    | 12.9   | 10.2   | 8.3    | 6.7    | 5.4    |

号)。双鹭药业近年来储备了十余个有竞争优势的糖尿病药物,包括高效 DPP-4 抑制剂即利格列汀, SGLT2 抑制剂达格列净等, GLP-1 类产品 Diapin、长效 GLP-1 注射剂, 胰岛素类产品等。本次投资实现优势互补, 为双鹭其它慢病管理领域的产品如心脑血管、肝病等网上医疗和营销先行探索, 积累经验。

■ **维持“推荐”评级。**公司近两年一定程度受益于贝科能的提价增利效应; 研发储备品种丰富; 专利药新模式有望突破; 前期投资的青苗期项目逐渐进入收获期; 积极探索移动医疗等新业务。我们根据 2014 年业绩小幅调整 2015-16 年 EPS 分至 1.92 和 2.40 元 (原预测为 2.02 和 2.55 元), 维持“推荐”评级, 因估值基期前移, 调高目标价至 65 元, 相当于 2016 年 27 倍 PE。

■ **风险提示:** 新产品获批晚于预期风险, 医保控费风险。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度           | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1726  | 2283  | 2951  | 3913  |
| 现金             | 763   | 857   | 1396  | 2183  |
| 应收账款           | 461   | 636   | 675   | 877   |
| 其他应收款          | 25    | 32    | 91    | 59    |
| 预付账款           | 83    | 73    | 102   | 95    |
| 存货             | 111   | 112   | 129   | 141   |
| 其他流动资产         | 393   | 684   | 687   | 699   |
| <b>非流动资产</b>   | 986   | 1036  | 1110  | 1192  |
| 长期投资           | 218   | 92    | 92    | 92    |
| 固定资产           | 305   | 314   | 407   | 481   |
| 无形资产           | 184   | 198   | 209   | 224   |
| 其他非流动资产        | 279   | 431   | 402   | 394   |
| <b>资产总计</b>    | 2712  | 3319  | 4061  | 5105  |
| <b>流动负债</b>    | 104   | 116   | 103   | 148   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 34    | 43    | 23    | 51    |
| 其他流动负债         | 69    | 73    | 80    | 98    |
| <b>非流动负债</b>   | 20    | 22    | 25    | 30    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 20    | 22    | 25    | 30    |
| <b>负债合计</b>    | 123   | 138   | 128   | 178   |
| 少数股东权益         | 23    | 33    | 32    | 32    |
| 股本             | 457   | 457   | 457   | 457   |
| 资本公积           | 41    | 7     | -6    | -6    |
| 留存收益           | 2074  | 2677  | 3450  | 4444  |
| 归属母公司股东权益      | 2566  | 3148  | 3901  | 4895  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2712  | 3319  | 4061  | 5105  |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 347   | 465   | 697   | 943   |
| 净利润            | 572   | 701   | 877   | 1095  |
| 折旧摊销           | 23    | 31    | 42    | 53    |
| 财务费用           | 0     | -5    | -25   | -30   |
| 投资损失           | -39   | -44   | -50   | -50   |
| <b>营运资金变动</b>  | -306  | -597  | -145  | -124  |
| 其他经营现金流        | 98    | 379   | -2    | -1    |
| <b>投资活动现金流</b> | -150  | -287  | -59   | -85   |
| 资本支出           | -77   | -14   | -125  | -135  |
| 长期投资           | -34   | 126   | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -40   | -399  | 66    | 50    |
| 筹资活动现金流        | -95   | -95   | -99   | -71   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 76    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 43    | -21   | -20   | 0     |
| 其他筹资现金流        | -214  | -74   | -79   | -71   |
| <b>现金净增加额</b>  | 102   | 83    | 539   | 787   |

利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1162  | 1243  | 1475  | 1802  |
| 营业成本            | 379   | 372   | 395   | 442   |
| 营业税金及附加         | 14    | 16    | 18    | 23    |
| 营业费用            | 31    | 30    | 32    | 40    |
| 管理费用            | 130   | 100   | 118   | 142   |
| 财务费用            | -13   | -21   | -25   | -30   |
| 资产减值损失          | 4     | 11    | 5     | 7     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 3     | -1    | 0     |
| 投资净收益           | 39    | 44    | 50    | 50    |
| <b>营业利润</b>     | 655   | 780   | 980   | 1228  |
| 营业外收入           | 19    | 33    | 40    | 45    |
| 营业外支出           | 0     | 1     | 0     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 674   | 812   | 1019  | 1272  |
| 所得税             | 102   | 111   | 143   | 178   |
| <b>净利润</b>      | 572   | 701   | 876   | 1094  |
| 少数股东损益          | -5    | 6     | -1    | -1    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 577   | 695   | 877   | 1095  |
| EBITDA          | 664   | 790   | 997   | 1251  |
| EPS (元)         | 1.26  | 1.52  | 1.92  | 2.40  |

主要财务比率

| 会计年度           | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    | -     | -     | -     | -     |
| 营业收入(%)        | 15.4  | 7.0   | 18.7  | 22.2  |
| 营业利润(%)        | 17.9  | 19.2  | 25.5  | 25.4  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 20.0  | 20.4  | 26.2  | 24.8  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 67.4  | 70.0  | 73.2  | 75.5  |
| 净利率(%)         | 49.7  | 55.9  | 59.5  | 60.8  |
| ROE(%)         | 22.1  | 22.0  | 22.3  | 22.2  |
| ROIC(%)        | 40.5  | 41.1  | 41.4  | 46.7  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 4.5   | 4.2   | 3.1   | 3.5   |
| 净负债比率(%)       | -21.5 | -20.1 | -18.3 | -25.7 |
| 流动比率           | 16.7  | 19.7  | 28.7  | 26.4  |
| 速动比率           | 15.6  | 18.8  | 27.5  | 25.4  |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 应收账款周转率        | 3.1   | 2.3   | 2.3   | 2.3   |
| 应付账款周转率        | 38.0  | 32.4  | 44.8  | 48.9  |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.26  | 1.52  | 1.92  | 2.40  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.76  | 1.02  | 1.53  | 2.06  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 5.6   | 6.9   | 8.5   | 10.7  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 45.4  | 37.8  | 29.9  | 24.0  |
| P/B            | 10.2  | 8.3   | 6.7   | 5.4   |
| EV/EBITDA      | 33.3  | 21.4  | 24.6  | 19.0  |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033