

医疗卫生行业

2015 年 4 月 29 日

双鹭药业 (002038): 产品梯队储备丰富, 布局慢性病管理

评级 增持 维持

年报和一季报点评

太平洋证券股份有限公司

经营证券业务许可 Z32253000

已获业务资格: 证券投资咨询

研究员: 景莹

电话: 010-88321902

Email: jingying@tpvzq.com.cn

执业证书编号: S0070513070001

研究支持: 祝琳琪

◆ **主营业务稳步增长:**公司近期公布 2014 年度报告以及 2015 年一季度报告。2014 年公司实现营业收入 12.43 亿元, 同比增长 6.99%, 归属于上市公司股东净利润为 6.95 亿, 同比增长 20.38%, 扣非后净利润为 6.37 亿, 同比增长 16.61%, EPS 为 1.52 元。2015 年一季度实现营业收入 2.77 亿, 同比增长-3.84%, 归属于上市公司股东净利润为 1.79 亿, 同比增长 6.08%, 扣非后净利润 1.64 亿, 同比增长 3.13%, EPS 为 0.39 元。公司同时公告了 2015 年上半年归属上市公司股东净利润同比增长 0%-30%。

◆ **主打产品贝克能增速放缓, 毛利率提升:**2014 二季度以来, 由于代理商受到反商业贿赂的影响, 贝克能在销量方面面临了一定的压力, 公司与代理商的利润分配变更始于 2013 年 4 季度, 随着去库存的影响, 今明两年还将持续提升影响公司的毛利率, 也成为贝克能作为主导产品增速放缓后公司业绩的保护垫。

◆ **二线产品增速明显, 后续新药储备丰富:**公司的二线产品胸腺五肽、白介素、立生素等均保持 20% 以上的增长, 三氧化二砷随着销售改革, 2015 年增速有望回升。新获批产品扶济复凝胶随着招标的推进有望快速放量, 市场前景巨大, 除此之外扶济复凝胶和参股公司蒙博润的生物透明质酸一起进行美容市场开拓。今年作为招标大年, 公司的替莫唑胺、杏灵滴丸有望在招标后上量。

公司有多个在研产品, 随着药监局审批速度加快, 今年可能有多个产品获批。预防和治疗厌氧菌感染用药的奥硝唑有望在今年上半年获批, 公司未来有望做到 5 亿元左右, 未来将对公司年业绩起到重要的推动作用。重磅产品来那度胺、达沙替尼有望今年上市, 来那度胺未来将在国内与原研药分享市场, 公司有望在 3-5 年可以达到 10 亿元的销售规模, 来那度胺全球销售额 2014 年为 49.6 亿美元。在保肝护肝领域的腺苷蛋氨酸有望今年获批上市, 与谷胱甘肽、复合辅酶联用。

公司逐步建立了在肿瘤、血液病、抗感染及肝病、心脑血管、糖尿病等治疗领域的丰富产品线, 近 2-3 年不断有新药上市。

◆ **新进入移动医疗, 布局慢性病管理:**公司近期公告拟出资不超过 3,000 万元参与天津时代怡诺科技有限公司增资, 持股比例不超过 30%。天津时代怡诺科技有限公司是国内最早从事移动互联网健康管理公司之一, 拥有“怡诺 m-Health 移动健康管理系统”和开启智能控粮功能的全球首款手机——怡诺糖友手机, 该手机在 2013 年通过国家食品药品监督管理局验证,

走势比较



相关报告

拥有血糖检测、运动管理、饮食管理、用药管理、糖友宝典、定时提醒、医生咨询、紧急求助等 8 项功能。公司在糖尿病治疗领域也储备了多个具有竞争优势的产品，包括高效 DPP-4 抑制剂即利格列汀，GLP-1 类产品 Diapin，胰岛素类产品等，未来可以和与时代怡诺优势互补。通过与时代怡诺的合作探索，公司也将逐步进入到其它慢病管理领域，如心脑血管、肝病等。

- ◆ **投资助力公司形成独特竞争力** 公司拥有出色的战略投资眼光，已经前瞻性的投资了多个公司，子公司的业务同公司业务形成良好配合，为公司的长远快速发展铺路护航。目前子公司已经在产品研发和销售方面对公司业务构成良好补充：1) 卓越的研发贡献：南京卡文迪许（公司占 40% 股权）是公司的化药研发中心，除来那度胺、达沙替尼外还拥有数十个在研产品；相关子公司还有北京瑞康医药（合作研发不孕不育药物）、江阴长风科技（合作研发呼吸系统新剂型药物）、DT 公司（研发新型糖尿病治疗肽 Diapin），蒙博润（生物透明质酸已经开始进行美容院推广）、北京星昊（准备新三板上市）、加拿大 PnuVax（23 价肺炎疫苗）；2) 涉入商业领域，公司未来有望通过入股的方式获得销售队伍。
- ◆ **维持“增持”评级：**公司主要产品贝科能利润分成将成为未来两年内业绩的保护垫，新产品和二线产品在招标推进下有望快速放量，产品梯度储备丰富，来那度胺、达沙替尼等多个重磅有望今年获批。公司是业内少有的具有多个重磅产品同时具备出色投资眼光的公司，我们长期看好公司，预测 2015-2017 年的 EPS 为 1.81 元、2.40 元和 2.89 元，维持“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**药品降价的风险，专利风险，研发进度慢于预期的风险。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E	会计年度	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,496	1,726	1,833	2,669	3,790	营业收入	1,007	1,162	1,466	1,842	2,395
现金	661	763	802	1,572	2,111	营业成本	330	379	454	571	742
应收账款	275	448	582	437	903	营业税金及附加	12	14	18	22	29
其它应收款	14	14	19	23	30	营业费用	35	31	39	37	48
预付账款	169	83	261	420	467	管理费用	112	130	161	203	263
存货	57	111	120	156	201	财务费用	(11)	(13)	(3)	(6)	(9)
其他	320	308	48	61	78	资产减值损失	1	4	2	3	3
非流动资产	721	986	650	671	674	公允价值变动收益	0	(0)	(1)	(0)	(0)
长期投资	184	218	154	155	154	投资净收益	26	39	65	50	53
固定资产	216	305	187	178	164	营业利润	555	655	857	1,062	1,371
无形资产	31	76	55	77	102	营业外收入	5	19	19	19	19
其他	290	387	253	261	254	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	2,217	2,712	2,483	3,340	4,464	利润总额	560	674	876	1,081	1,390
流动负债	92	104	99	112	131	所得税	80	102	131	162	209
短期借款	-	-	-	-	-	净利润	480	572	743	919	1,182
应付账款	27	34	46	54	71	少数股东损益	(1)	(5)	(5)	(7)	(9)
其他	65	69	53	58	59	归属母公司净利润	481	577	749	926	1,191
非流动负债	13	20	15	16	16	EBITDA	565	664	875	1,078	1,385
长期借款	-	-	-	-	-	EPS (元)	1.26	1.26	1.64	2.03	2.61
其他	13	20	15	16	16	主要财务比率					
负债合计	105	123	114	128	147	会计年度	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	71	23	56	49	40	成长能力					
股本	381	457	457	457	457	营业收入	61.7%	15.4%	26.2%	25.6%	30.0%
资本公积	(8)	41	-	-	-	营业利润	-6.4%	17.9%	31.0%	23.8%	29.1%
留存收益	1,668	2,074	1,936	2,787	3,901	归属于母公司净利润	-8.1%	20.0%	29.8%	23.6%	28.6%
归属母公司股东权益	2,040	2,566	2,389	3,239	4,352	盈利能力					
负债和股东权益	2,217	2,712	2,559	3,416	4,540	毛利率	67.2%	67.4%	69.0%	69.0%	69.0%
						期间费用率	12.8%	13.4%	12.7%	12.6%	12.8%
现金流量表						净利率	47.8%	49.7%	51.1%	50.3%	49.7%
						ROE	23.6%	22.5%	31.4%	28.6%	27.4%
会计年度	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E	ROIC	49.2%	48.3%	68.2%	80.6%	72.5%
经营活动现金流	94	(7)	279	830	576	偿债能力					
净利润	480	572	743	919	1,182	资产负债率	4.7%	4.5%	4.4%	3.7%	3.2%
折旧摊销	21	22	21	22	23	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	(11)	(13)	(3)	(6)	(9)	流动比率	16.22	16.67	18.55	23.92	28.99
投资损失	(26)	(39)	(65)	(50)	(53)	速动比率	15.60	15.60	17.34	22.52	27.45
营运资金变动	(419)	(53)	(419)	(53)	(562)	营运能力					
其它	50	(497)	2	(3)	(4)	总资产周转率	0.51	0.47	0.56	0.63	0.61
投资活动现金流	(101)	2	3	10	30	应收账款周转率	4.15	3.22	2.85	3.61	3.58
资本支出	11	(6)	11	(6)	(1)	应付账款周转率	18.02	12.40	11.34	11.42	11.87
长期投资	46	14	46	14	(6)	每股指标 (元)					
其他	(44)	9	61	17	24	EPS	1.05	1.26	1.64	2.03	2.61
筹资活动现金流	(53)	43	(53)	(69)	(68)	每股经营现金流	0.87	0.76	0.00	0.10	0.13
短期借款	-	-	-	-	-	每股净资产	4.47	5.62	5.23	7.09	9.53
长期借款	-	-	-	-	-	估值比率					
普通股增加	-	76	-	-	-	P/E	31.2	31.2	24.1	19.5	15.1
资本公积增加	11	49	20	-	-	P/B	7.36	7.02	7.54	5.56	4.14
其他	(65)	(82)	(73)	(69)	(68)	EV/EBITDA	30.6	26.0	19.7	16.0	12.5
现金净增加额	(61)	37	229	771	539						

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610) 88321528

传真： (8610) 88321566

重要声明

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。