

## 双鹭药业 (002038) 业绩快报点评： 略低于预期，研发费用及子公司亏损 影响业绩

双鹭药业 (002038)

谨慎推荐

核心观点：

分析师

☎：李平祝  
✉：lipingzhu@chinastock.com.cn  
执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

全铭

☎：(8610) 66568837  
✉：quanming@chinastock.com.cn  
对本报告的编制提供信息

### 一、事件

双鹭药业发布业绩快报，实现营业收入 11.52 亿元，同比减少 7.28%。实现归属母公司净利润 6.11 亿元，同比减少 12.11%。

### 二、我们的观点

**1、研发费用增加，子公司亏损增加影响业绩，主营产品维持较稳定增长。**

公司管理费用同比增加近 7000 万，主要是研发费用增加。另外，辽宁迈迪和部分处于建设期的子公司亏损加大，影响到公司业绩。加拿大子公司基本实现盈亏平衡。

公司主要产品复合辅酶销售收入同比仅下降 3.96%。三氧化二砷及四个基因工程产品同比继续增长，增速 10% 左右。雷宁、胸腺五肽下滑-20% 左右。从产品结构看，公司主营产品总体维持较稳定增长。

**2、重磅品种来那度胺、达沙替尼处于临床审核阶段。**

公司重磅品种来那度胺、达沙替尼都已经申报生产，受药监局临床试验核查影响，目前两个品种均处于临床审核阶段。

来那度胺为全球过 40 亿销售额的大品种，目前国内尚无国产制剂合法上市。公司的来那度胺已在美国、欧洲、韩国、日本、澳大利亚、印度等国家申请了专利，部分专利已在美国、欧洲、韩国、日本、澳大利亚获得专利授权。该品种上市将对公司业绩产生较大的正向影响。

**3、看好公司创投思路和子公司发展。**

公司早期投资了一系列子公司，如卡文迪许、辽宁迈迪、苏州长风、美国 Diapin 公司、加拿大子公司、天津时代怡诺等等，如今已陆续进入收获期。公司多点布局，细胞治疗、基因测序、医疗美容百花齐放，有望在未来为公司贡献更多利润。

### 市场数据 时间 2016.02.26

A 股收盘价(元)	22.90
A 股一年内最高价(元)	75.88
A 股一年内最低价(元)	20.88
上证指数	2767.21
市净率	4.14
总股本(亿股)	6.85
实际流通 A 股(亿股)	5.67
流通 A 股市值(亿元)	123

### 相关研究

### 三、盈利预测

考虑行业增速下滑，我们预计公司 2017-2018 年净利润为 6.35 亿、6.97 亿，对应 EPS 为 0.92 元、1.01 元，对应 PE25 倍、23 倍。维持谨慎推荐评级。

### 四、风险提示

- 1、行业增速下滑高于预期
- 2、药审改革力度高于预期

附表 1：公司财务报表（百万元）

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1242.95	1146.05	1174.76	1297.43	收益率				
营业成本	372.43	343.39	351.99	388.75	毛利率	70.04%	70.04%	70.04%	70.04%
营业税金及附加	16.35	15.08	15.45	17.07	三费/销售收入	8.84%	8.25%	7.15%	6.47%
营业费用	30.39	28.02	28.72	31.72	EBIT/销售收入	63.62%	60.23%	59.32%	58.40%
管理费用	100.38	97.41	99.85	110.28	EBITDA/销售收入	66.09%	67.28%	66.19%	64.63%
财务费用	-20.93	-30.88	-44.62	-58.08	销售净利率	56.40%	54.07%	54.09%	53.73%
资产减值损失	11.10	11.10	11.10	11.10	ROE	22.08%	16.74%	14.99%	14.43%
投资收益	43.80	0.00	0.00	0.00	ROA	25.09%	18.95%	16.52%	15.85%
公允价值变动损益	3.45	40.00	30.00	20.00	ROIC	38.49%	25.12%	35.11%	30.68%
营业利润	780.48	721.92	742.25	816.58	销售收入增长率	6.99%	-7.80%	2.51%	10.44%
其他非经营损益	31.94	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	19.66%	-12.70%	0.95%	8.74%
利润总额	812.42	721.92	742.25	816.58	EBITDA 增长率	20.21%	-6.14%	0.85%	7.83%
所得税	111.37	102.29	106.84	119.49	净利润增长率	22.56%	-11.61%	2.55%	9.71%
净利润	701.05	619.63	635.42	697.10	总资产增长率	18.61%	15.60%	15.82%	13.33%
少数股东损益	5.96	5.27	5.41	5.93	股东权益增长率	22.70%	16.56%	14.57%	13.95%
归属母公司股东净利润	695.08	614.36	630.01	691.17	经营营运资本增长率	43.88%	-40.54%	71.97%	-32.09%
资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债率	1.91%	0.69%	1.46%	0.66%
货币资金	850.49	1961.71	2072.56	3157.70	投资资本/总资产	69.82%	44.32%	48.44%	32.47%
应收和预付款项	741.78	283.29	767.46	393.01	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
存货	112.21	42.93	116.10	59.54	流动比率	35.35	107.41	54.82	127.81
其他流动资产	421.28	421.28	421.28	421.28	速动比率	26.64	89.38	46.25	112.87
长期股权投资	92.09	92.09	92.09	92.09	股利支付率	13.14%	15.15%	15.15%	15.15%
投资性房地产	22.23	19.30	16.37	13.44	收益留存率	86.86%	84.85%	84.85%	84.85%
固定资产和在建工程	414.15	349.22	284.29	219.36	总资产周转率	0.39	0.31	0.28	0.27
无形资产和开发支出	198.43	174.46	150.48	126.50	固定资产周转率	3.95	3.28	4.13	5.91
其他非流动资产	298.62	298.62	298.62	298.62	应收账款周转率	1.94	7.97	1.78	5.70

资产总计	3151.28	3642.91	4219.25	4781.55	存货周转率	3.32	8.00	3.03	6.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
应付和预收款项	56.43	21.52	57.91	27.84	EBIT	790.72	690.28	696.87	757.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	821.46	771.01	777.60	838.48
其他负债	3.71	3.71	3.71	3.71	NOPLAT	652.02	552.74	566.84	627.08
负债合计	60.13	25.22	61.61	31.54	净利润	695.08	614.36	630.01	691.17
股本	456.84	456.84	456.84	456.84	EPS	1.015	0.897	0.920	1.009
资本公积	-2.07	-2.07	-2.07	-2.07	BPS	4.596	5.357	6.138	6.994
留存收益	2693.18	3214.45	3748.99	4335.43	PE	22.56	25.53	24.90	22.69
归属母公司股东权益	3147.94	3669.21	4203.76	4790.20	PB	4.98	4.27	3.73	3.27
少数股东权益	33.20	38.47	43.88	49.81	PS	12.62	13.69	13.35	12.09
股东权益合计	3181.15	3707.68	4247.64	4840.01	PCF	33.67	13.85	119.79	14.12
负债和股东权益合计	3241.28	3732.91	4309.25	4871.55	EV/EBIT	12.03	12.18	11.91	9.53
现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E	EV/EBITDA	11.58	10.90	10.68	8.62
经营性现金净流量	465.77	1132.68	130.93	1111.02	EV/NOPLAT	14.59	15.21	14.65	11.52
投资性现金净流量	-287.00	40.00	30.00	20.00	EV/IC	4.32	5.21	4.06	4.65
筹资性现金净流量	-94.84	-61.45	-50.08	-45.89	ROIC-WACC	38.49%	25.12%	35.11%	30.68%
现金流量净额	83.00	1111.23	110.85	1085.14	股息率	0.006	0.006	0.006	0.007

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)