

北陆药业 (300016)

证券研究报告

2018年02月28日

对比剂带动业绩稳健增长，提前布局肿瘤个性化诊疗

2017 年业绩增长 625.40%，2018 一季报预增 0%-15%

公司公告 2017 年年报营收 5.23 亿元，同比增长 4.75%；归母净利润 1.19 亿元，同比增长 625.40%；扣非后归母净利润 1.02 亿元，同比增长 22.02%，公司 2017 年利润分配方案为为每 10 股派发现金红利 0.37 元（含税）。

战略布局肿瘤个性化诊疗领域，提前卡位肿瘤基因检测

公司已完成对世和基因投资，目前持股 20.29%，逐步实现公司在肿瘤个性化诊疗领域的战略布局。世和基因是中国临床肿瘤 NGS 和 ctDNA 领域的龙头企业，拥有国内首家无瑕疵通过 CAP 验收认证的肿瘤临床检验中心，与全国 450 多家三甲医院和肿瘤专科医院开展合作，拥有大于 80000 份样本肿瘤 NGS 基因组数据库。其在加拿大和中国建有转化医学中心，拥有 Illumina 全系列高通量测序平台。公司独立开发和申报了肺癌三类诊断试剂盒，有望在肺癌基因检测市场上分一杯羹。

2017 年公司受让芝友医疗原股东所持 15% 股权，持股比例增至 25%。芝友医疗致力于肿瘤个体化诊断与心血管基因检测产品的研发与产业化，自主研发了全国首创的循环肿瘤细胞检测设备。截至目前，该公司已成功开发了数十个基因诊断产品，其中十多个分子诊断试剂盒通过 CFDA 的 III 类医疗器械注册审批并获准上市。2017-2019 年芝友医疗承诺扣非后归母净利润为 1000 万、1500 万、2000 万。

以对比剂为核心带动业绩稳健增长，新业务有望带来新增量

1. 对比剂产品。2017 年，对比剂产品实现销售收入 45,948.29 万元，同比增长 15.44%。作为国内专业对比剂供应商，公司拥有品种最多、规格最全的对比剂产品，涵盖磁共振对比剂、非离子型碘对比剂和口服磁共振对比剂等三大类别，其中，钆喷酸葡胺注射液和碘海醇注射液仍是公司营业收入和利润的主要来源，碘克沙醇注射液和碘帕醇注射液销售收入逐步放量，其中碘克沙醇注射液同比增长 109.93%，碘帕醇注射液同比增长 191.58%。对比剂产品的销售收入有望实现持续、稳定的增长。
2. 精神神经类产品。2017 年，九味镇心颗粒实现销售收入 3,483.88 万元，同比增长 18.42%。作为国内第一个、也是目前唯一一个通过 CFDA 批准治疗焦虑障碍的纯中药制剂，2017 年九味镇心颗粒被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》；同时，其完成了 IV 期临床，结果进一步验证了在广泛性焦虑症治疗中的安全性和有效性。公司将积极调整销售策略，采用多种方式尽快提升销售收入和该产品的专业品牌形象与影响力。
3. 降糖类产品。2017 年，受区域招标进程因素等影响，降糖类产品实现销售收入 2,549.29 万元，同比减少 39.95%。报告期内，主要产品格列美脲片和瑞格列奈片一致性评级工作均已进入临床研究阶段。

2017 年受区域招标进程因素等影响，降糖类产品收入下滑，我们调整 18-19 年收入预计由 6.81 亿、8.12 亿调整为 6.14、7.17 亿元，维持原来 2018 年 38 倍 PE 估值，目标价由 17.5 元调整至 15.58 元，评级由“买入”调整为“增持”。

风险提示：宏观经济增速放缓，医保控费、招标降价等政策影响。药品研发投入大、研发周期长，审核注册获批历时较长，获批产品市场发生重大变化

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	12.01 元
目标价格	15.58 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	325.99
流通 A 股股本(百万股)	254.27
A 股总市值(百万元)	3,915.18
流通 A 股市值(百万元)	3,053.81
每股净资产(元)	3.28
资产负债率(%)	6.28
一年内最高/最低(元)	19.10/10.76

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

李扬 联系人
lyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《北陆药业-公司点评:前瞻性布局肿瘤个性化诊疗，完善肿瘤检验产业链》 2018-01-05
- 2 《北陆药业-年报点评报告:16 年年报低于预期，17 年轻装上阵》 2017-02-28
- 3 《北陆药业-首次覆盖报告:对比剂替代升级提振业绩，看好肿瘤诊疗服务布局》 2017-01-18



财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	498.86	522.54	614.92	716.88	826.70
增长率(%)	1.51	4.75	17.68	16.58	15.32
EBITDA(百万元)	36.70	153.09	138.86	164.19	190.01
净利润(百万元)	16.38	118.82	134.88	155.15	180.68
增长率(%)	(49.72)	625.40	13.52	15.03	16.46
EPS(元/股)	0.05	0.36	0.41	0.48	0.55
市盈率(P/E)	239.03	32.95	29.03	25.23	21.67
市净率(P/B)	4.34	3.66	3.30	2.96	2.63
市销率(P/S)	7.85	7.49	6.37	5.46	4.74
EV/EBITDA	156.26	27.35	26.56	21.58	18.94

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	86.27	225.47	176.57	315.52	256.87
应收账款	144.42	123.32	266.38	128.04	326.81
预付账款	2.47	1.42	7.19	1.30	7.55
存货	104.82	109.27	114.30	142.23	155.64
其他	59.02	11.87	22.35	35.51	23.07
流动资产合计	397.00	471.35	586.80	622.59	769.94
长期股权投资	60.19	282.63	282.63	282.63	282.63
固定资产	200.75	187.23	236.48	289.29	331.25
在建工程	55.12	96.03	93.62	104.17	92.50
无形资产	43.47	53.26	51.79	50.32	48.84
其他	199.57	50.39	46.09	47.60	47.33
非流动资产合计	559.09	669.53	710.60	774.00	802.55
资产总计	956.09	1,140.88	1,297.39	1,396.59	1,572.48
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	14.28	19.65	67.53	32.46	47.29
其他	15.12	29.58	19.35	23.68	22.50
流动负债合计	29.40	49.22	86.88	56.14	69.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.00	22.43	28.89	25.44	25.58
非流动负债合计	25.00	22.43	28.89	25.44	25.58
负债合计	54.40	71.65	115.76	81.58	95.37
少数股东权益	0.00	0.00	(4.54)	(9.13)	(13.04)
股本	325.99	325.99	325.99	325.99	325.99
资本公积	317.56	369.54	369.54	369.54	369.54
留存收益	575.70	743.24	860.17	998.15	1,164.15
其他	(317.56)	(369.54)	(369.54)	(369.54)	(369.54)
股东权益合计	901.69	1,069.24	1,181.63	1,315.01	1,477.11
负债和股东权益总	956.09	1,140.88	1,297.39	1,396.59	1,572.48

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	15.51	118.82	134.88	155.15	180.68
折旧摊销	21.75	17.80	14.63	18.10	21.19
财务费用	0.71	0.00	(1.01)	(1.24)	(1.44)
投资损失	77.74	(19.15)	1.00	1.00	1.00
营运资金变动	(102.89)	86.59	(115.93)	67.46	(191.93)
其它	63.36	(59.13)	(4.78)	(4.67)	(3.99)
经营活动现金流	76.17	144.92	28.80	235.81	5.51
资本支出	(60.43)	279.60	53.54	83.45	49.85
长期投资	30.56	222.44	0.00	0.00	0.00
其他	(173.84)	(504.53)	(114.54)	(164.45)	(100.85)
投资活动现金流	(203.70)	(2.49)	(61.00)	(81.00)	(51.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.41	52.73	1.01	1.24	1.44
其他	(56.02)	(55.97)	(17.71)	(17.10)	(14.59)
筹资活动现金流	(54.62)	(3.24)	(16.70)	(15.86)	(13.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(182.15)	139.20	(48.90)	138.95	(58.64)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	498.86	522.54	614.92	716.88	826.70
营业成本	154.45	182.21	184.48	213.80	246.27
营业税金及附加	6.17	8.30	8.05	9.88	11.79
营业费用	186.62	172.64	215.22	265.24	305.88
管理费用	58.25	39.66	79.94	78.86	90.94
财务费用	(0.74)	(0.74)	(1.01)	(1.24)	(1.44)
资产减值损失	(0.86)	3.21	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(77.74)	19.15	(1.00)	(1.00)	(1.00)
其他	155.47	(43.90)	2.00	2.00	2.00
营业利润	17.22	142.01	125.24	147.33	170.26
营业外收入	5.99	0.00	62.00	31.00	39.00
营业外支出	1.01	1.49	1.38	1.29	1.39
利润总额	22.21	140.52	185.86	177.03	207.87
所得税	6.70	21.70	55.76	26.55	31.18
净利润	15.51	118.82	130.10	150.48	176.69
少数股东损益	(0.87)	0.00	(4.78)	(4.67)	(3.99)
归属于母公司净利润	16.38	118.82	134.88	155.15	180.68
每股收益(元)	0.05	0.36	0.41	0.48	0.55

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	1.51%	4.75%	17.68%	16.58%	15.32%
营业利润	-61.42%	724.46%	-11.81%	17.64%	15.57%
归属于母公司净利润	-49.72%	625.40%	13.52%	15.03%	16.46%
获利能力					
毛利率	69.04%	65.13%	70.00%	70.18%	70.21%
净利率	3.28%	22.74%	21.93%	21.64%	21.86%
ROE	1.82%	11.11%	11.37%	11.72%	12.13%
ROIC	1.78%	19.40%	10.96%	12.95%	15.08%
偿债能力					
资产负债率	5.69%	6.28%	8.92%	5.84%	6.07%
净负债率	-20.29%	-2.98%	-13.02%	-4.62%	-15.84%
流动比率	13.50	9.58	6.75	11.09	11.03
速动比率	9.94	7.36	5.44	8.56	8.80
营运能力					
应收账款周转率	2.98	3.90	3.16	3.64	3.64
存货周转率	5.33	4.88	5.50	5.59	5.55
总资产周转率	0.50	0.50	0.50	0.53	0.56
每股指标(元)					
每股收益	0.05	0.36	0.41	0.48	0.55
每股经营现金流	0.23	0.44	0.09	0.72	0.02
每股净资产	2.77	3.28	3.64	4.06	4.57
估值比率					
市盈率	239.03	32.95	29.03	25.23	21.67
市净率	4.34	3.66	3.30	2.96	2.63
EV/EBITDA	156.26	27.35	26.56	21.58	18.94
EV/EBIT	347.82	30.86	29.69	24.25	21.31

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com