

# 业绩增速符合预期，对比剂稳定增长，九味镇心颗粒放量在即

——北陆药业（300016）报告点评

2018年02月28日

推荐/维持

北陆药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	研究助理	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554041

## 事件:

北陆药业发布 2017 年年度报告，2017 年全年公司实现营业收入 5.23 亿元，同比增长 4.75%；归属于上市公司股东的净利润 1.19 亿元，同比增长 625.40%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.02 亿元，同比增长 22.02%。实现 EPS 为 0.36 元。

公司 2017 年 Q4 实现营业收入 1.04 亿元，同比增长 12.07%；实现归属于上市公司股东的净利润 1528.57 万元，同比增长 123.33%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 49.39 万元。实现 EPS 为 0.05 元。

公司发布一季度预告，预计 2018Q1 营业收入 1.16-1.33 亿元，预计增速 0-15%；预计归属于上市公司股东的净利润 2641.78-3038.05 万元，预计增速 0-15%。

## 公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	156.03	134.29	93.07	115.73	166.67	135.84	104.31
增长率（%）	0.13%	7.23%	-1.43%	0.22%	6.82%	1.15%	12.07%
毛利率（%）	69.74%	66.04%	68.76%	64.47%	63.84%	66.83%	65.71%
期间费用率（%）	40.90%	43.52%	69.30%	37.38%	30.00%	39.87%	61.49%
营业利润率（%）	25.55%	21.58%	-81.06%	24.42%	32.09%	26.94%	22.70%
净利润（百万元）	34.13	25.19	-65.51	26.42	45.54	31.57	15.29
增长率（%）	-06.84%	-00.05%	22.12%	21.77%	33.46%	25.33%	123.33%
每股盈利（季度，元）	0.11	0.08	-0.20	0.08	0.14	0.10	0.05
资产负债率（%）	7.79%	6.08%	5.69%	8.59%	8.51%	7.21%	6.28%
净资产收益率（%）	3.48%	2.61%	-7.26%	2.89%	4.75%	3.10%	1.47%
总资产收益率（%）	3.21%	2.45%	-6.85%	2.64%	4.35%	2.88%	1.37%

## 观点：

### 1、业绩增速符合预期，对比剂稳定增长，九味镇心颗粒放量在即

公司全年营收 5.23 亿元，同比增长 4.75%，归母净利润 1.19 亿，增速 625.40%，收入端主要由于去年有中美康士的影响，扣除中美康士影响，公司实际收入增速在 10%以上。

**分产品来看：**公司主要收入来源为对比剂系列，实现销售收入 4.59 亿元，增速 15.44%。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%。九味镇心颗粒 17 年实现销售收入 3483.88 万元，同比增长 18.42%。受区域招标进程等因素影响，降糖系列收入端有所下滑。

**财务指标方面，**销售费用率 33.04%，比去年同期（37.41%）下降 4.37pp，管理费用率 7.59%，比去年同期（11.68%）下降 4.09pp，主要是中美康士不再纳入合并范围。

展望 2018，公司业绩有望维持高速增长：

**第一、公司对对比剂、精神神经、降糖三大领域，带来持续增长点。**对比剂作为公司核心收入来源，长期保持高于行业平均增长水平。磁共振造影剂依然是核心收入来源，大医院放量。碘海醇营收有望稳定增长。18 年主要看碘帕醇放量：17 年该产品完成了主要省份的中标（20 省），但还没有完全执行，增速快但体量比较小——18 年预计会持续高速增长。碘克沙醇已拿到 100ml 补充批件，存在业绩弹性。

公司精神神经领域九味镇心为国内唯一治疗抗焦虑的品种，17 年 2 月进入医保。公司持续投入 10 年时间，进医保成为该产品业绩转折点。继续自营+代理模式，未来看到 5 亿体量。核心省份包括北京、山西、江苏、湖南、浙江、广东，目前各省医保执行还没有完全落地，预计 18 年会看到放量拐点。

降糖方面，17 年受两票制影响两个一致性评价如期开展，格列美脲已经完成预 BE，瑞格列奈片也已进入临床研究阶段，18 年两个品种有望完成一致性评价。

**第二、世和、芝友等开始贡献业绩。**2017 年全年，公司外延项目南京世和、芝友医疗业务发展良好。世和已成为国内基因诊断龙头，估值超过 30 亿；芝友医疗大概率完成 17 年业绩承诺（业绩快报已出但未经神经）。

### 2、世和、芝友医疗看点颇多，精准医疗外延逐步推进

**芝友医疗：**报告期内公司受让芝友医疗 15%股份。17-19 年业绩对赌 1000、1500、2000 万的业绩承诺，17 年完成业绩承诺。17 年上半年收入 1500 万，去年同期 1200 万，增长超过 20%。17 年上半年利润 220 万，去年同期亏损 770 万，利润端持续向好。主要产品循环肿瘤细胞捕获仪，为国内唯一获证产品，上市后迅速抢占空白市场带来业绩弹性。

**南京世和：**南京世和已为国内基因诊断龙头，估值已经超过 30 亿，有单独上市的可能性。公司在基因领域发展势头迅猛，上市后可提高研究水平、继续推进临床数据覆盖和推广工作，巩固国内基因检测龙头位置，长远发展值得期待。

公司外延项目均符合肿瘤个性化诊疗方向，协同主营业务造影剂创造收益，维持高增长。未来围绕肿瘤个性化诊疗方向仍有外延预期。

### 3、未来公司增长点再梳理, 公司发展进入快车道

**对比剂领域维持稳健增长:** 对比剂作为公司核心收入来源, 18年主要看碘帕醇各省医保执行放量。公司长期保持高于行业平均的增长水平, 在国内公司中仅次于恒瑞, 我们判断未来仍将稳健增长

**九味镇心快速放量:** 九味镇心进入医保目录后, 随公司自营团队的扩增, 维持“自营+代理”模式增大推广力度, 有望快速放量。随各省医保执行进度推进, 18年有望看到业绩拐点。

**外延投资维持高速增长:** 芝友医疗完成17年对赌业绩承诺。南京世和已为国内基因诊断龙头, 估值高达30亿。公司外延项目均符合肿瘤个性化诊疗方向, 协同主营业务造影剂创造收益, 维持高增长。

公司立足对比剂、精神神经、降糖三大领域, 2017年多项目研究取得阶段性进展, 储备了一批具有广阔市场空间的优秀品种。

2017年公司在研项目一览表如下

**表 1:北陆药业主要在研项目**

项目名称	注册分类	适应症	所处阶段
钆贝葡胺及注射液	化药 3.1+6	MR 对比剂	CDE 审评
瑞替加滨原料及片	化药 3.1+3.1	抗癫痫药	临床研究
盐酸维拉佐酮及片	化药 3.1+3.1	抗抑郁	临床研究
碘帕醇注射液(100ml:37g(I))	补充申请第 5 项	CT 对比剂	BDE 审评
碘帕醇注射液(50ml:15g(I))	补充申请第 5 项	CT 对比剂	获生产批件
碘帕醇注射液(100ml:30g(I))	补充申请第 5 项	CT 对比剂	获生产批件
格列美脲片一致性评价	补充申请第 7 项	降糖类	临床研究
瑞格列奈片一致性评价	补充申请第 7 项	降糖类	临床研究
瑞格列奈片 1mg	补充申请第 5 项	降糖类	获临床批件
碘克沙醇注射液(100ml:27g(I))	补充申请第 5 项	CT 对比剂	获生产批件
钆喷酸原料药工艺变更	补充申请第 7 项	原料药	CDE 审评

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

### 结论：

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.44 亿元、1.80 亿元、2.25 亿元，增长分别为 21.32%、24.77%、24.94%。EPS 分别为 0.44 元、0.55 元、0.69 元，对应 PE 分别为 27x，22x，17x。我们认为公司是对比剂龙头，主营业务竞争格局良好稳步发展。另外精神线九味镇心已经进入医保目录，降糖研发项目梯队也已形成。精准医疗方面南京世和、芝友医疗进展良好。未来几年公司有望维持收入端和利润端高速增长，我们长期看好公司发展，维持“推荐”评级。

### 风险提示：

九味镇心颗粒推广低于预期，对比剂竞争加剧

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	397	471	640	846	1094	<b>营业收入</b>	499	523	616	741	870
货币资金	86	225	311	455	640	<b>营业成本</b>	154	182	189	220	250
应收账款	118	122	127	152	179	营业税金及附加	6	8	9	11	13
其他应收款	27	1	1	2	2	营业费用	187	173	203	248	292
预付款项	2	1	5	10	15	管理费用	58	40	49	56	61
存货	105	109	68	79	90	财务费用	-1	-1	0	0	0
其他流动资产	55	3	28	28	28	资产减值损失	-0.86	3.21	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	559	670	609	594	576	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	60	283	283	283	283	投资净收益	-77.74	19.15	3.00	5.00	10.00
固定资产	201	187	175	177	196	<b>营业利润</b>	17	142	168	211	264
无形资产	16	18	16	14	13	营业外收入	5.99	0.00	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	1	5	5	5	5	营业外支出	1.01	1.49	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	956	1141	1249	1439	1671	<b>利润总额</b>	22	141	173	216	269
<b>流动负债合计</b>	29	49	113	189	278	所得税	7	22	24	30	38
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	16	119	149	186	232
应付账款	11	12	11	13	15	少数股东损益	-1	0	5	6	7
预收款项	1	3	64	139	226	归属母公司净利润	16	119	144	180	225
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	49	175	182	227	282
<b>非流动负债合计</b>	25	22	56	56	56	<b>BPS (元)</b>	0.05	0.36	0.44	0.55	0.69
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	54	72	169	246	335	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	5	11	18	营业收入增长	1.51%	4.75%	17.98%	20.12%	17.54%
实收资本(或股本)	326	326	326	326	326	营业利润增长	-61.42	724.46	18.60%	25.34%	25.26%
资本公积	318	370	370	370	370	归属于母公司净利润	-49.72	625.40	21.32%	24.77%	24.94%
未分配利润	208	312	341	377	422	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	902	1069	1156	1264	1398	毛利率(%)	69.04%	65.13%	69.33%	70.33%	71.33%
<b>负债和所有者权益</b>	956	1141	1330	1520	1751	净利率(%)	3.11%	22.74%	24.19%	25.10%	26.62%
<b>现金流量表</b>						单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净利润(%)	12.90%	1.71%	10.41%	11.54%	12.49%
						ROE(%)	1.82%	11.11%	12.47%	14.23%	16.07%
<b>经营活动现金流</b>	76	145	140	211	265	<b>偿债能力</b>					
净利润	16	119	149	186	232	资产负债率(%)	6%	6%	13%	16%	19%
折旧摊销	33	34	0	15	18	流动比率	13.50	9.58	5.67	4.47	3.93
财务费用	-1	-1	0	0	0	速动比率	9.94	7.36	5.07	4.05	3.61
应收账款减少	0	0	-5	-25	-27	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	62	74	87	总资产周转率	0.50	0.50	0.50	0.52	0.53
<b>投资活动现金流</b>	-204	-2	50	5	10	应收账款周转率	3	4	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	45.71	44.85	52.52	60.11	61.55
长期股权投资减少	0	0	11	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-78	19	3	5	10	每股收益(最新摊薄)	0.05	0.36	0.44	0.55	0.69
<b>筹资活动现金流</b>	-55	-3	-104	-72	-90	每股净现金流(最新)	-0.56	0.43	0.26	0.44	0.57
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.77	3.28	3.55	3.88	4.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	-5	0	0	0	0	P/E	240.20	33.36	27.16	21.77	17.42
资本公积增加	-11	52	0	0	0	P/B	4.34	3.66	3.39	3.10	2.80
<b>现金净增加额</b>	-182	139	85	144	185	EV/EBITDA	77.73	21.05	19.80	15.27	11.61

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 研究助理简介

### 胡偌碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解

## 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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 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）：

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。