

2018年3月29日

证券研究报告

公司研究

中药 III / 中药 II / 医药生物

投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	14.10 亿股
流通股本	7.32 亿股
ROE (摊薄)	15.38%
每股净资产	2.42 元
当前股价*	14.45 元

注：上述财务数据截止 2017 年年报

*为 3 月 28 日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@ gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

研究助理：

胡晨曦

执业证书编号：

S0200116080033

huchenxi@gwgsc.com

地址：厦门市思明区深田路 46 号深田国际大厦 19-20 楼

长城国瑞证券有限公司

贵州百灵 (002424)

——业绩符合预期，糖宁通络在 301 医院启动临床试验

事件：2017 年，公司实现营业收入为 259,181.67 万元，同比增长 17.05%；归属于上市公司股东的净利润 52,613.74 万元，同比增长 9.08%。

事件点评：

◆收入增长符合预期，毛利率下降、销售费用率上升对利润造成挤压。2017 年，公司实现营业收入为 259,181.67 万元，同比增长 17.05%，符合我们预期。2017 年公司控股子公司安顺大健康医药销售公司医药配送业务大幅增长，公司西药等销售实现销售收入 1.30 亿元，同比增长 829.95%，该业务毛利率较低，拉低了综合毛利率，其较上年下降 1.1 个百分点，为 63.27%；公司加强营销网络的建设和完善，大力开发基层医疗服务市场，在全国范围内增加销售网络的纵深发展。同时随着两票制的全面实施，公司积极整合处方药销售体系，持续完善合规体系建设，推动优质产品加学术推广的模式，打造中药大产品、大品类。上述因素导致公司 2017 年销售费用率提升 2.47 个百分点，影响营业利润 6,401.79 万元。

◆基层市场开发成效显著，颗粒剂产品销售快速增长。1) 随着国家低价药政策的落地，公司自建的基层医疗机构销售团队已初具规模，已有 5 个省份的销售都突破了千万，并在诊所等基层医疗服务机构的开发上已突破 4.5 万家。基层医疗服务市场实现的收入已突破 5 亿元，为公司营销网络体系的建设打下了坚实的基础。2) 公司明星产品银丹心脑通软胶囊实现销售收入 6.5 亿元，继续保持稳定增长。以小儿柴桂退热颗粒、双羊喉痹通颗粒、消咳颗粒为代表的颗粒剂产



品 2017 年实现了较快增长，实现销售收入较 2016 年增长 34.77%。

◆糖宁通络项目研发及推广不断取得进展。1) 贵阳中医糖尿病医院经营收入保持快速增长。2017 年，公司贵阳中医糖尿病医院共接待患者 3.6 万余人次，医疗服务中心患者数达到 3 万余人，医院实现收入 7,188.68 万元，同比增长 37.61%，仍保持快速增长。2) 扩建贵阳中医糖尿病医院，提升综合服务能力。贵阳中医糖尿病医院原开设床位 100 张，无针对糖尿病所涉及各类并发症相关专业科室，限制了医院的治疗能力和盈利能力。公司拟投资 4,985 万元扩建贵州百灵中医糖尿病医院，新设糖尿病肾病诊室、血液透析中心、糖尿病神经病变诊室、糖尿病眼病诊室、糖尿病心脏病诊室、抢救间、手术室等一系列配套科室，预计新增 200 张床位，打造糖尿病治疗的完整产业链。扩建项目完成后，将进一步扩大糖尿病医院的影响力，极大提升接诊能力。3) 今年 3 月，公司与解放军总医院（301 医院）签订《临床试验合同》，正式开展“随机、双盲、安慰剂对照研究观察糖宁通络胶囊治疗新诊断的 2 型糖尿病患者的有效性、安全性”临床试验项目，该药物临床试验时间从 2018 年 3 月起至 2019 年 4 月止。目前，公司同步与广东省中医院、广西中医药大学附属瑞康医院等国内顶尖院所展开合作。我们认为公司与解放军总医院合作研发糖宁通络胶囊项目的落地，将加速糖宁通络胶囊的研究和开发。

◆临床试验化药 1.1 类新药将再添新丁，在研项目梯次推进。公司在研化药 1.1 类新药，已进行临床试验有治疗乙肝的替芬泰，替芬泰项目已完成临床 I 期试验。3 月 27 日公司公告，公司治疗血液瘤化药 1.1 类新药普依司他全面完成前期临床前工作，计划在 2018 年 4-5 月份向 CFDA 申请临床试验，在完成上述工作后 6 至 8 个月之后向 FDA 申报（P-IND）。如药普依司他临床试验获批，公司进入临床实验的化药 1.1 类新药，将再添新丁。届时公司化药 1.1 类新药项目将形成临床前项目 1 个（抗肿瘤 G50）、临床 I 期项目 1 个、完成临床 I 期的项目 1 个的梯次推进状态。

投资建议：



我们预计公司2019-2020年的净利润分别为6.00亿元、6.91亿元、8.00亿元，EPS为0.43元、0.49元、0.57元，对应PE为33.60倍、29.49倍、25.35倍，目前中药III（TTM）中位数为33.36倍。考虑公司重点品种保持稳定增长；糖宁通络胶囊市场潜力大，与解放军总医院合作研发项目落地，基层市场开发成效显著，公司估值可给予一定溢价，我们维持其“买入”投资评级。

风险提示：

产品价格下调；糖宁通络胶囊市场推广进展缓慢；重点在研产品研发结果低于预期。

主要财务数据

关键指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2591.82	2880.71	3225.29	3599.07
增长率（%）	17.05%	11.15%	11.96%	11.59%
归属母公司股东净利润（百万元）	526.14	600.33	690.98	799.92
增长率（%）	9.08%	14.10%	15.10%	15.77%
基准股本（百万）	1411.20	1411.20	1411.20	1411.20
每股收益（元）	0.37	0.43	0.49	0.57
销售毛利率	63.27%	63.27%	63.50%	64.00%
净资产收益率	15.38%	15.29%	15.31%	15.42%

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所



图表 1 盈利预测

单位：百万元

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2591.82	2880.71	3225.29	3599.07	货币资金	1000.14	1008.25	1128.85	1480.22
减：营业成本	951.97	1058.09	1177.23	1295.67	应收和预付款项	1820.11	1674.99	2206.15	2108.46
营业税金及附加	44.30	49.24	55.13	61.52	存货	826.10	848.32	1014.65	1035.74
营业费用	782.34	869.55	973.56	1086.38	其他流动资产	3.12	3.12	3.12	3.12
管理费用	177.30	197.06	220.63	246.20	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	5.40	-18.57	-35.53	-55.88	投资性房地产	39.17	39.17	39.17	39.17
资产减值损失	34.32	35.00	35.00	35.00	固定资产	699.49	683.49	648.17	612.85
投资收益	2.12	0.00	0.00	0.00	无形资产	285.04	275.20	265.36	255.51
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	149.50	100.21	88.84	88.84
其他经营损益	28.11	25.00	25.00	25.00	资产总计	4822.67	4632.74	5394.31	5623.91
营业利润	626.42	715.35	824.27	955.19					
其他非经营损益	5.79	6.00	6.00	6.00	短期借款	861.60	356.43	393.44	0.00
利润总额	632.20	721.35	830.27	961.19	应付和预收款项	332.02	294.67	427.10	364.64
所得税	100.17	114.30	131.56	152.30	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	532.03	607.05	698.71	808.88	其他负债	161.85	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	5.89	6.72	7.74	8.96	负债合计	1355.47	651.09	820.53	364.64
归母净利润	526.14	600.33	690.98	799.92	股本	1411.20	1411.20	1411.20	1411.20
					资本公积	135.92	135.92	135.92	135.92
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	留存收益	1872.69	2380.41	2964.80	3641.33
经营活动现金流	79.88	683.64	149.53	807.20	归母股东权益	3419.81	3927.53	4511.92	5188.45
投资活动现金流	-215.05	5.05	5.05	5.05	少数股东权益	47.39	54.11	61.85	70.81
融资活动现金流	-82.08	-579.15	-33.98	-460.88	股东权益合计	3467.20	3981.64	4573.77	5259.27
现金流量净额	-217.25	109.54	120.60	351.37	负债和股东权益	4822.67	4632.74	5394.31	5623.91

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归公司所有，未经公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。