

双鹭药业(002038)/生物制品

扣非净利润实现 64%增长, 业绩拐点逐步确立

评级: 买入(首次)

市场价格: 40.75

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 赵磊

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	685
流通股本(百万股)	567
市价(元)	40.75
市值(百万元)	27913.75
流通市值(百万元)	23105.25

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 双鹭药业(002038)-公司深度报告: 来那度胺开始销售上量, 业绩拐点 2018 年有望出现-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20180418

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1009.85	1242.08	1688.44	2121.80	2772.03
增长率 yoy%	-12.68%	23.00%	35.94%	25.67%	30.64%
净利润	452.11	533.58	601.13	810.40	1091.34
增长率 yoy%	-21.38%	18.02%	12.66%	34.81%	34.67%
每股收益(元)	0.66	0.78	0.88	1.18	1.59
每股现金流量	0.58	0.56	0.37	0.60	0.88
净资产收益率	11.60%	12.49%	12.31%	14.19%	16.00%
P/E	61.73	52.31	46.43	34.44	25.57
PEG	-2.89	2.90	3.67	0.99	0.74
P/B	7.16	6.54	5.71	4.89	4.09

备注: 数据截止至 2018.04.24

投资要点

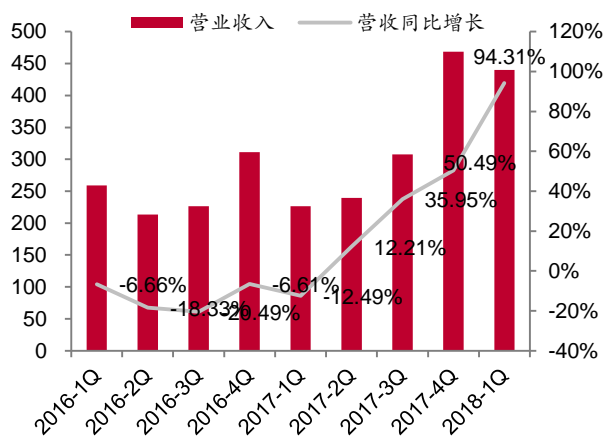
- **事件:** 2018 年 4 月 24 日, 公司发布 2018 年一季报。2018 年第一季度实现营业收入 4.40 亿元, 同比增长 94.31%; 实现归母净利润 1.82 亿元, 同比增长 43.48%; 实现扣非归母净利润 1.72 亿元, 同比增长 63.63%。同时预告 1-6 月经营情况, 预计 2018 年上半年实现归母净利润 3.14-3.84 亿元, 同比增长 35%-65%。
- **点评:** 扣非净利润实现 64%增长, 业绩拐点逐步确立。2018 年第一季度营业收入增速 94.31%、净利润增速 43.48%, 收入增速高于利润增速, 我们预计主要是两票制影响导致出厂价提高。扣非归母净利润实现 63.63% 的大幅增长, 我们预计主要是公司基因工程产品(白介素-11、重组人碱性成纤维细胞生长因子等)、替莫唑胺、杏灵滴丸、依诺肝素钠等受益于招标推进实现 40% 以上的销售量的快速增长。此外, 公司重磅首仿产品来那度胺 2 月底正式上市销售, 对一季度业绩有积极贡献。复合辅酶下滑态势基本企稳。一季度毛利率 85.25%, 与去年 72% 的水平有较大提升, 主要是两票制影响出厂价提高的原因; 此外毛利率高的基因工程品种等占收入比重提升也有影响。一季度销售费用率为 30.92%, 销售费用同比增加 475.22%, 主要是销售模式变化及销售策略调整, 增加直销比例, 扩展销售渠道和人员, 相关费用增加较大所致。
- **维持双鹭药业推荐逻辑:** 我们认为, 2018 年公司业绩有望迎来拐点, 重回快速增长轨道。1、来那度胺挑战专利国内首仿, 预计市场空间约 75 亿元, 即将进入放量期。2、公司扣非净利由高点 6.4 亿下滑至 2017 年 3.4 亿, 复合辅酶等老品种已经见底。目前复合辅酶在公司销售收入 2017 年全面高开后占比 55%, 我们预计净利润占比低于 30%, 已经显著下降。3、在研品种涵盖多个优势领域。强化在肿瘤、肝病、代谢病、心脑血管等领域的优势外, 公司逐步进入糖尿病、肾病、预防性疫苗等新领域。2018 年公司丁二磺酸腺苷蛋氨酸、奥硝唑、谷胱甘肽等品种即将获批生产。4、逐步推进营销改革, 在学术营销方面, 2015 年参股信忠医药 30% 股权, 增强学术推广营销能力。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计 2018-2020 年公司营业收入为 16.88、21.22、27.72 亿元, 同比增长 35.94%、25.67%、30.64%, 归母公司净利为 6.01、8.10、10.91 亿元, 同比增长 12.66% (扣非约 62%)、34.81%、34.67%, 对应 EPS 为 0.88、1.18、1.59 元。考虑来那度胺进入放量期, 在研产品丰富, 我们给予公司 2019 年 45-50 倍 PE、合理估值区间为 53.1-59 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 来那度胺上市销售不及预期, 药品招标不及预期的风险, 营销改革不及预期的风险。

图表 1: 双鹭药业分季度财务指标变化 (单位: 百万元, %)

项目	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q
营业收入	258.84	213.52	226.24	311.25	226.51	239.6	307.57	468.4	440.13
营收同比增长	-6.66%	-18.33%	-20.49%	-6.61%	-12.49%	12.21%	35.95%	50.49%	94.31%
营收环比增长	-22.33%	-17.51%	5.96%	37.58%	-27.23%	5.78%	28.37%	52.29%	-6.04%
营业成本	66.43	60.75	71.72	152.37	62.47	72.96	41.5	187.37	64.94
毛利率	74.34%	71.55%	68.30%	51.05%	72.42%	69.55%	86.51%	60.00%	85.25%
销售费用	9.06	11.71	25.55	37.52	23.66	50.65	95.82	199.29	136.08
管理费用	21.40	25.77	22.31	29.31	25.19	19.56	32.89	35.07	34.88
财务费用	-10.54	1.67	-3.19	-5.91	-5.3	-5.38	-5.08	-2.54	-3.93
营业利润	165.50	118.91	121.13	101.63	138.54	114.38	180.2	188.51	208.28
利润总额	169.35	121.41	124.99	111.61	142.58	121.09	181.88	177.07	208.28
所得税	21.66	18.54	20.38	19.39	18.11	16.27	27.29	32.2	27.23
归母净利润	149.10	104.46	103.47	95.09	127.1	105.66	157.87	142.95	182.36
归母净利润同比增长	-16.75%	-47.77%	-24.40%	60.95%	-14.76%	1.15%	52.58%	50.33%	43.48%

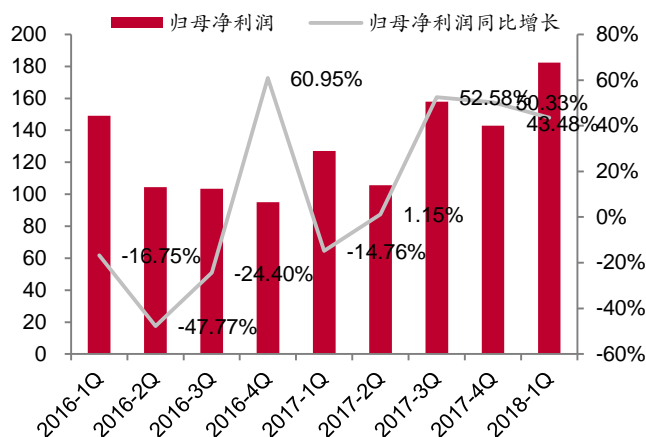
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 双鹭药业分季度收入及增速 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 双鹭药业分季度归母净利润及增速 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 双鹭药业财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	3053	3582	4380	5470	营业收入	1242	1688	2122	2772
现金	1439	1693	2133	2773	营业成本	364	415	482	571
应收账款	591	926	1144	1474	营业税金及附加	18	23	29	38
其他应收款	99	79	113	152	营业费用	369	507	615	804
预付账款	65	73	87	102	管理费用	113	152	170	222
存货	276	258	317	378	财务费用	-18	-43	-53	-67
其他流动资产	583	553	587	591	资产减值损失	5	6	7	6
非流动资产	1532	1539	1579	1610	公允价值变动收益	29	13	16	17
长期投资	135	148	147	145	投资净收益	192	50	50	50
固定资产	455	468	453	423	营业利润	622	692	937	1266
无形资产	226	288	359	435	营业外收入	1	10	9	8
其他非流动资产	717	636	620	607	营业外支出	0	1	0	1
资产总计	4585	5121	5960	7080	利润总额	623	701	945	1273
流动负债	250	175	194	215	所得税	94	104	142	190
短期借款	0	0	0	0	净利润	529	597	804	1082
应付账款	112	62	72	86	少数股东损益	-5	-4	-7	-9
其他流动负债	138	113	122	129	归属母公司净利润	534	601	810	1091
非流动负债	36	37	37	37	EBITDA	641	692	931	1247
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.78	0.88	1.18	1.59
其他非流动负债	36	37	37	37					
负债合计	286	212	231	251	主要财务比率				
少数股东权益	29	24	17	9	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	685	685	685	685	成长能力				
资本公积	7	7	7	7	营业收入	23.0%	35.9%	25.7%	30.6%
留存收益	3589	4179	4990	6081	营业利润	22.6%	11.3%	35.4%	35.1%
归属母公司股东权益	4271	4885	5711	6820	归属于母公司净利润	18.0%	12.7%	34.8%	34.7%
负债和股东权益	4585	5121	5960	7080	获利能力				
					毛利率(%)	70.7%	75.4%	77.3%	79.4%
					净利率(%)	43.0%	35.6%	38.2%	39.4%
					ROE(%)	12.5%	12.3%	14.2%	16.0%
					ROIC(%)	23.5%	21.5%	25.6%	30.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	6.2%	4.1%	3.9%	3.5%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	12.23	20.47	22.55	25.47
					速动比率	11.12	19.00	20.92	23.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.35	0.38	0.43
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	5.12	4.78	7.17	7.23
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.78	0.88	1.18	1.59
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.37	0.60	0.88
					每股净资产(最新摊薄)	6.24	7.13	8.34	9.96
					估值比率				
					P/E	52.31	46.43	34.44	25.57
					P/B	6.54	5.71	4.89	4.09
					EV/EBITDA	40	37	28	21

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。