

业绩符合预期，收入利润逐季加速，精准医疗部分存在巨大认知差

——北陆药业（300016）2018 半年度报告点评

2018 年 08 月 05 日

强烈推荐/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 2018 年半年度报告，2018 年上半年公司实现营业收入 3.11 亿元，同比增长 10.21%；归属于上市公司股东的净利润 0.84 亿元，同比增长 17.69%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.78 亿元，同比增长 9.99%。实现 EPS 为 0.26 元。

公司 2018 年 Q2 实现营业收入 1.89 亿元，同比增长 13.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.56 亿元，同比增长 22.82%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.49 亿元，同比增长 5.67%。实现 EPS 为 0.17 元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	93.07	115.73	166.67	135.84	104.31	121.78	189.44
增长率（%）	-1.43%	0.22%	6.82%	1.15%	12.07%	5.23%	13.66%
毛利率（%）	68.76%	64.47%	63.84%	66.83%	65.71%	67.98%	66.99%
期间费用率（%）	69.30%	37.38%	30.00%	39.87%	61.49%	39.58%	33.72%
营业利润率（%）	-81.06%	24.42%	32.09%	26.94%	22.70%	28.04%	35.25%
净利润（百万元）	-65.51	26.42	45.54	31.57	15.29	28.75	55.94
增长率（%）	22.12%	21.77%	33.46%	25.33%	123.33%	8.85%	22.82%
每股盈利（季度，元）	-0.20	0.08	0.14	0.10	0.05	0.09	0.17
资产负债率（%）	5.69%	8.59%	8.51%	7.21%	6.28%	5.15%	5.96%
净资产收益率（%）	-7.26%	2.89%	4.75%	3.10%	1.47%	2.65%	5.00%
总资产收益率（%）	-6.85%	2.64%	4.35%	2.88%	1.37%	2.49%	4.69%

观点：

1、业绩符合预期，收入利润逐季加速

公司上半年收入 3.11 亿元，增速 10.21%；归母净利润 0.84 亿元，增速 17.69%。收入和利润增速符合预期。且单独看 Q2，收入 1.89 亿元，增速 13.66%；归母净利润 0.56 亿元，增速 22.82%，略超预期。收入和利润增速环比改善明显。

分产品来看：

- ◆ 公司主要收入来源为对比剂系列（收入占比 86.06%），对比剂系列收入 2.68 亿元，增速 6.12%。其中新品碘克沙醇注射液和碘帕醇注射液维持快速增长，成为拉动公司收入利润增长的重要动力。对比剂系列上半年毛利率 66.90%，毛利率比去年增加 1.24%，一方面是高毛利新品放量，另一方面是原材料价格趋于稳定。
- ◆ 九味镇心颗粒 18 年上半年实现销售收入 1945.91 万元，与去年基本持平。
- ◆ 降糖系列 18 年上半年实现收入 2250 万，较去年（874.78 万）有了恢复性增长，改善明显，也拉动了公司的收入增速。

财务指标方面，公司销售费用率 27.77%，比去年同期（27.99%）下降 0.22pp，销售费用率基本平稳。公司管理费用率 8.71%，比去年同期（5.23%）上升 3.48pp，管理费用今年上半年为 8643.72 万元，比去年增长 83.71%，主要是研发费用增加（今年上半年 1110 万，去年上半年 886 万，+25.32%），以及中介机构费增加（今年上半年 1455 万，去年上半年 370 万）。公司产品综合毛利率 67.38%，较上年同期提高 3.28pp，与原材料成本控制以及销售规模有关。

展望 2018 全年，公司主业有望维持 20% 增长，贡献 1.4 亿以上利润，对应 2018PE 仅 24 倍。同时公司世和基因 20% 参股（ctDNA+NGS 测序）、友芝友医疗 25% 参股（CTC+覆盖心血管和肿瘤领域的个性化用药基因检测），是目前 A 股精准医疗和伴随诊断方面资质最好的公司之一。个性化用药时代即将到来，公司在该领域全面领先性布局有望向上打开市值空间。公司在精准医疗领域的前瞻布局目前市场认知和预期差较大，当前时间点我们看好公司，强烈推荐。

2、未来公司增长点再梳理，精准医疗前瞻布局

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。另外上半年公司以自有资金 1.37 亿元认购海昌药业定向发行的股票 1,139.503 万股，认购完成后，公司持有其 33.5% 的股份，未来对比剂领域原材料供应将更加稳定，对于上游原材料价格的控制力增强。

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，随各省医保执行进度推进，有望快速放量。

南京世和有巨大认知差 (北陆持股 20%): 致力于肿瘤 NGS 测序, 先发优势明显、样本积累量大

- ◆ **世和是癌症个性化精准医学的先行者, 符合产业发展大趋势。** NGS 技术的肿瘤临床应用渐行渐近, 世和基因处于第一梯队, 未来头部效应会非常明显。目前 NGS 辅助肿瘤检测有 3 个厂家的产品处于优先审批 (其中包括世和的 6 基因试剂盒、艾德的 3 基因试剂盒以及诺禾致源的 6 基因试剂盒), 燃石的 4 基因试剂盒已经于 7 月 23 日获批, 我们预计世和的试剂盒获批在即。
- ◆ **世和优势明显, 已经能够实现盈利 (行业佼佼者)。** 世和已成为国内基因测序的领军企业, 2016 年整体收入 1.13 亿, 2017 年整体收入 1.82 亿, 同比增长 61%。2017 年实现利润近 2000 万, 累计病例超过 8 万人。截至 2018 年 7 月, 世和累积病例已经超过 12 万, 医院超过 450 家, 2018 年收入有望达到 3 亿 (60%+增速)。几轮融资后世和经历扩张, 目前已有员工 400 余人。2018 年春节前后, 世和又做了两轮融资, 最近一轮投后估值高达 30 亿。看华大基因、贝瑞基因、艾德生物的 A 股表现, 不难发现, A 股对于极富前景的精准医疗标的的吝于给予高估值和高度认可。
- ◆ 目前南京政府大力支持世和基因上市, 预计上市之后可参照艾德生物, 估值可达 100 亿以上。

芝友医疗 (北陆持股 25%): 首家 CTC 检测仪器已有注册证, 心血管和代谢检测试剂盒未来也有爆发潜力

芝友医疗于 2016 年 7 月挂牌新三板, 至 2017 年年末营业收入已达 3709 万。公司 CTCBIOPSY 检测技术是国内首家获得 CFDA II 类注册证的动化 CTC 检测设备, 心脑血管和代谢药物基因多态类检测试剂盒收入占比 60%。公司 CTC 检测及基因诊断试剂盒已陆续进入全国 300 多家大中型医院, 未来随行业快速发展

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

2018 年上半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
乳贝葡胺及注射液	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	CDE 审评

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
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 24x, 19x, 15x。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，基于公司精准医疗方面的巨大认知差，我们维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

九味镇心颗粒推广低于预期，对比剂竞争加

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
流动资产合计	397	471	640	846	1094	营业收入	499	523	616	741	870
货币资金	86	225	311	455	640	营业成本	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
非流动资产合计	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	营业利润	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
资产总计	956	1141	1249	1439	1671	利润总额	22	141	173	216	269
流动负债合计	29	49	113	189	278	所得税	7	22	24	30	38
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	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
非流动负债合计	25	22	56	56	56	EPS (元)	0.05	0.36	0.44	0.55	0.69
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	54	72	169	246	335	成长能力					
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	获利能力					
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%
负债和所有者权益	956	1141	1330	1520	1751	净利率(%)	3.11%	22.74%	24.19%	25.10%	26.62%
现金流量表						总资产净利润(%)	12.90%	1.71%	10.41%	10.84%	11.83%
	单位: 百万元					ROE(%)	1.82%	11.11%	12.47%	14.23%	16.07%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
经营活动现金流	76	145	140	211	265	资产负债率(%)	6%	6%	13%	16%	19%
净利润	16	119	149	186	232	流动比率	13.50	9.58	6.39	4.90	4.22
折旧摊销	33	34	0	15	18	速动比率	9.94	7.36	5.78	4.48	3.90
财务费用	-1	-1	0	0	0	营运能力					
应收账款减少	0	0	-5	-25	-27	总资产周转率	0.50	0.50	0.50	0.52	0.53
预收帐款增加	0	0	62	74	87	应收账款周转率	3	4	5	5	5
投资活动现金流	-204	-2	50	5	10	应付账款周转率	45.71	44.85	52.52	60.11	61.55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	11	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.05	0.36	0.44	0.55	0.69
投资收益	-78	19	3	5	10	每股净现金流(最新)	-0.56	0.43	0.51	0.44	0.57
筹资活动现金流	-55	-3	-104	-72	-90	每股净资产(最新摊)	2.77	3.28	3.55	3.88	4.29
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	209.60	29.11	23.70	19.00	15.20
普通股增加	-5	0	0	0	0	P/B	3.79	3.20	2.96	2.70	2.44
资本公积增加	-11	52	0	0	0	EV/EBITDA	67.60	18.20	16.61	12.71	9.56
现金净增加额	-182	139	85	144	185						

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法律责任。

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。