



东兴证券
DONGXING SECURITIES

收入及现金流情况良好，费用影响单季度业绩，一致性评价加速推进

——华润双鹤（600062）2018 中报点评

2018 年 08 月 22 日

强烈推荐/维持

华润双鹤

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	
缪牧一	研究助理		
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035	

事件：

华润双鹤 2018 年半年度，2018 年上半年公司实现营业收入 40.87 亿元，同比增加 32.89%；归属于上市公司股东的净利 5.83 亿元，同比增加 11.98%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 5.60 亿元，同比增加 11.60%。实现 EPS 为 0.56 元。

2018 年 Q2 公司实现营业收入 19.50 亿元，同比增加 25.97%；归属于上市公司股东的净利 2.87 亿元，同比下降 1.12%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 2.68 亿元，同比下降 1.33%。实现 EPS 为 0.33 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）	1346.56	1528.05	1547.84	1680.15	1665.81	2137.80	1949.88
增长率（%）	0.34%	6.17%	10.04%	29.01%	23.71%	39.90%	25.97%
毛利率（%）	54.51%	54.96%	56.99%	58.94%	58.57%	64.36%	65.03%
期间费用率（%）	42.54%	33.14%	33.54%	42.79%	47.83%	44.97%	44.07%
营业利润率（%）	9.45%	19.47%	23.03%	15.47%	8.79%	17.32%	17.75%
净利润（百万元）	119.49	244.08	297.08	214.75	126.20	312.91	289.64
增长率（%）	12.17%	31.96%	14.25%	22.87%	05.61%	28.20%	-2.50%
每股盈利（季度，元）	0.16	0.32	0.39	0.23	0.14	0.35	0.33
资产负债率（%）	14.60%	23.58%	17.53%	16.85%	16.84%	18.02%	23.78%
净资产收益率（%）	1.70%	3.35%	3.96%	2.78%	1.61%	3.95%	3.73%
总资产收益率（%）	1.45%	2.56%	3.26%	2.31%	1.34%	3.23%	2.93%

观点:

1、收入端及经营性现金流良好, 受费用影响单季度业绩略低于预期

公司 2018 年上半年营业收入 40.87 亿元, 增速 32.89%; 归母净利润 5.83 亿元, 增速 11.98%。收入端超预期且伴随经营性现金流情况良好 (输液结构优化、制剂板块核心品种高速增长拉动)。利润端增速大幅慢于收入增速主要还是季度费用的影响。

分业务板块来看收入端:

- ◆ 公司 2018 年上半年**输液板块**收入 14.57 亿元, 同比增长 33.39%, 有一定低开转高开的因素, 但我们判断主要还是一季度流感爆发行情叠加结构优化调整, 软袋和直软不断替代塑瓶所致, 输液板块结构调整优化进度提速, 二季度之后流感爆发的影响将逐步弱化, 但结构优化仍在不断进行, 带来毛利率提升和盈利能力的提升。其中基础输液销售收入同比增长 19%, 上半年包材结构调整再突破, 软包装销量占比较 2017 年年末再提升 3%。其中重点产品 BFS 收入实现 35% 增长, 直软输液快速导入市场, 收入同比增长 55%。
- ◆ **非输液板**块收入 25.99 亿元, 同比增长 36.49%, 较去年增速也有了较大提升。其中慢病业务收入 15.29 亿元 (+31.05%), 专科业务板块收入 3.35 亿元 (+40.52%), 其他业务 7.34 亿 (+47.28%), 其他业务收入中含有湘中制药并表。

从毛利率的角度: 公司综合毛利率 65.04%, 较去年同期上升 8.82%, 其中

- ◆ 输液板块毛利率 54.39%, 持续提升 (+11.40%), 输液板块结构相较去年年报还在持续优化。
- ◆ 非输液板块毛利率 71.02%, 也在提升 (+7.19%), 其中慢病平台提升 3.28%, 专科业务线条毛利提升明显 (+10.04%)。

从产品的角度, 公司拥有降压 0 号、压氏达、穗悦、冠爽、糖适平、珂立苏、利复星等销量过亿产品, 今年新增四个过亿产品, 分别为硝苯地平、小儿氨基酸、腹膜透析液、BFS 输液。

- ◆ **高毛利输液产品**增速较快, BFS 上半年收入增速 35%, 直软增速 55%。
- ◆ **慢病业务方面,** 降压 0 号收入增长 5%, 提价红利已部分体现; 新进入医保的匹伐他汀依旧维持高增速 (收入增速 28%, 有降价影响, 下半年降价影响降减弱), 二梯队产品二甲双胍缓释片 (卜可) 销售收入实现 41% 的快速增长。压氏达、穗悦系列、硝苯地平 and 厄贝沙坦均实现超双位数增长。
- ◆ **儿童药板块,** 珂立苏增速较快 (增速 16%)。
- ◆ **其他方面,** 腹膜透析液恢复性增长 (+55%)

图 1:双鹤核心过亿产品 17 年增速及核心看点



资料来源：公司报表，公司网站东兴证券研究所

财务指标方面，公司销售费用率 37.99%，较去年同期（23.85%）提升 14.14pp，主要是公司产品推广力度有所加大（新品匹伐、珂立苏等）叠加低开转高开。管理费用率 6.72%，较去年同期（9.59%）下降 2.87pp，管理费用控制良好。综合毛利率 65.04%，较去年同期大幅上升 8.82pp，有两票制的影响，另一方面也反应产品结构的不断优化，各项财务指标良好

2、外延战略持续落地，丰富品种+增厚利润，化药平台做强前景可期

报告期内公司围绕战略落地，积极开展外延扩张，实现两个项目的股权收购

收购湘中制药 85.65%股权：2018 年 5 月，公司第一期以 1.4 亿元的价格收购重庆科瑞制药(集团)有限公司持有的湘中制药 45%的股权，2018 年 6 月 13 日，工商变更登记已完成；2018 年 8 月，公司第二期以

1.3 亿元的价格收购湘中制药 40.65%股权，2018 年 8 月 14 日完成工商变更登记。目前公司已成为湘中制药的第一大股东，此次收购是公司成功布局精神/神经领域的重要里程碑。

湖南省湘中制药 1998 年成立，2017 年收入 3.69 亿元，净利润 1495 万元，其中 2.9 亿收入来自于抗癫痫的四个产品（丙戊酸镁缓释片、丙戊酸镁片、丙戊酸钠片、丙戊酰胺片），湘中制药最大品种为丙戊酸镁缓释片，收入已经超过 2 亿。丙戊酸镁缓释片和丙戊酸镁片为湘中制药独家品种，丙戊酰胺片湖南迪诺制药、山西省吕梁中药厂有批文，但是样本医院终端也只有湘中制药的数据。

收购湘中制药符合双鹤“1+1+6”的业务布局（一个慢病业务平台，一个输液业务平台，心脑血管、儿科、肾科、精神/神经、麻醉镇痛、呼吸六个专科领域），丰富了双鹤精神/神经的产品线，尤其是抗癫痫领域。抗癫痫领域主要三大品种是丙戊酸钠、左乙拉西坦、奥卡西平。双鹤本次收购完成后已拥有其中的 2 大品种（左乙拉西坦、丙戊酸钠），有利于精神/神经专科领域的持续拓展。

表 1:湘中制药核心品种情况

产品名称	适用症	销量 (万瓶)	营业收入(万元)	毛利率	样本医院 终端规模 (2017) 亿元	样本医院 终端 增速 (%)	竞争格局
丙戊酸 镁缓释 片	抗癫痫、抗躁狂	567.9	20,742.03	>90%	0.43	3.43	独家
丙戊酸 镁片	抗癫痫、抗躁狂	65.61	1,194.73	>70%			
丙戊酸 钠片	抗癫痫、抗躁狂	623.61	6,684.19	>40%	4.17	17.65	赛诺菲 52.66%、成都诺迪康 19.33%、沈阳新马 15.68%、湘中制药 1.03%
丙戊酰 胺片	抗癫痫	61.89	1,214.20	>60%	0.0003	-21.21	湘中制药 100%

资料来源：CFDA，样本医院终端，东兴证券研究所

双鹤利民 40%股权：公司利用自有资金以 8.5 亿元收购满其选持有的双鹤利民 40%股权，2018 年 6 月 25 日已完成工商变更登记。收购完成后双鹤利民成为公司的全资子公司，有利于公司更好地整合资源，统一布局，提高股东权益回报率。双鹤在利民收购之后，整合及业绩完成情况良好。2017 年利民收入 7.22 亿，净利润 1.17 亿（2017 承诺业绩 0.89 亿元，较大比例超额完成。2017 年净利润较上年（0.79 亿）上升 48.10%，我们判断主要是调整营销经营策略，高毛利产品增长，提高高盈利产品占比所致。利民整体经营趋势向上，主要品种胞磷胆碱钠片、厄贝沙坦分散片、硝苯地平缓释片(II)销售均已过亿，在高血压领域与双鹤协同作用较为明显。

表 2:利民主要品种概览

产品名称	适用症	中药保护品种 (是/否)	处方药 (是/否)	销量 (亿片)	营业收入 (亿元)	毛利率	样本医院 终端规模 (2017) 亿元	样本医院 终端 增速 (%)	竞争格局
胞磷胆碱钠片	颅脑损伤或脑血管意外引起的神经系统的后遗症	否	是	2.1	1.67	>50%	6.94	32.81	长春大政 56%、齐鲁 20.34%、四川梓潼宫 9.18%、双鹤利民 7.86%
厄贝沙坦分散片	高血压	否	是	1.25	1.3	>50%	3.65	-0.3	赛诺菲 79.6%、珠海润都 4.92%、恒瑞 4.37%、利民 1.36%
硝苯地平缓释片(II)	心绞痛、原发性高血压	否	是	4.34	1.05	>50%	6.26	1.94	拜耳 89.49%、现代制药 5.12%

资料来源：CFDA，样本医院终端，东兴证券研究所

华润双鹤一直积极开展外延扩张。从 2016 年底的海南中化，到今年的湖南湘中制药+利民的剩余股权，主要并购方向都是沿着“1+1+6”的业务布局持续不断的丰富品种、增厚利润。我们认为公司外延并购战略的持续落地与华润医药整体上市带来的效率和执行力提升有很大关系，未来公司外延效率有望进一步得到改善。利民本次新增 40%并表后（完成变更后并半年，明年并全年），有望增厚 2500 万以上利润；湖南湘中制药并表半年，85.65%股权有望增厚 700 万利润（按 2017 年 3.69 亿收入，保守估计 10%增速，85%股权并表半年）。

3、公司投资逻辑再梳理，低估值优质标的，未来受益于一致性评价

公司目前已基本完成从输液龙头到化药平台的华丽转型，未来将重点发展制剂板块。预计公司 2018 年受益于大输液行业回暖+结构调整，核心制剂品种高速增长，收入利润有望高于行业平均增速，业绩有望超过 10 亿，目前 PE 仅 18 倍。

- ◆ **业绩方面：**我们预计公司收入端将保持高速增长（有低开转高开影响），我们推测 BFS，匹伐他汀、珂立苏都将延续今年高增速势头，另外新进入医保的缬沙坦氢氯噻嗪和血液滤过置换液也有一定弹性，其

他核心品种稳健增长，0号提价仍有一定空间，有望提供业绩弹性。外延并购是公司未来另一大看点，海南中化、湘中制药、利民相继完成，将增厚利润。

- ◆ **估值方面：**随着公司业务结构改善，公司非输液产品收入、毛利占比均显著提升。而在输液业务中，毛利率较高的治疗、营养输液占比明显提升，而在基础输液中直软、817、BFS等软包产品占比又得到提升，应为公司存量业务带来估值上的提升。
- ◆ **一致性评价：**公司也是一致性评价收益标的，截至目前公司已有3个口服制剂产品申报一致性评价，其中，苯磺酸氨氯地平片(5mg)(压氏达)已于2018年7月获得国家药品监督管理局审核通过，其他两个产品正在审批审评中，还有部分产品按要求也正在积极开展一致性评价研究工作。同时公司已经正式启动注射剂一致性评价工作，并响应一致性评价及质量监管的要求，开展在产产品质量工艺提升，全面提升产品竞争力。预计未来将较快完成一致性评价的品种有左乙拉西坦，氨氯地平，克拉唑嗪（赛科）、替硝唑（利民）、二甲双胍、匹伐他汀等，未来这些品种通过一致性评价之后有望进一步拉动慢病平台的增长。
- ◆ **品种获得加速：**公司将加快多渠道产品获得，一方面资源聚焦，自研项目提升效率，另一方面通过BD、上市许可人制度、复产等多途径引进产品，上半年公司与多家企业接触，拟通过进口注册、技术转移、MAH等多种外部合作方式进行产品引进，目前有多个覆盖肾科、精神/神经等领域的重点项目正在密切接触中。

结论：

预计公司2018-2020年营收分别为75.27亿元、87.84亿元和102.00亿元，归属于上市公司股东净利润分别为10.19亿元、12.07亿元和13.85亿元，增速分别为20.97%、18.43%、14.74%，EPS分别为0.98元、1.16元和1.33元，对应PE分别为18X、15X和13X。我们认为公司为低估值有变化优质标的，各项业务改善推进良好，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：

外延并购落地低于预期，输液新品推广不达预期

公司盈利预测表

资产负债表						利润表		单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	4306	4780	6420	8012	9800	营业收入	5495	6422	7527	8784	10200	
货币资金	1487	1248	2556	3627	4839	营业成本	2576	2734	3152	3594	4059	
应收账款	894	956	1313	1533	1780	营业税金及附加	93	110	105	122	142	
其他应收款	21	22	25	30	34	营业费用	1318	1878	2236	2626	3060	
预付款项	82	79	62	44	22	管理费用	650	673	843	1021	1312	
存货	763	974	1031	1175	1327	财务费用	-7	-10	-10	-10	-20	
其他流动资产	191	665	400	400	400	资产减值损失	32.80	36.90	0.00	0.00	0.00	
非流动资产合计	3936	4658	4064	3818	3570	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	11.24	16.07	0.00	0.00	0.00	
固定资产	2269	2329	2181	2047	1930	营业利润	843	1060	1202	1431	1647	
无形资产	779	968	872	775	678	营业外收入	74.98	2.94	52.00	52.00	52.00	
其他非流动资产	58	25	25	25	25	营业外支出	11.39	9.38	15.00	15.00	15.00	
资产总计	8242	9438	10484	11830	13370	利润总额	907	1054	1239	1468	1684	
流动负债合计	1015	1209	1306	1449	1608	所得税	168	172	218	258	296	
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	739	882	1021	1209	1388	
应付账款	396	469	499	570	643	少数股东损益	25	39	2	2	3	
预收款项	107	157	219	291	376	归属母公司净利润	714	843	1019	1207	1385	
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1887	2299	1436	1667	1875	
非流动负债合计	188	380	139	139	139	EPS（元）	0.99	0.97	0.98	1.16	1.33	
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0							
负债合计	1203	1589	1445	1588	1747	成长能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
少数股东权益	352	392	394	396	399	营业收入增长	6.94%	16.87%	17.21%	16.69%	16.12%	
实收资本(或股本)	724	869	1043	1043	1043	营业利润增长	10.32%	25.75%	13.36%	19.01%	15.13%	
资本公积	660	660	660	660	660	归属于母公司净利润	8.04%	17.98%	20.97%	18.43%	14.74%	
未分配利润	4939	5517	5998	6566	7219	获利能力						
归属母公司股东权	6686	7457	8645	9846	11224	毛利率(%)	53.11%	57.43%	58.13%	59.08%	60.20%	
负债和所有者权	8242	9438	10484	11830	13370	净利率(%)	13.45%	13.74%	13.57%	13.77%	13.61%	
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润(%)	12.90%	8.67%	8.93%	9.72%	10.20%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		ROE(%)	10.68%	11.30%	11.79%	12.26%	12.34%
经营活动现金流	771	1187	921	1067	1198	偿债能力						
净利润	739	882	1021	1209	1388	资产负债率(%)	15%	17%	14%	13%	13%	
折旧摊销	1051	1249	0	246	248	流动比率	4.24	3.95	4.92	5.53	6.10	
财务费用	-7	-10	-10	-10	-20	速动比率	3.49	3.15	4.13	4.72	5.27	
应收账款减少	0	0	-358	-219	-247	营运能力						
预收帐款增加	0	0	62	73	84	总资产周转率	0.69	0.73	0.76	0.79	0.81	
投资活动现金流	163	-1132	350	0	0	应收账款周转率	6	7	7	6	6	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.86	14.86	15.55	16.43	16.82	
长期股权投资减少	0	0	2	0	0	每股指标（元）						
投资收益	11	16	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.99	0.97	0.98	1.16	1.33	
筹资活动现金流	-225	-293	38	4	13	每股净现金流(最新	0.98	-0.27	1.25	1.03	1.16	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	9.23	8.58	8.29	9.44	10.76	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	145	174	0	0	P/E	17.74	18.05	17.90	15.11	13.17	
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.90	2.04	2.11	1.85	1.63	
现金净增加额	710	-239	1308	1071	1211	EV/EBITDA	5.93	6.07	10.92	8.77	7.15	

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

缪牧一

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

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。