

中报点评

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	14.11 亿股
流通股本	7.29 亿股
ROE (摊薄)	7.36%
每股净资产	2.53 元
当前股价*	9.90 元

注：上述财务数据截止 2018 年中报

*为 8 月 23 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：

霍亮

执业证书编号：

S0200118070006

huoliang@gwgsc.com

地址：厦门市思明区莲前西路 2 号莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

贵州百灵 (002424)

——糖尿病业务推进顺利，在研产品梯次推进

事件：公司发布中报业绩，2018年上半年，公司实现营业收入13.16亿元，同比增长7.12%；实现归母净利润2.63亿元，同比增长10.13%；公司预告2018年前三季度归母净利润为3.64亿-4.16亿元，同比增长5%-20%。

事件点评：

◆**毛利率上升叠加销售费用率下降增厚净利润。**2018H1，公司实现营业收入13.16亿元，同比增长7.12%，实现归母净利润2.63亿元，同比增长10.13%。净利润增速高于营收增速原因有二：1) 毛利率比上年同期提高1.23个百分点，主要由营收占比94%的中药材业务毛利率提升贡献；2) 销售费用率比上年同期降低0.83个百分点，源自公司营销组织机构的优化以及营销资源的整合。

◆**营销渠道布局加速、产品结构优化护航未来业绩。**1) 营销网络建设顺利，已开发/储备客户资源丰富。终端客户群体超过45万家，其中签约终端VIP客户8万余家，覆盖全国80%以上终端客户；已开发二级以上医院4200多家，其中三级医院1500多家；建立诊所客户档案近6万家，已开发1.5万家；已开发基层医疗机构超过10万家，报告期实现基层市场营收3亿元。2) 颗粒剂产品保持快速放量。2018H1公司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的营收同比增加21.47%，产品种类的丰富有助于降低公司对银丹心脑通、维C银翘片等现有主打产品的依赖，提升公司的抵御风险能力。

◆**糖尿病核心业务推进顺利，打造糖尿病治疗完整产业链。**1)



相关报告：

1. 贵州百灵 (002424) ——进入基药是亮点，收购秘方带来想象空间_2013. 11. 29
2. 贵州百灵 (002424) ——两大重磅新药是未来最大看点_2014. 10. 30
3. 贵州百灵 (002424) ——努力拓展药品品类，积极完善产品结构_2014. 12. 30
4. 贵州百灵 (002424) ——多点出击，药品储备再下一城_2015. 3. 12
5. 贵州百灵 (002424) ——苗药龙头，为人类健康护航_2015. 10. 23
6. 贵州百灵 (002424. SZ) ——糖宁通络将在日本开展临床试验，拓展海外市场_2017. 06. 07
7. 贵州百灵 (002424. SZ) ——牵手广东省中医院，加快糖宁通络全国布局_2017. 06. 15
8. 贵州百灵 (002424) ——院企合作再传佳音，糖宁通络获准在解放军总医院开展临床试验_黄文忠、胡晨曦_2017. 09. 01
9. 贵州百灵 (002424) ——糖宁通络研发取得突破性进展，药效有效性再获验证_黄文忠、胡晨曦_2017. 09. 29
10. 贵州百灵 (002424) ——聚焦人类重大疾病，开启糖尿病治疗新里程_黄文忠、胡晨曦_2017. 10. 10
11. 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_黄文忠、胡晨曦_2018. 03. 29
12. 贵州百灵 (002424) ——糖尿病医院再拓展，布局西南医药重镇成都_黄文忠、胡晨曦_2018. 05. 17

糖尿病医院量质齐升，专科医院核心优势得到巩固。2018H1 贵阳糖尿病医院共接待患者 1.86 万余人次，实现营收 3701.77 万元，医疗服务中心患者数达到 3.8 万余人。报告期内公司正式启动成都糖尿病医院建设以及贵阳、长沙糖尿病医院的扩建工作，预计均在 2019 年完工。三家医院未来将以糖尿病治疗为核心，并针对糖尿病所涉及到的各类并发症，配套设立相关专业科室，项目完成后公司糖尿病医院的品牌影响力和接诊能力有望得到极大提升。2) **糖宁通络胶囊研发进入临床试验阶段。**2018 年 3 月中国人民解放军总医院正式启动糖宁通络临床试验，贵州医科大学附属医院的糖宁通络治疗 2 型糖尿病的临床试验已在进行之中，这两项临床试验预计分别在 2019 年和 2020 年取得试验结果。此外，公司还就共同研发糖宁通络胶囊与广西中医药大学附属瑞康医院、内蒙古中医院等国内知名医院达成合作，利好未来糖宁通络在全国范围的研发和推广。

◆技术储备充足，在研产品梯次推进。1) 公司重视自主创新，专利技术储备丰富。2018 年公司新增发明专利 1 件，截止 2018 年上半年公司拥有授权发明专利 57 项，实用新型专利 30 项，外观专利 48 项。公司生产的 17 个苗药品种全部拥有发明专利。2) 公司在研管线众多，有望实现梯次上市。抗乙肝化药 1.1 类替芬泰已完成临床 I 期试验；抗血液肿瘤化药 1.1 类普依司他已经完成临床前研究；此外公司处于研发阶段的品种还包括抗肿瘤化药 1.1 类新药候选药物 GZ50 项目、重组人内皮抑素腺病毒注射剂 (EDS01) 以及益肾化浊颗粒、芍苓片、黄连解毒丸等中成药。丰富的产品储备有利于提高公司的竞争力和持续盈利能力，对公司的战略布局起到积极作用。

投资建议：

我们预计公司2018-2020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23倍、20倍、17倍。考虑公司重点品种保持稳定增长，颗粒剂产品快速放量，专利/产品储备丰富；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，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。