

评级: 买入(维持)

市场价格: 34.21

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师: 赵磊

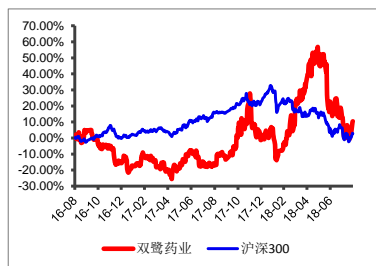
执业证书编号: S0740518070007

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)	34.21
市值(百万元)	23433.85
流通市值(百万元)	19397.07

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 双鹭药业(002038)-公司点评: 扣非净利润实现 64%增长, 业绩拐点逐步确立-买入-(中泰证券_江琦_赵磊)-20180425

2 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	611.70	802.48	1083.23
增长率 yoy%	-21.38%	18.02%	14.64%	31.19%	34.98%
每股收益(元)	0.66	0.78	0.89	1.17	1.58
每股现金流量	0.58	0.56	0.39	0.61	0.88
净资产收益率	11.60%	12.49%	13.44%	14.94%	16.74%
P/E	51.82	43.91	38.30	29.20	21.63
PEG	-2.42	2.44	2.62	0.94	0.62
P/B	6.01	5.49	5.15	4.36	3.62

备注: 数据截止至 2018.08.28

投资要点

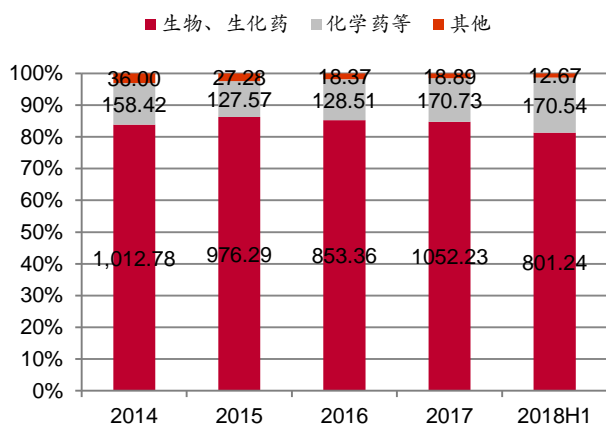
- **事件:** 2018年8月28日, 公司发布2018年半年报。2018年上半年实现营业收入9.81亿元, 同比增长110.41%; 实现归母净利润3.50亿元, 同比增长50.44%; 实现扣非归母净利润3.35亿元, 同比增长74.20%。同时预告1-9月经营情况, 预计2018年1-9月实现归母净利润5.08-5.86亿元, 同比增长30%-50%。
- **点评:** 扣非74%增长、表现亮眼, 期待来那度胺下半年逐步上量。我们预计主要是两票制影响导致公司主要品种出厂价提高使得收入增速高于利润增速。生物药和生化药是公司最主要的分类产品, 收入和毛利占比约80%。2018年上半年生物药&生化药、化学药分别实现收入8.01亿元(101.24%+)、1.71亿元(157.18%+), 分别实现毛利6.66亿元(132.87%+)、1.54亿元(240.86%+)。分季度看, 2018年第二季度延续了一季度的高增长, 二季度单季度实现5.41亿元的收入, 同比增长125.63%、环比增长22.83%; 实现归母净利润1.68亿元, 同比增长58.83%。我们预计公司基因工程产品(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和销售工作推进实现销售量的较快增长。公司重磅首仿产品来那度胺2月底正式上市销售, 上半年实现销售收入4800余万元。目前来那度胺完成了全国大多数省份的医保谈判和挂网, 医院开发正有序推进, 我们预计下半年有望继续上量。2018年上半年医药行业毛利率84.42%, 与去年同期71%相比有较大提升, 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。
- **2018年上半年销售费用率36.57%, 管理费用率7.15%, 财务费用率-0.97%。**销售费用3.59亿元、同比增加382.70%, 主要是销售模式变化及销售策略调整以及为来那度胺拓展销售医院, 相关费用增加较大所致。管理费用率7009.82万元、同比增加56.63%, 主要为研发支出增加等, 由于收入规模扩大较快导致占比略有下降。
- **研发工作继续推进, 取得一定进展。**2018年上半年公司交宁、雷宁、欣复诺等产品一致性评价工作进展顺利; 上半年获得重组全人抗CTLA-4单克隆抗体注射液和长效重组人促卵泡激素注射液临床试验批件。
- **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6.12、8.02、10.83亿元, 同比增长14.64%(扣非60%+)、31.19%、34.98%, 对应EPS为0.89、1.17、1.58元。考虑来那度胺进入放量期, 在研产品丰富, 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	2018-2Q	2018-3Q
营业收入	258.84	213.52	226.24	311.25	226.51	239.6	307.57	468.4	440.13	540.6	
营收同比增长	-6.66%	-18.33%	-20.49%	-6.61%	-12.49%	12.21%	35.95%	50.49%	94.31%	125.63%	
营收环比增长	-22.33%	-17.51%	5.96%	37.58%	-27.23%	5.78%	28.37%	52.29%	-6.04%	22.83%	
营业成本	66.43	60.75	71.72	152.37	62.47	72.96	41.5	187.37	64.94	89.34	
毛利率	74.34%	71.55%	68.30%	51.05%	72.42%	69.55%	86.51%	60.00%	85.25%	83.47%	
销售费用	9.06	11.71	25.55	37.52	23.66	50.65	95.82	199.29	136.08	222.6	
管理费用	21.40	25.77	22.31	29.31	25.19	19.56	32.89	35.07	34.88	35.22	
财务费用	-10.54	1.67	-3.19	-5.91	-5.3	-5.38	-5.08	-2.54	-3.93	-5.59	
营业利润	165.50	118.91	121.13	101.63	138.54	114.38	180.2	188.51	208.28	191.98	
利润总额	169.35	121.41	124.99	111.61	142.58	121.09	181.88	177.07	208.28	191.98	
所得税	21.66	18.54	20.38	19.39	18.11	16.27	27.29	32.2	27.23	25.18	
归母净利润	149.10	104.46	103.47	95.09	127.1	105.66	157.87	142.95	182.36	167.82	157.64~235.76
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%	58.83%	0%~49%

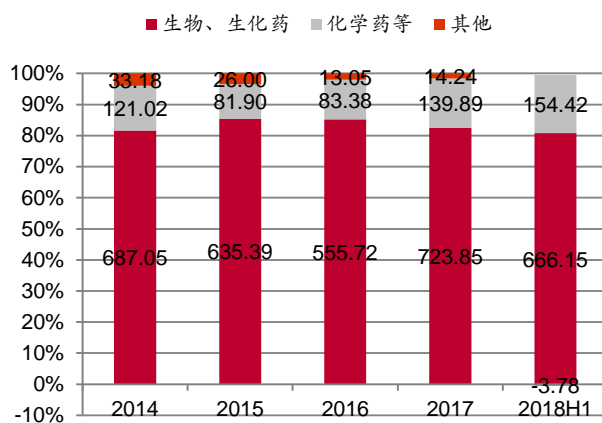
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 双鹭药业分产品收入及构成 (单位: 百万元, %)



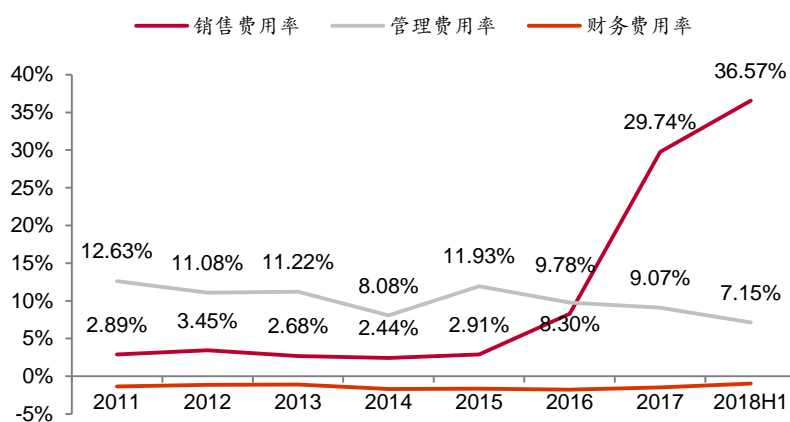
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 双鹭药业分产品毛利及构成 (单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 双鹭药业期间费用率情况 (单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 双鹭药业财务模型预测 (单位: 百万元, %)

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	3250	4041	5122	营业收入	1242	1688	2122	2772
现金	1439	1361	1793	2425	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	135	170	222
存货	276	258	317	378	财务费用	-18	-39	-43	-58
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	704	928	1256
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	4789	5620	6732	利润总额	623	713	936	1263
流动负债	250	175	194	215	所得税	94	106	140	189
短期借款	0	0	0	0	净利润	529	607	796	1074
应付账款	112	62	72	86	少数股东损益	-5	-5	-7	-9
其他流动负债	138	113	122	129	归属母公司净利润	534	612	802	1083
非流动负债	36	37	37	37	EBITDA	641	709	931	1247
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.78	0.89	1.17	1.58
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	3848	4650	5733	营业利润	22.6%	13.3%	31.8%	35.4%
归属母公司股东权益	4271	4553	5371	6472	归属于母公司净利润	18.0%	14.6%	31.2%	35.0%
负债和股东权益	4585	4789	5620	6732	获利能力				
					毛利率(%)	70.7%	75.4%	77.3%	79.4%
					净利率(%)	43.0%	36.2%	37.8%	39.1%
					ROE(%)	12.5%	13.4%	14.9%	16.7%
					ROIC(%)	23.5%	22.0%	25.6%	30.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	6.2%	4.4%	4.1%	3.7%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	12.23	18.57	20.80	23.85
					速动比率	11.12	17.10	19.17	22.09
					营运能力				
					总资产周转率	0.29	0.36	0.41	0.45
					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	0.89	1.17	1.58
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.39	0.61	0.88
					每股净资产(最新摊薄)	6.24	6.65	7.84	9.45
					估值比率				
					P/E	43.91	38.30	29.20	21.63
					P/B	5.49	5.15	4.36	3.62
					EV/EBITDA	33	30	23	17

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。