



双鹭药业(002038.SZ)

【联讯医药三季报点评】双鹭药业：三季报业绩符合预期，来那度胺推广顺利

2018年10月29日

投资要点

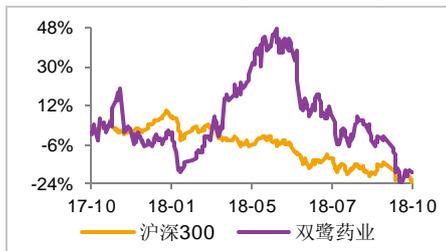
买入

当前价：26.7 元
目标价：元

分析师：李晨光

执业编号：S0300518070001
电话：010-66235631
邮箱：lichenguang@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	1242	2304	2990	3614
(+/-)	24.8%	85.5%	29.7%	20.9%
归母净利润	190	255	374	486
(+/-)	524	725	938	1120
EPS(元)	0.76	1.06	1.37	1.63
P/E	35	25	20	16

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

◇ 双鹭药业公布前三季度业绩，业绩符合预期

双鹭药业公布 18 年三季报，实现收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 15.51 亿、5.32 亿和 5.21 亿元，分别同比增长 100.5%、36.2%和 66.1%，业绩表现优秀，Q3 单季度增速分别为 85.4%、16.8%和 53.1%，看似相比中报有所下降（125.6%、58.8%和 86.9%），但前提是 17 年 Q3 公司业绩出现反转，基数较高，Q3 分别占 H1 的 58.1%、53.3%和 55.2%，环比增长还是让人满意的。收入增长较快的原因，有两票制造成低开转高开的影响，扣非归母净利润增速较高的原因是 17 年同期有政府补贴的影响。

观察期间费用可以发现，三季报的销售费用率、管理费用率（包括研发费用）和财务费用率分别为 38.18%，7.0%和-1.0%，较 18 年 H1 的水平分别提升 1.6%、-0.2%和 0.0%，基本维持一致，销售费用率增长的原因为高销售费用率的来那度胺销售规模的扩大，这也从侧面印证了来那度胺的市场推广较为顺利。

◇ 来那度胺是近年来最重磅的仿制药，市场推广顺利。

来那度胺脱胎于沙利度胺，沙利度胺即反应停，被停止上市 40 多年，这 40 年中，科学家一直没有停止对沙利度胺的研究，医生发现了它对多发性骨髓瘤（MM）的生物活性，并开发了 me-too 药来那度胺，基本杜绝了其结构的致畸副作用。来那度胺于 05 年 12 月上市之后，迅速取代已经专利过期的硼替佐米，成为多发性骨髓瘤（MM）的重磅品种，并于 17 年成为全球销售额达到 82 亿美元的“超级重磅炸弹”。

来那度胺在中国销售额并不大，原因我们认为有以下几点：一，来那度胺在我国市场教育不够，长期以来我国 MM 的发病率位于血液肿瘤的前三位，恶性肿瘤的前三位，发病率达到十万分之 1-2，但诊疗率却较低，同时诊疗水平也较低。2015 年中国 MM 的治疗水平有了较大提升，形成了《多发性骨髓瘤专业委员会诊治指南（2015）》，第一次将来那度胺提升到了一线用药的治疗地位；二，原研企业新基的市场推广能力并不强，17 年 7 月甚至将产品代理权授予百济神州，目前公司与原研企业基本位于同一起跑线，双鹭凭借在医院的渠道优势，有一定的竞争优势；三，来那度胺价格较贵，在进入医保之前，进口来那度胺一年价格为 70 余万元，而硼替佐米为 15 万元，尽管价格也较贵，但仍然是可以接受（尤其是纳入大病医保之后只需付 7.5 万元），17 年进入医保谈判目录之后，瑞复美（新基来那度胺商品名）价格下降 60%，每年自付价格降至 30 万出头，立生（双鹭来那度胺商品名）价格相当但用 3 增 9，每年自费价格仅有接近 8 万元，我们预计市场将广泛的得到推开。

◇ 投资建议



我们认为公司 18-20 年实现收入增长分别为 85.5%、29.7%和 20.9%，实现 EPS 分别为 1.06、1.37 和 1.63 元，同比增长 35.6%、29.5%和 19.4%，目前公司股价对应估值分别为 25/20/16 倍，考虑到公司业绩正在恢复，重磅新品推广顺利，竞争格局非常好，梯队品种优秀，我们给予公司“买入”评级。

✧ 风险提示

已有产品市场推广不及预期；

在研产品注册时间、技术性能不及预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3053	3457	4071	4807	经营活动现金流	381	182	677	926
现金	1509	1281	1373	1641	净利润	529	788	1010	1205
应收账款	612	1037	1345	1627	折旧摊销	38	43	97	92
其它应收款	135	92	120	145	财务费用	0	-20	-20	-20
预付账款	65	130	179	217	资产减值损失	-24	6	6	6
存货	276	461	598	723	营运资金变动	53	-635	-416	-358
其他	456	456	456	456	其它	0	0	0	0
非流动资产	1532	1506	1659	1819	投资活动现金流	21	-15	-250	-250
在建工程	102	50	300	550	资本支出	251	0	0	0
固定资产	455	489	454	419	长期投资	-230	-15	-250	-250
无形资产	363	967	905	848	其他	0	0	0	0
其他	612	0	0	0	筹资活动现金流	-134	-435	-375	-448
资产总计	4585	4913	5577	6383	短期借款	0	0	0	0
流动负债	250	225	255	303	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-134	-435	-375	-448
应付账款	112	87	117	165	现金净增加额	268	-268	52	228
其他	138	138	138	138					
非流动负债	36	36	36	36	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	36	36	36	36	营业收入	24.75%	85.54%	29.74%	20.89%
负债合计	286	261	291	339	营业利润	22.68%	48.97%	28.20%	19.38%
少数股东权益	29	35	42	50	归属母公司净利润	15.93%	35.90%	29.45%	19.38%
归属母公司股东权益	4270	4617	5245	5994	获利能力				
负债和股东权益	4285	4913	5577	6383	毛利率	70.69%	84.88%	84.36%	81.75%
					净利率	42.59%	34.18%	33.77%	33.35%
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	14.51%	18.56%	21.15%	22.09%
营业收入	1242	2304	2990	3614	ROIC	13.14%	17.48%	20.50%	21.13%
营业成本	364	348	468	660	偿债能力				
营业税金及附加	18	30	39	47	资产负债率	6.24%	5.31%	5.22%	5.31%
营业费用	369	864	1106	1265	净负债比率	6.65%	5.61%	5.50%	5.61%
管理费用	113	161	203	239	流动比率	12.21	15.18	15.66	15.47
财务费用	-18	-20	-20	-20	速动比率	11.11	13.13	13.31	13.09
资产减值损失	5	6	6	6	营运能力				
公允价值变动收益	29	-15	0	0	总资产周转率	0.29	0.49	0.57	0.60
投资净收益	201	27	0	0	应收账款周转率	1.95	2.79	2.51	2.43
营业利润	622	927	1188	1418	存货周转率	1.54	0.95	0.88	1.00
营业外收入	1	0	0	0	每股指标(元)				
营业外支出	0	0	0	0	每股收益	0.78	1.06	1.37	1.63
利润总额	623	927	1188	1418	每股经营现金	0.56	0.27	0.99	1.35
所得税	94	139	178	213	每股净资产	6.23	6.74	7.66	8.75
净利润	529	788	1010	1205	估值比率				
少数股东损益	-5	63	72	86	P/E	35	25	20	16
归属母公司净利润	524	725	938	1120	P/B	4.3	4.0	3.5	3.1
EBITDA	661	990	1305	1530	EV/EBITDA	27.7	19.3	14.5	12.3
EPS（元）	0.76	1.06	1.37	1.63					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

李晨光，兰州大学药物化学硕士。2018年5月加入联讯证券，现任医药行业分析师，证书编号：S0300518070001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com