



业绩符合预期，收入及现金流情况良好，一致性评价加速推进

——华润双鹤（600062）2018 三季度报点评

2018 年 10 月 29 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 年三季度报告，2018 年前三季度公司实现营业收入 63.10 亿元，同比增加 32.66%；归属于上市公司股东的净利 8.44 亿元，同比增加 16.43%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 8.10 亿元，同比增加 16.11%。实现 EPS 为 0.81 元。

2018 年 Q2 公司实现营业收入 22.22 亿元，同比增加 32.24%；归属于上市公司股东的净利 2.61 亿元，同比增长 27.77%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利 2.50 亿元，同比增长 27.66%。实现 EPS 为 0.25 元。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	1528.05	1547.84	1680.15	1665.81	2137.80	1949.88	2221.83
增长率（%）	6.17%	10.04%	29.01%	23.71%	39.90%	25.97%	32.24%
毛利率（%）	54.96%	56.99%	58.94%	58.57%	64.36%	65.03%	64.71%
期间费用率（%）	33.14%	33.54%	42.79%	47.83%	44.97%	44.07%	49.85%
营业利润率（%）	19.47%	23.03%	15.47%	8.79%	17.32%	17.75%	13.73%
净利润（百万元）	244.08	297.08	214.75	126.20	312.91	289.64	261.07
增长率（%）	31.96%	14.25%	22.87%	05.61%	28.20%	-2.50%	21.57%
每股盈利（季度，元）	0.32	0.39	0.23	0.14	0.35	0.33	0.25
资产负债率（%）	23.58%	17.53%	16.85%	16.84%	18.02%	23.78%	24.06%
净资产收益率（%）	3.35%	3.96%	2.78%	1.61%	3.95%	3.73%	3.44%
总资产收益率（%）	2.56%	3.26%	2.31%	1.34%	3.23%	2.93%	2.60%

观点：

1、业绩稳健符合预期，收入端及经营性现金流良好

公司 2018 年前三季度营业收入 63.10 亿元，同比增加 32.66%；归母净利润 8.44 亿元，同比增加 16.43%。收入端持续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、两票制综合影响）。利润端增速慢于收入增速主要还是费用增多的影响。

分季度来看：Q1-Q3 收入分别为 21.38 亿、19.50 亿、22.21 亿，增速分别为 39.90%、25.97%、32.24%；利润分别为 3 亿、2.83 亿、2.61 亿，增速分别为 27.94%、-1.12%、27.77%；单季度收入和利润比较均衡，但单季度利润增速差异较大（二季度尤其低），主要还是历史基数造成的波动（历史基数前高后低差异较大，三四季度费用明显增多），未来这种情况将会有所平缓。

分业务板块来看收入端：

- ◆ 公司 2018 年前三季度**输液板块**收入 22.26 亿元，同比增长 29.57%（增速缓于一二季度，放缓主要还是因为一季度流感爆发），整体增长有一定低开转高开的因素，但我们判断主要还是结构优化调整，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，伴随毛利率提升和盈利能力的提升。
- ◆ **非输液板块**收入 40.06 亿元，同比增长 36.84%，较去年增速也有了较大提升。其中慢病业务收入 23.29 亿元（+31.89%），专科业务板块收入 60.00 亿元（+55.93%），其他业务 10.76 亿（+41.98%），专科业务平台较中报有了进一步加速，慢病和其他业务增速与中报一致，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 65.33%，较去年同期上升 8.03%，其中

- ◆ 输液板块毛利率 55.26%，持续提升（+10.60%），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 70.93%，也在提升（+6.21%），其中慢病平台提升 3.26%，专科业务线条毛利提升明显（+8.15%）。

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、硝苯地平、小儿氨基酸、腹膜透析液、BFS 等销量过亿产品**，我们推测与中报增速情况维持一致。即直软、腹膜透析液增速超过 50%、BFS 35%左右增速、匹伐他汀 20%以上增长，珂立苏 15-20%、降压零号增速 5%左右，压氏达、穗悦系列、硝苯地平和厄贝沙坦均实现超双位数增长。

财务指标方面，公司销售费用率 39.61%，较去年同期（26.61%）提升 13pp，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 7.69%，较去年同期（10.21%）下降 2.52pp，管理费用控制良好。综合毛利率 64.69%，较去年同期大幅上升 8.03pp，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、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、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，另外赛科的左乙拉西坦按新规申报仿制也已于 8 月 29 日正式纳入优先审批（CYHS1700720）。一致性评价方面，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（穗悦、二甲双胍缓释片）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，开展在产品生产工艺提升，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 15X、13X 和 11X。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						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	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								
						2016A	2017A	2018E	2019E	2020E			
负债合计	1203	1589	1445	1588	1747	成长能力							
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	15.11	15.37	15.25	12.88	11.22		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.61	1.74	1.80	1.58	1.38		
现金净增加额	710	-239	1308	1071	1211	EV/EBITDA	4.93	5.09	9.04	7.15	5.71		

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。