

# 利润端增速 15%符合预期，制剂板块快速放量推动公司稳定增长

增持（维持）

2019 年 03 月 18 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8,225	9,748	11,533	13,567
同比（%）	28.1%	18.5%	18.3%	17.6%
归母净利润（百万元）	969	1,115	1,282	1,477
同比（%）	15.0%	15.1%	15.0%	15.2%
每股收益（元/股）	0.93	1.07	1.23	1.42
P/E（倍）	15.07	13.09	11.38	9.88

## ■ 投资要点

■ **事件：**公司发布 2018 年报，实现营收 82.25 亿元，同比增长 28.08%；归母净利润 9.69 亿元，同比增长 14.95%；归母扣非净利润 9.11 亿元，同比增长 11.57%。其中四季度实现营收 19.16 亿元，同比增长 14.99%；净利润 1.25 亿元，同比下降 0.29%，我们认为公司四季度净利润的下滑主要为销售费用提升导致。

■ **输液板块结构优化推动收入端与毛利率提升：**公司输液业务收入实现 28.18 亿元，同比增长 22%，输液板块收入实现快速增长的原因我们认为有下：1）产品结构合理化—软包装销量占比较 2017 年末提升 4 个百分点，软包装销量增长 10%，其中直软输液收入同比增长 42%。输液产品线新产品 BFS 收入同比增长 61%；2）公司效率继续提升—输液板块 2018 年毛利率达到 53.59%，同比增长 8.71 个百分点。毛利率持续提升的原因除产品结构的调整以外，效率提升为主要原因，2018 年输液人均产值同比增长 22%，生产率同比提升 16%。我们认为随着公司产品结构的进一步调整，效率的进一步提升，整体毛利率有望继续提升，2019 年有望突破 55% 的毛利率。

■ **制剂板块实现稳定快速增长：**公司制剂板块增速较快，实现收入 52.70 亿元，同比增速在 33.50%。其中慢病平台和专科平台收入分别为 30.08 亿元和 8.46 亿元，增速分别为 26.69% 和 58.30%。我们认为公司制剂板块收入的快速增长主要由两方面驱动：现有产品的逐步放量及“两票制”带来的低开转高开。

■ **盈利预测与投资评级：**公司输液产品线实现两位数增长，匹伐他汀、复穗悦和珂立苏等产品逐步放量，降压 0 号保持稳定。我们预期 2019-2021 年，归属母公司净利润为 11.15 亿元、12.82 亿元和 14.77 亿元，同比增长 15.1%、15.0%、15.2%；对应 EPS 为 1.07 元、1.23 元和 1.42 元。因此，维持对公司的“增持”评级。

■ **风险提示：**行业政策变化风险；生产要素成本（或价格）上涨的风险；产品价格风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	13.99
一年最低/最高价	10.66/22.62
市净率(倍)	1.86
流通 A 股市值(百万元)	11517.16

## 基础数据

每股净资产(元)	7.51
资产负债率(%)	23.26
总股本(百万股)	1043.24
流通 A 股(百万股)	823.24

## 相关研究

1、《华润双鹤（600062）：利润端增速 16%符合预期，产品结构调整叠加放量推动公司稳定增长》2018-10-30

2、《华润双鹤（600062）：去年高基数带来利润端增速放缓，分版块看公司整体经营向好》2018-08-23

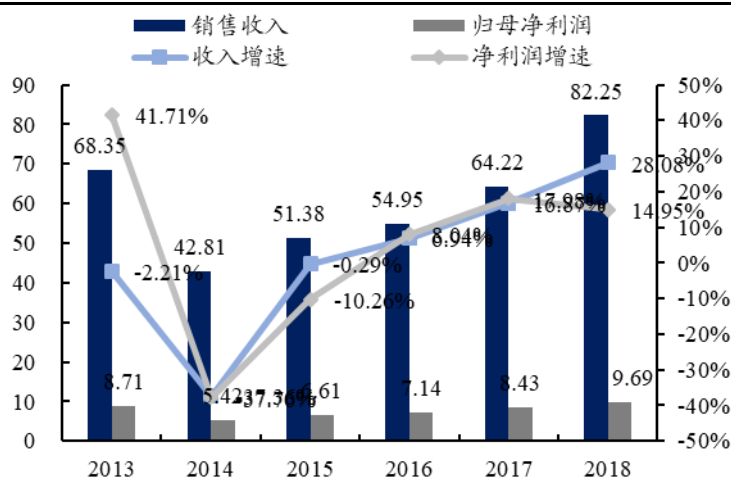
3、《华润双鹤（600062）：苯磺酸氨氯地平通过仿制药一致性评价，市占率有望提高增厚公司业绩》2018-07-31

## 1. 事件

公司发布 2018 年报，实现营收 82.25 亿元，同比增长 28.08%；归母净利润 9.69 亿元，同比增长 14.95%；归母扣非净利润 9.11 亿元，同比增长 11.57%。

其中四季度实现营收 19.16 亿元，同比增长 14.99%；净利润 1.25 亿元，同比下降 0.29%，我们认为公司四季度净利润的下滑主要为销售费用提升导致。

图 1：华润双鹤 2013-2018 年收入与净利润情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

## 2. 我们的观点

### 2.1. 输液板块结构优化推动收入端与毛利率提升

公司输液业务收入实现 28.18 亿元，同比增长 22%，输液板块收入实现快速增长的原因我们认为有下：1) 产品结构合理化—软包装销量占比较 2017 年末提升 4 个百分点，软包装销量增长 10%，其中直软输液收入同比增长 42%。输液产品线新产品 BFS 收入同比增长 61%；2) 公司效率持续提升—输液板块 2018 年毛利率达到 53.59%，同比增长 8.71 个百分点。毛利率持续提升的原因除产品结构的调整以外，效率提升为主要原因，2018 年输液人均产值同比增长 22%，生产率同比提升 16%。我们认为随着公司产品结构的进一步调整，效率的进一步提升，整体毛利率有望继续提升，2019 年有望突破 55% 的毛利率。

### 2.2. 制剂板块实现稳定快速增长

公司制剂板块增速较快，实现收入 52.70 亿元，同比增速在 33.50%。其中慢病平台和专科平台收入分别为 30.08 亿元和 8.46 亿元，增速分别为 26.69% 和 58.30%。我们认为公司制剂板块收入的快速增长主要由两方面驱动：现有产品的逐步放量及“两票制”

带来的低开转高开。

### 1) 慢病领域实现快速放量

慢病领域中，降压领域收入增长 21%，降糖领域增长 7%，降脂领域增长 41%。

降压领域：0 号销售收入同比增长 4%，销量增速在 0.57%，我们认为其收入的增长主要由 2017 年逐步推广的提价带来，压氏达、穗悦、复穗悦、厄贝沙坦分散片和硝苯地平缓释片均呈现双位数增长。

降糖领域中，糖适平收入增速为 5%，二梯队产品盐酸二甲双胍缓释片(卜可)销售收入实现 53% 的快速增长。

降脂药匹伐他汀钙片继续保持高速增长，销售收入同比增长 41%，销量增速在 32.99%。

制剂板块公司毛利率为 69.99%，相较于 2017 年同期同比增长 4.4 个百分点。我们认为毛利率的提升除公司生产效率的进一步提高外，低开转高开亦为主要因素。

### 2) “低开转高开”带来专科领域加速放量

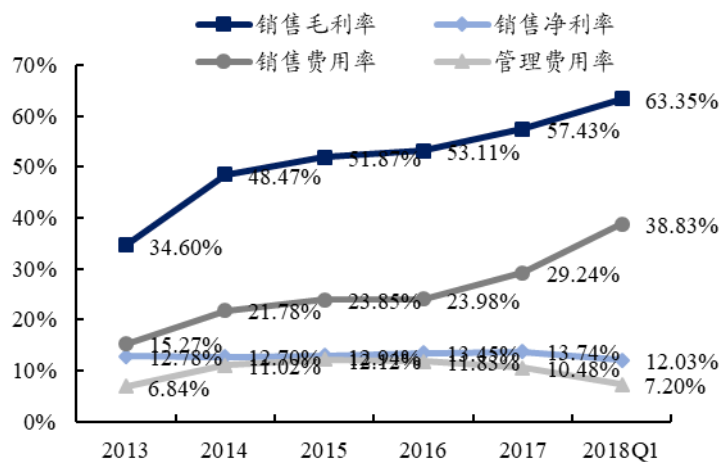
专科业务收入实现 8.46 亿，同比增长 58.30%，其中儿科用药领域增幅达到 31%，肾科用药领域同比增长 40%。核心产品珂立苏销售收入同比增长 11%，销量增速在 8.28%；腹膜透析液销售收入同比增长 40%；新布局的精神/神经领域贡献收入 1.46 亿元。

## 2.3. 两票制推动公司毛利率及销售费用率提升，净利率维持稳定

公司毛利率与销售费用率均有大幅度提升，我们认为主要原因是“低开转高开”带来。同时，公司销售费用率的提升也有公司加大销售推广力度的原因。随着公司在销售上的发力，我们认为公司未来业绩有望进一步提高。

公司整体经营管理稳定，虽然毛利率及销售费用率增长较快，但净利率有所下降，我们认为主要原因为公司销售费用率大幅提升的原因，未来公司净利率我们认为有望维持在现在的水平。

图 3：公司毛利率、净利率、销售费用率及管理费用率情况



数据来源：Wind、东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与投资评级

公司输液产品线实现两位数增长，匹伐他汀、复穗悦和珂立苏等产品逐步放量，降压 0 号保持稳定。我们预期 2019-2021 年，归属母公司净利润为 11.15 亿元、12.82 亿元和 14.77 亿元，同比增长 15.1%、15.0%、15.2%；对应 EPS 为 1.07 元、1.23 元和 1.42 元。因此，维持对公司的“增持”评级。

### 4. 风险提示

行业政策变化风险；生产要素成本（或价格）上涨的风险；产品价格风险。

华润双鹤三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>5,135</b>	<b>6,773</b>	<b>7,399</b>	<b>8,888</b>	<b>营业收入</b>	<b>8,225</b>	<b>9,748</b>	<b>11,533</b>	<b>13,567</b>
现金	1,097	1,783	2,110	2,482	减:营业成本	3,014	3,520	4,153	4,861
应收账款	1,066	1,330	1,505	1,830	营业税金及附加	147	172	205	240
存货	974	1,301	1,383	1,758	营业费用	3,194	3,840	4,521	5,386
其他流动资产	1,999	2,359	2,402	2,818	管理费用	592	731	877	1,031
<b>非流动资产</b>	<b>5,171</b>	<b>5,689</b>	<b>6,266</b>	<b>6,766</b>	财务费用	-4	117	195	234
长期股权投资	9	18	27	36	资产减值损失	16	0	0	0
固定资产	2,385	2,754	3,135	3,508	加:投资净收益	23	18	17	19
在建工程	247	230	223	223	其他收益	9	2	3	3
无形资产	1,526	1,686	1,880	2,003	<b>营业利润</b>	<b>1,189</b>	<b>1,389</b>	<b>1,603</b>	<b>1,837</b>
其他非流动资产	1,004	1,002	999	995	加:营业外净收支	-5	-6	-6	-5
<b>资产总计</b>	<b>10,306</b>	<b>12,462</b>	<b>13,665</b>	<b>15,654</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,184</b>	<b>1,383</b>	<b>1,597</b>	<b>1,831</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,128</b>	<b>3,431</b>	<b>3,539</b>	<b>4,254</b>	减:所得税费用	195	238	273	307
短期借款	40	727	1,170	1,199	少数股东损益	21	30	42	47
应付账款	535	637	746	873	<b>归属母公司净利润</b>	<b>969</b>	<b>1,115</b>	<b>1,282</b>	<b>1,477</b>
其他流动负债	1,553	2,067	1,623	2,182	EBIT	1,154	1,363	1,596	1,835
<b>非流动负债</b>	<b>270</b>	<b>269</b>	<b>267</b>	<b>266</b>	EBITDA	1,502	1,712	2,027	2,352
长期借款	7	6	5	4					
其他非流动负债	263	263	263	263	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,398</b>	<b>3,700</b>	<b>3,806</b>	<b>4,520</b>	每股收益(元)	0.93	1.07	1.23	1.42
少数股东权益	69	99	141	188	每股净资产(元)	7.51	8.30	9.32	10.49
					发行在外股份(百万股)	1043	1043	1043	1043
归属母公司股东权益	7,840	8,664	9,718	10,946	ROIC(%)	11.9%	11.8%	12.0%	12.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,306</b>	<b>12,462</b>	<b>13,665</b>	<b>15,654</b>	ROE(%)	12.5%	13.1%	13.4%	13.7%
					毛利率(%)	63.4%	63.9%	64.0%	64.2%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	11.8%	11.4%	11.1%	10.9%
经营活动现金流	1,469	1,288	1,295	1,824	资产负债率(%)	23.3%	29.7%	27.9%	28.9%
投资活动现金流	-823	-847	-988	-996	收入增长率(%)	28.1%	18.5%	18.3%	17.6%
筹资活动现金流	-803	245	19	-455	净利润增长率(%)	15.0%	15.1%	15.0%	15.2%
现金净增加额	-158	686	327	372	P/E	15.07	13.09	11.38	9.88
折旧和摊销	348	349	431	518	P/B	1.86	1.68	1.50	1.33
资本开支	229	509	567	492	EV/EBITDA	8.60	7.54	6.45	5.43
营运资本变动	166	-302	-635	-430					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>