

**双鹭药业(002038) /**
**受费用超预期影响全年归母净利润，静待变化**
**评级：增持(下调)**

市场价格：27.15

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

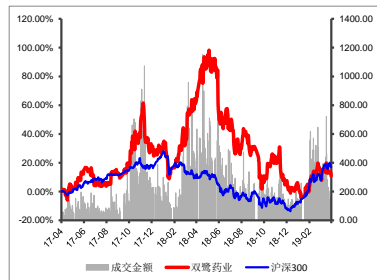
分析师：赵磊

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)	27.15
市值(百万元)	18597.75
流通市值(百万元)	15394.05

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 双鹭药业(002038)-2018Q3 点评：扣非业绩继续保持快速增长，全年有望超预期-买入-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20181029
- 2 双鹭药业(002038)-2018H1 点评：扣非增速表现亮眼，期待来那度胺下半年逐步上量-买入-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20180828
- 3 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

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1242.08	2167.47	2192.60	2455.10	2693.16
增长率 yoy%	23.00%	74.50%	1.16%	11.97%	9.70%
净利润	533.58	571.45	638.46	717.32	790.20
增长率 yoy%	18.02%	7.10%	11.73%	12.35%	10.16%
每股收益(元)	0.78	0.83	0.93	1.05	1.15
每股现金流量	0.56	0.71	0.36	0.95	0.97
净资产收益率	12.49%	12.70%	12.44%	12.66%	12.64%
P/E	34.85	32.54	29.12	25.92	23.53
PEG	1.93	4.58	2.48	2.10	2.32
P/B	4.35	4.13	3.62	3.28	2.97

备注：

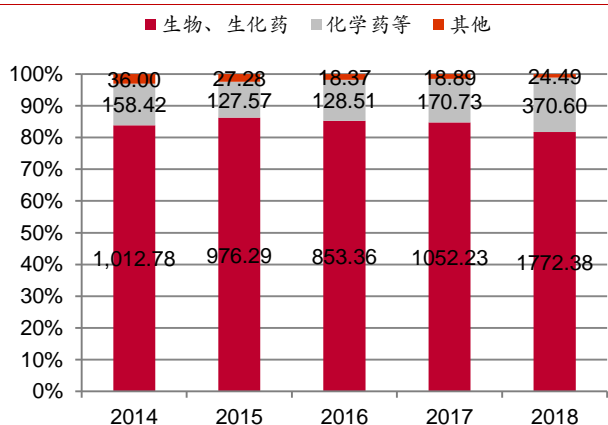
**投资要点**

- **事件：**2019年4月23日，公司发布2018年年报及2019年一季报。2018年公司实现营业收入21.67亿元，同比增长74.50%；实现归母净利润5.71亿元，同比增长7.10%；实现扣非归母净利润5.54亿元，同比增长61.20%。2019年第一季度公司实现营业收入4.65亿元，同比增长5.79%；实现归母净利润2.01亿元，同比增长9.98%；实现扣非归母净利润1.83亿元，同比增长6.24%。公司拟每10股派发现金红利3元(含税)，送红股5股(含税)。
- **点评：**受销售费用增长和研发费用超预期影响全年归母净利润，静待变化。2018年受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，2019年没有高开影响。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年生物药&生化药实现收入17.72亿元(68.44%+)、毛利13.74亿元(89.76%+)。化学药占比接近20%，实现收入3.71亿元(117.07%+)、毛利3.33亿元(138.17%+)。分季度看，2018年第四季度受销售费用和研发费用影响导致单季度归母净利润仅3950万元，净利率仅6.4%。我们预计2018年公司基因工程产品(白介素-11、重组人碱性成纤维细胞生长因子等)、替莫唑胺、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，首仿产品来那度胺销售放量略低预期。2018年医药行业业务毛利率79.63%，与去年相比提升9.03个百分点，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。2019年第一季度高开因素淡去，公司产品增长基本平稳，来那度胺预计正在逐步落地新的价格策略，静待市场激活。
- **2018年销售费用率42.04%，合并研发费用后管理费用率5.93%，财务费用率-0.96%。**销售费用9.11亿元、同比增加146.65%，主要是销售模式变化及为来那度胺等新产品拓展销售医院，相关费用增加较大所致。管理费用5568万元、研发费用7289万元，合计费用率5.93%，由于收入规模扩大较快导致占比下降。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到来那度胺竞品逐步上市、全国辅助用药目录或将在2019年出台，我们调整2019-2021年公司营业收入为21.93、24.55、26.93亿元，同比增长1.16%、11.97%、9.70%，归母公司净利为6.38、7.17、7.90亿元，同比增长11.73%、12.35%、10.16%，对应EPS为0.93、1.05、1.15元，下调至“增持”评级。
- **风险提示：**来那度胺等新产品上市销售不及预期，药品招标不及预期的风险，营销改革不及预期的风险。

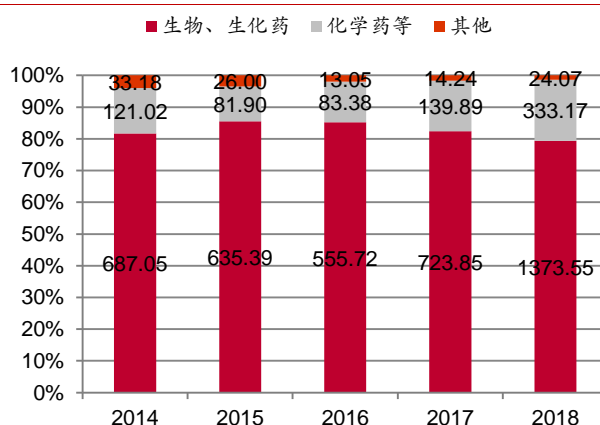
**图表 1：双鹭药业分季度财务指标变化（单位：百万元，%）**

项目	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q
营业收入	226.51	239.6	307.57	468.4	440.13	540.6	570.3	616.45	465.62
营收同比增长	-12.49%	12.21%	35.95%	50.49%	94.31%	125.63%	85.42%	31.61%	5.79%
营收环比增长	-27.23%	5.78%	28.37%	52.29%	-6.04%	22.83%	5.49%	8.09%	-24.47%
营业成本	62.47	72.96	41.5	187.37	64.94	89.34	92.63	201.36	71.49
毛利率	72.42%	69.55%	86.51%	60.00%	85.25%	83.47%	83.76%	67.34%	84.65%
销售费用	23.66	50.65	95.82	199.29	136.08	222.6	233.55	318.92	144.93
管理费用	25.19	19.56	32.89	35.07	34.88	35.22	19.24	-0.14	22.66
研发费用							18.47	20.9	22.4
财务费用	-5.3	-5.38	-5.08	-2.54	-3.93	-5.59	-6.44	-4.87	-7.69
营业利润	138.54	114.38	180.2	188.51	208.28	191.98	202.33	79.04	224.92
利润总额	142.58	121.09	181.88	177.07	208.28	191.98	202.44	68.95	224.97
所得税	18.11	16.27	27.29	32.2	27.23	25.18	21.89	33.95	26.62
归母净利润	127.1	105.66	157.87	142.95	182.36	167.82	181.77	39.5	200.56
归母净利润同比增长	-14.76%	1.15%	52.58%	50.33%	43.48%	58.83%	15.14%	-72.37%	9.98%
净利率	56.11%	44.10%	51.33%	30.52%	41.43%	31.04%	31.87%	6.41%	43.07%

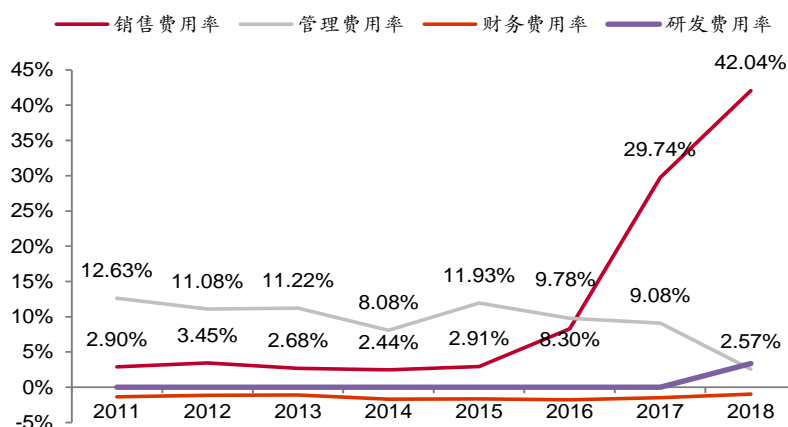
来源：公司公告，中泰证券研究所

**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	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2803	3355	3742	4167	<b>营业收入</b>	2167	2193	2455	2693
现金	1166	1411	1714	2021	营业成本	448	404	447	487
应收账款	674	920	964	1045	营业税金及附加	32	31	35	39
其他应收款	7	89	95	90	营业费用	911	921	1031	1131
预付账款	124	93	106	118	管理费用	56	132	147	162
存货	251	253	280	300	财务费用	-21	-35	-43	-51
其他流动资产	580	587	582	592	资产减值损失	8	7	7	7
<b>非流动资产</b>	2185	2144	2327	2500	公允价值变动收益	-26	-3	-6	-8
长期投资	412	279	300	312	投资净收益	25	20	20	20
固定资产	446	463	448	417	<b>营业利润</b>	682	749	844	930
无形资产	518	694	892	1095	营业外收入	0	4	2	2
其他非流动资产	809	707	688	676	营业外支出	10	5	6	6
<b>资产总计</b>	4988	5498	6069	6667	<b>利润总额</b>	672	748	841	926
<b>流动负债</b>	441	319	364	389	所得税	108	117	132	146
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	563	631	709	780
应付账款	265	167	203	226	少数股东损益	-8	-8	-9	-10
其他流动负债	176	152	161	163	<b>归属母公司净利润</b>	571	638	717	790
<b>非流动负债</b>	29	34	33	32	EBITDA	717	766	859	939
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.83	0.93	1.05	1.15
其他非流动负债	29	34	33	32					
<b>负债合计</b>	470	352	397	421	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	21	13	4	-5	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	685	685	685	685	<b>成长能力</b>				
资本公积	7	7	7	7	营业收入	74.5%	1.2%	12.0%	9.7%
留存收益	3818	4444	4985	5576	营业利润	9.7%	9.9%	12.7%	10.2%
归属母公司股东权益	4498	5133	5668	6251	归属于母公司净利润	7.1%	11.7%	12.4%	10.2%
<b>负债和股东权益</b>	4988	5498	6069	6667	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	79.3%	81.6%	81.8%	81.9%
					净利率 (%)	26.4%	29.1%	29.2%	29.3%
					ROE (%)	12.7%	12.4%	12.7%	12.6%
					ROIC (%)	22.8%	20.5%	21.5%	21.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	9.4%	6.4%	6.5%	6.3%
					净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.36	10.53	10.28	10.72
					速动比率	5.79	9.73	9.51	9.94
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.45	0.42	0.42	0.42
					应收账款周转率	3	3	2	3
					应付账款周转率	2.38	1.87	2.42	2.27
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.83	0.93	1.05	1.15
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.71	0.36	0.95	0.97
					每股净资产 (最新摊薄)	6.57	7.49	8.28	9.13
					<b>估值比率</b>				
					P/E	32.54	29.12	25.92	23.53
					P/B	4.13	3.62	3.28	2.97
					EV/EBITDA	23	22	19	18

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。