

## 公司研究

中药Ⅲ/中药Ⅱ/医药生物

贵州百灵 (002424)

——内生增长稳健，外延扩张有序推进

事件：

公司发布2018年度报告，2018年，公司实现营业收入31.37亿元，同比增长21.03%；实现归属于上市公司股东的净利润5.63亿元，同比增长7.05%。

事件点评：

◆业绩符合预期，商业业务高速增长，颗粒剂产品表现亮眼。

1) 2018年，公司实现营业收入31.37亿元，同比增长21.03%；实现归属于上市公司股东的净利润5.63亿元，同比增长7.05%。公司收入高于我们预期，净利润符合预期，公司收入增速显著快于净利润增速，主要因公司商业业务实现收入3.40亿元，同比增长112.94%，该业务毛利率为14.35%，相对较低，导致公司收入增速显著快于净利润增速。2) 2018年公司明星产品银丹心脑通软胶囊实现销售收入6.88亿元（同比+5.85%），继续保持稳定增长。以小柴桂退热颗粒、双羊喉痹通颗粒、消咳颗粒为代表的颗粒剂产品2018年继续保持快速增长，2018年公司颗粒剂产品共计实现销售收入5.69亿元，同比增长34.07%，已连续两年增速超过30%，表现亮眼。

◆贵阳中医糖尿病医院接近盈亏平衡，糖宁通络胶囊市场拓展稳步推进。1) 2018年，公司两家中医糖尿病医院共接待患者4.6万余人次（上年3.6万余人），共计实现收入6,645.62万元，其中贵阳中医糖尿病医院实现营业收入6,052.98万元，净利润-39.54万元，亏损幅度逐年减少，今年已接近盈亏平衡。公司与贵州省卫生和计划生育委员会、深圳市腾讯计算机系统有限公司共同建设的“贵州互联网+慢性病医疗服务平台”已初具成效，医疗服务中心服务患者数已达到4万余人（上年3万余人），服务平台的发展得到了各级政府部门和市场的高度认可。2) 糖宁通络项目已获得中国人民解放军总医院（301医院）军队医疗制剂临床批件，同时公司已与北京广安门医院、广东省中医院、内蒙古中医院、广西中医药大学附属瑞康医院等国内知名三甲医院开展糖宁通络项目合作，均已经进入审评阶。

主要数据(截至4月26日收盘)：

当前股价	11.33元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	14.11亿股
流通股本	7.28亿股

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@gwgsc.com

执业证书编号：S0200514120002

联系电话：0592-5169085

地址：厦门市思明区莲前西路2号  
莲富大厦17楼

长城国瑞证券有限公司



## 相关报告:

1. 贵州百灵 (002424) ——进入基药是亮点,收购秘方带来想象空间\_2013. 11. 29
2. 贵州百灵 (002424) ——两大重磅新药是未来最大看点\_2014. 10. 30
3. 贵州百灵 (002424) ——努力拓展药品品类,积极完善产品结构\_2014. 12. 30
4. 贵州百灵 (002424) ——多点出击、药品储备再下一城\_2015. 3. 12
5. 贵州百灵 (002424) ——苗药龙头,为人类健康护航\_2015. 10. 23
6. 贵州百灵 (002424.SZ) ——糖宁通络将在日本开展临床试验,拓展海外市场\_2017. 06. 07
7. 贵州百灵 (002424.SZ) ——牵手广东省中医院,加快糖宁通络全国布局\_2017. 06. 15
8. 贵州百灵 (002424) ——院企合作再传佳音,糖宁通络获准在解放军总医院开展临床试验\_黄文忠、胡晨曦\_2017. 09. 01
9. 贵州百灵 (002424) ——糖宁通络研发取得突破性进展,药效有效性再获验证\_黄文忠、胡晨曦\_2017. 09. 29
10. 贵州百灵 (002424) ——聚焦人类重大疾病,开启糖尿病治疗新里程\_黄文忠、胡晨曦\_2017. 10. 10
11. 贵州百灵 (002424) ——业绩符合预期,糖宁通络在 301 医院启动临床试验\_黄文忠、胡晨曦\_2018. 03. 29
12. 贵州百灵 (002424) ——糖尿病医院再拓展,布局西南医药重镇成都黄文忠、胡晨曦\_2018. 05. 17 13. 贵州百灵 (002424) ——糖尿病业务推进顺利,在研产品梯次推进\_黄文忠、霍亮\_2018. 08. 24
14. 事件点评:贵州百灵 (002424) ——携手广安门中医院,稳步推进糖宁通络全国布局\_黄文忠、霍亮\_2018. 10. 18
15. 事件点评:贵州百灵 (002424) ——业绩符合预期,战略入股云植药业\_黄文忠、霍亮\_2018. 10. 25

◆**在研产品丰富,覆盖四大领域。**公司现有多个具备重大创新优势和自主知识产权优势的在研项目获得不同程度进展,在研产品管线已覆盖四大领域。在恶性肿瘤领域,公司围绕全球抗肿瘤领域研发热点布局产品管线,现有治疗血液瘤化药 1.1 类新药“注射用甲磺酸普依司他”项目、治疗头颈部肿瘤的基因药物“重组人内皮抑素腺病毒注射剂 (EDS01)”项目、3 款 CAR-T 细胞治疗新药等。报告期内,甲磺酸普依司他已正式启动 I 期临床试验工作,临床前研究表明,其在多个成药性、抗肿瘤活性等方面均优于已上市的产品。代谢疾病方面,公司先后与博济医药共同布局“利拉鲁肽原料及注射液”项目,与上海药明康德合作开发治疗 II 型糖尿病新药研发项目和治疗肥胖症的一类新药研发项目等;抗感染领域,公司抗乙肝病毒 1.1 类化学新药替芬泰已顺利完成 I 期临床试验,即将开始 II 期临床试验。此外,针对糖尿病并发症、慢性肾病等临床空白领域,公司重点推进糖宁通络胶囊、黄连解毒丸、益肾化浊颗粒等项目研发。

◆**战略参与云南植物药业混改,效果达到预期。**2018 年 10 月,公司战略入股云南植物药业(持股 40%),参与云植药业混合所有制改革。云南植物药业是一家具有 60 多年药品研发生产历史的老牌省属国企,其控股股东是云南省工业投资控股集团有限责任公司(前身为云南省国有资产经营有限责任公司)。云植药业混改落地以来,通过充分挖掘产品资源,分类确定了各个产品的营销方案,并根据方案布局营销人员,延伸销售触角,已经完成除西藏以外,全国所有地级市的销售网络布局,云南红药胶囊、血塞通分散片等一批本土地道药材走出云南,走向全国。目前,市场开拓迅速铺开,产品销售明显提高,利润提升显著,混改效果达到预期。2018 年,云植药业销售额突破 6 亿元,创历史新高,投资期内(2018 年 11 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日)云南植物药业为公司贡献 1,502.08 万元的投资收益。

◆**外延扩张有序推进,输出管理,赋能并购标的。**继参股云南植物药业之后,今年 4 月,公司以 1.65 亿元完成对重庆海扶医疗科技股份有限公司 15.79% 股权的收购,有序推进外延扩张。该公司依托于重庆医科大学,长期专注于聚焦超声技术及其医疗设备领域,原始创新研发及产业化成果显著,其聚焦超声肿瘤治疗系统已出口包括英国、德国、俄罗斯等众多发达国家在内的 25 个国家和地区,在国际上受到广泛认可。在助力重庆海扶建立和完善销售体系和团队、快速做大销售规模的同时,公司也将运用丰富的市场化基因和经验,进一步推动重庆海扶建立科学的股权结构和市场化的治理机制,加速其上市目标的实现。

### 投资建议：

我们更新了公司 2019、2020 年的业绩预测，并新增了 2021 年的业绩预测，我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 6.65(前值 6.91)/ 7.24 (前值 8.00) /7.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.47/0.51/0.54 元，对应 P/E 分别为 24/22/21 倍。考虑公司重点品种保持稳定增长，颗粒剂产品快速放量；糖宁通络胶囊市场潜力大，市场拓展稳步推进；公司通过参与国企混改、布局产业基金等方式，积极介入具备产业协同性的优质标的，通过团队管理优化培育、营销渠道优势资源导入，有序推动公司外延扩张，战略参与云南植物药业混改，效果达到预期，我们维持其“买入”投资评级。

### 风险提示：

产品价格下调；糖宁通络胶囊市场推广进展缓慢；重点在研产品临床试验结果低于预期；应收账款坏账风险；质押股权平仓风险。

### 主要财务数据及预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3136.84	3460.65	3748.87	3951.94
增长率(%)	21.03%	10.32%	8.33%	5.42%
归母净利润（百万元）	563.24	664.72	723.67	766.15
增长率(%)	7.05%	18.02%	8.87%	5.87%
EPS（元）	0.40	0.47	0.51	0.54
毛利率	59.75%	59.59%	59.44%	59.24%
净资产收益率（摊薄）	14.55%	14.66%	13.76%	12.72%

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所



表：盈利预测

单位：百万元

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3136.84	3460.65	3748.87	3951.94	货币资金	545.55	429.98	465.79	1443.08
减:营业成本	1262.65	1398.32	1520.54	1610.63	应收和预付款项	2574.87	1774.07	2926.83	2030.21
营业税金及附加	51.88	57.24	62.00	65.36	存货	869.08	1251.96	1054.48	1388.61
营业费用	933.13	1029.45	1115.19	1175.60	其他流动资产	6.58	6.58	6.58	6.58
管理费用	147.88	163.14	176.73	186.30	长期股权投资	722.50	773.50	834.50	904.50
研发费用	30.85	34.03	36.87	38.86	投资性房地产	36.02	36.02	36.02	36.02
财务费用	15.40	8.07	-0.90	-12.99	固定资产和在建工程	732.34	684.02	609.20	524.38
资产减值损失	56.06	60.00	70.00	80.00	无形资产和开发支出	271.48	280.68	269.29	257.90
投资收益	17.14	51.00	61.00	70.00	其他非流动资产	217.88	134.61	113.84	113.84
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	5976.30	5371.42	6316.52	6705.12
其他经营损益	8.11	8.00	8.00	8.00					
营业利润	695.10	803.44	874.30	925.04					
其他非经营损益	1.57	8.00	8.00	8.00	短期借款	1581.60	224.48	641.36	0.00
利润总额	696.67	811.44	882.30	933.04	应付和预收款项	228.17	547.39	341.00	593.20
所得税	94.06	102.61	110.81	116.43	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	602.61	708.82	771.49	816.61	其他负债	241.78	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	8.53	10.07	10.96	11.60	负债合计	2051.55	771.88	982.36	593.20
归母净利润	563.24	664.72	723.67	766.15	股本	1411.20	1411.20	1411.20	1411.20
					资本公积	135.92	135.92	135.92	135.92
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	留存收益	2323.03	2987.75	3711.42	4477.57
经营活动现金流	-157.45	1398.05	-389.34	1598.30	归母股东权益	3870.15	4534.87	5258.54	6024.69
投资活动现金流	-859.26	6.87	6.87	6.87	少数股东权益	54.60	64.66	75.62	87.22
融资活动现金流	562.11	-1364.69	418.28	-627.87	股东权益合计	3924.75	4599.54	5334.16	6111.91
现金流量净额	-454.60	40.23	35.81	977.29	负债和股东权益	5976.30	5371.42	6316.52	6705.12

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所



## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。