

2019年08月01日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：周超泽 S0350117090026
zhoucz@ghzq.com.cn
联系人：黄炎 S0350119050027
huangy12@ghzq.com.cn

营销改革初现成效助力高增长，精准医疗大布局

日趋完善

——北陆药业（300016）2019年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|------|------|------|
| 北陆药业 | 6.2 | -1.8 | 25.6 |
| 沪深300 | -2.6 | -2.0 | 11.3 |

市场数据 2019-07-31

| | |
|------------|--------------|
| 当前价格（元） | 9.22 |
| 52周价格区间（元） | 5.64 - 11.84 |
| 总市值（百万） | 4508.49 |
| 流通市值（百万） | 3682.09 |
| 总股本（万股） | 48898.99 |
| 流通股（万股） | 39935.91 |
| 日均成交额（百万） | 110.12 |
| 近一月换手（%） | 38.63 |

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

公司发布2019年半年报，2019年H1公司实现营业总收入4.02亿元，同比增长29.01%；归母净利润1.12亿元，同比增长32.27%，扣非后归母净利润1.04亿元，同比增长34.07%。

投资要点：

■ **业绩稳健增长，核心产品对比剂进入加速成长期。**公司发布2019年半年报，2019年H1公司实现营业总收入4.02亿元，同比增长29.01%；归母净利润1.12亿元，同比增长32.27%，扣非后归母净利润1.04亿元，同比增长34.07%，业绩在此前预测区间中线偏上，略超市场预期。

分季度来看，2019年Q2在2018年高基数基础上营收实现了同比20.86%的增速，归母净利润同比增长27.74%，单季度营收2.29亿元，归母净利润0.71亿元，均创单季度历史新高；

分产品线来看，三大产品线中核心产品对比剂收入占比维持80%以上，对比剂2019H1实现营收约3.40亿元，同比增长约26.90%，5大品种对比剂均保持了良好增长势头，其中碘克沙醇注射液和碘帕醇注射液已成为支撑业绩增长的核心增量，随着造影剂等诊断需求提升以及公司营销网络改革、渠道下沉，公司枸橼酸铁胺泡腾颗粒、碘克沙醇、碘帕醇、碘海醇、钆喷酸葡胺等五大对比剂产品有望延续加速增长趋势；其他两条低基数产品线（中枢神经、降糖类）2019年H1合计实现收入约6162万元，同比增长约42%，其中中枢神经类主要产品九味镇心颗粒2017年进入全国医保目录，2019年6月被评为“2019年双创周中关村新技术新产品”，随着市场推广和医保报销的推进未来三年有望保持持续高速增长为过亿大单品；降糖类产品线主要产品为瑞格列奈片和格列美脲片，报告期内格列美脲片通过一致性评价，为第5个获批厂家，有望受益于一致性评价过评品种招标优惠政策保持快速增长；

从费用端来看，2019年H1销售费用1.16亿元，同比增长35%，主要源于2018年公司完成管理层交接后，开始启动的销售策略改革，优化产品结构、渠道下沉和优化代理商等措施，因此销售费用仍处于

较快增长期；2019年H1研发投入0.24亿元，同比增长120.47%，主要为一致性评价投入增加所致，在研项目集中在对比剂和CNS领域，管理费用0.19亿元，同比增长0.02%，财务费用-57万元，同比下降61.77%，财务指标基本维持稳健。

- **增资铱砢医疗率先把握人工智能医学影像新风向，公司精准医疗产业链布局日趋完善。**2019年7月，公司以3000万元自有资金认购铱砢医疗，增资完持股17.24%。铱砢医疗成立于2017年，是一家以云计算和人工智能为核心技术的医药科技公司，在医学影像和CNS领域诊断与预后具备先进技术，其核心产品脑医生（Dr.Brain）云平台，可基于其自行搭建的国内首个全年龄段中国人群全脑结构影像数据库，实现精准评估全脑结构变化并对中枢神经系统疾病进行诊断，目前已开发上线了针对阿尔兹海默症、帕金森症、脑卒中等多种CNS疾病的产品矩阵，在全国近百家三甲医院成功落地。本次合作旨在利用铱砢医疗在医学影像和CNS领域诊断与预后的先进技术，不仅可以实现与公司主营业务对比剂板块的协同发展，同时也让公司率先把握了人工智能赋能医学影像的新风向，铱砢医疗是公司在继世和基因（持股20%）、芝友医疗（持股25%）后投资的又一精准医疗优质标的，世和基因主营NGS测序和ctDNA液体活检，芝友医疗主营循环肿瘤细胞检测设备和肿瘤、心血管、代谢病的分子诊断试剂，此次增资铱砢医疗不仅有利于公司未来通过医疗大数据、人工智能等技术手段促进公司在中枢神经领域药物研发的进一步拓展，且有助于公司通过对精准医疗企业持续整合，加大产业布局，实现与公司现有业务的协同发展，进而实现个性化诊断与治疗双平台协同发展的战略目标。
- **新任总经理接班带来新活力，营销政策改革逐渐起效。**目前公司总经理WANG XU为实际控制人王代雪之子，为1984年生人，自2011年9月开始从公司基层业务做起，年轻有为并于2017年底被聘任为公司总经理，上任以来，积极进行人员组织架构调整，通过下沉销售渠道、优化产品结构、打造专业高效的销售团队、以及精细化招商，实现了公司销售网络质的飞跃，2018年以来公司销售收入增速保持持续高增速验证了新任管理层团队现已的新活力与新变化。
- **盈利预测与评级：**公司对比剂业务竞争格局良好，处于高景气阶段，有望受益于诊断需求提升与渠道下沉保持高增速，公司精准医疗产业链布局日趋完善，子公司协同性不断提升有望打开估值天花板。因此我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.38、0.47、0.60元，对应当前价的PE分别为24.31、19.45、15.37倍，首次覆盖，予以买入评级。
- **风险提示：**产品研发进展不及预期、核心产品销售推广不达预期、产品降价风险、竞争环境加剧、公司业绩不达预期、系统性风险。

预测指标

2018

2019E

2020E

2021E

| | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 608 | 771 | 993 | 1193 |
| 增长率（%） | 16% | 27% | 29% | 20% |
| 净利润（百万元） | 148 | 185 | 232 | 293 |
| 增长率（%） | 24% | 26% | 25% | 27% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.30 | 0.38 | 0.47 | 0.60 |
| ROE(%) | 12.25% | 13.60% | 14.85% | 16.20% |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：北陆药业盈利预测表

| 证券代码： | 300016 | | 股价： | 9.22 | 投资评级： | 买入 | 日期： | 2019/7/31 | |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 每股指标与估值 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 12% | 14% | 15% | 16% | EPS | 0.30 | 0.38 | 0.47 | 0.60 |
| 毛利率 | 67% | 67% | 68% | 70% | BVPS | 2.47 | 2.79 | 3.19 | 3.70 |
| 期间费率 | 38% | 38% | 40% | 41% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 24% | 24% | 23% | 25% | P/E | 30.51 | 24.31 | 19.45 | 15.37 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 3.74 | 3.31 | 2.89 | 2.49 |
| 收入增长率 | 16% | 27% | 29% | 20% | P/S | 7.41 | 5.85 | 4.54 | 3.78 |
| 利润增长率 | 24% | 26% | 25% | 27% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表（百万元） | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 总资产周转率 | 0.47 | 0.44 | 0.44 | 0.42 | 营业收入 | 608 | 771 | 993 | 1193 |
| 应收账款周转率 | 4.06 | 4.06 | 4.57 | 4.57 | 营业成本 | 200 | 254 | 317 | 356 |
| 存货周转率 | 2.13 | 2.13 | 2.26 | 2.26 | 营业税金及附加 | 9 | 12 | 15 | 18 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 186 | 208 | 278 | 334 |
| 资产负债率 | 6% | 22% | 31% | 36% | 管理费用 | 40 | 51 | 66 | 79 |
| 流动比 | 7.15 | 2.47 | 2.08 | 1.99 | 财务费用 | (2) | 19 | 39 | 58 |
| 速动比 | 5.63 | 2.13 | 1.87 | 1.83 | 其他费用/（-收入） | 10 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 营业利润 | 167 | 227 | 279 | 347 |
| 资产负债表（百万元） | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 营业外净收支 | (2) | (20) | (20) | (20) |
| 现金及现金等价物 | 191 | 591 | 1041 | 1525 | 利润总额 | 165 | 207 | 259 | 327 |
| 应收款项 | 150 | 190 | 217 | 261 | 所得税费用 | 17 | 21 | 27 | 34 |
| 存货净额 | 94 | 125 | 147 | 166 | 净利润 | 148 | 185 | 232 | 293 |
| 其他流动资产 | 9 | 12 | 15 | 18 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产合计 | 444 | 917 | 1420 | 1970 | 归属于母公司净利润 | 148 | 185 | 232 | 293 |
| 固定资产 | 258 | 252 | 247 | 242 | | | | | |
| 在建工程 | 74 | 74 | 74 | 74 | 现金流量表（百万元） | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 无形资产及其他 | 19 | 19 | 29 | 39 | 经营活动现金流 | 176 | 238 | 299 | 344 |
| 长期股权投资 | 431 | 431 | 431 | 431 | 净利润 | 148 | 185 | 232 | 293 |
| 资产总计 | 1289 | 1756 | 2263 | 2819 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 0 | 300 | 600 | 900 | 折旧摊销 | 18 | 116 | 110 | 110 |
| 应付款项 | 29 | 39 | 48 | 55 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 1 | 2 | 2 | 3 | 营运资金变动 | 10 | (83) | (63) | (72) |
| 其他流动负债 | 32 | 32 | 32 | 32 | 投资活动现金流 | (198) | 6 | 5 | 5 |
| 流动负债合计 | 62 | 372 | 682 | 989 | 资本支出 | (49) | 6 | 5 | 5 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | (149) | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 21 | 21 | 21 | 21 | 其他 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 长期负债合计 | 21 | 21 | 21 | 21 | 筹资活动现金流 | 422 | 272 | 265 | 256 |
| 负债合计 | 83 | 393 | 703 | 1010 | 债务融资 | 0 | 300 | 300 | 300 |
| 股本 | 489 | 489 | 489 | 489 | 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1206 | 1363 | 1560 | 1810 | 其它 | 422 | (28) | (35) | (44) |
| 负债和股东权益总计 | 1289 | 1756 | 2263 | 2819 | 现金净增加额 | 400 | 516 | 569 | 605 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、生物制品、原料药、制剂出口、CMO板块。

黄炎，伦敦大学学院（UCL）临床试验硕士，沈阳药科大学、中科院上海药物研究所联培药学硕士，曾就职于默沙东负责肿瘤药的销售，2019年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、医疗器械、CRO/CMO板块。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。