

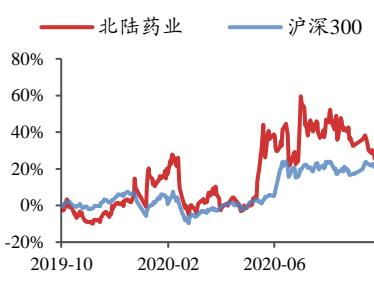
# 北陆药业 (300016.SZ) 对比剂恢复增长，前3季度业绩符合预期

2020年10月30日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**

日期	2020/10/29
当前股价(元)	11.29
一年最高最低(元)	14.08/7.92
总市值(亿元)	55.83
流通市值(亿元)	45.75
总股本(亿股)	4.94
流通股本(亿股)	4.05
近3个月换手率(%)	249.87

**股价走势图**

数据来源：贝格数据

**相关研究报告**

《公司信息更新报告-2季度业绩边际改善趋势明显，全年仍有望实现较快增长》 -2020.8.8

《公司首次覆盖报告-主业持续发力，精准医疗业务有望迎来价值重估》  
-2020.6.14

**杜佐远（分析师）**

duzuo yuan@kysec.cn

证书编号: S0790520050003

**王斌（分析师）**

wangbin@kysec.cn

证书编号: S0790520070005

**● 3季度业绩边际改善，维持“买入”评级**

公司发布2020年3季报，前3季度实现营业收入62355万元(+2.62%)，归母净利润16050万元(-3.98%)，扣非归母净利润14285万元(-3.35%)。其中3季度实现营业收入25593万元(+24.17%)，归母净利润6894万元(+25.05%)，扣非归母净利润6502万元(+49.42%)。我们认为随着医疗机构诊疗秩序恢复，公司业绩未来仍将逐季度改善，维持盈利预测不变，预计公司2020-2022年归母净利润分别为2.09、2.63和3.25亿元，EPS分别为0.42、0.53和0.66元，维持“买入”评级。

**● 对比剂恢复增长，九味镇心颗粒延续高速增长态势**

分产品来看，我们预计3季度单季对比剂收入增长约20%左右，而1-6月对比剂收入降幅为14%，反映出3季度CT、MRI检查量快速恢复，药品需求回归正常增长。2020年1月公司取得海昌药业的实际控制权，可有效保障公司碘对比剂原料药供应，碘海醇等核心品种已申报一致性评价，公司有望成为对比剂集采的潜在受益者。九味镇心颗粒采用“自营+代理”的模式，开拓医院、OTC和网上等多个销售渠道，预计仍延续了2020年以来高速增长态势。

**● 海昌药业项目建设稳步推进，制剂+原料药一体化布局逐步完善**

2020年前3季度公司销售费用率为28.09%，与去年同期相比下降1.76个百分点；管理费用率为9.19%，与去年同期相比增加4.25个百分点，主要是由于：1)合并资产的折旧摊销增加；2)股权激励、中介机构费用增加。目前海昌药业年产850吨碘对比剂原料药一期项目已进行开车试运行，截至2020年3季度末，公司在建工程余额为29975万元且呈现逐季增加态势，表明海昌药业碘对比剂原料药项目投资仍在持续进行之中，公司制剂+原料药一体化布局逐步完善。

**● 风险提示：**国内疫情可能反复导致医疗机构诊疗秩序恢复缓慢，药品销售不及预期；对比剂被纳入全国或地方集采，药品降价幅度超出预期；对比剂竞争加剧。**财务摘要和估值指标**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	608	819	1,014	1,255	1,506
YOY(%)	16.4	34.7	23.7	23.8	20.0
归母净利润(百万元)	148	342	209	263	325
YOY(%)	24.4	131.8	-38.8	25.4	23.8
毛利率(%)	67.0	68.9	69.5	70.1	70.8
净利率(%)	24.3	41.8	20.7	20.9	21.6
ROE(%)	12.3	23.6	12.9	14.1	15.1
EPS(摊薄/元)	0.30	0.69	0.42	0.53	0.66
P/E(倍)	37.8	16.3	26.7	21.3	17.2
P/B(倍)	4.6	3.8	3.4	3.0	2.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	444	551	683	956	1184	<b>营业收入</b>	608	819	1014	1255	1506
现金	191	248	304	502	652	营业成本	200	255	309	376	440
应收票据及应收账款	149	163	223	254	318	营业税金及附加	9	10	14	16	20
其他应收款	1	1	1	2	2	营业费用	186	272	334	420	512
预付账款	3	7	5	10	8	管理费用	40	46	81	97	110
存货	94	122	140	179	194	研发费用	28	51	55	73	84
其他流动资产	6	10	10	10	10	财务费用	-2	-1	0	-3	-5
<b>非流动资产</b>	845	1073	1085	1116	1149	资产减值损失	4	-0	4	4	3
长期投资	431	365	305	246	190	其他收益	10	14	10	11	12
固定资产	258	351	408	482	557	公允价值变动收益	0	175	0	0	0
无形资产	50	58	59	58	60	投资净收益	14	28	17	19	24
其他非流动资产	106	300	314	329	343	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1289	1624	1769	2072	2333	<b>营业利润</b>	167	400	244	303	377
<b>流动负债</b>	62	126	96	163	132	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	2	4	2	3	3
应付票据及应付账款	29	55	47	77	68	<b>利润总额</b>	165	397	241	300	374
其他流动负债	33	71	49	86	63	所得税	17	54	32	37	49
<b>非流动负债</b>	21	47	47	47	47	<b>净利润</b>	148	342	209	263	325
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	21	47	47	47	47	<b>归母净利润</b>	148	342	209	263	325
<b>负债合计</b>	83	173	143	211	179	EBITDA	177	410	262	323	400
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.30	0.69	0.42	0.53	0.66
股本	489	495	495	495	495						
资本公积	207	178	178	178	178	<b>主要财务比率</b>	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	509	806	977	1193	1453	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	1206	1451	1625	1861	2154	营业收入(%)	16.4	34.7	23.7	23.8	20.0
负债和股东权益	1289	1624	1769	2072	2333	营业利润(%)	17.4	140.2	-39.2	24.2	24.7
						归属于母公司净利润(%)	24.4	131.8	-38.8	25.4	23.8
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	67.0	68.9	69.5	70.1	70.8
						净利率(%)	24.3	41.8	20.7	20.9	21.6
现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	176	157	115	268	229	ROIC(%)	11.6	22.9	12.3	13.4	14.3
净利润	148	342	209	263	325	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	18	21	29	35	43	资产负债率(%)	6.4	10.7	8.1	10.2	7.7
财务费用	-2	-1	0	-3	-5	净负债比率(%)	-14.1	-15.9	-17.6	-26.0	-29.4
投资损失	-14	-28	-17	-19	-24	流动比率	7.1	4.4	7.1	5.9	9.0
营运资金变动	13	-32	-107	-8	-110	速动比率	5.5	3.3	5.5	4.6	7.4
其他经营现金流	13	-147	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-198	-77	-24	-47	-52	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	54	35	73	89	89	应收账款周转率	4.3	5.3	5.3	5.3	5.3
长期投资	-147	-48	60	66	56	应付账款周转率	9.7	6.0	6.0	6.0	6.0
其他投资现金流	-291	-90	109	109	94	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-12	-22	-35	-24	-27	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.69	0.42	0.53	0.66
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.32	0.23	0.54	0.46
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.44	2.93	3.29	3.76	4.36
普通股增加	163	6	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	-162	-29	0	0	0	P/E	37.8	16.3	26.7	21.3	17.2
其他筹资现金流	-13	1	-35	-24	-27	P/B	4.6	3.8	3.4	3.0	2.6
<b>现金净增加额</b>	-34	57	56	197	150	EV/EBITDA	30.6	13.0	20.2	15.8	12.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5% ~ +5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其实内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn