

北陆药业

300016

审慎增持 (维持)

业绩延续稳定增长，当期费用略拖累扣非净利润

2019年10月22日

市场数据

市场数据日期	2019-10-21
收盘价(元)	8.96
总股本(百万股)	488.99
流通股本(百万股)	399.36
总市值(百万元)	4381.35
流通市值(百万元)	3578.26
净资产(百万元)	1272.64
总资产(百万元)	1389.17
每股净资产	2.60

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	608	799	1000	1209
同比增长(%)	16.4%	31.3%	25.2%	20.9%
净利润(百万元)	148	186	234	289
同比增长(%)	24.4%	25.9%	25.8%	23.2%
毛利率(%)	67.0%	68.2%	68.6%	68.9%
净利润率(%)	24.3%	23.3%	23.4%	23.9%
净资产收益率(%)	12.3%	13.9%	14.8%	15.5%
每股收益(元)	0.30	0.38	0.48	0.59
每股经营现金流(元)	0.36	0.15	0.35	0.39

相关报告

《各项业务齐发力，中报业绩延续较快增长》2019-07-26
《一季度业绩实现高速增长，经营调整渐入发力期》2019-04-16
《对比剂业务增长平稳，业绩延续稳定发展》2018-08-06

分析师：

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

S0190519020002

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

投资要点

- 近日，北陆药业公布2019年三季度报，报告期内公司实现营业收入6.07亿元，同比增长30.94%，归属上市公司股东净利润1.67亿元，同比增长32.31%，扣非后归母净利润1.48亿元，同比增长25.13%，EPS 0.34元。
- **盈利预测：**随着新总经理上任后公司销售和管理团队的调整完成，公司已逐渐进入快速发展期。对比剂业务方面，主力品种增速回升、新品种延续快速放量趋势；九味镇心颗粒在医保落地后随着自营销售团队发力将逐渐加速增长；降糖线在专业化招商团队的经营下亦进入快速放量期。此外，公司参股的世和基因与芝友医疗均是业内具有领先地位或优秀技术储备的公司，随着科创板落地有望带来资产价值重估增量。我们略微下调公司盈利预测，预计公司2019-2021年EPS分别为0.38、0.48、0.59元，2019年10月21日股价对应PE分别为24、19、15倍，继续维持“审慎增持”评级。

风险提示：主力品种销量增长低于预期；合联营公司经营情况低于预期；主力品种降价风险。

报告正文

事件

- 近日,北陆药业公布 2019 年三季报,报告期内公司实现营业收入 6.07 亿元,同比增长 30.94%,归属上市公司股东净利润 1.67 亿元,同比增长 32.31%,扣非后归母净利润 1.48 亿元,同比增长 25.13%,EPS 0.34 元。

点评

- **业绩延续较快增长:**报告期内,公司实现收入、归母净利润和扣非归母净利润增速分别为 30.94%、32.31%和 25.13%。分季度来看,公司 Q3 实现收入和扣非归母净利润分别为 34.87%和 7.89%。从收入和归母净利润来看,公司延续稳定较快增长。扣非净利润增速有所放缓,我们估计主要源于销售费用和研发费用的增长,公司 2019Q3 销售费用率同比增长 2.98 个百分点至 29.85%;研发费用率同比增长 1.70 个百分点至 6.31%。在去年新总经理接任后,经过约三个季度调整后,公司销售和管理团队调整完毕,于去年四季度开始发力,当前公司正处于业绩快速增长期。考虑到去年四季度基数以及费用投入,我们预计公司今年全年收入端将继续延续 30%以上较快增长,利润端增速将略低于收入端。

分业务来看,核心的对比剂业务贡献公司 80%以上的利润,我们估计该项业务三季度基本延续中报的稳定增速(中报收入增速为 26.90%)。其中,两大主力品种钆喷酸葡胺注射液和碘海醇注射液估计保持双位数增长;两大新品种碘克沙醇注射液和碘帕醇注射液的合计收入占比已经超过 20%,估计前三季度延续 80%以上的高速增长。公司精神线业务潜力品种九味镇心颗粒于 2017 年上半年正式进入全国医保目录,随着自营销售团队发力和学术推广初见成效,该品种今年逐季加速增长,我们估计 2019Q3 实现 60%以上的较快收入增长。公司降糖药业务 2018 年实现约 108%的收入增速主要源于 2017 年调整低基数下的恢复性增长,但随着专业化招商团队的调整完善降糖药业务线也进入发力期,我们估计其 2019Q3 实现 60%以上的收入增速,全年增长有望进一步加速。毛利率方面,报告期内公司综合毛利率约为 69.28%,同比增长 1.80 个百分点,我们预计主要源于原材料成本改善以及新品种占比提升。

报告期内,公司投资收益为 1771.12 万元,同比增长 186.73%,主要源于合联营企业的贡献,其中部分源自海昌药业(33.5%)并入所致,预计芝友医疗(25.0%)和世和基因(持股 20.3%)的较快发展亦有所贡献。随着科创板的持续推进,世和和芝友的估值不断向上突破,有望为公司带来资产价值重估

的增量。

- **股权激励方案落地:**公司于2019年9月发布股权激励计划拟向激励对象授予570万股限制性股票,占本激励计划签署时股本总额的1.17%,授予价格为4.65元/股。以2019年10月21日股价测算,该股权激励计划对应总额约为5100万元,高管对应金额约为600-900万元。从解锁条件来看,对应2019-2021年的收入增速分别不低于30%、25%和18%。公司颁布股权激励计划,在激励核心骨干提升效率同时,保障公司未来业绩保持稳定较快增长。
- **当期费用略有增长:**报告期内,公司销售费用为1.81亿元,同比增长45.50%,对应销售费用率29.85%,同比增长2.98个百分点,主要源于销售团队不断扩大以及学术推广投入增长;管理费用3001.56万元,同比增长11.55%,对应管理费用率4.94%,同比下降0.86个百分点;研发费用3836.80万元,同比增长79.55%,对应研发费用率6.31%,同比增长1.70个百分点,主要源于对比剂一致性评价投入的增长。其他财务指标方面,公司期末应收账款为1.63亿元,占总资产比例11.77%,同比下降0.15个百分点。公司当期实现经营性净现金流1.13亿元,同比下降23.58%,主要源于研发投入和原材料成本的增长。
- **盈利预测:**随着新总经理上任后公司销售和管理团队的调整完成,公司已逐渐进入快速发展期。对比剂业务方面,主力品种增速回升、新品种延续快速放量趋势;九味镇心颗粒在医保落地后随着自营销售团队发力将逐渐加速增长;降糖线在专业化招商团队的经营下亦进入快速放量期。此外,公司参股的世和基因与芝友医疗均是业内具有领先地位或优秀技术储备的公司,随着科创板落地有望带来资产价值重估增量。我们略微下调公司盈利预测,预计公司2019-2021年EPS分别为0.38、0.48、0.59元,2019年10月21日股价对应PE分别为24、19、15倍,继续维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:**主力品种销量增长低于预期;合联营公司经营情况低于预期;主力品种降价风险。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	444	576	720	867
货币资金	191	256	320	387
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	134	180	224	271
其他应收款	1	1	2	2
存货	94	119	148	177
非流动资产	845	1020	1205	1409
可供出售金融资产	21	21	21	21
长期股权投资	431	431	431	431
投资性房地产	0	9	4	6
固定资产	258	407	620	826
在建工程	74	75	62	56
油气资产	0	0	0	0
无形资产	19	19	19	19
资产总计	1289	1596	1925	2277
流动负债	62	305	390	459
短期借款	0	196	296	352
应付票据	0	0	0	0
应付账款	29	37	46	55
其他	33	71	48	52
非流动负债	21	-13	-28	-31
长期借款	0	-13	-43	-43
其他	21	0	14	12
负债合计	83	292	361	428
股本	489	489	489	489
资本公积	207	207	207	207
未分配利润	433	552	762	1022
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1206	1304	1564	1848
负债及权益合计	1289	1596	1925	2277

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	148	186	234	289
折旧和摊销	18	1	1	1
资产减值准备	3	3	4	5
无形资产摊销	2	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-2	-1	1	1
投资损失	-14	-16	-20	-26
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-3	62	73	76
经营活动产生现金流量	165	76	172	189
投资活动产生现金流量	-175	-147	-176	-178
融资活动产生现金流量	-9	136	-31	-1
现金净变动	-18	64	-35	10
现金的期初余额	225	191	256	320
现金的期末余额	207	256	221	330

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	608	799	1000	1209
营业成本	200	254	314	376
营业税金及附加	9	10	13	16
销售费用	186	238	298	359
管理费用	40	90	115	140
财务费用	-2	-1	1	1
资产减值损失	4	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	14	16	20	26
营业利润	167	220	276	340
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	3
利润总额	165	217	273	337
所得税	17	31	39	49
净利润	148	186	234	289
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	148	186	234	289
EPS(元)	0.30	0.38	0.48	0.59

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	16.4%	31.3%	25.2%	20.9%
营业利润增长率	17.4%	31.7%	25.7%	23.1%
净利润增长率	24.4%	25.9%	25.8%	23.2%
盈利能力(%)				
毛利率	67.0%	68.2%	68.6%	68.9%
净利率	24.3%	23.3%	23.4%	23.9%
ROE	12.3%	13.9%	14.8%	15.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	6.4%	17.9%	18.6%	18.7%
流动比率	7.15	1.89	1.85	1.89
速动比率	5.62	1.49	1.47	1.50
营运能力(次)				
资产周转率	0.50	0.55	0.57	0.58
应收帐款周转率	4.39	4.69	4.58	4.51
每股资料(元)				
每股收益	0.30	0.38	0.48	0.59
每股经营现金	0.36	0.15	0.35	0.39
每股净资产	2.47	2.75	3.23	3.82
估值比率(倍)				
PE	29.65	23.55	18.72	15.18
PB	3.63	3.26	2.78	2.35

分析师声明

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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方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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn