

收入稳定增长, 费用增加影响盈利

投资要点

- **事件:** 公司2016年营业收入、扣非净利润分别约为9.5亿元、-91万元, 同比增速分别约为-6.3%、-123%; 2016Q4营业收入、扣非净利润分别约为3.0亿元、-41.5万元, 收入同比增速约为3.6%, 而扣非利润为亏损。
- **收入稳定增长, 费用影响企业盈利。** 公司在2016年营业收入约为9.5亿元, 同比下降约6.3%, 主要原因为流通公司太新龙经营场所变更导致2016年收入下滑。其中医药制造、医药流通、药物研发业务收入同比增速分别为8.4%、-43.1%、29.1%。在中药口服制剂板块, 双黄连口服液(儿童型)收入已经超过4千万元成为公司新利润增长点; 在医药流通领域, 虽然期间内公司物流仓库认证、经营地址及相关证照变更等导致业务停顿, 但是2016年3-4季度已经逐步趋于正常, 且太新龙股权变动使得公司代理品种和经营模式均发生优化, 预计2017年收入及利润均将出现增长。在药品研发服务板块, 业务量逐步增长且盈利水平有所提高。2016年公司扣非净利润约为-91万元, 同比下滑约123%, 主要原因为期间费用增加, 其中销售费用、管理费用同比增长分别约为6.6%、30%, 且均高于同期收入增速。其中公司终止清热解毒颗粒、丹参酮资本化, 相关研发投入合计约1800万元为转入管理费用导致增速上升, 我们预计2017年管理费用率将有下降。如从子公司角度来看, 桐君堂药业收入、扣非净利润分别约为5.7亿元、0.4亿元, 同比增长约为9.6%、-6.7%, 预计煎药及饮片配送中心完成后将带动收入及净利润增长; 新领先收入、扣非净利润分别约为0.96亿元、0.36亿元, 同比增长约为29.1%、23.6%, 随着临床试验政策细则逐渐明朗, 预计CRO业务量将逐步开始增长。河洛太龙制药仍处于停产状态, 期间内净利润为-0.38亿元, 预计年内将推进GMP认证, 从而盘活资产减少亏损。
- **公司赢利点逐渐清晰, 众生实业股转落地或迎来新发展。** 1) 公司大股东众生实业45%股权转让给上海蓝度健康, 股东结构优化有利于企业长期发展; 2) 政策利好儿童药在价格及招标领域的优势。公司独家产品儿童型双黄连为医保基药双跨品种, 其中标价稳定。OTC甲类产品小儿复方鸡内金为独家剂型, 有望通过营销渠道及其它儿童药的协同作用, 实现产品放量; 3) 桐君堂布局中药饮片产业, 看好其中药配方颗粒前景, 预计子公司桐君堂2017年净利润或超5000万; 4) CRO行业机会明显, 新领先具有技术、研发和管理优势, 看好其在本轮CRO行业反转中的机会, 预计子公司新领先2017年净利润或超4000万。
- **盈利预测及评级:** 我们预计2017-2019年EPS分别为0.12元、0.20元、0.25元, 对应市盈率分别为62倍、39倍、30倍, 我们认为公司短期内有停产、终止研发等影响导致费用率上升, 但是长期来看公司股东结构及产品结构已经出现优化, 且子公司桐君堂及新领先成长性较好, 业绩存在超预期可能, 但考虑到公司当前估值较高, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 产品销售或不达预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	953.31	1079.72	1210.98	1353.42
增长率	-6.30%	13.26%	12.16%	11.76%
归属母公司净利润(百万元)	4.02	70.62	112.73	144.87
增长率	-27.74%	1658.61%	59.63%	28.52%
每股收益EPS(元)	0.01	0.12	0.20	0.25
净资产收益率ROE	0.12%	4.50%	6.70%	7.92%
PE	1093	62	39	30
PB	2.93	2.80	2.61	2.40

数据来源: Wind, 西南证券

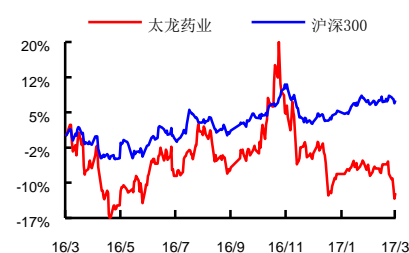
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.74
流通A股(亿股)	5.19
52周内股价区间(元)	7.2-10.41
总市值(亿元)	43.90
总资产(亿元)	26.51
每股净资产(元)	2.59

相关研究

公司业务分析

根据对公司基本面分析,我们认为公司业绩触底或在 2017 年迎来反转,且对 2017-2019 年公司主营业务预测如下:

- 儿童双黄连口服液处于快速成长阶段,拉动中药口服制剂业务增长;且中药饮片积极向省外拓展预计保持稳定增长;受益于行业政策利好,CRO 业务预计将迎来收入及利润提升;医药流通由于搬迁等原因导致 2016 年部分时间处于停止状态,预计 2017 年有恢复性增长,且在股权结构变更完成后公司代理品种和经营模式均发生优化,预计其增速将高于行业水平。
- 收入结构发生变化以及部分重点产品提价以后,中药口服制剂的毛利率将逐年提升,预计 2017-2019 年中成药的毛利率维持在 48%左右;受益于多种营销模式开展,中药饮片业务的毛利率约为 27%左右。
- 预计 2017-2019 年销售费用率分别为 8%;管理费用率约为 11%。

主营业务分拆情况(单位:百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
中药口服制剂					
收入	168.63	212.46	254.95	305.94	367.13
yoy	-46.39%	25.99%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	108.02	114.53	135.12	159.09	187.24
毛利率	35.94%	46.09%	47.00%	48.00%	49.00%
中药饮片					
收入	425.52	429.60	433.90	438.23	442.62
yoy	-0.90%	0.96%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	321.05	313.75	316.74	319.91	323.11
毛利率	24.55%	26.97%	27.00%	27.00%	27.00%
医药流通					
收入	341.83	194.55	243.19	279.67	321.62
yoy	-25.66%	-43.09%	25.00%	15.00%	15.00%
成本	314.42	174.66	218.87	251.70	289.45
毛利率	8.02%	10.22%	10.00%	10.00%	10.00%
CRO					
收入	71.80	92.68	120.48	156.63	187.96
yoy		29.08%	30.00%	30.00%	20.00%
成本	22.59	27.28	30.12	39.16	46.99
毛利率	68.54%	70.57%	75.00%	75.00%	75.00%

数据来源:wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	953.31	1079.72	1210.98	1353.42	净利润	1.85	70.62	112.73	144.87
营业成本	645.85	718.97	789.75	868.67	折旧与摊销	58.04	107.64	107.64	107.64
营业税金及附加	8.48	5.64	7.00	8.98	财务费用	62.86	50.49	40.72	40.22
销售费用	76.62	86.38	96.88	108.27	资产减值损失	7.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	148.64	129.57	133.21	142.11	经营营运资本变动	-103.62	-22.95	-84.95	-74.79
财务费用	62.86	50.49	40.72	40.22	其他	43.51	-2.00	-2.00	-2.00
资产减值损失	7.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	70.60	203.80	174.14	215.95
投资收益	4.45	2.00	2.00	2.00	资本支出	7.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-33.81	2.08	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-26.64	2.08	2.00	2.00
营业利润	7.36	90.68	145.42	187.16	短期借款	-329.55	101.55	0.00	0.00
其他非经营损益	3.06	1.04	0.98	0.99	长期借款	466.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	10.41	91.71	146.40	188.15	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.56	21.09	33.67	43.27	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1.85	70.62	112.73	144.87	其他	-165.05	-50.49	-40.72	-40.22
少数股东损益	-2.16	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-28.60	51.06	-40.72	-40.22
归属母公司股东净利润	4.02	70.62	112.73	144.87	现金流量净额	15.37	256.94	135.42	177.73
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	585.70	842.64	978.06	1155.79	成长能力				
应收和预付款项	498.15	512.10	591.58	659.49	销售收入增长率	-6.30%	13.26%	12.16%	11.76%
存货	238.66	265.68	291.84	321.01	营业利润增长率	-14.04%	1132.69%	60.37%	28.70%
其他流动资产	9.79	10.99	12.33	13.78	净利润增长率	-57.93%	3710.43%	59.63%	28.52%
长期股权投资	88.51	88.51	88.51	88.51	EBITDA 增长率	21.51%	93.99%	18.08%	14.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	710.25	621.59	532.93	444.27	毛利率	32.25%	33.41%	34.78%	35.82%
无形资产和开发支出	446.39	429.54	412.70	395.86	三费率	30.22%	24.68%	22.36%	21.47%
其他非流动资产	73.38	71.24	69.10	66.96	净利率	0.19%	6.54%	9.31%	10.70%
资产总计	2650.83	2842.31	2977.05	3145.66	ROE	0.12%	4.50%	6.70%	7.92%
短期借款	398.45	500.00	500.00	500.00	ROA	0.07%	2.48%	3.79%	4.61%
应付和预收款项	161.79	178.61	198.21	219.26	ROIC	0.70%	6.04%	8.14%	10.02%
长期借款	566.00	566.00	566.00	566.00	EBITDA/销售收入	13.45%	23.04%	24.26%	24.75%
其他负债	24.62	27.12	29.53	32.22	营运能力				
负债合计	1150.86	1271.72	1293.74	1317.48	总资产周转率	0.36	0.39	0.42	0.44
股本	573.89	573.89	573.89	573.89	固定资产周转率	1.38	1.68	2.18	2.90
资本公积	652.47	652.47	652.47	652.47	应收账款周转率	2.82	3.09	3.18	3.12
留存收益	258.39	329.01	441.74	586.61	存货周转率	2.90	2.85	2.83	2.83
归属母公司股东权益	1484.74	1555.36	1668.09	1812.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.37%	—	—	—
少数股东权益	15.22	15.22	15.22	15.22	资本结构				
股东权益合计	1499.97	1570.59	1683.31	1828.18	资产负债率	43.42%	44.74%	43.46%	41.88%
负债和股东权益合计	2650.83	2842.31	2977.05	3145.66	带息债务/总负债	83.80%	83.82%	82.40%	80.91%
					流动比率	2.29	2.32	2.58	2.87
					速动比率	1.88	1.94	2.18	2.44
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.01	0.12	0.20	0.25
					每股净资产	2.61	2.74	2.93	3.19
					每股经营现金	0.12	0.36	0.30	0.38
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	128.26	248.81	293.79	335.02					
PE	1093.30	62.17	38.95	30.30					
PB	2.93	2.80	2.61	2.40					
PS	4.61	4.07	3.63	3.24					
EV/EBITDA	36.78	18.33	15.07	12.68					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn