

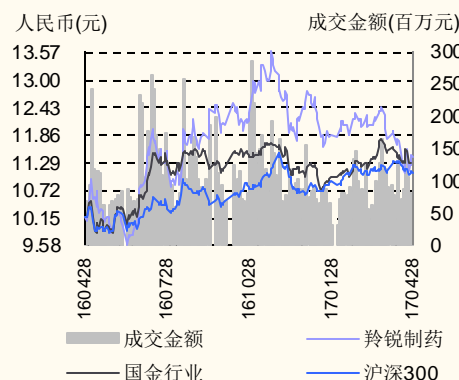
市场价格 (人民币): 11.41 元

## 膏剂板块增速超预期，口服制剂扭转颓势

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	535.43
总市值(百万元)	6,758.38
年内股价最高最低(元)	13.60/9.58
沪深 300 指数	3439.75
上证指数	3154.66



## 相关报告

- 《营销变革成效显著，内生增速显著高于行业平均-三季报点评：营销...》，2016.10.28
- 《芬太尼透皮贴剂的捐赠有利于品牌推广和渠道建设-芬太尼透皮贴剂...》，2016.9.26
- 《管理变革顺机制，营销改革促成长-管理变革顺机制，营销改革促成...》，2016.9.8

孙炜

联系人  
weisun@gjzq.com.cn

彭婷

分析师 SAC 执业编号：S1130515090003  
(8621)60230249  
pengt@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.247	0.584	0.391	0.536	0.709
每股净资产(元)	3.19	3.52	3.81	4.23	4.79
每股经营性现金流(元)	0.29	0.10	0.28	0.52	0.84
市盈率(倍)	53.56	21.86	29.32	21.36	16.16
行业优化市盈率(倍)	29.58	29.58	29.58	29.58	29.58
净利润增长率(%)	73.92%	161.00%	-33.04%	37.25%	32.19%
净资产收益率(%)	7.76%	16.57%	10.25%	12.68%	14.80%
总股本(百万股)	535.48	592.32	592.32	592.32	592.32

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司 2016 年实现主营业务收入 14.39 亿，增速 32.68%；归母净利润 3.46 亿，增速 162.13%；扣非归母净利润 1.59 亿，增速 31.87%。
- 2017 年一季度实现收入 4.14 亿，同比增长 21.8%；归母净利润 6,868 万，同比增长 37.48%；扣非归母净利润 6,182 万，同比增长 32.73%。

## 经营分析

- **核心品种通络祛痛膏销量增速 55%，其中医院销量增速大超预期：**通络祛痛膏 15 年占整个膏剂板块收入近 40%，16 年增速相比 15 年继续加速，带动整个制剂板块收入增速达到 37%；品种高增长主要来自于医院销售的大幅增加，根据年报披露 2016 年医院销量 737 万盒（每盒 10 贴），同比增速超过 80%；与此同时 OTC 渠道也保持 30% 以上的高速增长。通络去痛膏，作为基药品种，且相比同类品种定价具备优势，我们看好该品种在医院渠道和 OTC 的快速放量。
- **低端膏剂销量自然增速依旧超过 10%，17 年将逐步提价，贡献业绩弹性：**公司低端膏剂壮骨麝香膏、伤湿祛痛膏 2016 年销量已分别达到 7.6 亿和 4.5 亿贴，对应终端金额近 15 亿，然而公司口径收入仅 3 亿左右；对于出厂价每贴仅 0.2-0.3 元的品种，提价带来的业绩弹性极大，公司 2017 年一季度已逐步提价，当前提价部分反哺市场推广，预计未来将逐步反映到利润。
- **口服固体板块销售调整初步完成，扭转 15 年增速颓势：**培元通脑胶囊、丹鹿通督片均为独家医保品种，参芪降糖胶囊仅 2 家企业生产，借助诊所自营渠道，销量增速由 15 年 <5% 回到 20% 以上增长；独家品种结石康新进入 2017 年国家医保目录，有望贡献新增长点。
- **公司 2016 年加大推广力度，销售费用大幅攀升，在此情况下内生增速仍有 40%：**2016 年销售费用率相比去年同期提升 5.6 个百分点，在此基础上公司产品销售净利润还达到 1.5 亿（医院诊所 6,480 万，零售药店 8,455 万），相比 15 年 1.06 亿（扣非 1.21 亿，其中包含了亚邦股份的分红约 1,700 万）增速近 40%。

## 盈利调整

- 我们预计公司 2017/2018/2019 净利润 232/318/420 百万人民币，对应增速-33.04%/37.25%/32.19%，其中剔除 2016 年的可出售金融资产的处置收益，2017 年扣非增速 35%。

### 投资建议

- 我们认为“高端膏剂放量、低端膏剂提价、口服产品反转”为公司未来 3 年 30%的复合增长提供了坚实的基础。
- 考虑到公司 2016 年销售投入大幅增加（广告费增加 36.2%、产品销售费增加 77.2%），销售费用率处于历史高位，我们认为随着品牌的建立，未来费用投入有望趋缓甚至下降，有望贡献更大的业绩弹性。
- 公司拥有近 4 亿现金、3.67 亿可供出售金融资产、3.2 亿理财产品，存在外延预期。
- 公司目前对应 17 年 P/E 29.32 倍，内生增速近 35%，维持买入评级。

### 风险提示

- 营销改革情况低于预期、低价大品种提价不顺利、医保控费影响口服制剂销售、新产品推出低于预期。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>826</b>	<b>1,071</b>	<b>1,439</b>	<b>1,850</b>	<b>2,318</b>	<b>2,812</b>
增长率		29.6%	34.4%	28.5%	25.3%	21.3%
主营业务成本	-332	-396	-469	-592	-723	-858
%销售收入	40.2%	37.0%	32.6%	32.0%	31.2%	30.5%
毛利	494	675	971	1,258	1,595	1,954
%销售收入	59.8%	63.0%	67.4%	68.0%	68.8%	69.5%
营业税金及附加	-9	-13	-21	-24	-30	-37
%销售收入	1.1%	1.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-286	-398	-616	-782	-976	-1,167
%销售收入	34.6%	37.2%	42.8%	42.3%	42.1%	41.5%
管理费用	-132	-128	-156	-188	-222	-261
%销售收入	16.0%	12.0%	10.9%	10.2%	9.6%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	68	135	177	264	367	489
%销售收入	8.2%	12.6%	12.3%	14.3%	15.9%	17.4%
财务费用	-10	-8	-8	-7	-9	-10
%销售收入	1.2%	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-6	-3	-20	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-7	4	0	0	0
投资收益	29	33	251	8	8	8
%税前利润	33.5%	21.3%	61.3%	2.9%	2.1%	1.6%
营业利润	80	150	403	265	366	487
营业利润率	9.7%	14.0%	28.0%	14.3%	15.8%	17.3%
营业外收支	5	5	6	10	10	10
税前利润	86	155	409	275	376	497
利润率	10.4%	14.5%	28.4%	14.9%	16.2%	17.7%
所得税	-10	-21	-61	-41	-56	-74
所得税率	11.2%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	76	134	348	234	320	422
少数股东损益	0	1	2	2	2	2
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>76</b>	<b>132</b>	<b>346</b>	<b>232</b>	<b>318</b>	<b>420</b>
净利率	9.2%	12.4%	24.0%	12.5%	13.7%	14.9%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	76	134	348	234	320	422
非现金支出	36	39	63	45	49	52
非经营收益	-16	-24	-252	-18	-2	-2
营运资金变动	29	8	-97	-95	-59	27
经营活动现金净流	124	157	62	166	308	499
<b>资本开支</b>	<b>-102</b>	<b>-84</b>	<b>-217</b>	<b>-152</b>	<b>-105</b>	<b>-76</b>
投资	-145	11	260	0	0	0
其他	28	47	-283	8	8	8
投资活动现金净流	-218	-26	-240	-144	-97	-68
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>467</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权募资	94	-44	-227	121	76	-77
其他	-71	-45	-100	-71	-87	-105
筹资活动现金净流	23	-89	139	50	-11	-181
<b>现金净流量</b>	<b>-71</b>	<b>42</b>	<b>-38</b>	<b>72</b>	<b>200</b>	<b>250</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	371	412	378	450	650	900
应收款项	159	188	339	410	491	567
存货	223	293	484	567	663	753
其他流动资产	68	49	362	366	372	378
流动资产	821	943	1,563	1,794	2,176	2,598
%总资产	33.2%	34.8%	52.4%	53.7%	57.4%	61.2%
长期投资	954	999	367	367	367	367
固定资产	475	499	670	789	865	907
%总资产	19.2%	18.4%	22.5%	23.6%	22.8%	21.3%
无形资产	176	190	216	155	146	138
非流动资产	1,654	1,766	1,419	1,549	1,615	1,649
%总资产	66.8%	65.2%	47.6%	46.3%	42.6%	38.8%
<b>资产总计</b>	<b>2,474</b>	<b>2,709</b>	<b>2,982</b>	<b>3,342</b>	<b>3,791</b>	<b>4,247</b>
短期借款	464	380	205	325	401	324
应付款项	237	318	400	484	578	669
其他流动负债	58	87	152	133	163	272
流动负债	759	785	757	942	1,142	1,264
长期贷款	0	40	20	20	20	21
其他长期负债	155	159	93	94	94	94
<b>负债</b>	<b>914</b>	<b>985</b>	<b>869</b>	<b>1,056</b>	<b>1,256</b>	<b>1,379</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,543</b>	<b>1,706</b>	<b>2,087</b>	<b>2,259</b>	<b>2,506</b>	<b>2,837</b>
少数股东权益	17	18	25	27	29	31
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,474</b>	<b>2,709</b>	<b>2,982</b>	<b>3,342</b>	<b>3,791</b>	<b>4,247</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.142	0.247	0.584	0.391	0.536	0.709
每股净资产	2.882	3.186	3.524	3.814	4.231	4.790
每股经营现金净流	0.232	0.293	0.105	0.280	0.519	0.842
每股股利	0.060	0.060	0.060	0.100	0.120	0.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.94%	7.76%	16.57%	10.25%	12.68%	14.80%
总资产收益率	3.08%	4.89%	11.60%	6.93%	8.38%	9.89%
投入资本收益率	2.84%	5.18%	6.32%	8.38%	10.41%	12.76%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	20.28%	29.59%	34.42%	28.51%	25.29%	21.34%
EBIT增长率	3.63%	99.14%	31.23%	49.07%	39.33%	33.00%
净利润增长率	-27.71%	73.92%	161.00%	-33.04%	37.25%	32.19%
总资产增长率	50.14%	9.46%	10.07%	12.11%	13.42%	12.03%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	4.1	4.9	6.3	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	211.5	237.8	302.5	350.0	335.0	320.0
应付账款周转天数	52.1	49.6	44.7	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	190.3	165.5	135.9	109.6	88.3	71.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	4.74%	-0.69%	-7.88%	-5.14%	-9.53%	-19.80%
EBIT利息保障倍数	7.1	17.9	21.1	39.4	40.0	48.3
资产负债率	36.93%	36.35%	29.16%	31.59%	33.13%	32.46%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-08	买入	12.08	14.70~16.80
2	2016-09-26	买入	12.27	14.70~16.80
3	2016-10-28	买入	12.14	14.70~16.80

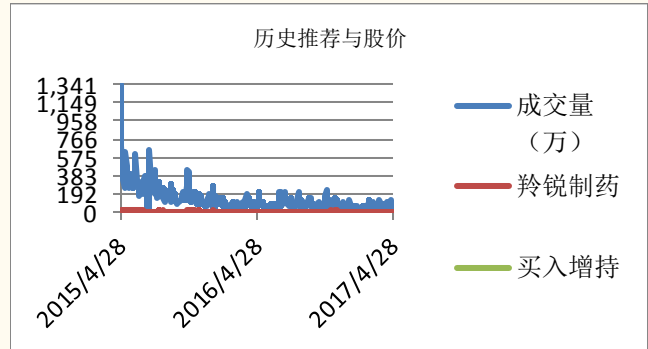
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD