

羚锐制药 (600285.SH)

把握基层用药市场机会，业务由单品向产品
群驱动转变

核心观点:

● 分级诊疗推动基层用药市场扩大，中药注射剂下降带来其他用药机会

随着国内分级诊疗的推动，基层用药市场明显扩大，2017H1 基层市场为 745 亿元，同比增长 11.3%，高于整体市场增速的 7.8%。基层市场中药占比相对更高，以心脑血管、呼吸系统、骨骼肌肉用药为主，中药注射剂下降带来其他品种机会，符合医生、患者、销售利益的品种有望明显受益。

● 布局基层市场、自建销售队伍、持续推动销售改革，推动业务扩张

①2016 年，羚锐制药培元通脑胶囊、通络祛痛膏进入城市社区卫生市场用药第 12、13 位，同比增长 37%和 59%。这是公司把握基层药物市场结构性变化的成果，公司产品独家、进入全国医保，符合医生、患者、经销商的利益。②未来公司将自建口服剂、贴膏剂基层市场推广队伍，加强渠道掌控力，依赖经销商的不确定性将降低，构建销售队伍的同时导入新的产品。在熊伟总担任公司总经理后，持续推动营销改革，选择合适品种并且合理分配各个环节利润，以强力的销售推动业务的持续扩张。

● 单品驱动向多点驱动转变，产品集群效应初步形成

①通络祛痛膏在北京、上海市场受影响后增速下滑，但是依然存在大量空白省份待开发，我们预计配合 OTC 的开发以及自建贴膏剂第三终端推广队伍后依然将平稳增长。②普通贴膏剂壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏为 2017 年开发重点，在提价后合理分配各个环节利润，通过精耕细作推动量价齐升；小儿退热贴、舒腹贴膏强化推广在低基数上快速成长。③口服剂已经自建超千人的销售队伍，覆盖上万家诊所，未来通过覆盖新的诊所，引入更多产品推动进一步增长。

● 预计 17-19 年业绩分别为 0.35 元/股、0.46 元/股、0.61 元/股

公司把握基层用药变化机会，持续推动营销改革，产品由单一向多产品群驱动转变。我们预计公司 17/18/19 年 EPS 至 0.35/0.46/0.61 元(2016 年 EPS 为 0.58 元)，目前股价对应 PE33/25/19 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

营销改革可持续性风险；新渠道推广进度低于预期；

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,070.77	1,439.31	1,787.43	2,209.56	2,736.34
增长率(%)	29.59%	34.42%	24.19%	23.62%	23.84%
EBITDA(百万元)	170.47	221.12	256.36	315.38	405.02
净利润(百万元)	132.48	345.77	209.77	275.03	358.99
增长率(%)	73.92%	161.00%	-39.33%	31.11%	30.53%
EPS(元/股)	0.247	0.584	0.354	0.464	0.606
市盈率(P/E)	53.56	21.86	32.67	24.92	19.09
市净率(P/B)	4.16	3.62	2.98	2.66	2.34
EV/EBITDA	41.66	33.49	22.77	17.61	12.81

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值

公司评级

买入

当前价格

11.57 元

前次评级

买入

报告日期

2017-09-15

相对市场表现



分析师: 吴文华 S0260516090001



021-60750628



wuwenhua@gf.com.cn

分析师: 罗佳荣 S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

相关研究:

羚锐制药(600285.SH): 2017 2017-08-30

年中报发布,净利润同比增长

36%

羚锐制药(600285.SH): 贴 2017-04-28

膏剂主业良好,净利润快速增长

长

羚锐制药(600285.SH): 业 2016-10-28

绩维持高增长,减持亚邦现金

充沛

目录索引

羚锐制药，主动把握基层用药结构调整机会.....	4
分级诊疗政策推动基层用药市场扩大.....	4
基层市场中药占比相对更高，中药注射剂占比下降带来其他用药机会.....	5
前瞻性布局基层用药市场，自建队伍加强终端掌控.....	6
持续推进销售改革，以强力销售推动业务扩张.....	7
单品驱动向多点驱动转变，产品集群效应初步形成.....	8
通络祛痛膏重点看新区域扩张，预计持续平稳增长.....	8
普通贴膏剂：壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏为 2017 年开发重点，精耕细作推动量价齐升.....	9
小羚羊退热贴、舒腹贴膏低基数上高增长，未来还将引入羚锐卫材的其它品类.....	10
口服品种开发第三终端市场，培元通脑胶囊已经初见成效.....	11
盈利预测与投资评级.....	12
风险提示.....	12

图表索引

图 1: 2002-2016 年我国每年新出台分级诊疗政策数量	4
图 2: 全国药品终端市场药品销售额及增长	5
图 3: 全国公立基层医疗终端药品销售额及增长	5
图 4: 2013-2016 年基层用药市场用药领域占比情况	5
图 5: 2013-2016 年基层用药中药注射剂明显下降	6
图 6: 中国城市社区卫生服务中心/站中成药市场 TOP20 品牌金额	6
图 7: 公司历年销售费用和费用率的变化趋势	8
图 8: 通络祛痛膏历年销量和增速	9
图 9: 通络祛痛膏各地中标价格保持平稳	9
图 10: 壮骨麝香止痛膏历年销量和增速	9
图 11: 伤湿止痛膏历年销量和增速	9
图 12: 2016 年羚锐制药壮骨麝香止痛膏市场份额	10
图 13: 2016 年羚锐制药伤湿止痛膏市场份额	10
图 14: 公司小羚羊退热贴历年销量和增速	10
表 1: 舒腹贴膏同类竞争产品对比	11
表 2: 羚锐卫材拥有的贴膏剂产品	11
表 3: 培元通脑和步长制药脑心通的对比	12
表 4: 市场可比公司估值 (2017 年 9 月 14 日收盘价)	12

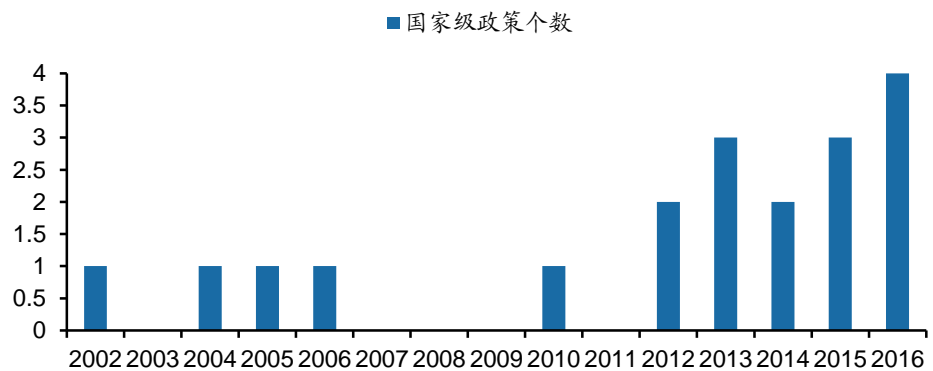
羚锐制药，主动把握基层用药结构调整机会

羚锐制药是国内贴膏剂领域的龙头企业，2012年开始业绩进入快速增长通道，5年收入和扣非净利润的复合增速分别为26%和65%。我们认为快速增长的核心原因是销售体系的改革，新渠道的开发，并且配套合适的产品。前5年的增长大部分来自医院渠道的开发，通络祛痛膏的快速增长；未来几年，公司将重点开发第三终端渠道，二线贴膏剂产品、口服产品将在该领域发力，带动业绩的持续稳健增长。

分级诊疗政策推动基层用药市场扩大

分级诊疗是推动基层药物市场扩大的核心因素，2002年至2011年，我国每年国家级政策出台的数量较为平缓，2012年开始，分级诊疗政策数量增多，且频率相比前10年大幅加快。2017年，卫计委明确提出要在85%以上的地市开展分级诊疗试点，到2020年分级诊疗模式逐渐形成，基本建立符合国情的分级诊疗制度。实际上目前我国4个直辖市和266个城市都开展了分级诊疗试点，占全国城市总数的88.1%。

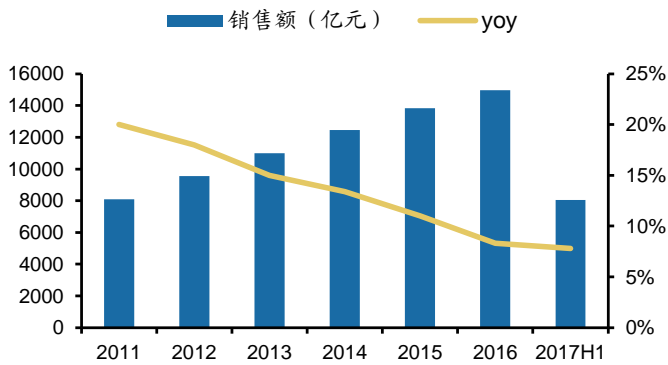
图1：2002-2016年我国每年新出台分级诊疗政策数量



数据来源：动脉网、广发证券发展研究中心

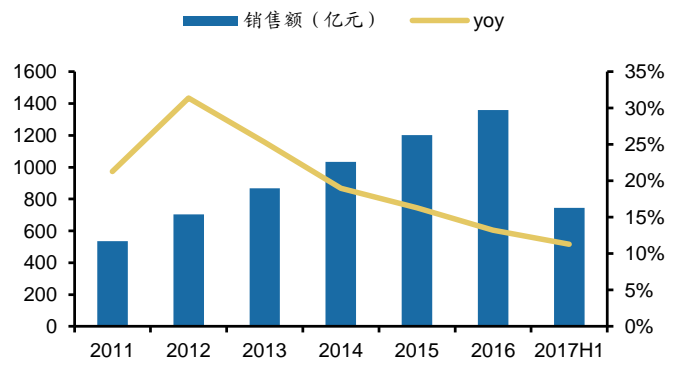
随着分级诊疗政策的推动，2012年开始基层用药市场每年增速均高出整体市场5-10pct，二者增速明显分化。南方所显示，2017年H1，我国药品终端市场销售额为8,037亿元，同比增长7.8%，其中第三终端市场为745亿元，同比增长11.3%，增速明显高于整体药品终端，第三终端市场占比也从2011年的6.6%提高到2017年H1的9.4%，份额明显提高。

图2: 全国药品终端市场药品销售额及增长



数据来源: 南方所, 广发证券发展研究中心

图3: 全国公立基层医疗终端药品销售额及增长



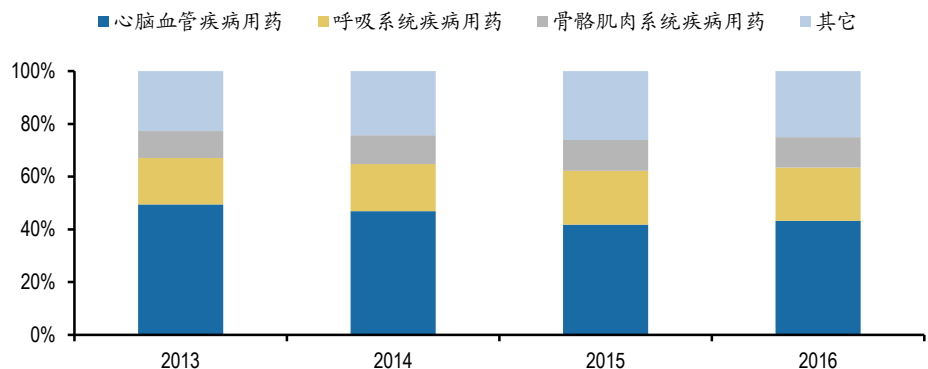
数据来源: 南方所, 广发证券发展研究中心

基层市场中药占比相对更高, 中药注射剂占比下降带来其他用药机会

中成药在基层医疗机构使用比例更高, 相比城市及县级公立医院20-30%的使用比例, 2016年中成药基层市场占比达到41%。产品用药领域以心脑血管类、呼吸系统类、骨骼肌肉类这些常见疾病的用药为主, 2016年三种领域用药分别占比43%、20%和12%。心脑血管用药占据绝对主导地位, 但是近4年来占比略有下降, 呼吸系统类、骨骼肌肉类有所上升。

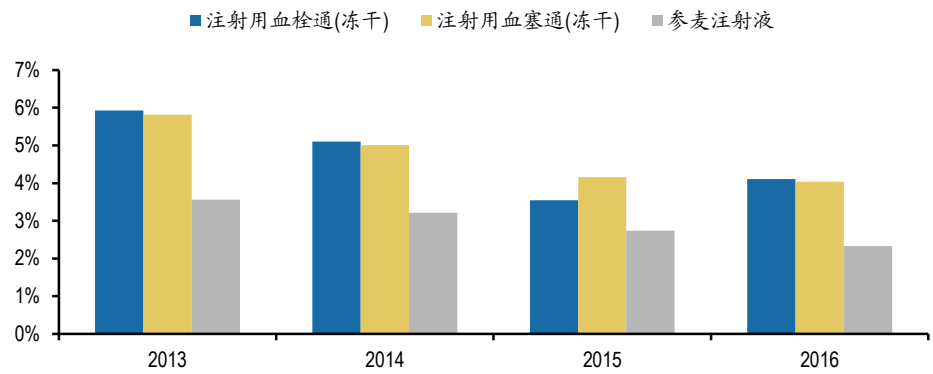
不同于县级以上公立医院市场外资占比高的情况, 基层用药市场依然是内资企业的天下。具体用药产品中历年以中药注射剂为主, 血栓通冻干、血塞通冻干和参麦注射液为前三位用药产品, 2013年总计占据基层药物市场的15%, 到2016年已经下降到10%, 带来其它产品进入该领域的历史性机会。

图4: 2013-2016年基层用药市场用药领域占比情况



数据来源: 南方所, 广发证券发展研究中心

图5: 2013-2016年基层用药中药注射剂明显下降



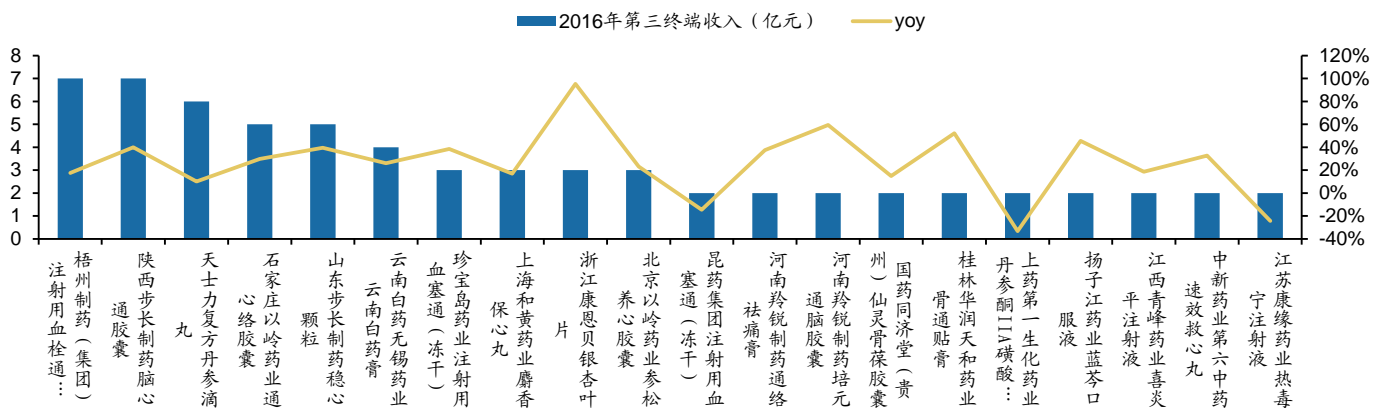
数据来源: 南方所、广发证券发展研究中心

前瞻性布局基层用药市场, 自建队伍加强终端掌控

基层用药市场分为城市社区卫生市场、乡镇卫生院市场。2016年羚锐制药的通络祛痛膏、培元通脑胶囊已经进入城市社区卫生市场前20位, 位列第12和第13, 两者终端收入各为2亿元左右, 增速分别为37%和59%。

我们认为这是羚锐制药精选产品, 并且选择合适市场的前瞻性布局结果。首先基层用药市场适合心脑血管、骨骼肌肉领域用药的开拓, 培元通脑胶囊、通络祛痛膏为羚锐在这两个领域的独家产品。其次在中药注射剂销量下滑以后, 医生需要选择疗效好、消费者可以接受的其它剂型用药, 经销商也需要政策利好、有较高利润空间的产品进行推广。培元通脑胶囊、通络祛痛膏为国家医保目录产品, 品牌口碑好疗效确切, 消费者接受程度高, 并且两者相比同类竞品价格偏高, 经销商也有动力进行推广。最后, 城市社区卫生市场相比乡镇卫生院市场消费能力更强, 并且中药注射剂下滑更加明显, 带来更多其它药物机会, 公司率先在北京、上海两个最大的城市社区用药市场进行推广, 因此产品快速增长。

图6: 中国城市社区卫生中心/站中成药市场TOP20品牌金额



数据来源: 南方所、广发证券发展研究中心

自建第三终端销售队伍, 加强渠道掌控力, 持续开发第三终端。公司较早认识到基层用药市场的机会, 但是受制于原本以OTC推广为主的销售模式, 通络祛痛膏的销售较大的依赖于经销商, 北京、上海找到优质的经销商以后, 通络祛痛膏得以快速

放量增长，除河南、河北和山东为总部临近区域外，其他省由于没有合适的经销商导致市场开拓进展不明显。

但是依靠经销商的情况在发生变化，2017年，公司已经自建了超过千人的第三终端推广队伍，人员部分来自原本OTC推广队伍，部分新招聘，公司有望通过这种方式加强对终端的掌控力度，依赖经销商的不确定性将降低。目前这支销售队伍以口服产品的推广为主，重点是培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊和丹鹿通督片，未来公司将继续组建开发贴膏剂的第三终端推广队伍，推广适合基层用药的贴膏剂产品。目前口服剂已经覆盖了1万家左右的诊所，全年预计覆盖1.2万家，长期将覆盖5-10万家的基层医疗机构，单家诊所年销售1万，则有5-10亿元的收入，年销售2万，则有10-20亿元的销售收入。而这些单店收入的提高，则由持续性导入新的产品得以实现。

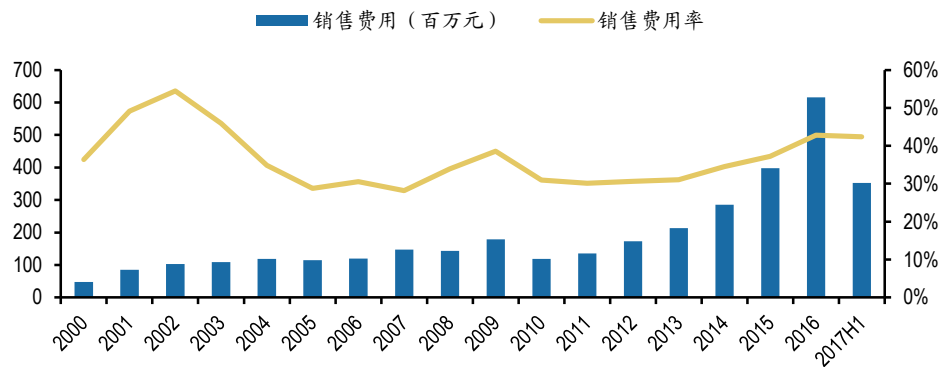
持续推进销售改革，以强力销售推动业务扩张

2012年，熊伟总开始担任公司市场营销部总经理助理，此后陆续担任市场部总监、公司总经理，以市场营销为专业的熊伟总对公司营销体系做了较大变革。公司一方面将原本3年一签的合约延长为5年，提高销售人员稳定性；另一方面以利润作为销售人员的考核指标，给予终端地区经理更高的财务、人事权利，地区经理熟悉终端市场，有以最高性价比投入的方式完成目标的动力，从而也提高地区经理的待遇形成良性循环。

渠道环节，公司则是平衡各方利益，提高销售人员、终端市场的利益，使产品在终端消化而不至于积压在渠道。比如普通贴膏剂壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏2016年提价以后，并没有把利润全部收归公司，而是在公司、经销商、销售人员、终端门店进行合理分配；同样，舒腹贴膏终端价格高于品牌产品丁桂儿脐贴，公司也将费用在各个环节进行合理分配，提高销售人员、终端门店的推广动力。并且，对销售人员以终端销售指标进行考核，降低产品在中间渠道积压的可能性。

以强力的销售推动收入扩张是企业处于成长期的必然阶段，我们认为羚锐制药正处于这样一个阶段，2012年公司销售费用为1.72亿元，到2016年快速增长为6.16亿元，增长近4倍，得益于收入的快速增长，公司整体的销售费用率仅仅从30.65%提高到42.78%，提高12.12pct。未来一方面随着新建队伍的完成，新产品的导入具备边际成本递减效应，另一方面费用大量投入，在品牌成熟、消费者粘性增强以后可以适当降低，有望贡献更加明显的利润。

图7：公司历年销售费用和费用率的变化趋势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

单品驱动向多点驱动转变，产品集群效应初步形成

公司自2013年以来通过通络祛痛膏医院市场的开发带来业绩的高速增长，2017年以来通络祛痛膏增速下滑，公司的驱动点从通络祛痛膏单品高增长，向普通贴膏剂精耕细作、二线贴膏剂重点开发、口服品种开发第三终端从而实现多点驱动转变。我们认为公司已经形成了产品发展的集群效应，对于单一产品的依赖程度下降。

通络祛痛膏重点看新区域扩张，预计持续平稳增长

通络祛痛膏为公司独家和新进2012版基药目录产品，原本以OTC市场销售为主，之后受益于北京、上海等地医院市场的开发，2013年开始高速增长，2016年销量1.71亿贴，同比增长55.45%，按照出厂价3元/贴左右计算收入5亿元左右，占公司贴膏剂收入的50%，其中医院市场占比为60%左右。2017年在医院市场反腐和两票制作用下，通络祛痛膏增速受到影响，2017H1增速预计为15%左右。

按照2016年通络祛痛膏医院端3亿元左右的收入分区域，其中70%集中在北京、上海两地销售，剩余30%在河南、山东、河北等地销售。通络祛痛膏北京、上海地区销售以代理商为主，能够实现高增长一方面是北京、上海签订了优质的代理商，另一方面是两地支付能力强。未来看，通络祛痛膏还存在多个空白市场，公司已经在广东、福建、天津等多个省份做开发工作，配合OTC的开发以及自建贴膏剂第三终端推广队伍后依然将平稳增长，而乐观情况在其它地区找到优质经销商，也有可能恢复快速增长。

图12: 2016年羚锐制药壮骨麝香止痛膏市场份额

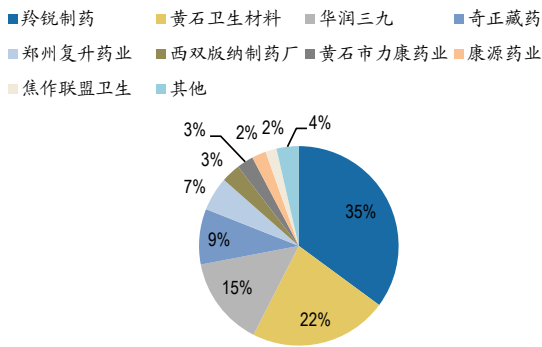
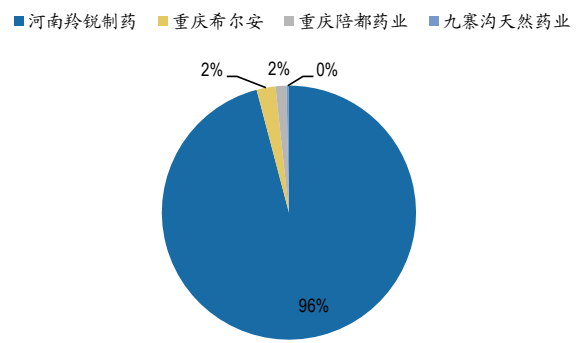


图13: 2016年羚锐制药伤湿止痛膏市场份额



数据来源: 中智, 广发证券发展研究中心

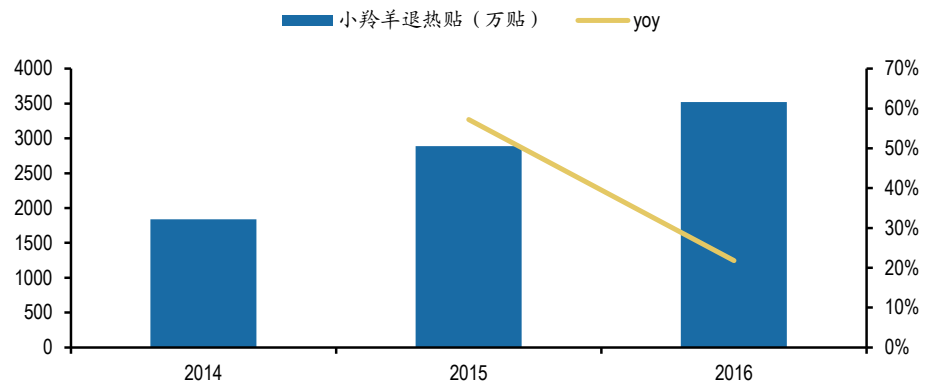
数据来源: 中智, 广发证券发展研究中心

小羚羊退热贴、舒腹贴膏低基数上高增长, 未来还将引入羚锐卫材的其它品类

小羚羊退热贴主要运用物理降温方法缓解发烧、头痛, 鼻塞, 烦躁等不适症状, 2016年收入不到1亿元, 公司不断强化销售执行力, 加大促销力度, 取得较好成效, 预计小羚羊退热贴2017年销售将过亿。随着二胎政策的开放、国家对儿童用药的高度关注, 退热贴市场前景广阔, 目前该产品市场同类产品较多, 市场较为分散, 尚未形成规模效应。公司可利用这一时机进一步强化产品推广力度, 逐步确立该产品市场的主导地位。

舒腹贴膏是公司另一重磅儿童产品, 主要针对胃脘痛, 腹痛腹胀, 恶心, 呕吐, 食欲不振, 肠鸣腹泻, 小儿泄泻等症状。其同类竞争产品主要为亚宝药业拳头产品丁桂儿脐贴, 与之相比, 公司舒腹贴膏销售基数较小, 2016年销售额仅3,000万元左右, 低基数上维持翻倍的快速增长。而且由于舒腹贴膏每贴零售价为7.25元, 高于丁桂儿脐贴每贴5.63元的价格, 公司可利用产品定价优势, 加大零售终端投入, 运用广告宣传等手段, 进一步扩大产品市场份额。我们预计未来舒腹贴膏继续快速放量, 成为另一个过亿元的产品。

图14: 公司小羚羊退热贴历年销量和增速



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 1: 舒腹贴膏同类竞争产品对比

药品名称	生产厂家	是否独家	单片价格(元/片)	是否基药	是否医保	2016年销售额(亿元)
舒腹贴膏	羚锐制药	否	7.25	否	否	0.3
丁桂儿脐贴	亚宝药业	否	5.63	否	是(乙类)	3.5

数据来源: 药智网, 中智, 广发证券发展研究中心

二线产品壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏在提价后精耕细作维持高增长, 舒腹贴膏等产品也在相对低基数上快速增长, 这些均可以平缓贴膏剂品类因通络祛痛膏增速下降造成的波动。未来公司还将从北京羚锐卫材引入新的产品, 构建更齐全的产品线, 在医院、OTC和第三终端多渠道推动。我们预计贴膏剂未来3年依然将维持20%-30%之间的稳健增长。

表 2: 羚锐卫材拥有的贴膏剂产品

产品名称	适应症	生产企业数	医保	基药
扭伤膏	温经散寒, 通络止痛, 用于关节扭挫伤。	2	非医保	非基药
关节止痛膏	活血散瘀, 温经镇痛。用于寒湿瘀阻经络所致风湿关节痛及关节扭伤	>10	医保(乙)	非基药
精制狗皮膏	舒筋、活血、散寒、止痛。本品用于筋骨痛, 急性挫伤, 扭伤, 风湿痛, 关节痛, 肋痛, 肌肉酸痛等症。	>10	医保(甲)	非基药
曲安奈德新霉素贴膏	用于局限性神经性皮炎, 慢性湿疹。也可用于小面积的银屑病。	>10	非医保	非基药
伤湿祛痛膏	祛风湿、止痛。用于头痛、风湿痛、扭伤及肌肉酸痛。	>10	非医保	非基药
伤痛宁膏	活血散瘀, 消肿止痛。用于关节扭伤, 肌肉拉伤, 韧带拉伤等急性软组织损伤。	3	非医保	非基药
水杨酸苯酚贴膏	皮肤外用药。适用于治疗鸡眼。	>10	非医保	非基药
消炎镇痛膏	消炎镇痛。用于神经痛、风湿痛、肩痛、扭伤、关节痛、肌肉疼痛等。	>10	非医保	非基药
咧咪美辛贴片	本品用于缓解局部疼痛, 如肌肉痛、关节痛以及拉伤、扭伤和运动损伤引起的疼痛和肿胀, 也可用于类风湿性关节炎、风湿性关节炎、肩周炎的对症治疗。	1	非医保	非基药
麝香壮骨膏	镇痛, 消炎。本品用于风湿痛, 关节痛, 腰痛, 神经痛, 肌肉酸痛, 扭伤, 挫伤。	>10	非医保	非基药

数据来源: 南方所、广发证券发展研究中心

口服品种开发第三终端市场, 培元通脑胶囊已经初见成效

公司的口服产品主要是培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊和丹鹿通督片。

培元通脑胶囊为公司独家生产, 国家医保乙类产品, 主要用于缺血性中风中经络恢复期肾元亏虚, 瘀血阻络证, 适用于基层的心脑血管领域用药。培元通脑的终端价格约为1.9元/粒, 日用药金额为17元, 价格相比同类产品步长制药的脑心通要高, 在市场推广中较为有利。公司目前主要开发第三终端市场, 南方所数据显示, 2016年培元通脑市场终端收入已经达到2亿元, 同比增长59.40%, 在国内第三终端市场用药中排名第13位。

公司目前已经自建了超千人的第三终端推广队伍, 截止2017年年中, 已经覆盖过万家的诊所和卫生院, 全年计划将覆盖1.2万家左右诊所卫生院, 带动包括培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊和丹鹿通督片的进一步增长。

表 3: 培元通脑和步长制药脑心通的对比

药品名称	生产厂家	是否独家	日用药金额 (元/天)	是否基药	是否医保	2016 年销售额 (亿元)
培元通脑	羚锐制药	是	17.01	否	是 (乙类)	2
脑心通	步长制药	是	6.21	是	是 (乙类)	22

数据来源: 药智网, 中智, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

盈利假设:

贴膏剂: 通络祛痛膏受益于第三终端开发预计稳定增长。二线贴膏剂壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏精耕细作; 小儿退热贴、舒腹贴膏合理分配渠道利润低基数快成长; 未来还将引入羚锐卫材的品种强化贴膏剂产品线。

口服产品: 培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊等产品收益于第三终端开发将持续成长, 丹鹿通督片今年略有下降, 明年预计恢复增长。

公司业务单品驱动向多点驱动转变, 产品集群效应初步形成, 在以上假设基础上我们预计2017年、2018年、2019年收入分别为17.87亿元、22.10亿元、27.36亿元, 分别同比增长24.38%、23.62%和23.84%; 实现归母净利润分别为2.10亿元、2.75亿元和3.59亿元, 因为2016年投资收益较大的原因, 预计2017年同比下降39.33%, 2018年、2019年分别同比增长31.11%和30.53%。

表 4: 市场可比公司估值 (2017 年 9 月 14 日收盘价)

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
002287.SZ	奇正藏药	41.80	0.71	0.80	0.93	1.05	58.87	52.25	44.95	39.81
600285.SH	羚锐制药	11.57	0.58	0.35	0.46	0.61	21.86	32.67	24.92	19.09

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (奇正藏药为 Wind 一致预测)

风险提示

营销改革可持续性风险; 新渠道推广进度低于预期;

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	943	1563	1777	2232	2828
货币资金	412	378	1035	1318	1685
应收及预付	204	361	330	408	507
存货	293	484	385	480	610
其他流动资产	33	340	26	26	26
非流动资产	1766	1419	1294	1275	1241
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	486	536	526	486	439
在建工程	13	134	154	174	194
无形资产	190	216	211	212	206
其他长期资产	1077	533	402	402	402
资产总计	2709	2982	3070	3506	4069
流动负债	785	757	671	830	1030
短期借款	380	205	0	0	0
应付及预收	405	552	671	830	1030
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	199	113	75	75	75
长期借款	40	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	159	93	55	55	55
负债合计	985	869	746	905	1105
股本	535	592	592	592	592
资本公积	137	565	565	565	565
留存收益	450	695	905	1180	1539
归属母公司股东权	1706	2087	2297	2572	2931
少数股东权益	18	25	27	30	33
负债和股东权益	2709	2982	3070	3506	4069

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	157	63	796	258	319
净利润	134	348	212	278	362
折旧摊销	36	44	36	37	37
营运资金变动	8	-97	562	-14	-29
其它	-21	-231	-14	-43	-51
投资活动现金流	-26	-240	61	25	48
资本支出	-84	-217	41	-13	2
投资变动	38	285	20	38	46
其他	20	-308	0	0	0
筹资活动现金流	-89	139	-200	0	0
银行借款	460	245	-205	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	467	0	0	0
其他	-549	-572	4	0	0
现金净增加额	42	-37	657	283	367
期初现金余额	371	412	378	1035	1318
期末现金余额	412	375	1035	1318	1685

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	29.6	34.4	24.2	23.6	23.8
营业利润增长	86.3	169.5	-40.5	31.8	31.0
归属母公司净利润增长	73.9	161.0	-39.3	31.1	30.5
获利能力(%)					
毛利率	63.0	67.4	66.5	66.3	65.4
净利率	12.5	24.2	11.8	12.6	13.2
ROE	7.8	16.6	9.1	10.7	12.2
ROIC	14.2	9.3	20.5	26.0	34.6
偿债能力					
资产负债率(%)	36.3	29.2	24.3	25.8	27.2
净负债比率	-	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6
流动比率	1.20	2.07	2.65	2.69	2.74
速动比率	0.81	1.40	2.03	2.07	2.11
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.51	0.59	0.67	0.72
应收账款周转率	74.32	57.62	74.49	74.49	74.49
存货周转率	1.53	1.21	1.55	1.55	1.55
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.58	0.35	0.46	0.61
每股经营现金流	0.29	0.11	1.34	0.44	0.54
每股净资产	3.19	3.52	3.88	4.34	4.95
估值比率					
P/E	53.6	21.9	32.7	24.9	19.1
P/B	4.2	3.6	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	41.7	33.5	22.8	17.6	12.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1071	1439	1787	2210	2736
营业成本	396	469	599	745	948
营业税金及附加	13	21	27	33	41
销售费用	398	616	751	919	1100
管理费用	128	156	191	234	279
财务费用	8	8	0	0	0
资产减值损失	3	20	0	0	0
公允价值变动收益	-7	4	0	0	0
投资净收益	33	251	20	38	46
营业利润	150	403	240	316	414
营业外收入	6	40	6	6	6
营业外支出	1	35	1	1	1
利润总额	155	409	245	321	419
所得税	21	61	33	44	57
净利润	134	348	212	278	362
少数股东损益	1	2	2	3	3
归属母公司净利润	132	346	210	275	359
EBITDA	170	221	256	315	405
EPS(元)	0.25	0.58	0.35	0.46	0.61

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 冯 鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 马 帅：分析师，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡 强：分析师，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。