

加强渠道推广，核心药品稳步增长

增持 维持

目标价格：24.4 元

中期业绩：

报告期内，公司实现营业收入 3.9 亿元，较上年同期下降 13.94%，实现营业利润 1.16 亿，较上年同期增长 10.33%，实现归属于上市公司股东净利润 1.3 亿，较上年同期增长 13.90%，公司经营业绩稳步增长。

报告摘要：

- **收入略微下降，但利润保持稳定增长。**上半年，公司营业收入下降 13.94%，药品核心产品消痛贴膏、白脉软膏持续增长，带动药品整体销售额较上年同期增长 11.12%；药材业务继续受市场环境的影响，较上年同期降低 71.18%。所以尽管收入略微下降，但高毛利的药品销售增加，主业利润依然保持 10% 的增长。
- **大医院、基药、零售市场三轮驱动。**公司继续专注藏药，巩固骨骼-肌肉治疗领域在外用贴膏医学市场领导地位，加强品牌建设和市场网络建设，保持了药品业务的稳定增长。在大医院市场，坚持学术营销。在基药市场，一方面强化学术支持；另一方面扩大覆盖面同时深度耕作，提高产出。在零售市场，加大了新品上市的力度，在 KA 渠道进一步精耕细作。在招商市场（分销商和社区医院），神经和妇科新领域的拓展取得进一步成效，招商品种销售均有较明显的增长。
- **药材市场不景气，核心品种销售借助金融与商品创新平台。**上半年由于药材市场不景气，收入下降 71.18%。为此，公司在商业模式上有所改进，围绕核心品种，依托渤海所平台优势进行销售的同时，通过为客户提供仓储、质量控制、技术辅导等综合服务，丰富收入来源。
- **盈利预测与估值。**根据我们的盈利预测模型，预计 2014-2016 年公司营业收入 10.17 亿、12.21 亿、14.41 亿元，净利润 2.46 亿、3.10 亿和 3.74 亿，对应的 EPS 0.61、0.77、0.92，PE 为 37.3、29.59 和 24.54 倍。维持“增持”评级，目标价 24.4 元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	934.27	969.47	1017.94	1221.53	1441.40
增长率(%)	18.38	3.77	5.00	20.00	18.00
归母净利润(百万)	190.18	213.37	246.67	310.93	374.92
增长率(%)	11.40	12.20	15.61	26.05	20.58
每股收益	0.47	0.53	0.61	0.77	0.92
市盈率	51.71	46.09	37.30	29.59	24.54

中小市值公司研究小组

分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

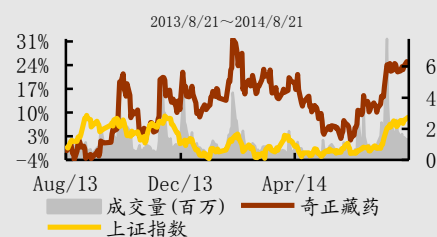
研究助理：

岳苗

电话：010-88013564

Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



相关研究

《金宇集团：疫苗销售再提速 成长空间广阔》

2014/8/21

《亚太药业：上半年业绩扭亏为盈》

2014/8/20

《首航节能：多重利好显现，长期前景光明》

2014/8/20

《乐凯胶片》

2014/8/20

《亚威股份：加速发展高端产品 收入逆势微增》

2014/8/19

报表预测

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	789.23	934.27	969.47	1017.94	1221.53	1441.40
减: 营业成本	359.25	436.59	356.38	325.74	427.53	504.49
营业税金及附加	9.04	10.50	16.91	17.76	21.31	25.14
营业费用	183.95	217.78	281.70	335.92	342.03	389.18
管理费用	52.76	70.17	90.27	79.76	95.72	112.94
财务费用	-11.05	-10.68	-11.13	-11.63	-10.45	-10.46
资产减值损失	-0.04	2.90	15.63	3.00	3.00	3.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	195.30	207.01	219.71	267.39	342.39	417.10
加: 其他非经营损益	7.64	15.84	38.19	20.56	20.56	20.56
利润总额	202.94	222.85	257.90	287.94	362.95	437.66
减: 所得税	32.29	35.05	46.73	43.19	54.44	65.65
净利润	170.65	187.80	211.17	244.75	308.51	372.01
减: 少数股东损益	-0.07	-2.38	-2.21	-1.92	-2.42	-2.92
归属母公司股东净利润	170.72	190.18	213.37	246.67	310.93	374.92
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	498.76	481.86	522.76	775.15	600.05	883.48
应收和预付款项	428.19	501.70	531.67	453.18	735.85	667.21
存货	136.23	117.77	98.58	96.07	159.41	142.06
其他流动资产	1.53	0.26	7.52	7.52	7.52	7.52
长期股权投资	37.50	37.50	37.50	37.50	37.50	37.50
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	155.53	181.64	247.21	230.64	207.07	182.01
无形资产和开发支出	76.38	75.59	76.13	67.41	58.69	49.97
其他非流动资产	0.51	0.62	3.17	2.14	1.12	1.12
资产总计	1334.62	1396.93	1524.54	1669.62	1807.22	1970.86
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	48.28	24.11	27.93	35.66	36.85	44.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	45.00	65.00	81.00
其他负债	8.81	21.17	48.40	48.40	48.40	48.40
负债合计	57.09	45.27	76.32	129.06	150.25	173.53
股本	406.00	406.00	406.00	406.00	406.00	406.00
资本公积	411.02	411.02	411.02	411.02	411.02	411.02
留存收益	427.71	504.21	591.72	685.99	804.82	948.10
归属母公司股东权益	1244.73	1321.23	1408.75	1503.02	1621.84	1765.12
少数股东权益	32.81	30.43	39.47	37.55	35.13	32.21
股东权益合计	1277.54	1351.66	1448.21	1540.56	1656.97	1797.34
负债和股东权益合计	1334.62	1396.93	1524.54	1669.62	1807.22	1970.86
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	-11.08	169.81	198.70	350.70	-15.93	486.15
投资性现金净流量	-125.81	-61.65	-74.36	-2.53	2.47	2.47
筹资性现金净流量	-102.43	-113.68	-114.61	-95.77	-161.65	-205.19
现金流量净额	-239.32	-5.51	9.74	252.40	-175.11	283.43

财务分析和估值指标汇总

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收益率						
毛利率	54.48%	53.27%	63.24%	68.00%	65.00%	65.00%
三费/销售收入	28.59%	29.68%	37.22%	39.69%	34.98%	34.11%
EBIT/销售收入	24.23%	22.69%	25.43%	27.14%	28.86%	29.64%
EBITDA/销售收入	25.78%	24.39%	27.96%	31.40%	32.57%	32.81%
销售净利率	21.62%	20.10%	21.78%	24.04%	25.26%	25.81%
资产获利率						
ROE	13.72%	14.39%	15.15%	16.41%	19.17%	21.24%
ROA	14.33%	15.18%	16.17%	16.55%	19.50%	21.68%
ROIC	32.05%	20.99%	19.23%	23.25%	34.38%	30.48%
增长率						
销售收入增长率	50.72%	18.38%	3.77%	5.00%	20.00%	18.00%
EBIT 增长率	17.23%	10.87%	16.28%	12.07%	27.57%	21.19%
EBITDA 增长率	18.33%	11.99%	18.96%	17.91%	24.46%	18.90%
净利润增长率	0.04%	10.05%	12.44%	15.91%	26.05%	20.58%
总资产增长率	3.39%	4.67%	9.13%	9.52%	8.24%	9.06%
股东权益增长率	4.80%	6.15%	6.62%	6.69%	7.91%	8.83%
经营营运资本增长率	55.27%	14.99%	2.30%	-14.27%	65.44%	-10.39%
资本结构						
资产负债率	4.28%	3.24%	5.01%	7.73%	8.31%	8.80%
投资资本/总资产	58.94%	62.93%	61.34%	49.15%	62.76%	51.21%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	34.87%	43.26%	46.68%
流动比率	22.05	44.61	39.74	36.06	39.41	37.44
速动比率	19.20	39.83	36.10	33.25	35.04	34.15
股利支付率	66.59%	59.78%	58.99%	61.78%	61.78%	61.78%
收益留存率	33.41%	40.22%	41.01%	38.22%	38.22%	38.22%
资产管理效率						
总资产周转率	0.59	0.67	0.64	0.61	0.68	0.73
固定资产周转率	7.88	5.33	4.73	4.83	6.36	8.63
应收账款周转率	2.15	2.18	1.98	2.64	1.84	2.51
存货周转率	2.64	3.71	3.62	3.39	2.68	3.55
业绩和估值指标						
EBIT	191.24	212.03	246.54	276.31	352.50	427.20
EBITDA	203.49	227.88	271.09	319.63	397.81	472.99
NOPLAT	154.21	165.14	169.05	217.39	282.15	345.65
净利润	170.72	190.18	213.37	246.67	310.93	374.92
EPS	0.420	0.468	0.526	0.608	0.766	0.923
BPS	3.066	3.254	3.470	3.702	3.995	4.348
PE	53.89	48.38	43.12	37.30	29.59	24.54
PEG	4.13	2.72	2.09	N/A	N/A	N/A
PB	7.39	6.96	6.53	6.12	5.67	5.21
PS	11.66	9.85	9.49	9.04	7.53	6.38
PCF	-830.14	54.18	46.30	26.23	-577.57	18.92
EV/EBIT	45.71	41.31	35.39	30.83	24.72	19.77
EV/EBITDA	42.96	38.43	32.19	26.65	21.90	17.85
EV/NOPLAT	56.69	53.03	51.62	39.18	30.88	24.43
EV/IC	11.11	9.96	9.33	10.38	7.68	8.37
ROIC-WACC	32.05%	20.99%	19.23%	22.92%	34.04%	30.00%
股息率	0.012	0.012	0.014	0.017	0.021	0.025

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 天玑科技、天通股份、天马精化、天立环保、天成控股、利德曼、世纪鼎利、美盛文化、首航节能、奥维通信、硕贝德、隆基机械、亚威股份、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、勤上光电、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、中银绒业、长信科技、长方照明等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
机构	北京保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。