

收入增长较快，自主研发与外延并重 买入 维持

投资要点：

- 公司今年上半年实现营业收入 2.7 亿元，同比增长 31%，归属上市公司净利润 1838 万元，同比增长 4.4%
- 主营业务收入增长较快，销售费用大幅增长
- 自主研发与外延发展并重

报告摘要：

- 公司今年上半年实现营业收入 2.7 亿元，同比增长 31%，归属上市公司净利润 1838 万元，同比增长 4.4%。
- **主营业务收入增长较快，销售费用大幅增长。**医药工业同比增长 25%，显示出公司主打产品维持良好的发展态势，同时成本同比下降 10.6%，使毛利率上升 6%。销售体系不断完善，公司上半年医疗销售同比增长 71%，表明公司在销售体系方面，全面完成了新药销售模式的转变，在普药方面坚持产品结构调整，加强了空白市场的覆盖。我们认为，公司的这些努力已经取得了较理想的效果。但是公司销售体系的改变也带来销售费用大幅增长，同比上涨 40%，我们认为随着逐渐的完善，这一趋势有望放缓。
- **自主研发与外延发展并重。**公司采取自主研发和外延并购并重，促进公司可持续发展。公司上半年研发支出同比增长 45%，在产品研发方面力度加大，同时公司也明确提出加强和外部机构的合作，启动以产品为核心的企业并购工作，以改善和丰富现有产品结构。我们认为公司两条腿走路的战略值得期待。
- **酒店业务难有起色。**正金花国际大酒店依然亏损，公司上半年酒店收入 1704 万元，同比下滑 14.6%，净利润-1146 万元，依然难有起色。
- **盈利预测。**由于销售费用高企，我们下调公司 14-16 年 EPS 至 0.15 元，0.38 元和 0.52 元，我们看好公司转型方向，维持给予买入评级。

中小市值公司研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

高级分析师：

虞瑞捷(S1180514070001)

电话：010-88013065

Email: yuruijie@hysec.com

市场表现



相关研究

《奇正藏药：加强渠道推广，核心药品稳定增长》

2014/8/22

《中银绒业：转型换挡期》

2014/8/22

《综艺股份：传统业务大幅回暖，互联网平稳布局》

2014/8/22

《嘉应制药：翘尾效应催生靓丽中报》

2014/8/22

《金宇集团：疫苗销售再提速 成长空间广阔》

2014/8/21

《利德曼：收入增长乏力 加强研发远景看好》

2014/8/21

| 主要经营指标 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 460.19 | 471.10 | 523 | 682 | 849 |
| 增长率 (%) | 21.66 | 2.37 | 11.1 | 30.3 | 24.5 |
| 归母净利润(百万) | 44.25 | 45.59 | 62 | 115 | 159 |
| 增长率 (%) | -73.27 | 3.03 | 35.5 | 86.9 | 37.3 |
| 每股收益 | 0.14 | 0.15 | 0.20 | 0.38 | 0.52 |
| 市盈率 | 54.50 | 52.90 | 54 | 29 | 21 |

资产负债表

| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 127 | 16 | 64 | 142 | 263 |
| 应收账款 | 70 | 93 | 105 | 136 | 170 |
| 预付账款 | 22 | 34 | 42 | 55 | 68 |
| 存货 | 48 | 53 | 49 | 65 | 81 |
| 其他 | 19 | 168 | 171 | 177 | 184 |
| 流动资产合计 | 287 | 364 | 430 | 575 | 766 |
| 长期股权投资 | 155 | 155 | 155 | 155 | 155 |
| 固定资产 | 433 | 413 | 497 | 531 | 540 |
| 在建工程 | 200 | 200 | 110 | 65 | 43 |
| 无形资产 | 46 | 43 | 40 | 37 | 33 |
| 其他 | 3 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 837 | 821 | 802 | 788 | 771 |
| 资产总计 | 1,124 | 1,185 | 1,232 | 1,363 | 1,537 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 37 | 38 | 41 | 54 | 68 |
| 其他 | 118 | 132 | 131 | 135 | 138 |
| 流动负债合计 | 155 | 171 | 173 | 189 | 206 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 7 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 7 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 162 | 187 | 173 | 189 | 206 |
| 少数股东权益 | 2 | 2 | 1 | (0) | (2) |
| 股本 | 305 | 305 | 305 | 305 | 305 |
| 资本公积 | 253 | 253 | 253 | 253 | 253 |
| 留存收益 | 402 | 439 | 501 | 616 | 775 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 962 | 998 | 1,060 | 1,174 | 1,331 |
| 负债和股东权益总计 | 1,124 | 1,185 | 1,232 | 1,363 | 1,537 |

现金流量表

| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|

利润表

| 单位:百万元 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 营业收入 | 460 | 471 | 523 | 682 | 849 |
| 营业成本 | 224 | 184 | 197 | 259 | 323 |
| 营业税金及附加 | 8 | 8 | 9 | 12 | 14 |
| 营业费用 | 127 | 188 | 199 | 218 | 255 |
| 管理费用 | 63 | 56 | 63 | 82 | 102 |
| 财务费用 | (1) | (3) | (0) | (1) | (2) |
| 资产减值损失 | (2) | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 43 | 39 | 58 | 114 | 159 |
| 营业外收入 | 7 | 13 | 14 | 14 | 14 |
| 营业外支出 | 1 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 利润总额 | 49 | 45 | 64 | 120 | 165 |
| 所得税 | 5 | (1) | 3 | 6 | 8 |
| 净利润 | 44 | 45 | 61 | 114 | 157 |
| 少数股东损益 | (0) | (0) | (1) | (1) | (2) |
| 归属于母公司净利润 | 44 | 46 | 62 | 115 | 159 |
| 每股收益 | | | | | |
| (元) | 0.15 | 0.15 | 0.20 | 0.38 | 0.52 |
| 主要财务比率 | | | | | |
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 21.7% | 2.4% | 11.1% | 30.3% | 24.5% |
| 营业利润 | 1.4% | -9.2% | 49.6% | 95.9% | 39.2% |
| 归属于母公司净利润 | -73.3% | 3.0% | 35.5% | 86.9% | 37.3% |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 51.4% | 61.0% | 62.4% | 62.0% | 62.0% |
| 净利率 | 9.6% | 9.7% | 11.8% | 16.9% | 18.7% |
| ROE | 4.7% | 4.7% | 6.0% | 10.3% | 12.6% |
| ROIC | 4.0% | 3.7% | 5.4% | 9.6% | 11.9% |
| 偿债能力 | | | | | |

| | | | | | | | | | | | |
|----------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 44 | 45 | 61 | 114 | 157 | 资产负债率 | 14.4% | 15.8% | 14.0% | 13.9% | 13.4% |
| 折旧摊销 | 24 | 17 | 29 | 34 | 37 | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 财务费用 | (1) | (3) | (0) | (1) | (2) | 流动比率 | 1.86 | 2.13 | 2.49 | 3.04 | 3.72 |
| 投资损失 | (0) | (2) | (2) | (2) | (2) | 速动比率 | 1.54 | 1.82 | 2.21 | 2.70 | 3.33 |
| 营运资金变动 | 23 | (173) | (16) | (50) | (53) | 营运能力 | | | | | |
| 其它 | (71) | 160 | (6) | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 8.6 | 5.8 | 5.3 | 5.7 | 5.5 |
| 经营活动现金流 | 18 | 44 | 67 | 95 | 137 | 存货周转率 | 5.3 | 3.6 | 3.8 | 4.5 | 4.4 |
| 资本支出 | 3 | 10 | (20) | (20) | (20) | 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 长期投资 | (1) | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 | | | | | |
| 其他 | 69 | (26) | 10 | 2 | 2 | 每股收益 | 0.15 | 0.15 | 0.20 | 0.38 | 0.52 |
| 投资活动现金流 | 71 | (15) | (10) | (18) | (18) | 每股经营现金流 | 0.06 | 0.14 | 0.22 | 0.31 | 0.45 |
| 债权融资 | 0 | 9 | (10) | 0 | 0 | 每股净资产 | 3.15 | 3.27 | 3.47 | 3.85 | 4.37 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 其他 | 0 | (18) | 0 | 1 | 2 | 市盈率 | 75.2 | 73.0 | 53.9 | 28.8 | 21.0 |
| 筹资活动现金流 | 0 | (9) | (9) | 1 | 2 | 市净率 | 3.5 | 3.3 | 3.1 | 2.8 | 2.5 |
| 汇率变动影响 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 49.8 | 62.0 | 37.4 | 22.2 | 16.8 |
| 现金净增加额 | 89 | 20 | 48 | 79 | 121 | EV/EBIT | 78.0 | 90.6 | 56.4 | 28.8 | 20.8 |

作者简介:

王凤华: 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 |
| 机 构 | 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 |
| | 北京保险/私募 | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | | 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范围包括证券投资咨询业务。