

内生稳步增长，外延有望继续

买入 维持

投资要点:

公司发布2014年三季报,1-9月实现收入5.12亿元,同比增长21.76%,扣非净利润7879万元,同比增长12.23%,经营活动现金流净额5702万元,同比下降1.69%,EPS为0.27元,同比增长12.50%。其中2014Q3实现收入1.68亿元,同比增长24.92%,扣非净利润2362万元,同比增长4.19%。同时公司公告2014年全年净利润增长区间为5%-30%。

报告摘要:

► **母公司及永孜堂营收均保持较快增长，净利润增速低于收入增速。**报告期内公司营收5.12亿,同比增长21.76%。其中母公司营收4.36亿,同比增长21.36%,永孜堂营收7600万左右,同比增长19%左右。母公司方面,由于去年3季度受媒体事件影响,四磨汤整体基数相对较低,今年同期预计会有较快增长,估计前三季度收入超过3亿。规格方面,由于公司老厂区面临改造,我们预计10支装四磨汤增长相对较快。永孜堂方面,公司进行了人员及销售调整,采用类似四磨汤的营销模式,加大营销投入,使营收同比实现较快增长。

前三季度公司营收增速为22%,净利润增速为12%,净利润增速低于收入增速,主要原因是(1)主导产品四磨汤毛利率同比下降3%左右,导致盈利能力有所下降;(2)子公司永孜堂并表,增加管理费用1100万左右,致使管理费用同比增加较多。

► **毛利率环比平稳，同比有所下降，销售净利率同比有所下降。**1-9月份,公司综合毛利率为70.61%,环比保持平稳,同比则下降4个百分点,与主导产品四磨汤成本增加致使毛利率下降有关。期间费用率方面,环比上升1个百分点,同比下降3个百分点,其中销售费用率同比下降明显,由13年的47.54%下降到当前的41.10%,这与公司提前搭建销售队伍有关。毛利率和期间费用率的变动带动公司销售净利率由去年同期的17%下降到当前的15.84%。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	489.46	584.93	793.14	947.61	1155.80
增长率(%)	22.13%	19.51%	35.60%	19.48%	21.97%
归母净利润(百万)	81.46	110.83	135.79	167.10	207.13
增长率(%)	38.47%	36.06%	22.52%	23.06%	23.96%
每股收益	0.28	0.37	0.46	0.56	0.70
市盈率	66.90	49.17	40.13	32.61	26.31

医药生物研究组

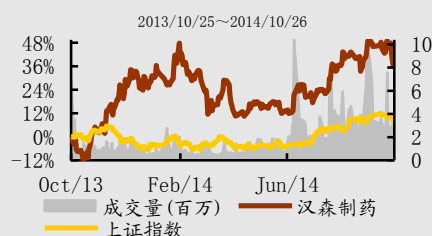
分析师:

王晓峰(S1180512120001)

电话: 010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《常山药业: 经营稳健, 低钙维持较快增长》

2014/10/23

《太龙药业: 老树新芽, 枝繁叶茂》

2014/8/31

《科伦药业: 经营稳健, 非输液维持高增长》

2014/8/27

《精华制药: 围绕核心战略, 内外并举》

2014/8/24

《太龙药业: 工业保持较快增长, 新业务值得期待》

2014/8/24

《戴维医疗: 经营稳健, 所得税率拉低利润增速》

2014/8/22

《常山药业: 制剂增速平稳, 原料药增速放缓》

2014/8/22

《天士力: 医药工业维持高增长》

2014/8/10

- **主业预计保持稳步增长，外延性发展值得期待。**公司本部方面，尽管新建产能开始释放，但公司老厂区也开始进行改造，整体产能释放会有一段过程。另外整体招标进度低于预期，因此主导产品四磨汤口服液预计会保持稳步增长，出现爆发式增长概率较小。子公司永孜堂方面，品种有一定优势，但之前营销薄弱，因此营销改革将会是重中之重，公司管理层对此非常重视，未来会考虑借鉴四磨汤的成功营销经验进行嫁接，但整体营销调整将会持续一段时间，因此永孜堂短期业绩高速增长概率不大。
在做好主业同时，公司也将不失时机的进行外延式发展，子公司汉森健康产业（湖南）有限公司已完成工商注册登记，相应的医疗服务及中药优质品种有望是公司外延性发展的重要方向。
- **盈利预测及评级。**公司作为现代品牌中药企业，基于公司较强的销售能力，四磨汤、天麻醒脑等品种预计会保持稳步增长。同时，公司确立了内生增长与外延性拓展双轮驱动战略，外延式并购值得期待。预计 14-16 年的 EPS 分别为 0.46、0.56 和 0.70，对应的 PE 分别为 40、33 和 26 倍，维持买入评级。
- **风险提示。**永孜堂整合低于预期风险。

盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	306	352	410	554	营业收入	585	793	948	1156
应收票据及账款	4	4	5	4	营业成本	152	233	282	345
应收账款	5	4	5	5	营业税金及附加	9	9	9	12
预付款项	27	66	59	79	销售费用	245	325	381	466
其他应收款	9	8	10	9	管理费用	62	72	85	98
存货	88	98	127	149	财务费用	-12	-5	-6	-8
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	381	366	318	270	营业利润	129	159	196	243
在建工程	33	0	0	0	营业外收支净额	2	1	1	1
无形资产	121	107	93	78	税前利润	131	160	197	244
长期待摊费用	1	0	0	0	减：所得税	20	24	30	37
资产总计	1284	1344	1456	1591	净利润	111	136	168	208
短期借款	0	0	0	0	减：少数股东损益	0	0	0	1
应付账款	77	78	93	104	归母净利润	111	136	167	207
预收款项	3	7	6	8	EPS	0.37	0.46	0.56	0.70
其他应付款	44	25	25	25	EPS(稀释)	0.37	0.46	0.56	0.70
其他流动负债	0	0	0	0	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
长期借款	40	40	40	40	成长性				
其他非流动负债	12	8	8	8	营收增长率	19.5%	35.6%	19.5%	22.0%
负债合计	176	157	172	186	EBIT 增长率	48.9%	30.4%	23.1%	23.5%
股东权益合计	1108	1187	1284	1405	净利润增长率	36.4%	22.5%	23.1%	24.0%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	111	135	167	207	销售毛利率	74.1%	70.7%	70.3%	70.2%
非现金损益	11	62	62	62	销售净利率	19.0%	17.2%	17.7%	18.0%
营运资本减少	-35	-92	-101	-38	ROE	10.3%	11.8%	13.3%	15.1%
其他经营活动现金流	-11	-5	-6	-9	ROIC	30.00%	15.46%	18.27%	21.60%
经营活动现金流	76	100	121	222	估值倍数				
投资活动现金流	87	-3	1	1	PE	49.2	40.1	32.6	26.3
融资活动现金流	-28	-52	-64	-78	P/S	9.3	6.9	5.8	4.7
现金净变动	135	45	58	144	P/B	5.06	4.72	4.35	3.97
期初现金余额	199	306	352	410	股息收益率	0.0%	1.0%	1.3%	1.6%
期末现金余额	306	352	410	554	EV/EBITDA	19.3	11.3	9.5	7.6

作者简介:

王晓锋: 宏源证券研究所医药行业研究员, 毕业于北京大学药学院, 2012 年加入宏源证券, 主要从事医药生物领域上市公司研究。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@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
		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
机构	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经营范围包括证券投资咨询业务。