

GSP 认证拖累公司业绩增长

买入 维持

投资要点:

公司发布 2014 年三季度报, 1-9 月份实现收入 8.72 亿元, 同比下降 3.31%, 扣非净利润 1040 万元, 同比下降 40.74%, 经营活动现金流净额为-4207 万元, 同比下降 152.58%, EPS 为 0.02 元, 同比下降 44.20%。其中 2014Q3 实现收入 22.5 亿元, 同比下降 15.59%, 归母净利润-236 万元, 同比下降 138.59%。

报告摘要:

新版 GSP 认证及营销调整造成短期业绩下滑。报告期内, 公司实现收入 8.72 亿元, 同比下降 3.31%, 扣非净利润 1040 万元, 同比下降 40.74%, 三季度相比前两季度下滑更加明显。其中母公司前三季度收入 2.4 亿, 同比增长 3.1%, 主要的 3 个控股子公司合计收入 6.4 亿左右, 同比下降 5.49%。3 季度母公司营收同比下降 22.71%, 而上半年增速为 19.01%, 主要子公司 3 季度营收同比下降 13.1%, 较上半年的-0.33%, 也有较大幅度下滑。总之 3 季度整体业绩不太理想。

公司盈利能力下滑主要有以下几方面因素: (1) 医药流通行业正在围绕 GSP 认证, 进行相应改造, 对 OTC 企业影响较大。公司产品主要面向 OTC 销售, 同时也有部分流通业务, 行业性事件导致公司整体受到影响; (2) 公司内部正在进行营销改革, 年初至今人员队伍已经初具规模, 相应的对产品营销策略进行了调整, 压缩低毛利产品, 重点推广双金连合剂、双黄连口服液(儿童型)等独家品种, 并对部分品种规格实行底价代理模式, 一定程度影响公司短期盈利; (3) 去年同期增速较快, 基数相对较高。

随着 GSP 认证的逐渐推进, 对 OTC 行业的短期政策性影响也会趋于下降, 此外公司 OTC 产品主要为感冒类产品, 4 季度为相对销售旺季, 因此, 预计公司 4 季度业绩改善为大概率事件。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1089.13	1304.67	1505.72	1847.81	2156.40
增长率(%)	11.05	19.79	15.41%	22.72%	16.70%
归母净利润(百万)	20.20	36.06	39.48	114.01	142.72
增长率(%)	58.40	78.52	9.48%	188.79%	25.18%
每股收益	0.05	0.07	0.08	0.19	0.24
市盈率	156.40	105.49	101.01	41.23	32.93

医药生物研究组

分析师:

王晓锋(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, 非输液维持高速增长》

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

- **毛利率保持稳定，期间费用率增加导致销售净利率有所下滑。**报告期内，公司毛利率同比和环比变动不大，维持在 17% 左右。受营销改革影响，公司销售费用有多增加，致使期间费用率同比和环比均有所增加。公司销售净利率同比和环比均有所下降，处于 13 年以来的季度低点。
- **围绕一核两翼多平台发展战略，外延性发展有望持续。**公司 13 年确立了以大健康为核心，以实体主业经营、资本运作为两翼，搭建多平台的发展战略。近两年，围绕此战略，公司对内重点进行营销改革，实现主业保持高长，对外借助资本运作，积极探索外延发展道路，搭建多平台业务发展模式。报告期内公司通过并购重组收购桐君堂的剩余股权，进一步巩固饮片业务，同时收购北京新领先，一方面提升公司自身的研发实力，同时也为公司拓展了业务平台，进入临床前研发外包业务领域。目前并购已经获国资委和股东大会通过并上报证监会，预计 15 年初获批。近期公司发布公告设立焦作太龙大健康食品有限公司，利用河南道地药材，培育新的利润增长点，是对大健康战略的有益探索。我们预计公司外延性并购有望持续。
- **盈利预测及评级。**考虑此次并购重组年内完成可能性不大，我们调整公司整体盈利预测，将并表及股本摊薄因素考虑到 15 年及后续年份，则 14 年-16 年的 EPS 分别为 0.08、0.19 和 0.24 元，对应的 PE 分别为 53、36 和 28 倍，维持买入评级。
- **风险提示。**标的资产整合低于预期的风险。

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	432	182	135	420	营业收入	1305	1506	1848	2156
应收票据及账款	19	25	35	37	营业成本	1051	1248	1463	1700
应收账款	22	28	39	42	营业税金及附加	5	5	6	6
预付款项	29	49	59	72	销售费用	75	87	115	132
其他应收款	41	53	74	80	管理费用	66	90	120	140
存货	149	163	227	259	财务费用	43	13	6	3
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	1	1
固定资产	571	534	446	357	营业利润	64	62	138	174
在建工程	51	0	0	0	营业外收支净额	3	3	3	3
无形资产	78	97	105	105	税前利润	67	65	141	177
长期待摊费用	5	2	0	0	减: 所得税	15	10	21	27
资产总计	1924	1595	1686	1878	净利润	52	55	120	150
短期借款	390	0	0	0	减: 少数股东损益	16	15	6	8
应付账款	183	233	185	240	归母净利润	36	39	114	143
预收款项	23	15	31	21	EPS	0.07	0.08	0.19	0.24
其他应付款	15	0	0	0	EPS (稀释)	0.07	0.08	0.19	0.24
其他流动负债	16	10	10	10	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
长期借款	140	140	140	140	成长性				
其他非流动负债	64	50	52	50	营收增长率	19.8%	15.4%	22.7%	16.7%
负债合计	832	448	419	461	EBIT 增长率	44.8%	-29.9%	91.6%	22.6%
股东权益合计	1092	1147	1267	1417	净利润增长率	61.4%	6.0%	118.9%	25.2%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	52	52	118	148	销售毛利率	19.4%	17.1%	20.8%	21.1%
非现金损益	42	104	107	106	销售净利率	4.0%	3.6%	6.5%	7.0%
营运资本减少	-142	19	-257	45	ROE	3.5%	3.6%	9.5%	10.6%
其他经营活动现金流	41	12	4	2	ROIC	8.07%	5.16%	10.83%	11.57%
经营活动现金流	-5	187	-28	301	估值倍数				
投资活动现金流	-23	-23	-14	-14	PE	110.6	101.0	41.2	32.9
融资活动现金流	359	-415	-4	-2	P/S	3.1	2.6	2.2	1.8
现金净变动	330	-250	-46	285	P/B	3.82	3.68	3.33	2.97
期初现金余额	123	432	182	135	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	432	182	135	420	EV/EBITDA	27.9	22.5	16.2	13.4

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

		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。