

深耕中成药，布局大健康

买入 维持

目标价格：20.40元

投资要点：

- 受行业因素影响，主要中成药品种同比预计小幅增长
- 永孜堂仍处于整合期，短期业绩释放概率不大
- 围绕优质中成药的外延性并购值得期待

报告摘要：

- **流通行业 GSP 认证及医药招标推迟等政策影响公司短期业绩增长，预计主要中成药品种同比小幅增长。**新的《药品经营质量管理规范》(GSP)对流通和零售企业的软件和硬件提出了许多新要求，并且要求2014年底(最迟2015年底)前通过新版GSP认证。大多数药品经营企业，特别是流通企业需要一系列改造才能符合新版认证，这就导致以药店为主要销售渠道的药品企业短期业绩受到影响。公司多个产品属于双跨品种，OTC 占比较高，其中核心产品四磨汤口服液零售端收入占比超过60%，受新版GSP认证影响较大。其次，进入省级基本药物增补目录是四磨汤口服液实现快速增长的重要途径，受招标推后影响，公司在原有8省、市的基础上，年内进入了新疆、浙江和重庆3地的基药增补目录，但目前仍处于市场开拓和教育阶段，预计短期难以放量。再者，公司老厂房正在进行新版GMP改造，目前处于停产阶段，预计在2015年1季度完成认证，这也影响了四磨汤等产品的产量。基于上述因素，我们预计包括四磨汤口服液在内的主要中成药品种今年会实现小幅增长，明年随着行业性因素的弱化和消除，主要中成药品种会实现稳步增长。
- **永孜堂收购后，公司中成药产品得到扩充，目前营销改革正在推进，业绩成长还有待观察，后续围绕优质品种的并购有望继续。**2013年底，公司收购永孜堂80%股权，拥有了天麻醒脑胶囊等多个独家品种，极大丰富了公司中成药的储备。借助公司四磨汤的成熟销售模式，永孜堂的营销改革正在进行，目前立足云南辐射全国的营销架构已经初步建立，天麻醒脑胶囊等品种在部分省的价格调整已经完成。

医药生物研究组

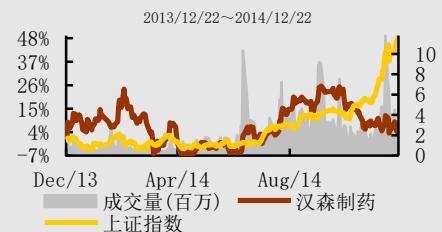
分析师：

王晓峰(S1180512120001)

电话：010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《华海药业：原料药供应商变更获批，赖诺普利片有望发力》

2014/11/11

《九州药业：特色原料药细分龙头，CMO业务前景可期》

2014/10/29

《贵州百灵：苗药龙头企业，营收保持平稳增长》

2014/10/27

《汉森制药：内生稳步增长，外延有望继续》

2014/10/27

《科伦药业：经营稳健，营收保持较快增长》

2014/10/26

《楚天科技：新产品推动公司业绩快速增长》

2014/10/25

《太龙药业：GSP认证拖累公司业绩增长》

2014/10/25

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	489.46	584.93	742.13	906.80	1107.42
增长率 (%)	22.13%	19.51%	26.87%	22.19%	22.12%
归母净利润(百万)	81.46	110.83	121.97	150.95	187.25
增长率 (%)	38.47%	36.06%	10.05%	23.77%	24.05%
每股收益	0.28	0.37	0.41	0.51	0.63
市盈率	66.90	49.17	37.62	30.39	24.50

短期来看，我们认为永孜堂还处于整合阶段，业绩释放还有待观察。但永孜堂产品储备丰富，治疗领域均在大病种领域，特别是天麻醒脑胶囊，该品种已经进入13省医保增补目录，具备入选国家新版医保目录的潜力，未来随着营销改革的不断深入及各省非基药招标的陆续推进，天麻醒脑胶囊等品种有望成为公司新的盈利增长点。目前新药研发审批周期过长，公司业绩对四磨汤单品的依赖度也较高，而永孜堂短期业绩释放概率不大，我们预计公司有望继续通过外延性并购，丰富公司中成药的产品群，进一步提升盈利能力。

- **大健康产业是中药企业重要的发展方向，公司以中成药为基础，向产业链上下游拓展，实现医和药协同发展，打造区域中药产业平台。**2013年国家先后出台了支持社会化办医和支持大健康产业发展的指导文件。由药品进一步延伸的保健食品和医疗服务是行业企业主要关注的两个方面。而“药食同源”的文化使中成药企业有得天独厚的优势，且部分上市公司已经取得了不错的探索性成果，国内有相当一部分中成药企业将大健康产业作为未来重点发展方向。公司作为汉森集团的医药上市平台，在发展品牌中成药的同时，向上下游延伸，实现中药材、饮片、中成药和医疗服务的全产业链拓展。

公司中药材种植基地项目以枳壳为切入点，努力打造“湘九味”的第一品牌，整个项目预计2017年完成。医疗服务方面，公司计划涉足中医药康复疗养等领域，进入医院治疗后的康复疗养领域，目前已经着手在湖南部分城市开始前期调研工作。而公司的中药饮片，四磨汤等中成药也有望在康复中心落地。此外，围绕中医药相关的论坛和材贸易平台等软实力的发展也在规划中。随着上述规划的落地和发展，公司有望成为湖南乃至中南地区中药领域的品牌企业。

- **业绩预测及评级。**公司上市以来一直保持快速增长，今年受行业政策性因素影响，外加收购的永孜堂整合发力仍需时间，因此业绩增速面临一定压力。随着行业性的认证和招标因素的逐步弱化，永孜堂的逐步发力，我们预计公司业绩有望步入稳步增长轨道。同时，公司外延性收购预期仍在，参股成立三湘银行也有助于分散经营风险，预计14-16年的EPS分别为0.41、0.51和0.63元，对应的PE为37.62、30.39和24.50倍，给予12个月目标价20.4元，对应15年40倍PE，维持买入评级。

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	376	391	564	营业收入	585	742	907	1107
应收票据及账款	4	3	5	4	营业成本	152	215	265	325
应收账款	5	4	5	4	营业税金及附加	9	11	14	17
预付款项	27	59	59	71	销售费用	245	308	372	454
其他应收款	9	7	10	8	管理费用	62	71	85	100
存货	88	84	128	132	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	143	177	220
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	144	178	221
长期待摊费用	1	0	0	0	减: 所得税	20	22	27	33
资产总计	1284	1324	1441	1548	净利润	111	122	151	188
短期借款	0	0	0	0	减: 少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	77	66	95	91	归母净利润	111	122	151	187
预收款项	3	6	6	8	EPS	0.37	0.41	0.51	0.63
其他应付款	44	25	25	25	EPS(稀释)	0.37	0.41	0.51	0.63
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%	26.9%	22.2%	22.1%
负债合计	176	145	174	172	EBIT 增长率	48.9%	16.5%	24.0%	23.7%
股东权益合计	1108	1179	1267	1376	净利润增长率	36.4%	10.0%	23.8%	24.0%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	111	121	150	187	销售毛利率	74.1%	71.1%	70.8%	70.6%
非现金损益	11	62	62	62	销售净利率	19.0%	16.5%	16.7%	17.0%
营运资本减少	-35	-59	-136	1	ROE	10.3%	10.6%	12.2%	13.9%
其他经营活动现金流	-11	-5	-6	-8	ROIC	30.00%	13.80%	17.08%	19.43%
经营活动现金流	76	119	71	242	估值倍数				
投资活动现金流	87	-3	1	1	PE	41.4	37.6	30.4	24.5
融资活动现金流	-28	-46	-57	-70	P/S	7.8	6.2	5.1	4.1
现金净变动	135	70	15	172	P/B	4.26	4.00	3.72	3.42
期初现金余额	199	306	376	391	股息收益率	0.0%	1.1%	1.4%	1.7%
期末现金余额	306	376	391	564	EV/EBITDA	16.0	10.0	8.5	6.6

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	zhaoxue@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
	上海保险/私募	张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chenginxing@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。