



## 建设医患入口, 进军互联网医疗

- **事件:** 公司公告称计划投资 1000 万元在北京成立一家全资新媒体子公司, 实际投资将根据业务推进情况分批注入, 全力孵化“医生社群”、“患者社群”两大项目。
- **互联网+医药是未来医药健康服务的必然趋势。** 在医药政策频出、产业格局深度调整背景下, 互联网医疗迎来发展机遇: 1) 不管未来医药行业盈利模式发生如何改变, “医生”、“患者”、“代理商”均是行业的核心组成部分, 互联网能有效解决这三者之间的信息不对称问题, 实现多方共赢。2) 医药产业可通过互联网化提升各环节的运行效率、缓解当前的医保控费压力, 政府政策的倾斜和资本市场资金流入成为引爆行业的“导火索”, 预计 2017 年互联网医疗市场可达 365 亿元, 此时布局互联网正当时。
- **公司着力孵化“医生社群”、“患者社群”, 盈利模式可变现性强。** 在互联网医疗巨大的蛋糕诱惑下, 国内各企业正积极布局。由于医疗健康行业专业性较强, 在互联网用户粘性建设中, 与医生和患者的稳定对接将成为行业的核心竞争力, 大批缺少与医生和患者有效、持续、稳定的对接的公司十分有可能将面临淘汰。我们认为公司产品线以心脑血管疾病治疗用药为主, 在医院及零售终端有较好的客户基础, “互联网+”优势突出, 拟设立的互联网子公司将着力于孵化“医生社群”、“患者社群”, 从医生和患者流量建设入手的盈利模式可变现性较强, 后期或在该平台逐渐布局移动医疗、慢病管理等, 发展前景值得期待。
- **主营业务稳健增长, 为互联网建设及外延并购提供稳定现金流。** 公司的血塞通系列受益各级医院基药使用比例的扩大, 预计 2015 年收入增速超 10%; 天眩清系列获批适应症广, 独家品种竞争优势突出, 预计 2015 年增速或超过 30%; 营销变革有望推动期间费用率的下行, 2015 年的利润增速或达到 50%。主营业务的稳健增长将为互联网建设及外延并购提供稳定现金流, 此外, 拟向大股东定向增发的 12.5 亿元也将进一步提升公司外延成长的能力。
- **业绩预测与估值:** 我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.28 元、1.66 元和 2.12 元, 对应市盈率分别为 26 倍、20 倍、14 倍。公司核心产品增长稳定, 在研品种较多, 积极布局生物药领域, 全资控股贝克诺顿将打开化药增长空间, 布局互联网医疗, 外延式扩张方面预期强烈, 市值有明显低估现象, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目研发失败风险, 外延扩张不达预期风险, 汇兑损失风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4120.51	5176.83	6351.61	7796.24
增长率	14.96%	25.64%	22.69%	22.74%
归属母公司净利润(百万元)	292.59	436.35	565.21	722.02
增长率	26.39%	49.13%	29.53%	27.74%
每股收益 EPS(元)	0.86	1.28	1.66	2.12
净资产收益率 ROE	15.01%	18.94%	21.35%	23.43%
PE	38	26	20	15
PB	5.44	4.77	4.15	3.56

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

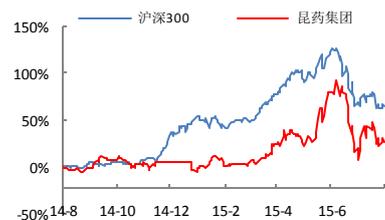
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzli@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	3.41
流通 A 股(亿股)	3.4
52 周内股价区间(元)	23.59-51.5
总市值(亿元)	111.45
总资产(亿元)	32.15
每股净资产(元)	5.69

### 相关研究

1. 昆药集团(600422): 管理层与实际控制人相继增持彰显信心 (2015-07-13)
2. 昆药集团(600422): 或将 100%控股贝克诺顿, 开启化药增长新空间 (2015-07-10)
3. 昆药集团(600422): 投资海外企业, 布局生物创新剂型领域 (2015-06-30)
4. 昆药集团(600422): 储备产品丰富, 加速外延式扩张 (2015-06-11)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4120.51	5176.83	6351.61	7796.24	净利润	308.04	442.99	573.82	733.02
营业成本	2886.79	3606.07	4417.68	5420.48	折旧与摊销	58.11	36.57	37.35	37.62
营业税金及附加	26.57	33.38	40.95	50.26	财务费用	12.35	7.52	4.88	5.73
销售费用	652.54	776.52	920.98	1091.47	资产减值损失	10.38	10.00	10.00	10.00
管理费用	214.92	258.84	317.58	389.81	经营营运资本变动	226.37	-54.71	-167.16	-179.87
财务费用	12.35	7.52	4.88	5.73	其他	-236.13	-28.27	-30.34	-30.12
资产减值损失	10.38	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>379.13</b>	<b>414.11</b>	<b>428.55</b>	<b>576.37</b>
投资收益	22.58	20.00	20.00	20.00	资本支出	-9.07	-24.00	-10.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	57.13	20.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>48.05</b>	<b>-4.00</b>	<b>10.00</b>	<b>20.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>339.54</b>	<b>504.50</b>	<b>659.54</b>	<b>848.48</b>	短期借款	74.40	-104.40	0.00	0.00
其他非经营损益	26.41	22.36	22.92	23.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>365.95</b>	<b>526.86</b>	<b>682.46</b>	<b>871.80</b>	股权融资	-7.27	0.00	0.00	0.00
所得税	58.26	83.87	108.64	138.78	支付股利	-119.40	-150.82	-224.92	-291.35
净利润	307.70	442.99	573.82	733.02	其他	-136.68	-33.19	-4.88	-5.73
少数股东损益	15.46	6.64	8.61	11.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-188.95</b>	<b>-288.41</b>	<b>-229.80</b>	<b>-297.08</b>
归属母公司股东净利润	292.59	436.35	565.21	722.02	<b>现金流量净额</b>	<b>238.22</b>	<b>121.70</b>	<b>208.74</b>	<b>299.29</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	564.75	686.46	895.20	1194.49	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	712.64	881.98	1086.71	1332.24	销售收入增长率	14.96%	25.64%	22.69%	22.74%
存货	488.98	609.09	746.90	916.88	营业利润增长率	27.62%	48.58%	30.73%	28.65%
其他流动资产	136.05	170.92	209.71	257.41	净利润增长率	30.58%	43.97%	29.53%	27.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.05%	33.80%	27.92%	27.08%
投资性房地产	65.66	65.66	65.66	65.66	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	486.70	481.85	462.22	432.33	毛利率	29.94%	30.34%	30.45%	30.47%
无形资产和开发支出	332.97	325.80	318.63	311.46	三费率	21.35%	20.15%	19.58%	19.07%
其他非流动资产	236.32	235.76	235.21	234.65	净利率	7.47%	8.56%	9.03%	9.40%
<b>资产总计</b>	<b>3024.07</b>	<b>3457.52</b>	<b>4020.24</b>	<b>4745.12</b>	ROE	15.01%	18.94%	21.35%	23.43%
短期借款	104.40	0.00	0.00	0.00	ROA	8.17%	10.17%	12.81%	14.27%
应付和预收款项	593.73	818.15	979.02	1196.80	ROIC	16.39%	23.91%	27.89%	31.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.95%	10.60%	11.05%	11.44%
其他负债	276.27	300.90	353.86	419.28	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>974.40</b>	<b>1119.05</b>	<b>1332.87</b>	<b>1616.09</b>	总资产周转率	1.39	1.60	1.70	1.78
股本	341.13	341.13	341.13	341.13	固定资产周转率	10.73	11.08	13.75	17.71
资本公积	846.02	846.02	846.02	846.02	应收账款周转率	10.58	11.01	10.89	10.90
留存收益	733.74	1019.27	1359.55	1790.22	存货周转率	5.46	6.56	6.50	6.51
归属母公司股东权益	1924.25	2206.42	2546.70	2977.37	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.36%	—	—	—
少数股东权益	125.41	132.06	140.67	151.66	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2049.67</b>	<b>2338.47</b>	<b>2687.37</b>	<b>3129.03</b>	资产负债率	32.22%	32.37%	33.15%	34.06%
负债和股东权益合计	3024.07	3457.52	4020.24	4745.12	带息债务/总负债	10.71%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.09	2.23	2.32	2.39
					速动比率	1.56	1.65	1.73	1.80
					股利支付率	40.81%	34.56%	39.79%	40.35%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	410.00	548.60	701.77	891.83	每股收益	0.86	1.28	1.66	2.12
PE	38.09	25.54	19.72	15.44	每股净资产	6.01	6.86	7.88	9.17
PB	5.44	4.77	4.15	3.56	每股经营现金	1.11	1.21	1.26	1.69
PS	2.70	2.15	1.75	1.43	每股股利	0.35	0.44	0.66	0.85
EV/EBITDA	25.07	18.28	14.00	10.68					
股息率	1.07%	1.35%	2.02%	2.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn