

百令片潜力巨大, 外延扩张预期强烈

- **事件:** 2015年上半年公司实现营业收入、扣非后净利润分别为3.3亿元、0.47亿元, 同比增长分别为47.1%、7.1%; 2015Q2公司营业收入、扣非后净利润分别为1.7亿元、0.27亿元, 同比增长分别为40.3%、-3.6%。
- **收入受合并报表影响增速较快, 整体毛利率有所下滑。** 2015年上半年收入增长约47%, 具体原因如下: 1) 母公司销售收入增长。乌灵系列产品营业收入约2.2亿元, 同比增长约1.2%, 总体表现稳定; 2) 公司在2014年收购珠峰药业和凯欣医药, 纳入合并范围后使得当期收入增速上升。期间内凯欣医药实现营业收入0.5亿元; 珠峰药业生产的百令片营业收入0.53亿元。百令片上半年已经在浙江、湖北、云南、四川和湖南等地中标, 且新增覆盖医院500多家, 预计全年收入将超过1亿元。2015年上半年扣非净利润增速约7%, 低于收入增速约40个百分点, 主要原因为公司整体毛利率下滑。由于期间内将珠峰药业和凯欣医药纳入合并范围, 但凯欣医药的医药商业销售毛利率约为5.7%。收入结构变化使得2015H1公司整体毛利率约为74%, 同比下滑约13个百分点。但是我们同时发现, 公司期间费用率约为56%, 同比下滑约10个百分点, 分项来看主要体现为销售费用率的下降。我们判断随着产品销售额的逐渐增加, 将有效地缓解整体毛利率下滑带来的压力。从2015Q2情况来看: 1) 营业收入同比增长40.3%, 主要是受乌灵系列产品稳定增长, 珠峰药业和凯欣医药并表影响; 2) 利润同比下滑约3.6%, 主要医药商业收入占比增加导致整体毛利率下降。
- **乌灵胶囊、百令片增长继续, 积极布局健康产业。** 1) 乌灵系列产品是围绕“乌灵菌粉”开发的系列产品, 其中包括乌灵胶囊、灵莲花胶囊、灵泽片。适应症涉及到睡眠调理、更年期综合征以及前列腺增生, 且均为独家品种。乌灵胶囊是国家中药保护品种, 已进入浙江、上海、广东、新疆的基药增补目录。目前乌灵胶囊大品种战略, 即大规模循证医学临床研究正在进行, 若完成后将有力支撑其学术推广。该品种在OTC领域已经逐渐完成布局, 下半年该领域有望实现快速增长。我们预计乌灵胶囊在2015年销售收入或超过4.5亿元; 2) 百令片是珠峰药业生产, 适应症科室涉及肿瘤、呼吸、肾内等, 属于10亿级别品种。该品种为国家医保目录产品, 在浙江、广东、湖北等地进入基药增补目录。后续各省招标是其增长动力所在, 预计2015年销售收入超过1亿元; 3) 设立了健康产业投资平台, 聚焦于医院投资及医疗投资, 与德清县卫生和计划生育局签署了《关于德清县第三人民医院引进社会资本参与合作办医的框架协议》。

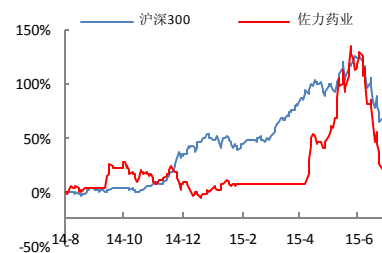
指标库度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	514.93	734.82	953.21	1155.67
增长率	22.77%	42.70%	29.72%	21.24%
归属母公司净利润(百万元)	103.18	114.06	142.67	177.71
增长率	27.39%	10.54%	25.08%	24.56%
每股收益EPS(元)	0.17	0.19	0.23	0.29
净资产收益率ROE	12.25%	8.60%	10.32%	12.29%
PE	45	41	33	26
PB	5.34	3.36	3.25	3.13

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)	6.09
流通A股(亿股)	3.98
52周内股价区间(元)	7.24-18.18
总市值(亿元)	41.20
总资产(亿元)	16.28
每股净资产(元)	2.08

相关研究

- **盈利预测及评级：**我们在假设中预计 1) 受 OTC 市场销售及基药增补的影响，乌灵胶囊在 2015-2017 年均增速预计为 5%，毛利率保持在 88%左右；2) 百令片市场空间较大，适应症覆盖科室较多，该产品后期主要是推进各省基药招标。预计 2015 年-2017 年收入分别为 1.2 亿元、2.5 亿元、3.8 亿元，毛利率在 77%左右；3) 受乌灵胶囊、百令片市场推广增加影响，预计 2015-2017 年销售费用分别为 3.3 亿元、4 亿元、4.6 亿元。

综上所述，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.19 元、0.23 元、0.29 元，对应市盈率分别为 41 倍、33 倍、26 倍。随着乌灵胶囊 OTC 端放量、百令片基药招标，公司核心产品销量均存在超预期可能；且公司在医疗服务，大健康领域积极布局，外延式预期强烈。首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**产品销售或不达预期、外延式扩张或不达预期。

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	514.93	734.82	953.21	1155.67	净利润	106.76	119.06	147.67	182.71
营业成本	90.10	210.69	306.79	390.82	折旧与摊销	25.36	52.75	52.75	52.75
营业税金及附加	6.69	10.25	13.15	15.84	财务费用	3.65	2.28	-2.02	-2.11
销售费用	253.83	330.67	400.35	462.27	资产减值损失	1.74	3.00	3.00	3.00
管理费用	59.69	73.48	95.32	109.79	经营营运资本变动	-67.62	-8.03	-47.11	-42.51
财务费用	3.65	2.28	-2.02	-2.11	其他	-56.20	-2.84	-3.07	-2.99
资产减值损失	1.74	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	13.70	166.23	151.23	190.86
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-198.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	86.65	1.46	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-111.50	1.46	0.00	0.00
营业利润	99.23	104.45	136.62	176.07	短期借款	31.12	-106.04	0.00	0.00
其他非经营损益	21.26	29.17	29.26	29.28	长期借款	41.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	120.49	133.62	165.88	205.34	股权融资	0.00	485.50	0.00	0.00
所得税	13.74	14.56	18.21	22.63	支付股利	-72.00	-91.72	-101.39	-126.82
净利润	106.76	119.06	147.67	182.71	其他	-15.04	-2.28	2.02	2.11
少数股东损益	3.57	5.00	5.00	5.00	筹资活动现金流净额	-14.33	285.46	-99.37	-124.71
归属母公司股东净利润	103.18	114.06	142.67	177.71	现金流量净额	-112.13	453.14	51.85	66.14
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	249.31	702.46	754.31	820.45	成长能力				
应收和预付款项	223.08	280.73	378.87	465.62	销售收入增长率	22.77%	42.70%	29.72%	21.24%
存货	72.81	170.21	248.04	316.02	营业利润增长率	43.19%	5.26%	30.80%	28.87%
其他流动资产	2.70	1.77	2.30	2.79	净利润增长率	31.80%	11.52%	24.03%	23.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	41.70%	24.36%	17.47%	21.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	465.19	421.03	376.87	332.71	毛利率	82.50%	71.33%	67.81%	66.18%
无形资产和开发支出	142.33	136.04	129.75	123.46	三费率	61.60%	55.31%	51.79%	49.32%
其他非流动资产	26.09	23.79	21.49	19.19	净利率	20.73%	16.20%	15.49%	15.81%
资产总计	1181.52	1736.03	1911.63	2080.23	ROE	12.25%	8.60%	10.32%	12.29%
短期借款	106.04	0.00	0.00	0.00	ROA	9.04%	6.86%	7.72%	8.78%
应付和预收款项	94.31	186.10	270.85	344.60	ROIC	13.33%	11.79%	14.87%	18.85%
长期借款	41.59	41.59	41.59	41.59	EBITDA/销售收入	24.91%	21.70%	19.66%	19.62%
其他负债	67.81	123.73	168.30	207.26	营运能力				
负债合计	309.75	351.43	480.74	593.45	总资产周转率	0.48	0.50	0.52	0.58
股本	316.80	608.62	608.62	608.62	固定资产周转率	1.30	1.80	2.61	3.60
资本公积	236.62	430.30	430.30	430.30	应收账款周转率	6.71	6.47	6.91	6.44
留存收益	250.28	272.62	313.90	364.79	存货周转率	1.62	1.73	1.47	1.38
归属母公司股东权益	803.70	1311.54	1352.82	1403.71	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	94.09%	—	—	—
少数股东权益	68.06	73.06	78.06	83.06	资本结构				
股东权益合计	871.76	1384.60	1430.88	1486.77	资产负债率	26.22%	20.24%	25.15%	28.53%
负债和股东权益合计	1181.52	1736.03	1911.63	2080.23	带息债务/总负债	47.66%	11.83%	8.65%	7.01%
					流动比率	2.26	4.07	3.35	3.05
					速动比率	1.96	3.47	2.75	2.45
					股利支付率	69.78%	80.42%	71.07%	71.37%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	128.25	159.49	187.36	226.71	每股收益	0.17	0.19	0.23	0.29
PE	45.12	40.82	32.63	26.20	每股净资产	1.43	2.27	2.35	2.44
PB	5.34	3.36	3.25	3.13	每股经营现金	0.02	0.27	0.25	0.31
PS	9.04	6.34	4.88	4.03	每股股利	0.12	0.15	0.17	0.21
EV/EBITDA	18.08	25.03	21.03	17.09					
股息率	1.55%	1.97%	2.18%	2.72%					

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