

昆药集团 (600422)

参股心脑血管O2O医患平台橙医生，丰富慢病管理生态圈

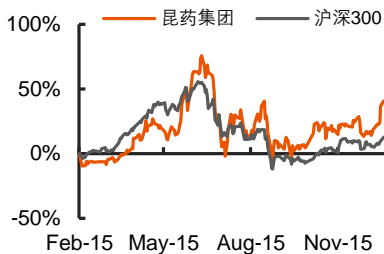
强烈推荐（维持）

现价：27.96 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.kpc.com.cn
大股东/持股	华方医药科技/29.79%
实际控制人/持股	汪力成/10.32%
总股本(百万股)	394
流通 A 股(百万股)	340
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	110.26
流通 A 股市值(亿元)	95.19
每股净资产(元)	6.26
资产负债率(%)	40.10

行情走势图



相关研究报告

- 《昆药集团*600422*中药注射液行业进一步规范，血塞通相对受益》 2016-01-15
- 《昆药集团*600422*业绩显著好于预期，内外双修，加大慢病管理战略布局》 2016-01-13
- 《昆药集团*600422*业绩继续高速增长，面向大股东的定增落地》 2015-10-30

证券分析师

魏巍	投资咨询资格编号 S1060514110001 021-20632019 WEIWEI093@PINGAN.COM.CN
叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 021-22662299 YEYIN757@PINGAN.COM.CN
邹敏	投资咨询资格编号 S1060514080003 021-20662997 ZOUJIN787@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项：

近日，公司与广州桔叶信息科技有限公司（以下简称“橙医生”）签署增资协议，投资500万人民币，参与橙医生A轮融资，增资后将持有橙医生6.67%的股权。

平安观点：

- **橙医生是国内最大的心脑血管慢病领域的 O2O 诊所医疗平台。**（1）“医+患”平台商业模式清晰，打通诊前中后环节。目前平台医生主要向患者提供预约咨询问诊服务，2016 年加入陪诊、病床和手术安排、院后随诊、术后康复、远程医疗和智能监测。初期，用户在线上通过微信公众号预约专家的碎片化时间，线下到专家所在医院可实现专家诊疗。后期，将针对诊前、诊中及诊后开展更多业务，如陪诊（已在线下试行）、预约手术及病床（已在线下试行）及慢病整体解决方案（电子病历+健康管理）等。（2）**约诊模式已经初步走通，未来有望嫁接保险及医药电商实现全闭环。**我们了解到，产品自 2015 年 6 月 15 号上线以来，已覆盖北上广 100 多家三甲医院近 2000 名副主任级别以上心脑血管专家；微信累计关注用户超 10 万名，注册用户近 7 万名；日约诊突破 200 单；月累计约诊超 2000 次，累计约诊近 7000 次。
- **橙医生将完善公司互联网医疗布局，牢固医生社群，丰富慢病管理生态圈。**（1）**O2O 线下业务优先权。**公司将拥有与橙医生开展同质化药品 O2O 业务合作的排他性及同类药品的优先权，在云南省开展药品配送及线下诊所的优先权。（2）**药学服务的免费推送平台。**橙医生拥有高端医生资源（心内、心外、神内、神外），精准的心脑血管用户患者端，这将成为公司布局医药电商及进行患教的重要流量入口。（3）**助力精细化营销推进。**橙医生在利用公司渠道推广时，借助邀请码等一系列手段，获取“药品销售居间人”的信息，进一步扁平化渠道。（4）**“医+患”、“医+医”平台协同互补。**专注于“医+患”的橙医生和专注于“医+医”的“医学 V 直播”，将牢固医生社群，丰富慢病管理生态圈。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3584.3	4120.5	4900.0	5418.6	6022.8
YoY(%)	18.8	15.0	18.9	10.6	11.2
净利润(百万元)	232	292	412	544	690
YoY(%)	27.4	26.2	41.0	32.1	26.8
毛利率(%)	29.2	29.9	34.0	35.4	36.9
净利率(%)	6.5	7.1	8.4	10.0	11.5
ROE(%)	12.5	15.0	17.8	19.5	20.6
EPS(摊薄/元)	0.59	0.71	1.05	1.38	1.75
P/E(倍)	47.6	39.3	26.8	20.3	16.0
P/B(倍)	6.3	5.7	4.8	4.1	3.4

- **投资建议：维持“强烈推荐”评级，第一目标价 48 元。**1、内外双修，积极迎接行业变革。1) 面向大股东的定增落地以及企业家二代逐渐走向前台将确保公司慢病管理战略落地；2) 新任总裁将深化核心管理团队的国际化构建；3) 预计海内外并购有望加快步伐。2、加大慢病管理战略布局。1) 不断丰富心脑血管产品梯队：以血塞通软胶囊为代表的口服剂型正在逐步成为重头产品；2) 在研品种聚焦糖尿病慢病管理：包括生物药（GLP-1、糖针胶囊）等；3) 通过互联网医疗延伸至医疗服务领域：专注于“医+患”的橙医生和专注于“医+医”的“医学 V 直播”，将牢固医生社群，丰富慢病管理生态圈。我们预计未来三年保持 30% 的业绩增长，具有较强的安全边际，同时兼具进攻性。考虑增发摊薄股本影响，预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.05、1.38、1.75 元，对应 16 年 PE 仅为 20 倍，第一目标价 48 元。
- **风险提示：**药品市场推广低于预期和降价风险，新药研发进度低于预期，外延扩张进度低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	1902	2343	2780	3529
现金	565	701	1163	1598
应收账款	486	602	602	737
其他应收款	127	145	180	173
预付账款	99	81	114	98
存货	489	678	585	787
其他流动资产	625	814	721	923
非流动资产	1122	1108	1096	1081
长期投资	0	0	0	0
固定资产	466	447	429	411
无形资产	265	263	262	260
其他非流动资产	391	397	404	411
资产总计	3024	3451	3875	4611
流动负债	909	946	923	1090
短期借款	104	0	0	0
应付账款	275	371	328	432
其他流动负债	529	575	595	658
非流动负债	66	70	70	70
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	66	70	70	70
负债合计	974	1016	993	1160
少数股东权益	125	147	164	185
股本	341	394	394	394
资本公积	846	830	825	820
留存收益	734	1063	1499	2051
归属母公司股东权益	1924	2288	2718	3266
负债和股东权益	3024	3451	3875	4611

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	379	320	599	597
净利润	308	412	544	690
折旧摊销	58	49	53	57
财务费用	11	6	-5	-9
投资损失	-23	-15	-15	-15
营运资金变动	286	-155	5	-148
其他经营现金流	-261	22	17	21
投资活动现金流	48	-17	-28	-28
资本支出	-53	-48	-48	-48
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	101	31	20	20
筹资活动现金流	-189	-167	-109	-134
短期借款	74	-104	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	53	0	0
资本公积增加	-7	-19	-5	-5
其他筹资现金流	-257	-96	-104	-129
现金净增加额	238	136	462	435

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4121	4900	5419	6023
营业成本	2887	3232	3499	3801
营业税金及附加	27	33	35	40
营业费用	653	843	921	1006
管理费用	215	283	315	352
财务费用	12	6	-5	-9
资产减值损失	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	23	15	15	15
营业利润	340	507	659	838
营业外收入	27	15	15	15
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	366	520	672	851
所得税	58	86	111	139
净利润	308	434	561	712
少数股东损益	15	22	17	21
归属母公司净利润	292	412	544	690
EBITDA	408	562	707	886
EPS (元)	0.71	1.05	1.38	1.75

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入(%)	15.0	18.9	10.6	11.2
营业利润(%)	27.6	49.3	30.0	27.1
归属于母公司净利润(%)	26.2	41.0	32.1	26.8
获利能力				
毛利率(%)	29.9	34.0	35.4	36.9
净利率(%)	7.1	8.4	10.0	11.5
ROE(%)	15.0	17.8	19.5	20.6
ROIC(%)	19.4	32.7	37.4	47.8
偿债能力				
资产负债率(%)	32.2	29.4	25.6	25.2
净负债比率(%)	31.4	11.6	10.4	-5.4
流动比率	2.1	2.5	3.0	3.2
速动比率	1.6	1.8	2.4	2.5
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.4
应收账款周转率	9.1	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	13.9	15.2	15.5	15.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.71	1.05	1.38	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	0.81	1.52	1.51
每股净资产(最新摊薄)	4.9	5.8	6.9	8.3
估值比率				
P/E	39.3	26.8	20.3	16.0
P/B	5.7	4.8	4.1	3.4
EV/EBITDA	19.3	18.1	13.8	10.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033