

## 销售费用投入增加, 期待2016年业绩好转

- **业绩总结:** 2015全年实现营业收入、扣非后净利润分别为22.8亿元、0.61亿元, 分别为同比增长30.1%、-39.5%。2015Q4实现营业收入、扣非后净利润分别为7.6亿元、0.13亿元, 分别同比增长75.5%、-13.1%。
- **商业占比提升拉动收入增长, 费用增加导致利润下滑。** 公司全年营业收入为22.8亿元, 同比增长约30%。其中工业、商业分别约为7.2亿元、16.1亿元, 同比增长约10%、42%。期间内商业占比为71%、同比上升约4个百分点, 拉动收入高增长, 其主要原因为子公司维高公司和福生公司销售规模增加所致。扣非后净利润约为0.6亿元, 同比下滑近40%, 主要原因如下: 1) 医药商业收入占比提升, 公司整体毛利率约为21%, 同比下滑约4.5个百分点。其中商业、工业毛利率分别为3.4%、58%, 同比下滑约4个百分点、3.5个百分点; 2) 期间费用上升, 由于公司在2015年进行了营销转型, 导致费用大幅上升, 销售费用、管理费用同比增长约为25%、28%。2015Q4实现营业收入同比增长超过75%, 原因为2015Q4商业收入增长超预期; 而同期的扣非净利润下滑约13%, 原因为Q4持续加大销售投入, 导致费用上升。公司整体库存量下降约18%, 其中儿童药健脾和通便准备推非OTC市场, 为适当备货; 其他如特色中药、妇科产品等均采取去库存。我们认为公司销售体系调整已经接近尾声, 持续高费用投入概率较小, 预计2016年扣非后净利润将出现恢复性增长。
- **夯实基础, 营销转型。** 1) 战略定位大健康, 打造中医药生态圈和生态系统。以中成药为核心, 以儿科为特色, 打造精品国药, 并构建包含中医文化、原材料控制、工艺保护、终端和专业人员的中医生态系统, 增加用户粘性; 2) 通过重构销售市场体系, 加强营销体系建设。2015年通过飞龙、菁合、蓝鹰三大计划提升团队整合力, 初见成效, 员工积极性提升。同时扩建了营销队伍和营销网络, 加大学术推广力度并拓展医院市场, 后期将加大非OTC市场的覆盖力度; 3) 梳理内部管理流程, 完成组织架构的调整和完善, 进一步实现各部门间资源共享和协同, 解决管理效率的问题; 4) 积极寻求新的业绩增长点。参与投资美国FE3项目, 产品具有优势且给药方式先进, 将有力补充公司的在研梯队。与广州医科大学附属医院合作, 探索医药商业新模式。
- **盈利预测及评级:** 预计2016-2018年的每股收益为0.73元、0.88元、1.08元, 对应市盈率为36倍、30倍、24倍。我们认为随着公司管理层已经完成调整, 营销及管理体制变革已经初见成效, 且核心产品如龙牡、生血等渠道梳理完成。随着营销销售网络扩张及新盈利点贡献利润, 2016年或将迎来业绩恢复, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 产品销售或低于预期风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2281.22	2757.65	3314.97	3985.21
增长率	30.10%	20.88%	20.21%	20.22%
归属母公司净利润(百万元)	85.50	112.11	135.18	165.59
增长率	-26.27%	31.13%	20.57%	22.50%
每股收益EPS(元)	0.56	0.73	0.88	1.08
净资产收益率ROE	8.72%	10.51%	11.80%	13.32%
PE	47	36	30	24
PB	4.06	3.80	3.54	3.26

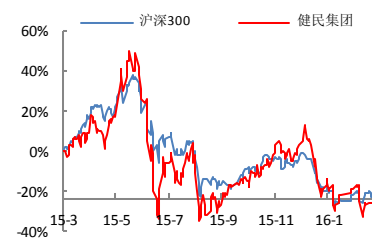
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

分析师: 何治力  
执业证号: S1250515090002  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzl@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)	1.53
流通A股(亿股)	1.53
52周内股价区间(元)	20.34-49.89
总市值(亿元)	40.50
总资产(亿元)	16.02
每股净资产(元)	6.39

### 相关研究

## 盈利预测与估值

根据对公司基本面分析,我们认为公司管理及销售体系调整已经基本结束,随着核心产品渠道清理及销售网络扩展,2016 年或迎来业绩恢复。故对 2016-2018 年主营业务的关键假设如下:

1) 儿科产品受益于龙牡壮骨医院推广,预计 2016 年-2018 年收入增速超过 20%,且毛利率维持在 65%左右;

2) 医药商业受益于多种模式开展,预计 2016-2018 年收入增速在 20%左右,毛利率约为 7%;

3) 期间费用率相对稳定。预计 2016-2018 年间销售费用约为 12.8%,管理费用维持在 4.5%。

**表 1: 公司业务收入分拆及预测**

万元	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>儿科产品</b>				
收入	29325.4	36656.7	43988.1	52785.7
Yoy	-26.2%	25.0%	20.0%	20.0%
成本	10099.4	12829.8	15395.8	18475.0
毛利率	65.6%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>妇科产品</b>				
收入	15761.8	18914.2	22697.0	27236.4
Yoy	35.7%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	5382.2	6620.0	7944.0	9532.7
毛利率	65.9%	65.0%	65.0%	65.0%
<b>特色产品</b>				
收入	8747.1	10933.9	13667.3	17084.2
Yoy	36.8%	25.0%	25.0%	25.0%
成本	2776.0	3498.8	4373.5	5466.9
毛利率	68.3%	68.0%	68.0%	68.0%
<b>医药商业</b>				
收入	161,325.88	193,591.06	232,309.27	278,771.12
Yoy	37.17%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	150,281.41	180,039.68	216,047.62	259,257.14
毛利率	6.85%	7.00%	7.00%	7.00%

数据来源: wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2281.22	2757.65	3314.97	3985.21	净利润	87.00	112.11	135.18	165.59
营业成本	1806.61	2152.17	2584.46	3103.67	折旧与摊销	15.32	23.69	23.69	23.69
营业税金及附加	10.69	16.16	19.03	21.64	财务费用	-0.78	2.43	4.91	6.88
销售费用	298.14	355.74	424.32	506.12	资产减值损失	-1.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	112.44	124.09	149.17	179.33	经营营运资本变动	-39.49	-129.60	-138.91	-163.93
财务费用	-0.78	2.43	4.91	6.88	其他	-11.95	-5.34	-11.98	-9.02
资产减值损失	-1.65	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	48.45	3.29	12.89	23.21
投资收益	29.76	10.00	10.00	10.00	资本支出	-6.84	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-58.58	10.00	10.00	10.00
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>	-65.41	-20.00	-20.00	-20.00
<b>营业利润</b>	85.53	117.06	143.08	177.58	短期借款	0.00	236.82	124.11	138.64
其他非经营损益	13.08	8.93	8.82	8.77	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	98.60	125.99	151.90	186.35	股权融资	-18.75	0.00	0.00	0.00
所得税	11.60	13.87	16.72	20.75	支付股利	-58.29	-42.98	-56.35	-67.95
净利润	87.00	112.11	135.18	165.59	其他	69.68	-2.43	-4.91	-6.88
少数股东损益	1.50	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-7.36	191.42	62.84	63.82
归属母公司股东净利润	85.50	112.11	135.18	165.59	<b>现金流量净额</b>	-24.32	174.71	55.73	67.02
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	101.05	275.76	331.50	398.52	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	597.63	760.62	912.56	1089.38	销售收入增长率	30.10%	20.88%	20.21%	20.22%
存货	152.50	181.37	218.01	261.82	营业利润增长率	-32.87%	36.87%	22.23%	24.11%
其他流动资产	362.39	438.07	526.61	633.08	净利润增长率	-26.86%	28.87%	20.57%	22.50%
长期股权投资	78.32	78.32	78.32	78.32	EBITDA 增长率	-28.92%	43.07%	19.91%	21.24%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	231.26	241.12	250.98	260.85	毛利率	20.81%	21.96%	22.04%	22.12%
无形资产和开发支出	28.99	25.54	22.10	18.65	三费率	17.96%	17.49%	17.45%	17.37%
其他非流动资产	49.94	49.84	49.74	49.64	净利率	3.81%	4.07%	4.08%	4.16%
<b>资产总计</b>	1602.08	2050.65	2389.82	2790.24	ROE	8.72%	10.51%	11.80%	13.32%
短期借款	30.00	266.82	390.93	529.57	ROA	5.43%	5.47%	5.66%	5.93%
应付和预收款项	267.67	353.93	419.67	499.14	ROIC	7.66%	9.52%	10.07%	10.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.39%	5.19%	5.18%	5.22%
其他负债	307.05	363.40	433.89	518.56	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	604.72	984.15	1244.49	1547.27	总资产周转率	1.45	1.51	1.49	1.54
股本	153.40	153.40	153.40	153.40	固定资产周转率	10.04	12.63	16.72	22.37
资本公积	301.84	301.84	301.84	301.84	应收账款周转率	7.00	7.07	6.89	6.91
留存收益	524.95	594.09	672.91	770.56	存货周转率	12.35	12.88	12.93	12.93
归属母公司股东权益	980.18	1049.32	1128.15	1225.79	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	114.68%	—	—	—
少数股东权益	17.18	17.18	17.18	17.18	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	997.36	1066.50	1145.32	1242.97	资产负债率	37.75%	47.99%	52.07%	55.45%
负债和股东权益合计	1602.08	2050.65	2389.82	2790.24	带息债务/总负债	4.96%	27.11%	31.41%	34.23%
					流动比率	2.05	1.70	1.61	1.55
					速动比率	1.79	1.52	1.44	1.38
					股利支付率	68.18%	38.33%	41.69%	41.03%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	100.07	143.18	171.68	208.14	每股收益	0.56	0.73	0.88	1.08
PE	47.37	36.12	29.96	24.46	每股净资产	6.50	6.95	7.47	8.10
PB	4.06	3.80	3.54	3.26	每股经营现金	0.32	0.02	0.08	0.15
PS	1.78	1.47	1.22	1.02	每股股利	0.38	0.28	0.37	0.44
EV/EBITDA	39.27	27.88	23.65	19.85					
股息率	1.44%	1.06%	1.39%	1.68%					

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（地区销售总监）

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

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn