

业绩高速增长, 转型有序推进

- **业绩总结:** 2015年公司实现营业收入49.2亿元, 同比增长19.3%; 归属于上市公司股东的净利润4.2亿元, 同比增长44%。
- **成本下降和二线产品放量为公司业绩的重要动力。** 1) 二线产品血塞通软胶囊(收入+30%)、天眩清(收入+30%)、昆中药(收入+30%)放量显著, 昆中药表现略超预期, 主要是精细化营销所致; 2) 我们估计血塞通注射液收入规模约5.5亿元, 占公司药品生产类收入比例已下降至25%以下, 三七价格下跌为公司提供了约1亿元的成本节约; 3) 从盈利能力来看, 公司净利率提升显著, 主要得益于成本下降带来的毛利率提升, 由于营销变革, 销售费用率有所提升。
- **营销变革持续推进, 2016增长趋势依旧。** 在精细化营销的推进下, 公司未来几年的业绩增长可期: 1) 传统核心品种注射用血塞通竞争格局或将重构, 预计未来3年收入增速约5-10%; 2) 血塞通软胶囊为类独家产品, 正凭借口服制剂的安全性迅速崛起, 预计未来3年增速维持在30%; 3) 天眩清系列获批为化药、适应症广、市场容量大, 天麻素注射液(优质优价)、乙酰天麻素片(独家品种)竞争优势突出, 预计未来3年增速约30%; 4) 昆中药多为OTC品种, 产品批件丰富, 受益药价放开, 预计增速保持在25%左右。
- **战略转型稳步推进, 化药、生物药酝酿新增长点。** 1) 化药、生物药领域: 贝克诺顿整合工作与长效降糖药GLP-1研发活动均有序进行, 投资美国CPI、糖针胶囊的北美研发项目酝酿新增长点。2) 医疗服务领域: 已通过参股子公司医洋科技布局互联网医疗, 线下医疗服务布局有序推进。公司将发展成为化药、生物药、中药、医疗服务多点齐发、业绩全面开花的局面。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司2016-2018年摊薄后EPS分别为1.38元、1.70元、2.09元, 对应PE分别是22倍、18倍、15倍。由于公司全资控股贝克诺顿将打开化药增长空间; 长效降糖药GLP-1、Rani公司的糖针胶囊都给公司市值以想象空间; 且外延扩张预期强烈, 进军互联网医疗, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 三七价格止跌回暖风险; 药品降价超预期风险; 外延式扩张或不达预期风险; 汇率波动风险。

指标库度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4915.69	5807.98	6906.71	8255.33
增长率	19.30%	18.15%	18.92%	19.53%
归属母公司净利润(百万元)	420.85	545.20	671.42	822.92
增长率	44.01%	29.55%	23.15%	22.56%
每股收益EPS(元)	1.07	1.38	1.70	2.09
净资产收益率ROE	12.93%	14.36%	14.93%	15.46%
PE	28	22	18	15
PB	3.59	3.07	2.61	2.21

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

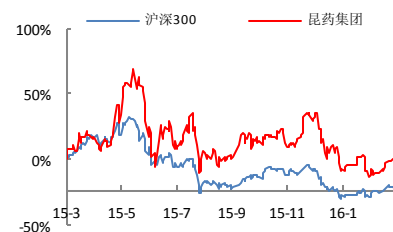
邮箱: hzl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星

电话: 021-68415020

邮箱: zxxing@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)	3.94
流通A股(亿股)	3.4
52周内股价区间(元)	25.11-51.5
总市值(亿元)	119.64
总资产(亿元)	39.42
每股净资产(元)	6.26

相关研究

1. 昆药集团(600422): 收入增速加快, 新战略稳步推进 (2015-10-30)
2. 昆药集团(600422): 稳中积极求变, 老树再发新芽 (2015-10-08)
3. 昆药集团(600422): 青蒿素登上诺奖舞台, 公司蒿甲醚备受关注 (2015-10-07)
4. 昆药集团(600422): 主营业务高速增长, 外延扩张有望加速 (2015-08-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4915.69	5807.98	6906.71	8255.33	净利润	431.32	559.18	683.04	837.15
营业成本	3219.83	3788.16	4490.11	5339.83	折旧与摊销	81.00	85.05	100.47	113.85
营业税金及附加	36.28	40.13	48.27	58.02	财务费用	18.00	20.36	15.15	14.99
销售费用	881.59	987.36	1174.14	1403.41	资产减值损失	14.17	10.00	10.00	10.00
管理费用	294.22	348.48	414.40	495.32	经营营运资本变动	-720.37	-198.29	-292.86	-344.68
财务费用	18.00	20.36	15.15	14.99	其他	652.50	-25.75	-28.32	-30.00
资产减值损失	14.17	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	476.62	450.56	487.47	601.30
投资收益	13.82	16.27	18.06	20.05	资本支出	-340.08	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1480.83	16.27	18.06	20.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1820.91	-133.73	-131.94	-129.95
营业利润	465.42	629.76	772.69	953.81	短期借款	78.10	-182.50	0.00	0.00
其他非经营损益	40.50	31.98	33.89	34.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	505.91	661.74	806.59	988.17	股权融资	1016.46	0.00	0.00	0.00
所得税	74.60	102.56	123.55	151.02	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	431.32	559.18	683.04	837.15	其他	303.64	-22.02	-15.15	-14.99
少数股东损益	10.46	13.98	11.61	14.23	筹资活动现金流净额	1398.20	-204.52	-15.15	-14.99
归属母公司股东净利润	420.85	545.20	671.42	822.92	现金流量净额	53.49	112.31	340.38	456.36
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	747.29	859.60	1199.99	1656.35	成长能力				
应收和预付款项	880.31	1007.33	1203.87	1441.95	销售收入增长率	19.30%	18.15%	18.92%	19.53%
存货	616.05	724.26	858.82	1021.36	营业利润增长率	37.07%	35.31%	22.70%	23.44%
其他流动资产	756.73	891.97	1060.71	1267.82	净利润增长率	40.18%	29.65%	22.15%	22.56%
长期股权投资	37.21	37.21	37.21	37.21	EBITDA 增长率	37.66%	30.25%	20.83%	21.88%
投资性房地产	64.31	64.31	64.31	64.31	获利能力				
固定资产和在建工程	762.37	852.12	926.44	987.39	毛利率	34.50%	34.78%	34.99%	35.32%
无形资产和开发支出	405.11	381.23	357.34	333.46	三费率	24.29%	23.35%	23.22%	23.18%
其他非流动资产	678.89	677.97	677.06	676.14	净利率	8.77%	9.63%	9.89%	10.14%
资产总计	4948.27	5495.99	6385.75	7485.99	ROE	12.93%	14.36%	14.93%	15.46%
短期借款	182.50	0.00	0.00	0.00	ROA	8.72%	10.17%	10.70%	11.18%
应付和预收款项	668.50	786.09	924.74	1105.44	ROIC	18.25%	18.52%	19.80%	21.30%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.48%	12.66%	12.86%	13.11%
其他负债	761.41	816.53	884.60	966.99	营运能力				
负债合计	1612.41	1602.61	1809.34	2072.43	总资产周转率	1.23	1.11	1.16	1.19
股本	394.34	394.34	394.34	394.34	固定资产周转率	9.04	8.38	8.53	9.30
资本公积	1809.26	1809.26	1809.26	1809.26	应收账款周转率	10.15	9.91	10.13	10.09
留存收益	1106.49	1651.69	2323.12	3146.04	存货周转率	5.83	5.65	5.67	5.68
归属母公司股东权益	3311.76	3855.30	4526.72	5349.64	销售商品提供劳务收到现金营业收入	96.68%	—	—	—
少数股东权益	24.10	38.08	49.69	63.92	资本结构				
股东权益合计	3335.86	3893.38	4576.41	5413.56	资产负债率	32.59%	29.16%	28.33%	27.68%
负债和股东权益合计	4948.27	5495.99	6385.75	7485.99	带息债务/总负债	29.79%	18.58%	16.46%	14.37%
					流动比率	2.58	3.02	3.18	3.32
					速动比率	2.05	2.39	2.55	2.69
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	564.43	735.17	888.31	1082.65	每股收益	1.07	1.38	1.70	2.09
PE	28.43	21.94	17.82	14.54	每股净资产	8.46	9.87	11.61	13.73
PB	3.59	3.07	2.61	2.21	每股经营现金	1.21	1.14	1.24	1.52
PS	2.43	2.06	1.73	1.45	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	19.20	14.34	11.48	9.00					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

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