

营销渠道广泛, 并购整合能力强

- **业绩总结:** 公司营收 30.3 亿 (+12%), 归母净利润 3.1 亿 (2%), 扣非后归母净利润 2.5 亿 (-10%); 2015Q4 实现营收 9.2 亿 (+6%), 归母净利润 1.1 亿 (持平), 扣非后净利润 7777 万; 利润分配预案为每 10 股派发现金 3 元 (含税)。
- **收入增速基本符合预期, OEM 业务高速增长。** 单季度来看, 公司营业收入和净利润增速出现下滑, 第四季度增速分别为 6% 和 0%。从收入端来看, 公司全年收入增速为 10%, 与行业增速基本持平。从利润端来看, 毛利率下降是影响利润增速下滑的核心原因, 2015 年综合毛利率为 55.6%, 同比下滑 6.4 个百分点。一方面公司新项目投产导致折旧费用增加以及原材料和人工成本增加, 使得毛利率下滑; 另一方面公司 OEM 业务扩张较快, 2015 年全年收入估计在 6 亿左右, 同比增速接近 80%, 但 OEM 业务的毛利率低于自产产品, 拉低公司综合毛利率。这主要是因为 2015 年公司销售考核以收入为主, 今年还将新增对高毛利自产产品的考核, 毛利率有望出现回升。从期间费用率来看, 2015 年同比下降 2.9 个百分点, 主要原因是随着公司收入体量扩大, 规模效应比较明显, 使得销售费率下降 2.7 个百分点; 另外募集资金到位偿还银行贷款, 使得财务费用下降 1.1 个百分点。我们认为随着 2015 年并购的襄阳隆中等企业并表以及销售考核方式完成调整, 全年收入和利润均有望出现明显回升。
- **营销渠道广泛, 并购整合能力强。** 广泛的营销渠道是公司的核心竞争力, 处于持续扩张状态, 2015 年新组建了基药、隆中和大健康事业部, 销售事业部总数达到 10 个, 在全国拥有 200 支省级销售队伍, 拥有 4000 多个医院终端和 30 多万个零售终端。凭借强大的营销网络, 公司能够对终端销售的药品价格、质量等进行控制, 既避免了对经销商的依赖程度, 又能保证充分的利润空间。公司自成立以来就具有并购基因, 形成了成熟的业务模式, 即持续外延并购药品文号并对销售渠道进行整合, 凭借丰富的产品组合及广阔的营销渠道推动并购产品的销售额持续增长。公司目前已经形成了完善的产品梯队, 有 6 个产品销售收入上亿, 千万销售级别的产品有 60 多个, 拥有长期可持续增长动力。我们认为借助庞大的营销网络, 公司将通过并购持续丰富产品线, 形成规模效应, 未来还存在强烈的外延并购预期。
- **盈利预测及评级:** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.23 元、1.53 元、1.84 元, 对应 PE 分别为 30 倍、24 倍、20 倍。我们认为公司并购整合力度强, 能够通过广泛的营销渠道放量, 还存在强烈的外延并购预期, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 药品推广进度或不达预期; 并购整合进度或低于预期。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3034.77	3714.07	4509.38	5313.57
增长率	11.62%	22.38%	21.41%	17.83%
归属母公司净利润(百万元)	306.60	358.78	447.49	538.51
增长率	1.82%	17.02%	24.72%	20.34%
每股收益 EPS(元)	1.05	1.23	1.53	1.84
净资产收益率 ROE	12.55%	13.26%	14.78%	15.76%
PE	35	30	24	20
PB	4.12	3.78	3.38	2.99

数据来源: Wind, 西南证券

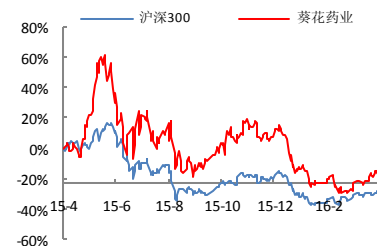
西南证券研究发展中心

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: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@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)	2.92
流通 A 股(亿股)	1.26
52 周内股价区间(元)	30.33-70.5
总市值(亿元)	107.66
总资产(亿元)	37.65
每股净资产(元)	8.39

相关研究

关键假设:

- 1、考虑到内生增长和并表影响,预计 2016-2018 年期间中成药的收入增速分别为 25%、25%、20%;
- 2、随着销售考核方式改变,自产品种比例提高,中成药毛利率在 2016 年将会出现回升,2017-2018 年由于竞争导致毛利率略有下滑,预计 2016-2017 年中成药的毛利率分别为 57%、56%、55%。

表 1: 葵花药业主营业务预测 (百万元)

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计						
营业收入	2180.9	2718.8	3034.8	3714.1	4509.4	5313.6
yoy		25%	12%	22%	21%	18%
营业成本	785.8	1033.4	1348.4	1712.5	2101.3	2509.3
毛利率	64%	62%	56%	54%	53%	53%
中成药						
收入	1532.3	2002.5	2260.8	2826.0	3532.5	4239.1
yoy		31%	13%	25%	25%	20%
成本	547.6	770.7	995.4	1215.2	1554.3	1907.6
毛利率	64%	62%	56%	57%	56%	55%
化学制剂						
收入	647.8	715.3	772.2	888.0	976.8	1074.5
yoy		10%	8%	15%	10%	10%
成本	237.8	262.0	352.1	497.3	547.0	601.7
毛利率	63%	63%	54%	44%	44%	44%

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	3034.77	3714.07	4509.38	5313.57	净利润	327.52	377.66	471.04	566.85
营业成本	1348.37	1712.49	2101.35	2509.30	折旧与摊销	91.56	138.82	150.29	163.95
营业税金及附加	36.39	46.21	55.71	65.48	财务费用	1.36	5.39	6.77	8.04
销售费用	1025.73	1188.50	1420.45	1647.21	资产减值损失	1.30	0.00	0.00	0.00
管理费用	289.63	352.84	405.84	451.65	经营营运资本变动	-158.11	-65.82	-125.43	-117.37
财务费用	1.36	5.39	6.77	8.04	其他	-137.78	-9.86	-12.07	-14.99
资产减值损失	1.30	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	125.84	446.20	490.60	606.48
投资收益	8.52	10.00	12.00	15.00	资本支出	-421.72	-200.00	-250.00	-250.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	163.11	10.00	12.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-258.60	-190.00	-238.00	-235.00
营业利润	340.51	418.63	531.25	646.89	短期借款	-350.00	47.00	50.00	50.00
其他非经营损益	60.59	44.67	46.46	48.22	长期借款	-156.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	401.11	463.30	577.71	695.11	股权融资	-22.51	0.00	0.00	0.00
所得税	73.59	85.64	106.67	128.26	支付股利	-51.10	-128.32	-132.72	-157.85
净利润	327.52	377.66	471.04	566.85	其他	-140.91	-16.76	-6.77	-8.04
少数股东损益	20.92	18.88	23.55	28.34	筹资活动现金流净额	-721.06	-98.08	-89.49	-115.89
归属母公司股东净利润	306.60	358.78	447.49	538.51	现金流量净额	-853.82	158.12	163.10	255.59
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	969.37	1127.49	1290.59	1546.18	成长能力				
应收和预付款项	549.86	643.49	789.29	934.76	销售收入增长率	11.62%	22.38%	21.41%	17.83%
存货	536.57	681.33	836.14	998.47	营业利润增长率	-11.19%	22.94%	26.90%	21.77%
其他流动资产	7.82	9.57	11.62	13.69	净利润增长率	-1.08%	15.31%	24.72%	20.34%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-11.27%	29.86%	22.29%	18.97%
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	1226.29	1320.41	1453.05	1572.03	毛利率	55.57%	53.89%	53.40%	52.78%
无形资产和开发支出	431.64	399.00	366.37	333.73	三费率	43.39%	41.65%	40.65%	39.65%
其他非流动资产	43.08	42.78	42.48	42.18	净利率	10.79%	10.17%	10.45%	10.67%
资产总计	3764.63	4224.06	4789.54	5441.04	ROE	12.55%	13.26%	14.78%	15.76%
短期借款	203.00	250.00	300.00	350.00	ROA	8.70%	8.94%	9.83%	10.42%
应付和预收款项	490.11	622.33	754.39	899.59	ROIC	15.63%	15.68%	17.87%	19.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.28%	15.15%	15.26%	15.41%
其他负债	461.05	503.28	548.38	595.70	营运能力				
负债合计	1154.16	1375.61	1602.77	1845.28	总资产周转率	0.81	0.93	1.00	1.04
股本	292.00	292.00	292.00	292.00	固定资产周转率	3.29	3.27	3.74	4.10
资本公积	1199.16	1199.16	1199.16	1199.16	应收账款周转率	11.01	10.93	11.36	11.05
留存收益	946.55	1177.02	1491.78	1872.43	存货周转率	3.04	2.81	2.77	2.74
归属母公司股东权益	2449.09	2668.18	2982.94	3363.60	销售商品提供劳务收到现金营业收入	111.72%	—	—	—
少数股东权益	161.39	180.27	203.82	232.16	资本结构				
股东权益合计	2610.47	2848.45	3186.76	3595.76	资产负债率	30.66%	32.57%	33.46%	33.91%
负债和股东权益合计	3764.63	4224.06	4789.54	5441.04	带息债务/总负债	17.59%	18.17%	18.72%	18.97%
					流动比率	2.43	2.30	2.26	2.27
					速动比率	1.80	1.66	1.61	1.62
					股利支付率	16.67%	35.76%	29.66%	29.31%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	433.43	562.84	688.32	818.87	每股收益	1.05	1.23	1.53	1.84
PE	35.11	30.01	24.06	19.99	每股净资产	8.94	9.75	10.91	12.31
PB	4.12	3.78	3.38	2.99	每股经营现金	0.43	1.53	1.68	2.08
PS	3.55	2.90	2.39	2.03	每股股利	0.18	0.44	0.45	0.54
EV/EBITDA	22.98	17.50	14.14	11.64					
股息率	0.47%	1.19%	1.23%	1.47%					

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