

## 业绩恢复高增长, 提价增厚利润

- 业绩总结:** 公司 2015 年实现营收 13.7 亿 (-6%) 和扣非后归母净利润 3.5 亿元 (-16%); 2015Q4 实现营收 4.8 亿 (-4%) 和扣非后归母净利润 7747 万元 (-27%); 利润分配预案为每 10 股派发现金红利 5 元 (含税)。2016Q1 实现营收 3.0 亿元 (+34%) 和扣非后归母净利润 6795 万元 (+41%)。
- 2015 年报点评: 招标进度慢和费用增加导致业绩下滑。** 公司 2015 年收入和利润均出现明显下滑, 我们分析认为主要有两方面的原因: 1) 各省药品招标进度慢, 导致公司三金片提价和西瓜霜转换规格后无法通过招标及时进入市场销售。且考虑到三金片提价, 公司为了防止经销商囤货, 对发货节奏进行了控制, 导致中药销量下降 2%。另外公司在 2014 年 9 月出售了三金医药的 100% 股权, 导致 2015 年医药商业收入同比下滑 73%。2) 2015 年期间费用率比 2014 年高 5.8 个百分点, 其中销售费率提高 3.8 个百分点, 主要是因为公司加强渠道建设, 销售投入同比增长 6%; 管理费率提高 1.9 个百分点, 主要是因为宝船生物加大了研发投入, 公司研发投入总金额同比增长 26%。
- 2016 年一季报点评: 销量恢复和产品提价推动业绩高增长。** 2016Q1, 公司业绩恢复高增长, 收入和净利润同比增速分别为 34% 和 41%, 主要是因为 1) 公司在部分省份中标且开始销售, 三金片提价和西瓜霜转换规格均已经完成, 不再对经销商进行控货, 销量出现回升; 2) 三金片属于低价药, 与日均费用不超过 5 元标准还存在 15% 左右的差距, 提价能够带来明显的业绩增厚; 3) 随着公司收入规模快速扩大, 期间费用率出现明显下降, 降幅达到 3.3 个百分点, 其中销售费率和管理费率分别下降 1.0 和 0.9 个百分点。
- 产品梯队齐全, 长期高增长值得期待。** 公司核心品种三金片和西瓜霜均有望迎来新一轮快速成长, 三金片提价明显和西瓜霜规格从 2.5g 规格调整为 3.5g 均能带动公司收入出现明显回升。公司还拥有众多二线品种, 如脑脉通和眩晕宁立足心血管药物市场, 舒咽清喷雾剂和蛤蚧定喘胶囊均具有独特优势, 目前正处于快速放量阶段, 未来均有望发展成上亿元大品种。2014 年收购西瓜霜生态, 积极开拓日化产品, 战略布局大健康产业, 想象空间巨大。宝船生物重点开发单抗研发平台, 西妥昔单抗已申报临床, 贝伐珠单抗和曲妥珠单抗的研发进度也十分顺利。我们认为公司产品梯队齐全, 核心品种进入新一轮快速成长期, 二线品种正在迅速放量, 还有多个重磅单抗产品在研, 长期高增长势头值得期待。
- 盈利预测及评级:** 预计 2016-2018 年公司 EPS 分别为 0.80 元、0.94 元、1.10 元, 对应当前股价 PE 分别为 23 倍、20 倍、17 倍。考虑到公司核心产品提价带来显著的业绩弹性, 大健康产业想象空间大, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 药品招标进度或低于预期的风险; 西瓜霜牙膏销售或低于预期的风险; 单抗研发进度或低于预期的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1371.82	1598.95	1820.00	2025.79
增长率	-6.45%	16.56%	13.83%	11.31%
归属母公司净利润(百万元)	376.67	472.83	553.97	649.46
增长率	-15.33%	25.53%	17.16%	17.24%
每股收益 EPS(元)	0.64	0.80	0.94	1.10
净资产收益率 ROE	16.08%	17.76%	18.10%	18.33%
PE	29	23	20	17
PB	4.72	4.16	3.62	3.12

数据来源: Wind, 西南证券

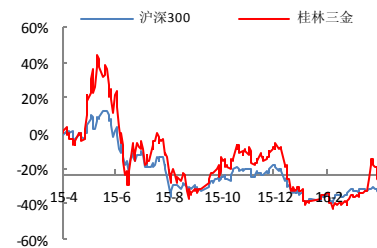
### 西南证券研究发展中心

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: hzli@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)	5.9
流通 A 股(亿股)	5.31
52 周内股价区间(元)	14.26-37.49
总市值(亿元)	110.66
总资产(亿元)	28.20
每股净资产(元)	4.09

### 相关研究

1. 桂林三金(002275): 业绩全面反转, 产业链逐步延伸 (2016-04-12)

**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	1371.82	1598.95	1820.00	2025.79	净利润	376.67	472.83	553.97	649.46
营业成本	376.91	398.97	471.38	524.46	折旧与摊销	60.33	87.17	104.12	121.97
营业税金及附加	19.38	22.14	25.37	28.24	财务费用	-10.91	3.00	3.54	3.98
销售费用	443.55	479.68	527.80	567.22	资产减值损失	-1.52	0.00	3.00	5.00
管理费用	131.77	159.89	163.80	162.06	经营营运资本变动	140.73	-45.01	-102.63	-82.39
财务费用	-10.91	3.00	3.54	3.98	其他	-166.80	-8.00	-13.00	-17.00
资产减值损失	-1.52	0.00	3.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>398.50</b>	<b>509.99</b>	<b>549.00</b>	<b>681.02</b>
投资收益	10.36	8.00	10.00	12.00	资本支出	-73.67	-162.00	-212.00	-262.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	111.28	8.00	10.00	12.00
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>	<b>37.61</b>	<b>-154.00</b>	<b>-202.00</b>	<b>-250.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>423.01</b>	<b>543.26</b>	<b>635.11</b>	<b>746.82</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	17.30	9.44	12.44	12.35	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>440.30</b>	<b>552.70</b>	<b>647.55</b>	<b>759.17</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	63.63	79.87	93.58	109.71	支付股利	0.00	-152.92	-156.85	-166.85
净利润	376.67	472.83	553.97	649.46	其他	-355.52	-3.00	-3.54	-3.98
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-355.52</b>	<b>-155.93</b>	<b>-160.38</b>	<b>-170.83</b>
归属母公司股东净利润	376.67	472.83	553.97	649.46	<b>现金流量净额</b>	<b>80.59</b>	<b>200.07</b>	<b>186.61</b>	<b>260.19</b>
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	706.89	906.96	1093.57	1353.76	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	542.02	601.08	695.10	774.09	销售收入增长率	-6.45%	16.56%	13.83%	11.31%
存货	188.67	199.71	235.96	262.53	营业利润增长率	-19.19%	28.43%	16.91%	17.59%
其他流动资产	103.38	120.49	137.15	152.66	净利润增长率	-15.33%	25.53%	17.16%	17.24%
长期股权投资	12.09	12.09	12.09	12.09	EBITDA 增长率	-13.52%	34.08%	17.26%	17.50%
投资性房地产	2.00	2.00	2.00	2.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1005.96	1085.20	1197.48	1341.92	毛利率	72.53%	75.05%	74.10%	74.11%
无形资产和开发支出	179.17	175.18	171.18	167.19	三费率	41.14%	40.19%	38.19%	36.20%
其他非流动资产	19.52	19.11	18.70	18.28	净利率	27.46%	29.57%	30.44%	32.06%
<b>资产总计</b>	<b>2759.71</b>	<b>3121.82</b>	<b>3563.25</b>	<b>4084.53</b>	ROE	16.08%	17.76%	18.10%	18.33%
短期借款	50.00	50.00	50.00	50.00	ROA	13.65%	15.15%	15.55%	15.90%
应付和预收款项	167.64	204.44	230.99	256.65	ROIC	19.23%	25.05%	26.61%	28.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.44%	39.62%	40.81%	43.08%
其他负债	198.95	204.36	222.10	235.11	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>416.59</b>	<b>458.80</b>	<b>503.10</b>	<b>541.77</b>	总资产周转率	0.49	0.54	0.54	0.53
股本	590.20	590.20	590.20	590.20	固定资产周转率	2.74	1.96	1.94	1.92
资本公积	678.82	678.82	678.82	678.82	应收账款周转率	17.28	18.61	19.65	18.86
留存收益	1074.11	1394.01	1791.13	2273.75	存货周转率	2.23	2.05	2.16	2.10
归属母公司股东权益	2343.12	2663.03	3060.15	3542.76	销售商品提供劳务收到现金营业收入	122.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2343.12</b>	<b>2663.03</b>	<b>3060.15</b>	<b>3542.76</b>	资产负债率	15.10%	14.70%	14.12%	13.26%
负债和股东权益合计	2759.71	3121.82	3563.25	4084.53	带息债务/总负债	12.00%	10.90%	9.94%	9.23%
					流动比率	4.97	5.19	5.45	5.84
					速动比率	4.36	4.62	4.86	5.24
					股利支付率	0.00%	32.34%	28.31%	25.69%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	472.42	633.44	742.77	872.77	每股收益	0.64	0.80	0.94	1.10
PE	29.38	23.40	19.98	17.04	每股净资产	3.97	4.51	5.18	6.00
PB	4.72	4.16	3.62	3.12	每股经营现金	0.68	0.86	0.93	1.15
PS	8.07	6.92	6.08	5.46	每股股利	0.00	0.26	0.27	0.28
EV/EBITDA	21.99	16.08	13.46	11.16					
股息率	0.00%	1.38%	1.42%	1.51%					

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