

## 区域流通龙头，多元化助推企业发展

### 投资要点

- **事件:** 近期我们对公司进行调研,就公司经营情况及未来战略规划进行沟通。
- **生产线 GMP 认证完成,全年业绩恢复性增长。** 1) 震元制药生产线 GMP 认证完成,产能释放提升公司业绩。受厂区搬迁及口服制剂项目 GMP 认证检查停产影响,2015 年医药工业增速并未完全体现。目前老厂区搬迁及生产线 GMP 认证已经完成,预计上半年医药工业增速超过 20%; 2) 制剂产品有亮点,腺苷蛋氨酸带来新增量。a、氯诺昔康功能为镇痛,该产品在 2015 年销售收入超过 5000 万,预计全年增速超过 20%; b、盐酸头孢他美酯在进入浙江省目录后增速较快,公司具有该产品的儿童剂型,为市场稀缺品种,预计收入规模超过千万; c、其余品种如伏格列波糖等均为 2000-3000 万级别,预计保持稳定增长; d、腺苷蛋氨酸为护肝药,注射剂型。该产品已经在 2015 年进入批量生产阶段,国内现在只有两家且工艺上比较难,预计后续申报的企业数量有限。该产品目前正在做市场投标,前景看好。我们认为:公司 2015 年净利润约为 3600 万元,在产能恢复及新品上市的背景下,预计全年净利润增速或超过 30%。
- **深耕医药流通业务,积极布局大健康。** 1) 2015 年公司流通业务收入约为 18 亿元,其中批发业务约为 4 亿元,配送业务为 10 亿元。对医院的批发配送业务收入约为 7 亿元,占公司批发配送业务收入 50%左右。在两票制政策推行背景下,公司将调整业务布局,充分发挥基层配送网络优势,扩大对医院的批发业务占比,进而提升公司毛利水平; 2) 公司零售药店收入约 4 亿元,目前有超过 70 家连锁药店,品牌及区域价值得到行业认可,例如公司门店开设广誉远专柜、取得太极藿香正气口服液省级代理等。公司注重大中型门店的拓展,将持续拓展中医健康服务,推出震元堂针灸理疗项目,提升客户黏性; 3) 积极对接处方外流,开设 DTC 药房。由于地方医院有控制药占比的需要,企业有保药价的需要,公司正在积极开展对接。首家药店选址在绍兴人民医院旁边,同时开设学术推广等,预计将成为公司未来新的利润增长点; 4) 积极布局大健康领域。公司具有区域及医院合作优势,将从集团及上市公司层面培育大健康业务,母婴护理、康复医疗等值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.14 元、0.19 元、0.25 元,对应市盈率分别为 81 倍、60 倍、46 倍。我们认为随着公司生产线 GMP 认证及厂区搬迁完成,医药工业将迎来收入增速回升,且在新产品上市及 DTC 药房推广后也将提升整体毛利率水平。公司在大健康领域积极布局,或有超预期表现。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 零售药店盈利或不达预期,新产品销售或不达预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2163.51	2337.08	2511.05	2703.04
增长率	3.95%	8.02%	7.44%	7.65%
归属母公司净利润(百万元)	36.23	47.55	64.11	84.37
增长率	-7.30%	31.27%	34.81%	31.61%
每股收益 EPS(元)	0.11	0.14	0.19	0.25
净资产收益率 ROE	2.90%	3.81%	4.88%	6.04%
PE	106	81	60	46
PB	3.02	3.02	2.87	2.70

数据来源: Wind, 西南证券

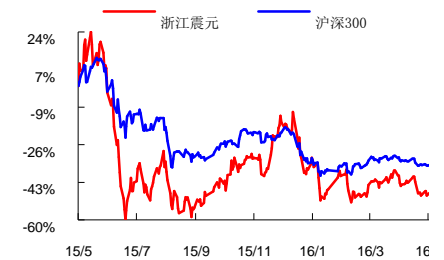
### 西南证券研究发展中心

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

分析师: 施跃  
执业证号: S1250515080001  
电话: 021-68413878  
邮箱: syue@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.34
流通 A 股(亿股)	3.34
52 周内股价区间(元)	8.83-27.21
总市值(亿元)	38.16
总资产(亿元)	20.43
每股净资产(元)	3.80

### 相关研究

## 盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，我们认为随着公司生产线 GMP 认证及厂区搬迁完成，医药工业将迎来收入增速回升。且在新产品上市及 DTC 药房推广后，将提升公司整体毛利率水平。故对 2016-2018 年主营业务的关键假设如下：

1) 药品流通收入稳步增长，两票制背景下批发业务占比提升，有利于公司医药流通毛利率提升。预计 2016-2018 年间每年的收入增速约为 5%，毛利率略有提升，保持在 6.5% 左右；

2) 药品零售业务随着震元堂零售连锁扩大规模，预计 2016-2018 年每年收入增速约为 10%，毛利率保持 31% 左右；

3) 原料药及制剂业务均出现回升，预计 2016-2018 年制剂业务收入年均增速超过 20%，且利润保持在 50% 左右；

3) 期间费用率相对稳定。预计 2016-2018 年间销售费用约为 7%，管理费用维持在 6%。

表 1：公司业务收入分拆及预测（百万元）

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>医药流通（批发与配送）</b>					
收入	1,387.29	1,421.85	1,492.94	1,567.59	1,645.97
yoy	4.12%	2.49%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	1,290.07	1,331.61	1,395.90	1,465.70	1,538.98
毛利率	7.01%	6.35%	6.50%	6.50%	6.50%
<b>医药零售</b>					
收入	361.02	381.86	420.05	462.05	508.26
yoy	11.30%	5.77%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	250.97	266.93	289.83	318.81	350.70
毛利率	30.48%	30.10%	31.00%	31.00%	31.00%
<b>原料药</b>					
收入	148.43	154.86	170.35	178.86	187.81
yoy	-9.87%	4.33%	10.00%	5.00%	5.00%
成本	129.43	140.00	155.01	163.66	171.84
毛利率	12.80%	9.60%	9.00%	8.50%	8.50%
<b>制剂</b>					
收入	169.37	190.63	238.29	285.95	343.13
yoy	-5.39%	12.55%	25.00%	20.00%	20.00%
成本	85.48	96.00	119.14	142.97	171.57
毛利率	49.53%	49.64%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源：wind、西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2163.51	2337.08	2511.05	2703.04	净利润	37.07	48.66	65.60	86.33
营业成本	1836.80	1972.94	2105.06	2247.95	折旧与摊销	44.26	52.06	52.06	52.06
营业税金及附加	6.60	6.73	7.38	7.89	财务费用	-2.80	0.50	0.43	0.43
销售费用	151.41	163.60	175.77	189.21	资产减值损失	10.24	0.58	0.00	0.00
管理费用	131.08	140.22	150.66	162.18	经营营运资本变动	-26.45	-33.70	-20.10	-21.82
财务费用	-2.80	0.50	0.43	0.43	其他	-5.57	-0.45	-0.07	0.01
资产减值损失	10.24	0.58	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>56.74</b>	<b>67.66</b>	<b>97.92</b>	<b>117.02</b>
投资收益	3.83	0.00	0.00	0.00	资本支出	-78.99	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-133.54	31.43	0.00	0.00
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>-212.53</b>	<b>1.43</b>	<b>-30.00</b>	<b>-30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>34.02</b>	<b>52.51</b>	<b>71.75</b>	<b>95.37</b>	短期借款	-4.00	-0.50	0.00	0.00
其他非经营损益	8.89	4.49	4.91	5.43	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>42.91</b>	<b>57.00</b>	<b>76.66</b>	<b>100.81</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	5.84	8.34	11.06	14.48	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	37.07	48.66	65.60	86.33	其他	1.36	-49.77	-0.43	-0.43
少数股东损益	0.84	1.10	1.49	1.96	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2.64</b>	<b>-50.27</b>	<b>-0.43</b>	<b>-0.43</b>
归属母公司股东净利润	36.23	47.55	64.11	84.37	<b>现金流量净额</b>	<b>-157.93</b>	<b>18.82</b>	<b>67.49</b>	<b>86.59</b>
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	226.27	245.08	312.57	399.16	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	489.30	532.08	567.78	611.98	销售收入增长率	3.95%	8.02%	7.44%	7.65%
存货	371.72	383.07	414.52	440.61	营业利润增长率	-32.04%	54.35%	36.64%	32.93%
其他流动资产	28.04	22.48	26.95	28.01	净利润增长率	-9.17%	31.27%	34.81%	31.61%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	0.20%	39.19%	18.25%	19.02%
投资性房地产	36.60	5.17	5.17	5.17	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	514.11	497.95	481.79	465.63	毛利率	15.10%	15.58%	16.17%	16.84%
无形资产和开发支出	36.77	31.52	26.26	21.01	三费率	12.93%	13.02%	13.02%	13.02%
其他非流动资产	235.38	234.73	234.09	233.44	净利率	1.71%	2.08%	2.61%	3.19%
<b>资产总计</b>	<b>1938.19</b>	<b>1952.08</b>	<b>2069.13</b>	<b>2205.01</b>	ROE	2.90%	3.81%	4.88%	6.04%
短期借款	0.50	0.00	0.00	0.00	ROA	1.91%	2.49%	3.17%	3.92%
应付和预收款项	612.40	626.26	675.88	723.63	ROIC	2.84%	4.44%	5.93%	7.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.49%	4.50%	4.95%	5.47%
其他负债	46.66	47.80	49.63	51.42	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>659.55</b>	<b>674.06</b>	<b>725.51</b>	<b>775.06</b>	总资产周转率	1.16	1.20	1.25	1.26
股本	334.12	334.12	334.12	334.12	固定资产周转率	5.62	6.50	8.01	10.11
资本公积	537.16	537.16	537.16	537.16	应收账款周转率	5.54	5.63	5.61	5.62
留存收益	344.80	392.35	456.46	540.83	存货周转率	5.36	5.23	5.28	5.26
归属母公司股东权益	1265.35	1263.63	1327.74	1412.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.46%	—	—	—
少数股东权益	13.29	14.39	15.88	17.84	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1278.64</b>	<b>1278.02</b>	<b>1343.62</b>	<b>1429.96</b>	资产负债率	34.03%	34.53%	35.06%	35.15%
负债和股东权益合计	1938.19	1952.08	2069.13	2205.01	带息债务/总负债	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.75	1.82	1.88	1.97
					速动比率	1.17	1.23	1.29	1.38
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.11	0.14	0.19	0.25
					每股净资产	3.83	3.83	4.02	4.28
					每股经营现金	0.17	0.20	0.29	0.35
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	75.48	105.07	124.24	147.86					
PE	106.44	81.08	60.14	45.70					
PB	3.02	3.02	2.87	2.70					
PS	1.78	1.65	1.54	1.43					
EV/EBITDA	43.60	32.04	26.55	21.72					
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

### 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

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn