

## 外延丰富产品线，协同营销打造新品

### 投资要点

- **事件:** 公司与贵州宏奇药业现控股股东王海波先生签订《关于收购贵州宏奇药业有限公司股权的意向书》，意向收购企业不低于 70% 股权比例。
- **贵州特色民族企业，具备多种独家产品。** 1) 贵州宏奇目前生产的品种有复方吡美辛酞、良姜胃疡胶囊（苗药）、芪斛楂颗粒、妇科止带胶囊等 11 个；2) 多个独家品种将大大丰富公司产品线，其中芪斛楂颗粒为改善小儿脾胃气虚、易感冒等症状的儿童用药；良姜胃疡胶囊为适用于寒凝气滞所致胃脘疼痛等症的消化系统用药；葛芪胶囊适用于倦怠乏力、气短懒言以及 II 型糖尿病；3) 另有复方吡美辛酞是皮肤外科用药，有望填补公司皮肤外科用药产品线空白；三鞭胶囊为高端补益品种；妇科止带胶囊为妇科品种。
- **整合完善 OTC 品类，协同营销打造新品。** 葵花药业产品以 OTC 为主，现有近 60 个品种销售规模超 1000 万元，其中 3 亿以上品种 2 个、1-3 亿品种 2 个、5000 万至 1 亿元品种 6 个。目前形成了消化系统用药、儿童用药、呼吸感冒用药、妇科用药、风湿骨病用药、心脑血管用药的六大产品群。我们认为此次收购若成功实施，将在产品线布局上：1) 满足公司发展“小葵花”战略需求，芪斛楂颗粒形成新的小葵花儿童用药单品，良姜胃疡胶囊为“葵花”主品牌潜在黄金单品，新产品将被打造成为新的千万级别品种；2) 复方吡美辛酞是皮肤外科用药，可以填补公司皮肤外科用药产品线领域的空白，成为公司第七大产品群主力；3) 通过收购整合贵州省特色民族药产品批文资源，并充分利用贵州省丰富的药材资源及民族药资源，进行产业链延伸。
- **坚持外向并购，协同发展的又一例。** 公司始终坚持在“品种→品牌→品类”的发展战略引导下，内生外延丰富产品，已成功打造了覆盖全国约 4000 多家医疗机构和 30 万家 OTC 药店和基层医疗终端的全国性销售网络。公司具有成熟的业务模式与营销团队，贵州宏奇各类单品在公司的经营模式带动下，将有较好的业绩空间，同时作为贵州宏奇的 OTC 品类药品营销模式与公司营销模式契合度较高。二者协同效应发展明显，形成规模效应，将促进公司持续增长。
- **盈利预测及评级:** 预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.23 元、1.53 元、1.84 元，对应 PE 分别为 33 倍、26 倍、22 倍。维持“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	38	33	26	22
PB	4.48	4.11	3.67	3.26

数据来源: Wind, 西南证券

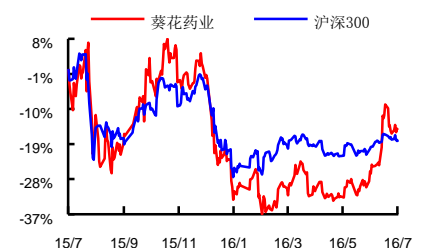
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃  
执业证号: S1250515080001  
电话: 021-68413878  
邮箱: syue@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: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.92
流通 A 股(亿股)	1.20
52 周内股价区间(元)	31.31-53.37
总市值(亿元)	122.76
总资产(亿元)	39.59
每股净资产(元)	8.72

### 相关研究

1. 葵花药业 (002737): 营销渠道广泛, 并购整合能力强 (2016-04-17)

**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	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	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>125.84</b>	<b>446.20</b>	<b>490.60</b>	<b>606.48</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-258.60</b>	<b>-190.00</b>	<b>-238.00</b>	<b>-235.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>340.51</b>	<b>418.63</b>	<b>531.25</b>	<b>646.89</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>401.11</b>	<b>463.30</b>	<b>577.71</b>	<b>695.11</b>	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	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-721.06</b>	<b>-98.08</b>	<b>-89.49</b>	<b>-115.89</b>
归属母公司股东净利润	306.60	358.78	447.49	538.51	<b>现金流量净额</b>	<b>-853.82</b>	<b>158.12</b>	<b>163.10</b>	<b>255.59</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	969.37	1127.49	1290.59	1546.18	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>资产总计</b>	<b>3764.63</b>	<b>4224.06</b>	<b>4789.54</b>	<b>5441.04</b>	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	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1154.16</b>	<b>1375.61</b>	<b>1602.77</b>	<b>1845.28</b>	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2610.47</b>	<b>2848.45</b>	<b>3186.76</b>	<b>3595.76</b>	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%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.05	1.23	1.53	1.84
					每股净资产	8.94	9.75	10.91	12.31
					每股经营现金	0.43	1.53	1.68	2.08
					每股股利	0.18	0.44	0.45	0.54
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	433.43	562.84	688.32	818.87					
PE	38.18	32.63	26.16	21.74					
PB	4.48	4.11	3.67	3.26					
PS	3.86	3.15	2.60	2.20					
EV/EBITDA	25.15	19.17	15.51	12.79					
股息率	0.44%	1.10%	1.13%	1.35%					

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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn