2016 年 08 月 04 日
证券研究报告•动态跟踪报告
昆药集团（600422）医药生物

买入（维持）
当前价：14.18 元
目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# 投资南京弘景医药，加快布局医疗产业

## 投资要点

- **事件：**公司公告称全资公司昆药商业签订合作框架协议，拟出资 2550 万元投资南京弘景医药，将合作设立康复医院拓展医疗服务类业务。
- **投资南京弘景医药，加快布局医疗产业。**本次增资后昆药商业将占南京弘景医药 51%股权，未来发展方向有康复医院、护理医院、院内病区等。在入股后将启动并实施术后康复转诊项目，以医联体或技术指导的方式与当地大型三甲医院合作规划设立二级康复类医院。该协议同时约定南京弘景医药 2017-2019 年收入 8 亿元/10 亿元/12 亿元，净利润分别为 2640 万元/3168 万元/3810 万元，如顺利完成对方将得到业绩奖励，同时要求其医疗服务类业务占比不得低于目标公司总销售额的 30%。我们看好公司本次合作方案，理由如下：1）绑定经销商利益，有助于强化公司在江苏地区的医药纯销推广，有效提升公司在慢病领域的药品综合供应能力；2）合作方医院终端优势明显，将推动与当地三甲医院合作成立康复医院，有助于加快昆药在医疗产业、慢病管理等领域布局进展；3）投资标的估值合理，对未来收入及盈利产生积极影响。
- **营销变革持续推进收入增长，积极寻找新的盈利点。**经过公司对营销结构的调整和人才队伍的建设，我们判断公司未来几年主业增长有保障：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；5）贝克诺顿受益于一致性评价，产品集中度提升将利好其业绩增长，预计未来三年增速超过 20%。其次，公司积极培育新的业绩增长点，如加快化药、生物药研发和外延。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。同时在医疗服务领域积极布局，前期已经公告通过参股子公司医洋科技布局互联网医疗，未来或能有效对接社区等线下资源。本次公告投资南京弘景，进军康复医疗领域，也反应公司积极做大医疗产业的决心。我们判断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。
- **盈利预测与估值。**考虑此次收购，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.69/0.86/1.05 元，对应 PE 分别为 21/17/14 倍。公司业绩看点较多，贝克诺顿、昆中药、血塞通软胶囊等空间大；长效降糖药、糖针胶囊都给公司市值以想象空间；加快布局医疗产业、慢病管理，外延预期强烈，维持“买入”评级。
- **风险提示：**药品降价超预期风险；外延式扩张或不达预期风险；本次框架协议合作或不达预期风险。

| 指标/年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 4915.69 | 6007.98 | 7906.70 | 9455.33 |
| 增长率 | 19.30% | 22.22% | 31.60% | 19.59% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 420.85 | 547.05 | 676.52 | 830.11 |
| 增长率 | 44.01% | 29.99% | 23.67% | 22.70% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.53 | 0.69 | 0.86 | 1.05 |
| 净资产收益率 ROE | 12.93% | 14.72% | 15.75% | 16.60% |
| PE | 27 | 21 | 17 | 14 |
| PB | 3.43 | 3.00 | 2.60 | 2.24 |

*数据来源：Wind，西南证券*

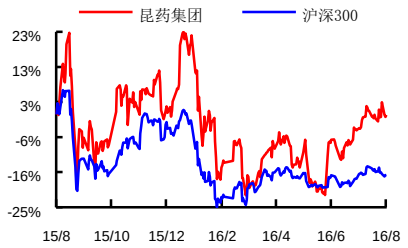

### 西南证券研究发展中心

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：聚源数据*

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 总股本(亿股) | 7.89 |
| 流通 A 股(亿股) | 6.81 |
| 52 周内股价区间(元) | 12.43-40.14 |
| 总市值(亿元) | 111.84 |
| 总资产(亿元) | 51.40 |
| 每股净资产(元) | 8.62 |

### 相关研究

1. 昆药集团（600422）：业绩高速增长，转型有序推进 (2016-03-31)
2. 昆药集团（600422）：收入增速加快，新战略稳步推进 (2015-10-29)
3. 昆药集团（600422）：稳中积极求变，老树再发新芽 (2015-10-08)
4. 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)
5. 昆药集团(600422)：主营业绩高速增长，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） | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 4915.69 | 6007.98 | 7906.70 | 9455.33 |
| 营业成本 | 3219.83 | 3938.16 | 5240.11 | 6239.83 |
| 营业税金及附加 | 36.28 | 41.51 | 55.26 | 66.45 |
| 销售费用 | 881.59 | 1021.36 | 1344.14 | 1607.41 |
| 管理费用 | 294.22 | 360.48 | 474.40 | 567.32 |
| 财务费用 | 18.00 | 20.73 | 17.04 | 17.85 |
| 资产减值损失 | 14.17 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 投资收益 | 13.82 | 16.27 | 18.06 | 20.05 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **营业利润** | 465.42 | 632.00 | 783.81 | 966.52 |
| 其他非经营损益 | 40.50 | 31.98 | 33.89 | 34.36 |
| **利润总额** | 505.91 | 663.98 | 817.70 | 1000.87 |
| 所得税 | 74.60 | 102.91 | 125.25 | 152.96 |
| 净利润 | 431.32 | 561.07 | 692.44 | 847.91 |
| 少数股东损益 | 10.46 | 14.03 | 15.93 | 17.81 |
| 归属母公司股东净利润 | 420.85 | 547.05 | 676.52 | 830.11 |

| 现金流量表（百万元） | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 431.32 | 561.07 | 692.44 | 847.91 |
| 折旧与摊销 | 81.00 | 133.69 | 149.11 | 162.49 |
| 财务费用 | 18.00 | 20.73 | 17.04 | 17.85 |
| 资产减值损失 | 14.17 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 经营营运资本变动 | -720.37 | -248.05 | -494.17 | -394.72 |
| 其他 | 652.50 | -25.75 | -28.32 | -30.00 |
| **经营活动现金流净额** | 476.62 | 451.71 | 346.11 | 613.53 |
| 资本支出 | -340.08 | -150.00 | -150.00 | -150.00 |
| 其他 | -1480.83 | 16.27 | 18.06 | 20.05 |
| **投资活动现金流净额** | -1820.91 | -133.73 | -131.94 | -129.95 |
| 短期借款 | 78.10 | -182.50 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 1016.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付股利 | -57.99 | -83.51 | -108.56 | -134.25 |
| 其他 | 361.64 | -22.40 | -17.04 | -17.85 |
| **筹资活动现金流净额** | 1398.20 | -288.41 | -125.60 | -152.10 |
| **现金流量净额** | 53.49 | 29.57 | 88.56 | 331.48 |

| 资产负债表（百万元） | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 747.29 | 776.86 | 865.43 | 1196.90 |
| 应收和预付款项 | 880.31 | 1042.68 | 1381.53 | 1655.72 |
| 存货 | 616.05 | 752.96 | 1002.32 | 1193.55 |
| 其他流动资产 | 756.73 | 922.68 | 1214.28 | 1452.11 |
| 长期股权投资 | 37.21 | 37.21 | 37.21 | 37.21 |
| 投资性房地产 | 64.31 | 64.31 | 64.31 | 64.31 |
| 固定资产和在建工程 | 762.37 | 808.39 | 838.99 | 856.22 |
| 无形资产和开发支出 | 405.11 | 376.31 | 347.51 | 318.71 |
| 其他非流动资产 | 678.89 | 677.97 | 677.06 | 676.14 |
| **资产总计** | 4948.27 | 5459.37 | 6428.64 | 7450.88 |
| 短期借款 | 182.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 668.50 | 816.54 | 1075.67 | 1287.30 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 761.41 | 831.07 | 957.32 | 1054.27 |
| **负债合计** | 1612.41 | 1647.61 | 2033.00 | 2341.57 |
| 股本 | 394.34 | 788.69 | 788.69 | 788.69 |
| 资本公积 | 1809.26 | 1414.92 | 1414.92 | 1414.92 |
| 留存收益 | 1106.49 | 1570.02 | 2137.99 | 2833.84 |
| 归属母公司股东权益 | 3311.76 | 3773.63 | 4341.59 | 5037.45 |
| 少数股东权益 | 24.10 | 38.12 | 54.05 | 71.86 |
| **股东权益合计** | 3335.86 | 3811.75 | 4395.64 | 5109.30 |
| 负债和股东权益合计 | 4948.27 | 5459.37 | 6428.64 | 7450.88 |

| 财务分析指标 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 销售收入增长率 | 19.30% | 22.22% | 31.60% | 19.59% |
| 营业利润增长率 | 37.07% | 35.79% | 24.02% | 23.31% |
| 净利润增长率 | 40.18% | 30.08% | 23.41% | 22.45% |
| EBITDA 增长率 | 37.66% | 39.33% | 20.79% | 20.73% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 34.50% | 34.45% | 33.73% | 34.01% |
| 三费率 | 24.29% | 23.35% | 23.22% | 23.19% |
| 净利率 | 8.77% | 9.34% | 8.76% | 8.97% |
| ROE | 12.93% | 14.72% | 15.75% | 16.60% |
| ROA | 8.72% | 10.28% | 10.77% | 11.38% |
| ROIC | 18.25% | 18.53% | 19.34% | 20.25% |
| EBITDA/销售收入 | 11.48% | 13.09% | 12.01% | 12.13% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 1.23 | 1.15 | 1.33 | 1.36 |
| 固定资产周转率 | 9.04 | 8.95 | 10.62 | 12.14 |
| 应收账款周转率 | 10.15 | 10.07 | 10.60 | 10.10 |
| 存货周转率 | 5.83 | 5.75 | 5.97 | 5.68 |
| 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 96.68% | — | — | — |
| **资本结构** | | | | |
| 资产负债率 | 32.59% | 30.18% | 31.62% | 31.43% |
| 带息债务/总负债 | 29.79% | 18.08% | 14.65% | 12.72% |
| 流动比率 | 2.58 | 2.92 | 2.82 | 2.91 |
| 速动比率 | 2.05 | 2.29 | 2.19 | 2.27 |
| 股利支付率 | 13.78% | 15.27% | 16.05% | 16.17% |
| **每股指标** | | | | |
| 每股收益 | 0.53 | 0.69 | 0.86 | 1.05 |
| 每股净资产 | 4.23 | 4.83 | 5.57 | 6.48 |
| 每股经营现金 | 0.60 | 0.57 | 0.44 | 0.78 |
| 每股股利 | 0.07 | 0.11 | 0.14 | 0.17 |

| 业绩和估值指标 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 564.43 | 786.43 | 949.96 | 1146.86 |
| PE | 27.17 | 20.90 | 16.90 | 13.78 |
| PB | 3.43 | 3.00 | 2.60 | 2.24 |
| PS | 2.33 | 1.90 | 1.45 | 1.21 |
| EV/EBITDA | 8.13 | 12.84 | 10.53 | 8.44 |
| 股息率 | 0.51% | 0.73% | 0.95% | 1.17% |

*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<br>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<br>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<br>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<br>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<br>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 |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@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 |