

业绩表现抢眼, 康哲入主后发展空间巨大

投资要点

- **事件:** 公司公告前三季度实现营收 4.9 亿元, 同比-59.3%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比+83.4%; 扣非后归母净利润 1.0 亿元, 同比+162.0%; 经营性现金流量净额 5454 万元, 同比-35.5%。
- **核心品种延续快速增长态势, 依姆多并表显著增厚业绩。** 公司前三季度实现收入和利润同比增速分别为-59.3%和 83.4%, 净利润增速远超收入增速的主要原因在于 2015 年剥离本草堂后带来收入结构改变, 进而导致毛利率提升了 54.3 个百分点。从单季度看, 公司 Q1-Q3 实现扣非后净利润分别为 0.2 亿元、0.25 亿元和 0.57 亿元, 环比增长非常明显, 主要原因在于: 1) 公司由康哲代售的新活素和诺迪康预计延续 30%左右增长态势, 即内生增速较快; 2) 依姆多从 5 月开始并表, 前三季度预计贡献了 1.3-1.5 亿收入。整体上我们认为公司业绩有望进入加速状态。
- **依姆多为现金牛品种, 承接成熟海外销售网络, 有望成为专利过期原研药对接平台。** 依姆多为抗缺血治疗的一线用药, 在冠心病用药中占据重要地位, 是阿斯利康旗下稳定现金流产品。公司在大股东的协助下已完成中国市场交接, 海外市场正按计划进行, 以承接海外成熟销售网络, 为未来更多海外资产承接或战略合作打下坚实基础。在大股东的协助下, 我们认为公司或将成为专利过期原研药承接平台。
- **向大股东定增已二次反馈, 康哲入主后想象空间巨大。** 公司拟向大股东等发行 3881.4 万股, 融资 13.6 亿元, 用于支付收购依姆多相关资产和补充流动资金。发行完成后, 康哲医药及一致行动人将占股 37.61%, 林刚先生成为实际控制人, 导致控制权发生变化。目前公司定增二次反馈已提交, 基准价 35.02 元/股, 由于最终定增价格不能低于发行日前 20 日交易均价的 70%, 则理论上发行日前 20 交易日均价 50 元/股为短期压制因素。考虑到目前发行进度, 我们认为定增有望在 2017 年年初正式完成, 康哲医药将成为大股东和单一实际控制人, 考虑到康哲执行力极强, 且拥有广泛的资源, 预计公司未来发展想象空间巨大。
- **盈利预测与投资建议。** 不考虑增发对股本的影响, 我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.28 元、1.88 元、2.26 元, 即未来三年将保持 54%的净利润复合增长率。考虑到公司市值较小、估值较低、高成长、控制人变更想象空间巨大, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售或低于预期; 外延式并购或低于预期; 海外市场销售网络对接进度和效果或低于预期; 汇率或波动过大。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1382.76	824.23	1200.00	1410.39
增长率	-17.10%	-40.39%	45.59%	17.53%
归属母公司净利润(百万元)	91.64	186.57	274.05	329.11
增长率	336.78%	103.60%	46.89%	20.09%
每股收益 EPS(元)	0.63	1.28	1.88	2.26
净资产收益率 ROE	18.67%	29.11%	32.26%	30.40%
PE	81	40	27	22
PB	15.20	11.64	8.78	6.89

数据来源: Wind, 西南证券

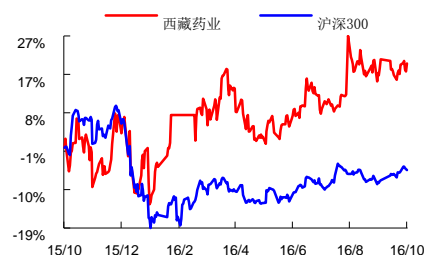
西南证券研究发展中心

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

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@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)	1.46
流通 A 股(亿股)	1.14
52 周内股价区间(元)	35.35-51.4
总市值(亿元)	73.87
总资产(亿元)	21.57
每股净资产(元)	3.98

相关研究

关键假设：

假设 1：心脑血管药物业务：康哲药业代销的新活素和诺迪康 2016-2018 年销量同比增长分别为 30%、25%、20%和 30%、30%、30%，心血管药物毛利率维持在 92%左右；

假设 2：其他自产产品：假设代加工的低毛利注射用丙戊酸钠全面停止，其他稳定增长，2016-2018 年收入同比增长-15%、10%和 10%，毛利率逐步提升，分别为 55%、60%和 60%；

假设 3：药品批发业务：随着 2015 年本草堂的成功剥离，我们预计 2016-2018 年收入为 0；

假设 4：依姆多业务：公司收购的依姆多从 5 月开始并表，我们预计除美国外海外市场 2016 年并表 50%，2017-2018 年保持稳定；国内市场 2016 年并表 70%，在康哲药业推广下开始快速成长，2017-2018 年同比 2015 年收入增长 55%和 25%，毛利率维持 90%左右。

假设 5：期间费用率：由于收入结构变化和收购依姆多导致财务费用增多，预计公司期间费用率会有提升，预计 2016-2018 年期间费用率维持在 57%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计:营业收入	1,402.22	1,668.04	1,382.76	824.23	1,200.00	1,410.39
yoy	14.81%	18.96%	-17.10%	-40.39%	45.59%	17.53%
合计:营业成本	1,122.46	1,328.32	935.46	129.87	185.71	212.26
毛利率	19.95%	20.37%	32.35%	84.24%	84.52%	84.95%
自有产品						
收入	348.55	432.75	513.87	613.23	758.50	918.51
yoy	23.8%	24.2%	18.8%	19.34%	23.69%	21.10%
成本	95.66	129.83	96.76	87.67	97.41	113.88
毛利率	72.55%	70.00%	81.17%	85.70%	87.16%	87.60%
其中：心脏血管						
收入	201.21	266.62	391.11	508.89	643.72	792.26
yoy		32.51%	46.69%	30.11%	26.50%	23.07%
成本		20.91	28.26	40.71	51.50	63.38
毛利率		92.16%	92.77%	92.00%	92.00%	92.00%
新活素收入	130.77	198.29	274.36	356.67	445.83	535.00
yoy	24.30%	51.63%	38.36%	30.00%	25.00%	20.00%
诺迪康收入	70.44	67.79	117.09	152.22	197.89	257.26
yoy	-4.18%	-3.75%	72.72%	30.00%	30.00%	30.00%
其中：其他品种						
收入	147.34	166.13	122.76	104.35	114.78	126.26
yoy		12.75%	-26.10%	-15.00%	10.00%	10.00%
成本	95.66	108.92	68.50	46.96	45.91	50.50

百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
毛利率	35.08%	34.44%	44.20%	55.00%	60.00%	60.00%
加工收入						
收入	1.79	0.96	1.24	1.86	2.42	3.14
yoy	4.7%	-46.7%	29.9%	50.00%	30.00%	30.00%
成本	1.43	0.65	1.34	1.79	2.32	3.02
毛利率	20.11%	32.29%	-8.06%	4.00%	4.00%	4.00%
药品批发收入						
收入	1041.96	1227.58	860.62	0.00	0.00	0.00
yoy	12.3%	17.8%	-29.9%	-100.00%	-100.00%	0.00%
成本	1022.73	1195.82	834.5	0.00	0.00	0.00
毛利率	1.85%	2.59%	3.04%	4.00%	4.00%	4.00%
依姆多并表收入				5月开始并表		
合计收入			370.00	211.00	441.50	491.88
yoy					109%	11%
成本				42.20	88.30	98.38
毛利率			82.00%	80.00%	80.00%	80.00%
依姆多(除美国外)国际收入			240.00	120.00	240.00	240.00
yoy				0.00%	0.00%	0.00%
依姆多国内收入			130.00	91.00	201.50	251.88
yoy				0.00%	55.00%	25.00%

数据来源：公司公告，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	1382.76	824.23	1200.00	1410.39	净利润	90.74	184.74	271.37	325.89
营业成本	935.46	129.87	185.71	212.26	折旧与摊销	12.49	27.68	27.68	27.68
营业税金及附加	9.78	5.83	8.49	9.98	财务费用	-2.66	11.81	16.04	18.35
销售费用	315.53	395.63	576.00	676.99	资产减值损失	-0.35	0.00	0.00	0.00
管理费用	48.29	57.70	84.00	98.73	经营营运资本变动	22.37	-5.28	-6.18	-3.07
财务费用	-2.66	11.81	16.04	18.35	其他	11.35	0.45	-0.23	0.04
资产减值损失	-0.35	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	133.93	219.40	308.68	368.88
投资收益	29.96	0.00	0.00	0.00	资本支出	2.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1.40	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	3.85	0.00	0.00	0.00
营业利润	106.65	223.40	329.76	394.09	短期借款	-90.00	-44.77	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.32	3.70	1.89	2.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	106.33	227.10	331.65	396.21	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	15.59	42.36	60.29	70.33	支付股利	-7.28	-31.80	-64.73	-95.09
净利润	90.74	184.74	271.37	325.89	其他	11.58	-16.13	-16.04	-18.35
少数股东损益	-0.90	-1.83	-2.69	-3.23	筹资活动现金流净额	-85.69	-92.70	-80.77	-113.44
归属母公司股东净利润	91.64	186.57	274.05	329.11	现金流量净额	52.09	126.70	227.91	255.45
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	319.17	445.88	673.78	929.23	成长能力				
应收和预付款项	38.71	50.59	66.42	74.38	销售收入增长率	-17.10%	-40.39%	45.59%	17.53%
存货	126.13	17.06	24.81	28.36	营业利润增长率	315.92%	109.48%	47.61%	19.51%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	349.00%	103.60%	46.89%	20.09%
长期股权投资	9.48	9.48	9.48	9.48	EBITDA 增长率	181.49%	125.71%	42.07%	17.84%
投资性房地产	33.10	33.10	33.10	33.10	获利能力				
固定资产和在建工程	106.56	88.89	71.23	53.56	毛利率	32.35%	84.24%	84.52%	84.95%
无形资产和开发支出	42.16	32.15	22.13	12.12	三费率	26.12%	56.43%	56.34%	56.30%
其他非流动资产	31.01	31.01	31.01	31.01	净利率	6.56%	22.41%	22.61%	23.11%
资产总计	706.33	708.16	931.97	1171.24	ROE	18.67%	29.11%	32.26%	30.40%
短期借款	44.77	0.00	0.00	0.00	ROA	12.85%	26.09%	29.12%	27.82%
应付和预收款项	46.65	31.44	42.60	48.22	ROIC	29.21%	80.79%	137.60%	160.04%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.42%	31.89%	31.12%	31.21%
其他负债	129.01	42.20	48.22	51.08	营运能力				
负债合计	220.43	73.64	90.82	99.30	总资产周转率	1.58	1.17	1.46	1.34
股本	145.59	145.59	145.59	145.59	固定资产周转率	12.97	8.62	15.40	23.40
资本公积	216.67	216.67	216.67	216.67	应收账款周转率	19.20	29.33	28.48	28.33
留存收益	122.87	277.64	486.96	720.98	存货周转率	4.33	1.81	8.73	7.91
归属母公司股东权益	489.45	639.90	849.22	1083.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.40%	—	—	—
少数股东权益	-3.55	-5.38	-8.07	-11.30	资本结构				
股东权益合计	485.90	634.52	841.15	1071.95	资产负债率	31.21%	10.40%	9.75%	8.48%
负债和股东权益合计	706.33	708.16	931.97	1171.24	带息债务/总负债	20.31%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.52	11.30	12.22	14.52
					速动比率	1.86	10.93	11.82	14.12
					股利支付率	7.94%	17.04%	23.62%	28.89%
					每股指标				
					每股收益	0.63	1.28	1.88	2.26
					每股净资产	3.34	4.36	5.78	7.36
					每股经营现金	0.92	1.51	2.12	2.53
					每股股利	0.05	0.22	0.44	0.65
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	116.47	262.89	373.48	440.12					
PE	80.61	39.60	26.96	22.45					
PB	15.20	11.64	8.78	6.89					
PS	5.34	8.96	6.16	5.24					
EV/EBITDA	59.95	25.91	17.63	14.38					
股息率	0.10%	0.43%	0.88%	1.29%					

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

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
	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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@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