

主业平稳，静待中药配方颗粒放量

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年三季度报，前三季度实现营业收入 9.2 亿元，同比增长 1.4%，归母净利润 2987 万元，同比下滑 5.3%。从单季来看，2016Q3 实现营业收入 3.1 亿元，同比下滑 3%，实现归母净利润 949 万元，同比下滑 16%。
- **商业基本平稳，静待中药配方颗粒放量。** 1) 公司三季度营业收入增长平稳，利润略有下滑，主要由于药品批发业务毛利率较低，受药品流通行业政策及市场竞争影响较大；2) 景岳堂配方颗粒已经产生收入，后续有望逐步放量。
- **列入中药配方颗粒科研专项，浙江省牌照稀缺。** 1) 全资子公司景岳堂的“配方颗粒关键工艺技术与质量研究及临床试验”项目于 2015 年 12 月被列入浙江省中药配方颗粒科研专项，是省内被列入该专项仅有的两家企业之一；2) 浙江是首个将中药配方颗粒作为独立药品来列入地方医保范围的省份，预计后续会有进一步政策支持；3) 公司中药配方颗粒科研生产备案品种数量达 600 多种，基本能够满足医疗机构临床配方需求，销售对象为省内医疗机构，全部通过医疗机构的招标采购进行定价和销售，目前已中标浙江省中医院、新昌县人民医院等多家医疗机构，预计 2017 年配方颗粒收入有望过亿。
- **中药配方颗粒行业空间大，竞争格局佳。** 1) 配方颗粒相比传统中药饮片具有成分可控、便携、易于储存等优点，具有广阔的应用前景，对中药饮片将产生部分替代。当前我国中药饮片市场规模约 1600 亿，2015 年中药配方颗粒市场规模约 80 亿，预计 2020 年超过 300 亿，CAGR 达 30%；2) 从国内竞争格局来看，天江、红日、华润等六家获得生产批文，后续部分省份有望陆续放开试点；3) 《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》已经于 2016 年 3 月 1 日反馈至 CFDA，核心思想意在强调提高准入标准，权力下放各省备案。我们预计在一系列征求意见之后，中药配方颗粒试点资质放开是大势所趋。
- **定增扩产能，助力未来发展。** 1) 公司拟定增 6 亿元用于 1000 吨中药配方颗粒、10000 吨中药饮片项目建设；2) 员工持股计划参与其中，长期看好未来发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.37 元、0.80 元、1.44 元，对应市盈率为 96 倍、44 倍、25 倍。我们认为公司传统主业稳健，新业务中药配方颗粒爆发力强，相对同类可比公司佛慈制药（002644，2017 年 87 倍估值）估值较为便宜，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 医药商业政策或趋严；中药配方颗粒政策放开进度或不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1219.94	1304.35	1536.14	1854.07
增长率	6.65%	6.92%	17.77%	20.70%
归属母公司净利润 (百万元)	46.95	51.43	112.52	201.71
增长率	2.28%	9.55%	118.76%	79.27%
每股收益 EPS (元)	0.34	0.37	0.80	1.44
净资产收益率 ROE	8.85%	9.11%	17.09%	24.64%
PE	106	96	44	25
PB	9.35	8.78	7.53	6.05

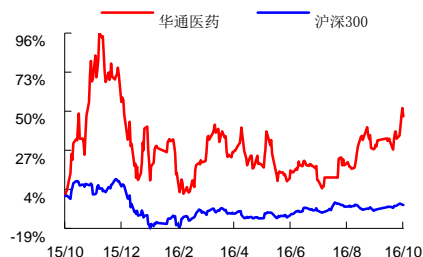
数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.40
流通 A 股(亿股)	0.79
52 周内股价区间(元)	25.19-118.45
总市值(亿元)	49.57
总资产(亿元)	9.70
每股净资产(元)	3.88

相关研究

盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，我们认为公司各项业务进展顺利，对 2016-2018 年公司主营业务的预测如下：

（1）预计公司未来 3 年绍兴市医药流通行业增速约 8-10%，公司批发业务增速与行业相当；

（2）预计未来 3 年绍兴市医药零售行业增速约 15%，公司医药零售业务基数较小，处于成长期，预计增速超越行业水平；

（3）预计公司中药配方颗粒业务进展顺利，2016 年开始实现少量收入，假设 2017 年中标的 3 家医院平均销售额达到 3000-4000 万，则预计收入有望过亿；随着行业政策放开，销售终端将迅速由备案试点的 3 家医院扩张到所有医院终端，未来呈爆发式增长。参考红日药业中药配方颗粒毛利率水平（75%左右），我们保守给予公司中药配方颗粒 70%的毛利率。

表 1：公司业务分拆收入预测（百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
总计				
营业收入	1219.9	1304.4	1536.1	1854.1
YoY	6.7%	6.9%	17.8%	20.7%
营业成本	1080.3	148.9	1,289.4	1472.6
毛利率	11.5%	11.9%	16.1%	20.6%
药品批发				
收入	1003.1	1058.2	1164.0	1280.4
yoy	5.1%	5.5%	10.0%	10.0%
成本	934.1	985.2	1081.4	1189.5
毛利率	6.9%	6.9%	7.1%	7.1%
零售				
收入	169.1	189.4	217.8	250.4
yoy	14.1%	12.0%	15.0%	15.0%
成本	117.3	132.6	145.9	167.8
毛利率	30.6%	30.0%	33.0%	33.0%
药品生产				
收入	39.2	43.1	49.6	57.0
yoy	12.5%	10.0%	15.0%	15.0%
成本	24.1	26.3	29.8	34.2
毛利率	38.5%	39.0%	40.0%	40.0%
其他				
收入	2.82	3.67	4.77	6.20
yoy	17.8%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	1.4	1.8	2.4	3.1

	2015A	2016E	2017E	2018E
毛利率	50.4%	50.0%	50.0%	50.0%
中药配方颗粒				
收入		10.0	100.0	260.0
yoy			900.0%	160.0%
成本		3.0	30.0	78.0
毛利率		70.0%	70.0%	70.0%

数据来源: Wind, 西南证券

综上所述,我们预计公司 2016-2018 年的营业收入增速分别为 6.92%、17.77%和 20.7%。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.37 元、0.80 元、1.44 元,对应市盈率为 96 倍、44 倍、25 倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

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	1219.94	1304.35	1536.14	1854.07	净利润	46.95	51.43	112.52	201.71
营业成本	1080.28	1148.88	1289.42	1472.62	折旧与摊销	12.93	16.62	16.62	16.62
营业税金及附加	2.80	2.96	3.50	4.22	财务费用	0.00	0.86	-1.36	-1.91
销售费用	42.87	42.32	50.07	60.72	资产减值损失	-1.07	10.00	10.00	10.00
管理费用	37.05	34.81	41.50	50.52	经营营运资本变动	-59.61	7.97	-28.26	-39.49
财务费用	0.00	0.86	-1.36	-1.91	其他	20.37	-10.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	-1.07	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	19.57	76.88	99.52	176.94
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-113.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	54.60	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	-58.44	0.00	0.00	0.00
营业利润	58.01	64.53	143.01	257.91	短期借款	-68.50	-59.50	0.00	0.00
其他非经营损益	2.65	1.67	1.89	1.94	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	60.65	66.20	144.90	259.85	股权融资	220.98	0.00	0.00	0.00
所得税	13.70	14.77	32.39	58.14	支付股利	-16.80	-17.18	-18.82	-41.18
净利润	46.95	51.43	112.52	201.71	其他	-0.64	-0.86	1.36	1.91
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	135.04	-77.54	-17.47	-39.27
归属母公司股东净利润	46.95	51.43	112.52	201.71	现金流量净额	96.17	-0.65	82.05	137.67
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	278.24	277.58	359.63	497.30	成长能力				
应收和预付款项	277.43	302.01	351.79	425.36	销售收入增长率	6.65%	6.92%	17.77%	20.70%
存货	146.65	155.96	175.04	199.91	营业利润增长率	0.31%	11.24%	121.63%	80.34%
其他流动资产	2.63	2.81	3.31	4.00	净利润增长率	2.28%	9.55%	118.76%	79.27%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-7.83%	15.60%	93.01%	72.24%
投资性房地产	3.44	3.44	3.44	3.44	获利能力				
固定资产和在建工程	154.96	140.54	126.12	111.70	毛利率	11.45%	11.92%	16.06%	20.57%
无形资产和开发支出	61.22	59.82	58.42	57.02	三费率	6.55%	5.98%	5.87%	5.90%
其他非流动资产	14.44	13.64	12.83	12.03	净利率	3.85%	3.94%	7.32%	10.88%
资产总计	939.02	955.82	1090.60	1310.77	ROE	8.85%	9.11%	17.09%	24.64%
短期借款	59.50	0.00	0.00	0.00	ROA	5.00%	5.38%	10.32%	15.39%
应付和预收款项	336.06	377.93	418.66	477.82	ROIC	12.11%	12.21%	25.81%	42.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.81%	6.29%	10.30%	14.70%
其他负债	13.15	13.33	13.70	14.18	营运能力				
负债合计	408.72	391.27	432.36	492.00	总资产周转率	1.44	1.38	1.50	1.54
股本	56.00	140.00	140.00	140.00	固定资产周转率	12.88	14.97	21.12	31.80
资本公积	293.11	209.11	209.11	209.11	应收账款周转率	4.75	4.67	4.89	4.96
留存收益	181.19	215.44	309.13	469.67	存货周转率	8.16	7.59	7.79	7.85
归属母公司股东权益	530.30	564.55	658.24	818.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.17%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	530.30	564.55	658.24	818.78	资产负债率	43.53%	40.94%	39.64%	37.53%
负债和股东权益合计	939.02	955.82	1090.60	1310.77	带息债务/总负债	14.56%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.77	1.94	2.11	2.34
					速动比率	1.40	1.53	1.69	1.92
					股利支付率	35.78%	33.41%	16.73%	20.41%
					每股指标				
					每股收益	0.34	0.37	0.80	1.44
					每股净资产	3.79	4.03	4.70	5.85
					每股经营现金	0.14	0.55	0.71	1.26
					每股股利	0.12	0.12	0.13	0.29
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	70.94	82.00	158.28	272.62					
PE	105.59	96.39	44.06	24.58					
PB	9.35	8.78	7.53	6.05					
PS	4.06	3.80	3.23	2.67					
EV/EBITDA	24.64	56.86	28.94	16.30					
股息率	0.34%	0.35%	0.38%	0.83%					

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