

全年业绩增速超预期，持续推进大健康布局

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年业绩预增公告，预计 2016 年实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，增长 50-70%。
- **全年业绩增速超预期，卫生用品亏损幅度收窄。** 公司预告其 2016 年净利润增速为 50-70%，测算其全年净利润约为 1.4 亿元-1.6 亿元。分析其主要原因如下：1) 毛利率方面。加强成本控制再叠加部分产品终端提价，使得中成药业务毛利率有所提升；2) 期间费用方面。与去年同期相比销售渠道恢复正常且投入效果逐渐显现，公司在 2016 年进行营销改革主要是加大对销售费用控制。且在募集资金补充流动资金后，使得公司财务费用也出现下降，预计全年费用增速低于营收增速；3) 卫生用品业务亏损幅度收窄，我们预计全年单品种的亏损约在 2000 万元以内，卫生用品的净利润亏损已同比下降约 50%。
- **持续看好公司营销改革，卫生用品将逐渐贡献利润。** 1) 中药产品提价后增长稳定，医保目录调整或超预期。千金片（胶囊）的提价效果逐渐显现，全年收入预计超过 6 亿元。二线品种中补血益母丸（颗粒）将加大力度和连锁合作，其提价效应将逐渐体现；断红饮已经进入多个省医保，预计将受益于本轮医保目录调整，或将迎来放量时点；2) 公司的化药主要是集中在乙肝治疗和高血压领域，如拉米夫定、恩替卡韦、缬沙坦胶囊等。其中恩替卡韦分散片与小水飞蓟宾葡甲胺（预防肝纤维化，类独家品种）能实现乙肝适应症全覆盖，预计 2017 年收入超过 1 亿元；3) 卫生用品将逐渐贡献利润。千金净雅为国内首个医药级卫生棉品，目前已经进入北京、上海、浙江、江苏等 25 个省份，全年预计收入超过 2 亿，预计单品种利润亏损在 2000 万内，公司将持续加大电商以及药店终端的推广力度，尝试渠道下沉以及新产品的研发，前景看好。我们预计卫生用品业务在 2017 年收入增长在 50% 以上。
- **盈利预测及评级。** 我们预计 2016-2018 年的每股收益分别为 0.44 元、0.58 元、0.73 元，对应市盈率为 36 倍、27 倍、21 倍。我们认为公司积极进行营销体制改革，产品提价及招标、卫生用品市场推广等对净利润贡献将逐渐显现，对女性大健康的战略定位明确存在外延预期，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 招标进展或低于预期、产品提价或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2446.68	2829.07	3186.76	3618.52
增长率	11.50%	15.63%	12.64%	13.55%
归属母公司净利润 (百万元)	92.96	152.01	203.68	255.72
增长率	-11.55%	63.53%	33.99%	25.55%
每股收益 EPS (元)	0.27	0.44	0.58	0.73
净资产收益率 ROE	4.50%	7.03%	8.96%	10.64%
PE	58.15	35.56	26.54	21.14
PB	2.75	2.63	2.50	2.37

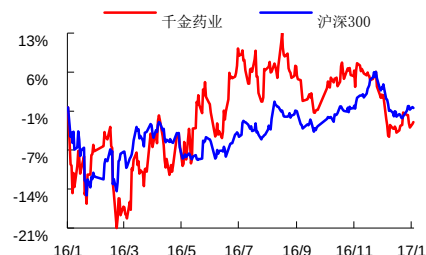
数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.49
流通 A 股(亿股)	3.05
52 周内股价区间(元)	12.73-17.93
总市值(亿元)	54.06
总资产(亿元)	29.79
每股净资产(元)	4.77

相关研究

关键假设：

假设 1：核心药品的提价效应逐渐显现，预计药品收入增长稳定，毛利率水平维持在 48% 左右；

假设 2：卫生用品终端推广继续加大，预计其将迎来快速增长时期，毛利率约为 60%；

假设 3：预计 2016-2018 年销售费用率分别为 32.5%、32.5%、32%，管理费用率维持在 8.5%。

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：公司产品收入预测（百万元）

		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
药品	收入	2,128.62	2,314.4	2,600.83	2,860.91	3,147.00
	yoy	10.24%	8.73%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	1,130.37	1,130.37	1,378.44	1,487.67	1,636.44
	毛利率	46.90%	51.16%	47.00%	48.00%	48.00%
卫生用品	收入	39.26	96.64	193.28	289.92	434.88
	yoy	295.77%	146.15%	100.00%	50.00%	50.00%
	成本	14.78	14.78	77.31	115.97	173.95
	毛利率	62.35%	84.71%	60.00%	60.00%	60.00%
娱乐	收入	27.23	31.40	31.40	32.97	34.62
	yoy	11.05%	15.31%	0.00%	5.00%	5.00%
	成本	11.53	11.53	14.13	14.84	15.58
	毛利率	57.66%	63.28%	55.00%	55.00%	55.00%
仓库储存与物流	收入	11.63	10.75	12.04	13.24	14.57
	yoy	-12.29%	-7.57%	12.00%	10.00%	10.00%
	成本	9.91	9.91	10.23	11.39	12.67
	毛利率	14.79%	7.81%	15.00%	14.00%	13.00%
百货	收入	9.08	9.15	9.61	10.09	10.59
	yoy	-23.50%	0.77%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	5.68	5.68	5.67	6.05	6.36
	毛利率	37.44%	37.92%	41.00%	40.00%	40.00%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2446.68	2829.07	3186.76	3618.52	净利润	88.34	144.46	193.56	243.01
营业成本	1311.51	1476.34	1625.53	1833.28	折旧与摊销	52.39	105.68	105.68	105.68
营业税金及附加	24.97	30.75	33.47	38.09	财务费用	2.72	-0.99	-1.41	-1.62
销售费用	801.83	919.45	1035.70	1157.93	资产减值损失	4.43	5.00	5.00	5.00
管理费用	216.12	240.47	270.87	307.57	经营营运资本变动	-279.36	-58.37	-101.09	-133.71
财务费用	2.72	-0.99	-1.41	-1.62	其他	198.97	-11.66	-11.25	-11.23
资产减值损失	4.43	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	67.48	184.11	190.48	207.11
投资收益	8.36	5.00	5.00	5.00	资本支出	-75.19	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.28	1.28	1.28	1.28	其他	-173.30	6.28	6.28	6.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-248.49	6.28	6.28	6.28
营业利润	94.76	164.33	223.88	284.56	短期借款	-57.89	-3.11	0.00	0.00
其他非经营损益	14.84	11.23	12.23	12.33	长期借款	22.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	109.60	175.56	236.11	296.89	股权融资	493.37	0.00	0.00	0.00
所得税	21.26	31.11	42.55	53.89	支付股利	-60.96	-53.93	-88.18	-118.16
净利润	88.34	144.46	193.56	243.01	其他	51.85	0.99	1.41	1.62
少数股东损益	-4.62	-7.56	-10.13	-12.71	筹资活动现金流净额	448.37	-56.04	-86.78	-116.53
归属母公司股东净利润	92.96	152.01	203.68	255.72	现金流量净额	267.36	134.34	109.99	96.86
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	513.22	647.56	757.55	854.41	成长能力				
应收和预付款项	841.92	946.22	1069.27	1213.84	销售收入增长率	11.50%	15.63%	12.64%	13.55%
存货	272.28	307.00	338.05	381.29	营业利润增长率	-27.34%	73.42%	36.24%	27.11%
其他流动资产	300.37	342.46	381.82	429.34	净利润增长率	-24.94%	63.53%	33.99%	25.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-19.80%	79.51%	21.98%	18.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	489.34	413.85	338.37	262.88	毛利率	46.40%	47.82%	48.99%	49.34%
无形资产和开发支出	274.49	245.26	216.03	186.81	三费率	41.72%	40.96%	40.96%	40.46%
其他非流动资产	51.61	50.65	49.69	48.72	净利率	3.61%	5.11%	6.07%	6.72%
资产总计	2743.23	2953.00	3150.78	3377.30	ROE	4.50%	7.03%	8.96%	10.64%
短期借款	3.11	0.00	0.00	0.00	ROA	5.28%	3.22%	4.89%	6.14%
应付和预收款项	524.14	629.61	706.73	787.11	ROIC	5.27%	8.02%	10.81%	13.31%
长期借款	54.00	54.00	54.00	54.00	EBITDA/销售收入	6.13%	9.51%	10.30%	10.74%
其他负债	197.91	214.80	230.08	251.36	营运能力				
负债合计	779.17	898.41	990.81	1092.48	总资产周转率	0.98	0.99	1.04	1.11
股本	348.76	348.76	348.76	348.76	固定资产周转率	5.95	7.44	10.46	15.78
资本公积	658.93	658.93	658.93	658.93	应收账款周转率	22.11	21.97	22.33	22.18
留存收益	639.14	737.22	852.72	990.29	存货周转率	5.08	5.08	5.03	5.09
归属母公司股东权益	1646.82	1744.91	1860.41	1997.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.82%	—	—	—
少数股东权益	317.24	309.69	299.56	286.85	资本结构				
股东权益合计	1964.06	2054.59	2159.97	2284.82	资产负债率	28.40%	30.42%	31.45%	32.35%
负债和股东权益合计	2743.23	2953.00	3150.78	3377.30	带息债务/总负债	7.33%	6.01%	5.45%	4.94%
					流动比率	2.91	2.87	2.92	2.95
					速动比率	2.50	2.48	2.53	2.56
					股利支付率	65.58%	35.47%	43.29%	46.20%
					每股指标				
					每股收益	0.27	0.44	0.58	0.73
					每股净资产	5.63	5.89	6.19	6.55
					每股经营现金	0.19	0.53	0.55	0.59
					每股股利	0.17	0.15	0.25	0.34
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	149.86	269.01	328.15	388.61					
PE	58.15	35.56	26.54	21.14					
PB	2.75	2.63	2.50	2.37					
PS	2.21	1.91	1.70	1.49					
EV/EBITDA	32.54	17.62	14.11	11.66					
股息率	1.13%	1.00%	1.63%	2.19%					

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	021-68416922	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
	任晓	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn