

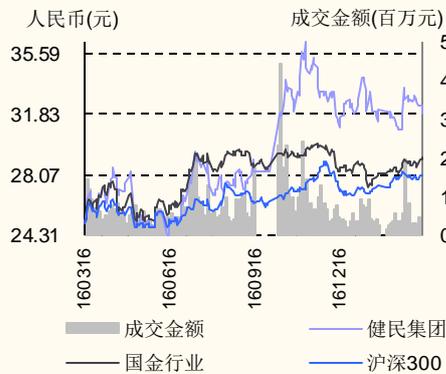
市场价格 (人民币): 32.48 元

重构营销体系，做大核心品种

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	153.30
总市值(百万元)	4,982.28
年内股价最高最低(元)	36.31/24.31
沪深 300 指数	3450.64
上证指数	3241.76



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.557	0.421	0.773	1.012	1.311
每股净资产(元)	6.39	6.61	3.38	3.86	4.29
每股经营性现金流(元)	0.31	0.74	-7.76	8.46	1.93
市盈率(倍)	60.70	77.14	42.01	32.09	24.77
行业优化市盈率(倍)	29.58	29.58	29.58	29.58	29.58
净利润增长率(%)	-26.27%	-24.38%	83.39%	30.96%	29.55%
净资产收益率(%)	8.72%	6.38%	22.84%	25.29%	27.21%
总股本(百万股)	153.40	153.40	153.40	153.40	153.40

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 管理层变动导致营销体系重构，事业部以利润考核为导向是 17 年的新变化。14 年 8 月前昆中药总经理徐胜新任职健民上市公司总裁，主管销售，开始推行飞龙、蓝鹰、菁合、菁盟、菁粹、云龙六大营销计划。15、16 年公司重视新形象的宣传，销售费用高企。17 年转向以事业部的利润考核为导向。
- 核心品种未来三至五年单品种规模有望上 5—10 亿。(1) 龙牡壮骨颗粒作为目前的主力品种，推出提价新包装，提升渠道销售推力，以缓解老产品在商务渠道自然销售动力不足的问题。另外龙牡新入 17 年国家医保目录，考虑到 16 年已中标的 24 个省份，医院端销售有望大幅放量，继而带动 OTC 销量再上台阶。(2) 健脾生血颗粒受益于新一轮中标省份增加和医院端学术推广，16 年医院端销量增速达 43%，预计 17 年继续维持高增长态势。(3) 小金胶囊“痘证理论”体系的形成，适用症从乳腺增生、甲状腺结节等拓展至抗肿瘤领域，是潜在的 10 亿大品种。
- 定增提升大股东和核心骨干股权比例。假设本次定增完成，控股股东（华方医药及其母公司华立集团）持有公司的股份将从 25.15% 增至 36.78%，对公司的控制力将进一步增强。高管和核心员工认购 7200 万元。定增限售期三年，发行价格为 25.17 元/股。

投资建议

- 通过分析公司的销售体系和产品线特点，我们认为公司未来 3 年处于快速成长的通道。(1) 管理层变动导致营销体系重构，事业部以利润考核为导向是 17 年开始的新动向。(2) 有望打造出 3—4 个 5—10 亿的大品种。龙牡壮骨新入医保目录促进处方端销售，推出的提价新包装增强渠道推力。健脾生血和小金胶囊受益于新一轮招标和临床学术推广，医院端放量成效显著。
- 预计公司 17-19 年 EPS 为 0.77、1.01、1.31 元，同比增长 83.4%、31%、30%，当前股价 32.48 元分别对应估值为 42x、32x、24.8x。给予公司未来 6-12 个月 35.35 元目标价位，相当于 2018 年 35 倍 PE，给予“增持”评级。

风险

- 老产品价格体系紊乱影响销售、营销体系变革成效低于预期、品种提价导致销量下滑。

彭婷 分析师 SAC 执业编号：S1130515090003
(8621)60230249
pengt@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况	4
待定增方案通过，将提升大股东和核心骨干股权比例	4
销售体系变化，17 年转向事业部利润考核	6
管理层变动带来新的营销规划	6
16 年开始重组营销架构，事业部以利润考核为导向	7
打造 5—10 亿的核心大品种	8
龙牡壮骨：提价增强渠道推力，新入医保目录促进处方销售	9
健脾、小金：受益于招标和临床学术推广，医院销售放量	11
盈利预测与风险提示	14

图表目录

图表 1: 公司历年销售收入情况.....	4
图表 2: 公司历年归母净利润情况.....	4
图表 3: 2016 年工商业收入占比.....	4
图表 4: 2016 年工商业毛利占比.....	4
图表 5: 定增前上市公司股权结构.....	5
图表 6: 定增后上市公司股权结构.....	5
图表 7: 定增后高管和核心员工增加持股比例.....	5
图表 8: 昆中药 2011—2014 年净利润及增速.....	6
图表 9: 健民六大营销计划.....	7
图表 10: 健民集团营销架构.....	7
图表 11: 健民集团销售费用情况.....	8
图表 12: 健民集团前几大品种收入占比.....	8
图表 13: 健民集团前几大品种毛利占比.....	9
图表 14: 龙牡壮骨颗粒竞品情况.....	9
图表 15: 龙牡壮骨颗粒销售团队情况.....	10
图表 16: 龙牡壮骨颗粒近三年销售收入及增速.....	10
图表 17: 龙牡壮骨颗粒近三年销量及增速.....	10
图表 18: 蓝芩口服液在不同渠道的市场份额对比.....	11
图表 19: 龙牡壮骨颗粒新老包装对比.....	11
图表 20: 健脾生血颗粒竞品比较.....	11
图表 21: 健脾生血颗粒近三年销售收入及增速.....	12
图表 22: 健脾生血颗粒医院端销量及增速.....	12
图表 23: 健脾生血颗粒新一轮中标情况.....	12
图表 24: 关于健脾生血颗粒发表的相关学术论文.....	13
图表 25: 小金胶囊竞品比较.....	13
图表 26: 小金胶囊近三年销售收入及增速.....	13
图表 27: 小金胶囊医院端销量及增速.....	13
图表 28: 关于小金胶囊发表的相关学术论文.....	14
图表 29: 小金胶囊对 MCF-7 移植瘤的抑制率 (n = 10, $\bar{x} \pm s$).....	14

公司概况

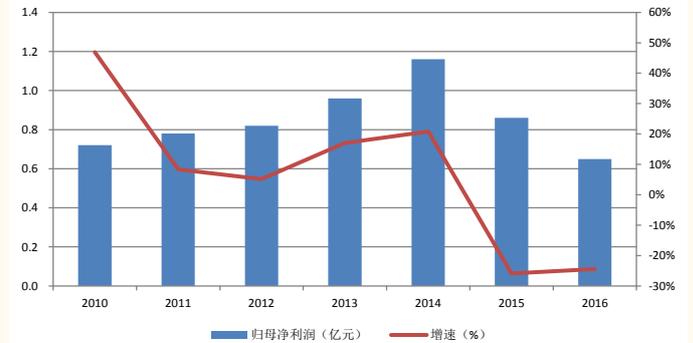
- 健民集团是覆盖医药工业和商业的综合性中药企业。公司定位于小儿用药、妇科用药和特色中药，产品包括龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、小金胶囊、便通胶囊等，同时参股大鹏药业，进入体外牛黄产业。

图表 1：公司历年销售收入情况



来源：公司公告,国金证券研究所

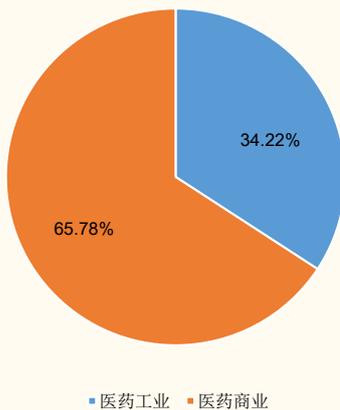
图表 2：公司历年归母净利润情况



来源：公司公告,国金证券研究所

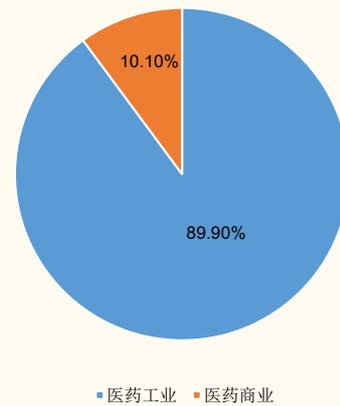
- 公司的利润主要来源于制药工业业务。

图表 3：2016 年工商业收入占比



来源：公司公告,国金证券研究所

图表 4：2016 年工商业毛利占比

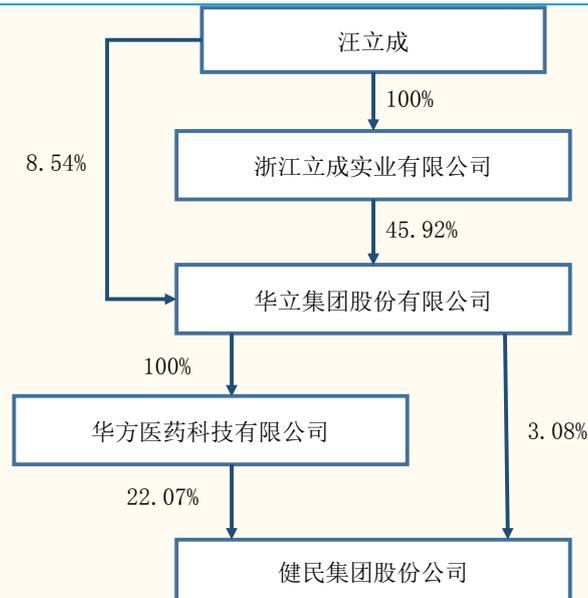


来源：公司公告,国金证券研究所

待定增方案通过，将提升大股东和核心骨干股权比例

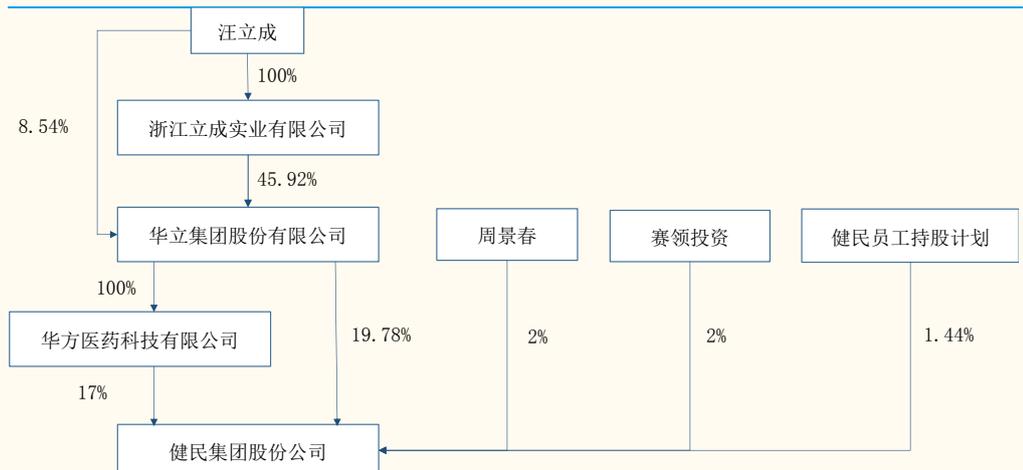
- 公司 16 年 10 月发布定增预案，定增完成后大股东和核心骨干股权比例提升。本次定增对象为华立集团、周景春、上海赛领、上市公司核心员工持股计划，限售期三年，发行价格为 25.17 元/股，融资不超过 11.4 亿元，定增后总股本增至 1.99 亿股。
- 目前公司控股股东（华方医药及其母公司华立集团）共持有公司股份 25.15%，本次非公开增发完成后持有公司的股份将达到 36.78%，对公司的控制力将得以进一步增强。公司实际控制人仍为汪力成。

图表 5：定增前上市公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：定增后上市公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 健民高管和核心员工在定增方案中认购 7200 万元，增加持股进一步激发员工工作干劲。

图表 7：定增后高管和核心员工增加持股比例

人员	职务	认购金额（万元）	占比
刘勤强	董事长	100	1.39%
徐胜	董事、总裁	2,000	27.78%
胡振波	副总裁、董秘	400	5.56%
刘军锋	副总裁	400	5.56%
布忠江	副总裁	400	5.56%
汪绍全	财务总监	400	5.56%
杜明德	监事长	100	1.39%
孙玉明	监事	50	0.69%

陈莉	监事	50	0.69%
小计		3,900.00	54.17%
其他核心员工		3,300.00	45.83%
合计		7,200.00	100.00%

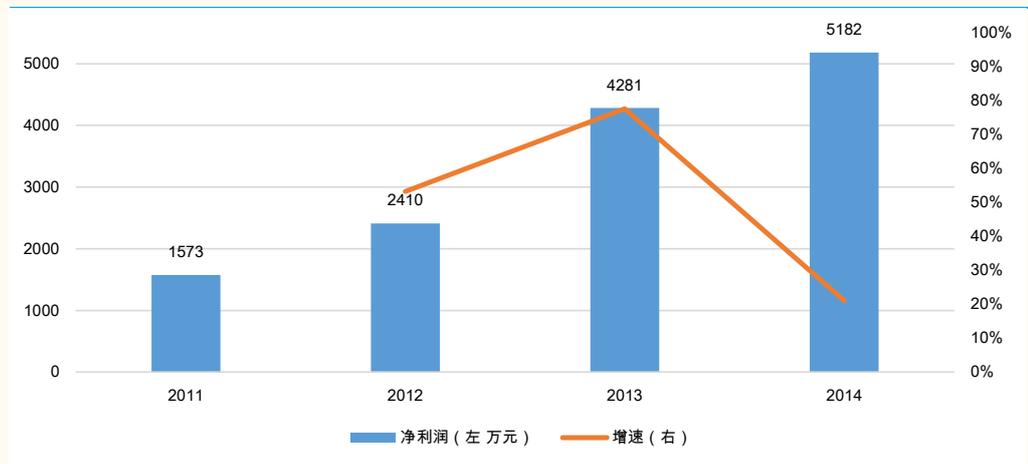
来源：公司公告，国金证券研究所

销售体系变化，17年转向事业部利润考核

管理层变动带来新的营销规划

- 公司14年8月引入之前昆中药总经理徐胜，目前在上市公司任职总裁，主管销售。徐胜在昆药集团下属子公司昆中药任总经理期间，以中华老字号中药文化为基石，推广合适的营销策略，打造舒肝颗粒等精品中药，使昆中药成为昆药增速最快的业务板块。2011至2014年，昆中药总资产增长近1倍，净利润增长2.3倍，净利润的复合增速为48.8%。

图表 8：昆中药2011—2014年净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 徐总主管健民的销售后，大力推行六大营销计划。着力打造以用户为中心的创新营销模式。深入推进以推动流通产品持续稳定增长的“飞龙计划”、以医院学术营销为核心的“蓝鹰计划”、以连锁药店精品合营为模式的“菁合计划”、以第三终端结盟为特色的“菁盟计划”、以打造高端养生菁品为目标的“菁粹计划”，和以互联网营销为依托的“云龙计划”。

图表 9：健民六大营销计划

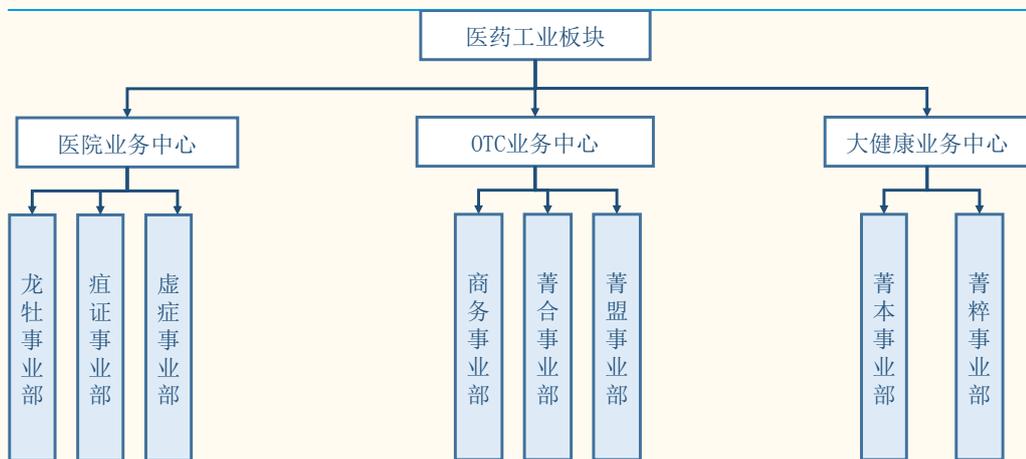
六大营销计划	蓝鹰计划	• 目前主要品种小金、便通、健脾等，推进医院学术营销
	飞龙计划	• 针对龙牡壮骨颗粒等成熟期的品种，自然销售为主
	菁合计划	• 针对OTC品种与连锁药店合作经营精品国药
	菁盟计划	• 第三终端的结盟特色战略，实现基层市场跨越增长
	菁粹计划	• 针对高端养生菁品
	云龙计划	• 以互联网营销为依托，提升企业和产品品牌

来源：公司公告，国金证券研究所

16 年开始重组营销架构，事业部以利润考核为导向

- 公司 16 年重组了整个营销架构。将集团的销售团队和叶开泰的销售团队合并，分为医院业务、OTC 业务、大健康业务三大中心，医院业务包括龙牡事业部、痘证事业部、虚症事业部，OTC 业务包括商务事业部、菁合事业部、菁盟事业部，大健康业务包括菁粹事业部、菁本事业部等。

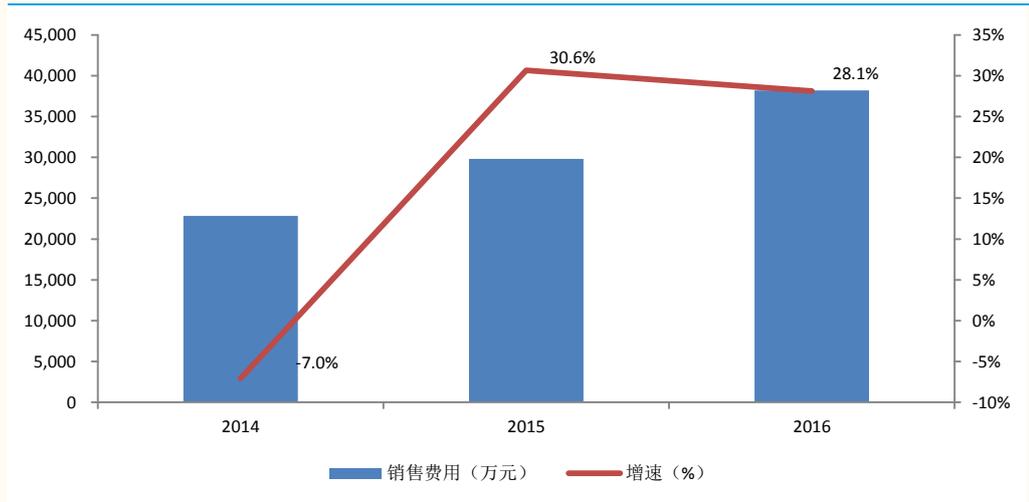
图表 10：健民集团营销架构



来源：国金证券研究所

- 17 年开始以事业部利润考核为导向。15、16 年徐总重视公司新形象的宣传和推广，公司销售费用率走高。16 年重组营销架构后，17 年开始事业部的利润考核导向，预计之后销售费用率会有所下降。

图表 11：健民集团销售费用情况

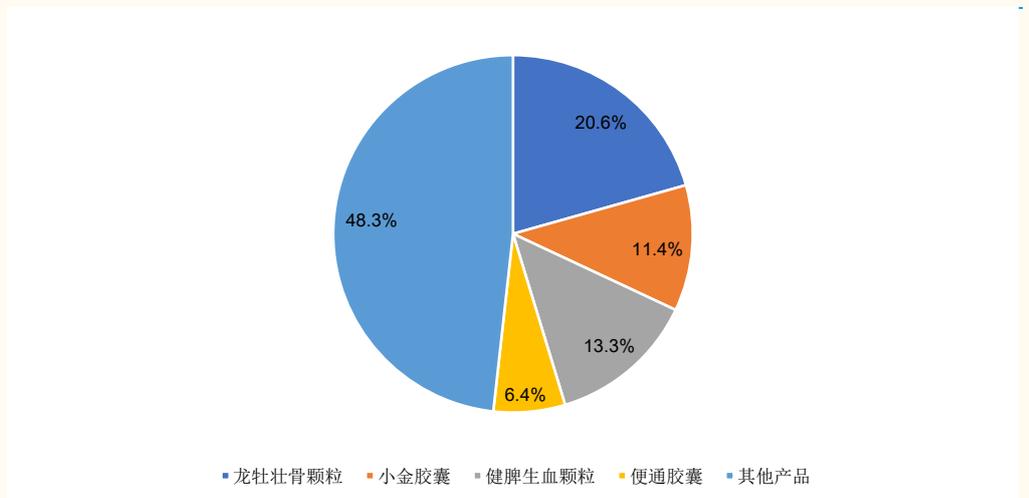


来源：公司公告，国金证券研究所

打造 5—10 亿的核心大品种

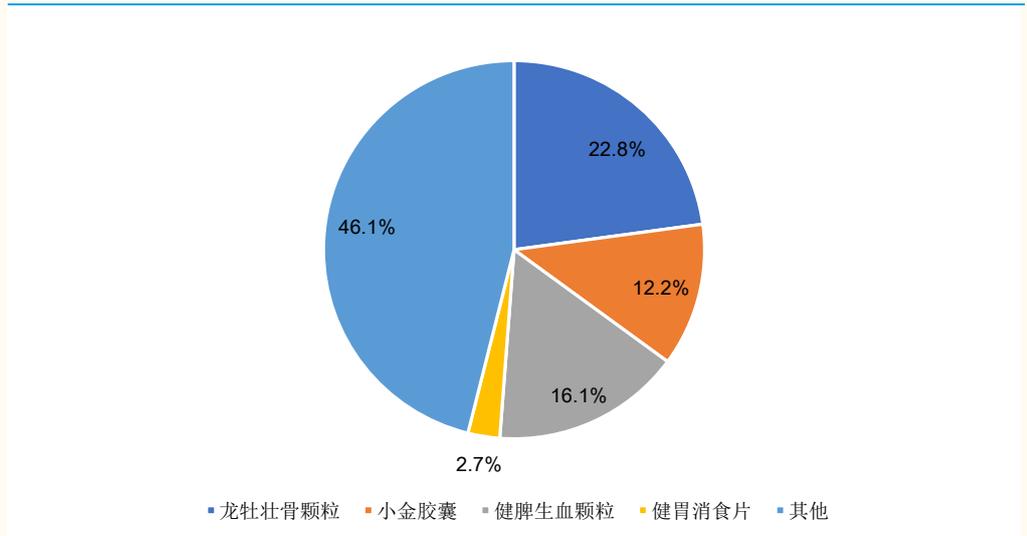
- 公司四大核心品种的收入占比达 51.7%，利润占比更高。公司主要产品有龙牡壮骨颗粒、健脾生血颗粒、小金胶囊、便通胶囊、小儿宝泰康颗粒、小儿宣肺止咳颗粒、健胃消食片等，其中前四大品种的收入、毛利，超过医药工业收入和毛利的一半。

图表 12：健民集团前几大品种收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：健民集团前几大品种毛利占比



来源：公司公告，国金证券研究所

龙牡壮骨：提价增强渠道推力，新入医保目录促进处方销售

- 龙牡壮骨颗粒是公司的独家品种，目前主要的销售规格日服用金额在 4 元左右，此次新进国家医保目录。龙牡主要用于强筋壮骨、和胃健脾，用于治疗 and 预防小儿佝偻病、软骨病，对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓也有治疗作用。

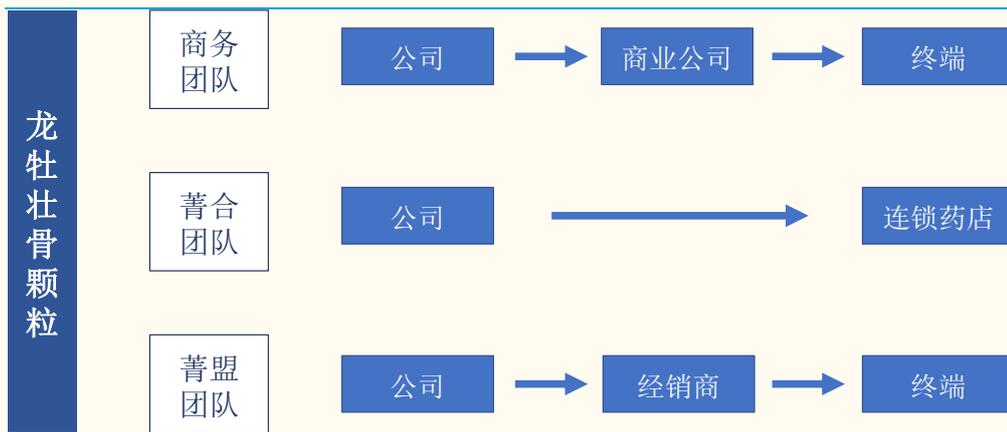
图表 14：龙牡壮骨颗粒竞品情况

名称	独家	日服用金额（元）	医保
龙牡壮骨颗粒	是	4.00	国家乙类（限小儿佝偻病）
新盖中盖牌儿童钙片	是	0.80	否
葡萄糖酸钙口服溶液	否	5.00	甲类
小儿碳酸钙D3	是	3.40	医保乙类（限小儿佝偻病）

来源：药智网，国金证券研究所

- 龙牡目前的销售 90%以上是在 OTC 实现的。
 - 龙牡在 OTC 端目前主要销往商务渠道。商务渠道主要销售日服用金额在 2.5—5 元的老产品。从公司销往商业公司、再销往终端，以自然销售为主。
 - 针对菁合、菁盟事业部推出龙牡的新包装，提价一倍后加大渠道推力。菁合事业部和菁盟事业部主要是针对连锁药店或者基层代理商开发适合渠道伙伴的商品，充分考虑保障渠道伙伴的利益，加大渠道推力。公司针对菁合、菁盟销售团队，推出了日服用金额在 5.5—11 元的新包装，新包装较之前老包装价格提升一倍。

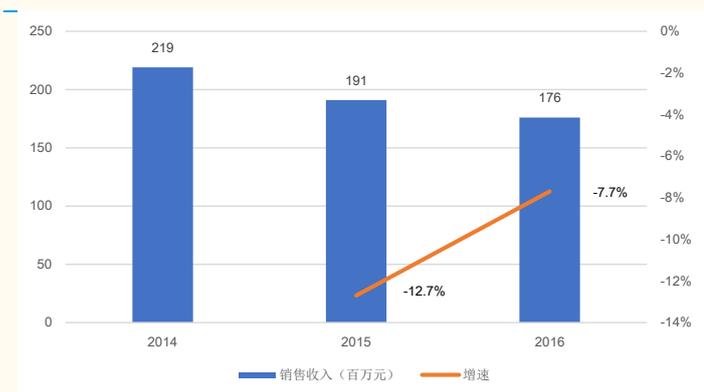
图表 15: 龙牡壮骨颗粒销售团队情况



来源: 草根调研, 国金证券研究所

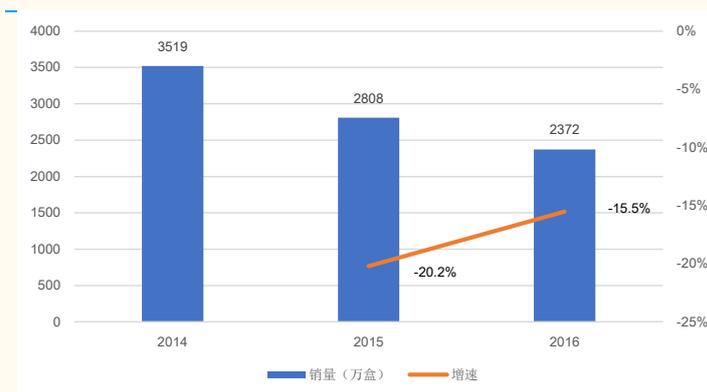
- 龙牡壮骨 15、16 年销售收入和销量都有所下滑, 主要是因为定价较低和渠道库存整顿, 17 年预计全面改善。
 - 由于老包装定价较低, 渠道自然销售导致销量下滑。公司针对菁合、菁盟团队推出了提价的新包装, 将逐渐改善这个问题。
 - 另一方面 15、16 年在合理化渠道库存, 导致销量有所下滑。根据我们的草根调研, 目前渠道库存保持在一个半月到两个月之间。

图表 16: 龙牡壮骨颗粒近三年销售收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 龙牡壮骨颗粒近三年销量及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 龙牡未来的增长点主要看处方带动 OTC, 新包装提价增加控销规模。
 - 龙牡新进 17 年国家医保目录, 有望带动医院端销售, 而医院又对 OTC 有很大的带动作用。龙牡新进国家医保目录, 2016 年龙牡中标 24 个省份, 17 年将进一步抓住新一轮招标放量机会, 预计 17、18 年医院端有望大幅放量。
 - 医院端的权威指引对 OTC 有很大的带动作用。以扬子江的蓝苓口服液为例, 是处方市场带动 OTC 渠道的典型品种。根据广州标点披露的数据, 蓝苓口服液在城市和县级公立医院、社区卫生中心都是五官科销售排名第一的品种, 因此虽然扬子江在 OTC 端的投入较少, 蓝苓仍在零售市场的咽喉用药销售份额排名第一。

图表 18: 蓝芩口服液在不同渠道的市场份额对比

渠道	销售排名	品类	市场份额
城市公立医院	1	五官科	19.21%
县级公立医院	1	五官科	16.74%
城市社区卫生服务中心	1	五官科	16.63%
乡镇卫生院	5	五官科	5.53%
零售渠道	1	咽喉用药	7.95%

来源: 米内网, 国金证券研究所

- 新包装提价增强对渠道的控制, 加大渠道主动销售的推力。龙牡是品牌产品, 由于价格较低, 在商务渠道销售更多表现为自然流动。目前推出提价一倍的新包装, 增厚渠道的利润空间, 加强渠道伙伴的主动销售动力, 预计新包装在 OTC 渠道的销售占比会逐渐提高。

图表 19: 龙牡壮骨颗粒新老包装对比



日服用金额 (元)	2.5—5	5.5—11
流向渠道	商务渠道	菁合、菁盟渠道

来源: 国金证券研究所

健脾、小金: 受益于招标和临床学术推广, 医院销售放量

- 健脾生血颗粒是独家品种, 基药, 国家医保乙类, 儿童日服用金额在 4 元左右, 成人日服用金额在 9 元左右。主要用于小儿及成人脾两虚型缺铁性贫血。目前规模已过亿。

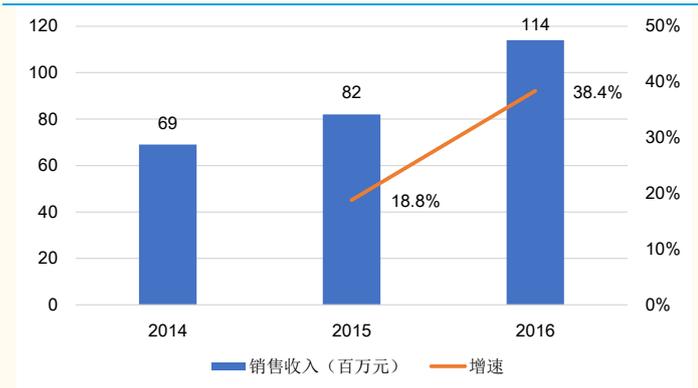
图表 20: 健脾生血颗粒竞品比较

名称	独家	日均用药费用 (元)	基药	医保
健脾生血颗粒	是	3—9	是	国家乙类
乌鸡白凤丸	生产企业众多	6—8	是	国家甲类
驴胶补血颗粒	2家生产商	4	否	1省
复方阿胶浆	是	8.5	否	国家乙类
养血当归胶囊	独家	7.2	否	3省
八珍益母丸	生产企业众多	2.4	是	国家甲类

来源: 药智网, 国金证券研究所

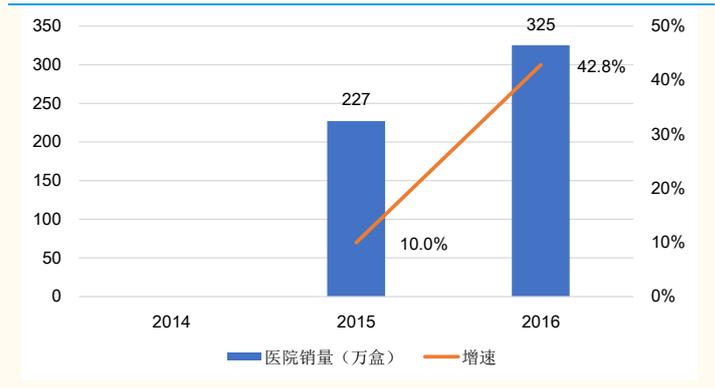
- 健脾生血近两年在医院端放量迅速。健脾生血主要在医院端销售, 医院端销售占到收入的 75%—80%。15、16 年健脾收入增速分别为 19%、38%, 尤其 16 年在医院端的销量增速为 43%, 增长态势迅猛。

图表 21: 健脾生血颗粒近三年销售收入及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

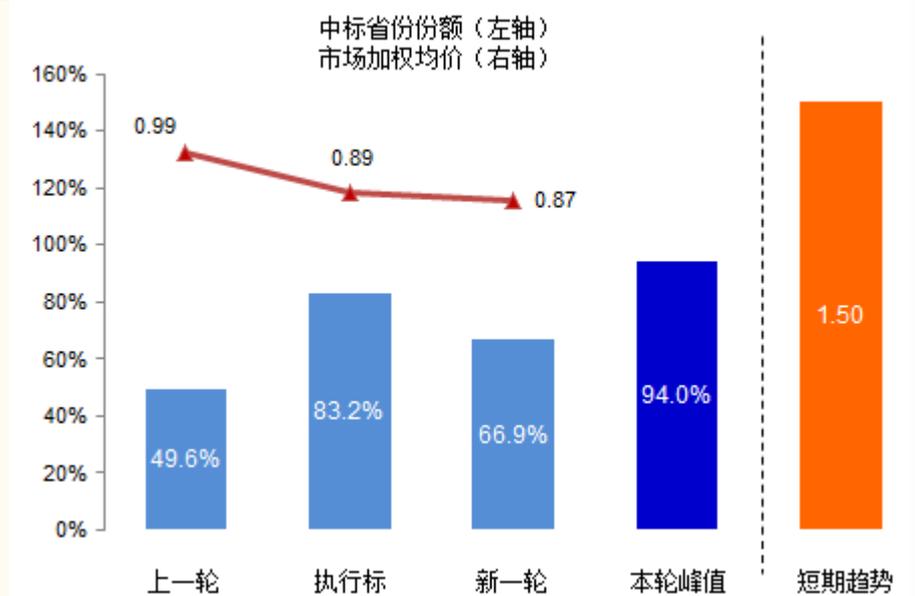
图表 22: 健脾生血颗粒医院端销量及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 近年健脾医院端的销量大幅增长, 一方面受益于新一轮中标省份的增加, 另一方面公司加大了医院的学术推广力度。
- 健脾生血颗粒受益于新一轮中标省份增加。根据国金医药的 5D3S 模型, 趋势上看, 健脾生血执行标的覆盖面显著高于上一轮中标省份。

图表 23: 健脾生血颗粒新一轮中标情况



来源: 国金医药 5D3S 模型, 国金证券研究所

- 公司 15、16 年加大健脾生血的临床学术交流, 继而带动医院端的销售。健脾生血颗粒完成生殖毒性试验与遗传毒性试验、治疗缺铁性贫血以及植化成分分离等试验, 15、16 年论文数量大增, 多篇研究成果在 CSCI 发表。

图表 24：关于健脾生血颗粒发表的相关学术论文

年份	数目	CSCD (CSCI)	核心期刊	标题
2013	2			健脾生血颗粒治疗小儿缺铁性贫血56例临床疗效观察
				健脾生血颗粒治疗小儿缺铁性贫血34例临床观察
2014	2			健脾生血颗粒治疗小儿缺铁性贫血临床研究
				健脾生血颗粒联合富马酸亚铁治疗小儿缺铁性贫血90例疗效观察
2015	5			健脾生血颗粒治疗缺铁性贫血模型大鼠的机理
				健脾生血颗粒治疗婴幼儿缺铁性贫血50例临床观察
				健脾生血颗粒治疗婴幼儿缺铁性贫血75例临床观察
		★		健脾生血颗粒对肾性贫血模型大鼠的治疗作用
				健脾生血颗粒对大鼠胚胎-胎仔发育毒性研究
2016	9			健脾生血颗粒遗传毒性研究
				对比单纯应用富马酸亚铁与联合健脾生血颗粒治疗小儿缺铁性贫血的临床疗效
		★	☆	健脾生血颗粒治疗老年人缺铁性贫血临床观察
				健脾生血颗粒的化学成分(I)
		★	☆	健脾生血颗粒对气虚、脾虚型贫血模型小鼠的治疗效果
		★	☆	健脾生血颗粒对骨髓抑制性贫血模型小鼠的治疗作用
				健脾生血颗粒治疗肾性贫血的疗效分析
			☆	健脾生血颗粒治疗轻中度活动期系统性红斑狼疮合并贫血的临床观察
				健脾生血片益气生血的作用机制研究

来源：CNKI，国金证券研究所

- 小金胶囊有两家企业生产，基药，国家医保乙类，日服用金额在 23—54 元。主要用于散结消肿、化瘀止痛，适用病症有乳腺增生、子宫肌瘤，并且拓展至甲状腺结节等。

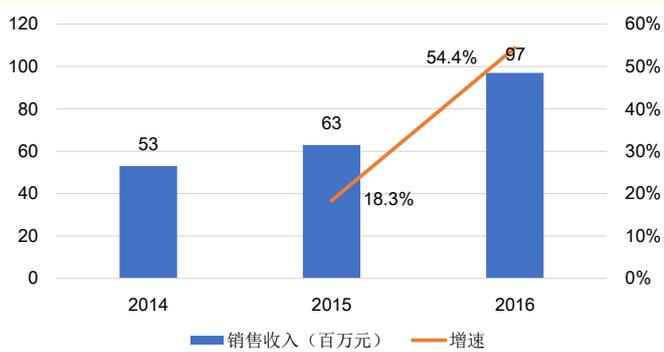
图表 25：小金胶囊竞品比较

名称	独家	日服用金额（元）	基药	医保
小金胶囊	2家生产商	23—54	是	国家乙类
小金丸	生产企业众多	20	是	国家乙类
红金消结胶囊	是	11.3	否	国家乙类
乳癖散结胶囊	是	9.2	否	3省

来源：药智网，国金证券研究所

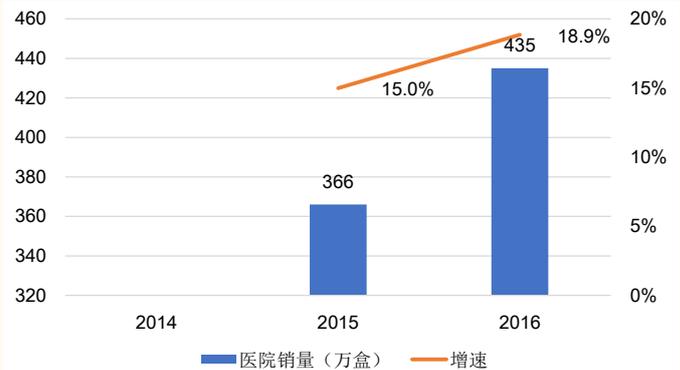
- 小金胶囊 15、16 年在医院端的销量增速为 15%、19%，增幅高于行业平均。

图表 26：小金胶囊近三年销售收入及增速



来源：公司公告,国金证券研究所

图表 27：小金胶囊医院端销量及增速



来源：公司公告,国金证券研究所

- 随着小金胶囊适应症的拓展，未来 3—5 年有望成为 10 亿的大品种。以小金胶囊为代表的“症证理论”的建立，实现产品由学术向营销的转化。小金胶囊起初的适应症主要在乳腺增生、子宫肌瘤，14 年开始拓展至结节性甲状腺肿的临床疗效，16 年开始研究小金胶囊的抗肿瘤疗效。

图表 28：关于小金胶囊发表的相关学术论文

年份	数目	CSCD (CSCI)	核心期刊	标题
2014	5	★		巴曲酶小金胶囊联合抗生素治疗丹毒20例
				小剂量优甲乐联合小金胶囊治疗结节性甲状腺肿的临床疗效及对甲状腺功能的影响
				小金胶囊治疗男性尿道炎后综合征疗效研究
				孕三烯酮联合小金胶囊治疗子宫内腺异位症的临床观察
2015	5			小金胶囊对实验性小鼠前列腺增生的作用
				小金胶囊治疗甲状腺结节的临床观察
				小金胶囊治疗甲状腺结节的临床观察
				小金胶囊辅助治疗结节性甲状腺肿的临床疗效及安全性
				小金胶囊联合小剂量左甲状腺素钠片对结节性甲状腺肿患者甲状腺功能的影响
2016	8		☆	小金胶囊治疗男性尿道炎后综合征的效果分析
				小金胶囊治疗甲状腺结节的临床观察
				小金胶囊治疗甲状腺结节的临床观察
				小金胶囊辅助治疗结节性甲状腺肿的临床疗效及安全性
				小金胶囊联合小剂量左甲状腺素钠片对结节性甲状腺肿患者甲状腺功能的影响
				小金胶囊治疗男性尿道炎后综合征的效果分析
				小金胶囊治疗甲状腺结节的临床观察
				小金胶囊联合优甲乐治疗甲状腺结节的临床观察
2017	1			小金胶囊对斑马鱼移植瘤的抗肿瘤作用
				小金胶囊联合米非司酮治疗子宫肌瘤临床研究
				小金胶囊、逍遥丸联合舒尔经胶囊在乳腺增生患者中的应用及对血管(VEGF、bFGF)的影响

来源：CNKI，国金证券研究所

- 高浓度的小金胶囊有一定抗肿瘤疗效。研究从抗肿瘤药效、抑制血管新生和诱导细胞凋亡三个方面探讨小金胶囊的抗肿瘤机制，结果表明确实能抑制斑马鱼体内 MCF-7 移植瘤的生长增殖。

图表 29：小金胶囊对 MCF-7 移植瘤的抑制率 (n=10, $\bar{x} \pm s$)

组别	剂量/ ($\mu\text{g mL}^{-1}$)	荧光强度总和	肿瘤抑制率 / %
模型对照组	—	1 198 418 \pm 87 704	—
阿霉素组	1 ng / 尾	828 624 \pm 67 279 **	30.86 **
小金胶囊组	26.47	818 943 \pm 65 819 **	31.66 **
小金胶囊组	88.24	547 087 \pm 52 273 **	54.35 **
小金胶囊组	264.72	554 062 \pm 44 050 **	53.77 **

注：与模型对照组比较，**P < 0.01

来源：CNKI，国金证券研究所

盈利预测与风险提示

- 盈利预测：预计公司 17-19 年 EPS 为 0.77、1.01、1.31 元，同比增长 83.4%、31%、30%，当前股价 32.48 元分别对应估值为 42x、32x、24.8x。
- 投资建议：通过分析公司的销售体系和产品线特点，我们认为公司未来 3 年处于快速成长的通道。(1) 管理层变动导致营销体系重构，事业部以利润考核为导向是 17 年开始的新动向；(2) 有望打造出 3—4 个 5—10 亿的大品种。龙牡壮骨新入医保目录促进处方端销售，推出的提价新包装增强渠道推力。健脾生血和小金胶囊受益于新一轮招标和临床学术推广，医院端销售见成效。给予公司未来 6-12 个月 35.35 元目标价位，相当于 2018 年 35 倍 PE，给予“增持”评级。
- 风险提示：老产品价格体系紊乱影响销售、营销体系变革成效低于预期、品种提价导致销量下滑。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,753	2,281	2,364	2,884	3,460	4,083
增长率		30.1%	3.6%	22.0%	20.0%	18.0%
主营业务成本	-1,310	-1,807	-1,794	-2,163	-2,575	-3,030
%销售收入	74.7%	79.2%	75.9%	75.0%	74.4%	74.2%
毛利	444	475	570	721	886	1,053
%销售收入	25.3%	20.8%	24.1%	25.0%	25.6%	25.8%
营业税金及附加	-12	-11	-14	-17	-17	-20
%销售收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-228	-298	-382	-427	-490	-576
%销售收入	13.0%	13.1%	16.2%	14.8%	14.2%	14.1%
管理费用	-91	-112	-122	-147	-180	-216
%销售收入	5.2%	4.9%	5.2%	5.1%	5.2%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	113	53	51	130	199	241
%销售收入	6.4%	2.3%	2.2%	4.5%	5.8%	5.9%
财务费用	1	1	-2	-40	-72	-66
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.1%	1.4%	2.1%	1.6%
资产减值损失	-12	2	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	26	30	32	34	38	42
%税前利润	19.5%	30.2%	44.3%	25.1%	21.4%	18.3%
营业利润	127	86	60	124	165	217
营业利润率	7.3%	3.7%	2.6%	4.3%	4.8%	5.3%
营业外收支	4	13	11	12	12	12
税前利润	131	99	71	136	177	229
利润率	7.5%	4.3%	3.0%	4.7%	5.1%	5.6%
所得税	-12	-12	-6	-16	-21	-27
所得税率	9.5%	11.8%	8.7%	11.8%	11.8%	11.8%
净利润	119	87	65	120	156	202
少数股东损益	3	1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	116	86	65	119	155	201
净利率	6.6%	3.7%	2.7%	4.1%	4.5%	4.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	119	87	65	120	156	202
非现金支出	27	13	37	17	19	20
非经营收益	-26	-36	-37	-1,168	1,148	93
营运资金变动	-16	-16	48	-158	-25	-18
经营活动现金净流	103	48	113	-1,190	1,298	297
资本开支	-26	-14	-28	0	-105	70
投资	0	-40	-48	-1	0	0
其他	11	-11	165	34	38	42
投资活动现金净流	-15	-65	89	33	-67	112
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	35	5	-22	1,748	-522	295
其他	-113	-12	-33	-659	-689	-684
筹资活动现金净流	-78	-7	-55	1,089	-1,211	-389
现金净流量	10	-25	148	-68	20	20

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	175	101	248	180	200	220
应收账款	525	571	665	752	903	1,065
存货	140	153	182	196	233	274
其他流动资产	346	389	252	112	53	63
流动资产	1,186	1,214	1,347	1,240	1,389	1,622
%总资产	76.7%	75.7%	74.5%	43.3%	69.9%	78.5%
长期投资	78	87	145	146	145	145
固定资产	227	231	240	255	355	277
%总资产	14.7%	14.4%	13.3%	8.9%	17.8%	13.4%
无形资产	28	30	29	20	20	19
非流动资产	361	389	461	1,622	599	444
%总资产	23.3%	24.3%	25.5%	56.7%	30.1%	21.5%
资产总计	1,547	1,602	1,808	2,862	1,987	2,065
短期借款	30	30	10	1,775	1,253	1,547
应付款项	358	394	521	499	594	699
其他流动负债	141	168	229	50	60	149
流动负债	529	592	759	2,325	1,907	2,395
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	15	12	17	0	0	0
负债	545	605	776	2,325	1,907	2,396
普通股股东权益	972	980	1,014	519	61	-352
少数股东权益	30	17	17	18	19	20
负债股东权益合计	1,547	1,602	1,808	2,862	1,987	2,065

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.756	0.557	0.421	0.773	1.012	1.311
每股净资产	6.335	6.390	6.611	3.384	3.867	4.292
每股经营现金净流	0.673	0.312	0.740	-7.756	8.461	1.934
每股股利	4.374	4.374	6.171	4.000	4.000	4.000
回报率						
净资产收益率	11.93%	8.72%	6.38%	22.84%	25.29%	27.21%
总资产收益率	7.50%	5.34%	3.58%	4.14%	7.81%	9.74%
投入资本收益率	9.90%	4.58%	4.50%	4.95%	13.16%	17.46%
增长率						
主营业务收入增长率	-11.99%	30.10%	3.61%	22.00%	20.00%	18.00%
EBIT增长率	16.44%	-52.75%	-3.79%	152.86%	53.33%	21.08%
净利润增长率	20.92%	-26.27%	-24.38%	83.39%	30.96%	29.55%
总资产增长率	7.02%	3.57%	12.84%	58.33%	23.56%	25.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.6	52.2	59.9	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	38.8	29.6	34.0	33.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	52.8	36.8	47.2	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	47.0	36.6	35.5	29.5	24.8	21.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.49%	-7.12%	-23.11%	26.88%	-6.13%	-11.58%
EBIT利息保障倍数	-104.6	-68.7	22.3	3.2	2.8	3.7
资产负债率	35.22%	37.75%	42.95%	61.23%	65.97%	69.05%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	2	11
增持	0	2	2	2	3
中性	0	1	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.80	1.80	2.00	1.44

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD