

## 收入结构持续改善, 积极培育新增长点

### 投资要点

- **事件:** 公司2016年营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为51亿元、4.1亿元、3.1亿元, 同比增速分别为3.8%、-3.2%、-16.6%; 2016Q4营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为15.3亿元、0.77亿元、0.27亿元, 同比增速分别为-3.8%、-30%、-72%。
- **扣非净利润增速低于预期, 2017年或将恢复。** 2016年营业收入约为51亿元, 同比增速约为3.8%, 其中医药工业超过25亿元, 同比增长约为9%。期间内心脑血管治疗领域收入增速在20%以上, 血塞通冻干及软胶囊、天麻素的销量增速分别为16%、21%、-3.5%。公司天麻素增速下滑主要是由于受国内各省份招标政策影响, 疟疾类收入下滑主要受诺华蒿甲醚原料采购下降影响, 医疗服务收入下降主要受昆药医院医保医疗定点支付机构资格被收回影响, 预计2017年将有恢复性增长。综合考虑我们预计公司2017年营业收入增速或将超过10%。2016年扣非净利润约为3.1亿元, 同比下滑约16.6%, 主要原因为费用增加。公司期间费用率约为30%, 同比提升约6个百分点。其中销售费用、管理费用增速分别为34%、14%, 均快于收入增速。销售费用增加主要是公司营销模式变化所致, 管理费用增加主要是技术开发费投入及人工成本加大所致。从子公司角度看, 昆中药、贝克诺顿净利润分别为8200万元、648万元, 同比增速分别为24.4%、-78%。昆中药强化战略实施, 产品梯队好并持续推舒肝胶囊颗粒上量使得净利润大幅增长; 贝克诺顿主要受产品标准变更影响, 阿法迪三胶囊部分月份停止生产而出现利润下滑, 预计2017年将有恢复性增长。综合考虑我们预计公司2017年净利润增速或将超过20%。
- **收入结构持续改善, 积极培育新增长点。** 1) 新版医保目录利好, 口服剂型将迅速崛起。公司的血塞通软胶囊、天麻素片(胶囊)、灯银脑通胶囊、止咳胶囊等9个品种新进入本轮医保目录, 除头孢克洛干混悬剂外, 其余均为口服制剂。其中血塞通软胶囊为类独家产品借助本次入选利好, 预计未来3年增速维持在30%以上, 将有效补充改善公司收入产品结构; 2) 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; 3) 医疗服务领域积极布局, 如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。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。我们判断公司将迎来化药、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。** 我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.63元/0.80元/0.97元, 对应PE分别为21倍/16倍/13倍。公司业绩看点较多, 贝克诺顿、昆中药、血塞通软胶囊等增长空间大; 长效降糖药GLP-1、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。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5100.60	5612.79	6198.21	6842.20
增长率	3.76%	10.04%	10.43%	10.39%
归属母公司净利润(百万元)	407.26	500.51	633.78	766.03
增长率	-3.23%	22.90%	26.63%	20.87%
每股收益EPS(元)	0.52	0.63	0.80	0.97
净资产收益率ROE	11.34%	12.47%	13.54%	14.04%
PE	25	21	16	13
PB	2.86	2.51	2.17	1.86

数据来源: Wind, 西南证券

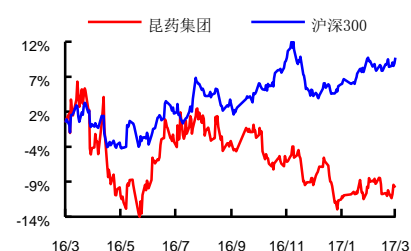
### 西南证券研究发展中心

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: hzli@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)	12.43-31.12
总市值(亿元)	103.32
总资产(亿元)	54.02
每股净资产(元)	4.51

### 相关研究

1. 昆药集团(600422): 强化青蒿素领域市场地位, 或打开新的增长空间 (2016-09-07)
2. 昆药集团(600422): 半年业绩稳定增长, 产品结构持续优化 (2016-08-17)
3. 昆药集团(600422): 投资南京弘景医药, 加快布局医疗产业 (2016-08-05)
4. 昆药集团(600422): 业绩高速增长, 转型有序推进 (2016-03-31)

## 盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，我们认为公司 2016 年业绩低于预期主要是受到短期事件影响，且管理及销售体系调整已经基本结束，随着核心产品销售网络扩展，预计 2017 年公司业绩将恢复性增长。对 2017-2019 年主营业务增长情况判断如下：

1) 心脑血管领域产品受益于市场推广及多个产品如血塞通软胶囊、天麻片（胶囊）、灯银脑通胶囊等新进医保利好，预计该板块 2017 年-2019 年收入复合增速超过 15%，毛利率维持在 82%左右；

2) 医药商业受益于行业集中度提升及多种模式开展，预计 2017-2019 年收入增速在 5%左右，毛利率呈现上升趋势且维持在 5.5%以上；

3) 受到产品推广力度加大影响，销售费用率提升。预计 2017-2019 年间销售费用约为 23%，管理费用维持在 6.5%。

表 1：公司业务收入分拆及预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>心脑血管领域产品</b>				
收入	1323.18	1549.98	1806.13	2073.10
Yoy	20.61%	17.14%	16.53%	14.78%
成本	236.03	279.00	325.10	373.16
毛利率	82.16%	82.00%	82.00%	82.00%
<b>医药商业</b>				
收入	2418.57	2539.50	2666.48	2799.80
Yoy	-2.91%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	2287.78	2399.83	2517.15	2640.21
毛利率	5.41%	5.50%	5.60%	5.70%
<b>其他</b>				
收入	1358.84	1523.31	1725.60	1969.30
Yoy	2.36%	12.10%	13.28%	14.12%
成本	604.76	678.31	775.40	894.92
毛利率	55.49%	55.47%	55.06%	54.56%

数据来源：wind、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)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5100.60	5612.79	6198.21	6842.20	净利润	409.52	514.22	645.94	779.29
营业成本	3128.57	3357.13	3617.65	3908.29	折旧与摊销	84.87	96.36	115.24	129.65
营业税金及附加	45.90	45.09	51.12	56.80	财务费用	14.55	13.10	7.14	5.08
销售费用	1183.12	1302.17	1437.98	1587.39	资产减值损失	5.83	5.00	5.00	5.00
管理费用	336.28	364.83	402.88	444.74	经营营运资本变动	-96.82	-102.37	-163.99	-173.77
财务费用	14.55	13.10	7.14	5.08	其他	-106.79	-34.17	-35.00	-35.14
资产减值损失	5.83	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>311.16</b>	<b>492.13</b>	<b>574.33</b>	<b>710.12</b>
投资收益	37.96	30.00	30.00	30.00	资本支出	-128.71	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	96.38	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-32.33</b>	<b>-120.00</b>	<b>-120.00</b>	<b>-120.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>424.31</b>	<b>555.47</b>	<b>706.43</b>	<b>864.90</b>	短期借款	-26.81	-155.69	0.00	0.00
其他非经营损益	56.62	49.44	52.63	51.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>480.93</b>	<b>604.92</b>	<b>759.06</b>	<b>915.99</b>	股权融资	-0.01	0.00	0.00	0.00
所得税	71.41	90.69	113.12	136.70	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	409.52	514.22	645.94	779.29	其他	-166.00	-14.97	-7.14	-5.08
少数股东损益	2.26	13.72	12.16	13.25	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-192.82</b>	<b>-170.65</b>	<b>-7.14</b>	<b>-5.08</b>
归属母公司股东净利润	407.26	500.51	633.78	766.03	<b>现金流量净额</b>	<b>89.03</b>	<b>201.48</b>	<b>447.19</b>	<b>585.04</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	792.34	993.82	1441.01	2026.04	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1050.87	1060.61	1189.57	1316.58	销售收入增长率	3.76%	10.04%	10.43%	10.39%
存货	862.15	924.31	996.10	1076.33	营业利润增长率	-8.83%	30.91%	27.18%	22.43%
其他流动资产	654.63	720.37	795.50	878.15	净利润增长率	-5.05%	25.57%	25.61%	20.64%
长期股权投资	27.12	27.12	27.12	27.12	EBITDA 增长率	-7.21%	26.96%	24.65%	20.61%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	815.18	905.47	976.88	1033.88	毛利率	38.66%	40.19%	41.63%	42.88%
无形资产和开发支出	518.84	483.16	447.48	411.80	三费率	30.07%	29.93%	29.82%	29.77%
其他非流动资产	681.13	680.17	679.20	678.23	净利率	8.03%	9.16%	10.42%	11.39%
<b>资产总计</b>	<b>5402.26</b>	<b>5795.02</b>	<b>6552.86</b>	<b>7448.14</b>	ROE	11.34%	12.47%	13.54%	14.04%
短期借款	155.69	0.00	0.00	0.00	ROA	7.58%	8.87%	9.86%	10.46%
应付和预收款项	746.90	750.14	824.60	898.82	ROIC	12.72%	15.16%	17.75%	20.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.27%	11.85%	13.37%	14.61%
其他负债	887.67	920.52	957.96	999.73	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1790.25</b>	<b>1670.66</b>	<b>1782.56</b>	<b>1898.55</b>	总资产周转率	0.99	1.00	1.00	0.98
股本	788.69	788.69	788.69	788.69	固定资产周转率	8.47	8.17	7.34	7.35
资本公积	1414.91	1414.91	1414.91	1414.91	应收账款周转率	8.06	7.96	8.33	8.20
留存收益	1352.07	1852.58	2486.36	3252.39	存货周转率	4.23	3.76	3.76	3.77
归属母公司股东权益	3557.53	4056.17	4689.96	5455.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.10%	—	—	—
少数股东权益	54.48	68.19	80.35	93.60	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3612.01</b>	<b>4124.37</b>	<b>4770.30</b>	<b>5549.59</b>	资产负债率	33.14%	28.83%	27.20%	25.49%
负债和股东权益合计	5402.26	5795.02	6552.86	7448.14	带息债务/总负债	25.36%	17.85%	16.73%	15.71%
					流动比率	2.48	3.00	3.29	3.63
					速动比率	1.85	2.25	2.55	2.89
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.52	0.63	0.80	0.97
					每股净资产	4.58	5.23	6.05	7.04
					每股经营现金	0.39	0.62	0.73	0.90
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	523.73	664.93	828.81	999.63					
PE	25.37	20.64	16.30	13.49					
PB	2.86	2.51	2.17	1.86					
PS	2.03	1.84	1.67	1.51					
EV/EBITDA	17.80	13.48	10.28	7.94					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn