

新进医保有望推动产品快速放量

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年一季报, 实现营业收入7843万元(+43%)、归母净利润556万元(+16%)、扣非后归母净利润553万元(+8%)。
- **产品放量推动收入高增长, 费用投入力度加大着眼长期布局。** 从收入增长来看, 2016年收入同比增长30%, 2017Q1收入同比增长43%, 主要产品均保持了快速增长。其中核心产品瓜蒌皮注射液由于覆盖面扩大和终端深入挖潜预计全年将保持30%以上的增长, 且新进全国医保目录有望在下半年各省地方医保目录增补完成后迎来高速增长。卡贝缩宫素在2016年5月上市并在全国26个省市签订销售协议, 未来3年均将迎来高速增长期。维奥制药由于2016年搬迁和产品变更, 导致部分产品的销售受到影响, 2017年有望在2015年基础上迎来进一步增长。从期间费用来看, 销售费用同比增长113%导致销售费率提升约17pp至51%, 主要原因在于公司加大营销推广力度, 加快各地办事处建设, 积极开展精细化招商, 从而深入掌控渠道终端。受此影响, 一季度的期间费率达到61.58%, 也是公司2013年以来的峰值水平。随着销售推广带来的产品放量进度加快以及费用率恢复正常水平, 盈利能力有望逐步回升。
- **核心品种新进医保, 高速放量值得期待。** 公司是2017年版医保目录调整最受益的公司之一, 绝大多数产品都在医保目录中, 其中瓜蒌皮和米格列醇新进医保。瓜蒌皮为公司独家品种和最大单品(2016年收入2.8亿, 同比增长41%, 收入占比达62%), 主要用于冠心病等缺血性心脏病。瓜蒌皮已进入了15个省份的地方医保, 但90%以上的收入来自于8个省份, 地方增补结束后有望进入超过25个省份, 市场潜力巨大。治疗冠心病的其他中药注射剂(以红花黄色素注为代表)和口服中药制剂(以复方丹参滴丸为代表)销售额都在20亿元以上, 瓜蒌皮是具有“化痰泻浊”的唯一中药注射剂, 参照可比产品, 未来市场空间估计不低于20亿元, 按照50%的出厂价测算, 峰值收入不低于10亿。米格列醇是第二代糖苷酶抑制剂, 与第一代糖苷酶抑制剂阿卡波糖相比更容易在小肠吸收且胃肠道不良反应更好。阿卡波糖在我国销售额超过70亿, 仍然保持20%左右的增速。随着米格列醇学术推广力度加大, 将逐步抢占阿卡波糖市场迎来高速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.42元、0.68元、0.97元, 对应PE分别为62倍、38倍、27倍。考虑到公司产品新进医保有望迎来放量高速增长, 我们首次覆盖, 给予“增持”评级, 给予公司2017年70倍PE, 对应目标价为29.40元。
- **风险提示:** 地方医保增补或低于预期的风险、产品放量或低于预期的风险。

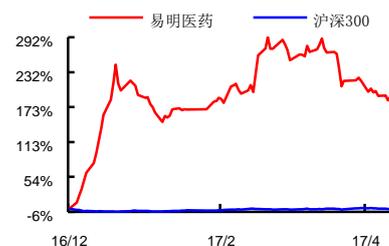
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	451.92	627.76	935.67	1370.88
增长率	30.24%	38.91%	49.05%	46.51%
归属母公司净利润(百万元)	55.36	79.28	128.53	184.25
增长率	10.65%	43.22%	62.12%	43.35%
每股收益EPS(元)	0.29	0.42	0.68	0.97
净资产收益率ROE	9.97%	12.49%	16.84%	19.45%
PE	89	62	38	27
PB	8.83	7.73	6.43	5.18

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
联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@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)	1.90
流通A股(亿股)	0.47
52周内股价区间(元)	8.73-34.21
总市值(亿元)	49.06
总资产(亿元)	6.46
每股净资产(元)	2.93

相关研究

关键假设：

假设 1：瓜蒌皮随着地方医保目录增补完成，2018-2019 年将迎来放量，预计 2017-2019 年销量增速分别为 30%、50%、50%，毛利率维持在 77%；

假设 2：米格列醇随着生产能力恢复和新进医保目录，预计 2017-2019 年销量增速分别为 78%、50%、50%。

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

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	451.9	627.8	935.7	1370.9
	增速	30%	39%	49%	47%
	毛利率	71%	72%	73%	73%
中药小计	收入	292.6	380.4	567.9	848.3
	增速	32%	30%	49%	49%
	毛利率	74%	75%	75%	75%
中药-瓜蒌皮	收入	282.3	366.9	550.4	825.6
	增速	41%	30%	50%	50%
	毛利率	77%	77%	77%	77%
中药-红金消结片	收入	10.4	13.5	17.5	22.7
	增速	-53%	30%	30%	30%
	毛利率	-21%	17%	17%	17%
化学药小计	收入	147.4	230.9	343.1	485.5
	增速	28%	57%	49%	42%
	毛利率	67%	70%	70%	70%
化学药-米格列醇	收入	45.0	80.0	120.0	180.0
	增速		78%	50%	50%
化学药-卡贝缩宫素	收入	35.0	70.0	126.0	189.0
	增速		100%	80%	50%
化学药-其他	收入		80.9	97.1	116.5
	增速		20%	20%	20%
原料药	收入		16.5	24.7	37.0
	增速		50%	50%	50%
	毛利率		50%	50%	50%

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)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	451.92	627.76	935.67	1370.88	净利润	55.36	79.28	128.53	184.25
营业成本	131.55	173.06	256.38	372.93	折旧与摊销	7.71	20.92	26.92	34.68
营业税金及附加	8.07	9.73	14.81	22.01	财务费用	4.86	-4.87	-4.53	-4.74
销售费用	215.06	307.60	449.12	658.02	资产减值损失	5.10	5.00	5.00	5.00
管理费用	40.18	62.78	84.21	123.38	经营营运资本变动	-8.74	-40.50	-64.07	-89.21
财务费用	4.86	-4.87	-4.53	-4.74	其他	-7.10	-5.00	-5.00	-5.00
资产减值损失	5.10	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	57.18	54.83	86.85	124.96
投资收益	0.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	-36.58	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	18.11	-0.05	0.00	0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-18.47	-100.05	-100.00	-99.99
营业利润	47.15	74.46	130.69	194.29	短期借款	0.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	16.05	16.05	16.05	16.05	长期借款	-40.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.20	90.51	146.73	210.33	股权融资	251.83	0.00	0.00	0.00
所得税	7.84	11.23	18.20	26.09	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	55.36	79.28	128.53	184.25	其他	-7.34	4.87	4.53	4.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	204.49	-5.13	4.53	4.74
归属母公司股东净利润	55.36	79.28	128.53	184.25	现金流量净额	243.17	-50.34	-8.61	29.72
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	281.32	230.98	222.36	252.08	成长能力				
应收和预付款项	133.42	191.12	286.31	414.74	销售收入增长率	30.24%	38.91%	49.05%	46.51%
存货	36.68	57.20	80.32	118.97	营业利润增长率	3.73%	57.92%	75.50%	48.67%
其他流动资产	0.59	0.97	1.38	2.05	净利润增长率	10.65%	43.22%	62.12%	43.35%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.73%	51.56%	69.13%	46.48%
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	139.81	222.03	298.25	366.71	毛利率	70.89%	72.43%	72.60%	72.80%
无形资产和开发支出	46.79	43.68	40.57	37.46	三费率	57.55%	58.22%	56.52%	56.65%
其他非流动资产	7.74	7.76	7.74	7.70	净利率	12.25%	12.63%	13.74%	13.44%
资产总计	646.36	753.75	936.92	1199.72	ROE	9.97%	12.49%	16.84%	19.45%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.56%	10.52%	13.72%	15.36%
应付和预收款项	42.71	75.40	108.54	157.32	ROIC	14.71%	15.61%	20.35%	22.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.21%	14.42%	16.36%	16.36%
其他负债	38.21	43.63	65.14	94.91	营运能力				
负债合计	90.93	119.04	173.67	252.23	总资产周转率	0.87	0.90	1.11	1.28
股本	189.72	189.72	189.72	189.72	固定资产周转率	3.31	4.06	4.75	5.46
资本公积	224.11	224.11	224.11	224.11	应收账款周转率	6.98	7.26	7.75	7.54
留存收益	141.61	220.89	349.42	533.67	存货周转率	3.16	3.69	3.73	3.74
归属母公司股东权益	555.44	634.72	763.25	947.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	137.08%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	555.44	634.72	763.25	947.50	资产负债率	14.07%	15.79%	18.54%	21.02%
负债和股东权益合计	646.36	753.75	936.92	1199.72	带息债务/总负债	11.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.08	4.10	3.44	3.15
					速动比率	4.67	3.62	2.97	2.67
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.29	0.42	0.68	0.97
					每股净资产	2.93	3.35	4.02	4.99
					每股经营现金	0.30	0.29	0.46	0.66
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	59.72	90.51	153.08	224.22					
PE	88.63	61.88	38.17	26.63					
PB	8.83	7.73	6.43	5.18					
PS	10.86	7.82	5.24	3.58					
EV/EBITDA	77.49	51.57	30.55	20.72					
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