

日期: 2017年08月09日

行业: 医药商业



医药工业板块增长较快改善公司业绩 布局中药材产业链、DTC 药房

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070016

基本数据 (2017Q2)

报告日股价 (元)	10.47
12mth A 股价格区间 (元)	9.41-15.02
总股本 (百万股)	334.12
无限售 A 股/总股本	84%
流通市值 (亿元)	29.52
每股净资产 (元)	4.03
PBR (X)	2.60
DPS (Y2016, 元)	10 派 0.20

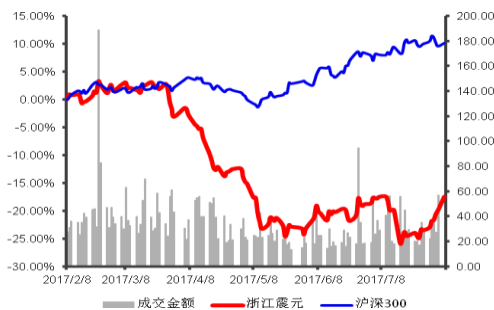
主要股东 (2017Q2)

绍兴震元健康产业集团有限公司	19.94%
全国社保基金六零四组合	1.6%
王美花	1.59%

收入结构 (2017H1)

医药商业	83.2%
医药工业	16.8%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT27

首次报告日期: 2017年08月08日

相关报告:

■ 公司动态事项

8月4日, 公司公告披露2017年中报, 实现营业收入12.54亿元, 同比增长5.96%; 实现归母净利润4,268.56万元, 同比增长65.17%; 实现扣非归母净利润3,830.29万元, 同比增长65.17%。

■ 事项点评

第二季度利润同比增速上升, 业绩具有较高弹性

公司2017年H1实现营业收入12.54亿元 (+5.96%), 收入增速与第一季度持平, 其中医药工业、医药商业收入占比分别为16.8%、83.2%, 毛利占比分别为33.6%、66.4%, 医药工业业务2017年上半年收入同比增长26.13%, 且毛利率水平较高, 带动公司业绩较快增长。

公司2017年H1实现归母净利润4,268.56万元 (+65.17%), 分季度来看, 2017年Q1、Q2归母净利润分别同比增长32.6%、80.5%, 第二季度利润增速明显上升。考虑到公司2016年第三季度归母净利润规模仅170.12万元, 基数较低, 我们预计公司下半年利润端将保持较高的同比增速, 业绩具有较高弹性。

公司2016年H1期间费用率为10.68%, 与上年持平, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为6.66%、4.37%、-0.35%, 同比分别上升0.77pp、下降0.38pp、下降0.39pp, 销售费用率提高的主要原因是产品市场开拓费同比增长246.7%。

医药工业板块收入增速较快, 显著增厚公司业绩

公司医药工业板块2017年H1实现营业收入2.11亿元 (+26.13%), 销售毛利率为31.45%, 同比增长0.24pp。分业务来看, 原料药业务营业收入同比增长29.93%, 销售毛利率为24.60% (+3.10pp), 制剂业务分部营业收入同比增长23.49%, 销售毛利率为39.29% (-1.93pp)。分产品来看: 1) 公司2016年完成腺苷蛋氨酸原料药、制剂产品的工艺优化, 已实现产业化生产, 同时公司2016年受环保设施设备调试、口服制剂GMP认证、G20会议等因素影响导致去年同期基数较低, 考虑到腺苷蛋氨酸生产技术壁垒较高, 国内竞争对手只有海正、雅培两家, 我们预计公司腺苷蛋氨酸产业化后快速放量, 今年有望销售额翻倍; 2) 罗红霉素价格小幅上涨, 根据Wind数据, 罗红霉素目前价格较2016年末由490元/kg提高至555元/kg, 涨价幅度达13.27%, 带动公司原料药业务毛利率水平提高, 同时公司通过对罗红霉素生产工艺改进, 产品品质进一步获得客户认可; 3) 公司海外订单以西索米星、奈替米星等原料药为主, 2017年上半年海外业务实现收入2,501万元, 同比增长

114.36%，销售毛利率为37.58% (+6.80pp)，海外业务放量进而增厚公司毛利。

医药商业板块收入增长稳健，持续推进中药材产业链、DTC药房布局

公司医药商业板块2017年H1实现营业收入10.44亿元 (+2.65%)，销售毛利率为12.53%，同比增长1.32pp。分产品来看，药品中成药业务实现收入8.52亿元，同比增长4.89%，销售毛利率为7.85% (+1.29pp)；中药材及中药饮片业务实现收入1.20亿元，同比增长13.42%，销售毛利率为34.75% (-1.51pp)。零售业务方面，子公司震元连锁2017H1实现收入2.31亿元，同比增长12.72%，其中DTC药房同比增长82.37%，实现净利润1,007.61万元，同比增长22.09%。此外，公司2017H1新增罗汉果、灵芝、牡丹皮、知母四个中药材基地，中药材基地总数达24个。我们认为，公司重点推进中药饮片产业链布局，从中药材种植、中药饮片加工等方面进行产业链整合，有利于保持中药材及中药饮片业务的竞争优势，同时积极布局DTC药房，带动医药商业板块整体盈利能力上升。

■ 风险提示

两票制推进导致毛利率水平下降风险；腺苷蛋氨酸销售不及预期风险；一致性评价进度不及预期风险等

■ 投资建议

未来六个月内，维持“增持”评级

预计17、18年实现EPS为0.24、0.32元，以8月4日收盘价10.16元计算，动态PE分别为41.57倍和32.21倍。同类型可比上市公司17年、18年市盈率中值为26.68倍、21.37倍，公司市盈率高于行业平均水平。我们认为：1) 公司医药工业板块2016年受环保设施设备调试、口服制剂GMP认证、G20会议等因素影响，目前产能已完全恢复，伴随个别主要原料药产品提价、海外订单等因素，显著增厚公司毛利，给公司业绩带来较大弹性；2) 公司医药商业板块增长稳健，同时布局中药材产业链、DTC药房等业务有利于保障公司零售业务的竞争优势，带动公司业绩稳健增长。我们看好公司未来的发展，维持“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,440.00	2,628.49	2,892.37	3,227.75
年增长率	12.78%	7.72%	10.04%	11.60%
归属于母公司的净利润	45.28	81.66	105.41	129.85
年增长率	24.98%	80.35%	29.09%	23.19%
每股收益(元)	0.14	0.24	0.32	0.39
PER(X)	74.98	41.57	32.21	26.14

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	246	364	436	550
存货	343	421	429	501
应收账款及票据	472	534	589	647
其他	42	82	48	89
流动资产合计	1,102	1,401	1,502	1,788
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	529	491	453	416
在建工程	4	4	4	4
无形资产	49	47	44	41
其他	333	242	270	277
非流动资产合计	915	784	771	738
资产总计	2,017	2,184	2,273	2,525
短期借款	61	0	0	0
应付账款及票据	537	663	651	790
其他	85	77	83	84
流动负债合计	683	741	733	873
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	21	21	22	21
非流动负债合计	21	21	22	21
负债合计	703	761	755	894
少数股东权益	20	23	26	30
股东权益合计	1,314	1,423	1,518	1,631
负债和股东权益总计	2,017	2,184	2,273	2,525
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	47	82	105	130
折旧和摊销	51	40	40	40
营运资本变动	(39)	24	(58)	(40)
经营活动现金流	116	137	74	114
资本支出	(13)	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
投资活动现金流	(119)	5	(5)	1
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(7)	(10)	(18)	(19)
融资活动现金流	46	(24)	3	(1)
净现金流	43	118	72	114

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,440	2,628	2,892	3,228
营业成本	2,089	2,193	2,399	2,670
营业税金及附加	13	10	12	14
营业费用	174	185	204	228
管理费用	111	145	155	166
财务费用	(7)	(12)	(16)	(20)
资产减值损失	2	8	8	7
投资收益	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	59	101	130	163
营业外收支净额	(0)	0	0	0
利润总额	58	101	130	163
所得税	12	16	22	29
净利润	45	82	105	130
少数股东损益	1	3	3	4
归属母公司股东净利润	45	82	105	130

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	12.78%	7.72%	10.04%	11.60%
EBITDA 增长率	35.32%	30.78%	19.38%	18.60%
EBIT 增长率	65.64%	72.14%	28.15%	25.18%
净利润增长率	24.98%	80.35%	29.09%	23.19%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	4.05%	4.92%	5.34%	5.67%
EBIT/总收入	2.12%	3.39%	3.94%	4.42%
净利润率	1.86%	3.11%	3.64%	4.02%
资产负债率	34.87%	34.85%	33.21%	35.42%
流动比率	1.61	1.89	2.05	2.05
速动比率	1.11	1.32	1.46	1.47
总资产回报率 (ROA)	2.32%	3.85%	4.77%	5.30%
净资产收益率 (ROE)	3.50%	5.83%	7.06%	8.11%
EV/营业收入	8.6	6.1	4.5	3.7
EV/EBITDA	39.1	22.5	18.2	14.7
PE	77.3	42.8	33.2	26.9
PB	2.7	2.5	2.3	2.2

分析师承诺

魏贇 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。