

产品提价效果显现，经营性拐点或出现

投资要点

- 事件:**公司2018Q1营业收入、扣非净利润分别约为16.2亿元、1.7亿元，同比增速分别约为9%、36.4%。
- 速效救心丸提价效果逐渐显现，2018年业绩或超预期。**1) **2018Q1收入端增速历时7个季度后，首次为正，经营拐点或出现。**2018Q1公司营业收入约为16.2亿元，同比增长约9%，主要原因为速效救心丸产品提价效应逐渐显现，且前期部分销量下滑的省份通过加强渠道销售，其销量正在逐渐恢复，预计速效救心丸收入2018年增速或超过20%。我们预计公司2018年整体收入增速仍将维持稳定，预计或超过10%; 2) **Q1净利润增长超市场预期。**2018Q1扣非净利润约为1.7亿元，同比增长约36.4%，高于收入增速约27个百分点，超市场预期，对净利润增长的具体分析如下：①整体毛利率约为44.6%，同比提升约6.1个百分点，主要原因为速效救心丸等产品提价，以及企业生产效率提升等使得成本下降所致。且与2018年报毛利率相比提升约5.8个百分点，我们可以判断Q1医药制造业务收入快于其他业务，预计Q1医药制造收入增速或超过20%; ②期间费用率约为35.9%，同比提升约5个百分点。由于销售模式变化导致市场推广费用增加，销售费用增长约31%，但对于管理及财务费用控制较好。我们认为公司速效救心丸医院端的提价效果已经逐渐显现，启动时点为2017下半年，故判断公司2018年上半年业绩同比高增长概率较大，且预计全年净利润增长或超过30%。
- 管理层换届激发企业潜力，产品提价带动业绩增长。**1) **管理层换届后或迎来新的发展阶段。**新管理层对研发部门实行投入产出考核，对生产部门实行成本控制，整合管理团队并积极推进薪酬改革，预期将使得公司的整体运营效率提升。同时将各分公司营销团队进行整合，搭建共享平台，对外与国大连锁、老百姓连锁、云南鸿翔一心堂连锁建立战略合作关系，使得销售态度变为更加积极主动，预期将带来产品销量较快增长；2) **速效救心丸提价效果将在2018年显现。**根据药智网查询，150规格在湖北每盒价格从25.12元提升至41元，贵州从25.35元提升至35元，我们预计其整体提价幅度或超过50%。由于速效救心丸约50%以上市场是在医院终端销售，故自2017年起全国开始新一轮的药品招标采购，将使得其新价格逐渐落地，从时间点来看2018年上半年同比效果较为明显。同时前期部分省份由于价格原因导致速效救心丸退出医院市场，但通过新渠道的推广目前其销量正在逐渐恢复，我们预计单品种收入增速全年或超过20%；3) **打造大品种群，二线品种增长较快。**藿香正气软胶囊、舒脑欣滴丸、清肺消炎丸等二线产品整体增速或超过15%，2018年公司将继续推进大品种战略，在持续推进药店终端拓展背景下，二线品种收入增速或超预期。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.81元、1.03元、1.29元，对应市盈率分别为22倍、17倍、14倍。公司核心产品提价效果在2018年将逐渐显现，二线产品集体发力拉动业绩增长，且管理层换届后或将激发其经营潜力，我们认为公司具有业绩超预期、产品提价等催化剂，且当前估值较低。我们估计其未来三年净利润复合增速约为28%，给予2018年28倍估值，对应目标价为22.68元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**产品销售或不达预期，市场拓展或不达预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5689.2	6475.7	7404.0	8502.5
增长率	-7.9%	13.8%	14.3%	14.8%
归属母公司净利润(百万元)	476.1	621.5	793.6	993.5
增长率	12.7%	30.5%	27.7%	25.2%
每股收益EPS(元)	0.62	0.81	1.03	1.29
净资产收益率ROE	10.2%	12.2%	13.9%	15.3%
PE	29	22	17	14
PB	3.0	2.7	2.4	2.1

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: S1250513110001
电话: 021-58351962
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

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxwing@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)	7.69
流通A股(亿股)	5.66
52周内股价区间(元)	12.91-18.39
总市值(亿元)	137.55
总资产(亿元)	68.92
每股净资产(元)	6.03

相关研究

关键假设：

1) 医药制造业业务受速效救心丸提价、二线产品推广力度加大影响，综合考虑价格与销量的因素，我们预计 2018-2020 年收入增速分别约为 20%、20%、20%，毛利率略有提升维持在 61%左右；

2) 医药流通行业保守估计不增长；

3) 其余如营养保健品、中医药特色医院等由于基数较小，我们判断其整体增长稳定；预计营养保健品 2018-2020 年收入增速分别约为 10%、10%、10%；中医药特色医院 2018-2020 年收入增速分别约为 30%、30%、30%

4) 预计 2018-2020 年销售费用率分别约为 25.5%、25.5%、25%；2018-2020 年管理费用率分别约为 6.5%、6.5%、6.5%。

表 1：主要业务收入分拆情况（百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
医药制造						
收入	3,017.56	3,017.26	3,234.38	3,881.26	4,657.51	5,589.01
yoy		-0.01%	7.20%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	1,297.81	1,288.34	1,292.77	1,513.69	1,816.43	2,235.60
毛利率	56.99%	57.30%	60.03%	61.00%	61.00%	60.00%
医药流通						
收入	7,101.15	6,271.74	5,652.61	5,935.24	6,232.00	6,543.60
yoy		-11.68%	-9.87%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	6,040.70	6,021.37	5,407.54	5,680.03	5,964.03	6,262.23
毛利率	4.31%	3.99%	4.34%	4.30%	4.30%	4.30%
营养保健品						
收入	53.52	38.59	32.66	35.93	39.52	43.47
yoy		-27.89%	-15.37%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	30.65	28.36	23.73	26.23	28.85	31.73
毛利率	34.00%	26.51%	27.34%	27.00%	27.00%	27.00%
中医药特色医院						
收入	17.72	22.96	29.90	38.87	50.53	65.69
yoy		29.54%	30.23%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	18.23	20.62	26.64	34.59	44.97	58.46
毛利率	-2.83%	10.19%	10.90%	11.00%	11.00%	11.00%

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)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5689.24	6475.68	7403.96	8502.51	净利润	473.26	617.82	788.87	987.61
营业成本	3480.05	3824.73	4258.81	4820.96	折旧与摊销	77.90	145.70	145.70	145.70
营业税金及附加	65.36	64.39	76.63	88.46	财务费用	5.61	-2.08	-8.56	-12.81
销售费用	1426.96	1651.30	1888.01	2125.63	资产减值损失	27.69	25.00	25.00	25.00
管理费用	367.72	420.92	481.26	552.66	经营营运资本变动	-254.55	-144.04	-233.20	-271.93
财务费用	5.61	-2.08	-8.56	-12.81	其他	-333.88	-237.76	-233.42	-239.23
资产减值损失	27.69	25.00	25.00	25.00	经营活动现金流净额	-3.97	404.64	484.38	634.35
投资收益	197.33	210.00	210.00	215.00	资本支出	-89.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.66	-0.66	-0.66	-0.66	其他	287.27	330.34	209.52	214.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	197.40	330.34	209.52	214.37
营业利润	526.36	700.76	892.15	1116.95	短期借款	-42.50	-262.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.64	1.66	1.45	1.37	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	531.00	702.42	893.60	1118.31	股权融资	7.97	0.00	0.00	0.00
所得税	57.74	84.60	104.73	130.70	支付股利	-115.33	-129.98	-169.68	-216.66
净利润	473.26	617.82	788.87	987.61	其他	-11.50	-141.07	8.56	12.81
少数股东损益	-2.82	-3.68	-4.70	-5.88	筹资活动现金流净额	-161.36	-533.05	-161.12	-203.86
归属母公司股东净利润	476.08	621.50	793.57	993.50	现金流量净额	32.08	201.93	532.78	644.86
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	992.18	1194.11	1726.88	2371.75	成长能力				
应收和预付款项	1701.65	1811.98	2096.26	2411.06	销售收入增长率	-7.92%	13.82%	14.33%	14.84%
存货	1104.49	1219.76	1359.72	1542.04	营业利润增长率	25.04%	33.13%	27.31%	25.20%
其他流动资产	162.23	184.66	211.13	242.46	净利润增长率	16.11%	30.54%	27.69%	25.19%
长期股权投资	562.46	562.46	562.46	562.46	EBITDA 增长率	18.27%	38.45%	21.90%	21.43%
投资性房地产	25.19	25.89	25.72	25.69	获利能力				
固定资产和在建工程	1075.69	957.97	840.24	722.51	毛利率	38.83%	40.94%	42.48%	43.30%
无形资产和开发支出	179.33	151.93	124.54	97.14	三费率	31.64%	31.97%	31.88%	31.35%
其他非流动资产	818.58	696.30	695.73	695.16	净利润率	8.32%	9.54%	10.65%	11.62%
资产总计	6621.80	6805.07	7642.67	8670.25	ROE	10.23%	12.20%	13.88%	15.30%
短期借款	262.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.15%	9.08%	10.32%	11.39%
应付和预收款项	865.37	893.24	1020.09	1158.14	ROIC	16.24%	19.50%	23.43%	27.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.72%	13.04%	13.90%	14.70%
其他负债	868.94	846.71	938.28	1056.86	营运能力				
负债合计	1996.31	1739.95	1958.37	2215.00	总资产周转率	0.88	0.96	1.02	1.04
股本	768.87	768.87	768.87	768.87	固定资产周转率	7.06	8.79	11.95	16.95
资本公积	1315.24	1315.24	1315.24	1315.24	应收账款周转率	4.70	5.05	5.21	5.16
留存收益	2344.43	2835.95	3459.84	4236.67	存货周转率	3.38	3.23	3.25	3.27
归属母公司股东权益	4476.76	4920.06	5543.95	6320.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.33%	—	—	—
少数股东权益	148.73	145.05	140.35	134.47	资本结构				
股东权益合计	4625.49	5065.12	5684.30	6455.26	资产负债率	30.15%	25.57%	25.62%	25.55%
负债和股东权益合计	6621.80	6805.07	7642.67	8670.25	带息债务/总负债	13.12%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	2.13	2.59	2.81	3.02
EBITDA	609.87	844.37	1029.29	1249.84	速动比率	1.53	1.88	2.10	2.31
PE	28.89	22.13	17.33	13.85	股利支付率	24.23%	20.91%	21.38%	21.81%
PB	2.97	2.72	2.42	2.13	每股指标				
PS	2.42	2.12	1.86	1.62	每股收益	0.62	0.81	1.03	1.29
EV/EBITDA	20.79	14.61	11.47	8.93	每股净资产	6.02	6.59	7.39	8.40
股息率	0.84%	0.94%	1.23%	1.58%	每股经营现金	-0.01	0.53	0.63	0.83
					每股股利	0.15	0.17	0.22	0.28

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告版权归西南证券所有，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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
广深	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn