

## 业绩持续快速增长, 经营质量或逐渐改善

### 投资要点

- **事件:** 公司2018年前三季度营业收入、扣非后净利润分别约为10.2亿元、2.2亿元, 同比增速分别约为38.5%、135.6%; 2018Q3营业收入、扣非后净利润分别约为3.7亿元、0.8亿元, 同比增速分别约为56.6%、270.6%。
- **业绩持续快速增长, 经营质量或逐渐改善。** 公司2018年前三季度营业收入约为10.2亿元, 同比增长约38.5%, 主要为对零售终端覆盖力度增加等。期间内公司扣非净利润约为2.2亿元, 同比增长约136%, 略超预期, 具体点评如下: 1) 公司毛利率约为82.2%, 同比提升约2.3个百分点, 对原材料成本控制较好, 且收入结构同变化所致; 2) 公司期间费用率约为49.6%, 同比下降约9.3个百分点。期间内销售费用增速约为21%, 低于收入增速, 对广告费用采用优化投放。管理费用增速约为25%, 研发投入约为0.28亿元, 对费用继续控制。此外, 公司期末应收账款约为10.7亿元, 同比增长约为53%, 我们认为主要和公司的产品销售模式相关。Q3新增应收账款约为0.7亿元, 远低于收入增长规模, 预计Q4仍将持续改善。公司经营性现金流净额约为-2.7亿元, 同比增长约为19%。现金流入受与经营活动有关的政府款项、保证金等影响而下降, 而现金流出受销售投入增加, 以及销售回款未明显改善等影响而增加, 故净额整体为下降趋势。我们认为随着公司产品议价能力提升或有改善。从单季度来看, 2018Q3营业收入、扣非后净利润分别约为3.7亿元、0.8亿元, 同比增速分别约为56.6%、270.6%, 业绩增长有加速趋势, 我们认为和产品季节性因素以及销售策略有关, 该趋势在Q4或将持续。我们认为随着终端拓展继续, 以及品牌力提升, 公司业绩仍将保持较快且有质量的增长。
- **产能瓶颈问题解决, 公司产品线逐渐丰富。** 1) 产能瓶颈解决后, 有助于公司业绩持续增长。在新厂区未投建之前, 公司市场推广受制于产品短缺影响, 进度整体较慢。如在2015-2017年公司通过新增丸剂生产线、前处理熟地烘箱、新增人员和班次、新增库房及配套设施等, 对原有产能进行挖潜改造。在2017年将定坤丹产能提高52%, 安宫牛黄丸、牛黄清心丸产能提高550%, 顺利完成2017年生产任务。虽然其通过生产线改造解决了短期产能, 保证龟龄集、定坤丹等核心传统国药产品的生产, 但长期增长还是需要看新产能的投产情况。本次GMP认证后对公司产生积极的影响, 预计新产能在下半年贡献业绩, 届时定坤丹口服液、以及龟龄集酒的市场投放量均将上升, 支持2018Q4销售旺季市场销售; 2) 产品线也将逐渐丰富。公司储备的产品虽然较多, 但前期仍受制于产能不足的压力, 不能实现产品的全面上线。在公司后备的产品梯队中大多数属于医保OTC品种, 多品种开发协同作用明显, 有利于公司突破收入瓶颈, 巩固公司在连锁终端的品牌力。我们认为在本次产能问题解决后, 公司终端拓展仍在继续, 品牌力提升, 其业绩仍将保持较快且有质量的增长, 长期看好。3) 积极拓展销售网络, 产品协同打造品牌。继续推动产品渠道扩张, 产品间协同作用体现。公司不仅继续强化与全国及区域龙头商业、百强连锁药店的合作, 截至2018年上半年, 公司覆盖的二级以上医院数量增加至4791家, OTC终端增加至12万家, 且推进好孕专柜等活动, 品牌力逐渐提升。公司对精品中药业务推广继续加强, 做好药形象逐渐树立, 产品间协同效应体现明显, 以品牌、学术推广带动产品销量快速增长。
- **盈利预测及评级:** 我们预计2018-2020年EPS分别为1.27元、1.86元、2.62元, 对应市盈率分别为25倍、17倍、12倍。我们认为随着公司对产品的推广力度增加, 终端渠道布局数量快速增长, 业绩增速及质量提升或有超预期表现, 当前股价低于员工持股及大股东增持价, 安全边际高, 维持“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, 市场风险等。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1168.68	1893.58	2606.71	3537.51
增长率	24.73%	62.03%	37.66%	35.71%
归属母公司净利润(百万元)	236.80	449.23	656.02	925.37
增长率	92.82%	89.71%	46.03%	41.06%
每股收益EPS(元)	0.67	1.27	1.86	2.62
净资产收益率ROE	12.64%	18.49%	21.26%	23.07%
PE	46.46	24.51	16.78	11.90
PB	5.56	4.53	3.57	2.74

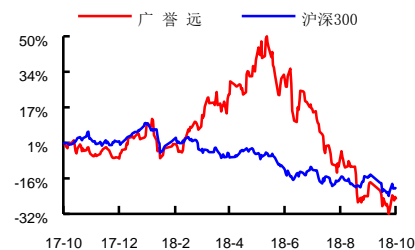
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.53
流通A股(亿股)	3.02
52周内股价区间(元)	28.43-62.68
总市值(亿元)	110.03
总资产(亿元)	27.08
每股净资产(元)	6.02

### 相关研究

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1168.68	1893.58	2606.71	3537.51	净利润	250.31	449.23	656.02	925.37
营业成本	205.81	360.96	505.49	698.94	折旧与摊销	11.36	15.98	15.98	15.98
营业税金及附加	22.06	36.15	49.58	67.28	财务费用	4.15	12.41	33.33	50.29
销售费用	515.87	776.37	1016.62	1344.25	资产减值损失	1.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	145.73	208.29	260.67	318.38	经营营运资本变动	-706.45	-626.39	-704.66	-907.99
财务费用	4.15	12.41	33.33	50.29	其他	255.17	-10.24	-9.95	-9.98
资产减值损失	1.79	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-183.67</b>	<b>-159.02</b>	<b>-9.28</b>	<b>73.67</b>
投资收益	5.78	10.00	10.00	10.00	资本支出	-293.91	-100.00	-350.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-278.85	10.00	10.00	10.00
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>-572.76</b>	<b>-90.00</b>	<b>-340.00</b>	<b>10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>279.88</b>	<b>509.40</b>	<b>751.02</b>	<b>1068.38</b>	短期借款	68.67	169.84	453.93	59.70
其他非经营损益	24.54	19.11	20.77	20.30	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>304.43</b>	<b>528.51</b>	<b>771.79</b>	<b>1088.67</b>	股权融资	-31.23	0.00	0.00	0.00
所得税	54.11	79.28	115.77	163.30	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	250.31	449.23	656.02	925.37	其他	31.47	-12.41	-33.33	-50.29
少数股东损益	13.51	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>68.91</b>	<b>157.43</b>	<b>420.59</b>	<b>9.41</b>
归属母公司股东净利润	236.80	449.23	656.02	925.37	<b>现金流量净额</b>	<b>-687.52</b>	<b>-91.59</b>	<b>71.31</b>	<b>93.08</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	280.95	189.36	260.67	353.75	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1075.22	1614.38	2243.28	3080.25	销售收入增长率	24.73%	62.03%	37.66%	35.71%
存货	182.36	320.50	448.91	620.83	营业利润增长率	56.29%	82.00%	47.43%	42.26%
其他流动资产	310.53	503.14	692.63	939.95	净利润增长率	62.64%	79.47%	46.03%	41.06%
长期股权投资	7.53	7.53	7.53	7.53	EBITDA 增长率	54.49%	82.06%	48.82%	41.77%
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	511.49	606.52	951.55	946.57	毛利率	82.39%	80.94%	80.61%	80.24%
无形资产和开发支出	98.21	88.31	78.41	68.51	三费率	56.97%	52.66%	50.28%	48.42%
其他非流动资产	51.33	50.23	49.12	48.02	净利率	21.42%	23.72%	25.17%	26.16%
<b>资产总计</b>	<b>2517.62</b>	<b>3379.97</b>	<b>4732.10</b>	<b>6065.41</b>	ROE	12.64%	18.49%	21.26%	23.07%
短期借款	110.00	279.84	733.77	793.47	ROA	7.18%	9.94%	13.29%	13.86%
应付和预收款项	302.42	476.39	654.01	915.84	ROIC	17.26%	19.54%	20.72%	22.29%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.28%	28.40%	30.70%	32.07%
其他负债	125.08	194.38	258.94	345.34	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>537.49</b>	<b>950.61</b>	<b>1646.72</b>	<b>2054.65</b>	总资产周转率	0.50	0.64	0.64	0.66
股本	353.11	353.11	353.11	353.11	固定资产周转率	21.37	36.33	55.28	83.86
资本公积	1753.79	1753.79	1753.79	1753.79	应收账款周转率	1.95	2.14	2.08	2.03
留存收益	-193.08	256.16	912.18	1837.55	存货周转率	1.45	1.43	1.31	1.31
归属母公司股东权益	1913.83	2363.06	3019.08	3944.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	55.85%	—	—	—
少数股东权益	66.30	66.30	66.30	66.30	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1980.13</b>	<b>2429.36</b>	<b>3085.38</b>	<b>4010.76</b>	资产负债率	21.35%	28.12%	34.80%	33.87%
负债和股东权益合计	2517.62	3379.97	4732.10	6065.41	带息债务/总负债	20.47%	29.44%	44.56%	38.62%
					流动比率	3.67	2.86	2.26	2.47
					速动比率	3.30	2.51	1.98	2.16
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.67	1.27	1.86	2.62
					每股净资产	5.61	6.88	8.74	11.37
					每股经营现金	-0.52	-0.45	-0.03	0.21
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	•	537.78	800.33	1134.64					
PE	46.46	24.51	16.78	11.90					
PB	5.56	4.53	3.57	2.74					
PS	9.41	5.81	4.22	3.11					
EV/EBITDA	36.56	20.57	14.30	10.06					
股息率	—	—	—	—					

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 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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn