

业务战略转型+渠道全国扩张=可持续高成长

⑤ 2015 年公司营收及盈利增长均远超行业平均水平

公司 2015 年实现营业收入 1.43 亿，同比增长 54.63%；归母净利润 921.1 万，同比增长 104.5%。2015 年公司营收以及净利润均保持快速增长，远超行业平均增速。公司同时公布 2016 年目标销售额达到 2.5 亿元。公司费用率下降、净利率明显提升，盈利能力增强。

⑤ 业务战略转型，全国布局，高成长有望维持

公司处于业务转型高成长周期，成长的动力一方面来自于从细分的儿童用药领域转向更广阔市场规模的 OTC 全品类，尤其突出重点、优势较高毛利品类的营销，通过贴牌方式，全国扩张的基础上，建立品牌效应；另一方面，公司积极进行全国营销布局，同时选择重点突破诊所这一具有较大潜力的细分领域，符合分级诊疗、医疗下沉基层的大方向，未来的市场空间释放值得期待。

从更长远发展角度，公司目前贴牌经营所建立品牌效应以及全国布局基础上，诊所等下沉医疗渠道的基础将明显受益分级诊疗、医药持有人制度等的行业发展方向。

⑤ 投资策略

我们预计公司 2016-2017 年营收规模分别为 2.2 亿、3.2 亿，同比增长分别为 55%、45%；预计归母净利润分别为 1570 万、2430 万，对应摊薄 EPS 分别为 0.48 元、0.73 元，按照 6.05 新三板价格测算，对应 PE 分别为 13X、8X，考虑到公司处于高成长周期，给予公司“推荐”评级。

⑤ 风险提示

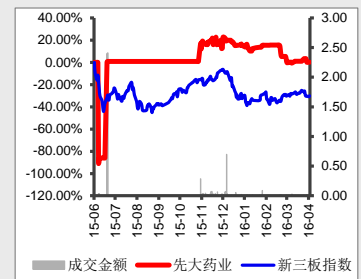
1、药品安全事件；2、品类扩张低于预期；3、全国渠道扩张低于预期。

图表：盈利预测

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	92.3	142.7	221.2	320.8	449.1
同比增长(+/-%)	61.3%	54.6%	55.0%	45.0%	40.0%
归母净利润（百万元）	4.5	9.2	15.7	24.3	34.3
同比增长(+/-%)	119.0%	104.5%	70.6%	54.3%	41.3%
每股收益（元）	0.14	0.28	0.48	0.73	1.04
PE	44.32	21.67	12.70	8.23	5.83
PB	3.71	3.77	2.90	2.15	1.57

推荐（维持）

市场表现 截至 2016.4.27



市场数据

2016-4-27

新三板收盘价（元）	6.05
一年内最高价（元）	8.00
一年内最低价（元）	0.54
新三板指数	2,371.74
市净率	3.8
总股本（万股）	3,300
市值（亿元）	1.2

分析师：金春萍

执业证书号：S1490515070001

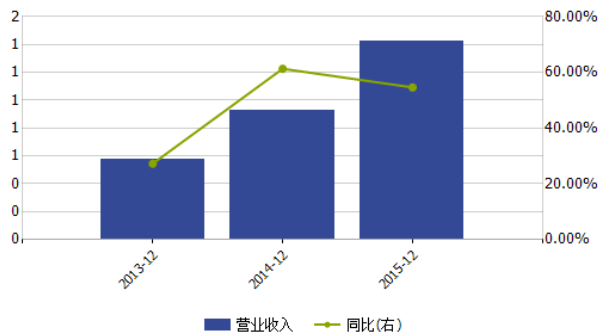
邮箱：jinchunping@hrsec.com.cn

电话：010-85556168

一、营收及盈利均保持快速增长

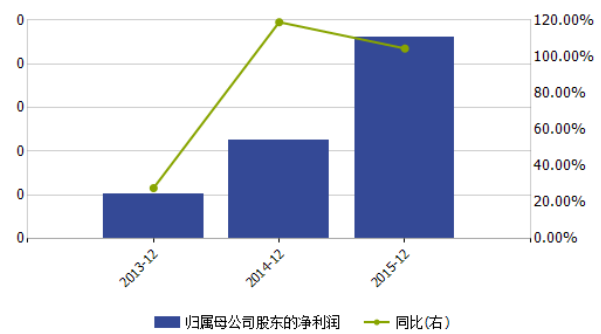
公司 2015 年实现营业收入 1.43 亿，同比增长 54.63%，其中，合并四川先大药业营业收入 1854.3 万，扣除合并因素影响，公司营收同比增长 35.3%，保持较快增速；实现归母净利润 921.1 万，同比增长 104.5%。2015 年公司营收以及净利润均保持快速增长，远超行业平均增速。公司同时公布 2016 年目标销售额达到 2.5 亿元。

图表 1：先大药业营收及同比增长



数据来源：wind，华融证券整理

图表 2：先大药业净利润及同比增长



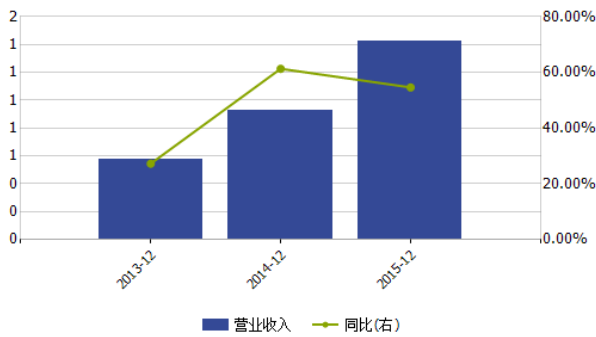
数据来源：wind，华融证券整理

公司营收达到年初计划的 83.5%，主要因 2015 年有多家供货商进行新版 GMP 认证，停产时间 1 到 6 个月不等，由于开始认证之前供货商对认证困难估计不足，导致公司按 1 到 2 个月的销量进行备货，造成产品断供，影响销售额超过 10%；受此影响，公司净利润达到年初计划的 75.63%，因营收的规模效应未有效体现，导致成本增速高于营收增速，从而净利润完成度低于营收。总体上，公司仍然实现了超过 50% 的增长，显示出成长周期的较强扩张能力。

二、净利率水平逐步提升

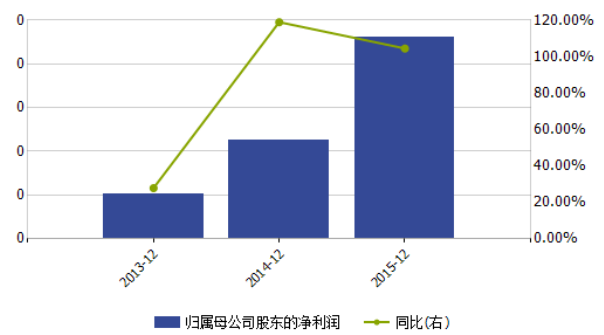
从财务指标来看，公司总体毛利水平为 22.6%，较 2014 年回落 1.68 个百分点，主要因公司收购的四川先大药业合并报表，四川先大药业毛利水平较低，拉低公司总体毛利水平，我们预计公司原有业务毛利水平仍然保持平稳。公司销售费用率、管理费用率分别为 8% 和 6.7%，较 2014 年分别回落 2.7% 和 1.7%，因公司业务最近 2、3 年开始展现规模效应；财务费用率回落 2.5%，因公司 2015 年通过新三板增发融资，补充公司现金流，偿还银行贷款，减少了财务费用支出。由于三项费用率的明显回落，公司 2015 年净利率由 4.88% 提升到 6.45%。

图表 3：先大药业营收及同比增长



数据来源：wind，华融证券整理

图表 4：先大药业净利润及同比增长



数据来源：wind，华融证券整理

三、战略转型，全国布局，高成长有望维持

1、战略转型，向 OTC 全品类扩张已见成效

分产品品类来看，公司 2015 年西药内服类药品营收 9500 万，占整个营收比 66.56%，较 2014 年回落 12.41%，成药内服品类营收近 3600 万，占整个营收比 25.12%，较 2014 年提升 10.37%，另外，成药外用品类营收占比也有小幅提升。

图表 5：按产品分类收入构成

单位：元

类别/项目	本期收入金额	占营业收入比例%	上期收入金额	占营业收入比例%
西药内服	94,993,600.51	66.56%	72,894,384.85	78.97%
成药内服	35,858,138.07	25.12%	13,615,186.85	14.75%
非药品	3,308,929.22	2.32%	2,092,006.74	2.27%
西药外用药品	3,618,531.49	2.54%	1,866,921.99	2.02%
成药外用药品	862,962.95	0.60%	342,496.05	0.37%
医疗器械	4,014,397.40	2.81%	1,489,989.83	1.61%
中药材	69,626.99	0.05%	1,961.80	0.00%
中药饮片	-	0.00%	1,637.60	0.00%
合计	142,726,186.63	100.00%	92,304,585.71	100.00%

数据来源：公司年报，华融证券整理。

在“限抗”政策等影响下，公司积极对产品品类做出调整，2015 年包括成

药、健康类、补益类等营销均有不同程度提升，这作为公司业务转型的重要方向。总体上，公司最近 2、3 年已经开启从此前的更多专注儿童用药向 OTC 全品类扩张，并且选择 OTC 的感冒类、心脑血管类、胃肠类、抗生素类等大品类进行重点布局。2015 年公司儿童类用药营收占比已经从此前的 70%、80% 下降到 50% 以下，OTC 全品类布局已见成效；随着公司全国市场的区域扩张，公司在 OTC 全品类的布局将继续推进；品类上来看，相对高毛利的成药、老年用药、补益类品种是公司布局重点，将继续维持较快增速。

2、全国区域扩张，2016 年诊所推广是重点

目前公司品类引进采取贴牌模式，贴牌模式有助于树立公司的统一品牌，通过贴牌模式，公司参与对上游药品品质的管控、增加对上游的议价能力；在贴牌模式下，营销直营模式更加符合公司树立品牌、通过品牌效应进行全国范围扩张，增强对终端的掌控力，同时直营模式有助于减少中间环节，节约更多费用成本，提高运营效率。2015 年，公司自营模式的渠道推广更进一步，预计 2016 年公司直营模式占比有望达到 60%，2-3 年内直营模式比例有望接近 80%。目前医药流通的全国布局扩张竞争较为激烈，其竞争的核心之一是对终端的掌控能力，我们认为，公司在贴牌树立品牌+直营模式的强力组合下，将更加有助于增强对终端的掌控力。

在营销模式选择上，公司既有明确的战略方向，又有可落地执行的具体措施。2015 年公司通过协助终端药店进行较多的动销活动，有力的推动了终端药店的销售；2016 年公司在保持对终端药店协同动销等推动营销的同时，重点拓展诊所市场。公司通过为诊所医生进行专业培训等方式，进行专业营销。未来可能积极通过与医师协会、医学院及保险公司等机构合作，组建“先大中国诊所联盟”，实施面向全国诊所医生的全科医生培训计划，为诊所医生提供一个学习交流、技能提升及转型指导平台，提高基层诊所大夫的执业水平和保障能力，以此为基础，推动专业营销。诊所作为分级诊疗基层的基本医疗单位，未来将是基层医疗市场释放的受益者，且目前诊所的竞争相对较小，公司重点突破诊所为未来市场需求释放奠定坚实基础。

从区域布局上看，公司 2016 年在立足山东的基础上，继续推进全国区域扩张。目前已经在依托四川先大平台，积极开拓西南市场，预计明年四川先大的盈利能力将明显提升；另外，公司在东北、华南区域积极进行营销拓展。今年全国的布局扩张将更进一步。

总体来看，公司处于业务转型高成长周期，成长的动力一方面来自于从细分的儿童用药领域转向更广阔市场规模的 OTC 全品类，尤其突出重点、优势较高毛利品类的营销，通过贴牌方式，全国扩张的基础上，建立品牌效应；另

一方面，公司积极进行全国营销布局，同时选择重点突破诊所这一具有较大潜力的细分领域，符合分级诊疗、医疗下沉基层的大方向，未来的市场空间释放值得期待。

从更长远的发展角度，公司跟随政策的改革方向，未来在建立品牌、全国渠道布局的基础上，公司有向上游延伸的可能；另外，未来药品持有人制度更加明确后，公司也可能积极参与。

四、投资策略

我们预计公司 2016-2017 年营收规模分别为 2.2 亿、3.2 亿，同比增长分别为 55%、45%；预计归母净利润分别为 1570 万、2430 万，对应摊薄 EPS 分别为 0.48 元、0.73 元，按照 6.05 新三板价格测算，对应 PE 分别为 13X、8X，考虑到公司处于高成长周期，给予公司“推荐”评级。

五、风险提示

1、利益冲突披露：本报告出自华融证券市场研究部，华融证券是先大药业新三板挂牌主办券商，也是该公司新三板做市商，截止 2015 年 12 月 31 日，华融证券持有先大药业股票 118.2 万股。由此可能因利益冲突，产生管理风险或道德风险，请客户了解并关注相关风险，自主审慎做出投资决策并自行承担投资后果。

2、药品安全事件；3、品类扩张低于预期；4、全国渠道扩张低于预期。

附表：
利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	92.3	142.7	221.2	320.8	449.1
营业成本	69.9	110.5	164.8	240.6	336.8
营业税金及附加	0.2	0.7	1.1	1.6	2.2
营业费用	9.8	11.4	15.5	24.1	33.7
管理费用	6.2	7.2	8.8	12.8	18.0
财务费用	0.7	0.7	0.7	1.4	1.7
资产减值损失	0.0	-0.5	7.4	3.5	4.5
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	5.4	12.8	22.9	36.8	52.2
营业外收入	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	0.7	0.1	0.1	0.1	0.1
利润总额	6.3	12.7	22.8	36.7	52.0
所得税	1.8	3.5	5.9	9.5	13.5
净利润	4.5	9.2	16.9	27.2	38.5
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	4.5	9.2	16.9	27.2	38.5
EPS (元)	0.14	0.28	0.51	0.82	1.17

主要财务比率

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
同比增长率					
营业收入	61.3%	54.6%	55.0%	45.0%	40.0%
营业利润	90.7%	137.3%	78.9%	60.6%	41.6%
净利润	119.0%	104.5%	83.3%	60.9%	41.7%
盈利能力					
毛利率	24.3%	22.6%	25.5%	25.0%	25.0%
净利率	4.9%	6.5%	7.6%	8.5%	8.6%
ROE	18.4%	17.4%	24.2%	28.0%	28.4%
ROIC	17.0%	22.4%	21.4%	24.8%	26.9%
偿债能力					
资产负债率	54.8%	54.5%	51.9%	54.6%	54.7%
流动比率	1.73	1.74	1.89	1.80	1.81

速动比率	1.04	1.39	1.44	1.32	1.33
营运能力					
资产周转率	1.71	1.23	1.52	1.50	1.50
存货周转率	3.42	4.88	4.88	4.26	4.27
应收账款周转率	8.77	2.23	3.05	3.05	3.05
每股资料 (元)					
每股收益	0.14	0.28	0.51	0.82	1.17
每股经营现金	-0.29	-0.05	-0.78	-0.18	0.23
每股净资产	1.63	1.61	2.12	2.94	4.11
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	44.32	21.67	11.83	7.35	5.18
PB	3.71	3.77	2.86	2.06	1.47

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	51.4	110.5	142.2	210.9	296.3
现金	10.5	13.3	17.7	22.5	31.4
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	1.8	1.9	2.9	4.2	5.8
应收款项	8.8	62.1	69.7	101.0	141.5
其他应收款	0.1	0.2	4.4	2.1	3.3
存货	20.4	22.6	33.8	56.5	78.9
其他	9.8	10.5	13.8	24.6	35.4
非流动资产	2.7	5.9	3.0	3.0	2.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1.7	1.6	1.3	0.8	0.2
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	1.0	4.3	1.7	2.2	2.7
资产总计	54.1	116.4	145.2	213.9	299.2
流动负债	29.7	63.4	75.3	116.8	163.6
短期负债	16.8	6.9	39.7	56.5	64.6
应付账款	1.3	17.3	7.2	13.2	23.1
预收账款	3.0	4.4	6.9	9.9	13.9
其他	8.6	34.8	21.5	37.2	62.0
长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	29.7	63.4	75.3	116.8	163.6
股本	15.0	33.0	33.0	33.0	33.0

资本公积金	0.0	1.3	1.3	1.3	1.3
留存收益	9.5	18.7	35.6	62.7	101.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
母公司所有者权益	24.5	53.0	69.9	97.1	135.6
负债及权益合计	54.1	116.4	145.2	213.9	299.2

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-4.4	-1.1	-25.7	-5.8	7.5
净利润	4.5	9.2	16.9	27.2	38.5
折旧摊销	0.4	0.7	4.9	4.8	5.1
财务费用	0.7	0.9	0.7	1.4	1.7
投资收益	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-10.5	-12.0	-55.6	-42.7	-42.3
其他	0.0	0.1	7.4	3.5	4.5
投资活动现金流	-1.9	-4.1	-2.0	-4.8	-4.9
资本支出	-1.3	-1.0	-2.0	-4.8	-4.9
其他投资	-0.5	-3.1	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	12.5	10.3	32.2	15.4	6.4
借款变动	11.8	-9.9	32.8	16.8	8.1
普通股增加	0.0	18.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.7	0.9	-0.7	-1.4	-1.7

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

金春萍，在此声明，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层

传真：010-85556173 网址：www.hrsec.com.cn