



医药/必需消费

太安堂 (002433)

股权激励启动速度超预期，高增长信心足

	屠炜颖 (分析师)	胡博新 (分析师)	丁丹 (分析师)
	021-38675860	0755-23976766	0755-23976735
	tuweiyi@gtjas.com	huboxin@gtjas.com	dingdan@gtjas.com
证书编号	S0880514090002	S0880514030007	S0880514030001

本报告导读:

公司公布限制性股票激励计划，超市场预期，草案首次授予 194 位核心骨干 595 万股 (共 660 万股，占总股本 0.91%，其余预留最多一年)，公司内生外延发展有望加速。

投资要点:

股权激励启动速度超市场预期，维持增持评级。

此次激励对象涵盖母公司及旗下 8 家子公司核心骨干，授予价格 6.46 元/股，其中新收购的医药电商康爱多被激励对象人数仅次于母公司，体现公司对电商平台的高度重视。解锁条件以 2014 年为基准，2015 年、2016 年、2017 年收入增长分别不低于 50%、105%、195% (即 CAGR 不低于 43%)；净利增长不低于 30%、70%、145% (即 CAGR 不低于 35%，据测算 2015 年摊销费用约 1618 万，扣除其影响，15 年主业净利增长预计近 40%)。我们认为此次激励到位，解锁条件彰显管理层信心，维持 2014-2016 年 EPS 预测 0.27/0.37/0.49 元，增长 45/38/32%，目标价 14.8 元，维持增持评级。

不同于大众的观点：公司有望成为专科领域龙头，股权激励注入新活力。 市场认为公司收入结构复杂，管理层缺乏核心发展战略，从而对中长期保持快速增长信心不足。我们认为，公司从皮肤药扩充至不孕不育及心脑血管领域有利于优化产品结构，向上游原材料延伸切入中药饮片可控本控质，向下游收购药店和电商可构筑线上线下立体化营销渠道，均是以产业链层面提升公司竞争力。同时据我们多次产业链上下游草根调研，预计公司未来有望聚焦生殖健康领域，大力发展麒麟丸等独家产品，不排除继续外延布局的可能，提升专科优势，打造为行业龙头。此次股权激励充分到位，且有部分预留，我们认为将极大调动公司骨干及员工的积极性。

催化剂：电商平台整合超市场预期；专科领域优势显现。

风险提示：麒麟丸市场开拓进度低于预期；心血管系列增长低于预期。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	518	785	1,294	1,922	2,768
(+/-)%	24%	52%	65%	49%	44%
经营利润 (EBIT)	129	169	238	321	443
(+/-)%	57%	28%	33%	34%	38%
净利润	88	133	193	267	352
(+/-)%	19%	51%	45%	38%	32%
每股净收益 (元)	0.63	0.48	0.27	0.37	0.49
每股股利 (元)	0.15	0.08	0.03	0.04	0.06

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	27.4%	23.2%	18.7%	16.9%	16.1%
净资产收益率 (%)	4.8%	6.7%	5.2%	6.7%	8.2%
投入资本回报率 (%)	6.9%	7.2%	7.6%	8.0%	8.6%
EV/EBITDA	21.4	17.3	11.6	8.9	7.3
市盈率	39.3	26.1	17.9	13.0	9.8
股息率 (%)	1.2%	0.7%	0.3%	0.4%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **14.80**

上次预测: 14.80

当前价格: 12.46

2014.11.12

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.63-23.76
总市值 (百万元)	8,988
总股本/流通 A 股 (百万股)	721/526
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	73%
日均成交量 (百万股)	12.77
日均成交值 (百万元)	159.04

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,654
每股净资产	5.07
市净率	2.5
净负债率	-18.60%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.03	0.04
Q2	0.03	0.04
Q3	0.07	0.11
Q4	0.05	0.08
全年	0.18	0.27

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	19%	45%
相对指数	-6%	15%	45%

相关报告

《前三季增长超 45%，增资宏兴加强控股》 2014.10.28

《收购 10 强医药电商，线上线下联动可期》 2014.09.18

《定增过会，品牌提升可期》 2014.06.26

《行业增长稳定，政策趋向温和》 2014.05.20

《皮宝制药新股定价分析》 2010.06.17

模型更新时间: 2014.11.12

股票研究

必需消费
医药

太安堂 (002433)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.80

上次预测: 14.80

当前价格: 12.46

公司网址

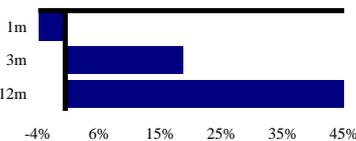
www.pibao.cn

公司简介

公司是以中药皮肤药及特效中成药等为主导产品, 集科研、生产、销售于一体的专业化制药企业。

公司研发生产了“消炎癣湿药膏”、“麒麟丸”、“心宝丸”、“祛痹舒肩丸”等疗效显著的产品, 是国内中药皮肤病外用医药市场的领军企业。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

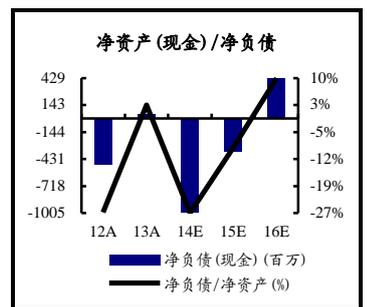
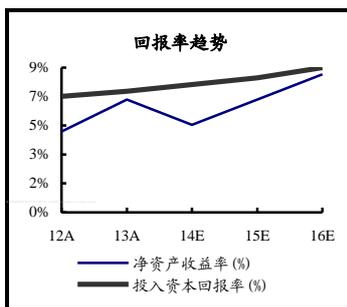
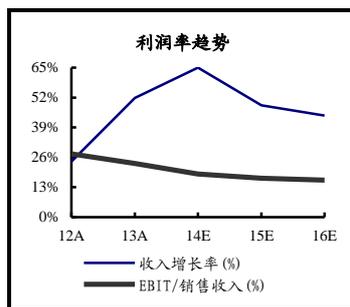
8.63-23.76

市值 (百万)

8,988

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	518	785	1,294	1,922	2,768
营业成本	279	461	855	1,304	1,899
税金及附加	4	6	10	14	21
销售费用	51	93	116	173	249
管理费用	54	56	75	109	156
EBIT	129	169	238	321	443
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-20	-10	-4	-1	-22
营业利润	103	153	227	314	415
所得税	21	19	28	39	51
少数股东损益	2	4	6	9	12
净利润	88	133	193	267	352
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	623	292	1,377	732	300
其他流动资产	598	968	1,657	2,538	3,718
长期投资	1	1	1	1	1
固定资产合计	648	778	984	1,173	1,343
无形及其他资产	306	517	513	509	506
资产合计	2,177	2,556	4,532	4,953	5,868
流动负债	180	428	624	802	1,395
非流动负债	84	86	86	86	86
股东权益	1,851	1,975	3,749	3,984	4,294
投入资本(IC)	2,044	2,386	3,117	4,005	5,114
现金流量表					
NOPLAT	115	160	210	284	392
折旧与摊销	26	37	90	107	125
流动资金增量	267	121	494	703	587
资本支出	290	148	300	300	300
自由现金流	697	467	1,094	1,394	1,404
经营现金流	22	-375	-224	-312	-445
投资现金流	-290	-148	-300	-300	-300
融资现金流	641	192	1,609	-32	313
现金流净增加额	374	-331	1,085	-644	-432
财务指标					
成长性					
收入增长率	24.1%	51.6%	64.8%	48.5%	44.0%
EBIT 增长率	56.7%	28.1%	32.6%	34.4%	37.6%
净利润增长率	18.7%	50.9%	45.4%	38.1%	32.1%
利润率					
毛利率	45.3%	40.6%	33.2%	31.4%	30.6%
EBIT 率	27.4%	23.2%	18.7%	16.9%	16.1%
净利润率	17.0%	16.9%	14.9%	13.9%	12.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	4.8%	6.7%	5.2%	6.7%	8.2%
总资产收益率(ROA)	4.0%	5.2%	4.3%	5.4%	6.0%
投入资本回报率(ROIC)	6.9%	7.2%	7.6%	8.0%	8.6%
运营能力					
存货周转天数	446	453	431	441	448
应收账款周转天数	50	52	50	51	52
总资产周转天数	1514	1172	1261	928	763
净利润现金含量	0.26	-2.92	-1.20	-1.21	-1.31
资本支出/收入	56.0%	18.9%	23.2%	15.6%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	12.1%	20.1%	15.7%	17.9%	25.2%
净负债率	-26.6%	2.7%	-26.8%	-9.0%	10.0%
估值比率					
PE	39.3	26.1	17.9	13.0	9.8
PB	1.9	1.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	21.4	17.3	11.6	8.9	7.3
P/S	6.7	4.4	2.7	1.8	1.3
股息率	1.2%	0.7%	0.3%	0.4%	0.5%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		