

香雪制药 (300147.SZ)

内生外延，推进精准医疗和饮片业务

核心观点：

● 投资易诺勤、参股生物科技领域的股权投资机构

①公司近日发布公告，控股子公司香雪康万达以合计 1050.0001 万元的价格受让晨山投资持有的益诺勤 90% 股权和晨山投资对益诺勤借款的全部债权。益诺勤 90% 股权协议转让价为 1 元，1050 万元为晨山投资对益诺勤的债权。②公司以 5000 万元增资参股南岳资产，获得南岳资产 10% 的股权。

● 易诺勤拥有良好的合作医疗机构的资源

易诺勤主要从事以 iAPA 技术抑制免疫负调节因子以提高 DC 疫苗抗肿瘤作用的细胞治疗有关业务。受“魏则西”事件影响，易诺勤业绩影响较大，2015 年到 2016 年，收入从 3773 万元下降为 1332 万元，净利润从 17.97 万元变为亏损 1418 万元。但是易诺勤拥有良好的合作医疗机构的资源，对于公司未来推进 TCRT 研究产生较大的业务协同。

● 南岳资产有望为公司提供优质项目储备

南岳资产专注于生物科技领域的创投业务，与中科院生物物理研究所全方位深度合作，重点布局了生物领域十大战略发展方向。同时南岳资产承诺 2018-2020 三年经营活动产生的现金净流量总和不低于 7,000 万元，同时 2020 年末目标公司的公允价值不得低于 12 亿元。南岳资产有望为公司精准医疗产业的发展提供优质项目储备，加快公司外延式发展步伐。

● 天济子公司开拓中医相关产业，提升饮片份额

公司公告控股子公司湖北天济以 500 万元设立全资子公司“湖北天济智慧中医科技有限公司”。进一步开拓中医诊疗、中医理疗等智慧中医相关产业，优化公司的行业布局，从而进一步提升中药饮片业务的市场份额。

● 预计 16-18 年业绩分别为 0.11 元/股、0.20 元/股、0.30 元/股

我们预计公司 16/17/18 年 EPS 至 0.11/0.20/0.30 元(2015 年 EPS 为 0.27 元)，目前股价对应 PE111/69/46 倍，公司饮片外延行业整合，TCR 技术媲美国际龙头，去库存影响结束 2017 年业绩有望反弹，维持“买入”评级。

● 风险提示

药品研发低于预期；传统药品去库存低于预期；中药饮片业务发展低于预期；

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,523.98	1,464.60	1,915.55	2,196.19	2,529.92
增长率(%)	20.84%	-3.90%	30.79%	14.65%	15.20%
EBITDA(百万元)	330.67	322.81	144.26	238.47	344.29
净利润(百万元)	196.80	177.30	73.69	133.67	199.28
增长率(%)	24.36%	-9.91%	-58.44%	81.39%	49.09%
EPS(元/股)	0.386	0.268	0.111	0.202	0.301
市盈率(P/E)	56.07	93.31	111.49	69.33	46.50
市净率(P/B)	6.31	4.85	2.50	2.71	2.56
EV/EBITDA	24.78	25.38	56.80	40.34	28.17

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

12.29 元

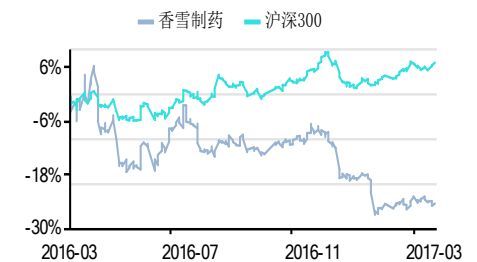
前次评级

买入

报告日期

2017-03-21

相对市场表现



分析师：吴文华 S0260516090001



021-60750628



wuwenhua@gf.com.cn

分析师：罗佳荣 S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

相关研究：

香雪制药 (300147.SZ)：2016-10-28

传统业务改革承压，饮片等业务持续布局

香雪制药 (300147.SZ)：2016-10-14

传统药品拖累，三季度业绩依然承压

香雪制药 (300147.SZ)：2016-08-29

营销改革拖累传统业务，TCRT 有序推进

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1248	2128	2565	2634	2631
货币资金	334	657	600	527	447
应收及预付	622	770	1379	1506	1515
存货	284	342	549	564	632
其他流动资产	8	358	37	37	37
非流动资产	2340	2524	2538	3009	3349
长期股权投资	53	2	2	2	2
固定资产	1223	1470	1695	1965	2104
在建工程	258	151	351	551	751
无形资产	667	736	240	241	242
其他长期资产	139	166	251	251	251
资产总计	3588	4652	5103	5643	5980
流动负债	1137	564	933	1024	1138
短期借款	555	42	0	0	0
应付及预收	496	517	813	904	1018
其他流动负债	86	5	120	120	120
非流动负债	580	542	542	843	844
长期借款	0	0	0	300	300
应付债券	537	499	499	499	499
其他非流动负债	43	43	43	44	45
负债合计	1717	1106	1475	1867	1981
股本	510	661	661	661	661
资本公积	732	2134	2134	2134	2134
留存收益	506	614	491	624	824
归属母公司股东权益	1748	3410	3287	3420	3620
少数股东权益	127	138	146	161	185
负债和股东权益	3588	4652	5103	5643	5980

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1524	1465	1916	2196	2530
营业成本	889	839	1335	1470	1648
营业税金及附加	12	14	18	18	20
销售费用	203	217	285	327	354
管理费用	161	159	213	237	271
财务费用	50	31	9	17	30
资产减值损失	8	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	-4	0	0	0
投资净收益	6	5	0	0	0
营业利润	207	186	56	127	207
营业外收入	21	34	41	49	59
营业外支出	3	2	3	3	4
利润总额	225	218	94	173	262
所得税	8	16	12	24	39
净利润	217	202	82	149	223
少数股东损益	20	24	8	15	23
归属母公司净利润	197	177	74	134	199
EBITDA	331	323	144	238	344
EPS (元)	0.39	0.27	0.11	0.20	0.30

	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	166	160	21	200	377
净利润	217	202	82	149	223
折旧摊销	71	88	80	94	107
营运资金变动	-196	-196	-155	-51	36
其它	73	67	14	8	11
投资活动现金流	-504	-613	-63	-520	-392
资本支出	-244	-277	-63	-520	-392
投资变动	-260	-336	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-111	788	-15	246	-65
银行借款	962	472	-42	300	0
债券融资	-921	-1104	80	0	1
股权融资	1	1558	0	0	0
其他	-153	-138	-53	-54	-66
现金净增加额	-449	335	-57	-73	-80
期初现金余额	761	334	657	600	527
期末现金余额	312	670	600	527	447

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	20.8	-3.9	30.8	14.7	15.2
营业利润增长	16.7	-10.3	-69.9	127.1	63.2
归属母公司净利润增长	24.4	-9.9	-58.4	81.4	49.1
获利能力(%)					
毛利率	41.7	42.7	30.3	33.0	34.9
净利率	14.2	13.8	4.3	6.8	8.8
ROE	11.3	5.2	2.2	3.9	5.5
ROIC	9.8	6.7	1.7	3.3	5.0
偿债能力					
资产负债率(%)	47.8	23.8	30.1	34.3	34.2
净负债比率	0.4	-	-	0.1	0.1
流动比率	1.10	3.77	2.75	2.57	2.31
速动比率	0.75	3.00	1.80	1.66	1.40
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.36	0.39	0.41	0.44
应收账款周转率	4.26	3.21	2.28	2.43	3.04
存货周转率	3.49	2.68	2.43	2.61	2.61
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.27	0.11	0.20	0.30
每股经营现金流	0.32	0.24	0.03	0.30	0.57
每股净资产	3.43	5.16	4.97	5.17	5.47
估值比率					
P/E	43.2	93.3	111.5	69.3	46.5
P/B	4.9	4.9	2.5	2.7	2.6
EV/EBITDA	24.8	25.4	56.8	40.3	28.2

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 冯鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 马帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。