

香雪制药 (300147.SZ)

中成药去库存影响业绩，有望逐步恢复

核心观点：

● 事件：公司发布年报和一季报预告

公司发布年报，2016年实现营业收入18.62亿元，同比增长27.14%，实现归母净利润6602万元，同比下降62.76%，实现扣非后归母净利润1568万元，同比下降89.35%。2016年第四季度实现营业收入5351万元，同比增长43.48%，实现净亏损1076万元，同比下降133.40%。

公司同时发布2017年一季报预告，预计归母净利润为1891万元至2522，同比下降20%-40%。

● 湖北天济并表大幅提高收入，饮片规模扩张明显

2016年公司并购湖北天济，二季度并表后导致收入明显上涨。2016年天济实现营业收入6.93亿元，实现净利润4843万元，经营活动产生的现金流量7475万元，达成当时的业绩承诺。

湖北天济业务包含饮片和商业，2016年上半年饮片并表2.01亿元，加上沪谯药业原本的饮片业务4.12亿元，全年饮片实现收入6.13亿元。2017年湖北天济全部并表，预计中药饮片规模达到8亿元左右，良性扩张，规模国内领先。

● 中成药去库存明显，2017年有望恢复

中成药中抗病毒口服液和板蓝根去库存明显，2016年抗病毒口服液销售收入2.34亿元，同比下降43%，板蓝根销售收入3417万元，同比下降39%。2015年开始传统中药去库存，相比销售高点下滑近60%，我们预计2017年去库存有望结束，销售逐步恢复。

● 内生外延，推进精准医疗业务

公司TCRT项目临床一期第二阶段稳步推进；和康万达设立合资公司，投资易诺勤、参股生物科技股权投资机构，内生外延推进精准医疗业务。

● 预计17-19年业绩分别为0.13元/股、0.29元/股、0.40元/股

我们预计公司17/18/19年EPS至0.13/0.29/0.40元(2016年EPS为0.10元)，目前股价对应PE92/48/35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；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,464.60	1,862.09	2,454.05	2,891.46	3,367.39
增长率(%)	-3.90%	27.14%	31.79%	17.82%	16.46%
EBITDA(百万元)	322.81	239.53	248.76	336.84	431.43
净利润(百万元)	177.30	66.02	87.29	192.07	262.65
增长率(%)	-9.91%	-62.76%	32.22%	120.02%	36.75%
EPS(元/股)	0.268	0.100	0.132	0.290	0.397
市盈率(P/E)	93.31	129.24	91.61	48.25	35.28
市净率(P/B)	4.85	2.51	2.43	2.66	2.48
EV/EBITDA	26.88	36.22	34.88	30.00	23.54

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

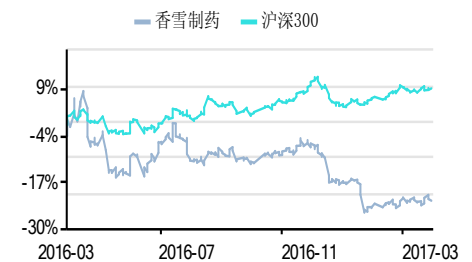
公司评级

当前价格 12.09元

前次评级 买入

报告日期 2017-03-26

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)：内生外延，推进精准医疗和饮片业务 2017-03-21

香雪制药(300147.SZ)：传统业务改革承压，饮片等业务持续布局 2016-10-28

香雪制药(300147.SZ)：传统药品拖累，三季度业绩依然承压 2016-10-14

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2128	2981	2000	2438	2710
货币资金	657	836	154	295	244
应收及预付	770	1223	1230	1443	1676
存货	342	503	574	657	749
其他流动资产	358	419	42	42	42
非流动资产	2524	5008	3717	3950	4144
长期股权投资	2	1	1	1	1
固定资产	1470	1545	1565	1598	1592
在建工程	151	1321	1521	1721	1921
无形资产	736	1051	266	267	267
其他长期资产	166	1090	364	364	364
资产总计	4652	7989	5717	6389	6855
流动负债	564	3301	1138	1296	1468
短期借款	42	1095	0	0	0
应付及预收	517	942	1018	1176	1348
其他流动负债	5	1264	120	120	120
非流动负债	542	1003	797	1098	1099
长期借款	0	754	754	1054	1054
应付债券	499	0	0	0	0
其他非流动负债	43	249	43	44	45
负债合计	1106	4304	1936	2394	2567
股本	661	661	661	661	661
资本公积	2134	2134	2134	2134	2134
留存收益	614	601	491	683	946
归属母公司股东权	3410	3397	3287	3479	3741
少数股东权益	138	288	297	319	350
负债和股东权益	4652	7989	5717	6389	6855

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	160	198	-24	192	260
净利润	202	98	97	213	293
折旧摊销	88	106	80	84	88
营运资金变动	-196	-79	-299	-140	-152
其它	67	74	98	35	31
投资活动现金流	-613	-2570	1260	-238	-186
资本支出	-277	-1961	1260	-238	-186
投资变动	-336	-266	0	0	0
其他	0	-342	0	0	0
筹资活动现金流	788	2222	-1917	186	-126
银行借款	472	2121	-1095	300	0
债券融资	-1104	224	-626	0	1
股权融资	1558	32	0	0	0
其他	-138	-155	-196	-114	-126
现金净增加额	335	-149	-681	141	-51
期初现金余额	334	657	836	154	295
期末现金余额	670	508	154	295	244

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-3.9	27.1	31.8	17.8	16.5
营业利润增长	-10.3	-68.1	-24.0	274.0	48.2
归属母公司净利润增长	-9.9	-62.8	32.2	120.0	36.8
获利能力(%)					
毛利率	42.7	31.6	31.8	33.6	35.1
净利率	13.8	5.2	4.0	7.4	8.7
ROE	5.2	1.9	2.7	5.5	7.0
ROIC	6.7	2.3	3.7	5.0	6.2
偿债能力					
资产负债率(%)	23.8	53.9	35.1	38.7	38.5
净负债比率	-	0.4	0.2	0.2	0.2
流动比率	3.77	0.90	1.76	1.88	1.85
速动比率	3.00	0.73	1.09	1.21	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.29	0.36	0.48	0.51
应收账款周转率	3.21	2.84	3.04	3.04	3.04
存货周转率	2.68	3.02	2.92	2.92	2.92
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.10	0.13	0.29	0.40
每股经营现金流	0.24	0.30	-0.04	0.29	0.39
每股净资产	5.16	5.13	4.97	5.26	5.66
估值比率					
P/E	93.3	129.2	91.6	48.3	35.3
P/B	4.9	2.5	2.4	2.7	2.5
EV/EBITDA	26.9	36.2	34.9	30.0	23.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1465	1862	2454	2891	3367
营业成本	839	1274	1675	1920	2187
营业税金及附加	14	16	21	25	29
销售费用	217	251	331	390	455
管理费用	159	187	258	304	354
财务费用	31	61	124	84	94
资产减值损失	19	21	0	0	0
公允价值变动收益	-4	3	0	0	0
投资净收益	5	4	0	0	0
营业利润	186	59	45	168	250
营业外收入	34	59	71	86	103
营业外支出	2	4	5	6	7
利润总额	218	115	111	248	345
所得税	16	17	14	35	52
净利润	202	98	97	213	293
少数股东损益	24	32	10	21	31
归属母公司净利润	177	66	87	192	263
EBITDA	323	240	249	337	431
EPS(元)	0.27	0.10	0.13	0.29	0.40

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。