

2017年04月29日

千金药业 (600479.SH)

业绩符合预期，千金净雅年内有望盈亏平衡

■公司发布2017年一季度报：实现营收5.2亿元，同比增长26.33%；归母净利润2774万元，同比增长32.28%；扣非净利润2663万元，同比增长43.97%，业绩符合我们预期。受春节因素扰动，经销商一般会在4季度完成节前备货及铺货，因此一季度往往是公司全年的经营低点，我们预计公司的业绩增长将逐季加快。

■西药与卫生用品板块业绩增速较快。分业务看，中药板块收入1.43亿元(+17.13%)，西药板块收入1.67亿元(+37.22%)，卫生用品板块收入6421万元(+92.54%)，药品批发零售板块收入2.8亿元(+9.94%)，此外公司去年新推出的女性酒饮产品实现销售64万元。

西药与卫生用品板块业绩表现亮眼，主要原因是西药此前销售渠道大部分在第三终端，公司进一步拓宽了销售渠道，医院与连锁药店的销售额较去年大幅增长。而千金净雅随着近几年的推广，品牌知名度与渠道渗透率逐步提升已进入了快速放量期，根据调研情况我们预计今年有望实现3亿元(含税)的销售目标，达到盈亏平衡。

■经营管理机制不断改善，成本控制良好。公司自去年起开始转变经营思路，确定以利润为导向的考核管理机制，提升了公司的经营效率。一季度公司的整体毛利率较去年同期提升了8.75个百分点至46.67%，其中中药、西药、卫生用品板块毛利率分别提升2.63pp、6.69pp、4.85pp，成本控制明显改善。

■销售费用率与管理费用率有所提升。1) 由于销售费用率较高的西药以及卫生用品业务增速较快，其营收占比进一步提升导致公司的销售费用率提升了5.96pp至30.71%。2) 研发投入增加，导致管理费用率提升0.67pp至8.29%。公司已经开展了拉米夫定片、缬沙坦胶囊等八个药品的一致性评价工作，研发投入增加导致了管理费用比上年同期增加了37.51%。

■公司经营层面逐渐向好，有望迎来业绩拐点。1) 千金系列基本完成了规格与价格的调整，今年有望重拾增长。断红饮胶囊、水飞蓟宾葡甲胺被纳入新版医保目录，补血益母颗粒转换成丸剂后公司将重点推广，二线品种潜力可进一步挖潜。2) 湘江药业凭借着较强的第三终端的销售能力以及渠道拓展能力，有望保持着高速增长，对母公司的利润贡献愈发重要。3) 千金净雅已经完成了25个省市的渠道布局，拓

公司快报

证券研究报告

中成药

投资评级 买入-A

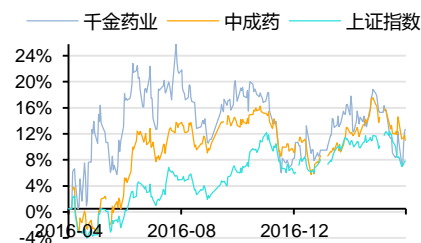
维持评级

6个月目标价：20元
 股价(2017-04-29) 16.06元

交易数据

总市值(百万元)	5,601.02
流通市值(百万元)	4,895.40
总股本(百万股)	348.76
流通股本(百万股)	304.82
12个月价格区间	14.44/17.93元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.35	3.09	6.1
绝对收益	-3.37	2.95	13.2

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040006
 cuiwl@essence.com.cn
 010-83321412

相关报告

千金药业: 千金卫生巾进入收获期,业绩有望反转 2017-04-01

展了如商超、大卖场、线上、微商等渠道，今年有望实现 3 亿元（含税）的销售目标，达到盈亏平衡。

■**投资建议:**我们预测公司 2017-2019 年净利润分别为 1.84/2.18/2.62 亿元, EPS 分别为 0.53/0.63/0.75 元, 对应当前股价 PE31X/26X/21X。考虑到公司营销改革效果初显、千金系列经过规格与价格转换后有望恢复稳定增长、湘江药业凭借着较强的第三终端的销售能力以及渠道拓展能力保持着高速增长、千金净雅已经进入快速放量期今年有望实现盈亏平衡等因素，公司有望迎来经营拐点且公司市值小具有成长空间。6 个月目标价 20 元，首次给予买入-A 的投资评级。

■**风险提示:** 千金净雅销售不达预期、一致性评价进展缓慢

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,446.7	2,864.9	3,365.1	3,995.7	4,755.3
净利润	93.0	149.4	183.8	218.3	261.7
每股收益(元)	0.27	0.43	0.53	0.63	0.75
每股净资产(元)	4.72	5.01	5.31	5.75	6.33

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	60.3	37.5	30.5	25.7	21.4
市净率(倍)	3.4	3.2	3.0	2.8	2.5
净利润率	3.8%	5.2%	5.5%	5.5%	5.5%
净资产收益率	5.6%	8.6%	9.9%	10.9%	11.9%
股息收益率	0.9%	0.0%	1.2%	1.2%	1.1%
ROIC	7.3%	11.0%	13.4%	13.0%	17.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,446.7	2,864.9	3,365.1	3,995.7	4,755.3	成长性					
减:营业成本	1,311.5	1,573.3	1,833.3	2,164.9	2,572.6	营业收入增长率	11.5%	17.1%	17.5%	18.7%	19.0%
营业税费	25.0	33.8	38.0	44.0	52.3	营业利润增长率	-27.3%	104.7%	15.8%	16.8%	26.2%
销售费用	801.8	861.9	1,042.5	1,221.9	1,450.8	净利润增长率	-11.5%	60.7%	23.0%	18.8%	19.8%
管理费用	216.1	215.9	268.2	312.5	369.8	EBITDA 增长率	-19.7%	60.5%	9.2%	14.0%	22.6%
财务费用	2.7	-6.8	-9.3	-10.7	-12.7	EBIT 增长率	-28.2%	92.0%	15.0%	16.8%	26.6%
资产减值损失	4.4	3.2	4.3	2.9	3.5	NOPLAT 增长率	-30.9%	100.1%	13.5%	17.7%	26.1%
加:公允价值变动收益	1.3	-0.1	28.4	-11.1	-2.0	投资资本增长率	33.0%	-6.4%	21.0%	-4.3%	16.5%
投资和汇兑收益	8.4	10.6	8.1	13.0	14.0	净资产增长率	41.7%	6.1%	5.7%	7.3%	9.6%
营业利润	94.8	194.0	224.6	262.2	331.0	利润率					
加:营业外净收支	14.8	12.4	12.4	13.2	12.7	毛利率	46.4%	45.1%	45.5%	45.8%	45.9%
利润总额	109.6	206.4	237.0	275.4	343.7	营业利润率	3.9%	6.8%	6.7%	6.6%	7.0%
减:所得税	21.3	33.0	40.6	45.6	58.0	净利润率	3.8%	5.2%	5.5%	5.5%	5.5%
净利润	93.0	149.4	183.8	218.3	261.7	EBITDA/营业收入	6.0%	8.3%	7.7%	7.4%	7.6%
						EBIT/营业收入	4.0%	6.5%	6.4%	6.3%	6.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	61	61	58	45	35
						流动营业资本周转天数	86	81	77	78	76
						流动资产周转天数	248	255	242	231	226
						应收帐款周转天数	24	24	23	24	24
						存货周转天数	38	40	39	39	39
						总资产周转天数	366	363	336	306	285
						投资资本周转天数	184	174	158	143	127
						投资回报率					
						ROE	5.6%	8.6%	9.9%	10.9%	11.9%
						ROA	3.2%	5.7%	6.0%	6.5%	7.1%
						ROIC	7.3%	11.0%	13.4%	13.0%	17.1%
						费用率					
						销售费用率	32.8%	30.1%	31.0%	30.6%	30.5%
						管理费用率	8.8%	7.5%	8.0%	7.8%	7.8%
						财务费用率	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
						三费/营业收入	41.7%	37.4%	38.7%	38.1%	38.0%
						偿债能力					
						资产负债率	28.4%	31.3%	32.4%	33.1%	35.2%
						负债权益比	39.7%	45.5%	47.9%	49.4%	54.3%
						流动比率	2.91	2.55	2.40	2.47	2.41
						速动比率	2.50	2.12	2.03	2.03	2.00
						利息保障倍数	35.87	-27.41	-23.11	-23.51	-25.00
						分红指标					
						DPS(元)	0.15	-	0.20	0.20	0.17
						分红比率	56.3%	0.0%	38.1%	31.5%	23.2%
						股息收益率	0.9%	0.0%	1.2%	1.2%	1.1%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	88.3	173.4	183.8	218.3	261.7	EPS(元)	0.27	0.43	0.53	0.63	0.75
加:折旧和摊销	52.4	53.5	44.0	44.0	44.0	BVPS(元)	4.72	5.01	5.31	5.75	6.33
资产减值准备	4.4	3.2	-	-	-	PE(X)	60.3	37.5	30.5	25.7	21.4
公允价值变动损失	-1.3	0.1	28.4	-11.1	-2.0	PB(X)	3.4	3.2	3.0	2.8	2.5
财务费用	5.8	2.1	-9.3	-10.7	-12.7	P/FCF	-18.8	24.2	-38.6	19.4	934.5
投资损失	-8.4	-10.6	-8.1	-13.0	-14.0	P/S	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2
少数股东损益	-4.6	23.9	12.6	11.5	24.0	EV/EBITDA	48.0	21.4	20.7	17.4	14.3
营运资金的变动	-256.9	116.6	-342.1	43.1	-298.4	CAGR(%)	37.5%	18.1%	18.6%	37.5%	18.1%
经营活动产生现金流量	67.5	140.9	-90.8	282.1	2.5	PEG	1.6	2.1	1.6	0.7	1.2
投资活动产生现金流量	-248.5	120.6	-42.3	34.4	16.5	ROIC/WACC	0.7	1.0	1.3	1.2	1.6
融资活动产生现金流量	448.4	-65.0	-115.3	-57.2	-46.9	REP	7.1	3.6	2.6	2.7	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034