

2017年08月29日

千金药业 (600479.SH)

## 期间费用率提升拖累业绩表观增速， 公司主营业务趋势向好

事件：

公司今日发布 2017 年中报：上半年，公司实现收入 15.13 亿元，同比增长 18.33%；归母净利润 0.45 亿元，同比增长 21.32%；扣非净利润 0.39 亿元，同比增长 13.68%。经营活动产生的现金流量净额为 1.12 亿元，同比增长 34.33%。

点评：

■千金系列保持稳定增长，化药维持高增长态势。上半年，公司的药品生产业务实现收入 7.42 亿元，同比增长 23.87%，毛利率较往年同期提升 3.41pp 至 64.98%。其中，中药板块大力重点开发县级市场，加大营销信息化建设及履职过程考核实现稳定增长，上半年收入 3.68 亿元，同比增长 7.81%，毛利率提升 1.27pp 至 61.2%，我们预计千金系列实现收入 2.6 亿元左右；化药板块继续巩固三终端，加大连锁及医疗医院市场开发，加快新产品市场拓展，同时考虑到公司对部分产品进行提价的效应，上半年化药板块快速增长，实现收入 3.74 亿元，同比增长 45.18%，毛利率提升 4.95pp 至 68.71%。

■千金净雅实现快速放量，全年有望扭亏为盈。上半年，千金净雅实现收入 1.03 亿元，同比增长 33.43%，毛利率维持平稳。分季度看，二季度实现收入 3857 万元，较一季度 6421 万元销售出现下滑，主要原因是公司于三八妇女节进行促销活动造成一季度基数较高以及对二季度再次购买需求造成影响所引起的，全年看公司仍有望实现 3 亿元（含税）的销售目标，实现扭亏为盈或贡献业绩。

■期间费用增长较快拖累业绩表观增速。上半年公司的销售费用同比增长 24.29%，管理费用率同比增长 28.94%，均超过公司收入端增速，对公司业绩表观增速形成拖累。一方面，公司销售费用率较高的西药生产及卫生用品业务销售比去年同期大幅增长，其销售费用同步增长，这种变化导致公司的销售费用同比增长较大。另一方面，公司研发投入同比增长 109.22%，主要是公司研发以及一致性评价支出增长所致。

■投资建议：我们预测公司 2017-2019 年净利润分别为 1.84/2.18/2.60 亿元，EPS 分别为 0.53/0.63/0.75 元，对应当前股价 PE26X/22X/18X。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

公司快报

证券研究报告

中成药

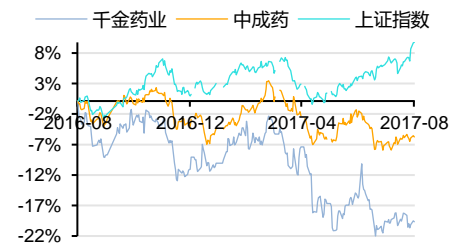
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**18 元**  
股价 (2017-08-29) **13.74 元**

交易数据

总市值 (百万元)	4,791.91
流通市值 (百万元)	4,188.22
总股本 (百万股)	348.76
流通股本 (百万股)	304.82
12 个月价格区间	13.34/17.37 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.59	-11.78	-29.09
绝对收益	-0.15	-3.58	-19.48

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

孔令岩

报告联系人

kongly@essence.com.cn

相关报告

- 千金药业：公司进入营销改革收获期，千金静雅迈入放量期/崔文亮 2017-06-21
- 千金药业：业绩符合预期，千金净雅年内有望盈亏平衡/崔文亮 2017-04-29
- 千金药业：千金卫生巾进入收获期，业绩有望反转/张龙 2017-04-01

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18元，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	183.6	217.6	260.2
每股收益(元)	0.27	0.43	0.53	0.62	0.75
每股净资产(元)	4.72	5.01	5.23	5.53	5.90
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	51.5	32.1	26.1	22.0	18.4
市净率(倍)	2.9	2.7	2.6	2.5	2.3
净利润率	3.8%	5.2%	5.5%	5.4%	5.5%
净资产收益率	5.6%	8.6%	10.1%	11.3%	12.6%
股息收益率	1.1%	1.5%	2.1%	2.4%	2.8%
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%	15.7%	16.5%	25.9%
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%	22.8%	18.6%	19.5%
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	-9.1	-9.8	-10.8	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%	4.4%	5.3%	6.7%
营业利润	94.8	194.0	224.3	261.3	329.1	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	236.7	274.5	341.7	营业利润率	3.9%	6.8%	6.7%	6.5%	6.9%
减:所得税	21.3	33.0	40.6	45.4	57.7	净利润率	3.8%	5.2%	5.5%	5.4%	5.5%
净利润	93.0	149.4	183.6	217.6	260.2	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
						流动资产周转天数	86	81	77	78	76
						流动资产周转天数	248	255	241	226	217
						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	335	301	277
						投资资本周转天数	184	174	158	143	127
						投资回报率					
						ROE	5.6%	8.6%	10.1%	11.3%	12.6%
						ROA	3.2%	5.7%	6.1%	6.6%	7.4%
						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%	-0.2%	-0.2%
						三费/营业收入	41.7%	37.4%	38.7%	38.2%	38.1%
						偿债能力					
						资产负债率	28.4%	31.3%	32.7%	33.8%	36.6%
						负债权益比	39.7%	45.5%	48.5%	51.0%	57.6%
						流动比率	2.91	2.55	2.38	2.40	2.30
						速动比率	2.50	2.12	2.00	1.96	1.89
						利息保障倍数	35.87	-27.41	-23.76	-25.68	-29.52
						分红指标					
						DPS(元)	0.15	0.20	0.28	0.33	0.38
						分红比率	56.3%	46.7%	53.7%	52.2%	50.8%
						股息收益率	1.1%	1.5%	2.1%	2.4%	2.8%

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	183.6	217.6	260.2	EPS(元)	0.27	0.43	0.53	0.62	0.75
加:折旧和摊销	52.4	53.5	44.0	44.0	44.0	BVPS(元)	4.72	5.01	5.23	5.53	5.90
资产减值准备	4.4	3.2	-	-	-	PE(X)	51.5	32.1	26.1	22.0	18.4
公允价值变动损失	-1.3	0.1	28.4	-11.1	-2.0	PB(X)	2.9	2.7	2.6	2.5	2.3
财务费用	5.8	2.1	-9.1	-9.8	-10.8	P/FCF	-16.1	20.7	-33.0	16.6	1,062.3
投资损失	-8.4	-10.6	-8.1	-13.0	-14.0	P/S	2.0	1.7	1.4	1.2	1.0
少数股东损益	-4.6	23.9	12.6	11.5	23.9	EV/EBITDA	48.0	21.4	17.7	14.9	12.5
营运资金的变动	-256.9	116.6	-342.1	43.1	-298.4	CAGR(%)	37.4%	17.9%	18.6%	37.4%	17.9%
经营活动产生现金流量	67.5	140.9	-90.8	282.3	2.8	PEG	1.4	1.8	1.4	0.6	1.0
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	-144.0	-103.1	-120.4	REP	7.1	3.6	2.2	2.3	1.5

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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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