

高增长符合预期，中药一体化日渐清晰

香雪制药（300147）2013 年报点评

谨慎推荐（首次）

风险评级：一般风险

2014 年 3 月 31 日

投资要点：

- ◆ **业绩高增长符合预期：**2013年收入12.61亿元，同比增长57.44%，股东净利润1.58亿元，同比增长47.66%，EPS 0.4元，股东扣非后净利润1.47亿元，同比增长40.94%，经营活动现金流3.28亿元。毛利率41.12%，同比下降6.7个百分点，销售费用率12.58%，同比下降3.9个百分点，主要是2013年并表了医药商业，业务结构改变。第四季度收入4.56亿元，同比增长88.26%，股东净利润0.51亿元，同比增长87.54%，业绩表现优异主要是饮片高增长及费用控制得当，此外第四季度确认了1150万营业外收入。公司拟每10股派发现金1.6元（含税），转增3股。公司预告2014年第一季度股东净利润同比增长50-80%。
- ◆ **饮片和橘红系列表现突出：**分产品看，抗病毒口服液收入4.89亿元，同比增长12.61%，抗病毒口服液为竞争性品种，但公司产品享有优质优价资格，招标定价高于其他对手，通过加强循证基础研究及向手足口病拓展，产品增速有望加快；板蓝根收入1.01亿元，同比增长15.24%，2013年起公司提高了终端价格，毛利率大幅提升近20个百分点；橘红系列收入1.22亿元，同比增长42.83%，橘红痰咳液为公司独家，医保乙类，进入了广东、北京、广西等地基药增补；公司2013年7月开始对饮片业务并表，确认收入1.66亿元，全年饮片收入3.19亿元，同比增长29.13%。
- ◆ **成立专项资产管理计划，做强中药产业：**2014年初，公司公告拟与长城资产等发起成立“长城神农中药饮片及医疗产业整合专项资产管理计划”，主要方向为中医药和医疗行业并购重组、债权、股权投资等。医药行业集中度提升的大环境下，公司可以借助该平台加快并购整合步伐，做强中药产业。此外，公司完成了上游中药材种植的布局，在宁夏、云南等地开发了种植基地，加上对湖南春光九汇、沪谯饮片、蔡同德中药饮片的收购参股，公司中药全产业链日渐清晰。
- ◆ **2014年的增长点：**独家品种橘红系列疗效显著，随着营销网络完善和基层市场加速，有望保持50%增长；中药饮片属于2012版基药目录品种，子行业高景气度持续，沪谯饮片有1300多种饮片加工能力，生产能力强。收购完成后，沪谯饮片可以将业务顺利延伸到华南市场，拓展空间；2013年10月直销业务获得许可，销售人员和网点布局基本完成，公司在销售能力、产品储备上实力强，参照可比企业发展路径，预计2014年进入爆发期。
- ◆ **投资建议：**预计2014-2016年EPS 0.59/0.85/1.21元（不考虑股本增加），对应PE46X/32X/22X。公司现有业务增长点多、成长性好，

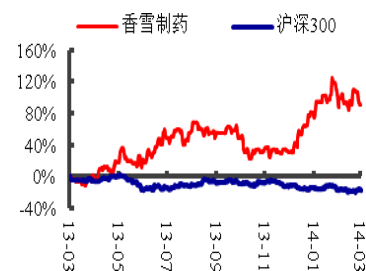
黄凡
SAC 执业证书编号：
S0340511010003

研究助理
皮劲松
电话：0769-22119455

主要数据 2014 年 3 月 28 日

收盘价(元)	25.80
总市值(亿元)	101.13
总股本(百万股)	391.98
流通股本(百万股)	386.63
ROE(TTM)	9.86%
12月最高价(元)	32.58
12月最低价(元)	15.03

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

改变了以往依赖抗病毒口服液和板蓝根打天下的局面，看好公司构建中药产业链一体化的优势及外延并购潜力，给予谨慎推荐评级。

表 1：公司收入预测 (万元)

		2012	2013	2014E	2015E	2016E
抗病毒口服液	销售收入	43471	48954	56297	64741	74452
	增长率	21.65%	12.61%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	58.32%	58.50%	59.00%	59.00%	59.00%
板蓝根	销售收入	8741	10073	11886	13669	15720
	增长率	13.13%	15.24%	18.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	15.70%	34.22%	35.00%	35.00%	35.00%
饮料	销售收入	7019	7086	7441	7813	8203
	增长率	84.84%	0.96%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	24.14%	33.69%	35.00%	35.00%	35.00%
医疗器械	销售收入	3618	3197	3836	4603	5294
	增长率	20.42%	-11.64%	20.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	55.59%	44.25%	50.00%	50.00%	50.00%
橘红系列	销售收入	8553	12216	18324	25654	34633
	增长率	123.24%	42.83%	50.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	65.80%	66.57%	66.50%	66.50%	66.50%
直销	销售收入	1504	2254	8000	15000	30000
	增长率		49.87%	254.92%	87.50%	100.00%
	毛利率	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
中药材	销售收入		16636	43116	56912	75124
	增长率			159.17%	32.00%	32.00%
	毛利率		30.59%	31.00%	31.00%	31.00%
小儿化食口服液	销售收入		500	4000	10000	20000
	增长率			700.00%	150.00%	100.00%
	毛利率		70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
其他	销售收入	7196	9755	11706	13813	15885
	增长率	2.8%	35.56%	20.00%	18.00%	15.00%
	毛利率	18.25%	9.52%	10.00%	10.00%	10.00%
医药商业	销售收入		15440	18219	20952	24095
	增长率			18.00%	15.00%	15.00%
	毛利率		5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	销售收入	80102	126111	182825	233158	303407
	增长率	30.02%	57.44%	44.97%	27.53%	30.13%
	毛利	38349	51852	76620	100852	136355
	毛利率	47.88%	41.12%	41.91%	43.25%	44.94%

资料来源：东莞证券研究所，公司年报

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	1,261.11	1,828.25	2,331.59	3,034.07	净利润	171.09	250.66	360.38	514.44
营业成本	742.58	1,062.05	1,323.07	1,670.52	折旧与摊销	47.22	50.74	57.08	63.80
营业税金及附加	10.61	15.36	19.59	25.49	财务支出	70.55	39.05	48.49	59.57
销售费用	158.66	232.19	303.11	394.43	投资损失	0.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	114.82	201.11	233.16	303.41	净营运资本变动	17.89	-238.71	-118.83	-197.99
财务费用	52.44	39.05	48.49	59.57	经营活动现金流	328.37	101.73	347.12	439.82
资产减值损失	4.52	3.66	4.66	6.07	资本支出	-578.31	-77.87	-93.86	-92.15
其他经营收益	-0.16	0.00	0.00	0.00	其它投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	177.33	274.84	399.52	574.59	投资活动现金流	-578.31	-77.87	-93.86	-92.15
利润总额	194.66	284.84	409.52	584.59	股权融资	28.30	0.00	0.00	0.00
减 所得税	23.56	34.18	49.14	70.15	债券融资	605.00	105.07	176.17	245.87
净利润	171.09	250.66	360.38	514.44	股利分配及其它	-147.70	-108.61	-165.16	-226.12
减 少数股东损益	12.85	18.80	27.03	38.58	筹资活动现金流	485.59	-3.54	11.01	19.75
归母公司净利润	158.24	231.86	333.35	475.86	货币资金净变动	235.65	20.32	264.27	367.42
资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	科目	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	761.21	781.53	1,045.80	1,413.23	成长能力(YOY)				
应收账款	319.85	365.65	466.32	606.81	营业收入	57.44%	44.97%	27.53%	30.13%
预付账款	97.31	127.45	158.77	200.46	营业利润	41.09%	54.98%	45.37%	43.82%
存货	224.59	310.68	386.41	491.90	归母公司净利润	47.66%	46.52%	43.77%	42.75%
其它	94.70	109.57	130.63	144.68	盈利能力				
流动资产合计	1,497.66	1,694.88	2,187.94	2,857.08	销售毛利率	41.12%	41.91%	43.25%	44.94%
长期股权投资	17.80	15.00	15.00	15.00	销售净利率	12.55%	12.68%	14.30%	15.68%
固定资产合计	913.58	1,015.53	1,116.86	1,209.65	ROE	9.25%	12.26%	15.61%	19.16%
长期待摊费用	3.92	5.00	5.00	5.00	ROIC	4.66%	7.43%	9.13%	11.44%
其它	1,041.75	1,001.94	940.38	878.94	偿债能力				
非流动资产合计	1,977.05	2,037.46	2,077.24	2,108.59	资产负债率	50.79%	49.33%	49.94%	50.00%
资产总计	3,474.71	3,732.34	4,265.17	4,965.67	流动比率	1.47	1.60	1.69	1.81
短期借款	354.00	457.06	582.90	758.52	速动比率	1.25	1.31	1.39	1.50
应付账款	154.43	212.41	264.61	334.10	营运能力				
预收款项	23.88	37.17	46.31	58.47	资产周转率	0.39	0.51	0.58	0.66
其它	485.86	352.60	401.22	423.30	存货周转率	4.20	3.97	3.80	3.80
流动负债合计	1,018.17	1,059.25	1,295.04	1,574.39	应收账款周转率	5.69	5.33	5.60	5.65
长期借款	180.00	182.83	233.16	303.41	每股指标				
其它	525.15	563.71	548.67	531.75	每股收益	0.40	0.59	0.85	1.21
非流动负债合计	705.15	746.53	781.83	835.16	每股经营现金流	83.76	25.95	88.54	112.18
负债合计	1,764.70	1,841.07	2,130.20	2,482.80	每股净资产	4.09	4.82	5.45	6.33
实收资本	392.06	392.06	392.06	392.06	每股股利	0.00	0.18	0.30	0.42
资本公积	842.96	842.96	842.96	842.96	估值指标				
留存收益及其它	475.22	656.42	900.13	1,248.02	PE	67.39	45.99	31.99	22.41
所有者权益合计	1,710.23	1,891.43	2,135.14	2,483.03	PB	6.64	5.64	4.99	4.29
负债和权益总计	3,474.93	3,732.50	4,265.33	4,965.83	EV/EBITDA	39.39	30.12	21.76	15.76

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn