

特异性 T 细胞免疫治疗完成一期临床， 中药饮片并购值得期待

香雪制药 (300147)

推荐 维持

核心观点:

1、事件

公司发布 2015 年中期报告，公司实现营业收入 75,217.77 万元，较去年同期增长 0.77%；实现利润总额 11,086.16 万元，较去年同期增长 1.55%；实现归属于上市公司股东的净利润为 9,307.06 万元，较去年同期增长 3.76%。实现 EPS 为 0.18 元。

2、我们的观点

(一) 抗病毒口服液业绩基本符合预期，橘红系列、中药材业绩低于预期。

分业务看，抗病毒口服液实现收入 2.4 亿，同比增长 7.94%。毛利率 56.05%，同比增长 1.4%。主要是广东省内提价所致。橘红系列实现收入 9146 万，同比增长 8.98%，主要是橘红口服液在省外医院销售受限所致。中药材实现收入 16.5 亿，同比减少 5.27%。

分子公司看，九极生物实现净利润 694 万元，同比增长 91.4%，实现高增长。亳州沪谯实现净利润 3232 万，同比减少 9.9%，主要是生产线升级，未完全通过 GMP 认证，所以产能受到影响。

公司 7 月与翁革新团队签署合作协议，双方合资建立销售公司，进行处方药推广。翁革新原为贵州百灵营销中心总经理，在临床学术推广、拓展医疗机构方面能力突出。我们认为，随着翁革新团队的加入，公司今后业绩有望加速发展。

费用方面，销售费用率 12.88%，同比增长 0.30pp；管理费用率 10.18%，同比增长 1.08pp；财务费用率 4.26%，同比增长 0.10pp。

分析师

☎: 李平祝

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

全铭

☎: (8610) 66568837

✉: quanming@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

时 间
2015.8.24

A 股收盘价(元)	17.98
A 股一年内最高价(元)	42.60
A 股一年内最低价(元)	12.51
上证指数	3209.91
市净率	2.80
总股本(亿股)	6.61
实际流通 A 股(亿股)	6.60
流通 A 股市值(亿元)	91.37

相关研究

（二）研发投入加大，TCR 完成一期临床。

公司加大研发投入，上半年研发投入 4761 万元，同比增长 80.35%。公司与 458 医院合作开展的特异性 T 细胞过继免疫治疗实体肿瘤项目已完成一期临床，处于临床实验室数据资料整理阶段。公司与苏州圣诺生物医药技术有限公司共同研制的小核酸新药注射用科特拉尼完成临床前研究进入国家食药监局审评中心快速评审通道；公司全资子公司香雪剑桥中药国际研究中心向英国药品及健康产品管理局提交了用于缓解感冒及流感的板蓝根产品注册申请，并收到 MHRA 下发的《药品注册申请受理通知书》。

（三）配股顺利完成，为公司外延式发展提供保障。

公司上半年完成配股工作，认购金额 16 亿元。配股募集资金中 6 亿用于偿还银行贷款，其他用于补充流动资金。我们认为，公司配股工作完成，为后续中药饮片并购提供充分保障。目前，公司已为并购储备丰富的项目，关注公司后续并购动作。

（四）员工持股计划彰显信心，提供股价安全边际。

公司上半年完成第一期员工持股计划，全额认购香雪财富 1 号集合计划的次级份额，购买均价 30.84 元。目前，公司股价已低于员工持股价格，我们认为，公司股价已经具备一定的安全边际。

3、盈利预测

我们看好公司在中药饮片行业整合能力和生物药的先进布局。我们预计公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.45、0.60、0.81 元，对应 PE 分别为 40、30、22 倍。维持推荐评级。

4、主要风险因素

药品降价风险；新药研发低于预期

附表 1：公司财务报表（百万元）

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1523.98	1953.91	2585.16	3542.85	毛利率	41.68%	40.50%	39.66%	38.93%
营业成本	888.86	1162.63	1559.84	2163.69	三费/销售收入	27.17%	20.11%	19.05%	18.63%
营业税金及附加	12.08	15.49	20.50	28.09	EBIT/销售收入	18.03%	21.67%	20.84%	20.11%
营业费用	202.95	214.93	284.37	389.71	EBITDA/销售收入	22.70%	31.88%	28.55%	25.64%
管理费用	160.60	136.77	180.96	248.00	销售净利率	14.21%	16.66%	16.84%	16.58%
财务费用	50.49	41.21	27.25	22.27	ROE	11.28%	14.24%	17.06%	20.16%
资产减值损失	7.64	0.00	0.00	0.00	ROA	7.83%	13.11%	14.72%	16.89%
投资收益	5.57	0.00	0.00	0.00	ROIC	11.82%	13.85%	18.39%	21.99%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	20.84%	28.21%	32.31%	37.05%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	11.34%	54.17%	27.21%	32.22%

营业利润	206.94	382.88	512.25	691.09	EBITDA 增长率	19.51%	80.11%	18.50%	23.08%
其他非经营损益	17.65	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	26.57%	50.29%	33.79%	34.91%
利润总额	224.60	382.88	512.25	691.09	总资产增长率	2.30%	-7.96%	13.33%	15.20%
所得税	8.05	57.43	76.84	103.66	股东权益增长率	8.62%	19.12%	11.69%	14.12%
净利润	216.54	325.44	435.41	587.42	经营营运资本增长率	200.70%	-16.28%	144.40%	18.51%
少数股东损益	19.75	29.68	39.71	53.57	资产负债率	46.68%	35.54%	35.40%	34.88%
归属母公司股东净利润	196.80	295.77	395.70	533.85	投资资本/总资产	74.08%	77.09%	75.20%	64.06%
资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E	带息债务/总负债	66.65%	46.77%	41.43%	36.50%
货币资金	262.72	184.89	210.84	652.98	流动比率	106.80%	179.46%	227.45%	265.36%
应收和预付款项	621.85	583.22	1017.22	1183.41	速动比率	80.31%	125.71%	161.78%	196.56%
存货	284.30	320.93	491.07	635.27	股利支付率	31.87%	38.63%	38.63%	38.63%
其他流动资产	7.49	7.49	7.49	7.49	收益留存率	68.13%	61.37%	61.37%	61.37%
长期股权投资	52.82	52.82	52.82	52.82	总资产周转率	43.42%	60.49%	70.61%	84.01%
固定资产和在建工程	1481.56	1312.64	1143.72	974.80	固定资产周转率	124.58%	148.85%	226.03%	363.44%
无形资产和开发支出	660.54	633.25	605.96	578.67	应收账款周转率	320.24%	589.46%	350.90%	487.19%
其他非流动资产	138.28	135.05	131.82	131.82	存货周转率	312.65%	362.27%	317.64%	340.60%
资产总计	3509.54	3230.29	3660.95	4217.26	业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
应付和预收款项	466.44	531.01	679.12	854.24	EBIT	274.70	423.50	538.72	712.29
长期借款	536.90	536.90	536.90	536.90	EBITDA	345.87	622.93	738.15	908.50
其他负债	80.00	80.00	80.00	80.00	NOPLAT	244.13	359.98	457.91	605.45
负债合计	1638.34	1147.90	1296.01	1471.14	净利润	196.80	295.77	395.70	533.85
股本	509.57	661.48	661.48	661.48	EPS	0.30	0.45	0.60	0.81
资本公积	732.23	732.23	732.23	732.23	BPS	2.64	3.14	3.51	4.00
留存收益	502.09	683.59	926.43	1254.05	PE	84.03	55.91	41.79	30.98
归属母公司股东权益	1743.89	2077.30	2320.14	2647.76	PB	9.48	7.96	7.13	6.25
少数股东权益	127.31	156.99	196.70	250.27	PS	10.85	8.46	6.40	4.67
股东权益合计	1871.21	2234.30	2516.84	2898.03	PCF	99.64	26.16	80.56	24.70
负债和股东权益合计	3509.54	3382.20	3812.85	4369.16	EV/EBIT	49.49	40.02	31.50	23.29
现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E	EV/EBITDA	39.31	27.21	22.99	18.26
经营性现金净流量	165.96	632.06	205.28	669.58	EV/NOPLAT	55.69	47.09	37.06	27.40
投资性现金净流量	-503.76	0.00	0.00	0.00	EV/IC	5.23	6.81	6.16	6.14
筹资性现金净流量	-111.17	-709.88	-179.34	-227.44	ROIC-WACC	0.12	0.12	0.17	0.21
现金流量净额	-448.96	-77.82	25.94	442.14	股息率	0.00	0.01	0.01	0.01

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn