

全年业绩高增长，期间费用控制较好

投资要点

- **事件:** 公司 2016 年营业收入、扣非净利润分别为 28.6 亿元、1.3 亿元，同比增长分别为 17.1%、75.5%；2016Q4 营业收入、扣非净利润分别为 8.8 亿元、0.7 亿元，同比增长分别为 14.4%、116.3%。
- **全年业绩高增长，期间费用控制较好。** 2016 年营业收入约为 28.6 亿元，同比增长约 17.1%。分业务来看公司的中药、化学药、药品批发零售及卫生用品收入同比增长分别为 11.1%、19.1%、17.2%、69%。期间内中药板块加大对 OTC 市场拓展而实现恢复性增长，且成本控制与提价效应逐渐体现使得该板块毛利率提升约 0.27 个百分点，上升至 61.9%。而卫生用品通过“积极布局商超等传统渠道，大力拓展电商、微商等新兴渠道”实现了销售收入快速增长，且从亏损幅度来看已经收窄，全年单品种亏损约在 2000 万元以内，该产品全年净利润亏损已同比下降约 50%。我们预计 2017 年卫生产品收入将持续高增长，或将实现盈利。2016 年公司扣非净利润约为 1.3 亿元，同比增长约为 75.5%。主要原因如下：1) 营业收入稳步增长且成本控制较好。如中成药业务毛利率约为 61.9%，同比提升约 0.3 个百分点，主要原因为加强成本控制再叠加部分产品终端提价，使得中成药业务毛利率有所提升；2) 期间费用率下降，2016 年约为 37.7%，下降 4.3 个百分点。其中销售费用率下降约 2.7 个百分点，主要原因是在 2016 年进行营销改革加大对销售费用控制；管理费用率下降约 1.3 个百分点；且在募集资金补充流动资金后，使得公司财务费用也出现下降。
- **断红饮新进医保目录，看好公司大健康前景。** 1) 医保目录调整靴子落地，中药产品提价后增长稳定。断红饮顺利进入新版医保目录，将逐渐打开市场空间；千金片（胶囊）提价效果逐渐显现，全年收入预计超过 6 亿元；2) 公司的化药主要是集中在乙肝治疗和高血压领域，如拉米夫定、恩替卡韦、顿沙坦胶囊等。其中恩替卡韦分散片与小水飞蓟宾葡甲胺（预防肝纤维化，类独家品种）能实现乙肝适应症全覆盖，预计 2017 年收入将超过 1 亿元；3) 卫生用品将逐渐贡献利润。千金净雅为国内首个医药级卫生棉品，目前已经进入北京、上海、浙江、江苏等 25 个省份，全年预计收入超过 2 亿，预计单品种利润亏损在 2000 万内，公司将持续加大电商以及药店终端的推广力度，尝试渠道下沉以及新产品的研发，前景看好。我们预计卫生用品业务在 2017 年收入增长在 80% 以上。
- **盈利预测及评级。** 我们预计 2017-2019 年每股收益分别为 0.53 元、0.62 元、0.75 元（原预测 2017-2018 年每股收益约为 0.58 元、0.73 元，下调的主要原因为调低了药品及卫生用品板块的毛利率），对应市盈率分别为 31 倍、26 倍、22 倍。我们认为公司积极进行营销体制改革，产品提价及招标、卫生用品市场推广等对净利润贡献将逐渐显现，对女性大健康的战略定位明确存在外延预期，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 招标进展或低于预期、产品提价或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2864.89	3424.01	3878.59	4436.95
增长率	17.09%	19.52%	13.28%	14.40%
归属母公司净利润（百万元）	149.43	184.81	217.15	260.09
增长率	60.75%	23.68%	17.50%	19.77%
每股收益 EPS（元）	0.43	0.53	0.62	0.75
净资产收益率 ROE	8.32%	9.33%	9.88%	10.58%
PE	38.23	30.91	26.31	21.96
PB	2.74	2.49	2.24	2.00

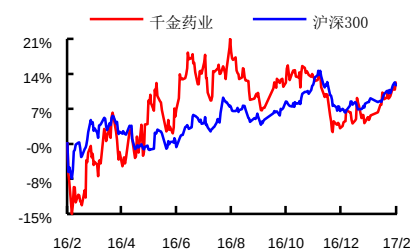
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
 执业证号: S1250515090002
 电话: 023-67898264
 邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.49
流通 A 股(亿股)	3.05
52 周内股价区间(元)	12.73-17.93
总市值(亿元)	57.93
总资产(亿元)	29.79
每股净资产(元)	4.77

相关研究

1. 千金药业 (600479): 全年业绩增速超预期，持续推进大健康布局 (2017-01-11)

关键假设：

假设 1：核心药品的提价效应逐渐显现，预计药品收入增长稳定，受原材料成本上升影响，毛利率约为 42%左右；

假设 2：卫生用品终端推广继续加大，预计其将迎来快速增长时期，毛利率约为 55%；

假设 3：预计 2017-2019 年销售费用率分别为 29%、28%、27%，管理费用率维持在 7%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司产品收入预测（百万元）

		2016A	2017E	2018E	2019E
药品	收入	2,679.46	3,112.41	3,423.65	3,766.01
	yoy	15.77%	16.16%	10.00%	10.00%
	成本	1,511.56	1,774.06	1,985.71	2,221.94
	毛利率	43.59%	43.00%	42.00%	41.00%
卫生用品	收入	163.30	293.94	440.91	661.37
	yoy	68.98%	80.00%	50.00%	50.00%
	成本	71.13	132.27	202.82	310.84
	毛利率	56.44%	55.00%	54.00%	53.00%
娱乐	收入	29.97	29.97	29.97	29.97
	yoy	-4.55%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	12.49	12.59	12.59	12.59
	毛利率	58.32%	58.00%	58.00%	58.00%
仓库储存与物流	收入	9.63	9.63	9.63	9.63
	yoy	-10.42%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	9.11	9.15	9.15	9.15
	毛利率	5.40%	5.00%	5.00%	5.00%
百货	收入	5.40	5.40	5.40	5.40
	yoy	-40.98%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	3.15	3.24	3.24	3.24
	毛利率	41.67%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2864.89	3424.01	3878.59	4436.95	净利润	173.36	214.41	251.93	301.75
营业成本	1573.32	1916.01	2195.97	2537.49	折旧与摊销	53.54	79.67	79.67	79.67
营业税金及附加	33.83	37.03	42.44	49.64	财务费用	-6.83	-2.81	-3.49	-4.39
销售费用	861.90	992.96	1086.00	1197.98	资产减值损失	3.25	5.00	5.00	5.00
管理费用	215.92	239.68	271.50	310.59	经营营运资本变动	164.77	-143.10	-94.31	-105.11
财务费用	-6.83	-2.81	-3.49	-4.39	其他	-247.21	-14.55	-14.88	-14.93
资产减值损失	3.25	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	140.88	138.62	223.93	261.99
投资收益	10.59	10.00	10.00	10.00	资本支出	-97.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	其他	218.14	9.88	9.88	9.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	120.55	9.88	9.88	9.88
营业利润	193.95	246.01	291.04	350.52	短期借款	-3.11	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	12.43	12.83	13.03	12.86	长期借款	-6.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	206.38	258.84	304.07	363.38	股权融资	1.73	0.00	0.00	0.00
所得税	33.02	44.42	52.14	61.63	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	173.36	214.41	251.93	301.75	其他	-56.91	2.31	3.49	4.39
少数股东损益	23.93	29.60	34.78	41.66	筹资活动现金流净额	-64.98	2.31	3.49	4.39
归属母公司股东净利润	149.43	184.81	217.15	260.09	现金流量净额	196.45	150.81	237.30	276.26
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	728.40	879.21	1116.50	1392.76	成长能力				
应收和预付款项	951.22	1164.20	1314.47	1506.55	销售收入增长率	17.09%	19.52%	13.28%	14.40%
存货	358.46	436.21	500.00	577.86	营业利润增长率	104.69%	26.84%	18.30%	20.44%
其他流动资产	94.92	111.93	125.76	142.75	净利润增长率	96.25%	23.68%	17.50%	19.77%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	60.59%	34.16%	13.74%	15.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	565.40	512.55	459.70	406.85	毛利率	45.08%	44.04%	43.38%	42.81%
无形资产和开发支出	273.85	248.08	222.31	196.53	三费率	37.38%	35.92%	34.91%	33.90%
其他非流动资产	59.83	58.79	57.74	56.69	净利率	6.05%	6.26%	6.50%	6.80%
资产总计	3032.09	3410.97	3796.48	4279.99	ROE	8.32%	9.33%	9.88%	10.58%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.22%	5.72%	6.29%	6.64%
应付和预收款项	686.84	819.20	926.14	1075.42	ROIC	9.49%	11.90%	13.36%	15.49%
长期借款	47.30	47.30	47.30	47.30	EBITDA/销售收入	8.40%	9.43%	9.47%	9.60%
其他负债	214.07	246.18	272.81	305.30	营运能力				
负债合计	948.21	1112.68	1246.25	1428.02	总资产周转率	0.99	1.06	1.08	1.10
股本	348.76	348.76	348.76	348.76	固定资产周转率	5.88	6.46	8.13	10.46
资本公积	660.66	660.66	660.66	660.66	应收账款周转率	21.41	21.96	21.44	21.47
留存收益	736.25	921.06	1138.22	1398.31	存货周转率	4.98	4.82	4.69	4.71
归属母公司股东权益	1745.67	1930.48	2147.63	2407.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.88%	—	—	—
少数股东权益	338.21	367.81	402.59	444.25	资本结构				
股东权益合计	2083.88	2298.29	2550.22	2851.97	资产负债率	31.27%	32.62%	32.83%	33.37%
负债和股东权益合计	3032.09	3410.97	3796.48	4279.99	带息债务/总负债	4.99%	4.25%	3.80%	3.31%
					流动比率	2.55	2.59	2.69	2.75
					速动比率	2.12	2.15	2.25	2.31
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.43	0.53	0.62	0.75
					每股净资产	5.98	6.59	7.31	8.18
					每股经营现金	0.40	0.40	0.64	0.75
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	240.67	322.87	367.22	425.80					
PE	38.23	30.91	26.31	21.96					
PB	2.74	2.49	2.24	2.00					
PS	1.99	1.67	1.47	1.29					
EV/EBITDA	20.67	14.94	12.49	10.12					
股息率	—	—	—	—					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且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报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn