



## 2017年Q1库存清理逐步完成，未来业绩反转可期

2017.04.27

唐爱金(分析师)	陈家华 (研究助理)	冯俊曦 (研究助理)
电话: 020-88836115	020-88836115	020-88836115
邮箱: tangaij@gzgzs.com.cn	Chenjiahua@gzgzs.com.cn	Fengjx@gzgzs.com.cn
执业编号: A1310516100001		

### 事件:

2017年4月26日，公司发布2017年一季报：报告期内公司实现营业收入4.82亿元，同比增长45.50%；实现归母净利润2253万元，同比下降28.54%。

### 点评:

#### ● 2017年Q1公司库存清理逐步完成，未来公司业绩反转可期：

2017年Q1公司归母净利润同期下降28.54%，主要由三大原因所致：1)公司进行了营销改革，渠道库存亟需消化；2)OTC领域竞争日趋激烈，板蓝根和抗病毒口服液销售下滑；3)短期融资债券利息突增，导致财务费用较于去年同期增加382%。目前，公司库存清理工作逐步完成，销售模式有望从经销商模式转变至公司负责终端的模式，整体利好公司2017年实现业绩反转。

#### ● 中药饮片布局再扩大，中药资源产业链持续延伸：

在中药材种植上，公司投资建设六盘山绿色中药产业园和香格里拉健康产业园项目，用于发展中药配方颗粒；在中药饮片及流通领域上，公司通过收购规模领先的湖北天济中药饮片，强化其市场地位；在终端渠道上，公司取得兆阳生物60%的股权，充分利用其冷链物流配送系统增强公司终端把控能力。

#### ● 以智慧煎煮中心为切入点开拓医院终端，提升中药饮片销售和竞争优势：

公司积极推进湖北天济、广州本部以及亳州沪谯智慧煎煮中心建设，建设香雪智慧物联中药配置中心，以煎煮中心为切入点开拓医院终端，全面布局“互联网+物联网+传统中医药”，提升中药饮片业务的销售和竞争优势。

#### ● 积极布局精准医疗，促进医药大健康战略的发展：

目前公司重点研发治疗肿瘤、病毒感染、自身免疫性疾病的生物类新药。此外，控股子公司香雪康万达受让益诺勤90%股权，借助益诺勤的医院渠道和临床基地资源推动公司在细胞免疫领域的临床研究。公司的持续布局为将来精准治疗技术的研发做好充分的准备，利好医药大健康战略的推进。

#### ● 盈利与预测：

根据公司现有的业务情况，我们预计公司17-19年EPS分别为0.17元、0.30元、0.40元，对应PE为67.5、38.5、28.5倍，考虑到销售模式转变后带来持续高增长，给予公司70倍PE，对应目标价11.90元/股，较2017/4/27收盘价10.48元/股，存在14%上涨空间，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

#### ● 风险提示：营销改革不及预期；研发失败风险；市场竞争加剧。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1862.09	2164.80	2513.03	3361.36
同比(%)	27.14%	16.26%	16.09%	33.76%
归属母公司净利润	66.02	86.70	142.14	197.86
同比(%)	-62.76%	31.31%	63.96%	39.19%
每股收益(元)	0.10	0.17	0.30	0.40
P/E	78.29	62.19	35.45	26.36
P/B	2.04	1.99	1.93	1.84
EV/EBITDA	12.57	24.04	18.05	15.21

### 谨慎推荐

现价：	10.48
目标价：	11.90
股价空间：	14%

医药生物行业

### 行业指数走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
香雪制药	-11.65	-13.70	-26.93
医药生物	-4.07	0.43	-6.30
沪深 300	-0.94	1.69	2.31

### 基本资料

总市值 (亿元)	68.73
总股本 (亿股)	6.61
流通股比例	99.8%
资产负债率	55.88%
大股东	广州市昆仑投资有限公司
大股东持股比例	34.11%

### 相关报告



## 附录：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	
流动资产	2980.81	3008.33	3426.10	4100.15	
现金	835.79	746.56	791.17	768.87	
应收账款	795.18	843.40	1026.11	1341.04	
其它应收款	273.18	198.79	299.72	354.78	
预付账款	71.10	124.54	118.11	172.45	
存货	503.13	585.43	666.16	883.97	
其他	502.43	509.61	524.82	579.04	
非流动资产	5007.92	4739.42	5437.84	6385.57	
长期投资	0.96	1.23	1.10	1.17	
固定资产	1544.43	2446.03	3068.08	4073.45	
无形资产	265.91	301.69	342.07	458.79	
其他	3196.61	1990.47	2026.59	1852.17	
资产总计	7988.73	7747.75	8863.94	10485.72	
流动负债	3301.14	2803.21	3837.43	5177.71	
短期借款	1095.00	1225.90	1735.81	2927.19	
应付账款	416.49	418.97	513.80	657.11	
其他	1789.65	1158.34	1587.81	1593.41	
非流动负债	1003.23	1148.65	1074.79	1113.14	
长期借款	754.00	754.08	754.21	754.31	
其他	249.23	394.57	320.58	358.83	
负债合计	4304.37	3951.86	4912.21	6290.86	
少数股东权益	287.76	312.53	365.92	431.04	
股本	661.48	661.48	661.48	661.48	
资本公积	2134.30	2134.30	2134.30	2134.30	
留存收益	600.88	687.58	790.03	968.04	
归属母公司股东权益	3396.66	3483.36	3585.81	3763.82	
负债和股东权益	7988.73	7747.75	8863.94	10485.72	
现金流量表					
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	200.86	195.41	351.35	260.37	
净利润	97.64	86.70	142.14	197.86	
折旧摊销	105.52	115.64	159.92	206.57	
财务费用	60.54	119.21	138.77	189.65	
投资损失	-3.60	0.00	0.00	0.00	
营运资金变动	-92.48	-552.73	60.76	-500.47	
其它	33.25	426.59	-150.25	166.77	
投资活动现金流	-2569.66	-270.11	-651.45	-1258.09	
资本支出	-1966.05	-402.42	-500.60	-1170.18	
长期投资	166.00	56.23	-28.11	14.06	
其他	-769.62	76.08	-122.74	-101.97	
筹资活动现金流	2221.09	-14.52	344.72	975.41	
短期借款	1053.00	130.90	509.91	1191.38	
长期借款	754.00	0.08	0.12	0.10	
普通股本增加	0.00	0.00	0.00	0.00	
资本公积金增加	-0.11	0.00	0.00	0.00	
其他	414.21	-145.50	-165.32	-216.07	
现金净增加额	-147.71	-89.23	44.61	-22.31	

利润表		单位:百万元			
会计年度		2016	2017E	2018E	2019E
营业收入		1862.09	2164.80	2513.03	3361.36
营业成本		1274.02	1459.55	1673.72	2212.38
营业税金及附加		15.93	20.57	17.59	20.17
营业费用		251.07	263.02	276.68	386.56
管理费用		187.05	196.56	216.12	275.63
财务费用		60.54	119.21	138.77	189.65
资产减值损失		21.36	17.32	12.57	16.81
公允价值变动收益		3.49	-0.31	1.59	0.64
投资净收益		3.60	0.00	0.00	0.00
营业利润		59.21	88.26	179.16	260.81
营业外收入		59.41	46.76	53.09	49.93
营业外支出		4.02	3.10	3.56	3.33
利润总额		114.60	131.92	228.69	307.40
所得税		16.96	20.45	33.16	44.42
净利润		97.64	111.47	195.53	262.98
少数股东损益		31.61	24.78	53.38	65.13
归属母公司净利润		66.02	84.36	137.38	193.04
EBITDA		310.22	363.30	520.09	696.90
EPS (摊薄)		0.10	0.16	0.29	0.39
主要财务比率					
会计年度		2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入增长率		27.14%	16.26%	16.09%	33.76%
营业利润增长率		-68.09%	43.05%	102.47%	47.71%
归属于母公司净利润增长率		-62.76%	27.77%	62.85%	40.51%
盈利能力					
毛利率		31.58%	32.58%	33.40%	34.18%
净利率		5.24%	5.01%	7.52%	7.63%
ROE		1.83%	2.26%	3.55%	4.75%
ROIC		2.93%	3.60%	4.66%	5.32%
偿债能力					
资产负债率		53.88%	51.05%	55.53%	60.15%
净负债比率		54.57%	56.46%	58.41%	63.58%
流动比率		90.30%	107.20%	89.06%	78.95%
速动比率		75.06%	86.34%	71.74%	61.92%
营运能力					
总资产周转率		29.46%	27.51%	30.26%	34.74%
应收账款周转率		284.08%	264.23%	268.84%	284.00%
应付账款周转率		408.40%	349.40%	358.87%	377.89%
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)		9.98%	12.75%	20.77%	29.18%
每股经营现金流(最新)		30.37%	29.10%	52.18%	38.51%
每股净资产(最新摊薄)		513.50%	526.25%	541.02%	567.20%
估值比率					
P/E		78.29	67.65	38.57	28.67
P/B		2.22	2.16	2.10	2.00
EV/EBITDA		12.57	25.70	19.20	16.08

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生

**广证恒生：**

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼  
电话：020-88836132, 020-88836133  
邮编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；  
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；  
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。  
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。