

## 继续推进经营改革，企业盈利能力提升

### 投资要点

- 事件:**公司2018年上半年营业收入、扣非净利润分别约为14.9亿元、0.56亿元，同比增速分别约为-1.6%、43.5%；2018Q2营业收入、扣非净利润分别约为8亿元、0.3亿元，同比增速分别约为-6.6%、124%。
- 继续推进经营改革，企业盈利能力提升。收入端整体平稳，但结构略有变化。**公司2018年上半年营业收入约为15亿元，同比增速约为-1.6%。其中中药生产约3.8亿元，同比增长2.4%，千金片提价对其增长有正面影响；西药生产约3.3亿元，同比增速约为-12.4%，主要原因为湘江药业调整销售模式，对渠道渠道进行整理所致；药品批发零售业务整体平稳约为6.6亿元，收入增速约为-0.43%；卫生用品业务收入约为1.2亿元，同比增速约为16.9%，符合预期。整体来看，公司上半年收入增长动力主要来自于中药业务以及卫生品业务，预计下半年其他业务或有恢复拉动增长。**子公司净利润增长较快。**公司2018年上半年扣非净利润约为0.56亿元，同比增速约为43.5%，远超收入增速，超市市场预期。除可比基数较低外，具体分析如下：1)公司毛利率约为47.4%，同比提升约3.2个百分点，主要原因为销售模式转变，以及产品结构变化，如毛利相对较高的中药及卫生品业务占比提升。且千金片在全国连锁实现成功提价，也提升了中药产品的毛利率；2)公司期间费用率约为40.2%，同比提升约1.7个百分点，整体控制较好。其中销售费用增加约4.2%，与销售模式转变及卫生用品投入增加。管理费用基本平稳，我们认为与公司推进经营法式，严格考核等有关；3)子公司湘江药业净利润约为1113万元，同比下滑约20%。千金大药房净利润约为1600万元，同比增长约84%。协力制药净利润约为1019万，同比增长约54%。**单季度收入下滑加速，但盈利能力提升明显，公司在2018Q2营业收入、扣非净利润分别约为8亿元、0.3亿元，同比增速分别约为-6.6%、124%。**收入下滑主要是受到湘江药业影响，而扣非净利润大幅增长除了可比基数较低外，也和毛利率提升与加强期间费用控制有关。
- 继续加强销售变革及渠道建设，看好公司大健康前景。**1)加强渠道建设。不仅实现覆盖药店数量呈现翻倍增长，同时开发数百家医院终端。推进县城战略，渠道下沉，布局县级医院及中小连锁。补血益母丸，包括椿乳凝胶、断红饮等二线产品终端放量继续，预计其协同效应还将逐渐显现；2)公司为医保目录调整利好标的，预计中药产品提价后增长加快。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，且千金片在全国连锁已经全部提价，并推进规格转换工作，全年收入预计将稳定增长，市场调整完毕后增速将加快；3)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、缬沙坦胶囊等，板块收入增速稳定。其中拉米夫定、缬沙坦、依那普利、恩替卡韦分散片，苯磺酸氨氯地平片，尼群地平片已经开始一致性评价，预计2018年将有部分产品的评价结果落地；4)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、江苏等省份，人均产出和店均产出公司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。预计2018年预计收入或超过3亿，单品种盈利将持续增加。
- 盈利预测及评级。**预计2018-2020年EPS分别为0.61元、0.73元、0.90元(如考虑总股本变化，则对应原预测2018-2020年EPS分别为0.62元、0.76元、0.92元，调整的主要原因为公司收入增速下降，但盈利能力较好)，对应市盈率分别为15倍、13倍、10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，对女性大健康的战定位明确，当前估值较低，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品销售或不达预期，市场拓展或不达预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3182.74	3474.06	3776.48	4115.41
增长率	11.09%	9.15%	8.71%	8.97%
归属母公司净利润(百万元)	207.76	254.08	305.77	374.96
增长率	39.04%	22.30%	20.34%	22.63%
每股收益EPS(元)	0.50	0.61	0.73	0.90
净资产收益率ROE	11.01%	11.99%	13.15%	14.54%
PE	18.63	15.24	12.66	10.32
PB	1.73	1.54	1.40	1.26

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: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
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

分析师: 张肖星  
执业证号: S1250517080003  
电话: 021-68415020  
邮箱: zxwing@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)	4.19
流通A股(亿股)	4.19
52周内股价区间(元)	9.09-17.1
总市值(亿元)	38.71
总资产(亿元)	32.38
每股净资产(元)	4.40

### 相关研究

- 千金药业(600479):全年业绩快速增长，卫生巾开始盈利 (2018-04-11)
- 千金药业(600479):二线产品维持快速增长，继续加强期间费用控制 (2018-01-25)
- 千金药业(600479):收入增长稳定，看好全年业绩 (2017-10-28)
- 千金药业(600479):业绩增速符合预期，持续看好公司成长性 (2017-08-30)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3182.74	3474.06	3776.48	4115.41	净利润	246.66	301.66	363.02	445.16
营业成本	1743.23	1828.61	1981.81	2140.88	折旧与摊销	66.12	121.23	121.23	121.23
营业税金及附加	40.14	40.10	45.27	49.58	财务费用	-8.29	-1.35	-2.32	-3.33
销售费用	942.52	1042.22	1095.18	1152.31	资产减值损失	5.07	5.00	5.00	5.00
管理费用	220.38	225.81	245.47	267.50	经营营运资本变动	-251.13	-93.62	-67.37	-91.31
财务费用	-8.29	-1.35	-2.32	-3.33	其他	225.04	-26.46	-26.81	-26.73
资产减值损失	5.07	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	283.47	306.45	392.75	450.02
投资收益	20.02	20.00	20.00	20.00	资本支出	15.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.73	1.73	1.73	1.73	其他	-433.17	21.73	21.73	21.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-417.78	21.73	21.73	21.73
<b>营业利润</b>	<b>296.35</b>	<b>355.40</b>	<b>427.80</b>	<b>525.19</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-9.71	1.76	-0.28	-1.17	长期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>286.64</b>	<b>357.16</b>	<b>427.51</b>	<b>524.01</b>	股权融资	-6.27	69.75	0.00	0.00
所得税	39.98	55.50	64.50	78.85	支付股利	-69.75	-96.98	-118.60	-142.73
<b>净利润</b>	<b>246.66</b>	<b>301.66</b>	<b>363.02</b>	<b>445.16</b>	其他	-7.58	0.35	2.32	3.33
少数股东损益	38.90	47.57	57.25	70.20	筹资活动现金流净额	-93.60	-26.87	-116.29	-139.40
归属母公司股东净利润	207.76	254.08	305.77	374.96	<b>现金流量净额</b>	<b>-227.91</b>	<b>301.31</b>	<b>298.19</b>	<b>332.35</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
货币资金	508.07	809.38	1107.57	1439.92	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1027.64	1119.65	1214.33	1323.54	销售收入增长率	11.09%	9.15%	8.71%	8.97%
存货	376.32	394.49	427.64	461.99	营业利润增长率	52.80%	19.93%	20.37%	22.76%
其他流动资产	517.20	531.13	561.51	595.55	净利润增长率	42.28%	22.30%	20.34%	22.63%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	47.17%	34.19%	15.03%	17.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	529.21	436.07	342.92	249.78	毛利率	45.23%	47.36%	47.52%	47.98%
无形资产和开发支出	255.30	228.88	202.46	176.05	三费率	36.28%	36.46%	35.44%	34.42%
其他非流动资产	73.13	71.47	69.80	68.13	净利率	7.75%	8.68%	9.61%	10.82%
<b>资产总计</b>	<b>3286.88</b>	<b>3591.06</b>	<b>3926.24</b>	<b>4314.96</b>	ROE	11.01%	11.99%	13.15%	14.54%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.72%	7.50%	8.40%	9.25%
应付和预收款项	724.36	744.87	817.27	884.48	ROIC	14.23%	16.14%	19.60%	24.16%
长期借款	37.30	37.30	37.30	37.30	EBITDA/销售收入	11.13%	13.68%	14.48%	15.63%
其他负债	284.05	293.29	311.66	330.74	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1045.71</b>	<b>1075.46</b>	<b>1166.23</b>	<b>1252.51</b>	总资产周转率	1.01	1.01	1.00	1.00
股本	348.76	418.51	418.51	418.51	固定资产周转率	5.88	7.25	9.78	14.04
资本公积	654.39	654.39	654.39	654.39	应收账款周转率	21.34	21.22	21.07	21.14
留存收益	874.26	1031.36	1218.53	1450.76	存货周转率	4.74	4.74	4.82	4.81
归属母公司股东权益	1877.41	2104.27	2291.43	2523.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.64%	—	—	—
少数股东权益	363.76	411.33	468.58	538.79	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2241.17</b>	<b>2515.60</b>	<b>2760.02</b>	<b>3062.45</b>	资产负债率	31.81%	29.95%	29.70%	29.03%
负债和股东权益合计	3286.88	3591.06	3926.24	4314.96	带息债务/总负债	3.57%	3.47%	3.20%	2.98%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	流动比率	2.60	2.96	3.14	3.35
EBITDA	354.18	475.28	546.71	643.09	速动比率	2.20	2.55	2.73	2.94
PE	18.63	15.24	12.66	10.32	股利支付率	33.57%	38.17%	38.79%	38.07%
PB	1.73	1.54	1.40	1.26	<b>每股指标</b>				
PS	1.22	1.11	1.03	0.94	每股收益	0.50	0.61	0.73	0.90
EV/EBITDA	7.11	6.02	4.69	3.47	每股净资产	5.36	6.01	6.59	7.32
股息率	1.80%	2.51%	3.06%	3.69%	每股经营现金	0.68	0.73	0.94	1.08
					每股股利	0.17	0.23	0.28	0.34

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告版权归西南证券所有，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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn