



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩高增长，千金经营法式卓有成效

——千金药业（600479）点评

2018 年 10 月 26 日

推荐/维持

千金药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
缪牧一	研究助理		
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035	

事件：

公司发布 2018 年三季报，实现收入 22.91 亿元，同比增长 0.45%；实现归母净利润 1.38 亿元，同比增长 41.89%；实现扣非后归母净利润 1.14 亿元，同比增长 33.70%。

Q3 单季度来看，实现收入 8.02 亿元，同比增长 4.41%；实现归母净利润 7104 万元，同比增长 36.19%；实现扣非后归母净利润 5582 万元，同比增长 19.98%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	877.61	657.6	855.01	767.72	902.41	690.33	798.71
增长率（%）	14.36%	26.33%	12.84%	8.28%	2.83%	4.98%	-6.58%
毛利率（%）	46.86%	46.67%	42.20%	39.63%	51.81%	46.95%	47.88%
期间费用率（%）	33.80%	38.67%	38.48%	29.49%	38.22%	38.41%	41.82%
营业利润率（%）	12.28%	5.90%	3.26%	9.66%	17.24%	7.33%	5.36%
净利润（百万元）	99.94	34.50	19.29	63.07	129.80	42.42	37.77
增长率（%）	121.86%	69.51%	21.59%	69.50%	29.88%	22.97%	95.81%
每股盈利（季度，元）	0.24	0.08	0.05	0.15	0.32	0.10	0.08
资产负债率（%）	31.27%	31.93%	31.32%	31.99%	31.81%	31.80%	31.82%
净资产收益率（%）	4.80%	1.63%	0.94%	2.98%	5.79%	1.86%	1.71%
总资产收益率（%）	3.30%	1.11%	0.64%	2.02%	3.95%	1.27%	1.17%

观点：

1、千金经营法式带来公司盈利能力增强

公司前三季度实现业绩的超高速增长，归母净利润增长 41.89%，扣非后归母净利润增长 33.70%，主要是公司推行千金经营法式，优化了资源配置，各版块盈利能力有所提升。**分主要板块来看：**

- ◆ **中药：**前三季度实现收入 6.14 亿元，同比增长 0.78%，毛利率为 64.92%，较上年同期增加 5.91pp。公司中药板块收入基本持平但毛利率大幅上升主要是低毛利率的中药材加工业务下降所致，核心产品千金片和千金胶囊仍然稳定增长。
- ◆ **西药：**前三季度实现收入 4.96 亿元，同比下降 1.04%，毛利率为 76.60%，较去年同期增加 6.92pp。前三季度收入同比下滑主要原因是因为千金湘江因两票制推行调整销售模式，消化渠道库存所致，预计全年仍要受到影响。
- ◆ **卫生用品：**前三季度实现收入 1.71 亿元，同比增长 13.22%，毛利率为 59.01%，较上年同期增加 1.57pp。尽管公司卫生用品收入端增速较往年下滑，但盈利能力大幅上升，我们预计全年从发货的角度出发仍然能有 15-20% 的增长。
- ◆ **药品批发零售：**前三季度实现收入 9.93 亿元，同比增长 0.05%，毛利率为 16.78%，较上年同期增加 0.20pp，基本保持稳定。

从财务指标来看：

- ◆ **毛利率大幅提高：**公司整体毛利率为 47.76%，较去年同期大幅提高 5.13pp，公司推行千金经营法式降本增效，产品结构得到较大幅度改善。
- ◆ **三费变动：**销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 31.94%、7.38%、-0.48%，分别较去年同期+3.76pp、-0.28pp、-0.15pp。销售费用率大幅提高主要原因：1）千金湘江在两票制的情况下部分销售费用内化；2）协力收入大幅增长，而其销售费用相对较高。
- ◆ **现金流：**前三季度经营性现金流量净额为 2.98 亿元，同比增长 67.80%，改善明显。

2、公司投资逻辑再梳理：短期看千金经营法式持续挖潜，长期看千金净雅巨大期权

短期来看，千金经营法式挖潜将带来利润持续高增长 2-3 年。千金经营法式是公司参考阿米巴模式量身打造的经营方式，以利润为导向，强化了经营单元，使销区、地区、业务员成为真正的利益主体，使全国 26 个省级联络处成为相对独立的经营单元，充分调动了全国 240 多个市县级办事机构的动力与活力，我们预计其对利润增速的影响将持续 2-3 年。

长期来看，公司潜力爆发品种千金净雅值得期待。公司的潜力品种千金净雅今年收入增速放缓主要是公司为了实现卫生用品板块自身盈亏平衡后的可持续发展所致，后续将重新发力拓展渠道，未来千金净雅有望加速增长，我们预计未来 3 年有望实现发货量达到 6-8 亿元。由于快消品的特性，规模扩大后贡献的利润将迎来爆发式增长，可以将千金净雅视作公司巨大的期权，未来有望再造一个千金。

结论：

我们预计公司 2018-2020 年净利润为 2.50、2.99、3.74 亿元，同比增长 20.11%、19.97%、25.04%，对应 PE 为 13x、11x、9x，公司在使用千金经营法式后经营质量得到持续得有效提升，同时具备千金净雅这个巨大期权，维持“推荐”评级。

风险提示：

产品销售不达预期

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2133	2429	2718	3020	3345	营业收入	2865	3183	3246	3656	4119
货币资金	728	508	1286	1429	1566	营业成本	1573	1743	1652	1837	2075
应收账款	143	155	158	178	201	营业税金及附加	34	40	38	43	49
其他应收款	57	76	78	88	99	营业费用	862	943	1023	1150	1293
预付款项	100	101	102	102	103	管理费用	216	220	223	250	281
存货	358	376	357	396	448	财务费用	-7	-8	-9	-9	-9
其他流动资产	87	320	28	28	28	资产减值损失	3.25	5.07	4.00	4.00	4.00
非流动资产合计	899	858	738	680	621	公允价值变动收益	-0.12	1.73	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	10.59	20.02	15.00	15.00	15.00
固定资产	556	526	493	473	470	营业利润	194	296	329	395	441
无形资产	258	222	200	178	156	营业外收入	15.16	0.89	13.00	13.00	13.00
其他非流动资产	0	4	4	4	4	营业外支出	2.73	10.60	0.00	0.00	0.00
资产总计	3032	3287	3456	3701	3966	利润总额	206	287	342	408	454
流动负债合计	837	934	871	880	898	所得税	33	40	48	57	64
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	173	247	294	351	390
应付账款	249	231	216	240	272	少数股东损益	24	39	45	51	16
预收款项	165	130	94	54	8	归属母公司净利润	149	208	250	299	374
一年内到期的非流	1	1	1	1	1	EBITDA	489	566	376	444	492
非流动负债合计	111	111	75	75	75	EPS (元)	0.43	0.60	0.60	0.72	0.89
长期借款	47	37	37	37	37	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	948	1046	946	955	973	成长能力					
少数股东权益	338	364	408	460	476	营业收入增长	17.09%	11.09%	2.00%	12.61%	12.68%
实收资本(或股本)	349	349	419	419	419	营业利润增长	104.69	52.80%	11.08%	19.97%	11.64%
资本公积	661	654	654	654	654	归属于母公司净利润	20.11%	19.97%	20.11%	19.97%	25.04%
未分配利润	568	694	568	416	226	获利能力					
归属母公司股东权	1746	1877	2101	2286	2516	毛利率(%)	45.08%	45.23%	49.12%	49.76%	49.62%
负债和所有者权	3032	3287	3456	3701	3966	净利率(%)	6.05%	7.75%	9.06%	9.60%	9.48%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	4.93%	6.32%	7.22%	8.09%	9.44%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	8.56%	11.07%	11.88%	13.10%	14.88%
经营活动现金流	141	283	553	238	261	偿债能力					
净利润	173	247	294	351	390	资产负债率(%)	31%	32%	27%	26%	25%
折旧摊销	301	278	0	57	59	流动比率	2.55	2.60	3.12	3.43	3.72
财务费用	-7	-8	-9	-9	-9	速动比率	2.12	2.20	2.71	2.98	3.23
应收账款减少	0	0	-3	-20	-23	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-36	-40	-46	总资产周转率	0.99	1.01	0.96	1.02	1.07
投资活动现金流	121	-418	258	11	11	应收账款周转率	21	21	21	22	22
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	应付账款周转率	13.93	13.26	14.51	16.01	16.09
长期股权投资减少	0	0	45	0	0	每股指标(元)					
投资收益	11	20	15	15	15	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.60	0.60	0.72	0.89
筹资活动现金流	-65	-94	-32	-106	-135	每股净现金流(最新)	0.56	-0.65	1.86	0.34	0.33
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.01	5.38	5.02	5.46	6.01
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	70	0	0	P/E	18.74	13.48	13.47	11.23	8.98
资本公积增加	2	-6	0	0	0	P/B	1.60	1.49	1.60	1.47	1.34
现金净增加额	196	-228	778	142	137	EV/EBITDA	4.34	4.12	5.62	4.44	3.73

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。