

强烈推荐-A (维持)

千金药业 600479.SH

目标估值: N.A.
当前股价: 10.08 元
2019 年 08 月 28 日

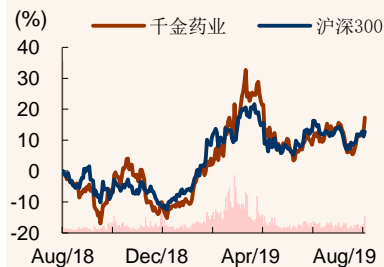
业绩略超预期 中成药业务表现优秀

基础数据

上证综指	2902
总股本(万股)	41851
已上市流通股(万股)	41851
总市值(亿元)	42
流通市值(亿元)	42
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	13.9
资产负债率	32.3%
主要股东	株洲市国有资产投资
主要股东持股比例	28.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	14	13
相对表现	4	10	1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《千金药业(600479)——业绩完全符合预期 期待 19 年西药收入增速改善》2019-04-11
- 2、《千金药业(600479)——业绩完全符合预期 Q4 收入改善明显》2019-01-23
- 3、《千金药业(600479)——品牌中成药增长平稳 期待卫生巾渠道拓展取得突破》2018-10-30

李点典

liidian@cmschina.com.cn
S1090518100001

公司 19 年上半年收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 16.91 亿、8477 万和 8526 万, 分别同比+14%、+26%和+53%, 业绩略超我们中报前瞻预期。公司 19H1 品牌中成药收入增速重回两位数, 连锁药店在引入千金经营法式后持续释放利润, 期待后续化药和卫生巾业务的改善, 维持“强烈推荐-A”评级。

- 19H1 扣非净利润增速明显高于归母净利润增速原因为: 1、理财收益从投资收益转为利息收入, 从非经常损益变为经常性损益; 2、执行新金融工具准则, 原“可供出售金融资产”中交易性权益工具投资调整为“其他非流动金融资产”在本期的公允价值变动影响了非经常损益。剔除上述因素影响, 扣非利润增速和归母利润增速基本一致。
- 19Q2 收入主要受化药和卫生巾业务影响。19Q2 公司收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为+11%、+19%和+61%。收入增速环比有所下滑, 主要是化药和卫生巾收入增速出现波动。
- 中成药收入增速重回两位数, 中成药业务表现优秀。19H1 母公司(品牌中成药业务)收入同比+11%, 毛利率同比提升 0.45 个百分点。我们估计千金片收入同比+16%, 春乳凝胶+17%, 补血益母丸+25%。我们分析母公司的产品收入增速提升原因: 1、17-18 年千金片等产品换规格, 19 年是全新、固定的规格进行销售; 2、母公司精细化管理和“三大开发”取得成效: 报告期内母公司签订协议连锁 2966 家, 新开发等级医院 476 家, 产品新进入等级医院 569 个、基层医疗 2079 个, 开发医生 3388 个。同时千金经营法式在母公司的推行也继续展现效果: 19H1 销售费用率和管理费用率分别同比-0.74 和 0.04 个百分点。
- 分产品来看, 除开中药(报表中药包含饮片, 品牌中成药以母公司饮片为准): 化药 19H1 收入 3.38 亿, 同比+4%, 主要是渠道库存还需要消化, 影响发货。医药商业 19H1 收入 8.21 亿, 同比+25%, 我们估计连锁药店收入增速 15-20% 左右。卫生巾业务 19H1 收入 1.26 亿, 同比+5%。公司卫生巾业务正在经历销售策略的调整, 期待后续经营的改善。

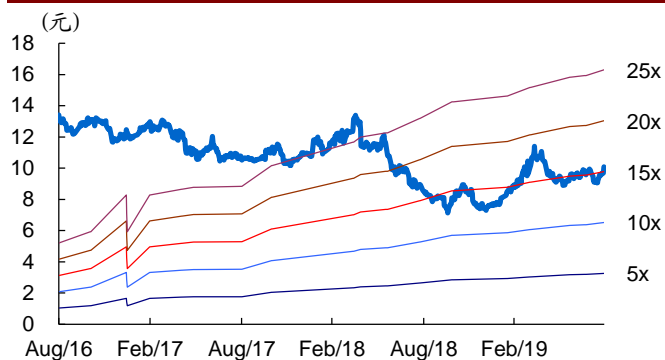
财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3183	3329	3787	4227	4679
同比增长	11%	5%	14%	12%	11%
营业利润(百万元)	296	337	391	443	489
同比增长	53%	14%	16%	13%	10%
净利润(百万元)	208	255	293	331	364
同比增长	39%	23%	15%	13%	10%
每股收益(元)	0.60	0.61	0.70	0.79	0.87
PE	16.9	16.5	14.4	12.8	11.6
PB	1.9	2.1	1.9	1.8	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

- 分子公司来看，由于 18 年开始千金经营法式在化药子公司和大药房子公司开始实施，可以看到效果明显：协力和大药房子公司利润分别同比+74%和 40%。湘药由于研发费用投入及收入增速波动，利润同比+4%。
- 研发进展顺利。公司化药开展一致性评价项目 8 个，完成申报 6 个，蒙脱石散等产品有望于下半年获批；开展新产品项目 12 个，完成申报 7 个。
- 上调盈利预测及维持“强烈推荐-A”评级。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润增速分别为 15%/13%/10%，对应 EPS 分别为 0.70/0.79/0.87 元（0.68/0.75/0.83 元），当前股价对应 19 年 pe 估值为 14x 左右。公司 19H1 中成药收入增速重回两位数，连锁药店在引入千金经营法式后持续释放利润，期待后续化药和卫生巾业务的改善，维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：产品销售情况不达预期，研发进度不达预期，商业贿赂风险，生产经营和产品质量风险。

图 1：千金药业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：千金药业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2429	2596	2882	3166	3486
现金	508	991	1082	1169	1287
交易性投资	182	109	109	109	109
应收票据	695	654	744	830	919
应收款项	155	192	198	221	245
其它应收款	76	62	70	78	87
存货	376	441	509	568	629
其他	436	148	170	190	211
非流动资产	858	876	873	871	850
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	526	494	480	467	455
无形资产	222	233	249	264	258
其他	109	149	144	140	137
资产总计	3287	3472	3755	4037	4336
流动负债	934	956	1058	1139	1222
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	231	270	318	354	392
预收账款	130	106	124	139	153
其他	573	580	617	646	676
长期负债	111	87	87	87	87
长期借款	37	27	27	27	27
其他	74	60	60	60	60
负债合计	1046	1043	1145	1226	1309
股本	349	419	419	419	419
资本公积金	654	585	585	585	585
留存收益	874	1025	1151	1291	1440
少数股东权益	364	401	455	517	584
归属于母公司所有者权益	1877	2029	2155	2295	2444
负债及权益合计	3287	3473	3755	4037	4336

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	283	383	267	280	309
净利润	208	255	293	331	364
折旧摊销	66	66	81	80	80
财务费用	2	1	(30)	(35)	(40)
投资收益	(20)	(18)	(40)	(41)	(42)
营运资金变动	(8)	29	(93)	(119)	(122)
其它	36	50	56	64	70
投资活动现金流	(418)	275	(38)	(37)	(16)
资本支出	(57)	(46)	(78)	(78)	(58)
其他投资	(360)	321	40	41	42
筹资活动现金流	(94)	(125)	(138)	(156)	(175)
借款变动	(1)	(25)	(1)	0	0
普通股增加	0	70	0	0	0
资本公积增加	(6)	(69)	0	0	0
股利分配	(105)	(105)	(167)	(191)	(215)
其他	19	4	30	35	40
现金净增加额	(228)	534	90	88	118

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3183	3329	3787	4227	4679
营业成本	1743	1776	2087	2330	2579
营业税金及附加	40	40	46	51	57
营业费用	943	994	1068	1192	1319
管理费用	220	153	170	186	206
财务费用	(8)	(19)	(30)	(35)	(40)
资产减值损失	5	4	4	4	4
公允价值变动收益	2	1	0	0	0
投资收益	20	18	15	15	15
营业利润	296	337	391	443	489
营业外收入	1	7	7	7	7
营业外支出	11	(8)	(8)	(8)	(8)
利润总额	287	352	406	458	504
所得税	40	50	58	66	73
净利润	247	303	348	392	431
少数股东损益	39	47	54	61	67
归属于母公司净利润	208	255	293	331	364
EPS (元)	0.60	0.61	0.70	0.79	0.87

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	11%	5%	14%	12%	11%
营业利润	53%	14%	16%	13%	10%
净利润	39%	23%	15%	13%	10%
获利能力					
毛利率	45.2%	46.6%	44.9%	44.9%	44.9%
净利率	6.5%	7.7%	7.7%	7.8%	7.8%
ROE	11.1%	12.6%	13.6%	14.4%	14.9%
ROIC	10.7%	11.0%	11.6%	12.2%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	31.8%	30.0%	30.5%	30.4%	30.2%
净负债比率	1.2%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
流动比率	2.6	2.7	2.7	2.8	2.9
速动比率	2.2	2.3	2.2	2.3	2.3
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
存货周转率	4.7	4.3	4.4	4.3	4.3
应收帐款周转率	21.3	19.2	19.4	20.2	20.1
应付帐款周转率	7.3	7.1	7.1	6.9	6.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.60	0.61	0.70	0.79	0.87
每股经营现金	0.81	0.92	0.64	0.67	0.74
每股净资产	5.38	4.85	5.15	5.48	5.84
每股股利	0.30	0.40	0.46	0.51	0.56
估值比率					
PE	16.9	16.5	14.4	12.8	11.6
PB	1.9	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	14.4	13.2	11.2	10.1	9.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业首席分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师。

漆经纬，美国乔治华盛顿大学硕士，1年美国私募对冲基金研究经验，1年国内证券从业经验，2018年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。