

千金药业 (600479) \ 医药生物

——毛利率提升带动业绩增长

事件:

公司发布2018年年报, 实现营业总收入33.29亿元, 同比增长4.58%, 归属于母公司股东的净利润2.55亿元, 同比增长22.91%, 实现归母扣非净利润2.11亿, 同比增长21.98%, 业绩符合预期。公司拟每10股派4元。

投资要点:

➤ 中药、化药毛利率提升、卫生用品增长带动公司业绩。

分板块看, 2018年卫生用品实现营收2.34亿 (+14.45%), 批发零售业务实现营收14.37亿 (+8.34%)。中药板块实现收入8.86亿 (-1.29%), 其中妇科大品种千金片/千金胶囊实现收入6.09亿 (+4.64%); 西药板块实现收入7.36亿 (-2.47%), 主要系拉米夫定下滑所致。尽管中药、化药收入端略有下滑, 但采购成本下降。主要中药材当归、党参2018年价格都有较大幅度下行 (10%-30%, 药通网), 化药子公司湘江药业采购成本下降, 使得2个板块毛利率分别提升5.9、5.72个百分点。

➤ 终端开发持续拓展。

2018年母公司签订协议连锁3032家, 新开发等级医院537家, 产品新进入等级医院1001个、基层医疗机构1766个; 千金大药房新增门店190家; 卫生用品KA开发已经超过3000家, 湘江药业的在销医院达到3302家、三终端8454家, 终端覆盖迅速。

➤ 维持“推荐”评级。

公司是妇科大健康领先企业, 妇科中药品种丰富, 化药在消化渠道库存后有望恢复性增长, 卫生用品持续增长, 长期看好公司发展。预计2019-2021年EPS分别为0.71、0.83、0.95元, 对应4月11日收盘价, PE分别为16、13、12倍。维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

一致性评价不达预期; 千金净雅销售不达预期

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,182.74	3,328.55	3,578.14	3,854.53	4,170.69
增长率 (%)	11.09%	4.58%	7.50%	7.72%	8.20%
EBITDA (百万元)	308.68	396.01	411.32	468.48	515.18
净利润 (百万元)	207.76	255.36	298.53	346.92	396.80
增长率 (%)	22.19%	22.91%	16.91%	16.21%	14.38%
EPS (元/股)	0.60	0.61	0.71	0.83	0.95
市盈率 (P/E)	25.47	19.45	15.57	13.40	11.72
市净率 (P/B)	2.48	2.29	2.18	2.07	1.95
EV/EBITDA	13.11	12.05	11.77	10.30	9.52

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

投资建议:

推荐

上次建议:

推荐

当前价格:

11.11 元

目标价格:

元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	419/419
流通 A 股市值 (百万元)	4,976
每股净资产 (元)	4.58
资产负债率 (%)	31.93
一年内最高/最低 (元)	17.42/7.33

一年内股价相对走势



夏禹 分析师

执业证书编号: S0590518070004

电话: 0510-82832787

邮箱: yuxia@glsc.com.cn

相关报告

1、《千金药业 (600479) \ 医药生物行业》

《业绩符合预期, 化药销售改善》

2、《千金药业 (600479) \ 医药生物行业》

《业绩符合预期, 期待化药销售改善》

3、《千金药业 (600479) \ 医药生物行业》

《业绩符合预期, 卫生用品、中药持续增长》

1. 年报分析

分板块看，

1、2018Q4 卫生用品板块实现收入 0.63 亿，同比增长 17.9%。卫生用品开发 KA 终端逾 3000 家，完成了 13 个省份 55 家重点连锁的开发工作以及近 8200 家次门店的上柜工作。估计卫生用品在商超、电商渠道高速增长，微商渠道略有下滑，后续年度 15%-20% 增长。

2、西药单季度实现收入 2.4 亿，同比下滑 5.31%，主要是受去年高基数影响，我们判断公司的化药消化渠道库存已经接近尾声。从年度销售的情况来看，缬沙坦胶囊销量提升 1.09%，恩替卡韦销量增长 22.61%。拉米夫定受到替诺福韦和恩替卡韦销售的影响，销量下滑 28.38%。化药板块本期毛利率提升明显，系湘江药业采购成本下降所致。2019 年预计湘江药业在消化渠道库存后恢复增长。

3、中药板块 Q4 实现收入 2.72 亿，同比下滑 5.66%。从全年的销售情况看，大品种千金片/千金胶囊销量分别增加 2.43%、1.59%，销售额合计达到 6.09 亿，相比去年同期增加 4.64%。收入下滑预计主要是由于中药材贸易业务下降所致，一线、二线中药品种销售保持持续增长。本期中药材党参、当归价格具有较大幅度下滑，使得中药板块毛利率提升。

4、药品批发零售业务中，Q4 实现收入 4.44 亿，同比增长 32.98%。公司 2018 年新增门店 190 家，总数达到 813 家。目前药店以加盟为主，现金投入小。

图表 1：分项业务增长情况

		一季度			二季度			三季度			四季度			全年		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2017	2018	2016	2017	2018	
中药生产	收入	122	143	154	219	225	223	220	241	237	289	272	798	898	886	
	增长率		17.13%	7.74%		2.61%	-1.00%		9.69%	-1.70%		-5.66%		12.56%	-1.29%	
	毛利率	53.32%	55.95%	60.59%	63.62%	64.54%	65.11%	60.44%	55.67%	67.56%	56.12%	61.86%	61.90%	58.08%	63.98%	
西药生产	收入	100	167	150	157	207	178	175	128	169	254	240	693	755	736	
	增长率		66.04%	-10.26%		31.83%	-14.08%			32.13%		-5.31%			-2.47%	
	毛利率	61.48%	68.17%	78.50%	65.22%	69.15%	75.30%	72.24%	72.52%	76.29%	70.93%	74.21%	68.36%	70.10%	75.82%	
卫生用品	收入	33	64	78	44	39	42		48	51	54	63	163	205	234	
	增长率		92.54%	21.24%		-11.69%	9.64%			5.36%		17.90%			14.45%	
	毛利率	56.59%	61.44%	62.21%	56.22%	47.51%	53.55%		60.07%	58.65%	55.23%	57.16%	56.44%	56.86%	58.51%	
药品批发零售	收入								334	337	334	444		1,326	1,437	
	增长率									1.00%		32.98%			8.34%	
	毛利率								14.72%	16.16%	18.84%	15.00%		17.15%	16.23%	

来源：公司年报整理，国联证券研究所

从研发来看，目前公司 12 个品种进行一致性评价。根据 insight 数据，缬沙坦各种剂型中，片剂仅华海药业产品以共线申报视同通过一致性评价，其他剂型尚无企业通过一致性评价；千金药业的缬沙坦胶囊处于 BE 实验阶段。恩替卡韦分散片目前已有 4 家企业通过一致性评价，千金药业的该品种目前正处在临床、药学审评中。目前

一致性评价的品种中不乏大品种阿哌沙班，千金药业的化药体量较小，在进行渠道拓展后，预计仍能实现较快增长。本期研发投入 1.18 亿，其中费用化 8409 万，资本化 3412 万，资本化的研发投入系一致性评价费用。

2. 风险提示

一致性评价不达预期；千金净雅销售不达预期

图表 2：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	331.53	815.17	847.19	971.00	1,004.5	营业收入	3,182.7	3,328.5	3,578.1	3,854.5	4,170.6
应收账款+票据	926.82	907.58	1,064.3	1,059.9	1,238.6	营业成本	1,743.2	1,776.2	1,891.3	2,016.3	2,157.2
预付账款	100.82	64.79	111.54	76.45	124.68	营业税金及附加	40.14	40.36	43.39	46.74	50.58
存货	376.32	440.85	429.25	498.37	494.08	营业费用	942.52	994.17	1,044.8	1,117.8	1,209.5
其他	319.68	82.92	-93.62	-93.62	-93.62	管理费用	220.38	153.21	255.12	274.83	297.37
流动资产合计	2,237.3	2,420.3	2,467.7	2,621.1	2,877.3	财务费用	-8.29	-18.71	-17.37	-19.12	-20.89
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	5.07	3.56	3.96	3.96	3.96
固定资产	526.06	0.00	-3.96	27.35	59.22	公允价值变动收	1.73	0.86	0.00	0.00	0.00
在建工程	3.16	0.00	37.12	39.67	43.75	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	222.16	232.62	280.48	275.16	269.84	其他	0.00	-84.09	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	114.65	405.14	516.04	503.58	503.58	营业利润	296.35	337.39	396.91	453.96	512.91
非流动资产合计	866.03	637.76	829.68	845.76	876.39	营业外净收益	-44.63	14.91	14.00	14.00	14.00
资产总计	3,103.4	3,058.1	3,297.4	3,466.9	3,753.7	利润总额	251.72	352.30	410.91	467.96	526.91
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	30.24	43.33	61.64	70.19	79.04
应付账款+票据	469.47	485.84	531.34	553.09	607.13	净利润	221.48	302.56	349.27	397.77	447.87
其他	339.22	106.61	148.81	126.18	171.20	少数股东损益	38.90	47.20	50.74	50.85	51.07
流动负债合计	808.69	592.45	680.15	679.27	778.33	归属于母公司净	182.58	255.36	298.53	346.92	396.80
长期带息负债	37.30	26.70	26.70	26.70	26.70	主要财务比率					
长期应付款	5.19	5.19	5.19	5.19	5.19		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	11.05	3.81	1.91	1.91	1.91	成长能力					
非流动负债合计	53.54	35.70	33.80	33.80	33.80	营业收入	11.09%	4.58%	7.50%	7.72%	8.20%
负债合计	862.23	628.15	713.95	713.07	812.13	EBIT	22.30%	35.87%	11.37%	14.05%	12.74%
少数股东权益	363.76	401.13	451.87	502.72	553.79	EBITDA	22.55%	28.29%	3.87%	13.90%	9.97%
股本	348.76	418.51	418.51	418.51	418.51	归属于母公司净	22.19%	22.91%	16.91%	16.21%	14.38%
资本公积	654.39	585.34	585.34	585.34	585.34	获利能力					
留存收益	874.26	1,024.9	1,127.8	1,247.2	1,383.9	毛利率	45.23%	46.64%	47.14%	47.69%	48.28%
股东权益合计	2,241.1	2,429.9	2,583.5	2,753.8	2,941.5	净利率	6.96%	8.60%	9.76%	10.32%	10.74%
负债和股东权益总	3,103.4	3,058.1	3,297.4	3,466.9	3,753.7	ROE	9.73%	11.78%	14.00%	15.41%	16.62%
现金流量表						ROIC	10.73%	13.30%	14.99%	15.90%	17.24%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	222.41	283.22	337.37	385.87	435.97	资产负债	27.92%	22.50%	23.55%	22.28%	23.28%
折旧摊销	66.12	66.43	17.78	19.63	9.16	流动比率	2.77	4.09	3.89	4.12	3.92
财务费用	1.64	0.97	-17.37	-19.12	-20.89	速动比率	1.91	3.20	3.13	3.26	3.18
存货减少	-17.86	-64.67	11.60	-69.12	4.29	营运能力					
营运资金变动	9.30	91.42	-115.84	38.68	-127.88	应收账款周转率	3.74	3.93	3.66	3.91	3.66
其它	2.74	-12.61	3.96	3.96	3.96	存货周转率	4.63	4.03	4.41	4.05	4.37
经营活动现金流	284.34	364.76	237.50	359.90	304.61	总资产周转率	1.03	1.19	1.18	1.20	1.20
资本支出	57.30	46.39	37.12	39.67	43.75	每股指标 (元)					
长期投资	1,403.8	903.99	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.60	0.61	0.71	0.83	0.95
其他	1,043.4	1,225.3	10.00	11.90	11.90	每股经营现金流	0.68	0.87	0.57	0.86	0.73
投资活动现金流	-417.78	275.00	-27.12	-27.77	-31.85	每股净资产	4.49	4.85	5.09	5.38	5.71
债权融资	-9.50	-10.60	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	市盈率	25.47	19.45	15.57	13.40	11.72
其他	-84.10	-114.22	-178.35	-208.32	-239.25	市净率	2.48	2.29	2.18	2.07	1.95
筹资活动现金流	-93.60	-124.72	-178.35	-208.32	-239.25	EV/EBITDA	13.11	12.05	11.77	10.30	9.52
现金净增加额	-227.03	515.04	32.03	123.81	33.51	EV/EBIT	16.69	14.48	12.30	10.75	9.69

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810