

买入

2014年10月31日

同仁堂集团唯一的海外平台

- 百年老字号，享誉海内外：**北京同仁堂是中药行业著名的老字号，始创于康熙八年，雍正年间被钦定供奉清宫御药房用药。时至今日，有华人的地方必有同仁堂的美名。同仁堂国药是北京同仁堂的控股子公司，是同仁堂集团（下称母集团）唯一的海外平台。公司致力于在港澳及海外市场从事生产、零售及批发中药产品及提供专业的中医医疗服务，实现中医药的品牌化、现代化和国际化的发展。公司2013年实现销售收入6.14亿港元，净利润2.2亿港元，每股盈利0.29港元。
- 生产、分销、零售一体化，提升公司价值：**公司实现中医药的生产、分销和零售一体化：在生产方面，公司在香港自产高端中成药安宫牛黄丸与灵芝孢子粉，产品在华人市场受高度认可；在分销方面，公司已实现多个地区260多个产品的分销；在零售方面，公司在非中国大陆15个地区拥有52家零售终端，实现多个地区300多个产品的零售，将中医师坐诊和药品销售相结合，得到当地群众的广泛认可。2014年上半年药品销售额的增长高达31.4%，至3.5亿港元。
- 中国中医药出口第一家，受益于海外中医药市场增长：**2013年中医药出口行业增长高达25.5%，高于同期其他品类医药的出口，受益于品牌认知和强大的销售网络，同仁堂国药是中国中医药出口市场份额最大的公司。我们认为，随着海外市场对中医药文化认识的提高、发达国家老龄化加剧以及国家政策对中医药出口的支持力度提高，中医药出口行业必将能维持高速增长的态度。作为中药行业龙头的同仁堂集团唯一的海外平台，受益于母集团的强力支持，同仁堂国药将长期享受高于行业的增长。
- 目标价13.8港元，首次评级买入：**我们认为，公司作为中医药出口行业的龙头，也是国内50亿市值以上唯一的中医药出口行业标的，理应享受比其他医药公司更高的溢价。根据PE估值法，参考同类医药公司估值，得到12月内的目标价为13.8港元。该目标价为2015财年每股盈利45港仙的30倍，与现价10.64港元有29.7%的上升空间，首次评级为买入。

蓝宇

852-25321954

Yu.lan@firstshanghai.com.hk

主要资料

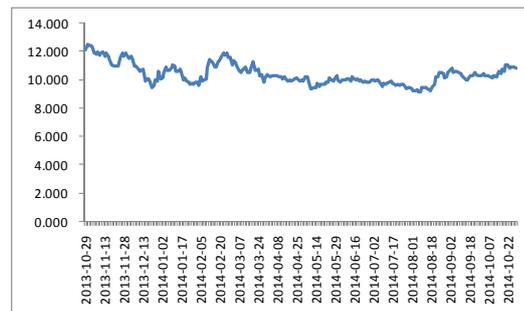
行业	医药行业
股价	10.64 港元
目标价	13.8 港元 (29.7%)
股票代码	8138
已发行股本	8.3 亿股
总市值	88.3 亿港元
52 周高/低	12.70 港元/9.09 港元
每股净现值	1.69 港元
主要股东	同仁堂集团 (72.3%)

表：盈利摘要

截至12月31日止财年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入(千港币)	333,039	613,963	794,505	1,050,576	1,390,442
变动		84.35%	29.41%	32.23%	32.35%
净利润(千港币)	155,935	220,001	289,408	376,415	490,208
每股盈利(港币)	0.26	0.29	0.35	0.45	0.59
变动		11.54%	20.24%	30.06%	30.23%
市盈率@10.64港元(倍)	40.92	36.69	30.51	23.46	18.02
每股派息(港币)	0.17	0.08	0.10	0.14	0.18
股息现价比	1.57%	0.80%	0.98%	1.28%	1.67%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

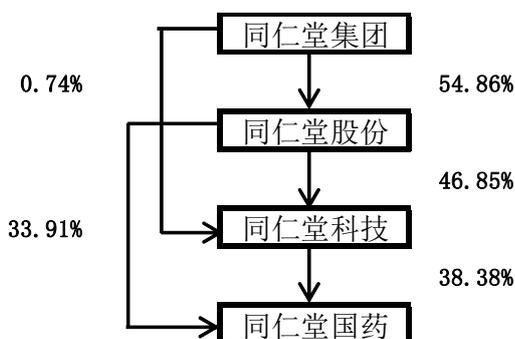
百年老字号，享誉海内外

始创于康熙年间，雍正钦定御用药品，多年享誉海内外

中医药是中华民族传承五千年的文化瑰宝，更是中华民族生生不息、繁荣富裕的重要基石。北京同仁堂是传统中药行业著名的老字号，始创于康熙八年（1669 年），雍正年间（1723 年）被钦定供奉清宫御药房用药，历经八代皇帝，长达 188 年。历代同仁堂人恪守“炮制虽繁必不敢省人工，品味虽贵必不敢减物力”的传统古训，确保了同仁堂金字招牌的长盛不衰。

同仁堂国药（下称为“公司”）是北京同仁堂的控股子公司，也是同仁堂集团唯一的海外平台。以同仁堂的中医药文化和品牌为核心，公司致力于将中国传统文化、中医药养生保健文化以及海外市场多元化战略相结合，加强海外销售网络地建设。公司在香港、澳门及海外市场（非中国市场）从事生产、零售及批发中药产品，实现中医药的品牌化、现代化和国际化的发展。

图表 1: 同仁堂国药控股结构



图表 2: 公司重要里程碑

1669年	太医院吏目乐显扬始创同仁堂，自清雍正元年起被钦定供奉清宫御药房用药，长达188年。
2004年	同仁堂国药于香港注册成立，作为同仁堂海外发展的专业平台，致力于香港及海外发展中药产品及推广中医药文化
2006年	香港大埔工业邨的生产基地平顶，公司是香港少数取得GMP认证的中药生产商。
2008年	自制安宫牛黄丸和破壁灵芝孢子粉推出市场。
2009年	首家零售店铺在香港开业。
2010年	旗舰店（中环店）在香港开业。
2013年	在联交所创业板成功上市。

资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

公司业务

零售

截止至 2014 年 9 月 30 日，公司以同仁堂品牌于 15 个海外国家和地区（香港、泰国、马来西亚、加拿大、澳门、韩国、印尼、新加坡、澳大利亚、柬埔寨、文莱、迪拜、波兰、英国、新西兰）开拓了 52 个中药零售终端，其中香港含福明堂在内 21 家（见图表 3）。公司的中药零售店铺大多能提供中医咨询及诊断、配药、针灸和推拿治疗业务，同时销售约 2000 种中药产品，包括公司自制同仁堂品牌产品（主要是安宫牛黄丸、灵芝孢子粉及公司近期推出的 4 大类新品）、非自制同仁堂品牌产品、非同仁堂品牌中药产品以及中草药，其中同仁堂品牌产品约 300 多种。公司零售网络的主要特色是以中医师诊断、保健服务带动产品销售。中医咨询服务收入一般占门店收入的 10-13%之间。

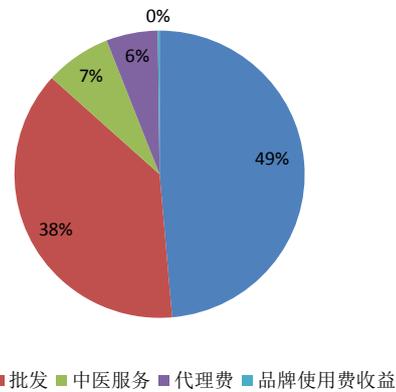
批发

公司在香港、澳门、澳洲、新加坡、韩国和泰国也经营批发业务，批发产品超过 260 种，其中约 200 种为中成药或保健品，大多数为同仁堂品牌产品，含自制产品和

非自制产品。批发客户包括海外合作伙伴、当地经销商、药店和诊所。

图表 3: 2010 年-2014 年公司零售网络发展情况

图表 4: 2012 年公司业务占比情况



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

注：香港地区有 60 家母集团零售店（不含福明堂在内），其中同仁堂国药拥有 15 家，其他 45 家店为母集团授权店，将于 2023 年到期，预计母集团将不再与其续约

生产

公司在香港大埔有生产基地，2007 年投产，生产两款产品——安宫牛黄丸和灵芝孢子粉胶囊。安宫牛黄丸与灵芝孢子粉通过自有分销网络于非中国市场分销，另外，灵芝孢子粉于 2013 年四季度开始在中国市场分销。未来，随着公司精益求精地研发更多中医药保健品种，我们预计公司将能生产更多具备高附加值的中医药养生保健产品。

安宫牛黄丸长期以来被奉为中药“温病三宝”之首

安宫牛黄丸主治清热解毒，镇惊开窍。长期以来被奉为中药“温病三宝”之首，属于心脑血管用药，是最负盛名的中风急症用药。主要成分有牛黄、麝香、珍珠、朱砂、雄黄、黄连、黄芩、栀子等药材。同仁堂生产两种配方的安宫牛黄丸，一种是“含天然牛黄和天然麝香”独家配方的安宫牛黄丸，一种是“含体外培育牛黄和人工麝香”配方的，同仁堂国药生产的是前者，国内众多中药公司生产的是后者。自 2011 年，同仁堂国药开始生产安宫牛黄丸，伴随着产能和产能利用率的提高，仅在香港一地就实现了爆发式增长，11 年及 12 年收入分别达到 0.38 亿和 1.48 亿港元。预计未来随着海外市场注册及开拓的有序进行，安宫牛黄丸有望维持高速增长。

灵芝孢子粉用于增强免疫力

灵芝孢子粉，能增强免疫力，用于年老体虚、体弱多病等各类免疫功能低下人士，以及手术或其他治疗后的患者。因具有固本扶正、延缓衰老的功效，在大陆和香港市场广受欢迎。2011-2012 年，公司销售自制灵芝孢子粉收入分别为 0.76 亿和 1.08 亿港元，其中在中国大陆分销灵芝孢子粉收入为 0.7 亿和 1.01 亿港元。根据 13 年 10 月股东大会批准的分销协议，母集团开始代理公司灵芝孢子粉于中国地区的销售，且 14 年 4 月公司公告了更新的关联交易年度上限。我们预计 14 年灵芝孢子粉收入较 13 年将大幅度上升。

公司于 2014 年三季度在香港市场推出了 4 大类新产品，包括红景天类、樟芝类、高丽参类及海洋胶原蛋白肽类，共 13 个新品。红景天所含有效成分具有强心镇

静、调节新陈代谢、调节神经系统和内分泌系统双向调节血糖、血压的作用，用于治疗脑血管疾病，老年性心肌能衰竭、糖尿病、低血压等症，也用于病后体虚、年老体弱、神经乏力等。樟芝中含有多种生理活性成分，如多糖、三萜类化合物、超氧歧化酶（SOD）腺苷、蛋白质（含免疫蛋白）、多种维生素、微量元素（钙、磷、锗）、核酸、凝集素、氨基酸、胆固醇、木质素、血压稳定物质等，具有抗肿瘤、增强免疫力、抗病毒、抗过敏、抗高血压、抑制血小板凝集、降血压、降胆固醇、抗细菌、保护肝脏等作用。高丽参具有大补元气、滋补强壮、生津止渴、宁神益智等功效，适用于惊悸失眠者，体虚者，心力衰竭、心源性休克等。海洋胶原蛋白肽也具有提高免疫力、抑制癌细胞、活化细胞机能、止血、活化筋骨、防止皮肤老化和抗皱功能。13个新产品丰富了公司目前的产品群和产品结构，且保健食品类产品在海外的注册进度远快于药品注册进度，一旦新产品陆续在海外注册，凭借公司现有的庞大的海外销售网络，我们预计每年都能有不低于20%的增长。

公司一贯具备良好的产品研发和注册能力，我们预计公司未来将持续推出新产品。

图表 5: 同仁堂国药与母集团的业务区分

产品	生产实体	销售实体	销售市场
以灵芝为原材料的中药产品	国药	国药	中国大陆及非大陆市场
	国药	母集团	中国大陆
安宫牛黄丸	国药	国药	非大陆市场
	母集团	母集团	中国大陆
其他中药产品	国药	国药	2012年Q1停止制造和销售，2014年Q3开始陆续推出新品
	母集团	母集团	中国大陆

资料来源：公司资料，第一上海

图表 6: 公司主要产品在各地区注册情况

国家/地区	截止2013年底			截止2014年9月30日	
	安宫牛黄丸	灵芝孢子粉	其他	灵芝孢子粉	其他
中国	√	√	完成同仁堂品牌新加坡、柬埔寨及阿联酋共13项注册、启动同仁堂品牌产品在马来西亚、印尼、阿联酋及韩国的共13项产品注册程序		完成同仁堂品牌产品阿联酋5项注册、启动同仁堂品牌产品在俄罗斯5项产品注册程序、着手一项中成药在香港的注册
香港	√	√			
澳门	√	√			
澳大利亚		√			
新加坡		√			
加拿大		√			
马来西亚				已启动	
泰国		已启动			
柬埔寨		√			
印尼		已启动			
越南				已启动	
文莱		√			
台湾		√			
阿联酋		已启动			
俄罗斯			已启动		
韩国		已启动			

资料来源：公司资料，第一上海

养生保健

随着“治未病”理念深入人心，人们对于自身健康的关注日益增强。同仁堂国药向来坚持以“医药并举，以医为主”为主要发展方针，于2014年6月12日签署协议，6月30日完成收购耀康国际有限公司（即香港本地知名的中医连锁“福明堂中医药中心”）。福明堂在香港共有6个中医药中心，主要提供如中医诊断、针灸、骨伤、推拿等综合养生保健服务。高级技师及医师共20余人，大多为知名中医药大学毕业职业全科中医师，具有丰富的诊治经验。随着股权收购的完成，福明堂已更名为北京同仁堂福明堂中医药中心，并引入公司的产品进行销售，福明堂作为合营企业，今后将不参与并表，但下半年有望为公司销售中成药带来一定贡献。通过这次并购，公司有望迅速获得相关本地客源，快速切入本土中医保健行业。

另外，公司将以香港为试点开设的高端中医养生保健中心预计于2014年四季度开张，定位香港中高端消费群体，集中医养生、美容、推拿、针灸等于一体，有针对性地为顾客提供中医药养生保健服务。以高端养生保健中心为旗舰店，福明堂连锁

为辅助，公司快速在香港建立了一个以同仁堂为品牌的养生保健连锁网络，与药品销售互为协同，更深入地拓延了盈利点。预计未来将逐步延伸至亚洲及欧美主流市场。充分利用同仁堂得天独厚的品牌优势和雄厚实力，结合香港运营中医连锁网络地经验，在海外打造一个定位于中高端人群的养生保健服务网络。

图表 7: 中国零售市场心脑血管用药（不含降压药）前 10 品牌排名

排名	品名	生产厂家	2011 年 市场份额	2013 年 市场份额
1	复方丹参滴丸	天津天士力	6.61%	6.86%
2	立普妥片	辉瑞	4.75%	6.52%
3	步长脑心通胶囊	步长制药	3.68%	4.06%
4	速效救心丸	天津中新药业	3.06%	3.33%
5	银可络片	深圳海王药业	4.38%	3.24%
6	麝香保心丸	上海和黄药业	2.63%	3.21%
7	同仁堂安宫牛黄丸	同仁堂	2.61%	2.91%
8	步长稳心颗粒	步长制药	2.26%	2.53%
9	万爽力片	施维雅（天津）	2.09%	2.49%
10	阿乐片	北京嘉林药业	—	2.26%

资料来源：南方所，第一上海

中医药行业 – 扬帆海外正当时

中医是中华民族的国粹。中医养生理念及中医药文化在中国有着源远流长的历史，并随着华人的迁徙而扬名海外。从中医药行业多年发展经验可见，行业发展主要受几个因素限制：国民经济发展水平、国民人口医疗保健需求（受人口老龄化、环境污染和疾病发病率等因素影响）以及国民对中医药的认可程度影响。

医疗保健消费增长受人口老龄化程度和 GDP 增长驱动

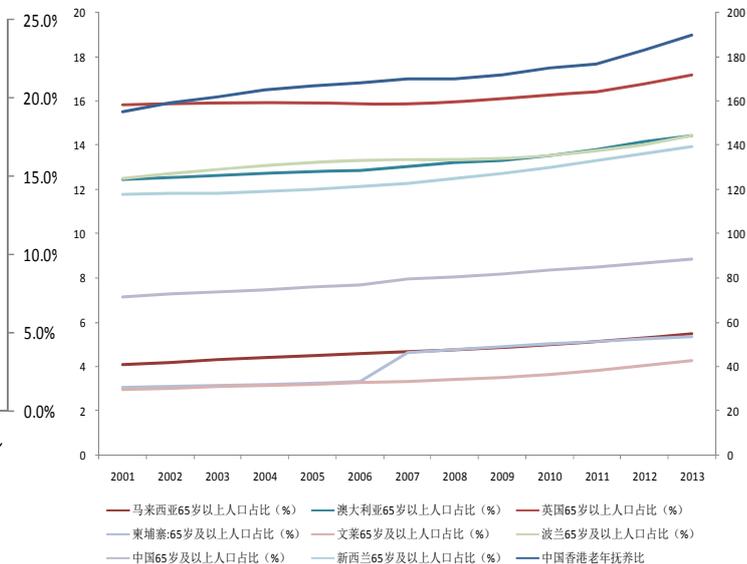
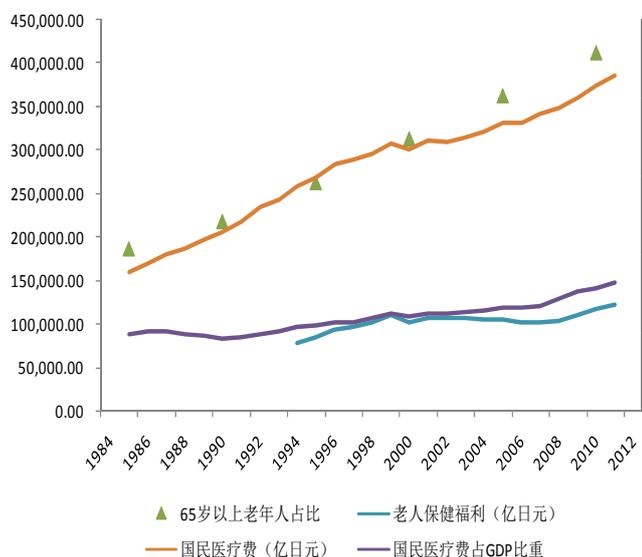
从日本、韩国等国家的经验看，随着经济发展、人均收入的提高、人口老龄化程度日益严重，人均保健支出以及医疗支出均随之增长。根据万得的数据，日本上世纪 65 岁老年人口占比从 1985 年的 10.3%，提高到 1995 年 14.5%，2000 年 17.3%，2005 年 20.1%，2010 年 22.8%，国民医疗保健消费占 GDP 比重也相应从 4.85% 提升到 5.42%、5.98%、6.56% 和 7.79%（见图 9）。表明随着国家人口老龄化日益严重，医疗保健消费将以大幅高于 GDP 的增速成长，医疗保健消费增长受人口老龄化程度和 GDP 增长驱动。

WHO 在关于《迎接 21 世纪的挑战》报告中指出：“21 世纪的医学，不应该继续以疾病为主要研究领域，应当以人类的健康作为医学的主要研究方向”。人类对医疗的理解，已从单纯的治病转变为预防、保健、治疗和康复相结合的模式。因中西方文化及医疗知识体系差异，各国人民对医疗保健品消费习惯也有所不同，众所周知，欧美国家人民更信任化学药和营养素补充品，东方国家人民更愿意接受纯天然

草本制成的具有治疗和保健功能中草药，随着中西方文化交融和发展及人口的迁徙，西方国家也有部分开始接纳中医与中药，海外中医药行业发展迎来历史契机。

图表 8: 日本人口老龄化与医疗保健支出呈正相关

图表 9: 2001-2013 年各国人口老龄化趋势明显



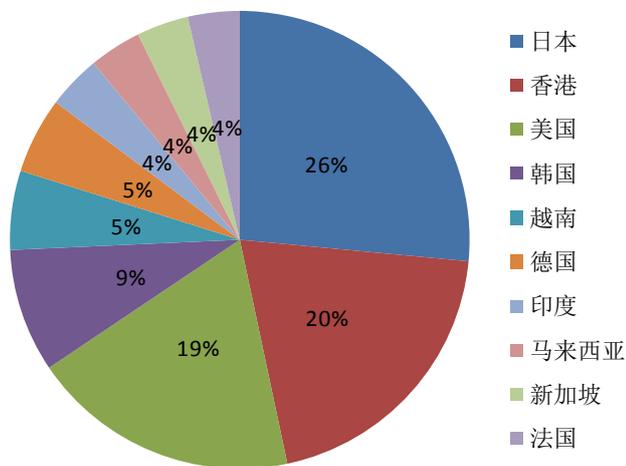
资料来源: wind, 第一上海

资料来源: wind, 第一上海

2013 年中药出口额同比增长 25.5%至 31.4 亿美元，是医药出口中增速唯一超过 20%的产品。

根据中国医药保健品进出口商会的数 据，2013 年中药出口额同比增长 25.5%至 31.4 亿美元，是医药出口中增速唯一超过 20%的产品。其中中药饮片中药材出口额为 12.1 亿美元，同比增长 41.2%。中药已出口至全球 171 个国家和地区，亚洲地区由于地缘关系，受中国传统文化影响较多，既是中药出口的传统市场，也是主要市场。2013 年，对亚洲国家和地区的出口额为 19.8 亿美元，同比增长 29.2%，占比达到 63.4%。前十市场中，亚洲占据七席，对中国香港的出口，占总出口额的 22.4%。环顾全球，承认中药药品身份国家和地区基本分布在亚洲，比如香港、新加坡、越南和阿联酋等，这些市场对中药的需求增长较快。

图表 10: 2012 年中药出口前十大市场统计



资料来源：中国医药保健品进出口商会

注：美国、德国及法国等发达国家主要进口植物提取物

图表 11: 2013 年中成药出口统计

市场	出口额（亿美元）	占比
亚洲	1.9737	73.1%
香港	1.1583	42.9%
日本	0.1863	6.9%
东盟	0.4701	17.4%
总额	2.7	100.0%

资料来源：中国医药保健品进出口商会

值得注意的是，2013 年中成药出口 2.7 亿美元，为历年来增速最低。而增速低的原因恰是因中国最大的中成药出口企业同仁堂集团的将中成药出口业务转移到同仁堂国药，统计口径的变更导致表面增速较低，由此可见同仁堂国药占据我国中成药出口市场份额之大。

从国内市场看，我国中药制造业无论从收入还是利润，近几年均处于高速增长阶段，随着医保护容、中医院机构及中医师人才的不断增加、以及国民对中医药的认可不断提高，我国中医药行业迎来一个快速稳定的增长期。灵芝孢子粉作为公司唯一一个销往中国市场的保健产品，预计亦能分享良好的行业增长。

图表 12: 03-13 年我国中药制造企业主营收入情况



图表 13: 03-13 年我国中药制造企业利润总额情况



资料来源: Wind

资料来源: Wind

国家政策大力支持中医药的发展

从国家政策来讲,无论是对国内中医药行业,还是对外弘扬中医药文化、出口中医药服务及产品,都给予了大力的支持。李克强总理在 2014 年 3 月发布的《政府工作报告》提及要扶持中医药和民族医药事业的发展。《2014 年中医药工作要点》第二十一及二十二条提及,要深入推进中医“治未病”健康工程、开展“中医中药中国行”进乡村、进社区、进家庭活动,体现了国家对中医保健及中医药深入基层的坚定扶持。《国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务的通知》第八条提及,要加强县中医院和县医院中医科基本条件和能力建设,继续实施基层中医药服务能力提升工程。

《中华人民共和国中医药法(征求意见稿)》支持中医药治疗、保健及国际贸易

2014 年 7 月,国务院法制办公布《中华人民共和国中医药法(征求意见稿)》公开征求意见,更是彰显了国家支持中医药的决心,其中第二十条提及,社区卫生服务中心、乡镇卫生院、社区卫生服务站、村卫生室应当合理配置中医药技术人员,推广和运用中医药适宜技术;第二十一条提及,县级以上人民政府应当发展中医药预防、保健服务,并将其纳入基本公共卫生服务;第四十一条提及,国家支持中药国际贸易,促进服务贸易发展,涉及药用野生动植物及其产品进出口的,应当遵守相关法律、行政法规的规定。第五十九条提及,国务院有关部门制定基本医疗保险支付政策和基本药物政策,应当发挥中医药的优势,支持提供中医药服务。

图表 14: 中医药发展十二五规划第十条: 积极开展中医药对外交流与合作
 图表 15: 中医药对外交流与合作中长期规划纲要 (2011—2020)

专栏 12 中医药对外交流与合作专项		主要任务
01 中医药国际政府间合作 落实国家领导人讲话和对外承诺, 执行与外国政府或部门间中医药合作协议, 深化与国际组织合作; 与更多国家建立并完善政府间中医药交流与合作工作机制; 加强与外国政府间交流与合作, 为中医药医疗、教学、科研机构和企业开展对外交流与合作搭建政府平台。		扩大中医药产品和服务贸易 采用政府引导与市场机制相结合的方式, 整合国内外资源, 支持中药企业在海外建立研究基地和营销网络, 支持中药产品海外注册, 扩大中药产品的国际贸易规模, 积极拓展海外市场。 实施中医药服务贸易多元化战略, 建设一批集中医药医疗保健、教育培训、文化传播等功能于一体的中医药服务贸易示范机构。利用多边、双边自由贸易区谈判, 推动中医药服务贸易发展。
02 中医药国际合作平台建设 在“十一五”期间已建立的 41 个国家级中医药国际交流与合作基地基础上, 再建立一批基地, 促成我国中医药医疗机构、高等院校、科研院所及企业与国外知名医疗、教学和科研机构、医药企业及跨国投资机构等建立合作关系, 实施一批中医药国际交流与合作示范项目。		密切与港澳台交流合作 通过设立和支持内地与港澳地区具体合作项目, 加强政策法规、医疗保健、教育培训、科学研究、医药产品、文化传播、科普宣传等各领域的交流与合作。扩大与台湾地区的中医药交流与合作, 增加交流人次、提高合作层次、拓宽合作领域, 推进务实合作, 提高海峡两岸中医药服务能力。举办海峡两岸及港澳地区中医药学术交流大会, 推进中医医疗、科研、教育、产业及管理等方面合作, 实现海峡两岸及港澳地区中医药事业的共同发展。
03 中医药国际型人才培养 遴选中医药学科带头人, 培养成为具有国际影响力的知名中医药学科带头人; 培养一批具有国际视野、善于开展中医药国际交流与合作的中医药医教研产机构高级管理人才; 开展中医药对外交流与合作队伍培训; 引进相关领域的国际知名专家来华指导、讲学和交流。		发展目标. 到 2015 年, 与国际组织和外国政府间合作得到进一步巩固和拓展; 中医药对外医疗、教育、科研合作的规模不断扩大, 效益显著提高; 中药产品出口额继续稳步增长, 在中成药能够以药品形式进入国际医药市场方面取得进展; 中医药国际标准制定取得突破, 中医药文化的国际影响力明显增强; 中医药民间对外交流与合作进一步得到加强, 一批高水平中医药对外交流与合作基地基本建成, 高素质中医药外向型人才队伍逐步形成。初步建立起适应中医药对外交流与合作的保障体系。
04 中医药文化国际传播 组织制作和出版一批适宜的中医药文化宣传与知识普及图书和视频等资料; 利用政府间“国家年”、“中医药周”等平台, 组织名中医开展中医药文化、养生保健知识等讲座活动; 配合国家“孔子学院”建设, 推广和普及中医药文化、科普知识; 在欧美发达国家主要城市开展中医药文化和科普知识巡回展览活动。		到 2020 年, 中医药发展的国际环境得到明显改善, 中医药医疗保健服务被更多国家或地区纳入医疗保健服务体系和医疗保险体系, 中医药国际标准被更多国家认同, 中医药文化传播和科普范围更加广泛, 中医药对外服务范围和服务领域进一步扩大, 对外交流与合作工作对中医药事业的贡献率显著提高。
05 与港澳台地区交流合作 完善两岸四地中医药交流合作机制, 针对两岸四地中医药发展需求, 每年举办不同专题的高水平中医药交流活动, 支持两岸四地中医药医疗、教育、科研、产业等机构开展合作项目, 共同推进两岸四地中医药发展。		

资料来源: 国家中医药管理局

资料来源: 国家中医药管理局

我们充分相信, 未来在非中国市场, 同仁堂国药也将享受中医药行业独特的龙头地位。

我们认为, 无论是从数据推断, 还是从国家政策的大方向, 同仁堂国药均处于中医药出口行业的风口。作为中国中医药第一品牌和中国中医药出口第一家, 且母集团拥有完整的中医药产业链和丰富的产品线, 公司必然能在未来分享超过行业的增长。同仁堂集团在我国悠久的历史长河一直享受中医药行业超然的龙头地位, 我们充分相信, 未来在非中国市场, 同仁堂国药也将享受中医药行业独特的龙头地位。

行业公司概况

中国中药 (570 HK): 国药集团唯一的中药平台

该公司目前拥有 7 个基药独家品种, 4 个中华老字号, 超过 500 个生产批件。产品销往各级医院及零售药店。公司 2013 年收入达到 13.9 亿人民币, 毛利达到 8.26 亿人民币, 毛利率为 59.2%, 净利润达到 1.99 亿人民币, 每股盈利 9.68 分。

白云山 (874): 中华老

该公司是老牌国企, 旗下有中药、化药、大健康产品及商业几大板块。公司 2013

字号品牌最多的企业 年收入达到 176.08 亿人民币，毛利达到 56.53 亿人民币，毛利率为 32.1%，净利润达到 9.8 亿人民币，每股盈利 76.8 分。

华翰生物制药（587）：销售能力卓越的中药公司 该公司拥有主要产品有中药芪胶升白胶囊、妇科再造丸、易孚易贝等等，多为中药产品，少数为生物制品，未来将以以传统中药、生物药品及医院管理经营为三大方向。公司 2014 财年收入达到 18.6 亿港币，毛利润达到 13.4 亿港币，毛利率达到 72.1%，净利润达到 3.41 亿港币，每股盈利 8.65 港仙。

同仁堂国药——关键财务指标对比

毛利率向第一梯队靠拢 因主要产品安宫牛黄丸与灵芝孢子粉竞争壁垒高，安宫牛黄丸具有“含天然牛黄和麝香”独家配方，灵芝孢子粉破壁率高达 98%，远高于市场同类产品，因独特的配方、技术及质量优势，公司享有比同行更高的产品定价。同时公司的原材料由母集团统一采购与供给，成本具备一定规模优势。且同仁堂集团是百年老字号品牌，产品拥有一定的品牌溢价，因此能享受更高的毛利率。

净利率高于同行 区别于同行中药公司，公司主要销售市场为海外市场，且产品多为高端中成药和保健品，产品均价较高、人均销售效率也较高，因此销售费用率与行政费用率均比同行低，净利率高于同行。随着 11 月养生中心开业，我们预计开业初期公司整体销售费用率会有一定上升，从而净利率或有下降。

净资产收益率高于同行 公司盈利能力较高，且不需要大量投入于固定资产投资，因此净资产收益率远高于同行。

图表 17: 中药公司财务对比

代码	公司名称	2011	2012	2013
	毛利率 (%)			
0587. HK	华瀚生物制药	65.2	77.9	72.1
0874. HK	白云山	25.1	27.0	32.1
0570. HK	中国中药	54.0	54.7	59.2
8138. HK	同仁堂国药	67.0	69.9	68.4
	净利率 (%)			
0587. HK	华瀚生物制药	50.1	12.7	18.3
0874. HK	白云山	5.3	4.8	5.6
0570. HK	中国中药	7.1	16.3	14.2
8138. HK	同仁堂国药	29.7	42.9	35.7
	净资产收益率ROE(平均) (%)			
0587. HK	华瀚生物制药	18.5	5.3	7.0
0874. HK	白云山	7.7	10.0	17.9
0570. HK	中国中药	8.1	21.0	11.1
8138. HK	同仁堂国药		37.3	24.9

资料来源：公司资料，第一上海

竞争优势

母集团资源丰富，为公司海外拓展奠定基础

母集团的品牌和品种资源丰富

作为中国中药第一品牌，同仁堂集团的品牌认知度是其他任何中药品牌无法相提并论的。以往的经验也证明，无论是新业务、还是新产品的开发和推广，都能迅速展

开并蓬勃发展。海内外华夏儿女对同仁堂品牌均有巨大的认知力。

同时，母集团拥有巨大的资源宝库，包括 800 个产品文号和 200 个独家品种。截止 2012 年底，拥有 10 个种植和加工基地，3 个中药材前处理基地，3 个在建中药材前处理基地。未来，借助母集团的品牌、品种及中药生产能力，同仁堂国药作为中国中药海外拓展第一家，将享受着得天独厚的优势。

原材料资源充足，安宫牛黄丸具备涨价空间

自 2005 年起，名贵药材每年使用配额由国家林业总局规定。目前，国内能使用天然麝香的仅限于 6 个厂家 8 个产品，其中安宫牛黄丸仅允许同仁堂使用天然麝香。国家每年配额供给天然麝香约 500 公斤，约 70%供给同仁堂。因此，同仁堂国药无论扩产前后，安宫牛黄丸产能从未因原材料供给不足而受限。另外，因天然牛黄与天然麝香属于稀缺资源，安宫牛黄丸独家优势显著，未来具备充足的涨价空间。

具有丰富经验的管理层及灵活的管理机制

公司管理层具有丰富的学识和多年的行业经验

公司现任董事与高级管理人员均具有丰富的学识和业界经验，在同仁堂集团内部任职多年，对同仁堂中医药的品牌、文化、产品和公司运营均有非常深刻的理解和充足的经验。公司 CEO 丁永玲女士与 CFO 林曼女士均于二级市场购买了公司的股票，彰显了管理层对公司未来经营充分的信心和动力。事实上，自二十世纪五十年代起，同仁堂集团已于香港开设分销业务，且自二十一世纪初年起进军其他海外市场，可谓国内最早进行海外中医药业务拓展的公司，现同仁堂国药的多位董事与高管，已累积了多年开展海外中医药的经验，包括注册、生产、销售与推广等，这是区别于国内同行的宝贵的竞争优势之一。

另外，处于国企改革方案出台的时代大背景下，作为老牌央企的同仁堂旗下总部位于香港的面向海外市场的海外上市子公司，是同仁堂下属企业中最具备管理改革条件的，也是最应该采用市场化人才激励政策的公司。我们相信，灵活的管理机制将是公司未来发展的一大竞争力。

主席与执行董事履历

梅群，研究生学历，副主任药师。历任北京同仁堂(集团)总经理助理及副总经理，北京同仁堂股份总经理、北京同仁堂科技副董事长。现任同仁堂集团董事长、总经理、党委书记，同仁堂股份董事长、同仁堂科技董事长、北京同仁堂健康药业董事长等等。兼任中国中药协会副会长、北京药学会常务理事、北京医药行业协会副会长、北京市第十四届人大教育科技文化卫生体育委员会委员，北京市东城区第十五届人大代表。

丁永玲，公司执行董事兼总经理，负责日常营运及管理。1984 年加入同仁堂集团，1995-2003 年历任同仁堂集团公司外经贸处处长、进出口分公司经理及同仁堂科技副总经理。2003 年起出任同仁堂集团公司副总经理及北京同仁堂国际有限公司董事总经理，2004 年 9 月获委任为公司董事兼总经理。自 2012 年至今出任同仁堂集团公司董事及副总经理。1997 年毕业于中央党校经济管理专业并获得学士学位，2002 年完成对外经济贸易大学国际商学院国际企业管理专业在职研究生课程。

张焕平，公司副总经理兼执行董事。2010 年加入公司担任副总经理，2011 年获委任为公司董事，负责生产事宜。2002 年获北京市中级技术职称评定委员会授予药师资格。1979 年加入同仁堂集团，1999-2002 年担任北京同仁堂中药厂副厂长，2002-2008 年担任北京同仁堂药酒厂副厂长，2009-2010 年担任同仁堂科技执行董事。2000 年毕业于中央党校函授学院，主修经济管理。

林曼，公司财务总监、公司秘书兼执行董事，香港会计师公会会员，负责财务事宜。2004 年加入公司，2005 年获委任为公司秘书，2008 年获委任为财务总监，2011 年获委任为本公司董事。1999 年获北京外国语大学授予波兰语文学学士学位

位，2004 年获英国兰卡斯特大学授予会计与财务文学学士学位。

图表 18: 截至 2014 年 9 月 30 日公司高管持股情况

高管名称	持股数量	占比
丁永玲	200,000	0.02%
林曼	190,000	0.02%

资料来源：公司资料

独特的发展模式

医药营销，文化先行

文化差异是中医药走向海外的最大壁垒。中药大多数是复方的，有效成分较多，来源于几千年的经验积累，很难像西药那样解释清楚到底是哪种化学物质在起作用，如果没有文化认同，中药就很难走进欧美市场。从 2008 年起，同仁堂开始了与孔子学院合作的尝试——联合办学。2010 年，北京同仁堂与中国国家汉办孔子学院总部正式签订战略合作协议，建立海外文化传播平台。2012 年，北京同仁堂与中国航天科技集团所属亚太卫视签署合作协议，共同投资港币 1000 万元，在香港成立北京同仁堂传媒（香港）有限公司。合资公司将在亚太卫视建立覆盖多个国家和地区的北京同仁堂养生保健卫星电视频道，向海外宣传和弘扬中医药文化。

每一家同仁堂海外门店都是一座中医药文化传播中心，每一家药店根据自身条件，设有专门的中医药博物馆或展览室，面积小的有中医药文化角或者文化墙，同仁堂在海外的每一家门店，既是经济实体，又是文化载体，在文化推广的潜移默化中展现中医药的无穷魅力。

同时，公司还在波兰建起文化中心，除了原有的中医服务如按摩理疗等业务外，还教波兰儿童学汉语，教陪同孩子的家长学武术、练养生操、品中国茶，虽然收费比较高，但仍然很受欢迎。当地的主流消费群体非常热衷于到这个中心接受按摩等养生服务，仅仅半年时间，当地民众就接受了同仁堂的理念。

医疗服务网络的扩张与细化

成功上市之后，如何充分有效地利用募集资金也是非常重要的，公司的策略是利用公司的资金优势，精挑细选收购目标，完善产品产业链，打造海外制造产品群。在上市一年多的时间里，公司收购“福明堂”中医药中心，直接获得中医药连锁中心的门店网络、医生资源、香港本地客源以及管理经验，为接下来拓展医疗服务版图奠定基础。2014 年 11 月，公司还开办中高端的养生中心，完善中医服务的产业链。

兼并收购，完善产品组合和销售网络

另外，除了利用母集团优越的中医药资源，公司还在全球寻求当地优势合作或并购资源。如 14 年上半年完成收购新西兰的资产收购，在原有网络的基础上，融入同仁堂的文化、优势资源和经营理念，打造一家本地化的中医药连锁企业。又如公司也利用台湾本地的优势资源，积极研发和生产同仁堂品牌的系列养生保健食品，增强公司的竞争力，典型产品如“老姜黑糖”在香港市场受到了热烈的追捧。同时，同仁堂国药也在积极探索收购欧美、大洋洲等地与同仁堂具有相同发展目标和理念的本地化工厂，以打破产品进入欧美市场的准入壁垒。

销售预测及获利能力分析

收入预测

总收入：14-16年
CAGR为32.3%，高于
行业增速

基于公司现在仍处于扩张期，海外网络不断扩大，渗透率不断提高，随着公司产品注册进度有条不紊地进行，我们预计公司未来收入仍有较大的增长空间。预计2016年收入将达到13.9亿港元，14-16年CAGR为32.3%。

财务分析

盈利能力：毛利率保持稳定，净利率或有压力

毛利率预计将保持稳定

我们认为，公司产能利用率一直保持稳定，原材料由母集团供给，涨价压力不大。且短期内产品提价可能性不大，公司毛利率将维持在68-70%的稳定区间内。

净利率或有压力

公司2014年11月香港高端养生中心即将开业，我们对公司的养生健康服务业务长期看好业务，但爬坡期内盈利存在一定不确定性，或对净利率造成一定压力。

营运能力：运营占用现金少，为公司带来充裕的现金流

随着公司运营稳定，运营效率将逐步提高

公司因2013年底灵芝孢子粉恢复在国内销售，库存周转天数与应收周转天数有不同程度的上升，随着今后业务稳定，我们预计库存周转天数、应收周转天数会有一定下降。从过往经验看，公司应付账款一直保持在一个稳定的水平，因此随着销售的上升，应付周转天数也将下降。因13年底应收账款数额的上升，导致经营活动净现金/净利润指标下降到0.65，我们预计这个数值也将逐渐恢复到1以上。

图表 19: 2012年-2016年公司营运能力分析

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
库存周转天数		189.6	157.4	121.4	93.6
应收账款天数		77.9	78.3	71.0	64.4
应付账款天数		128.6	104.7	79.2	59.8
经营活动净现金/净利润	1.19	0.65	0.93	1.01	1.01

资料来源：公司资料，第一上海预测

现金流充裕，资产负债率保持下降趋势

现金流充裕，未来除非有较大并购项目，否则借款可能性不大

我们认为，因公司盈利质量高，具备良好的造血能力，加上13年成功上市，因此保持非常低的负债率以及充裕的现金流。我们预计，未来如果没有较大的并购项目，公司不会进行债务融资。

图表 20: 2012年-2016年运营能力分析预测

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
资产负债率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
应付账款/总负债	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
银行存款/总负债	2.3	9.2	10.0	11.3	12.7

资料来源：公司资料，第一上海预测

目标价 13.8 港元，买入评级

PE 估值法，目标价 13.8 港元，买入评级 我们采用 PE 估值法对其估值，主要因公司是高成长、未来收入和利润增长依赖于公司销售网络、产品和业务的扩张的公司。因公司是中国中药第一品牌，国内中药出口销售的龙头，也是国内上市 50 亿市值以上唯一的海外经营中药业务的标的，同时现有业务预计能获得较好增长，且未来在新产品、新业务及新市场均有较多可能性。我们认为应给予比国内中药公司更高的估值。我们给予 12 个月内目标价为 13.8 港元，是 15 年预测 EPS 的 30 倍，较现有价格有 29.7% 的增长空间，首次评级为买入。

图表 21: 香港上市中药公司估值一览表

证券简称	证券代码	股价 (港元)	港股市值 (亿港元)	PE			EPS		
				2013	2014	2015	2013	2014	2015
同仁堂科技	1666	10.36	65.13	25.26	22.87	19.47	0.41	0.45	0.53
白云山	874	26.90	59.15	27.76	22.05	17.96	0.97	1.22	1.50
同仁堂国药	8138	10.64	88.31	36.69	30.40	23.13	0.29	0.35	0.46
中国中药	570	4.12	104.40	33.73	22.51	18.31	0.12	0.18	0.23
神威药业	2877	13.80	114.13	13.18	12.07	11.23	1.05	1.14	1.23
康臣药业	1681	6.73	67.30	26.67	23.05	17.90	0.25	0.29	0.38
华瀚生物制药	587	2.68	109.64	43.70	31.53	19.14	0.06	0.09	0.14
平均				29.57	23.50	18.16	0.45	0.53	0.64

资料来源：彭博

风险因素

- 海外市场对中药安全性的顾虑** 海外市场对中药安全性问题一直有误解，再加上媒体对中药的非专业报道，对于中成药产品在海外市场的销售有一定的负面影响。
- 原材料供应问题** 虽然公司近年来原材料供应均非常充足，但如果未来市场销售增长远远高于预期，原材料供应未必能够持续满足生产要求。
- 海外法律风险** 因各国对中成药和中医服务的管理不一致，公司在海外市场的合规成本也不一致，面临的法律风险或相较于国内市场更大。

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。