

同仁堂国药

上半年业绩低于预期，中国内地市场放缓

业绩回顾

2015年上半年业绩低于预期

同仁堂国药公布其2015年上半年业绩：归属于股东的净利润同比增长23.4%至1.731亿港元，每股盈利0.21港元，低于预期；营业收入同比增长33.0%至4.841亿港元。2季度净利润和营业收入分别为9,010万港元和2.501亿港元，高于1季度的8,300万港元和2.34亿港元。

发展趋势

来自中国内地市场的营收下降**16.3%**，主要由于1)中国内地经济的放缓；2)政府持续的反腐败措施抑制高端消费；以及3)关联交易年度上限的限制。但是，得益于香港和海外市场的高需求，我们预计整体零售市场仍将稳步增长。

大宏开始贡献利润。从今年2月27日至6月30日，大宏贡献了7,450万港元的收入和1,350万港元的利润。我们预计，大宏将进一步提升公司在香港的市场份额。

毛利率下滑，但管理费用下降，支持盈利能力。毛利率同比下滑2.2个百分点。管理费用率同比下降9.5个百分点。我们预计，公司将控制管理费用以提升利润。

盈利预测调整

我们将**2015**和**2016**年每股盈利预测从先前的**0.45**港元和**0.58**港元分别下调**3%**和**7%**至**0.43**港元和**0.54**港元，对应净利润增速预测为25%和25%。

估值与建议

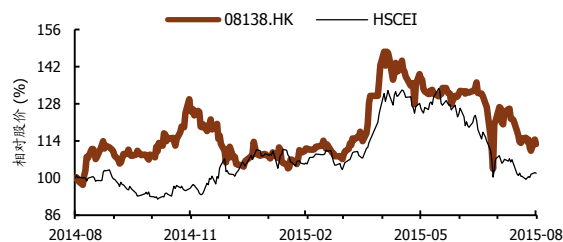
基于我们**2015**和**2016**年的每股盈利预测，目前公司股价对应**25**倍和**20**倍的市盈率。维持“推荐”评级和**12.5**港元目标价（对应29倍的2015年市盈率）。

风险

主要产品市场份额下降；香港市场需求疲软。

维持推荐

股票代码	08138.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 10.70
目标价	港币 12.50
52周最高价/最低价	港币 14.82~8.80
总市值(亿)	港币 90
30日日均成交额(百万)	港币 2.97
发行股数(百万)	837
其中：自由流通股(%)	26
30日日均成交量(百万股)	0.26
主营行业	制药与生物技术



(港币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	614	761	1,001	1,272
增速	84.4%	24.0%	31.5%	27.1%
归属母公司净利润	220	287	360	452
增速	41.1%	30.5%	25.4%	25.4%
每股净利润	0.26	0.34	0.43	0.54
每股净资产	1.53	1.78	2.12	2.53
每股股利	0.08	0.10	0.13	0.16
每股经营现金流	0.17	0.29	0.36	0.51
市盈率	40.5	31.0	24.7	19.7
市净率	7.0	6.0	5.1	4.2
EV/EBITDA	30.1	23.2	18.2	14.1
股息收益率	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%
平均总资产收益率	21.2%	18.9%	19.9%	20.9%
平均净资产收益率	24.9%	20.8%	22.2%	23.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

楼慧源

联系人
huiyuan.lou@cicc.com.cn
SAC 执业编号：S0080114080034

强静，CFA

分析师
jing.qiang@cicc.com.cn
SAC 执业编号：S0080512070005
SFC CE Ref: AWU229



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	614	761	1,001	1,272	营业收入	84.4%	24.0%	31.5%	27.1%
营业成本	-194	-218	-314	-401	营业利润	136.0%	28.1%	26.0%	26.3%
营业费用	91	123	156	198	EBITDA	118.6%	28.4%	25.6%	26.0%
管理费用	66	78	98	126	净利润	41.1%	30.5%	25.4%	25.4%
其他	0	0	0	0	盈利能力				
营业利润	268	344	433	547	毛利率	68.4%	71.4%	68.6%	68.5%
财务费用	-5	-11	-11	-13	营业利润率	43.7%	45.1%	43.2%	43.0%
其他利润	8	23	23	26	EBITDA 利润率	45.9%	47.6%	45.4%	45.0%
利润总额	271	355	444	560	净利率	35.8%	37.7%	36.0%	35.5%
所得税	51	68	84	108	偿债能力				
少数股东损益	8	8	10	14	流动比率	12.05	14.50	10.45	12.76
归属母公司净利润	220	287	360	452	速动比率	10.99	13.17	9.12	11.33
EBITDA	282	362	455	573	现金比率	4.72	6.19	4.51	6.27
扣非后净利润	220	287	360	452	资产负债率	7.1%	5.9%	7.9%	6.5%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	454	563	683	919	回报率分析				
应收账款及票据	133	165	227	271	总资产收益率	21.2%	18.9%	19.9%	20.9%
存货	102	121	201	210	净资产收益率	24.9%	20.8%	22.2%	23.3%
其他流动资产	469	471	471	471	每股指标				
流动资产合计	1,159	1,320	1,581	1,870	每股净利润 (港元)	0.26	0.34	0.43	0.54
固定资产及在建工程	210	260	335	391	每股净资产 (港元)	1.53	1.78	2.12	2.53
无形资产及其他长期资产	41	53	63	74	每股股利 (港元)	0.08	0.10	0.13	0.16
非流动资产合计	251	313	398	465	每股经营现金流 (港元)	0.17	0.29	0.36	0.51
资产合计	1,410	1,633	1,979	2,335	估值分析				
短期借款	0	0	0	0	市盈率	40.5	31.0	24.7	19.7
应付账款	69	71	131	126	市净率	7.0	6.0	5.1	4.2
其他流动负债	27	20	20	20	EV/EBITDA	30.1	23.2	18.2	14.1
流动负债合计	96	91	151	147	股息收益率	0.7%	0.9%	1.2%	1.5%
长期借款	0	0	0	0					
非流动负债合计	4	5	5	5					
负债合计	100	96	156	151					
股本	415	415	415	415					
未分配利润	859	1,071	1,347	1,694					
股东权益合计	1,274	1,486	1,762	2,109					
负债及股东权益合计	1,410	1,633	1,979	2,335					
现金流量表									
税前利润	271	355	444	560					
折旧和摊销	15	18	22	26					
营运资本变动	-117	-49	-81	-57					
其他	-27	-80	-86	-107					
经营活动现金流	143	245	299	421					
资本开支	-121	-68	-95	-82					
其他	-355	-5	-11	-11					
投资活动现金流	-476	-73	-107	-93					
股权融资	662	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-121	-56	-72	-92					
筹资活动现金流	541	-56	-72	-92					
汇率变动对现金的影响	-3	-7	0	0					
现金净增加额	208	116	119	236					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

同仁堂国药总部设于香港，是北京同仁堂集团的海外发展平台，主要在香港、澳门及中国以外市场经营中药产品的生产、零售及批发业务。自 2004 年成立至今，不断发展壮大，就涵盖区域数目而言，公司已发展成为海外最大的中药产品连锁店。集团在香港大埔的厂房，生产设施均已实现现代化，并已获得 GMP 认证。



图表 1: 综合盈利预测调整

港币 百万元		2013A	2014A	2015E	2016E
主营业务收入	调整前	614	761	1,005	1,295
	调整后	614	761	1,001	1,272
	(+/-%)	0.0%	0.0%	-0.4%	-1.8%
主营业务成本	调整前	194	218	295	371
	调整后	194	218	314	401
	(+/-%)	0.0%	0.0%	6.7%	8.0%
经营性利润	调整前	268	344	447	585
	调整后	268	344	433	547
	(+/-%)	0.0%	0.0%	-3.3%	-6.5%
净利润	调整前	220	287	372	484
	调整后	220	287	360	452
	(+/-%)	0.0%	0.0%	-3.2%	-6.7%
每股盈利 (HK\$)	调整前	0.26	0.34	0.45	0.58
	调整后	0.26	0.34	0.43	0.54
	(+/-%)	0.0%	0.0%	-3.2%	-6.7%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

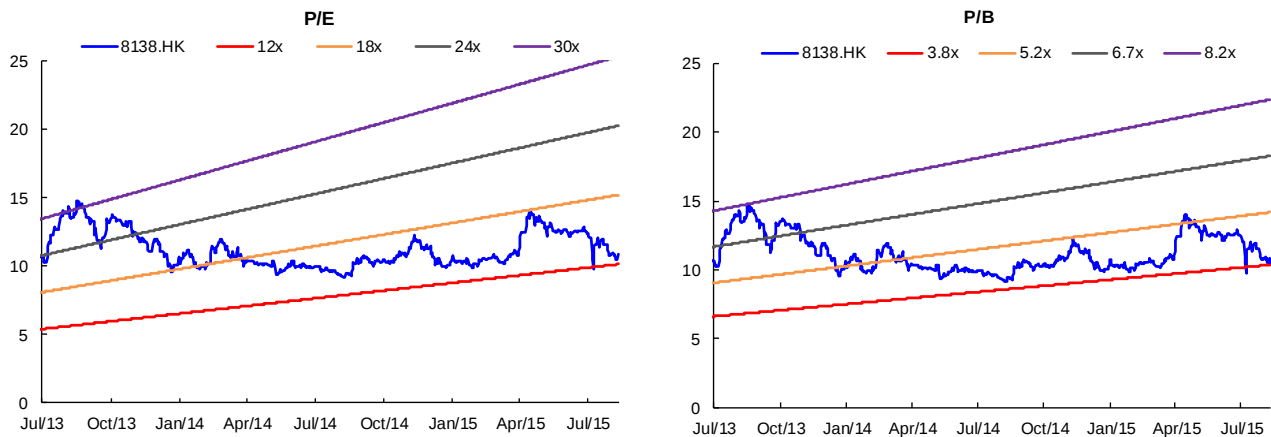
图表 2: 季度业绩拆解分析

(港币 百万元)	1H15A	YoY	HoH	2015E	1H as % of FY
收入	484	33.0%	21.9%	1,001	48.4%
毛利	329	28.9%	14.4%	687	47.9%
营业利润	219	29.0%	26.0%	433	50.6%
净利润	173	23.4%	17.9%	360	48.1%
全面摊薄每股收益 (HK\$)	0.21	23.4%	17.9%	0.43	48.1%
毛利率	68.0%	-2.2ppt	-4.5ppt	68.6%	
营业利润率	45.2%	-1.4ppt	1.4ppt	43.3%	
净利润率	35.8%	-2.8ppt	-1.2ppt	36.0%	

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



图表 3: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值表 (更新至 2015 年 8 月 11 日)

公司名称	代码	收盘价 (本币单位)	总市值 (百万美元)	每股收益 (本币单位)			市盈率			市净率			企业价值倍数			净资产收益率			股息 收益率
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	
港股医药商业上市公司																			
国药控股	1099.HK	29.95	10,676	1.11	1.30	1.61	27.0	23.0	18.6	2.3	2.2	1.9	11.7	9.7	8.2	12.2	12.4	13.5	1.3
上海医药	2607.HK	18.84	8,570	0.96	1.08	1.22	19.6	17.4	15.4	1.5	1.4	1.3	14.5	12.6	11.4	9.1	9.6	9.9	1.9
白云山	874.HK	21.65	6,095	0.93	1.04	1.23	23.2	20.8	17.6	2.9	2.2	2.0	23.6	22.1	18.8	16.3	15.6	15.5	1.6
平均值			8,447				23.3	20.4	17.2	2.2	1.9	1.7	16.6	14.8	12.8	12.6	12.5	13.0	1.6
港股制药行业上市公司																			
石药集团	1093.HK	7.35	5,594	0.22	0.27	0.36	33.6	27.2	20.4	5.2	4.5	3.9	20.5	15.4	12.7	16.3	19.6	21.3	1.4
同仁堂科技	1666.HK	12.06	1,990	0.36	0.43	0.50	33.5	28.0	24.1	3.6	3.2	3.0	15.1	12.2	10.7	13.9	13.9	14.7	1.4
同仁堂国药	8138.HK	10.70	1,154	0.35	0.43	0.54	30.9	24.9	19.7	6.0	5.1	4.3	21.8	17.4	14.1	20.7	22.7	23.6	0.9
丽珠集团	1513.HK	40.00	2,864	1.74	2.07	2.55	23.0	19.3	15.7	3.4	2.9	2.6	22.2	18.1	15.1	15.9	14.9	15.7	0.2
中国生物制药	1177.HK	9.00	5,729	0.31	0.37	0.44	29.0	24.3	20.5	6.4	5.2	4.2	18.1	13.9	11.7	21.0	22.8	22.2	0.7
石四药集团	2005.HK	2.31	883	0.20	0.21	0.26	11.6	11.0	8.9	2.1	2.0	1.7	7.8	7.8	6.6	18.6	19.2	20.9	2.6
三生制药	1530.HK	8.92	2,890	0.12	0.22	0.31	74.3	40.5	28.8	n.a.	4.1	3.8	49.7	27.0	20.1	29.1	21.7	19.0	0.0
四环药业	460.HK	4.41	5,888	0.17	0.21	0.25	26.1	21.3	17.6	4.2	3.6	3.1	16.8	13.4	10.9	20.8	22.4	23.7	0.7
联邦制药	3933.HK	4.70	985	0.40	0.39	0.46	11.6	12.1	10.3	1.0	1.0	0.9	9.3	8.3	7.6	13.3	8.7	9.1	0.0
平均值			3,763				29.9	22.9	18.3	3.8	3.4	3.0	22.0	16.6	13.6	18.3	17.8	18.4	0.9
医疗器械公司																			
迈瑞	MR.US	27.15	3,184	1.87	1.35	1.69	14.5	20.1	16.0	1.9	1.9	1.8	9.1	14.7	10.7	14.1	11.3	11.7	1.8
平均值			3,184				14.5	20.1	16.0	1.9	1.9	1.8	9.1	14.7	10.7	14.1	11.3	11.7	1.8
平均值			4,725				27.4	22.2	17.9	3.3	3.0	2.6	19.9	16.1	13.3	16.8	16.2	16.7	1.1
中位数			4,389				25.9	21.0	17.6	2.9	2.7	2.4	17.4	14.3	11.5	16.1	15.3	15.6	1.3

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 注: 浅灰色背景表示的是中金覆盖公司 (采用中金预测), 白色背景为未覆盖公司 (采用彭博资讯一致预期)



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

截至本报告发布日，中金公司或其关联机构持有下述公司已发行股份的 1%以上：同仁堂国药。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30%以上；绝对收益在 20%以上的个股为“推荐”、在-10%~20%之间的为“中性”、在-10%以下的为“回避”；绝对收益在-20%以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10%以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10%以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

翻译：黄金城

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

