



# 快速扩张的中药破壁饮片先驱者

## 报告摘要

公司是国内领先的中药破壁饮片制造商。公司创办于1993年，位于广东中山市，于2015年7月13日在香港上市。主营业务制药和连锁药店运营2015年分别占营业额的47.8%和52.2%。制药业务包括中成药和新型中药破壁饮片，两种产品分别占据制药板块2015年收入的54%和46%。新型破壁饮片选材严格，安全性非常高，人体吸收率达90%，明显高于普通中药材20%~30%的水平。公司用独家专利技术将粉体制成颗粒状，不易氧化，稳定性非常好。

公司核心业务收入保持较快增长。公司2013-2014年营业额分别同比增长17.7%与23.4%，净利润分别同比增长118.1%/130.3%。毛利率约80%的中药破壁饮片销售扩张提升利润率。2012-2014年毛利率分别为46.0%/49.6%/53.8%，净利率为4.2%/7.8%/14.6%。2015年营业额同比增长15.5%，由于上市开支和市场推广成本等影响，净利润同比下跌7.1%，但剔除1434万人民币的上市开支，净利润同比增长9.4%，核心业务增速稳健。

新型破壁饮片销售将不断扩张，制药板块毛利率将提升。公司于2015年7月28日和特劳特公司(Trout & Partners, 主席为Jack Trout)签订战略合作协议，特劳特是全球领先的战略定位咨询公司，在中国已经为加多宝凉茶、东阿阿胶、香飘飘奶茶、劲霸男装等一批中国企业提供了战略定位咨询服务，因此该合作将明显提升产品市场认知度。公司已经于2015年11月起在中山与东莞与Trout试点合作，目前来看效果非常好，未来将加强深圳和惠州等广东省其他地区的推广，我们预计这些地区对优质中药保健品的需求比较多。由于破壁饮片的毛利率接近80%，随着销售增加将大幅提升制药板块毛利率。

中成药和连锁药店收入将稳健增长。中成药于基层医疗拥有广阔需求，而且一直受到政策支持。连锁药店方面，公司在中山总共有220家零售药店，今后将每年收购50~60家零售药店，因此中成药和连锁药店业务将稳健增长。

未来2年分销开支将增加，但广告效果将逐步体现。公司未来将加强新型破壁饮片在广东省的广告推广，分销费将增加，但广东省对优质中药保健品接受程度非常高，广告效果将逐步体现。

投资建议：我们预计2016E-2018E EPS CAGR为29.0%，目前股价对应17倍2016E PER。我们认为破壁饮片广告效应2017年后将逐步体现，届时利润增速将加快。给予“买入”评级，按照0.7倍PEG定价，12个月目标价2.78港元，较目前股价有16.3%上涨空间。

风险提示：i)新型饮片推广市场推广费用增幅大于预期；ii)新型破壁饮片广告效果差于预期；iii)零售店铺网络扩张慢于预期；iv)产品医院推广慢于预期

评级：

买入

目标价格：

2.78

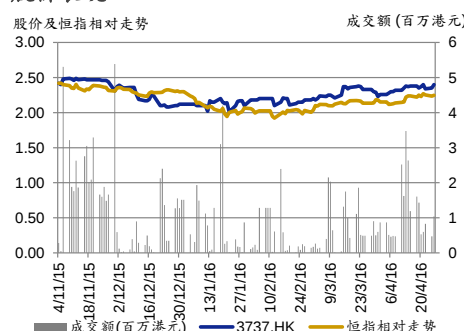
现价(2016年4月27日)：2.39元  
报告日期：2016-4-27

|             |          |
|-------------|----------|
| 总市值(百万港元)   | 1,920.00 |
| 流通股市值(百万港元) | 1,920.00 |
| 总股本(百万股)    | 800.00   |
| 流通股股本(百万股)  | 800.00   |
| 12个月低/高(港元) | 1.98/2.8 |
| 平均成交(百万港元)  | 0.74     |

## 股东结构

|     |        |
|-----|--------|
| 赖智填 | 65.67% |
| 其他  | 34.33% |

## 股价表现



|      |       |       |      |
|------|-------|-------|------|
| %    | 一个月   | 三个月   | 十二个月 |
| 相对收益 | -2.21 | -2.39 | NA   |
| 绝对收益 | 3.00  | 11.11 | NA   |

数据来源：彭博、港交所、公司

施佳丽  
+852-22131400

行业分析师  
scarlettshi@eif.com.hk

| (12月31日年结; 百万 RMB) | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E   |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 营业收入               | 595.6 | 688.0 | 823.4 | 997.2 | 1,218.5 |
| 增长率(%)             | 23.4  | 15.5  | 19.7  | 21.1  | 22.2    |
| 净利润                | 86.7  | 80.5  | 91.8  | 117.1 | 152.7   |
| 增长率(%)             | 130.3 | -7.1  | 14.0  | 27.5  | 30.5    |
| 毛利率(%)             | 53.8  | 54.5  | 54.2  | 54.8  | 55.5    |
| 净利率(%)             | 14.6  | 11.7  | 11.2  | 11.7  | 12.5    |
| 每股收益(人民币)          | 0.14  | 0.12  | 0.11  | 0.15  | 0.19    |
| 每股净资产(人民币)         | 0.20  | 0.81  | 0.82  | 0.96  | 1.16    |
| 市盈率                | 13.8  | 17.2  | 17.4  | 13.7  | 10.5    |
| 市净率                | 9.9   | 2.5   | 2.4   | 2.1   | 1.7     |
| 净资产收益率(%)          | 69.0  | 23.6  | 15.1  | 16.4  | 18.0    |
| 股息收益率(%)           | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0     |

资料来源：公司；安信国际预测

## 1. 国内中药及中药保健品市场将维持较快增长

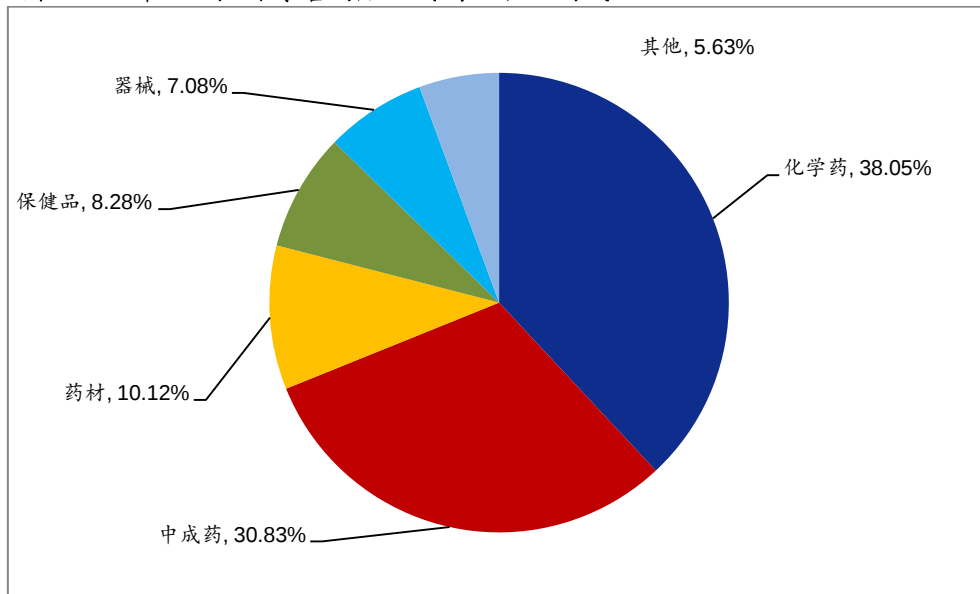
### 1.1. 国内中成药市场将维持稳定增长

**老龄化推动中成药需求。**截至2014年，中国65岁以上老年人数量已接近1.4亿，占总人口的比例由2005年的7.7%上升至2014年的10.1%。按照联合国的预测，中国65岁以上人口到2035年将占全国人口近20%。老年人群医疗费用支出是年轻人的3倍，占医疗总费用的30-35%，其中以慢性病用药需求为主，而中成药在这方面拥有良好疗效，因此老龄化将促进中成药需求。

**国策支持中医药行业发展。**国务院近年来多次发布政策支持中医药发展。2015年5月国务院办公厅发布《中医药健康服务发展规划（2015—2020年）》。作为我国首个中医药健康服务发展国家级规划，《规划》明确中医药健康服务的七大重点任务，要求充分释放中医药健康服务潜力和活力，提升中医药对国民经济和社会发展的贡献率，根据《规划》，到2020年，我国将基本建立中医药健康服务体系。2016年初国务院常务会议提出进一步发展中医药的五大措施：i) 促进中医药和民族医药继承保护与挖掘，抢救濒临失传的珍稀与珍贵古籍文献，强化师承教育，大力培养中医药人才，提高中医药应急救治、防病治病能力；ii) 促进中西医结合，探索运用现代技术和产业模式加快中医药发展。加强重大疑难疾病、慢性病等中医药防治和新药研发。完善中医药标准体系，强化中药材资源保护利用和规范种养；iii) 放宽中医药服务准入，完善覆盖城乡的中医服务网络，保证社会办和政府办中医医疗机构在执业等方面享有同等权利；iv) 发展中医养生保健服务，促进中医药与健康养老、旅游文化等融合发展，推动“互联网+”中医医疗；v) 加大中医药投入和政策扶持。在国家基本药物目录中增加中成药品种数量，更好发挥“保基本”作用。加强中医理念研究推广，扩大中医药国际贸易和传播普及。

**中成药是药品零售市场中占据重要地位。**中成药相对于化学药、生物制品，在治疗慢性疾病、未病保健和病后调理等方面具有明显的优势，因此，中成药在心脑血管疾病、呼吸系统疾病等需长期坚持服药的细分领域具备一定的疗效优势。根据米内网零售数据监测，从2015年北上广三城市合计零售药店各类销售占比情况看，化学药、中成药和药材等大健康品类三分天下，具体分布见下图。

图1.2015年北上广深零售药店主要商品收入构成



资料来源：米内网；安信国际

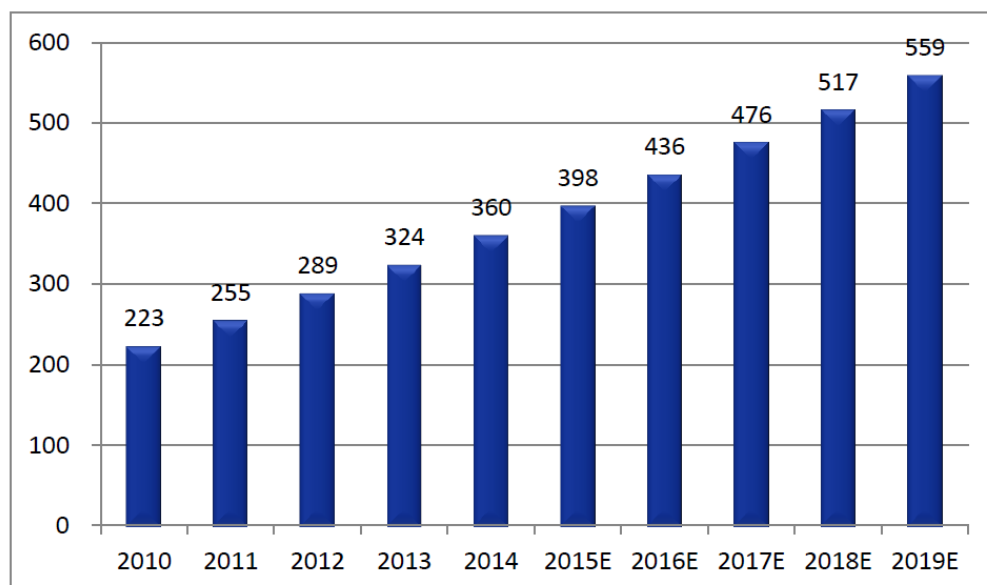
中成药是医院用药中不可或缺的部分。医院用药层面，从用药总金额来看，城镇公立医院中2014年化药占据75%，而中成药占据25%。但是在基层医疗层面，2014年乡镇医院等基层医疗中中成药占比47%，因此中成药是基层医疗机构用药中重要部分。另外，由于中成药在治疗慢性病方面的优势，城市公立医院的心脑血管用药中/肿瘤用药/呼吸系统用药中，2014年中成药分别占据37.42%/13.56%/12.78%，是不可或缺的组成部分。

## 1.2. 中药保健品拥有广阔市场前景

根据统计目前中国保健食品市场中，中老年市场约占一半。随着生活水平的提高，老年人注重养身、增强抵抗力，保健品成为老人养身保健的最佳选择。有市场预测，2014年至2050年间，中国老年人口消费市场将从约4万亿元增长到约106万亿元，估计用于保健与医疗的消费增长尤为明显。

中药保健品受到长者推崇以预防疾病，因此老龄化将推动中药保健品需求。越来越多的年轻人开始了解到中药产品的益处，并接受中药治疗，以预防出现亚健康状态及慢性病。

图 2. 中药保健品市场规模预测 (单位：亿元)



资料来源：培力控股；安信国际

## 2. 公司是国内领先的破壁饮片制造商

**公司简介：**公司创办于1993年，总部位于广东省中山市，于2015年7月13日在香港上市。主要业务包括制药和连锁药店营运。2015年分别占据公司收入的47.8%和52.2%。制药业务主要包括中成药及传统中药饮片和新型中药破壁饮片（「草晶华」新型破壁饮片），两种产品分别占据制药板块2015年收入的54%和46%。

**公司拥有广阔销售渠道。**药品分销渠道方面，公司于广东中山拥有220家自营连锁药店，并拥有由1,111个分销商（药品批发商）和381个独立连锁公司（一心堂、老百姓、海王星辰、益丰大药房等大型连锁药店）组成的销售网络，全国总数超过2万个销售网点的庞大分销网络。公司产品中中成药主要是由自营连锁店或者通过分销商分到独立连锁公司销售，破壁饮片通过自营连锁店或者由公司直接供货给独立连锁公司销售，而其他传统饮片则是通过自营连锁药店销售。

公司是国内领先的中药破壁饮片制造商。公司在 2003 年开始研发中药破壁技术及不添加成型专利技术, 2011 年得到政府批文生产「草晶华」中药破壁饮片推出市场。公司目前是国内唯一能生产破壁中药饮片的公司。公司先把原药材磨成细粉, 再两边气流不断碰撞把细胞壁撞破, 达到小于 45 微米的时候就会做成破壁粉体, 再通过不添加成型的专利技术制成的饮片, 直接冲水即可饮用, 无需像传统饮片要经高温煎煮, 迎合了现代人快速、便捷应用的需求。目前公司是国内唯一中药破壁饮片试点制造商, 提供 22 种新型饮片, 包括西洋参、三七、丹参、石斛、决明子等等。

公司中药破壁饮片吸收率明显高于传统中成药。公司在制造过程中直接把植物的细胞壁打破, 把有效吸收率从 20% 到 30% 的区间提高到了 90% 以上。在吸收率上面有很高提升, 用量也明显减少。另外, 做成破壁饮片后更容易携带, 特别是工作出差的时候, 用独立小包装冲饮非常便捷。

公司破壁饮片安全性较高。通常来说, 种植西洋参等中药材中药材时会使用一些肥料和农药, 处理不当就会导致污染。公司的破壁饮片在原料采购方面拥有非常高的要求。公司有一个专门的团队, 首先去寻找合适的土壤, 确定它没有被重金属污染后, 再跟当地的农民和企业有一个合作, 种植的时候也会给当地农民提供种子, 并让农民按要求去种植, 所以整个生产环境非常好, 公司从源头开始保障整个药材的安全性。

公司中药破壁饮片完全保留中药所有成分并且不含添加剂。目前国内主要有两种新型饮片, 即中药配方颗粒和中药破壁饮片。中药配方颗粒是由单味中药饮片经提取浓缩制成的、供中医临床配方用的颗粒, 是处方药。部分中药配方颗粒在制作过程中需要加入辅料, 因此疗效与原中药材有可能略有不同。破壁饮片制作工序中没有添加任何成分, 完全保留中药材原有疗效, 而且用于零售不受招标等影响。

公司中药破壁饮片稳定性较好。由于破壁粉体非常小很容易氧化, 在温度高的情况下很容易滋生微生物, 有效成分很容易流失。公司利用专利技术将这些粉体制成颗粒状, 再次把有效成分包裹起来, 使有效成分不容易被氧化, 同时减小表面积, 不容易吸潮, 也不容易进细菌和微生物, 稳定性较好, 容易保存。

图 3. 公司在破壁饮片生产方面拥有先进技术



资料来源: 公司资料

图 4.公司新型破壁饮片与普通破壁粉和传统中草药的性能比较

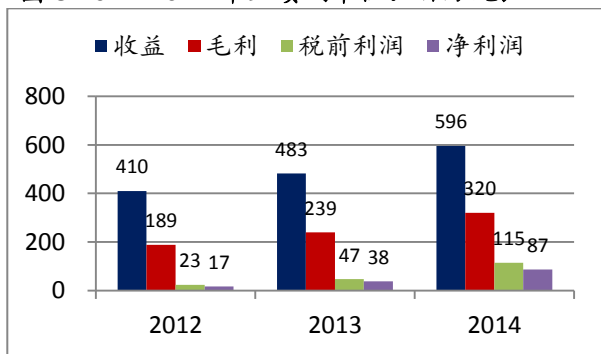
|            | 普通破壁粉                            | VS | 草晶华·破壁草本                                                                              | VS | 传统中草药                                                                                 |
|------------|----------------------------------|----|---------------------------------------------------------------------------------------|----|---------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>安全性</b> | 偏低：★★<br>重金属二次污染<br>易染菌、发霉、生虫变质。 |    | 高：★★★★★<br>质控严格：采购及生产过程中严控重金属及农药残留指标<br>粉碎过程：超音速气流粉碎，不引入重金属二次污染<br>独立袋装：不易染菌、霉变、生虫变质。 |    | 极低：★<br>行业潜规则多：中草药易被硫磺熏制、染色、增重、掺假、农残、重金属污染。<br>粗制品：灰尘杂质较多，细菌污染严重。难于保管：容易发霉、生虫变质，影响药效。 |
| <b>稳定性</b> | 低：★<br>品质不稳定：易吸潮，有效成分容易氧化        |    | 偏高：★★★★★<br>独立袋装，品质稳定：颗粒状不易吸潮、不易氧化。                                                   |    | 偏高：★★★★★<br>有效成分保存在细胞壁内，有效成分不易氧化                                                      |
| <b>吸收性</b> | 高：★★★★★<br>利用率超过90%。             |    | 高：★★★★★<br>利用率超过90%。                                                                  |    | 低：★<br>有效成分可利用不到30%。                                                                  |
| <b>便捷性</b> | 低：★★<br>使用易结块                    |    | 高：★★★★★<br>直接冲服。使用时不结块。小支装易储存携带。                                                      |    | 低：★<br>需要长时间煎煮，耗时长。                                                                   |

资料来源：公司资料

### 3. 核心业务保持快速增长，新型破壁饮片带动利润率水平提升

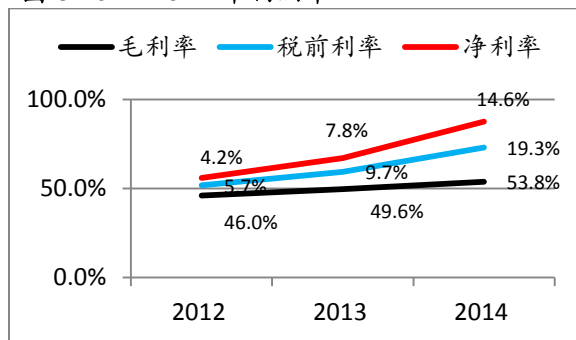
**2013-2014 年盈利快速增长。**公司 2013-2014 年营业额分别同比增长 18.4%与 30.3%，毛利分别同比增长 26.8%/33.8%，而净利润则分别同比增长 118.1%/130.3%。毛利率约 80%的中药破壁饮片销售扩张大幅提升利润率。2012-2014 年毛利率分别为 46.0%/49.6%/53.8%，净利率分别为 4.2%/7.8%/14.6%。2015 年上半年营业额同比增长 20.6%至 3.5 亿元人民币，净利润同比增长 29.9%至 6210.4 万元人民币。毛利率和净利率分别进一步提升到 55.2%和 17.9%。总体看公司业绩过去几年维持较高增长。

图 5.2012-2014 年业绩 (单位：百万元)



资料来源：公司资料；安信国际

图 6.2012-2014 年利润率

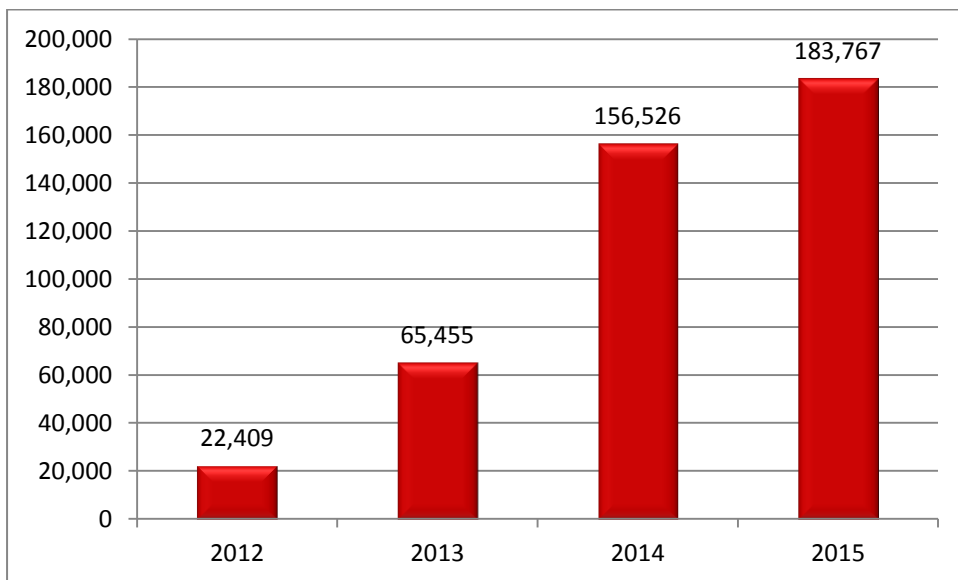


资料来源：公司资料；安信国际

**2015 年核心业务增长稳健。**公司 2015 年主营业务收入同比增长 15.53%至 5.95 亿元人民币，毛利同比增长 17.11%至 3.2 亿元人民币，净利润则同比下降 7.1%至 8054 万元人民币。但是如剔除 1434 万人民币的上市开支，2015 年净利润同比增长 9.4%。公司 2015 年净利润增速低于营业额的主要原因是 2015 年 11 月起加大了新型破壁饮片的广告宣传，导致分销推广费用同比增长 36.4%至 2.02 亿元人民币。总体看公司主营业务收入增长稳健。

新型破壁饮片收入持续增长，带动利润率水平提升。如前文所述，公司制药板块主要包括中成药和中药饮片（传统饮片和破壁饮片），其中 2011 年推出的新型破壁饮片毛利率约 80%。这种产品在过去几年中销售量均保持较快增长，而售价也比较稳定，因此销售收入持续快速增加，带动公司毛利率不断提升。

图 7.破壁饮片收入快速增长（单位：千人民币）



资料来源：公司资料；安信国际

#### 4. 新型破壁饮片销售将快速增长，中成药和零售药店业务将持续扩张

公司过去并没有对新型破壁饮片做多少广告宣传，而且中药零售店扩张速度也有所放缓。我们认为，上市后公司资金大幅增加，这些问题都将得到解决。公司 2015 年上市总共募集约 5.1 亿港元，计划分别投入约 1.5 亿/1 亿/1 亿/5000 万用于扩充连锁药店、扩充分销网络、产品研发、购入新型破壁饮片生产设备扩充产能、扩充营运资金。未来而言，我们认为公司核心业务将维持较快增长。

##### 4.1.公司将大力加强破壁饮片宣传推广

公司引入著名战略定位咨询公司 Trout & Partners 协助产品推广。公司总部位于广东，而广东省中药养生需求非常大，公司将大力加强新型饮片在广东省的宣传。公司于 7 月 28 日和特劳特公司（Trout & Partners，主席为 Jack Trout）签订战略合作协议，特劳特是全球领先的战略定位咨询公司，Trout & Partners Ltd.（特劳特伙伴公司）是一家全球领先的战略定位咨询公司，由全球最顶尖的营销战略家杰克·特劳特先生创建。公司总部设在美国，在全球 24 个国家和地区设有分部，由熟谙当地的合伙人及专家为企业提供战略定位咨询。客户包括 IBM、惠普、宝洁、西南航空、雀巢、苹果、通用电气、微软、沃尔玛和其他财富 500 强企业。特劳特中国公司成立于 2002 年，已经为加多宝凉茶、东阿阿胶、香飘飘奶茶、劲霸男装等一批中国企业提供了战略定位咨询服务，因此该合作将显著提升公司推广能力。

试点推广城市东莞和中山已经获得较好效果，未来将加强广东省其他地区推广。公司从去年 11 月起与 Trout & Partners 合作在东莞和中山进行推广，这 2 个城市总共占新型破壁饮片销售额的 10% 以上，目前来看推广效果非常好。公司未来将总结经验，并在深圳和惠州等广东省其他城市推广该产品。广东省本来中药养生意识非常强，而且深圳和惠州目前使用中药粉和破壁产品作保健品的人也非常多，所以我们认为公司产品将较快被市场接受。

#### 4.2. 公司将加强与大型独立连锁分销商合作

如前文所述，公司产品中传统饮片则是通过自营连锁药店销售，中成药主要是由自营连锁店或者通过分销商分到独立连锁公司销售，破壁饮片则是通过自营连锁店或者由公司直接供货给独立连锁公司销售，因此在新型饮片的销售中第三方独立分销商是重要角色，公司未来将大力拓展与著名独立分销商的合作。公司于 2015 年 10 月宣布，与国内两大龙头连锁药店海王星辰及益丰大药房 (603939.SH) 合作，进一步拓展新型饮片零售网络覆盖。日前，中智核心自有品牌产品「草晶华」破壁新型饮片已于上述两大药房合共超过 2,800 个销售网点上架开卖。这些连锁药店在与公司的合作中能获得 60% 的毛利，而且公司产品拥有良好药效所以客户回头率很高。目前零售药店经营环境比较困难，因此非常需要这些高品质和高毛利产品，因此非常愿意与公司合作。我们认为公司与大型连锁药店合作会取得“双赢”效果。

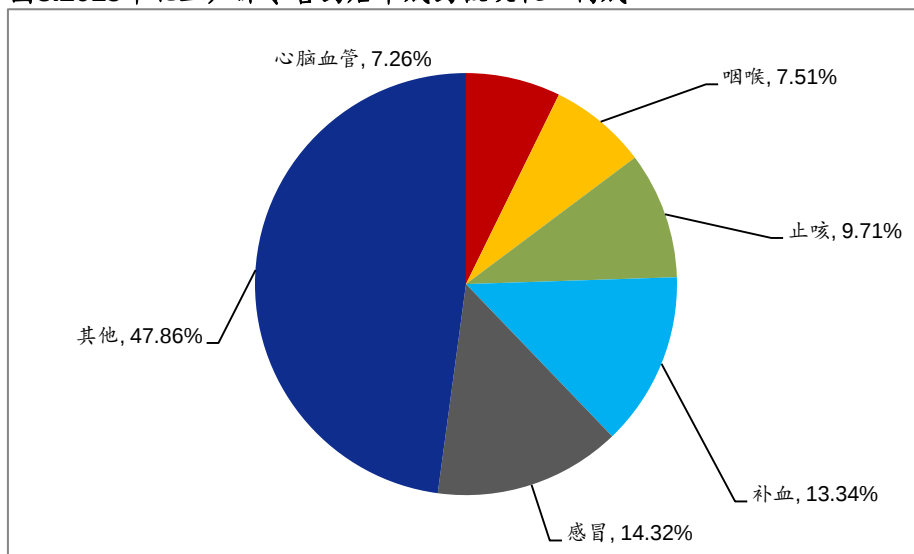
#### 4.3. 公司将发展医院分销渠道

除了现有零售渠道外，公司在新型中药破壁饮片销售中未来将拓展医院渠道，中药破壁饮片将作为辅助用药用于治疗后的调养等。公司在广东省拥有扎实根基和良好政府关系，因此我们认为拓展医院销售并不困难。医院药品加成制度曾规定，医院可以在药品批发价基础上加成 15%，中药饮片可加成至 25%。随着公立医院改革的推进，县立医院一级已经全面取消药品加成。但中药饮片却不在之列，因此公司产品进入医院后并不受取消药品加成带来的价格影响。

#### 4.4. 公司中成药业务将稳健增长

公司目前总共拥有 35 种自有品牌中成药（其中 27 种为非处方药），主要自有品牌中成药包括克咳片、清凉喉片及银黄颗粒。如前文图 1 和图 2 所示，中成药是基层医疗机构用药的重要组成部分，在北上广深的零售药店中也占据 1/3 左右，公司主力品种以清热解毒类为主，这些产品广泛用于感冒、咽喉等治疗，而治疗这些病种的药品中中成药占据重要地位。根据米内网统计，2015 年北上广中成药零售药店各品类的销售中，前五品类的中成药都是常见病、慢性病及滋补养生用药，分别为感冒、补血、止咳、咽喉和心脑血管类。公司主要产品所属的感冒、咽喉药占重要地位。这些药品刚性需求不会改变，公司产品在广东省拥有良好市场认可度，而且中成药广受政策支持，因此我们认为中成药板块将维持稳定增长。

图8.2015年北上广深零售药店中成药板块收入构成



资料来源：米内网；安信国际

#### 4.5. 公司拥有丰富新产品储备

目前公司制药板块总共拥有 22 种「草晶华 · 破壁草本」中药系列产品/6 种「草晶华 · 破壁草本」食品系列产品/35 种「中智」、「六棉」系列中成药产品，同时还拥有多种已获得批文即将面市的产品，具体见下。

表 1. 各系列即将面市新产品数量

| 系列名称                   | 已上市品种数量 | 已获批文即将上市品种数量 |
|------------------------|---------|--------------|
| 「草晶华 · 破壁草本」<br>中药系列   | 22      | 40           |
| 「草晶华 · 破壁草本」<br>食品系列产品 | 6       | 51           |
| 「中智」、「六棉」<br>系列中成药产品   | 35      | 25           |

资料来源：公司；安信国际

#### 4.6. 公司连锁药店业务将加速扩张

公司在中山市经营 220 个自营连锁药店，是中山市最大的连锁药店经营商，2013 年占中山市场份额的 16.3%。公司新开药店速度在 2013-2014 年有所放慢，但是上市后加速扩张，目前已有的新店中 19 家是 2015 年 7 月以后收购的。预计每年将新开 50-60 家左右店铺，均为自营店铺，预计建成后 1 年~1 年半实现盈利，因此连锁药店业务收入增速将有所加快。

### 5. 盈利预测

#### 5.1. 收入预测

我们对公司主要产品收入作如下预测。

表 2. 主要产品收入预测 (单位：百万元)

|           | 2012  | 2013   | 2014   | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E  |
|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 收入        | 410.1 | 482.8  | 595.6  | 688.0 | 823.4 | 997.2 | 1218.5 |
| 制药        | 172.2 | 207.3  | 294.8  | 329.2 | 393.7 | 481.2 | 597.7  |
| 同比        | N/A   | 20.3%  | 42.3%  | 11.7% | 19.6% | 22.2% | 24.2%  |
| 占收入比例     | 42.0% | 42.9%  | 49.5%  | 47.8% | 47.8% | 48.3% | 49.1%  |
| - 中成药     | 157.3 | 158.6  | 159.6  | 177.8 | 204.4 | 235.1 | 270.4  |
| 同比        | N/A   | 0.8%   | 0.7%   | 11.4% | 15.0% | 15.0% | 15.0%  |
| 占制药分部比例   | 91.3% | 76.5%  | 54.1%  | 54.0% | 51.9% | 48.9% | 45.2%  |
| 新型饮片      | 12.5  | 46.4   | 131.9  | 151.4 | 189.3 | 246.1 | 327.3  |
| 同比        | N/A   | 271.2% | 184.5% | 14.8% | 25.0% | 30.0% | 33.0%  |
| 占制药分部比例   | 7.3%  | 22.4%  | 44.7%  | 46.0% | 48.1% | 51.1% | 54.8%  |
| 传统饮片      | 2.5   | 2.3    | 3.3    | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0    |
| 连锁药店      | 237.8 | 275.5  | 300.7  | 358.8 | 429.7 | 516.0 | 620.8  |
| 同比        | N/A   | 15.9%  | 9.1%   | 19.3% | 19.7% | 20.1% | 20.3%  |
| 占收入比例     | 58.0% | 57.1%  | 50.5%  | 52.2% | 52.2% | 51.7% | 50.9%  |
| 自有品牌      | 54.3  | 66.1   | 71.3   | 93.3  | 121.7 | 152.6 | 191.9  |
| 同比        | N/A   | 21.7%  | 7.8%   | 30.9% | 30.4% | 25.4% | 25.8%  |
| 占连锁药店收入比例 | 22.8% | 24.0%  | 23.7%  | 26.0% | 28.3% | 29.6% | 30.9%  |
| -- 中成药    | 9.5   | 8.8    | 10.3   | 12.2  | 14.7  | 17.6  | 21.1   |
| 同比        | N/A   | -6.7%  | 16.9%  | 18.3% | 20.0% | 20.0% | 20.0%  |
| -- 新型饮片   | 9.9   | 19.1   | 24.6   | 32.3  | 43.6  | 58.9  | 79.6   |
| 同比        | N/A   | 92.5%  | 29.0%  | 31.3% | 35.0% | 35.0% | 35.0%  |
| -- 传统饮片   | 34.9  | 38.2   | 36.3   | 48.7  | 63.4  | 76.0  | 91.2   |
| 同比        | N/A   | 9.3%   | -4.8%  | 34.2% | 30.0% | 20.0% | 20.0%  |
| 非自有品牌     | 183.5 | 209.5  | 229.5  | 265.5 | 308.0 | 363.5 | 428.9  |
| 同比        | N/A   | 14.1%  | 9.6%   | 15.7% | 16.0% | 18.0% | 18.0%  |
| 占连锁药店收入比例 | 77.2% | 76.0%  | 76.3%  | 74.0% | 71.7% | 70.4% | 69.1%  |

资料来源：公司；安信国际预测

## 5.2. 其他关键假设

公司毛利率将维持较高水平。如前文所述，公司破壁饮片毛利率高达约 80%，未来这块业务收入将不断增加，因此制药板块毛利率还有提升空间。连锁药店业务由于公司将加快新店开张速度，新开店通常需要 1 年左右实现盈利，因此我们认为连锁药店业务未来毛利率可能略微降低，总体而言公司毛利率将维持在 54% 以上的较高水平，具体见下表。

表 3.2012A-2018E 主要产品毛利预测 (单位: 百万元)

|        | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利     | 188.7 | 239.4 | 320.3 | 375.1 | 446.6 | 546.2 | 675.8 |
| 制药     | 86.7  | 108.9 | 172.9 | 209.8 | 253.2 | 313.9 | 396.5 |
| 营运连锁药店 | 102.0 | 130.4 | 147.4 | 165.3 | 193.4 | 232.2 | 279.4 |
| 毛利率    | 46.0% | 49.6% | 53.8% | 54.5% | 54.2% | 54.8% | 55.5% |
| 制药     | 50.3% | 52.6% | 58.6% | 63.7% | 64.3% | 65.2% | 66.3% |
| 营运连锁药店 | 42.9% | 47.3% | 49.0% | 46.1% | 45.0% | 45.0% | 45.0% |

资料来源: 公司资料; 安信国际预测

未来 1-2 年分销费将增加，但是广告效果将逐渐体现。如前文所述，公司未来将加强在深圳和惠州等地的广告推广，预计 2016 年将增加 3000-5000 万广告开支，但是由于这些地区收入水平和对中药保健品接受程度均较高，因此我们认为广告效果将在 1-2 年内逐渐体现。在深圳和惠州获得成功后，广东省其他地区也将很容易接受公司产品。

## 6. 投资建议

我们预计 2016E-2018E EPS CAGR 为 29.0%，目前股价对应 17 倍 2016E PER。我们认为破壁饮片广告效应 2017 年后将逐步体现，届时利润增速将加快。给予“买入”评级，按照 0.7 倍 PEG 定价，12 个月目标价 2.78 港元，较目前股价有 16.3% 上涨空间。

### 同业估值比较 - 制药与保健品

| 股份名称       | 代码      | 市值<br>百万元 | 股价<br>元 | 最近报表<br>年结, Y0 | Y0   | Y1f  | Y2f  | Y3f  | --- 市盈率 (倍) --- | Y0    | Y1f  | Y2f  | Y3f  | -- 每股盈利增长 (%) -- | 12个月 | Y1f  | Y2f  | 市净率 (倍) | Y0    | Y1f  | Y2f   | 净负债<br>比率% * | ROE<br>% | ROA<br>% |
|------------|---------|-----------|---------|----------------|------|------|------|------|-----------------|-------|------|------|------|------------------|------|------|------|---------|-------|------|-------|--------------|----------|----------|
| <b>制药</b>  |         |           |         |                |      |      |      |      |                 |       |      |      |      |                  |      |      |      |         |       |      |       |              |          |          |
| 四环医药       | 460 HK  | 20,625    | 1.99    | 12/2015        | 8.4  | 7.6  | 7.9  | 6.9  | 23.4            | 10.6  | -4.5 | 14.3 | 2.70 | 2.70             | 2.94 | 1.56 | 1.38 | 1.22    | -38.2 | 20.2 | 17.45 |              |          |          |
| 中国中药       | 570 HK  | 16,455    | 3.67    | 12/2015        | 18.2 | 12.0 | 10.2 | 8.8  | 5.4             | 52.4  | 16.7 | 17.0 | n/a  | n/a              | 0.49 | 1.24 | 1.25 | 1.11    | 1.9   | 8.7  | 5.28  |              |          |          |
| 华瀚健康       | 587 HK  | 6,136     | 0.83    | 06/2015        | n/a  | 9.2  | 8.3  | 7.5  | 103.1           | n/a   | 11.1 | 10.0 | 3.25 | 3.61             | 3.61 | n/a  | n/a  | n/a     | n/a   | 10.7 | 8.89  |              |          |          |
| 康哲药业       | 867 HK  | 25,668    | 10.32   | 12/2015        | 21.4 | 16.1 | 13.3 | 11.3 | -6.8            | 32.5  | 21.1 | 18.4 | 1.87 | 2.04             | 2.47 | 4.06 | 2.95 | 2.56    | -0.8  | 21.4 | 17.62 |              |          |          |
| 李氏大药厂      | 950 HK  | 3,870     | 6.59    | 12/2015        | 16.6 | 15.4 | 13.9 | 12.4 | 12.0            | 7.4   | 10.8 | 12.7 | 1.58 | 1.75             | 1.97 | 2.64 | 2.29 | 2.02    | -22.2 | 19.1 | 14.22 |              |          |          |
| 中国生物制药     | 1177 HK | 41,286    | 5.57    | 12/2015        | 16.4 | 20.6 | 17.7 | 15.3 | 66.3            | -20.2 | 16.2 | 15.2 | 0.81 | 1.10             | 1.27 | 5.32 | 4.39 | 3.59    | -49.8 | 24.8 | 11.61 |              |          |          |
| 中国先锋医药     | 1345 HK | 2,520     | 1.89    | 12/2015        | 12.2 | 9.6  | 8.3  | 7.4  | -35.0           | 26.9  | 15.2 | 13.2 | 5.94 | n/a              | n/a  | n/a  | n/a  | n/a     | n/a   | 26.2 | 12.52 |              |          |          |
| 三生制药       | 1530 HK | 23,669    | 9.41    | 12/2015        | 34.2 | 23.8 | 18.2 | 14.1 | n/a             | 43.9  | 30.5 | 29.2 | n/a  | 0.18             | 0.04 | 3.52 | 3.05 | 2.59    | -17.4 | 16.1 | 11.78 |              |          |          |
| 康臣药业       | 1681 HK | 3,815     | 3.86    | 12/2015        | 12.9 | 10.3 | 8.7  | 7.5  | 19.0            | 26.0  | 17.5 | 16.2 | 2.32 | 2.32             | 2.79 | 1.94 | 1.76 | 1.53    | -29.9 | 16.3 | 13.95 |              |          |          |
| 石四药集团      | 2005 HK | 7,527     | 2.66    | 12/2015        | 19.2 | 15.8 | 14.0 | 11.6 | -17.1           | 21.4  | 13.1 | 21.1 | 0.94 | 2.78             | 3.23 | 3.11 | 2.51 | 2.26    | 61.6  | 14.3 | 8.23  |              |          |          |
| 复星医药       | 2196 HK | 52,081    | 21      | 12/2015        | 16.4 | 21.3 | 13.3 | 12.0 | 16.3            | -22.9 | 60.5 | 10.5 | 1.82 | 1.96             | 2.26 | 2.24 | 1.97 | 1.78    | 37.3  | 14.1 | 6.69  |              |          |          |
| 东瑞制药       | 2348 HK | 5,240     | 6.53    | 12/2015        | 14.5 | 12.4 | 10.3 | 8.8  | 47.5            | 17.1  | 20.5 | 17.0 | 2.30 | 3.29             | 3.84 | 2.98 | 2.58 | 2.24    | -46.2 | 22.2 | 17.28 |              |          |          |
| 中智药业       | 3737 HK | 1,920     | 2.4     | 12/2015        | 17.3 | n/a  | n/a  | n/a  | n/a             | n/a   | n/a  | n/a  | n/a  | 1.46             | n/a  | n/a  | n/a  | n/a     | n/a   | 69.0 | 29.05 |              |          |          |
| <b>保健品</b> |         |           |         |                |      |      |      |      |                 |       |      |      |      |                  |      |      |      |         |       |      |       |              |          |          |
| 碧生源        | 926 HK  | 1,235     | 0.79    | 12/2015        | 11.0 | n/a  | n/a  | n/a  | 100.7           | n/a   | n/a  | n/a  | 4.11 | n/a              | n/a  | 0.84 | n/a  | n/a     | -38.4 | 7.6  | 6.67  |              |          |          |
| 瑞年国际       | 2010 HK | 1,496     | 0.94    | 12/2015        | 2.8  | n/a  | n/a  | n/a  | -44.7           | n/a   | n/a  | n/a  | 7.66 | n/a              | n/a  | n/a  | n/a  | n/a     | n/a   | 10.1 | 7.97  |              |          |          |
| 南京中生       | 3332 HK | 2,540     | 3.03    | 12/2015        | 15.8 | 12.7 | 10.1 | 8.2  | 23.1            | 25.0  | 25.0 | 24.0 | 2.66 | 2.56             | 3.19 | n/a  | 2.95 | 2.31    | n/a   | 26.6 | 24.61 |              |          |          |

注: \*净负债比率为负数代表净现金

数据来源: 彭博

## 7. 风险提示

- 新型饮片推广市场推广费用增幅大于预期;
- 新型破壁饮片广告效果差于预期;
- 零售店铺网络扩张慢于预期;
- 产品医院推广慢于预期

附表：财务报表预测

| 12 月 31 日年结; 百万 RMB | 2014         | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E         |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>损益表</b>          |              |              |              |              |               |
| 营业额                 | 595.6        | 688.0        | 823.4        | 997.2        | 1218.5        |
| 銷售成本                | (275.3)      | (313.0)      | (376.8)      | (451.1)      | (542.6)       |
| 毛利                  | 320.3        | 375.1        | 446.6        | 546.2        | 675.8         |
| 其他收入及收益             | 6.5          | 11.4         | 8.3          | 8.5          | 8.8           |
| 銷售及分銷開支             | (148.7)      | (202.9)      | (257.4)      | (311.5)      | (380.0)       |
| 行政開支                | (50.2)       | (61.4)       | (58.8)       | (70.6)       | (84.7)        |
| 其他開支                | (12.0)       | (20.3)       | (22.3)       | (24.5)       | (27.0)        |
| 融資成本                | (1.0)        | (0.7)        | (1.0)        | (1.0)        | (1.0)         |
| 除稅前利潤               | 114.8        | 101.2        | 115.4        | 147.1        | 191.9         |
| 所得稅開支               | (28.1)       | (20.7)       | (23.5)       | (30.0)       | (39.2)        |
| 净利润                 | 86.7         | 80.5         | 91.8         | 117.1        | 152.7         |
| EBIT                | 115.8        | 101.9        | 116.4        | 148.1        | 192.9         |
| EBITDA              | 128.1        | 118.2        | 137.3        | 173.2        | 221.5         |
| <b>同比 (%)</b>       |              |              |              |              |               |
| 营业额                 | 23.4         | 15.5         | 19.7         | 21.1         | 22.2          |
| 毛利                  | 33.8         | 17.1         | 19.1         | 22.3         | 23.7          |
| 稅前利潤                | 145.3        | 17.1         | 14.0         | 27.5         | 30.5          |
| 净利润                 | 130.3        | (7.1)        | 14.0         | 27.5         | 30.5          |
| EBIT                | 140.3        | (12.0)       | 14.2         | 27.2         | 30.3          |
| EBITDA              | 116.4        | (7.7)        | 16.1         | 26.1         | 27.9          |
| <b>資產負債表</b>        |              |              |              |              |               |
| <b>流動資產</b>         | <b>190.4</b> | <b>596.0</b> | <b>691.8</b> | <b>809.9</b> | <b>973.0</b>  |
| 存貨                  | 88.5         | 99.9         | 119.6        | 144.8        | 176.9         |
| 貿易應收款項及應收票據         | 35.5         | 56.4         | 65.9         | 77.6         | 92.3          |
| 現金及現金等價物            | 58.0         | 426.6        | 481.2        | 561.1        | 674.5         |
| 預付款項、按金及其他應收款項      | 7.9          | 12.6         | 13.8         | 15.2         | 16.7          |
| 其他                  | 0.5          | 0.5          | 11.3         | 11.2         | 12.7          |
| <b>非流動資產</b>        | <b>107.5</b> | <b>127.5</b> | <b>148.7</b> | <b>172.5</b> | <b>192.8</b>  |
| 物業、廠房及設備            | 79.4         | 89.1         | 117.0        | 140.7        | 160.8         |
| 物業、廠房及設備的預付款項       | 2.1          | 3.4          | 3.0          | 3.0          | 3.0           |
| 預付土地租賃付款            | 14.8         | 14.4         | 14.5         | 14.7         | 14.8          |
| 商譽                  | 1.6          | 1.6          | 1.6          | 1.6          | 1.6           |
| 無形資產                | 1.4          | 1.8          | 1.8          | 1.8          | 1.8           |
| 其他                  | 8.3          | 17.2         | 10.8         | 10.8         | 10.8          |
| <b>總資產</b>          | <b>297.9</b> | <b>723.5</b> | <b>840.5</b> | <b>982.5</b> | <b>1165.8</b> |
| <b>流動負債</b>         | <b>163.6</b> | <b>145.1</b> | <b>170.2</b> | <b>195.1</b> | <b>225.8</b>  |
| 貿易應付款項              | 52.8         | 53.6         | 64.5         | 77.2         | 92.9          |
| 其他應付款項及應計費用         | 60.8         | 66.8         | 73.5         | 80.9         | 89.0          |
| 應付一名股東款項            | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0           |
| 應付關連方款項             | 8.8          | 8.8          | 8.8          | 8.8          | 8.8           |
| 計息銀行借款              | 15.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0           |
| 遞延收入                | 6.0          | 5.7          | 5.7          | 5.7          | 5.7           |
| 應付稅項                | 20.2         | 10.2         | 17.7         | 22.5         | 29.4          |
| <b>非流動負債</b>        | <b>13.4</b>  | <b>15.7</b>  | <b>15.7</b>  | <b>15.7</b>  | <b>15.7</b>   |
| 遞延收入                | 9.0          | 13.7         | 13.7         | 13.7         | 13.7          |
| 遞延稅務負債              | 4.3          | 2.0          | 2.0          | 2.0          | 2.0           |
| <b>總負債</b>          | <b>177.0</b> | <b>160.8</b> | <b>186.0</b> | <b>210.9</b> | <b>241.5</b>  |
| 股東權益                | 120.9        | 562.7        | 654.5        | 771.6        | 924.3         |
| <b>總權益</b>          | <b>120.9</b> | <b>562.7</b> | <b>654.5</b> | <b>771.6</b> | <b>924.3</b>  |
| 淨負債 (淨現金)           | (43.0)       | (426.6)      | (481.2)      | (561.1)      | (674.5)       |

(续下页...)

| 12 月 31 日年结; 百万 RMB             | 2014          | 2015           | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
|---------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>现金流量表</b>                    |               |                |               |               |               |
| 除税前利润                           | 114.8         | 101.2          | 115.4         | 147.1         | 191.9         |
| 折舊                              | 12.0          | 16.0           | 20.6          | 24.8          | 28.4          |
| 营运资金变动                          | 11.9          | (18.7)         | (11.4)        | (15.5)        | (21.5)        |
| 其他                              | (17.1)        | (42.5)         | (32.3)        | (39.0)        | (48.4)        |
| <b>经营活动现金流量</b>                 | <b>121.6</b>  | <b>56.0</b>    | <b>92.3</b>   | <b>117.4</b>  | <b>150.4</b>  |
| 購買物業、廠房及設備項目                    | (20.6)        | (29.9)         | (49.0)        | (49.0)        | (49.0)        |
| 取得時原到期日超過三個月的無抵押定期存款增加          | 0.0           | (94.4)         | (2.8)         | (2.8)         | (2.8)         |
| 其他                              | 25.9          | (4.3)          | 1.3           | 1.5           | 1.7           |
| <b>投资活动现金流量</b>                 | <b>5.3</b>    | <b>(128.6)</b> | <b>(50.6)</b> | <b>(50.4)</b> | <b>(50.1)</b> |
| 贷款变动                            | (1.0)         | (15.0)         | 10.0          | 10.0          | 10.0          |
| 其他                              | (97.0)        | 341.8          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>融资活动现金流量</b>                 | <b>(98.0)</b> | <b>326.8</b>   | <b>10.0</b>   | <b>10.0</b>   | <b>10.0</b>   |
| 期初之現金及現金等價物                     | 29.1          | 58.0           | 332.2         | 383.9         | 460.9         |
| 現金及現金等价物增加 (减少) 净额              | 28.9          | 254.2          | 51.7          | 77.0          | 110.3         |
| 匯率變動之影響淨額                       | (0.0)         | 20.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>現金及現金等价物結餘</b>               | <b>58.0</b>   | <b>332.2</b>   | <b>383.9</b>  | <b>460.9</b>  | <b>571.3</b>  |
| 取得時原到期日超過三個月的無抵押定期存款            | 0.0           | (94.4)         | (97.3)        | (100.2)       | (103.2)       |
| <b>現金及銀行結餘</b>                  | <b>58.0</b>   | <b>426.6</b>   | <b>481.2</b>  | <b>561.1</b>  | <b>674.5</b>  |
| <b>财务及估值比率</b>                  |               |                |               |               |               |
| P/E (x)                         | 13.8          | 17.2           | 17.4          | 13.7          | 10.5          |
| P/B (x)                         | 9.92          | 2.47           | 2.44          | 2.07          | 1.73          |
| Dividend yield (%)              | 0.0           | 0.0            | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| EV/EBITDA (x)                   | 14.6          | 12.6           | 10.4          | 7.8           | 5.6           |
| EV/EBIT (x)                     | 16.1          | 14.6           | 12.3          | 9.1           | 6.4           |
| Gross margin (%)                | 53.8          | 54.5           | 54.2          | 54.8          | 55.5          |
| EBITDA margin (%)               | 21.5          | 17.2           | 16.7          | 17.4          | 18.2          |
| Pre-tax profit margin (%)       | 19.3          | 14.7           | 14.0          | 14.8          | 15.7          |
| Net margin (%)                  | 14.6          | 11.7           | 11.2          | 11.7          | 12.5          |
| SG&A/sales (%)                  | 33.4          | 38.4           | 38.4          | 38.3          | 38.1          |
| Effective tax rate (%)          | 24.5          | 20.4           | 20.4          | 20.4          | 20.4          |
| ROAE (%)                        | 69.0          | 23.6           | 15.1          | 16.4          | 18.0          |
| ROAA (%)                        | 29.1          | 15.8           | 11.7          | 12.8          | 14.2          |
| Current ratio (x)               | 1.2           | 4.1            | 4.1           | 4.2           | 4.3           |
| Stock turnover days (s)         | 60.5          | 50.0           | 48.6          | 48.4          | 48.2          |
| A/R turnover days (s)           | 39.8          | 51.0           | 56.7          | 54.4          | 51.9          |
| A/P turnover days (s)           | 70.9          | 62.0           | 57.2          | 57.3          | 57.2          |
| Interest coverage (x)           | 115.6         | 140.0          | 116.4         | 148.1         | 192.9         |
| Net debt/ (cash) to equity (%)  | (35.6)        | (75.8)         | (73.5)        | (72.7)        | (73.0)        |
| Total asset to equity ratio (x) | 2.5           | 1.3            | 1.3           | 1.3           | 1.3           |
| Dividend payout ratio (%)       | 0.0           | 0.0            | 0.0           | 0.0           | 0.0           |

### 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

### 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

### 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

### 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010