

00570.HK 中国中药

港股通（沪、深）

暂无评级

配方颗粒快速增长，成药业务触底回升

2018年03月31日

市场数据

日期	2018.03.30
收盘价(港元)	5.79
总股本(亿股)	44.3
总市值(亿港元)	257
净资产(亿元)	138.2
总资产(亿元)	248.9
每股净资产(元)	3.12

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2014	2015	2016	2017
营业收入(百万元)	2690	3709	6533	8338
同比增长(%)	92.9	40.0	76.1	27.6
净利润(百万元)	413	622	967	1170
同比增长(%)	108.1	50.5	54.6	21.0
毛利率(%)	61.5	59.2	58.0	55.8
净利润率(%)	15.3	17.2	16.6	15.7
净资产收益率(%)	13.9	8.7	8.5	9.7
每股收益(元)	0.16	0.17	0.22	0.26

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《配方颗粒稳定增长,产业链布局进一步完善》20170821

《配方颗粒全年并表,业绩大幅提升》20170322

《中药配方颗粒龙头,全产业链布局》20170205

海外医药研究

分析师:

张忆东

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

向秋静

xiangqiuqing@xyzq.com.cn

投资要点

- 近日,中国中药公布2017年业绩,报告期内实现营业收入83.38亿元,同比增长27.6%;实现归属母公司净利润11.70亿元,同比增长21.0%;实现基本每股收益约为0.26元,每股派息0.0496港元。
- 整体业绩实现较快增长。公司2017年实现营业收入83.38亿元,同比增长27.6%,主要源于核心业务中药配方颗粒的稳定增长以及中药饮片、中医药大健康产业等新增业务板块的贡献。分业务来看,中药配方颗粒2017年实现收入55.00亿元,同比增长26.2%,约占公司总收入的66.0%;成药业务实现收入23.81亿元,同比增长15.5%;中药饮片实现收入约3.99亿元,同比增长283.0%;中医药大健康产业业务实现收入约5817.2万元,同比增长555.5%。毛利方面,公司2017年整体毛利率约为55.8%,同比下降2.2个百分点,主要源于部分原材料采购成本上涨和毛利率相对较低的新业务(中药饮片、医药大健康产业)并入。
- 我们的观点:公司作为国内中药领域的龙头企业,已逐步实现饮片、配方颗粒、成药、中医药服务的全产业链布局。配方颗粒业务的稳定增长,成药业务的触底回升,以及饮片和中医药服务业务带来的新增量,将为公司勾勒出良好的发展前景。同时,公司近期引入平安人寿战略投资,未来将有望与平安集团旗下的日本汉方龙头津村制药协同联动,带来新的想象空间。

风险提示: 成药板块业绩恢复不及预期; 配方颗粒政策开放影响超预期



报告正文

事件

- 近日，中国中药公布 2017 年业绩，报告期内实现营业收入 83.38 亿元，同比增长 27.6%；实现归属母公司净利润 11.70 亿元，同比增长 21.0%；实现基本每股收益约为 0.26 元，每股派息 4.96 港仙（约人民币 3.97 分）。

点评

- **整体业绩实现较快增长。**公司 2017 年实现营业收入 83.38 亿元，同比增长 27.6%，主要源于核心业务中药配方颗粒的稳定增长以及中药饮片、中医药大健康产业等新增业务板块的贡献。分业务来看，中药配方颗粒 2017 年实现收入 55.00 亿元，同比增长 26.2%，约占公司总收入的 66.0%；成药业务实现收入 23.81 亿元，同比增长 15.5%；中药饮片实现收入约 3.99 亿元，同比增长 283.0%；中医药大健康产业业务实现收入约 5817.2 万元，同比增长 555.5%。毛利方面，公司 2017 年整体毛利率约为 55.8%，同比下降 2.2 个百分点，主要源于部分原材料采购成本上涨和毛利率相对较低业务（中药饮片、医药大健康产业）新并入。
- **配方颗粒业务快速增长，略超预期。**公司配方颗粒业务 2017 年实现收入 55.00 亿元，同比增长 26.2%，略超我们此前预期。当期毛利率约为 58.0%，同比下降 1.6 个百分点，主要源于部分中药材价格的上涨。公司已拥有 700 多个单味中药配方颗粒品种，60 多个经典复方颗粒品种，销售网络已覆盖全国 30 个省份，并在 2017 年年末成功打入香港市场，丰富的品种储备和变现良好的销售渠道是公司配方颗粒业务稳定增长的重要原因。从终端渠道来看，三级医院、二级医院、基层医疗机构的销售增速分别为 35.7%、25.9%、49.2%，三级医院与基层医院市场提速增长，销售代理占比逐渐降低。此外，公司智能配药机的市场投放显著增加，期内公司配药机新增 1332 台达到总额 3873 台，配药机新进入医疗机构 1007 家达到总额 2668 家，智能配药机的自主配方令医院转换供货商成本较高，形成入门壁垒，我们估计一家医院平均约可以配置 2-3 台配药机，因此公司的抢先布局将使其在未来的竞争中获得优势。政策方面，公立医院依然保留配方颗粒销售加成，虽然配方颗粒市场正逐步走向开放，但行业标准的设立、相关牌照的获取等均需要时间，因此预计在短期内市场的竞争格局将不会出现太大变化。我们预计公司配方颗粒业务 2018 年有望保持 20% 左右增长。
- **成药业务恢复增长，大品种工作培育工作顺利推进。**2017 年公司成药业务营收达到 23.81 亿元，同比增长 15.5%，取得超预期增长，主要源于核心临床品种恢复增长、核心 OTC 产品快速增长和华颐药业完整年度并表（2016 年仅并表 8 个月）。公司拥有成药品种 979 个，其中 282 个进入新版医保目录，包

括独家品种 26 个，期内公司大品种培育计划稳步推进，6 大核心品种循证临床研究顺利进行，助力学术推广。细分类型来看，核心临床品种（仙灵骨葆，玉屏风颗粒、颈舒颗粒、润燥止痒胶囊、风湿骨痛胶囊、及枣仁安神胶囊等）实现营收 12.23 亿元，同比增长 3.6%；核心 OTC 品种（鼻炎康片、冯了性风湿跌打药酒，黑骨藤追风活络胶囊，虫草清肺胶囊，腰肾膏，及蛇胆川贝散、蛇胆陈皮散、维 C 银翘片、圣通洛/硝苯地平缓释片(III)、保济丸等 12 种）实现营收 4.57 亿元，同比增长 28.2%；其他品种实现营收 7.01 亿元，同比增长 33.6%。2016 年由于两票制及二次议价等政策因素和去库存的影响，公司成药核心品种有所下滑，2017 年公司核心品种成功恢复增长，随着临床核心品种学术推广持续推进和 OTC 品种较快增长，我们预计未来成药业务增速有望逐渐回升。

- **饮片业务与中医健康服务业务加速扩张。**公司饮片业务 2017 年实现收入 3.99 亿元，同比增长 283.0%，主要源于饮片业务板块的全年并表因素；毛利率约为 19.6%，同比提升 2.4 个百分点，主要源于毛利率较高的上海同济堂代煎业务并表。公司在 2016 年完成配方颗粒的战略布局后，又分别于 2016 年 11 月及 12 月完成并购贵州同济堂中药饮片有限公司和上海同济堂药业有限公司，将饮片业务纳入旗下，2018 年 2 月继续收购北京华邈、北京华泰、黑龙江国药、四川江油 4 家饮片企业，饮片业务产能和销售网络迅速扩张。产能方面，公司饮片生产基地加速扩张中，公司已拥有 6 个生产基地，产能近 40000 吨，在建或并并购的产能达到 14680 吨，未来目标产能将达到 80000 吨。饮片业务在丰富公司产品组合的同时，有助于公司整合上游资源，以较低的生产成本获得稳定的原材料供应来源。同为新业务的中医健康服务业务也在快速扩张中，期内实现收入 5817.2 万元，同比增长 555.5%，主要源于贵州同济堂药房连锁并表和冯了性国医馆业务迅速成长，2018 年公司佛山南海国医馆和江阴新馆将陆续启动，规模效应和品牌效应加强将有助于降低供应链和管理成本，增强盈利能力。随着饮片和中医健康服务业务的不断扩张和成长，我们预计其有望成为公司新的业绩增长点。
- **财务指标维持稳健：**报告期内，公司各项费用指标表现基本正常。当期公司发生销售费用 24.37 亿元，同比增长 23.8%，对应费用率为 29.2%，同比下降 0.9 个百分点，主要源于成药业务销售团队效率提高，销售费用有所下降。当期发生管理费用 5.52 亿元，同比增长 6.7%，对应费用率为 6.6%，同比下降 1.3 个百分点。当期发生财务费用同比增长 1.48 亿元至 2.21 亿元，对应费用率为 2.7%，同比上升 1.6 个百分点，主要由于 45 亿元熊猫债产生的利息支出导致。总体而言，公司财务状况较为健康。
- **我们的观点：**公司作为国内中药领域的龙头企业，已逐步实现饮片、配方颗粒、成药、中医药服务的全产业链布局。配方颗粒业务的稳定增长，成药业务的触底回升，以及饮片和中医药服务业务带来的新增量，将为公司勾勒出良好的发展前景。同时，公司近期引入平安人寿战略投资，未来将有望与平

安集团旗下的日本汉方龙头津村制药协同联动，带来新的想象空间。

- **风险提示：**成药板块业绩恢复不及预期；配方颗粒政策开放影响超预期

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与光大证券股份有限公司、闽港控股有限公司、五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本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。本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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。