

配方颗粒增长动力充足，全产业链布局带来协同

——中国中药(0570.HK)2018 年年报点评

海外公司动态

买入(维持)

当前价: 4.93 港元

分析师

林小伟(执业证书编号: S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

李君周(执业证书编号: S0930515080003)

0755 23945523

lijz@ebscn.com

联系人

吴佳青

021-52523697

wujiaqing@ebscn.com

市场数据

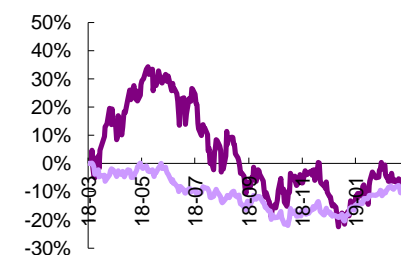
总股本(亿股): 50.36

总市值(亿港元): 248.77

一年最低/最高(港元): 4.21-7.57

近3月换手率: 28.3%

股价表现(一年)



— 中国中药 — 恒生指数

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13	-12	-1
绝对	-11	-1	-9

资料来源: Wind

相关研报

配方颗粒快速增长，加快中医药全产业链布局……2018-03-28
 配方颗粒高速增长——2018 半年报点评……2018-08-15

◆ **全年业绩符合预期。**公司 18 年全年收入 112.6 亿元(+35.0%)，毛利 61.9 亿元(+33.1%)，归母净利润 14.4 亿元(+22.9%)，EPS 为 0.30 元，符合市场预期。18 年全年毛利率 55.0%，同比降低了 0.8PCT；净利率 12.8%，同比降低 1.2PCT。利润率下降主要是利润率较低的饮片业务占比提升、销售开支加大所致。末期派发股息每股 5.51 港仙。

◆ **中药配方颗粒稳健增长。**中药配方颗粒业务 18 年收入 71.5 亿元(+30.0%)，毛利 42.6 亿元(+33.6%)，净利润 12.4 亿元(+20%)，配方颗粒利润增速慢于收入增速主要是由于拓展销售、新建产业园、加大研发投入所致。公司配方颗粒销售智能化水平提高，18 年配药机投放增加约 1300 台，覆盖 3578 家医院。公司在配方颗粒领域先发优势明显，我们预计未来 2 年有望维持 20~30% 增长。

◆ **成药业务核心 OTC 品种增长强劲。**成药业务 18 年 27.7 亿元(+16.4%)，毛利 17.0 亿元(+25.0%)，净利润 2.6 亿元(+5.7%)。核心 OTC 品种增长强劲，同比增长 28.5%；核心临床品种学术推广效应释放，同比增长 20.2%。得益于以上 2 个渠道优势渐显，我们预计 19 年成药板块仍能保持双位数增长。

◆ **饮片顺利整合，逐步扩张。**饮片业务 18 年收入 12.7 亿元(+219.7%)，毛利 2.1 亿元(+166.7%)，净利润 7103 万元(+114.7%)。公司此前收购 4 家饮片公司打通产业链上中末端：中端利用配方颗粒医院渠道优势，加快饮片布局；末端，通过智能配送中心提供饮片代煎、配送等服务。饮片业务仍有较大空间，有望实现中药饮片和配方颗粒比翼双飞。

◆ **与平安合作仓储物流，有望形成全产业链协同。**1 月公司与平安下属子公司签署中药材仓储物流协议，共同打造在亳州、陇西的中药材原料仓储平台。预计将实现中药材上下游协同，强化公司在中药材领域的整合能力、有效管控公司中药材库存并减少原材料损耗。

◆ **维持“买入”评级：**公司是中医药配方颗粒龙头，同时积极布局饮片产业扩张规模，我们维持 19~20 年 EPS 预测为 0.36/0.44 元，新增 21 年 EPS 预测为 0.54 元，同比增长 24%/24%/22%，当前股价对应 PE 为 12/10/8x，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**配方颗粒增长低于预期、中药行业政策不确定性。

业绩预测和估值指标

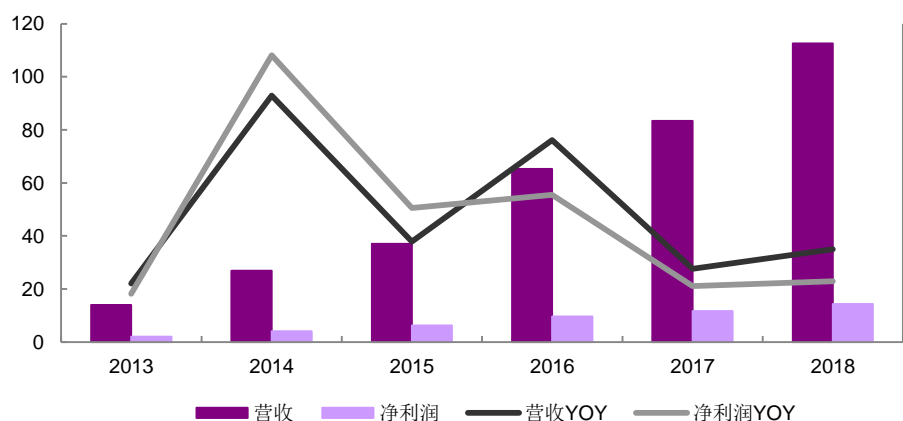
指标(人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,338	11,259	13,544	16,126	18,949
营业收入增长率	27.63%	35.03%	20.30%	19.06%	17.51%
净利润(百万元)	1,170	1,439	1,790	2,218	2,696
净利润增长率	21.04%	22.95%	24.39%	23.91%	21.54%
EPS(人民币)	0.26	0.29	0.36	0.44	0.54
P/E	16	15	12	10	8

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测(截至 2019.3.18 收盘价)

1、归母净利润增速符合预期

公司 18 年全年收入 112.6 亿元 (+35.0%)，毛利 61.9 亿元 (+33.1%)，归母净利润 14.39 亿元 (+22.9%)，EPS 为 0.30 元，符合市场预期。18 年全年毛利率 55.0%，同比降低了 0.8PCT；净利率 12.8%，同比降低 1.2PCT。利润率下降主要是利润率较低的饮片业务占比提升、销售开支加大所致。末期派发股息每股 5.51 港仙。

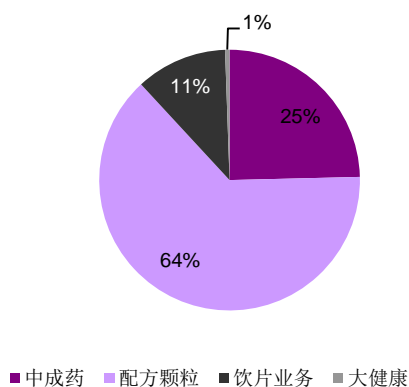
图 1：公司营收与净利润增长情况（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

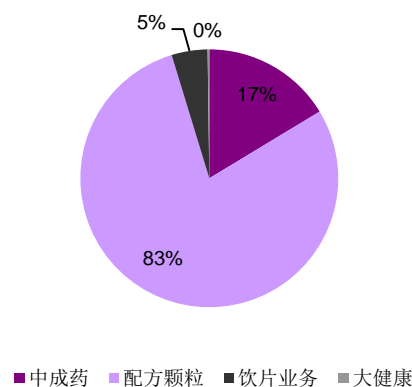
分业务板块看，2018 年公司配方颗粒收入占比 64%，利润占比 89%；中成药收入占比 25%，利润占比 17%；饮片和大健康业务收入占比 11%，利润占比 5%。配方颗粒业务是公司收入和净利润主要来源，大健康业务因筹建及装修国医馆等项目开支导致该板块净利润处于亏损状态。

图 2：公司各业务板块收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：公司各业务板块净利润占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、配方颗粒稳健增长

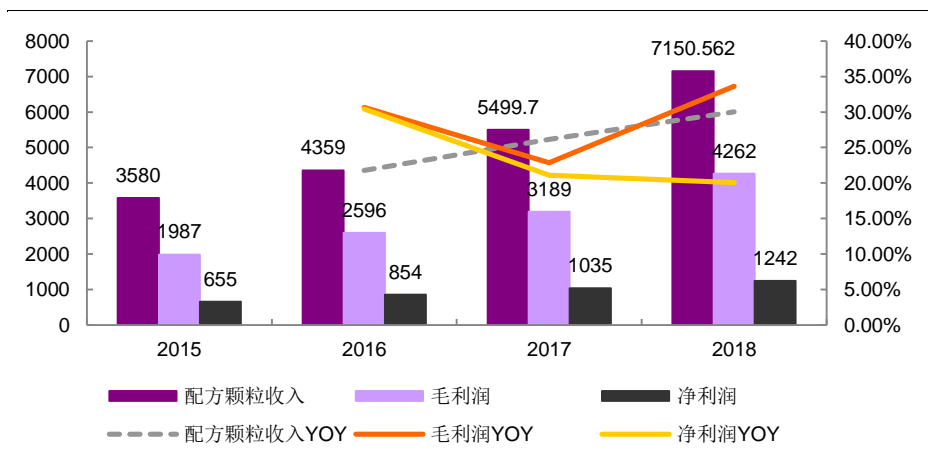
中药配方颗粒 18 年收入 71.5 亿元 (+30.0%)，毛利 42.6 亿元 (+33.6%)，净利润 12.4 亿元 (+20%)，净利润率 17.4% (下跌 1.4PCT)。

学术推广与智能化销售促配方颗粒稳健增长。配方颗粒收入稳健增长主要是由于 1) 学术推广效应明显，存量客户带来的销售增长贡献约 16%；2) 通过配药机抢占新市场带来增量销售增长贡献约 14%。配方颗粒销售智能化水平提高，18 年配药机投放增加约 1300 台。公司在配方颗粒领域先发优势明显，我们预计未来 2 年有望维持 20~30% 增长。

核心区域持续强劲增长。各个区域市场中，西南、华南、华北市场增速较快，分别达到 61.1%、40.9% 和 42.7%，其中东北市场受到地方政策保护增速缓慢。

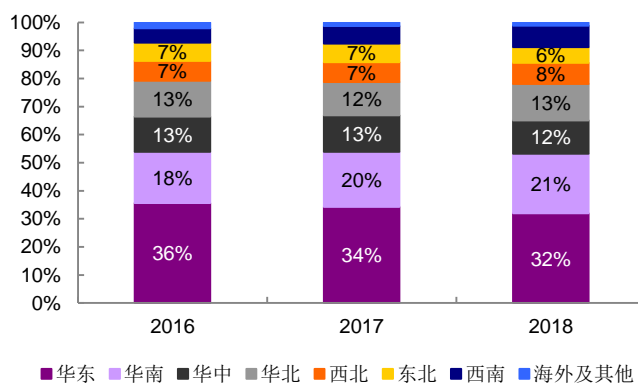
配方颗粒利润增速慢于收入增速主要是由于 1) 公司拓展新市场，投放配药机等综合费用增长；2) 筹建产业园费用增加约 5600 万元；3) 加大配方颗粒国家标准研发投入；4) 新增 2017 年 6 月发行的公司债券带来的利息使得财务费用增长。

图 4：中药配方颗粒收入及利润增长情况 (百万元)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：中药配方颗粒各地区销售占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

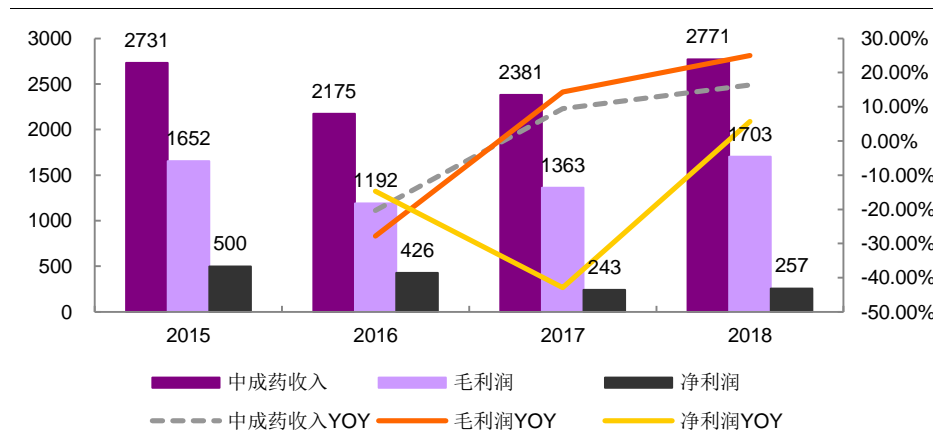
3、中成药增速略超预期

成药业务 18 年 27.7 亿元 (+16.4%)，毛利 17.0 亿元 (+25.0%)，净利润 2.6 亿元 (+5.7%)，净利润率 9.3% (下跌 0.9PCT)。

零售与临床 2 个渠道复苏超预期。核心 OTC 品种零售渠道增长强劲，同比增长 28.5%；核心临床品种学术推广效应释放，同比增长 20.2%。得益于以上 2 个渠道优势渐显，我们预计 19 年成药板块仍能保持双位数增长。

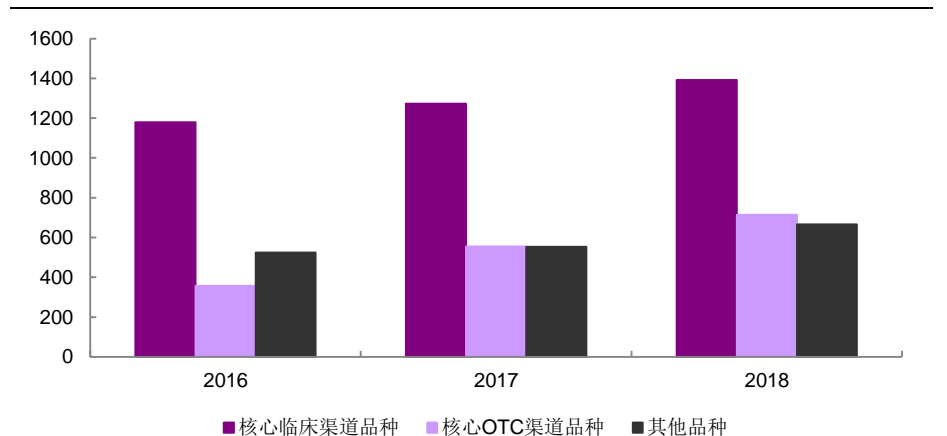
成药业务净利润率下跌主要是由于 1) 原成药业务销售模式调整增加销售费用；2) 研发开支加大，管理人员增多增加行政开支和研发费用。

图 6：中成药收入及利润增长情况 (百万元)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：2016-2018 年中成药各个渠道销售额 (百万元)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、饮片及大健康产业持续扩张

饮片业务整合顺利，有望与配方颗粒比翼双飞。

中药饮片业务 18 年收入 12.7 亿元 (+219.7%)，毛利 2.1 亿元 (+166.7%)，净利润 7103 万元 (+114.7%)，净利率为 5.6% (同比降低 2.7PCT)。利

润率出现下滑主要是由于新并购的饮片企业利润率较低，同时新建饮片企业产生营运费用增加。

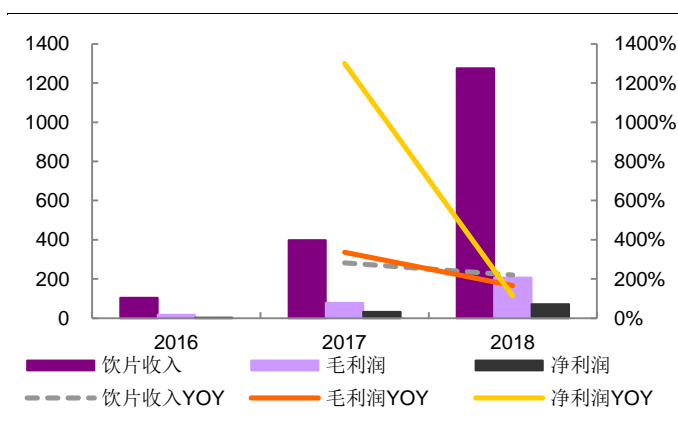
公司此前收购 4 家饮片公司打通产业链上中末端：中端利用配方颗粒医院渠道优势，正逐步加快饮片板块布局；末端，通过智能配送中心提供饮片代煎、配送等服务。饮片业务仍有较大空间，我们预计 19 年收入端保持个位数增长，实现中药饮片和配方颗粒比翼双飞。

大健康业务持续扩张，企稳后有望形成稳定现金流。

大健康板块 18 年收入达到 6253 万元(+7.5%)，毛利 2117 万元(-4.5%)，净利润-334 万元，净利润率为-5.3%。净利润率较低主要是由于贵州同济堂新项目处于开发期、重庆和南海国医馆处于开业阶段及其他 3 家国医院筹建费用支出。

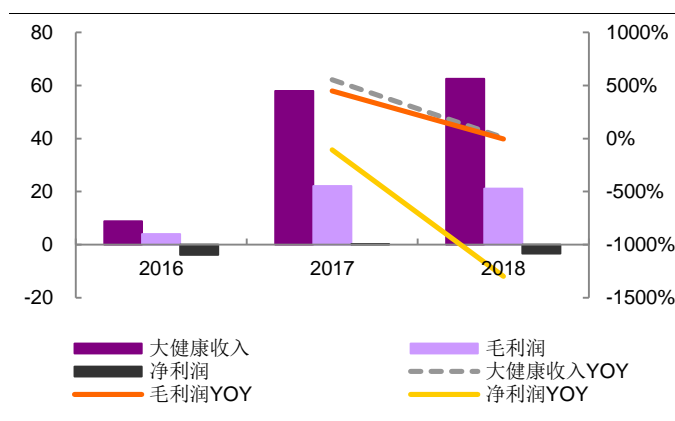
目前，大健康板块旗下共有 7 家国医馆，其中 3 家预计于 19 年内开业。国医馆业务稳定运营后将形成稳定现金流，净利润水平将达到 10%以上。

图 8：饮片板块收入及利润增长情况（百万）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：大健康板块收入及利润增长情况（百万）

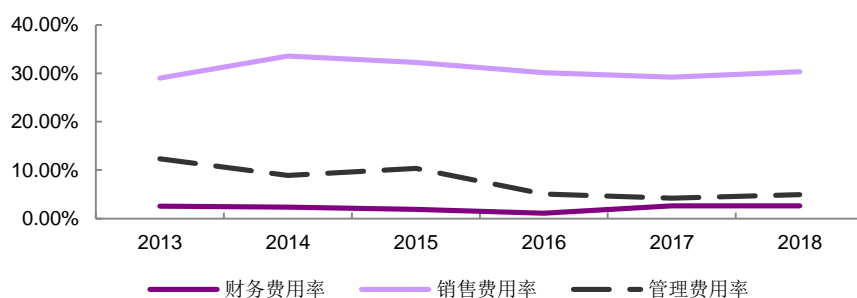


资料来源：公司公告，光大证券研究所

5、财务分析

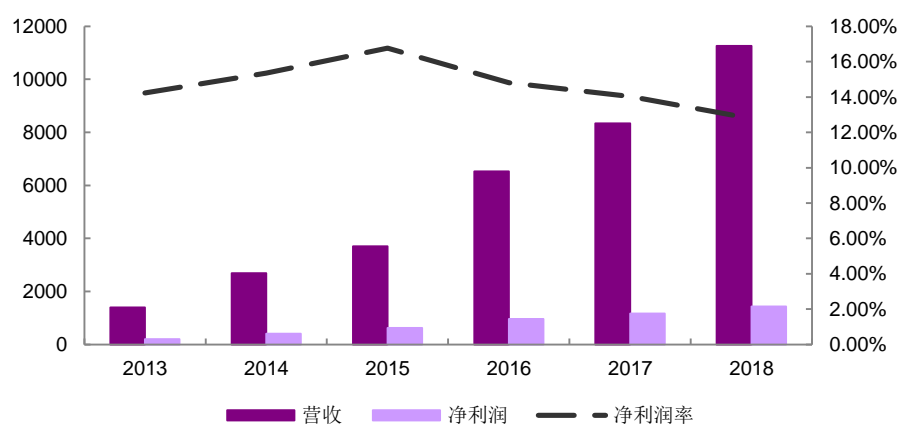
- 1) 毛利率：18 年毛利率为 55%，较 17 年同期下降 0.8PCT，主要原因是毛利率较低的中药饮片业务占比提升。
- 2) 销售费用率：18 年销售费用率为 30.4%，较 17 年同期增加 1.2PCT，主要是由于配方颗粒拓广市场、成药业务销售模式转变所致。
- 3) 管理费用率：18 年管理费用率为 4.9%，较 17 年同期增加 0.7PCT，主要是由于管理费用增长快于收入增长，新建饮片企业、国医馆等增加管理费用。
- 4) 研发费用率：18 年研发开支费用率为 3.1%，较 17 年同期增加 0.7PCT，主要是由于加大配方颗粒国家标准研发投入、加大成药业务研发投入所致。预计未来将持续投入研发。

图 10: 公司近 5 年各项费用率情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 11: 18 年净利率水平略有下降



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

6、盈利预测与估值评级

公司是中医药配方颗粒龙头, 同时积极布局饮片产业扩张规模, 我们维持 19~20 年 EPS 预测为 0.36/0.44 元, 新增 21 年 EPS 预测为 0.54 元, 同比增长 24%/24%/22%, 当前股价对应 PE 为 12/10/8x, 维持“买入”评级。

7、风险分析

配方颗粒增长低于预期: 中药配方颗粒贡献了公司绝大部分的收入和净利润, 目前中药配方颗粒增长势头较为强劲, 若中药配方颗粒的增长低于预期将为公司业绩增长带来风险。

中药行业政策不确定性: 中药配方颗粒行业开发趋势仍存在不确定性, 若供给端开放将引入更多生产厂家加剧行业竞争, 同时供给端的开放则会扩大市场规模, 但目前政策放开仍存在不确定性风险。

附录:

利润表 (百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	8,338	11,259	13,544	16,126	18,949
成本	-3,686	-5,065	-6,059	-7,119	-8,278
毛利	4,652	6,194	7,485	9,006	10,671
销售费用	-2,437	-3,417	-4,063	-4,838	-5,685
行政开支	-349	-552	-635	-730	-840
研发费用	-202	-347	-359	-403	-474
经营利润	1,787	2,156	2,674	3,242	3,916
财务成本	-221	-292	-322	-354	-389
税前利润	1,567	1,857	2,353	2,888	3,527
所得税	-256	-290	-376	-456	-560
期内全面收益	1,311	1,567	1,977	2,432	2,967
少数股东权益	141	128	187	214	271
净利润	1,170	1,439	1,790	2,218	2,696
每股收益(人民币)	0.26	0.29	0.36	0.44	0.54
收入增长(%)	27.6%	35.0%	20.3%	19.1%	17.5%
净利润增长(%)	21.0%	23.0%	24.4%	23.9%	21.5%
每股收益增长(%)	21.0%	8.2%	24.4%	23.9%	21.5%

资产负债表 (百万人民币) 2017	2018	2019E	2020E	2021E	
非流动资产合计:	13,501	15,802	15,472	15,654	15,301
固定资产	2,394	4,340	4,291	4,742	4,646
商誉	3,456	3,569	3,569	3,569	3,569
无形资产	6,704	6,613	6,332	6,063	5,806
其他非流动资产	947	1,279	1,279	1,279	1,279
流动资产合计:	11,384	14,486	16,625	18,956	20,476
现金及等价物	4,788	6,350	7,886	10,168	10,244
存货	3,552	4,483	4,648	4,648	5,278
应收账款及应收票据	3,024	3,467	3,904	3,954	4,767
其他流动资产	20	187	187	187	187
流动负债合计:	4,695	8,633	8,765	8,946	9,554
短期借贷及长期借贷	639	1,412	938	638	336
应付账款及票据	3,857	4,148	4,648	5,071	5,919
应交税费	200	219	325	382	445
其他流动负债	0	2,854	2,854	2,854	2,854
非流动负债合计	6,375	4,144	3,844	3,744	3,640
长期借款	33	232	332	432	531
权益合计:	13,815	17,511	19,488	21,920	22,583
股东权益合计(不含少)	12,437	15,551	17,341	19,559	20,158
股本	9,810	11,982	11,982	11,982	11,982
储备	2,627	3,569	5,359	7,577	8,176
少数股东权益	1,379	1,959	2,146	2,361	2,425

现金流量表 (百万人民币) 2017	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	1236	1190	2806	2976	772
净利润	1170	1439	1790	2218	599
折旧摊销	390	501	825	807	846
营运资本变化	-574	-1,038	4	-264	-737
投资活动现金流	249	288	187	214	64
资本性支出	393	-1546	-495	-494	-493
融资活动现金流	628	1263	0	0	0
现金及现金等价物期初余	786	1772	-400	-200	-203
现金及现金等价物期末余	3406	1870	100	300	300

资料来源: 公司资料, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼