

3613.HK 同仁堂国药

未评级

风雨不改初心，又创一年佳绩

2019年3月15日

市场数据

日期	2019.03.14.
收盘价(港元)	15.44
总股本(亿股)	8.37
流通股本(亿股)	8.37
总市值(亿港元)	129
流通市值(亿港元)	129
净资产(亿港元)	29.06
总资产(亿港元)	31.71
每股净资产(港元)	3.47

数据来源: Wind

相关报告

《发展稳中求进，建议积极关注》
20180820

海外医药研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

主要财务指标

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入(百万港元)	970,477	1,084,280	1,265,994	1,513,873
同比增长(%)	27.5%	11.7%	16.8%	19.6%
净利润(百万港元)	374,578	439,880	505,512	601,323
同比增长(%)	27.1%	17.4%	14.9%	19.0%
毛利率(%)	70.16%	73.33%	72.39%	71.24%
净利润率(%)	38.6%	40.6%	39.9%	39.7%
净资产收益率(%)	19.6%	19.8%	19.4%	21.5%
每股收益(港元)	0.42	0.50	0.59	0.69
每股股息(港元)	0.13	0.16	0.19	0.23

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **业绩稳健增长，超市场一致预期：**2018年销售收入达到1,513百万港元，同比增长19.6%；毛利率为71.2%，同期略有下滑，主要由于原材料成本上升幅度较大所致；归属母公司净利润为580.72百万港元，较上年同期增长18.5%，实现基本每股收益约为0.69港元，略超出市场一致预期。
- **香港市场渠道优化，同店增长显著：**香港市场2018年实现收入8.07亿港元，同比增长26.9%，占总营收比53.3%。主要原因是1)渠道优化、加强管控带来了同店业绩提升、2)安宫牛黄丸产品提价以及3)零售终端增多。
- **灵芝孢子粉销售覆盖范围持续提升：**2018年公司内地市场实现营业收入3.74亿港元，同比增长15.7%，占比24.7%。内地的收入主要是灵芝孢子粉及其他自产产品在内地市场的销售。目前灵芝孢子粉在国内市场份额和渗透率仍处于较低位置，未来有望进一步扩大内地市场占有率。
- **海外市场稳中有进：**2018年内公司继续巩固现有市场基础，分别于香港铜锣湾和美国各新设一家零售终端，同时优化调整门店结构，关停阿联首一家门店。截至2018年12月31日，业务覆盖中国境外21个国家和地区，零售终端共81个，实现全球零售网络持续发展。
- **管理层更迭顺利，平稳交接：**原非执行董事兼董事会主席梅群因退休退任，由公司执行董事兼首席执行官丁永玲女士获委任为董事会主席，自2019年3月11日生效，有利于集团的管理协调，也体现了集团对公司的重视。
- **我们的观点：**公司多年以来一直稳健发展，根据彭博一致预测，公司19-20年收入分别是17.6亿、20.3亿港元，增速分别为16.0%、15.4%，净利润分别是6.7、7.7亿港元，增速分别是15.0%、15.7%。当前市值扣除在手净现金后对应19-20年市盈率分别为16.0倍、13.8倍，低于历史平均水平，值得关注。

风险提示: 原材料价格上升压力; 海外门店拓展进度不及预期;

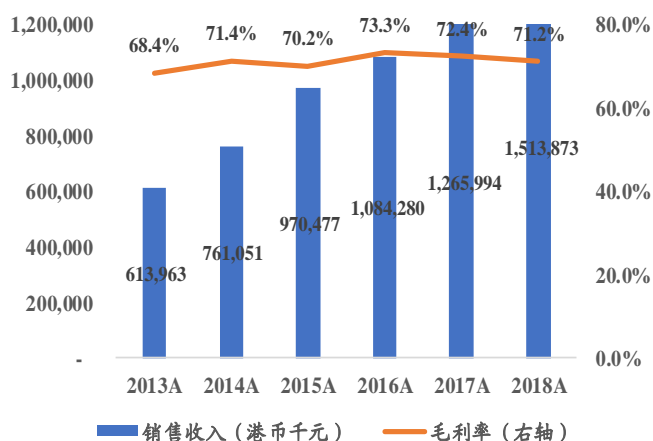
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

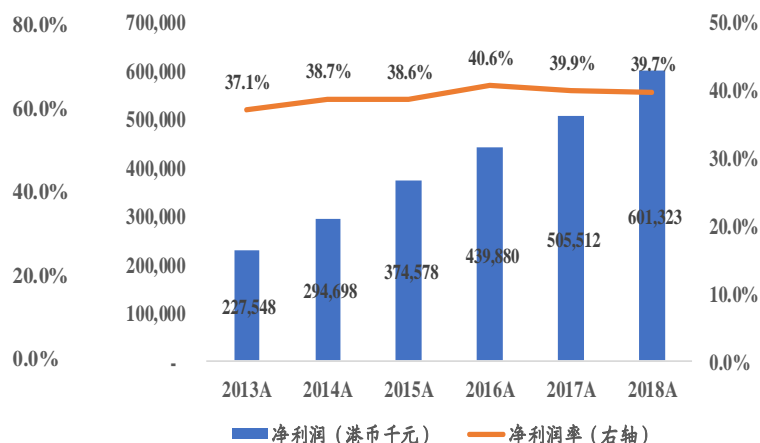
- **业绩稳健增长, 超市场预期:** 2018 年销售收入达到 1,513 百万港元(2017 年: 1,266 百万港元), 较去年同期增长 19.6%; 毛利率为 71.2%, 同期略有下滑, 主要由于原材料(天然麝香和天然牛黄)成本上升幅度较大, 超过了销售收入的涨幅; 归属母公司净利润为 580.72 百万港元(2017 年: 489.97 百万港元), 较上年同期增长 18.5%, 实现基本每股收益约为 0.69 港元, 略超出市场预期。

图 1: 销售收入及毛利率



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

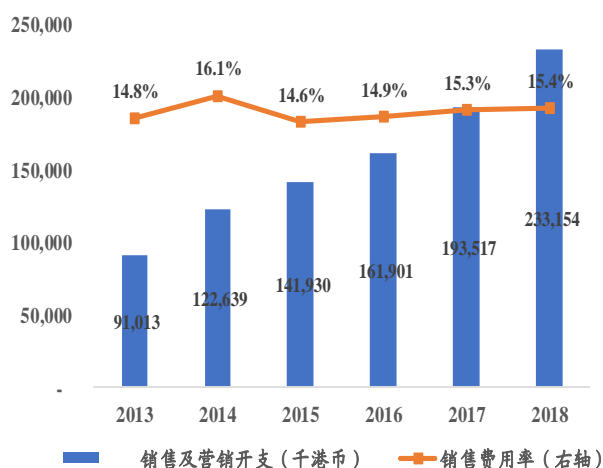
图 2: 净利率及净利润率



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

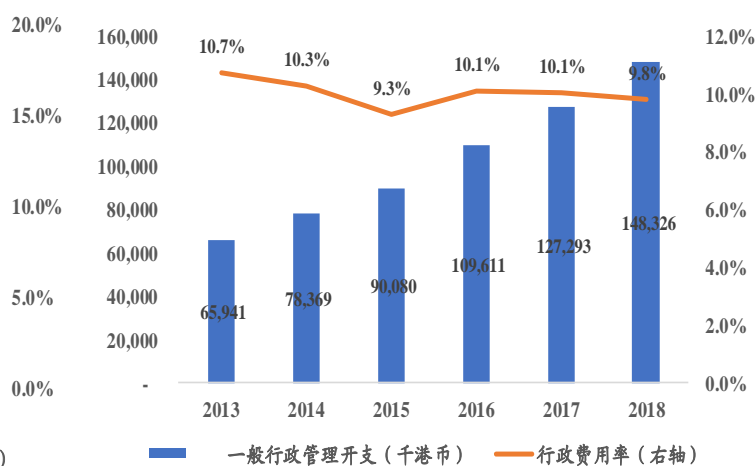
- **费用率维持稳定:** 2018 年度销售开支费用率为 15.4%, 维持在 15.0% 左右的水平, 主要因零售终端增加及广告宣传增多而令其费用上升。行政开支费用率为 9.8%, 较往年有所下降, 行政费用常年维持在 10.0% 左右。

图 3: 分销及销售开支及费用率



数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4: 一般行政开支及费用率



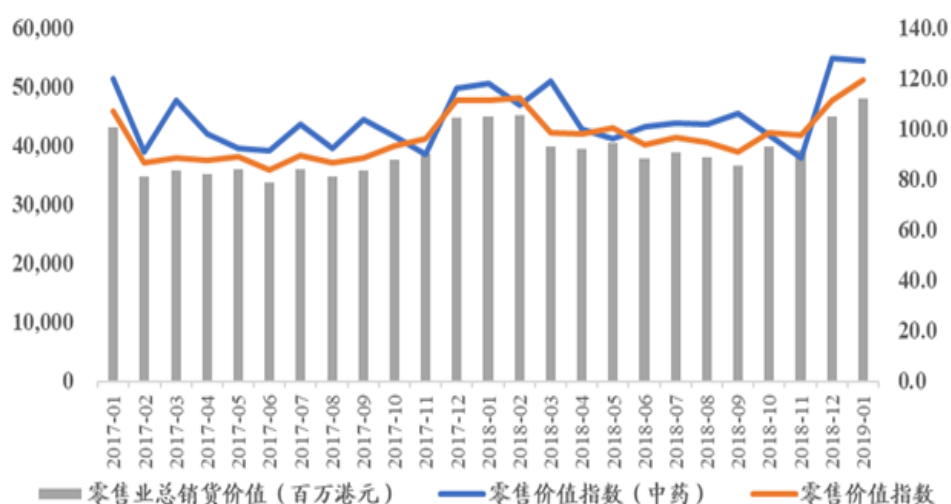
数据来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **香港市场渠道优化, 同店增长显著:** 公司 2018 年香港市场实现收入 8.07 亿港元, 同比增长 26.9%, 占总营收比 53.3%, 是公司最重要的收入分部。营收大幅增长归功于: 1、公司 18 年对香港安宫牛黄丸市场渠道进行了进一步优

化、加强管控，带来了香港直营店业绩稳步提升，同店增长达 50%，安宫牛黄丸销售量稳步提升，供不应求；2、安宫牛黄丸产品提价，2018 年 3 月份由每丸 720 港币提价至每丸 770 港币；3、铜锣湾新开设 1 家零售终端，扩大产品零售网络。

根据香港统计署发布的零售业数据，2018 年零售业总销售额比上年同期增长 19.5%（2018 年：533,267 百万港币；2017 年：446,137 百万港币），香港零售市场总体呈现明显复苏状态。其中中药类别同期零售价值指数更是高于总零售价值指数，表现高于市场平均水平。公司香港收入多年来一直保持超出行业平均增长，印证了公司能够凭借优良品质铸就的品牌与信誉在市场上受到广泛的认可。

图 5：香港零售总销货价值和零售价值指数（右）



数据来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

- **灵芝孢子粉销售覆盖范围持续提升：**2018 年公司内地市场实现营业收入 3.74 亿港元，同比增长 15.7%，占比 24.7%。受限于同业竞争，公司在内地的收入主要是灵芝孢子粉及其他自产产品在内地市场的销售，主要为灵芝孢子粉。目前灵芝孢子粉在国内市场份额和渗透率仍处于较低位置，仍有多个区域未覆盖到。随着销售区域拓宽，老龄化发展和受众认识提升，未来有望进一步扩大内地市场占有率，从而实现销售额的稳定增长。
- **海外市场稳中有进，美国市场表现突出：**公司立足香港，面向海外，2018 年内公司分别于香港铜锣湾和美国各新设一家零售终端，同时优化调整门店结构，关停阿联酋一家门店。业务覆盖中国境外 21 个国家和地区，零售终端共 81 个，其中香港市场达 27 家；海外市场 54 家零售终端，主要分布在加拿大、新西兰、澳大利亚、新加坡等海外华人聚集城市。欧美市场药品注册准入难度高，公司 16-17 年通过在美国收购和新设门店迅速扎根美国市场，18 年进一步新设门店，总共达到 5 家店，相应美国市场也交出靓丽的成绩单，业绩增长 54.4% 至 14.77 百万港币。未来公司将继续拓展欧美市场，也会适当考虑本地化生产，以更好地弘扬中国文化和中医服务，从而推广中药销售。
- **现金流强劲，为未来战略推进提供保障：**2018 年资产负债表现金及现金等价物与银行短期存款达到 22.6 亿港元，较上年增长 19.6%。经营活动产生的现金净额达 5.8 亿港元，与归属于母公司净利润接近，收入和利润质量较好。

公司多年来派息率稳定在 30% 以上，持续回馈股东。现金充沛也为公司稳健持续发展以及未来潜在的海外并购机会提供保障。

- **管理层更迭顺利，平稳交接：**原非执行董事兼董事会主席梅群已到退休年龄，自 2019 年 3 月 11 日起退任，由公司执行董事兼首席执行官丁永玲女士获委任为董事会主席，自 2019 年 3 月 11 日生效。公司董事会主席和首席执行官将由同一人担任，有利于公司的管理协调，也体现了集团对公司的充分重视。

丁永玲女士为同仁堂国药执行董事兼首席执行官，主要负责本公司的日常营运及管理，负责集团业务策略及日常管理与运营，具有丰富的海外业务经验。曾担任同仁堂集团公司外经外贸处处长、进出口分公司经理、同仁堂科技执行董事兼副总经理、北京同仁堂国际有限公司董事总经理及现任同仁堂集团公司董事及副总经理，是中医药行业的杰出人士。

- **我们的观点：**公司多年以来一直稳健发展，根据彭博一致预测，公司 19-20 年收入分别是 17.6 亿、20.3 亿港币，增速分别为 16.0%、15.4%，净利润分别是 6.7、7.7 亿港币，增速分别是 15.0%、15.7%。当前市值扣除在手净现金后对应 19-20 年市盈率分别为 16.0 倍，13.8 倍，低于历史平均水平，值得关注。
- **风险提示：**原材料价格上升压力；海外门店拓展进度不及预期。

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.xyqz.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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、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、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、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司和新东方在线科技控股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。