

# 中國中藥 (570.HK)

## 配方顆粒龍頭佈局全國市場，中藥飲片迎產能提升

香港 | 醫藥 | 公司研報

27 December 2018

### 投資概要

中國中藥是國藥集團旗下唯一的中藥上市企業。2015-17財年，公司營業收入保持49.92%的年均複合增長速度。公司具有行業領先的成長性與盈利能力。我們給予2019年16倍目標市盈率，2019年預期每股收益為0.36元人民幣，目標價6.54港元，“買入”評級。(現價截至12月21日)

### 公司概况

**中國中藥是國藥集團旗下唯一的中藥上市企業。**1993年，榮山國際在港交所上市，代碼570HK，主業為經營燃油發電廠。2006年，上市公司通過出售發電廠業務，收購德眾和馮了性藥業，將主業由電力變更為傳統醫藥製造。2013年，國藥集團通過國藥香港成為控股股東，公司更名為“中國中藥有限公司”。2015年，公司收購江陰天江藥業，並成為浙江一方藥業的控股股東，至此公司將中國中藥配方顆粒的50%市場份額收入囊中（2008年天江藥業收購廣東一方）。2018年公司引入中國平安為戰略股東。

**中國中藥佈局一體化中藥產業鏈。**公司通過收購與自建，不斷擴張中藥配方顆粒、中藥飲片產能，收購中成藥公司，進一步完善中藥全產業鏈佈局。上游覆蓋中藥材種植、倉儲物流、技術研發，中游業務包括生產中藥飲片、配方顆粒、中成藥，下游業務提供飲片代煎、國醫館等服務，對接醫療機構、零售藥房、個人等客戶。

**中藥配方顆粒業務將保持高速增長。**公司是配方顆粒市場龍頭，佔據近一半市場份額。在未來四年，中藥配方顆粒市場總銷售額有望維持40%的複合年均增長率。行業增長動力主要受益於國家允許中藥配方顆粒保留加成，不計入醫院藥占比，消費者的健康意識和消費能力日漸增強等方面。目前中藥配方顆粒的全國性生產銷售牌照尚未放開。我們認為，國家牌照放開與否都將對公司有益處。公司加快全國佈局，擴大市場份額。我們期待未來市場競爭呈現馬太效應，強者恒強。

**中藥飲片產能爬坡，夯實未來成長基礎。**中藥飲片是下游產品中成藥、配方顆粒等的主要原材料。佔據中藥工業生產市場規模的22%。未來中藥飲片行業將保持較快增長，因為中藥飲片享有價格政策利好，隨著中醫養生意識普及，老齡化速度加快，居民健康意識增強。公司通過自建或收購擴大中藥飲片產能，並積極建設共用中藥配送中心拓展銷售管道。

**中成藥業務將平穩發展。**中成藥生產銷售是公司的傳統業務，公司持有500多個藥品生產批文，其中包括60多個獨家生產品種和規格。2016年公司完成對華頤藥業的並購，2018年公司取得湖北中聯藥業51%的股權，進一步豐富成藥品種。公司積極拓展OTC銷售管道，未來中成藥業務將保持平穩發展。

### 買入

現價 HKD4.73

(現價截至 12 月 21 日)

目標價 HKD6.54 (+38%)

### 公司資料

普通股股東 (百萬股):	4,431
市值 (港幣百萬元):	23,819
52 周 最高價/最低價 (港幣):	7.46 / 3.90

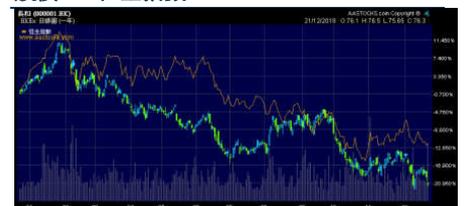
### 主要股東, %

CNPGC.	36.06
Ping An Life Insurance	12.00
Director Wang Xiaochun	7.48
Public	48.46

### 股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
中國中藥	-11.59	-8.69	18.84
恒生指數	-0.67	-6.35	-12.93

### 股價 & 恒生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

### 財務資料

RMB mn	FY16	FY17	FY18E	FY19E
Net Sales	6,533	8,338	11,533	14,063
Net Profit	967	1,170	1,558	1,822
EPS, RMB	0.22	0.26	0.31	0.36
PER, x	21.77	17.91	15.29	13.08
BVPS, RMB	2.62	2.81	3.28	3.55
P/BV, x	1.81	1.68	1.44	1.33
ROE, %	8.51	9.74	9.45	10.18

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

周霖 (2277 6515)  
euruszhou@phillip.com.

## 全國佈局完整的中藥產業鏈

中國中藥是國藥集團旗下唯一的中藥上市企業。1993年，榮山國際在港交所上市，代碼570HK，主業為經營燃油發電廠。2006年，上市公司通過出售發電廠業務，收購德眾和馮了性藥業，將主業由電力變更為傳統醫藥製造。2009年，公司全資並購廣東環球製藥及山東魯抗醫藥，將產品系列從傳統中藥擴展至高端藥品。2013年，國藥集團通過國藥香港，成為控股股東，公司更名為“中國中藥有限公司”。2015年，公司收購江陰天江藥業，並成為浙江一方藥業的控股股東，至此公司將中國中藥配方顆粒的50%市場份額收入囊中（2008年天江藥業收購廣東一方）。公司通過收購與自建，不斷擴張中藥配方顆粒、中藥飲片產能，收購中成藥公司，進一步完善中藥全產業鏈佈局。2018年，公司向中國平安人壽保險公司配售602百萬新股，集資26.7億港元，引入中國平安為戰略股東。國藥集團（香港）、中國平安、執行董事王曉春先生、公眾持股占比分別為32%/12%/7.48%/48.46%。

**中國中藥佈局一體化中藥產業鏈**，上游覆蓋中藥材種植、倉儲物流、技術研發，中游業務包括生產中藥飲片、配方顆粒、中成藥，下游業務提供飲片代煎、國醫館等服務，對接醫療機構、零售藥房、個人等客戶。

圖表：全面佈局中藥飲片和配方顆粒產業鏈



Source: Company, Phillip Securities

**佈局中藥材的採購及種植基地。**近年來，國家市場監督管理總局對中藥品質管理趨嚴。建設中藥產品品質溯源系統是行業發展的必由之路。中國中藥目前集中採購的中藥材達到211個，公司正在對136個主要中藥材品種進行種植基地全國佈局，已在安徽、甘肅、四川、山東、浙江等14個藥材資源豐富的省份佈局藥材種植基地，種植藥材品種包括46種。拓展上游原材料產能，有利於保障中藥飲片和配方顆粒生產所需的原材料，控制成本，符合國家監管要求。

**飲片、配方顆粒兩大業務協同生產體系。**配方顆粒是公司增長的最大驅動力，公司的策略是，利用配方顆粒醫院管道的優勢，加快飲片板塊的佈局，使中藥飲片業務成為未來新的增長動力。公司建立江陰天江藥業、廣東一方製藥兩個生產體系，在位於或鄰近道地藥材產地的地區，通過自建或併購的方式布點建設中藥飲片和配方顆粒工廠。截止2018上半年，公司擁有中藥提取GMP基地10個，覆蓋廣東、安徽、江蘇等7個省；顆粒製劑GMP基地6個，覆蓋廣東、江蘇、甘肅、黑龍江和四川5個省；飲片GMP基地12個，覆蓋廣東、安徽、江蘇、福建等11個省。按照公司的發展規劃，2019年將完成全國23個省基地規劃，預計中藥提取能力達約80,000噸，顆粒製劑產能約25,000噸，中藥飲片產能約80,000噸。

**利用地域特色醫療資源，建設國醫館，**使得產品與服務觸達更多終端消費者。公司目前在重慶、貴州、佛山運營3個國醫館，並有5個在建設中的國醫館。2017/18H1年大健康業務收入達到58/25.3百萬元（占總收入0.5%），年診療人次達到37,000人次。該業務是公司探索業務多元化的嘗試，由於公司建立國醫館多通過與地方名中醫品牌合作，能夠利用地方名牌擴大業務範圍，通過運營醫養服務機構，公司產品和服務能夠觸達更多終端消費者，提高品牌知名度。

**成立中藥物流倉儲公司，保障原材料供應，打造中藥材交易平臺。**公司成立了兩家藥材倉儲交易公司，並計劃在甘肅隴西、安徽亳州、四川綿陽、廣西桂林建設四個藥材倉儲交易平臺，標準化倉庫的建設面積達60萬平方米，同時配套建設中藥材質量檢驗中心及交易平臺。這四個藥材倉儲交易平臺將面向社會開放，既儲存集團的藥材與飲片，也向集團外的藥材經營機構提供檢驗、倉儲等服務。公司建設藥材倉儲交易平臺，有利於儲備藥材原料以保證生產所需，控制成本，保障飲片配送，便於拓展醫院銷售。

## 中藥配方顆粒龍頭加快擴張全國市場

**中藥配方顆粒是現代中藥產業的發展趨勢。**中藥配方顆粒是由單味中藥飲片經提取濃縮製成的的顆粒。它保證了原中藥飲片的全部特徵，藥性強、藥效高，同時又具有直接沖服、安全衛生、攜帶保存方便和適合工業化生產等許多優點。

**中藥配方顆粒行業將保持高速增長。**2006-2016年，中藥配方顆粒全國銷售額由2.28億元上升到118.25億元，複合年均增長率達48.42%。在日本、臺灣市場，配方顆粒銷售額佔據中藥銷售額大部分市場份額，而中國市場這一占比僅為5%左右，我們由此估計，隨著技術進步、政策完善、市場進一步培育，配方顆粒對中藥飲片的替代將持續推進。據Frost & Sullivan預測，配方顆粒的銷售額未來四年有望維持40%的複合年均增長率，於2020年達約440億元。行業增長動力主要受益於：（1）國家允許中藥配方顆粒保留15%加成，不計入醫院藥占比。由於醫保控費、取消藥品加成、集中採購招標等政策的推行，醫藥生產企業的利潤空間受到擠壓。而中藥配方顆粒被允許在醫院銷售時保留25%加成，保障了生產銷售企業的利潤空間。（2）消費升級趨勢。由於配方顆粒具有療效確切、使用方便等優點，患者的使用意願高，在部分無醫保覆蓋的地區，銷售依然保持了較快增長。隨著消費者的健康意識和消費能力日漸增強，我們預計未來配方顆粒產品將保持較高的增長。

**目前中藥配方顆粒的全國性生產銷售牌照尚未放開。**自2003年國家藥監局向6家企業（廣東一方、江蘇江陰天江、深圳三九、四川新綠色、北京康仁堂、培力）發放國家牌照，國家暫停了發放全國性生產牌照。限制全國牌照開放的障礙主要在於配方顆粒未有統一的技術標準，使得產品的生產、療效評估、銷售保存等方面難以管理。近年來，國家陸續出臺政策推進現代中藥產業發展，不斷完善配方顆粒相關配套政策。2015年，國家藥監局發佈《中藥配方顆粒管理辦法（徵求意見稿）》，允許企業就生產銷售中藥配方顆粒向地方監管部門進行備案登記，並在當地展開銷售。目前國家正積極制定相關技術標準，未來3-5年內將出臺300種配方顆粒品質標準，而生產銷售牌照也將逐漸放開。

**公司是配方顆粒市場龍頭，佔據近一半市場份額。**公司2015年收購天江藥業（天陰天江於2008年收購廣東一方），目前擁有一方、天江兩塊國家生產牌照，通過投資擁有六個省市的配方顆粒生產牌照。根據已經披露的上市公司銷售額來看，2016年公司的中藥配方顆粒銷售額佔據中藥配方顆粒市場49%的份額，是該市場份額第一的龍頭企業。

圖表：擁有國家牌照的六家企業市場份額

生產企業	上市公司	覆蓋市場	市場份額（按2016年銷售額）
天陰天江	中國中藥（570HK）	華東、華南地區	49%
廣東一方			
康仁堂	紅日藥業（300026SZ）	京津地區	21%
新綠色藥業	-	四川、重慶、雲南	16%
華潤三九	華潤三九（000999HK）	廣東、山東	12%
培力藥業	培力控股（1498HK）	香港	8%

Source: Company, Phillip Securities

**國家牌照放開與否都將對公司有益處。**國家牌照放開前，在省市備案的企業被允許在當地生產銷售中藥配方顆粒，擁有國家牌照的企業能夠在全國進行生產銷售，現有6家公司將繼續有政策優勢。而市場放開之後，中藥配方顆粒將可以進入更多醫療機構進行銷售，因為在未放開前，中藥配方顆粒只在二級以上醫院銷售，所以預計放開之後，市場本身將有相當的增量。其次，在標準出臺、市場放開之後，現有6家生產企業將有2-3年過渡期，在此期間可以繼續按照現有的標準進行生產，直至逐步與國家標準同步。

**中國中藥公司積極參與國家標準制定。**2016年8月，藥典委員會頒佈《中藥配方顆粒質量控制與標準制定技術要求（徵求意見稿）》。中國中藥披露，公司已製備標準湯劑並開展研究的約有170多個品種，完成研究並提交藥典委審評的123個品種（其中廣東一方68個，江陰天江55個）。公司與第三方研究機構對指紋圖譜檢測、中藥配方顆粒含量測定等技術難題進行了攻關。參與制定技術標準意味著公司具有強大的技術實力，擁有生產多個中藥品種的實力，也使得後進入市場者要遵循既有標準需要支付一定成本。

**公司加快全國佈局，擴大市場份額。**中短期來看，在國家標準未出臺、准入政策未放開之前，中國中藥抓緊窗口時機，擴大市場份額，通過在醫院鋪設智慧中藥配藥機、建設中藥產業園，形成對更多醫院及零售藥店的覆蓋。同時，公司積極新建中藥飲片、配方顆粒產能，爭取未來在產能上形成規模優勢，保證原料供應並滿足擴張需求。同時，為地方政策的保護壁壘，公司積極收購擁有省市試點牌照的配方顆粒企業，以此進入更多區域市場，將公司的配方顆粒行業准入資質、生產技術標準與地方企業優質資源強強聯合，實現馬太效應，強者恆強。

圖表：公司收購地方配方顆粒試點企業，打破地方保護壁壘

時間	省份	企業	金額（百萬元）	股權占比	優勢
2018.3	黑龍江	雙蘭星	46.9	51%	進一步擴大在東北地區的市場份額
2018.3	江蘇	江康藥業	35.1	51%	完善產地加工佈局；擴大飲片產能
2018.4	福建	承天金玲	69.6	51%	福建首家配方顆粒試點資格；擴大市場份額
2018.4	四川	四川三強	78.1	51%	四川唯一配方顆粒試點資格；擴大市場份額
2018.6	安徽	宏大飲片	50.0	51%	完善產地加工佈局；擴大飲片產能
2018.7	湖北	湖北中聯	261.8	51%	擁有眾多中成藥品牌，12月獲得湖北省配方顆粒試點牌照

Source: Company, Phillip Securities

**智慧配藥機迅速佔領市場。**公司憑藉研發的智慧配藥機設備及系統，拓展大中型醫院客戶。配藥機是專門針對中國中藥的配方顆粒產品所設計，給後來競爭者設置了較高的門檻，給醫院撤換供應商設置了較高的成本，由此提高了醫院客戶粘性。公司通過向更多醫院鋪設配藥機，以佔領醫院銷售管道，並通過不斷提高醫院處方配方顆粒的智慧化水準，提升患者的用藥體驗。目前，公司提供給醫療機構的配藥機達到4,546臺，覆蓋醫院2,907家，透過配藥機的銷售比例由2017年上半年的29.6%，增加至2018年上半年的44.1%。

圖表：配藥機擴張情況

	18H1	2017	2016	2015
配藥機數量	4,546	3,873	2,541	1,474
比上期增長(%)	--	52.4%	72.4%	104.4%
覆蓋醫院數量	2,907	2,668	1,661	950
比上期增長(%)	8.96%	60.6%	74.8%	93%

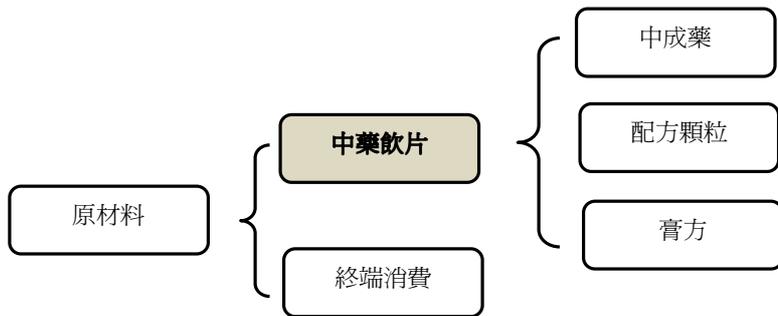
Source: Company, Phillip Securities

**平安人壽成爲戰略股東，引進海外先進經驗。**於2018年3月19日，公司與中國平安人壽保險股份有限公司簽訂股份認購協議。平安人壽以每股4.43港元認購公司604.3百萬股新發行股份，此次增發籌集資金約26.74億港元。完成認購後，平安人壽持有公司擴大後的已發行股份總數約12.0%，成爲第二大股東。引進平安集團作爲長期战略合作夥伴，中國中藥將獲得平安集團在客戶基礎、銷售管道及醫療健康領域的科技、平臺與資源優勢。此外，中國平安是日本漢方龍頭企業津村株式會社（日本市占率第一的配方顆粒企業）的第一大股東。未來，中國中藥將在藥材種植、倉儲、經典名方研發和保健產品銷售等方面與津村展開深度合作，引進領先的研發與生產技術，產生協同效應。

## 中藥飲片產能爬坡，夯實未來成長基礎

**中藥飲片**乃根據傳統中醫藥理論將中藥材加工（如淨制、切制、蒸、炒、炙、煨等）而成。中藥飲片是下游產品中成藥、配方顆粒等的主要原材料。2016年中國的中藥工業銷售額為8700億元，其中中藥飲片（含配方顆粒）達到1900億元（占比22%）。

圖表：中藥飲片在中藥工業生產鏈上居於重要地位



Source: Phillip Securities

**未來中藥飲片將保持較快增長。**前瞻產業研究院預計，2018-2023年中國中藥飲片加工行業銷售收入將保持年均15%左右的市場增速，預計到2023年中藥飲片加工行業銷售規模將超過5000億元。從供給端看，在藥價受壓的大環境下，中藥飲片享有價格政策利好，被允許在公立醫療機構銷售時保留25%加成、不佔醫院藥佔比，促進了生產企業的積極性。從需求端看，受益於中醫養生意識普及，老齡化速度加快，居民健康意識增強，對中醫藥的需求呈現逐年上升趨勢。

**公司飲片產能提升，實現全國佈局。**目前，公司通過自建和並購，在全國6個省市建立了中藥飲片基地，擁有產能近4萬噸（在建或已並購的產能達到1.468萬噸）。未來，公司計畫繼續自建或並購中藥飲片廠，預計2019年生產能力達到8萬噸。

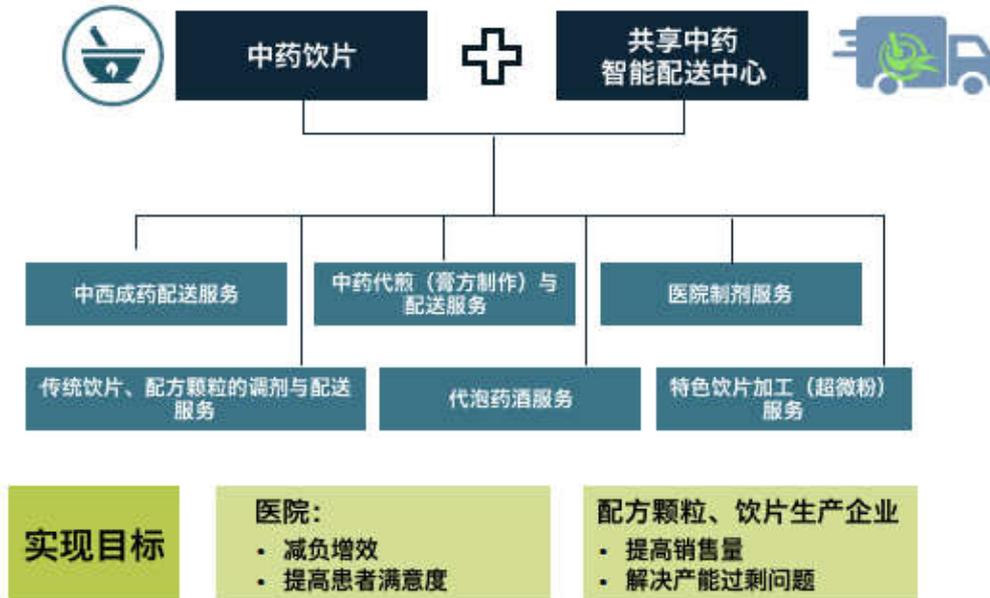
圖表：公司飲片基地



Source: Company, Phillip Securities

**建設共用中藥智慧配送中心**，重點覆蓋中小型醫院、零售藥店。智慧中藥配送中心提供的產品和服務包括：中藥飲片、配方顆粒的配送服務；中藥代煎（膏方製作）與配送服務；醫院製劑服務；成藥配送服務；代泡藥酒服務。傳統飲片供應模式無法滿足中小型醫療機構的需求，而智慧共用配送中心與中小型供應商形成差異化競爭，滿足中小型醫療機構的需求。智慧配送業務發展迅速，截至2018上半年，已有7個配送中心投入營運，包括今年新投入運營的廣東中山配送中心和河北石家莊配送中心。佛山中心與當地139家社區醫院簽訂合作協議，由配送中心向醫院供應飲片，並提供飲片代煎、飲片配送等服務。

圖表：共用中藥智慧配送中心



Source: Company, Phillip Securities

### 中成藥業務保持穩定增長

**中成藥**是使用中藥材加工而成的藥物，劑型多樣，如膠囊狀、顆粒狀、粉末狀、膏狀或丸狀。中國中藥擁有「德眾」、「馮了性」、「同濟堂」等多個歷史悠久的馳名品牌，持有500多個藥品生產批文，其中包括60多個獨家生產品種和規格，仙靈骨葆膠囊、玉屏風顆粒、頸舒顆粒、潤燥止癢膠囊、鼻炎康片、風濕骨痛膠囊和棗仁安神膠囊等8個獨家產品被列入國家基本藥物目錄。中成藥生產銷售是公司的傳統業務，在2006-2015年公司主業為中成藥生產與銷售，並購天江藥業之後才轉型中藥配方顆粒業務。2016年公司完成對華頤藥業的並購，2018年公司從國藥集團購入、注資取得湖北中聯藥業51%的股權，不斷豐富成藥品種。

圖表：公司主要中成藥產品



Source: Company, Phillip Securities

**收購中聯藥業。**2018年7月，公司通過股權轉讓和增資，控股國藥集團中聯藥業有限公司（「中聯藥業」）51%股權。中聯藥業擁有四百餘年歷史，是中藥行業的老字號，專注經典中成藥的生產與銷售，重點產品涉足肝臟用藥、呼吸系統用藥、婦科用藥、心腦血管用藥等特色領域。註冊藥品348個品種，161個全國醫保品種，70個品種列入國家基藥目錄，18個全國獨家品種，其中第一大品種為鱉甲煎丸，是醫保目錄中治療肺纖維化的中成藥，已有兩千多年歷史，為漢代張仲景經典古方；第二大品種金葉敗毒顆粒為醫保目錄中的呼吸道用藥。對中聯藥業的併購後將增加成藥獨家品種的產品線。公司將對中聯藥業的中成藥銷售模式進行改革，加強學術推廣，擴大其產品的市場佔有率。

## 財務分析

2015-17財年，公司營業收入保持49.92%的年均複合增長速度，主要是由於2015年併入中藥配方顆粒業務後，銷售增長迅速。（1）**中藥配方顆粒**：在2017年至18H1，中藥配方顆粒的銷售額分別保持26.2%/37.2%的快速增長，毛利率穩定在58%左右水準，預計未來仍將受益於新醫院拓展、智慧中藥產業園的銷售放量，而保持較高增速。（2）**中藥飲片**：公司自2017年並表收購的飲片企業，該板塊在2017年、18H1實現超過200%的高增長，占收入比重已達11.7%，預計未來這一比例將隨著飲片產能擴張而繼續快速提升，毛利率也將隨著收購企業的進一步整合而穩步回升至正常水準。（3）**中成藥**：2016年因為兩票制、二次議價、零加成等政策環境影響，公司對中成藥進行降價銷售，實施去庫存，收入錄得下滑。2017/18年成藥業務經過調整後逐漸回升（去除兩票制影響，分別實際增長12%/9%）。目前，公司的中成藥業務占收入比重仍維持在四分之一左右，隨著中聯藥業的並表，預計收入絕對值仍將進一步放大。預計未來中成藥業務將維持平穩增長。

圖表：分部業務收入（百萬元）及毛利率

	2016	2017	2017H1	2018H1	Notes
<b>Total Revenue</b>	<b>6,533</b>	<b>8,338</b>	<b>3,899</b>	<b>5,461</b>	
Growth	76.1%	27.6%	-	40.0%	2015-17 財年營收保持 49.92% 年均複合增速
<b>Concentrated TCM Granules</b>					
Revenue	4,359	5,500	2,543	3,491	
Weight	66.7%	66.0%	65.2%	63.9%	
Growth	345.2%	26.2%	-	37.2%	在三級醫院、基層醫療機構的銷售收入迅速增長
GPM	59.6%	58.0%	58.0%	58.5%	毛利率較穩定
<b>TCM decoction pieces</b>					
Revenue	104	399	185	640	
Weight	1.6%	4.8%	4.7%	11.7%	並表新收購飲片企業，占比提升
Growth	-	283.0%	-	245.3%	
GPM	17.2%	19.6%	22.3%	14.6%	並表的新企業毛利率較低，未來將回升
<b>TCM Finished Drugs</b>					
Revenue	2,061	2,381	1,144	1,306	
Weight	31.5%	28.6%	29.3%	23.9%	
Growth	-20.4%	15.5%	-	14.1%	2016 年降價去庫存，2017/18H1 實際增長 12%/9%
GPM	56.8%	57.2%	56.1%	60.2%	毛利率受益於兩票制高開及部分 OTC 藥品提價

Source: Company, Phillip Securities

**經營關鍵指標。**由於2017年上半年存貨基數較小，2018年上半年公司存貨同比周轉天數有所上升，目前與2017年整體水準持平。應收賬款周轉天數在母公司國藥集團會計標準要求下有所降低；應付賬款周轉天數上升30天，是由於原材料用量上升，對供貨商的壓款能力增強。整體經營週期從2017上半年254天降至243天，經營效率提高。毛利率總體平穩，有些微下降，主要是由於新合併的飲片企業毛利率較低。經營利潤率下降1.9個百分點，主要由於銷售費用有所上升（配方顆粒配藥機投入增加、新增飲片企業銷售費用合併及成藥業務受兩票制影響高開費用）。淨利潤率下降1.7個百分點，待新收購企業運行順利後，估計利潤率將有所回升。經營負債率平穩，流動性充足，因為增發所得擴大了資本金、償還了部分債務，還使得在手現金充足，能夠用於進一步收購擴張。

圖表：經營關鍵指標

	2016	2017	2017H1	2018H1
<b>Efficiency</b>				
Inventory turnover days	209	271	235	275
Receivable turnover days	117	84	124	103
Payable turnover days	90	117	105	135
Business cycle	236	238	254	243
<b>Profitability</b>				
Selling costs ratio	30.1%	29.2%	26.2%	27.3%
Management fees ratio	7.9%	6.6%	7.4%	6.8%
GPM	58.0%	55.8%	55.6%	53.7%
OPM	21.1%	21.4%	22.7%	20.8%
NPM	16.6%	15.7%	17.0%	15.3%
<b>Liquidity &amp; Solvency</b>				
Debt to equity ratio	34.0%	41.4%	41.4%	34.1%
Liquidity Ratio	2.3	2.4	2.4	2.7

Source: Company, Phillip Securities

## 估值和風險

**我們的模型顯示目標價為6.54港元。**公司具有行業領先的成長性與盈利能力。我們給予2019年16倍目標市盈率，預期2019年每股收益為0.36元人民幣，目標價6.54港元，“買入”評級。（匯率：0.885RMB/HKD）

**風險包括：**收購整合效果不佳；銷售拓展不及預期；將行業競爭激烈；行業政策風險等。

圖表：同業估值

Code	Mkt Cap mn	PE (TTM)	18E PE	19E PE	19E PEG	PB(MRQ)	18H1 GPM%	18H1 ROE%
0570.HK	23,970.4	15.17	14.33	11.51	0.47	1.33	53.66	5.51
<b>Max</b>	64,856.1	76.76	17.03	15.68	1.82	2.42	71.20	8.78
<b>Medium</b>	14,472.9	16.54	14.31	11.45	0.46	1.33	53.66	5.37
<b>Average</b>	24,514.4	24.09	13.54	11.42	0.73	1.43	50.87	5.68
300026.SZ	9,514.9	20.55	14.29	11.39	0.45	--	70.05	5.32
600518.SH	51,429.7	10.72	10.22	8.38	0.38	--	29.65	7.97
1498.HK	468.2	76.76	--	--	--	0.83	61.12	2.40
1666.HK	14,472.9	17.86	17.03	15.68	1.82	2.42	52.38	8.78
2877.HK	6,888.9	11.05	10.31	8.43	0.38	1.00	71.20	4.43
3320.HK	64,856.1	16.54	15.08	13.14	0.89	1.55	18.01	5.37

圖表：歷史市盈率區間



圖表：歷史市淨率區間


 Source: Wind (as at Dec 20<sup>th</sup>), Phillip Securities

## 財務報告

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E
<b>Valuation Ratios</b>					
Price to Earnings (P/E)	28.05	21.77	17.91	15.29	13.08
Price to Book (P/B)	1.91	1.81	1.68	1.44	1.33
<b>Per Share Data (RMB)</b>					
EPS	0.17	0.22	0.26	0.31	0.36
Book Value Per Share	2.48	2.62	2.81	3.28	3.55
Dividend Per Share	0.00	0.10	0.10	0.12	0.14
<b>Growth &amp; Margins (%)</b>					
<b>Growth</b>					
Revenue	39.95	76.12	27.63	38.32	21.94
Operating Income	36.99	82.17	29.76	29.62	16.02
Net Profit	55.48	48.52	21.05	33.13	16.90
<b>Margins</b>					
Gross Profit Margin	59.15	57.98	55.79	53.11	51.89
Operating Profit Margin	20.37	21.07	21.43	20.08	19.10
Net Profit Margin	17.55	16.63	15.73	15.01	14.39
<b>Key Ratios</b>					
ROE (%)	8.68	8.51	9.74	9.45	10.18
ROA (%)	7.13	7.01	7.79	6.14	6.62
<b>Income Statement (RMB Mn)</b>					
Revenue	3,709	6,533	8,338	11,533	14,063
- Cost of Goods Sold	(1,515)	(2,745)	(3,686)	(5,408)	(6,765)
Gross Income	2,194	3,788	4,652	6,125	7,297
- Operating Expenses	(1,438)	(2,411)	(2,865)	(3,810)	(4,611)
Operating Income	756	1,377	1,786	2,316	2,686
'- Net Non-Operating G/L	14	(73)	(219)	(254)	(277)
Pretax Income	769	1,304	1,567	2,061	2,410
- Income Tax Expenses	(118)	(217)	(256)	(330)	(386)
- Minority Interest	0	120	141	173	202
Net Profit	651	967	1,170	1,558	1,822

Source: Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates  
(財務資料截至 2018 年 12 月 21 日)

**PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS**

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

**GENERAL DISCLAIMER**

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

**Disclosure of Interest**

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

**Availability**

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2018 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

**Contact Information (Regional Member Companies)**

**SINGAPORE**

**Phillip Securities Pte Ltd**  
Raffles City Tower  
250, North Bridge Road #06-00  
Singapore 179101  
Tel : (65) 6533 6001  
Fax : (65) 6535 6631  
Website: [www.poems.com.sg](http://www.poems.com.sg)

**HONG KONG**

**Phillip Securities (HK) Ltd**  
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong  
11/F United Centre 95 Queensway  
Hong Kong  
Tel (852) 22776600  
Fax (852) 28685307  
Websites: [www.phillip.com.hk](http://www.phillip.com.hk)

**INDONESIA**

**PT Phillip Securities Indonesia**  
ANZ Tower Level 23B,  
Jl Jend Sudirman Kav 33A  
Jakarta 10220 – Indonesia  
Tel (62-21) 57900800  
Fax (62-21) 57900809  
Website: [www.phillip.co.id](http://www.phillip.co.id)

**THAILAND**

**Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd**  
15th Floor, Vorawat Building,  
849 Silom Road, Silom, Bangrak,  
Bangkok 10500 Thailand  
Tel (66-2) 6351700 / 22680999  
Fax (66-2) 22680921  
Website: [www.phillip.co.th](http://www.phillip.co.th)

**UNITED KINGDOM**

**King & Shaxson Capital Limited**  
6th Floor, Candlewick House,  
120 Cannon Street,  
London, EC4N 6AS  
Tel (44-20) 7426 5950  
Fax (44-20) 7626 1757  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**AUSTRALIA**

**PhillipCapital Australia**  
Level 12, 15 William Street,  
Melbourne, Victoria 3000, Australia  
Tel (613) 96188238  
Fax (613) 92002272  
Website: [www.phillipcapital.com.au](http://www.phillipcapital.com.au)

**MALAYSIA**

**Phillip Capital Management Sdn Bhd**  
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,  
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450  
Kuala Lumpur  
Tel (603) 21628841  
Fax (603) 21665099  
Website: [www.poems.com.my](http://www.poems.com.my)

**JAPAN**

**PhillipCapital Japan K.K.**  
Nagata-cho Bldg.,  
8F, 2-4-3 Nagata-cho,  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014  
Tel (81-3) 35953631  
Fax (81-3) 35953630  
Website: [www.phillip.co.jp](http://www.phillip.co.jp)

**CHINA**

**Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd**  
No 436 Hengfeng Road,  
Greentech Unit 604,  
Postal code 200070  
Tel (86-21) 51699400  
Fax (86-21) 63532643  
Website: [www.phillip.com.cn](http://www.phillip.com.cn)

**FRANCE**

**King & Shaxson Capital Limited**  
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008  
Paris France  
Tel (33-1) 45633100  
Fax (33-1) 45636017  
Website: [www.kingandshaxson.com](http://www.kingandshaxson.com)

**UNITED STATES**

**Phillip Futures Inc**  
141 W Jackson Blvd Ste 3050  
The Chicago Board of Trade Building  
Chicago, IL 60604 USA  
Tel +1.312.356.9000  
Fax +1.312.356.9005