

中国中药(570 HK)

收入增长强劲，期待长期成本效应释放

- ❖ **18 财年销售符合预期，销售和行政支出增加致净利润略有滞后。**收入同比增长 35%至 112.6 亿元（人民币，下同），其中中药配方颗粒增长 30%，成药上升 16.4%，中药饮片增长 219.7%，大健康综合体上升 7.5%。由于利润率较低的中药饮片销售增加，整体毛利率下降 0.8 个百分点至 55%。销售费用比率增加 1.2 个百分点至 30.4%，主要归因于中药配方颗粒的市场投放增加，以及新业务中药饮片快速发展。由于不少生产基地正在筹建，以及新收购中药饮片企业，行政支出费率增加了 0.7 个百分点至 4.9%。因此，净利润率下降 1.3 个百分点，而净利润同比增长 22.9%至 14.39 亿元。公司收入较我们/市场预期高出 1.2%/1%，净利润低于我们/市场预期 6%/3%。
- ❖ **中药配方颗粒业务稳健。**中药配方颗粒在 18 财年实现了 30%的稳健增长，主要受惠于 1) 存量客户带来销售增长贡献约 16%，2) 新增客户带来销售增长贡献约 14%。安装配药机数量从 2017 年底的 3,873 台增至 2018 年底的 5,123 台，公司计划在未来每年安装至少 1,000 台配药机。覆盖医院总数从 2017 年底的 2,668 家增至 2018 年底的 3,578 家。在 18 财年，来自配药机的配方颗粒销售占比为 43.2%（相对 17 财年的 33.6%），预计在 2019 年底将提升至 50%。虽然毛利率上升了 1.6 个百分点至 59.6%，但因销售费用增长 43.5%，净利润率下跌 1.4 个百分点。公司预期在 2022 年或之前，中药配方颗粒销售额能达到 200 亿，对应~30%的复合年增速。我们估计配方颗粒在 2018 至 2021 年间的复合年增长率达到 26.4%。
- ❖ **成药板块持续回升。**受 OTC 产品推动，整体成药增长 16.4%。核心临床渠道品种增长 9.4%，主要归因于学术推广。OTC 产品持续发力，录得 28.5%增长。我们认为成药产品将保持高单位数增长，与行业增长保持一致。
- ❖ **中药饮片将现经营杠杆。**由于四家被收购企业的合并以及智能配送中心的快速发展，中药饮片增长 219.7%至 12.75 亿元。其收入占比由 17 财年的 4.8%上升至 18 财年的 11.3%。由于新收购业务的净利润率较低，以及新成立业务的资本支出增加，中药饮片的净利润率从 17 财年的 8.3%下降至 18 财年的 5.6%。因 1) 公司业务整合良好及 2) 智能配送中心帮助提升效率，预计未来一至两年内中药饮片的净利润率将超过 10%。
- ❖ **经营现金流正在改善。**中国中药录得净经营现金流 11.90 亿元，较 2018 年上半年的负现金流数字 13.57 亿元有所进步，主要归因于公司有效的运营资金管理。应收账款周转天数从 17 财年的 115 天下跌至 18 财年的 95 天，而应付账款的则从 17 财年的 90 天增加至 18 财年的 112 天。库存持续增加，但增速低于收入增速，增加主要由于 1) 战略库存草药，以控成本，防止价格，以及 2) 中药配方颗粒的「一票制」销售方式，令成品库存持续增加。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	8,338	11,259	13,824	16,739	20,265
核心净利润(百万人民币)	1,170	1,439	1,724	2,161	2,702
核心 EPS (人民币)	0.26	0.28	0.34	0.43	0.54
EPS 变动 (%)	17.9	6.7	24.5	25.3	25.1
市盈率 (x)	15.6	14.6	11.7	9.4	7.5
市帐率 (x)	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	2.2	2.9	3.0	3.7	4.7
权益收益率 (%)	9.4	9.3	10.3	12.0	13.6
净财务杠杆率 (%)	4.5	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$7.10
(前目标价)	HK\$7.40)
潜在升幅	+44%
当前股价	HK\$4.93

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	24,827
3 个月平均流通(百万)	70.9
52 周内高/低(港元)	7.57/4.21
总股本(百万)	4,431.5

数据源：彭博

股东结构

国药集团	32.1%
平安	12.0%
王晓春	7.5%
流通股	48.4%

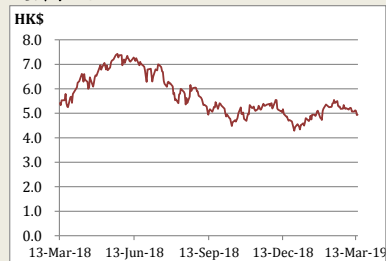
数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-11%	-12.8%
3 月	-0.6%	-10.6%
6 月	-4.4%	-10.1%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.china-tcm.com.cn

❖ **下调 2019-20 年净利润预测 10.1%/9.9%**。我们将 2019-20 年收入预测上调 1.1%/1.3%，以反映较强劲的销售增长。考虑到更多的市场营销投入和新成立公司的前期成本，我们上调市场营销开支、行政支出及研发支出占比，2019-20 年的净利润预测则下调 10.1%/9.9%。我们估测 2018-21 年的收入及净利润复合年增长率分别为 21.6% 及 23.4%。

❖ **维持买入，下调目标价至 7.10 港元**。中国中药建立了一个中药配方颗粒和中药饮片上下游的一体化的产业链，我们认为这对同业来说难以模仿。此外，我们预期其控股公司国药集团在公司人事调整后，会提供更多支持，给予更多资源。尽管短期经营费用增加，但长远中药上下游一体化的协同效应和成本控制效果将显现。我们维持买入评级，并根据最新的 DCF 模型推算至 19 财年，将目标价下调至 7.10 港元。中国中药目前股价为 11.7/9.4 倍 2019/20 年预测 PER，而我们的目标价则相当于 16.8/13.4 倍 2019/20 年预测 PER，意味着 44% 股价上行空间。

图 1: 利润表变动

	2H17	2H18	按年增长	2017	2018	按年增长
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
中药配方颗粒	2,956	3,660	23.8%	5,500	7,151	30.0%
中成药	1,237	1,465	18.4%	2,381	2,771	16.4%
中药饮片	214	635	197.5%	399	1,275	219.7%
中医药大健康产业	32	37	17.0%	58	63	7.5%
收入	4,439	5,798	30.6%	8,338	11,259	35.0%
销售成本	(1,957)	(2,535)	29.5%	(3,686)	(5,065)	37.4%
毛利	2,482	3,263	31.5%	4,652	6,194	33.1%
其他收入	39	68	71.8%	64	101	58.0%
分销开支	(1,415)	(1,927)	36.2%	(2,437)	(3,417)	40.2%
行政开支	(184)	(331)	79.8%	(349)	(552)	58.0%
研发开支	(81)	(197)	145.1%	(202)	(347)	71.4%
经营利润	842	874	3.9%	1,727	1,979	14.6%
应占联营公司利润	4	(1)	N/A	2	(7)	N/A
非经营利项目	38	126	N/A	27	134	N/A
净财务成本	(115)	(146)	26.2%	(189)	(249)	32.1%
税前利润	768	854	11.2%	1,567	1,857	18.5%
税项	(119)	(121)	1.6%	(256)	(290)	13.2%
少数股东权益	(77)	(54)	-29.9%	(141)	(128)	-9.2%
净利润	572	679	18.7%	1,170	1,439	22.9%
毛利率	55.9%	56.3%	0.4ppt	55.8%	55.0%	-2.2ppt
经营利润率	19.0%	15.1%	-3.9ppt	20.7%	17.6%	-0.3ppt
净利率	12.9%	11.7%	-1.2ppt	14.0%	12.8%	-1.1ppt

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 盈利预测变动

	2019E			2020E		
	旧	新	改变	旧	新	改变
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
中药配方颗粒	9,255	9,133	-1.3%	11,637	11,483	-1.3%
中成药	2,934	3,132	6.7%	3,209	3,477	8.4%
中药饮片	1,390	1,466	5.4%	1,571	1,657	5.4%
中医药大健康产业	89	94	5.4%	116	122	5.4%
收入	13,668	13,824	1.1%	16,532	16,739	1.3%
销售成本	(6,353)	(6,194)	-2.5%	(7,613)	(7,440)	-2.3%
毛利	7,315	7,630	4.3%	8,919	9,298	4.3%
其他收入	104	109	5.4%	125	131	4.8%
经营开支	(4,261)	(4,787)	12.3%	(5,148)	(5,782)	12.3%
研发开支	(410)	(415)	1.1%	(496)	(502)	1.3%
经营利润	2,747	2,538	-7.6%	3,400	3,145	-7.5%
净财务成本	(161)	(179)	10.9%	(166)	(190)	14.3%
应占联营公司利润	2	(7)	-461.4%	2	(8)	-461.4%
税项	(422)	(383)	-9.1%	(528)	(480)	-8.9%
少数股东权益	(247)	(244)	-1.3%	(310)	(306)	-1.3%
净利润	1,919	1,724	-10.1%	2,398	2,161	-9.9%
毛利率	53.5%	55.2%	+1.7ppt	53.9%	55.5%	+1.6ppt
经营利润率	20.1%	18.4%	-1.7ppt	20.6%	18.8%	-1.8ppt
净利率	14.0%	12.5%	-1.6ppt	14.5%	12.9%	-1.6ppt

资料来源：招银国际预测

图 3: 同业估值

公司	代码	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
中國中藥	570	4.93	24,827	15.5	14.5	11.7	2.3	1.9	1.7	13.8	10.5	8.9	9.7	10.3	11.4
石藥集團	1093	13.96	87,059	34.7	23.9	19.2	6.4	4.8	4.1	22.5	15.4	12.0	21.8	21.7	23.1
中國生物製藥	1177	7.02	88,370	39.4	25.4	23.0	9.3	5.0	4.2	22.6	13.5	11.4	25.4	25.9	22.7
白雲山	874	35.35	73,864	15.1	13.5	15.8	1.7	2.2	2.0	9.5	17.8	16.7	11.4	16.0	13.5
三生製藥	1530	14.80	37,503	34.5	28.4	22.4	4.4	3.9	3.3	22.5	19.4	15.4	13.4	14.3	15.7
麗珠醫藥	1513	28.75	27,739	8.2	15.8	13.9	3.4	1.6	1.4	17.2	12.4	10.6	51.3	9.7	10.4
綠葉製藥	2186	6.03	19,748	17.1	12.6	11.0	2.5	2.1	1.8	11.9	11.4	9.2	14.9	16.9	17.1
同仁堂科技	1666	10.90	13,961	18.1	16.5	15.3	2.5	2.2	1.9	9.4	N/A	N/A	14.5	12.5	11.7
神威藥業	2877	8.32	6,881	11.0	10.5	9.0	0.9	1.0	0.9	2.3	2.9	2.0	7.9	9.4	10.4
康臣藥業	1681	5.86	5,129	12.8	9.5	8.2	2.9	2.1	1.8	8.4	5.6	4.6	22.6	21.2	21.2
平均				21.2	17.4	15.3	3.8	2.7	2.4	14.0	12.3	10.2	20.3	16.4	16.2

资料来源：彭博，招银国际预测

财务报表

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	8,337.8	11,258.9	13,824.4	16,738.8	20,265.0
中药配方颗粒	5,499.7	7,150.6	9,132.7	11,483.5	14,439.3
中成药	2,381.2	2,771.0	3,131.9	3,476.8	3,817.8
中药饮片	398.7	1,274.8	1,466.1	1,656.6	1,855.4
大健康产业	58.2	62.5	93.8	121.9	152.4
销售成本	(3,686.2)	(5,065.4)	(6,194.1)	(7,440.5)	(8,933.4)
毛利	4,651.6	6,193.6	7,630.3	9,298.4	11,331.6
其他收益	64.0	101.1	109.3	131.1	154.5
销售费用	(2,437.2)	(3,417.2)	(4,141.0)	(5,001.5)	(6,047.9)
行政费用	(349.4)	(552.3)	(646.3)	(780.6)	(943.9)
研发开支	(202.2)	(346.5)	(414.7)	(502.2)	(595.8)
息税前收益	1,726.8	1,978.7	2,537.6	3,145.3	3,898.5
应占联营公司利润	1.9	(7.0)	(7.4)	(7.7)	(8.1)
净财务收入/(支出)	(188.5)	(249.1)	(179.1)	(189.8)	(201.6)
非经常性收入	27.1	134.1	-	-	-
税前利润	1,567.2	1,856.7	2,351.1	2,947.7	3,688.8
所得税	(255.8)	(289.7)	(383.2)	(480.5)	(601.3)
已中止经营业务	-	-	-	-	-
非控制股东权益	(141.0)	(128.0)	(243.6)	(306.3)	(385.1)
净利润	1,170.4	1,439.0	1,724.3	2,160.9	2,702.4
核心净利润	1,147.7	1,326.4	1,724.3	2,160.9	2,702.4
息税折摊前收益	2,150.2	2,507.9	3,072.6	3,728.1	4,533.9

资料来源: 公司, 招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	13,501.3	15,801.7	16,017.7	16,264.0	16,532.4
物业、厂房及设备	2,740.2	5,155.2	5,556.5	5,986.5	6,439.1
无形资产	6,703.8	6,612.8	6,434.9	6,258.9	6,082.9
商誉	3,486.4	3,569.0	3,569.0	3,569.0	3,569.0
其他非流动资产	570.9	464.7	457.3	449.6	441.4
流动资产	11,384.1	14,485.7	15,970.5	18,945.4	22,655.5
现金及现金等值物	4,530.5	6,349.7	7,274.2	8,541.0	10,194.9
短期投资	-	-	-	-	-
应收贸易款项	3,024.1	3,467.1	4,304.2	5,152.3	6,178.4
存货	3,551.8	4,482.7	4,273.9	5,133.9	6,164.0
其他流动资产	277.7	186.2	118.3	118.3	118.3
流动负债	4,694.9	8,632.8	6,154.2	7,146.0	8,404.6
银行贷款	638.7	1,411.6	622.9	617.6	681.8
应付贸易账款	3,856.5	4,147.8	4,955.3	5,952.4	7,146.7
其他流动负债	199.7	3,073.4	576.1	576.1	576.1
非流动负债	6,375.2	4,144.1	6,959.1	7,477.6	8,055.9
银行贷款	4,515.0	2,224.6	5,039.6	5,558.2	6,136.4
其他非流动负债	1,860.2	1,919.5	1,919.5	1,919.5	1,919.5
净资产总值	13,815.3	17,510.6	18,875.0	20,585.8	22,727.5
少数股东权益	1,378.5	1,959.1	2,202.7	2,509.0	2,894.1
股东权益	12,436.8	15,551.4	16,672.2	18,076.8	19,833.4

资料来源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	1,726.8	1,978.7	2,537.6	3,145.3	3,898.5
折旧和摊销	423.4	529.2	535.0	582.9	635.4
营运资金变动	(573.8)	(1,037.9)	179.2	(711.0)	(861.9)
税务开支	(292.9)	(296.1)	(383.2)	(480.5)	(601.3)
其他	(48.0)	16.7	-	-	-
经营活动所得现金净额	1,235.6	1,190.5	2,868.6	2,536.7	3,070.7
资本开支	(734.6)	(1,649.2)	(760.3)	(836.9)	(911.9)
收购子公司	-	(22.0)	375.9	-	-
其他	1,127.5	125.2	136.8	81.5	97.8
投资活动所得现金净额	393.0	(1,546.0)	(247.6)	(755.5)	(814.1)
债务变化	1,193.0	263.9	(471.0)	513.3	642.5
发行新股	80.2	2,297.7	-	-	-
派息	(337.8)	(506.2)	(603.5)	(756.3)	(945.8)
利息开支	(149.7)	(283.2)	(248.0)	(271.3)	(299.4)
融资活动所得现金净额	785.6	1,772.2	(1,322.5)	(514.4)	(602.8)
现金净变动	2,414.1	1,416.7	1,298.4	1,266.8	1,653.9
年初现金及现金等值物	2,147.3	4,530.5	5,975.8	7,274.2	8,541.0
汇兑差额	(31.0)	28.7	-	-	-
年末现金及现金等值物	4,530.5	5,975.8	7,274.2	8,541.0	10,194.9

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
中药配方颗粒	66.0	63.5	66.1	68.6	71.3
中成药	28.6	24.6	22.7	20.8	18.8
中药饮片	4.8	11.3	10.6	9.9	9.2
大健康产业	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	55.8	55.0	55.2	55.5	55.9
息税折摊前利润率	25.8	22.3	22.2	22.3	22.4
税前利率	18.8	16.5	17.0	17.6	18.2
净利润率	14.0	12.8	12.5	12.9	13.3
核心净利润率	13.8	11.8	12.5	12.9	13.3
有效税率	16.3	15.6	16.3	16.3	16.3
增长 (%)					
收入	27.6	35.0	22.8	21.1	21.1
毛利	22.8	33.1	23.2	21.9	21.9
息税折摊前利润	26.1	16.6	22.5	21.3	21.6
经营利润	26.0	14.6	28.2	23.9	23.9
净利润	21.0	22.9	19.8	25.3	25.1
核心净利润	17.9	15.6	30.0	25.3	25.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.4	1.7	2.6	2.7	2.7
平均应收账款周转天数	82.5	76.0	73.7	66.6	66.6
平均应付账款周转天数	130.5	100.7	66.3	66.9	66.9
平均存货周转天数	119.2	130.2	115.6	102.6	101.7
净负债/权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	9.4	9.3	10.3	12.0	13.6
资产回报率	4.7	4.8	5.4	6.1	6.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.26	0.30	0.34	0.43	0.54
核心每股盈利(人民币)	0.26	0.28	0.34	0.43	0.54
每股股息(港元)	0.09	0.12	0.12	0.15	0.19
每股账面值(人民币)	2.47	3.09	3.31	3.59	3.94

资料来源: 公司, 招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。