

中國中藥(570 HK)

收入增長強勁，期待長期成本效應釋放

- ❖ **18 財年銷售符合預期，銷售和行政支出增加致淨利潤略有滯後。**收入同比增長 35% 至 112.6 億元（人民幣，下同），其中中藥配方顆粒增長 30%，成藥上升 16.4%，中藥飲片增長 219.7%，大健康綜合體上升 7.5%。由於利潤率較低的中藥飲片銷售增加，整體毛利率下降 0.8 個百分點至 55%。銷售費用比率增加 1.2 個百分點至 30.4%，主要歸因於中藥配方顆粒的市場投放增加，以及新業務中藥飲片快速發展。由於不少生產基地正在籌建，以及新收購中藥飲片企業，行政支出費率增加了 0.7 個百分點至 4.9%。因此，淨利潤率下降 1.3 個百分點，而淨利潤同比增長 22.9% 至 14.39 億元。公司收入較我們/市場預期高出 1.2%/1%，淨利潤低於我們/市場預期 6%/3%。
- ❖ **中藥配方顆粒業務穩健。**中藥配方顆粒在 18 財年實現了 30% 的穩健增長，主要受惠於 1) 存量客戶帶來銷售增長貢獻約 16%，2) 新增客戶帶來銷售增長貢獻約 14%。安裝配藥機數量從 2017 年底的 3,873 台增至 2018 年底的 5,123 台，公司計畫在未來每年安裝至少 1,000 台配藥機。覆蓋醫院總數從 2017 年底的 2,668 家增至 2018 年底的 3,578 家。在 18 財年，來自配藥機的配方顆粒銷售占比為 43.2%（相對 17 財年的 33.6%），預計在 2019 年底將提升至 50%。雖然毛利率上升了 1.6 個百分點至 59.6%，但因銷售費用增長 43.5%，淨利潤率下跌 1.4 個百分點。公司預期在 2022 年或之前，中藥配方顆粒銷售額能達到 200 億，對應~30% 的複合年增速。我們估計配方顆粒在 2018 至 2021 年間的複合年增長率達到 26.4%。
- ❖ **成藥板塊持續回升。**受 OTC 產品推動，整體成藥增長 16.4%。核心臨床管道品種增長 9.4%，主要歸因於學術推廣。OTC 產品持續發力，錄得 28.5% 增長。我們認為成藥產品將保持高單位數增長，與行業增長保持一致。
- ❖ **中藥飲片將現經營杠杆。**由於四家被收購企業的合併以及智慧配送中心的快速發展，中藥飲片增長 219.7% 至 12.75 億元。其收入占比由 17 財年的 4.8% 上升至 18 財年的 11.3%。由於新收購業務的淨利潤率較低，以及新成立業務的資本支出增加，中藥飲片的淨利潤率從 17 財年的 8.3% 下降至 18 財年的 5.6%。因 1) 公司業務整合良好及 2) 智慧配送中心幫助提升效率，預計未來一至兩年內中藥飲片的淨利潤率將超過 10%。
- ❖ **經營現金流正在改善。**中國中藥錄得淨經營現金流 11.90 億元，較 2018 年上半年的負現金流數位 13.57 億元有所進步，主要歸因於公司有效的運營資金管理。應收賬款周轉天數從 17 財年的 115 天下跌至 18 財年的 95 天，而應付帳款的則從 17 財年的 90 天增加至 18 財年的 112 天。庫存持續增加，但增速低於收入增速，增加主要由於 1) 戰略庫存草藥，以控成本，防止價格，以及 2) 中藥配方顆粒的「一票制」銷售方式，令成品庫存持續增加。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬人民幣)	8,338	11,259	13,824	16,739	20,265
核心淨利潤(百萬人民幣)	1,170	1,439	1,724	2,161	2,702
核心 EPS (人民幣)	0.26	0.28	0.34	0.43	0.54
EPS 變動 (%)	17.9	6.7	24.5	25.3	25.1
市盈率 (x)	15.6	14.6	11.7	9.4	7.5
市帳率 (x)	1.6	1.3	1.2	1.1	1.0
股息率 (%)	2.2	2.9	3.0	3.7	4.7
權益收益率 (%)	9.4	9.3	10.3	12.0	13.6
淨財務杠杆率 (%)	4.5	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$7.10
(前目標價)	HK\$7.40)
潛在升幅	+44%
當前股價	HK\$4.93

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	24,827
3 個月平均流通(百萬)	70.9
52 周內高/低(港元)	7.57/4.21
總股本(百萬)	4,431.5

資料來源：彭博

股東結構

國藥集團	32.1%
平安	12.0%
王曉春	7.5%
流通股	48.4%

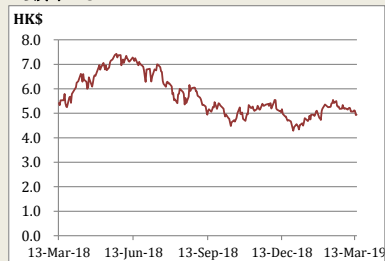
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-11%	-12.8%
3 月	-0.6%	-10.6%
6 月	-4.4%	-10.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Deloitte

公司網站: www.china-tcm.com.cn

❖ **下調 2019-20 年淨利潤預測 10.1%/9.9%**。我們將 2019-20 年收入預測上調 1.1%/1.3%，以反映較強勁的銷售增長。考慮到更多的市場行銷投入和新成立公司的前期成本，我們上調市場行銷開支、行政支出及研發支出占比，2019-20 年的淨利潤預測則下調 10.1%/9.9%。我們估測 2018-21 年的收入及淨利潤複合年增長率分別為 21.6% 及 23.4%。

❖ **維持買入，下調目標價至 7.10 港元**。中國中藥建立了一個中藥配方顆粒和中藥飲片上下游的一體化的產業鏈，我們認為這對同業來說難以模仿。此外，我們預期其控股公司國藥集團在公司人事調整後，會提供更多支援，給予更多資源。儘管短期經營費用增加，但長遠中藥上下游一體化的協同效應和成本控制效果將顯現。我們維持買入評級，並根據最新的 DCF 模型推算至 19 財年，將目標價下調至 7.10 港元。中國中藥目前股價為 11.7/9.4 倍 2019/20 年預測 PER，而我們的目標價則相當於 16.8/13.4 倍 2019/20 年預測 PER，意味著 44% 股價上行空間。

圖 1: 利潤表變動

	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	
中药配方顆粒	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

資料來源: 公司，招銀國際預測

圖 2: 盈利預測變動

	2019E			2020E		
	舊	新	改變	舊	新	改變
	百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	百萬元人民幣	
中藥配方顆粒	9,255	9,133	-1.3%	11,637	11,483	-1.3%
中成藥	2,934	3,132	6.7%	3,209	3,477	8.4%
中藥飲片	1,390	1,466	5.4%	1,571	1,657	5.4%
中醫藥大藥房產業	89	94	5.4%	116	122	5.4%
收入	13,668	13,824	1.1%	16,532	16,739	1.3%
銷售成本	(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%
經營開支	(4,261)	(4,787)	12.3%	(5,148)	(5,782)	12.3%
研發開支	(410)	(415)	1.1%	(496)	(502)	1.3%
經營利潤	2,747	2,538	-7.6%	3,400	3,145	-7.5%
淨財務成本	(161)	(179)	10.9%	(166)	(190)	14.3%
應占聯營公司利潤	2	(7)	-461.4%	2	(8)	-461.4%
稅項	(422)	(383)	-9.1%	(528)	(480)	-8.9%
少數股東權益	(247)	(244)	-1.3%	(310)	(306)	-1.3%
淨利潤	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
經營利潤率	20.1%	18.4%	-1.7ppt	20.6%	18.8%	-1.8ppt
淨利率	14.0%	12.5%	-1.6ppt	14.5%	12.9%	-1.6ppt

資料來源：招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	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

資料來源：彭博，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	8,337.8	11,258.9	13,824.4	16,738.8	20,265.0
中藥配方顆粒	5,499.7	7,150.6	9,132.7	11,483.5	14,439.3
中成藥	2,381.2	2,771.0	3,131.9	3,476.8	3,817.8
中藥飲片	398.7	1,274.8	1,466.1	1,656.6	1,855.4
大健康產業	58.2	62.5	93.8	121.9	152.4
銷售成本	(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
銷售費用	(2,437.2)	(3,417.2)	(4,141.0)	(5,001.5)	(6,047.9)
行政費用	(349.4)	(552.3)	(646.3)	(780.6)	(943.9)
研發開支	(202.2)	(346.5)	(414.7)	(502.2)	(595.8)
息稅前收益	1,726.8	1,978.7	2,537.6	3,145.3	3,898.5
應占聯營公司利潤	1.9	(7.0)	(7.4)	(7.7)	(8.1)
淨財務收入 / (支出)	(188.5)	(249.1)	(179.1)	(189.8)	(201.6)
非經常性收入	27.1	134.1	-	-	-
稅前利潤	1,567.2	1,856.7	2,351.1	2,947.7	3,688.8
所得稅	(255.8)	(289.7)	(383.2)	(480.5)	(601.3)
已中止經營業務	-	-	-	-	-
非控制股東權益	(141.0)	(128.0)	(243.6)	(306.3)	(385.1)
淨利潤	1,170.4	1,439.0	1,724.3	2,160.9	2,702.4
核心淨利潤	1,147.7	1,326.4	1,724.3	2,160.9	2,702.4
息稅折攤前收益	2,150.2	2,507.9	3,072.6	3,728.1	4,533.9

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	13,501.3	15,801.7	16,017.7	16,264.0	16,532.4
物業、廠房及設備	2,740.2	5,155.2	5,556.5	5,986.5	6,439.1
無形資產	6,703.8	6,612.8	6,434.9	6,258.9	6,082.9
商譽	3,486.4	3,569.0	3,569.0	3,569.0	3,569.0
其他非流動資產	570.9	464.7	457.3	449.6	441.4
流動資產	11,384.1	14,485.7	15,970.5	18,945.4	22,655.5
現金及現金等值物	4,530.5	6,349.7	7,274.2	8,541.0	10,194.9
短期投資	-	-	-	-	-
應收貿易款項	3,024.1	3,467.1	4,304.2	5,152.3	6,178.4
存貨	3,551.8	4,482.7	4,273.9	5,133.9	6,164.0
其他流動資產	277.7	186.2	118.3	118.3	118.3
流動負債	4,694.9	8,632.8	6,154.2	7,146.0	8,404.6
銀行貸款	638.7	1,411.6	622.9	617.6	681.8
應付貿易賬款	3,856.5	4,147.8	4,955.3	5,952.4	7,146.7
其他流動負債	199.7	3,073.4	576.1	576.1	576.1
非流動負債	6,375.2	4,144.1	6,959.1	7,477.6	8,055.9
銀行貸款	4,515.0	2,224.6	5,039.6	5,558.2	6,136.4
其他非流動負債	1,860.2	1,919.5	1,919.5	1,919.5	1,919.5
淨資產總值	13,815.3	17,510.6	18,875.0	20,585.8	22,727.5
少數股東權益	1,378.5	1,959.1	2,202.7	2,509.0	2,894.1
股東權益	12,436.8	15,551.4	16,672.2	18,076.8	19,833.4

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	1,726.8	1,978.7	2,537.6	3,145.3	3,898.5
折攤和攤銷	423.4	529.2	535.0	582.9	635.4
營運資金變動	(573.8)	(1,037.9)	179.2	(711.0)	(861.9)
稅務開支	(292.9)	(296.1)	(383.2)	(480.5)	(601.3)
其他	(48.0)	16.7	-	-	-
經營活動所得現金淨額	1,235.6	1,190.5	2,868.6	2,536.7	3,070.7
資本開支	(734.6)	(1,649.2)	(760.3)	(836.9)	(911.9)
收購子公司	-	(22.0)	375.9	-	-
其他	1,127.5	125.2	136.8	81.5	97.8
投資活動所得現金淨額	393.0	(1,546.0)	(247.6)	(755.5)	(814.1)
債務變化	1,193.0	263.9	(471.0)	513.3	642.5
發行新股	80.2	2,297.7	-	-	-
派息	(337.8)	(506.2)	(603.5)	(756.3)	(945.8)
利息開支	(149.7)	(283.2)	(248.0)	(271.3)	(299.4)
融資活動所得現金淨額	785.6	1,772.2	(1,322.5)	(514.4)	(602.8)
現金淨變動	2,414.1	1,416.7	1,298.4	1,266.8	1,653.9
年初現金及現金等值物	2,147.3	4,530.5	5,975.8	7,274.2	8,541.0
匯兌差額	(31.0)	28.7	-	-	-
年末現金及現金等值物	4,530.5	5,975.8	7,274.2	8,541.0	10,194.9

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合（%）					
中藥配方顆粒	66.0	63.5	66.1	68.6	71.3
中成藥	28.6	24.6	22.7	20.8	18.8
中藥飲片	4.8	11.3	10.6	9.9	9.2
大健康產業	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
總額	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
息稅折攤前利潤率	25.8	22.3	22.2	22.3	22.4
稅前利率	18.8	16.5	17.0	17.6	18.2
淨利潤率	14.0	12.8	12.5	12.9	13.3
核心淨利潤率	13.8	11.8	12.5	12.9	13.3
有效稅率	16.3	15.6	16.3	16.3	16.3
增長（%）					
收入	27.6	35.0	22.8	21.1	21.1
毛利	22.8	33.1	23.2	21.9	21.9
息稅折攤前利潤	26.1	16.6	22.5	21.3	21.6
經營利潤	26.0	14.6	28.2	23.9	23.9
淨利潤	21.0	22.9	19.8	25.3	25.1
核心淨利潤	17.9	15.6	30.0	25.3	25.1
資產負債比率					
流動比率（x）	2.4	1.7	2.6	2.7	2.7
平均應收賬款周轉天數	82.5	76.0	73.7	66.6	66.6
平均應付賬款周轉天數	130.5	100.7	66.3	66.9	66.9
平均存貨周轉天數	119.2	130.2	115.6	102.6	101.7
淨負債 / 權益比率（%）	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率（%）					
資本回報率	9.4	9.3	10.3	12.0	13.6
資產回報率	4.7	4.8	5.4	6.1	6.9
每股數據					
每股盈利（人民幣）	0.26	0.30	0.34	0.43	0.54
核心每股盈利（人民幣）	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
每股帳面值（人民幣）	2.47	3.09	3.31	3.59	3.94

資料來源：公司，招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。