

中智藥業(3737 HK)

新型飲片細分市場的潛在重磅單品

❖ **2017 上半年草晶華破壁飲片支撐公司業績增長。**2017 上半年公司收入增長 20.2%至 4.31 億人民幣，主要受益於草晶華系列產品的高增長。製藥板塊增長 36.7%至 2.25 億人民幣占總收入的 52.2%。製藥板塊中，草晶華系列同比增長 67.8%至 1.57 億人民幣，而中成藥產品下跌 4.5%至 6,780 萬人民幣。草晶華收入占總收入的 36.4%（對比 2016 上半年占比 26.1%），占比錄得顯著提升。自營連鎖藥房業務同比增長 6.3%至 2.06 億人民幣，占總收入的 47.8%。公司上半年毛利率增加 6.3 個百分點，從 2016 上半年的 55.1%增加到 2017 上半年的 58.7%，受益於高毛利草晶華系列產品的銷售增長（毛利率 80%左右）。銷售費用率增長到 38.8%（對比 2016 上半年 37.4%），管理層表示銷售費用率會控制在 40%以下，管理費用率會穩定在 7%左右。最終，公司淨利潤同比增長 20.4%至 3,850 萬人民幣。

❖ **草晶華-潛在重磅產品。**草晶華被稱為中藥破壁飲片，是一種利用細胞破壁技術的新型中藥飲片。公司銷售草晶華的渠道有 4 種，第三方合作連鎖藥房（如：老百姓、一心堂等等），自營連鎖藥房（中智大藥房）、醫院、電商平臺（天貓、京東、中智網上藥房、健客網、康愛多網等等），這四個平臺 2017 上半年分別貢獻收入 68%、15%、12%和 5%。截止目前，公司擁有 500 個合作經銷商，一個 521 人的草晶華銷售團隊，覆蓋全國 31 個省份，遍及 2.3 萬家零售藥房以及 557 家醫院。公司上半年努力拓展草晶華的分銷網絡，在全國組建了 108 個辦事處輔助各區的銷售。管理層表示，公司未來會把全部重心和精力放到草晶華業務，公司目標將草晶華打造成一個年銷售額過百億的破壁飲片消費單品。管理層預計草晶華系列產品 2017 下半年將錄得更高的銷售增速，鑒於下半年將有更多合作連鎖藥房參與分銷（大參林），過往下半年是產品銷售旺季以及電商渠道的成倍增長。根據中康數據顯示，2017 年 1 季度零售渠道新型飲片市場規模約 8.94 億人民幣，其中品牌飲片草晶華以 4.5%的市占率位居榜首。草晶華 2012-2016 年保持年複合增長率 71.4%，遠超同業競爭者、傳統中藥飲片和中藥配方顆粒增速。我們認為，草晶華將繼續在零售渠道新型飲片市場擴大其市占率，且將維持目前的高速增長狀態。我們認為草晶華將是公司未來主要的增長動力，預計公司下半年將錄得更高的收入和淨利潤增速。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬人民幣)	595.6	688.0	730.5
核心淨利潤(百萬人民幣)	86.7	80.5	53.9
核心 EPS (人民幣)	-	0.12	0.07
EPS 變動 (%)	-	-	-41.5
市盈率 (x)	-	15.3	21.5
市帳率 (x)	-	2.5	2.1
股息率 (%)	-	-	2.2
權益收益率 (%)	69.0	23.6	9.5
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

數據來源：公司及招銀國際

未評級

當前股價 HK\$1.82

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

電郵：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	1,456
3 個月平均流通(百萬)	1.91
52 周內高/低(港元)	2.05/1.42
總股本(百萬)	800.0

數據源：彭博

股東結構

Lai Zhitian	60.54%
Jiang Lixia	5.28%
Advance Keypath	7.5%
中融信託國際	4.97%
流通股	21.71%

數據源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	8.3%	5.2%
3 月	18.1%	9.7%
6 月	15.1%	-2.0%

數據源：彭博

股價表現



數據源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.zeus.cn

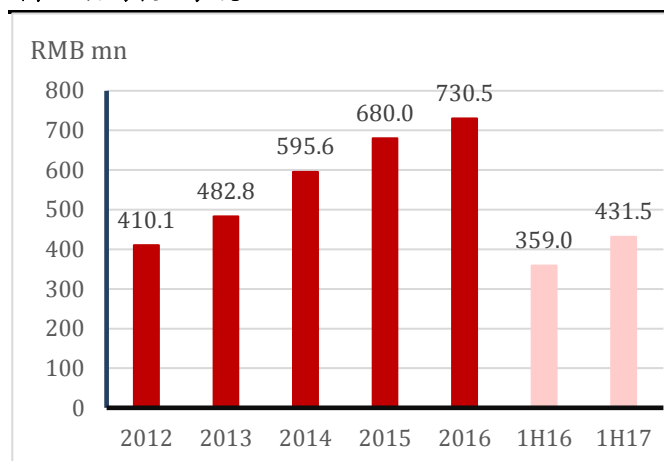
- ❖ **萎縮的中成藥業務。**管理層解釋中成藥業務下跌主要是因為公司重心轉移至草晶華業務。公司中成藥產品通過“中智”和“六棉”兩個品牌進行銷售。管理層表示中成藥業務將會維持高于行業平均的增速，但是我們認為公司中成藥板塊未來增長較為困難。
- ❖ **自營連鎖藥房穩定增長。**連鎖藥房錄得收入 2.06 億人民幣，同比增長 6.3%，占總收入的 47.8%（對比 2016 年 54.1% 占比有所下降）。連鎖藥房業務毛利率增長 1.43 個百分點，從 2016 上半年的 45.7% 增長至 2017 上半年的 47.8%，主要由于自有品牌產品銷售占比增多，自有品牌的毛利率高于第三方產品。截至目前，公司于中山共運營 247 家連鎖藥房（上半年新開藥房共計 10 家）。草晶華系列新單品會先行于自營藥房試銷售，公司會收集客戶的反饋，根據這些反饋制定新品的銷售策略。自營藥房同時提供草晶華的銷售培訓，合作方的銷售人員會前往公司自營藥房學習參觀和參加培訓。管理層表示公司自營藥房會維持穩定的增速，未來主要是協助草晶華業務的發展壯大。
- ❖ **草晶華上下游產業鏈的潛在收購。**公司有意向拓展草晶華業務的上下游產業鏈，未來會考慮收購上下游產業鏈的公司，如上游的種植園或飲片研發，以及下游的零售藥房等。截至 2017 年 6 月 30 日，公司賬上現金結餘共計 2.15 億人民幣，我們認為公司未來傾向于小型收購項目，而非大型業務。

圖 1: 業務概覽

草晶華	中成藥	自營連鎖藥房
已獲得食藥監督局批文的破壁飲片有 62 種，已開發 32 種，將面市 30 種。	已獲得食藥監督局批文的中成藥有 60 款，已上市 35 種，待上市 25 種。	公司于中山市擁有 247 個自營藥房（包括一個中醫診所）。
		
		

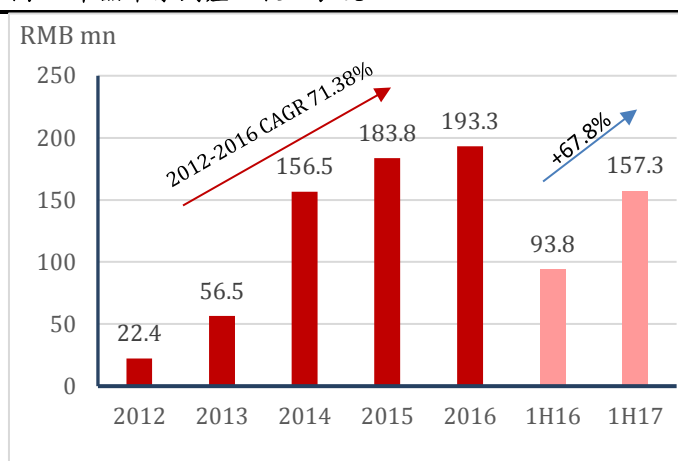
來源：公司，招銀國際研究

圖 2: 公司收入表現



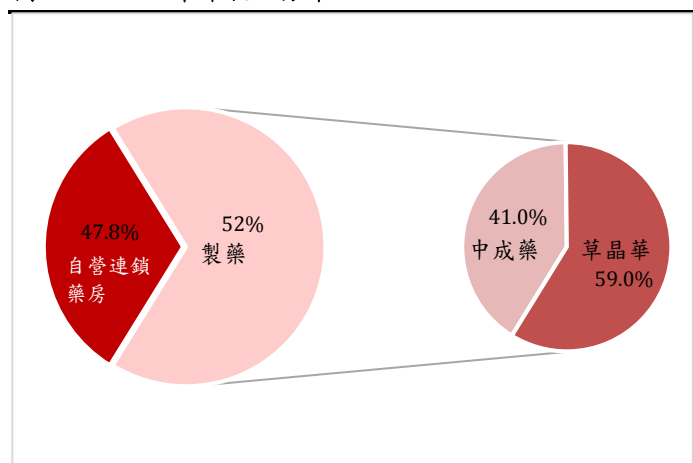
來源：公司，招銀國際研究

圖 3: 草晶華系列產品收入表現



來源：公司，招銀國際研究

圖 4: 2017 上半年收入分布



來源：公司，招銀國際研究

圖 5: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$m	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
中智藥業	3737	1.82	1,456	21.5	N/A	N/A	2.1	N/A	N/A	10.1	N/A	N/A	9.5	N/A	N/A
中國中藥	570	4.55	20,163	14.8	14.2	11.9	1.2	1.3	1.2	9.1	9.5	8.1	8.5	9.6	10.7
石藥集團	1093	12.26	74,222	23.5	27.4	21.9	5.0	6.3	5.3	14.9	17.6	14.0	22.3	24.0	25.4
白雲山	874	20.65	49,605	16.7	16.0	14.5	1.7	1.5	1.4	12.3	16.4	14.3	11.7	9.9	10.4
中國生物製藥	1177	7.51	55,666	21.2	25.0	22.1	4.6	4.7	3.9	10.7	13.5	11.6	23.0	22.4	20.8
麗珠醫藥	1513	42.70	29,030	30.1	14.3	16.4	3.8	2.1	1.9	19.5	13.6	11.5	14.5	17.2	12.2
三生製藥	1530	12.22	31,024	24.1	29.3	22.4	2.6	3.5	3.1	16.7	19.9	15.6	11.7	12.9	15.0
同仁堂科技	1666	10.52	13,474	27.4	17.1	14.6	3.7	1.9	1.7	14.6	N/A	N/A	14.2	11.8	11.3
綠葉製藥	2186	4.28	14,214	15.3	11.6	10.4	2.1	1.6	1.4	11.9	8.9	7.6	14.7	14.3	14.2
神威藥業	2877	6.96	5,756	11.1	10.5	10.7	1.2	0.8	0.8	4.4	1.7	1.5	10.8	8.0	7.6
康臣藥業	1681	6.77	5,606	10.8	12.0	10.2	1.9	2.4	2.0	6.8	6.8	5.7	18.1	22.1	23.6
培力控股	1498	3.40	842	28.3	16.7	14.9	2.0	1.4	N/A	14.2	N/A	N/A	7.0	N/A	N/A
平均				20.3	17.6	15.5	2.7	2.5	2.3	12.3	12.0	10.0	14.2	15.2	15.1

資料來源：彭博，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）發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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。接收本報告之行爲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。