

## 买入

## 布局中药全产业链，业绩将持续增长

中国中药 (0570.HK)

2021-05-11 星期二

目标价:	5.72 港元
现价:	4.40 港元
预计升幅:	30 %

## 重要数据

日期	2021-05-11
收盘价 (港元)	4.40
总股本 (亿股)	50.36
总市值 (亿港元)	221.60
净资产 (亿元)	208.96
总资产 (亿元)	330.88
52 周高低 (港元)	4.97/3.03
每股净资产 (元)	4.15

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

国药香港 (32.46%)
平安人寿 (12%)
王晓春先生 (5.36%)

## 相关报告

更新报告: 中国中药-20200401  
 深度报告: 中国中药-20190925

## 研究部

姓名: 林兴秋  
 SFC: BLM040  
 电话: 0755-21519193  
 Email: linxq@gyqz.com.hk

## ► 疫情影响下，公司核心业务中药配方颗粒业绩仍保持正增长：

2020 年公司业绩创新高，疫情下取得经营业绩正增长，主要是来自于疫情期间积极复工复产以及紧抓中医药行业的发展机遇。2020 年年度实现营收 148.1 亿人民币，同比上升 3.4%，增速减缓主要原因是受疫情影响上半年业务增长放缓；净利润增长 4.7% 至 16.63 亿人民币，其增速超过营业收入增速。中药配方颗粒为公司的核心业务，2020 年其业务营业额约为人民币 100.13 亿元，占总营业额的 67.6%，受到疫情影响增长放缓，同比增长 8.5%。但公司在疫情期主动发挥配方颗粒优势，并加大配药机投入和对医疗客户的开发，下半年经营回暖，营业额较同期上升 16.9%，环比上半年增长 19.1%。疫情影响下，成药业务营业额同比下降 12.5% 至 30.67 亿元，占总营业额 20.7%。中药饮片业务营业额下降 4.6% 至 12.37 亿元，占总营业额的 8.4%。

## ► 行业领先地位，政策带领下业绩将继续快速增长：

公司在中药配方颗粒市场中占据龙头地位，近几年该业务增长迅速，2020 年达到百亿规模。《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》计划将于 11 月正式实施，“限于二级及以上中医院使用”的销售范围限制解除后，中药配方颗粒市场空间将会大幅扩大，公司具有强大的规模生产和销售能力，打造了中药产业全产业链，作为行业龙头公司将大大受益于市场扩大，增加销售渠道的覆盖。公司优势明显，未来各板块业务将会快速增长。1) 已经累计建设 GACP 合作基地 165 个，未来将加快 GACP 基地建设，打造集药材种植、产地初加工、检验检测、仓储物流、药材贸易和数据追溯为一体的现代化 GACP 基地，能够从源头把控药品质量；2) 采用多元化营销模式，中药配方颗粒板块探索线上渠道，中药饮片板块推动“共享中药·智能配送中心”模式，渠道的拓展将继续促进销售增长；3) 中药配方颗粒方面构筑了较高的行业技术壁垒，2020 年向国家药典委员会提交了 34 个中药配方颗粒品种标准，累计已提交 300 个中药配方颗粒品种标准，未来市场放开后其优势将会更加显著。

## ► 再次覆盖给予买入评级，目标价 5.72 港元

公司中药配方颗粒方面龙头优势明显，受政策利好以及未来各板块协同发展，业绩将继续快速增长，预计公司 2021-2023 年收入分别是人民币 178.4 亿元、207.9 亿元、242.7 亿元，EPS 分别为人民币 0.39 元、0.46 元、0.51 元，给予公司 2021 年 12 倍目标 PE，对应目标价为 5.72 港元，较现价有 30% 的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	14320.95	14806.17	17844.39	20790.85	24273.69
同比增长(%)	27.2%	3.4%	20.5%	16.5%	16.8%
净利润	1588.11	1663.26	1984.34	2366.14	2675.04
同比增长(%)	10.4%	4.7%	19.3%	19.2%	13.1%
净利润率(%)	11.1%	11.2%	11.1%	11.4%	11.0%
每股盈利(元)	0.32	0.33	0.39	0.46	0.51
PE@4.40HKD	11.38	11.03	9.33	7.91	7.14

数据来源: wind、中国中药年报、国元证券经纪(香港)整理

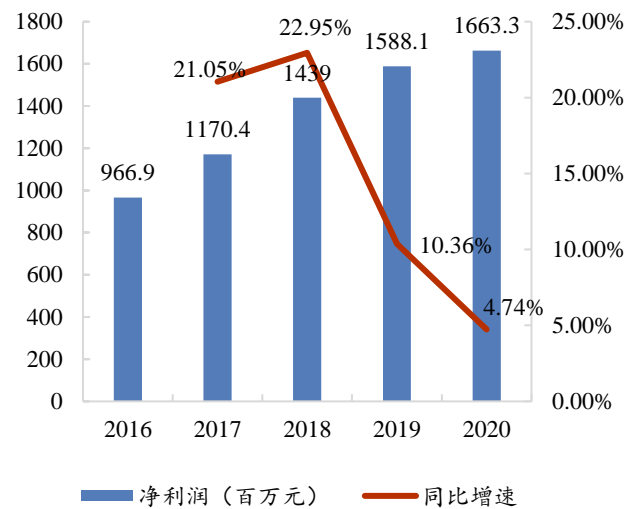
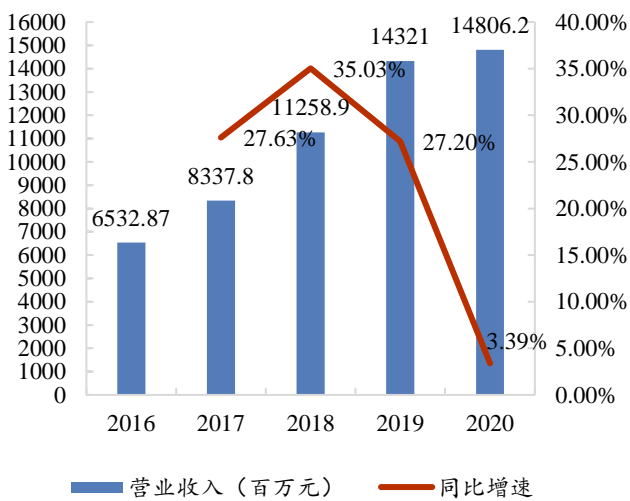
## 报告正文

### 2020 年年度业绩简述：

公司业绩创新高，取得经营业绩正增长，主要是来自于疫情期间积极复工复产以及紧抓中医药行业的发展机遇。2020 年年度实现营收 148.1 亿人民币，同比上升 3.4%，增速减缓主要原因是受疫情影响上半年业务增长放缓；毛利润增长 6.4% 至 91.3 亿人民币；拥有人应占溢利增长 4.7% 至 16.63 亿人民币，其增速超过营业收入增速；公司 EPS 录得 0.33 元，增长 4.7%。

图 1：2020 年收入同比增长 3.4% 至 148.1 亿元

图 2：公司 2020 年净利润同比上升 4.7% 至 16.63 亿元



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 2020 年疫情影响下，公司核心业务中药配方颗粒业绩仍保持正增长：

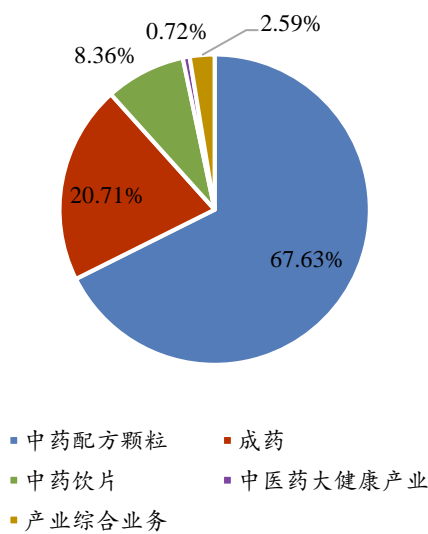
公司业务主要覆盖五个板块，分别为中药配方颗粒、成药、中药饮片、中医药大健康、产地综合业务。其中中药配方颗粒为公司的核心业务，公司在中药配方颗粒市场中占据龙头地位，市占率近 50%。2020 年其业务营业额约为人民币 100.13 亿元，占总营业额的 67.6%，受到疫情影响增长放缓，同比增长 8.5%。但公司在疫情期间主动发挥配方颗粒优势，并加大配药机投入和对医疗客户的开发，下半年经营回暖，营业额较同期上升 16.9%，环比上半年增长 19.1%。毛利率上升 3.3% 至 70.5%，上升的主要原因来自于：1) 适应市场需求及渠道推广，2019 年部分产品价格调整因素延伸影响到 2020 年；2) 高毛利产品销量占比上升；3) 生产的规模化、集约化和精益管理，压降了单位生产成本。2020 年年度溢利约为人民币 17.43 亿元，同比增长 12.6%，净利润率上升 0.6%。

成药业务营业额同比下降 12.5% 至 30.67 亿元，占总营业额 20.7%，下降主要原因来自于疫情影响下门诊患者大幅减少、仙灵骨葆胶囊等非呼吸类产品受到影响、购买退热药物和止咳药物需实名登记等影响止咳化痰类和退热类产品销售。但公司下半年加强相关市场推广等措施，下半年营业额跌幅减少，同比下降 2.4%，环比增长 35.1%。2020 年年度溢利约为人民币 2.21 亿元，同比下降 12.9%，主要原

因为仙灵骨葆胶囊、鼻炎康片等高毛利产品销量大幅下滑以及部分产品受到原材料价格上涨影响生产成本增加。

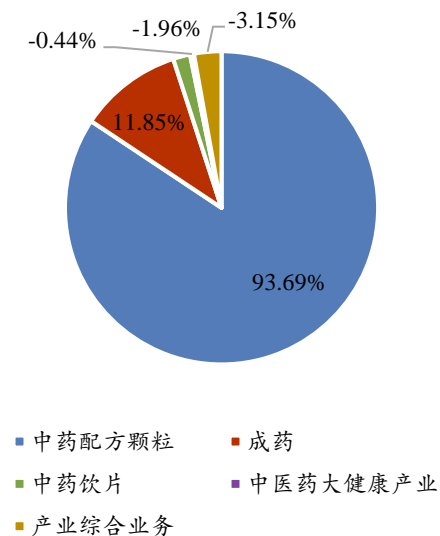
中药饮片业务营业额下降 4.6% 至 12.37 亿元，占总营业额的 8.4%，收入下降主要原因来自于疫情下医院和药店的客流量大幅下降以及工业饮片的外部客户需求的大幅下降。中药饮片业务出现亏损，主要原因为：1) 其业务整体净利润较低，受疫情影响销量下降，收入无法消化固定成本费用；2) 北京华邈受疫情影响销售下降、防疫成本上升，带来商誉减值损失 11.45 百万元；3) 在建中药饮片 6 家带来开办费支出，新收购企业甘肃陇中处于业务转移中，收入难以覆盖成本。

图 3：2020 年公司核心业务收入占比情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：2020 年公司核心业务年度溢利占比情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 再次覆盖给予买入评级,目标价 5.72 港元

公司中药配方颗粒方面龙头优势明显，受政策利好以及未来各板块协同发展，业绩将继续快速增长，预计公司 2021-2023 年收入分别是人民币 178.4 亿元、207.9 亿元、242.7 亿元，EPS 分别为人民币 0.39 元、0.46 元、0.51 元，给予公司 2021 年 12 倍目标 PE，对应目标价为 5.72 港元，较现价有 30% 的上涨空间，给予“买入”评级。

### 风险提示：

中药配方颗粒行业竞争加大；

行业政策的不确定性；

疫情反复带来的负面影响。

财务报表摘要:

损益表							
人民币百万元, 财务年度截至12月31日							
	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	8,337.8	11,258.9	14,320.9	14,806.2	17,844.4	20,790.9	24,273.7
销售成本	(3,686.2)	(5,065.4)	(5,745.2)	(5,680.1)	(7,673.1)	(8,940.1)	(10,437.7)
毛利	4,651.6	6,193.6	8,575.8	9,126.1	10,171.3	11,850.8	13,836.0
其他收入	119.5	144.4	225.4	254.6	5.0	6.0	9.0
分销开支	(2,437.2)	(3,417.2)	(5,109.2)	(5,586.7)	(6,227.7)	(7,152.1)	(8,374.4)
行政费用	(349.5)	(552.3)	(464.0)	(550.5)	(981.4)	(1,143.5)	(1,335.1)
经营盈利	1,786.5	2,156.0	2,460.7	2,490.6	2,967.2	3,561.2	4,135.5
财务开支	(221.1)	(292.3)	(301.0)	(244.7)	(269.1)	(296.0)	(325.7)
应占联营公司利润	1.852	-7.028	-5.051	-15.874	0	1	2
其他开支							
税前盈利	1,567.2	1,856.7	2,154.6	2,230.1	2,698.0	3,266.2	3,811.9
所得税	(255.8)	(289.7)	(381.3)	(369.4)	(478.8)	(620.5)	(804.2)
少数股东应占利润	141.0	128.0	185.2	197.4	234.9	279.5	332.6
其他全面收入							
净利润	1,170.4	1,439.0	1,588.1	1,663.3	1,984.3	2,366.1	2,675.0
折旧及摊销	390.4	500.7	559.7	638.7	766.5	919.8	1,103.7
EBITDA	2,176.8	2,656.7	3,020.4	3,129.4	3,733.7	4,481.0	5,239.3
增长							
总收入 (%)	27.6%	35.0%	27.2%	3.4%	20.5%	16.5%	16.8%
EBITDA (%)	22.0%	22.9%	10.4%	4.7%	19.3%	19.2%	13.1%
净利润 (%)	21.0%	22.9%	10.4%	4.7%	19.3%	19.2%	13.1%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	4529.6	5975.4	5077.2	3213.8	4134.7	5482.6	7316.3
其他短期投资	0.0	66.8	1111.3	1586.7	1,000.0	1,000.0	1,000.0
应收账款	3043.8	3496.6	3458.0	5033.0	5,408.0	5,938.8	6,529.7
存货	3551.8	4482.7	4248.0	4691.8	5,020.2	5,252.1	5,371.6
其他流动资产	257.3	462.7	943.8	417.7	550.0	551.0	552.0
流动资产	11384.1	14485.7	15323.6	15131.5	16122.9	18244.5	20789.6
固定资产	2393.8	4340.5	5370.3	6226.8	7,000.0	7,000.0	7,000.0
无形资产	10536.6	10997.5	11068.0	11226.1	11130.4	10573.9	10045.2
其他非流动资产	478.3	452.9	456.5	278.3	264.4	251.2	238.6
非流动资产	13501.3	15801.7	17150.1	17956.8	17868.3	17326.4	16811.6
总资产	24885.3	30287.4	32473.7	33088.4	33991.16	35570.83	37601.17
流动负债	8632.8	10910.0	11147.0	7534.6	7423.47	7324.06	7236.05
应付账款	2108.8	2240.5	2800.5	2297.8	2209.64	2126.66	2048.65
短期银行贷款	638.7	3908.9	5432.6	2664.8	2744.76	2827.11	2911.92
其他短期负债	5885.3	4760.6	2913.8	2571.9	2469.06	2370.30	2275.49
非流动负债	6375.2	4144.1	2276.0	4657.4	3995.2	3795.4	3605.6
长期银行贷款	4515.0	2224.6	160.1	2451.9	1900.00	1805.00	1714.75
其他非流动负债	1860.2	1919.5	2115.9	2205.4	2095.16	1990.40	1890.88
总负债	15007.9	15054.1	13423.0	12192.0	11418.6	11119.5	10841.7
少数股东权益	1378.5	1959.1	2427.3	2832.3	2832.34	2832.34	2832.34
股东权益	9877.4	15233.3	19050.7	20896.4	22572.5	24451.4	26759.5

财务分析

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力							
毛利率 (%)	55.8%	55.0%	59.9%	61.6%	57.0%	57.0%	57.0%
EBITDA 利率 (%)	26.1%	23.6%	21.1%	21.1%	20.9%	21.6%	21.6%
净利率 (%)	14.0%	12.8%	11.1%	11.2%	11.1%	11.4%	11.0%
ROE	11.8%	9.4%	8.3%	8.0%	8.8%	9.7%	10.0%
ROA	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%	5.8%	6.7%	7.1%
营运表现							
SG&A/收入 (%)	4.2%	4.9%	3.2%	3.7%	5.5%	5.5%	5.5%
实际税率 (%)	16.3%	15.6%	17.7%	16.6%	15.0%	115.0%	215.0%
股息支付率 (%含优先股)	27.0%	33.4%	31.6%	13.0%	19.5%	23.5%	27.2%
库存周转天数	269.6	289.5	277.3	287.2	231.0	209.7	185.8
应付账款天数	(208.8)	(161.4)	(177.9)	(147.7)	(105.1)	(86.8)	(71.6)
应收账款天数	133.2	113.4	88.1	124.1	110.6	104.3	98.2
财务状况							
净负债/股: 资产负债率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
收入/总资产	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
总资产/股本	2.5	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1170.0	1439.0	1588.1	1663.3	1984.3	2366.1	2675.0
折旧与摊销	390.4	500.7	559.7	638.7	766.5	919.8	1103.7
营运资本变动	(573.8)	(1037.9)	(974.2)	(2540.3)	(540.0)	(539.0)	(538.0)
其他非现金调整	249.0	289.0	411.5	466.8	506.8	546.8	586.8
营运现金流	1235.6	1190.7	1585.1	228.5	2717.6	3293.7	3827.6
资本开支	(627.0)	(1255.0)	(1170.3)	(1245.8)	(1075.0)	(975.0)	(775.0)
其他投资活动	1019.0	(291.0)	(214.1)	171.3	(17.8)	(8.0)	3.1
投资活动现金流	392.0	(1546.0)	(1384.3)	(1074.5)	(1092.8)	(983.0)	(771.9)
负债变化	1236.0	399.0	(571.7)	0.0	0.0	1.0	2.0
股本变化	0.0	2173.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(316.0)	(480.0)	(502.5)	(216.4)	(386.4)	(556.4)	(726.4)
其他融资活动	(135.0)	(320.0)	(53.4)	(257.5)	(347.5)	(437.5)	(527.5)
融资活动现金流	785.0	1772.0	(1127.6)	(1014.5)	(733.9)	(993.9)	(1253.9)
汇率变动影响	(31.0)	29.0	28.7	(3.0)	30.0	31.0	32.0
现金变化	2382.6	1445.7	(898.2)	(1863.4)	920.9	1347.9	1833.8
期初持有现金	2147.0	4529.6	5975.4	5077.2	3213.8	4134.7	5482.6
期末持有现金	4529.6	5975.4	5077.2	3213.8	4134.7	5482.6	7316.3

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>