



追加广告影响利润，长线仍然看好

报告摘要

预计 2016 年上半年中成药出货略微下滑。公司曾经于 2015 年 5~6 月进行大型促销活动，造成当时许多零售店铺积极囤货。目前来看部分零售店铺的终端去库存进度略微慢于预期，因此预计公司中成药业务上半年出货量可能同比略微下降，但是这个有偶然因素，而且公司已经进一步加强对零售店的培训等，相信中成药业务出货情况下半年将明显好于上半年。

新型破壁饮片推广进度略需时间。公司去年 11 月与著名市场推广公司特劳特 (Trout&Partners) 签订合同推广新型破壁饮片，目前在总公司所在地中山和东莞进行试点。目前来看中山销量增长非常快，预计过去几个月销量同比增长 70% 以上。中山 2015 年总共占公司新型破壁饮片销售收入的 7% 左右，因此我们认为中山的成功是非常好的开端。东莞目前的销售增长略微慢于预期，公司下半年将在深圳等地开展推广活动。我们认为，上半年的情况反应短期内中山以外的广东省其他地区推广难度可能略微大于预期，公司需要作出一些策略改进，因此我们小幅下调新型破壁饮片的收入预期，但是长期前景看好。

追加广告投资影响 2016 年利润，但长期效果值得看好。江苏卫视于 2016 年 5 月 20 日开始播放国内首个大型中医药文化系列纪录片《本草中国》，公司认为这是推广宣传的好机会，因此上半年追加 1000 多万投资在这个节目上推广新型破壁饮片，这项开支将影响上半年利润。江苏卫视在国内收视率非常高，而且能上国内首个中医药文化系列纪录片也证明公司产品质量较高。《本草中国》的播出时间为每周五黄金时段，因此我们相信长期看广告效果值得看好。

投资建议：我们认为 2016 年和 2017 年公司利润将受广告开支影响，但是由于公司产品吸收率高，安全性和稳定性也较好，长期看广告效果将逐步体现，因此看好公司长期前景。我们预计 2016E-2018E EPS 分别为 0.07/0.10/0.16 元人民币。我们给予“增持”评级，按照 0.6 倍 PEG 定价，将目标价定为 2.45 港元。

风险提示：i) 新型饮片推广市场推广费用增幅大于预期；ii) 新型破壁饮片广告效果差于预期；iii) 零售店铺网络扩张慢于预期；iv) 产品医院推广慢于预期

(12月31日结算；百万人民币)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	595.6	688.0	767.6	926.2	1,157.8
增长率(%)	23.4	15.5	11.6	20.7	25.0
净利润	86.7	80.5	58.0	81.0	127.4
增长率(%)	130.3	-7.1	-28.0	39.5	57.3
毛利率(%)	53.8	54.5	54.2	54.7	55.6
净利润率(%)	14.6	11.7	7.6	8.7	11.0
每股收益(人民币)	0.14	0.12	0.07	0.10	0.16
每股净资产(人民币)	0.20	0.81	0.78	0.88	1.04
市盈率	14.2	17.7	28.3	20.3	12.9
市净率	10.2	2.5	2.6	2.3	2.0
净资产收益率(%)	69.0	23.6	9.8	12.2	16.6
股息收益率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司；安信国际预测

评级：增持

买入

目标价格：2.45

上次预测 2.78

现价 (2016 年 6 月 24 日)：2.28 元

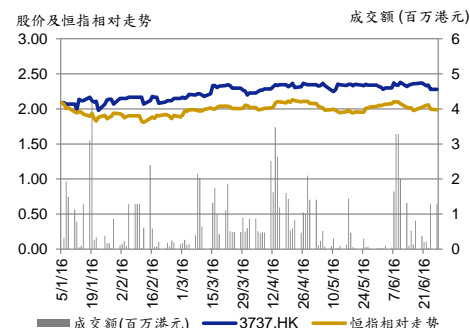
报告日期：2016-6-27

总市值(百万港元)	1,824.00
流通股市值(百万港元)	1,824.00
总股本(百万股)	800.00
流通股股本(百万股)	800.00
12 个月低/高(港元)	1.98/2.8
平均成交(百万港元)	0.71

股东结构

赖智填	65.67%
其他	34.33%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.53	-1.22	NA
绝对收益	-2.56	-2.15	NA

数据来源：彭博、港交所、公司

施佳丽
+852-22131400

行业分析师
scarlettshi@eif.com.hk

主要产品收入预测调整说明

	12A	13A	14A	15A	16E (旧)	16E (新)	变化	17E(旧)	17E(新)	变化	18E (旧)	18E (新)	变化
营业额	410.1	482.8	595.6	688.0	823.4	767.6	-6.8%	926.2	997.2	-7.1%	1157.8	1218.5	-5.0%
制药	172	207	295	329	394	370	-6.1%	451	481	-6.2%	584	597.7	
-中成药	157	159	160	178	204	196	-4.3%	225	235	-4.3%	270	270.4	-0.2%
新型饮片	12	46	132	151	189	174	-8.0%	226	246	-8.0%	314	327.3	-4.0%
传统饮片	2	2	3	0	0	0		0	0		0	0.0	
连锁药店	238	276	301	359	430	398	-7.4%	475	516	-8.0%	574	620.8	-7.6%
自有品牌	54.3	66.1	71.3	93.3	121.7	105.9	-13.0%	130.2	152.6	-14.6%	167.0	191.9	-13.0%
--中成药	9.5	8.8	10.3	12.2	14.7	13.5	-8.3%	15.5	17.6	-12.2%	19.8	21.1	-6.3%
--新型饮片	9.9	19.1	24.6	32.3	43.6	38.8	-11.1%	50.4	58.9	-14.4%	70.0	79.6	-12.0%
--传统饮片	34.9	38.2	36.3	48.7	63.4	53.6	-15.4%	64.3	76.0	-15.4%	77.2	91.2	-15.4%
非自有品牌	183.5	209.5	229.5	265.5	308.0	292.1	-5.2%	344.7	363.5	-5.2%	406.7	428.9	-5.2%

盈利预测调整说明

单位: 百万人民币	2014	2015	2016E(旧)	2016E (新)	变化	2017E(旧)	2017E (新)	变化	2018E(旧)	2018E (新)	变化
营业额	595.6	688.0	823.4	767.6	-6.8%	997	926.2	-7.1%	1,218.5	1157.8	-5.0%
销售成本	(275.3)	(313.0)	(376.8)	(351.9)	-6.6%	(451)	(419.4)	-7.0%	(542.6)	(513.9)	-5.3%
毛利	320.3	375.1	446.6	415.8	-6.9%	546	506.8	-7.2%	675.8	643.9	-4.7%
其他收入及收益	6.5	11.4	8.3	8.3	0.0%	9	8.5	0.0%	8.8	8.8	0.0%
销售及分销开支	(148.7)	(202.9)	(257.4)	(269.1)	4.5%	(312)	(317.5)	1.9%	(380.0)	(380.0)	0.0%
行政开支	(50.2)	(61.4)	(58.8)	(58.8)	0.0%	(71)	(70.6)	0.0%	(84.7)	(84.7)	0.0%
其他开支	(12.0)	(20.3)	(22.3)	(22.3)	0.0%	(25)	(24.5)	0.0%	(27.0)	(27.0)	0.0%
融资成本	(1.0)	(0.7)	(1.0)	(1.0)	0.0%	(1)	(1.0)	0.0%	(1.0)	(1.0)	0.0%
除税前利润	114.8	101.2	115.4	72.9	-36.8%	147	101.7	-30.9%	191.9	160.0	-16.6%
所得税开支	(28.1)	(20.7)	(23.5)	(14.9)	-36.8%	(30)	(20.8)	-30.9%	(39.2)	(32.7)	-16.6%
净利润	86.7	80.5	91.8	58.0	-36.8%	117	81.0	-30.9%	152.7	127.4	-16.6%

资料来源: 公司资料; 安信国际

附表：财务报表预测

12月31日年结; 百万 RMB	2014	2015	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业额	595.6	688.0	767.6	926.2	1157.8
销售成本	(275.3)	(313.0)	(351.9)	(419.4)	(513.9)
毛利	320.3	375.1	415.8	506.8	643.9
其他收入及收益	6.5	11.4	8.3	8.5	8.8
销售及分销开支	(148.7)	(202.9)	(269.1)	(317.5)	(380.0)
行政开支	(50.2)	(61.4)	(58.8)	(70.6)	(84.7)
其他开支	(12.0)	(20.3)	(22.3)	(24.5)	(27.0)
融资成本	(1.0)	(0.7)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
除税前利润	114.8	101.2	72.9	101.7	160.0
所得税开支	(28.1)	(20.7)	(14.9)	(20.8)	(32.7)
净利润	86.7	80.5	58.0	81.0	127.4
EBIT	115.8	101.9	73.9	102.7	161.0
EBITDA	128.1	118.2	94.8	127.8	189.6
同比 (%)					
营业额	23.4	15.5	11.6	20.7	25.0
毛利	33.8	17.1	10.9	21.9	27.1
税前利润	145.3	(11.9)	(28.0)	39.5	57.3
净利润	130.3	(7.1)	(28.0)	39.5	57.3
EBIT	140.3	(12.0)	(27.5)	39.0	56.8
EBITDA	116.4	(7.7)	(19.8)	34.8	48.4
资产负债表					
流动资产					
存货	88.5	99.9	111.5	134.5	168.1
贸易应收款项及应收票据	35.5	56.4	62.7	73.6	88.8
现金及现金等价物	58.0	426.6	454.4	500.1	586.4
预付款项、按金及其他应收款项	7.9	12.6	13.8	15.2	16.7
其他	0.5	0.5	4.8	4.3	7.8
非流动资产	107.5	127.5	148.7	172.5	192.8
物业、厂房及设备	79.4	89.1	117.0	140.7	160.8
物业、厂房及设备的预付款项	2.1	3.4	3.0	3.0	3.0
预付土地租赁付款	14.8	14.4	14.5	14.7	14.8
商誉	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
无形资产	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8
其他	8.3	17.2	10.8	10.8	10.8
总资产	297.9	723.5	795.9	900.2	1060.7
流动负债					
贸易应付款项	52.8	53.6	60.2	71.8	88.0
其他应付款项及应计费用	60.8	66.8	73.5	80.9	89.0
应付一名股东款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付关联方款项	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
计息银行借款	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0
递延收入	6.0	5.7	5.7	5.7	5.7
应付税项	20.2	10.2	11.2	15.6	24.5
非流动负债	13.4	15.7	15.7	15.7	15.7
递延收入	9.0	13.7	13.7	13.7	13.7
递延税务负债	4.3	2.0	2.0	2.0	2.0
总负债	177.0	160.8	175.2	198.5	231.7
股东权益	120.9	562.7	620.7	701.7	829.0
总权益	120.9	562.7	620.7	701.7	829.0
净负债 (净现金)	(43.0)	(426.6)	(454.4)	(500.1)	(586.4)

(续下页...)



12月31日年结; 百万 RMB	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金流量表					
除稅前利潤	114.8	101.2	72.9	101.7	160.0
折舊	12.0	16.0	20.6	24.8	28.4
營運資金變動	11.9	(18.7)	(4.4)	(13.6)	(23.1)
其他	(17.1)	(42.5)	(23.6)	(29.7)	(41.9)
經營活動現金流量	121.6	56.0	65.5	83.2	123.5
購買物業、廠房及設備項目	(20.6)	(29.9)	(49.0)	(49.0)	(49.0)
取得時原到期日超過三個月的無抵押定期存款增加	0.0	(94.4)	(2.8)	(2.8)	(2.8)
其他	25.9	(4.3)	1.3	1.5	1.7
投資活動現金流量	5.3	(128.6)	(50.6)	(50.4)	(50.1)
貸款變動	(1.0)	(15.0)	10.0	10.0	10.0
其他	(97.0)	341.8	0.0	0.0	0.0
融資活動現金流量	(98.0)	326.8	10.0	10.0	10.0
期初之現金及現金等價物	29.1	58.0	332.2	357.1	399.9
現金及現金等價物增加(減少)淨額	28.9	254.2	24.9	42.8	83.3
匯率變動之影響淨額	(0.0)	20.0	0.0	0.0	0.0
現金及現金等價物結餘	58.0	332.2	357.1	399.9	483.3
取得時原到期日超過三個月的無抵押定期存款	0.0	(94.4)	(97.3)	(100.2)	(103.2)
現金及銀行結餘	58.0	426.6	454.4	500.1	586.4
財務及估值比率					
P/E (x)	14.2	17.7	28.3	20.3	12.9
P/B (x)	10.20	2.53	2.65	2.34	1.98
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	13.9	11.8	14.5	10.4	6.5
EV/EBIT (x)	15.4	13.7	18.5	12.9	7.7
Gross margin (%)	53.8	54.5	54.2	54.7	55.6
EBITDA margin (%)	21.5	17.2	12.3	13.8	16.4
Pre-tax profit margin (%)	19.3	14.7	9.5	11.0	13.8
Net margin (%)	14.6	11.7	7.6	8.7	11.0
SG&A/sales (%)	33.4	38.4	42.7	41.9	40.1
Effective tax rate (%)	24.5	20.4	20.4	20.4	20.4
ROAE (%)	69.0	23.6	9.8	12.2	16.6
ROAA (%)	29.1	15.8	7.6	9.5	13.0
Current ratio (x)	1.2	4.1	4.1	4.0	4.0
Stock turnover days (s)	60.5	50.0	50.2	48.5	47.7
A/R turnover days (s)	39.8	51.0	58.8	55.1	50.7
A/P turnover days (s)	70.9	62.0	59.0	57.5	56.7
Interest coverage (x)	115.6	140.0	73.9	102.7	161.0
Net debt/ (cash) to equity (%)	(35.6)	(75.8)	(73.2)	(71.3)	(70.7)
Total asset to equity ratio (x)	2.5	1.3	1.3	1.3	1.3
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解釋），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010