

买入

## 中药全产业链布局，配方颗粒快速增长

中国中药 (0570.HK)

2022-04-22 星期五

目标价:	<b>5.72 港元</b>
现价:	3.73 港元
预计升幅:	53.4 %

### 重要数据

日期	2022-04-21
收盘价 (港元)	3.73
总股本 (亿股)	50.36
总市值 (亿港元)	188
净资产 (亿元)	197
总资产 (亿元)	364
52 周高低 (港元)	6.74/3.28
每股净资产 (元)	3.92

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

国药集团香港有限公司 (32.46%)  
 中国平安人寿保险股份有限公司 (12%)  
 恒迪投资有限公司 (5.36%)

### 相关报告

深度报告: 中国中药-20190925  
 更新报告: 中国中药-20200401  
 更新报告: 中国中药-20210512

### 研究部

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

### 2021 年公司业绩增长强劲:

报告期内, 公司营业额为 190.53 亿人民币, 同比增长 28.7%; 净利润 19.33 亿人民币, 同比增长 16.2%。各板块方面, 中药配方颗粒收入 132.33 亿人民币, 同比增长 32.2%, 增长归因于公司在市场推广上取得成效, 相关政策放开使公司扩大了销售规模, 目前配方颗粒市场仍然存在较大的上升空间; 成药业务收入 34.89 亿人民币, 同比增长 13.8%; 中药饮片业务收入 14.18 亿人民币, 同比增长 14.6%; 中医药大健康业务收入 1.45 亿人民币, 同比增长 36.3%; 产地综合业务收入 7.67 亿, 同比增长 100.3%。

### 中药配方颗粒业绩将快速增长, 各板块业务协同发展:

2021 年国家药监局批准颁布了 2 批中药配方颗粒国家标准, 其中由公司起草的标准占 52%, 充分显示了公司在中药配方颗粒领域的龙头地位。《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》已于 2021 年 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。公司积极建立中药全产业链业务, 未来各板块将协同发展: 1) 已经累计建设 GACP 合作基地 207 个, 这种中药材种植、生产和流通全过程质量管理和追溯体系可稳固公司具有优质源头药材的竞争优势, 并提升中药全产业链的高质量发展 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) 积极布局中药饮片产品业务, 已在全国布局具有饮片生产企业共 28 家, 产能超过 8 万吨, 医疗饮片方面, 新增二级及以上医疗机构 107 家、基层医疗机构 356 家、医疗企业 381 家。公司中药全产业链布局, 中药配方颗粒龙头地位稳固, 有望持续快速增长。

### 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 2022-2024 年收入分别是人民币 221.8 亿元、258.9 亿元、305.8 亿元, EPS 分别为人民币 0.45 元、0.52 元、0.62 元, 给予公司 2022 年 10.3 倍目标 PE, 对应目标价为 5.72 港元, 较现价有 53.4% 的上涨空间, 给予“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	14806.2	19052.8	22180.4	25889.35	30578.34
同比增长(%)	3.4%	28.7%	16.4%	16.7%	18.11%
净利润	1663.26	1932.9	2293.8	2715.2	3230.1
同比增长(%)	4.7%	16.2%	18.7%	18.4%	19.0%
净利润率(%)	11.2%	10.1%	10.3%	10.5%	10.1%
每股盈利(元)	0.33	0.38	0.45	0.52	0.62
PE@3.73HKD	9.6	7.9	6.8	5.9	4.9

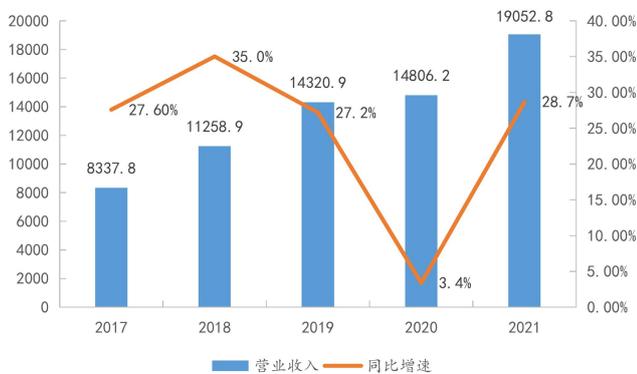
数据来源: wind、中国中药年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 2021 年年度业绩简述:

公司业绩取得显著增长，主要由于中药配方颗粒业务持续发展、成药业务逐步恢复中药饮片和中药大健康等新业务业绩优秀。2021 年年度实现营收 190.53 亿人民币，同比上升 28.7%；毛利润增长 29.6% 至 118.3 亿人民币；拥有人应占溢利增长 16.2% 至 19.33 亿人民币；公司 EPS 录得 0.38 元，增长 16.2%，建议末期每股派息 7.36 港仙。

图 1: 2017 至 2021 年公司营业收入情况 (人民币百万元)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 2: 2017 至 2021 年公司净利润情况 (人民币百万元)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

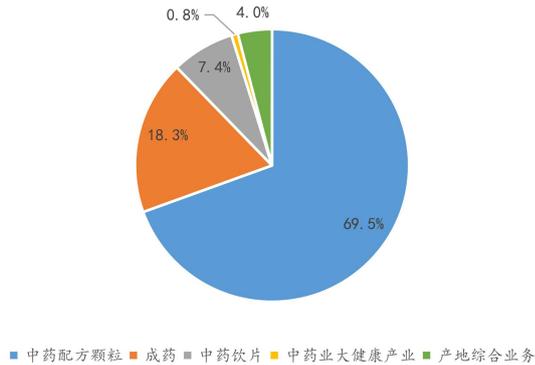
### 2021 年公司核心业务均实现高速增长:

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%。2021 年其业务营业额约为人民币 132.34 亿元，占总营业额的 69.5%，同比增长 32.2%。上升的主要原因来自于：1) 有效的学术推广活动以及中药配方颗粒产品自身的便利性与质量可控性优势 2) 各板块联动效应明显 3) 逐步开放的市场政策以及中药配方颗粒产品在医疗机构可允许销售范围的扩大，帮助公司该业务的迅速发展。另外，由于公司中药配方颗粒的生产工艺与质量标准优秀，且早在 2016 年就开始积极进行中药配方颗粒标准的研究工作，因此 2021 年一系列的相关政策更新均对公司产生有利影响。分部溢利 21.43 亿人民币，同比增长 22.9%；净利润率 16.2%，相比上年下降了 1.2 个百分点，这主要是由于市场的放开，使公司加大了对市场拓展的投入。

成药业务营业额同比增长 13.8% 至 34.89 亿元，占总营业额 18.3%。相比上年，该板块业务已有明显恢复。增长的主要原因是，报告期内，通过推进临床品规大品种的培育计划和深化医院客户的开发，公司已打造了多种针对特定疾病的优势品牌。分部溢利 2.34 亿人民币，同比增长 6%，净利润率为 6.7%，相比上年下降了 0.5 个百分点，主要原因是本年度政府补助的减少、集团内鲁亚 (山东) 制药公司及青海普兰特药业的商誉计提资产减值准备、相关的开发与推广活动增加。

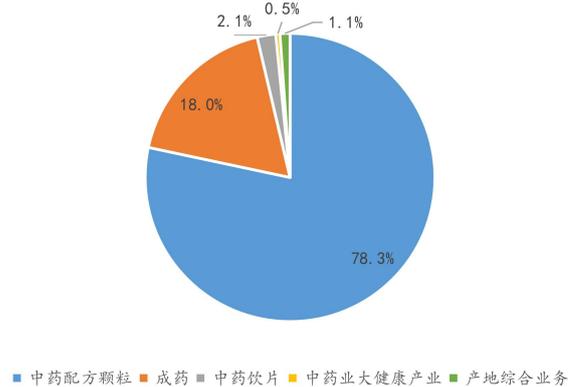
中药饮片业务营业额上升 14.6%至 14.18 亿元，占总营业额的 7.4%，上升的主要原因为：1) 中药饮片代煎智能化配送中心经营模式成熟，代煎饮片业务发展良好；2) 期内公司积极开发各级医疗机构，扩大了客户基础；3) 工业饮片方面的销售渠道扩展工作取得积极效果。由于该业务处于开展初期，公司为扩建销售团队、加大生产工艺研发力度，花费了较高的费用，目前分部净利润为-5%。

图 3：2021 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 4：2021 年公司核心业务毛利占比情况



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 2022-2024 年收入分别是人民币 221.8 亿元、258.9 亿元、305.8 亿元，EPS 分别为人民币 0.45 元、0.52 元、0.62 元，给予公司 2022 年 10.3 倍目标 PE，对应目标价为 5.72 港元，较现价有 53.4% 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

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	11,258.9	14,320.9	14,806.2	19,052.8	22,180.4	25,889.4	30,578.3
销售成本	(5,065.4)	(5,745.2)	(5,680.1)	(7,223.6)	(8,872.1)	(10,355.7)	(12,231.3)
毛利	6,193.6	8,575.8	9,126.1	11,829.2	13,308.2	15,533.6	18,347.0
其他收入	144.4	225.4	254.6	205.4	0.0	0.0	0.0
分銷开支	(3,417.2)	(5,109.2)	(5,586.7)	(7,582.0)	(7,984.9)	(9,182.7)	(10,651.9)
行政费用	(552.3)	(686.2)	(707.3)	(974.4)	(1,219.9)	(1,423.9)	(1,743.0)
经营盈利	2,156.0	2,460.7	2,490.6	2,753.1	3,239.3	3,866.5	4,650.0
财务开支	(292.3)	(301.0)	(244.7)	(222.0)	(244.2)	(268.6)	(295.5)
应占联营公司利润	-7.028	-5.051	-15.874	-10.7	-5	-5	-5
其他开支							
税前盈利	1,856.7	2,154.6	2,230.1	2,520.4	2,990.1	3,592.8	4,349.5
所得税	(289.7)	(381.3)	(369.4)	(396.9)	(469.4)	(564.1)	(682.9)
少数股东应占利润	128.0	185.2	197.4	190.6	226.8	269.9	321.2
其他全面收入							
净利润	1,439.0	1,588.1	1,663.3	1,932.9	2,293.8	2,758.9	3,345.4
折旧及摊销	500.7	559.7	638.7	766.5	919.8	1,103.7	1,324.5
EBITDA	2,656.7	3,020.4	3,129.4	3,519.6	4,159.0	4,970.2	5,974.4
增长							
总收入 (%)	35.0%	27.2%	3.4%	28.7%	16.4%	16.7%	18.1%
EBITDA (%)	18.5%	16.0%	3.5%	13.0%	18.6%	20.2%	21.1%
净利润 (%)	19.5%	13.2%	4.9%	14.1%	18.7%	20.2%	21.1%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	5975.8	5046.0	3185.6	2894.8	5330.6	7248.2	9765.5
其他短期投资	66.8	1111.3	1586.7	1245.8	1000.0	1000.0	1000.0
应收账款	3496.6	3458.0	5033.0	8904.9	9607.0	10564.7	11574.2
存货	4482.7	4691.8	4908.5	5042.9	5252.1	5395.9	5619.7
其他流动资产	462.7	943.8	417.7	114.7	551.0	552.0	552.0
流动资产	14485.7	15323.6	15131.5	18203.0	21760.8	24780.9	28531.4
固定资产	4340.5	5370.3	6226.8	6660.0	7000.0	7000.0	7000.0
无形资产	10190.2	10182.8	10090.8	9970.7	10955.8	10408.0	9887.6
其他非流动资产	478.3	452.9	456.5	278.3	283.7	269.5	256.0
非流动资产	15801.7	17150.1	17956.8	18186.2	17707.5	17173.6	16666.4
总资产	30287.4	32473.7	33088.4	36389.3	39468.3	41954.5	45197.9
流动负债	8632.8	11147.0	7534.6	8764.5	8563.6	8376.8	8203.8
应付账款	1889.2	2487.0	1964.2	2093.0	1988.4	1889.0	1794.5
短期银行贷款	3908.9	5432.6	2664.8	2155.7	2220.4	2287.0	2355.6
其他短期负债	2483.4	2913.8	2571.9	4234.9	4065.5	3902.9	3746.8
非流动负债	4144.1	2276.0	4657.4	4963.8	4715.6	4479.8	4255.8
长期银行贷款	2224.6	160.1	2451.9	2810.4	2669.9	2536.4	2409.6
其他负债	1919.5	2115.9	2205.4	2153.4	2045.7	1943.4	1846.3
总负债	12776.8	13423.0	12192.0	13728.3	13279.2	12856.7	12459.7
少数股东权益	1959.1	2427.3	2832.3	2942.3	2832.3	2832.3	2832.3
股东权益	17510.6	19050.7	20896.4	22660.9	26189.1	29097.8	32738.2

**财务分析**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力							
毛利率 (%)	55.0%	59.9%	61.6%	62.1%	60.0%	60.0%	60.0%
EBITDA 利率 (%)	23.6%	21.1%	21.1%	18.5%	18.8%	19.2%	19.5%
净利润率 (%)	12.8%	11.1%	11.2%	10.1%	10.3%	10.7%	10.9%
ROE	8.2%	8.3%	8.0%	8.5%	8.8%	9.5%	10.2%
ROA	4.8%	4.9%	5.0%	5.3%	5.8%	6.6%	7.4%
营运表现							
SG&A/收入 (%)	4.9%	4.8%	4.8%	5.1%	5.5%	5.5%	5.7%
实际税率 (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
股息支付率 (%含优先股)	33.4%	31.6%	13.0%	20.0%	24.3%	26.3%	26.8%
库存周转天数	285.5	287.5	304.2	248.0	211.8	187.7	164.4
应付账款天数	61.2	63.4	48.4	40.1	32.7	26.6	21.4
应收账款天数	113.4	88.1	124.1	170.6	158.1	148.9	138.2
财务状况							
净负债/股 资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7
总资产/股本	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1439.0	1588.1	1663.3	1932.9	2293.8	2758.9	3345.4
折旧与摊销	500.7	559.7	638.7	766.5	919.8	1103.7	1324.5
营运资本变动	(1037.9)	(974.2)	(2540.3)	(540.0)	(539.0)	(538.0)	(538.0)
其他非现金调整	289.0	411.5	466.8	506.8	546.8	586.8	626.8
营运现金流	1190.7	1585.1	228.5	2666.2	3221.4	3911.4	4758.7
资本开支	(1263.0)	(1173.3)	(1252.4)	(1100.0)	(1000.0)	(800.0)	(800.0)
其他投资活动	(287.0)	(124.6)	314.6	100.0	100.0	100.0	100.0
投资活动现金流	(1546.0)	(1384.3)	(1074.5)	(1092.8)	(983.0)	(771.9)	(759.6)
负债变化	399.0	(571.7)	(540.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
股本变化	2173.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(480.0)	(502.5)	(216.4)	(386.4)	(556.4)	(726.4)	(896.4)
其他融资活动	(320.0)	(53.4)	(257.5)	(347.5)	(437.5)	(527.5)	(617.5)
融资活动现金流	1772.0	(1127.6)	(1014.5)	(733.9)	(993.9)	(1253.9)	(1513.9)
汇率变动影响	29.0	28.7	(3.0)	30.0	31.0	32.0	32.0
现金变化	1445.3	(929.8)	(1860.4)	869.5	1275.5	1917.6	2517.3
期初持有现金	4530.5	5975.8	5046.0	3185.6	4055.1	5330.6	7248.2
期末持有现金	5975.8	5046.0	3185.6	4055.1	5330.6	7248.2	9765.5

# 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

## 免责声明

### 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>