

公司纪要

新锐医药 8180 HK

公司访问纪要

- 软库中华研究部于本月在浙江杭州组织了新锐医药管理层路演，更新了公司最新进展及未来发展计划
- 浙江省新一轮药品集中采购实施方案(2014)(非基药)已在如火如荼进行之中
- 公司战略发展清晰，有志联手康健国际医疗整合上下游资源，共同挖掘大陆市场医疗领域内投资机会，成为综合医疗服务供应商
- 我们重申对新锐医药的目标价为0.94港币，上升空间为94.0%

李启浩,CFA,FRM

(852) 2533 3708

Nelsonlee@sbichinacapital.com

李博

(852) 2533 3700

Davidli@sbichinacapital.com

公司资料 (8180 HK)

建议	买入
现价(港元)	0.485
目标价(港元)	0.94
过去12个月价格区间(港元)	0.445-2.16
市值(百万港元)	465.6
成交量(百万港元)	9.4
流通量(%)	52.3
来源:	彭博

公司当前的业务模式的发展符合多方利益、契合当前医疗行业的格局：公司作为省级分销商，其利益和制药厂捆绑在一起。虽然当前有医院直接跨过分销商从制药厂取得药品，但这些药品也多数为普药，没有推广价值。因此在长远看来，我们认为整个医疗体系的供应链不会发生变化，省级代理商在整个供应链中的地位坚实有保证。更重要的是，公司在浙江省的优势可以在此模式下得到显著发挥。

浙江省新一轮药品集中采购实施方案(非基药)已在如火如荼进行之中：当前浙江省已经展开新一轮的药品集中采购实施方案，预计最终结果将会在明年一季度出炉。为此，公司也在积极应对。我们认为此次药品采购实施方案会给公司带来新机遇。

公司发展战略清晰，有志与康健国际加深合作，成为全方位综合医疗服务供应商：上周，康健国际医疗(3886 HK)和新锐医药宣布，两家公司会分别通过子公司，即Sharp Shine和Brilliant Dream成立联营公司，康健国际(3886 HK)和新锐医药的股权占比分别为80%和20%。该联营公司会在医疗健康领域探寻更多的投资机会。我们认为，结合同康健国际合作的优势，如果新锐医药能够充分将自身在医药分销方面的优势嫁接在下游资源上，其未来成长空间将会非常大。

利润进一步提升，可能会考虑转向香港主板市场：我们预计其在全年的利润会达到3300万港币。当公司在今年的利润超过2000万港币时，其在最近三年的利润之和便会超过5000万港币。这便意味着公司符合了转主板的资格条件。

图1. 基本财务信息

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
收入	175.0	192.9	258.9	319.2	328.4
销售成本	(136.0)	(142.2)	(188.9)	(237.1)	(240.1)
毛利	39.0	50.6	70.0	82.1	88.2
销售管理支出	(9.7)	(11.0)	(23.3)	(28.7)	(29.6)
其他收入	1.5	1.7	1.9	1.9	2.2
上市开支	(8.6)	(10.2)	0.0	0.0	0.0
财务费用	(0.0)	(2.4)	(0.5)	(0.9)	(0.9)
税前收入	22.2	28.7	48.1	54.4	60.0
所得税	(6.9)	(11.3)	(14.9)	(16.9)	(16.6)
净利润	15.3	17.4	33.2	37.5	41.4
股东应占利润	15.3	17.4	33.2	37.5	41.4

来源：软库中华、公司资料

公司当前的业务模式的发展符合多方利益、契合当前医疗行业的格局：公司从事医药分销服务，业务覆盖范围主要集中在浙江省。其上游主要面向全国医药分销商和医药制造商，下游面向医院，在从事医药分销服务的同时亦提供其它增值服务，包括为制药厂提供市场调研以及协助其在浙江省的竞标。

我们认为公司在医药产业链中处于非常重要的环节，其业务模式的发展符合多方利益、契合当前医疗行业的格局。具体来讲，公司作为省级分销商，其利益和制药厂捆绑在一起。对于一些中小型制药厂来说，他们并不具备覆盖全国各省的销售网络，如果这些公司要进入全国分销领域，那么无论是从成本还是从经营管理的角度来看都不具备优势。针对这部分公司，新锐医药会利用其在当地累积多年的优势来提供竞标、市场调研、分析销售数据、处理政府关系等服务。同时，制药厂也不需要当地再花费大量成本和精力建立更多机构。这样双方便能达到互惠互利的效果。因此，同省外竞争对手相比，新锐医药具有无可比拟的优势。另外，同省内其它药品分销公司相比，新锐医药具有上市平台，能为其提供较为便捷、成本较低的融资。其大股东康健国际在医疗服务领域积累了多年经验，双方目前在紧密合作，共同探寻大陆地区医疗投资机遇。

浙江省新一轮药品集中采购实施方案(非基药)已在如火如荼进行之中：经过长达四年的等待，浙江省迎来其新一轮药品集中采购实施方案，预计最终结果将会在明年一季度出炉。根据当前招标情况的进展，管理层对未来招标结果充满信心。值得注意的是，在该轮招标方案当中，当地有关管理部门要求所有参与竞标的制药厂仅能通过浙江省本地注册的分销商销售药品，无需再经过全国经销商这一环节。在这一条例实施之前，如果制药厂在浙江省省内没有销售渠道，它们会选择通过注册在外省的分销商来打进浙江省进行药品销售。这样一来，销售环节步骤较多，较为复杂。在该条例实施之后，制药厂只能与注册在当地省级分销商合作，进而避免经过其它环节。

我们认为这一新条例将会给公司带来潜在机会。首先，那些注册在浙江省省外的公司会考虑出售部分药品的分销权给当地分销商，新锐医药便会有更多得到新药的机会。此外，如果新锐医药跨国全国分销商直接向制药厂拿货，其毛利率将会得到提升。

另外，根据目前招标情况，管理层对主要核心产品竞标成功表示信心。值得注意的是，其核心药品左卡尼汀已于今年9月进入浙江省基药目录，我们期待其销售将会在未来几年又较大幅度提升。从上一次浙江省药品集中采购的历史数据来看，公司竞标的成功率也处于领先地位：共参与41款药的竞标，其中有35款最后中标，成功率高达85.4%。

图2. 左卡尼汀



来源：软库中华、公司资料

据管理层透露，继上一次招标完成之后，公司取得了部分药品的分销权。由于过往四年都没有进行招标，这些药品在现阶段不能在医院出售。如果这些药品在这轮招标中成功竞标，那么这些药品将会成功走向医院，销量得意

增大，公司利润从而得到进一步提升。由于每次招标之间间隔较长（目前据上次招标已有 4-5 年时间），如果这些药品成功竞标，带来的收入将会持续有保证。

公司发展战略清晰，有志与康健国际加深合作，成为全方位综合医疗服务供应商：公司目前的主要业务为医药分销，随着未来规模的扩大和大陆医疗改革过程中机遇的增多，公司会借助在分销渠道上获得的优势寻找合适的机会进行上下游整合从而提供更多的医疗相关服务，形成协同效应。我们认为，随着政府对医疗行业管制的不断放松，整个医疗体系产业链（包括例如医疗设备分销领域，医院管理领域等）将会出现越来越多的上下游并购机会，公司管理层也认为通过这些不同领域的整合，综合医疗服务供应商将会创造更多协同效应，迎来更多机会。

上周，康健国际医疗（3886 HK）和新锐医药宣布，两家公司会分别通过子公司，即 Sharp Shine 和 Brilliant Dream 成立联营公司，康健国际（3886 HK）和新锐医药的股权占比分别为 80%和 20%。该联营公司会在医疗健康领域探寻更多的投资机会。我们认为，结合同康健国际合作的优势，如果新锐医药能够充分将自身在医药分销方面的优势嫁接在下游资源上，其未来成长空间将会非常大。我们同样认为，此次同康健国际医疗的合作将会为两家公司带来双赢的局面：一方面，康健国际会同新锐医药分享其在资金和营运上的专业优势；另一方面，新锐医药会通过此次合作，向康健国际提供其在大陆地区的资源，包括网络资源和对当地市场的认知了解，帮助康健国际进一步打入中国大陆市场。

公司已经顺利通过新版 GSP 认证：公司于 2014 年 11 月已经顺利通过食品药品监督管理局推进的新版 GSP。其目前采用的空间更大的药品储藏货仓也顺利通过新版 GSP 认证。

利润进一步提升，可能会考虑转向香港主板市场：公司在今年上半年的利润约为 1900 万港币，基于新药销售量的增加，我们预计其在全年的利润会达到 3300 万港币。当公司在今年的利润超过 2000 万港币时，其在最近三年的利润之和便会超过 5000 万港币。这便意味着公司符合了转主板的资格条件。因此，无论是从增加交易量的角度还是从交易平台的声誉度来看，我们认为公司都会有转主板的动机，未来不会排除转主板的可能性。

估值：我们重申对新锐医药的评价为“买入”，目标价为 0.94 港币，对应 2014 年的 P/E 为 27.2 倍，2015 年的 P/E 为 24.1 倍。同现价 0.485 港元相比，上升空间为 94.0%。（我们通过现金流折算法和可比公司市盈率估算法来计算目标价的，关于具体细节详见我们于 11 月发布的“首次覆盖报告”）同时，我们会根据公司未来的运营状况来对目标价进行调整。

图3. 可比公司

公司	代码	市值 (百万港元)	3个月平均 成交额 (百万港元)	2013 市盈率 (x)	2014 市盈率 (x)	市净率 (x)	股权回报率 (%)	资产回报率 (%)	息率 (%)	净负债/总 权益	主要客户
新锐医药	8180 hk	465.6	9.4	17.5	14.0	1.7	10.0	8.7	5.2	(43.8)	机构
金活医药	1110 hk	1,263.7	5.8	21.0	n.a.	2.2	10.9	6.5	1.9	1.5	零售
中国先锋医药	1345 hk	8,560.0	17.1	23.3	22.0	6.0	46.1	16.8	n.a.	(23.5)	机构
金天医药集团	2211 hk	5,640.0	55.9	10.2	9.6	1.9	24.5	16.7	0.0	(63.7)	机构
康哲药业	867 hk	28,977.0	103.8	31.3	26.7	6.4	22.3	18.4	1.3	(19.5)	机构
泰凌医药	1011 hk	1,309.2	6.4	n.a.	n.a.	4.9	(71.7)	(14.8)	0.0	358.5	机构
御药堂	8185 hk	813.7	1.0	n.a.	18.8	4.8	(5.3)	(4.0)	0.0	(71.6)	零售
北京同仁堂	8138 hk	8,283.4	10.2	29.0	28.5	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	(70.5)	零售
平均*		7,835.3	28.6	23.0	21.1	4.4	4.4	6.6	0.7	15.9	

来源：软库中华、公司资料

图4. 每股信息

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
每股收益 (港元仙)					
- 基本 (港元仙)	3.0	2.8	3.5	3.9	4.3
- 摊薄 (港元仙)	3.0	2.8	3.5	3.9	4.3
股利每股收益 (港元仙)	0.0	2.5	1.0	1.2	1.3
每股净资产 (港元)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4

来源：软库中华、公司资料

图5. 指标分析

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
增长率 (按年度计)					
收入	9.6%	10.2%	34.2%	23.3%	2.9%
税前收入	39.7%	29.5%	67.6%	12.9%	10.3%
净利润	38.9%	13.5%	90.9%	12.9%	10.3%
利率					
毛利率	22.3%	26.3%	27.0%	25.7%	26.9%
税前利润率	12.7%	14.9%	18.6%	17.0%	18.3%
净利润率	8.8%	9.0%	12.8%	11.8%	12.6%
其他比例					
平均资产回报率	1.8%	1.9%	1.7%	2.9%	2.9%
平均股权回报率	2.2%	2.2%	2.0%	3.4%	3.5%
派息比率	0%	90.3%	30.0%	30.0%	30.0%
估值指标					
市盈率 (x)	16.4	17.5	14.0	12.4	11.3
市净率 (x)	2.9	1.8	1.7	1.5	1.3
股息收益率	0%	5.2%	2.1%	2.4%	2.7%

来源：软库中华、公司资料

图6. 利润表 (港元百万)

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
收入	175.0	192.9	258.9	319.2	328.4
销售成本	(136.0)	(142.2)	(188.9)	(237.1)	(240.1)
毛利	39.0	50.6	70.0	82.1	88.2
销售管理支出	(9.7)	(11.0)	(23.3)	(28.7)	(29.6)
其他收入	1.5	1.7	1.9	1.9	2.2
上市开支	(8.6)	(10.2)	0.0	0.0	0.0
财务费用	(0.0)	(2.4)	(0.5)	(0.9)	(0.9)
税前收入	22.2	28.7	48.1	54.4	60.0
所得税	(6.9)	(11.3)	(14.9)	(16.9)	(18.6)
净利润	15.3	17.4	33.2	37.5	41.4
股东应占利润	15.3	17.4	33.2	37.5	41.4

来源：软库中华、公司资料

图7. 资产负债表 (港元百万)

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
非流动资产					
固定资产	5.7	7.1	5.7	4.4	2.9
预付租赁款	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
其他	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
非流动资产总计	14.8	16.2	14.9	13.5	12.1
流动资产					
存货	16.2	9.8	24.5	18.6	25.1
应收账款和其他应收款	108.5	114.3	143.5	148.8	151.0
应收票据	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
现金及现金等价物	26.3	93.4	96.1	122.4	155.0
流动资产总计	151.5	217.7	264.4	290.0	331.3
流动负债					
借款	(12.0)	0.0	(15.0)	(15.0)	(15.0)
应付款	(17.4)	(17.4)	(33.4)	(27.8)	(35.2)
流动负债总计	(29.4)	(17.4)	(48.4)	(42.8)	(50.2)
非流动负债	(2.5)	(3.3)	(4.5)	(5.1)	(5.6)
净资产	134.4	213.2	226.4	255.6	287.6
权益	134.4	213.2	226.4	255.6	287.6

来源：软库中华、公司资料

图 8. 现金流量表 (港元百万)

	FY12/12	FY12/13	FY12/14E	FY12/15E	FY12/16E
经营活动					
税前收入	22.2	28.7	48.1	54.4	60.0
非现金项目调整	0.3	2.2	1.0	1.5	1.3
在运营资本调整前的经营性现金流	22.5	30.9	49.2	55.9	61.3
营运资本变化	(22.6)	(1.4)	(27.5)	(5.5)	(1.9)
已付所得税	(6.9)	(7.2)	(14.3)	(15.6)	(17.5)
经营活动现金流净额	(7.0)	22.3	7.4	34.7	41.8
投资活动					
固定资产购买	(0.2)	(2.5)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
利息收入	0.1	0.3	0.9	1.0	1.2
其他	1.8	0.5	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流净额	1.8	(1.7)	0.7	0.8	1.0
筹资活动					
上市募得资金	0.0	70.0	0.0	0.0	0.0
借款新增	12.0	(12.0)	15.0	0.0	0.0
向股东支付股利	0.0	0.0	(20.0)	(10.0)	(11.3)
利息支付	(0.0)	(1.5)	(0.5)	(0.9)	(0.9)
其他	(3.4)	(10.6)	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流净额	8.6	45.9	(5.5)	(10.9)	(12.2)
现金及现金等价物净增加	3.4	66.5	2.7	24.6	30.7
期初现金及现金等价物净额	22.7	26.3	93.4	96.1	120.7
汇兑	0.2	0.7	0.0	0.0	0.0
期末现金及现金等价物净额	26.3	93.4	96.1	120.7	151.4

来源：软库中华、公司资料

软库中华是香港一家主要服务香港上市公司的投资银行，如要获取更多研究报告，请参考以下联系方式：
research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com and multex.com

SBI研究评级

軟庫中華金融的股票評級：

- 強烈建議購入：未來3個月絕對增長超過50%
- 建議購入：未來6個月絕對增長超過10%
- 建議持有：未來6個月絕對回報在-10%至+10%
- 建議售出：未來6個月絕對下降超過10%

投資者應在閱讀本報告時假設軟庫中華金融正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明：本報告中給出之觀點準確反應了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

信息披露：新锐医药在今年十月完成配售，其中软库中华为其配售代理。

免责声明：

本研究报告不得被视为任何股票售出之要约或股票购买或认购之要求。本报告中提到之股票可能在某些地区不具备公开出售资格。本报告中资讯已经由软库中华金融服务有限公司(简称为“软库中华金融”)的研究部门根据其认为可靠之来源加以整理，但是软库中华金融或其他任何人都没有就本报告的正确性或者完整性给出声明、保证或担保。所有本报告中的观点和预测都是(除非特别注明)报告发布日时软库中华金融所发布，且可在不通知前提下予以变更。软库中华金融或任何其他人都不得为使用本报告或其内容或其它和本报告相关原因而发生的损失承担任何责任。本报告之读者应独立负责考察本报告中所提到公司的业务、财务状况和发展远景。软库中华金融和其高级职员、董事和雇员，包括本报告准备和发布过程中涉及人员，可以在任何时候(1) 在本报告中提到公司(或其投资)中任职，或购买或售出其股票；(2) 和本报告中提到的公司存在咨询、投行或其它经纪业务关系；和(3) 在适用法律许可情况下，在本报告发布之前或紧接之后，在其自己的针对本报告中某个公司的投资帐户中使用本报告资讯或者依据此资讯行动(包括进行交易)。本报告可能无法在同样时间被分发到每一位接受方手中。本报告仅可被分发给专业投资者或经纪商，供其参考。任何获得本报告者无论出于什么原因，都不得复制、出版、重新生成、或者转发(全文或部分)给任何其他方。本报告在香港由软库中华金融发布。获得本报告者如需本报告中提到股票之更多资讯，请联系软库中华金融在其当地所设立之分支机构

软库中华金融服务有限公司版权所有©。保留所有权利。