

投资评级：增持(首次)

浙江震元(000705)

目标价:12.6元

中医药加成商业, 母婴服务先行者

## 市场数据 2018-02-09

收盘价(元)	6.78
一年内最低/最高(元)	6.55/13.80
市盈率	35.3
市净率	1.68

## 基础数据

净资产收益率(%)	3.52
资产负债率(%)	34.3
总股本(亿股)	3.34

## 最近12月股价走势



## 联系信息

<b>张文录</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160517100001	0571-87620710
zhangwenlu@ctsec.com	
<b>沈瑞</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160517040001	
shenr@ctsec.com	

## 相关报告

## ● 零售业务稳健扩张, 批发业务受政策影响

公司零售业务的特色是中医坐堂, DTC 药房主要有震元堂、善禄堂、上虞健康药店等, 全国门店百家左右, 聘请了大量中医, 保持较快的扩张速度, 我们预计 17 年增速仍将维持在 10% 左右。批发方面, 在绍兴地区占据较大优势, 一定程度上受到两票制和药占比的冲击。医药物流方面, 主要是对内服务, 自己做有利于保证质量。

## ● 切入中药材市场, 母婴护理成亮点

中药材、中药饮片是 17 年刚开展的业务, 采取和当地农户合作的形式, 保证道地药材质量, 预计 17 年营收在 2 亿元以上。健康服务主要以同源健康为主, 下属震元堂母婴护理中心在绍兴有良好的品牌知名度, 房间处于饱和状态, 我们预计 17 年收入在 1 千万左右, 未来随着门店扩张, 加之产后护理行业尚处于蓝海状态, 这块业务有望成为公司最快的业绩增长点。

## ● 制剂+原料药两翼齐飞, 18 年有望出口放量

公司制药业务包括制剂和原料药。制剂方面, 预计 17 年整体收入增长 25% 左右, 其中美他多辛是国内唯一的乙醛脱氢酶激活剂, 真正的解酒药, 加快乙醛代谢, 市场前景广阔, 行业空间较大; 腺苷蛋氨酸制剂产能问题已经解决, 主要针对肝病, 目前处于快速放量阶段。

原料药方面, 预计 17 年收入增速在 30% 左右, 主要是公司受环保督查利好, 行业挤出过剩产能, 制霉素提价明显, 罗红霉素价格有所上涨; 同时西索米星原料药出口放量, 并将继续在 2018 年成为业绩增长点。

## ● 盈利预测及投资建议

预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.19/0.25/0.33 元, 对应 PE 为 38.2/28.0/21.8 倍, 给予半年目标价 12.6 元, 首次给予“增持”评级。

**风险提示:** 市场风险, 政策风险。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	2163.51	2440.00	2794.37	3071.79	3424.34
增长率	4.0%	12.8%	14.5%	9.9%	11.5%
归属母公司股东净利润(百万)	36.2	45.3	62.4	85.1	109.5
增长率	-7.3%	25.0%	37.8%	36.4%	28.7%
每股收益(元)	0.11	0.14	0.19	0.25	0.33
市盈率(倍)	65.8	52.6	38.2	28.0	21.8

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 公司财务报表及指标预测

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2163.51</b>	<b>2440.00</b>	<b>2794.37</b>	<b>3071.79</b>	<b>3424.34</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,836.8	2,089.3	2,344.7	2,554.3	2,829.6	营业收入增长率	4.0%	12.8%	14.5%	9.9%	11.5%
营业税费	6.6	13.0	16.5	18.4	21.2	营业利润增长率	-32.0%	72.3%	31.1%	33.6%	30.2%
销售费用	151.4	173.9	226.3	258.0	291.1	净利润增长率	-7.3%	25.0%	37.8%	36.4%	28.7%
管理费用	131.1	111.1	128.5	138.2	154.1	EBITDA 增长率	-0.7%	35.3%	3.5%	23.5%	22.4%
财务费用	-2.8	-6.9	0.1	-2.8	-7.1	EBIT 增长率	-29.5%	65.6%	48.8%	29.8%	26.7%
资产减值损失	10.2	2.1	2.5	5.0	3.2	NOPLAT 增长率	-28.0%	53.3%	56.3%	28.3%	28.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	14.5%	1.5%	21.2%	-8.8%	17.6%
投资和汇兑收益	3.8	1.2	1.1	2.0	1.4	净资产增长率	4.6%	2.7%	0.5%	5.7%	6.4%
<b>营业利润</b>	<b>34.0</b>	<b>58.6</b>	<b>76.8</b>	<b>102.7</b>	<b>133.7</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	8.9	-0.1	-0.1	2.9	0.9	毛利率	15.1%	14.4%	16.1%	16.8%	17.4%
<b>利润总额</b>	<b>42.9</b>	<b>58.5</b>	<b>76.7</b>	<b>105.6</b>	<b>134.5</b>	营业利润率	1.6%	2.4%	2.7%	3.3%	3.9%
减: 所得税	5.8	11.7	12.3	17.9	21.5	净利润率	1.7%	1.9%	2.2%	2.8%	3.2%
<b>净利润</b>	<b>36.2</b>	<b>45.3</b>	<b>62.4</b>	<b>85.1</b>	<b>109.5</b>	EBITDA/营业收入	3.4%	4.1%	3.7%	4.1%	4.5%
						EBIT/营业收入	1.4%	2.1%	2.8%	3.3%	3.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	226.3	245.5	223.5	245.7	273.9	固定资产周转天数	64	67	69	63	56
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	40	36	40	41	41
应收账款	406.5	442.2	575.4	531.9	692.3	流动资产周转天数	189	164	164	161	158
应收票据	42.8	29.8	67.2	33.9	77.2	应收账款周转天数	66	63	66	65	64
预付账款	39.9	26.5	71.6	27.6	78.5	存货周转天数	57	53	53	53	52
存货	371.7	343.3	474.3	431.4	554.7	总资产周转天数	311	292	278	261	249
其他流动资产	28.0	15.1	34.7	26.0	25.3	投资资本周转天数	122	116	113	108	100
可供出售金融资产	104.4	96.5	94.0	98.3	96.3	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	2.9%	3.5%	4.8%	6.2%	7.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	1.9%	2.3%	2.8%	4.1%	4.4%
投资性房地产	36.6	17.9	15.9	15.9	15.9	ROIC	4.0%	5.3%	8.2%	8.6%	12.1%
固定资产	382.6	528.8	536.1	532.0	536.3	<b>费用率</b>					
在建工程	131.5	4.0	10.0	10.0	10.0	销售费用率	7.0%	7.1%	8.1%	8.4%	8.5%
无形资产	36.8	49.3	47.1	44.9	42.7	管理费用率	6.1%	4.6%	4.6%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	131.0	218.3	153.7	160.7	172.3	财务费用率	-0.1%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.2%
<b>资产总额</b>	<b>1,938.2</b>	<b>2,017.1</b>	<b>2,303.5</b>	<b>2,158.3</b>	<b>2,575.5</b>	三费/营业收入	12.9%	11.4%	12.7%	12.8%	12.8%
短期债务	0.5	60.5	124.1	3.6	20.5	<b>偿债能力</b>					
应付账款	381.7	411.7	530.3	481.3	629.4	资产负债率	34.0%	34.9%	42.7%	35.4%	42.4%
应付票据	175.5	125.1	216.2	171.4	244.7	负债权益比	51.6%	53.5%	74.5%	54.7%	73.6%
其他流动负债	78.5	85.3	87.3	85.6	89.2	流动比率	1.75	1.61	1.51	1.75	1.73
长期借款	-	-	5.1	-	86.9	速动比率	1.17	1.11	1.02	1.17	1.17
其他非流动负债	23.3	20.6	20.7	21.6	21.0	利息保障倍数	-11.16	-7.50	639.85	-36.24	-17.89
<b>负债总额</b>	<b>659.6</b>	<b>703.4</b>	<b>983.7</b>	<b>763.5</b>	<b>1,091.6</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	13.3	20.5	22.6	25.1	28.6	DPS(元)	0.03	0.02	0.04	0.05	0.07
股本	334.1	334.1	334.1	334.1	334.1	分红比率	23.1%	14.8%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	882.0	915.8	963.2	1,035.6	1,121.2	股息收益率	0.4%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
<b>股东权益</b>	<b>1,278.6</b>	<b>1,313.8</b>	<b>1,319.9</b>	<b>1,394.8</b>	<b>1,483.9</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EPS(元)	0.11	0.14	0.19	0.25	0.33
净利润	37.1	46.8	62.4	85.1	109.5	BVPS(元)	3.79	3.87	3.88	4.10	4.36
加: 折旧和摊销	44.3	50.8	25.4	26.5	28.2	PE(X)	65.8	52.6	38.2	28.0	21.8
资产减值准备	10.2	2.1	-	-	-	PB(X)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-35.8	25.4	-63.9	54.0	40.5
财务费用	-0.4	-5.6	0.1	-2.8	-7.1	P/S	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
投资收益	-3.8	-1.2	-1.1	-2.0	-1.4	EV/EBITDA	26.0	19.0	20.0	14.9	12.6
少数股东损益	0.8	1.5	2.1	2.5	3.5	CAGR(%)	33.2%	34.2%	16.5%	33.2%	34.2%
营运资金的变动	-110.6	-39.4	-92.6	71.3	-164.1	PEG	2.0	1.5	2.3	0.8	0.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>56.7</b>	<b>116.0</b>	<b>-3.7</b>	<b>180.6</b>	<b>-31.3</b>	ROIC/WACC	0.5	0.6	1.0	1.0	1.4
投资活动产生现金流量	-212.5	-118.9	-28.4	-23.0	-27.4	REP	5.2	3.8	2.2	2.1	1.3
融资活动产生现金流量	-2.6	46.3	10.1	-135.5	86.9						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。