

中性

——首次

日期：2013年6月7日

行业：医药、服装



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号：S0870511030004

基本数据（2013Q1）

报告日股价（元）	9.74
12mth A股价格区间（元）	7.18/15.50
总股本（百万股）	243.98
无限售A股/总股本	65.83%
流通市值（亿元）	15.64
每股净资产（元）	2.34
PBR（X）	4.16
DPS（Y2012，元）	10派0.2

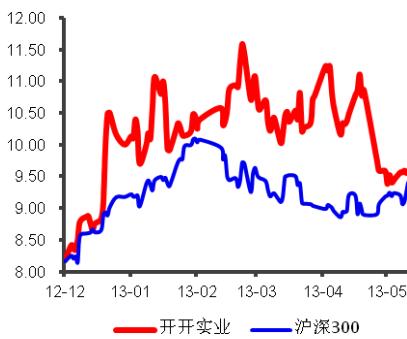
主要股东（2013Q1）

上海开开(集团)有限公司	26.51%
上海静安国资经营有限公司	2.47%
上海金兴贸易公司	1.23%

收入结构（Y2012）

医药类	75.35%
服装类	22.89%

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号：ZB13-CI02

首次报告日期：2013年6月7日

相关报告：

开开实业（600272）

证券研究报告/公司研究/公司调研

医药业务提高企业核心竞争力

■ 投资摘要

多措施应对服装行业整体业绩下滑

2012年，公司的服装板块取得了1.87亿元的收入，同比增长5.58%；毛利率为18.86%，同比下降7.57个百分点。面对激烈的竞争和不利的宏观经济形势，公司已制订一整套应对方案，包括存货管理、原材料管理、门店经营管理等。预计全年仍有望取得0-5%左右的增长。

医药业务提高企业核心竞争力

2012年，公司医药板块实现销售6.16亿元，收入较上年增长13.30%；毛利率下降2.15个百分点。公司的医药业务主要分为三块：1) 雷允上零售药店2) 参茸滋补品；3) 代理巴特牌腹膜透析液。2012年公司营业收入的增长主要来源于主营业务即医药板块雷允上销售的增长。

高档滋补品业务具备品牌优势

公司着力打造“上雷”自主品牌，其核心优势主要有：1) 公司是行业内膏方标准的制定单位；2) 高档参茸地理标志。我们认为，随着人民消费水平的提高，以参茸为代表的我国传统高档滋补面临良好的发展机遇，未来有望保持10%以上的增长。

腹膜透析液业务受益行业迅速发展

公司另一项业务是代理巴特牌腹膜透析液。该项业务直接面对终端，销售到个人和各大医院，目前规模约有2亿左右。我们认为，近两年医保政策的推动以及对腹膜透析的推广力度的加强，选择腹膜透析的患者比例也会越来越高，将直接推动市场的扩容。我们预计该项业务有望取得30%以上的快速增长。

给予“未来六个月，中性”评级

公司12年实现EPS0.25元，预计13年实现EPS为0.10元，以6月7日收盘价9.74元计算，静态与动态PE分别为38.90倍和99.64倍。医药商业类上市公司12年、13年市盈率中值分别为30.35倍和28.07倍。公司目前的估值水平高于行业平均水平。公司目前的收入增长主要依靠医药板块的参茸滋补品和代理腹膜透析液的销售收入增长。随着未来国家对中医药事业的关注度提升，“雷允上”品牌的做大做强遇到了难得的契机。我们看好公司未来的发展前景，给予“中性”评级。

主要风险

医药行业政策风险；药品价格变化等。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	786.04	893.94	1021.90	1169.32
年增长率	-1.40%	13.73%	14.31%	14.43%
归属于母公司的净利润	60.84	23.75	31.22	41.21
年增长率	57.70%	-60.96%	31.43%	32.01%
每股收益(元)	0.25	0.10	0.13	0.17
PER (X)	38.90	99.64	75.82	57.67

注：有关指标按当年股本摊薄

一、以服装和医药为主业的上市公司

公司的服装产品以衬衫为主导，形成羊毛衫、西服、西裤、大衣、茄克、羊毛内衣、针织内衣、T恤、领带等多品种系列产品，并将高科技成果融入到开开牌服装之中，开发了一系列有高科技含量的新产品。1998年公司通过资产重组开始介入传统中医药产销领域，并逐步向具有高成长性的中西药物、生物医用材料行业发展。公司控股的上海雷允上药业西区有限公司，是一家融汇中华医药传统信誉和现代药品经营理念的药品经营企业。拥有中华老字号“雷允上”、“九和堂”商号和上海药品零售规模最大的雷允上药城以及40多家中西药房，还拥有一家上海第一家按GMP标准建造的中药制药厂。

1.1 公司经营保持平稳

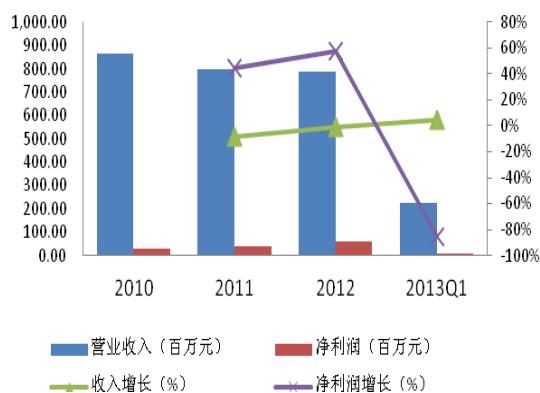
2010-2012年，公司经营保持平稳，从收入增速看，虽然近几年收入有一定的下滑，但近几年下滑趋势减缓。近几年，公司紧紧围绕医药板块、服装板块的全面可持续发展，以品牌建设为中心，打造企业核心竞争力；以实施内控制度为契机，全面提高企业经营效率和管理水平。通过实施一系列行之有效的经营举措，弥补完历年积累的巨额亏损，可分配利润在2012年实现八年来首次转为正数。公司2012年度营业收入81,801.73万元，同比增长2.61%；实现净利润6,083.73万元，同比增长57.70%。2012年公司营业收入的增长主要来源于主营业务即医药板块雷允上销售的增长。

根据2013年一季报显示，公司收入134.79亿元，同比增长24.40%；实现净利润2.88亿元，同比下降66.67%，实现每股EPS0.15元。公司净利下降的主要原因主要系上年同期公司联营企业出售其可供出售的金融资产，公司按持股比例确认的收益增加，而本期无此项目。

1.2 主营业务平稳发展

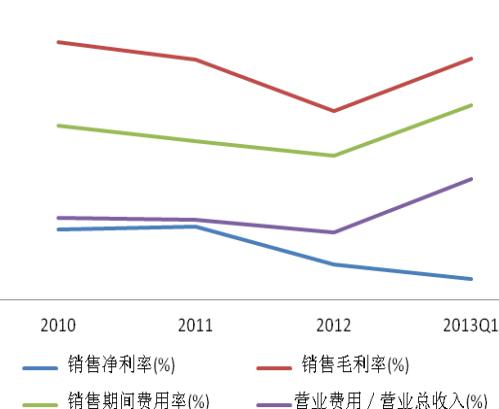
公司业务主要可分为医药和服装两大类。从收入占比看，近两年医药产业贡献了公司约75%的收入，且保持一定幅度的增长。从毛利率变化来看，服装类的毛利率下降幅度较大。从盈利能力看，近几年公司的销售净利率呈下滑态势。此外，从各项费用率情况看，公司的期间费用率近期上升较快。以2013年第一季度为例，营业费用率从2012年的8%左右上升至15%，而管理、财务费用率基本保持稳定。

图 1 公司近年来的收入、利润变化



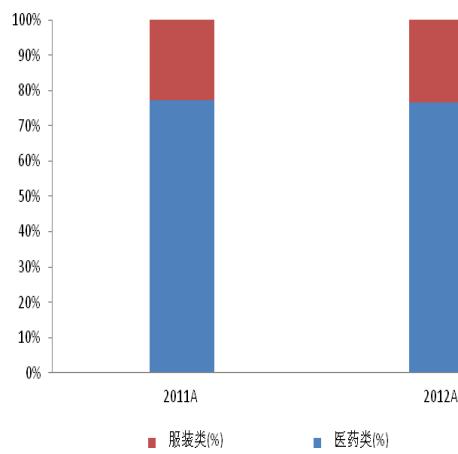
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 2 公司近年来盈利能力变化



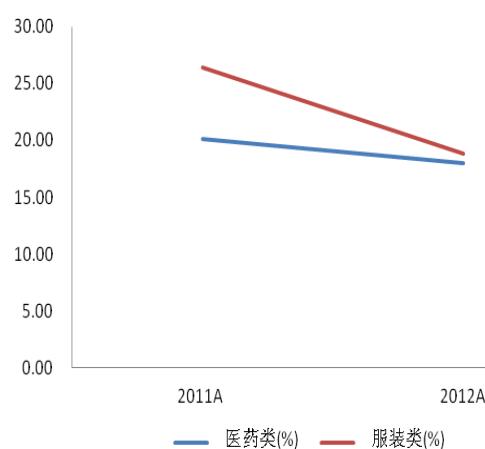
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 3 公司近年来的收入构成变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 4 公司近年来的毛利率变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、多措施应对服装行业整体业绩下滑

2012 年，公司的服装板块取得了 1.87 亿元的收入，同比增长 5.58%；毛利率为 18.86%，同比下降 7.57 个百分点。公司下属服装业板块拥有“开开”品牌，为中华老字号。公司连续多年获得“上海名牌”服务企业称号，2012 年获评上海市著名商标。“开开”品牌创始于 1936 年，是国家商务部认定的“中华老字号”企业，“上海市质量标兵企业”、是行业内最早获准使用国际羊毛局纯羊毛标志的企业。“开开”牌衬衫、羊毛衫连续 18 年蝉联“上海名牌”产品称号，“开开”牌衬衫是中国衬衫行业首家通过 ISO9002 质量体系认证企业的产品。开开牌西服套装被中国服装协会及中国服装质

量检测中心授予优等品，开开制衣公司被评为全国服装标准化先进单位，并获“质量卓越企业”荣誉称号。目前，开开制衣公司在静安区南京西路拥有品牌旗舰店，在中华老字号第一街陕西路商业街拥有品牌专卖店，上海开设有300多家销售开开品牌服饰的自营和加盟店，在全国拥有40家一级代理商，200余家二级代理商，销售网络遍布全国25个省市。

报告期内公司服装板块开开制衣公司依托品牌优势在激烈的市场竞争中，通过以细分市场为切入点，稳定的消费群体作为支撑，努力保持了市场份额。根据中华全国商业信息中心对2012年我国服装市场销售运行情况总结显示，2012年服装类商品零售价格同比继续上涨，涨幅达到10.0%；但服装价格持续上涨明显抑制了消费者对服装消费的需求，2012年，全国重点大型零售企业各类服装零售量同比仅增长2.3%，比上年低2.1个百分点，是2001年以来的最低水平。量价增长贡献上，2012年服装价格上涨对整体销售的贡献继续提升。现阶段，我国服装消费向网购和快时尚转移明显。网购和快时尚等平价服装有效的缓解服装价格上涨给消费者造成压力，满足了当前消费者的服装消费需求。而国内服装商品周转时间长，周转效率低，产品库存大，价格持续高企，服装品牌生产企业的产销模式难以满足消费者多样化细分化的消费需求，使得国内服装品牌在发展过程中的弊端、矛盾和问题越积越多，越积越深，发展的瓶颈愈发凸显。

面对激烈的竞争和不利的宏观经济形势，公司已制订一整套应对方案，包括存货管理、原材料管理、门店经营管理等。预计全年仍有望取得0-5%左右的增长。

三、医药业务提高企业的核心竞争力

2012年，公司医药板块实现销售6.16亿元，收入较上年增长13.30%；毛利率下降2.15个百分点。上海雷允上药业西区有限公司是公司药业板块的经营管理企业，注册资本13,678万元，主要经营药品、参茸滋补品的销售业务。公司先后注册有“雷允上”、“上雷”牌等著名商标，分别获得“上海名牌”服务与“上海名牌”产品称号。旗下拥有上海雷允上药业有限公司、上海雷允上营养保健品有限公司、上海源源化学试剂有限公司及参股上海静安制药有限公司、康桥中药饮片有限公司等企业，是一家集产、供、销为一体的规模型医药企业，主要经营中西药品、参茸饮片、医疗器械、化学制剂等。公司的医药业务主要分为三块：1)雷允上零售药店2)参茸滋补品；3)代理巴特牌腹膜透析液。

3.1 零售药店业务发展遇瓶颈

雷允上在静安区拥有上海规模最大、品种最全的品牌旗舰店雷允上药城和沿袭百年历史风貌的南京西路雷允上店，在雷允上药城三楼开设有传承雷允上中医药文化的雷允上中医馆，同时上海雷允上西区药品零售有限公司拥有二十七家连锁门店。目前公司的零售业务规模约有 2 亿。目前 27 家雷允上门店中，除雷允上药城有 1 亿销售规模外，其余门店销售规模均较小。

南方医药经济研究所的数据显示，目前我国现有零售药店 423780 家，新增单体药店较多，2012 年药品零售市场总规模预计增长 15%，将达到 2300 亿元的水平。但受到药品质量安全、基本药物目录、医疗保险、药品定价等政策因素的影响，传统药店的处境面临着多重压力。以政策影响为例，新医改的高比例报销政策促使民众医疗消费转向，致使连锁药店客流减少；另外，基药零差率销售意味着占当前零售药店 80% 市场份额的普药将无利可图。

为求发展，连锁药店业内提出了多元化发展的策略。专家介绍说，连锁药店首先要定位好——药妆店、折扣店、药品大卖场、药品超市、连锁店、专业药店、社区药店、便利店，还是其他的定位，没有经营特色的药店将消失。而一些更新的发展观点则认为，消费者去药店要购买的并不是药品本身，而是健康解决方案，新药店必须紧紧围绕健康这个焦点，致力于帮助人们更长寿、更健康、更愉悦的生活。然而，受制于多种因素，“雷允上”品牌的发展明显滞后于同行业内其他各地老字号。我们认为，由于没有清晰的定位以及明确的扩张战略，公司的连锁药店业务将仅能维持 3-5% 左右的增长。

3.2 高档滋补品业务具备品牌优势

公司着力打造“上雷”自主品牌，积极推进申报《定制膏方标准》(企标)地方标准工作，落实高档参茸地理标志等项目，通过提高产品技术内涵，抢占品牌制高点，提高了企业的核心竞争力，“上雷”参茸高档滋补系列产品的开发和市场拓展 2012 年取得新突破。目前，公司的参茸滋补品业务规模约有 2 亿左右，每年保持 10% 以上的增长。其核心优势主要有：1) 公司是行业内膏方标准的制定单位；2) 高档参茸地理标志。其主要经营模式为原产地采购，通过公司雷允上渠道销售。我们认为，随着人民消费水平的提高，以参茸为代表的我国传统高档滋补面临良好的发展机遇，未来有望保持 10% 以上的增长。

3.3 腹膜透析液业务受益行业迅速发展

公司另一项业务是代理巴特牌腹膜透析液。该项业务直接面对终端，销售到个人和各大医院，目前规模约有2亿左右。随着人口老龄化，高血压、糖尿病患者人数逐年增加，导致终末期肾病（end stage renal disease, ESRD）的发病率不断增加。根据卫生部卫生发展研究中心的文章，国内目前有超过150万尿毒症患者，每年新增10万~15万患者，这意味着我国ESRD患者的基数很大，且正飞速增长。另据统计，住院患者中急慢性肾衰竭比例从2000年的2.1%增加到2005年的3.2%，增幅超过50%。而急性肾衰竭患者中老年人比例从20世纪80年代的18%增加至2009年的30%以上。上述数据说明我国ESRD的治疗需求正在加速释放。

相对于血液透析，腹透患者占比少，其原因是：1)开展腹膜透析的中心较少。目前全国共有347个腹膜透析治疗单位，但患者数超过100例的大型腹透中心不到十个，绝大多数是患者少于25例的小型腹透单位；2)传统观念认为在医院治疗更加放心，腹透在很长时间被认为是二流医院的选择；3)之前腹膜透析液算为药费，提升了医院及科室的药占比。我们认为，不管是哪种透析方式，庞大的治疗需求均会带来市场的迅速发展，加上近两年医保政策的推动以及对腹膜透析的推广力度的加强，可以预计，能够进入透析以及充分透析的患者比例会越来越高，选择腹膜透析的患者比例也会越来越高，将直接推动市场的扩容。我们预计该项业务有望取得30%以上的快速增长。

四、盈利预测

4.1 预测假设

- 1、受行业政策影响，公司的连锁药店业务将维持3-5%左右的增长；
- 2、以参茸为代表的高档滋补保持10%以上的增长；
- 3、受政策推动，腹透业务保持30%以上增长；
- 4、受行业不景气影响，服装业务保持3-5%的增长。

4.2 盈利预测

我们预计，2013-2015年，净利润将实现年递增-60.96%、31.43%和32.01%，相应的每股收益为0.10元、0.13元和0.17元。

五、给予“未来六个月，中性”评级

公司12年实现EPS0.25元，预计13年实现EPS为0.10元，以6月7日收盘价9.74元计算，静态与动态PE分别为38.90倍和99.64倍。医药商业类上市公司12年、13年市盈率中值分别为30.35倍和28.07倍。公司目前的估值水平高于行业平均水平。公司目前的收入增长主要依靠医药板块的参茸滋补品和代理腹膜透析液的销售收入增长。随着未来国家对中医药事业的关注度提升，“雷允上”品牌的大做强遇到了难得的契机。我们看好公司未来的发展前景，给予“中性”评级。

六、风险提示

6.1 医药行业政策风险

受到药品质量安全、基本药物目录、医疗保险、药品定价等政策因素的影响，传统药店的处境面临着多重压力。在当前药品零售市场竞争激烈与相关政策的约束下，如果公司不能采取多元化经营管理将导致企业利润下降。

6.2 未来药品价格的变化

近年来，为治理药价虚高、降低群众医疗成本，政府加强了对药价的管理工作，2006年以来国家发改委多次调低相关药品的最高零售价，对药品生产企业的收入和利润有不同程度的影响，下半年的调价有可能主要针对中成药。我们认为，具有较好的品牌形象，对零售商议价能力较强的产品，受冲击较小。

七、附表

附表 1 开开实业损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	797.19	786.04	893.94	1,021.90	1,169.32
二、营业总成本	797.05	815.00	900.84	1,021.29	1,158.31
营业成本	612.67	646.96	714.62	808.07	914.31
营业税金及附加	4.47	4.74	4.75	5.78	6.62
销售费用	87.70	75.32	89.39	102.19	116.93
管理费用	83.32	83.37	89.39	102.19	116.93
财务费用	16.98	0.49	0.89	1.02	1.17
资产减值损失	-8.10	4.12	1.79	2.04	2.34
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.45	59.30	30.00	30.00	30.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	30.59	62.32	23.10	30.61	41.01
加: 营业外收入	14.36	7.05	4.00	5.00	6.00
减: 营业外支出	0.82	0.63	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	44.13	68.74	27.10	35.61	47.01
减: 所得税	4.98	7.69	2.98	3.92	5.17
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	39.15	61.05	24.11	31.69	41.84
减: 少数股东损益	0.57	0.21	0.36	0.48	0.63
归属于母公司所有者					
的净利润	38.58	60.84	23.75	31.22	41.21
七、摊薄每股收益(元)	0.16	0.25	0.10	0.13	0.17

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2012A	2013E	2014E	2015E
医药类	616.34	712.83	829.12	964.56
参茸滋补品	200.00	230.00	266.80	312.16
腹膜透析液	200.00	260.00	332.80	416.00
雷允上零售	216.34	222.83	229.52	236.40
服装类	187.28	196.64	206.48	216.80
其他	2.87	2.87	2.87	2.87
内部抵消	-20.45	-18.41	-16.56	-14.91
合计	786.04	893.94	1021.90	1169.32
分业务成本测算	2012A	2013E	2014E	2015E
医药类	505.73	577.39	663.29	762.00
服装类	151.95	155.35	161.05	166.94
其他	0.36	0.29	0.29	0.29

内部抵消	-20.09	-18.41	-16.56	-14.91
合计	637.95	714.62	808.07	914.31
分业务增速	2012A	2013E	2014E	2015E
医药类	3.05%	15.66%	16.31%	16.34%
参茸滋补品		15.00%	16.00%	17.00%
腹膜透析液		30.00%	28.00%	25.00%
雷允上零售		3.00%	3.00%	3.00%
服装类	5.58%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	-9.46%	0.00%	0.00%	0.00%
内部抵消	179.75%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
分业务毛利率	2012A	2013E	2014E	2015E
医药类	17.95%	19.00%	20.00%	21.00%
服装类	18.86%	21.00%	22.00%	23.00%
其他	87.40%	90.00%	90.00%	90.00%
内部抵消	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。