

浙江震元 (000705)

——零售经营模式独具特色，产业链日益完善

行业名称	医药生物
投资建议	增持
当前价格:	13.87元
目标价格:	16元

投资要点:

➢ 医药零售方面，积极拓展中医坐堂模式，延伸完善产业链。

公司通过增加药材种植基地，实施中医坐堂模式等措施，抵消了药品零售差率等不利政策的影响，目前中医中药销售收入比例达到30%，零售业务毛利率保持稳定水平。未来公司将加快门店扩张步伐，向周边县市拓展，预计每年新开10家。另一方面，公司抓住医院降低药品占比等有利因素，在部分门店开设DTC业务，使得零售临床品种销售额明显增加。质控方面，通过夯实上游原料基础，提升饮片质量，增加饮片收入。总体来看，我们预计公司零售业务未来将保持约10%的年均增速，是主要发展亮点之一。

➢ 医药工业结构优化升级。

原料药方面，去年底以来制霉素和头孢他美酯涨价幅度较大，整体毛利率有明显提升。制剂方面，腺苷蛋氨酸值得重点关注，该品种通过改进生产工艺后成本问题已解决，毛利率大幅改善。目前已在福建、广东、云南等多个省份中标，市场需求量较大。预计今年将贡献约2000万元的收入，明年有望达到5000万元。

➢ 集团资产存在整合预期。

大股东震元健康产业集团下面有母婴护理中心等医疗资产，定位高端市场，目前经营状况良好，未来有望实现连锁化、规模化发展，我们预计未来整合到上市公司的可能性较大。此外，公司投资1亿元参与越商产业并购基金，有利于对外兼并取得进展。

➢ 盈利预测与投资建议。

我们预计公司2016-18年EPS分别为0.16、0.20和0.25元，同比分别增长44%、28%和24%，目前股价对应PE分别是89、69和56倍。首次覆盖，给予增持的投资评级。

➢ 风险提示

药品招标降价；原料药价格波动；国企改革进度低于预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	334/282
流通A股市值 (百万元)	3,911
每股净资产 (元)	3.81
资产负债率 (%)	36.22
一年内最高/最低 (元)	19.55/8.99

一年内股价相对走势



余方升 分析师

执业证书编号: S1110515040001
电话: 021-68815306
邮箱: yufsh@sh.tfzq.com

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,081.23	2,163.51	2,437.19	2,691.14	2,952.99
增长率 (%)	3.13%	3.95%	12.65%	10.42%	9.73%
EBITDA (百万元)	73.60	73.09	82.07	105.27	127.05
净利润 (百万元)	39.08	36.23	52.16	66.94	83.17
增长率 (%)	-39.35%	-7.30%	43.99%	28.34%	24.24%
EPS (元/股)	0.12	0.11	0.16	0.20	0.25
市盈率 (P/E)	118.59	127.93	88.85	69.23	55.72
市净率 (P/B)	3.82	3.66	3.69	3.55	3.39
EV/EBITDA	38.88	79.13	51.63	40.46	33.31

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所

相关报告



报告信息



微信关注天风研究

正文目录

医药零售以中医坐堂模式为特色	3
医药工业结构逐渐优化	4
原料药涨价受益	4
腺苷蛋氨酸等制剂品种值得关注	5
集团资产存在整合预期	5
盈利预测和投资建议	6

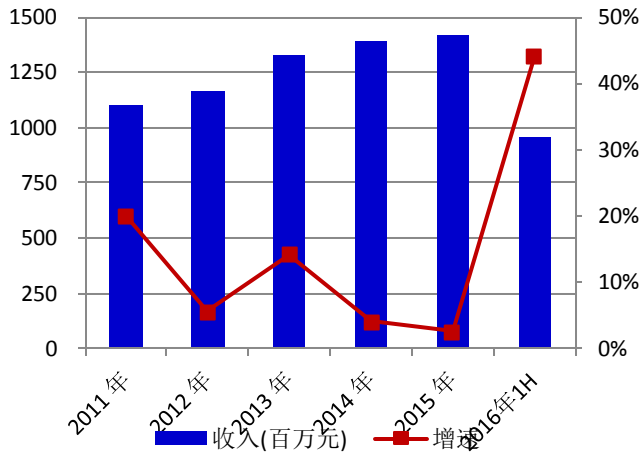
图表目录

图表 1: 公司批发业务销售收入及增速	3
图表 2: 公司批发业务毛利率及平均值	3
图表 3: 公司零售业务销售收入及增速	3
图表 4: 公司零售业务毛利率及平均值	3
图表 5: 公司医药工业收入构成	4
图表 6: 公司医药工业毛利构成	4
图表 7: 公司腺苷蛋氨酸中标情况 (不完全统计)	5
图表 8: 公司主要业务营收预测	7
图表 9: 财务预测摘要	9

医药零售以中医坐堂模式为特色

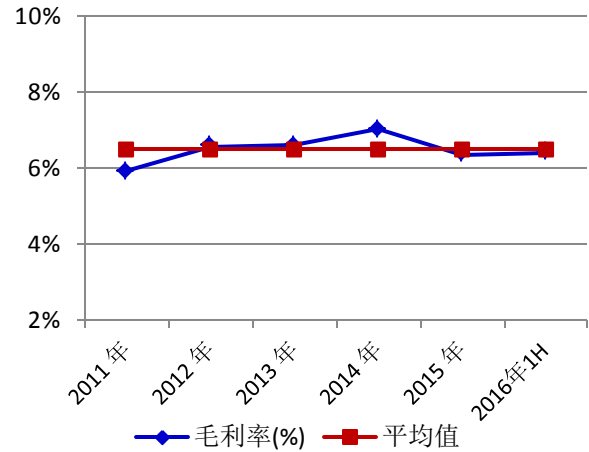
公司医药商业包括批发和零售,主要集中在绍兴地区。其中医药批发 2015 年收入为 14.22 亿元,但毛利率比较低,只有 6.35%。在二次议价、两票制等政策实施下,商业业务受到一定影响。未来公司将加强销售、库存、客户等结构性调整工作,加大与医院合作力度,继续巩固地区性龙头地位。

图表 1: 公司批发业务销售收入及增速



来源: 公司年报, 天风证券研究所

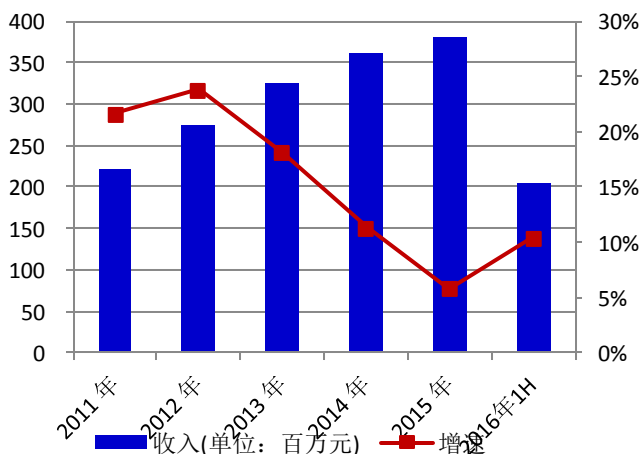
图表 2: 公司批发业务毛利率及平均值



来源: 公司年报, 天风证券研究所

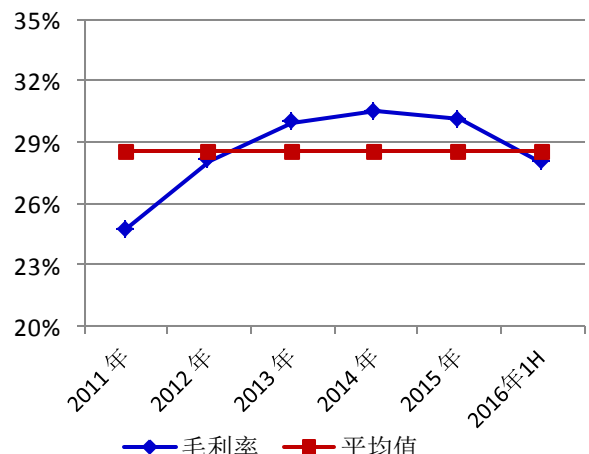
医药零售方面,尽管近年受到药品零差率政策的影响,但公司通过积极实施“名店、名医、名药”的经营模式,目前约 80 家门店中有 11 家开展了中医坐堂业务,使得零售业务规模继续稳增,毛利率保持在 30%水平,中医中药销售收入比例达到 30%。2016 年上半年医药零售实现收入 2.04 亿元,同比增长 10.43%,增速较去年有所回升。在 2015 年度中国药店单店排行榜中,公司有 3 家门店进入 100 强,其中震元堂药店销售额达到 1.30 亿元,排名第 9,体现了公司强大的地区品牌优势。

图表 3: 公司零售业务销售收入及增速



来源: 公司年报, 天风证券研究所

图表 4: 公司零售业务毛利率及平均值



来源: 公司年报, 天风证券研究所

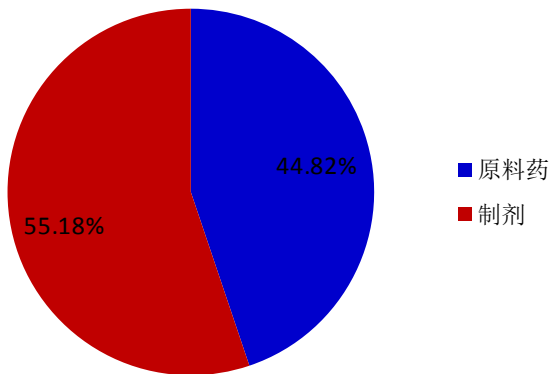
今后规划来看，公司将加快门店扩张步伐，以绍兴为中心，向周边县市拓展，预计每年新开 10 家，其中 2-3 家开始中医坐堂。另一方面，公司抓住医院降低药品占比等有利因素，今年上半年在善禄堂、震元堂、上虞健康药店等 3 家药店开设了 DTC 业务，零售临床品种销售额同比实现翻番。总体来看，我们预计公司零售业务未来将保持约 10% 的年均增速。

中医中药产业链方面，公司依托震元品牌，积极进行延伸和扩展：一是抓好源头质量，持续推进道地药材种植，今年上半年新增丹参等 5 个种植基地，基地总数达到 15 个，品种数 20 个。二是依托中药饮片质量控制技术工程实验室，进一步推进质量控制，并投资设立绍兴震元中药饮片有限公司。2015 年中药饮片收入达到 1 亿元，预计未来每年增速达约 20%。三是与绍兴第二医院达成战略合作，有利于促进饮片业务的发展，加快中医人才队伍的培养，增强核心竞争力。四是加大对中医中药宣传工作，提升震元的品牌知名度，扩大影响力。

医药工业结构逐渐优化

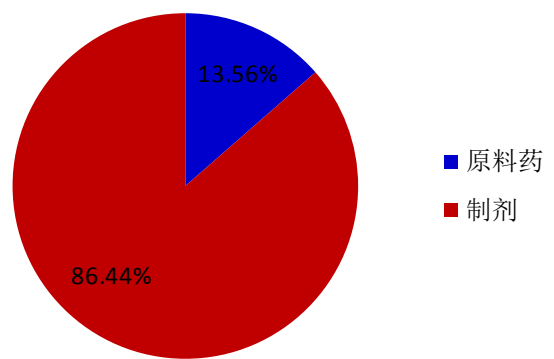
公司医药工业主要以制剂业务为主，贡献了 55% 的收入和 86% 的毛利比例。原料药毛利率很低，收入和毛利占比分别为 45% 和 14%。

图表 5: 公司医药工业收入构成



来源：公司年报，天风证券研究所

图表 6: 公司医药工业毛利构成



来源：公司年报，天风证券研究所

原料药涨价受益

原料药方面，自 2015 年以来，由于环保投入增加，导致成本压力变大，公司于去年底开始对一些产品提价，独家品种制霉素提价 100%，头孢他美酯提价 30-100%，罗红霉素提价不多，生产厂家少，需求稳定的品种预计涨价维持时间比较长。今年上半年原料药收入约 0.85 亿元，同比下降约 10%，但毛利率有明显提升，从 10.79% 大幅增加至 21.49%。

腺苷蛋氨酸等制剂品种值得关注

公司医药制剂业务，特色品种主要是氯诺昔康、伏格列波糖、美他多辛、腺苷蛋氨酸等。

其中腺苷蛋氨酸的潜在市场增长空间较大。该品种原研厂家是意大利基诺，2001年被雅培收购。主要适应症是治疗肝硬化前和肝硬化所致肝内胆汁郁积，妊娠期肝内胆汁郁积，2000年在我国上市，属于医保乙类，限定范围为重症肝硬化和工伤保险。国内厂家方面，海正药业和浙江震元先后于2010年和2014年获得了生产批文。

公司的腺苷蛋氨酸产品目前通过改进生产工艺，已经解决成本问题，毛利率得到明显提升。从地区招标情况来看，福建和云南省属于国内厂家独家中标，市场需求量较大。预计今年将贡献约2000万元的收入，明年有望达到5000万元。

图表 7：公司腺苷蛋氨酸中标情况（不完全统计）

药品通用名	规格	单位	中标价 (元)	中标省份	发布日期
注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	0.5g * 5 瓶	瓶	53.47	重庆	2016-7-7
注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	0.5g	瓶	51.97	广东	2016-7-4
注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	500mg	支	49.49	天津	2016-3-21
注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	500mg	5 瓶/盒	247.45	福建	2015-12-31
注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	0.5g	瓶	53.47	云南	2015-9-28
注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	500mg	支/瓶	53.47	上海	2015-9-2

来源：药智网，天风证券研究所

集团资产存在整合预期

2016年3月，公司自筹资金1亿元参与越商产业并购基金，占该基金的10%。这将有助于在公司主业稳定发展的前提下，通过借鉴专业投资机构的投资经验，为公司在产业升级、收购兼并方面提供支持，提高对外并购的质量和促进长远发展。

2015年12月，绍兴市旅游集团有限公司所持有19.94%股份已过户至震元健康集团，体现了国资委对健康产业的重视。浙江震元作为国资委下属的唯一医药上市公司，未来有望成为集团资产整合的平台。据了解，震元健康产业集团将从三个方面发力：一是继续发展医药主业，做好药品的研究生产和流通；二是以培育“名医、名科、名院”为指针，加强第五医院的特色医疗，在城区择地兴建引进韩国技术的高端口腔医院；三是参与疗养、养老项目建设，震元堂母婴护理中心（定位高端市场，2015年5月开业，占地面积7000平米，有21张床位，目前客户订单供不应求）就是其中之一，未来逐

步实现连锁规模经营，努力打造成长三角母婴护理服务一线品牌。

盈利预测和投资建议

我们预计公司 2016-18 年营业收入分别为 24.37、26.91 和 29.53 亿元，实现归属于母公司净利润 0.52、0.67 和 0.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.16、0.20 和 0.25 元，同比分别增长 44%、28%和 24%，目前股价对应 PE 分别是 89、69 和 56 倍。首次覆盖，给予增持评级。

图表 8: 公司主要业务营收预测

年度	2012年	2013年	2014年	2015年	2016E	2017E	2018E
医药商业							
收入	1441.98	1656.77	1748.32	1803.71	2126.27	2338.89	2572.78
成本	1288.25	1472.01	1541.05	1598.54	1891.96	2081.15	2289.27
毛利	153.73	184.77	207.27	205.16	234.31	257.74	283.52
毛利率(%)	10.66%	11.15%	11.86%	11.37%	11.02%	11.02%	11.02%
医药批发							
收入	1167.27	1332.40	1387.29	1421.85	1706.22	1876.84	2064.53
成本	1090.69	1244.85	1290.07	1331.61	1597.93	1757.73	1933.50
毛利	76.58	87.55	97.22	90.24	108.29	119.12	131.03
毛利率(%)	6.56%	6.57%	7.01%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%
医药零售							
收入	274.71	324.37	361.02	381.86	420.05	462.05	508.26
成本	197.56	227.15	250.97	266.93	294.02	323.43	355.77
毛利	77.15	97.22	110.05	114.92	126.02	138.62	152.49
毛利率(%)	28.08%	29.97%	30.48%	30.09%	30.00%	30.00%	30.00%
医药工业							
收入	354.52	343.70	317.80	345.49	310.94	352.22	380.13
成本	262.26	243.84	214.91	236.00	203.20	232.64	255.90
毛利	92.26	99.86	102.89	109.49	107.74	119.58	124.22
毛利率(%)	26.02%	29.05%	32.38%	31.69%	34.65%	33.95%	32.68%
原料药销售							
收入	209.33	164.69	148.43	154.86	139.37	146.34	153.66
成本	182.99	155.76	129.43	140.00	112.00	123.20	135.52
毛利	26.34	8.94	18.99	14.85	27.37	23.14	18.14
毛利率(%)	12.58%	5.43%	12.79%	9.59%	19.64%	15.81%	11.81%
制剂销售							
收入	145.18	179.01	169.37	190.63	171.57	205.88	226.47
成本	79.27	88.09	85.48	96.00	91.20	109.44	120.38
毛利	65.92	90.93	83.89	94.64	80.37	96.44	106.08
毛利率(%)	45.41%	50.80%	49.53%	49.64%	46.84%	46.84%	46.84%
其它业务							
收入	15.72	17.67	15.12	14.31	15.02	15.77	16.56
成本	3.01	5.19	3.55	2.25	2.70	2.84	2.98
毛利	12.71	12.48	11.57	12.06	12.32	12.93	13.58
毛利率(%)	80.85%	70.63%	76.54%	84.27%	82.00%	82.00%	82.00%
合计							
收入	1812.22	2018.14	2081.24	2163.51	2437.21	2691.12	2952.91
增长率	6.35%	11.36%	3.13%	3.95%	12.65%	10.42%	9.73%
成本	1553.52	1721.04	1759.51	1836.79	2095.16	2313.79	2545.17
增长率	3.78%	10.78%	2.24%	4.39%	14.07%	10.44%	10.00%
毛利	258.70	297.10	321.73	326.72	342.05	377.32	407.74
增长率	24.89%	14.85%	8.29%	1.55%	4.69%	10.31%	8.06%
毛利率(%)	14.28%	14.72%	15.46%	15.10%	14.03%	14.02%	13.81%

来源: 公司年报, 天风证券研究所 单位: 百万元

附录：公司简介

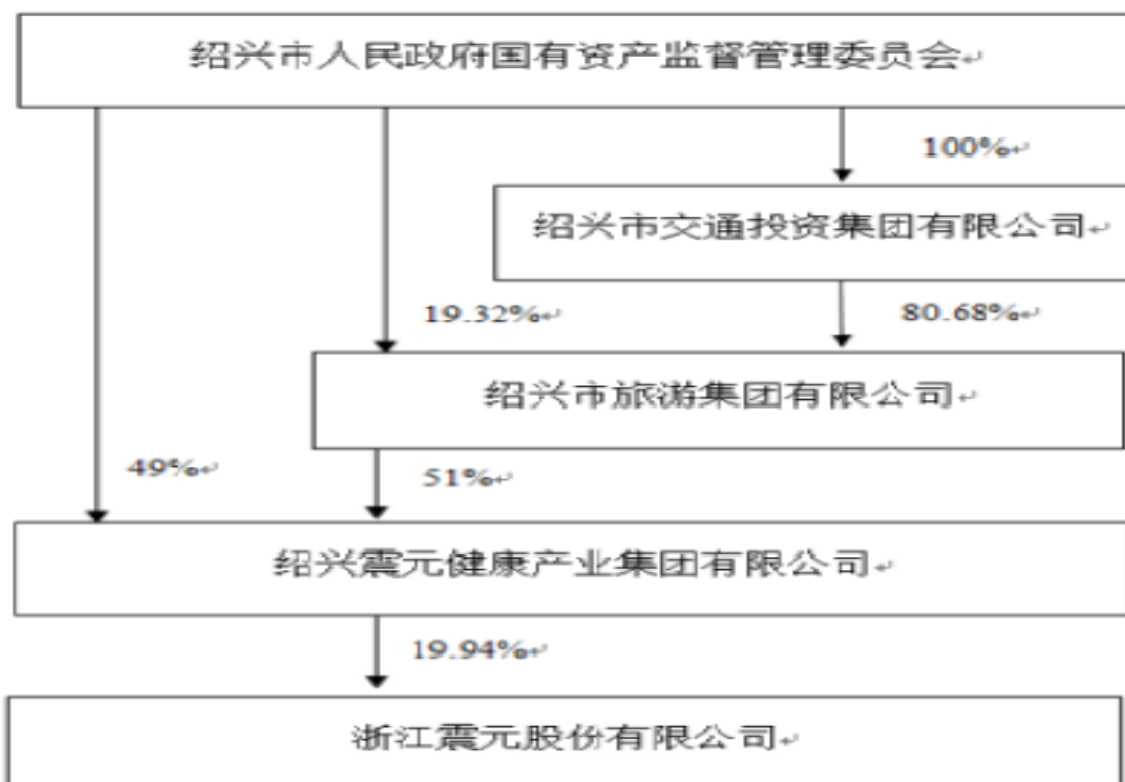
浙江震元股份有限公司系科、工、贸于一体的大型医药上市公司，主要生产经营中药材、中药饮片、中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素、生化药品、生物制品、医疗器械、化学试剂、玻璃仪器等，是国家GSP认证企业。

公司坚持“修药明理，奋发有为”的企业精神，以严格的质量管理和诚信为本的经营理念，依托震元科技园区，积极创新创业，与众多的国内外生产经营厂商建立起了合作伙伴关系，取得了良好的经济效益和社会效益，得到了广泛的肯定和认可。公司先后被授予中国服务业500强企业、中国100强医药企业、中华老字号品牌价值百强企业、省服务业80强企业、省医药商业10强企业、省级文明单位、绍兴市首批劳动关系和谐企业等荣誉，“震元堂”被国家商务部认定为首批“中华老字号”，“震元”品牌被评为“亚洲名优品牌奖”，“震元”商标为浙江省著名商标。

控股子公司浙江震元制药有限公司，集研发、生产、销售于一体，是制霉素国内独家生产企业和全球最大的罗红霉素生产厂商，专业生产大环内酯类、氨基糖苷类、头孢菌素类、抗真菌类、心血管类等药物，所有生产线均通过国家GMP和ISO9001质量体系、ISO14001环境体系的认证，产品远销欧美、东南亚、韩国等国家和地区，2007年公司被认定为国家火炬计划重点高新技术企业。

控股子公司浙江震元医药连锁有限公司，是以百年老店震元堂为龙头组建的绍兴市第一家医药连锁企业。该公司目前下辖80余家连锁门店，是全国百强医药连锁企业、浙江省绍兴市规模最大的医药连锁企业，各项指标在浙江省医药连锁企业中名列前茅。

附图1：公司股权结构



资料来源：公司网站及公司年报，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)