

同仁堂国药(08138):目前估值并不吸引

招银国际

同仁堂集团的海外运营部门。同仁堂国药(13.76,-0.02,-0.14%) (TRTCM) 主要于香港, 澳门及海外地区生产、销售及批发中药产品及提供中医问诊及治疗服务。同仁堂国药在香港拥有自己的生产基地, 生产产品包括安宫牛黄丸和破壁灵芝孢子粉胶囊。除了销售自己的产品外, 同仁堂国药协助母公司在海外分销其生产的产品。转移到主板。公司于2018年2月18日公布了创业板向主板转移的上市计划。我们认为此次转板有助于提高公司股票的流动性。考虑到申请的时效性, 转板计划需在在18年8月前完成, 我们预期有机会在第二季度完成。

随着中药日益普及, 预期业绩增长稳定。2013-2017年, 公司收入录得19.8%复合年增长率, 净利润录得22.2%的复合年增长率。我们相信公司未来的增长将受益于 (1) 中药产品在海外市场的日益普及, (2) 安宫牛黄丸和破壁灵芝孢子粉胶囊等核心产品的增长, 以及 (3) 零售网点的扩张。我们认为安宫牛黄丸的强劲需求将持续, 破壁灵芝孢子粉胶囊将随着中国分销网络的扩张而获得快速增长。目前, 同仁堂国药在21个国家拥有80个零售点, 其中26个在香港。公司计划每年新开10家门店以支持和推动中药产品的增长。

稳健的资产负债表, 稳定的股息政策。截至2017年底, 同仁堂国药账上净现金余额为19亿港元, 足以支撑未来的店铺扩张计划, 同时可用于潜在的海外市场中草药保健品的并购机会。由于公司资产负债表较为稳健, 公司在过去5年中一直维持较为稳定的30%派息比率。

估值并不吸引。根据彭博终端显示, 市场预期同仁堂国药2018/19年收入同比增长15%/14.8%, 净利润同比增长16.1%/15.6%。目前公司2018/19年的预测市盈率分别为21.1x/18.3x, 高于同业平均水平的18.0x/15.4x。我们认为该溢价主要来自公司目前的转板成功预期。基于目前的估值水平以及公司未来中双位数的利润增长预期, 我们认为目前公司估值并不吸引。