

投资评级：推荐（首次）

报告日期：2020 年 09 月 16 日

市场数据

目前股价	8.51
总市值（亿元）	28.43
流通市值（亿元）	24.00
总股本（万股）	33,412
流通股本（万股）	28,198
12 个月最高/最低	9.98/6.06

分析师

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

联系人（研究助理）：谢欣沅

S1070118090028

☎ 0755-83660814

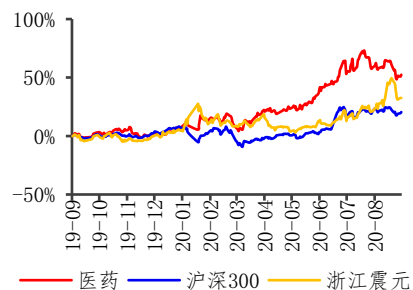
✉ xiexinru@cgws.com

联系人（研究助理）：谭竞杰

S1070118070038

☎ 0755-83516207

✉ tanjingjie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

百年老字号，谋求新发展

——浙江震元（000705）公司深度报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2858	3243	3581	4007	4490
(+/-%)	10.9%	13.5%	10.4%	11.9%	12.0%
净利润（百万元）	71	212	82	100	125
(+/-%)	16.0%	198.5%	-61.2%	21.3%	25.2%
摊薄 EPS	0.21	0.63	0.25	0.30	0.37
PE	40	13	35	29	23

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ 全国首批“中华老字号”药企，背靠绍兴国资委

浙江震元股份有限公司主要生产经营中成药、化学制剂、原料药、麻醉药品等，是一家从事药品生产、销售的医药上市公司。

“震元”源于百年老店—震元堂药店，该店是国家商务部第一批认定的“中华老字号”，震元商标也被认定为“中国驰名商标”，并获得“亚洲品牌500强”等多项荣誉。

公司背靠绍兴国资委，深耕当地，业务布局较为广泛。下属8家成员单位，经营业态涵盖医药工业、医药商业、医药物流、健康服务等多个领域，财务状况良好，经营性现金流健康。

■ “医药工业+医药商业+健康服务”多元化发展，业务经营持续稳健

浙江震元深耕当地，多元化的经营模式保障了其受行业政策影响较小，业绩增长稳健：

震元制药拥有多个独家品种，培育特色专科新药，且利用自身发酵优势积极拓展健康产品；

批发业务深耕绍兴当地，市场占有率稳固，震元连锁稳健扩展，做大零售连锁终端市场，积极拓展新业态，寻找增量空间；

健康服务板块在巩固做好原有小儿生长发育科和妇科两个特色专科的同时，加大中医门诊部“中医+母婴”品牌化力度，上半年实现同比增长了258%。

■ 以“名店、名医、名药”经营模式构建中医药全产业链

公司积极实施“名店、名医、名药”特色经营模式，构建中医药全产业链业务布局及显著的差异化竞争优势：

名店：公司拥有多家老字号品牌，包括震元堂、光裕堂、老三瑞、天芝堂、天禄堂、昌安药店等多家老字号门店，经营历史均在百年以上。其中，善

禄堂、震元堂两家单体药店销售额突破亿元。

名医：公司率先恢复中医坐堂门诊，在老字号自营门店开设老中医坐堂门诊，利用“名医坐堂”的方式强化中医的作用。震元堂国医馆内设中医内科等特色专科，积极邀请杭州和绍兴名医前来坐诊。公司还探索互联网医院创建，多种方式吸引名医坐诊。

名药：震元饮片拥有中药饮片质量控制技术工程实验室，是浙江省唯一的省级中药饮片工程实验室，加工产能约 3,000 吨，公司还联合第三方机构推进精制饮片质量标准体系构建，上半年已经完成浙江省精制饮片标准化试点申报，并初步完成 50 个精制饮片质量标准制定。

受居民消费习惯及疾病谱变化的影响，中医药在治疗调理这些慢性病上具有非常明显的优势，市场需求不断扩大，公司“名店、名医、名药”特色经营模式，与批发、零售、健康等业务形成良性促进。

■ 乘政策春风，国资增持推进医药产业发展

今年以来国资持股比例进一步提升，震元健康集团通过集中竞价方式增持浙江震元股票 16,672,688 股，占公司总股本的 4.99%，增持金额合计 11,456.69 万元。

作为高端生物医药产业平台，绍兴滨海新区聚焦生命健康产业，已初步形成了以企业为主体的科技创新体系，浙江震元作为绍兴市国资委下属唯一医疗健康平台，全资子公司震元制药在生物发酵、药物合成等领域拥有较强的技术优势和相当的工业化生产经验，且化学与生物制造原料药整体列入上虞经济技术开发区集聚提升行列，未来将顺应当地整体规划，高质量谋求“袍江基地”转型提升。

- **盈利预测及投资建议：**浙江震元是全国首批“中华老字号”药企，公司深耕绍兴当地，多元化的经营模式保障其受行业政策影响较小，业绩经营稳健，财务状况较好。公司积极实施“名店、名医、名药”特色经营模式，构建中医药全产业链业务布局及显著的差异化竞争优势，与现有业务形成良性促进。上半年控股股东持续增持，在国企混改的背景下，公司作为绍兴市国资委下属唯一医疗健康平台，顺应当地政府总体规划方向，有望受益于政策支持，借助震元制药在生物发酵、药物合成等领域拥有的技术优势和工业化生产经验，谋求高质量的转型升级。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 35.18 亿元、40.07 亿元和 44.90 亿元，分别同比增长 10.4%、11.9%和 12.0%；归母净利润分别为 0.82 亿元、1.00 亿元和 1.25 亿元，分别同比减少 61.2%、增长 21.3%和增长 25.2%，EPS 分别为 0.25/0.30/0.37，对应 9 月 15 日收盘价，PE 分别为 35X/29X/23X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**行业政策变动风险，产品降价风险，医药连锁异地扩展风险，新冠疫情冲击医疗服务规模下降风险等。

目录

1. 全国首批“中华老字号”医药企业.....	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 股权结构.....	5
1.3 财务状况.....	7
2. 多元化经营，受政策影响较小.....	10
2.1 医药工业：拥有多个独家品种，未来持续转型升级.....	10
2.2 医药商业：批发深耕当地，零售稳健扩展.....	11
2.3 健康服务：满足多层次医疗需求，持续开启连锁化.....	12
3. 积极实施“名店、名医、名药”战略，构建中医药全产业链.....	14
4. 国资增持，管理层换届，乘政策春风，谋求升级转型.....	16
5. 盈利预测及投资建议.....	17
5.1 盈利预测.....	17
5.2 投资建议.....	18
6. 风险提示.....	19
附：盈利预测表.....	19

图表目录

图 1: 公司历程.....	5
图 2: 股权结构图.....	6
图 3: 2015-2020H1 公司营业收入情况 (亿元)	7
图 4: 2015-2020H1 公司扣非后归母净利润情况 (万元)	7
图 5: 2015-2020H1 公司各业务收入占比	7
图 6: 2019 年公司各业务收入占比	7
图 7: 2015-2020H1 公司综合毛利率及净利率情况	8
图 8: 2015-2020H1 公司主要业务领域毛利率情况 (%)	8
图 9: 2015-2020H1 公司管理及销售费用率变化 (%)	8
图 10: 2015-2020H1 公司经营性现金流情况 (万元)	9
图 11: 2015-2020H1 公司资产负债率情况 (%)	9
表 1: 公司品种分类	10
表 2: 可比公司对比 2019 年经营情况	12
表 3: 分业务盈利预测情况 (百万元)	17

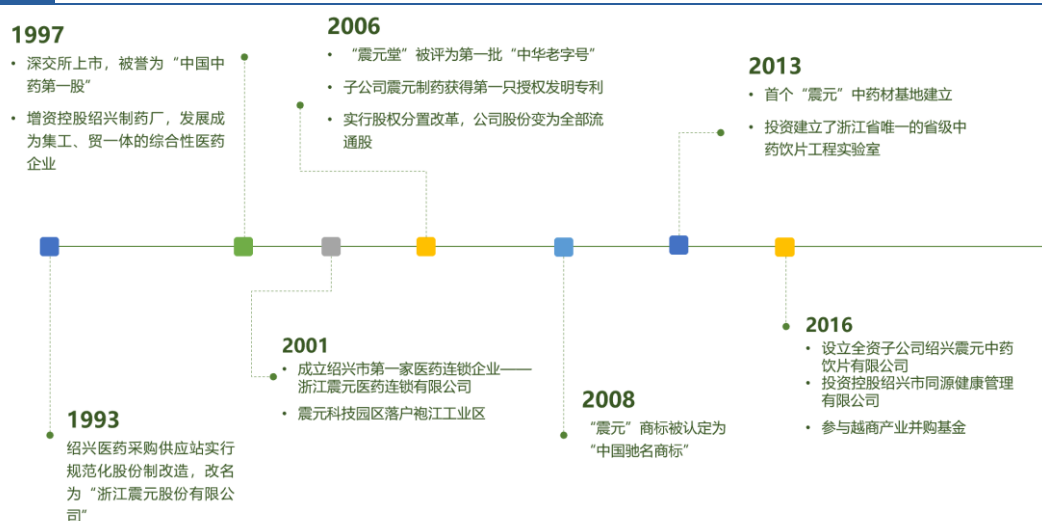
1. 全国首批“中华老字号”医药企业

1.1 公司简介

浙江震元股份有限公司（简称：浙江震元、公司）成立于1993年，1997年在深交所挂牌上市，主要生产经营中成药、化学制剂、原料药、麻醉药品等，是一家从事药品生产、销售的医药上市公司。

“震元”源于百年老店一震元堂药店，该店是国家商务部第一批认定的“中华老字号”，震元商标也被认定为“中国驰名商标”，并获得“亚洲品牌500强”等多项荣誉。

图1：公司历程



资料来源：公司官网，长城证券研究所

1.2 股权结构

公司控股股东为绍兴震元健康产业集团有限公司，最新公告披露显示，大股东持有上市公司24.93%的股权，实际控制人为绍兴市国资委。

公司背靠绍兴国资委，深耕当地，业务布局较为广泛，下属8家成员单位，经营业态涵盖医药工业、医药商业、医药物流、健康服务等多个领域：

- 1、全资子公司浙江震元制药有限公司（简称：震元制药），是国家高新技术企业，从事发酵工业生产五十年，在生物发酵、药物合成等领域拥有较强的技术优势和相当的工业化生产经验，建有沈寅初院士工作站、浙江省企业技术中心、浙江省微生物发酵和合成制药工程技术研究中心，与中国科学院等实力科研机构有着长期的科企合作关系。
- 2、控股子公司浙江震元医药连锁有限公司（简称：震元连锁），是以百年老店“震元堂”为龙头组建的全国百强医药连锁企业，拥有震元堂、光裕堂等百年老字号门店，拥有近140家零售连锁门店，荣登“2019-2020年度中国药店价值榜100强”和“2019-2020年度中国药店直营连锁潜力榜”。
- 3、全资子公司浙江震元物流有限公司（简称：震元物流）专业从事医药第三方物流服务，是绍兴市首家通过审批的现代医药物流中心，拥有仓库建筑面积近30000㎡，药品仓储面

积 20000 余m³, 并根据现代物流要求设置了高架整件仓库和配置电子标签拣货系统的零散件库, 配备了先进的拣选、复核、自动输送设备, 实现药品入库、上架、传送、分拣、出库等的自动化, 仓储管理系统、运输管理系统等软件系统功能覆盖药品储存、配送的全过程。

4、全资子公司绍兴震元中药饮片有限公司（简称：震元饮片）是浙江省率先通过新版 GMP 认证的中型中药饮片企业，建有浙江省唯一的省级中药饮片工程实验室，饮片年加工产能约 3,000 吨，规模、技术含量均在全省名列前茅。

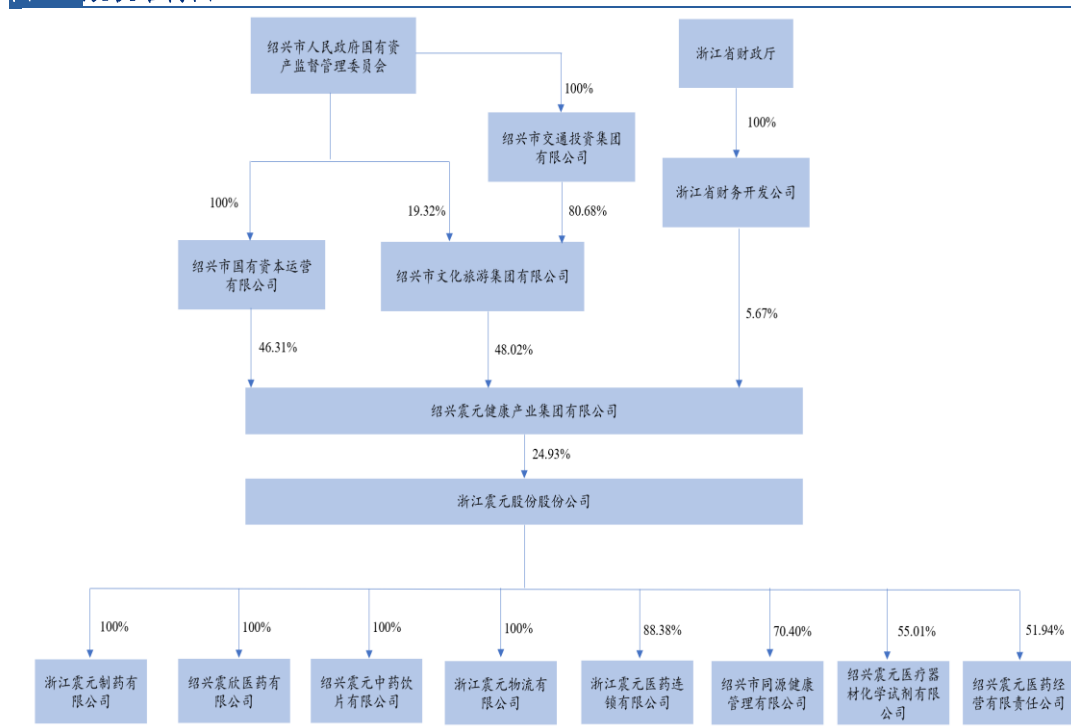
5、控股子公司绍兴市同源健康管理有限公司（简称：同源健康）是一家专门从事生命健康服务业的管理机构，旗下首个项目震元堂母婴护理中心 2015 年 5 月正式开业，以针灸推拿为特色的震元堂国医馆项目 2019 年 4 月正式营业。

6、控股子公司绍兴震元医疗器材化学试剂有限公司（简称：震元器化）是绍兴地区最大的经营器化玻商品的专业批发公司，经营品种达八千余种，产品覆盖医疗设备、医用耗材、专科器械、保健器械、生化试剂、化学试剂、实验仪器、玻璃仪器、化工原料等。

7、全资子公司绍兴震欣医药有限公司（简称：震欣医药）前身为浙江新光药品有限公司，2012 年被公司收购后更名设立，是一家医药批发企业，经营范围为中药材、中成药、化学药制剂、抗生素原料药、生化药品、生物制剂。

8、控股子公司绍兴震元医药经营有限责任公司（简称：震元医药）成立于 1999 年 6 月，前身为绍兴市医药供销有限责任公司，主要经营中成药、化学药制剂、化学原料药、抗生素制剂、抗生素原料药、生化药品、生物制品、体外诊断试剂、蛋白同化制剂、肽类激素、医疗器械、临床检验分析仪器、医用高分子材料及制品、医用卫生材料及敷料、医用缝合材料及粘合剂、保健食品、化妆品、消毒用品、化工产品等批发。

图 2：股权结构图

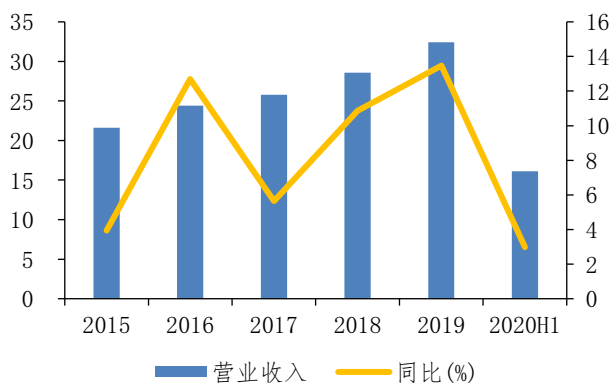


资料来源：Wind，长城证券研究所，截至 2020 年 6 月 30 日

1.3 财务状况

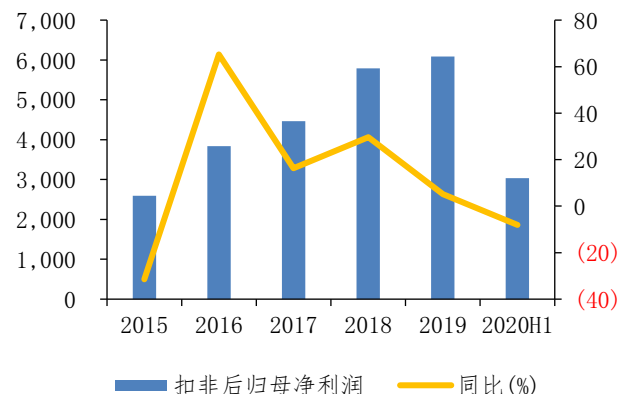
公司作为区域医药企业，经营较为稳健，营业收入从 2015 年的 21.64 亿元增长至 2019 年的 32.43 亿元，CAGR 为 10.65%；扣非后归母净利润从 2015 年的 2592 万元增长至 2019 年的 6085 万元，CAGR 为 23.78%。2020H1 公司实现营业收入 16.12 亿元，扣非后归母净利润 3031.06 万元。

图 3: 2015-2020H1 公司营业收入情况（亿元）



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 4: 2015-2020H1 公司扣非后归母净利润情况（万元）

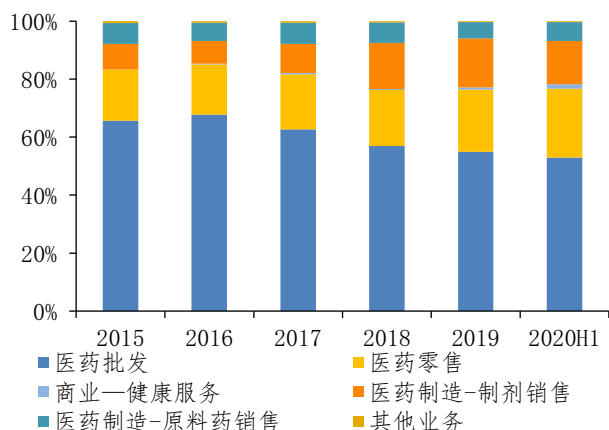


资料来源: Wind, 长城证券研究所

分业务来看，医药商业为公司主要收入来源，近年来收入占比保持在 75%以上，以 2019 年为例，医药批发当年收入占比达 54.93%，商业零售占比约为 21.45%，其余为工业制剂（16.82%）、工业原料药（5.66%）和健康服务（0.81%）等。

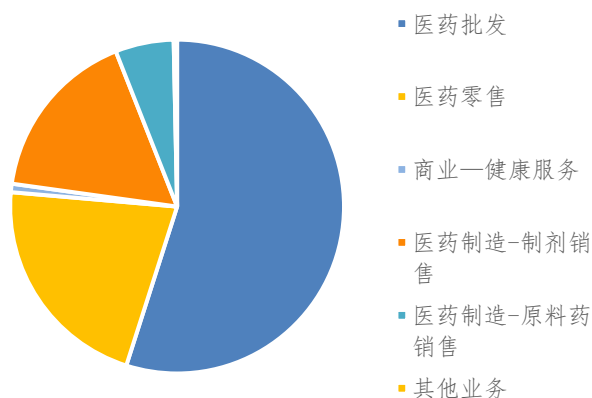
对比来看，公司医药批发业务主要集中在绍兴地区，2015-2019 年收入年均复合增长率约为 5.80%，对整体的收入贡献占比持续下降，与此同时，零售连锁、医药工业则保持高于平均增速水平快速发展，业务占比稳步提升，带动收入结构改善。

图 5: 2015-2020H1 公司各业务收入占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 6: 2019 年公司各业务收入占比



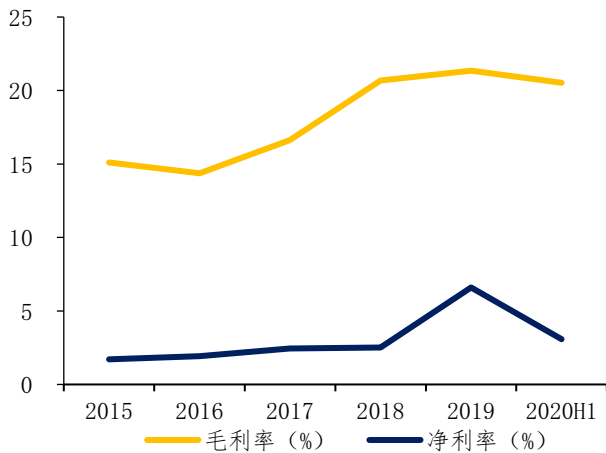
资料来源: Wind, 长城证券研究所

整体上来看，伴随着公司高毛利的制剂占比上升，综合毛利率不断提升，从 2015 年的 15.10% 增长至 2020H1 的 20.53%。分业务看，中成药批发的毛利率基本稳定，维持在 5% 左右；公司制剂业务则受近几年政策影响明显，毛利率大幅提升，2020H1 达 63.44%，较 2015 年提升了 13.80 个百分点，是综合毛利率提升的主要驱动因素。

费用方面，公司管理费用绝对金额基本较为稳定，得益于收入规模的扩大，管理费用率从 2015 年的 6.06% 减少至 2020H1 的 4.64%；同时随着公司制剂规模扩大，销售费用提升明显，销售费用率从 2015 年的 7.00% 增长至 2020H1 的 13.14%。

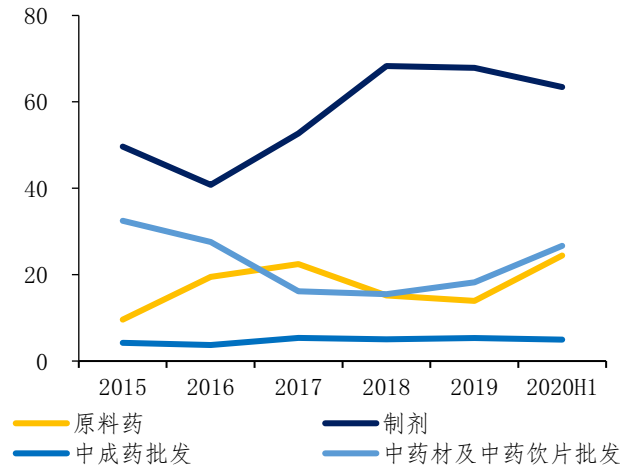
受益于毛利率提升，公司净利率稳步增长，从 2015 年的 1.71% 增长至 2019 年 6.60%，2019 年迅速拉升主要原因系子公司处置资产获得收益贡献较大利润所致，2020 年上半年净利率已恢复至正常水平，为 3.08%。

图 7：2015-2020H1 公司综合毛利率及净利率情况



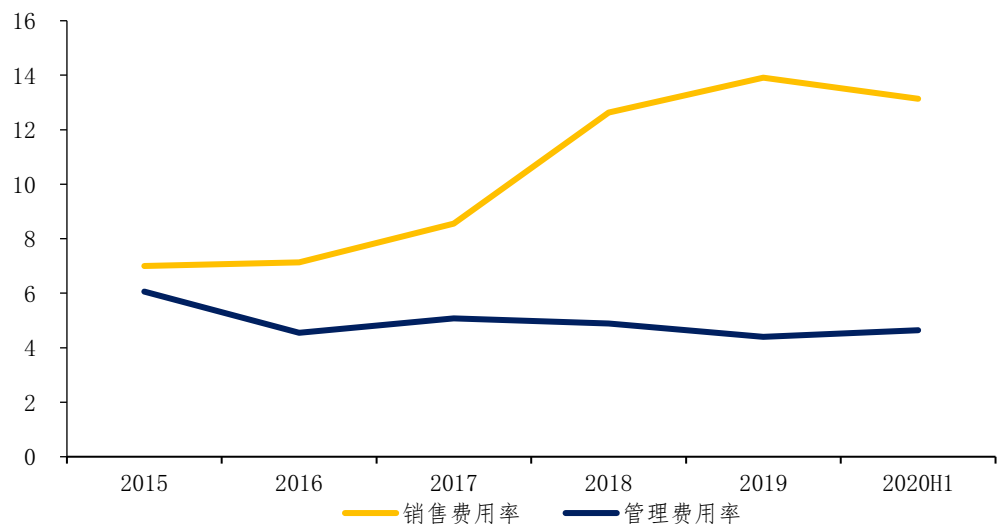
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 8：2015-2020H1 公司主要业务领域毛利率情况 (%)



资料来源：Wind，长城证券研究所

图 9：2015-2020H1 公司管理及销售费用率变化 (%)

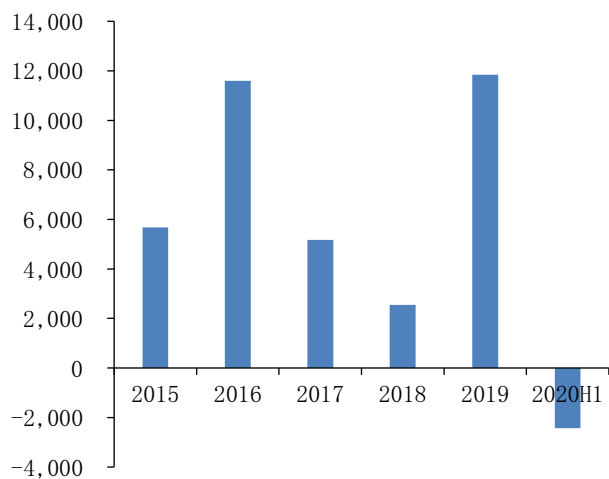


资料来源：Wind，长城证券研究所

公司财务状况良好，2020 年中报披露显示，公司拥有货币资产 2.91 亿，当期公司无长期负债，且资产负债率基本维持在 33%，2020H1 公司资产负债率为 32.67%。

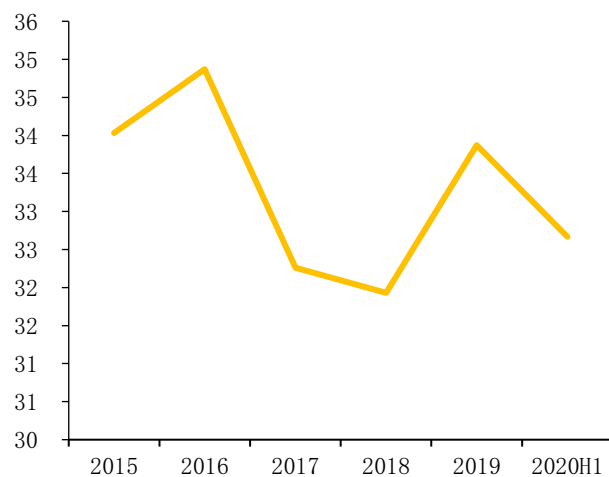
公司经营性现金流健康，2015-2019 年公司经营性现金流净额一直为正，2020H1 虽然为负，但对比历年中期情况来看，中期经营性现金流为负为典型的行业特征。

图 10: 2015-2020H1 公司经营性现金流情况 (万元)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 11: 2015-2020H1 公司资产负债率情况 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

2. 多元化经营，受政策影响较小

公司深耕绍兴区域，利用自身资源优势进行广泛业务布局，整体经营较为稳健，受医改等行业政策影响较小。

2.1 医药工业：拥有多个独家品种，未来持续转型升级

旗下震元制药实施“原料为基础、制剂为导向、外贸为拓展”的企业转型升级战略，拥有一批国内市场占有率“不是唯一就是第一”的原料药及制剂产品，是制霉素片、美他多辛胶囊等制剂产品和西索米星、制霉素等原料药的独家生产厂商，也是氯诺昔康国内仅有的三家生产厂家之一。

表 1：公司品种分类

	品名	分类	治疗领域	市场占有率	备注
原料药	制霉素	多烯型抗生素	抗真菌感染	国内独家	
	西索米星	氨基糖苷类抗生素	抗细菌感染	国内独家	
	罗红霉素	大环内脂类抗生素	抗细菌感染	市占率第一	
	奈替米星	半合成氨基糖苷类抗生素	抗细菌感染	国内最大	
制剂	氯诺昔康（达路）	非甾体类消炎镇痛药	急性疼痛、关节疼痛、术后轻/中度疼痛	70%	国家二类新药，3 家企业竞争，市场占有率第一
	美他多辛	乙醛脱氢酶激活剂	酒精性肝病	国内独家	
	头孢他美酯干混悬剂	β -内酰胺类抗生素	抗细菌感染	96%（干混悬剂）	
	伏格列波糖	α -葡萄糖苷酶抑制剂降糖药	糖尿病	21%（胶囊剂）	
	丁二磺酸腺苷蛋氨酸		肝硬化前和肝硬化所致肝内胆汁淤积、妊娠期肝内胆汁淤积	16%（注射剂）	
	艾司奥美拉唑钠	质子泵抑制剂	治疗胃酸分泌过多导致的疾病		市场容量大，生产企业较多

资料来源：公司资料，PDB，长城证券金融研究所

震元制药致力培育特色专科新药，已在抗生素、消炎镇痛、消化以及内分泌治疗领域的市场占有一席之地，注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸和注射用氯诺昔康 2019 年销售均突破 1.5 亿。

注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸（甘复能）

腺苷蛋氨酸是人体组织和体液汇总普遍存在的一种生物活性分子，它为甲基供体（转甲基作用）和生理性巯基化合物（如半胱氨酸、牛磺酸、谷胱甘肽和辅酶 A 等）的前体（转巯基作用）参与体内中药的生化反应。在肝内，腺苷蛋氨酸通过使质膜磷脂甲基化而调节肝脏细胞膜的流动性，而且通过转巯基反应可以促进解毒过程中硫化产物的合成。这些反应有助于防止肝内胆汁淤积。因此临床适用于肝硬化前和肝硬化所致肝内胆汁郁积和妊娠期肝内胆汁郁积。

腺苷蛋氨酸在临床上有注射剂和肠溶片两种剂型，其中注射剂 2019 年在样本医院销售金额为 4.42 亿，同比增长 7.71%，国内市场除雅培制药外，还有海正药业、震元制药、金星制药、正大天晴、双鹭药业等 5 家企业获批注射剂剂型。

震元制药 2014 年获批腺苷蛋氨酸制剂，为国内第三家上市，目前 PDB 样本医院统计数据显示上市以来市场份额持续提升。我国是肝病大国，其中单慢性乙肝病毒携带者人数达 9000 万以上，且随着人们生活水平的不断提高，脂肪、蛋白质等摄入量也不断增加，肝硬化发病率逐步上升，肝病用药市场将持续增长。

氯诺昔康（达路）

氯诺昔康是一种新的昔康类非甾体抗炎药。非甾体类抗炎药是仅次于抗菌素、维生素的第三大类药，被广泛地用于治疗关节炎，特别是骨关节炎、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎以及红斑狼疮引起的各种炎症疼痛。

2019 年国内样本医院氯诺昔康制剂销售 1.86 亿，同比增长 10.9%，其中震元制药市场占比超过 60%，排名第一。

据新浪医药报道，我国骨关节炎总患病率约为 15%，60 岁以上人群超过 50%，75 岁以上更是高达 80%，且随着我国人口老龄化、肥胖化发展而呈现不断上升趋势，有望带动非甾体抗炎药市场的持续扩容。

依托震元制药设立的浙江省微生物发酵和合成制药工程技术研究中心是生物制药行业省级工程技术研究中心，旨在提供一个集科学研究、技术服务、成果转化及人才培养的平台，下设新药发酵、合成提取、制剂制备研究、质量研究四个实验室，与中科院天津工业生物技术研究所、中科院上海药物研究所等科研单位进行科研合作。

公司基于原料药优势，深化特色剂型，深耕细分市场，侧重改良型新药开发，并结合公司已有产销基础，延伸仿制药研究。2020 年中报披露显示：注射用艾司奥美拉唑钠已取得药品注册证书、帕瑞昔布钠及制剂发补研究项目推进中；克拉霉素片完成所有发补研究工作，注射用腺苷蛋氨酸和注射用氯诺昔康一致性评价推进中。

同时公司还利用自身发酵优势积极拓展健康产品，多只健康产品正在陆续从实验室走向中试放大，已在小品种氨基酸、抗氧化剂、功能性脂肪酸、健康糖四个领域开展相关产品的小试或中试工作。

2.2 医药商业：批发深耕当地，零售稳健扩展

公司批发业务深耕绍兴地区，医药控股子公司震元医药的前身为绍兴市医药供销有限责任公司，2012 年公司并购震欣医药，进一步巩固自身在当地批发行业的优势地位。

除此之外，震元器化是绍兴地区最大的经营器化玻商品的专业批发公司，震元物流是绍兴市首家通过审批的现代医药物流中心，专业从事医药第三方物流服务，与公司医药批发业务形成有效的互补。

公司批发业务定位为绍兴市区域龙头，2019 年统计年鉴显示绍兴地区总人口 503.5 万，现有医疗机构 2,559 家，床位数 27,329 个，医疗市场总规模约为 46.68 亿，公司市占率为 19%，医疗服务市场持续扩容，国资背景保证了其在当地市场占有率的稳固、回款的及时性，对比来看，公司资产负债率、应收账款周转率、ROE 均在可比公司中位居前列。

表 2: 可比公司对比 2019 年经营情况

	资产负债率 (%)	应收账款周转率 (%)	ROE
浙江震元	33.87	6.75	12.52
上海医药	63.96	4.17	9.80
九州通	69.12	4.56	9.21
鹭燕医药	74.95	4.73	14.28
嘉事堂	62.24	3.37	10.98
柳药股份	61.05	2.70	15.67

资料来源：公司年报，长城证券金融研究所

除传统业务外，公司还积极拓展新业态，一方面试点推广医用耗材的 SPD（供应、管理、配送）项目，正在加紧与有关医院对接中，完成试点后将在全市县级及以上医院推广覆盖；另一方面积极搭建健康新零售供应链，S2b 平台建设扎实推进，实现了全省各市的全覆盖，实现供应链的延伸服务。

今年新冠疫情发生后，公司还积极承担市级医疗应急物资储备中心建设，预计将会对进一步巩固在当地的优势地位。

公司医药连锁是以百年老店“震元堂”为龙头组建的全国百强医药连锁企业，拥有震元堂、光裕堂等百年老字号门店，聚焦“饱和覆盖”，按速度、规模、品质三位一体，加快全市薄弱及空白区域药品零售网点的拓展，做大零售连锁终端市场，公司零售业务稳健扩展，2020 年上半年新增直营门店 9 家，加盟门店 5 家，拥有近 140 家零售连锁门店，并与福胶等品牌开展战略合作。

公司还借力医药电商模式寻求增量空间，借助线下现有的门店资源，多维度开展手机微商城、直播带货、震元健康消费券发放等活动，并通过开设震元健康频道等举措，积极拓展医药商业连锁新增长点，上半年震元微商城会员从数千增至近 18 万，电商销售同比增长 136.4%，加快促进线上线下融合发展。

2.3 健康服务：满足多层次医疗需求，持续开启连锁化

绍兴市 2019 年人均 GDP 约为 11.48 万，仅次杭州、宁波和舟山，位列浙江省第 4，殷实的基础为当地多层次医疗服务市场发展奠定了基础。

控股子公司同源健康是一家专门从事生命健康服务业的管理机构，旗下拥有庭院式高端母婴护理中心和中医特色门诊震元堂国医堂。

母婴护理中心主要从产妇和婴儿的生活照护、产后形体塑身、健康知识培训及其他母婴健康保健等方面为刚分娩出院的产妇及其婴儿提供专业性服务，伴随人们生活水平、孕育要求的提升，人们对于产后恢复愈发重视，母婴护理中心以其专业性与系统性越来越获得广大消费者认可，根据前瞻经济学人统计，2015-2019 年我国母婴护理中心市场规模从 64 亿增长到 160 亿。

震元堂母婴护理中心是全国第一家国有资本投资的庭院式高端母婴护理中心，位于绍兴市稽山公园东侧，是融入现代医学和护理学、心理学、中医学、营养学，集母婴照护、产后康复、营养膳食、心理疏导、婴儿 SPA 等为一体的综合性、专业性母婴护理机构，现有 27 间月子修养房，在当地具有较高的口碑和市场占有率，是“全国百强月子会所”、中国月子会所行业领头羊。

2020 年中期报告披露显示柯桥母婴护理中心项目硬装进度过半，计划年底对外营业，将加快震元堂母婴护理中心连锁化。

同源健康还根据“医养结合”的健康产业发展新模式，依托“百年震元”的中医药传统优势，启动了以针灸推拿为特色的震元堂中医门诊部项目，落实专业医疗诊治与日常健康调理相结合的“防一治一养”一体化防治模式，下属中医门诊部 2019 年 4 月取得医保资质，为绍兴市职工医保、居民医保和特殊病种的定点医疗机构。

公司加大中医门诊部“中医+母婴”品牌化力度，在巩固做好原有小儿生长发育科和妇科两个特色专科，促进健康服务板块的协同，2020 年上半年健康服务业务 2562.38 万，同比增长 257.8%。今年针对疫情新情况，母婴护理中心及时推出了“线上看房、在线定制月子休养服务”和“母婴用品线上下单、全城免费配送”的线上服务模式，借势网络热潮，开启“直播带货”模式、开展“线上三优公益课堂”；中医门诊部为满足患者定期复诊、长期用药的需求，采取了线上问诊的方式，巩固原有妇科、儿科特色专科，开发建设新的特色专科。

综上，浙江震元深耕绍兴当地，多元化的经营模式保障了其受行业政策影响较小，业绩增长稳健，震元制药拥有多个独家品种，培育特色专科新药，且利用自身发酵优势积极拓展健康产品；医药批发业务市场占有率稳固，震元连锁稳健扩展，做大零售连锁终端市场，积极拓展新业态，寻找增量空间；健康服务板块受益于消费升级带来高层次医疗服务需求拉动，叠加连锁化及品牌化，实现快速增长，体现在报表上，公司财务资金状况及现金状况良好，为中药全产业链布局、健康服务的品牌化及连锁化、为业务转型升级提供坚实支撑。

3. 积极实施“名店、名医、名药”战略，构建中医药全产业链

中医药作为我国独特的卫生资源、潜力巨大的经济资源、具有原创优势的科技资源、优秀的文化资源和重要的生态资源，在经济社会发展中发挥着重要作用，2016 年国务院关于印发中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）的通知（国发〔2016〕15 号），促进中医药事业健康发展。

作为千年越医文化的积极传承者，震元堂传统中医药文化是绍兴市非物质文化遗产，公司积极实施“名店、名医、名药”特色经营模式，构建中医药全产业链业务布局：

名店：

公司拥有多家老字号品牌，包括震元堂、光裕堂、老三瑞、天芝堂、天禄堂、昌安药店等多家老字号门店，经营历史均在百年以上，其中“震元”二字源自百年老店——震元堂药店，该店是国家商务部第一批认定的“中华老字号”，创始于清乾隆 17 年（公元 1752 年）。

公司持续培养规模店销售，震元堂、善禄堂、上虞健康药店、震元堂国药馆等多家门店位列 2019~2020 年度中国药店单店榜 100 强，善禄堂、震元堂两家单体药店销售额突破亿元。

名医：

公司率先恢复中医坐堂门诊，在老字号自营门店开设老中医坐堂门诊，利用“名医坐堂”的方式强化中医的作用。震元堂国医馆内设中医内科、中医针灸科、中医推拿科、中医康复科、中医外科、中医妇科、中医儿科等特色专科，积极邀请杭州和绍兴名医前来坐诊。公司还探索互联网医院创建，多种方式吸引名医坐诊。

名药：

公司自 2013 年起在对国内多地地道药材产区进行选址、考察，严格按照国家 GAP 规范建设“震元”药材生产种植基地，截止 2020 年中期，已建立 68 个基地，种植面积超 16,230 亩。

震元饮片拥有中药饮片质量控制技术工程实验室，是浙江省唯一的省级中药饮片工程实验室，加工产能约 3,000 吨，公司还联合第三方机构推进精制饮片质量标准体系构建，上半年已经完成浙江省精制饮片标准化试点申报，并初步完成 50 个精制饮片质量标准制定。

公司高管柴军先生是国际标准化组织/中医药技术委员会(ISO/TC 249) 国际专家，对中医药的标准化和国际化认识深刻，震元堂作为千年越医实践与传承的代表药店，全面地保留传承独特的中药饮片加工工艺，并立足精选优质原材料开发推出了多个系列、多个规格的“震元”精制饮片和参茸产品，并通过名店、名医深入挖掘“震元”中医药文化，提升“震元”品牌影响力和辐射力。

我们认为，伴随城乡居民收入水平提升、人口老龄化持续深入，人们对医药的消费能力和消费意愿提升，结合疾病谱的变化来看，过去以各类急性传染病和感染性疾病为主的疾病谱患病率逐步被以心脑血管类疾病、消化类疾病为代表的各类与人们不良的生活方

式密切相关的慢性病所取代，中医药在治疗调理这些慢性病上具有非常明显的优势，市场需求不断扩大；公司积极实施“名店、名医、名药”特色经营模式，构建中医药全产业链业务布局及显著的差异化竞争优势，与现有商业、健康等业务形成良性促进。

4. 国资增持，管理层换届，乘政策春风，谋求升级转型

2020年6月30日，中央深改委第十四次会议审议通过《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，今后3年是国企改革关键阶段，要坚持和加强党对国有企业的全面领导，坚持和完善基本经济制度，坚持社会主义市场经济改革方向，抓重点、补短板、强弱项，推进国有经济布局优化和结构调整，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力。在这样的政策背景下，浙江省国资委也提出要发挥国有资本服务大局作用，不断增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力和抗风险能力。

浙江震元实控人为绍兴市国资委，2019年12月12日公司公告收到控股股东绍兴震元健康产业集团有限公司《关于计划增持浙江震元股份有限公司股份的通知函》，震元健康集团计划在未来6个月内增持公司股份。2020年6月15日公告，震元健康集团通过集中竞价方式增持浙江震元股票16,672,688股，占公司总股本的4.99%，增持金额合计11,456.69万元。本次增持计划实施后，震元健康集团持有公司股份83,300,474股，占公司总股本的24.93%，国资持股比例进一步提升。

与此同时，公司管理层也有调整，新任董事长陈云伟先生原为绍兴市援疆指挥部党委书记，新任总经理陈富根先生曾任职绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会副主任，8月29日公司召开第九届董事会2020年第六次临时会议决议提名陈云伟、陈富根、柴军、阮建昌、周越梅等为公司第十届董事会董事候选人。

绍兴滨海新区是浙江省大湾区四大新区之一，高端生物医药产业平台是浙江省两个“万亩千亿”生物医药平台之一，高端生物医药是其重点发展的产业，目标是打造生物医药千亿级产业。今年初，浙江省人民政府办公厅印发《关于加快生命健康科技创新发展的实施意见》，提出“到2030年，生命健康世界科技创新高地初步形成，生命健康产业产值达到万亿级规模，成为全国领先、具有全球识别度的生命健康原始创新策源地、高端平台聚合地、产业协同发展引领区和数字生命健康融合发展示范区”。

作为高端生物医药产业平台，绍兴滨海新区聚焦生命健康产业，推进产业链精准招商，打造长三角地区生命健康产业高地，已初步形成了以企业为主体的科技创新体系，知名医药及医疗器械企业40余家，集聚了震元制药、歌礼药业等一大批创新药企业。

浙江震元作为绍兴市国资委下属唯一医疗健康平台，在地方政府大力扶持生命健康产业的背景下，有望受益于政策支持，全资子公司震元制药在生物发酵、药物合成等领域拥有较强的技术优势和相当的工业化生产经验，顺应当地总体规划，震元制药化学与生物制造原料药整体列入上虞经济技术开发区集聚提升行列，高质量谋求“袍江基地”转型提升。

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

■ 对于公司整体业绩，我们基于以下几个假设对公司进行过盈利预测：

- 1) 行业政策无太大变化，中药行业稳健发展。
- 2) 公司医药工业拥有多个独家品种，受政策影响较小，未来三年制剂和原料药稳健增长，增速分别为 10% 和 5%。
- 3) 绍兴地区医药市场持续增长，公司国资背景保障其在当地的市场占有率稳定，核心业务医药批发以 8% 增速持续增长；公司做大零售连锁终端市场，加盟+直营模式推动医药连锁门店快速增长，未来三年以 15%/20%/20% 的增速增长；
- 4) 居民收入水平提升带动高端医疗服务需求持续增长，公司年底柯桥母婴护理中心投入使用，推动健康服务产业持续高增长，增速高达 100%、80%、50%；
- 5) 公司持续实施“名店-名医-名药”特色经营模式，中医药全产业链业务快速增长，对现有业务将带动明显；
- 6) 公司未来三年税率维持不变。

表 3: 分业务盈利预测情况 (百万元)

科目	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3243.15	3580.67	4007.04	4489.51
同比增速 (%)	13.47%	10.41%	11.91%	12.04%
毛利率 (%)	21.35%	21.39%	21.86%	22.24%
商业-医药批发				
营业收入	1781.30	1923.81	2077.71	2243.93
同比增速 (%)	9.53%	8.00%	8.00%	8.00%
商业-医药零售				
营业收入	695.82	800.19	960.23	1152.27
同比增速 (%)	25.00%	15.00%	20.00%	20.00%
商业-健康服务				
营业收入	26.39	52.79	95.01	142.52
同比增速 (%)	133.51%	100.00%	80.00%	50.00%
医药制造-制剂销售				
营业收入	545.44	599.98	659.98	725.97
同比增速 (%)	20.74%	10.00%	10.00%	10.00%
医药制造-原料药销售				
营业收入	183.49	192.67	202.30	212.42
同比增速 (%)	-9.87%	5.00%	5.00%	5.00%
期间费用率				
销售费用率 (%)	13.91%	14.29%	14.40%	14.50%
管理费用率 (%)	3.39%	3.36%	3.25%	3.13%
研发费用率 (%)	1.01%	1.06%	1.09%	1.12%

科目	2019A	2020E	2021E	2022E
税率（%）	15%	15%	15%	15%

资料来源：长城证券金融研究所

5.2 投资建议

浙江震元作为全国首批“中华老字号”药企，深耕绍兴当地，多元化的经营模式保障其受行业政策影响较小，业绩增长稳健。公司积极实施“名店、名医、名药”特色经营模式，构建中医药全产业链业务布局及显著的差异化竞争优势，与现有商业、健康等业务形成良性促进。公司作为绍兴市国资委下属唯一医疗健康平台，顺应当地政府总体规划方向，有望受益于政策支持，继而带动公司的业绩和估值全面提升。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 35.18 亿元、40.07 亿元和 44.90 亿元，分别同比增长 10.4%、11.9%和 12.0%；归母净利润分别为 0.82 亿元、1.00 亿元和 1.25 亿元，分别同比减少 61.2%、增长 21.3%和增长 25.2%，EPS 分别为 0.25/0.30/0.37，对应 9 月 15 日收盘价，PE 分别为 35X/29X/23X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

行业政策变动风险，产品降价风险，医药连锁异地扩展风险，新冠疫情冲击医疗服务规模下降风险等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2858	3243	3581	4007	4490	成长性					
营业成本	2267	2551	2815	3131	3491	营业收入增长	10.9%	13.5%	10.4%	11.9%	12.0%
销售费用	361	451	512	577	651	营业成本增长	5.5%	12.5%	10.3%	11.2%	11.5%
管理费用	102	110	120	130	141	营业利润增长	9.5%	198.4%	-60.5%	20.4%	24.9%
研发费用	38	33	38	44	50	利润总额增长	10.1%	201.5%	-61.0%	20.9%	25.3%
财务费用	-7	-11	-11	-13	-15	净利润增长	16.0%	198.5%	-61.2%	21.3%	25.2%
其他收益	7	4	4	5	4	盈利能力					
投资净收益	1	1	1	1	1	毛利率	20.7%	21.3%	21.4%	21.9%	22.2%
营业利润	87	258	102	123	153	销售净利率	2.5%	6.6%	2.3%	2.5%	2.8%
营业外收支	-1	-1	-2	-2	-2	ROE	5.0%	12.5%	4.7%	5.4%	6.4%
利润总额	85	257	100	121	152	ROIC	6.8%	23.1%	8.4%	10.2%	11.9%
所得税	13	43	17	20	25	营运效率					
少数股东损益	1	3	2	1	2	销售费用/营业收入	12.6%	13.9%	14.3%	14.4%	14.5%
净利润	71	212	82	100	125	管理费用/营业收入	3.6%	3.4%	3.4%	3.2%	3.1%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
流动资产	1236	1662	1798	1883	1984	财务费用/营业收入	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
货币资金	216	291	358	401	449	投资收益/营业利润	1.5%	0.3%	1.1%	0.9%	0.7%
应收票据及应收账款合计	492	498	533	575	581	所得税/利润总额	15.8%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
其他应收款	24	13	24	26	27	应收账款周转率	5.91	6.56	6.95	7.24	7.77
存货	437	522	532	530	561	存货周转率	5.69	5.32	5.34	5.90	6.40
非流动资产	884	927	943	971	1003	流动资产周转率	2.41	2.24	2.07	2.18	2.32
固定资产	538	501	521	552	584	总资产周转率	1.37	1.38	1.34	1.43	1.54
资产总计	2120	2589	2741	2854	2987	偿债能力					
流动负债	657	758	847	869	889	资产负债率	31.9%	33.9%	35.2%	34.6%	33.7%
短期借款	30	0	57	2	5	流动比率	1.88	2.19	2.12	2.17	2.23
应付款项	492	573	606	665	684	速动比率	1.11	1.39	1.38	1.44	1.47
非流动负债	20	119	119	119	119	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.21	0.63	0.25	0.30	0.37
负债合计	677	877	965	988	1008	每股净资产	4.26	5.06	5.24	5.51	5.84
股东权益	1443	1712	1775	1866	1979	每股经营现金流	0.05	0.44	0.23	0.55	0.41
股本	334	334	334	334	334	每股经营现金/EPS	0.24	0.70	0.95	1.85	1.11
留存收益	504	706	783	873	988						
少数股东权益	20	22	23	25	27	估值					
负债和权益总计	2120	2589	2741	2854	2987	PE	40.11	13.44	34.67	28.58	22.82
现金流量表	(百万)					PEG	1.63	0.20	3.51	2.38	-1.42
经营活动现金流	25	118	78	184	138	PB	2.00	1.68	1.62	1.54	1.46
其中营运资本减少	-101	31	-38	36	-36	EV/EBITDA	18.58	7.75	15.89	12.90	10.74
投资活动现金流	-42	-12	-59	-89	-96	EV/SALES	0.94	0.74	0.67	0.57	0.50
其中资本支出	49	88	16	29	32	EV/IC	1.84	1.36	1.27	1.20	1.11
筹资活动现金流	-3	-28	-9	2	2	ROIC/WACC	0.67	2.28	0.83	0.99	1.15
净现金总变化	-20	78	10	98	45	REP	2.74	0.60	1.54	1.21	0.96

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将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报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>