

上元堂 (830923.00)

内生增长稳定，药店零售加码布局

评级：**增持** 前次：**增持**
 分析师 分析师
 陈康 张帆, CFA(首席分析师)
 S0740515080004 S0740515020001
 010-59013842 021-20315209
 chen kang@r.qlzq.com. zhangfan@r.qlzq.com.cn
 2016年4月23日

基本状况

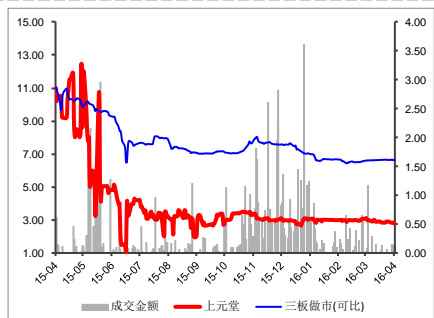
总股本(百万股)	74.72
流通股本(百万股)	47.50
市价(元)	2.85
市值(百万元)	213
流通市值(百万元)	135

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	158.25	194.65	295.76	407.91	541.04
营业收入增速	34.07	23.00	51.94	37.92	32.64
净利润增长率	241.48	29.30	76.81	20.90	29.07
摊薄每股收益(元)	0.08	0.10	0.18	0.22	0.28
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	36	28	16	13	10
PEG	0.15	0.94	0.20	0.62	0.34
每股净资产(元)	1.49	2.38	2.56	2.78	3.06
每股现金流量	0.00	-0.17	0.03	-0.01	0.13
净资产收益率	11.43	4.35	7.14	7.94	9.30
市净率	1.92	1.20	1.11	1.03	0.93
总股本(百万股)	35.09	74.72	74.72	74.72	74.72

备注：市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- **公司 2015 年营业收入同比增长 23%，扣非后净利润同比增长 31.09%：**2016 年 4 月 21 日公司发布年报公告，报告期内，公司实现销售收入 1.95 亿元，同比增长 23.00%；归属母公司股东净利润 715.84 万元，同比增长 31.09%。公司营业收入与之前业绩预告中基本一致，业绩增长略低于预期。
- **营收规模和业绩均实现稳步增长，未来公司将在线下零售、线上电商以及沉香业务上分别作新的尝试和布局：**2015 年公司线下药店实现 20% 左右的增长，同时并入 8 家零售药店；线上电商业务随着基数增长同比增速有所放缓，2015 年实现收入 3000 万左右，未来将加大投入，优化布局；沉香业务保持较快增长，收入相比 2014 年实现翻倍增长，沉香粉生产线的建设将启动。
 - **线下零售业务内生性增长良好，并新增南京市 8 家零售药店。**线下零售药店的数量在上半年没有新增，下半年公司尝试做了药店领域的收购，新增 8 家零售药店，目前共有 33 家线下药店运营。2015 年公司的线下零售业务增长良好，高于行业 10% 左右的平均水平，在此基础上，公司适时进行布局扩张，整合后将进一步提升公司规模和品牌效应。
 - **线上电商业务实现 20% 左右的增长，2016 年有望实现 1 亿元销售规模。**公司在电子商务领域继续对外拓宽销售渠道，目前已建立以天猫、京东、OTO 官网、沉香平台、微商城为主的五大销售主体，对内优化组织结构，建立以平台、品类、职能、用户等多维度服务模式；引进 CRM 系统，对接医师及药师资源，提升专业方面的服务能力，提高人均绩效，2016 年公司计划完成 1 亿元的销售目标。
 - **沉香业务线下布局加速，全年收入实现翻倍增长。**2015 年公司实现沉香业务收入 1085 万元，同比增长 104.7%。截至目前，公司充分利用线下要点资源进行沉香药用推广，已在十家连锁药店内嵌入

沉香馆，增加了线下推广布局。同时加大沉香系列产品的线上销售渠道的推广力度，在原有的渠道基础上增加了移动端，使沉香产品与移动互联网完美结合。在沉香粉的生产端，公司一直与海源中药饮片厂合作，为了加大对成本端的控制，同时利于公司对于沉香药用的全产业链布局，公司投资设立了南京上元堂沉香生物科技有限公司，计划自建 GMP 生产线进行沉香粉的生产，着力打造集研发、生产、销售为一体沉香产业基地。

- **未来看点：**1、线下实体药店数量的区域扩张将进一步提升药品零售的规模效应；2、电商渠道将继续拓展公司的全国性渠道，提升规模效应；同时公司具备线下线上渠道融合的先天优势，若处方药政策放开将极大地受益于线下门诊部对零售药店和线上渠道的流量导入，增强客户粘性；3、在沉香领域，公司继续加码沉香药用价值的开发和渠道拓展，将自建 GMP 生产线进行沉香粉的生产，进一步加大成本端的控制，同时借助线下沉香馆的开设，推进沉香业务的高速增长。
- **盈利预测：**在考虑到 2016 年将有新增药店的并表，以及电商业务和沉香业务保持快速增长的假设下，预计 2016-2018 年公司的营业收入分别为 2.96/4.08/5.41 亿元，增速分别为 51.94%/37.92%/32.64%；归属母公司净利润分别为 13.64/17.92/23.26 百万元；增速分别为 76.81%/31.38%/29.79%；对应 EPS 分别为 0.18/0.24/0.31 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**政策风险；沉香原料价格波动风险。

图表 1: 上元堂财务预测

资产负债表						利润表					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产						营业收入	158	195	296	408	541
流动资产						减:营业成本	106	130	201	277	366
货币资金	14	49	74	102	135	营业税金及附加	1	1	1	2	3
应收账款	17	26	37	51	68	销售费用	29	41	55	75	100
预付款项	1	1	2	3	4	管理费用	15	13	18	24	32
其他应收款	1	2	2	3	4	财务费用	0	0	1	3	5
存货	34	53	82	113	149	资产减值损失	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	7	8	9	9	加:投资收益	0	0	0	0	0
非流动资产						营业利润	7	11	20	26	34
长期股权投资净值	0	0	0	0	0	加:营业外收支净额	1	1	0	0	0
固定资产净值	4	47	55	64	64	减:所得税	1	4	6	9	11
在建工程净值	0	0	0	0	0	净利润	6	8	14	18	23
无形资产净值	1	1	0	0	0						
商誉	0	0	0	0	0	应占:					
其他非流动资产	6	25	19	15	13	母公司股东	6	8	14	18	23
资产总计	82	210	279	360	447	少数股东权益	0	0	0	0	0
负债						每股收益(全面摊薄)	0.08	0.10	0.18	0.24	0.31
流动负债											
短期借款	5	1	39	85	127						
应付账款	18	20	30	42	56	现金流量表					
其他应付款	1	1	2	2	3	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
应交税费	2	7	12	15	20	经营活动产生的现金流量	0	-13	2	2	12
其他流动负债	4	4	5	7	10	投资性活动产生的现金流量	-4	-43	-14	-16	-16
非流动负债						筹资活动产生的现金流量	31	118	37	43	37
长期借款	0	0	0	0	0	现金本期增加或减少	27	63	25	28	33
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	0	0	0	0	0	主要财务指标					
负债合计	30	32	88	151	215		2014	2015	2016E	2017E	2018E
所有者权益						资产负债率(%)	36.17	15.39	31.53	41.99	48.04
实收资本(或股本)	35	75	75	75	75	净资产收益率(%)	11.43	4.35	7.14	8.57	10.01
资本公积	12	90	90	90	90	毛利率(%)	32.73	33.33	31.94	32.12	32.27
留存收益	6	13	27	45	68	净利润率(%)	3.77	3.96	4.61	4.39	4.30
少数股东权益	0	0	0	0	0	流动比率	2.40	4.25	2.34	1.86	1.72
所有者权益合计	52	178	191	209	232	营业收入增长率(%)	34.07	23.00	51.94	37.92	32.64
负债及所有者权益总计	82	210	279	360	447	净利润增长率(%)	241.48	29.30	76.81	31.38	29.79

来源: 中泰证券研究所

中泰新三板研究团队

张帆	18616395733	zhangfan@r.qlzq.com.cn
张俊	18930692156	zhangjun@r.qlzq.com.cn
黄旭良	15000928819	huangxl@r.qlzq.com.cn
马路萌	15006513061	malm@r.qlzq.com.cn
陈康	15069065416	chenkang@r.qlzq.com.cn
龙贡波	18810462283	longgb@r.qlzq.com.cn
张聪	15926444224	zhangcong@r.qlzq.com.cn
辛彩妮	13764017372	xincn@r.qlzq.com.cn

新三板首席分析师
 TMT&高端装备制造
 高端装备制造&专题
 策略专题&山东新三板
 医疗保健&山东新三板
 医疗保健
 TMT&高端装备制造
 新材料



投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。