



2016年02月24日

买入(首次评级)

当前价：12.15元
目标价：14-16元

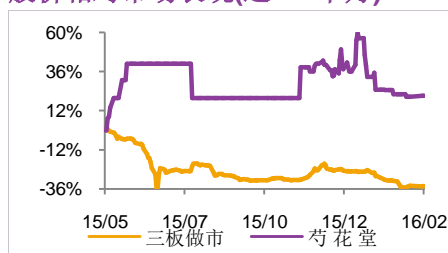
分析师：付立春

执业编号：S0300515120001

电话：84938897

邮箱：fulichun@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：联讯证券研究所

盈利预测

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入	40,365.8	50,457.3	60,548.8	72,658.5
(+/-)	20.8%	25.0%	20.0%	20.0%
净利润	3,446.8	5,315.7	6,439.3	7,965.1
(+/-)	0.2%	54.2%	21.1%	23.7%
EPS(元)	0.56	0.76	0.92	1.14
P/E	21.6	16.0	13.2	10.7

资料来源：联讯证券

相关研究

芍花堂(832265.OC)

芍花堂：大行业小公司，中药饮片行业茁壮成长的小巨人

投资要点

◇ 初具规模的中药饮片生产、销售企业

公司前身是中国（亳州）上海雷允上中药饮片厂，成立于2004年4月，地处有“中华药都”之称的安徽亳州。公司质地优良，通过GAP、GMP、GSP、QS等多项质量标准认证，参与中药材仓储行业标准制定。2015年上半年，公司主营业务收入24554.8万元，同比增长58.48%，高于中药饮片行业整体18.8%和医药工业整体13.3%的增速。目前公司营业收入主要来自传统中药饮片，包括：普通饮片、毒性饮片和花茶系列，2014年公司销量前五的主力中药饮片品种分别为：黄芪、党参、金银花、白术、白芍。

◇ 行业整体分散，龙头市占率不足2%，芍花堂伙多个产业并购基金

2014年规模以上中药饮片企业实现销售收入为1495.6亿元，利润总额105.3亿元，累计资产总计994.0亿元，行业企业数量为878家，平均每家中药饮片企业销售收入、利润总额和总资产分别为1.7亿元、1198.8万元和1.1亿元，行业整体高度分散，龙头康美药业市占率不足2%，行业兼并重组是未来趋势。芍花堂与国厚投资、天星资本、金源投资等多个投资机构签订战略合作协议，充分发挥各自双方在股权投资、资源整合、基金管理、风险控制和行业经验等方面的优势，与各投资机构以设立医药产业投资基金、中药材仓单质押专项基金和专项并购基金的形式，围绕芍花堂国药产业链上下游，积极布局产业链横向和纵向并购，迅速做大做强公司主营业务。

◇ 中药材现代化和金融创新型仓储物流业务是亮点

芍花堂参与了由中国仓储协会组织申报的《中药材仓库技术规范》和《中药材仓储管理规范》两项行业标准的制定，是名符其实的行业标准制定者。通过全资子公司亳州市药都物流仓储有限公司向市场提供现代化仓储物流服务，服务包括传统仓储服务、中药材气调储存养护服务、中药材质量检测服务、物流服务等。公司在拥有现代化物流仓储硬、软件基础上，以中药材仓单质押小额贷款、仓单典当质押贷款和参与电子化交易平台报价等多种方式，开展金融创新仓储物流服务，增加产业价值链和客户黏性。

◇ 享受超药品待遇下中药饮片行业看点

中药饮片享受超药品待遇：外资禁入、不在药品降价范围内，不取消药品加成；2007年-2014年，中药饮片行业GAGR 29.7%，医药工业子行业增速第一；中药饮片行业政策暖风不断，2015年4月，国务院办公厅发布了《中医药健康服务发展规划2015-2020》，12月国务院通过《中华人民共和国中医药法（草案）》（下称“中医药法”），结束我国中医药发展无规划、无法可依的尴尬局面，从政策、法律上支持和鼓励中国传统中医药和疗法的传播和运用。人均医疗保健支出增加，人民医疗保健意识提高，中药饮片行业将直



接受益。

◇ 盈利预测与估值

2012 年-2014 年，中药饮片全行业增速同其他医药工业子行业一样有所放缓，由 2012 年以前 30%以上增速逐渐放缓到约 20%增速，其中 2014 年同比增速为 18.8%；中药饮片不受医保控费和药品降价影响，我们预计行业整体毛利率水平将保持基本稳定；芍花堂作为行业领先的挂牌公司，不考虑外延并购，我们预计公司未来三年将保持行业相当或略高于行业增速发展，2015-2017 年营业总收入增速分别为 25%、20%和 20%，对应营业总收入分别为 5.0 亿元、6.1 亿元和 7.3 亿元，归属母公司净利润为 5315.7 万元、6439.3 万元和 7965.1 万元，对应 2015-2017 年每股 EPS 为 0.76、0.92 和 1.14 元。新三板以中药饮片为主营业务的公司除芍花堂外都为协议转让，二级市场估值参考价值较小，参考主板中药饮片龙头康美药业估值，给予 20%-30%流动性折价考虑，我们认为芍花堂 2016 年合理价格区间为 14-16 元，对应 2016 年市盈率 15.2-17.4 倍。

◇ 风险提示

国家对中药饮片行业政策调整；市场竞争加剧；公司经营管理及外延拓展不及预期。



目 录

一、初具规模的中药饮片生产、销售企业.....	5
(一) 质地优良：通过多项质量标准认证，参与行业标准制定.....	5
(二) 业务初具规模.....	5
(三) 芍花堂股权结构.....	6
二、传统中药饮片是公司销售主要品类，口服饮片三七粉是特色.....	6
(一) 传统中药饮片是公司销售主要品类.....	6
(二) 口服饮片三七粉是特色.....	7
三、行业整体分散，兼并重组是未来趋势，芍花堂伙多个产业并购基金.....	7
(一) 中药饮片行业整体高度分散，龙头公司市占率不到 2%.....	7
(二) 兼并重组是未来趋势，芍花堂伙多个产业并购基金.....	8
四、中药材现代化和金融创新型仓储物流业务是亮点.....	9
(一) 为行业标准制定者，积极开展中药材现代化仓储物流服务.....	9
(二) 中药材创新型金融仓储服务增强客户黏性.....	9
五、享受超药品待遇下中药饮片行业看点.....	10
(一) 中药饮片享受超药品待遇：外资禁入、不在药品降价范围内，不取消药品加成.....	10
(二) 2007 年-2014 年，中药饮片行业GAGR 29.7%，医药工业子行业增速第一.....	11
(三) 中医药政策暖风频频，中药饮片行业直接受益.....	11
(四) 人均医疗保健支出增加，人民医疗保健意识提高.....	12
六、未来三年盈利预测.....	12
七、公司估值分析.....	13
八、风险提示.....	13

图表目录

图表 1： 芍花堂中药饮片产品系列.....	5
图表 2： 芍花堂历年主营业务收入及增速.....	5
图表 3： 芍花堂 2015 年上半年营业收入结构.....	5
图表 4： 芍花堂股权结构.....	6
图表 5： 传统中药饮片贡献 2/3 营收总收入.....	7
图表 6： 2014 年销量前五主力中药品种.....	7
图表 7： 芍花堂特色口服饮片三七粉.....	7
图表 8： 2012-2014 年中药饮片企业概况（万元）.....	8
图表 9： 行业龙头康美药业市值率不足 2%（2014 年）.....	8
图表 10： 芍花堂参与设立的各类产业基金.....	8
图表 11： 芍花堂中药材金融仓储业务模式.....	10
图表 12： 2007 年-2014 年医药工业各子行业销售收入及增速.....	11
图表 13： 我国居民医疗保健人均支出及增速.....	12
图表 14： 我国居民医疗保健支出在消费支出中占比.....	12



图表 15: 未来三年盈利预测..... 12



一、初具规模的中药饮片生产、销售企业

芍花堂国药股份有限公司（下称“芍花堂”）是一家集中药材种植贸易、中药饮片生产销售，中药仓储及金融服务于一体的中药饮片全产业链企业。公司前身是中国（亳州）上海雷允上中药饮片厂，成立于 2004 年 4 月，地处有“中华药都”之称的安徽亳州，2014 年 7 月改制为股份公司，2015 年 3 月挂牌全国股份转让系统。



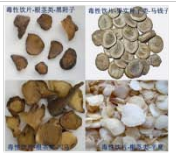

（一）质地优良：通过多项质量标准认证，参与行业标准制定

芍花堂于 2013 年 07 月 22 日首次通过 GMP 标准认证，公司已成为亳州市首批通过新版标准认证的企业。此外，公司还通过 GAP、GSP、QS 标准认证，并且参与由商务部市场秩序司委托中国仓储协会与中国医药协会编制的《中药材仓库技术规范》与《中药材仓储管理规范》两项行业标准制定，成为中药材仓储行业标准制定者之一。公司自成立以来，获得“农业产业化省级龙头企业”、“亳州工业 50 强企业”、“高新技术企业”、“五星级仓库证书”、等多项荣誉证书，得到国家、省、市、区各级领导部门的高度认可，公司质地优良。

（二）业务初具规模

公司的主营业务收入来自三部分：中药饮片、中药材原材料和仓库租赁与仓储。公司中药饮片经营普通饮片（包括普通饮片和口服饮片）、毒性饮片和部分花茶系列，重点产品为三七粉、白芍、菊花、牡丹(丹皮)等。

图表1：芍花堂中药饮片产品系列

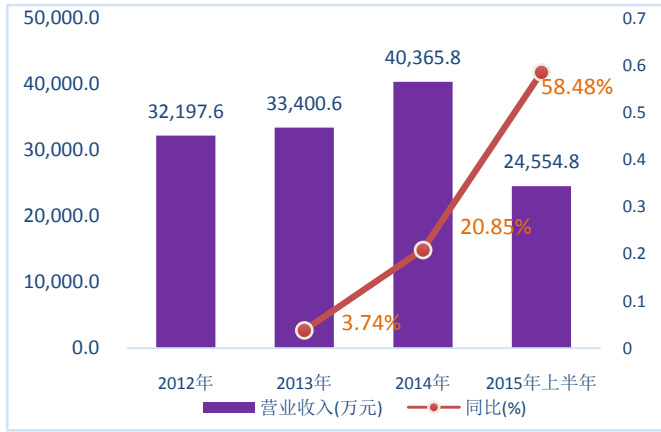
 <p>芍花堂国药 HUATANG THE CHINESE MEDICINE</p>	普通饮片	<p>普通饮片： 黄芪、党参、金银花、白术、白芍</p> <p>口服饮片：三七粉</p>	
	毒性饮片	<p>毒性饮片： 黑附子、马钱子、川乌、半夏等 28味</p>	
	花茶系列	<p>花茶系列： 杞菊花果茶、桂杞红枣茶、百合菊花茶</p>	

资料来源：公司网站，联讯证券

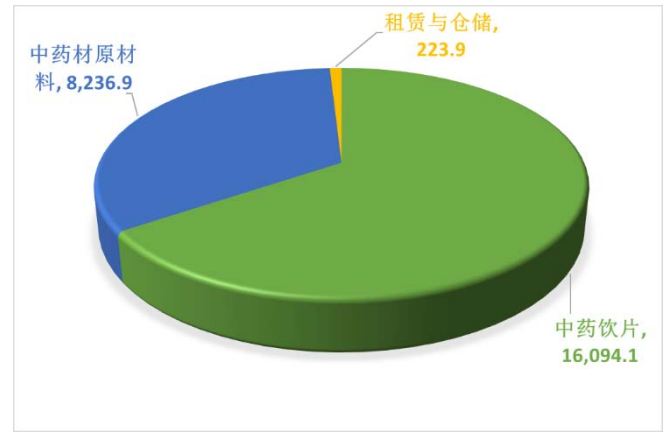
2015 年上半年，公司主营业务收入 24554.8 万元，其中中药饮片业务营收 16094.1 万元，占公司主营业务收入的 65.54%，中药材原材料营收为 8236.9 万元，占比 33.54%，租赁与仓储营收贡献尚小，营收仅有 223.9 万元，占比 0.91%。公司近两年主营业务收入保持较快增长，2015 年上半年同比去年增长 58.48%，远高于中药饮片行业整体 18.8% 和医药工业整体 13.3% 的增速。

图表2：芍花堂历年主营业务收入及增速

图表3：芍花堂 2015 年上半年营业收入结构



资料来源：公司公告，联讯证券

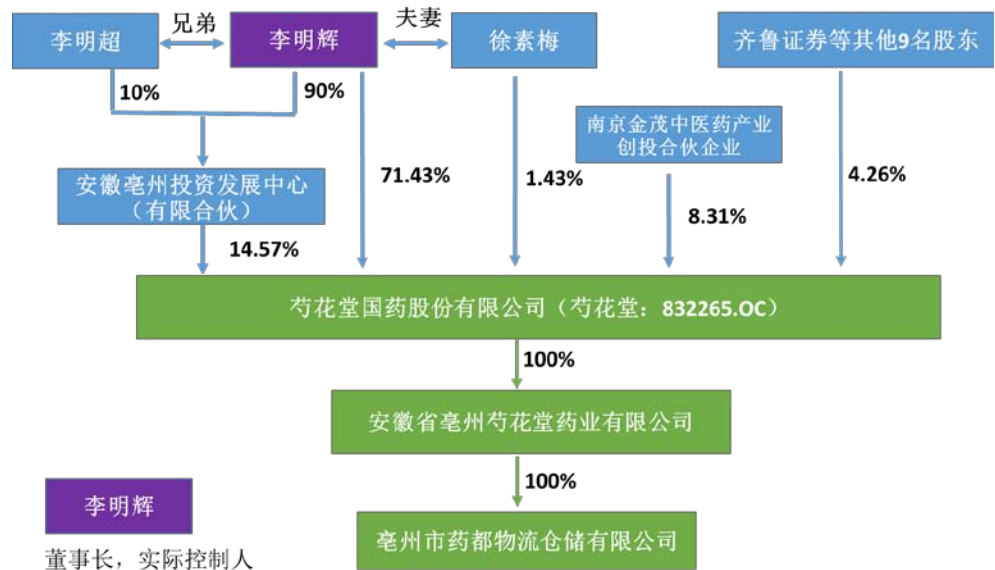


资料来源：公司公告，联讯证券

(三) 芍花堂股权结构

芍花堂实际控制人为李明辉和徐素梅，两人为夫妻关系。2015年10月，公司以9.5元/股的价格向齐鲁证券、申万宏源、广发证券定向增发200万股，募集资金总额1900万元，转让方式变更为做市转让。据最新权益披露，公司最新股东户数为13户，李明辉和徐素梅直接和间接合计持有公司85.97%股份，对公司绝对控制。

图表4：芍花堂股权结构



资料来源：Wind，联讯证券

二、传统中药饮片是公司销售主要品类，口服饮片三七粉是特色

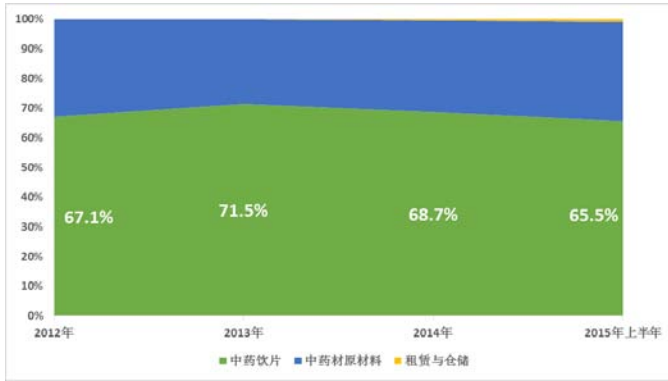
(一) 传统中药饮片是公司销售主要品类

目前我国中药饮片可以细分为传统中药饮片、中药配方颗粒和纳米中药饮片（超微饮片），其中传统中药饮片又可以进一步细分为普通饮片、毒性饮片。目前公司营业收入主要来自传统中药饮片，销售的中药饮片主要为传统饮片，包括：普通饮片、毒性饮片和花茶系列，2014年公司销量前五的主力中药饮片品种分别为：黄芪、党参、金银花、



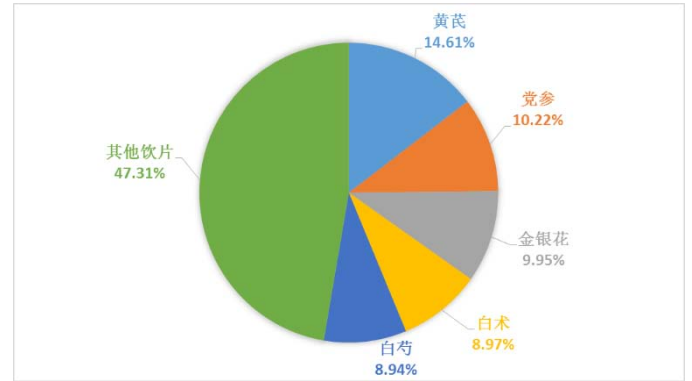
白术、白芍, 销售 收入分别占中药饮片收入的 14.61%、10.22%、9.95%、8.97%和 8.94%, 前五大中药饮片销售收入合计占营业总收入的 52.69%。

图表5: 传统中药饮片贡献 2/3 营收总收入



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表6: 2014 年销量前五主力中药品种



资料来源: 公司挂牌说明书, 联讯证券

(二) 口服饮片三七粉是特色

传统饮片中的普通饮片和毒性饮片需要煎煮炮制, 在使用方面缺乏一定便利性, 中药饮片目前在使用便利性方面不断创新, 目前针对部分中药饮片品种开发口服饮片、中药配方颗粒和纳米饮片等创新饮片种类。

芍花堂口服饮片三七粉可直接口服或用于创伤面, 无需煎煮炮制, 包装方式采用小瓶装和分装小袋, 使用方便、携带便利, 适应现在快节奏生活需要。芍花堂三七原料来自云南文山无公害生态基地, 采购渠道为中药材原产地及 GAP 基地, 确保天然无污染, 从源头保证了三七品质达到绿色药品的标准。2015 年, 公司继续研发和推出包括川贝粉、灵芝孢子粉等口服饮片种类, 丰富现有口服饮片种类, 扩大产品线。

图表7: 芍花堂特色口服饮片三七粉



资料来源: 公司主页

三、行业整体分散, 兼并重组是未来趋势, 芍花堂伙多个产业并购基金

(一) 中药饮片行业整体高度分散, 龙头公司市占率不到 2%

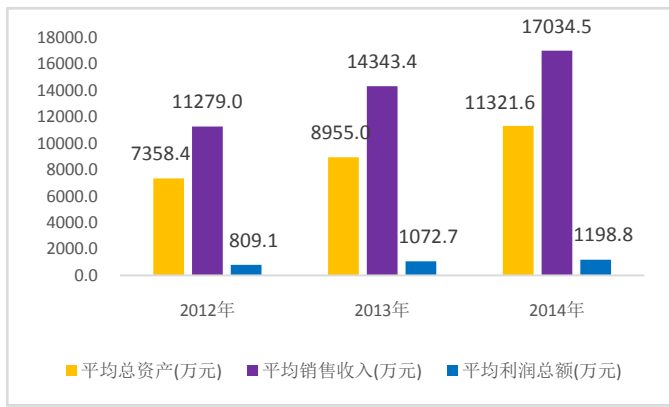
我国中药饮片行业虽历经数千年发展, 但是真正开始规范化和产业化的时间并不长, 行业中有大量中药饮片企业存在, 尚无真正优势龙头企业出现。中药饮片行业自身存在的特点, 诸如行业发展不规范, 产业化时间较短, 注重药材的产地, 产品种类多样化,



禁止外资进入等，决定了中药饮片行业集中度较低，行业龙头市占率不足 2%。

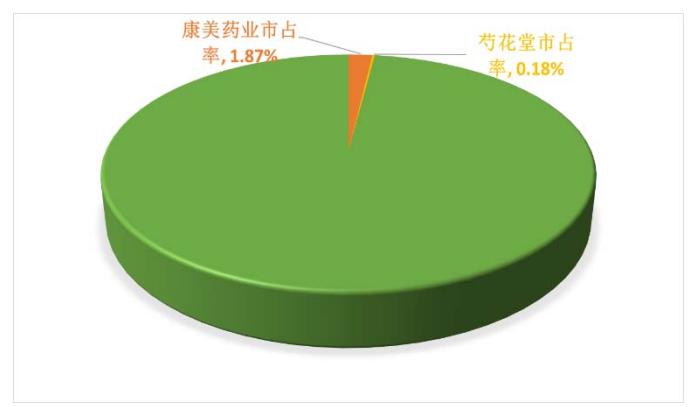
据 Wind 资讯数据，2014 年规模以上中药饮片企业实现销售收入为 1495.6 亿元，利润总额 105.3 亿元，累计资产总计 994.0 亿元，行业企业数量为 878 家，平均每家中药饮片企业销售收入、利润总额和总资产分别为 1.7 亿元、1198.8 万元和 1.1 亿元；行业龙头康美药业可生产中药饮片 1,000 多个种类，超过 20,000 个品规，2014 年中药饮片贡献营业收入 28.0 亿元，行业市占率仅有 1.87%。芍花堂 2014 年来自中药饮片的营业收入为 2.77 亿元，行业市占率 0.18%。

图表8： 2012-2014 年中药饮片企业概况（万元）



资料来源：wind，联讯证券

图表9： 行业龙头康美药业市占率不足 2%（2014 年）



资料来源：wind，联讯证券

（二）兼并重组是未来趋势，芍花堂伙多个产业并购基金

中药产业链分为中药材、中药饮片和中成药，中药饮片在产业链中处于承上启下的中心地位。中成药企业出于控制优质中药原材料目的，并购中药材和中药饮片企业，向产业链上游拓展；由于中药材和中药饮片种类繁多，部分品种还具有较强产地性，中药饮片企业为了扩大自身中药饮片经营品类数量和扩大市场占有率，对行业进行横向并购。

多家上市公司在中药饮片行业跑马圈地，如康美药业（600518.SH）继投资 30 亿元建设交易中心及现代物流仓储项目之后，日前又投资 10 亿元建设中国-东盟康美玉林中药产业园项目，并将在广西玉林市设立全资子公司专门负责建设和运营该项目，为提升以中药饮片为核心的产业竞争力夯实根基；国药旗下中国中药（00570.HK）斥资 87.36 亿元收购主营新型饮片中药配方颗粒的天江药业 87.3%股权；香雪制药（300147.SZ）耗资 4.48 亿元收购中药饮片企业前十强的沪谯药业 70%股权等。据不完全统计，2013-2014 年，中药上市公司共发生 55 起并购和投资事件，其中中药饮片最受追捧，占投资总数的 30.9%。

2015 年，芍花堂与国厚投资、天星资本、金源投资等多个投资机构签订战略合作协议，充分发挥各自双方在股权投资、资源整合、基金管理、风险控制和行业经验等方面的优势，与各投资机构以设立医药产业投资基金、中药材仓单质押专项基金和专项并购基金的形式，围绕芍花堂国药产业链上下游，积极布局产业链横向和纵向并购，迅速做大做强公司主营业务。

图表10： 芍花堂参与设立的各类产业基金



日期	主体公司	合作投资机构	主要形式
2015/9/15	芍花堂	国厚投资	亳州中药材金融仓储领域合作，设立中药材仓单质押专项基金；共同设立中医药产业合作并购基金
2015/9/22	芍花堂	天星资本	专项并购基金
2015/10/28	芍花堂	金源投资	医药产业投资基金

资料来源：公司公告，联讯证券

四、中药材现代化和金融创新型仓储物流业务是亮点

（一）为行业标准制定者，积极开展中药材现代化仓储物流服务

中药材来源复杂，品种繁多，成分复杂，而且大部分是植物、动物矿物及其他类型的天然药物，性质不一，如何妥善保存是难题。

芍花堂地处我国四大药都之一的安徽亳州，亳州中药材年交易额达 220 亿元，约占全国市场份额的 20%，其中中药材饮片年生产能力 35 万-40 万吨，约占全国 30%，形成了以中药材和中药饮片为中心的中药产业集群。芍花堂凭借对中药材和中药饮片行业的深刻了解和长期的经验积累，参与了由中国仓储协会组织申报的《中药材仓库技术规范》和《中药材仓储管理规范》两项行业标准的制定，是名符其实的行业标准制定者。

公司通过全资子公司亳州市药都物流仓储有限公司向市场提供现代化仓储物流服务，服务包括传统仓储服务、中药材气调储存养护服务、中药材质量检测服务、物流服务等。公司在 2014 年被中国仓储协会评定为“中国仓储服务金牌企业”“三星级仓库”；2015 年，公司计划投资 2.2 亿元建设药都物流仓库和配套设施，项目严格按照 GSP 标准设计建设，全部仓库建成后，药都物流年储存药材能力将达到 15 万吨，流通能力达到 30 万吨，储存中药材价值约 50 亿元人民币规模。目前，公司已经建成 9 栋仓库，可使用面积接近 5 万平米，部分仓库已经投入使用。

（二）中药材创新型金融仓储服务增强客户黏性

公司在中药材仓储方面具有现代化仓库硬件优势，领先的中药材气调养护技术和专业人才队伍的软件优势，为开展中药材创新型金融仓储创新业务打下坚实硬件和软件基础。

目前，公司对外开展的中药材创新型金融仓储业务主要有以下三类：

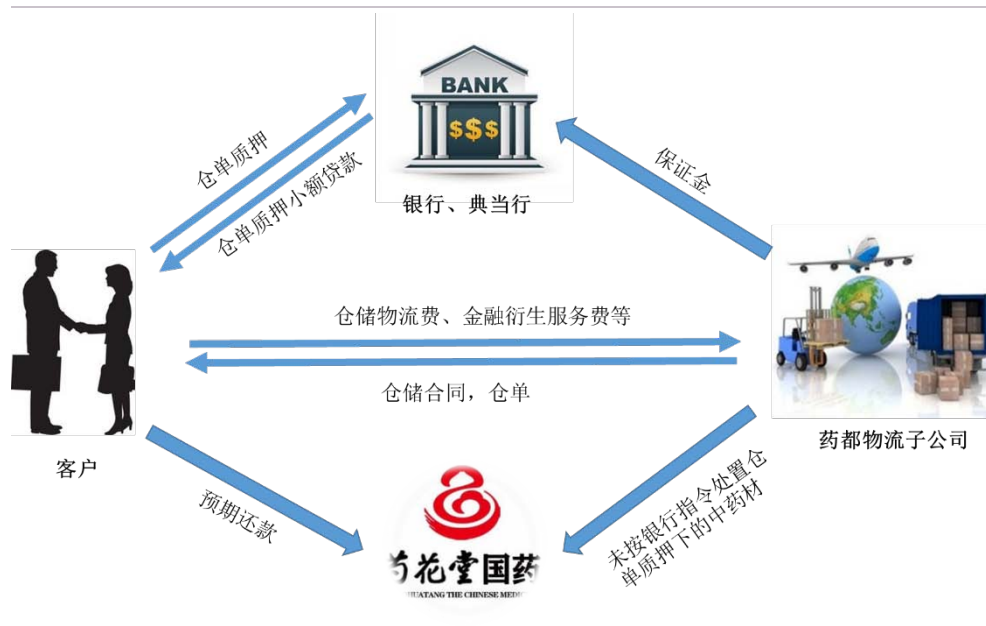
- 中药材仓单质押小额贷款：与中国邮政储蓄银行亳州分行合作。公司联合药监局等部门专家共同组成的价格评定委员会对需质押的中药材进行评估后，全资子公司药都物流为客户仓储的中药材出具仓单，公司推荐并协助客户向邮储银行质押仓单，并向银行缴纳一部分保证金，客户获得银行提供的“中药材仓单质押小额贷款”。公司对仓单质押的中药材价格保持跟踪，设立一定的增加质押价格线和提前贷款本息结清线，如果客户逾期不处理或者最后逾期还款，公司将该仓单质押下的中药材进行购买处理。由于仓单中药材评估价值一般为实际价值 50%，质押周期不超过 6 个月，而且设有严格增质警戒价（80%评估价）和借款本息结清价（70%评估价），我们认为该部分出现坏账风险不大。
- 中药材质押典当服务：与安徽瑞信典当有限公司合作。与银行仓单质押类似，



客户取得仓单后，公司推荐和协助客户向瑞信典当质押仓单，获得典当公司发放的贷款。

- 电子化交易平台：子公司芍花堂药业与大连再生资源交易所签订入市协议，委托大连再生资源交易所在其电子交易平台上发布白芍销售信息，并对其进行公示。亳州作为白芍生产的主要地区，白芍的大宗商品交易平台为客户提供了非常好的销售渠道，同时也为客户掌握价格走势提供相应信息

图表11：芍花堂中药材金融仓储业务模式



资料来源：联讯证券

五、享受超药品待遇下中药饮片行业看点

(一) 中药饮片享受超药品待遇：外资禁入、不在药品降价范围内，不取消药品加成

外资禁入：中药饮片属于我国传统中药产业，多年来一直将其纳入国家重点保护范围，始终属于禁止外商投资的行业，不受外资冲击。2002年《外商投资产业指导目录》明确规定禁止外商投资“传统中药饮片炮制技术的应用及中成药秘方产品的生产”，并且禁止出口“中药饮片炮制技术”。2004年和2007年修订的《外商投资产业指导目录》，重申上述禁令。

不在药品降价范围内：近年来，随着我国人口结构逐渐改变，我国开始步入老龄化社会，国家基本医疗保险基金结余不断下降，降低药费，控制医保费用支出成为医药医疗行业持续利空。各省市地方在医药采购上实现集中招标采购，广东、安徽、福建等省份药品招标价格降幅较大，给各类药企带来沉重业绩压力，但是中药饮片由于在储存、运输和分销过程中存在霉变、损耗等因素，而且由于中药饮片品类、质量、等级繁多等因素，如贝母分为川贝母、浙贝母、伊贝母、皖贝母、土贝母等，难以实行统一定价，不在各地药品集中采购降价范围内。

不取消药品加成：目前我国在医疗机构逐步推行医药分离，取消以前医疗机构实行的药品批发价加成15%销售的政策，实行新的药品“零加成”销售制度。医疗机构的中药饮片销售仍然享受药品加成政策，在当下化药和中成药零加成的大环境下，医院有加大

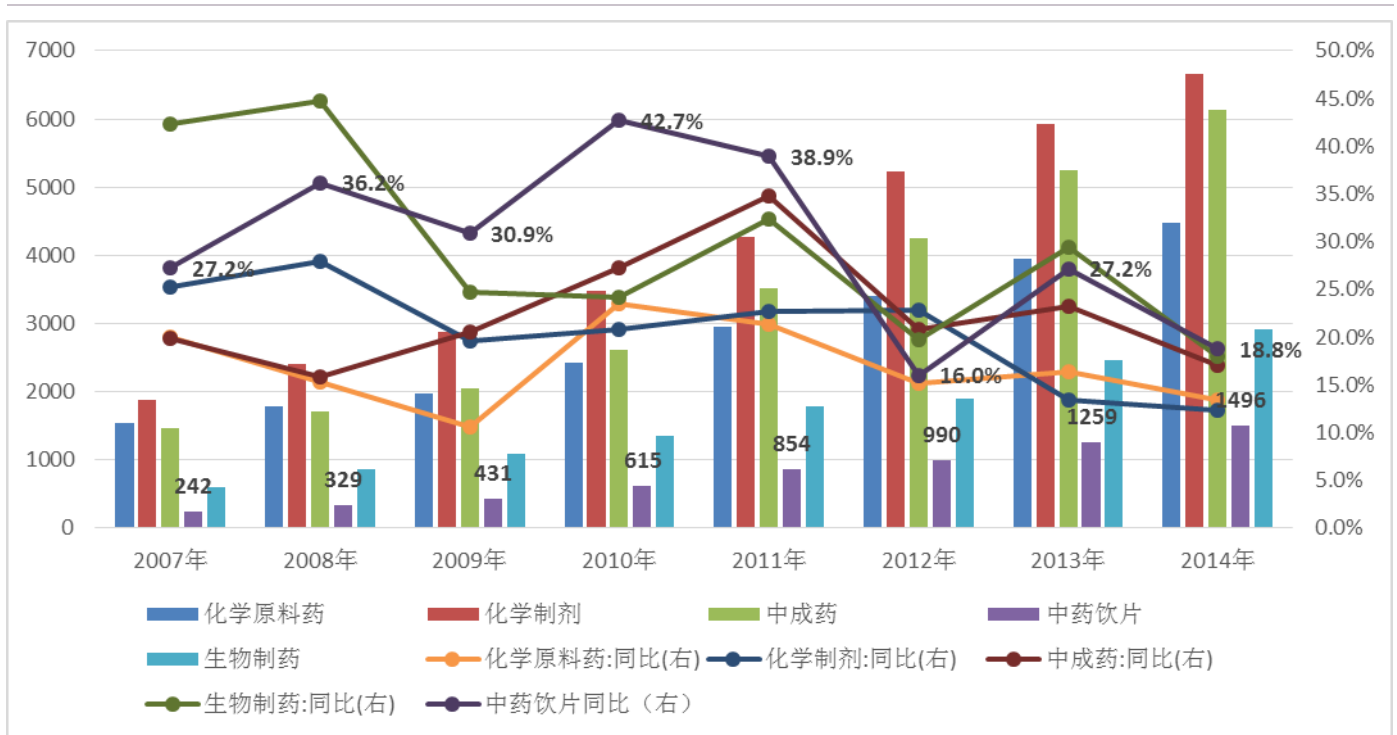


中药饮片销售的动力。

(二) 2007年-2014年，中药饮片行业 GAGR 29.7%，医药工业子行业增速第一

医药工业子行业包括化学原料药、化学制剂、中成药、中药饮片、生物制剂等五类。2007年-2014年，中药饮片行业保持高速增长态势，全行业营业收入由2007年的242亿元增加到2014年的1496亿元，GAGR为29.7%，高于生物制药等其他子行业，为年复合增速最快的医药工业子行业。自2012年开始，2008年4万亿经济刺激带来的政策红利消耗殆尽，同时医保控费等政策出台，医药工业整体增速开始下滑，但中药饮片子行业仍保持15%以上增长速度，2014年同比增速为18.8%。

图表12： 2007年-2014年医药工业各子行业销售收入及增速



资料来源：联讯证券

(三) 中医药政策暖风频频，中药饮片行业直接受益

2015年4月，国务院办公厅发布了《中医药健康服务发展规划2015-2020》，12月国务院通过《中华人民共和国中医药法（草案）》（下称“中医药法”），结束我国中医药发展无规划、无法可依的尴尬局面，从政策、法律上支持和鼓励中国传统中医药和疗法的传播和运用。

近年来关于“中医存废之争”争论不休，某些人士或团体否定中医和中医药，宣扬“中医伪科学”错误论调，国家出台中医药法，从法律上为我国传统中医药站台背书，鼓励和支持基层医疗机构设立中医科室，促进中医药人才培养，立足中医药服务，保持和发挥中医药特色优势，满足人民群众对中医药服务的需求。

国家在医保用药目录和国家基药目录上也着重保护中医药发展。据最新2012年国家医保目录，中成药甲乙类共计987个，西药1140个，国家医保目录每5年调整一次，



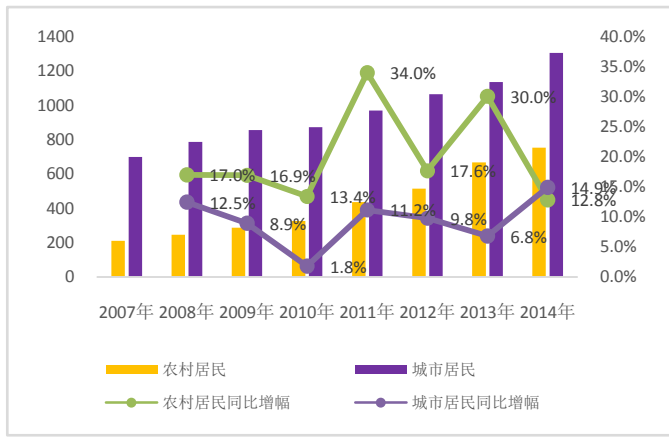
最新一轮国家医保目录调整在即，预计中药（中药饮片、中成药）将持续受益。

（四）人均医疗保健支出增加，人民医疗保健意识提高

随着我国国民经济发展，人民可支配收入逐渐增加，人民把更多精力放在提高生活质量、追求身心健康的目标上。我国居民在医疗保健中的支出比例逐渐增大，其中农村居民医疗保健支出增幅明显，2007年-2014年，农村居民人均医疗保健支出保持20%的年复合增长速度，远高于城镇居民9.3%的年复合增速。

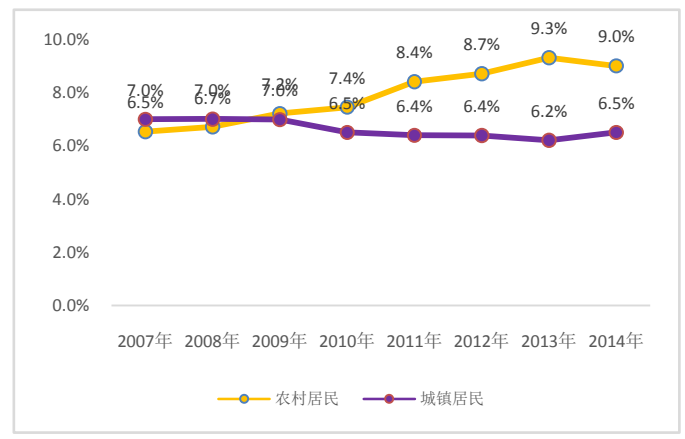
2014年我国农村居民和城镇居民人均医疗保健支出分别为753元和1305元，同比增幅分别为12.8%和14.9%，占居民年度人均消费支出的比重分别为9.0%和6.5%。中医治未病，注重病前调理与诊治，相比西医的病后治疗，更加符合居民提高生活质量，追求身心健康的理念和追求。

图表13： 我国居民医疗保健人均支出及增速



资料来源：Wind，联讯证券

图表14： 我国居民医疗保健支出在消费支出中占比



资料来源：Wind，联讯证券

六、未来三年盈利预测

公司盈利预测关键假设：

- **增速：**2012年-2014年，中药饮片全行业增速同其他医药工业子行业一样有所放缓，由2012年以前30%以上增速逐渐放缓到约20%增速，其中2014年同比增速为18.8%。芍花堂作为行业领先的挂牌公司，2014年营业总收入同比增长20.85%，2015年上半年加速增长，同比增长58.48%，高于行业增速。不考虑外延并购，我们预计芍花堂未来三年将保持行业相当或略高于行业增速发展，2015-2017年营业总收入增速分别为25%、20%和20%，对应营业总收入分别为5.0亿元、6.1亿元和7.3亿元。
- **毛利率：**中药饮片全行业毛利率最近三年基本保持稳定，约为17.5%，中药饮片不受医保控费和药品降价影响，我们预计行业整体毛利率水平将保持基本稳定。芍花堂有部分毛利率稍低的中药材原材料业务，我们预计公司2015-2017年毛利率分别16.0%和16.2%和16.5%。

图表15： 未来三年盈利预测



单位: 万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	33,400.6	40,365.8	50,457.3	60,548.8	72,658.5
增长率 YoY		20.85%	25.00%	20.00%	20.00%
营业成本	28276.9	34424.0	42384.1	50739.9	60669.9
毛利率	15.34%	14.72%	16.00%	16.20%	16.50%
销售费用	779.9	1,083.2	1,311.9	1,574.3	1,889.1
管理费用	797.9	916.6	1,059.6	1,271.5	1,453.2
财务费用	113.8	216.3	120.0	100.0	100.0
利润总额	3,434.2	3,502.8	5,581.7	6,863.1	8,546.4
所得税	-5.7	56.0	266.0	423.8	581.3
归属母公司净利润	3,439.9	3,446.8	5,315.7	6,439.3	7,965.1
净利润增长率 YoY		0.2%	54.2%	21.1%	23.7%
EPS (元)	0.56	0.56	0.76	0.92	1.14
参考股本 (万股)	6,120	6,120	7,000	7,000	7,000

资料来源: Wind, 联讯证券

七、公司估值分析

新三板以中药饮片为主营业务的公司有包括源和药业、芍花堂、宁波中药、浙皖中药、春盛中药、七丹药业、汇群股份、盛实百草等在内的 8 家公司，其中除芍花堂交易方式为做市转让外，其他 7 家公司都为协议转让，二级市场估值参考价值较小。

主板中，中药饮片行业龙头康美药业（600518.SH）PE（TTM）21.7 倍，PB（LF）4.1 倍，参考康美药业估值给予芍花堂 20%-30%流动性折价，基于我们对芍花堂未来三年盈利预测，芍花堂 2016 年估值区间为 14-16 元/股，对应公司 2016 年市盈率 15.2-17.4 倍。

八、风险提示

国家对中药饮片行业政策调整；市场竞争加剧；公司经营管理及外延拓展不及预期。



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。