

# 业绩稳健增长，未来看点颇多

——康美药业（600518）2016年中报点评

2016年08月29日

强烈推荐/首次

康美药业

财报点评

|     |                     |                       |
|-----|---------------------|-----------------------|
| 张金洋 | 分析师                 | 执业证书编号：S1480516080001 |
|     | zhangjy@dxzq.net.cn | 010-66554035          |
| 缪牧一 | 联系人                 |                       |
|     | miaomy@dxzq.net.cn  | 010-66554035          |

## 事件：

公司公布 2016 年中报，上半年实现营业收入 112.03 亿元，同比增长 23.59%，实现归母净利润 17.66 亿元，同比增长 23.25%，实现扣非后归母净利润 17.58 亿元，同比增长 23.17%。

公司 Q2 单季实现营业收入 53.18 亿元，同比增长 30.89%，实现归母净利润 7.78 亿元，同比增长 26.38%，实现扣非后归母净利润 7.75 亿元，同比增长 26.86%。

## 观点：

### 1、业绩稳健增长，符合我们预期

公司上半年业绩稳健增长，符合我们预期，其中中药饮片、药品贸易、保健食品三块业务增长极为亮眼。分拆业务来看：

#### 1) 中药版块：

- ◆ **中药饮片：**上半年实现收入 19.86 亿元，同比增长 33.71%，毛利率为 35.36%，较上年同期增加 0.77 个百分点。公司具备中医药全产业链优势，通过拓展渠道（尤其是智慧药房）的方式拉动中药饮片的销售，实现高速增长。
- ◆ **中药材贸易：**上半年实现收入 39.80 亿元，同比增长 5.85%，毛利率为 24.49%，较上年同期减少 1.02 个百分点。

#### 2) 西药版块：

- ◆ **药品贸易：**上半年实现收入 35.36 亿元，同比增长 44.36%，毛利率为 28.54%，较上年同期增加 2.09 个百分点。药品贸易高速增长主要来自于药房托管的持续推进。
- ◆ **医疗器械：**上半年实现收入 3.58 亿元，同比增长 33.12%，毛利率为 20.54%，较上年同期减少 0.60 个百分点。
- ◆ **自制药剂：**上半年实现收入 1.12 亿元，同比下降 5.47%，毛利率为 21.43%，较上年同期增加 3.15 个百分点。

#### 3) 保健食品版块：

- ◆ **保健食品**：上半年实现收入 5.00 亿元，同比增长 71.87%，毛利率为 44.55%，较上年同期减少 3.47 个百分点。公司保健食品业务高速增长的主要原因是直销渠道的放量以及收购麦金利丰富产品线所致。
  - ◆ **食品**：上半年实现收入 2.96 亿元，同比下降 8.48%，毛利率为 1.38%，较上年同期减少 6.42 个百分点。
- 4) 物业管理及其他**：上半年实现收入 4.13 亿元，同比增长 16.75%，毛利率为 45.33%，较上年同期减少 7.93 个百分点。

从财务指标上来看，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.53%、3.89%、2.86%，较上年同期分别减少 0.14、增加 0.21、增加 0.67 个百分点，销售费用率和管理费用率基本保持稳定，而财务费用率增加较大的主要原因是银行借款的利息支出增加。

## 2、智慧药房强势推进，快速复制承接处方外流

公司智慧药房项目模式极为清晰，抓住了处方这一核心关键，一方面通过直接连接医院 HIS 系统实现患者处方的实时流转和采集，真正实现承接外流处方，另一方面通过“智慧药房”移动 APP 为患者提供预约挂号、智能导诊、在线缴费等全流程的快速便捷就医体验，而线下则通过“康美城市中央药房”为患者提供中药饮片、中西成药调配、中药煎煮、膏方制作、送药上门等服务。我们认为，智慧药房从医院、患者的痛点切入，有望快速复制：

**1) 医院：提高就医环境，大量节约人力成本以及药房仓储场地。** 患者通过预约挂号和在线支付功能，可有效降低及引导挂号、门诊、缴费的人流，而智慧药房代煎服务又能减少医院人工及仓储场地，从而两方面大幅降低医院人力开支，并改善就医环境。同时，在中药饮片顺加成保留的环境下，公司以中药饮片的中标价或医院的进货价与医院结算，医院利益获得保障。另一方面，中药饮片在销售的过程中基本上是没有品牌之分的，各个中药饮片生产企业在医院所占的份额是在医院这个层面决定的，智慧药房的推行基本没有触及医院的利益。

**2) 患者：节省大量时间成本，提高就医满意度，主要可以体现在四点上：**

- ◆ **就诊便利性提高**：使用移动端进行挂号、候诊、缴费等功能可以缩短门诊患者在医院的停留等候时间，减少交叉感染的机会。在传统模式中，患者平均需要在门诊待 4 个小时左右，而使用智慧药房只需要在门诊待半个小时；
- ◆ **信息可及性提高**：可以随时查看个人在医院就诊的挂号、处方、药品配送等信息；
- ◆ **无需自行煎煮**：解决患者不会煎药的难题；
- ◆ **药品配送到家**：患者无需排队等候取药，代煎患者无需再次返回医院取煎煮汤剂。同时，使用智慧药房基本没有增加患者的就医成本。目前代煎送药服务已可实现广州市内中午 11 时前的处方当日送达，11 时后的处方次日送达，而移动端可以查询配送中药品的物流状态，十分简便。
- ◆ **不增加患者负担**：智慧药房目前是市内配送免费，市外配送收取 10 元，省外配送收取 20 元，而广东这边每剂代煎费为 2.5 元，是原本患者使用代煎服务就需要支付的费用。此外，在医保支付上也没有问题，首先医院和患者间结算，公司再和医院结算，不会增加患者负担。

智慧药房项目推进顺利，目前已有 3 个中心，其中广州 2 家，深圳 1 家，已签约包括广东省中医院等大型综合医院等在内的逾 100 家医疗机构并与其他 150 余家达成实质性的签约意向，正在迅速推进智慧药房在北京、上海、深圳、成都各地的落地。今年 4 月初的时候，智慧药房日处理处方才 4500 张左右，目前已经达

到 11000 张了，发展极为快速。我们预计，智慧药房日处方量在今年年底有望达到 30000 张，全年拉动公司中药饮片业务 6 亿左右的收入，而在明年如果以 30000 张/天（非常保守的估计）、一年运作 300 天、单张处方 160 元计算，预计明年将为公司贡献 14.4 亿的增量收入，成熟期则是数十亿级的收入体量，结合中药饮片行业本身高景气度带来的较高自然增长，中药饮片业务将成为公司未来业绩增长的发动机。

### 3、药房托管推进顺利，有望成就大型 GPO

公司 2014 年年初开始接触药房托管业务，推进较为顺利，有望成就大型 GPO。截止目前公司已公告的签约医院共 100 多家，并且已在普宁市向器械、耗材延伸，进一步打造 GPO 模式，由此形成对医院、医生、其他医疗机构等医疗资源的切入和掌握，有望持续贡献业绩增长弹性。公司与多个地区的政府签订了战略合作协议，包括青海、云南两省以及广东普宁市、云南普洱市、广西玉林市、深圳宝安区、广东省怀集县等地，未来有望以县、市为单位持续推进药房托管以及 GPO 模式，在当地成立公司或者收购一家公司，将一个区域打包整体来谈，以税收绑定政府，从公司过往签订的战略合作的情况来看，未来三年内高速增长无忧。

### 4、中药材价格底部徘徊，有望贡献业绩弹性

中药材价格近年在底部徘徊，整体市场有望回暖，公司中药材贸易业务有望受益，为公司贡献业绩弹性。中药材价格目前处于长期意义上的价格底部，向下的可能性不大，但是向上的趋势仍然有待明确，我们认为中药材价格有望在今年年底或者明年年初的时候开始反弹。从单个品种来看，近一年内已经有部分品种的价格指数上涨迅速，如当归、太子参等，另有一部分已经出现回暖迹象，从底部有所回升，如三七、党参等。而在长期来看，《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》中规划中药工业总产值占医药工业总产值 30% 以上，下游药企对中药材的需求持续有望增加。我们认为，公司中药材贸易业务短期有望受益于中药材价格的上涨，长期有望受益于政策红利。

### 5、股权激励计划解锁条件划下增速底线，员工持股计划彰显高管信心

公司股权激励计划是向 205 人授予 1,969 万股，而解锁条件是以 2015 年业绩为基准，2016-2018 年扣非后净利润增长分别达到 20%、40%、60%，我们认为以公司目前这么大的利润体量来看，敢于这么设置解锁条件（尤其是 2017 年、2018 年），足以彰显公司内部对公司长期发展的看好，至少给公司未来三年增速划了底线。同时，公司高管积极参与员工持股计划，公司核心人物李建华更是拿出 5000 万参与定增，表现了高管们对公司发展的坚定信心。

### 结论：

公司明确受益于政策红利叠加，已到业绩增速拐点向上的时间点。我们预计公司 2016 年-2018 年 EPS 分别为 0.54、0.72、0.92 元，对应 PE 分别为 36x、27x、21x，鉴于公司上市以来估值水平大部分时间处于 30 倍-45 倍之间波动，目前 16 年对应 PE 处于历史估值区间中游偏下的状态，结合公司业绩增速处于拐点向上的趋势中，未来有望维持 30% 左右的高速增长，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

| 资产负债表           |        |       | 单位:百万元 |       |       |                  |        | 利润表    |        |        |        |  | 单位:百万元 |       |       |       |       |
|-----------------|--------|-------|--------|-------|-------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|--------|-------|-------|-------|-------|
|                 | 2014A  | 2015A | 2016E  | 2017E | 2018E |                  | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |  | 2014A  | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| <b>流动资产合计</b>   | 20654  | 29448 | 30418  | 36677 | 43195 | <b>营业收入</b>      | 15949  | 18067  | 22103  | 26840  | 31936  |  |        |       |       |       |       |
| 货币资金            | 9985   | 15818 | 14367  | 17446 | 20759 | <b>营业成本</b>      | 11768  | 12947  | 15686  | 18930  | 22142  |  |        |       |       |       |       |
| 应收账款            | 2230   | 2550  | 3120   | 3789  | 4508  | 营业税金及附加          | 103    | 197    | 241    | 292    | 348    |  |        |       |       |       |       |
| 其他应收款           | 53     | 78    | 96     | 116   | 138   | 营业费用             | 426    | 499    | 477    | 650    | 929    |  |        |       |       |       |       |
| 预付款项            | 597    | 560   | 514    | 459   | 395   | 管理费用             | 583    | 711    | 870    | 1057   | 1345   |  |        |       |       |       |       |
| 存货              | 7369   | 9795  | 11867  | 14321 | 16750 | 财务费用             | 435    | 449    | 579    | 651    | 782    |  |        |       |       |       |       |
| 其他流动资产          | 194    | 268   | 28     | 28    | 28    | 资产减值损失           | 20.45  | 117.30 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |  |        |       |       |       |       |
| <b>非流动资产合计</b>  | 7226   | 8658  | 9273   | 8912  | 8564  | 公允价值变动收益         | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |  |        |       |       |       |       |
| 长期股权投资          | 333    | 407   | 407    | 407   | 407   | 投资净收益            | 53.04  | 72.15  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |  |        |       |       |       |       |
| 固定资产            | 4311   | 4790  | 5311   | 4856  | 4412  | <b>营业利润</b>      | 2666   | 3218   | 4249   | 5260   | 6392   |  |        |       |       |       |       |
| 无形资产            | 1072   | 1052  | 947    | 842   | 737   | 营业外收入            | 54.85  | 38.51  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |  |        |       |       |       |       |
| 其他非流动资产         | 175    | 1057  | 1057   | 1057  | 1057  | 营业外支出            | 14.04  | 13.79  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |  |        |       |       |       |       |
| <b>资产总计</b>     | 27879  | 38105 | 39691  | 45589 | 51758 | <b>利润总额</b>      | 2707   | 3243   | 4249   | 5260   | 6392   |  |        |       |       |       |       |
| <b>流动负债合计</b>   | 8248   | 13879 | 14212  | 16011 | 19285 | 所得税              | 421    | 486    | 850    | 1052   | 1278   |  |        |       |       |       |       |
| 短期借款            | 3420   | 4620  | 5000   | 6500  | 9500  | <b>净利润</b>       | 2286   | 2756   | 3399   | 4208   | 5113   |  |        |       |       |       |       |
| 应付账款            | 1391   | 1444  | 1726   | 2083  | 2436  | 少数股东损益           | 0      | 0      | 2      | 2      | 3      |  |        |       |       |       |       |
| 预收款项            | 1021   | 948   | 858    | 749   | 620   | 归属母公司净利润         | 2286   | 2757   | 3397   | 4205   | 5111   |  |        |       |       |       |       |
| 一年内到期的非流        | 200    | 5     | 5      | 5     | 5     | EBITDA           | 4414   | 4986   | 5213   | 6272   | 7522   |  |        |       |       |       |       |
| <b>非流动负债合计</b>  | 2913   | 5388  | 7053   | 8652  | 8511  | <b>BPS (元)</b>   | 1.04   | 0.62   | 0.69   | 0.85   | 1.03   |  |        |       |       |       |       |
| 长期借款            | 5      | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>主要财务比率</b>    |        |        |        |        |        |  |        |       |       |       |       |
| 应付债券            | 2496   | 4885  | 4885   | 4885  | 4885  |                  | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |  |        |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>     | 11161  | 19267 | 21265  | 24663 | 27796 | <b>成长能力</b>      |        |        |        |        |        |  |        |       |       |       |       |
| 少数股东权益          | 3      | 73    | 75     | 77    | 80    | 营业收入增长           | 19.39% | 13.28% | 22.34% | 21.43% | 18.99% |  |        |       |       |       |       |
| 实收资本(或股本)       | 2199   | 4397  | 4947   | 4947  | 4947  | 营业利润增长           | 22.35% | 20.68% | 32.04% | 23.79% | 21.53% |  |        |       |       |       |       |
| 资本公积            | 4757   | 3657  | 3657   | 3657  | 3657  | 归属于母公司净利润        | 23.24% | 23.78% | 23.24% | 23.78% | 21.53% |  |        |       |       |       |       |
| 未分配利润           | 5917   | 6584  | 7190   | 7940  | 8852  | <b>获利能力</b>      |        |        |        |        |        |  |        |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权        | 16716  | 18765 | 18351  | 20848 | 23882 | 毛利率(%)           | 26.21% | 28.34% | 29.03% | 29.47% | 30.67% |  |        |       |       |       |       |
| <b>负债和所有者权益</b> | 27879  | 38105 | 39691  | 45589 | 51758 | 净利率(%)           | 14.33% | 15.26% | 15.38% | 15.68% | 16.01% |  |        |       |       |       |       |
| <b>现金流量表</b>    | 单位:百万元 |       |        |       |       | <b>总资产净利润(%)</b> | 8.20%  | 7.23%  | 8.56%  | 9.22%  | 9.87%  |  |        |       |       |       |       |
|                 | 2014A  | 2015A | 2016E  | 2017E | 2018E | ROE(%)           | 13.67% | 14.69% | 18.51% | 20.17% | 21.40% |  |        |       |       |       |       |
| <b>经营活动现金流</b>  | 1132   | 509   | 2140   | 2339  | 3312  | <b>偿债能力</b>      |        |        |        |        |        |  |        |       |       |       |       |
| 净利润             | 2286   | 2756  | 3399   | 4208  | 5113  | 资产负债率(%)         | 40%    | 51%    | 54%    | 54%    | 54%    |  |        |       |       |       |       |
| 折旧摊销            | 1312   | 1319  | 385    | 361   | 349   | 流动比率             | 2.50   | 2.12   | 2.14   | 2.29   | 2.24   |  |        |       |       |       |       |
| 财务费用            | 435    | 449   | 579    | 651   | 782   | 速动比率             | 1.61   | 1.42   | 1.31   | 1.40   | 1.37   |  |        |       |       |       |       |
| 应收账款减少          | 0      | 0     | -570   | -669  | -719  | <b>营运能力</b>      |        |        |        |        |        |  |        |       |       |       |       |
| 预收账款增加          | 0      | 0     | -90    | -109  | -129  | 总资产周转率           | 0.64   | 0.55   | 0.57   | 0.63   | 0.66   |  |        |       |       |       |       |
| <b>投资活动现金流</b>  | -769   | -1444 | 30     | 0     | 0     | 应收账款周转率          | 8      | 8      | 8      | 8      | 8      |  |        |       |       |       |       |
| 公允价值变动收益        | 0      | 0     | 0      | 0     | 0     | 应付账款周转率          | 13.48  | 12.74  | 13.94  | 14.09  | 14.13  |  |        |       |       |       |       |
| 长期股权投资减少        | 0      | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b>   |        |        |        |        |        |  |        |       |       |       |       |
| 投资收益            | 53     | 72    | 0      | 0     | 0     | 每股收益(最新摊薄)       | 1.04   | 0.62   | 0.69   | 0.85   | 1.03   |  |        |       |       |       |       |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 1141   | 6759  | -3621  | 740   | 1     | 每股净现金流(最新)       | 0.68   | 1.32   | -0.29  | 0.62   | 0.67   |  |        |       |       |       |       |
| 应付债券增加          | 0      | 0     | 0      | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊)       | 7.60   | 4.27   | 3.71   | 4.21   | 4.83   |  |        |       |       |       |       |
| 长期借款增加          | 0      | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>估值比率</b>      |        |        |        |        |        |  |        |       |       |       |       |
| 普通股增加           | 0      | 2199  | 550    | 0     | 0     | P/E              | 15.55  | 25.96  | 23.55  | 19.02  | 15.65  |  |        |       |       |       |       |
| 资本公积增加          | 7      | -1099 | 0      | 0     | 0     | P/B              | 2.13   | 3.79   | 4.36   | 3.84   | 3.35   |  |        |       |       |       |       |
| <b>现金净增加额</b>   | 1505   | 5825  | -1451  | 3079  | 3313  | EV/EBITDA        | 7.18   | 13.00  | 14.49  | 11.79  | 9.79   |  |        |       |       |       |       |

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

---

### 缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。