

洗尽铅尘，淡却浮华；时过境迁，再恋康美

——康美药业（600518）深度报告

2016年08月29日

强烈推荐/维持

康美药业 深度报告

报告摘要：

近期，我们对康美药业进行了深度的跟踪与研究，认为作为中药行业传统龙头白马，近两年公司发生的巨大变化并未被完全认知，其潜在的投资价值尚未被完全挖掘。我们对康美各项业务进行全方位的跟踪与分析，认为康美是一个“进可攻，退可守”的优质标的，未来既有稳健的 20-25% 估值切换收益，也有提业绩、提估值的其他看点：

- **从公司历史估值角度来看**，在 13 年底至 15 年初这个阶段，公司经历了历史最低估值，PE(TTM) 达到 16.1x 出头，其主要原因是当时公司净利润增速逐渐从 40% 以上下降逐渐下降到 2014 年的 20% 以上，同时，市场对公司的认知也一直是一个中药材贸易公司，当时市场的环境导致资金对于这样的公司极为不偏好。但从现在的市场环境考虑，预期投资收益率整体下降，公司未来能保障 20% 的业绩增速（有股权激励解锁条件划下底线），目前 PEG 接近 1，估值非常合理，下跌空间不大。
- **从收入拆分的角度来看**，市场上对公司的认知一直停留在“中药材贸易公司”，但事实上其毛利占比已从 13 年的 59.71% 下降到了 15 年的 27.97%，未来几年 20% 以上的业绩增速主要来自于受智慧药房拉动的中药饮片业务、药房托管带来的药品贸易业务、直销拉动的保健食品业务，中药材贸易业务占比逐年下降，不同的业务应根据其成长性与持续性给予不同的估值，我们认为，公司目前估值合理，下跌空间不大，且在估值切换时存在 20-25% 以上的市值空间。
- **从公司未来弹性的角度来看**，智慧药房的推进速度有望超预期，在 2017 年较大可能性带来超出我们纳入盈利预测内的中药饮片增量收入；中药材价格一直在底部徘徊，未来有望上涨拉动公司业绩增长；康美 E 药谷运营势头正好，日均成交额达 20 亿以上，未来有望发展成期货交易平台，带来估值与业绩的巨大提升；互联网布局方面，公司踏实地布局大数据、医药电商平台、网络医院平台、健康管理等等，未来有望贡献弹性。

投资建议：我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.69、0.86、1.05，对应 PE 为 23x、19x、15x。公司“进可攻，退可守”，存在稳健的 20-25% 的估值切换收益，并且未来看点颇多，存在业绩弹性，我们给予公司 2017 年 25 倍的估值，对应目标价为 21.5 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：智慧药房推进不达预期；中药材价格波动

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	15,949.1	18,066.8	22,363.1	27,108.5	32,541.1
增长率(%)	19.39%	13.28%	23.78%	21.22%	20.04%
净利润(百万元)	2,285.89	2,756.46	3,433.21	4,253.91	5,208.74
增长率(%)	21.56%	20.59%	24.55%	23.90%	22.45%
净资产收益率(%)	13.67%	14.69%	18.69%	20.36%	21.71%
每股收益(元)	1.04	0.62	0.69	0.86	1.05
PE	15.55	25.96	23.30	18.81	15.36
PB	2.13	3.79	4.35	3.83	3.33

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

缪牧一

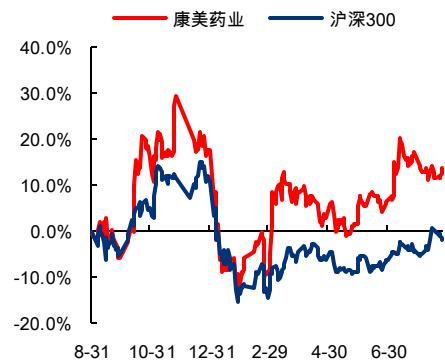
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	16.17-13.61
总市值(亿元)	799.97
流通市值(亿元)	711.06
总股本/流通 A 股(万股)	494722/439743
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.82

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《康美药业（600518）2016年中报点评：业绩稳健增长，未来看点颇多》2016-08-29

目 录

前言：论业绩成长与估值迁移——我们为什么看好康美？	4
1. 深耕行业十余年，成就中医药龙头	8
1.1 细数前世今生，康美极具前瞻性的管理层	8
1.2 股东、高管全面增持，员工持股结合股权激励，彰显内部强烈信心	11
1.3 多项业务齐头并进，不再是单纯的中药材贸易公司	13
2. 以中医药全产业链为核心，全面拥抱互联网	15
2.1 布局中医药全产业链的行业龙头	15
2.1.1 上游：形成供应链管理，降低原材料价格波动风险	16
2.1.2 中游：掌握中药材交易市场，参与制定行业标准，推出中药材价格指数，助力中药材贸易业务，成就中药饮片龙头，布局保健品行业。	19
2.1.3 下游：全方位多层次的营销网络体系	29
2.2 互联网机遇助康美腾飞	33
2.2.1 B2B 大宗交易平台康美 e 药谷	35
2.2.2 B2C 电商平台康美健康商城	39
2.2.3 O2O 模式智慧药房	40
2.2.4 打造网络医院平台	47
3. 盈利预测及估值	49
4. 风险提示	49

表格目录

表 1:公司 2015 年-2016 年各项业务收入、毛利详细拆分(亿)	5
表 2:公司各项主要业务对应市值	7
表 3: 公司直接融资历年情况(百万元)	10
表 4: 公司高层增持情况	12
表 5:激励对象及授予情况	13
表 6:《中药材保护和发展规划(2015-2020 年)》具体专项	17
表 7: 全国 17 大中药材交易市场相关信息(2014 年)	20
表 8: 国家级重要商品价格指数	21
表 9: 公司中药饮片生产基地产能及产量	26
表 10: 天江药业生产基地及产能	27
表 11: 美国 6 大 GPO 采购组织	30
表 12: 公司已落地的药房托管\GPO 模式相关公告	31
表 13: 公司收购医院事项	32
表 14: 公司 2015 年以来达成的合作协议	33
表 15: e 药谷主要业务	35
表 16: 康美 e 药谷 2015 年全年运营情况	37
表 17: 公司盈利预测表	50

插图目录

图 1:康美 5 年 PE Band (TTM)	6
图 2: 公司战略发展历程结合股价复权复盘图	9
图 3: 公司融资情况结合股价复权复盘图	10
图 4: 公司股权架构及主营业务	11
图 5:公司 2007-2015 年营业收入及增速	14
图 6: 公司 2007-2015 年归母净利润及增速	14
图 7:公司 2007-2015 年营业收入构成比例	15
图 8:公司 2007-2015 年毛利构成比例	15
图 9: 公司中医药全产业链布局情况	16
图 10:康美·中国中药材价格指数 (2013-05 至今)	22
图 11:综合 200 价格指数 (2011-01 至今)	22
图 12:当归日指数 (2013-05 至今)	22
图 13: 太子参日指数 (2013-05 至今)	22
图 14: 三七日指数 (2013-05 至今)	23
图 15: 党参日指数 (2013-05 至今)	23
图 16: 中药饮片行业 2011-2014 营业收入总额及增速	23
图 17: 中药饮片行业 2011-2014 利润总额及增速	23
图 18: 公司主要中药饮片生产基地分布及产能	25
图 19: 麦金利产品	28
图 20: 美国 GPO 供应商遴选流程	30
图 21:e 药谷运营模式	36
图 22: 康美 e 药谷部分品种单日交易情况	38
图 23: 智慧药房运营模式	40
图 24: 智慧药房实地调研照片 (已经接近全自动的智慧药房管理系统)	41
图 25: 智慧药房三年规划 (预计量, 非实际量, 会根据实际情况调整)	42
图 26: 医患双方痛点	43
图 27: 传统模式及智慧药房的就医流程对比	44
图 28: 康美智慧药房的优势	47
图 29: 康美网络医院平台首页	48

前言：论业绩成长与估值迁移——我们为什么看好康美？

从 2013 年到 2016 年，康美的营业收入从 133.59 亿增长到今年预期的 220 亿以上，净利润也从 18.80 亿增长到今年预期的 34 亿，市场对康美的认知却始终停留在三年前：一个做中药材贸易的公司。诚然，中药材贸易业务为公司过去飞速发展作出了不可磨灭的贡献，尤其在 2010 年至 2013 年间，中药材贸易带来的营业收入从 13.28 亿增长到了 80.92 亿，是公司业绩高速增长的发动机。

但是，自 2013 年至今，随着中药材价格逐渐走入底部，公司中药材贸易业务连续两年萎缩，营业收入占比已经从 2013 年的 60.04% 下降到了 2015 年的 33.37%，毛利占比更是从 2013 年的 59.71% 下降到了 2015 年的 27.97%，在可以预见的未来中药材贸易业务占比将进一步减少，康美药业已然不再是市场所熟知的那个单纯的“中药材贸易公司”。

对于公司未来的成长性，我们怎么看？

先来看公司股权激励计划。公司向 205 人授予 1,969 万股，而解锁条件是以 2015 年业绩为基准，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了。同时，公司高管积极参与员工持股计划，公司核心高管李建华更是拿出 5000 万参与定增，表现了高管们对公司发展的坚定信心。

从另一个角度来看，我们是怎么拆分公司业绩的？

从公司业务来看，目前主要有四大板块值得关注（括号内为 2015 年数据）：

- ◆ 中药材贸易（营业收入 60.29 亿元，占比 33.37%，毛利 14.32 亿元，占比 27.97%），在我们的预测未来中药材贸易业务基本保持平稳，因为中药材涨价的时间点、幅度都难以把握，暂时不把不确定性高的计算在内。
- ◆ 中药饮片（营业收入 37.20 亿元，占比 20.59%，毛利 13.15 亿元，占比 25.67%），我们收入拆分中预计公司原有饮片业务基本保持行业增速 15%，同时智慧药房业务迅速推进，拉动中药饮片销售，我们预计智慧药房将在 16 年带来 6 亿左右收入，17 年带来 14.4 亿左右收入。
- ◆ 药品贸易（营业收入 53.95 亿元，占比 29.86%，毛利 14.34 亿元，占比 28.00%），主要来自于药房托管。公司药房托管的思路独特，在当地成立子公司，将一个区域打包整体来谈，以税收为突破口与政府进行深度合作，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。
- ◆ 保健食品（营业收入 8.18 亿，占比 4.53%，毛利 3.67 亿元，占比 7.17%），主要来自于直销渠道的放量，同时收购麦金利丰富产品线，未来几年将维持高速增长。

表 1: 公司 2015 年-2016 年各项业务收入、毛利详细拆分 (亿)

	2015A	2016E	2017E
中药版块			
中药材贸易: 收入 (占比)	60.28 (33.36%)	63.29 (28.30%)	66.46 (24.52%)
增速	-15.82%	5.00%	5.00%
毛利 (占比)	14.32 (27.96%)	14.56 (22.75%)	15.29 (19.35%)
中药饮片: 收入 (占比)	37.20 (20.59%)	49.00 (21.91%)	63.60 (23.46%)
增速	32.86%	31.72%	29.80%
毛利 (占比)	13.14 (25.67%)	17.64 (27.56%)	22.90 (28.98%)
西药版块			
药品贸易: 收入 (占比)	53.95 (29.86%)	75.00 (33.54%)	96.00 (35.41%)
增速	40.00%	39.02%	28.00%
毛利 (占比)	14.33 (28.00%)	19.93 (31.14%)	25.51 (32.29%)
自产药品: 收入 (占比)	2.04 (1.13%)	2.14 (0.96%)	2.25 (0.83%)
增速	-6.85%	5.00%	5.00%
毛利 (占比)	0.43 (0.83%)	0.45 (0.70%)	0.47 (0.60%)
医疗器械: 收入 (占比)	5.94 (3.29%)	7.43 (3.32%)	8.91 (3.29%)
增速	36.24%	25.00%	20.00%
毛利 (占比)	1.23 (2.41%)	1.54 (2.41%)	1.85 (2.34%)
保健食品版块			
保健食品: 收入 (占比)	8.19 (4.53%)	13.50 (6.04%)	21.03 (7.22%)
增速		77.05%	45.00%
毛利 (占比)	3.67 (7.17%)	6.50 (9.45%)	9.42 (11.10%)
食品: 收入 (占比)	5.89 (3.26%)	6.18 (2.77%)	6.49 (2.40%)
增速		5.00%	5.00%
毛利 (占比)	0.04 (0.08%)	0.09 (0.14%)	0.10 (0.12%)
物业管理版块			
物业管理: 收入 (占比)	6.45 (3.57%)	7.10 (3.17%)	7.11 (2.88%)
增速	1.57%	5.00%	5.00%
毛利 (占比)	3.40 (6.65%)	3.74 (5.85%)	3.75 (5.21%)
收入合计	180.67	223.64	271.09
增速	13.28%	23.78%	21.43%
毛利合计	51.20	64.00	79.00
增速	22.16%	25.01%	23.43%

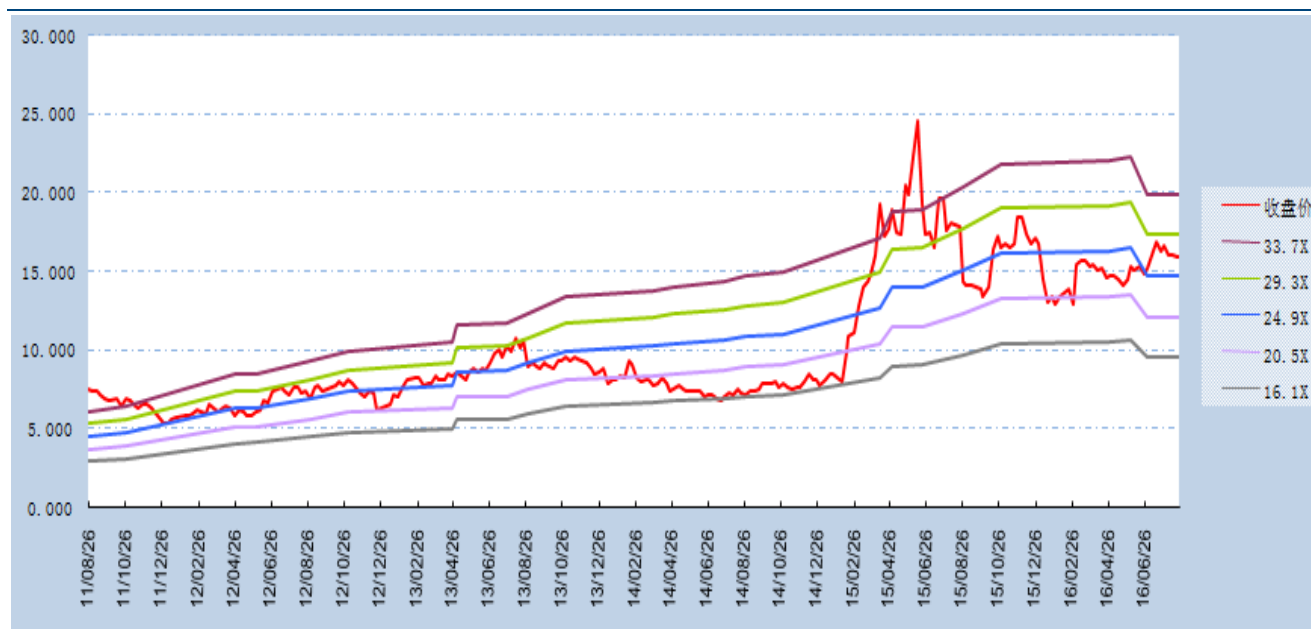
资料来源: 东兴证券研究所

上文我们已经讲述了康美已经不再是个单纯的“中药材贸易”公司了，那康美的合理估值到底是多少？

从公司过去 5 年的历史估值来看，主要有三个阶段：

- ◆ 在 11 年底至 13 年底这段时间，公司的 PE (TTM) 一直保持在 20.5x-29.3x 之间，大部分时间都处于 24.9x 附近，当时公司可以说是以中药材贸易业务为主的公司，市场给予公司如此高估值主要是因为 10-13 年间公司净利润增速一直保持在 40% 以上。
- ◆ 在 13 年底至 15 年初这个阶段，公司经历了历史最低估值，从 24.9x 左右逐渐下降到 16.1x 出头，其主要原因是当时公司净利润增速逐渐从 4 字辈下降到 2013 年的 3 字辈乃至 2014 年的 2 字辈，同时，市场对公司的认知也一直是一个中药材贸易公司，当时市场的环境导致资金对于这样的公司极为不偏好。
- ◆ 15 年的那波大牛市让公司的估值在近 5 年内达到顶峰，股灾后公司估值基本回复到了 11 年底至 13 年底的情况，保持在 20.5x-29.x 之间波动。

图 1:康美 5 年 PE Band (TTM)



资料来源：东兴证券研究所

那么，问题来了，康美现在未来几年内净利润增速预计在 20-25% 之间的情况下，是否还会有较大的下跌空间，回到 13 年底至 15 年初的估值？

我们认为，应该是不太可能的。首先，在中国经济增长放缓，2016 年 GDP 增速下降至 6.7% 的情况下，预期投资收益率整体下降，按公司 PE (2016) 来看，公司目前 PE 为 23x 左右 (非 TTM)，未来几年的复合增速能达到 20% 以上，PEG 接近 1 是非常合理的。其次，不同的业务应根据其生长性及可持续性给予不同的估值，我们给予

各项业务较为合理的净利率水平以及我们认为的合理估值, 我们认为公司目前的市值是较为合理的, 而在 2017 年公司的合理市值将为 1000 亿左右, 换句话说, 在估值切换的时候公司距离现价有 20-25% 的涨幅空间: 其中, 中药材贸易我们给予 13 倍估值; 中药饮片由于行业的景气度较高、公司智慧药房承接外流处方的“新模式”估值溢价, 我们给予 33 倍估值; 药品贸易、医疗器械业务未来三年将保持较高的增速, 打包区域内所有的公立医院做供应链管理, 未来有向 GPO 发展的潜在可能性, 我们给予 25 倍估值; 保健食品, 仍维持超高增速, 但因市场或对公司直销模式所带来的成长性及天花板存疑, 暂时给予 20 倍估值; 物业管理给予 15 倍估值。

表 2: 公司各项主要业务对应市值

	净利率水平	估值倍数	16 年净利润	17 年净利润	16 年对应市值	17 年对应市值
中药材贸易	15%	15.00	9.49	9.97	142.41	149.53
中药饮片	23%	33.00	11.27	14.63	371.91	482.72
药品贸易	12%	25.00	9.00	11.52	225.00	288.00
医疗器械	8%	25.00	0.59	0.71	14.85	17.82
保健食品	17%	20.00	2.30	3.33	45.90	66.56
物业管理	20%	15.00	1.42	1.56	21.29	23.41
合计			34.07	41.72	821.36	1028.04

资料来源: 东兴证券研究所

同时, 公司现有业务中还存在直接大幅影响公司业绩、估值的超预期可能性:

- ◆ **智慧药房:** 智慧药房今年 4 月份时日处理处方才 4500 张左右, 目前已经达到 12000 张左右了, 放量极为迅速, 年底达到 30000 张的日处方量问题不大。鉴于我们此前在论述公司下方的业绩支撑, 给出的 14.4 亿的中药饮片业务的增量收入较为保守, 是以明年日平均处理 30000 张处方, 单张金额 160 元, 运营 300 天计算的。而实际上, 明年全年的日均处理处方量极有可能超出我们的计算, 若以 50000 张计算, 明年则可以达到 24 亿的增量收入。以深圳中医院为例, 公司过去只占中药饮片份额的 10%, 因为智慧药房的进入, 现在已占其中药饮片份额的 40-50%, 智慧药房拉动饮片效率的效果可见一斑。
- ◆ **中药材贸易:** 中药材价格在底部徘徊已久, 目前指数出现上扬的状态, 太子参、水蛭等品种已经大幅上涨, 未来有望随着中药材价格回暖增厚公司业绩。
- ◆ **期货交易平台:** 公司中药材现货交易平台康美 e 药谷, 已有 12 万会员, 含 700 药企, 其 2015 年成交额已破 5000 亿, 实物交割达 210 万吨。目前暂因平台推广而免除了大部分手续费, 未来有望向期货交易平台发展, 贡献巨大利润。
- ◆ **互联网布局:** 虽然市场环境不好, 公司互联网估值没有体现, 但公司确实在踏实地布局, 大数据、医药电商平台、网络医院平台、健康管理等等, 未来有望贡献弹性。

我们认为, 公司是“进可攻, 退可守”的优质标的, 未来既有稳健的 20-25% 估值切换收益, 也有提业绩、提估值的其他看点, 建议投资者配置康美!

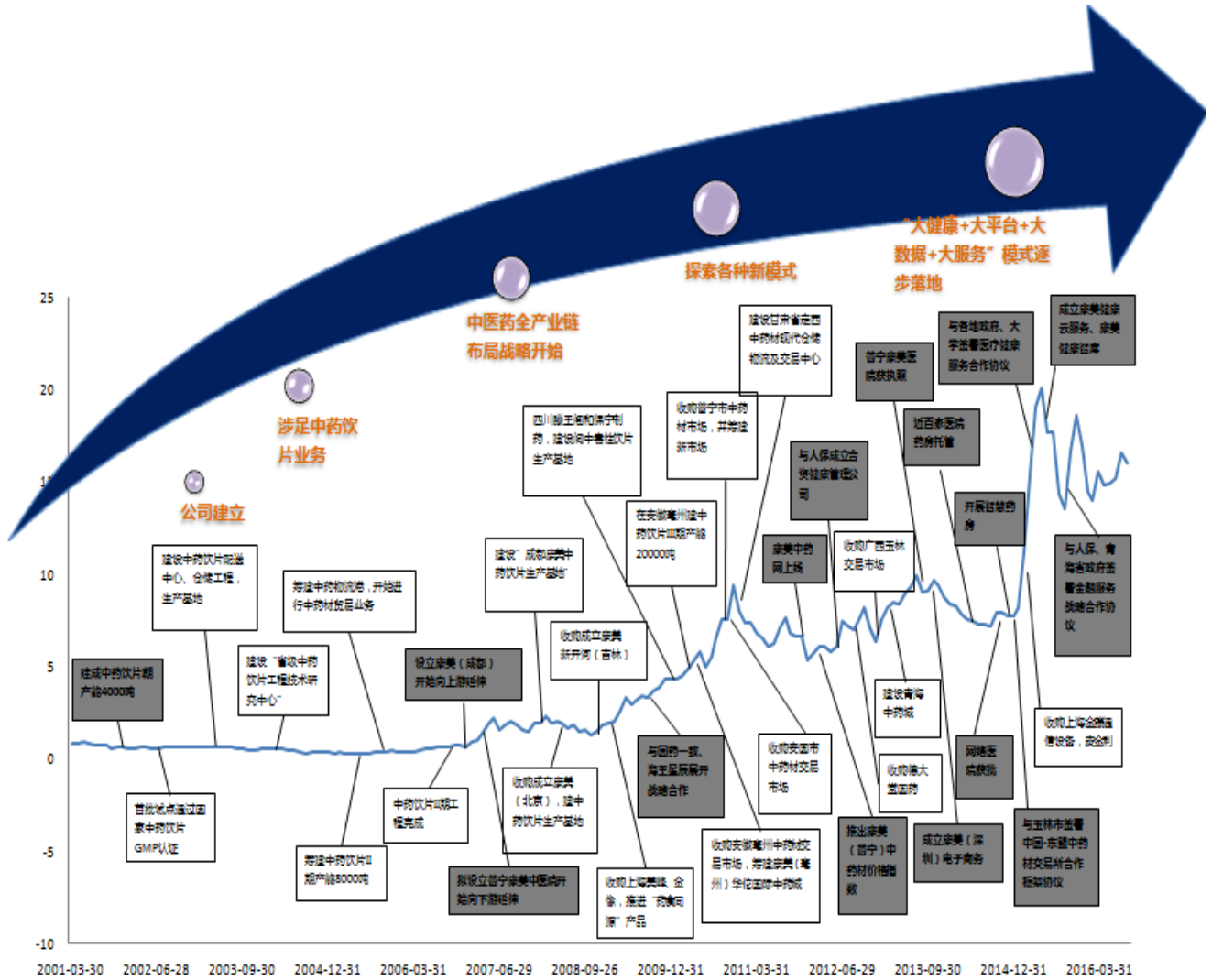
1. 深耕行业十余年，成就中医药龙头

1.1 细数前世今生，康美极具前瞻性的管理层

康美药业，以中医药全产业链布局为核心基础，涉足医药分开、互联网+、康复养老、慢病管理、金融等诸多热点，并取得了相当可观的进展。纵观康美发展历程，公司管理层战略眼光极为出色，可谓“一步先，步步先，五年即拐点”：

- ◆ **1997年：公司建立。**公司由马兴田先生创立于广东省普宁市，2001年以化药企业身份在上交所挂牌上市。
- ◆ **2002年：涉足中药饮片。**公司借由资本市场融资优势及公司所在地粤东的中药材优势，在中药饮片市道低迷，政策因素尚不明朗的情况下，开始涉足中药饮片生产领域，陆续斥巨资建成了一个目前国内规模最大的实现中药饮片产业化、规模化生产的大型现代中药饮片产业化示范基地。公司借2003年非典爆发的历史机遇快速发展，在2005年公司中药饮片业务已位列全国之首，在短短三年之间，从一名“涉足者”摇身一变成了国内中药饮片行业的“领跑者”。2006年公司开始筹建中药物流港，并利用普宁中药材市场的地理优势，开始进行中药材贸易业务。
- ◆ **2007年：全产业链布局。**在02年涉足中药饮片、06年进入中药材贸易业务后，借由对行业的深入了解，公司于2007年开始向中医药全产业链布局，上游掌握资源型中药材的种植，中游拓展中药材贸易，生产加工中药饮片、中成药、滋补品、药食同源的健康食品，下游涉足终端销售及中医医疗服务。公司大力推进并购步伐，继续拓展中药饮片产能，收购安徽亳州中药材市场、普宁市中药材市场、安国市中药材交易市场、广西玉林中药材市场，并建设了覆盖北京、上海、吉林、甘肃、四川、云南、广东、福建等地共计30多个仓储物流中心，与国药一致、海王星辰签署中医药战略合作协议进入连锁药店，又推出康美·中国中药材价格指数并制定中药饮片等级分类，逐渐奠定公司行业绝对龙头地位。
- ◆ **2012年：立足中药全产业链，尝试新模式。**公司管理层逐渐意识到互联网对传统模式的改变，康美中药网于2011年11月上线，搭建线上交易平台，形成大数据平台雏形。2012年公司与人保合作，设立合资健康管理公司，开拓直销渠道。公司近年与政府、大学、企业分别签署战略合作协议，完善战略布局，包括青海省政府、广东怀集县、普宁市、深圳市宝安区、云南普洱市、广西玉林市、辽宁本溪市、吉林梅河口市、通化县、辽宁中医药大学、广州中医药大学、青海大学、友搏药业、星河控股、中恒集团等。公司更是借医改之风，拓展药房托管业务，并全面打造“大健康+大平台+大数据+大服务”体系的“互联网+”中医药全产业链企业，首创智慧药房。

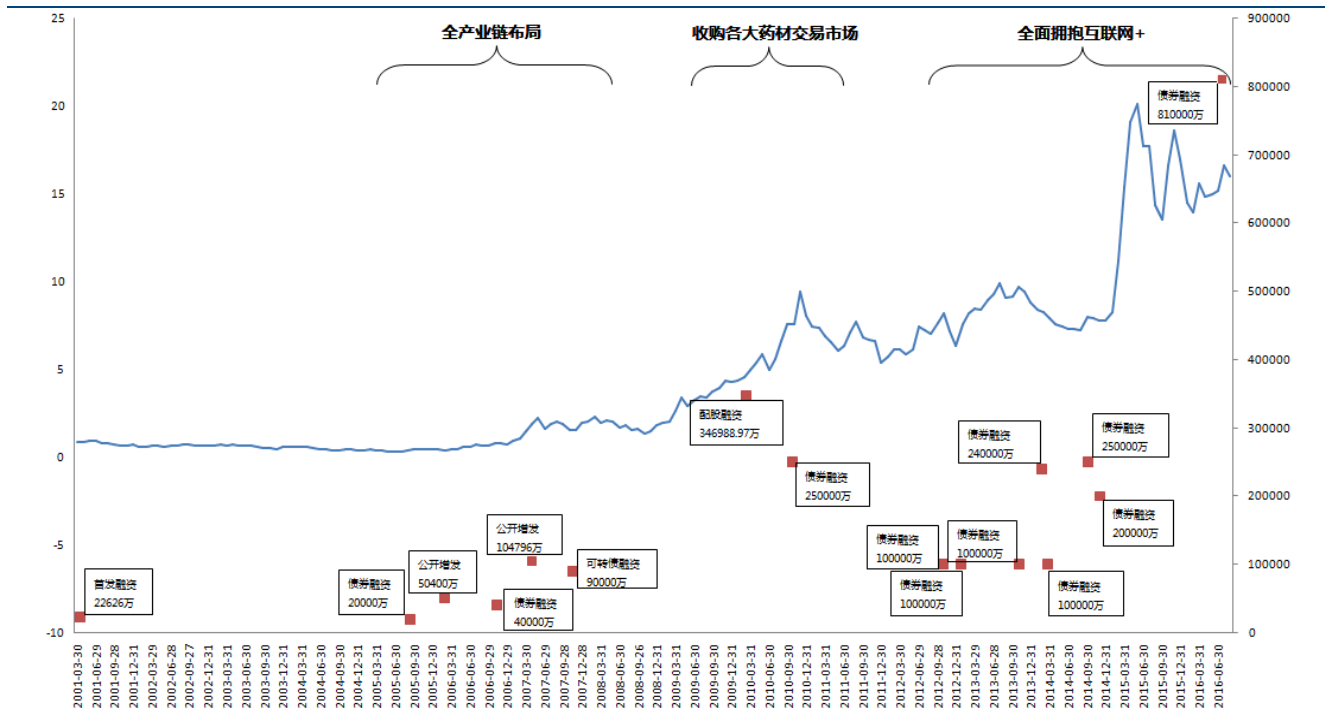
图 2：公司战略发展历程结合股价复盘复盘图



资料来源：东兴证券研究所

公司上市 15 年，已完成融资 16 次，合计融资总额达 282.5 亿元，已经落地的新一轮定增更是达 81 亿元。从时间上来看，较为集中的是 07-08 年、10-11 年、13-15 年三个阶段，也恰恰是公司战略发展的三个重要节点：开始全产业链布局、收购各大药材交易市场并完善产业链布局、全面拥抱互联网+。管理层极为善于利用资本市场融资优势发展自身，这点在医药行业内是较为罕见的，也是公司于 07 至 13 年短短 6 年间基本完成线下中医药全产业链布局的重要因素。我们看好公司管理层的战略眼光和执行能力，看好公司长期发展。

图 3：公司融资情况结合股价复权复盘图



资料来源：东兴证券研究所

表 3：公司直接融资历年情况（百万元）

年度	融资方式	募资总额(万元)
2016年	定向增发	810,000.00
2015年	其他债券	200,000.00
2015年	其他债券	100,000.00
2015年	其他债券	240,000.00
2015年	其他债券	250,000.00
2014年	其他债券	100,000.00
2013年	其他债券	100,000.00
2013年	其他债券	100,000.00
2011年	其他债券	250,000.00
2010年	配股	346,988.97
2008年	可转债	90,000.00
2007年	公开增发	104,796.00
2007年	其他债券	40,000.00
2006年	公开增发	50,400.00
2005年	其他债券	20,000.00
2001年	首发	22,626.00
	合计	2824810.97

资料来源：东兴证券研究所

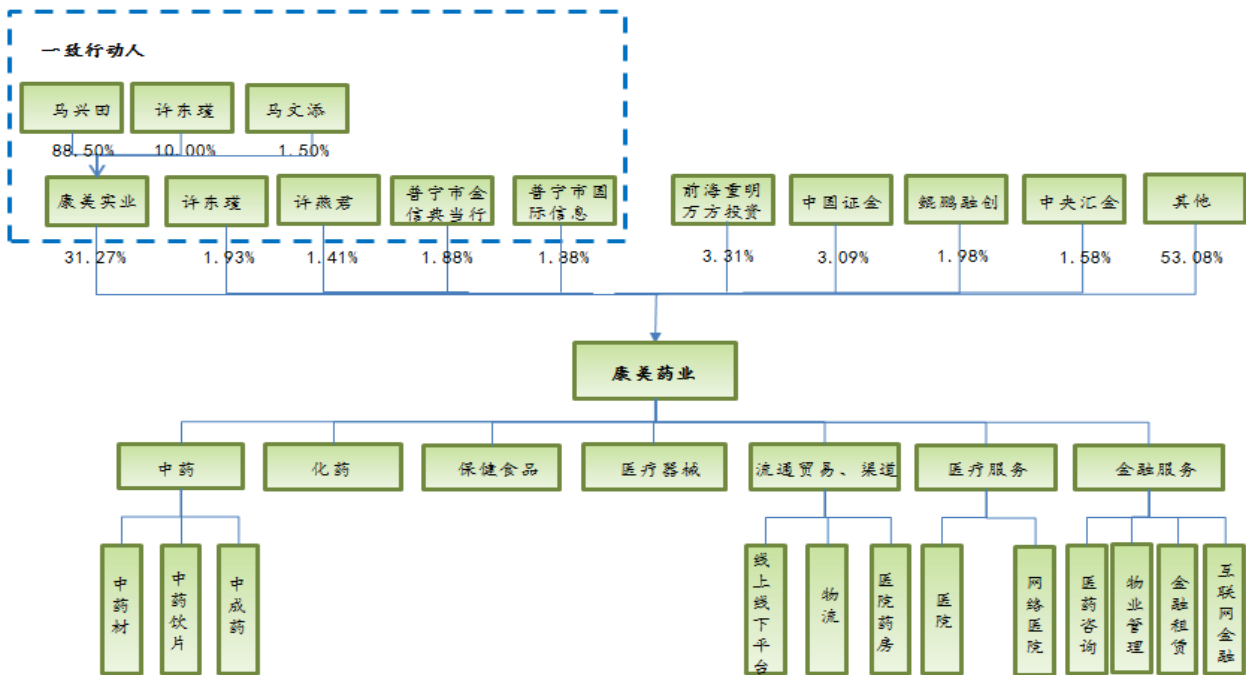
1.2 股东、高管全面增持, 员工持股结合股权激励, 彰显内部强烈信心

公司股权结构较为集中, 公司控股股东康美实业 (马兴田、其妻许冬瑾、其子马文添持有康美实业 100% 股权)、许冬瑾、许燕君、普宁市金信典当行 (康美实业持股 30%、马兴田持股 15%、普宁市国际信息咨询持股 25%)、普宁市国际信息咨询服务服务有限公司 (许冬瑾控股 60.76%) 为一致行动人, 合计持有公司 38.37% 的股份, 马兴田为公司实际控制人。

自股灾以来, 大股东、高管增持不断。其中, 大股东近期通过定增增持 32 亿; 一致行动人增持、董高监增持、员工持股计划, 合计增持金额达 3.07 亿元, 彰显了公司高层对于公司长期发展的一致看好:

- ◆ **实际控制人大比例认购+员工持股计划:** 公司 2016 年 6 月 27 日完成定增, 15.28 元/股, 募集资金 81 亿。其中, 大股东康美实业认购 32 亿, 公司 7 名高管通过员工持股计划合计出资 1 亿元。实际控制人马兴田先生及其一致行动人在此轮定增中共计认购 32.15 亿 (许冬瑾认购员工持股计划 1500 万), 占此轮定增 39.69%, 大比例变相增持, 彰显实际控制人对公司未来发展的强烈信心。
- ◆ **控股股东一致行动人增持:** 2015 年 6 月 29 日, 公司控股股东一致行动人许冬瑾女士通过信托计划增持金额 8130 万元, 占总股本的 0.09%, 增持均价为 16.29 元。
- ◆ **董高监增持:** 2015 年 7 月 14 日至 7 月 21 日, 公司部分董事、监事、高级管理人员共计 9 人合计增持金额共计约 1.25 亿元, 增持价格为 19.02-20.20 元不等。

图 4: 公司股权架构及主营业务



资料来源: 东兴证券研究所

表 4：公司高层增持情况

姓名	职务	增持股数	增持金额（万元）	增持均价	增持方式	增持完成时间
马兴田	董事长、总经理	1,000,000	1,928.42	19.28	个人证券帐户	2015.7.21
许冬瑾	副董事长、副总经理	4,990,020	8,130.00	16.29	信托计划	2015.7.21
		5,000,000	10,100.00	20.20	信托计划	2015.6.29
		981,675	1,500.00	15.28	员工持股计划	2016.6.27
邱锡伟	董事、副总经理、董秘	50,000	95.75	19.15	个人证券帐户	2015.7.21
		654,450	1,000.00	15.28	员工持股计划	2016.6.27
林国雄	副总经理	50,000	95.30	19.06	个人证券帐户	2015.7.21
		654,450	1,000.00	15.28	员工持股计划	2016.6.27
李建华	副总经理	50,000	95.35	19.07	个人证券帐户	2015.7.21
		3,232,062	5,000.00	15.28	员工持股计划	2016.6.27
韩中伟	副总经理	327,225	500.00	15.28	员工持股计划	2016.6.27
王敏	总经理助理	30,000	57.60	19.20	个人证券帐户	2015.7.21
		327,225	500.00	15.28	员工持股计划	2016.6.27
彭钦	总经理助理	30,000	57.06	19.02	个人证券帐户	2015.7.21
庄义清	财务总监	30,000	57.42	19.14	个人证券帐户	2015.7.21
		327,225	500.00	15.28	员工持股计划	2016.6.27
温少生	职工监事	30,000	57.45	19.15	个人证券帐户	2015.7.21
合计		17,764,332	30,674.35			

资料来源：东兴证券研究所

此外，公司于 2016 年 4 月 26 日完成第一期股权激励计划的授予，共向 205 人授予 1,969 万股，此次股权激励计划的解锁条件是以 2015 年业绩为基准，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，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。

表 5:激励对象及授予情况

姓名	职位	获授股票数量（万股）	占授予总量比例
邱锡伟	董事、副总经理、董事 会秘书	55	2.79%
李建华	副总经理	55	2.79%
林国雄	副总经理	55	2.79%
朝中伟	副总经理	55	2.79%
李石	董事	40	2.03%
庄义清	财务总监	35	1.78%
马汉耀	董事	30	1.52%
林大浩	董事	30	1.52%
王敏	总经理助理	30	1.52%
核心技术（业务）骨干共 196 人		1584	80.45%
合计		1969	100%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.3 多项业务齐头并进，不再是单纯的中药材贸易公司

自公司 2007 年展开中医药全产业链布局以来，公司收入端及归母净利润端均保持着可观的增长，2007 年至 2015 年收入端的年复合增长率为 39.03%，而归母净利润端的年复合增长率为 44.37%。其中，公司 2015 年实现收入 180.67 亿，同比增长 13.28%，实现归母净利润 27.58 亿，同比增长 20.56%，在公司体量这么大的情况下仍然实现了归母净利润 20%以上的增速。

公司业务可以分为四大业务九个小点，其中，中药材贸易业务的毛利占比已经由 2013 年的 59.71%下降到了 2015 年的 27.97%，而其他各项业务通过渠道的扩张发展迅速，中药饮片、药品贸易、保健食品、医疗器械均保持着高速增长。我们认为，仅仅从现在的毛利构成来看，中药材贸易业务已经只能说是公司业务的一个重要组成部分，公司不再是市场所认知的单纯的“中药材贸易公司”，同时，公司积极探索新模式新业务，智慧药房、GPO 模式、中药材线上交易平台、医疗服务上的探索等等层出不穷，有望在未来贡献增量业绩。

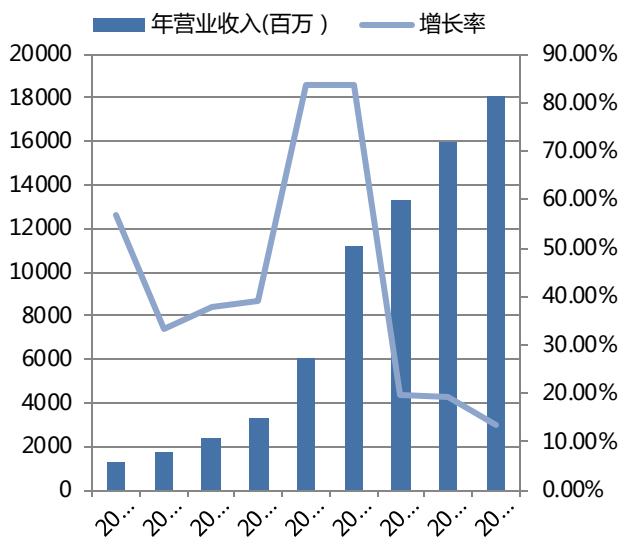
分主要业务来看：

- ◆ 中药业务板块：1、中药饮片：2015 年实现收入 37.20 亿元，同比增长 32.89%，毛利率增加 0.86 个百分点。公司 2015 年在中药饮片生产管理服务体系上突破了技术瓶颈，产能大幅提高，为智慧药房未来持续推动中药饮片的销售做好了准备。有望在药房托管和智慧药房模式逐渐推广带来的渠道优势下进一步放量；2、中药材贸易：实现收入 60.28 亿元，同比下降 15.82%，毛利率下降 0.52 个百分点。收入体量下降主要受到中药材价格下行影响，我们预计公司中药材贸易业务今年将随着中药材价格上涨企稳回升，明年有望贡献较大业绩弹性。
- ◆ 西药：1、自产药品：实现收入 2.04 亿元，同比下降 7.11%，毛利率增加 2.00 个

百分点。未来预计基本保持稳定。**2、药品贸易：实现收入 53.95 亿元，同比增长 42.89%，毛利率增加 2.18 个百分点。**主要受到公司医院运营和药房托管项目持续推进，截止 2015 年底，公司托管药房超 100 家，而目前签约医院已达 110 家，未来有望保持高速增长。**3、医疗器械：实现收入 5.94 亿元，同比增长 36.15%，毛利率下降 1.66 个百分点。**

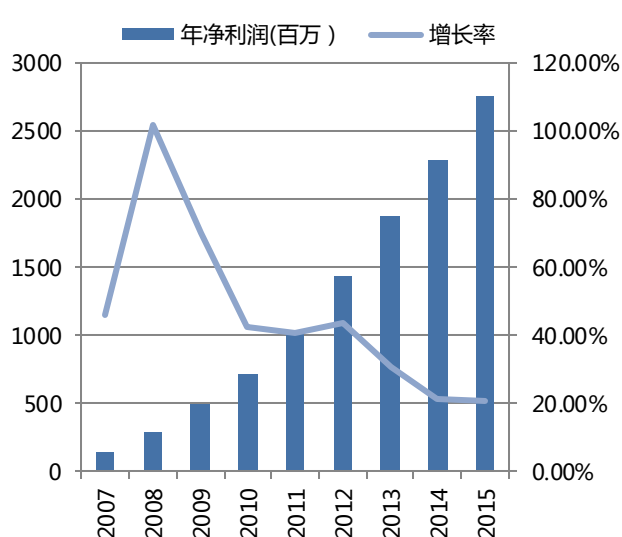
- ◆ **保健食品：1、保健食品：实现收入 8.19 亿元，同比增长 102.45%，毛利率增加 1.37 个百分点。2、食品：实现收入 5.89 亿元，同比增长 23.91%，毛利率增加 3.81 个百分点。**受到公司直销模式及其他多个渠道的共同推动，保健食品及食品业务板块增长迅速。未来公司直销业务将利用“互联网+”思维将直销、电商、连锁三大商业模式有机融合，搭建一个多元化创业平台，继续拉动此板块业务快速成长。
- ◆ **物业租赁：实现收入 6.45 亿元，同比增长 1.44%，毛利率增加 24.53 个百分点。**公司在亳州、普宁、青海等地的项目已经逐渐建成，预计能保持稳定增长，同时因为过去给客户为期两年的租赁优惠，整体毛利率将逐渐提高，预计未来将贡献一定的业绩弹性。

图 5: 公司 2007-2015 年营业收入及增速

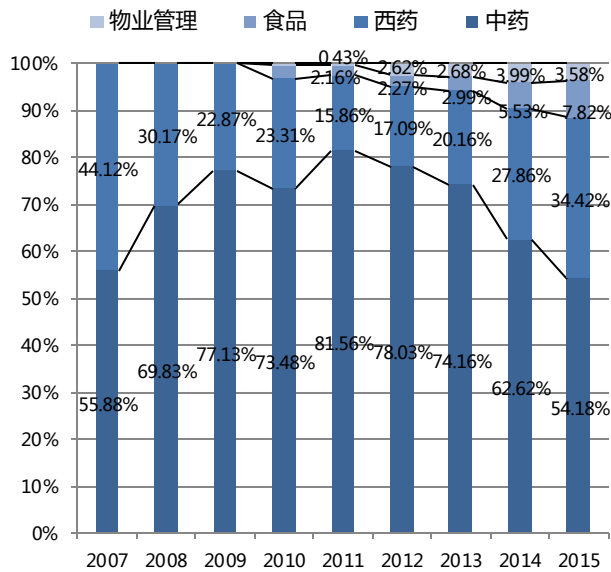


资料来源：公司年报、东兴证券研究所

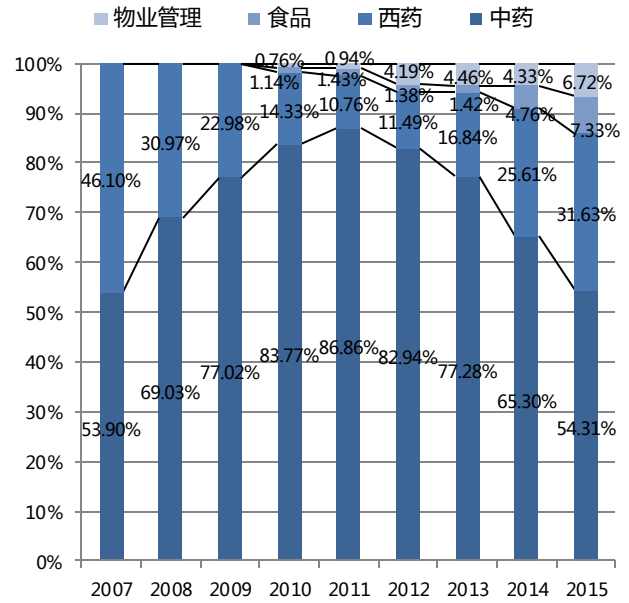
图 6: 公司 2007-2015 年归母净利润及增速



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图 7: 公司 2007-2015 年营业收入构成比例


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 8: 公司 2007-2015 年毛利构成比例


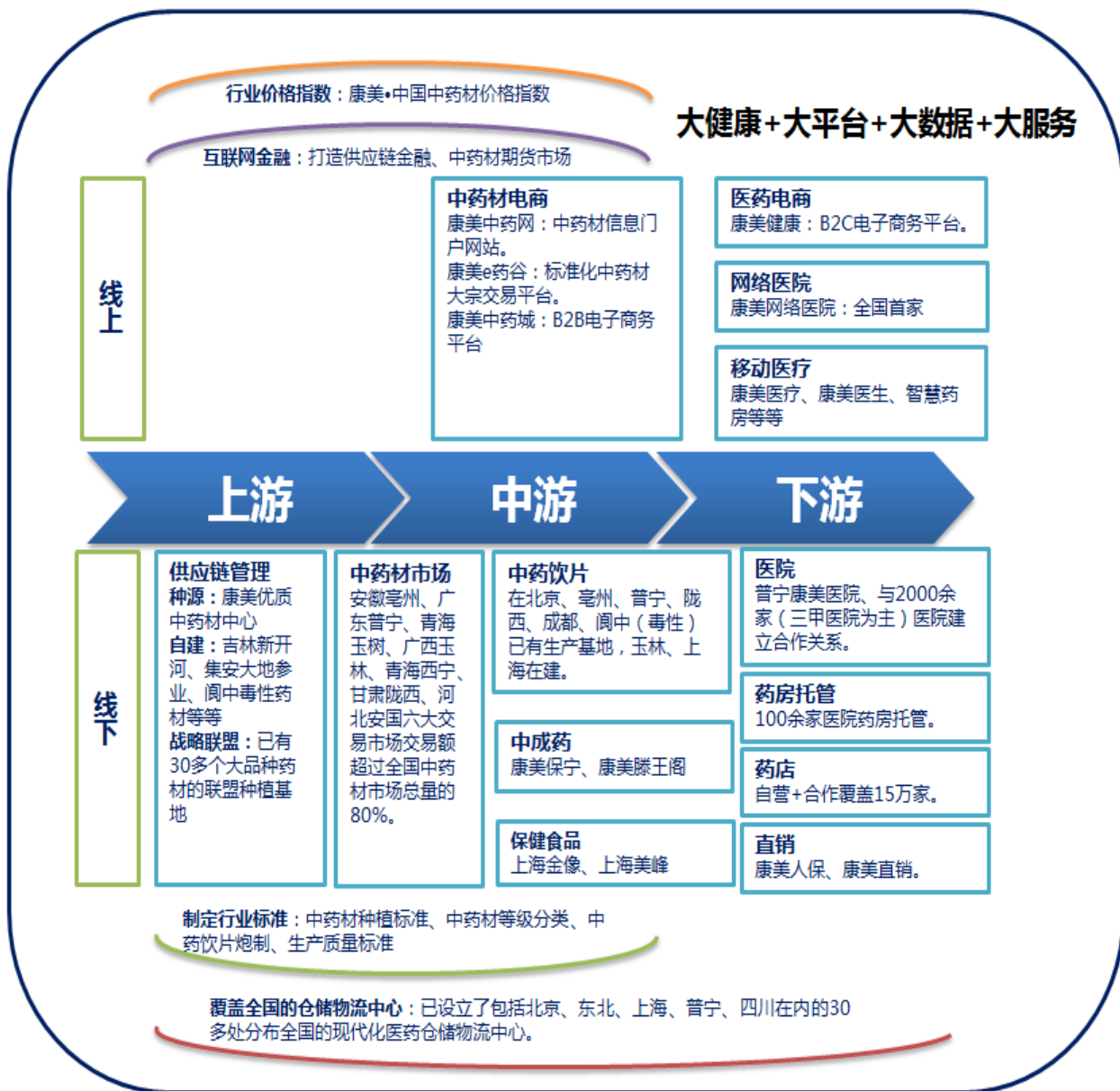
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2. 以中医药全产业链为核心, 全面拥抱互联网

2.1 布局中医药全产业链的行业龙头

公司中医药全产业链运营体系已经形成, 产业资源优势突出。公司主营业务是以中药材和中药饮片为核心, 涵盖西药、保健食品、中药材市场经营、医疗服务等业务, 通过实施中医药全产业链一体化运营模式, 业务体系涵盖上游的道地中药材种植与资源整合, 中游的中药材专业市场经营, 中药材贸易, 中药饮片、中成药制剂、保健食品、化学药品的生产与销售, 现代医药物流系统, 下游的集医疗机构资源、药房托管、OTC 零售、连锁药店、直销、医药电商、移动医疗等于一体的全方位多层次营销网络。

图 9：公司中医药全产业链布局情况



资料来源：东兴证券研究所

2.1.1 上游：形成供应链管理，降低原材料价格波动风险

政府愈加重视中医药行业，中药材质量控制趋严。在近期发布的《中药材保护和发展规划（2015-2020年）》、《中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》、《关于促进医药产业健康发展的指导意见》中，都对中药材的发展进行了规划，尤其看重质量的提高。

其中，国务院办公厅于 2015 年 4 月 14 日发布的《中药材保护和发展规划（2015-2020 年）》提出 7 个具体指标：1、中药材资源监测站点和技术信息服务网络覆盖 80%以上的县级中药材产区；2100 种《中华人民共和国药典》收录的野生中药材实现种植养殖；3、种植养殖中药材产量年均增长 10%；4、中药生产企业使用产地确定的中药材原料比例达到 50%，百强中药生产企业主要中药材原料基地化率达到 60%；5、流通环节中药材规范化集中仓储率达到 70%；6、100 种中药材质量标准显著提高；7、全国中药材质量监督抽检覆盖率达到 100%。

而就 2015 年版药典就中药材及饮片中二氧化硫残留量限度标准制定了标准，并将推进建立和完善重金属及有害元素、黄曲霉毒素、农药残留量等物质的检测限度标准，加强对重金属以及中药材的有毒有害物质的控制等。在保留常规监测方法的基础上，针对中药使用采用液相色谱法-串联质谱法、分子生物学检测技术、高效液相色谱-电感耦合等离子体质谱法等新技术，并储备中药材 DNA 条形码分子鉴定法、色谱测定法、中药中真菌素测定法、近红外分光光度法、基于基因芯片的药物评价技术等。

2016 年 3 月 18 日，CFDA 宣布取消中药材 GAP 认证，对中药材 GAP 实施备案管理。GAP 转为备案制符合近期政策的一致性、连贯性，此前，GMP 认证也是由原来的强调一次性认证改为了更多的日常监督，例如飞行检查，使监管变得更加灵活，对药品违规生产的治理更加严格。我们认为，虽然后续的具体方法仍需另行制定，但其主要的思路都是让药监部门发挥监督作用，而将质量等责任主体落实到企业身上。中药生产企业，包括饮片企业、中成药生产企业，将对产品生产全过程的质量负责，确保供应临床、医药市场的所有药品质量信息可溯源。

表 6：《中药材保护和发展规划（2015-2020 年）》具体专项

专项	要求
野生中药材资源保护专项	<ol style="list-style-type: none"> 第四次全国中药资源普查。推进 31 个省（区、市）约 1000 个县的中药资源普查试点工作，启动并完成第四次全国中药资源普查工作，建立国家、省（区、市）、县（市）三级中药资源普查数据库。 全国中药资源动态监测网络建设。每个省（区、市）建设 2—3 个中药资源动态监测和信息服务站，逐步在资源集中的市（地）、县（市）建设监测和信息服务站。 全国中药种质资源保护体系建设。建设濒危野生药用动植物保护区 10 个，药用动植物园 15 个，药用动植物种质资源库 3 个。原生境保护药用物种 5000 种以上，迁地保护药用物种 6500 种以上，离体保存药用物种种质 7000 种、共 10 万份。
中药材生产基地建设专项	<ol style="list-style-type: none"> 濒危稀缺中药材种植养殖基地建设。建设 100 种中药材野生抚育、野生变种植养殖基地，重点建设麝香、人参、羚羊角、川贝母、穿山甲、沉香、冬虫夏草、石斛等濒危稀缺中药材基地。 大宗优质中药材生产基地建设。重点建设中药基本药物、中药注射剂、创新中药、特色民族药等方面 100 种常用中药材规范化、规模化、产业化生产基地；结合国家林下经济示范基地建设、防沙治沙工程和天然林保护工程等，建设 50 种中药材生态基地。 中药材良种繁育基地建设。选用优良品种，建设 50 种中药材种子种苗专业化、规模化繁育基地。 中药材产区经济发展。培育 150 家具有符合《中药材生产质量管理规范（试行）》（GAP）种植基地的中药材产地初加工企业，培育 50 家中药材产地精深加工企业。

中药材技术创新重点	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中药材基础研究。系统掌握 50 种中药材生长发育特性和药效成分形成规律，以及环境和投入品使用对中药材产量和品质的影响，形成理论体系。 2. 传统中药材生产技术继承创新。建立 100 种道地中药材种植养殖和产地加工标准化技术规范。 3. 濒危稀缺中药材繁育技术突破。开发 20 种濒危稀缺中药材经济适用、品质优良的大规模繁育技术。 4. 中药材现代化生产技术发展。选育 100 个优良中药材品种，开发 50 种中药材的病虫草害绿色防治技术，突破人参、三七等中药材的连作障碍，开发 50 项中药材测土配方施肥、硫磺熏蒸替代、机械化生产加工技术。
中药材生产组织创新专项	<ol style="list-style-type: none"> 1. 现代中药材生产企业培育。培育发展 50 家年销售收入超过 1 亿元的现代中药材生产骨干企业，重点扶持 10 家年销售收入超过 5 亿元的现代中药材生产领军企业。 2. 中药材基地共建共享。支持建立 50 个跨省（区、市）的中药材规模化共建共享基地。
中药材质量保障体系建设专项	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中药材标准提高和完善。制修订 120 种中药材国家标准；完善农药、重金属及有害元素、真菌毒素等安全性检测方法和指标，建立中药材外源性有害物质残留数据库，建立 50 种药食两用中药材的安全性质量控制标准；完成 10 种野生变种植养殖大宗中药材的安全性和质量一致性评价。建设可供社会共享的国家中药材标准信息化管理平台。 2. 中药材全过程追溯体系建设。采用现代信息技术，建立常用大宗中药材的全过程追溯体系。 3. 中药材质量检验检测体系建设。进一步提升现有药品检验机构的中药材检验检测能力，在中药材主要产区 and 集散地重点支持建设 20 家第三方检验检测机构。
中药材生产服务体系建设专项	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中药材生产技术服务网络建设。建设由 1 个国家级中心、50 个区域中心、300 个工作站组成的中药材生产技术服务网络，推进技术共享。 2. 中药材生产信息服务平台建设。建设由 1000 个信息站点组成的中药材生产信息服务网络。 3. 中药材供应保障。提高国家应急储备能力，建立 100 种常用中药材的国家储备。
中药材现代流通体系建设专项	<ol style="list-style-type: none"> 1. 完善中药材流通行业规范。健全 200 种常用中药材商品规格等级，建立包装、仓储、养护、运输行业标准。 2. 现代中药材仓储物流中心建设。在中药材主要产区、专业市场及重要集散地，建设 25 个集初加工、包装、仓储、质量检验、追溯管理、电子商务、现代物流配送于一体的中药材仓储物流中心，开展社会化服务。

资料来源：国务院办公厅、东兴证券研究所

公司从种源开始打造供应链管理，自建+合作双管齐下布局中药材种植领域：

- ◆ **自建：**公司在云南、四川、吉林、甘肃等地建立有超过 5 万亩 GAP 和规范化种植基地，包括安徽亳州、广东普宁、吉林通化、青海玉树、青海西宁、广西玉林、甘肃陇西等地，并以人参、三七等中药材品种为试点实行全溯源体系管理。其中，吉林新开河的人参种植面积已经进一步扩大，林下参种植项目也推展顺利，而集安大地参业预计 16 年底累计种植总面积将超 2.1 万亩，为全国最大的人参种植基地。同时，公司建设中药材优质种源中心，生产能力达到年产 3000 万株种苗的规模，扩大公司对道地中药材资源的布局 and 掌握。
- ◆ **合作：**公司推广“企业+基地+合作社”的中药材规范化种植和经营管理模式，通过战略联盟种植的方式，在河南、安徽、四川、山东、广西等多个省市完成菊花、金

银花、怀山药等数十个大品种药材的联盟种植基地，2016年上半年完成白芍、牡丹皮、桔梗的种植基地，下半年将新增大黄、川芎、泽泻3个品种的战略联盟种植基地，进一步优化配置资源。

公司在2015年5月4日和5月30日公告分别与中恒集团、友搏药业就中药材供应链管理服务、产品渠道服务达成战略合作协议。公司与中恒集团、友搏药业达成战略合作充分体现了同行对公司供应链管理的认可，同时也是对公司线上线下结合的营销网络体系的看好。

我们认为，国家对中药材规范化追溯管理以及不断提高、完善中药材国家标准和质量检测体系将形成“良币驱逐劣币”的趋势，公司的供应链管理将模式将成为公司继续深耕中医药行业的核心基础。

2.1.2 中游：掌握中药材交易市场，参与制定行业标准，推出中药材价格指数，助力中药材贸易业务，成就中药饮片龙头，布局保健品行业。

1、线上线下中药材交易市场：大数据平台重要一环，数据采集为公司中药材贸易的核心支撑。

公司自主建设和战略收购安徽亳州、广东普宁、青海玉树、广西玉林、青海西宁、甘肃陇西、河北安国等中药材专业市场，并投资15亿打造康美中药城，交易额超过全国中药材市场总量的75%以上。

总得来看，公司掌握中药材交易市场是公司全产业链布局的重要一环：第一，掌握包括中药材价格、种植面积、供需关系等重要信息，占据中药材贸易环节的主导权将利于公司打造大数据平台，向上可支撑上游的中药材种植业务，掌握上游资源，向下可支持中药材贸易，为公司提供稳定现金流；第二，规范的中药材交易市场符合政府建设中药材追溯体系，有利于公司占据更大的行业话语权。

同时，公司探索中药材交易新模式，搭建“康美e药谷”线上中药材大宗交易电商平台，完成深圳、普宁、亳州、安国、陇西、玉林、文山、广州、磐安、南京、杭州、西宁、武汉、平邑、黄水等17个区域服务中心及覆盖全国各药材主产地共380多个二级服务网点的建设，制定上市品种标准36多个，数量位居全国中药材电子盘第一。

表 7: 全国 17 大中药材交易市场相关信息 (2014 年)

名字	相关信息
安徽亳州中药材交易中心	1、国内规模最大的中药材专业市场, 占地 400 亩, 1000 家经营铺面房, 6000 多个摊位。 2、中药材日上市量高达 6000 吨, 上市品种 2600 余种, 日客流量约 5-6 万人, 中药材处成交额约 100 亿元。
河南省禹州中药材专业市场	1、占地 400 亩, 各地药商 600 多家, 可容纳 2500 个摊位。 2、上市品种 1000 余种, 年交易额约 10 亿元。
成都市荷花池药材专业市场	1、占地 80 亩, 拥有 3500 个铺面、摊位 2、年成交量 20 万吨
河北省安国中药材专业市场	1、占地 2000 多亩 2、年成交量 10 万吨, 上市品种 2800 余个, 年交易额约 60 亿元。
江西樟树中药材市场	1、占地 500 亩, 建筑面积 180000 平方米, 可容纳 1000 户以上药商。 2、年成交量 10 万吨, 年交易额超 10 亿元。
广州市清平中药材专业市场	年成交额超 10 亿元。
山东鄞城县舜王城药材市场	1、占地 210 亩, 建筑面积 60000 平方米, 固定门店 460 家、摊位 1000 余个 2、年成交量 5 万吨, 年交易额 3 亿元
重庆市解放路药材专业市场	占地 3.75 亩, 建筑面积 10000 平方米, 摊位 400 个, 写字间 40 套。
哈尔滨三棵树药材专业市场	占地 9 亩, 建筑面积 23000 平方米, 容纳商户 1000 余家。
兰州市黄河中药材专业市场	年交易额上亿元。
西安万寿路中药材专业市场	临时摊位 1500 余个, 市场经营品种达 1600 多种, 日成交额 150 多万元
湖北省蕪州中药材专业市场	1、占地 102 亩, 建筑面积 12000 平方米。 2、年成交量 800 吨, 上市品种 1000 余个, 年交易额 3 亿元。
湖南岳阳花板桥中药材市场	1、占地 123 亩, 建筑面积 55000 平方米, 经营户 480 余户。 2、年交易额 3 亿元。
湖南省邵东县药材专业市场	1、经营场地 30000 平方米, 经营店、栈 800 多家。 2、上市品种 1000 余种。
广西玉林中药材专业市场	1、占地 60 亩, 经营户 800 多户。 2、上市品种 1000 多种, 年交易额 10 亿元。
广东省普宁中药材专业市场	1、占地 63 亩, 建筑面积 45000 平方米, 经营商户 405 户。 2、上市品种 1000 多种, 年交易额 8.5 亿元以上。
昆明菊花园中药材专业市场	1、经营商户 300 余家 2、上市品种 4000 余种, 年交易额 10 亿元

资料来源: 中药材天地网、东兴证券研究所

公司依托覆盖全国的中药材价格采集体系和大宗交易平台, 制定并推出了“康美·中

国中药材价格指数”, 系国家发改委 2012 年部署编制的 12 个国家级重要商品价格指

数之一，是现在在运行的 4 个国家级价格指数之一，同时也是唯一一个依托民营企业承担编制的全国性价格指数。公司通过中药材价格指数有效提高了对行业、政府的话语权。

表 8：国家级重要商品价格指数

名字	编制单位	运行时间
已经运行：		
中国铁矿石价格指数	中国钢铁工业协会、中国五矿化工进出口商会、中国冶金矿山企业协会	2011 年 9 月 20 日
鱼珠·中国木材价格指数	由广东省物价局牵头，广州市物价局组织、华南师范大学研发。	2012 年 11 月 28 日
康美·中国中药材价格指数	康美药业股份有限公司	2013 年 1 月 8 日
塑交所·中国塑料价格指数	广东塑料交易所（指数由原广塑指数升级）	2015 年 2 月 12 日
仍在编制：		
稻谷、玉米、大豆、蔗糖、蔬菜、生猪、棉花、旅游、油气等		

资料来源：东兴证券研究所

公司打造完善的数据采集体系，推出中药材价格指数，同时也是公司中药材贸易业务的核心支撑。

供给端的数据收集可以分为增量和存量两个方面。在增量上，掌握重点中药材品种的种植面积、每年的产收。公司从农民着手开始采集信息，每个与公司合作的农民手上都有一个终端，能详细知道农民发出信息的位置，并通过系统和人工的双重筛选后得到有用数据。同时，公司内部专家深谙中药材种植之道，根部研究、气候变化、种植培育、防疫防虫都有研究，结合数据的支持，全方位掌握甚至预测中药材重点品种供给端的变化。在存量上，多维度收集数据。公司从种植户、各个大的库存点、中药材交易市场三个维度收集数据，了解存量的变化。

在需求端，公司从医院终端获得数据进行分析测算。公司代理了很多药企的产品，通过医院终端数据的收集，可以测算出各个药企大致的需求量以及药企可承受的中药材价格，在提高公司利润的同时保证行业的良性发展。

公司看似“低端”的中药材贸易业务背后实际上有着大量的投入、基础数据的收集与分析，这也是公司在中药材贸易业务上始终领先的核心关键，2011 年的三七涨价就是最好的例子：

- ◆ 在 08 年初期，三七价格最低曾跌至 38 元/公斤，公司经过一年调研，认为三七价格被大大低估，开始与当时因文山七农生存困难而成立的文山华信三七合作社进行合作，由公司买入三七并进行销售。公司买入三七后采取控制性售出，促使供需关系发生变化，价格开始上扬，而文山在 09 年发生霜冻，10、11 年出现干旱，供需关系进一步失衡，三七价格一路涨到 300 元/公斤。但三七类中成药成本大幅上升导致大量生产厂家不满，发改委 2011 年介入调查，迫使文山华信三七合作社卖出存储三七，在 2012 年 3 月文山华信三七合作社卖出所有库存后，同年三七涨至 800 元左右。价格暴涨并不意味着好事，暴利导致种植户大量涌入，在 12 年底三七种

植面积为此前的四倍，导致后来的价格暴跌以及三七品质的下降。而公司的本意是维持合理利润，若不是行政的介入，三七价格应该会稳定在 400 元左右，从而保证整个行业的良性发展。

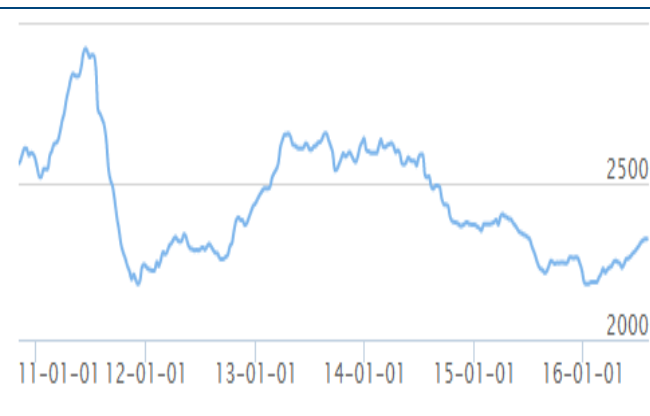
而中药材价格近年在底部徘徊，整体市场有望回暖，公司中药材贸易业务有望受益。由于康美中药材价格指数的最早数据在 2013 年 5 月，我们将其与中药材的综合 200 价格指数结合来看。我们认为，中药材价格目前处于长期意义上的价格底部，向下的可能性不大，但是向上的趋势仍然有待明确，我们认为中药材价格有望在今年年底或者明年年初的时候开始反弹。而在长期来看，《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》中规划中药工业总产值占医药工业总产值 30% 以上，下游药企对中药材的需求持续有望增加。我们认为，公司中药材贸易业务短期有望受益于中药材价格的上涨，长期有望受益于政策红利。

图 10: 康美·中国中药材价格指数（2013-05 至今）



资料来源：康美中药网、东兴证券研究所

图 11: 综合 200 价格指数（2011-01 至今）



资料来源：中药材天地网、东兴证券研究所

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，建议持续关注各个品种的涨价状态。

图 12: 当归日指数（2013-05 至今）

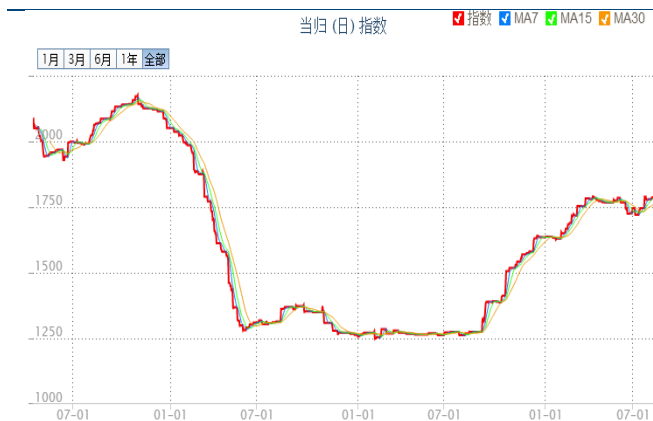
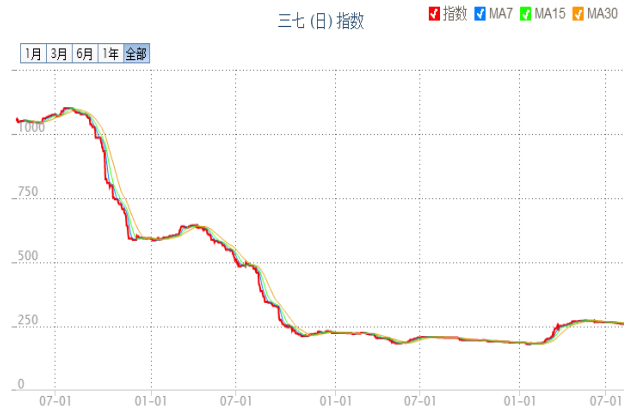


图 13: 太子参日指数（2013-05 至今）



资料来源：东兴证券研究所

图 14：三七日指数（2013-05 至今）


资料来源：东兴证券研究所

资料来源：东兴证券研究所

图 15：党参日指数（2013-05 至今）


资料来源：东兴证券研究所

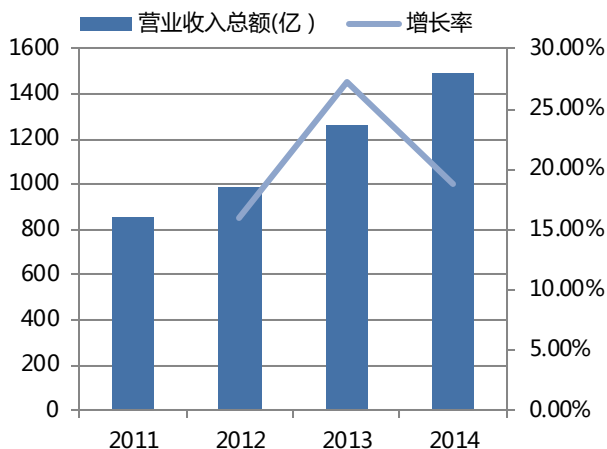
2、中药饮片：政策监管趋严，公司扩大产能，有望受益行业集中度的提升。

从需求端来看，中药饮片子行业整体相对景气。

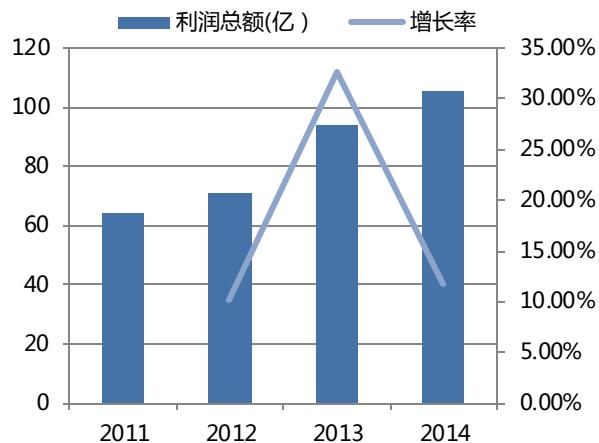
中药饮片规模以上企业目前约有 1000 家。2014 年规模以上中药饮片加工企业实现营业收入总额为 1495.63 亿元，同比增速为 18.76%，利润总额为 105.25 亿元，同比增速 11.75%，从 2015 年 10 月的累计数据来看，营业收入总额、利润总额的同比增速分别为 12.98%、21.19%，增速领先于其他子行业。

我们认为，医院端和药店端均有动力使用中药饮片，且中药饮片受政策负向扰动影响较小，相较于其他子行业，中药饮片未来在需求端将持续景气。中药饮片是取消药品加成中的唯一例外（东莞进行试点，但效果不好），仍然保留 25% 的药品加成上限，且不进入药占比考核指标，医院有使用中药饮片的意愿。同时，由于保健品和器械市场份额逐步被电商和跨境电商抢走，连锁药店普遍开始重视中药饮片以及包装中药。

图 16：中药饮片行业 2011-2014 营业收入总额及增速
图 17：中药饮片行业 2011-2014 利润总额及增速



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所



资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

从供给端来看, 政府监管趋严, 家庭作坊式中药饮片加工企业将逐步淘汰, 行业集中度有望提升。

中药饮片行业产能较为过剩, 集中度极低, 2014 年中药饮片需求约为 300 万吨, 而产能达 450 万吨, 年产量为 315 万吨, 而公司作为龙头目前仅有不到 6 万吨的产能, 15 年预计产量为 2.5-3 万吨, 仅占总产量的 1% (由于品种、价格不同, 公司市场份额约为 4%), 未来可发展的空间巨大。

CFDA 于 2015 年 3 月 25 日公布《关于进一步加强中药饮片生产经营监管的通知》, 监管上的加强导致产能过剩的情况正在逐渐变化, 据统计, 全国约有 900 家中药饮片生产企业, 而其中有 500 家左右至少有一条生产线未通过新版 GMP 认证, 远高于医药行业平均水平, 并在 2015 年吊销 82 张中药饮片 GMP 证书 (全年总共吊销 144 张), 并查处了银杏叶、小牛血事件, 整顿中药行业力度空前。

我们咨询了 GMP 审评专家, 就目前中药饮片生产企业 GMP 认证的具体情况进行了探讨, 认为以下几点是作坊式的中药饮片生产企业被筛选掉的主要原因:

- ◆ **中药材的来源应当相对稳定。**对于这一点来说, GAP 种植基地占据了极大的优势, 如果生产企业直接从市场上收购中药材, 相对来说很难说清来源。
- ◆ **质量管理人员要求较高。**质量管理人员应为中药学、生药学或相关专业大专以上学历, 并至少有三年以上从事中药生产或质量管理的工作经验。一是要求学历, 二是要求经历, 对于作坊式的公司来说实现难度较大。
- ◆ **对每次接收的中药材均应当按产地、采收时间、采集部位、药材等级、药材外形、包装形式等进行分类, 分别编制批号并管理。**如果企业有种植基地就可以按要求进行分类, 如果没有就基本说不清楚。
- ◆ **应当制定控制产品质量的工艺规程。**每一个品种都要求与申报的注册资料一致, 没有实力与能力的中药饮片生产企业一般而言只有几个品种, 如果生产企业品种数量不多并且严格按照申报的工艺规程操作, 扣除成本后利润很低, 难以维持。

- ◆ **具有批生产记录。**要求生产企业详细记录所做的过程，此项目很容易让 GMP 检查员发现生产企业在作假。
- ◆ **质量应符合国家药品标准和省中药材标准化和炮制规范。**现在的标准要求很高，需要很多的高尖端的精密仪器，如液质仪、高效液相色谱仪、原子吸收分光光度计，电感耦合质谱仪等，每一台仪器高的几百万，低的也要 40-50 万，还需要大量的对照品，每支一般都要几百上千，检验成本特别高。如果没有种植基地而单纯从市场上收购，每批的量相对较小，利润甚至难以支持检验费，导致大部分中药生产企业无法每批送检。

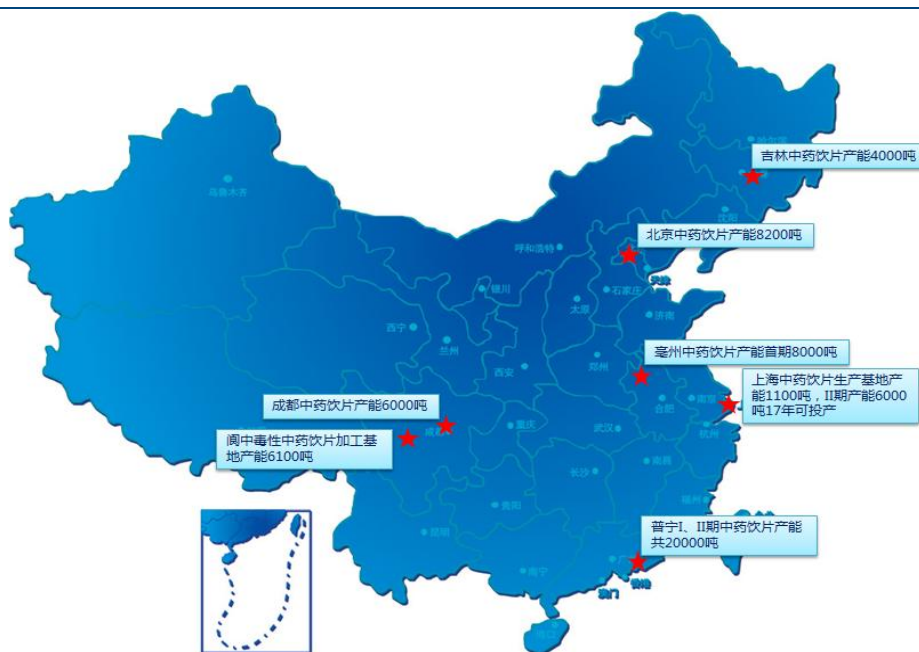
总而言之，对于家庭作坊式中药饮片加工企业来说，想要达到通过新版 GMP 认证的程度可谓难上加难，中药饮片行业有望受到政策影响而提升集中度。

公司于 2002 年进入中药饮片行业，现为行业龙头，参与制定行业标准，市场辐射区域广泛。总体而言，公司中药饮片上有四个优势：

- ◆ **原材料优势：**公司布局东北、西北、西南等道地药材产地，掌握了人参、林下参、虫草、三七、闽中毒性药材、陇西道地药材的供应。
- ◆ **质量控制：**公司率先制定并实施中药饮片生产管理 GMP、色标管理等国家标准，被国家中医药局予以全国推广，并不断创新发展。同时公司参与多项国家和省级饮片炮制和质量标准制定，规范并提高了中药饮片质量及行业水平，拥有完善的可溯源体系，并在广东、北京、上海、吉林、四川、安徽等地建设的生产基地均通过新版 GMP 认证。
- ◆ **毛利率高：**公司率先使用中药饮片小包装，比传统饮片价格高，同时以医院为核心销售终端，由于质量上的优势，公司也能获得一定溢价，盈利水平强。
- ◆ **产品线齐全：**公司拥有中药饮片千余品种、2 万多个品规，可以完全满足医院需求。
- ◆ **渠道优势：**拥有约 100 多家医院托管药房、2000 多家深入合作的医疗机构、15 万家终端连锁药店的资源，同时有智慧药房项目助力。

我们认为，中药饮片行业对于有实力的生产企业在未来几年是相对景气的，家庭作坊式的中药饮片加工企业将逐渐淘汰，行业集中度得到提升。公司拥有中医药全产业链支撑，中药饮片业务将受益于市场份额的提升，而公司显然已经作好了准备，在近年不断建设、扩建中药饮片生产基地，扩充产能。

图 18：公司主要中药饮片生产基地分布及产能



资料来源：东兴证券研究所

就目前来看，公司产能利用率较高的重要饮片生产基地仅有普宁一地，未来北京、上海、成都等地的生产基地有望受益于公司中药饮片市场份额的提升（智慧药房项目也在北京、上海、成都推进，详情请见智慧药房部分），从而大幅提高产能利用率，贡献业绩弹性。

表 9：公司中药饮片生产基地产能及产量

基地	中药饮片产能（吨）	计划投产时间	产量（吨）	
			2015年1-9月	2015年1-9月
普宁一期	4,000	已投产	16,567.45	17,758.99
普宁二期	16,000	已投产	-	-
北京	2,200	已投产	371.00	996.00
	6,000	已投产	560.48	110.15
成都	6,000	已投产	589.36	600.47
阆中	100	已投产	121.02	3.62
	6,000	已投产	-	-
亳州	8,000	已投产	-	-
吉林	4,000	已投产	181.16	146.11
上海	1,100	已投产	891.39	1,410.54
	6,000	2017	-	-
合计	59,400		19,281.86	21,025.89

资料来源：东兴证券研究所

3、中药配方颗粒：6.5亿布局中药配方颗粒，未来有望借助全产业链弯道超车

CFDA 于 2015 年 12 月 24 日公布《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》，有望在未来放开中药配方颗粒的生产资格。目前中药配方颗粒市场只有六张生产许可证牌照，分别为天江药业（中国中药旗下）、一方药业（被天江药业并购）、康仁堂（红日药业旗下）、三九药业（华润集团旗下）、绿色药业、倍力药业。2006 年至 2013 年，中药配方颗粒市场规模由 2.28 亿增长至 42 亿，复合年增长率超过 50%，预计 2016 年及 2018 年市场规模将分别达到 110 亿和 188 亿（中国中药收购天江药业的信息披露）。就目前而言，天江药业占中药配方颗粒市场份额的 60% 左右。

表 10: 天江药业生产基地及产能

位置	主要职能	年度中药材提取产能（吨）
江苏江阴	中药提取及颗粒生产	5000
广东佛山	中药提取及颗粒生产	7200
广东佛山	中药提取及颗粒生产	14400
安徽亳州	中药提取	5000
甘肃陇西	中药提取	25000

资料来源：中国中药公告、东兴证券研究所

公司计划投资 6.5 亿元在广东省普宁市建设中药配方颗粒项目，新建 12 条生产线，中药年提取能力约达 6000 吨，预计将开发生产甘草、茯苓、当归、白芍、熟地黄、黄芪、金银花、桔梗、虎杖、黄芩、枸杞子等中药配方颗粒生产品种约 450 种，年产量约达 24 亿包。我们认为，此项目将补上公司中医药全产业链中的最后一环，同时公司拥有中医药全产业链支撑，未来有望在中药配方颗粒领域弯道超车，后来居上。

4、保健食品：贵细滋补品与快消品结合，收购麦金利增加产品种类。

公司保健品业务的核心是对上游原材料的掌控以及对下游渠道的扩张。自公司 2014 年初获得直销牌照以来，保健食品业务发展迅速，（收入端 14 年 120% 以上增长，15 年增速 60% 以上），而公司收购深圳市麦金利实业有限公司 74% 的股权正是为了整合其资源，与公司现有资源进行有机结合：

- ◆ **产品品种：**公司保健品业务可以分为贵细滋补品和快消品两个品类。其中，贵细滋补品包括虫草（虫草、虫草胶囊）、红参（切片、粉、口服液）、西洋参（切片、胶囊、含片）、鱼胶（切片、口服液）等。而快消品包括菊皇茶（袋装、易拉罐）、三七（三七粉、三七山楂茶多酚胶囊）以及一些药食同源的中药材品种。而麦金利实业的产品包括增值骨密度片、保肝护肝胶囊、玛咖、蛋白质粉、多种维生素系列（男士、女士、儿童、孕妇）等 100 多个品种，主要业务是膳食营养补充剂的研发、生产与销售，能有效补充公司产品线；
- ◆ **渠道：**公司保健品销售主要依靠直销、OTC、B2C 电商平台三大渠道，其中直销团队现有接近 40 万的会员，OTC 团队 2300 多人，覆盖终端 15 万家药店，电商平台月流水也有 1000 万以上。而麦金利产品覆盖全国一万多家药店连锁终端，在行

业具有一定影响力, 也能与公司现有渠道形成一定程度上的互补。

我们认为, 在得到麦金利产品的补充之后, 公司自身在 2016 年预计将上市 27 个直销新品, 保健食品业务有望在未来几年保持快速增长。

图 19: 麦金利产品



资料来源: 麦金利官网, 东兴证券研究所

4、仓储物流: 覆盖全国的仓储物流网络, GPO 模式、智慧药房的重要基础

公司通过充分整合物流、仓储基地资源，在全国范围内围绕主要的中药材生产、流通和交易市场，铺展物流网络建设，建设现代医药物流配送系统，目前已设立了包括北京、东北、上海、普宁、四川在内的 30 多处分布全国的现代化医药仓储物流中心。《中药材保护和发展规划（2015-2020 年）》对仓储物流同样进行了规划，公司在仓储物流上的布局是公司中医药全产业链的重要一环，同时也是公司探索 GPO 模式以及智慧药房的重要基础。

5、金融：围绕互联网+业务，打造医药与金融产业结合的“创新金融”

公司借助互联网+，通过打造新的金融服务平台，实现中医药与金融产业的创新融合：

- ◆ 公司推进中药材供应链金融体系的完善，在康美 e 药谷上尝试金融服务。公司深耕中医药行业十余年，对以中药材为融资抵押物价值评估准确，风险可控，以金融租赁公司为主体获得的低成本资金赚取利差。
- ◆ 公司与广发信德投资管理有限公司、广州普邦园林股份有限公司等六家发起人共同设立康美保险（公司占 20%），积极推进健康保险的批准设立工作，有望与公司未来在健康管理、移动医疗的探索上形成协同效应，打造“健康保险+健康管理”的新型模式。
- ◆ 申请第三方支付牌照，助力公司移动医疗业务，有望实现简化医院收款流程，药房付款流程，做到诊间支付，诊间实时清算，药房一键取药等功能。
- ◆ 公司与青海省人民政府和人保资本签订了《金融服务战略合作协议》，在青海组建金融租赁公司，在医院收购、工程建设、医疗设备、体检设备等领域探索金融服务合作。

公司通过打造新的金融服务平台，实现医药产业与金融产业的创新融合，有望以金融服务平台为桥梁促进公司各项业务发展及产业链的布局。

2.1.3 下游：全方位多层次的营销网络体系

1、药房托管及 GPO 模式：探索医药分开，贡献业绩弹性。

自 2014 年以来，医药分开逐渐成为医改重中之重，公立医院改革逐渐进入深水区，国务院常务会议讨论了多次，也颁布了一系列细化政策，药品零差率的执行以及将药占比降低至 30% 以内的目标无疑是其中的重点之一。药品零加成的实行导致医院药房逐渐从收入中心转为成本中心，而公司借助历史机遇推广药房托管业务以及探索 GPO 模式。

在美国，GPO 模式已经是一种成熟的商业模式，很多 GPO 同时也提供医院管理的服 务，我们暂且仅探讨其关于集中采购的这一部分。在美国，96%-98% 的医院至少选择加入一家 GPO，大部分医院会同时选择 2-4 家 GPO，而医院有大约 75% 左右（国

家性 GPO 占 56%、地区级 GPO 占 19%) 的药品、器械、耗材等各项采购是通过 GPO 合同实现的。相较于医院直接采购，GPO 在总体采购花费上平均为每家医院节省 10%-15%，在医疗器械方面平均节省 10%-18%。目前美国虽然有 600 多家 GPO，但其中最大的 6 家 GPO 所拥有的的采购合同约占总量的 70% 左右。

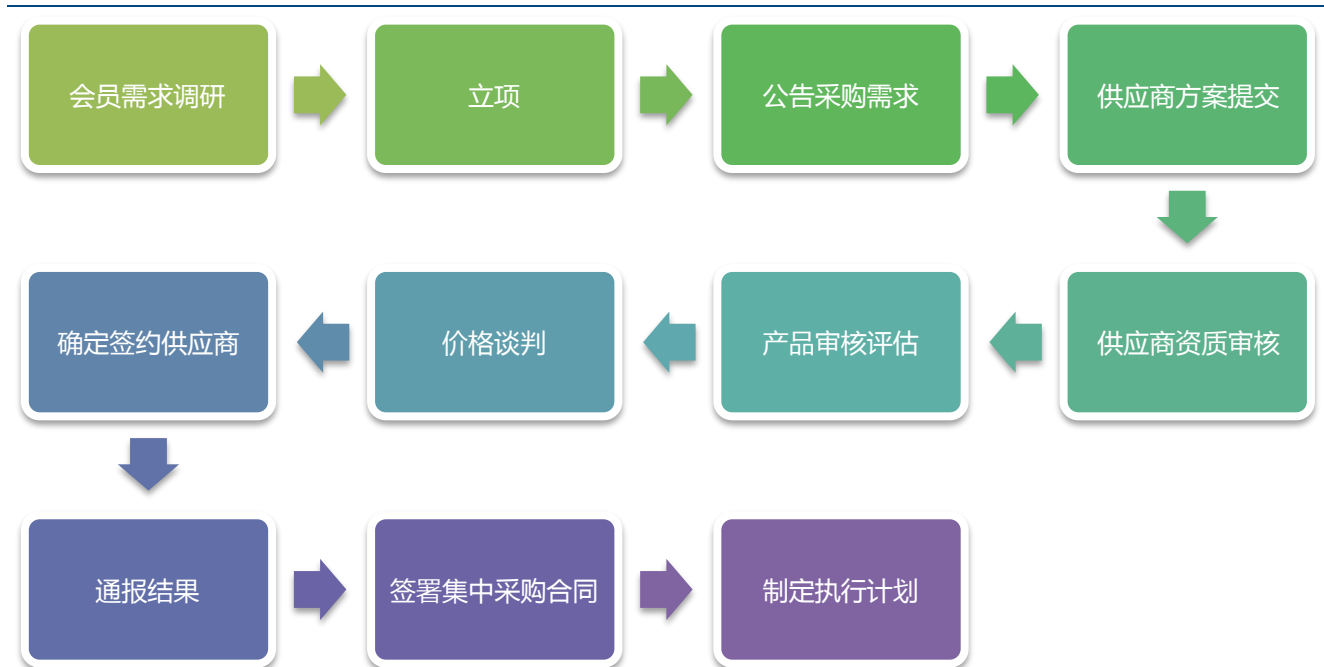
表 11: 美国 6 大 GPO 采购组织

GPO 名称	2012 年采购合同金额（亿美元）
MedAssets	480（2014 年 510）
Novation LLC	430
Premier Incorporated	430（目前 440）
HealthTrust Purchasing Group	212
Amerinet Inc.	80
PDM Healthcare	51
合计	1683

资料来源：HPN、相关公司官网及 10-K、东兴证券研究所

美国的 GPO 并不买卖任何产品，而是从客户和会员那里收集需求，然后与生产厂家、分销商和其他供应商进行谈判，而医院所能获得的折扣则是依据其相应产品在 GPO 签约购买的比例决定的，折扣水平一般随着采购比例上升而递增。GPO 最主要的盈利方式是向生产商或供应商收取管理费，管理费是购买总额的 2% 左右，一般不会超过 3%。

图 20: 美国 GPO 供应商遴选流程



资料来源：东兴证券研究所

目前国内 GPO 模式仍在成长初期, 更多的是直接将医院药房外包给一家企业, 由企业直接进行采购, 减少中间环节并提供物流延伸, 尚未向医院管理延伸。

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 105 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。仅仅以已公告的医院来计算, 其 2015 年业务量已超 70 亿元, 按 40% 的药占比计算, 加上普宁市医疗器械耗材供应链延伸服务的 6 亿业务量, 已知的业务保守估计就可以给公司流通领域业务带来 34 亿的稳定收入, 其中中药饮片部分使用公司自己的产品, 净利率在 20% 以上, 而西药部分净利率我们根据毛利率倒推估计约 10% 左右, 随着公司 GPO 模式进一步展开, 有望为公司贡献业绩增长弹性。

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, 将税收留在当地, 与政府形成共赢。我们认为, 公司打造 GPO 模式未来将主要受益于以下三个方面六个小点:

- ◆ **收入端:** 1) GPO 模式相当于第二次集中招标采购, 可以提高议价能力, 从而获取垄断利益。2) 放大公司自身产品的销量。
- ◆ **成本端:** 3) 可以垄断托管医院药房的进销存, 降低药品交易成本, 形成公司新的利润增长点。
- ◆ **其他积极效应:** 4) 可以打击竞品, 甚至为竞品进入托管药房设置屏障。5) 可以延伸产业链, 强化药企在产业链上的地位和作用。6) 可以充分参与当地的公立医院的改革, 为之后的变化抢占先机。

表 12: 公司已落地的药房托管\GPO 模式相关公告

时间	协议内容	业务规模
2014 年 1 月 30 日	与普宁市人民医院、普宁华侨医院、普宁市中医医院、普宁市妇幼保健院以及普宁市 5 家镇级卫生院等共 9 家医院签订《医院药房托管协议》	前 4 所医院 2013 年业务量合计 12 亿元
2014 年 2 月 7 日	与惠来县人民医院签订《医院药房托管协议》	2013 年业务量 1.1 亿元
2014 年 2 月 10 日	与通化市人民政府签订 45 家《公立医院药房托管合作协议》	2013 年业务量合计 20 亿元
2014 年 2 月 11 日	与辽宁中医药大学、本溪市人民政府签订《战略合作框架协议》, 托管 4 家辽宁中医药大学直属医院以及 22 家辽宁省中医医疗集团的附属市、县医院	2013 年业务收入超过 30 亿元

2016年1月22日	与怀集县人民医院、怀集县第三人民医院、怀集县妇幼保健院、怀集县中医院、怀集县慢性病防治站、怀集县19家镇级卫生院等共24家医院签订了《现代化医药物流延伸服务协议》，就药品供应链管理、药品采购等服务达成共识	2015年业务量合计6.85亿元
2016年1月22日	与普宁市卫计局就普宁市所有公立医院开展医疗器械耗材供应链延伸服务达成一致	2015年业务量合计6亿元

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2、医院: 合作医院 2000 多家, 持续布局医疗服务

公司深耕医院端销售渠道多年, 近年更是持续性地向医疗服务布局, 成立医院投资管理公司:

- ◆ 公司与以三甲医院为主的 2,000 余家医疗机构建立了长期合作关系, 合作医疗机构年门诊总量达到 2 亿人次以上, 其中仅广东省年门诊量超过 100 万人次的医院就达到 35 家以上。
- ◆ 公司设立普宁康美医院, 现有床位 930 张; 2013 年 11 月至 2014 年 1 月间收购了吉林省的五家公立医院; 今年 4 月 27 日更是与三甲医院梅河口市中心医院合作组建股份制医院, 其现有床位有 1100 张, 后续在医疗服务方向的持续拓展值得期待。
- ◆ 公司先后被国家中医药管理局、广东省卫计委批准为全国中药信息化医疗服务平台试点单位和全国民营网络医院, 公司以此为契机启动医疗新引擎, 探索网络医院智慧医疗新服务。

表 13: 公司收购医院事项

时间	医院名字	医院类别	位置
2013年11月5日	梅河口市妇幼保健院	一级甲等妇儿专科医院	吉林省梅河口市
2013年11月5日	梅河口市友谊医院	二级乙等综合性医院	吉林省梅河口市
2013年11月5日	梅河口市中医院	二级乙等中医医院	吉林省梅河口市
2014年1月16日	通化县人民医院	二级乙等综合性医院	吉林省通化市通化县
2014年1月16日	通化县中医院	一级甲等中医医院	吉林省通化市通化县

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

3、OTC 零售: 覆盖药店 15 万家

公司逐步在全国覆盖建设“康美之恋”连锁大药房和“康美人生”连锁专柜, 其中, “康美之恋”连锁大药房在全国共有 27 家, 主要集中在普宁、揭阳、汕头, 而“康美人生”连锁专柜在全国总共有 36 家, 主要集中在深圳、广州。同时, 公司与国药控股等医药连锁公司约 15 万家药店建立了长期的合作关系(占全国药店总数 35%), 已形成了覆盖全国的药品零售网络。

4、创新营销模式：新型营销模式丰富，助力公司发展

- ◆ 直销：现有直销会员 40 万人，助力公司保健食品业务的发展。
- ◆ 互联网+医药：目前拥有自建的康美中药网、康美健康网等医药电商平台，并与天猫医药馆、京东医药馆、1 号店等主流医药电商平台形成紧密合作。
- ◆ 移动医疗：公司推出康美健康等移动 APP 和智慧药房 O2O 服务，并与星河控股集团达成战略合作，在其开发和管理的社区内设立“互联网+”社区健康服务中心，布局社区健康服务网络。

2.2 互联网机遇助康美腾飞

公司自 2011 年底设立康美中药网以来，确定了以中医药全产业链为核心向互联网延伸的战略思想。目前，公司通过全面推行“互联网+大健康”战略，已系统性地搭建了集 B2B、B2C、O2O、互联网医疗服务为一体的“康美健康云服务平台”。

同时，公司积极与地方政府、大学、企业合作，2015 年至今已与 17 个合作方达成合作协议，进一步落实公司中医药全产业链的核心基础，布局药房托管，同时快速推进互联网发展战略，形成先发优势。

表 14：公司 2015 年以来达成的合作协议

公告日	合作方	合作内容
2015.03.26	广东省中医院	《中药饮片代煎及药品配送服务协议》：双方合作向患者提供药品调剂、中药饮片代煎、膏方制作、个性化加工和炮制、送药上门服务。
2015.04.18	广西壮族自治区玉林市人民政府	《医疗健康服务产业战略合作框架协议》：公司战略性投资玉林医疗健康产业进行深度合作达成协议。投资项目包括投资医院项目，投资总额不低于 8 亿元，互联网医疗健康服务平台项目，投资总额不低于 2 亿元。
2015.04.18	广西壮族自治区玉林市人民政府	《中国-东盟（玉林）中药材交易所合作框架协议》：公司在玉林市投资建设和运营中国-东盟（玉林）中药材交易所，投资金额在原中国-东盟康美玉林中药材（香料）交易中心的投资基础上增加投资，交易所项目及其配套总投入不低于 2 亿元人民币。
2015.05.05	广西梧州中恒集团股份有限公司	《战略合作协议》：就双方在中医药原材料供应链管理、产品渠道服务等方面开展全方位战略合作。
2015.05.06	青海省人民政府	《战略合作协议》：双方就投资建设青海（康美）中药材交易所项目并申报康美中药材期货交易所项目、青海省互联网医疗服务平台项目、青海省内医院投资项目、设立康美健康保险股份有限公司等事项达成战略合作协议。
2015.05.26	普宁市人民政府	《互联网医疗健康服务合作协议》：共同推进普宁市公立医院进入乙方

		的互联网健康医疗服务平台系统，提升普宁市医疗卫生行业的整体服务水平。
2015.05.30	牡丹江友搏药业股份有限公司	《战略合作协议》：双方在中医药原材料供应链管理服务、产品渠道服务等方面开展全方位战略合作。
2015.06.16	云南省普洱市人民政府	《战略合作协议》：就公司在普洱市投资建设林下生态中药材种植基地及精深加工项目、道地中药材及茶叶交易平台项目、医院投资项目、互联网医疗健康服务平台等项目合作事宜达成共识。
2015.06.18	青海大学	《战略合作协议》：双方就科研项目交流、申报，科研平台搭建，中药材地方标准制定，人才资源共享，网络医院平台等合作事宜达成共识。
2015.09.15	青海省人民政府、人保资本投资管理有限公司	《金融服务战略合作协议》：进一步加大在青海金融服务业投资的共识，加快促进青海省金融服务业的发展，支持产业转型升级、现代农业发展、城乡公用事业等基础设施建设，尤其是加大对科技型、创新型和创业型中小微企业的支持力度，拓宽中小微企业融资渠道。
2015.10.21	广州中医药大学	《战略合作协议》：共同建立“康美康复医院”项目、共同组建“康美研究院”项目、人才培养项目和互联网医疗项目方面开展合作达成一致。
2015.11.11	深圳市宝安区人民政府	《医疗健康战略合作框架协议》：建立战略合作伙伴关系，充分发挥各自的资源优势，相互提供优质、高效的服务，就中医药产业发展、文化交流、创新研究、健康养生养老、肿瘤康复等领域开展合作达成一致，宝安区政府在项目落户所涉及用地及相关政策方面依法予以支持，公司前期拟投资总额约 30 亿元。
2015.12.04	星河控股集团有限公司	《“互联网+”社区健康服务中心战略合作协议》：共同推进和落实国家“健康中国”、“互联网+”战略的实施，利用各自在医疗健康服务领域和社区物业服务的行业领先优势，以“互联网+”社区健康服务中心等项目的合作为乙方地产开发项目及社区提供增值服务。
2015.12.22	广东省怀集县人民政府	《战略合作协议》：就公立医院管理、投资兴建三甲医院、公立医院现代化医药物流延伸服务及智慧药房等方面开展合作达成一致。
2016.01.22	普宁市卫生和计划生育局	《普宁市卫生和计划生育局与康美药业股份有限公司合作协议》：就普宁市所有公立医院开展医疗器械耗材供应链延伸服务达成一致。
2016.06.14	云南省人民政府	《战略合作协议》：就中医药资源整合项目、“互联网+医疗”项目、公立医院收购及公立医院药房托管项目、中药材（香料）现代物流中心项目、“智慧养生+旅游”项目等事项达成战略合作协议。
2016.07.29	中国联通广东省分公司	《战略合作协议》：双方拟在全国范围内开展云计算、大数据、物联网、智慧药房、“互联网+医疗”、“互联网+养老”、互联网金融等领域的合作。

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司未来将开展网络医院、掌上医院、智慧药房、健康管家、医药支付和医疗保险等全方位智慧医疗健康服务平台建设，形成线上以康美移动医疗、医药电商商城、大宗价格指数、信息管理中心等为支持，线下以康美自营医院、药房、物流公司、药材市场、合作医疗机构及连锁药房作为依托，辅以康美金融服务平台，打造了完整的医和药的大健康生态圈。我们认为，与其他“互联网+”医药企业相比，公司的互联网战略有以中医药全产业链为核心支撑，有着良好的变现、盈利模式。

2.2.1 B2B 大宗交易平台康美 e 药谷

康美 e 药谷是虚拟市场与实体市场相结合的中药材大宗现货交易平台，拥有深圳、普宁、亳州、安国、陇西、玉林、文山、广州、磐安、南京、杭州、西宁、武汉、平邑、黄水等 17 个区域服务中心及覆盖全国各药材主产地共 380 多个二级服务网点，目前主要的交易模式包括现货挂牌交易、竞买竞卖交易、现货即期交易三种交易模式，延伸出在线融资以及 e 贷通两种融资方式。

表 15:e 药谷主要业务

业务	方式
现货挂牌交易	是指电子交易市场专门为特定（指向本市场递交申请，并经本市场批准的）现货交易商组织的网上销售（采购）的交易专场活动。分为销售专场交易、采购专场交易。卖方（买方）将可供应产品的主要属性和规格、交货地点、交货时间、数量、价格等信息对外发布要约，买方（卖方）一旦接受要约即签订订货合同。
竞买竞卖交易	<p>竞买交易（拍卖交易）：在商品供不应求的情况下产生的一种交易方式，竞买交易是指卖方将拟出卖商品的详细资料通过交易市场预先公告后挂牌报价，买方自主加价，在一定时间内，无人继续加价时，以最高买价成交，双方通过交易市场签订购销合同并进行实物交割的交易方式。</p> <p>竞卖交易（招标交易）：竞卖交易是在商品供大于求的情况下产生的一种交易方式，竞卖交易是指买方将需求信息资料通过交易市场预先公告后挂出止买价、购买量、品级参数、交货地等，卖方自主减价，在一定时间内，买方不向下调整止买价，又无人继续减价时，在最新止买价下，从最低价开始向上取量，以不超过买方购买量成交，双方通过交易市场签订购销合同并进行实物交割的交易方式。该交易模式可实现大宗及零散商品的集中采购和集中销售。交易商可根据发布商品的资料，自主加、减价以最高买价或最低卖价成交并通过交易市场签订购销合同并进行实物交割。</p>
现货即期交易	是指在本交易所规定的交易品种范围内，买卖双方通过交易所电子交易系统进行交易品种的买入或卖出的价格申报，经过电子交易系统成交后自动生成电子交易合同，交易商可根据该电子交易合同约定自主选择交割日期的交易方式。
在线融资业务	是指 e 药谷通过与银行合作，为借款人提供最为优质便捷的电子化服务，以向银行取得借款，方便借款人短期资金周转的自助网络融资业务。 在线融资业务是一种信用贷款 ，主要特点有：

- 1、授信简单：重点对借款人在 e 药谷的交易记录进行考察，减少借款人的授信条件。授信期限内的额度可循环使用；
- 2、操作方便：借款人通过在线申请、在线审核、在线放款、在线还款完成融资业务，突破时间和地域限制；
- 3、资金安全：资料准备齐全，最快可实现当日放款。借款人的借款资金不通过第三方账户，直接由银行转入借款人在合作银行开立的一般账户。

e 贷通

e 贷通是一种抵押贷款。主要模式有三种：

- 1、仓单融资：又称“货押融资”，是指交易商把未做它用（抵押、质押、卖出等排它性业务）的药材通过在 e 药谷注册仓单，并将仓单质押给银行，由康美为交易商质押的药材提供监管的短期融资方式。
- 2、互惠贷：又称“互助贷”，是指在市场管理方、行业协会、商会、核心企业等平台的组织下，由不低于一定数量（一般为 30 户）的个体工商户、小微企业（主）组成互助合作组织，各自缴纳等额的保证金设立集合基金，并委托专门的管理机构进行管理，为各基金成员在邮储银行“互惠贷”提供担保。（产品研发中）
- 3、交收融资：交易商通过 e 药谷的拟交收的订单信息，向银行申请贷款来完成 e 药谷订单交收的融资方式。（产品研发中）

资料来源：康美 e 药谷、东兴证券研究所

对于中药材种植户以及贸易商来说，康美 e 药谷的运营模式相比传统实体交易市场有着巨大的好处：

- ◆ 压缩产业链，实现农企对接，节约双方渠道成本。
- ◆ 提供仓储物流服务，集中管理有效防止中药材发生霉变，降低农企双方的仓储物流成本。
- ◆ 提供集中的质检服务，按照公司制定的标准保证中药材质量，同时也能有效解决前文所提到 GMP 认证中的部分难点。
- ◆ 融资服务，能方便快捷得解决农企双方现金流问题，这也是公司未来向供应链金融发展的基础。

图 21:e 药谷运营模式



资料来源：东兴证券研究所

康美 e 药谷发展极为迅速，已拥有 12 万会员，包含 700 个药企，有望在未来给公司贡献巨大业绩弹性。现有日均总成交额达 20 亿以上，增长极为快速，而 e 药谷的即期交易的手续费为双边 0.1%，交割手续费为双边 0.5%。以一年 5000 亿的交易额计算，仅交易手续费一项在未来即可贡献约 4.8 亿的业绩弹性（目前公司为推广 e 药谷，大部分免收交易手续费），而实际交割额我们估计约为交易额的 6-8%（康美 e 药谷 2015 年实物交割达 210 万吨，已超越任何一个单一的线下中药材交易市场），交割手续费在未来可贡献约 3.4 亿的业绩弹性，此外，还有仓储费、检验费、装卸费等收入。

目前康美 e 药谷日上市品种共 37 个：亳白芍、白胡椒、八角茴香、白莲子、冬虫夏草、川黄柏、川麦冬、川芎、党参、黄连、金银花、玛咖、羌活、人参、三七、山药、西洋参、浙贝母、板蓝根、蜈蚣、黄芪、灵芝、当归、雪蛤、海龙、肉苁蓉、茯苓珍珠、海马、燕窝、鹿茸、藏红花、防风、石斛、枸杞子、黑胡椒、生地黄。未来康美 e 药谷品种数量有望持续增加，我们预计今年康美 e 药谷有望实现 8000 亿的总交易额。

表 16: 康美 e 药谷 2015 年全年运营情况

项目	情况
会员数	约 12 万（含药企 700 家）
即期交易累积上线品种	32 个（亳白芍、白胡椒、八角茴香、白莲子、冬虫夏草、川黄柏、川麦冬、川芎、党参、黄连、金银花、玛咖、羌活、人参、三七、山药、西洋参、浙贝母、板蓝根、蜈蚣、黄芪、灵芝、当归、雪蛤、燕窝、鹿茸、藏红花、防风、石斛、枸杞子、黑胡椒、生地黄）
即期交易收费标准	交易费用：1‰双边 延期费：0.6‰ 超期费：0.6‰
即期交易日均交易额	20 亿

即期交易月均交易额	400 亿
挂牌交易累计交易品种	300 多种
挂牌交易收费标准	交易费用：6‰双边
挂牌日均交易额	1 亿
挂牌月均交易额	20 亿
实物交割(含即期、挂牌)	210 万吨
年交易额（含即期、挂牌）	5000 亿
交割收费标准	交割费：5‰双边
	质检费：按抽样每份约 2000 元
	仓储费：一般阴凉库约 0.67 元/吨/天，冷库约 1.33 元/吨/天（具体费用视品种和地区而定）

资料来源：东兴证券研究所

图 22：康美 e 药谷部分品种单日交易情况

序↓	名称	代码	现价	现量	买价	卖价	买量	卖量	成交量	涨跌	订货量	前均	开盘	最高	最低	幅度%
1	亳白芍	JQBBS	17.79	90	—	—	0	0	336	0.45	3980	18.24	17.79	18.00	17.50	-2.47
2	白胡椒	JQBHJ	1903.00	12	1902.00	1903.00	248	64	937264	59.00	300504	1844.00	1895.00	1906.00	1843.00	3.20
3	八角茴香	JQBJ	20.00	18	—	—	0	0	66	1.04	13028	18.96	19.15	20.00	19.00	5.49
4	白莲子	JQBLZ	1050.00	46	1050.00	1051.00	363	702	1140928	-23.00	50298	1073.00	1064.00	1073.00	1045.00	-2.14
5	冬虫夏草	JQCC	838.00	2	—	838.00	0	3072	402288	-54.00	108292	892.00	884.00	888.00	838.00	-6.05
6	川黄柏	JQCHB	14.99	72	—	—	0	0	166	-0.03	2598	15.02	14.94	14.99	14.94	-0.20
7	川麦冬	JQCMD	—	0	—	—	0	0	0	—	359662	527.00	—	—	—	—
8	川芎	JQCX	24.03	90	—	—	0	0	454	-0.13	4184	24.16	23.83	24.26	23.56	-0.54
9	党参	JQDS	—	0	—	—	0	0	0	—	241566	15.85	—	—	—	—
10	黄连	JQHL	—	0	—	—	0	0	0	—	0	485.00	—	—	—	—
11	金银花	JQJYH	77.80	24	—	—	0	0	68	-0.98	2758	78.78	78.80	78.80	77.60	-1.24
12	玛咖	JQMK	123.00	184	123.00	124.00	606	569	4258	0.00	13554	123.00	123.00	123.00	123.00	0.00
13	羌活	JQQH	1627.00	24	—	—	0	0	24	-3.00	1694	1630.00	1627.00	1627.00	1627.00	-0.18
14	人参(生晒参)	JQRS	592.00	8	592.00	593.00	18	45	17014	24.00	234	568.00	570.00	599.00	569.00	4.23
15	三七	JQSQ	155.90	8	155.80	155.90	5	13	112812	1.50	97628	154.40	154.40	156.90	154.30	0.97
16	山药	JQSY	885.00	28	884.00	885.00	351	516	504282	49.00	281870	836.00	869.00	886.00	841.00	5.86
17	西洋参(国产)	JQXYS	603.00	4	—	—	0	0	50	-6.00	832	609.00	610.00	615.00	599.00	-0.99
18	浙贝母	JQZBM	457.00	60	456.00	457.00	19	40	83578	8.00	32740	449.00	447.00	476.00	440.00	1.78
19	板蓝根	JQBLG	9.60	64	9.59	9.60	369	101	451982	-0.27	91172	9.87	9.84	9.93	9.50	-2.74
20	蜈蚣	JQWG	651.00	18	650.00	651.00	522	494	887804	6.00	748128	645.00	656.00	662.00	637.00	0.93
21	黄芪	JQHQ	15.30	24	15.29	15.30	267	507	1457780	0.10	49284	15.20	15.15	15.46	15.06	0.66
22	灵芝	JQLZ	36.85	68	36.85	36.90	593	664	1170070	0.50	194998	36.35	36.40	37.00	36.15	1.38
23	当归	JQDG	41.90	52	41.80	41.90	1187	673	813682	-1.70	144696	43.60	43.40	43.90	41.60	-3.90
24	雪蛤	JQXH	1049.00	6	1049.00	1050.00	222	280	214428	-7.00	355966	1056.00	1043.00	1060.00	1029.00	-0.66
25	海龙	JQLON	1394.00	86	1393.00	1394.00	193	61	253980	-34.00	130746	1428.00	1410.00	1442.00	1382.00	-2.38
26	肉苁蓉	JQRCR	728.00	4	728.00	729.00	589	866	98056	-4.00	130712	732.00	730.00	734.00	727.00	-0.55
27	茯苓	JQFL	21.53	30	—	—	0	0	480	0.00	2134	21.53	21.34	21.56	21.26	0.00

资料来源: 东兴证券研究所

公司中药材期货交易获得青海省政府的政策支持, 而公司自身在实体交易市场、仓储物流方面的布局也使其具备了设立期货交易市场的资本。而期货市场落地之后将进一步放大 e 药谷的成交量, 未来有望达万亿以上的交易规模, 为公司提供十亿级的利润规模。实体市场与线上交易平台结合, 公司逐渐由传统贸易商向中药材市场的做市商发展。

2.2.2 B2C 电商平台康美健康商城

公司除了在天猫、京东、1 号店、亚马逊等电商平台拥有旗舰店以外, 设立了垂直第三方平台康美健康商城。目前医药类 B2C 电商平台主要分为两种营销模式: 一种是以综合品类营销模式, 以药品为主, 品类布局基于消费者多元化的健康需求展开, 如壹药网、好药师等; 而另一种则是致力于主营单个医药电商品类 (如家用医疗器械、母婴等), 如康复之家、可得网等等。康美健康商城属于综合品类营销模式, 商品分类包括内外专科、营养保健、滋补养生、药食同源、绿色食品、医疗器械、健康护理、生活百货等。康美健康商城以“分国家分地域”的方式布局跨境电商, 其全球购板块于 2015 年 6 月底上线, 目前已经开辟欧、美、日韩、秘鲁等多个国际化地方特色馆, 以每个地区独有的保健品营养品作为特色产品。

目前, 康美健康商城已占据了一定的市场份额, 累计拥有超过 215 万活跃用户及会员, 我们认为, 康美健康商城未来有望在医药电商平台中占有一席之地, 相较于其他医药电商平台, 康美健康商城有着以下优势:

- ◆ 公司中医药全产业链支撑以及中医药龙头的品牌效应使康美健康商城在中药领域

有着巨大优势，与其他电商平台差异化竞争。

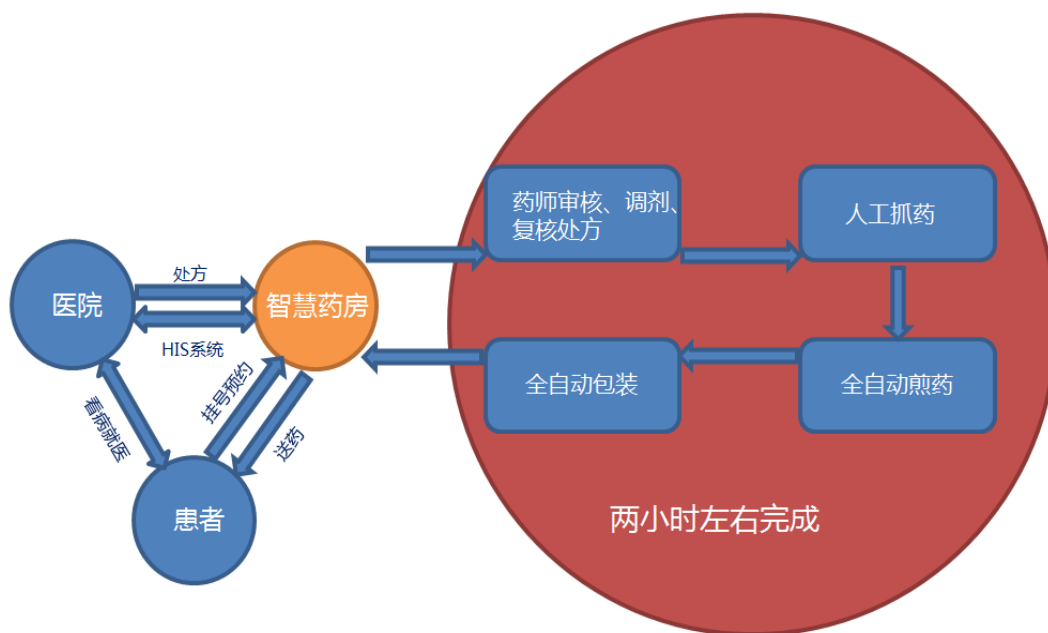
- ◆ 公司其他营销渠道医院、零售药店、直销模式可与康美健康商城结合形成口碑营销的模式。

2.2.3 O2O 模式智慧药房

1、智慧药房：医院院墙外的新医疗（移动医疗+城市中央药房）

公司的智慧药房是一种移动医疗与城市中央药房相结合的新模式。智慧药房可谓是公司药房托管的中药升级版，是公司涉足医改中医药分开的进一步尝试，抓住了处方这一关键核心。线上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，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，从而切入患者就医和用药的全流程，构筑以患者为中心的“移动医疗+城市中央药房”移动医疗商业模式。

图 23：智慧药房运营模式



资料来源：东兴证券研究所

我们调研发现，智慧药房目前已拥有成熟的煎药控制管理系统，已实现半自动化，包括自动化注水、自动化传输系统、自动煎药包装一体机等，仅有调剂环节仍然以人工抓药为主，在未来有望实现全自动化。相较于其他开始尝试智慧药房模式的企业来说，公司自动化的程度远远领先。

图 24：智慧药房实地调研照片（已经接近全自动的智慧药房管理系统）



资料来源：东兴证券研究所

2、跑马圈地，势如破竹：年内有望覆盖几大重点城市

公司智慧药房项目推行速度极快，可以从区域和处方量两个方向的发展来体现：

区域：广州、深圳地区 3 个智慧药房已经运营。公司计划年内实现覆盖广州、深圳、北京、上海、成都五大重点城市，今年年内覆盖 300 家医院，17 年预计覆盖 500 家医院。智慧药房于 2015 年 6 月开始正式运营，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，主要分布在广州、深圳、北京、上海、成都、内蒙古、天津、厦门等地。

- ◆ **广州、深圳：**目前在运营的有 3 个智慧药房，广州 2 个、深圳 1 个。其中，广州智慧药房一期产能可每日处理约 1400 张处方，二期产能可每日处理 10000 张处方，深圳地区的智慧药房项目于 2016 年 1 月 27 日正式启动，产能可达每日 8000 张处方，覆盖深圳、东莞、惠州及广东省东部区域，目前已与深圳中医院、罗湖中医院、福田中医院、宝安中医院等深圳较大的中医院签约。
- ◆ **北京：**根据公司推进智慧药房项目的进展来看，我们认为已与北京的部分知名中医院达成协议，未来或将其打造成为北方地区的一个样板，我们预计北京地区的智慧药房在近期就能上线。
- ◆ **上海、成都：**在上海地区，公司本身就有煎药的业务在做，市场覆盖率较高，对当地的医疗机构影响力比较有基础，同时公司已和成都地区几家大的医院达成一致，

两地的智慧药房项目预计今年有望上线。

◆ **内蒙古、天津、厦门等地：**公司在持续布局，是智慧药房的下一个发展地区。

处方量：日处方量已达 1.2 万张，我们预计年内达到日处方量达 3 万张。目前在运营的 3 个智慧药房日处方量已达 1.2 万张，仍在持续增长。我们预计在今年年底有望实现日处方量达 3 万张左右，其中广州地区 1 万张左右，深圳、北京、上海、成都四地合计 2 万张左右。

目前公司平均每张处方的金额为 160 元左右，一张处方单有 5-7 剂，广州、深圳每剂代煎费用为 2.5 元，代煎费用总共收取约 15 元，代煎费用即可完全承担公司智慧药房运营的开支。考虑公司自产产品和其他产品的毛利率以及各自的占比，再扣除公司所补贴的邮费（公司自己运送成本约 8 元，使用第三方物流成本约为 4.5 元），我们估算智慧药房的净利率约为 20% 以上。我们预计公司智慧药房今年带来的增量收入可达 6 亿元，而在此业务成熟期能给公司带来的收入规模将是数十亿级的。

图 25：智慧药房三年规划（预计量，非实际量，会根据实际情况调整）



资料来源：东兴证券研究所

3、大势所趋：符合政策趋势，实现患者、医院、企业三方共赢

前文已经提过，医药分开是政策趋势，而智慧药房作为公司继药房托管之后的进一步尝试，符合医药分开的政策趋势，并打上了公司的标签，有望成为医改中的一个样本标杆。

公司的智慧药房从医院、患者双方的痛点切入，颠覆传统医疗模式。在传统医疗模式中，医院和患者两方都有各自的痛点。对于医院来说，有着就诊环境拥挤、服务流程复杂、超负荷运营、医患纠纷加剧等形势愈发严峻的问题，同时又因为推行药品零加成而导致医院门诊药房逐渐成为成本中心，耗费大量人力成本、场地空间和资金。而对于患者而言，有着挂号难、排队久、就医流程不清晰、服务体验差等“看病难”的普遍问题，同时，使用中药的患者大部分不懂煎煮中药，代煎的话又需要第二天再次回到医院取药，十分不便。而公司正是以这两方的痛点为基础切入就医、用药的全流程。

图 26: 医患双方痛点



资料来源：东兴证券研究所

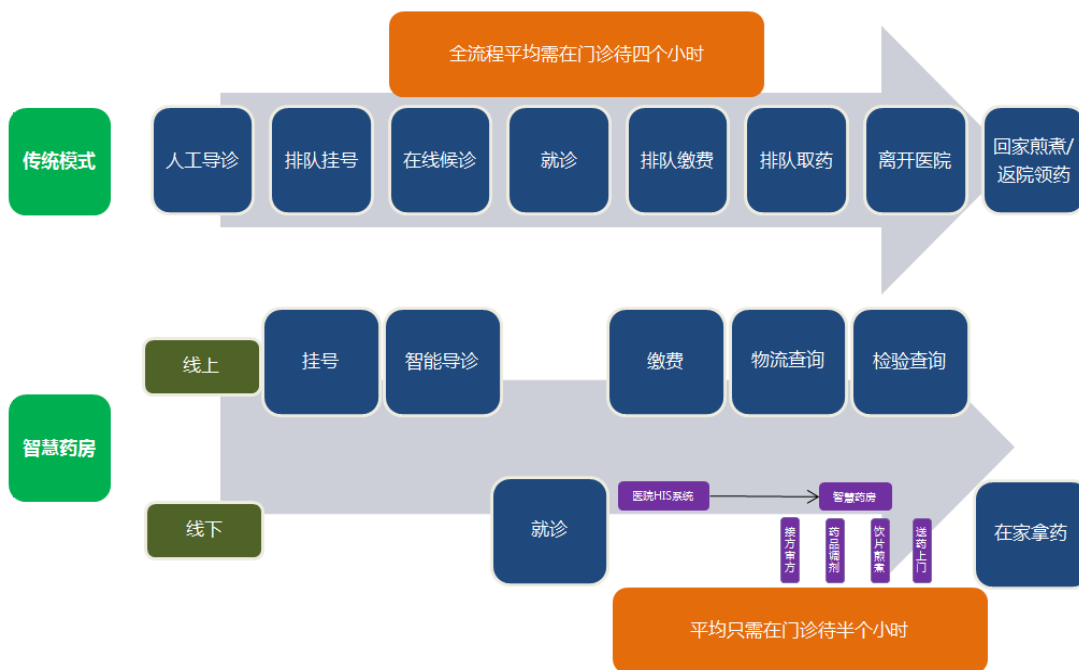
同时，智慧药房是目前少有的能实现三方共赢的模式：

对医院来说，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生的利益。

对患者来说，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。

图 27：传统模式及智慧药房的就医流程对比



资料来源：东兴证券研究所

对公司来说，更是好处多多：

- ◆ **轻资产，投资回报率高，助力公司中药饮片业务市场份额：轻资产，投资回报率高：**

公司在目前选择开设智慧药房的城市已有良好的销售网络以及仓储物流基地，最大的投入在于煎药机、煎药配药系统、包装系统等。就广州智慧药房而言，一期产能投入约 2200 万元，满产状态下估计可实现年收入约 6000 万，而二期产能投入约 1 亿元，满产状态下估计可实现年收入约 4 亿元。由于智慧药房目前已接近实现全自动化，边际成本将随着规模扩大逐渐降低，规模效应形成后利润将快速放大，投资回报率较高。另外，公司全国多地都有饮片厂和物流中心，都可以为智慧药房提供场地可能，实现快速扩张。

- ◆ **助力中药饮片销售，获取增量份额：**公司优先选择与增量较大的医院合作，医院将处方传给智慧药房之后，中药饮片的销售将完全由公司供应，相当于拓展了公司中药饮片业务的流通渠道，从而大大提高公司在签约医院中药饮片的市场份额，而公司现有中药饮片业务覆盖所有品类，可以满足患者、医院的所有需求。

以深圳市中医院为例，公司原本只有 10%左右的中药饮片市场份额，而与深圳中医院合作智慧药房之后，公司中药饮片的市场份额已提升至 40-50%（存在深圳地区年轻人较多，接受程度较高的原因）。

- ◆ **倒逼其他医院使用智慧药房：**智慧药房能有效提高患者对医院的满意度，便利性极高。一旦同一地区有一家医院使用了智慧药房项目，对患者的吸引力加强，而未使用智慧药房的医院则会担忧失去病源，因此智慧药房的推广速度是将逐级加速的。
- ◆ **促进公司药房托管以及 GPO 模式的展开：**公司通过智慧药房（线上）与签约医院形成良好的合作关系能有效促进公司药房托管业务（线下）以及 GPO 模式的展开，以销量获得议价能力的提升，从而在集中采购品种进一步扩大利润空间。
- ◆ **为大数据平台提供信息，帮助构建健康档案，提供综合的药事服务，达到估值与业绩的双重提升：**通过智慧药房，公司可收集到患者的疾病信息、用药情况、住址信息，在一定程度上帮助公司构建患者的健康档案，从而在未来对数据进行分析，对患者进行二次开发，并向对应群体推送公司业务，形成精准营销。从远景上来看，智慧药房能与公司其他在进行的项目（如互联网医疗、医药电商平台、保健品及保健食品、健康社区等）有机结合，互相促进，最终为患者提供综合的药事服务，直接对接患者，达到估值与业绩的双重提升。

三方共赢的模式决定了智慧药房可以快速复制推广，医院以及患者没有理由不接受智慧药房的服务，而公司通过自身已有的基础放大从智慧药房获得的效益。

同时，公司计划与药店以及中医馆合作智慧药房项目，前景广阔。

- ◆ **药店：**公司计划与单体药店和连锁药店合作，未来可以将处方推送到患者家附近的合格药店。对公司来说，智慧药房可以将处方推送到患者附近有中药饮片业务的药店，有利于智慧药房覆盖范围进一步扩大，一定程度上降低智慧药房的运营成本，并获得合作药店中药饮片的独家供应权，进一步提高公司中药饮片的市场份额。而对药店来说，药店方获得新增处方，提高利润。就目前而言，因为药店在 OTC 市场被医药电商抢夺了一部分市场份额，很多药店已在尝试中药饮片的业务，为公司促成双方合作提供了良好的基础。

- ◆ **中医馆：**对于中医馆来说，中医馆没有必要再弄一个药房，也没有必要再请药师了，使用智慧药房能为其节省人力成本和场地空间，效果甚至尤胜于医院。中医馆能与康美就中药饮片的处方收益进行分成从而实现更多的收益，而公司也能得到中药饮片的这部分市场份额。

4、行业壁垒：不是每一家公司都是康美

智慧药房的模式这么好，那么，其他的公司是否有能力模仿智慧药房的模式？

我们认为，如同不是每一滴牛奶都叫特仑苏一样，不是每一家公司都是康美。总得来说，康美的优势有四点：

- ◆ **先发优势：**智慧药房的推广需要极强的执行力，而公司管理层的执行力在过去十几年里已经得到了验证。目前来说，公司拥有先发优势，模式已经成熟，并且公司拥有较强的技术部门，拥有自己开发的系统，具备万能接口，可以有效对接各个医院系统，设备上也已经实现了半自动化，整体上至少领先潜在竞争对手半年以上。而智慧药房这个模式具有极强的排他性，一旦医院与康美开始合作，基本上没有空间再让其他公司介入了，主要原因有三点：1) 医院系统端口需要再接入另一套系统；2) 处方如何分是一个比较头痛的问题，如果随机分发处方的话，各个公司所准备的品种又会有重复；3) 医院财务部门需要多花很多精力与几家公司核算。
- ◆ **品牌影响力：**公司品牌认知度相对较高，公司很早开始就进行品牌的宣传，并且通过 OTC 渠道、直销、医药电商等方式已与消费者建立起了联系。而其他商业公司往往因为没有自己的产品，在消费者的眼里认知度不高。同时，公司与超过 2000 家医院、约 15 万家药店建立的长期合作关系将在未来成为智慧药房进一步推进的产业资源优势。
- ◆ **全产业链支撑：**公司业务覆盖整个中医药全产业链，上游掌握资源型中药材的种植，中游拓展中药材贸易，生产加工中药饮片、中成药、滋补品、药食同源的健康食品，下游涉足终端销售及中医医疗服务，为智慧药房项目提供有效支撑。**1) 变现方式：**智慧药房对于公司而言更像是一个销售渠道，整个模式目前的变现点在于增加公司中药饮片的市场份额，而其他公司很难实现中药饮片的全产品覆盖，利润相对较小。**2) 质量控制：**以往医院为药品质量负责，而使用智慧药房这个模式的时候，企业承担药品质量的责任，那么质量控制就成为了一个关键。而公司拥有从种植开始的全产业链支撑，拥有完善的条形码追溯体系，质量层层把关，对于所使用的中药饮片进行百分之百的检验，药品、调剂的质量有保证，风险可控。同时，由于公司的中药饮片质量有保证，追溯体系完善，较其他企业的中药饮片有一定的溢价空间，这也是符合医院利益的。
- ◆ **覆盖全国的仓储物流网络：**公司通过充分整合物流、仓储基地资源，在全国范围内围绕主要的中药材生产、流通和交易市场，铺展物流网络建设，建设现代医药物流配送系统，目前已设立了包括北京、东北、上海、普宁、四川在内的 30 多处分布全国的现代化医药仓储物流中心。而仓储物流中心的存在使公司在相应地区设立智

慧药房的时间、成本大大降低，例如北京的智慧药房从建立到完成仅仅花费几个月的时间。

图 28: 康美智慧药房的优势



资料来源：东兴证券研究所

综上，我们认为，想要模仿智慧药房这种模式是存在相当高的进入壁垒的，未来智慧药房的竞争格局有可能会形成“一超多强”的格局，一家覆盖全国、跑马圈地最为迅速的公司以及多家地区性质的公司，而公司深耕中医药全产业链十余年，基础扎实，同时已经抢得北、上、广、深、成都的布局先机，大概率事件将分得其中最大的那一块蛋糕。

2.2.4 打造网络医院平台

公司有望借助智慧药房的平台基础，提供综合的药事服务以及医患沟通平台。公司智慧药房业务持续拓展，承接的外流处方包含大量信息，包括患者的个人信息、健康状况、治疗方案等，有望在未来在智慧药房基础上给公司网络医院平台引流。

网络医院平台现已接入 3 家医院，借战略合作引进优质医院。公司于 2015 年 3 月 4 日公告公司获批成为国家中医药管理局信息化医疗服务平台试点单位，此后公司于 2015 年 3 月 14 日获得广东省卫计委批准康美医院设置网络医院，为全国首家民营网络医院。公司现已接入自身的康美网络医院、北京大学深圳医院、椿熙堂，公司也通过战略合作的方式持续布局互联网医疗：

- ◆ **与政府达成合作：**公司相继与玉林市政府、青海省政府、普宁市政府、普洱市政府、深圳市宝安区政府、云南省政府达成的战略合作协议中明确包括互联网医疗方面的合作，政府支持公司互联网医疗在当地的推进，其中一项内容即是建设网络医院并

推进医生上网服务项目。

- ◆ **与大学达成合作:** 公司与青海大学、广州中医药大学达成的战略合作协议中也有一项明确表示两所大学将推进自身的医疗资源进入公司的互联网医疗健康服务平台中, 广州中医药大学拥有拥有直属附属医院 4 所、非直属附属医院 26 所, 其中, 第一、二、三附属医院形成以 43 个国家重点专科为龙头的专科专病技术群, 展开床位超过 5,000 张, 年门诊总量超过 1,000 万人次, 而青海大学拥有 1 所三甲附属医院。
- ◆ **庞大的医院资源:** 公司现有 100 多家达成药房托管协议的医院, 并与以三家医院为主的 2000 余家医院有长期合作的关系, 为公司互联网医疗服务平台的潜在资源。
- ◆ **与联通合作强化信息基础建设:** 公司近期与中国联通广东省分公司达成战略合作协议, 有望借助联通在通信网络、信息化建设方面的技术优势, 为公司互联网+战略提供重要基础。

总体而言, 公司互联网医疗服务的战略可总结为“创建健康档案, 打造健康社区, 紧抓肿瘤、康复养老两条支线”。公司与星河控股达成战略协议, 由公司在星河控股所开发和提供物业服务管理的社区内设立“互联网+”社区健康服务中心, 提供线上线下结合的医疗服务和健康管理服务。此外, 公司引入微软全美健康云总监彭少毅先生, 与其共同设立康美健康云服务有限公司, 增强云计算、信息服务的支持, 又与新华网股份有限公司共同设立康美健康智库有限公司, 共同搭建中国健康大数据平台。这样, 公司拥有了大数据平台支持以及向社区健康服务发展的切入点, 首先向肿瘤和康复养老这两条高粘度的支线发展。

图 29:康美网络医院平台首页



资料来源: 东兴证券研究所

- ◆ **肿瘤:** 康美健康云正在组建肿瘤专家工作室, 着手肺癌、乳腺癌、肝癌和肠胃癌等常见肿瘤, 并在打造肿瘤患者社区, 分享肿瘤的防治、养生信息, 提供肿瘤相关的服务。
- ◆ **康复养老:** 公司与广东中医药大学合作设立康美康复医院, 依托其医疗资源, 提供丰富和专业的医疗技术, 为实现康美康复医院明显的中医特色、一流服务设备的目标提供保障。此外, 公司在上海徐汇区和北京西城区试点互联网智慧居家养老, 通过让患者使用合适的智能穿戴设备, 接上在线系统的智能导航管理, 实现一体化平台的慢病管理, 提供 MDS3.0 居家护理、网络门诊、家庭医生和健康管理师等服务, 以会员制收费。

我们认为, 公司医疗机构方面的资源丰富, 其互联网医疗平台有望在未来整合公司医疗服务行业资源, 形成覆盖全科的虚拟医院平台。同时, 业界所担心的互联网+医疗的变现方式对于公司而言并不是一个大问题, 公司互联网医疗平台的变现方式主要在于患者的购药环节, 可以理解为公司 GPO 模式的延伸, 公司可通过互联网医疗平台在其 B2C 电商平台 (互联网禁止销售处方药放开后)、智慧药房模式等其他业务中获取公司自产产品销量的提升以及对药企议价能力提升所获得的利润。

3. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.69、0.86、1.05, 对应 PE 为 23x、19x、15x。公司“进可攻, 退可守”, 存在稳健的 20-25% 的估值切换收益, 并且未来看点颇多, 存在业绩弹性, 我们给予公司 2017 年 25 倍的估值, 对应目标价为 21.5 元, 维持“强烈推荐”评级。

4. 风险提示

智慧药房推进不达预期; 中药材价格波动

表 17: 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
流动资产合计	20654	29448	30839	37105	44286	营业收入	15949	18067	22363	27109	32541
货币资金	9985	15818	14536	17621	21152	营业成本	11768	12947	15963	19209	22938
应收账款	2230	2550	3157	3827	4594	营业税金及附加	103	197	243	295	354
其他应收款	53	78	97	117	141	营业费用	426	499	604	745	895
预付款项	597	560	513	458	391	管理费用	583	711	872	1068	1282
存货	7369	9795	12076	14532	17353	财务费用	435	449	642	786	944
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
非流动资产合计	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	营业利润	2666	3218	4039	5005	6128
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
资产总计	27879	38105	40111	46018	52850	利润总额	2707	3243	4039	5005	6128
流动负债合计	8248	13879	14246	16044	19380	所得税	421	486	606	751	919
短期借款	3420	4620	5000	6500	9500	净利润	2286	2756	3433	4254	5209
应付账款	1391	1444	1756	2114	2524	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1021	948	857	747	615	归属母公司净利润	2286	2757	3433	4254	5209
一年内到期的非	200	5	5	5	5	EBITDA	4414	4986	5066	6151	7420
非流动负债合计	2913	5388	7420	9002	9405	EPS (元)	1.04	0.62	0.69	0.86	1.05
长期借款	5	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	2496	4885	4885	4885	4885		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	11161	19267	21666	25046	28786	成长能力					
少数股东权益	3	73	73	73	73	营业收入增长	19.39%	13.28%	23.78%	21.22%	20.04%
实收资本(或股	2199	4397	4947	4947	4947	营业利润增长	22.35%	20.68%	25.52%	23.90%	22.45%
资本公积	4757	3657	3657	3657	3657	归属于母公司净利润	24.54%	23.90%	24.54%	23.90%	22.45%
未分配利润	5917	6584	7197	7955	8884	获利能力					
归属母公司股东	16716	18765	18373	20898	23991	毛利率(%)	26.21%	28.34%	28.62%	29.14%	29.51%
负债和所有者权	27879	38105	40111	46018	52850	净利率(%)	14.33%	15.26%	15.35%	15.69%	16.01%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	8.20%	7.23%	8.56%	9.24%	9.86%	
经营活动现金流	1132	509	2019	2516	3188	偿债能力					
净利润	2286	2756	3433	4254	5209	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	2.16	2.31	2.29
财务费用	435	449	642	786	944	速动比率	1.61	1.42	1.32	1.41	1.39
应付帐款的变化	0	0	-606	-670	-767	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	-91	-110	-132	总资产周转率	0.64	0.55	0.57	0.63	0.67
投资活动现金流	-769	-1444	30	0	0	应收账款周转率	8	8	8	8	8
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.48	12.74	13.97	14.01	14.03
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	53	72	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.04	0.62	0.69	0.86	1.05
筹资活动现金流	1141	6759	-3332	568	343	每股净现金流(最新	0.68	1.32	-0.26	0.62	0.71
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	4.22	4.85
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	2199	550	0	0	P/E	15.55	25.96	23.30	18.81	15.36
资本公积增加	7	-1099	0	0	0	P/B	2.13	3.79	4.35	3.83	3.33
现金净增加额	1505	5825	-1282	3085	3531	EV/EBITDA	7.18	13.00	14.88	11.99	9.87

资料来源:公司财报、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。