

# 智慧药房模式快速复制, 收购三甲医院持续向医疗服务延伸产业链

## ——康美药业（600518）事件点评

2016年10月18日

强烈推荐/维持

康美药业

事件点评

### 事件:

康美药业 3.95 亿收购梅河口市爱民医院管理公司 60%的股权; 康美药业成立康美智慧药房（北京）有限公司。

### 主要观点:

#### 1、于北京设立子公司, 智慧药房快速复制

公司拟在北京设立全资子公司康美智慧药房（北京）有限公司, 用以在北京地区拓展智慧药房业务。目前公司已在广州、深圳两地拥有三个智慧药房的配送中心, 而北京是公司智慧药房模式拓展的第三个城市、第四个配送中心。

**智慧药房模式是我们最看好的承接处方外流的模式, 变现模式清晰、复制速度极快、未来受配方颗粒放开影响较小:**

- ◆ **承接处方外流:** 智慧药房的运作模式是医院通过智慧药房的系统, 将患者的电子处方发送至公司, 由公司完成药品的调配、煎煮与配送智慧药房模式, 真正实现了处方外流。智慧药房模式从医院、患者的痛点出发, 为医院节省煎药的人力、场地成本, 而原本的中药饮片 25%加成仍然归医院所有, 为患者节约 3-4 小时等待医院代煎的时间, 同时没有增加任何负担, 医患双方均受益。
- ◆ **变现模式清晰:** 公司通过接近全自动的生产线拉低煎药的成本, 向患者收取的代煎费用基本能够覆盖公司的运营成本及配送成本, 而通过智慧药房模式带动公司中药饮片的销售。以深圳市中医院为例, 公司之前仅有 10-15%的中药饮片份额, 目前通过智慧药房模式已拥有接近 50%的份额, 拉动效应明显。
- ◆ **复制速度极快:** 智慧药房 2015 年 6 月正式上线, 从今年二季度的 4500 张日处方量迅速增加到目前的 1.2 万张以上, 年底有望实现 3 万张, 目前已经覆盖广州、深圳、北京三地, 上海、成都、内蒙古、厦门、天津等地的智慧药房也在持续推进。

### 张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516080001

### 缪牧一

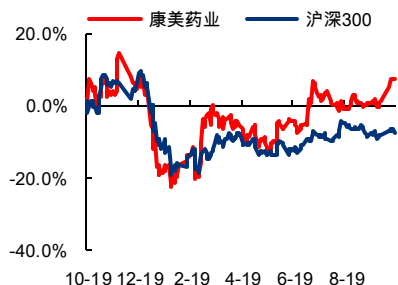
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间 (元)	17.15-16.19
总市值 (亿元)	848.45
流通市值 (亿元)	754.16
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	0.7

### 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）事件点评：战略合作再下一城，与重庆市政府全面合作加码公司各项业务》2016-09-23
- 2、《康美药业（600518）深度报告：洗尽铅尘，淡却浮华；时过境迁，再恋康美》2016-08-30
- 3、《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

- ◆ **未来受配方颗粒放开影响较小：**智慧药房模式解决了中药饮片与中药配方颗粒之间最大的差距，通过成熟的配送模式很大程度上解决使用便捷度的问题，未来受到配方颗粒的冲击较小。此外，中药饮片市场空间足够大，14年规模以上中药饮片加工企业实现营收1496亿元（2015年增速约13%），而公司作为龙头目前市场份额较低，有望通过智慧药房模式占领市场。同时，公司积极布局配方颗粒市场，现有普宁市年产24亿包以及重庆市年产30亿包的生产基地在建，在拥有中医药全产业链的支撑和相同的医院渠道资源的情况下，有望在配方颗粒放开后迅速抢占配方颗粒市场乃至中成药市场。

我们认为，智慧药房模式今年有望带来6亿以上的中药饮片增量收入，明年有望带来15亿左右的增量收入，成熟期收入体量更是有望达到数十亿，有望为公司未来业绩增长提速。

## 2、控股爱民医院管理公司，获梅河口市中心医院（三甲），向医疗服务持续延伸产业链。

公司斥资约3.95亿收购爱民医院管理公司60%的股权，而爱民医院管理公司拥有梅河口市中心医院的全部资产及负债。**梅河口市中心医院是吉林省东南部唯一一所三级甲等综合医院**，是吉林医药学院附属医院，延边大学、北华大学教学医院，吉林省首批住院医师规范化培训基地，德国维尔兹堡医院、韩国大邱法替玛医院、韩国漆谷庆北大学附属肿瘤医院友好协作医院，**编制病床1000张，年门诊量60万人次，年出院病人4万人次，手术例数15000多例。**

我们认为，公司获得梅河口市中心医院，已在吉林省东南部形成了医联体的雏形，有望助力公司网络医院平台。公司此前已收购梅河口市妇幼保健院、梅河口市友谊医院、梅河口市中医院、通化县人民医院、通化县中医院等吉林省东南部的五家医院，而此次获得梅河口市中心医院已经在吉林省东南部构成了一个以三甲医院为核心的医联体雏形，向医疗服务持续延伸产业链，同时所获得的医疗服务资源也有望助力公司网络医院平台未来的发展。

### 结论：

公司在北京设立子公司，智慧药房快速复制；而此次公司获得梅河口市中心医院，有望为公司未来的医疗服务布局带来积极影响。我们预计公司2016-2018年EPS为0.69、0.86、1.05，对应增速为24.55%、23.90%、22.45%（保守地估计智慧药房所带来的影响），对应PE为25x、20x、16x。我们认为，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，存在超预期的可能性，且智慧药房模式有望提升公司估值，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。

## 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	2016E	2016E		2014A	2015A	2016E	2016E	2016E
<b>流动资产合计</b>	20654	29448	30839	37105	44286	<b>营业收入</b>	15949	18067	22363	27109	32541
货币资金	9985	15818	14536	17621	21152	<b>营业成本</b>	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
<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	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
<b>资产总计</b>	27879	38105	40111	46018	52850	<b>利润总额</b>	2707	3243	4039	5005	6128
<b>流动负债合计</b>	8248	13879	14246	16044	19380	所得税	421	486	606	751	919
短期借款	3420	4620	5000	6500	9500	<b>净利润</b>	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
<b>非流动负债合计</b>	2913	5388	7420	9002	9405	<b>EPS (元)</b>	1.04	0.62	0.69	0.86	1.05
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	2016E	2016E
<b>负债合计</b>	11161	19267	21666	25046	28786	<b>成长能力</b>					
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	<b>获利能力</b>					
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%
<b>负债和所有者权</b>	27879	38105	40111	46018	52850	净利率(%)	14.33%	15.26%	15.35%	15.69%	16.01%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元						8.20%	7.23%	8.56%	9.24%	9.86%
	2014A	2015A	2016E	2016E	2016E	<b>ROE(%)</b>					
						13.67%	14.69%	18.69%	20.36%	21.71%	
<b>经营活动现金流</b>	1132	509	2019	2516	3188	<b>偿债能力</b>					
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	<b>营运能力</b>					
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	0.66
<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	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	<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	0.86	1.05
<b>筹资活动现金流</b>	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	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	2199	550	0	0	P/E	16.49	27.53	24.71	19.95	16.29
资本公积增加	7	-1099	0	0	0	P/B	2.26	4.02	4.62	4.06	3.54
<b>现金净增加额</b>	1505	5825	-1282	3085	3531	EV/EBITDA	7.67	13.86	15.83	12.78	10.52

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。