

业绩稳健增长符合预期，公司持续布局未来看点颇多

2016年10月31日

强烈推荐/维持

康美药业

财报点评

——康美药业（600518）三季度财报点评

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：

康美药业发布三季度报告，前三季度实现收入 164.56 亿元，同比增长 22.30%，实现归母净利润 25.92 亿元，同比增长 22.98%，实现扣非归母净利润 25.78 亿元，同比增长 22.90%。第三季度单季实现收入 52.53 亿元，同比增长 19.64%，实现归母净利润 8.26 亿元，同比增长 22.40%，实现扣非归母净利润 8.20 亿元，同比增长 22.34%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3
营业收入（百万元）	5002.3	4062.83	4390.28	4611.41	5885.72	5317.78	5252.56
增长率（%）	19.20%	13.95%	15.07%	5.48%	17.66%	30.89%	19.64%
毛利率（%）	27.71%	29.00%	28.74%	28.04%	28.38%	29.05%	29.70%
期间费用率（%）	7.84%	9.38%	9.45%	10.23%	8.00%	10.71%	10.79%
营业利润率（%）	19.44%	17.90%	18.10%	15.69%	19.88%	17.41%	18.55%
净利润（百万元）	817.91	614.47	675.58	648.49	985.72	774.88	826.20
增长率（%）	38.41%	41.05%	43.33%	-17.70%	20.52%	26.11%	22.30%
每股盈利（季度，元）	0.37	0.14	0.15	0.15	0.22	0.16	0.17
资产负债率（%）	44.76%	45.62%	45.13%	50.56%	49.89%	42.17%	46.10%
净资产收益率（%）	4.66%	3.52%	3.73%	3.44%	4.98%	2.79%	2.89%
总资产收益率（%）	2.58%	1.91%	2.05%	1.70%	2.49%	1.62%	1.56%

观点：

► 业绩稳健增长符合预期

公司前三季度收入端、利润端增速与中报接近，基本延续上半年趋势，符合我们预期。我们估计公司各业务增速与中报接近，从主要业务来看：

- ◆ 中药饮片：估计前三季度收入端实现 30%-35% 增速，远高于中药饮片行业增速，受益于公司渠道拓张（尤其是智慧药房），实现高速增长。

- ◆ 药品贸易：估计前三季度收入端实现 45%左右增速，主要来自于药房托管的持续推进。
- ◆ 中药材贸易：估计前三季度收入端实现 5%-10%的增速
- ◆ 保健食品：估计前三季度收入增长在 70-80%之间，在去年基数较低的情况下快速增长，主要原因是直销渠道会员持续增加以及收购麦金利丰富公司产品线所致。

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%、4.12%、3.11%，较上年同期分别减少 0.21、增加 0.30、增加 0.83 个百分点，其中财务费用率增加较多的原因是公司银行借款增加导致的利息支出。

➤ 智慧药房快速推进，看好其未来的业绩弹性

公司近期公告在北京设立智慧药房的子公司，用以在北京地区拓展智慧药房业务，公司现在已在广州、深圳、北京三地拥有四个智慧药房配送中心，复制速度极快，上海、成都、内蒙古、厦门、天津等地的智慧药房也在持续推进。

智慧药房模式是我们最看好的承接处方外流的模式，拥有变现模式清晰、复制速度极快、未来受配方颗粒放开影响较小等优势，我们认为，该模式今年有望给公司带来 6 亿左右的中药饮片收入，明年有望迅速增长到 15 亿左右，成熟期收入体量更是将达到数十亿，有望为公司未来业绩提速。

➤ 与重庆市政府深度合作，加码公司各项业务

公司近期公告与重庆市政府签订战略合作协议，继云南、青海两省后再下一个省级行政单位，将全面参与重庆市医药卫生事业和医药产业改革发展，将有利于公司对重庆地区道地中药材的控制、药房托管与智慧药房在重庆地区的推进。同时，公司将在重庆市打造西南地区最大的中药深加工基地（中药饮片年产10万吨；中药配方颗粒年产30亿包；中成药年产颗粒剂约2亿袋、片剂2亿片、口服液1亿支、胶囊剂约4亿粒），将巩固公司在中医药全产业链上的核心优势，有望在政策风向明确鼓励中医药产业的大环境下持续抢得先机。

➤ 获梅河口市中心医院，医疗服务业务持续推进

公司近期公告斥资约 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吉林省东南部唯一一所三甲综合医院梅河口市中心医院的全部资产及负债。我们认为，公司在获得梅河口市中心医院后，结合公司此前已经收购的五家医院，已经在吉林省东南部形成了医联体的雏形。

我们认为，公司获得梅河口市中心医院是公司 13 年底与梅河口市政府签订战略合作协议的结果之一，结合公司已与云南、青海、重庆等省级行政单位以及广东普宁市、云南普洱市、广西玉林市、深圳宝安区、广东省怀集县等当地政府签订战略合作协议，公司在医疗服务方面的布局绝对不会止于梅河口市。同时，公司陆续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:

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					利润表						
单位:百万元					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
一年内到期的非流	200	5	5	5	5	EBITDA	4414	4986	5066	6151	7420
非流动负债合计	2913	5388	7420	9002	9405	BPS (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(或股本)	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					
归属母公司股东权	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					单位:百万元						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润(%)	8.20%	7.23%	8.56%	9.24%	9.86%
经营活动现金流	1132	509	2019	2516	3188	ROE(%)	13.67%	14.69%	18.69%	20.36%	21.71%
净利润	2286	2756	3433	4254	5209	偿债能力					
折旧摊销	1312	1319	385	361	349	资产负债率(%)	40%	51%	54%	54%	54%
财务费用	435	449	642	786	944	流动比率	2.50	2.12	2.16	2.31	2.29
应付帐款的变化	0	0	-606	-670	-767	速动比率	1.61	1.42	1.32	1.41	1.39
预收帐款的变化	0	0	-91	-110	-132	营运能力					
投资活动现金流	-769	-1444	30	0	0	总资产周转率	0.64	0.55	0.57	0.63	0.66
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	8	8	8	8	8
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.48	12.74	13.97	14.01	14.03
投资收益	53	72	0	0	0	每股指标(元)					
筹资活动现金流	1141	6759	-3332	568	343	每股收益(最新摊薄)	1.04	0.62	0.69	0.86	1.05
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	0.68	1.32	-0.26	0.62	0.71
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	7.60	4.27	3.71	4.22	4.85
普通股增加	0	2199	550	0	0	估值比率					
资本公积增加	7	-1099	0	0	0	P/E	16.33	27.26	24.47	19.75	16.13
现金净增加额	1505	5825	-1282	3085	3531	P/B	2.23	3.98	4.57	4.02	3.50
						EV/EBITDA	7.58	13.71	15.67	12.64	10.41

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。