

公司研究/首次覆盖

2017年03月28日

医药生物/中药 II

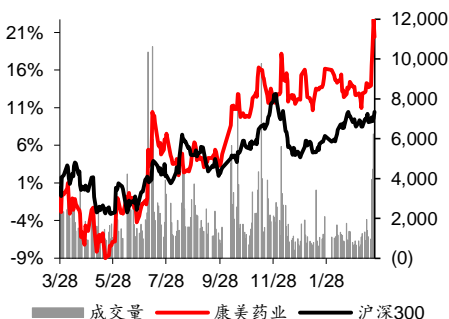
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 18.63
合理价格区间(元): 21~25

姚艺 执业证书编号: S0570513070008
研究员 0755-82125057
yaoyi@htsc.com

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

看饮片向涛头立，待医院于风口起

康美药业(600518)

饮片边际改善与医院布局提速为业绩提供上行通道，年内市值或破千亿

我们看好康美药业的现实逻辑是，饮片行业受政策利好已出现明显边际改善，而公司作为饮片龙头将充分受益，并有望叠加智慧药房快速放量，推动整体业绩提速。而长期投资康美药业的逻辑在于，管理层擅于把握政策风向，从地市医院的药房托管、到中心城市的智慧药房、再到地市的公立医院收购，在推动西药贸易、中药饮片等业务放量之余，掌控了未来最具发展前景的资源—医院，为未来切入医疗服务奠定基础，带来想象空间。

饮片业务的两个强效催化剂：政策利好+智慧药房

饮片行业受诸多政策利好（不纳入药品集中采购、不取消 25%加成、不计入公立医院药占比）出现十分明显的边际改善。同时，在新版 GMP、饮片行业飞行检查、国家力推中药溯源体系之下，行业缓慢洗牌，公司作为饮片龙头迎来结构性利好，有望充分受益。而饮片版药房托管——智慧药房更是为饮片销售带来显著增量，预计饮片收入 15-18 年复合增速约 30%。

中药材贸易否极泰来，中药保健品大有可为

中药材贸易受中药材价格影响大，考虑到中药材价格 16 年大幅上涨、我们预期 17-18 年高位运行甚至可能继续上涨，我们认为中药材贸易将扭转颓势，但保守预计 15-18 年收入复合增速约 5%。保健食品业务已形成“贵细药材+快消品”布局，中药类保健品市场空间广阔，公司将继续扩充贵细药材品类，加大直销、电商渠道建设，预计 15-18 年收入复合增速约 50%。

药房托管与智慧药房持续催化西药贸易、中药饮片

2014 年的药房托管是公司终端布局第一步，主要是药品耗材供应链延伸，已显著增厚西药贸易收入，未来公司将稳存量、寻增量；而 2015 年公司首创的智慧药房则是目标中心城市的“饮片升级版”药房托管（饮片代煎+配送到家），已持续拉动自有饮片销售，目前公司已在广深京三地建立运营中心、合作医院超 150 家，计划年内扩张至七地，而未来平台若实现医保第三方支付，智慧药房将有望介入药品配送，全面抢占中心城市 B 端资源。

把握最大的预期差：医院终端布局

2016 年底至今公司收购两家地市级公立医院，收购模式新颖：通过成立医院管理公司实现对医院的绝对控股，既满足政府政绩诉求、医院不改制诉求，又通过收取管理费、延伸药品供应链等途径，增厚公司收入。目前公司拥有床位超三千张，目标年内过万，为公司未来进军医疗服务奠定基础。

首次覆盖给予“增持”评级

我们看好公司作为饮片龙头受益于行业景气、医院布局提速带动医药贸易放量、中药材贸易受价格回暖迎上行周期，预计 16/17/18 年净利 34/42/51 亿元，对应 EPS 0.68/0.84/1.02 元，同比增长 22.6%/23.5%/21.4%，给予 2017 年 PE 25-30 倍，目标价 21-25 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：饮片行业发展不达预期，医院收购不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,947
流通 A 股 (百万股)	4,397
52 周内股价区间 (元)	14.25-19.00
总市值 (百万元)	92,167
总资产 (百万元)	53,007
每股净资产 (元)	5.76

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	15,949	18,067	22,389	27,399	32,216
+/-%	19.39	13.28	23.92	22.38	17.58
净利润 (百万元)	2,286	2,757	3,379	4,172	5,066
+/-%	21.60	20.60	22.58	23.46	21.43
EPS (元)	0.46	0.56	0.68	0.84	1.02
PE (倍)	37.64	31.21	25.46	20.62	16.98

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心投资逻辑	5
全产业链布局的中药龙头	6
中药领袖：始于饮片，上下其链	8
饮片龙头受益于行业边际改善与智慧药房扩张	8
饮片行业：需求端沐浴政策春风，供给端淘汰部分产能	9
强者恒强，三重优势为公司饮片龙头地位保驾护航	12
中药配方颗粒项目蓄势待发	13
中药材贸易业务迎来增长周期	15
通过收购专业市场实现跨越式发展	15
未来两年业绩将受益于中药材价格回暖	16
中药材 B2C 平台“康美 e 药谷”未来发展值得期待	17
质量高、渠道广，保健品业务大有可为	18
中药类保健品市场空间大	19
借自身之优势，乘行业之东风	20
终端布局：君子好逑，取之有道	21
始于西药贸易的药房托管	21
原主业药品招标采购配送受益于省内医药流通整合	21
药房托管带动西药贸易收入提速	23
智慧药房：基于饮片的升级版药房托管	24
首创“智慧药房”：中药饮片的代煎与配送	24
智慧药房持续反哺饮片销售	25
长期 C 端或有惊喜	26
春风起，医院收购正当时	26
政策利好掀起并购浪潮	28
为何关注康美的医院收购？	29
盈利预测与估值讨论	31
盈利预测	31
估值讨论	31
风险提示	33

图表目录

图表 1： 中药全产业链业务的行业趋势与公司优势	5
图表 2： 医疗服务布局的发展背景、商业模式以及未来走向	5
图表 3： 以饮片业务为核心的全产业链延伸	6
图表 4： 全产业链布局助力公司 2015 年实现收入 181 亿元、净利润 28 亿元	6
图表 5： 借助全产业链布局公司总市值攀升至 2016 年末的近 900 亿元	6
图表 6： 中药材贸易、西药贸易、中药饮片是公司 2015 年主要收入来源	7

图表 7: 西药贸易、中药材贸易、中药饮片是公司 2015 年主要毛利来源	7
图表 8: 公司由马兴田家族联合控制	7
图表 9: 近年来中药产业链业务收入趋于稳健	8
图表 10: 近年来中药产业链业务收入增速趋于稳健	8
图表 11: 2015 年公司的中药饮片业务收入达 37 亿元	8
图表 12: 公司的中药饮片业务毛利率高于整体, 2015 年达 35%,	8
图表 13: 2015 年中药饮片市场规模已达 1700 亿元	9
图表 14: 2006-2015 年中药饮片行业领跑医药工业	9
图表 15: 2015 年中药饮片加工企业已超 1000 家	9
图表 16: 公司作为行业龙头, 2015 年市场份额仅 2.2%	9
图表 17: 中药饮片享受三重政策优待	10
图表 18: 近年来中药注射剂承压严重	10
图表 19: 新版 GMP 对中药饮片加工企业的员工、软件、硬件方面均提出高要求	11
图表 20: 近三年国家飞检中收回 GMP 证书以中药饮片企业居多	11
图表 21: 中药材流通追溯体系倒逼中药材加工规范化	11
图表 22: 目前公司拥有近 5 万亩 GAP 种植基地	12
图表 23: 公司充裕的存货储备可最大限度对冲价格波动风险	12
图表 24: 近年来中药材价格波动剧烈	12
图表 25: 中药草价格波动对公司饮片毛利率影响不大	12
图表 26: 公司是饮片行业的标准制定者	12
图表 27: 公司在北京、上海、四川、安徽等 6 地建有饮片生产基地	13
图表 28: 近年来公司不断扩建产能, 2015 年已达 53400 吨	13
图表 29: 2015 年中药配方颗粒市场规模达 82 亿元	13
图表 30: 2015 年中药配方颗粒的市场格局	13
图表 31: 中药配方颗粒政策逐渐宽松	14
图表 32: 6 家具备试点资质的配方颗粒生产企业正在扩建产能	14
图表 33: 2015 年以来各大中药企业摩拳擦掌, 准备进军中药配方颗粒行业	14
图表 34: 2015 年公司中药贸易业务收入达 60 亿元	15
图表 35: 2015 年公司中药材贸易业务毛利率近 24%	15
图表 36: 近十年公司收购普宁、亳州、安国等地的中药材市场	15
图表 37: 2015 年公司物业租售及其他业务收入达 6.4 亿元	16
图表 38: 公司物业租售业务毛利率高于整体水平, 2015 年近 53%	16
图表 39: 气候异常触发 2011-2015 年中药材价格波动周期	16
图表 40: 公司中药材贸易收入与中药材价格相关性较强	16
图表 41: 2016 年各省中药材价格出现不同程度上涨	16
图表 42: 2016 年中药材指数出现普遍上涨	16
图表 43: 饮片厂、中成药厂等需求企业主动介入中药材贸易	17
图表 44: 加工企业在产地新建 GMP 工厂	17
图表 45: 公司近年来战略性储备存货	17
图表 46: 公司在抓住中药材价格低点积极储备存货	17
图表 47: 康美 e 药谷提供中药材信息、质检仓储、融资等服务	18

图表 48: 康美 e 药谷四大业务的商业模式	18
图表 49: 公司已形成“高端贵细药材+中端快消品”的保健品布局	18
图表 50: 2015 年保健食品及食品业务收入超 14 亿元	19
图表 51: 2015 年保健食品及食品业务毛利率超 26%	19
图表 52: 2015 年我国保健品市场规模超 2300 亿元	19
图表 53: 我国保健品市场集中度尚不高	19
图表 54: 2011-2015 年保健品中运动营养类与中草药类发展最快	19
图表 55: 2009-2014 年膳食补充剂中草本类增速最快	19
图表 56: 直销是目前我国膳食营养补充剂的主要销售渠道	20
图表 57: 预计 2018 年我国保健品市场的电商渗透率将达 25%	20
图表 58: 2015 年公司西药贸易业务近 60 亿元	21
图表 59: 2015 年公司西药贸易业务毛利率达 26%	21
图表 60: 2015 年公司西药贸易业务近 60 亿元	22
图表 61: 2015 年公司西药贸易业务毛利率达 26%	22
图表 62: 近年来广东省医药流通市场发展增速高于全国	22
图表 63: 2015 年广东省医药流通市场格局	22
图表 64: 省内两票制+配送企业数量限制, 政策利好优质配送企业	22
图表 65: 2016 年公司收购广东江门地区的两家医药商业公司	23
图表 66: 2014 年以来公司与超百家医院签署药房托管协议	23
图表 67: 广州市药房托管多由全国医药流通龙头抢占	24
图表 68: “智慧药房”是公司首创的饮片代煎+配送上门服务	24
图表 69: “智慧药房”实现三方共赢, 未来潜力大	25
图表 70: 仅考虑现有地区, “智慧药房”2018 年可为公司带来 15 亿元的收入增量	25
图表 71: 智慧药房有医院医保与患者自费两种渠道	26
图表 72: 智慧药房是公司中药大数据的最后一环	26
图表 73: 公司通过自建、并购等形式向产业链下游布局	27
图表 74: 康美模式最大的特点在于通过医院投资管理公司实现绝对控股	27
图表 75: 政策全方位、多维度鼓励社会办医	28
图表 76: 社会办医有医院收购、医院托管、独立新建、PPP 模式等四种形式	28
图表 77: 东北地区与西南地区地方政府财政压力较大	29
图表 78: 2016 年我国医院并购交易数量达到 48 起	29
图表 79: 2016 年医院并购以公立医院居多	29
图表 80: 公司打造的“大健康+大平台+大数据+大服务”体系	30
图表 81: 2015-2019 年公司财务估值模型核心要素预测	31
图表 82: 2012 年以来公司 PE 估值水平低于行业平均	32
图表 83: 2012 年以来公司 PE 估值水平与业绩呈正相关性	32
图表 84: 2016-2019 年公司业务分部估值	32
图表 85: 可比公司估值	32
图表 86: 康美药业历史 PE-Bands	33
图表 87: 康美药业历史 PB-Bands	33

核心投资逻辑

我们看好康美药业的现实逻辑是，饮片行业受政策利好已出现明显的边际改善，而公司作为饮片龙头将充分受益，并有望叠加智慧药房快速放量，进而推动整体业绩提速。而长期投资康美药业的逻辑在于，管理层擅于把握政策风向，从地市医院的药房托管、到中心城市的智慧药房、再到地市公立医院的收购，在推动西药贸易、中药饮片等业务放量之余，掌控未来最具发展前景的资源——医院，为未来切入医疗服务奠定基础，带来想象空间。

厘清公司业务，本质上需要把握“为饮片服务”这一发展主线：

- ▶ **中药饮片**：始于2002年。公司于饮片行业发展之混沌期，利用资本优势，大刀阔斧进入饮片行业，一举奠定龙头地位；
- ▶ **中药材贸易**：始于2006年。饮片毛利率易受中药材价格波动影响，基于此，公司向上游布局中药材种植以把控药材质量、锁定原料成本，同时通过收购中药材专业市场等途径布局中药材贸易以掌握价格趋势、平抑价格波动；
- ▶ **保健食品**：始于2009年。饮片渠道属性决定公司B端强、C端弱，而后者市场空间更为广阔，基于此，公司通过收购食品企业布局药食渠道，并开发药食同源的保健品，通过直销、电商等多种渠道销售，塑造康美品牌、探寻C端增量。

图表1：中药全产业链业务的行业趋势与公司优势

业务	行业发展	公司优势	15A 收入规模	15A-18E 收入复合增速
中药饮片	三重政策利好促饮片行业边际改善 新版GMP与飞检开启供给侧改革 中药溯源倒逼上游规范化发展	上游种植优势（多处GAP基地） 中游产能优势（产能超5万吨） 下游销售优势（智慧药房拉动）	37.2亿元	30%
中药材贸易	中药材价格16年回暖 预计17-18年保持高位运行	上游价格回暖	60.3亿元	5%
保健食品	中药类保健品潜在需求大 优质中药类保健品供给正在增加	上游拓展贵细药材种类 中游加强中药类保健品研发 下游“直销+OTC+B2C”渠道	8.19亿元	50%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

医疗服务布局：地市医院的药房托管→中心城市的智慧药房→地市的公立医院收购：

- ▶ **药房托管**：2014年公司敏锐地嗅到在药品取消加成的政策环境下，药房逐渐成为医院的成本部门，因而着手布局县市医院的药房托管，目前已托管超过100家药房，未来将在现有基础上继续寻找托管机会，进一步带动西药贸易收入；
- ▶ **智慧药房**：2015年公司首创升级版药房托管“智慧药房”，通过饮片切入城市医院，已显著拉动饮片销售，未来将继续抢占中心城市B端资源并有望介入药品配送；
- ▶ **医院收购**：2016年公司创新医院收购模式，通过成立医院管理公司控股医院，在满足政府政绩诉求、医院不改制诉求下，通过收取管理费、延伸供应链增厚自身收入，未来随着终端布局的完善，或全面进军康复、养老等大健康医疗服务。

图表2：医疗服务布局的发展背景、商业模式以及未来走向

业务	行业背景	商业模式	未来发展
药房托管	地市级医院药房变为成本部门	药品、耗材供应链服务	稳存量、寻增量
智慧药房	中药房出现托管需求 中心城市药房托管较难	饮片销售（最大的增量） 代煎费、配送费	继续抢占中心城市B端资源 探索医保第三方支付
医院收购	地方政府财政压力增加	通过医院管理公司收取管理费 饮片、药品、耗材配送服务	床位数计划年内过万 或进军康复、养老等医疗服务

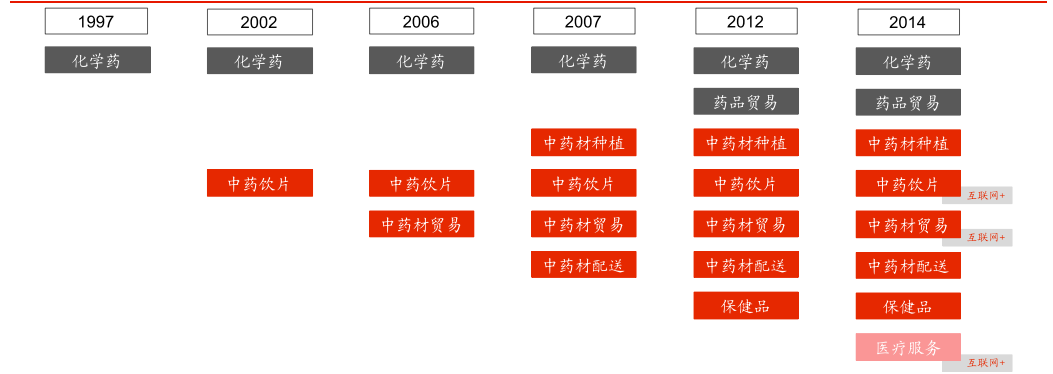
资料来源：华泰证券研究所

我们看好公司作为饮片龙头受益于行业景气度回升、医院布局提速带动西药贸易放量、中药材贸易受价格回暖迎上行周期，预计16/17/18年收入224/274/322亿元，归母净利润34/42/51亿元，对应EPS 0.68/0.84/1.02元，同比增长22.6%/23.5%/21.4%，给予公司2017年PE 25-30倍，目标价21-25元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

全产业链布局的中药龙头

康美药业成立于1997年。公司成立之初为化学药企，2002年战略性进入中药饮片行业后向上下游不断延伸，目前已形成了以中药材贸易、中药饮片为核心，上游布局中药材种植、中游布局中药材市场与医药流通、下游布局医疗服务的全产业链格局。

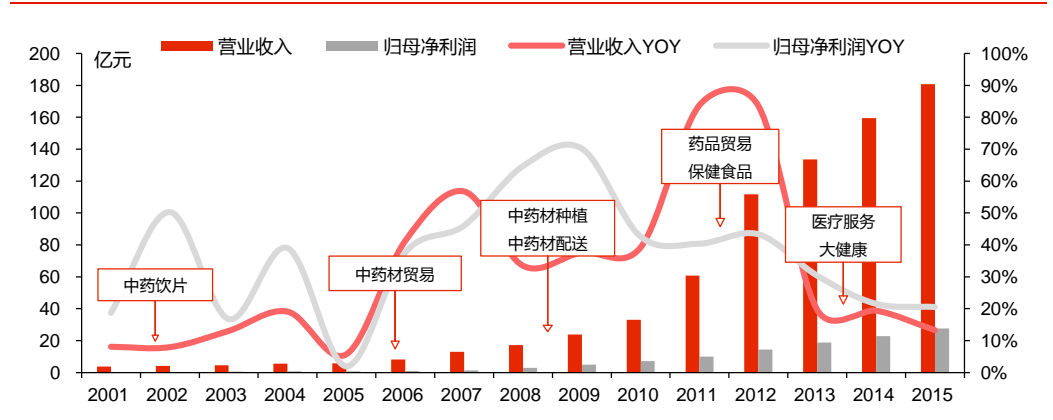
图表3：以饮片业务为核心的全产业链延伸



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

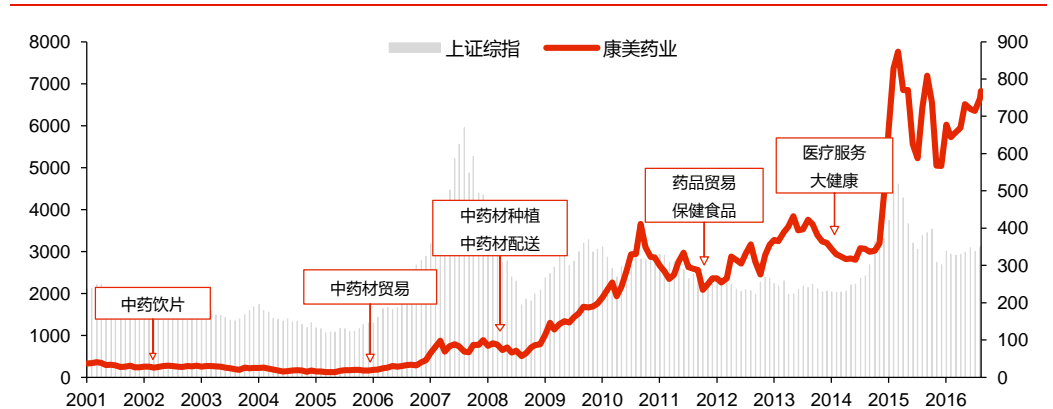
随着产业链布局的完善，公司业绩快速成长，收入从2001年的4亿元增长到2015年的181亿元（CAGR达32%），归母净利润从2001年的0.3亿元增长到2015年的28亿元（CAGR达38%）。公司总市值从2001年上市之初的22亿元一路攀升至2016年底的近900亿元，位列中药行业之首，成为中药龙头。

图表4：全产业链布局助力公司2015年实现收入181亿元、净利润28亿元



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

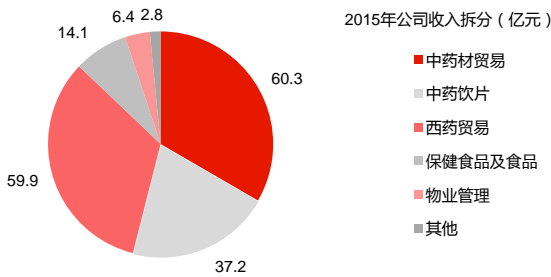
图表5：借助全产业链布局公司总市值攀升至2016年末的近900亿元



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

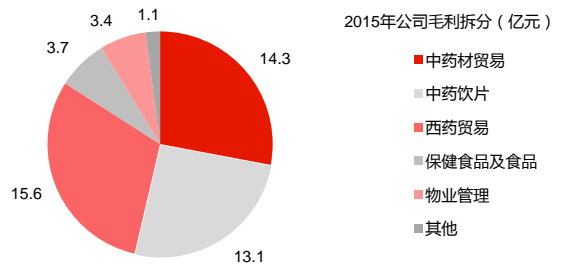
目前，公司的三大业务板块是中药材贸易、西药贸易、中药饮片，2015年收入规模分别为60亿元、60亿元、37亿元，合计占营收约87%。毛利端，2015年西药贸易、中药材贸易、中药饮片的毛利分别为15.6亿元、14.3亿元、13.1亿元，合计占总毛利84%。此外，保健品、物业管理业务近年经过持续增长，目前合计占总收入的11%、总毛利的14%。

图表6： 中药材贸易、西药贸易、中药饮片是公司2015年主要收入来源



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

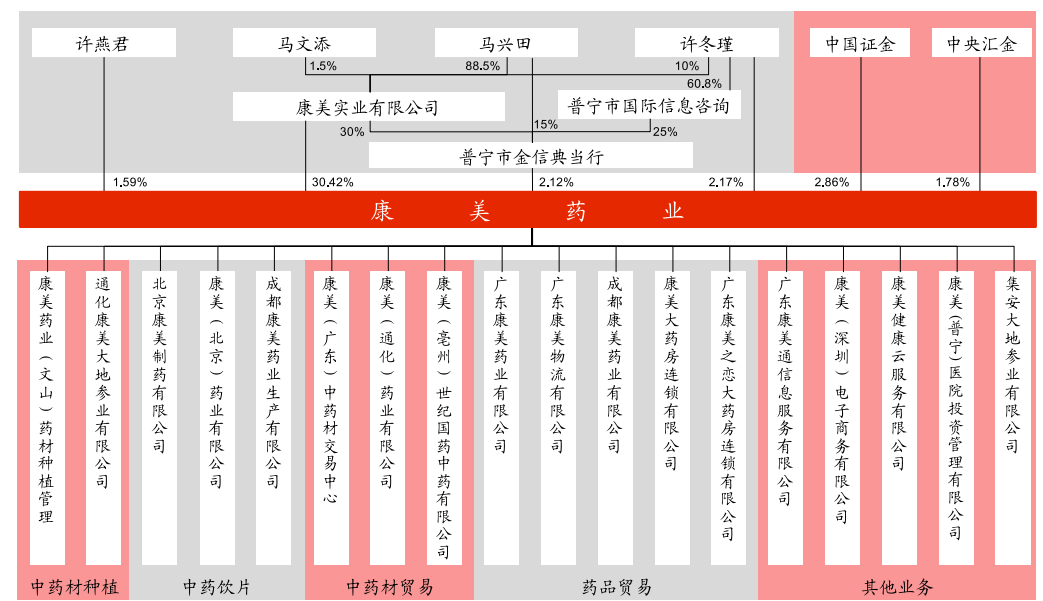
图表7： 西药贸易、中药材贸易、中药饮片是公司2015年主要毛利来源



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

创始人马兴田是公司的实际控制人。自上市以来，公司股权结构保持稳定，创始人马兴田及其妻、子、女始终持有着公司的大部分股权。公司的业务是通过子公司开展的，目前已在各大业务板块设立相应的子公司分管对应业务，完善“全产业链+大健康”的布局。

图表8： 公司由马兴田家族联合控制



资料来源：公司年报（2015年），华泰证券研究所

未来我们认为，饮片业务将在行业边际改善与智慧药房驱动下实现确定性较高的增长，西药贸易随着医院布局提速保持强劲增长势头，中药材贸易在中药材价格高位运行与上涨预期下触底回升，中药类保健品随着品类丰富、渠道多元加速放量，此外公司通过药房托管锁定地市级医院、智慧药房卡位中心城市后，正式切入终端布局，近期以独有模式收购公立医院，在继续贡献现有饮片、药品供应链等收入的同时，为大健康等医疗服务奠定基础。预计公司16/17/18年归母净利34/42/51亿元，市值年内或破千亿。

中药领袖：始于饮片，上下其链

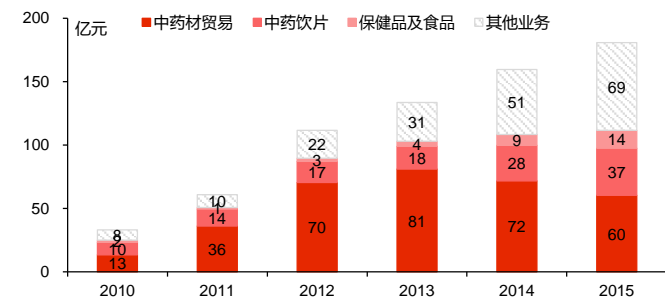
厘清公司业务，本质上需要把握“为饮片服务”这一发展主线。

- ▶ **中药饮片**：始于2002年。公司于饮片行业发展之混沌期，利用资本优势，大刀阔斧进入饮片行业，一举奠定龙头地位；
- ▶ **中药材贸易**：始于2006年。饮片毛利率易受中药材价格波动影响，基于此，公司向上游布局中药材种植以把控药材质量、锁定原料成本，同时通过收购中药材专业市场等途径布局中药材贸易以掌握价格趋势、平抑价格波动；
- ▶ **保健品**：始于2009年。饮片渠道属性决定公司B端强、C端弱，而后者市场空间更为广阔，基于此，公司通过收购食品企业布局药食渠道，并开发药食同源的保健品，通过直销、电商等多种渠道销售，塑造康美品牌、探寻C端增量。

未来，我们认为：

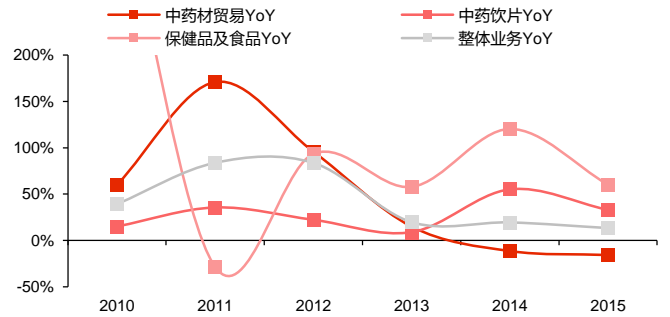
- ▶ **中药饮片**：饮片行业受政策利好如饮片不取消加成、不计入药占比等出现明显的边际改善，公司作为饮片龙头率先受益，而首创的“智慧药房”更是有望全面打开饮片销售空间，预计15-18年收入复合增速约30%；
- ▶ **中药材贸易**：受中药材价格16年上涨与17-18年预期高位运行（不排除继续上涨的可能性）的影响，中药材贸易大概率触底回升，预计15-18年收入复合增速约5%；
- ▶ **保健品**：产品端加强贵细药材拓展与中药类保健品研发，渠道端在直销之外加大OTC、B2C渠道的拓展力度，预计15-18年收入复合增速约50%。

图表9：近年来中药产业链业务收入趋于稳健



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表10：近年来中药产业链业务收入增速趋于稳健

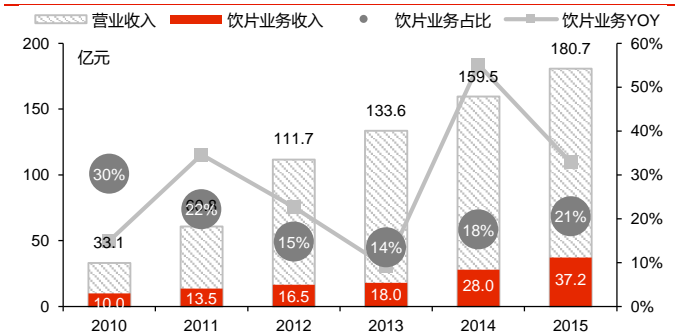


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

饮片龙头受益于行业边际改善与智慧药房扩张

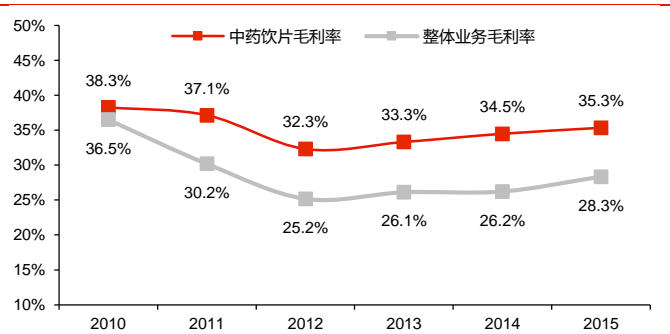
中药饮片业务是公司开展最早、最有竞争力的业务板块之一，进入以来乘行业发展之风，收入从2002年的0.2亿元增长到2015年的37.2亿元（CAGR近50%），已成为饮片行业绝对龙头。未来我们认为，饮片行业受益于政策利好，即使考虑配方颗粒的替代空间，饮片需求仍保持快速增长，而在新版GMP与飞行检查开启的饮片供给侧改革下，公司凭借全产业链优势与智慧药房拉动，有望率先受益，预计15-18年收入复合增速约30%。

图表11：2015年公司的中药饮片业务收入达37亿元



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表12：公司的中药饮片业务毛利率高于整体，2015年达35%

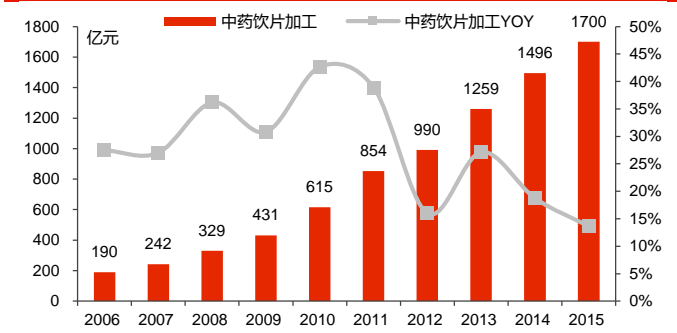


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

饮片行业：需求端沐浴政策春风，供给端淘汰部分产能

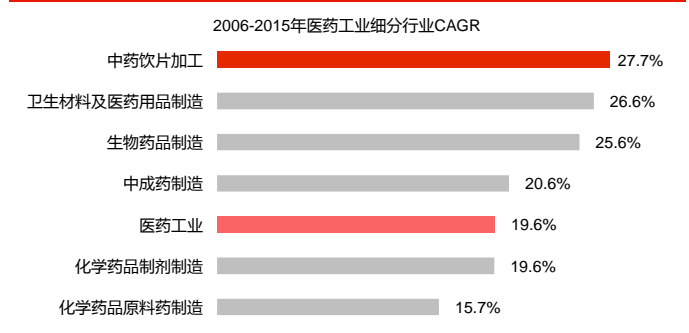
中药饮片由中药材炮制加工而成，可进一步熬制为中成药，因此中药饮片加工属于医药工业。过去十年，中药饮片行业抓住中药发展之机遇实现高速增长，市场规模从2006年的190亿元增长到2015年的1700亿，CAGR达27.7%，增速位列医药工业第一。

图表13：2015年中药饮片市场规模已达1700亿元



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

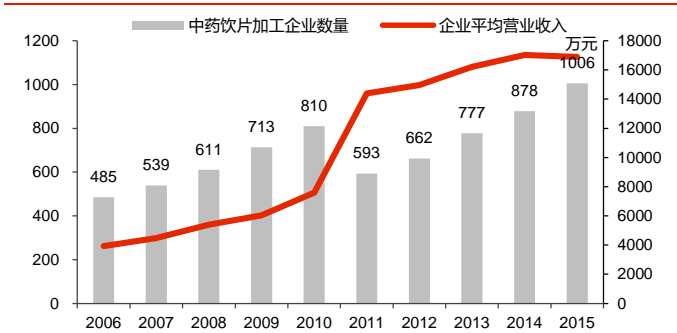
图表14：2006-2015年中药饮片行业领跑医药工业



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

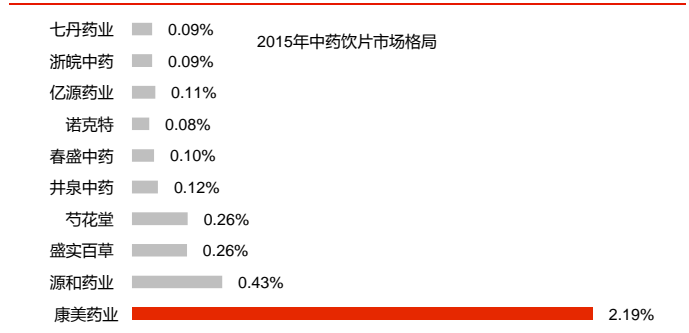
中药饮片市场集中度较低。由于市场准入门槛低，中药饮片加工企业呈现多、小、散、乱的特点。根据国家统计局数据，规模以上的中药饮片加工企业已超过1000家，此外还有不计其数的家庭式作坊。而公司作为饮片行业龙头，2015年市场份额仅为2.2%。

图表15：2015年中药饮片加工企业已超1000家



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表16：公司作为行业龙头，2015年市场份额仅2.2%



资料来源：国家统计局，公司年报，华泰证券研究所

1) 需求端：自上而下的政策利好

“三不”政策助推饮片需求端继续扩容。近年来政府出台诸多政策利好中药饮片，如中药饮片不纳入药品集中采购目录（集中采购对药品价格产生下行压力，饮片不进入目录则无降价压力，其利润空间得以维护），不取消药品加成（药品加成25%，其收入占医院收入4%-6%，取消加成后医生将更偏好开出仍享有加成的中药饮片），不计入公立医院药占比（目前我国公立医院药占比在40%-50%，目标值为30%，医院多开中药饮片有助增大分母，从而降低药占比）。我们判断，在“三不”政策助推下中药饮片需求将迎来高速增长。

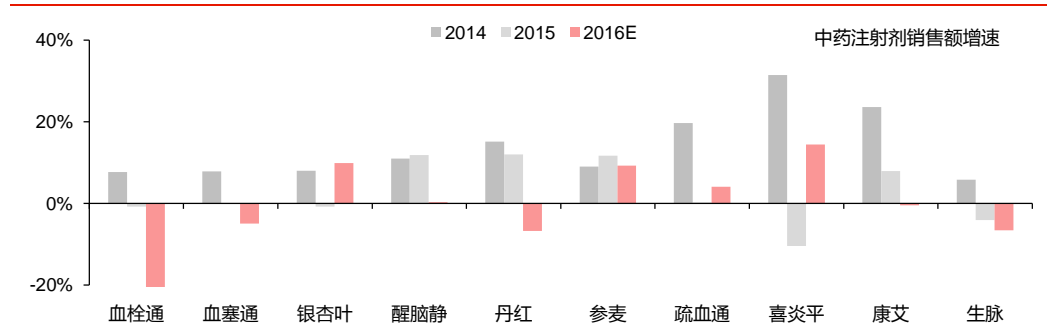
图表17： 中药饮片享受三重政策优待

时间	单位	文件	内容
中药饮片不纳入药品集中采购			
2009-01	卫计委	《进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》	中药材和中药饮片可不纳入药品集中采购目录。
2014-05	国务院	《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	县级公立医院使用的药品（不含中药饮片）要依托省级药品集中采购平台，开展集中招标采购
2015-02	国务院	《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	公立医院使用的 所有药品（不含中药饮片） 均应通过省级药品集中采购平台采购
中药饮片不取消药品加成			
2015-05	国务院	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	试点城市所有公立医院推进医药分开，积极探索多种有效方式改革以药补医机制， 取消药品加成（中药饮片除外） 。
2015-05	国务院	《深化医药卫生体制改革2015年重点工作任务》	所有县级公立医院和试点城市公立医院 全部取消药品加成（中药饮片除外） ，降低虚高药价。
2016-04	国务院	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	巩固公立医院取消药品加成的改革成果，新增试点城市所有公立医院 取消药品加成（中药饮片除外） 。
中药饮片不计入公立医院药占比			
2015-05	国务院	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	力争到2017年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片） 总体降到30%左右
2015-11	卫计委	《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》	力争到2017年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片） 总体下降到30%左右 。

资料来源：国务院，卫计委，华泰证券研究所

政策背后的逻辑：传统用法的回归。国家鼓励中医药发展是确定性的大方向，然而对细分领域的态度不尽相同。国家通过辅助用药、重点监控、医保目录等途径对中药注射剂等有效性存疑的药品施以限制，转而鼓励口服品种、饮片等传统用法。我们认为，在中药行业利好、注射剂受限的背景下，政策对传统中药饮片的指引是可持续的。

图表18： 近年来中药注射剂承压严重



资料来源：中康 CMH，华泰证券研究所

2) 供给端：自下而上的监管风暴

新版 GMP 对饮片企业提出高要求。2014 年 6 月国家药监局发布《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》的中药饮片附录，要求中药、中药饮片生产企业在 2015 年 12 月 31 日前达到新版 GMP 要求。

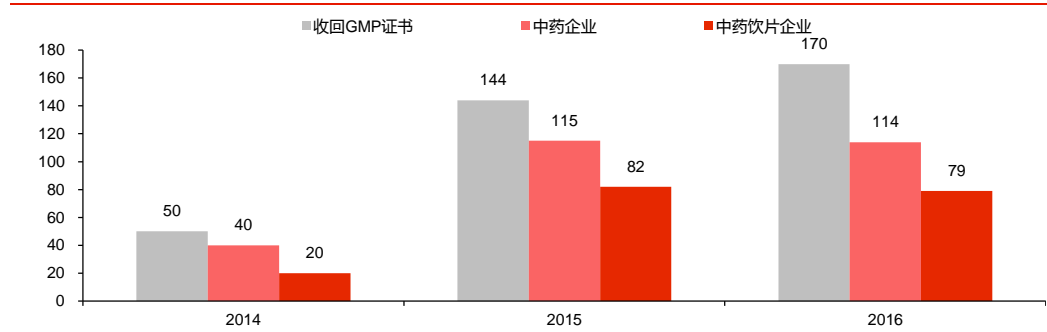
图表19: 新版 GMP 对中药饮片加工企业的员工、软件、硬件方面均提出高要求

方面	内容	影响
员工	要求生产和质量管理部门负责人具有药学或相关专业大专以上学历（或中级专业技术职称或执业药师资格）；要求检验人员具备鉴别中药材和中药饮片“真伪优劣的能力”	企业需自查关键人员资质，并对检验人员进行专题培训
软件	对“生产所用原辅料、与药品直接接触的包装材料”提出批号管理；对每次接收“中药材”提出批号管理要求；对“物料供应商”提出质量评估、质量档案要求；对“直接从农户购入中药材”要求有身份证明材料；对“中药饮片包装标签”增加执行标准要求；对“中药材、中药饮片”提出明确养护操作及记录、方法要求；对“中药材、中药饮片”运输提出	企业需制定相应管理、完善文件如 SOP、SMP 等软件
硬件	强调“贮存易串味、鲜活中药材应当有适当的设施（如专库、冷藏设施）”；对“直接口服的中药饮片的粉碎、过筛、内包装等生产厂房”提出明确洁净级别“D级”，必要时根据产品特点需控制“微生物”；对“毒性中药材”饮片生产区、设施提出“分开、专用”的字眼描述来明确规定；对“生产过程使用饮用水”提出定期监测、每年外送检测要求	企业需要针对相关工序，增加无菌设备、专用设备、检测设备等相关设施

资料来源：CFDA，华泰证券研究所

高要求、高成本，中小企业承压。依据新版 GMP，一条生产线的改造成本在 300 万-500 万元，而中药饮片由于品种多、批号多，普遍需要 2-3 条生产线，因此技术改造费用在千万级别，对中小企业而言是负担较大，因此许多中小企业或主动（自行注销）或被动（飞检不合格而被撤销）退出市场。

图表20: 近三年国家飞检中收回 GMP 证书以中药饮片企业居多



资料来源：CFDA，华泰证券研究所

行业洗牌方才开始，龙头企业迎来利好。我们认为，单纯的 GMP 认证与飞行检查不会对中小企业产生实质性的生存危机，因为部分终端在监管真空下仍有低成本采购的需求。而真正推动行业洗牌的是国家推行中药材流通溯源体系，唯有中成药厂、零售药店等下游企业要求全面溯源，饮片行业方能迎来缓慢、根本性的转变，龙头企业也迎来结构性利好。

图表21: 中药材流通溯源体系倒逼中药材加工规范化

时间	文件	内容
2012年10月	《关于开展中药材流通溯源体系建设试点的通知》	在河北保定、安徽亳州、四川成都、广西玉林，对中药材产地来源、生产加工、市场流通、药房使用等环节的有关信息进行电子登记，开展中药材流通溯源体系建设试点
2013年10月	《关于进一步加强中药材管理的通知》	明确提出要建设中药材流通溯源体系，鼓励和引导中药饮片、中成药生产企业逐步使用可追溯的中药材为原料，同时要求各地区要充分发挥主观能动性，逐步形成可追溯的倒逼约束机制
2015年1月	《关于加快推进中药材现代物流体系建设指导意见的通知》	到2020年，初步形成采收、产地加工、包装、仓储和运输一体化的中药材现代物流体系……流通溯源体系全面发挥作用
2016年5月	《全国中药材物流基地建设指引》	到2020年，建设一批集仓储运输、质量检验、追溯管理等多功能于一体的中药材物流基地，力争流通环节中中药材规范化集中仓储率达到70%，初步形成中药材现代物流体系与流通网络
2017年2月	《关于推进重要产品信息化追溯体系建设的指导意见》	巩固提升中药材流通溯源体系。升级改造中药材流通溯源管理中央平台，促进不同药品追溯系统信息互通共享

资料来源：商务部，华泰证券研究所

强者恒强，三重优势为公司饮片龙头地位保驾护航

我们认为，公司作为饮片龙头，在行业竞争中有三重优势：

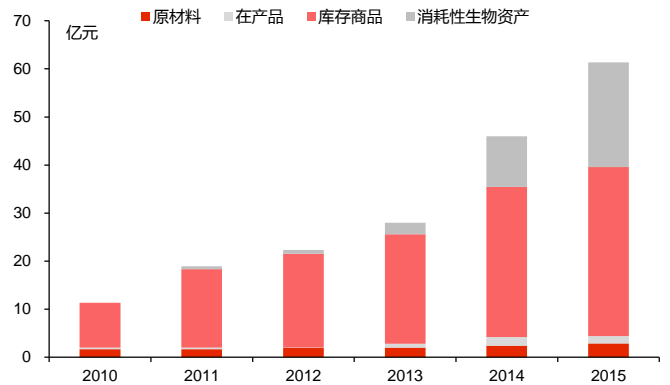
1) 上游种植优势：保证质量+平抑价格。市场上中药材质量参差不齐，存在加工不规范等问题，目前公司拥有近5万GAP种植基地，品种超150个，源头上保证药材质量，从而保证饮片质量。同时，通过把控上游，公司可对中药材进行管理储备，从而有效平抑中药材的价格波动。

图表22： 目前公司拥有近5万亩GAP种植基地



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

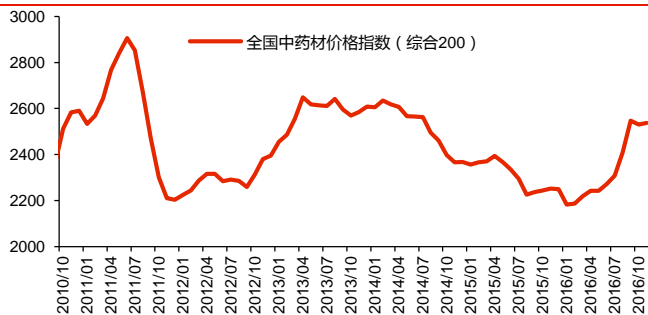
图表23： 公司充裕的存货储备可最大限度对冲价格波动风险



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

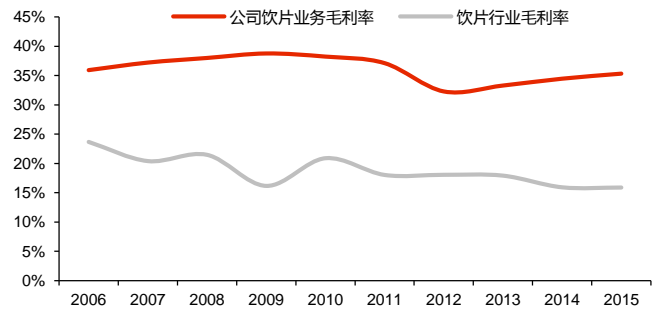
以2012-2015年为例，中药材价格从2012年初开始上扬，并在2013年达到本轮周期顶峰后高位运行，后在2014年逐渐回落。在此次价格波动中，行业毛利率受到冲击并持续下滑，而公司毛利率在微降后逐渐恢复。因此我们认为，未来随着公司种植基地规模扩大、品种增加，上游优势逐步凸显，饮片业务受中药材价格冲击较小，毛利率将保持相对稳定。

图表24： 近年来中药材价格波动剧烈



资料来源：中药材天地网，华泰证券研究所

图表25： 中药草价格波动对公司饮片毛利率影响不大



资料来源：Wind资讯，华泰证券研究所

2) 中游生产优势：标准制定者。公司作为行业内产销规模第一的企业，参与了行业诸多标准的制定（率先提出并实施中药饮片小包装和色标管理，参与多项国家和省级饮片炮制和质量标准、中药材等级分类标准制订），持续引领行业规范化发展。因此，在GMP层面，公司拥有其他饮片加工企业不可比拟的生产加工质量优势。

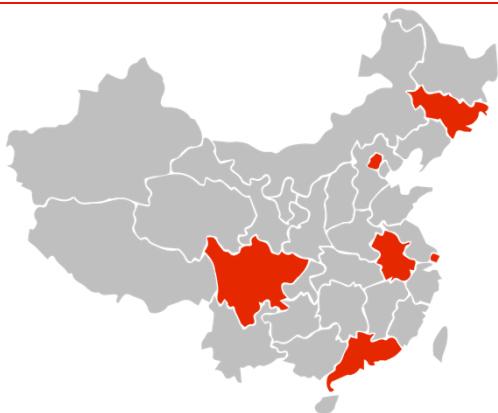
图表26： 公司是饮片行业的标准制定者

率先提出	中药饮片小包装和色标管理
参与制定	新开河参与新制定7项人参国家标准 209项中医药编码国家标准（35项中药材、134项中药饮片、40项中药配方颗粒）
拥有	国内中药饮片国家地方联合工程研究中心，中药饮片标准重点研究室 广东省中药标准化技术委员会，广东省中药饮片工程技术研究开发中心等

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

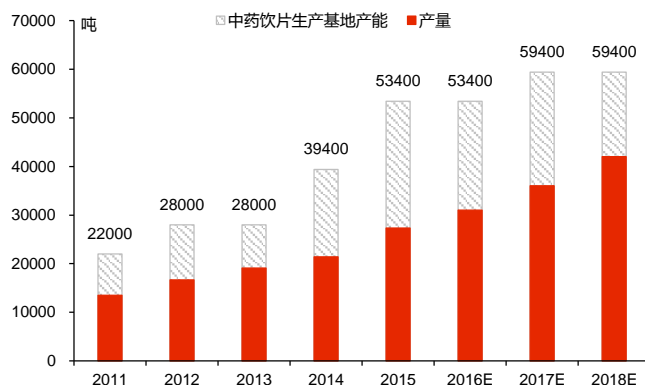
产能规模第一。公司自2012年以来不断新建产能，相继在甘肃、吉林、北京、四川、安徽、上海等地投资建设饮片生产基地。目前除上海外的其余基地均已投产，产能已达53400吨，预计2017年上海基地投产后总产能近6万吨，是2011年产能规模的近三倍。

图表27：公司在北京、上海、四川、安徽等6地建有饮片生产基地



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表28：近年来公司不断扩建产能，2015年已达53400吨



资料来源：公司公告，华泰证券研究所；注：产量为合理估算

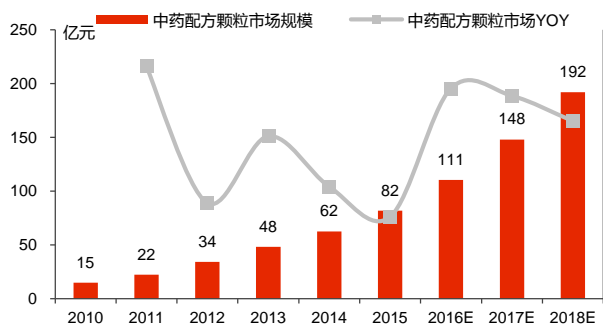
3) 下游销售优势：“智慧药房”反哺饮片销售。公司的饮片多销往医院终端，目前公司已与超过2000家医院（以三甲医院为主）建立长期合作关系。而公司2015年首创的“智慧药房”业务（通过HIS系统获取医院处方，为患者代煎饮片并将其送货上门），通过促使医院更多地使用公司的饮片，加强了公司的销售优势。此外，药房托管与医院收购也为饮片业务带来增量。

中药配方颗粒项目蓄势待发

16年1月公司公告，耗资6.5亿元在广东普宁建设中药配方颗粒项目，预计17年年中投产，正式宣告进入中药配方颗粒行业。

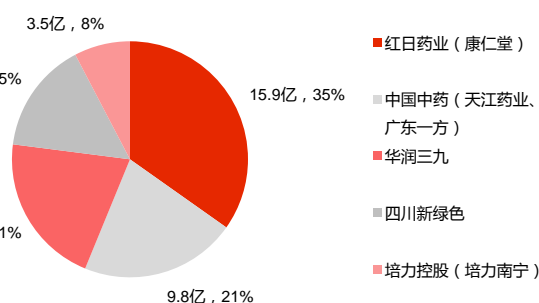
目前6家企业政策性垄断111亿元的配方颗粒市场。近年来，我国中药配方颗粒行业发展迅速，市场规模从2010年的15亿元增长到2015年的82亿元（CAGR达40%）。目前，我国尚未放开配方颗粒的生产，市场上仅有6家企业（5家上市公司）具备生产资质，其中红日药业、中国中药、华润三九三家上市公司市场份额合计超四分之三。

图表29：2015年中药配方颗粒市场规模达82亿元



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，华泰证券研究所；注：不考虑政策放开

图表30：2015年中药配方颗粒的市场格局



资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

年内配方颗粒生产、使用限制有望全面放开。中药配方颗粒自2001年纳入中药饮片管理以来，一直受到严格限制。生产端，政府仅批准了6家企业（广东一方、天江药业、深圳三九、四川新绿色、北京康仁堂、培力南宁），并要求其负责医院配送。使用端，政府原先要求医院未经批准不得使用，后逐渐允许二级以上的中医院可备案使用。2015年底，国家药监局发布的《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》中表示，拟全面放开配方颗粒的生产、使用限制，但对企业提出较高要求（上游完全可溯源、负责医院用药配送）。

我们预计正式方案将于2017年出台，配方颗粒市场有望全面放开，迎来历史性发展机遇。

图表31： 中药配方颗粒政策逐渐宽松

发布时间	发布单位	发布文件	内容
2001-07	国家药监局	《中药配方颗粒管理暂行规定》	正式命名为中药配方颗粒，将其纳入中药饮片范畴，实行饮片批准文号管理；并试点企业研究生产、试点临床医院使用
2003-10	国家药监局	《中药配方颗粒注册管理办法（试行）》	最终确定6家试点生产企业：广东一方、江苏天阴天江、深圳三九、四川新绿色、北京康仁堂、培力（南宁）
2006-12	国家药监局	《关于中药配方颗粒在未经批准单位经营使用予以行政处罚问题的批复》	对配方颗粒的生产、销售、使用作出限制：企业未经批准不得生产、药品经营企业不得销售、医院未经批准不得使用
2010-12	国家药监局	《关于规范中药配方颗粒管理的通知》	使用限制放宽，试点医院范围扩大至二级及以上的中医院
2015-12	国家药监局	《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》	拟放开生产、使用限制，但对生产企业提出较高要求（上游完全可溯源、负责医院用药配送）
2016-02	国务院	《中医药发展战略规划纲要2016-2030》	将中药配方颗粒纳入战略规划纲要

资料来源：国家药监局，国务院，华泰证券研究所

看好公司成为配方颗粒行业后起之秀。2016年可谓是中药配方颗粒的风口之年，政策吹风在前，资本角逐在后，6家暂时具备生产壁垒的企业相继新建产能，预计扩大后产能将是现在的3-5倍，数十家中药企业也跃跃欲试布局配方颗粒，其中既有以华通医药、康恩贝为代表的区域性中药企业，也有以上海医药、天士力为代表的中药龙头。

图表32： 6家具备试点资质的配方颗粒生产企业正在扩建产能

上市主体	试点企业	现有产能（吨）	在建产能（吨）
中国中药	江阴天江、广东一方	600	3000
红日药业	康仁堂	1000	2500
华润三九	深圳三九	200	1000
NA	四川新绿色	NA	2000
培力控股	培力（南宁）	NA	1000

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表33： 2015年以来各大中药企业摩拳擦掌，准备进军中药配方颗粒行业

时间	公司	事件
2015.02	天士力	正式启动配方颗粒产业中心项目
2015.04	香雪制药	与广州中天康顺生物医药签订《中药配方颗粒的质量研究协议》
2015.06	精华制药	子公司亳州康普进入中药配方颗粒的生产
2015.06	佛慈制药	获得兰州化物所将其中要配方颗粒技术秘密的使用权和转让权
2016.01	太极集团、四川科伦、恩威制药	签署《关于现代中药配方颗粒产品项目的投资合作协议书》
2016.01	康美药业	计划投资6.5亿元在广东普宁建设中药配方颗粒项目，拟建12条生产线，年提取能力约达6000吨，年产量约达24亿包，预计1.5年建成
2016.04	同仁堂	合作成立北京同仁堂中药配方颗粒投资有限公司
2016.05	上海医药	子公司与日本津村株式会社设立合资公司，上药药材51%控股，开展中药配方颗粒等产品生产销售
2016.07	佐力药业	拟投入1.1亿加快中药配方颗粒生产线项目建设
2016.08	华通医药	拟募资不超过6亿元，投建年产1000吨中药配方颗粒生产线项目
2016.08	康恩贝	子公司江西天施康积极参与申报江西省中药配方颗粒科研专项
2016.10	香雪制药	与重庆政府签订合作协议，拟投资5.5亿打造中药材、饮片、配方颗粒优质品牌

资料来源：Wind资讯，华泰证券研究所

我们认为，政策放开后，公司中药配方颗粒项目有望凭借全产业链布局优势成为新增长点：

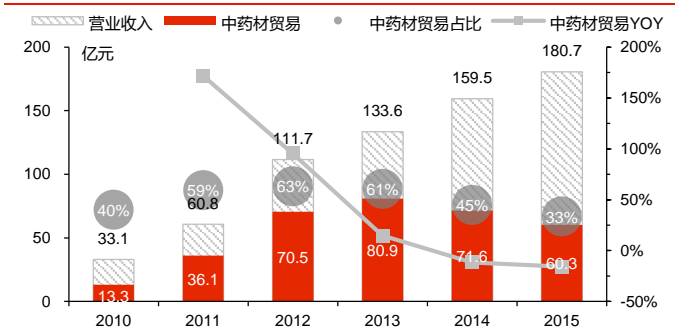
- ▶ **上游源头可把控：**公司拥有数十个种植基地与近十个饮片基地，既可满足生产需求，又可从源头保证质量，符合国家对配方颗粒“上游完全可溯源”的要求；
- ▶ **中游生产能力大：**公司6.5亿元的投资规模处于行业前列，预计建成后产能也将居于全国前列，随着市场需求的快速释放，公司的产能优势明显；

- ▶ **下游销售网络广：**公司在发展饮片业务时已形成覆盖全国的销售网络，我们预计，普宁配方颗粒项目投产后，可借助现有销售网络实现业务规模的迅速扩张。

中药材贸易业务迎来增长周期

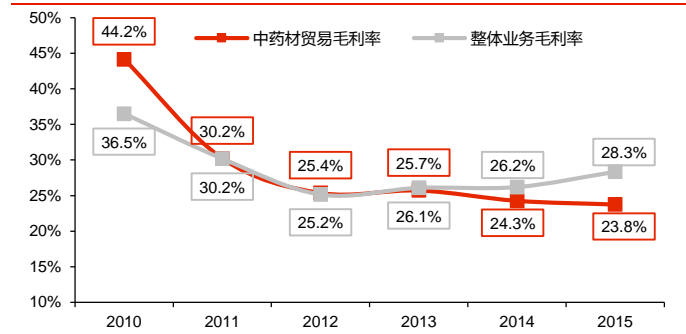
中药材贸易是公司 2006 年开展的业务，尽管近年受中药材价格的影响较大，但依然实现了快速发展，收入从 2010 年的 13.3 亿元增长到 2015 年的 60.3 亿元(CAGR 达 35.5%)。目前，公司通过收购、自建等方式拥有近十家中药材专业市场，其中包括国内最大的安徽亳州与河北安国。我们认为，中药材贸易业务将受益于中药材价格 16 年整体回暖、且我们预期 17-18 年大概率高位运行（不排除继续上涨的可能性），而由于中药材农产品属性强、价格存在不确定性，出于谨慎性原则，保守预计 15-18 年收入复合增速在 5%。

图表34： 2015年公司中药贸易业务收入达60亿元



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表35： 2015年公司中药材贸易业务毛利率近24%



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

通过收购专业市场实现跨越式发展

掌控中药材专业市场，总交易额占全国超75%。公司通过自主建设和战略收购等方式，拥有安徽亳州（国内第一）、河北安国（国内第二）、广东普宁、青海玉树、广西玉林、青海西宁、甘肃陇西等中药材专业市场，总交易额占全国中药材市场总量的75%以上。同时，公司还投资15亿打造康美中药城，不断完善产业链中游布局。

图表36： 近十年公司收购普宁、亳州、安国等地的中药材市场

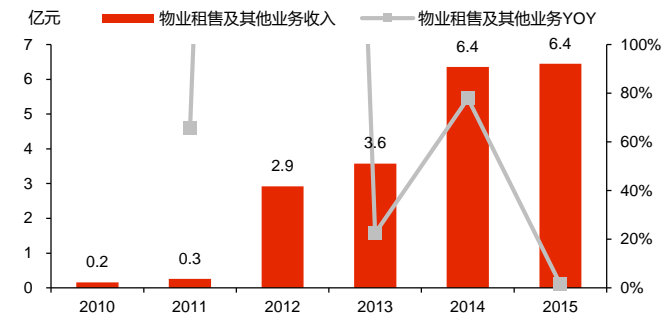
收购时间	名称	品种数量	经营规模
2006年	广东普宁中药材专业市场	700余种	首批8个国家定点中药材专业市场之一，全国著名的贵细滋补性中药材的集散地和进出口贸易口岸，中药材销售已辐射到全国18个省市，且远销日韩、东南亚、港澳、北美等地。
2010年	安徽亳州中药材专业市场	2800余种	目前国内规模最大的中药材专业市场，拥有全国最大的中药材交易中心，中药材日上市量业市场高达6000吨，日客流量约2-3万人，中药材年成交额约150-200亿元人民币。
2016年	河北安国中药材专业市场	2000余种	目前国内规模第二的中药材专业市场，年成交额超过50亿元，年药材吞吐量10万吨，日交易客商超过1万人，销售遍布全国以及日韩、台湾和东南亚等20多个国家和地区。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

挖掘中药大数据，抢占产业链制高点。公司通过收购中药材专业市场可掌握价格、种植面积、供需关系等信息，打造中药材的大数据平台，从而占据中药材贸易乃至全产业链的主导权。具体而言，把握专业市场对公司业务有三大影响：

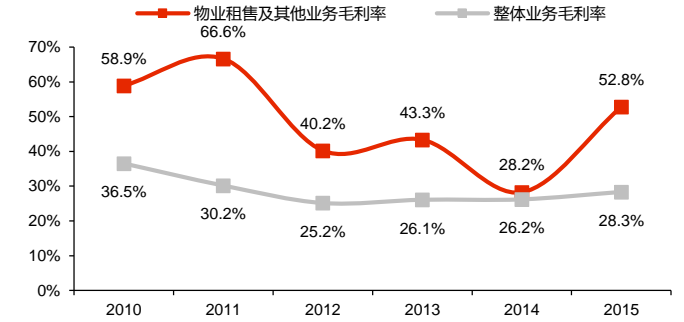
- ▶ **大数据向上支撑种植业务。**长期以来，中药材种植处于信息不对称的状态，公司借助大数据，把握市场信息，实现药材种植的实时指导，有利于推动种植业务的发展；
- ▶ **大数据向下支持贸易业务。**收购对公司贸易业务有两大影响，一方面，公司的贸易业务服务于市场内的供货商，收购后将会有更多的供货商使用公司的物流服务，另一方面，收购获取的市场数据可为公司的中药材 B2C 平台提供强大的数据支撑。
- ▶ **培育新利润点：物业服务。**公司收购专业市场后对其经营，引入的物业管理服务，收入从 2010 年的 1560 万元增长到 2015 年的 6.45 亿元，15 年毛利率高达 53%。未来，随着华佗城二期、青海玉树甘肃等地的康美中药城项目的逐步建成，预计可售面积超过 137 万平方米，保守估计 16-18 年为公司带来的收入总增量超过 30 亿元。

图表37: 2015年公司物业租售及其他业务收入达6.4亿元



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表38: 公司物业租售业务毛利率高于整体水平, 2015年近53%

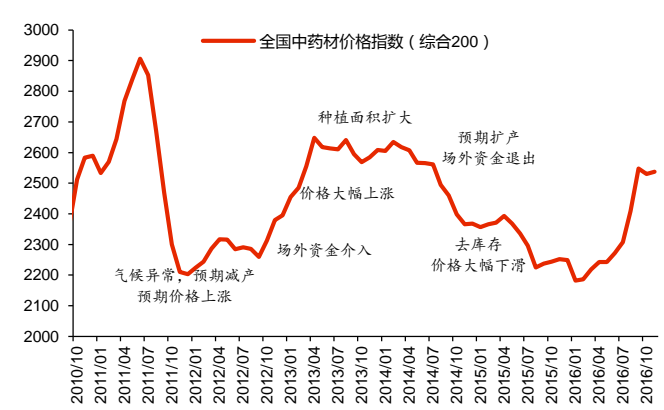


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

未来两年业绩将受益于中药材价格回暖

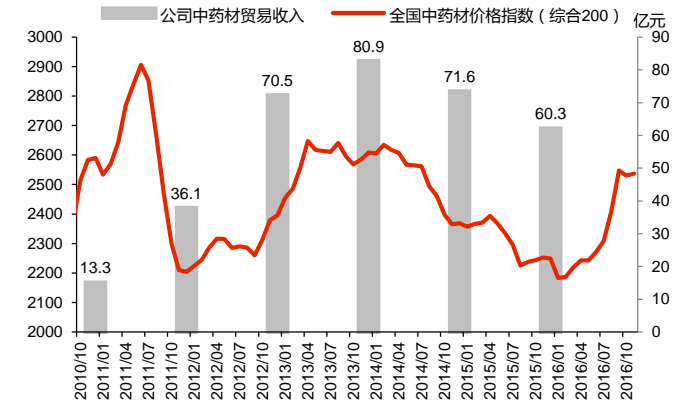
中药材价格是中药材贸易最大的变量。由于中药材种植相对分散、供需信息不对称, 中药材价格波动频繁, 对中药材贸易业务的影响较大。观察 2010-2015 年公司收入可以发现, 公司的中药材贸易收入与中药材价格相关性较强。以 2014 年为例, 尽管公司的中药材销量同比上涨 30%, 但受到价格下跌的影响, 整体业务收入还是有所下跌。

图表39: 气候异常触发 2011-2015 年中药材价格波动周期



资料来源: 中药材天地网, 华泰证券研究所

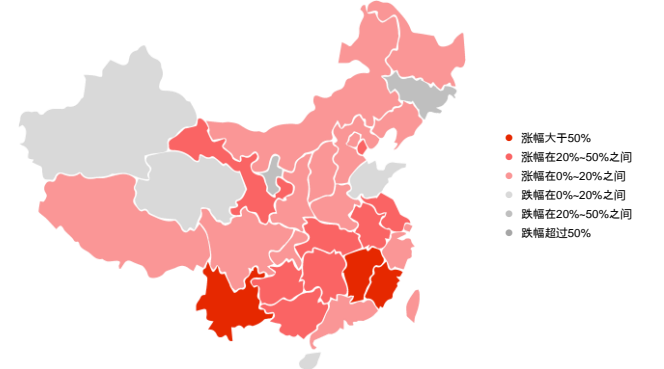
图表40: 公司中药材贸易收入与中药材价格相关性较强



资料来源: 中药材天地网, 公司年报, 华泰证券研究所

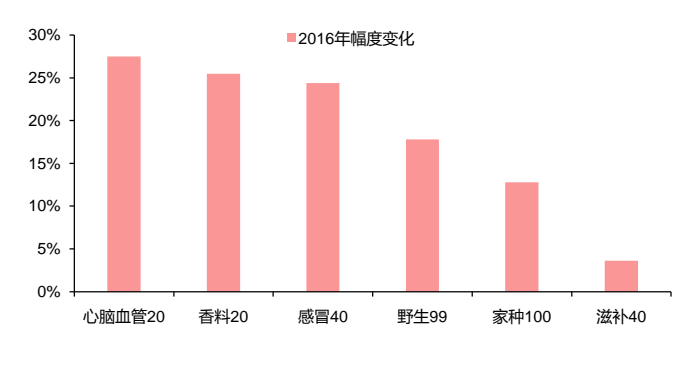
2016 年中药材价格出现大幅上涨。2016 年在政策利好、资本介入、西部干旱等影响下, 2016 年 8 月中药材市场进入普涨阶段, 23 省中药材价格出现不同程度的上涨, 其中 11 省涨幅超过 20%。用途指数方面, 心脑血管类、香料类、感冒类等中药出现大幅上涨。

图表41: 2016 年各省中药材价格出现不同程度上涨



资料来源: 《2016 年国内中药材行业蓝皮书》, 华泰证券研究所

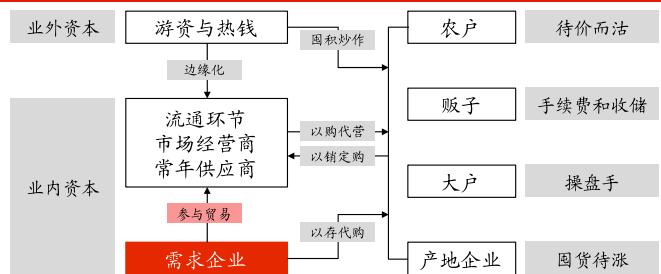
图表42: 2016 年中药材指数出现普遍上涨



资料来源: 《2016 年国内中药材行业蓝皮书》, 华泰证券研究所

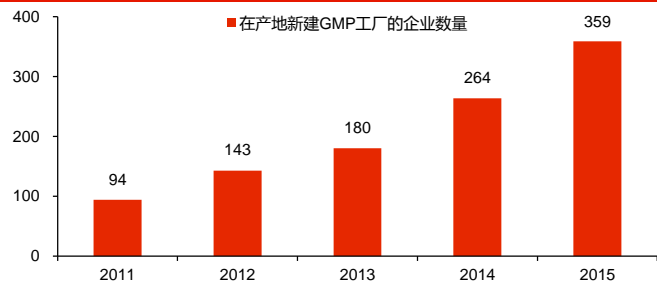
价格上涨的根本逻辑在于传统流通体系的解构。传统中药材专业市场流通环节多，易导致药材价格质量失控、囤积炒作等，这迫使下游需求企业与资本、散户一同走向原产地，加快原料收储与行情控制，并从中赚取预期性采购价差利润。企业在保证自身原料质量与价格的同时，还建立了稳定需求，为药材价格提供“底线”。

图表43: 饮片厂、中成药厂等需求企业主动介入中药材贸易



资料来源:《2016年国内中药材行业蓝皮书》，华泰证券研究所

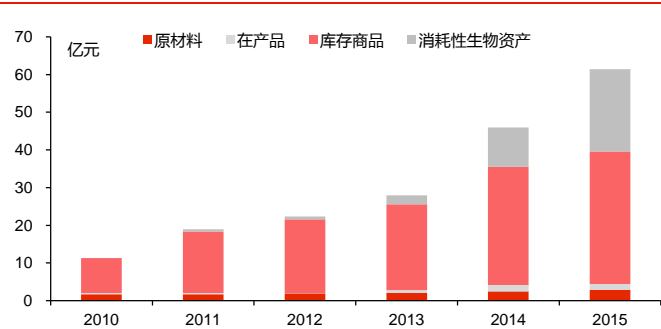
图表44: 加工企业在产地新建GMP工厂



资料来源:《2016年国内中药材行业蓝皮书》，华泰证券研究所

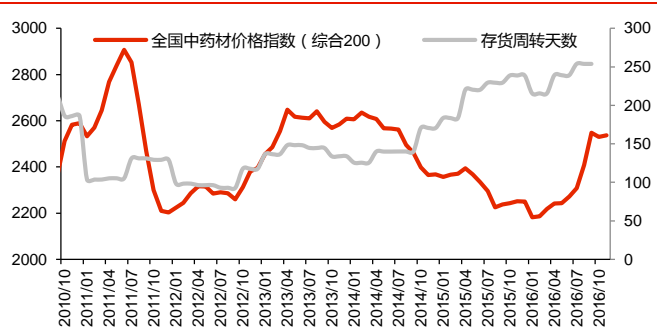
我们预计未来两年中药材价格大概率高位运行甚至可能继续上涨，公司业务确定性受益。公司已通过专业市场、农户合作等途径建立中药材数据平台，动态调整中药材的购销数量。公司在中药材价格下行区间，战略性储备药材，财务表现为存货周转天数较长。而面临此轮价格上行，公司已有较多的库存储备，我们认为中药材贸易业务大概率受益。

图表45: 公司近年来战略性储备存货



资料来源:公司年报，华泰证券研究所

图表46: 公司在抓住中药材价格低点积极储备存货



资料来源:Wind资讯，中药材天地网，华泰证券研究所

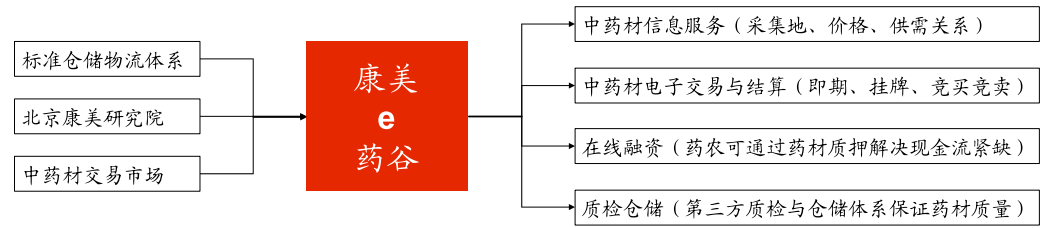
中药材 B2C 平台“康美 e 药谷”未来发展值得期待

作为中药行业龙头，公司也把握住行业的发展趋势，积极转型：

- ▶ **从贸易商到服务商，角色正在转型。**公司收购专业市场后，对其进行规范化经营，努力推动自身从中药材贸易商向中药材供应服务商的角色转变，依托自身品牌，利用公司的检测技术、仓储设施、物流网络等资源，保证中药材的质量，增加中药材的附加值，获取中药材的溢价收入。
- ▶ **从线下到线上，平台正在转型。**在大宗交易前移产地的背景下，公司2012年建立了国内首个中药材大宗交易平台“康美 e 药谷”，拥有17个区域服务中心与380个二级服务网点，未来有望成为中药材现代交易的中坚力量。

康美 e 药谷(康美中药材交易中心)成立于2012年，是全国首个“实体市场与虚拟市场相结合”的中药材现货交易平台，未来将依托公司的仓储物流体系与中药材专业市场，目标成为“电子商务+现代物流+第三方质检+融资服务”的中药材交易中心。

图表47：康美e药谷提供中药材信息、质检仓储、融资等服务



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

交易、交收费用是主要盈利来源。康美e药谷的主要盈利模式是通过提供现货交易收取交易费与交割费，其中交收费率统一为0.5%，订单交易、挂牌交易的费率分别为0.1%、0.6%，交易后公司还可根据客户的质检、仓储需求收取相应费用。此外，公司还为中药材种植商、贸易商提供融资业务，收取贷款利息。

图表48：康美e药谷四大业务的商业模式

交易类型	交易费率	交收费率	商业模式
现货订单交易	0.1%	0.5%	交易商在e药谷平台自由买卖交易品种，经匹配成功后生成电子合同，并根据合同自主选择药材的交收日期。
现货挂牌交易	0.6%	0.5%	交易商可通过现货挂牌交易信息随时了解采购销售交易需求，通过对交易信息回价而达成交易，最终进行药材交收。
竞买竞价交易	-	-	-交易商通过康美e药谷平台交易系统公开拍卖或招标的形式，经过买卖交易商自主加减竞价后，双方签订电子购销合同及药材交收。
e货通融资	-	-	-通过中药材在线贸易融资平台，包括货押融资和供应链融资，为中药材行业提供一系列的融资服务，缓解交易商资金压力。

资料来源：康美e药谷，华泰证券研究所；注：交易费率、交收费率均为双边费率

中药材B2C平台潜力大，未来收入有望上亿。康美e药谷发展迅速，截止2016 H1，线下建有17个区域服务中心与380多个二级服务网点，线上拥有15万个人会员、超过750家企业会员，日交易额达35亿元，现货成交量达660万吨。未来，随着平台运作逐渐成熟，康美e药谷的交易规模有望超万亿元，带来上亿元的增量收入。

质量高、渠道广，保健品业务大有可为

公司自2009年收购食品企业、宣告进入药食领域以来，不断拓展保健品业务，目前已形成“高端贵细药材+中端快消食品”的保健品布局，其中高端药材包括虫草、红参、鱼胶、西洋参、三七等，中端快消品包括三七胶囊、黄芪、菊皇茶等。

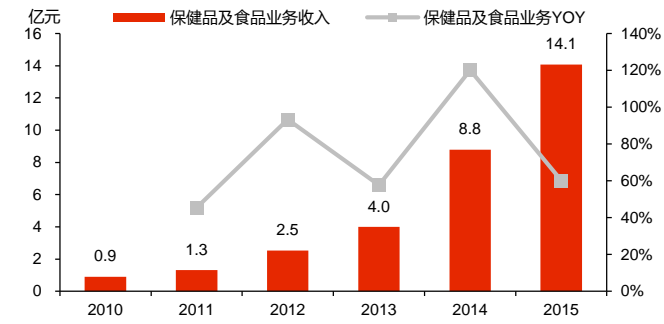
图表49：公司已形成“高端贵细药材+中端快消品”的保健品布局

产品	冬虫夏草	红参	鱼胶	三七	西洋参	黄芪	菊皇茶
剂型	整草	切片、整参	口服液	粉剂、切片	切片	切片	包装
价格	2500元/100g	200-1250元/100g	500元/100ml	250-450元/100g	150-400元/100g	15-50元/100g	40元/100g

资料来源：康美直销，康美官方旗舰店（天猫），华泰证券研究所

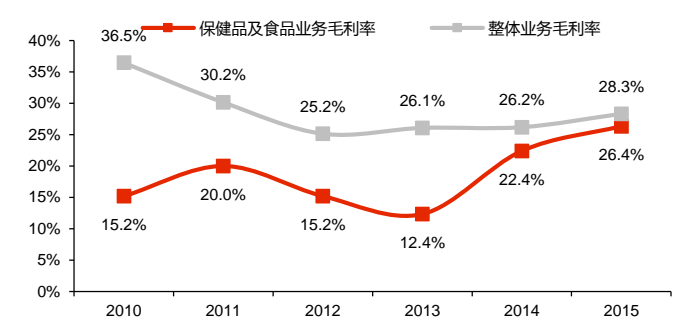
近年来保健食品及食品业务快速成长，从2010年的0.9亿元增长到2015年的14.1亿元（CAGR达73%），我们认为，以高端药材为代表的保健品贡献最大，毛利率提升也主要受益于高毛利保健品的比重提升。未来，中药类保健品市场空间广阔（依据前瞻产业研究院数据，2020年市场规模将达2500亿元），我们判断，保健食品及食品业务有望借助产品线扩容与渠道多样化保持增长势头，15-18年复合增速约33%，其中保健食品约50%。

图表50: 2015年保健食品及食品业务收入超14亿元



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表51: 2015年保健食品及食品业务毛利率超26%

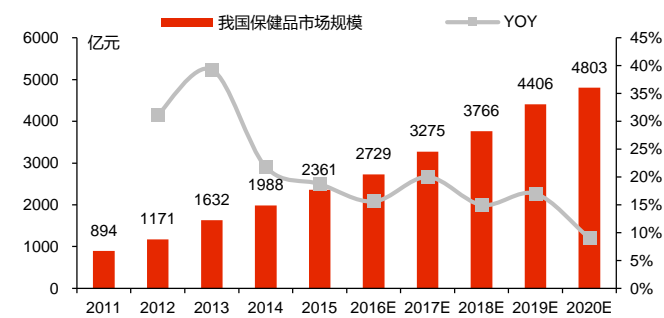


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

中药类保健品市场空间大

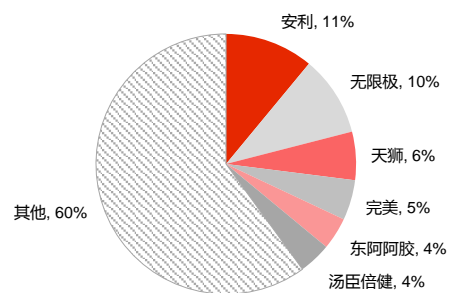
我国保健品市场规模超2300亿, 市场集中度不高。随着消费者健康保健意识的增强和购买力的提高, 我国保健品市场发展迅速, 从2011年的894亿增长到2015年的2361亿元 (CAGR超27%)。然而保健品市场集中度较低, 前四 (安利、无限极、天狮、完美) 仅占全市场的32%。未来我们认为, 对标海外 (2014年我国保健品人均消费量是日本的23%、美国的20%), 我国保健品市场空间大, 2020年有望达到4800亿元。

图表52: 2015年我国保健品市场规模超2300亿元



资料来源: 前瞻产业研究院, 华泰证券研究所

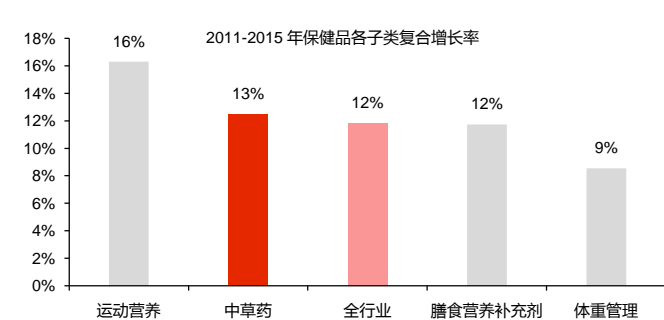
图表53: 我国保健品市场集中度尚不高



资料来源: 中商产业研究院 (2015), 华泰证券研究所

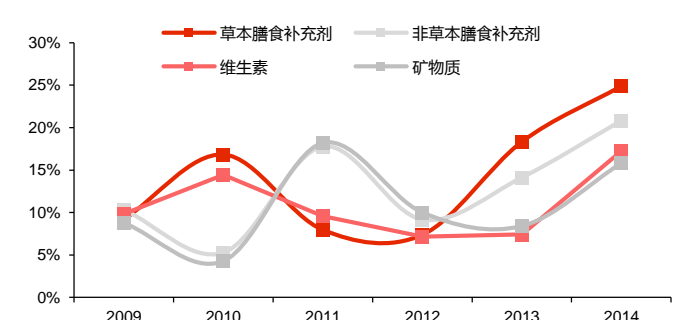
产品端, 中草药类保健品最具发展潜力。保健品可分为运动营养、中草药、膳食补充剂、体重管理四大类, 其中中草药与草本类膳食补充剂都可算作广义的中药类保健品。近年来, 我国中药类保健品发展迅速, 其中中草药类 11-15 年 CAGR 位列行业第二, 膳食补充剂中草本类表现也优于其他。未来我们继续看好中药类保健品, 原因有二, 其一, 短期内国人对中药养生的偏好不变, 其二, 近年来康美药业、同仁堂、云南白药等中药龙头相继布局保健品, 优质中药保健品供给增加, 将加速需求释放。

图表54: 2011-2015年保健品中运动营养类与中草药类发展最快



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所; 注: 运动营养系指健身用保健品, 体重管理系指减肥产品

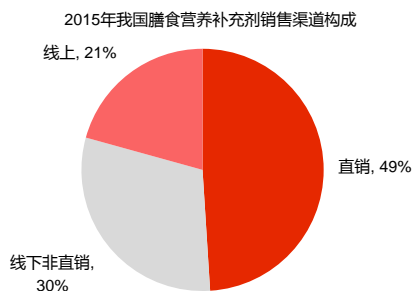
图表55: 2009-2014年膳食补充剂中草本类增速最快



资料来源: 中国产业信息网, 华泰证券研究所

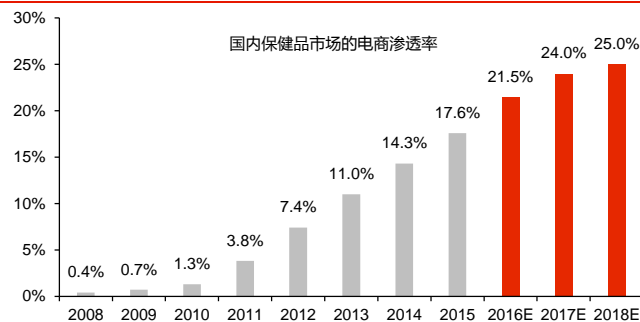
渠道端，目前直销仍是保健品的主流渠道，未来 B2C 电商平台发展潜力大。受到安利等保健品龙头的影响，目前我国保健品销售仍以直销为主。以膳食营养补充剂为例，直销渠道贡献近 50% 的销售额，线上渠道仅贡献 21%。未来我们认为，电商渗透率大有提升空间，2020 年有望升至 30%，原因有二，其一，随着保健品监管的逐渐规范与电商平台的不断成熟，越来越多保健品将进入线上平台，其二，保健品的销售终端虽多为老年群体，但购买者多为中青年，对网购的接受度高。

图表56： 直销是目前我国膳食营养补充剂的主要销售渠道



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表57： 预计 2018 年我国保健品市场的电商渗透率将达 25%



资料来源：Euromonitor，Bain，华泰证券研究所

借自身之优势，乘行业之东风

近年来，公司保健品及食品收入业务增长较快，我们判断是高端药材借助上游质量优势与下游渠道优势，推动了业务板块快速增长：

- ▶ **上游质量优势：**保健品质量参差不齐，中药类保健品尤甚，而公司大部分高端药材（红参、三七）来自自有的种植基地，其他采购自产地的药材也都经过了公司的严格检测，因此公司通过把控上游，最大程度上保证保健品的质量；
- ▶ **下游渠道优势：**保健品销售渠道不同于药品，线下以直销为主，因此少有药企布局保健品。而公司积极拓展销售渠道，形成了直销、OTC、B2C 平台三大渠道，其中直销团队会员近 40 万、OTC 终端覆盖 15 万家药店、B2C 平台月流水超 1000 万，打通了保健品的下游销售渠道。

未来我们认为，中药类保健品的市场需求大，公司保健品业务的增长势头将保持：

- ▶ **产品线或将继续扩容。**一方面，品种或将增加，如 16 年公司投资林下参项目（预计收购价在 300 元/株，定位于虫草与鱼胶之间），此外公司还可能引入其他贵细滋补品；另一方面，剂型或将丰富，以鱼胶为例，公司将传统鱼胶制成口服液，提高产品附加价值，未来公司或将有对现有药材（三七、西洋参）进行剂型研发；
- ▶ **销售渠道趋于多元化。**直销业务自 13 年底获批后已显著拉动保健品业务增长，近年来公司加大其他渠道的拓展力度。以 OTC 渠道为例，公司 16 年收购的深圳麦金利覆盖了全国万余家药店连锁，对现有 OTC 渠道形成补充。因此我们判断，未来公司将继续维护直销渠道，挖掘 OTC、B2C 渠道，推动产品持续放量。

终端布局：君子好逑，取之有道

医疗服务布局并非管理层的唯心主义产物，而是基于政策风向与市场变化做出的战略选择：

- ▶ **药房托管**：2014年公司敏锐地嗅到在药品取消加成的政策环境下，药房逐渐成为医院的成本部门，因而着手布局县市医院的药房托管，目前已托管超过100家药房；
- ▶ **智慧药房**：2015年公司首创升级版药房托管“智慧药房”，通过饮片切入中心城市，目前已广深京三地建立运营中心、合作医院超150家，已显著拉动自有饮片销售；
- ▶ **医院收购**：2016年在部分地市财政压力上行的背景下，公司创新医院收购模式，通过成立医院管理公司实现对医院的绝对控股，在满足政府政绩诉求、医院不改制诉求的前提下，通过收取管理费、延伸医院供应链等途径，增厚自身业务收入。

卡位医院资源是公司的核心战略：起于药房托管，着手于地市级医院，紧接着通过饮片版药房托管——智慧药房进入中心城市；近期更是以独有的康美模式直接切入终端，一举拿下地市级医院这一优质终端资源，为未来全面进军医疗服务奠定基础。

未来，我们认为：

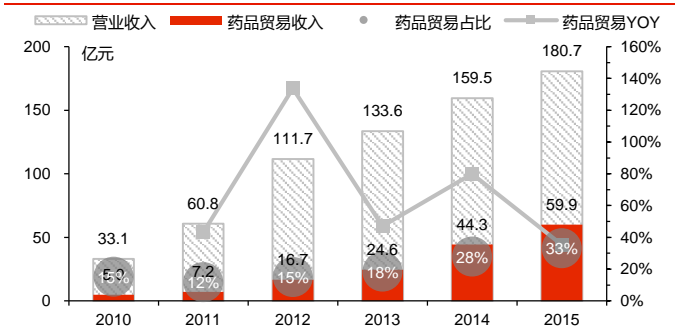
- ▶ **药房托管**：在政策不发生变动的情况下存量业务将带来持续性的西药贸易收入，同时公司也将依靠政府合作优势、积极寻找增量机会；
- ▶ **智慧药房**：广深等地智慧药房近满产，未来将扩建产能，同时成都、重庆、内蒙古、上海等地的智慧药房预计年内投产，放量在即。此外公司正在打通智慧药房平台的医保第三方支付，如打通，患者则可在医保覆盖之下自主下单完成购药与饮片代煎；
- ▶ **医院收购**：公司将抓住此轮医院收购之机遇，在现有3000+张床位的基础上，继续扩张医院版图，年内床位数目目标过万，未来或将进军康复、养老等医疗服务。

始于西药贸易的药房托管

药品贸易是公司的传统业务，也是“药房托管”的起点。2014年前西药贸易以参与药品招标采购为主，营收占比在10%-20%，2014年由于药品取消加成、药房成为医院的成本部门，公司抓住历史机遇积极布局药房托管，带动西药贸易快速成长，2015年营收占比增至33%。目前，公司已与超过2000家医院、15万家药店建立了长期合作关系。

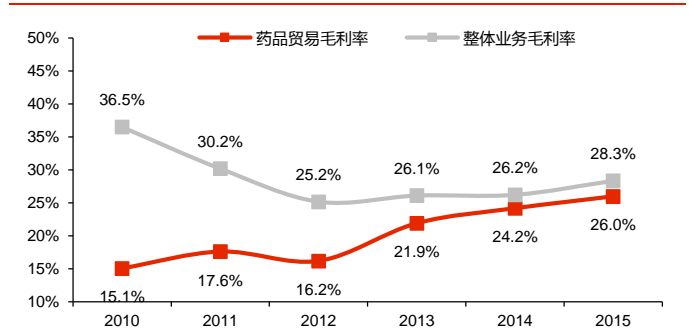
未来我们认为，原主业（药品招标配送）层面，随着省内两票制的推进，公司借助自身物流，不断扩展配送网络、提升广东省内市场份额，药房托管层面，公司将现有协议基础上（合约期限10-20年）积极寻找增量机会，预计西药贸易收入15-18年复合增速近30%。

图表58：2015年公司西药贸易业务近60亿元



资料来源：公司年报，华泰证券研究所；注：药品贸易包括医疗器械

图表59：2015年公司西药贸易业务毛利率达26%

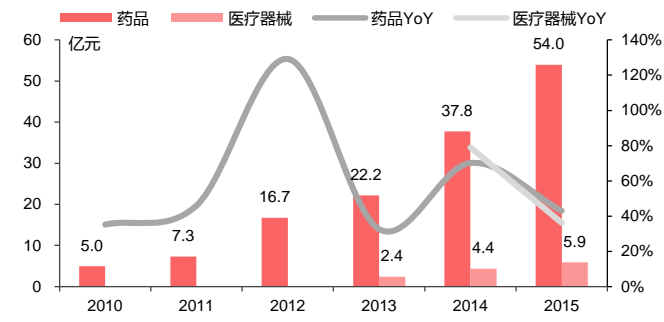


资料来源：公司年报，华泰证券研究所；注：药品贸易包括医疗器械

原主业药品招标配送受益于省内医药流通整合

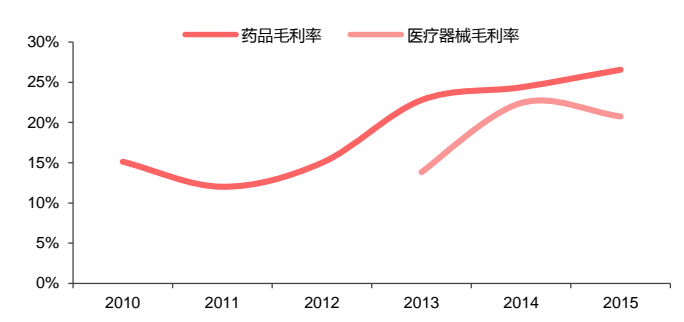
药品贸易是公司传统的业务板块之一，销售终端主要是医院与连锁药店，其中医院主要通过参与药品采购招标，中标后根据医院的需求将药品配送至医院；对于连锁药店，公司主要通过经销商间接销售给连锁药店。

图表60: 2015年公司西药贸易业务近60亿元



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所; 注: 药品贸易包括医疗器械

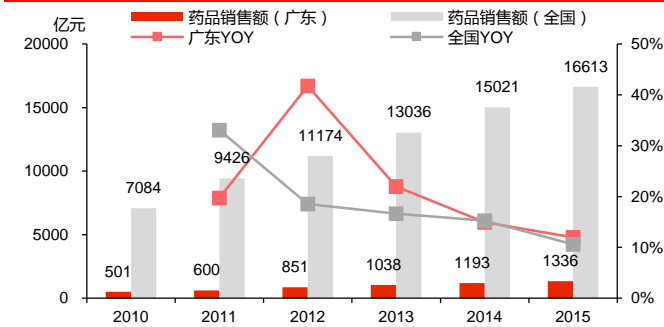
图表61: 2015年公司西药贸易业务毛利率达26%



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所; 注: 药品贸易包括医疗器械

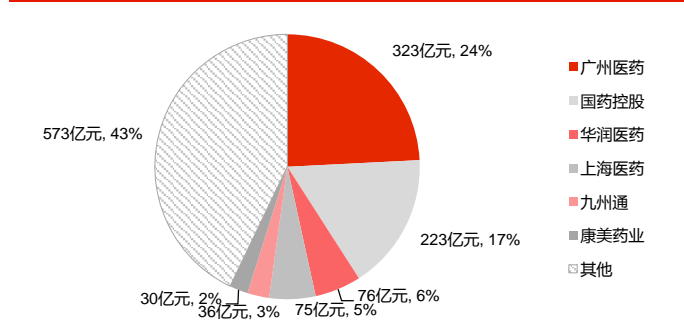
省内医药流通市场规模大, 市场集中度高。广东省的医药流通行业走在全国前列, 2015年省内药品销售额达1336亿元(位列全国第二), 10-15年CAGR达21%, 高于同期全国的18%。目前, 省内市场已基本形成四大集团(广药、国控、华润、上药)+大型企业(康美、九州通等)的格局。我们估算, 公司医药商业的业务量在省内稳居前十。

图表62: 近年来广东省医药流通市场发展增速高于全国



资料来源: 药品流通行业运行统计分析报告, 华泰证券研究所

图表63: 2015年广东省医药流通市场格局



资料来源: 药品流通行业运行统计分析报告, 华泰证券研究所; 注: 广州医药、九州通(广东子公司)采用披露数据, 国药控股、华润医药、上海医药、康美药业采用估算数据(对全国数据进行合理缩小)

省内两票制+配送企业数量限制, 政策利好优质配送企业。广东省政府在《2016年深化改革工作要点》提到“鼓励公立医院综合改革试点城市率先推行两票制”, 结合国务院2017年提及的“要在200个医改试点城市全力推进‘两票制’”, 我们预计“两票制”2017年大概率在广东省的七座医改试点城市推进, 并有望在2018年全省推开。

此外, 省药交中心在2017年初对配送企业数量做出要求“基层医疗机构不得选取超过5家配送企业”, 这使得在同等条件下, 更优质的配送企业将获得更多基层医疗机构的配送权。因此我们判断, 随着省内两票制的推进与配送企业数量限制的执行, 省内流通市场整合将逐步整合, 覆盖广、服务好的优质配送企业将迎来发展机会。

图表64: 省内两票制+配送企业数量限制, 政策利好优质配送企业

时间	发布单位	文件	内容
2016-07	广东省政府	《广东省深化医药卫生体制改革2016年工作要点》	按国家部署稳步推进“两票制”, 鼓励公立医院综合改革试点城市率先推行“两票制”
2017-01	国务院	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)》	要在200个医改试点城市全力推进“两票制”, 目前广东省内有七座城市(深圳、珠海、东莞、中山、惠州、江门、肇庆)列入医改试点
2017-01	广东药品交易中心	《关于做好新一轮广东省医疗机构药品交易配送关系调整、指定和确认工作的通知》	要求各药品生产企业于2017年1月20日前选定配送商业, 县级以上医疗机构每个区域配送企业数量不限, 基层医疗机构每个品种每个区域不得超过5家。

资料来源: 卫计委, 广东省政府, 广东药品交易中心, 华泰证券研究所

此外公司还通过外延手段，扩张省内医药商业布局。2016年9月，公司收购2家广东省江门地区的医药商业公司，进一步完善省内销售网络，扩张省内业务。

图表65： 2016年公司收购广东江门地区的两家医药商业公司

时间	标的公司	2015收入	2016收入	PE	备注
2016-09	深圳市日曼医药有限公司	0.67亿元	1.95亿元	1.95	标的为医疗器械销售公司，净利润暂为负且未披露业绩承诺（2016年数据截至8月）
2016-09	广东新澳医药有限公司	3.50亿元	2.13亿元	2.26	标的为药品器械销售公司，承诺17/18/19年实现净利润1120/1550/1700万元（2016年数据截至7月）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

药房托管带动西药贸易收入提速

公司在2014年布局药房托管业务，与广东、吉林、辽宁等地的81家医院签署《医院药房托管协议》，将供应链延伸至医院：医院负责制定《医院用药目录》，公司负责医院所有药品的集中配送。此模式下业务盈利来源是药品的购销价差。

图表66： 2014年以来公司与超百家医院签署药房托管协议

发布时间	地区	协议名称	协议内容	合作期限	医院数量	业务规模
2014-01	广东普宁	《医院药房托管协议》	医院所有药品统一由公司供应和集中配送	20年	9	2013年业务量合计12亿
2014-02	广东惠来	《医院药房托管协议》	医院所有药品统一由公司供应和集中配送	15年	1	2013年业务量约1.1亿
2014-02	吉林通化	《医院药房托管协议》	医院药房分两批交公司进行独家统一托管	15年	45	2013年业务量合计20亿
2014-02	辽宁	《战略合作框架协议书》	负责辽宁中医药大学4家直属医院所用所有药品由公司统一采购和配送、并积极推进与其余22家医院的合作		26	2013年业务量合计30亿
2015-04	广西玉林	《战略合作协议》	将辖区公立医院的药房委托公司进行管理			
2016-01	广东怀集	《现代化医药物流延伸服务协议》	医院所有药品由公司采购和集中配送	10年	24	2015年业务量约6.85亿
2016-01	广东普宁	《合作协议》	负责所有公立医院的全部医疗器械耗材统一由公司采购和集中配送	20年	30	2015年业务量合计超20亿，器械耗材收入6亿
2016-03	深圳宝安	《战略合作协议》	与宝安区人民医院、宝安区中医院及宝安区沙井人民医院签订药品现代化物流延伸		3	未披露
2016-06	云南	《战略合作协议》	支持公司在云南省开展公立医院收购及公立医院药房托管项目			
2016-09	重庆	《战略合作协议》	支持公司及在渝子公司进入重庆市药交所平台进行药品耗材交易，参与重庆市公立医院药品耗材采购和配送			
2016-12	重庆荣昌	《战略合作协议》	参与重庆荣昌所有公立医院的药品配送			

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

药房托管的再次兴起背后是医院利益诉求的变化。早在2001年三九医药托管的柳州地区7家医院药房、2006年南京全市范围内推行的药房托管，均以失败告终，究其原因，是彼时药房仍是医院的利润部门，药企与医院难以在利益层面达成平衡。而2013年起药房托管之潮再起，其背后推动力正是医院的利益诉求发生变化：“药品零加成”背景下，药房已逐渐从收入部门变为成本部门，医院将其外包托管既可降低成本又可收取托管费。

图表67：广州市药房托管多由全国医药流通龙头抢占

商业公司	托管医院
广州医药	广东省第二人民医院、广州市荔湾区人民医院、珠江医院等 18 家医疗机构
华润医药	广东省人民医院、中山大学附属第一医院等 11 家医疗机构
国盈医药（广州医药）	越秀区中医院、广东药学院门诊部等 10 家医疗机构
国药控股	海珠区妇幼保健院、荔湾区第三人民医院等 7 家医疗机构
美康大万特（通用医药）	从化市中医院等 4 家医疗机构
中山医医药（上海医药）	中山大学附属第六医院等 3 家医疗机构
采芝林	荔湾区华林街社区服务中心等 3 家医疗机构
东粤科伦	水电二局医院等 1 家医疗机构
欣特医药（广州医药）	金沙洲医院等 1 家医疗机构
梓瑞药业	广东省监狱中心医院等 1 家医疗机构

资料来源：《广州部分商业托管医院明细表》，华泰证券研究所

当下公司是受益于药房托管的。我们认为，药房托管尽管在“药品零加成”下平衡了药企与医院的利益，但仍无法平衡医院与患者的利益，政策如达摩克利斯之剑，风险依然存在。因此公司在药房托管之路上脚步放缓，但已托管的药房可继续为公司带来较为确定的收益。

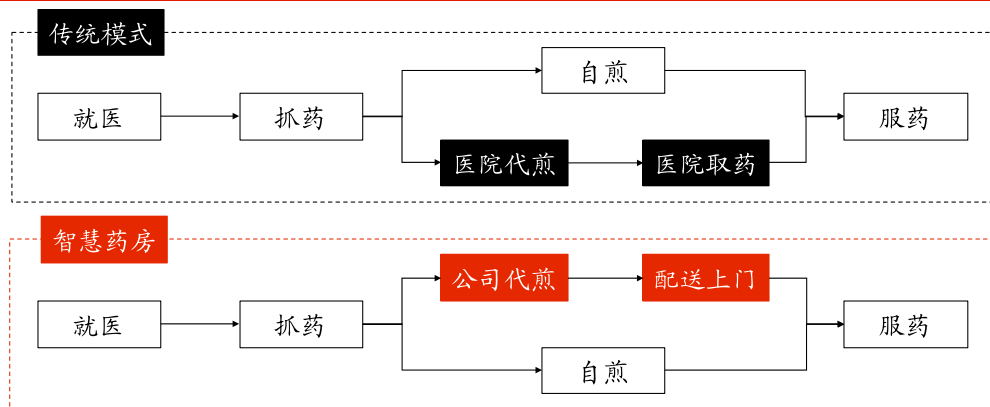
智慧药房：基于饮片的升级版药房托管

智慧药房是公司释放饮片需求的一次成功尝试。公司通过开展“智慧药房”切入中心城市的大型医院，释放医院的饮片煎煮转移需求、挖掘患者的饮片代煎配送需求，一方面直接拉动自有饮片的销售，一方面抢占中心城市 B 端资源、为药品供应链延伸奠定基础。

首创“智慧药房”：中药饮片的代煎与配送

公司首创“智慧药房”，已在京广深等多地运营。“智慧药房”是公司首创的中药饮片代煎业务，具体流程为：当患者选择“智慧药房”业务后，医院将中药处方通过 HIS 系统发送给公司，公司根据处方完成调配、煎煮，将汤剂配送上门。业务自 2015 年开展至今，已在广州、北京、深圳、成都落地，未来还将拓展至上海、重庆、内蒙古等地。

图表68：“智慧药房”是公司首创的饮片代煎+配送上门服务



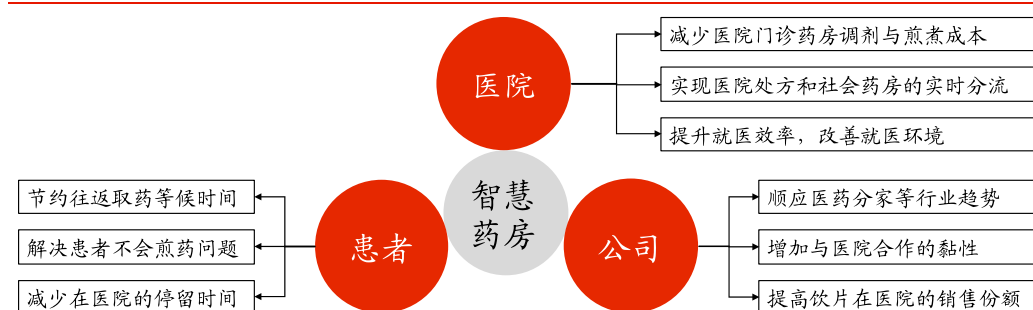
资料来源：华泰证券研究所

“智慧药房”难以替代、难以复制。

- ▶ **省去煎煮时间，不受配方颗粒影响。**目前中药配方颗粒是饮片潜在竞争最大的产品，前者服用方便，但后者更符合中药的辩证施治理论。而“智慧药房”业务，几乎解决了饮片服用不便的问题，又顺应了中医的辩证施治，因此受配方颗粒的影响不大。
- ▶ **进入壁垒较高，商业模式难以复制。**“智慧药房”看似简单，背后蕴含着种植、物流等一系列硬件软件壁垒，而公司作为全产业链中药龙头，具备质量优势、物流优势、资本优势、先发优势（抢占一线城市），因此我们认为，其他企业很难进入代煎市场。

“智慧药房”实现三方共赢，发展潜力大。“智慧药房”的本质是代煎服务的转移与延伸，公司接手原本由医院负责的煎煮，然后再将服务链延长到配送。前一个环节是受医院欢迎的，减轻药房负担并缓解人流压力，而后一个环节是受患者欢迎的，配送上门可省去取药、等药时间。而对公司而言，业务的开展有助于增加与医院合作的黏性，反哺饮片销售。因此我们认为，“智慧药房”可实现三方共赢，未来发展潜力大。

图表69：“智慧药房”实现三方共赢，未来潜力大



资料来源：华泰证券研究所

智慧药房持续反哺饮片销售

我们认为“智慧药房”业务对公司的饮片业务有两层影响：

反哺饮片销售，拉动饮片销量。“智慧药房”可促使医生更多地使用公司的饮片，拉动公司饮片在医院的销量。以深圳中医院为例，业务进入前公司饮片份额约为10%，进入后饮片份额增至50-60%。目前公司已签约超过100家医院，并与近150家达成实质性的签约意向。未来我们判断，随着城市布局的完善、签约医院数量的增加，“智慧药房”将带动公司饮片业务规模进一步扩容，如只考虑现有地区，预计2018年可带来15亿元的增量收入，如考虑全国推广，2018年有望带来24亿元的增量收入。

图表70：仅考虑现有地区，“智慧药房”2018年可为公司带来15亿元的收入增量

(亿元)	广东	北京	四川	重庆	上海	其他	全国
2015年公司区域收入占比	60%	6%	3%	2%	10%	19%	100%
2015年公司区域收入规模	22.3	2.2	1.1	0.7	3.7	7.1	37.2
2015年中药材区域销售规模	58.5	55.7	31.0	60.4	55.7	335.4	596.8
2015年公司区域市占率	38%	4%	4%	1%	7%	2%	6%
无智慧药房							
2018年区域市占率	44%	6%	6%	3%	10%	4%	9%
2018年中药材销售规模	78	74	41	80	74	446	794
2018年公司收入规模	34	4	2	2	7	18	69
有智慧药房							
2018年区域市占率	50%	10%	10%	6%	15%	6%	12%
2018年中药材销售规模	78	74	41	80	74	446	794
2018年公司收入规模	39	7	4	5	11	27	93
2015-2018年饮片收入增量	4.67	2.97	1.65	2.41	3.71	8.93	24.34
2015-2018年饮片利润增量	0.93	0.59	0.33	0.48	0.74	1.79	4.87
2018年“智慧药房”渗透率	70%	60%	50%	50%	60%	20%	5%
2018年“智慧药房”收入	2.73	0.45	0.21	0.24	0.67	0.54	4.82
2018年“智慧药房”利润	0.55	0.09	0.04	0.05	0.13	0.11	0.96

资料来源：华泰证券研究所；核心假设：2015-2018年中药材区域销售额CAGR为10%，公司饮片净利率为20%；智慧药房服务费率为10%、净利率为20%

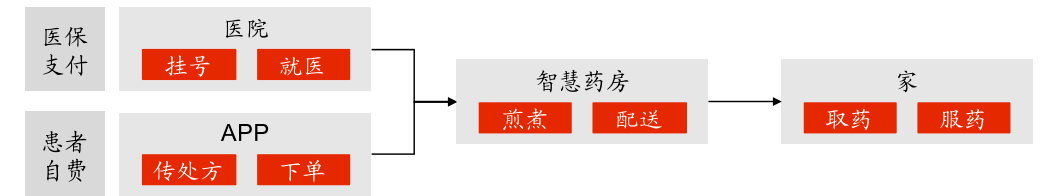
服务费增厚公司收入。“智慧药房”的盈利来源是代煎、配送的服务费，由于收入规模不大，尚未单列在报表上，暂计入饮片业务。目前，配送费省内每单 10 元、省外 20 元，代煎费首年豁免、次年每单收取 15 元。目前公司日处方量约在 1-2 万张，预计 2016 年“智慧药房”直接为公司带来 5000 万元左右的收入。而未来随着业务模式的成熟、城市布局的完善，我们判断，2018 年，即在 2017 年新建的智慧药房运营一年后，智慧药房的服务费贡献有望达到 5 亿元。

长期 C 端或有惊喜

医保支付：智慧药房的最后一环。智慧药房有两种使用途径，一是医院途径，医生开出处方并将其流转至公司，二是患者途径，患者自行在软件上对处方拍照上传，两者区别在于，前者可医保支付，而后者不可。这也就解释了为何公司十分重视电子支付的平台的建设。

医保支付接通日，智慧药房放量时。我们发现，为免去医院就诊、方便用药，仍有部分患者选择自费途径。而一旦公司接通医保支付，打通最后一个环节，患者购药需求将高速释放。同时由于全自费，药品占比目前较小，医保支付开通后，药品配送市场空间或打开。

图表71：智慧药房有医院医保与患者自费两种渠道



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

中药大数据再下一城：延伸至患者。公司通过收购中药材专业市场抢占行业制高点，把控上游大数据，向下指导贸易、饮片等业务。而通过智慧药房，公司承接医院处方，大数据再下一城。随着量的积累，患者大数据可为公司医院、中医馆等医疗服务提供数据支持。

图表72：智慧药房是公司中药大数据的最后一环



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

春风起，医院收购正当时

如果说 2014 年的药房托管是“药品零加成”政策下医院的诉求，那么 2016 年的医院收购则是财政压力下地方政府的诉求。公司早在 2013 年通过自建医院布局医疗服务，但由于新建医院周期长、不确定性高，公司开始寻求收购。2016 年底至今，公司接连收购东北地区的两家公立综合医院，若考虑公司在体外的布局，目前共有超 3000 张床位。

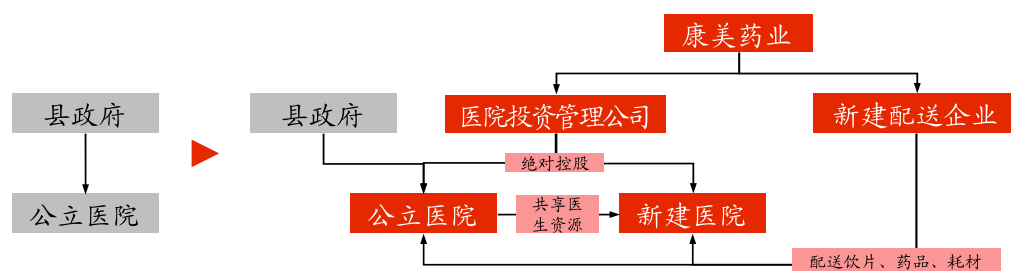
图表73： 公司通过自建、并购等形式向产业链下游布局

公告时间	标的名称	状态	标的情况	经营情况
2013-06	普宁康美医院	开业运营		
2016-10	梅河口市中心医院	收购 95%	三甲综合	2015 年营业收入 4.6 亿元
2016-12	康美荣昌中医院	拟合资新建		
2017-01	开原市中心医院	收购 90.27% 股权	二甲综合	2016 年医疗收入 1.29 亿元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

康美模式下的医院收购最大特点在于，公司通过成立医院管理子公司实现对医院的绝对控股，既满足地方政府的政绩诉求而又不涉及医院改制等政策风险，同时公司通过收取医院管理费、药品耗材供应链延伸等途径增厚公司收入。未来我们认为，由于医院收购对周边地区示范效应明显，公司的医院收购大概率提速，目标 2017 年床位数超万张，在增厚公司收入的同时，为公司的大健康业务提供培育土壤。

图表74： 康美模式最大的特点在于通过医院投资管理公司实现绝对控股



资料来源：华泰证券研究所

政策利好掀起并购浪潮

政策鼓励社会办医。近年来，随着医改的深入，公立医院改革成为医改突破口，政府出台诸多政策鼓励社会办医、参与公立医院改革。

图表75：政策全方位、多维度鼓励社会办医

时间	部门	文件名称	主要内容
2009-03	国务院	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业，积极促进非公立医疗卫生机构发展，形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制
2010-02	卫生部	《关于公立医院改革试点指导意见》	提出要形成多元化办医格局，引导、鼓励和支持非公立机构的发展，创造公平竞争条件
2012-10	国务院	《卫生事业发展十二五规划》	规划至2015年，非公立医疗机构床位数和服务量均达到医疗机构总数的20%左右，全面推进县级和深化城市公立医院改革
2013-09	国务院	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	规划至2020年，健康服务业总规模达到8万亿元以上，明确提出放开准入，非禁即入；发展医疗服务、健康养老、健康保险、中医药保健、健康服务信息化等
2013-12	卫计委	《关于加快发展社会办医的若干意见》	优先支持社会办医，严控公立医院规模，为社会办医创造发展空间；鼓励并优先选择优质社会资本参与公立医院改制
2014-02	国务院	《深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	重点解决社会办医在准入、人才、土地、投融资、服务能力等方面政策落实不到位和支持不足的问题。优先支持社会资本举办非营利性医疗机构
2015-03	国务院	《2015-2020年全国医疗卫生服务体系规划纲要》	合理确定全国2020年医疗卫生资源总量标准、科学布局公立医疗卫生机构、大力发展非公立医疗机构
2015-06	国务院	《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》	从“进一步放宽准入、拓宽投融资渠道、促进资源流动和共享、优化发展环境”等方面提出促进社会办医的具体措施
2015-12	人社部	《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》	取消“基本医疗保险定点医疗机构资格审查”和“基本医疗保险定点零售药店资格审查”。社会办医疗机构在符合标准的前提下有更大机会取得基本医疗保险覆盖
2016-08	卫计委	《医疗机构设置规划指导原则（2016-2020年）》	加快推进社会办医成规模、上水平发展，将社会办医纳入相关规划

资料来源：国务院，卫计委，人社部，华泰证券研究所

医院收购是资金雄厚的社会资本进入医院的主流方式。目前，民营资本进入医院主要有存量、增量两种形式，存量形式包括医院收购、医院托管，增量形式包括独立新建、PPP模式。其中医院收购尽管难度大，但是投资收益高，是资金雄厚的企业进入医院的主流方式。

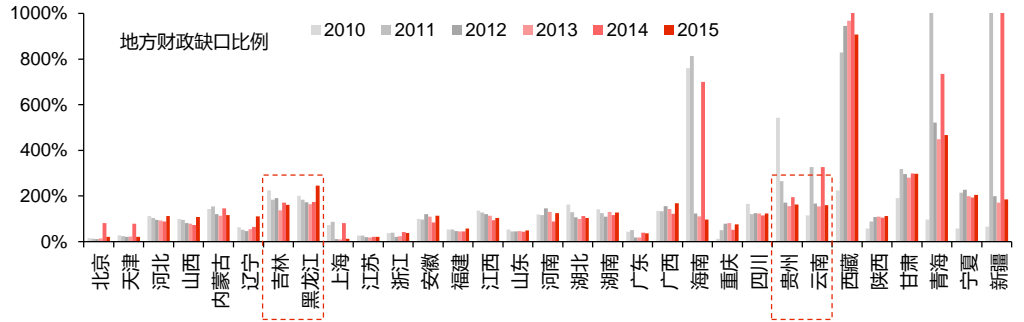
图表76：社会办医有医院收购、医院托管、独立新建、PPP模式等四种形式

介入模式	操作模式	产权归属	资金要求	投资收益	发展潜力
医院收购	社会资本对公立医院进行直接股权收购或间接持股	社会资本	高	高	较大
医院托管	社会资本对整体医院或部分部门进行托管改造	原持有方	一般	一般	一般
独立新建	社会资本独立投入资源，投资新建医疗机构	社会资本	最高	较高	较小
PPP模式	社会资本与公共部门共同投入资源，新建医疗机构	社会资本或原持有方	高	一般	一般

资料来源：华泰证券研究所

地方政府诉求愈发强烈。近年来地市级政府的土地财政可持续性持续减弱，政府，尤其是东北、西南等欠发达地区的地方政府，对财政收入的诉求非常强烈。

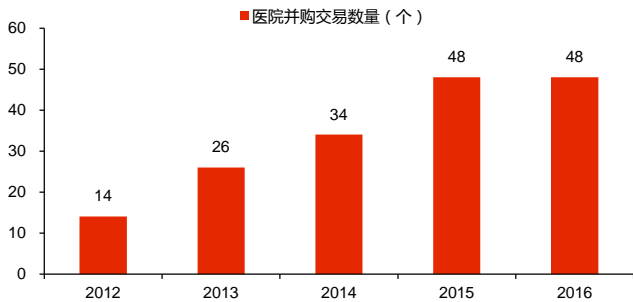
图表77：东北地区与西南地区地方政府财政压力较大



资料来源：财政部，华泰证券研究所；注：财政缺口比例=(财政支出-财政收入)/财政支出

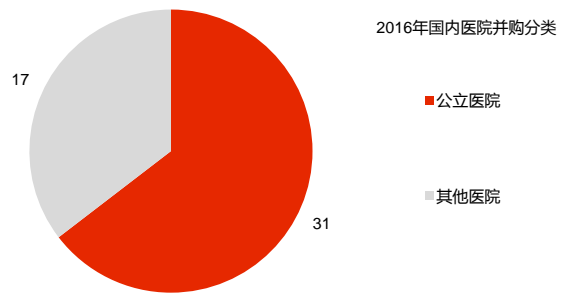
政策鼓励与政府诉求，助推医院并购交易案件增长。我国医院并购交易的数量与规模持续增长。根据医学界智库数据，2016年我国医院并购交易数量已达到48起，涉及金额近136亿元。其中，按营利性性质分，公立医院最多，达到31家，按收治病人种类分，综合医院最多，达到30家，随后是美容医院、中医院，分别有9家、2家。

图表78：2016年我国医院并购交易数量达到48起



资料来源：《2016年中国医院并购报告》，华泰证券研究所

图表79：2016年医院并购以公立医院居多



资料来源：《2016年中国医院并购报告》，华泰证券研究所

为何关注康美的医院收购？

康美模式的创新之处在于，通过医院管理公司控股原有医院，并在老医院的基础上新建新医院共享医生资源，并成立独立的配送企业承接医院的饮片、药品、耗材的配送。我们认为，该种模式显著优于直接投资与PPP模式：

满足交易方诉求。

- ▶ **政府诉求：民生工程+财政收入。**政府核心诉求在于政绩，可分为民生与收入两个层面，康美模式下，民生方面，新建医院属于民生工程，收入层面，医院管理公司缴纳管理费、新建医院属于固定资产投资、配送企业缴纳税收，均可增厚财政收入。
- ▶ **医院诉求：高层稳定+激励优化。**由于收购后公司与政府共同控股，因此不涉及国有资产流失与医院改制。同时，公司不介入医院管理，仅获取院长提名权，从而实现对院长进行市场化考核与激励。

贴合公司利益。

- ▶ **模式新颖，价格合理。**收购方案由交易三方敲定后，政府委托第三方评估公司对标的进行评估，由于公司后续对政府的财政收入贡献较为可观，收购时不产生商誉，PS在1倍，相较于其他医药企业的医院收购估值，公司的标的价格非常合理。
- ▶ **短期看，直接增厚业绩。**存量层面，公司通过成立医院管理子公司实现对医院的绝对控股，并向医院收取一定的管理费。增量方面，公司在加大当地饮片销售的基础上，还在当地成立独立的配送企业，承接医院所有的药品、耗材配送。
- ▶ **长期看，奠定大健康布局。**医疗机构是医药行业的重要终端，掌控终端有助于公司完善大健康布局。以网络医院为例，公司早在2015年3月便获得“网络医院”资质，

但目前仅接入了自建的康美医院，未来公司有望将“网络医院”接入收购的医院。因此我们判断，把控终端可为公司的大健康业务（网络医院、养老服务、社区健康、血透中心等）提供培育土壤，当业务模式发展成熟后，有望在全国范围内快速复制。

图表80： 公司打造的“大健康+大平台+大数据+大服务”体系

项目	介绍
网络医院	2015年获批全国首家网络医院资质，目前接入普宁康美医院
智慧药房	率先打造国内首个“智慧药房”项目模式，在广东、北京、上海、成都等地全面推进落地
智慧养老	引入在医疗信息、移动医疗领域有资深经验的微软全球健康云团队，开展智慧养老业务
肿瘤管理	由健康云团队研发的肿瘤管理平台，专注致力于肿瘤规范诊疗
健康智库	与新华网联合成立新华康美健康智库，重点为政府决策、企业运营提供医药健康的数据支持服务
金融租赁	与中国人保集团联手组建“金融租赁公司”，并申报中国首个中药材期货交易场所
健康保险	与广发证券组建“康美健康保险公司”，全方位促进大健康产业保险服务发展
社区健康	携手知名地产企业打造“互联网+”健康社区，全面布局“健康中国”战略

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

盈利预测与估值讨论

盈利预测

我们认为，饮片业务将出现确定性较高的增长，西药贸易随着医院布局提速也将增长强劲，同时建议关注中药材贸易的触底回升与中药类保健品的品类渠道变化，预计公司16/17/18/19年营业收入将达224/274/322/367亿元：

- ▶ **中药饮片**：政策利好下的行业边际改善与智慧药房下的销售放量协同驱动饮片业务持续放量，预计15-18年收入复合增速约30%；
- ▶ **中药材贸易**：中药材价格自2016年上涨，预计17-18年高位运行且不排除继续上涨的可能性，但由于中药材价格上涨的幅度及时间目前很难把握，故我们保守预计次业务15-18年收入复合增速约5%；
- ▶ **西药贸易**：招标采购业务在省内两票制下、凭借物流渠道优势稳步增长，药房托管与收购医院的供应链延伸将继续增厚收入，预计15-18年收入复合增速近30%；
- ▶ **保健食品**：我们看好中药类保健品的市场空间，公司将继续扩充贵细药材品类，加大直销、B2C等渠道建设，预计15-18年复合增速约50%。

费率方面，我们认为16-18年营业费率或随着智慧药房的推广而上升随后有望回落，维持3%-4%，管理费率维持在4%-4.5%。

综上我们预计16/17/18/19年归母净利34/42/51/61亿元，对应EPS为0.68/0.84/1.02/1.22元，同比增长22.6%/23.5%/21.4%/19.5%，目前股价对应PE 27/22/18/15倍。

图表81：2015-2019年公司财务估值模型核心要素预测

(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	18067	22389	27399	32216	36681
(+/-%)	13.3%	23.9%	22.4%	17.6%	13.9%
其中：					
中药材贸易	6029	6330	6646	6979	7223
(+/-%)	-15.8%	5.0%	5.0%	5.0%	3.5%
中药饮片	3720	5022	6529	8161	9794
(+/-%)	32.9%	35.0%	30.0%	25.0%	20.0%
药品贸易	5395	7284	9469	11363	13067
(+/-%)	42.9%	35.0%	30.0%	20.0%	15.0%
医疗器械	594	772	1004	1255	1506
(+/-%)	36.2%	30.0%	30.0%	25.0%	20.0%
保健食品	819	1392	2088	2715	3258
(+/-%)	102.5%	70.0%	50.0%	30.0%	20.0%
综合毛利率	28.3%	28.9%	29.1%	29.5%	29.8%
营业费用率	2.8%	3.3%	3.6%	3.6%	3.2%
管理费用率	3.9%	4.0%	4.2%	4.2%	4.2%
归母净利润	2757	3379	4172	5066	6056
(+/-%)	20.6%	22.6%	23.5%	21.4%	19.5%
EPS(元)	0.56	0.68	0.84	1.02	1.22

资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

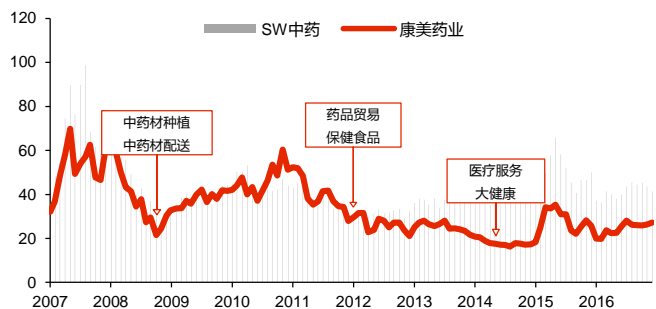
估值讨论

纵观十年公司估值水平，我们将其分为两个阶段：

- ▶ **2007-2012年**：业绩年增速均超过40%，估值水平随市场波动；
- ▶ **2012-2016年**：业绩年增速维持至20-30%，估值水平与公司业绩增速呈正相关，不考虑市场因素，近年公司的估值水平在18x-28x。

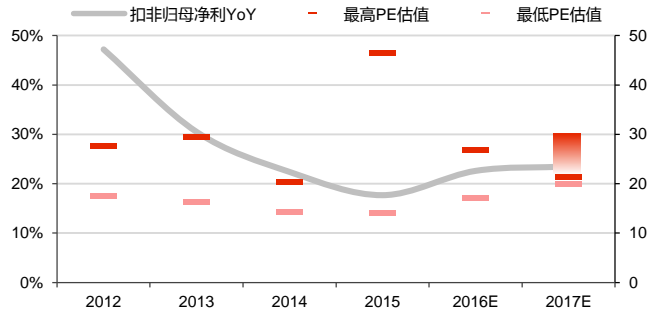
目前公司2017年市盈率22x (TTM, 20170324) 处于近五年的相对低位, 但由于公司未三年的业绩增长都将维持在20%-25%, 非常稳定, 在目前市场环境下理应享有估值溢价, 此外考虑到公司作为饮片龙头将受益于行业景气度回升、医院布局提速带动西药贸易放量 (未来还有望介入医疗服务)、中药材贸易受价格回暖迎上行周期, 我们认为公司的估值水平有望提升。

图表82: 2012年以来公司PE估值水平低于行业平均



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表83: 2012年以来公司PE估值水平与业绩呈正相关性



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

我们对公司业务进行分部估值, 估值水平排序为中药饮片>药品贸易≈医疗器械≈保健品>中药材贸易>自产药品>物业管理, 我们认为公司总市值2017年或逾千亿。

图表84: 2016-2019年公司业务分部估值

	净利润 (亿元)				PE				对应市值(亿元)			
	2016E	2017E	2018E	2019E	2016E	2017E	2018E	2019E	2016E	2017E	2018E	2019E
中药材贸易	9.5	10.0	10.5	10.5	15	15	10	10	142	150	105	105
中药饮片	10.9	14.2	18.4	23.9	35	35	35	30	381	495	644	717
药品贸易	8.3	10.8	13.0	15.2	25	25	25	25	208	270	324	379
自产药品	0.3	0.3	0.3	0.3	15	15	15	15	5	5	5	5
医疗器械	0.6	0.8	1.0	1.2	25	25	25	25	15	20	25	31
保健食品	3.1	4.5	6.0	8.1	25	25	25	25	78	113	150	203
物业管理	1.5	1.6	1.8	2.0	10	10	10	10	15	16	18	20
总市值									844	1069	1270	1459
对应股价									17.0	21.6	25.7	29.5

资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

我们选取了品牌中药、保健品商等企业作为可比估值公司, 2017年PE平均值为29x。

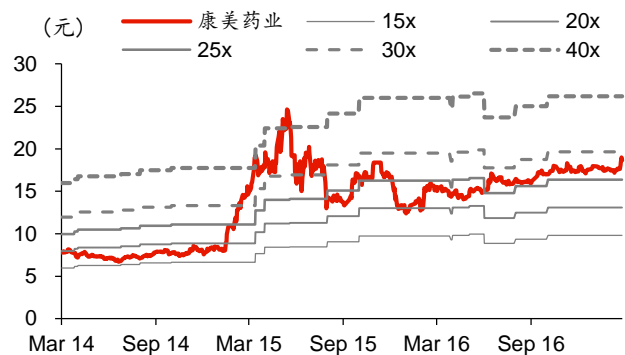
图表85: 可比公司估值

公司名称	收盘价 17/3/24	总市值 (百万元)	每股收 益(元)				P/E				P/B				EV/EBITDA	
			2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E
云南白药	87.11	90,716	2.66	2.97	3.35	3.82	33x	29x	26x	23x	6.8x	5.6x	4.7x	3.9x	22x	24x
东阿阿胶	65.21	42,649	2.48	2.81	3.31	3.85	26x	23x	20x	17x	6.1x	5.1x	4.2x	3.4x	16x	15x
白云山	29.72	41,783	0.80	0.89	1.11	1.30	37x	33x	27x	23x	5.7x	3.5x	2.6x	2.4x	18x	12x
片仔癀	50.51	30,474	0.77	0.99	1.24	1.55	65x	51x	41x	33x	9.7x	8.5x	7.5x	6.5x	47x	47x
贵州百灵	18.52	26,135	0.29	0.36	0.39	0.44	64x	52x	47x	43x	9.9x	8.3x	7.3x	6.2x	62x	39x
汤臣倍健	11.31	16,629	0.43	0.42	0.45	0.52	26x	27x	25x	22x	3.6x	3.5x	3.2x	3.0x	35x	22x
桂林三金	19.62	11,580	0.64	0.72	0.78	0.84	31x	27x	25x	23x	4.9x	4.7x	4.6x	4.4x	27x	21x
中新药业	19.81	11,269	0.59	0.62	0.75	0.97	34x	32x	26x	20x	3.9x	3.5x	3.1x	2.7x	20x	16x
葵花药业	37.00	10,804	1.05	0.88	1.24	1.57	35x	42x	30x	24x	4.4x	4.0x	3.6x	3.2x	27x	19x
太安堂	10.88	8,389	0.25	0.33	0.43	0.52	44x	33x	25x	21x	1.9x	1.8x	1.7x	1.5x	41x	33x
平均值							39x	35x	29x	25x						
中位值							34x	33x	26x	23x						

资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

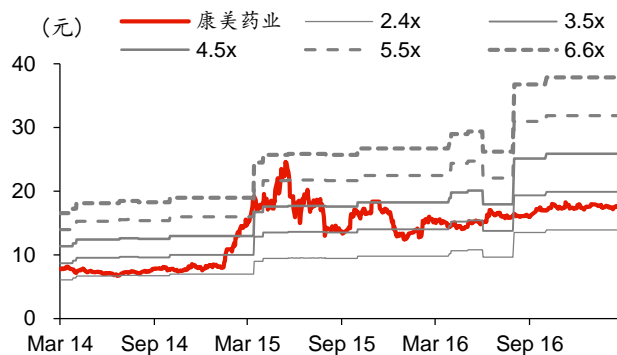
考虑到公司的饮片龙头地位、中药材通胀预期以及医疗服务超预期, 并参考可比公司估值, 给予公司2017年PE 25-30倍, 目标价21-25元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表86: 康美药业历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表87: 康美药业历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

饮片行业发展不达预期, 医院收购不达预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	20,654	29,448	33,668	38,717	44,163
现金	9,985	15,818	17,066	18,550	20,580
应收账款	2,230	2,550	3,064	3,721	4,389
其他应收账款	53.21	78.25	96.97	118.67	139.54
预付账款	597.23	559.65	688.28	839.37	982.00
存货	7,369	9,795	12,026	14,665	17,156
其他流动资产	419.18	646.37	727.15	823.24	915.63
非流动资产	7,226	8,658	9,590	10,779	12,347
长期投资	333.33	407.00	407.00	407.00	407.00
固定投资	4,311	4,790	6,040	7,186	8,321
无形资产	1,072	1,052	1,033	1,015	997.13
其他非流动资产	1,510	2,408	2,110	2,171	2,623
资产总计	27,879	38,105	43,259	49,496	56,510
流动负债	8,248	13,879	15,791	18,024	20,179
短期借款	3,420	4,620	5,725	7,006	8,238
应付账款	1,391	1,444	1,776	2,166	2,534
其他流动负债	3,437	7,815	8,289	8,851	9,407
非流动负债	2,913	5,388	5,388	5,388	5,388
长期借款	4.50	0.27	0.25	0.31	0.40
其他非流动负债	2,908	5,387	5,387	5,387	5,387
负债合计	11,161	19,267	21,178	23,411	25,567
少数股东权益	2.76	73.31	73.13	72.92	72.72
股本	2,199	4,397	4,947	4,947	4,947
资本公积	4,757	3,657	3,657	3,657	3,657
留存公积	6,793	7,730	13,403	17,407	22,265
归属母公司股	16,716	18,765	22,007	26,011	30,870
负债和股东权益	27,879	38,105	43,259	49,496	56,510

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	1,132	508.86	2,139	2,630	3,793
净利润	2,286	2,757	3,379	4,172	5,066
折旧摊销	297.33	324.47	377.74	449.95	522.92
财务费用	434.95	448.99	568.40	641.30	715.96
投资损失	(53.04)	(72.15)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(1,908)	(3,215)	(2,294)	(2,698)	(2,537)
其他经营现金	74.75	265.66	126.82	84.79	44.80
投资活动现金	(768.89)	(1,444)	(1,291)	(1,618)	(2,072)
资本支出	682.06	1,375	1,280	1,608	2,061
长期投资	98.92	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(12.10)	68.78	10.52	10.52	10.52
筹资活动现金	1,141	6,759	399.80	472.06	308.72
短期借款	1,126	1,200	0.00	0.00	0.00
长期借款	(200.00)	(4.23)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	2,199	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6.86	(1,099)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	208.54	4,464	399.80	472.06	308.72
现金净增加额	1,505	5,825	1,248	1,484	2,030

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	15,949	18,067	22,389	27,399	32,216
营业成本	11,768	12,947	15,923	19,418	22,718
营业税金及附加	102.89	196.69	210.64	271.28	313.69
营业费用	426.42	499.31	738.83	986.36	1,160
管理费用	582.89	711.49	895.55	1,137	1,353
财务费用	434.95	448.99	568.40	641.30	715.96
资产减值损失	20.45	117.30	127.00	85.00	45.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	53.04	72.15	20.00	20.00	20.00
营业利润	2,666	3,218	3,945	4,880	5,931
营业外收入	54.85	38.51	43.95	42.14	42.74
营业外支出	14.04	13.79	13.88	13.85	13.86
利润总额	2,707	3,243	3,975	4,908	5,960
所得税	421.33	486.18	596.30	736.18	893.95
净利润	2,286	2,756	3,379	4,172	5,066
少数股东损益	0.01	(0.28)	(0.18)	(0.21)	(0.20)
归属母公司净利润	2,286	2,757	3,379	4,172	5,066
EBITDA (倍)	3,347	4,011	4,973	6,011	7,169
EPS (元)	0.46	0.56	0.68	0.84	1.02

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	19.39	13.28	23.92	22.38	17.58
营业利润	22.35	20.68	22.60	23.68	21.54
归属母公司净利润	21.60	20.60	22.58	23.46	21.43
获利能力 (%)					
毛利率	26.21	28.34	28.88	29.13	29.48
净利率	14.33	15.26	15.09	15.23	15.72
ROE	15.91	15.54	16.58	17.38	17.81
ROIC	32.70	36.25	43.79	38.37	34.87
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.03	50.56	48.96	47.30	45.24
净负债比率 (%)	32.48	24.00	27.06	29.95	32.24
流动比率	2.50	2.12	2.13	2.15	2.19
速动比率	1.61	1.42	1.37	1.33	1.34
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.55	0.55	0.59	0.61
应收账款周转率	8.11	7.56	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	9.94	9.13	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.56	0.68	0.84	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.10	0.43	0.53	0.77
每股净资产(最新摊薄)	3.38	3.79	4.45	5.26	6.24
估值比率					
PE (倍)	37.64	31.21	25.46	20.62	16.98
PB (倍)	5.15	4.58	3.91	3.31	2.79
EV_EBITDA (倍)	25.70	21.45	17.30	14.31	12.00

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com