



净利润端短期受税率影响，不改全年22-25%增长预期

——康美药业（600518）2017 一季报点评

2017 年 04 月 28 日

强烈推荐/维持

康美药业

财报点评

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

事件：

公司发布 2017 年一季报，实现收入 71.55 亿元，同比增长 21.56%，实现利润总额 14.45 亿元，同比增长 22.88%，实现归母净利润 10.68 亿元，同比增长 7.96%，实现扣非后归母净利润 10.59 亿元，同比增长 7.75%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	4390.28	4611.41	5885.72	5317.78	5252.56	5186.26	7154.66
增长率（%）	15.07%	5.48%	17.66%	30.89%	19.64%	12.47%	21.56%
毛利率（%）	28.74%	28.04%	28.38%	29.05%	29.70%	32.69%	29.58%
期间费用率（%）	9.45%	10.23%	8.00%	10.71%	10.79%	13.67%	9.01%
营业利润率（%）	18.10%	15.69%	19.88%	17.41%	18.55%	17.11%	20.03%
净利润（百万元）	675.58	648.49	985.72	774.88	826.20	749.96	1065.57
增长率（%）	43.33%	-17.70%	20.52%	26.11%	22.30%	15.65%	08.10%
每股盈利（季度，元）	0.15	0.15	0.22	0.16	0.17	0.15	0.22
资产负债率（%）	45.13%	50.56%	49.89%	42.17%	46.10%	46.40%	48.24%
净资产收益率（%）	3.73%	3.44%	4.98%	2.79%	2.89%	2.55%	3.52%
总资产收益率（%）	2.05%	1.70%	2.49%	1.62%	1.56%	1.37%	1.82%

观点：

➤ 收入端增速符合预期，净利润端短期受母公司税率变动影响

公司实现收入端增速 21.56%，符合预期，而净利润端与收入端的差异主要在于税率的变化，实际上利润总额实现了 22.88% 的增速。由于母公司高新技术企业到期，目前正在重新申请认定，因此在财报上所得税计提是以 25% 计提，但实际预缴则是以 15% 的税率预缴（从公司资产负债表中的“应交税费”的增长幅度与现金流量表中的“支付的各项税费”也能明显看出）。

我们预计年内公司将完成高新技术企业的认定，届时在报表上将对计提税费进行追溯调整，全年净利润增速预计仍在 22%-25%，我们持续强烈推荐！事实上，在公司历史上每过 3 年都有同样的事情发生，也正好是

高新技术企业 3 年到期的周期。从 2014 年的情况来看, 2014 年 Q1-Q3 报表上的平均所得税率为 25.27%, 而在年报时进行追溯调整, 所得税率回归正常, 变为 15.56%。

对于公司最为主要的中药饮片、中药材贸易、流通 (含药品贸易和医疗器械) 三大板块来看, 我们估计在收入端分别实现 30%_±、5-10%、35%_± 的增速。

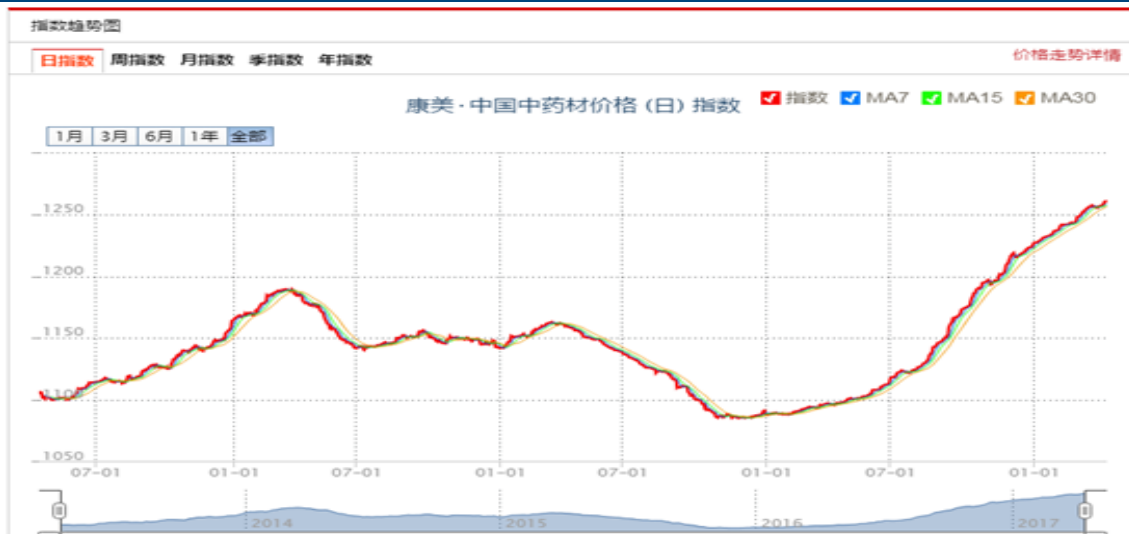
从财务指标上来看, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.94%、3.97%、3.09%, 分别较去年同期 -0.22pp、+0.59pp、+0.63pp, 其中管理费用率上升主要是公司去年完成了股权激励形成股份支付费用所致, 而财务费用率上升是由于公司债券和银行借款的利息支出增加。

➤ 投资逻辑再梳理：两大主线日渐清晰，低估值龙头市值成长空间巨大

公司业务主线逐渐清晰, 形成了“中医药全产业链”以及“供应链管理”两大业务主线:

1) 中医药全产业链: 公司中医药业务以中医药全产业链为核心, 以原有主业中药材贸易为基础, 向 ToB、ToC 两个下游端口延伸产业链。目前来看, 公司中药材贸易将明显受益于中药材价格的底部回暖, 今年内人参价格已开始价格回暖; ToB 端目前以中药饮片为主, 净利率高达 20% 以上, 在行业景气度向上以及公司创新模式智慧药房的带领下, 有望持续保持 30% 左右增速; ToC 端是以直销模式为销售手段的保健食品业务, 会员数量我们估计已达 40 万人左右, 预计未来有望保持 30% 以上增长速度。

图 1: 康美中药材价格指数



资料来源: 康美中药网, 东兴证券研究所

图 2: 人参价格走势 (安国药市, 生晒 25 支)



资料来源: 中药材天地网、东兴证券研究所

2) 供应链管理: 公司新主线“供应链管理”实则可以分为三个层次:

- ◆ **流通版块:** 借力“两票制”带来的流通整合机会, 公司报告期内并购江门新澳医药公司和深圳日曼医药公司, 提高广东省的覆盖面, 未来有望向其他省市发展。
- ◆ **药房托管:** 公司药房托管业务持续推进, 从公司与各级政府签的战略合作协议来看, 未来高增长可期 (一个县全部公立医院的药房托管就能带来大几亿的收入), 我们预计未来有望保持 30%以上增速。
- ◆ **医疗服务:** 公司收购梅河口市中心医院, 又在 2017 年 1 月份收购开原市中心医院, 加之自有的康美医院以及此前收购的吉林省东南部的 5 家医院, 公司持续向医疗服务布局, 一方面进行降本增效, 另一方面则进行供应链管理, 未来有望成为新的利润增长点。我们预计公司年内有望实现三家医院床位 10000 张, 从去年收购的梅河口市爱民医院管理有限公司 (管理梅河口市爱民医院 900 张床位) 并表情况来看 (10 月 18 日收购 60%股权, 购买日至期末收入 5103 万, 利润 357 万), 我们预计这 10000 张床位有望为公司 2018 年贡献 1 亿以上归母净利润, 后续随着供应链管理深入, 利润率有望持续提高。

我们认为, 公司业绩增长稳定可持续 (收入与利润增长相匹配)、不受政策负面扰动 (各项业务趋势向好)、存在超预期的可能性 (中药材价格回暖贡献业绩弹性), 在市场整体预期收益率下行的环境下, 公司理应享受估值溢价, 我们认为公司 2 年内将实现市值 1500 亿以上!

结论:

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.83 元、1.02 元、1.26 元, 对应增速为 22.46%、23.82%、23.23%, 对应 PE 为 24x、19x、15x, 公司各项业务目前趋势向好, 且不受政策负面扰动 (中药饮片业务符合产业趋势并有智慧药房拉动, 中药材贸易业务受益价格底部回暖, 流通版块受益政策东风, 医疗服务布局迅速推进), 我们认为, 公司业绩稳定增长且大有看点, 理应享受预期收益率整体下行环境下的估值溢价, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示

智慧药房推进不达预期; 中药材价格持续下降

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	29448	44462	44575	54984	67619	营业收入	18067	21642	26525	32718	40237
货币资金	15818	27325	23872	29447	36213	营业成本	12947	15172	18655	22985	28234
应收账款	2550	3095	3793	4679	5755	营业税金及附加	197	204	250	309	380
其他应收款	78	140	172	212	261	营业费用	499	558	684	844	1037
预付款项	560	721	918	1162	1462	管理费用	711	1036	1270	1566	1926
存货	9795	12619	15517	19118	23485	财务费用	449	722	783	949	1189
其他流动资产	268	296	28	28	28	资产减值损失	117.30	60.22	0.00	20.00	20.00
非流动资产合计	8658	10362	10814	10306	9810	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	407	445	445	445	445	投资净收益	72.15	67.19	0.00	0.00	0.00
固定资产	4790	5920	6369	5842	5327	营业利润	3218	3958	4883	6046	7451
无形资产	1052	1815	1633	1452	1270	营业外收入	38.51	41.23	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1057	286	286	286	286	营业外支出	13.79	11.37	0.00	0.00	0.00
资产总计	38105	54824	55390	65290	77429	利润总额	3243	3988	4883	6046	7451
流动负债合计	13879	20024	24715	28700	34640	所得税	486	651	797	987	1216
短期借款	4620	8252	9815	10815	13105	净利润	2756	3337	4086	5060	6235
应付账款	1444	1693	2053	2529	3107	少数股东损益	0	-4	0	0	0
预收款项	948	1219	1551	1961	2466	归属母公司净利润	2757	3340	4086	5060	6235
一年内到期的非流	5	0	0	0	0	EBITDA	4986	6820	6198	7504	9136
非流动负债合计	5388	5416	2394	6178	9749	BPS (元)	0.62	0.67	0.83	1.02	1.26
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	4885	4889	4885	4885	4885		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	19267	25441	27109	34878	44389	成长能力					
少数股东权益	73	268	268	268	268	营业收入增长	13.28%	19.79%	22.56%	23.35%	22.98%
实收资本(或股本)	4397	4947	4947	4947	4947	营业利润增长	20.68%	22.99%	23.38%	23.82%	23.23%
资本公积	3657	11339	11339	11339	11339	归属于母公司净利润	22.32%	23.82%	22.32%	23.82%	23.23%
未分配利润	6584	8532	8450	8349	8225	获利能力					
归属母公司股东权	18765	29116	28013	30145	32773	毛利率(%)	28.34%	29.90%	29.67%	29.75%	29.83%
负债和所有者权	38105	54824	55390	65290	77429	净利率(%)	15.26%	15.42%	15.40%	15.46%	15.50%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		7.23%	6.09%	7.38%	7.75%	8.05%
经营活动现金流	509	1603	5197	4687	5722	偿债能力					
净利润	2756	3337	4086	5060	6235	资产负债率(%)	51%	46%	49%	53%	57%
折旧摊销	1319	2141	532	508	496	流动比率	2.12	2.22	1.80	1.92	1.95
财务费用	449	722	783	949	1189	速动比率	1.42	1.59	1.18	1.25	1.27
应付帐款的变化	0	0	-698	-886	-1075	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	332	410	504	总资产周转率	0.55	0.47	0.48	0.54	0.56
投资活动现金流	-1444	-1986	57	-20	-20	应收账款周转率	8	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.74	13.80	14.16	14.28	14.28
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	72	67	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.67	0.83	1.02	1.26
筹资活动现金流	6759	11834	-8707	908	1064	每股净现金流(最新)	1.32	2.31	-0.70	1.13	1.37
应付债券增加	0	0	-3	0	0	每股净资产(最新摊)	4.27	5.89	5.66	6.09	6.62
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	2199	550	0	0	0	P/E	31.30	29.24	23.61	19.07	15.47
资本公积增加	-1099	7681	0	0	0	P/B	4.57	3.31	3.44	3.20	2.94
现金净增加额	5825	11450	-3453	5574	6767	EV/EBITDA	15.93	12.07	14.08	11.02	8.56

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。2016 年水晶球最佳分析师第一名，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。