



## 康缘药业 (600557)

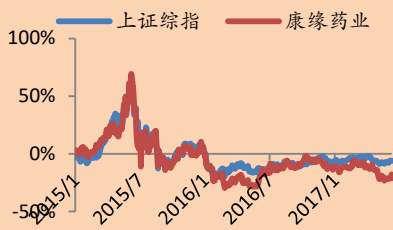
投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2017-06-14

前收盘价 (元) 16.14

目标价格 (元) -

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	616.45
A股股本(百万股)	616.45
B/H股股本(百万股)	-/-
总市值(亿元)	107
A股流通比例(%)	71.7%
第一大股东	江苏康缘集团
第一大股东持股比例	27.48%
12个月最高/最低(元)	19.63/13.87

医药生物行业组

联系人: 方驭涛

电话: 021-60956118

邮件: fyt0614@foxmail.com

## 股权激励+营销改革提振业绩增速

事件:

公司于6月13日公告2017年股权激励计划草案:拟向82名激励对象(董事、高管、核心销售人员等)授予1700万份权益,占公司股本的2.76%,有效期48个月,行权价格15.60元。首次授予的股票期权(1504万份)12个月后分三次行权(40%/30%/30%),考核要求为2017/2018/2019年较2016年的主营业务收入增长率不低于13%/30%/54%。

点评:

### 营销人员所获期权超一半,继续推进营销体制改革

本次激励计划中有63名营销系统人员参与,所获股票期权合计占比54.95%,比重超一半。本次激励协同公司开启的营销体制改革(营销总公司,并推行分产品线、分区快相结合的矩阵式管理模式),将为公司后期业绩增长带来保障。

### 主打品种热毒宁和银杏二萜内酯有望平稳放量

热毒宁注射液将继续平稳增长,医保目录调整对热毒宁作出“限制二级及以上医疗机构使用”的约束会产生一定负面影响,但由于基层医院使用占比不高,所以影响不大;未来热毒宁有望通过在东北、西南、西北等覆盖比例较低地区的营销和市场推广实现增量弥补。银杏二萜内酯注射液是公司历时八年打造的新一代高纯度银杏叶注射液,有效成分达到95%,疗效明显优于传统银杏注射液,未来有望实现快速替代。银杏二萜内酯注射液现已进入江苏等多省地方医保目录,并有望通过谈判进入新版医保目录。

### 盈利预测与评级

公司是国内中药企业中的研发领头者,研发投入占营收比重高达12.06%。我们认为热毒宁在成人科室推广仍具有空间,银杏二萜内酯有望通过谈判进入新版医保目录(另有龙血通络胶囊、大株红景天胶囊等5个独家品种进入医保目录),协同公司营销体制改革提振公司业绩增速,预计2017、2018、2019年EPS分别为0.70元、0.82元、0.96元,对应当前股价PE分别为23/20/17倍,维持公司“买入”评级。

### 风险提示

政策变动风险;新产品放量不及预期。

### 盈利预测:

单位:百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3000	3350	3847	4469
收入同比(%)	6%	12%	15%	16%
归属母公司净利润	374	433	503	590
净利润同比(%)	3%	16%	16%	17%
毛利率(%)	74.6%	75.5%	75.8%	76.2%
ROE(%)	11.7%	12.3%	12.9%	13.7%
每股收益(元)	0.61	0.70	0.82	0.96
P/E	26.62	22.97	19.79	16.88
P/B	3.17	2.86	2.58	2.33
EV/EBITDA	18	16	14	12

资料来源: Wind, 华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2,344	2,984	3,643	4,378	<b>营业收入</b>	3,000	3,350	3,847	4,469
现金	248	686	963	1,204	营业成本	761	822	931	1,063
应收账款	1,027	1,131	1,307	1,531	营业税金及附加	59	67	77	89
其他应收款	51	76	84	98	销售费用	1,341	1,504	1,739	2,034
预付账款	27	35	45	45	管理费用	410	446	504	581
存货	193	204	233	268	财务费用	43	42	45	48
其他流动资产	797	853	1,011	1,233	资产减值损失	2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2,386	2,433	2,540	2,639	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	1,862	1,845	1,865	1,896	<b>营业利润</b>	387	470	552	655
无形资产	314	331	346	360	营业外收入	49	50	50	50
其他非流动资产	206	253	325	379	营业外支出	6	6	6	6
<b>资产总计</b>	4,730	5,417	6,183	7,018	<b>利润总额</b>	429	514	596	699
<b>流动负债</b>	1,439	1,664	1,875	2,089	所得税	53	77	89	105
短期借款	230	330	430	530	<b>净利润</b>	376	437	507	594
应付账款	256	276	306	344	少数股东损益	2	4	4	4
其他流动负债	954	1,057	1,139	1,215	<b>归属母公司净利润</b>	374	433	503	590
<b>非流动负债</b>	85	107	136	139	EBITDA	568	660	756	874
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.70	0.82	0.96
其他非流动负债	85	107	136	139					
<b>负债合计</b>	1,524	1,771	2,011	2,228					
少数股东权益	63	66	70	74					
股本	616	616	616	616					
资本公积	520	520	520	520					
留存收益	2,007	2,341	2,718	3,137					
归属母公司股东权益	3,143	3,478	3,855	4,274					
<b>负债和股东权益</b>	4,730	5,315	5,935	6,577					

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	6.38%	11.66%	14.84%	16.18%
营业利润	-3.00%	21.51%	17.46%	18.62%
归属于母公司净利润	3.15%	15.91%	16.06%	17.26%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	74.64%	75.48%	75.80%	76.21%
净利率(%)	16.33%	12.46%	12.93%	13.07%
ROE(%)	11.73%	12.33%	12.91%	13.66%
ROIC(%)	13.60%	14.86%	14.14%	15.23%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	32.23%	33.32%	33.88%	33.87%
净负债比率(%)	22.38%	15.90%	10.66%	7.25%
流动比率	1.63	1.79	1.94	2.10
速动比率	1.49	1.67	1.82	1.97
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.66	0.66	0.66	0.68
应收账款周转率	3.11	3.30	3.38	3.37
应付账款周转率	11.78	12.59	13.21	13.76
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.70	0.82	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.88	0.71	0.67
每股净资产(最新摊薄)	5.10	5.64	6.25	6.93
<b>估值比率</b>				
P/E	26.6	23.0	19.8	16.9
P/B	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	18.42	15.63	13.58	11.74

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	299	540	440	410
净利润	376	433	503	590
折旧摊销	141	148	159	171
财务费用	21	42	45	48
投资损失	(0)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	55	(87)	(270)	(402)
其他经营现金流	(295)	4	4	4
<b>投资活动现金流</b>	(318)	(239)	(239)	(239)
资本支出	0	(240)	(240)	(240)
长期投资	(0)	0	(0)	(0)
其他投资现金流	(318)	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	46	(25)	(70)	(124)
短期借款	(113)	100	100	100
长期借款	(45)	0	0	0
普通股增加	103	0	0	0
资本公积增加	0	(0)	0	0
其他筹资现金流	101	(125)	(170)	(224)
<b>现金净增加额</b>	27	275	131	47

资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。