

康缘药业 (600557.SH)

限制性期权激励方案发布, 确保业绩成长

核心观点:

● 事件: 公司发布限制性期权激励草案

①公司发布公告, 计划向 82 位管理层以及核心人员授予 1700 万份权益, 占公司目前总股本的 2.76%, 其中首次授予 1504 万份, 预留 196 万份。股票期权在授权满 12 个月后, 分三年三期行权, 行权比例分别为 40%、30% 和 30%。②行权价格为 15.60 元每股, 在 2017-2019 年三个会计年度达成公司业绩后执行, 业绩考核为 2017 年、2018 年和 2019 年收入分别同比增长 13%、15% 和 18.46%。个人的行权比例和个人绩效考核结果挂钩, 优秀、良好、合格和不合格四档结果, 行权比例分别为 100%、95%、80% 和 60%。

● 热毒宁预计保持稳定, 看好新进医保产品放量

①2016 年核心产品热毒宁销量同比增长 1.54%, 部分受到几个省份弃标的影响, 本次新版医保目录发布后对热毒宁的基层销售有影响, 但是基层销售仅占热毒宁整体销售的 20% 左右, 整体评估热毒宁今年保持稳定。②2017 年新版医保目录调整, 公司 5 个独家产品大株红景天胶囊等新入医保。这些产品目前体量较小, 总体预计不到 1 亿元收入, 未来在医保的促进下将产生单个上亿元的品种。③银杏二萜内酯入选医保谈判目录, 5ml/支的日用药金额为 600 元左右, 受制于医保患者使用意愿低, 但是银杏二萜内酯有效成分银杏内酯 ABK 含量达 97%, 远高于同类产品, 疗效确切, 进入医保将明显受益。

● 改变单纯事业线模式, 看好营销改革

2016 年 5 月, 公司推进营销改革, 改变原本单纯事业线的垂直销售模式, 成立营销总公司, 推行分产品线、分区块相结合的矩阵式管理模式。四季度开始, 开始实行医院主管责任制, 医院主管、代表之间横向纵向联合。在区域市场形成立体销售网络, 对终端实行全面覆盖, 激发销售活力。

● 预计 17-19 年业绩分别为 0.71 元/股、0.85 元/股、1.04 元/股

预计公司 17/18/19EPS 分别为 0.71/0.85/1.04 元 (2016 年 EPS 为 0.61 元)。目前股价对应 PE23/19/15 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

药品招标降价风险; 热毒宁销售低于预期风险;

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,820.45	3,000.28	3,415.82	3,966.45	4,718.88
增长率 (%)	10.05%	6.38%	13.85%	16.12%	18.97%
EBITDA (百万元)	555.07	572.16	648.46	766.06	921.35
净利润 (百万元)	362.34	373.74	436.93	526.13	644.18
增长率 (%)	13.37%	3.15%	16.91%	20.42%	22.44%
EPS (元/股)	0.705	0.606	0.709	0.853	1.045
市盈率 (P/E)	35.47	27.92	22.77	18.91	15.45
市净率 (P/B)	4.57	3.32	2.78	2.42	2.09
EV/EBITDA	23.60	18.29	13.32	10.80	8.43

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

16.14 元

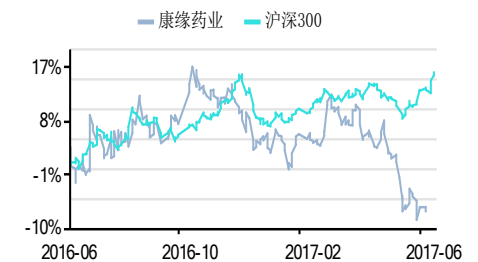
前次评级

买入

报告日期

2017-06-14

相对市场表现



分析师: 吴文华 S0260516090001



021-60750628



wuwenhua@gf.com.cn

分析师: 罗佳荣 S0260516090004



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

相关研究:

康缘药业 (600557.SH): 2017-04-04

主业稳定增长, 看好新进医保产品放量

康缘药业 (600557.SH): 2015-10-30

业绩稳健增长, 产品储备丰富

康缘药业 (600557.SH): 2015-08-15

产品线丰富, 多点驱动内生稳健增长

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2166	2344	2139	2631	3316
货币资金	222	248	1312	1676	2180
应收及预付	1745	1897	733	851	1013
存货	188	192	93	104	124
其他流动资产	11	6	0	0	0
非流动资产	2139	2386	2457	2656	2829
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1623	1862	2027	2192	2320
在建工程	92	16	71	93	132
无形资产	377	450	334	346	353
其他长期资产	42	55	21	21	21
资产总计	4305	4730	4596	5287	6145
流动负债	1285	1439	949	1109	1317
短期借款	343	230	0	0	0
应付及预收	860	860	949	1109	1317
其他流动负债	82	349	0	0	0
非流动负债	149	85	0	0	0
长期借款	45	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	104	85	0	0	0
负债合计	1434	1524	949	1109	1317
股本	514	616	616	616	616
资本公积	520	520	520	520	520
留存收益	1777	2007	2444	2970	3614
归属母公司股东权	2811	3143	3580	4107	4751
少数股东权益	60	63	67	72	78
负债和股东权益	4305	4730	4596	5287	6145

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2820	3000	3416	3966	4719
营业成本	714	761	864	1002	1188
营业税金及附加	46	59	67	77	92
销售费用	1215	1341	1520	1753	2076
管理费用	399	410	471	543	637
财务费用	44	43	3	-3	-4
资产减值损失	3	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0	0
营业利润	399	387	491	594	730
营业外收入	24	49	20	20	20
营业外支出	4	6	6	6	6
利润总额	419	429	505	608	744
所得税	54	53	64	77	94
净利润	365	376	441	531	650
少数股东损益	3	2	4	5	6
归属母公司净利润	362	374	437	526	644
EBITDA	555	572	648	766	921
EPS (元)	0.71	0.61	0.71	0.85	1.04

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	515	299	1647	724	859
净利润	365	376	441	531	650
折旧摊销	108	141	155	176	196
营运资金变动	18	-241	1053	31	27
其它	24	23	-2	-15	-14
投资活动现金流	-352	-318	-220	-360	-355
资本支出	-372	-316	-220	-361	-355
投资变动	-7	-9	0	0	0
其他	27	6	0	0	0
筹资活动现金流	-495	46	-363	0	0
银行借款	1398	2578	-230	0	0
债券融资	-1806	-2472	-130	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-87	-60	-4	0	0
现金净增加额	-332	27	1064	363	504
期初现金余额	554	222	248	1312	1676
期末现金余额	222	248	1312	1676	2180

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	10.0	6.4	13.8	16.1	19.0
营业利润增长	10.2	-3.0	26.9	20.9	22.9
归属母公司净利润增长	13.4	3.1	16.9	20.4	22.4
获利能力(%)					
毛利率	74.7	74.6	74.7	74.7	74.8
净利率	12.9	12.5	12.9	13.4	13.8
ROE	12.9	11.9	12.2	12.8	13.6
ROIC	12.5	11.8	18.7	20.8	24.2
偿债能力					
资产负债率(%)	33.3	32.2	20.6	21.0	21.4
净负债比率	0.1	-	-0.4	-0.4	-0.5
流动比率	1.69	1.63	2.25	2.37	2.52
速动比率	1.52	1.48	2.14	2.26	2.41
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.66	0.73	0.80	0.83
应收账款周转率	2.97	3.11	4.87	4.87	4.87
存货周转率	4.29	4.00	9.61	9.61	9.61
每股指标(元)					
每股收益	0.71	0.61	0.71	0.85	1.04
每股经营现金流	1.00	0.49	2.67	1.17	1.39
每股净资产	5.47	5.10	5.81	6.66	7.71
估值比率					
P/E	35.5	27.9	22.8	18.9	15.4
P/B	4.6	3.3	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	23.6	18.3	13.3	10.8	8.4

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 冯鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 马帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 葛媛媛：联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。