

10天内落地获批广东省中药配方颗粒开展试点，彰显卓越执行力

——康美药业（600518）事件点评

2017年07月04日

强烈推荐/维持

康美药业

事件点评

事件：

6月30日，公司公告，收到广东药监局《广东省食品药品监督管理局关于同意康美药业股份有限公司开展中药配方颗粒省内研究生产试点的批复》。

批复如下：

一、同意公司按《广东省中药配方颗粒标准》第一、二册收载的203个中药配方颗粒品种制法标准开展中药配方颗粒省内研究生产试点。

二、试点生产的每个中药配方颗粒品种须试生产三批，由所在地市局封样送省药检所注册检验。

三、公司应将试点生产的中药配方颗粒品种及生产工艺等研究资料，参照中药饮片的管理模式，报所在地市食品药品监督管理局备案。

四、试点生产中药配方颗粒品种仅限广东省内医疗机构试点使用。

主要观点：

我们从以下四个问题出发，讨论影响：

1、为什么说大超预期？为什么说彰显卓越执行力？

让我们追溯一下这次配方颗粒放开大背景下的故事始末，2015年底发布《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》，显示配方颗粒的试点限制将被放开，市场预期随之而起，然而后续几经波折，并无实质进展（中间有零星的几个省开放省内试点），6月19日，广东发布了《广东省中药配方颗粒试点生产申报指南》，仅仅10天，康美便拿到了试点批复，扣除非工作日，也就是7天甚至更短，不得不说这在时间上是大超市场预期的，这背后体现的是充分的准备，也体现了市场大机会来临的时候，公司的卓越执行力。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：缪牧一

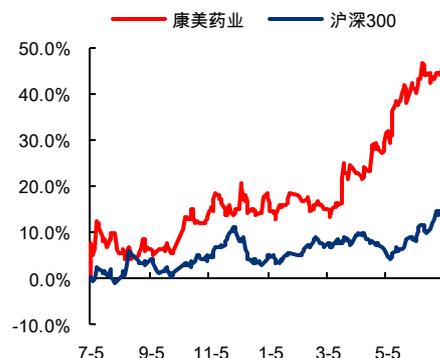
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	21.83-15.26
总市值（亿元）	1079.87
流通市值（亿元）	959.96
总股本/流通A股（万股）	494674/439743
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.42

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2、什么时候能够看到收入？

产生收入需要具备三个重要条件：生产条件、渠道资源、试点许可及对应简易程序。

第一，关于生产条件：公司已于2016年1月公告，开始在普宁投资约6.5亿元筹建中药配方颗粒生产基地，建设中药配方颗粒生产线及研发中心，总用地面积12000平方米，建设期计划18个月，12条生产线。预计建成达产后中药年提取能力约达6000吨，中药配方颗粒生产品种450种，年产量约达24亿包。**6000吨产能将成为继中国中药后的第二大产能。**因为6000吨可分配不同的品种构成，所以总体收入体量不好测算，但可对比参考：**2015年红日药业和华润三九在1000吨产能尚未满产的状态下，销售收入分别达到16亿、14亿左右。若康美6000吨产能满产且品种结构合理的话，我们预计收入可能达百亿量级。**

第二，关于渠道资源：配方颗粒可以与传统中药饮品的渠道资源形成良好的协同，公司是中药饮片龙头，医院渠道资源丰富，不需要复杂的开辟医院渠道过程即可快速上量。

第三，关于试点许可及对应简易程序：公司已经拿到广东省试点批复，后续仅需完成简单的对应手续即可满足条件（试点生产的每个中药配方颗粒品种须试生产三批，由所在地市局封样送省药检所注册检验。公司应将试点生产的中药配方颗粒品种及生产工艺等研究资料，参照中药饮片的管理模式，**报所在地市食品药品监督管理局备案**）**根据以上三方面所需时间推算，预计康美配方颗粒将很快为公司贡献收入。**

3、会不会抢夺智慧药房的份额？会不会对自己的中药饮片有所替代？

下面投资者担心的问题就是，配方颗粒的上市会不会对公司自己传统中药饮片业务尤其是智慧药房带来的中药饮片增量业务造成冲击和影响？**我们认为不会有影响，理由如下：**

第一，从整体市场角度，中药饮片市场规模巨大，全国范围内来看，整体体量在1500-2000亿之间（各种统计口径不同），而且集中度不高，作为龙头康美药业市场份额为3%-4%左右，**随着监管从严，多数中药饮片小产能将陆续推出，这将为配方颗粒的成长提供较大的成长空间。**中药配方颗粒当下的全国销售大概在80-100亿之间（各种统计口径不同），尚属快速成长的板块，**中药配方颗粒打开的是一种对于饮片服用的相对高级的需求方式，而不仅仅是对于饮片的简单替代，中药配方颗粒自身带来的就有很大一部分“消费升级”的增量市场。所以说，中药配方颗粒会对饮片产生冲击，但整体看来，冲击不大。**

第二，从公司自身来讲，目前智慧药房上量迅速，但是也仅仅是几个地方做的比较突出，比如广东省的广州、深圳、川渝、北京等等。配方颗粒业务的打开，未来有望和智慧药房形成协同，在不同地区不同医院快速放量。从另一个侧面，广东配方颗粒市场主要由一方制药和华润三九控制，康美配方颗粒的上市，**首先增量来源于市场消费升级的整体扩容（行业玩家彼此之间更多的是跑马圈地、增量的快速扩张，而不是存量博弈）和对一方制药和华润三九的冲击，而非对于自身智慧药房中药饮片业务的替代。**

第三，假设对自身业务产生了替代，我们认为也是积极正向的影响。若同等用量的处方，中药配方颗粒的毛利率要远高于中药饮片，例如红日药业近几年**中药配方颗粒的毛利率大约都在60-70%之间**，而康美的中药饮片算是行业里面做的最好的，也就只有**35%左右的毛利率**，假设产生了替代，那么对公司整体也业务盈利能力也是一个显著的提升。

4、潜在市场空间有多大？康美是不是最大受益方？

先不论全国市场，仅从广东市场来看，目前最为主要的就是华润三九和一方制药：华润三九2016年配方颗粒销售在15亿左右，按照广东地区40%测算，广东销售约6亿。一方制药2016年配方颗粒销售约16亿，按照广东地区70%计算，广东销售约11亿。**两个厂家加总规模在17-20亿之间，并且还在快速扩容。**从要求来看，生产厂家要按《广东省中药配方颗粒标准》第一、二册记载的203个中药配方颗粒品种制法标准开展中药配方颗粒省内研究生产试点，这是有较为严格意义的标准的，门槛不低，**预计能够达到要求的厂家不多，康美有望成为第三个**

重要市场竞争者分享巨大的快速成长的蛋糕。

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 22.32%、23.82%、23.23%，对应 PE 为 26x、21x、17x，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），近期大股东大手笔增持彰显了对公司长期发展的信心，公司此次用不到 10 天的时间拿下广东省中药配方颗粒试点，更是彰显卓越执行力。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等

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	5	0	0	0	0	EBITDA	4986	6820	6198	7504	9136
非流动负债合计	5388	5416	2394	6178	9749	EPS (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	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	18765	29116	28013	30145	32772	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	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	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	35.04	32.73	26.43	21.34	17.32
资本公积增加	-1099	7681	0	0	0	P/B	5.12	3.71	3.85	3.58	3.30
现金净增加额	5825	11450	-3453	5574	6767	EV/EBITDA	17.99	13.76	15.94	12.56	9.83

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。