

# 康缘药业 (600557.SH)

## 收入稳定增长，看好新进医保产品放量

### 核心观点：

- 中报收入同比增长 10.69%，归母净利润同比增长 0.22%

公司发布半年报，上半年实现营业收入 16.63 亿元，同比增长 10.69%，实现归母净利润 1.91 亿元，同比增长 0.22%，实现扣非归母后净利润 1.86 亿元，同比下降 0.07%。第二季度单季度，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润各 8.94 亿元、1.04 亿元、1.04 亿元，分别同比增长 11.16%，同比下降 3.74% 和同比下降 2.73%。上半年业绩基本符合预期。

- 各产品线保持稳健增长，费用略有上升

①上半年，公司主要的注射液产品实现收入 8.62 亿元，同比增长 3.77%，毛利率为 79%，同比提高 0.24pct，由于注射液中热毒宁占比高，我们推测热毒宁上半年收入、价格基本保持稳定。胶囊剂上半年实现收入 4.38 亿元，同比增长 5.18%，毛利率为 71.73%，同比提升 1.4pct，包括桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊和腰痹通胶囊等也维持稳定增长。②上半年公司整体毛利率为 75.21%，同比略微提升 0.33pct，销售费用率和管理费用率分别为 44.49% 和 13.87%，分别同比增加 1.48pct 和下降 0.04pct，费用率略有上升影响净利润表现。

- 银杏二萜内酯进入谈判目录，降幅符合预期

银杏二萜内酯预进入医保谈判目录，5ml/支（含银杏二萜内酯 25mg）的支付标准为 316 元/支，相比全国各省平均医保中标价 611.71 元/支下降 48.34%，和本轮谈判目录产品平均 45% 的降幅接近。银杏二萜内酯相比普通银杏叶注射剂日用药金额高，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 含量大于 98%，是国际上首个获批的银杏二萜内酯类新药，对缺血性脑卒中疗效好，看好进入医保的以价换量空间。

- 预计 17-19 年业绩分别为 0.68 元/股、0.84 元/股、1.01 元/股

康缘药业是国内优秀的现代中药研发生产企业，独家产品众多，销售体制改革推进，预计下半年银杏二萜内酯开始放量，预计公司 17/18/19EPS 分别为 0.68/0.84/1.01 元（2016 年 EPS 为 0.61 元）。目前股价对应 PE23/19/16 倍，维持“买入”评级。

- 风险提示

药品招标降价风险；银杏二萜内酯销售不达预期风险；

### 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	593.58	692.62	804.48
净利润(百万元)	362.34	373.74	421.02	514.75	620.25
增长率(%)	13.37%	3.15%	12.65%	22.26%	20.50%
EPS（元/股）	0.705	0.606	0.683	0.835	1.006
市盈率（P/E）	35.47	27.92	23.15	18.93	15.71
市净率（P/B）	4.57	3.32	2.73	2.39	2.07
EV/EBITDA	23.60	18.29	16.34	13.30	10.78

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格 15.77 元

前次评级 买入

报告日期 2017-08-20

### 相对市场表现



分析师：罗佳荣 S0260516090004

021-60750612

luojiarong@gf.com.cn

分析师：吴文华 S0260516090001

021-60750628

wuwenhua@gf.com.cn

### 相关研究：

康缘药业 (600557.SH)：2017-06-14

限制性股权激励方案发布，  
确保业绩成长

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

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2166	2344	2599	3171	4146
货币资金	222	248	276	532	1075
应收及预付	1745	1897	2086	2368	2752
存货	188	192	215	250	296
其他流动资产	11	6	22	22	23
<b>非流动资产</b>	2139	2386	2350	2224	2092
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	1623	1862	1741	1620	1499
在建工程	92	16	21	23	24
无形资产	377	450	503	490	477
其他长期资产	42	55	81	87	88
<b>资产总计</b>	4305	4730	4949	5395	6238
<b>流动负债</b>	1285	1439	1231	1157	1373
短期借款	343	230	230	0	0
应付及预收	860	860	1000	1156	1372
其他流动负债	82	349	1	1	1
<b>非流动负债</b>	149	85	89	90	92
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	89	90	92
<b>负债合计</b>	1434	1524	1320	1247	1465
股本	514	616	616	616	616
资本公积	520	520	520	520	520
留存收益	1777	2007	2428	2942	3563
归属母公司股东权	2811	3143	3564	4079	4699
少数股东权益	60	63	65	69	73
<b>负债和股东权益</b>	4305	4730	4949	5395	6238

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2820	3000	3416	3966	4719
营业成本	714	761	864	1002	1188
营业税金及附加	46	59	70	82	97
销售费用	1215	1341	1541	1773	2109
管理费用	399	410	483	551	654
财务费用	44	43	0	0	0
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	2	6	12
<b>营业利润</b>	399	387	460	564	682
营业外收入	24	49	30	34	37
营业外支出	4	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	419	429	484	592	713
所得税	54	53	60	74	89
<b>净利润</b>	365	376	424	518	625
少数股东损益	3	2	3	4	4
<b>归属母公司净利润</b>	362	374	421	515	620
EBITDA	555	572	594	693	804
EPS (元)	0.71	0.61	0.68	0.84	1.01

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	515	299	151	459	501
净利润	365	376	424	518	625
折旧摊销	108	141	135	135	134
营运资金变动	18	-241	-392	-160	-215
其它	24	23	-17	-34	-43
<b>投资活动现金流</b>	-352	-318	-82	26	41
资本支出	-372	-316	-84	20	29
投资变动	-7	-9	2	6	12
其他	27	6	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-495	46	-41	-229	2
银行借款	1398	2578	0	-230	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1893	-2532	-41	1	2
<b>现金净增加额</b>	-332	27	28	256	543
<b>期初现金余额</b>	554	222	248	276	532
<b>期末现金余额</b>	222	248	276	532	1075

## 主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
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	19.0	22.6	21.0
归属母公司净利润增长	13.4	3.1	12.7	22.3	20.5
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	74.7	74.6	74.7	74.7	74.8
净利率	12.9	12.5	12.4	13.1	13.2
ROE	12.9	11.9	11.8	12.6	13.2
ROIC	12.5	11.8	11.3	13.6	16.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.3	32.2	26.7	23.1	23.5
净负债比率	0.1	-	-	-0.1	-0.2
流动比率	1.69	1.63	2.11	2.74	3.02
速动比率	1.52	1.48	1.91	2.49	2.77
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.67	0.66	0.71	0.77	0.81
应收账款周转率	2.97	3.11	3.17	3.32	3.48
存货周转率	4.29	4.00	4.01	4.01	4.01
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.71	0.61	0.68	0.84	1.01
每股经营现金流	1.00	0.49	0.24	0.74	0.81
每股净资产	5.47	5.10	5.78	6.62	7.62
<b>估值比率</b>					
P/E	35.5	27.9	23.1	18.9	15.7
P/B	4.6	3.3	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	23.6	18.3	16.3	13.3	10.8

## 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：分析师，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。

## 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层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。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。