

业绩增长符合预期，看好公司估值 中枢逐步上移

2017年08月29日

强烈推荐/维持

康美药业

财报点评

——康美药业（600518）中报点评

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 年中报，实现营业收入 132.62 亿元，同比增长 18.38%，实现归母净利润 21.83 亿元，同比增长 21.83%，实现扣非后净利润 21.46 亿元，同比增长 22.07%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	4611.41	5885.72	5317.78	5252.56	5186.26	7154.66	6107.7
增长率（%）	5.48%	17.66%	30.89%	19.64%	12.47%	21.56%	14.85%
毛利率（%）	28.04%	28.38%	29.05%	29.70%	32.69%	29.58%	29.87%
期间费用率（%）	10.23%	8.00%	10.71%	10.79%	13.67%	9.01%	10.79%
营业利润率（%）	15.69%	19.88%	17.41%	18.55%	17.11%	20.03%	18.53%
净利润（百万元）	648.49	985.72	774.88	826.20	749.96	1065.57	1080.29
增长率（%）	-17.70%	20.52%	26.11%	22.30%	15.65%	08.10%	39.41%
每股盈利（季度，元）	0.15	0.22	0.16	0.17	0.15	0.22	0.22
资产负债率（%）	50.56%	49.89%	42.17%	46.10%	46.40%	48.24%	49.44%
净资产收益率（%）	3.44%	4.98%	2.79%	2.89%	2.55%	3.52%	3.59%
总资产收益率（%）	1.70%	2.49%	1.62%	1.56%	1.37%	1.82%	1.81%

观点：

1、业绩增长符合预期，业务结构优化持续进行，优质业务占比持续提升

公司 2017 年上半年实现归母净利润增速 21.83%，实现扣非后净利润增速 22.07%，符合我们预期，在体量大的情况下仍然实现高增长。值得注意的是，公司中药材贸易业务占比持续下降，2017 年上半年占比为 28.70%，未来增长长期可持续的优质业务中药饮片、药品贸易、医疗器械等业务占比持续提升。分主要业务板块来看：

- ◆ **中药饮片**：实现收入 26.97 亿元，同比增长 35.81%，毛利率为 32.87%，较去年同期下降 2.49pp。我们认为，公司中药饮片实现高速增长主要有两方面的原因：①中药饮片行业增速上升，根据工信部披露的 2017 年 H1 数据，中药饮片行业收入端和利润端的增速分别为 21.33%、22.78%，公司作为龙头增速应比行业更高；②智慧药房拉动效应。根据公司披露的数据，2017 年上半年智慧药房累计处理处方 250 万张

（去年同期约 80 万张，处方量高速增长），按单张金额 160 元，考虑增值税 17%后，智慧药房收入规模已达 3.4 亿元左右，贡献的增量收入按 75%计算为 2.5 亿左右（中药饮片占比约 80%左右），拉动公司中药饮片业务高速增长。

- ◆ **药品贸易**：实现收入 44.53 亿元，同比增长 25.93%，毛利率为 29.64%，较去年同期上升 1.10pp。药品贸易业务中药房托管业务占比我们估计约 60%-70%，新签托管药房以及公司布局医疗服务进行供应链管理是拉动药品贸易增长的主要驱动力，存量业务增速我们判断约为 10%左右。
- ◆ **中药材贸易**：实现收入 38.06 亿元，同比下降 4.38%，毛利率为 24.67%，较去年同期上升 0.18pp，中药材贸易业务有所下滑。
- ◆ **医疗器械**：实现收入 8.02 亿元，同比翻倍以上增长实现 124.14%的增速，毛利率为 30.65%，较去年同期上升 10.11pp。公司医疗器械业务实现超高增速，我们认为主要有几方面的原因：①公司在上海打造了医疗器械分销平台，在上海某区中标与国药为唯二的配送商，拉动器械业务增长；②获得公司去年 9 月 30 日公告收购广东新澳，2017 上半年实现收入 1.81 亿元（不完全是医疗器械，还有药品贸易）。
- ◆ **保健食品**：实现收入 5.76 亿元，同比增长 15.06%，毛利率为 44.17%，较去年同期减少 0.38pp。公司保健食品主要依托直销拉动，上半年实现稳健增长。

从财务指标上来看：

- ◆ **三大费用率**：销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.35%、4.40%、3.08%，较去年同期分别-0.18pp、+0.51pp、+0.22pp。
- ◆ **经营性现金流**：公司上半年经营性现金流为 10.65 亿元，同比增长 928.02%，现金流大幅改善。
- ◆ **存货**：公司存货达 142.81 亿元，从分项来看主要是库存商品的增加，我们认为主要是中药饮片及药品贸易高速增长带来存货的增加。

2、中药饮片行业高景气度，叠加智慧药房拉动效应

从行业的角度来看，我们认为中药饮片未来几年将是行业高景气度+集中度提高的环境：

- ◆ **从工信部披露的数据来看**，中药饮片收入端增速高达 21.33%，利润端增速高达 22.78%，较去年均有大幅上升。我们认为，主要原因是中药饮片不受零加成影响，同时不计入药占比，终端医院使用中药饮片的意愿明显加强，未来行业将维持高景气度。
- ◆ **中药饮片要求实现中药材溯源**，对于很多小企业来说由于成本高的原因较难实现，未来集中度提高是大势所趋（从药监部门飞检情况来看，中药饮片企业为重灾区），康美药业作为行业龙头，占据市场份额仅为 3%左右，未来可提升空间巨大。

同时，公司积极拓展中药饮片消费新模式智慧药房，增强龙头马太效应。公司全面推进智慧药房在广州、深圳、北京、成都、上海的落地实施，目前日处方量最高已达 20000 张，同时年内有望启动重庆、厦门等地的城市中央药房搭建。我们认为，智慧药房成熟期的收入规模将是数十亿级的，目前已经逐步进入收获期，拉动公司中药饮片业务增长。

3、医疗服务布局快速推进，年内有望实现一万张床位

公司收购梅河口市中心医院后，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，一方面收取管理费用，对医院进行降本增效，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。从梅河口市中心医院上半年的情况来看，发生了 2825 万的信息服务费与管理费，公司的医疗服务布局已经开始贡献业绩，我们预计公司年内有望实现 10000 张床位，在 2018 年为公司贡献 1 亿以上的净利润。

4、10 天内落地配方颗粒试点，有望成为业绩增长的又一发动机

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》，而公司 6 月 30 日即公告获得试点批复，期间仅隔 10 天，彰显公司卓越执行力。

从市场上来看，先仅看广东市场，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，康美有望成为第三个重要的市场竞争者并分享巨大的快速成长蛋糕，未来配方颗粒业务有望成功公司业绩增长的又一发动机。

5、大手笔增持完成，彰显控股股东强烈信心，提供安全边际

公司 8 月 24 日发布增持完成公告，大股东康美实业及许冬瑾女士在 5 月 11 日至 6 月 19 日之间，累计增持公司股票 9571.53 万股，累计增持金额高达 20.29 亿元，增持均价为 21.20 元/股。我们认为，公司大股东以 21.20 元/股的均价大手笔增持，彰显其对公司未来发展的强烈信心，考虑到公司目前股价为 21.07 元，安全边际极高！

6、公司投资逻辑再梳理：看好公司估值中枢逐步上升到 28-30x

我们认为，公司业绩增长具备高确定性及高景气度的特点，同时内部业务结构不断调整，未来估值中枢有望长期向上，是为数不多的能够挣到估值的钱与业绩的钱的标的：

- ◆ **高确定性！**在不考虑到中药材提价提供弹性的情况下，未来三年公司业绩复合增速将保持 20-25% 之间，在市场整体预期收率下降的情况下理应享受估值溢价。
- ◆ **高景气度！**在医药行业内比较来看，康美的几大业务板块中未来将保持高速增长的中药饮片、药房托管、商业流通、医疗服务等板块都是政策友好型板块，而传统业务中药材贸易在 2016 年中药材价格触底回暖，为绝对的政策避风港，理应享受估值溢价。
- ◆ **业务结构性调整，估值中枢长期向上！**在业绩 20-25% 的增长的表观增速下是业绩的结构性调整，业绩增长可持续能享受更高估值的中药饮片、药房托管、商业流通、医疗服务等板块的占比将持续提升，而传统业务中药材贸易占比下降，公司自身的估值中枢也将长期向上。

结论：

暂不考虑中药材未来价格上涨，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，公司各项业务趋势向好，且不受政策负面扰动，具备高确定性及高景气度的特点，同时业绩增长可持续并且能享受更高估值的业务占比逐步提升，长期来看整体估值中枢有望上移，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

中药材价格大幅下跌；智慧药房推进不及预期

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	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	33.82	31.59	25.51	20.60	16.72
资本公积增加	-1099	7681	0	0	0	P/B	4.94	3.58	3.72	3.46	3.18
现金净增加额	5825	11450	-3453	5574	6767	EV/EBITDA	17.32	13.20	15.34	12.06	9.41

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。