

百亿加码终端生态圈, 中医药巨头一马当先

——康美药业（600518）事件点评

2018年07月03日

强烈推荐/维持

康美药业 | 事件点评

事件：

公司公告《关于计划投资 160,000 万元建设康美普宁中药产业园项目的议案》、《关于计划投资 140,000 万元建设康美昆明大健康产业园项目的议案》、《关于计划投资 770,000 万元建设康美智慧药房项目的议案》、《关于计划投资 280,000 万元建设康美智慧药柜项目的议案》等。

主要观点：

纵观康美的发展史，会发现公司管理层极具前瞻性思维：

- ◆ **中医药龙头地位逐步确立（2002-2012 年）：** 公司从 02 年开始布局中药饮片，06 年开始进军中药材贸易，又在 07 年开始向中医药全产业链布局，直到 2012 年公司在中医药的领域不断深入，逐步确立中医药龙头地位。
- ◆ **对终端生态圈的布局（2012 年至今）：** 部分名贵中药的消费属性以及中药饮片的碎片化市场逐步让管理层认知到公司的未来在于终端。最开始，公司尝试了直销与药房托管，前者在于医保外的消费市场，而后者在药品收入占比最大的医院渠道；后来，叠加互联网因子，在药房托管的基础上，公司创造了第一个在细分领域实现了处方外流的“智慧药房”模式；此后，公司又探索医疗服务，收购多家优质医院；而现在，在智慧药房商业模式逐步成熟，成长逻辑已经理顺的今天，公司拟将 105 亿资金投入智慧药房以及智慧药房的衍生项目智慧药柜，公司的终端生态圈将逐步完善，在终端的布局上一马当先。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

研究助理：缪牧一

010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	22.84-21.83
总市值（亿元）	1136.03
流通市值（亿元）	1005.69
总股本/流通 A 股（万股）	497386/440319
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.36

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《康美药业（600518）年报点评：业绩符合预期，看好公司长期成长逻辑》2018-04-26
- 2、《康美药业（600518）季报点评：业绩高增长符合预期，股权激励计划加码“确定性”》2017-10-30
- 3、《康美药业（600518）2017 中报点评：业绩增长符合预期，看好公司估值中枢逐步上移》2017-08-29
- 4、《康美药业（600518）事件点评：大手笔增持 20.29 亿完成，彰显大股东强烈信心》2017-08-25

那么，在知道了公司管理层历史上的投资布局都很靠谱的前提下，让我们先来看看公司公告的这一系列投资的具体内容：

1、智慧药房（77亿）：拟在全国投建 15 家智慧药房的城市中央药房、48 家中心药房、5 家卫星药房，投资完成期限 3 年。

2、智慧药柜（28亿）：拟放置于小区、酒店、学校、机场、写字楼、地铁站、步行街等公共空间，经测算共需投放约 50,000 个智慧药柜，计划投资完成期限 3 年。智慧药柜作为智慧药房的终端延伸服务实体，以自动售药机为线下实体，实现用药咨询、远程诊疗、OTC 药品自助购买以及处方药和中药煎煮、预定配送到家等全方位的综合药事一站式服务，提供家庭基础计划用药、应急药物等药品的 24 小时自助购药。设备集成摄像头、触控显示器以及体温、血压、心率等测量设备，借助网络技术与物联网技术，实现远程诊疗、用药指导等综合药事服务；并以自动售卖机为移动终端入口，依托康美电商、智能审方平台、智慧药房、物流配送、定制快递柜等，为消费者提供安全快捷、可控、可追溯的药品配送上门服务，具体服务内容包括：线下售药、线上预订、综合药事服务、存储、保险、药品置换、广告媒体。

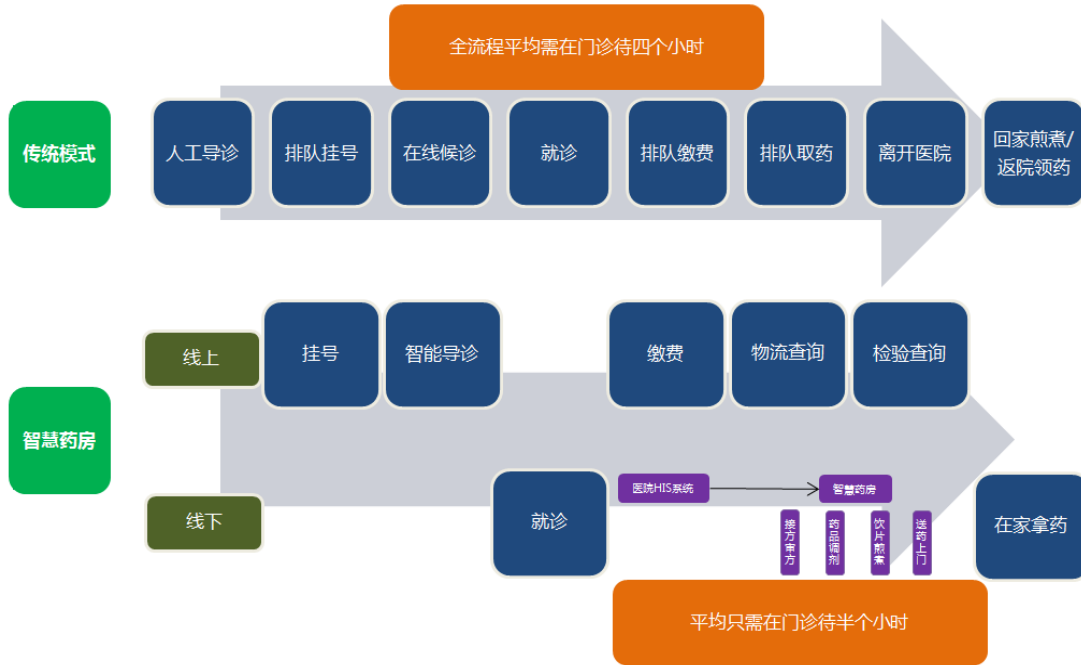
3、普宁中药产业园（16亿）、昆明大健康产业园（14亿）：

- ◆ **普宁中药产业园：**建成之后将新增年产约 2 万吨中药饮片、年产约 2500 万（瓶/盒）保健食品；仓储物流中心库区货品存货约 100 万件，支撑药品流通金额约 60 亿/年；中医药新增年产值约 30.1 亿元。
- ◆ **昆明大健康产业园：**建成之后将新增年产约 1 万吨中药饮片、年产约 3500 万（瓶/盒）保健食品；制剂中心年产约 3500 万（瓶/盒）制剂；仓储物流中心库区货品存货约 100 万件，支撑药品流通金额约 60 亿/年；中医药新增年产值约 26.8 亿元。

公司这次总计 135 亿的投资中，涵盖了制造-流通-终端整条产业链，侧重点无疑是在终端，制造上的投资在于为终端放量的准备，流通上的投资则符合公司打造全国性流通企业的战略布局：

- ◆ **智慧药房：**全面推开正当其时，资本投入碾压竞争对手。公司广州的第一家智慧药房于 2015 年 6 月开始正式运营，短短 3 年已经覆盖了北京、上海、广州、深圳、成都、重庆等 6 地，日处方量已达 2.6 万张。在这三年期间，公司经历了最开始的探索期以及瓶颈期（在北京推广的过程中曾遇到过政策上的瓶颈），同样也经历了其他竞争对手对智慧药房模式的效仿。而今，在商业模式已经逐步成熟，成长逻辑已经理顺，政策层面不再有阻碍，公司投入 77 亿资金全方位推广智慧药房，势必将迅速跑马圈地，碾压竞争对手。公司测算的项目效益达 145 亿元/年，而目前智慧药房新增的收入在 70-80%，鉴于全面推广后可能和公司中药饮片的传统渠道有更多的重合，我们预计未来峰值的新增收入在 80-105 亿元，以 23%的净利率测算，增量净利润有望达到 18-24 亿元。

图 1：传统模式及智慧药房的就医流程对比



资料来源：东兴证券研究所

- ◆ **智慧药柜：**智慧药房触角延伸，互联网+医疗健康的时代产物。我们认为，智慧药柜将是公司“互联网+医疗健康”的最后一公里解决方案，对人口密集区高密度的包围（全国也就 40-50 万家药店，公司 5 万个智慧药柜已经非常密集了）、**互联互通式的高频次高粘性服务**（一人一档，任何位置都可以随时连接医生）、**一站式服务**（线下售药、线上预订、综合药事服务、存储、保险、药品置换等等），后续有望在处方外流推进、处方流转平台建立、互联网医疗更加成熟的情况下成为重要的终端端口。
- ◆ **普宁中药产业园&昆明大健康产业园：**中药饮片产能增加 50%，满足未来需求。公司目前中药饮片产能在 6 万吨左右，这次普宁和昆明的项目共计增加 3 万吨中药饮片产能，将能够满足公司智慧药房全面推进后的产能需求。同时，也将公司物流仓储的基础设施水平，为公司医药商业板块下一步的增长打下坚实的基础。

结论：

我们预计公司 2018-2020 年净利润为 50.04、61.96、76.36 亿元，对应增速为 22.03%、23.80%、23.26%，对应 PE 为 23x、18x、15x，公司终端生态圈逐渐完善，智慧药房模式成熟未来放量可期，公司正临新一轮腾飞的拐点时刻，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

智慧药房放量不及预期；处方外流推进不及预期

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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	44462	56479	69308	85535	105285	营业收入	21642	26477	32450	40027	49226
货币资金	27325	34151	41856	51629	63494	营业成本	15172	18450	22611	27835	34192
应收账款	3095	4351	5333	6578	8089	营业税金及附加	204	238	292	360	442
其他应收款	140	180	221	273	335	营业费用	558	741	908	1120	1377
预付款项	721	1130	1633	2251	3010	管理费用	1036	1334	1635	2016	2480
存货	12619	15700	19241	23686	29096	财务费用	722	969	1186	1453	1793
其他流动资产	296	652	698	715	764	资产减值损失	60.22	92.28	0.00	20.00	20.00
非流动资产合计	10362	12243	12648	12113	11590	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	445	518	518	518	518	投资净收益	67.19	83.73	80.00	80.00	80.00
固定资产	5920	6106	6543	6005	5478	营业利润	3958	4835	5899	7303	9002
无形资产	1815	1964	1767	1571	1374	营业外收入	41.23	11.56	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	286	261	261	261	261	营业外支出	11.37	19.68	0.00	0.00	0.00
资产总计	54824	68722	81956	97648	116875	利润总额	3988	4827	5899	7303	9002
流动负债合计	20024	25608	31480	35646	40628	所得税	651	732	895	1108	1366
短期借款	8252	11370	13644	16373	19648	净利润	3337	4095	5004	6196	7636
应付账款	1693	2082	2516	3097	3805	少数股东损益	-4	-6	0	0	0
预收款项	1219	1728	2351	3121	4067	归属母公司净利润	3340	4101	5004	6196	7636
一年内到期的非	0	2500	2500	2500	2500	EBITDA	6820	8144	7644	9292	11318
非流动负债合计	5416	10979	16014	19703	23451	EPS (元)	0.67	0.78	1.01	1.25	1.54
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	4889	8307	10500	10900	11500		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	25441	36587	47494	55349	64079	成长能力					
少数股东权益	268	102	102	102	102	营业收入增长	19.79%	22.34%	22.56%	23.35%	22.98%
实收资本 (或股	4947	4974	4974	4974	4974	营业利润增长	22.99%	22.16%	22.02%	23.80%	23.26%
资本公积	11339	11614	11614	11614	11614	归属于母公司净利润	22.03%	23.80%	22.03%	23.80%	23.26%
未分配利润	8532	10985	10979	10972	10963	获利能力					
归属母公司股东	29116	32033	34361	42197	52694	毛利率 (%)	29.90%	30.32%	30.32%	30.46%	30.54%
负债和所有者权	54824	68722	81956	97648	116875	净利率 (%)	15.42%	15.46%	15.42%	15.48%	15.51%
现金流量表						总资产净利润 (%)	6.09%	5.97%	6.11%	6.34%	6.53%
						ROE (%)	11.47%	12.80%	14.56%	14.68%	14.49%
经营活动现金流	1603	1843	5098	3107	3714	偿债能力					
净利润	3337	4095	5004	6196	7636	资产负债率 (%)	46%	53%	58%	57%	55%
折旧摊销	2141	2340	559	535	523	流动比率	2.22	2.21	2.20	2.40	2.59
财务费用	722	969	1186	1453	1793	速动比率	1.59	1.59	1.59	1.74	1.88
应付账款的变化	0	0	-982	-1245	-1512	营运能力					
预收账款的变化	0	0	624	769	946	总资产周转率	0.47	0.43	0.43	0.45	0.46
投资活动现金流	-1986	-1530	163	60	60	应收账款周转率	8	7	7	7	7
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.80	14.03	14.12	14.26	14.26
长期股权投资减	0	0	6	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	67	84	80	80	80	每股收益 (最新摊薄)	0.67	0.78	1.01	1.25	1.54
筹资活动现金流	11834	6506	2443	6606	8090	每股净现金流 (最新	2.31	1.37	1.55	1.96	2.39
应付债券增加	0	0	2193	400	600	每股净资产 (最新摊	5.89	6.44	6.91	8.48	10.59
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	550	27	0	0	0	P/E	34.24	29.13	22.70	18.34	14.88
资本公积增加	7681	275	0	0	0	P/B	3.88	3.55	3.31	2.69	2.16
现金净增加额	11450	6819	7705	9773	11864	EV/EBITDA	14.49	12.48	12.87	9.87	7.40

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。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。