

2015年04月21日

证券研究报告·2014年年报点评

康芝药业(300086) 医药生物

买入(维持)

当前价: 23.73元

目标价: 34.00元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩快速增长, 2015年或持续

- **事件:** 2014年营业收入、扣非后净利润分别为4.1亿元、0.48亿元, 分别为同比增长32.1%、397.3%。2014Q4营业收入、扣非后净利润分别为1.2亿元、0.14亿元, 分别为同比增长42.0%、扭亏为盈。
- **2014年主营业务全面恢复, 2015年或持续。** 2014年营业收入同比增长约32%, 主要是由于在销售领域的大力投入: 1) 继续推进精细化招商, 新增代理商超过400余位; 2) 在精细化招商的基础上, 新开发及增加品种上量的药店数量约200家, 同时还在二甲以上医院、基层终端进行开发和新产品的重点推广。从具体产品来看, 儿童退热系列(如布洛芬颗粒、小儿退热贴等)增长较快, 约为44.7%。主要是布洛芬与尼美舒利在适应症相同, 尼美舒利适应症修改后出现市场空白导致其增速较快。公司的收入增长主要建立在其高效的销售队伍上, 随着终端的不断开发, 新版GMP建设完成后产能释放, 预计2015年营业收入增速将超过30%。2014年公司的扣非后净利润为0.48亿元, 同比增长约397%, 其增速远高于收入增速, 原因有如下两点: 1) 期间内整体毛利率为52%, 同比上升约4.3个百分点, 主要是由于产品收入结构变化, 高毛利率的儿童退烧系列占比提升所致; 2) 期间费用率约32.6%, 下降约3个百分点, 主要是由于管理人员薪酬保持稳定。如从单季度情况来看, 2014Q4净利润约为0.14亿元, 且毛利率也出现环比提升。我们判断公司的利润增长趋势将持续, 预计2015年净利润超过9000万元。
- **实施员工持股计划, 护航2015年业绩增长。** 1) 员工持股计划实施后, 公司高管、核心员工的利益与中小股东一致。2015年2月公司公布第一期员工持股计划: 规模约7200万, 其中员工自筹资金1800万、控股股东提供借款支持5400万。我们认为员工持股计划完成以后核心员工将与公司利益高度绑定, 工作效率将大幅提升; 2) 公司主业处于全面恢复性增长阶段。2010年公司核心产品尼美舒利被限制适应症后, 主营业务收入在2011-2012年陷入低谷, 通过2013年公司整顿后2014年全年恢复。如从2014年样本医院数据看, 核心产品尼美舒利的销售收入增长约为24%, 收入涨幅超出预期。由于尼美舒利的渠道优势, 再加上公司对产品线的逐渐丰富, 因此我们判断公司主业处于全面恢复性增长阶段; 3) 全资子公司沈阳康芝生产片剂、硬胶囊剂(含头孢菌素类)、颗粒剂的车间已于2015年2月通过2010版新版GMP认证, 该生产线生产的氨金黄敏颗粒的适应症为小儿感冒, 市场空间较大。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	408.54	538.30	665.39	798.47
增长率	32.07%	31.76%	23.61%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	59.08	96.85	132.79	178.38
增长率	297.78%	63.92%	37.12%	34.33%
每股收益EPS(元)	0.20	0.32	0.44	0.59
净资产收益率ROE	3.20%	5.00%	6.79%	8.90%
PE	120	74	54	40
PB	3.89	3.67	3.64	3.55

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-50755297

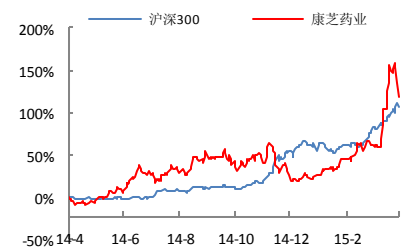
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

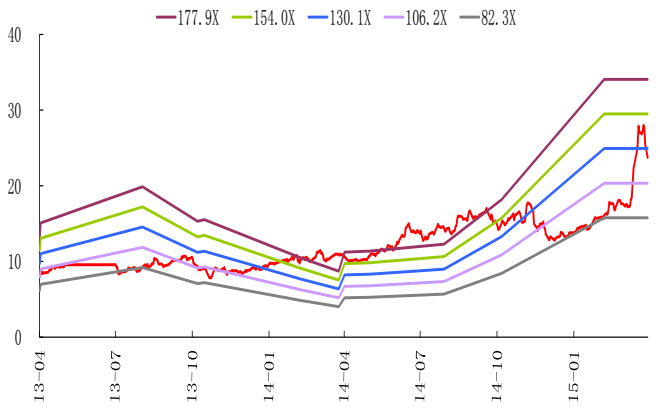
总股本(亿股)	3
流通A股(亿股)	2.86
52周内股价区间(元)	9.8-29.9
总市值(亿元)	71.19
总资产(亿元)	19.40
每股净资产(元)	5.74

相关研究

1. 康芝药业(300086): 员工持股计划彰显信心, 外延式扩张可期 (2015-04-07)

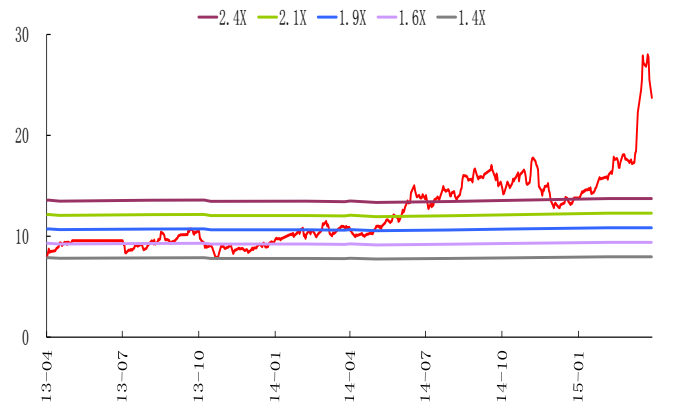
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2015 年-2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.32 元、0.44 元、0.59 元，对应 PE 分别为 74X、54X、40X。公司业绩在 2014 年处于全年恢复性增长阶段，2015 年有望延续高增长；且考虑到随着员工持股计划的实施效率提升，10 亿现金为外延式扩张提供充分条件，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 招标进展低于预期、产品降价等风险。

图 1: 公司 PE-Band



数据来源: Wind, 西南证券

图 2: 公司 PB-Band



数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	408.54	538.30	665.39	798.47	净利润	58.60	96.85	132.79	178.38
营业成本	195.99	251.95	305.40	366.48	折旧与摊销	48.14	68.26	68.26	68.26
营业税金及附加	4.97	6.55	8.10	9.71	财务费用	-27.68	-25.00	-25.00	-25.00
销售费用	61.05	75.36	86.50	95.82	资产减值损失	7.61	-0.05	0.41	0.24
管理费用	99.61	107.66	119.77	119.77	经营营运资本变动	-17.17	-78.05	-35.91	-52.78
财务费用	-27.68	-25.00	-25.00	-25.00	其他	4.42	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	7.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	73.93	62.01	140.55	169.10
投资收益	2.20	0.00	0.00	0.00	资本支出	-74.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	28.91	5.55	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-45.13	5.55	0.00	0.00
营业利润	69.18	121.78	170.62	231.68	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.79	8.75	8.35	8.73	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	78.98	130.53	178.97	240.41	股权融资	0.00	82.40	0.00	0.00
所得税	20.38	33.68	46.18	62.03	支付股利	0.00	-69.77	-114.37	-130.69
净利润	58.60	96.85	132.79	178.38	其他	-28.00	25.00	25.00	25.00
少数股东损益	-0.48	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-28.00	37.63	-89.37	-105.69
归属母公司股东净利润	59.08	96.85	132.79	178.38	现金流量净额	0.80	105.19	51.18	63.41
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1043.73	1148.91	1200.09	1263.50	成长能力				
应收和预付款项	109.38	172.61	200.42	242.38	销售收入增长率	32.07%	31.76%	23.61%	20.00%
存货	53.98	69.69	84.72	102.10	营业利润增长率	176.89%	76.02%	40.11%	35.79%
其他流动资产	65.74	79.30	98.03	117.63	净利润增长率	306.18%	65.27%	37.12%	34.33%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	144.49%	84.10%	29.60%	28.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	364.63	317.92	271.22	224.51	毛利率	52.03%	53.20%	54.10%	54.10%
无形资产和开发支出	280.65	259.22	237.79	216.36	三费率	32.55%	29.36%	27.24%	23.87%
其他非流动资产	9.07	8.94	8.82	8.69	净利率	14.34%	17.99%	19.96%	22.34%
资产总计	1927.17	2056.61	2101.08	2175.18	ROE	3.20%	5.00%	6.79%	8.90%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.76%	3.04%	4.71%	6.93%
应付和预收款项	63.07	76.24	95.79	114.79	ROIC	3.82%	8.71%	13.09%	18.83%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.94%	30.66%	32.14%	34.43%
其他负债	35.36	42.15	48.64	56.06	营运能力				
负债合计	98.43	118.39	144.44	170.84	总资产周转率	0.21	0.27	0.32	0.37
股本	300.00	377.28	377.28	377.28	固定资产周转率	1.21	1.85	2.73	4.05
资本公积	1266.51	1271.63	1271.63	1271.63	应收账款周转率	15.62	15.39	14.11	14.37
留存收益	179.61	206.69	225.11	272.80	存货周转率	3.71	3.97	3.87	3.85
归属母公司股东权益	1746.12	1855.59	1874.01	1921.70	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	101.11%	--	--	--
少数股东权益	82.63	82.63	82.63	82.63	资本结构				
股东权益合计	1828.75	1938.22	1956.64	2004.33	资产负债率	5.11%	5.76%	6.87%	7.85%
负债和股东权益合计	1927.17	2056.61	2101.08	2175.18	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	14.65	13.77	11.92	10.83
					速动比率	14.03	13.11	11.28	10.19
					股利支付率	0.00%	72.04%	86.13%	73.26%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	89.64	165.04	213.88	274.94	每股收益	0.20	0.32	0.44	0.59
PE	120.49	73.51	53.61	39.91	每股净资产	6.10	6.46	6.52	6.68
PB	3.89	3.67	3.64	3.55	每股经营现金	0.25	0.21	0.47	0.56
PS	17.43	13.23	10.70	8.92	每股股利	0.00	0.23	0.38	0.44
EV/EBITDA	67.68	47.24	36.21	27.94					
股息率	--	0.98%	1.61%	1.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn