

## 短期业绩增速放缓, 不改长期发展大逻辑

- 业绩总结:** 2015H1 公司实现营收和扣非后净利润分别为 1.4 亿元、590 万元, 同比增速分别为 -21.7%和-70.3%; 2015Q2 公司营收和扣非后净利润分别为 9262 万元和 1627 万元,同比增速分别为 6.7%和 72.9%。利润分配预案为每 10 股派 1 元现金并转增 5 股。
- 儿童药拖累业绩, 成人药放量成新亮点。** 公司上半年收入和净利润增速低于预期, 主要原因是受到儿童药业绩拖累, 一方面是受医药行业整体增速下滑的影响, 另一方面也是因为公司将营销重点放在第二梯队儿童药和发展前景较大的成人药新产品的推广, 儿童药方面的投入不足, 收入同比下滑 44.9%, 毛利率下降 1.3 个百分点。但是成人药放量明显, 收入同比增长 26.3%, 毛利率也提升了 10.1 个百分点。分季度来看, 一季度的收入和利润增速都是负值, 二季度收入和利润增速都已经回归正值, 表明业绩回升有望。随着儿童药受到国家的重视程度不断提高, 公司儿童药收入有望恢复增长态势。
- 儿童药利好政策逐渐释放, 成人药高增长可期。** (1) 随着《关于保障儿童用药的若干意见》、儿童用药专家委员会的成立以及加快儿童药审批等利好政策落实, 儿童药的千亿蓝海市场将逐步释放; 公司是国内儿童药产品最齐全的公司, 六大产品线全面出击, 协同效应明显, 将充分享受市场扩容带来的红利。(2) 尼美舒利转战成人药市场, 凭借良好的品牌效应, 再次发展成为亿元大品种, 样本医院市场份额达到 36%; 贞蓉丹合剂瞄准百亿级妇科中成药市场, 拥有数量庞大的更年期女性患者人群, 即将迎来爆发式增长。
- 携手宏雅基因, 儿童大健康产业扬帆起航。** 公司在儿童药市场拥有丰富的经验和广阔的营销渠道, 宏雅基因则在个性化基因检测领域具有领先的技术优势, 双方强强联手打造精准医疗平台, 开发婴幼儿遗传基因监测和个性化用药, 有望在高达 300 亿元的遗传病筛查市场中抢占先机。基因检测仅仅是公司向儿童药品、医疗器械、医疗服务、和保健品大健康产业迈出的第一步, 未来将全面打造儿童医疗保健服务产业链, 外延式扩张值得期待。
- 盈利预测及评级:** 根据公司上半年业绩, 我们下调了公司全年的盈利预测, 预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.18 元、0.19 元和 0.26 元, 对应 PE 分别为 107 倍、100 倍和 72 倍。公司儿童药产品线面临政策红利释放的大好时机, 成人药维持高速增长, 儿童大健康产业蓄势待发, 外延扩张预期强烈, 但是考虑到近期市场风险, 我们将公司下调至“增持”评级。
- 风险提示:** 招标进展或低于预期的风险; 儿童药竞争或加剧的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	408.54	348.95	415.08	503.63
增长率	32.07%	-14.59%	18.95%	21.34%
归属母公司净利润(百万元)	59.08	53.01	56.81	78.76
增长率	297.78%	-10.28%	7.16%	38.65%
每股收益 EPS(元)	0.20	0.18	0.19	0.26
净资产收益率 ROE	3.20%	2.60%	2.86%	4.07%
PE	96	107	100	72
PB	3.11	2.82	2.89	2.97

数据来源: Wind, 西南证券

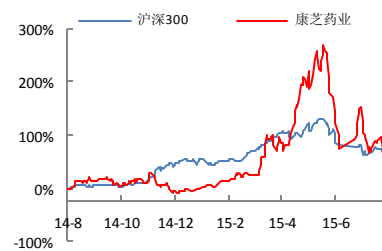
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 周平  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@swsc.com.cn

联系人: 何治力  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzl@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)	2.89
52 周内股价区间(元)	12.28-53.6
总市值(亿元)	56.94
总资产(亿元)	19.45
每股净资产(元)	5.88

### 相关研究

- 康芝药业(300086): 专注儿科, 战略布局“精准医疗” (2015-06-24)
- 康芝药业(300086): 业绩快速增长, 2015 年或持续 (2015-04-21)
- 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)

**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	348.95	415.08	503.63	净利润	58.60	52.58	56.34	78.12
营业成本	195.99	157.44	186.55	228.11	折旧与摊销	48.14	49.12	51.22	53.77
营业税金及附加	4.97	4.05	4.90	5.95	财务费用	-27.68	-3.92	-4.19	-3.91
销售费用	61.05	52.34	58.11	65.47	资产减值损失	7.61	9.00	10.00	11.00
管理费用	99.61	104.69	103.77	115.84	经营营运资本变动	-16.15	-1.44	-17.24	-34.95
财务费用	-27.68	-3.92	-4.19	-3.91	其他	3.40	-36.62	-11.89	-13.08
资产减值损失	7.61	9.00	10.00	11.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>73.93</b>	<b>68.72</b>	<b>84.25</b>	<b>90.95</b>
投资收益	2.20	27.76	2.00	2.00	资本支出	-63.43	-30.00	-40.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	18.31	59.07	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-45.13</b>	<b>29.07</b>	<b>-38.00</b>	<b>-48.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>69.18</b>	<b>53.10</b>	<b>57.93</b>	<b>83.18</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>78.98</b>	<b>61.85</b>	<b>66.29</b>	<b>91.91</b>	股权融资	0.00	253.27	0.00	0.00
所得税	20.38	9.28	9.94	13.79	支付股利	-40.00	-112.25	-110.72	-125.76
净利润	58.60	52.58	56.34	78.12	其他	12.00	3.92	4.19	3.91
少数股东损益	-0.48	-0.43	-0.46	-0.64	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-28.00</b>	<b>144.94</b>	<b>-106.53</b>	<b>-121.85</b>
归属母公司股东净利润	59.08	53.01	56.81	78.76	<b>现金流量净额</b>	<b>0.80</b>	<b>242.73</b>	<b>-60.28</b>	<b>-78.90</b>
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	1286.45	1226.17	1147.27	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	109.38	111.14	124.60	152.59	销售收入增长率	32.07%	-14.59%	18.95%	21.34%
存货	53.98	42.93	51.06	62.91	营业利润增长率	176.89%	-23.24%	9.09%	43.58%
其他流动资产	65.74	51.41	61.15	74.20	净利润增长率	306.18%	-10.28%	7.16%	38.65%
长期股权投资	0.00	-25.76	-25.76	-25.76	EBITDA 增长率	144.49%	9.67%	6.76%	26.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	364.63	360.90	365.07	376.69	毛利率	52.03%	54.88%	55.06%	54.71%
无形资产和开发支出	280.65	265.38	250.11	234.84	三费率	32.55%	43.88%	37.99%	35.22%
其他非流动资产	9.07	8.94	8.82	8.69	净利率	14.34%	15.07%	13.57%	15.51%
<b>资产总计</b>	<b>1927.17</b>	<b>2101.39</b>	<b>2061.22</b>	<b>2031.43</b>	ROE	3.20%	2.60%	2.86%	4.07%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.04%	2.50%	2.73%	3.85%
应付和预收款项	63.07	48.36	59.03	71.85	ROIC	3.82%	5.22%	5.74%	8.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.94%	28.17%	25.29%	26.42%
其他负债	35.36	30.68	34.22	39.26	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>98.43</b>	<b>79.04</b>	<b>93.25</b>	<b>111.11</b>	总资产周转率	0.21	0.17	0.20	0.25
股本	300.00	300.00	300.00	300.00	固定资产周转率	1.19	1.04	1.25	1.51
资本公积	1266.51	1519.78	1519.78	1519.78	应收账款周转率	15.81	13.00	14.01	14.62
留存收益	179.61	120.37	66.46	19.46	存货周转率	3.71	3.15	3.83	3.88
归属母公司股东权益	1746.12	1940.15	1886.23	1839.24	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	82.19	81.73	81.09	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1828.75</b>	<b>2022.34</b>	<b>1967.96</b>	<b>1920.32</b>	资产负债率	5.11%	3.76%	4.52%	5.47%
负债和股东权益合计	1927.17	2101.39	2061.22	2031.43	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	14.65	22.11	17.91	14.44
					速动比率	14.03	21.48	17.29	13.80
					股利支付率	67.70%	211.75%	194.91%	159.67%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.20	0.18	0.19	0.26
					每股净资产	6.10	6.74	6.56	6.40
					每股经营现金	0.25	0.23	0.28	0.30
					每股股利	0.13	0.37	0.37	0.42
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	89.64	98.31	104.96	133.04					
PE	96.38	107.42	100.23	72.29					
PB	3.11	2.82	2.89	2.97					
PS	13.94	16.32	13.72	11.31					
EV/EBITDA	51.79	44.75	42.49	34.12					
股息率	0.70%	1.97%	1.94%	2.21%					

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 15 楼

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 楼

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

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn