

生殖健康老牌中药高增长, 康爱多电商蓄势待发

2016. 7. 25

强烈推荐 (维持)

王亮 (分析师) **唐爱金 (研究助理)**
 电话: 010-57385534 020-88836115
 邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn tangaij@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310514080002

现价: 10.44
 目标价: 14
股价空间: 34%

医药生物行业

投资要点:

● 生殖健康市场前景可观, 麒麟丸未来增速有望持续超 50%。公司不孕不育主打产品麒麟丸为国家二级中药保护的独家产品, 2015 年收入规模约 2 亿多。1) 受益二胎政策的全面放开, 刺激需求持续提升, 根据南方医药经济研究所终端检测数据显示, 2015 年城市医院中成药麒麟丸的同比增速为 80%, 分季度看增速成上升趋势, 1-2 季度增速为 37%, 3-4 季度分别达 109% 和 101%, 而 2015 产家发货并未增长, 我们预计终端需求提升刚开始消耗了渠道库存再拉动厂家销售。2) 公司建立了近 300 人的生殖事业部重点推广产品, 营销由原有的代理模式改为直销模式, 且拓展产品的适应症, 在男科妇科以外, 同时在老年保健科推广。3) 麒麟丸目前 3 瓶盒装零售价 150~198 元, 日服药费用仅 36 元, 具有提价空间。我们认为二胎全面放开刺激终端需求提升, 公司营销主动出击推动和涨价提升盈利能力, 公司未来 3 年麒麟丸收入规模有望超 50% 增长, 麒麟丸有望成为十亿大品种。

● 康爱多受益医药分家行业大趋势, 公司战略线上线下融合提升竞争力, 电商业务营收有望持续翻番。2014-2015 年医药电商发展迅猛, 电子处方放开预期使得行业热火朝天, 而 2016 年受制安全性监管及行业规范, 5 月底第三方线上零售平台被叫停, 有利于电商行业集中, 康爱多作为行业龙头且有自主的自营平台有望受益。2016 年 7 月 20 日 CFDA 文件强烈建立药品追溯体系, 我们认为国内药品流通安全性基础工作做准备后, 网上处方药有望放开, 而处方药外流及医药分家为行业发展趋势, 医药电商能满足客观存在的患者网上够药需求, 且美国等发达国家医药电商已经发展成熟, 国内电商有望快速发展。目前康爱多线上经营模式多样化, 已积累 2000 多万名会员。公司战略布局在线下, 建设线下院边店配合线上销售, 实现线上线下融合, 线上控价、提供丰富的药品品种, 线下专业医师贴心服务及高效的物流配送。我们预测 2016 年康爱多有望实现营收近 20 亿, 且盈亏平衡。

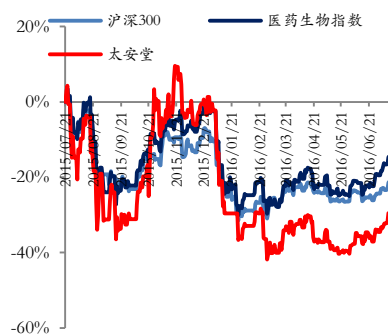
● 亳州中药产业基地项目逐步建成投产销售, 添业绩增长亮点。近年来公司对外投资项目较多, 积累土地等库存较多, 导致公司现金流较差, 2016 年公司在亳州产业园建设逐步完工销售, 未来每年有望为公司兑现约 2 亿收入, 未来公司经营现金流缺口有望缓解。

● 盈利预测与估值: 根据公司现有业务情况, 我们测算公司 16-18 年 EPS 分别为 0.36、0.44、0.53 元, 对应 29、24、19 倍 PE。考虑公司医疗等领域外延的预期, 给予 17 年 35 倍估值, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级, 目标价 14 元。

● 风险提示: 麒麟丸销售不达预期, 亳州产业园完工不达预期。

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2371.65	3513.20	5417.22	8818.70
同比(%)	93.19%	48.13%	54.20%	62.79%
归属母公司净利润	190.12	274.13	335.72	411.24
同比(%)	2.05%	44.19%	22.47%	22.49%
ROE(%)	4.59%	5.91%	6.80%	7.76%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.44	0.53
P/E	60.32	29.14	23.79	19.42
P/B	2.60	1.71	1.60	1.48
EV/EBITDA	39.55	20.91	18.16	17.28

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
太安堂	4.64	6.90	-2.79
医药生物	9.42	9.66	10.09
沪深 300	4.43	2.11	3.75

基本资料

总市值 (亿元)	80.12 亿
总股本	7.73 亿
流通股比例	87.32%
资产负债率	14.69%
大股东	太安堂集团有 限公司
大股东持股比例	32.59%

相关报告

广证恒生-儿童大健康投资分析报告-第四次婴儿潮叠加二胎元年引爆儿童大健康市场-2016.4.17

目 录

1. 中医药百年老字号，营收持续高增长.....	3
1.1 太安堂为中医药百年老店，子公司业务划分清晰.....	3
1.2 制药+电商双轮驱动，助力公司业绩增长.....	3
2. 医药制造板块产品丰富，不孕不育和心脑血管类为公司主打产品.....	5
2.1 三系列主营产品齐发力，中成药市场各领风骚.....	5
2.2 生殖健康市场前景可观，麒麟丸为公司主打产品.....	7
2.2.1 二胎政策及不孕不育年轻化促使生殖健康市场前景可观.....	7
2.2.2 主打产品麒麟丸占不孕不育市场先锋，快速成长可期.....	9
2.3 心脑血管类产品维持营收高增长.....	10
3. 医药电商行业大势所趋，康爱多战略定位线上线下融合协同发展.....	10
3.1 医药电商受益医药分家大趋势，康爱多发展迅猛.....	10
3.2 线上线下双剑合璧，康爱多营收翻番增长，2016 年有望收支平衡.....	12
4. 盈利预测.....	13
5. 投资建议.....	14

图表目录

图表 1. 太安堂股权结构及主要子公司业务分布.....	3
图表 2. 太安堂 2011-2015 年营业收入（百万元，左）同比增长（%，右）.....	4
图表 3. 太安堂 2011-2015 年归母净利（百万元，左）同比增长（%，右）.....	4
图表 4. 太安堂各类业务营收占比（%）.....	4
图表 5. 太安堂各类业务利润占比（%）.....	4
图表 6. 皮肤类、不孕不育、心脑血管类为太安堂三大系列产品.....	5
图表 7. 太安堂主要产品的基本信息.....	5
图表 8. 城市公立医院中成药—2015 年太安堂—前十产品份额格局.....	6
图表 9. 重点城市零售药品—2015 年太安堂—前十产品份额格局.....	7
图表 10. 女性不孕发生率随和年龄的增长而上升.....	7
图表 11. 2003 年以来，高危孕妇比重逐年提升.....	7
图表 12. 男性患不孕不育主要原因—精子精液异常.....	8
图表 13. 女性患不孕不育主要原因—子宫内膜薄.....	8
图表 14. 城市公立医院中成药-麒麟-年度销售趋势.....	9
图表 15. 城市公立医院中成药-麒麟-季度销售趋势.....	9
图表 16. 常用治疗不孕不育病的中成药产品.....	8
图表 17. 太安堂心脑血管类产品未来三年营收增速可维持在 30% 左右.....	10
图表 18. 康爱多成长历程.....	11
图表 19. 1998-2015 年中国医药电商领域相关政策信息.....	11
图表 20. 康爱多的各种电商线上模式.....	12
图表 21. 康爱多未来三年营业收入成翻倍增长.....	13
图表 22. 营业业务收入假设与预算.....	14

1. 中医药百年老字号，营收持续高增长

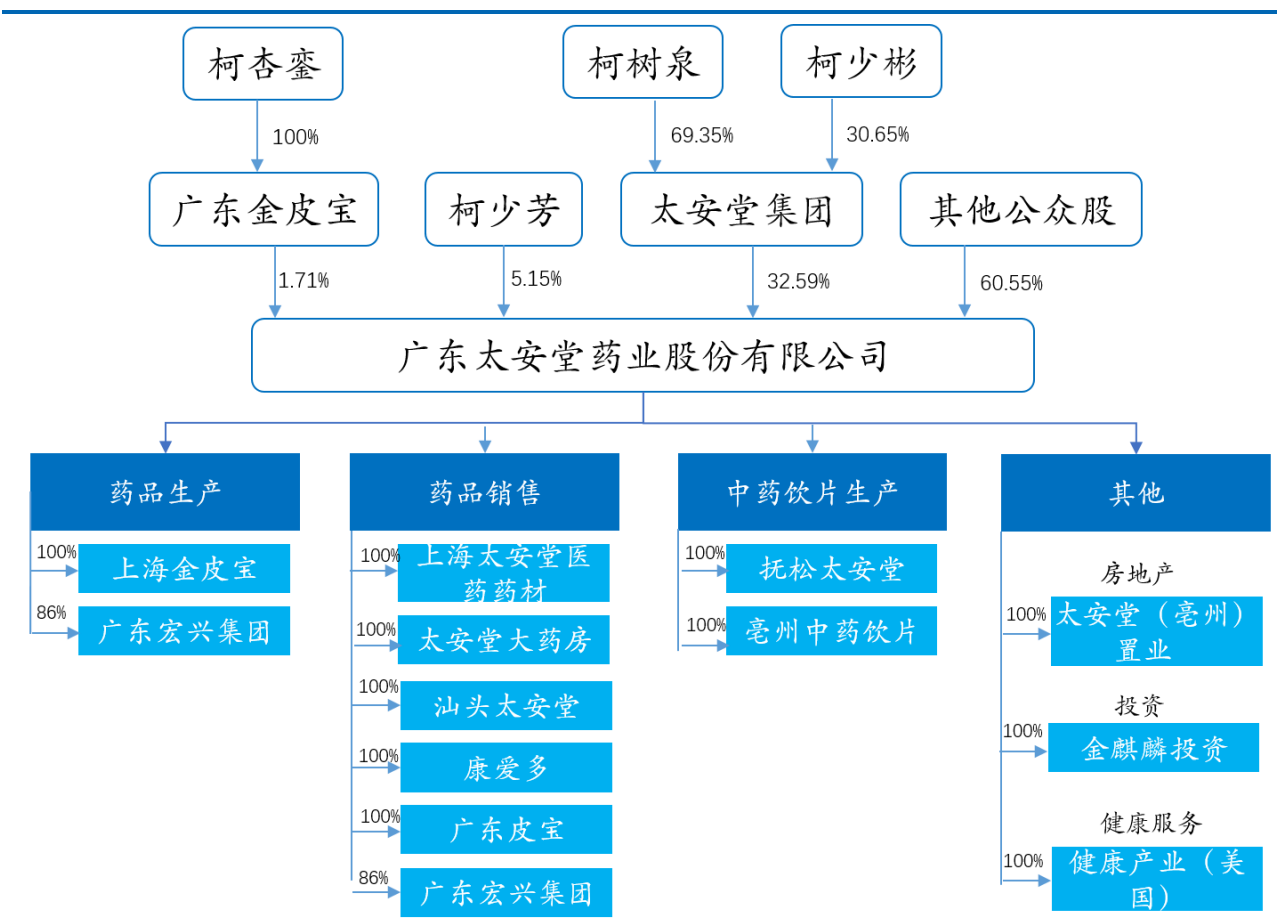
1.1 太安堂为中医药百年老店，子公司业务划分清晰

“太安堂”是中医药老字号品牌，始创于明隆庆元年 1567。公司创始人柯树泉是“太安堂”中医药核心技术第十三代传人，柯杏奎和柯树泉为夫妻关系，柯少彬、柯少芳为其儿女，柯氏家族共同持太安堂 39.45% 股权。

公司医药制造板块以皮肤病类、心血管疾病类及不孕不育类药品为核心。近年大力拓展了上游（中药饮片、人参），下游（连锁药店、电子商务）的医药产业格局。

公司控股子公司较多，但业务划分清晰，经营体系良好。公司药品生产主要有上海金皮宝和广东宏兴集团两家子公司，其中上海金皮宝主要经营皮肤类药品的研发生产，广东宏兴主要经营心脑血管特色药的研发生产；公司对药品销售也进行了全方位的布局：线上部分，子公司康爱多为国内医药电商知名平台；线下部分，公司在上海、广东、汕头等地设立多个子公司：上海太安堂大药房、汕头太安堂、太安堂医药药材。公司向中游中药饮片延伸，分别布局了吉林抚松太安堂人参基地及亳州中药饮片基地。

图表1. 太安堂股权结构及主要子公司业务分布



(资料来源: wind、广证恒生)

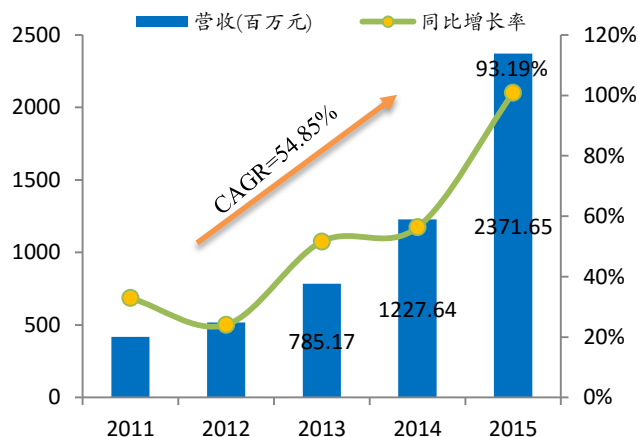
1.2 制药+电商双轮驱动，助力公司业绩增长

近年来公司营收实现快速增长，从 2011 年的 4.17 亿增长到 2015 年的 23.71 亿，年复合增长率高达 54.85%。2015 年受益于公司主营业务产品销售增长及康爱多网上销售数额增长，整体营收增速达 93.19%，

为近五年最大增长幅度。公司归母净利润从 2011 年的 7415 万增长到 2015 年的 1.95 亿元，年复合增长率为 27.44%。但公司在 2015 年归母净利润增长较低为 2.05%，主要原因是子公司吉林人参降价和康爱多处于战略投入期，并表后稀释一定利润。

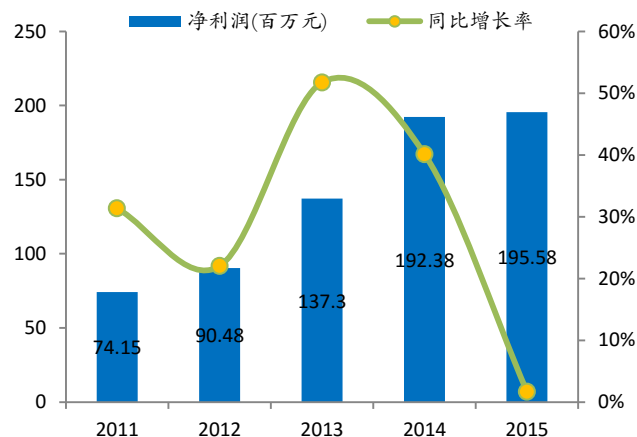
我们认为 2016 年吉林人参利润将维持平稳，原因是 2015 年人参价格已经见顶，2015 年人参价格降幅很大公司对人参价格有预判已经减少了库存量和种植面积，2016 年价格下跌的风险能有效规避；而康爱多受益电商行业政策规范，公司运营得当，2016 年开始有望盈亏平衡或略有盈利。

图表2. 太安堂 2011-2015 年营业收入 (百万元, 左)
同比增长 (% , 右)



(资料来源: WIND、广证恒生)

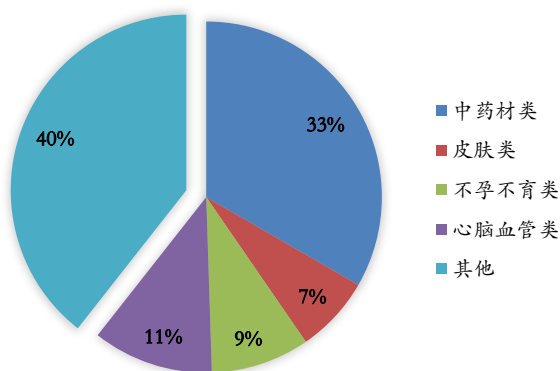
图表3. 太安堂 2011-2015 年归母净利润 (百万元, 左)
同比增长 (% , 右)



(资料来源: WIND、广证恒生)

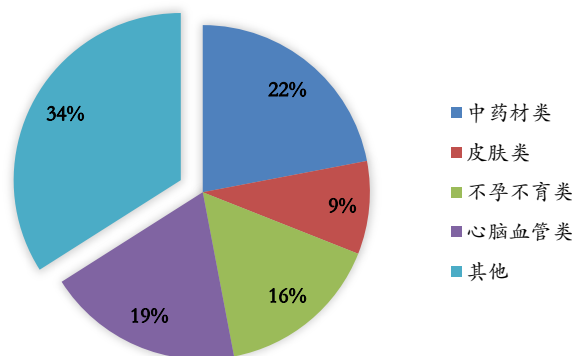
根据公司 2015 年中报披露数据, 公司营业收入主要由医药制造类: 中药材、皮肤药、不孕不育、心脑血管和医药电商类 (康爱多) 两部分构成。人参等中药材的收入占比为 33%, 但其毛利较低, 利润占比仅为 22%; 三大类主营产品皮肤药、不孕不育、心脑血管药品的营收占比虽仅有 27%, 但都有较高的毛利率, 利润占比可达 44%。其他主要是医药电商业务, 公司医药电商仍属于前期扩展期, 广告宣传等投入费用较多, 对利润贡献较小。

图表4. 太安堂各类业务营收占比 (%)



(资料来源: WIND、广证恒生)

图表5. 太安堂各类业务利润占比 (%)



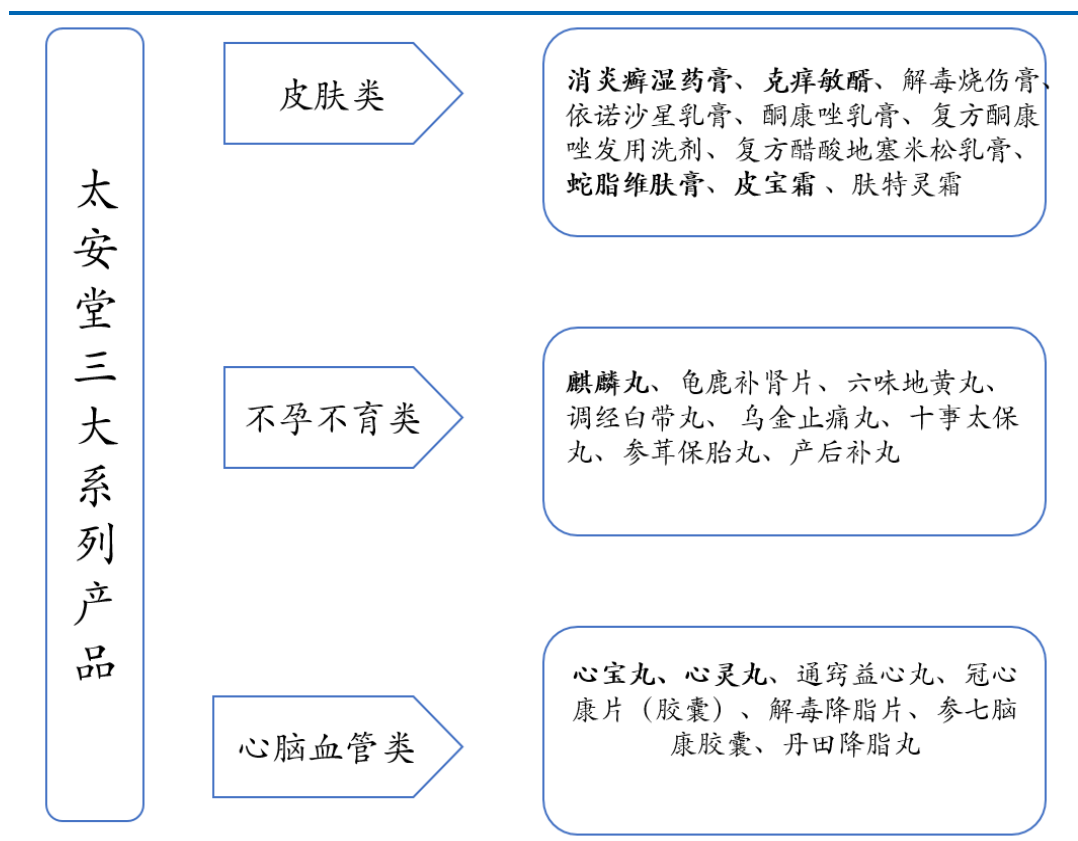
(资料来源: WIND、广证恒生)

2. 医药制造板块产品丰富，不孕不育和心脑血管类为公司主打产品

2.1 三系列主营产品齐发力，中成药市场各领风骚

公司以原有优势产品——中药皮肤药为主，通过收购太安堂制药、雷霆国药及宏兴集团等公司扩大原有产品线，丰富自身产品结构，形成以**皮肤病类、心血管疾病类及不孕不育类药品**三大类产品系列群。

图表6. 皮肤类、不孕不育、心脑血管类为太安堂三大系列产品



(资料来源：公司官网、广证恒生)

皮肤病领域是公司原有的优势领域，拥有独到的技术领先优势，主要产品有消炎癣湿药膏、克痒敏醑、解毒烧伤膏、依诺沙星乳膏、蛇脂维肤膏、皮宝霜、肤特灵霜等。

不孕不育类药品及**心脑血管**药品是公司近年来大力推广的两大系列药品，公司生殖健康类产品齐全，贯穿整个孕育周期，包括孕前（麒麟丸）、孕中（调经白带丸(独家)、十二太保丸、参茸保胎丸）、孕后（乌金止痛丸(独家)、产后补丸），以及长春宝丸，乌鸡白凤丸等生殖健康产品。其中**麒麟丸**为公司独家生产不孕不育类药品，是国家准字号药品，有治疗男女两性因肾脾两虚、肝肾不足引起的生殖功能减退等疾病，有滋阴补肾的功效。

心脑血管类药品中心宝丸为公司主打产品，随着收购宏兴集团，公司在心血管领域又扩展了心灵丸、通窍益心丸、冠心康片（胶囊）、解毒降脂片、参七脑康胶囊等品种。

图表7. 太安堂主要产品的基本信息

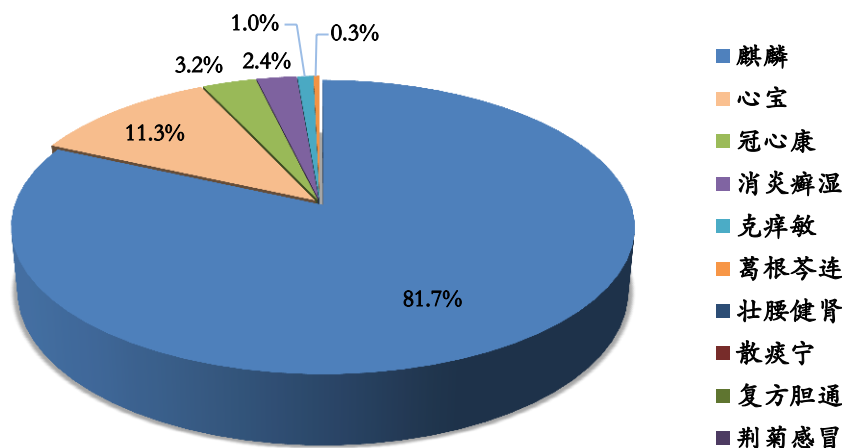
类别	产品名称	主要用途
皮肤类	蛇脂维肤膏	杀菌，消炎，止痒，清热解毒；改善皮肤营养防止皮肤干燥
	消炎癣湿药膏	杀菌，收湿，止痒。用于头癣，足癣，慢性湿疹，滋水搔痒，疥疮等。
	克痒敏醑	收敛止痒、消炎解毒，用于急慢性湿疹、荨麻疹、虫性皮炎、接触性皮炎等引起的皮肤搔痒症。

	皮宝霜	抑菌剂，用于皮肤表面的抑菌。
不孕不育	麒麟丸	补肾填精，益气养血。适用于肾虚精亏，血气不足，腰膝酸软，倦怠乏力，面色不华，男子精液清稀，阳痿早泄， 女子月经不调。或男子不育症，女子不孕症。
	调经白带丸	独家品种， 孕中 调经白带丸，调经补血，滋肾养阴。
	参茸保胎丸	用于 孕中 ，滋养肝肾，补血安胎。用于肝肾不足，营血亏虚，身体虚弱，腰膝酸痛。
	产后补丸	用于 孕后 ，活血祛瘀，散寒止痛。用于产后腰腹疼痛，头痛身酸。
	乌金止痛丸	独家品种， 孕后 活血化瘀，行气止痛。用于产后瘀血不清，腹痛腰痛，胸胁刺痛。
	龟鹿补肾片	壮筋骨，益气血，补肾。用于身体虚弱，精神疲乏，腰腿酸软。
心血管类	心宝丸	温补肾阳，益气助阳，活血通脉。用于治疗心肾阳虚，心脉瘀阻引起的慢性心功能不全；窦房结功能不全引起的心动过缓、病窦综合症以及缺血性心脏病引起的心绞痛及心电图缺血性改变。
	心灵丸	活血化瘀，益气通脉，宁心安神。用于胸痹心痛，心悸气短，头痛眩晕等症，以及心绞痛、心律失常及伴有高血压病者。
	冠心康	清热平肝，活血通脉。用于肝经有热，肝阳上亢，脉络瘀阻所致头痛眩晕，胸痹心痛、肢体麻木等症，以及高血压、冠心病属于肝阳偏亢、脉络瘀阻所致者
特色中成药	祛痹舒肩丸	祛风寒，强筋骨，益气血，止痹痛。用于肩周炎风寒痹症者，症见肩部怕冷，遇热痛缓，肩痛日轻夜重，肩部有明显痛症，肩部肌肉萎缩等。

(资料来源：公司公告、广证恒生)

在城市公立医院中成药用药中，公司销量前三位的产品为不孕不育类药品麒麟丸、心血管类药品心宝及冠心康，占比分别为 81.7%，11.3% 及 3.2%，三种产品共占比超过 95%，公司不孕不育药及心血管药品在公立医院用药中占比较大，是公司在公立医院收入的主要来源，其中麒麟丸占据最大份额最大。

图表8. 城市公立医院中成药—2015年太安堂—前十产品份额格局

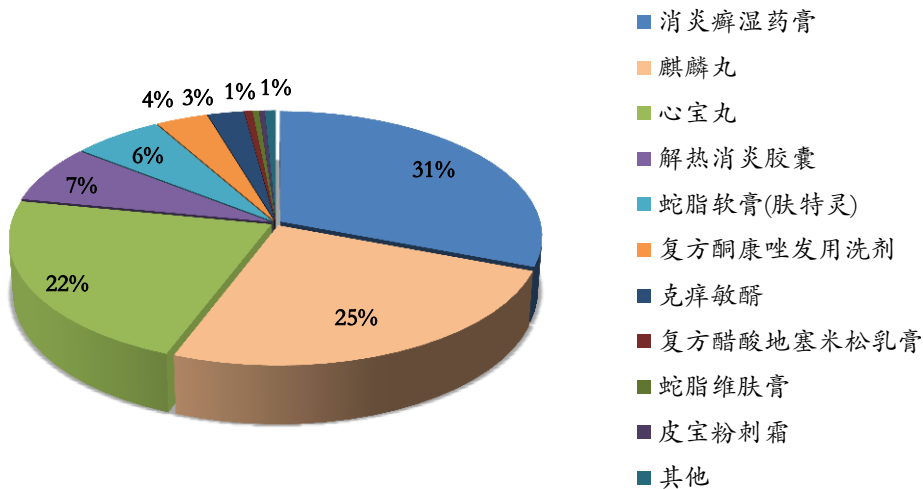


(资料来源：南方医药经济研究所数据库、广证恒生)

在重点城市零售药店，公司产品格局看，老牌皮肤类消炎痹湿药膏占比 31%，整体皮肤类药品蛇脂软膏(肤特灵)、复方酮康唑发用洗剂、克痒敏醋均表现不错。而公司拳头产品麒麟丸和心宝丸在零售药店市

场占比分别达 25% 和 22%，说明公司不孕不育和心血管类拳头产品麒麟丸和心宝丸在医院和零售药店中均得到市场认可，具有较好的市场地位。

图表9. 重点城市零售药品—2015 年太安堂—前十产品份额格局



(资料来源: 南方医药经济研究所、广证恒生)

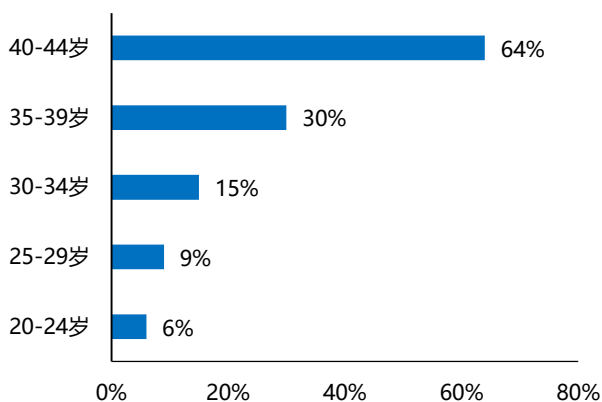
2.2 生殖健康市场前景可观，麒麟丸为公司主打产品

麒麟丸为国家二级中药保护产品，为公司独家生产。可用于补肾填精，益气养血，有助于两性因肾虚精亏引起生殖功能及性功能衰退等疾病。

2.2.1 二胎政策全面放开及不孕不育年轻化，促生殖健康市场扩容

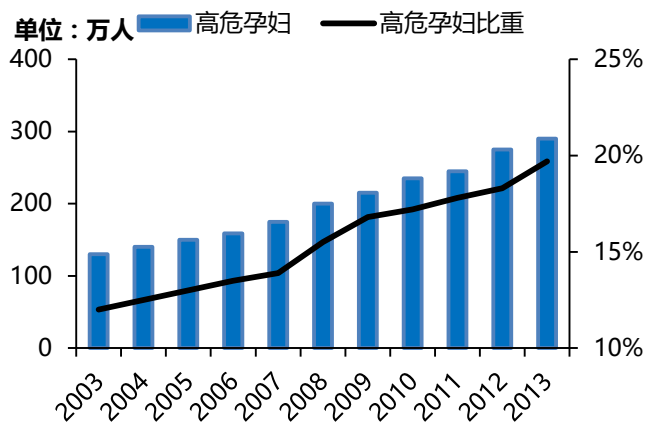
随着社会快速发展，人们生育能力状态受到生活方式、环境因素、心理状态的负面影响，不孕不育率逐年上升。根据世界卫生组织调查，80 年代中后期发达国家不孕不育率约为 5%-8%，部分发展中国家可达 30%；90 年代后期，世界不孕不育率已达 10%-20%。目前，世界卫生组织预测，不孕不育将成为仅次于肿瘤和心血管病的第三大疾病。

图表10. 女性不孕发生率随和年龄的增长而上升



(资料来源: 2015 不孕不育大数据调查报告、广证恒生)

图表11. 2003 年以来，高危孕妇比重逐年提升

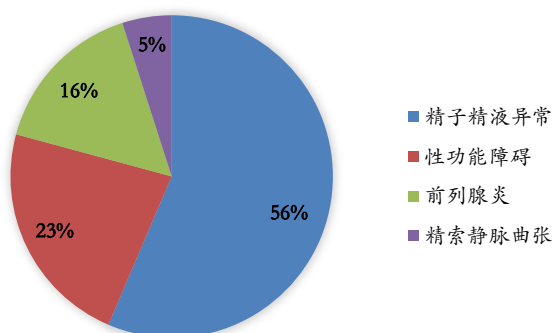


(资料来源: 2015 不孕不育大数据调查报告、广证恒生)

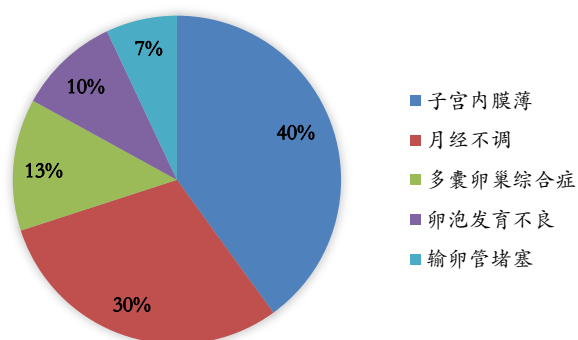
随着国家“二胎政策”全面放开，对于希望孕育二胎的家庭来说，意义重大。然而，年龄是评估女性生

育能力的重要指标，随着年龄的增长，女性不孕不育的发生率也随之提高。40-44 岁女性患不孕不育的概率是 20-24 岁女性的 10 倍左右。所以“二胎政策”会使有再生意愿的育龄妇女数量增多，对治疗不孕不育有需求人群也随之增多。

在不孕不育男性患者中，有 56% 的患者是因为精子质量异常，导致这种异常的主要原因有附睾炎，精索静脉曲张等。女性患者中，首要问题是子宫内膜薄，流产过多引发的不孕不育，这类原因占女性不孕不育者 40%。同时，随着社会观念开放，青春期性行为发生率不断提升，年轻女性做人流的现象越来越普遍，多次的人流极易引发子宫底膜损伤，受精卵着床困难，导致患不孕不育的概率也大幅提高；很多患不孕症的女性在 20 多岁时就已经有生殖系统感染或流产行为，不孕不育已逐渐走向年轻化。

图表12. 男性患不孕不育主要原因—精子精液异常


(资料来源：2015 不孕不育大数据调查报告、广证恒生)

图表13. 女性患不孕不育主要原因—子宫内膜薄


(资料来源：2015 不孕不育大数据调查报告、广证恒生)

在我国，不孕不育患者已超过 4000 万，发病率高达 15% 左右。预计未来随着二胎政策放开，生育年龄后移，人工流产年龄前移及环境压力等客观因素的恶化，我国不孕不育人数将持续增高。

市场中治疗不孕不育的药品主要为中药和西药。中药治疗主要以补肾为主“男性养精，女性养血”；西药的治疗主要以促进性腺激素为主，方式是使用促卵泡素药物，加以辅助运用生殖技术治疗，促进女性排卵。但因西药属于激素类药物，其副作用较大在生殖技术也存在一定的风险隐患，越来越多的人青睐使用中成药进行治疗。

图表14. 常用治疗不孕不育病的中成药产品

产品名称	处方药/OTC	独家产品	生产厂家数量	国家医保	日均服用价格	生产公司
麒麟丸	处方药	√	1	—	36	太安堂
龟龄集	处方药	√	1	—	28	广誉远
肾宝片	OTC	√	1	—	24.8	江西汇仁
生精胶囊	处方药	√	1	—	31.5	遵义廖元和堂
龟鹿补肾片	OTC	—	2	—	13.3	太安堂
龟鹿补肾片	处方药	—	2	—	14.6	郑州福瑞堂
生精片	处方药	—	5	—	24.5	万胜药业等
六味地黄丸	OTC	—	363	甲类	2.3	太安堂、同仁堂等
缩阳固精丸	OTC	—	37	—	4.3	桐君阁、同仁堂等
参茸固本还少丸	处方药	√	1	—	43.3	兰州佛慈制药
调经促孕丸	处方药	—	5	—	3.5	同仁堂等

定坤丹	OTC	—	12	乙类	22.6	广誉远、葵花药业等
暖宫孕子丸	处方药	—	10	—	16.7	佛慈制药等
坤灵丸	处方药	—	5	—	13.3	白云山、天士力等
滋肾育胎丸	处方药	√	1	乙类	12.7	白云山
参茸强肾片	处方药	—	4	—	9.6	吉林万通药业等
龙鹿胶囊	处方药	√	1	—	36.7	天津和治药业
龙鹿丸	处方药	√	1	—	20	山西康威制药
复方玄驹胶囊	处方药	√	1	—	22.67	浙江施加强

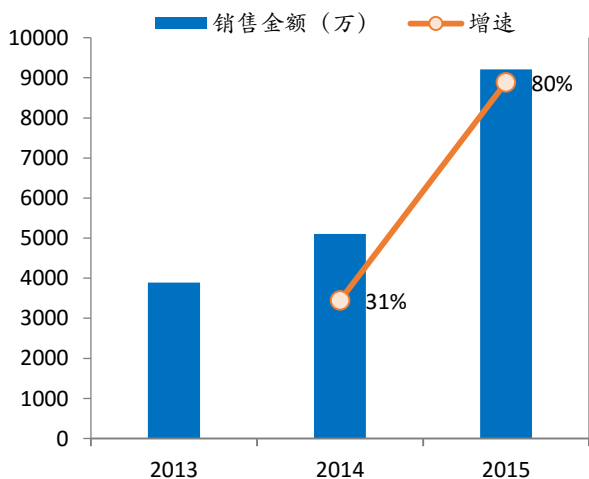
(数据来源: 米内网、CFDA、康爱多、广证恒生整理)

2.2.2 主打产品麒麟丸治疗不孕不育，快速成长可期

麒麟丸为公司主打不孕不育中药产品，国家二级中药保护品种，由公司独家生产制作，其主要成分为制何首乌、墨旱莲、淫羊藿、菟丝子、锁阳、党参、郁金、枸杞子覆盆子、山药、丹参、黄芪、白芍、青皮、桑椹，药品通过口服的方式治疗男女不孕不育症。麒麟丸制药工艺精湛，在2015年“太安堂麒麟丸制作技艺”被列入第四排“国家级非物质文化遗产代表项目目录”。

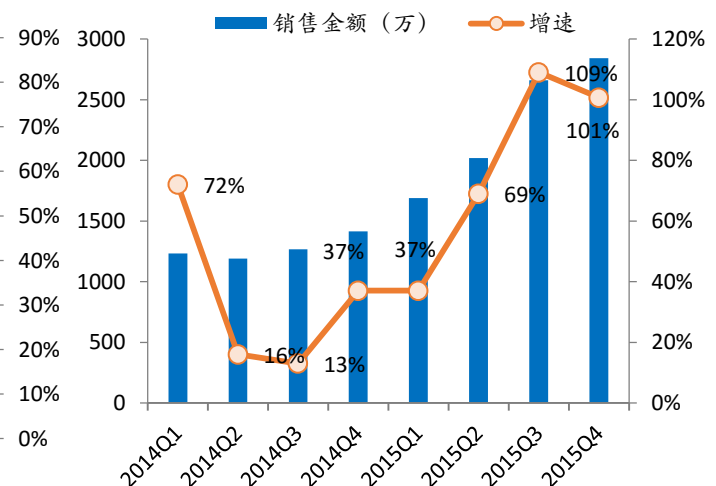
根据南方医药经济研究所的终端统计数据显示，2015年麒麟丸在城市公立医院中成药市场中，同比增长率达80%；分季度来看，2015年四季度成明显增速上升的趋势，尤其第三及第四季度的增速分别达109%及101%，这与我国二胎政策全面放开刺激70后的大龄夫妇生育意愿率提升，且大龄夫妇经济能力强同时不孕不育发病率高，拉动了不孕不育中成药的市场需求，麒麟丸直接受益。公司2015年麒麟丸销售量相比2014年并未显著提升，我们认为终端需求的提升，起先消耗的是渠道库存，待库存减轻，2016年公司麒麟丸有望超50%高速增长。

图表15. 城市公立医院中成药-麒麟-年度销售趋势



(资料来源: 南方医药经济研究所数据库、广证恒生)

图表16. 城市公立医院中成药-麒麟-季度销售趋势



(资料来源: 南方医药经济研究所数据库、广证恒生)

公司从2007年起开始生产销售麒麟丸，通过5年的时间对产品重点研究，改良其制造工艺。2012年麒麟丸营收突破亿元，同比增长幅度达130%。2015年营收达2亿多规模，占公司营收比例10%左右。麒麟丸用药人群增多，知名度提升且二胎生育高峰有望维持2-3年，且公司已经建立了近300人的生殖健康

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

事业部直销团队，主动推进公司不孕不育类产品的销量，我们认为未来 2-3 年公司不孕不育类产品有望持续 50% 高增长。

麒麟丸目前零售价格为 30g *3 瓶/盒为 198 元，日均服用价格在 36 元。一般一个疗法即可明显好转；重症患者一般 2-3 疗即可；四周为一个疗程，三个月个周期；一个疗程费用约 1000 元，一个周期费用约 3000 元。麒麟丸因其采用先进工艺精制而成，见效迅速，远优于同类产品，且目前价格较低，我们预计麒麟丸有提价的可能，能有效提升公司的盈利能力。

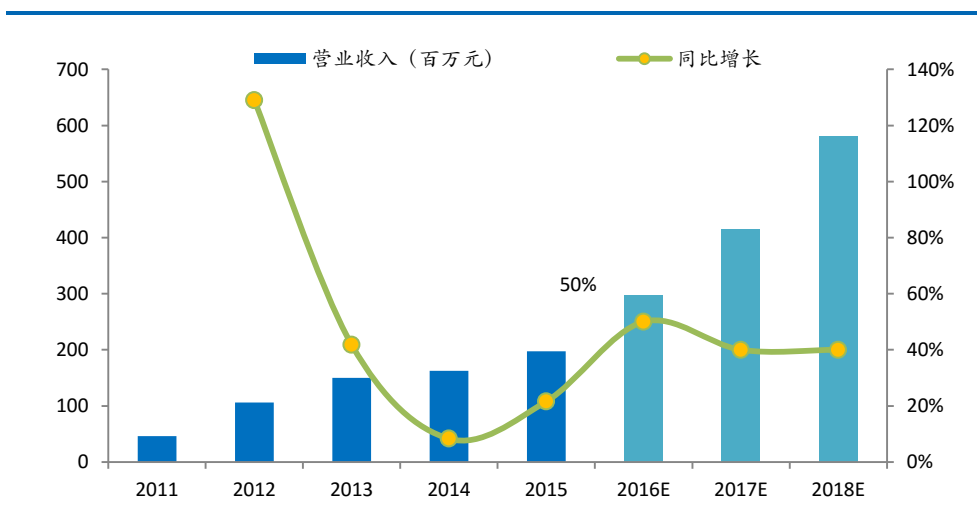
2.3 心脑血管类产品维持营收高增长

随着我国人口的增加，人口老龄化程度加速，心脑血管患病人数逐年上升。根据中国医药工业信息中心数据显示，截止到 2013 年，我国心脑血管药品市场规模已超过 1600 亿元；市面上超过销量超过 10 亿的品种大多数也都是心脑血管类产品。

公司的心脑血管主要产品为**心宝丸**，随着 2011 年收购了宏兴集团后，公司又补充了心灵丸、通窍益心丸、冠心康片（胶囊）、解毒降脂片、参七脑康胶囊、丹田降脂丸等品种。其中心宝丸是国家医保乙类药品，主要成分有人工麝香、牛黄、熊胆、蟾酥、珍珠、冰片、三七、人参等，可用于治疗慢性心功能不全、心动过缓、心绞痛及心率失常等心血管疾病。

虽然公司进入心脑血管市场较晚，但是产品疗效较好；2012 年因宏兴集团心脑血管类产品的并入，当年营收增速达 115%，2013 年开始，心脑血管类产品增速趋于稳定，一直维持着 35% 左右，预计在未来的三年时间里，公司心脑血管类产品仍能保持约 20% 左右的增速。

图表17. 太安堂心脑血管类产品未来三年营收增速可维持在 30% 左右



(资料来源: wind、广证恒生)

3. 医药电商行业大势所趋，康爱多战略定位线上线下融合协同发展

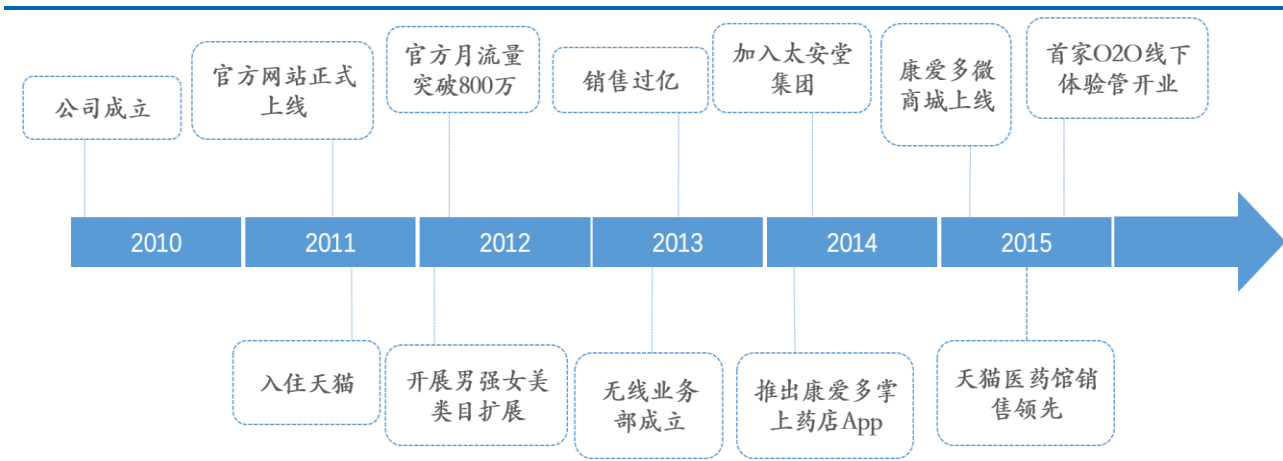
2014 年，公司以 3.5 亿交易基准收购广东康爱多连锁药店有限公司 100% 股权。收购合约中：管理层股东承诺康爱多 2014 年度、2015 年度、2016 年度和 2017 年度实现的销售收入分别不低于 2.8 亿元、6.4 亿元、11.5 亿元和 14.5 亿元；2014 年度、2015 年度、2016 年度和 2017 年度实现的净利润分别不低于 500 万元、800 万元、2,000 万元和 3,000 万元。若承诺期低于承诺销售收入或净利润，股东以股权转让款冲抵补偿款。

3.1 医药电商受益医药分家大趋势，康爱多发展迅猛

康爱多成立于 2010 年 7 月，于 2011 年 8 月上线，主要进行药品、保健品、医疗器械、计生用品及美

容产品的销售。通过线上网络销售交易，线下建设自营药店提供专业药师咨询服务。康爱多目前拥有自建平台“康爱多网上药店”，入驻天猫、京东、一号店等5家第三方交易网络平台。拥有5家线下O2O实体药店。

图表18. 康爱多成长历程



(资料来源：公司官网、广证恒生)

近几年来，随着相关政策颁布频率的提高，我国医药电商政策逐步呈现放开的趋势，从最初的禁止网上售卖药品到2014年初步放开处方药网上销售，允许第三方物流配送等我国医药电商政策以完成初步探索；在医药分离，从业人员资格审查、信息服务等多方面推动下，目前整个医药电商行业进入发展快车道。

叫停暂停第三方药品零售，促医药电商行业集中度提升，康爱多作为龙头有望受益

2016年6月河北药监局发布暂停天猫医药馆的网上药品销售业务，这主要是基于药品流通行业的安全性考虑，但从长远来看，国家监管部门加大监管力度，更有利于行业的规范发展，保障用药安全。而网售处方药在欧美等发达国家已经成熟实施，其能满足可观存在的市场需求，是未来行业发展趋势。2016年6月初，被暂停的不仅是天猫医药馆，而是整个互联网第三方平台药品网上试点，意味着平台企业对药品只能展示，不能销售。而康爱多有自主的自营平台，第三方平台暂停，竞争力不强的电商有望淘汰出局，而康爱多可通过自营及线下的实体商铺销售，有望占有线上更多市场和流量。

随着我国药品流通安全基础性逐步完善，我们认为未来网售处方药放开是趋势

2016年7月20日，CFDA发布《国家食品药品监督管理办法的决定》中将药品的电子监管系统调整为药品追溯体系，明确按照国家有关要求建立药品追溯系统，实现药品可追溯”并给出了操作性要求，这有助于落实药品经营企业追溯管理责任，规范行业发展。我们认为，待药品安全溯源系统建立，及基础新的药品流通安全性工作准备取得进展后，处方药网上销售后续则有望放开。短期来看，第三方平台面临压力，但行业监管到位和日趋规范有利于整个医药电商的发展。

图表19. 1998-2015年中国医药电商领域相关政策信息

法律法规	颁布时间	主要内容
《处方药与非处方流通管理暂时规定》	1999.12	处方药与非处方药禁止在网上销售
《药品电子商务试点监督管理方法》	2000.06	在部分省市开展网上非处方药销售试点
《互联网药品信息服务管理方法》	2000.09	允许互联网药品信息服务
《互联网药品交易服务审批暂时规定》	2005.09	可以在网上进行药品交易，但只能销售非处方药

《关于加强互联网药品销售管理的通知》	2013.10	零售单体药店不得开展网上售药业务，零售连锁企业网上只能销售非处方药，并使用复合 GPS 认证的药品配送系统自行配送
《互联网食品药品经营监督管理办法》	2014.05	规定取得相应资格证的互联网平台不仅可以销售处方药，还可以由第三方物流配送平台进行药品或医疗器械的配送，同时将第三方交易审批权下放省级药监部分
《关于落实 2014 年度改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》	2014.09	提出采用多种方式推进医药分离，在公立医院改革试点城市，探索由优质零售药店来承担医疗机构门诊药房等服务形式改革，逐步形成药师负责门诊真的，患者评处方到医疗结构或者零售药品自助购药新模式。
《全国医疗卫生服务体系规划纲要》	2015.03	战略性提出“健康中国云服务计划”要求积极引用移动互联网、云计算、新技术手段推动全国健康信息服务和智慧医疗服务，到 2020 年实现全员人口信息、电子健康档案和电子病历三大数据基本不覆盖全国人口并信息动态更新
天猫医药馆网上零售被叫停	2016.06	天猫医药馆收到河北食品药品监督管理局的通知，被要求从即日起停止发布销售药品类目商品；天猫医药馆已向众多入驻商家发送相关通知，同时表示按照药监局的通知，积极配合停止第三方平台药品网上零售业务。

（资料来源：CFDA、广证恒生整理）

目前，康爱多借助互联网发展利好，深耕微信，微商城及康爱多掌上药店，探索医药电商新模式；同时与天猫建立了长期稳定的合作关系，天猫旗舰店的销售品种主要包括医疗器械、计生用品、日常医药和隐形眼镜四大类。康爱多的流量来源主要有：自有的 2000 万名会员、自有电商平台、百度视频网站及第三方平台（如天猫、京东等）。

图表20. 康爱多的各种电商线上模式

网站平台	商品总数	主要产品类别
官方商城	20000 多 SKU	慢性病专用药、大健康商品
天猫旗舰店	2400 余种	医疗器械、普药和计生类
手机移动端	特色服务	特色活动
掌上药店	私人制定、服药提醒、微健康、BMI 计算、每日签到	健康讲座、促销汇
微信公众号	特色服务	
共赢会	合作商家服务好，提供康爱多最新消息，共享网上药店资源	
康爱多	微信购药第一家	

（资料来源：互联网、广证恒生）

3.2 线上线下双剑合璧，康爱多营收翻番增长，2016 年有望收支平衡

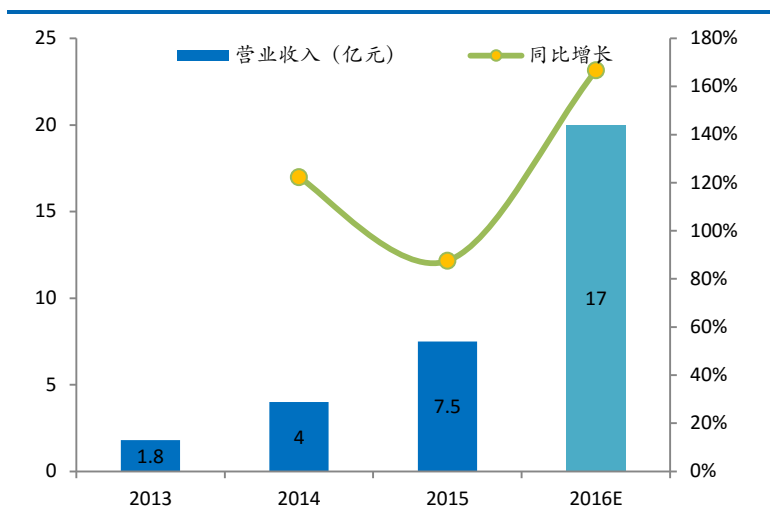
康爱多目前拥有广州越秀先烈南路分店、佛山顺德大良分店、东莞石碣振康药店、东莞东城振康药店及东莞石龙振康药店等 5 家线下实体店。未来医药电商发展模式是线上线下相融合的方式，线上药品品种齐全，可长远定价，线下利用优质的药师提供更多的服务，更加贴近消费者。

目前康爱多线上布局良好，月度覆盖人数持续增长，已拥有 2000 万名会员。未来对康爱多的投资主要是线下布局，公司预计 2016 年将设近十家院边店，通过工业企业代表影响医生，让医生开单到药店来，

与医院建立联系。康爱多线上线下药品价格统一，同时比周边其他药店便宜，这使康爱多的院边店在价格上有竞争优势，更利于吸引客源。公司在DTP软件方面有优势，公司计划在全国医院门口设立3000-5000家康爱多专柜，进行调货配送，提高配送效率。

康爱多2015年营收规模达7.5亿，完成当年收购承诺；其中公司自有平台收入占45%，天猫等第三方平台占55%。考虑公司将会大力推动康爱多的发展，线下门店的建设将会为康爱多带来更多的营收，2015年康爱多由于处于发展阶段，亏损约2600万，但2016年康爱多有望实现17亿左右的营收（税前近20亿销售额），业绩盈亏平衡。

图表21. 康爱多未来三年营业收入成翻倍增长



(资料来源: wind、广证恒生推测)

4. 盈利预测

根据对公司各项业务的分析，以及市场的评估，我们对公司的收入假设如下表：

- 1、康爱多营收规模会快速增长，并于2016~2018年保持90%的增长率，毛利率稳定在24%左右。
- 2、不孕不育类药品，考虑二胎全面放开，市场需求提升，且公司2016年第一季度的增速达50%，预计全年增速为50%，2017-2018增速维持50%；毛利率因麒麟丸提价等营销，稳中略有上升。
- 3、心脑血管类药品营收未来三年增速在10-15%，毛利率维持53%；
- 4、皮肤类药品随着新产品小萱的上市，未来今年营收保持持平，毛利维持39%；
- 5、中药材类考虑今年人参的价格仍下降，营收增速为5%，而其后2年人参价格有望企稳，营收增速为15%，毛利率略有下降维持18%；
- 6、考虑公司2016年销售亳州中药材产业园的营收开始确认并逐年释放，亳州总计600多套饮片交易商铺，我们假设未来3-4年贡献收入分别为1.85亿，2.22亿，2.66亿，毛利率为44%。
- 7、其他类，基本维持不变。

图表22. 营业业务收入假设与预算

业务 (百万元)		2015.00	2016E	2017E	2018E
医药电商	收入	903.12	1715.93	3260.26	6194.50
	同比增长	--	90.00%	90.00%	90.00%
	毛利率	25.00%	24.60%	25.00%	25.00%
医药制造	收入	609.690	736.866	931.469	1207.002
不孕不育类	收入	197.49	296.24	444.35	666.53
	同比增长	30.00%	50%	50%	50%
	毛利率	51.48%	51.50%	52.00%	54.00%
心脑血管类	收入	277.61	305.37	351.18	403.85
	同比增长	36%	10%	15%	15%
	毛利率	52.04%	53.00%	53.00%	53.00%
皮肤类	收入	134.59	135.26	135.94	136.62
	同比增长	-14%	0.50%	0.50%	0.50%
	毛利率	39.02%	39%	39%	39%
中药材类(吉林人 参种植及亳州饮 片)	收入	813.22	853.88	981.96	1129.26
	同比增长	--	5%	15%	15%
	毛利率	20.05%	18.00%	18.00%	18.00%
亳州中药物流园	收入	0.00	185.00	222.00	266.40
	同比增长			20%	20%
	毛利率		44.00%	44.00%	44.00%
其他业务	收入	21.51	21.52	21.53	21.54
	同比增长	--	0.05%	0.05%	0.05%
	毛利率	100.00%	99.00%	99.00%	99.00%
营业收入合计	收入	2347.54	3513.198	5417.22	8818.70
	增长率	93.18%	49.65%	54.20%	62.79%

5. 投资建议

公司拳头产品麒麟丸治疗不孕不育,有望受益于二胎全面放开,终端需求增多,且终端零售价市场化有望提价,我们测算公司不孕不育类产品未来3年有望保持50%增长,心血管类产品有望保持10%增速;皮肤类产品有望持平,从而公司制药板块增速有望维持25%-30%的水平。而上游中药材的吉林抚松人参项目有望维持4000-5000万盈利规模,安徽亳州中药饮片项目有望在现有6000万规模基础上每年增加1000-2000万利润;从而累计则算公司2016~2018年制药净利润规模分别为2.4亿/2.9亿/3.5亿,考虑不孕不育需求景气,给予35倍估值,对应市值84亿/101亿/122亿。2016年开始公司亳州中药产业物流园项目建成完工,2016~2018年持续为公司贡献约4000万/6000万/8000万净利润,给予20倍估值,对应2016~2018年市值8亿/12亿/16亿。医药电商顺应行业发展趋势,处方药网上销售未来有望放开,康爱多收入规模未来3年有望持续翻番增长,给予康爱多,对应估值10亿/15亿/18亿。只考虑现有业务情况下,我们认为2016-2018公司总市值为102亿/128亿/156亿。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3855.82	5592.86	8706.95	14250.49	经营活动现金流	-1271.22	-927.91	-1625.62	-3235.91
现金	271.87	402.73	620.99	1010.91	净利润	195.58	282.00	345.35	423.04
应收账款	249.29	369.28	569.41	926.95	折旧摊销	57.29	105.08	162.84	243.10
其它应收款	18.34	31.82	45.52	80.38	财务费用	7.61	64.11	170.70	376.71
预付账款	162.64	211.71	365.52	574.16	投资损失	-1.94	-1.94	-1.94	-1.94
存货	3109.21	4520.46	7027.98	11543.66	营运资金变动	-1227.33	-1377.16	-2302.58	-4276.82
其他	44.48	56.86	77.53	114.44	其它	-302.43	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2013.04	2622.57	3651.64	5537.84	投资活动现金流	-86.03	-712.67	-1189.97	-2127.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	295.47	615.50	1029.07	1886.20
固定资产	772.19	1185.57	1848.58	3017.73	长期投资	-0.78	0.00	0.00	0.00
无形资产	325.41	458.29	682.93	1090.03	其他	208.67	-97.17	-160.90	-241.16
其他	915.44	978.71	1120.14	1430.08	筹资活动现金流	952.18	-99.25	-188.15	-391.85
资产总计	5868.86	8215.43	12358.60	19788.34	短期借款	410.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	1229.41	3312.95	7128.95	14152.13	长期借款	-18.00	0.33	1.09	2.80
短期借款	550.00	2420.69	5642.70	11787.74	其他	560.18	-99.58	-189.24	-394.64
应付账款	456.76	634.40	1062.03	1724.40	现金净增加额	-405.07	-1739.83	-3003.75	-5755.12
其他	222.65	257.86	424.22	639.99					
非流动负债	129.49	123.86	124.95	127.74	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
长期借款	7.00	7.33	8.42	11.22	成长能力				
其他	122.49	116.53	116.53	116.53	营业收入增长率	0.93	0.48	0.54	0.63
负债合计	1358.90	3436.80	7253.90	14279.87	营业利润增长率	0.08	0.45	0.23	0.23
少数股东权益	93.82	101.68	111.32	123.12	归属于母公司净利润	0.02	0.44	0.22	0.22
归属母公司股东权益	4416.14	4670.97	4987.42	5379.38	获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	5868.86	8209.46	12352.63	19782.37	毛利率	0.28	0.30	0.29	0.29
					净利率	0.08	0.08	0.06	0.05
					ROE	0.05	0.06	0.07	0.08
					ROIC	0.04	0.05	0.05	0.04
利润表	2014	2015E	2016E	2017E	偿债能力				
营业收入	2371.65	3513.20	5417.22	8818.70	资产负债率	0.23	0.42	0.59	0.72
营业成本	1697.11	2467.42	3836.11	6300.92	净负债比率	0.13	0.51	1.11	2.15
营业税金及附加	9.19	13.61	20.99	34.17	流动比率	3.14	1.69	1.22	1.01
营业费用	295.90	438.45	671.74	1093.52	速动比率	0.61	0.32	0.24	0.19
管理费用	138.90	205.75	317.26	516.47	营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	7.61	64.11	170.70	376.71	总资产周转率	0.46	0.50	0.53	0.55
资产减值损失	5.76	8.53	13.16	21.42	应收账款周转率	0.11	0.11	0.11	0.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	4.52	4.52	4.52	4.52
投资净收益	1.94	1.94	1.94	1.94	每股指标 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	219.12	317.26	389.21	477.44	每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.36	0.44	0.53
营业外收入	5.09	5.09	5.09	5.09	每股经营现金流 (最新)	-1.65	-1.20	-2.11	-4.20
营业外支出	2.10	2.10	2.10	2.10	每股净资产 (最新摊)	5.85	6.19	6.61	7.14
利润总额	222.11	320.25	392.20	480.43	估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	26.53	38.25	46.85	57.38	P/E	60.32	29.14	23.79	19.42
净利润	195.58	282.00	345.35	423.04	P/B	2.60	1.71	1.60	1.48
少数股东损益	5.45	7.87	9.63	11.80	EV/EBITDA	39.55	20.91	18.16	17.28
归属母公司净利润	190.12	274.13	335.72	411.24					
EBITDA	302.71	489.09	728.99	1100.23					
EPS (摊薄)	0.25	0.36	0.44	0.53					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。