

电商及不孕不育超高速增长, 业绩受财务费用高企承压

2016. 8. 30

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 tangajj@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310514080002

事件:

公司公告, 营业收入为 13.84 亿元, 较上年同期增 55.14%; 2016H1 归母净利润为 8608.24 万元, 同比增 15.15%; EPS 为 0.11 元, 同比增 10%。

投资要点:

● 康爱多医药电商销售规模 103.5%超高速增长, 首次实现盈利 721 万
 康爱多上半年实现营业收入 6.4 亿, 同比增长 103.5%, 净利润 721 万, 相比 2015 年全年康爱多亏损 2688 万, 首次扭亏为盈, 预计康爱多全年营收规模有望实现翻番增长, 并有盈利。我们认为目前是电商行业的冰点期, 电商行业集中度有望提升: 8 月 1 日起天猫医药馆等第三方电商平台暂停网售药品, 小型无抗风险能力的电商商铺关门倒逼, 而康爱多作为电商行业前三的龙头, 且有自主的自营平台, 有望受益从而抢占更多的客户流量, 经草根调研以及上半年康爱多经营数据分析发现, 康爱多的经营情况并没有因为创始人王燕雄不再担任 CEO 以及行业政策的管制而受重创, 相反其经营规模进一步快速做大, 我们认为医药电商能满足客观存在的网上购药的硬性需求是行业发展趋势, 目前处于发展期初始爆发期黎明前期, 网售处方药放开终有一日有望放开, 康爱多作为医药电商三甲势必能发展壮大。

● 不孕不育类产品符合 50%高速增长预期, 涨价及自营队伍推动等因素有望保麒麟丸持续高增长

2016 年上半年以麒麟丸为核心的不孕不育中成药收入 1.193 亿, 同比增长 45.85%, 毛利率 53.33%, 提升 3.59 个百分点, 符合我们对麒麟丸近 50% 高速增长的预期, 我们认为不孕不育终端需求提升及公司自营队伍主动营销和未来麒麟丸有望涨价等因素, 以麒麟丸为核心的不孕不育产品有望 3 年持续 50% 增长, 毛利率有望提升, 成公司业绩增长主要亮点。

● 公司债导致财务费用大幅提升, 一定程度拖累业绩, 全年有望近 40% 增长

公司 2016 年上半年息税前利润 (EBIT) 为 1.3 亿, 同比增长 38.65%, 但因为公司发行债券利息费用增多, 2016 年上半年财务费用高达 2876 万, 相比去年同期 479 万同比增长 500.7%, 影响公司上半年的业绩增速。我们认为下半年公司安徽亳州健康地产中药饮片商铺销售有望确认收入利润, 且吉林人参项目的利润主要确认在 Q3 季度, 公司全年有望达 35~45% 增长。且因亳州健康地产项目回笼资金, 公司经营活动现金流量净额有望为正。

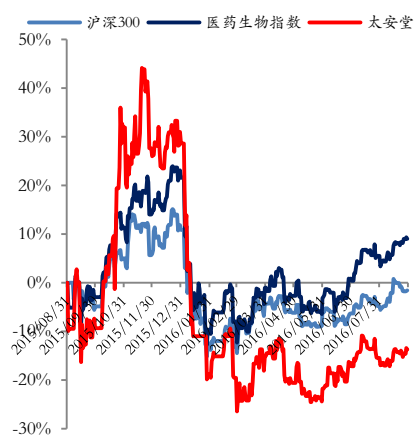
● 盈利预测与估值: 根据公司现有业务情况, 我们测算公司 16-18 年 EPS 分别为 0.36、0.44、0.53 元, 对应 29、24、19 倍 PE。考虑公司医疗等领域外延的预期, 给予 17 年 35 倍估值, 维持“强烈推荐”评级, 目标价 14 元。

● 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

现价: 10.34
 目标价: 14
股价空间: 34%

医药生物行业

股价走势

股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
太安堂	1.97	10.23	7.15
医药生物	3.34	12.59	18.48
沪深 300	3.37	4.49	12.35

基本资料

总市值 (亿元)	79.73 亿
总股本	7.71 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

广证恒生-太安堂 (002433) -深度报告-生殖健康老牌中药高增长, 康爱多电商蓄势待发-2016.07.25

广证恒生-太安堂 (002433) -点评报告-再融资规模缩减, 加码发展电商及不孕不育板块-2016.08.16

证券研究报告

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。