



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩稳健增长，看好公司长期发展

——康美药业（600518）2016 年报点评

2017 年 04 月 20 日

强烈推荐/维持

康美药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001	
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035	
缪牧一	联系人		
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035	

事件：

公司发布 2016 年年报，实现收入 216.42 亿元，同比增长 19.79%，实现归母净利润 33.40 亿元，同比增长 21.17%，实现扣非后归母净利润 33.14 亿元，同比增长 21.02%。公司经营现金流量净额 16.03 亿，同比增长 215.05%。发布 2016 年利润分配预案，每 10 股派 2.05 元。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	4062.83	4390.28	4611.41	5885.72	5317.78	5252.56	5186.26
增长率（%）	13.95%	15.07%	5.48%	17.66%	30.89%	19.64%	12.47%
毛利率（%）	29.00%	28.74%	28.04%	28.38%	29.05%	29.70%	32.69%
期间费用率（%）	9.38%	9.45%	10.23%	8.00%	10.71%	10.79%	13.67%
营业利润率（%）	17.90%	18.10%	15.69%	19.88%	17.41%	18.55%	17.11%
净利润（百万元）	614.47	675.58	648.49	985.72	774.88	826.20	749.96
增长率（%）	41.05%	43.33%	-17.70%	20.52%	26.11%	22.30%	15.65%
每股盈利（季度，元）	0.14	0.15	0.15	0.22	0.16	0.17	0.15
资产负债率（%）	45.62%	45.13%	50.56%	49.89%	42.17%	46.10%	46.40%
净资产收益率（%）	3.52%	3.73%	3.44%	4.98%	2.79%	2.89%	2.55%
总资产收益率（%）	1.91%	2.05%	1.70%	2.49%	1.62%	1.56%	1.37%

观点：

➤ 业绩稳健增长，基本符合预期

从2016年全年来看，公司实现归母净利润33.40亿元，同比增长21.17%，实现扣非后归母净利润33.14亿元，同比增长21.02%，基本符合预期。从公司主要的子版块来看，中药饮片、药品贸易、医疗器械、保健食品保持稳定高增长，中药材贸易同比下降有所拖累增速：

- ◆ **中药饮片：**实现营业收入 47.04 亿元，同比增长 26.43%，毛利率为 35.37%，较去年同期增加 0.04 个百分点。

- ◆ **中药材贸易：**实现营业收入 57.89 亿元，同比下降 3.98%，毛利率为 24.12%，较去年同期增加 0.37 个百分点。
- ◆ **药品贸易：**实现营业收入 73.03 亿元，同比增长 35.35%，毛利率为 30.38%，较去年同期增加 3.81 个百分点。
- ◆ **医疗器械：**实现营业收入 9.13 亿元，同比增长 53.79%，毛利率为 23.74%，较去年同期增加 2.98 个百分点。
- ◆ **保健食品：**实现营业收入 10.28 亿元，同比增长 25.50%，毛利率为 42.86%，较去年同期减少 1.95 个百分点。
- ◆ **物业租赁及其他：**实现营业收入 9.43 亿元，同比增长 46.31%，毛利率为 44.96%，较去年同期减少 7.79 个百分点。

从财务指标上来看，三大费用率整体有所上升，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.58%、4.79%、3.34%，较去年同期 -0.18、+0.85、+0.85 个百分点，管理费用率增加一定程度上收到公司股权激励所带来的 5129 万元股权激励支付费用影响，而财务费用率上升主要是由于银行借款以及公司发行超短期融资券的利息支出所致。

➤ 绝对龙头深耕中医药全产业链，中药饮片、保健食品接棒业绩增长

公司中医药全产业链布局，业务涵盖业上游的道地中药材种植与资源整合，中游的中药材专业市场经营，中药材贸易，中药饮片、中成药制剂、保健食品以及现代的医药物流系统，下游的集医疗机构资源、药房托管、OTC 零售、连锁药店、直销、医药电商、移动医疗等于一体的全方位多层次营销网络。我们认为，公司已经形成了以中医药全产业链为依托，原有的主业中药材贸易为基础，向 ToB 端（中药饮片）以及 ToC 端（保健食品）扩大产业链优势，公司作为中医药行业的绝对龙头，近年来在中医药主线的布局更加明确，在 ToB 端、ToC 端的业务发展极为迅速，接棒中药材贸易成为公司业绩新的主要增长点之一。

➤ 中药饮片业务保持高增长，马太效应将愈加明显

公司中药饮片实现了 26.43% 的增速，大幅高于行业增速，我们认为，未来在中药饮片行业趋势以及公司智慧药房拉动下，公司作为饮片龙头强者恒强将在未来愈加明显：

- ◆ **从中药饮片行业上来看，**增量上受益于零加成全面铺开（饮片保留 25% 加成）以及药占比要求（饮片不占药占比），医院使用中药饮片的意愿加强，而存量上由于政府监管趋严，家庭作坊式的中药饮片加工企业将被逐步淘汰。公司作为中药饮片行业的绝对龙头，市占率仅 3% 左右，未来将显著受益于行业的相对高景气以及集中度的提升。
- ◆ **从公司层面上来看，**智慧药房这种中药饮片的消费新模式将放大公司龙头优势。公司首家智慧药房于 2015 年 6 月正式运营，2016 年底日处方量最高已达 14000 张，已经签约包括广东省中医院在内的 100 多家机构并与近 200 家达成实质的签约意向，进展迅速，2017 年智慧药房将逐步进入成熟期，我们预计有望贡

献 10 亿以上的中药饮片增量收入。以深圳市中医院为例，公司在智慧药房接入之前市占率仅 5% 左右，在接入智慧药房后，公司市占率逐步提升至 45% 以上，拉动效应明显。此外，在报告期内，在国家中医药管理局的推动下，公司与中国中医科学院广安门医院、北京中医医院、广东省中医院等联合启动了智慧药房的行业标准制定工作，为行业提供标准规范的管理模式，正式确立康美智慧药房在全国的龙头地位。

➤ 借政策东风，大型流通企业雏形已现

公司借力医改中的“医药分开”及“两票制”政策，大力发展商业板块业务：

- ◆ **药房托管：**借力“医药分开”，公司于 2014 年开始大力发展药房托管业务。截止 2016 年底，公司在全国托管医院药房超 100 家，同时也带动了公司药品贸易业务的高增长。公司药房托管业务采取“自上而下”的方式，在当地设立子公司，以税收与工作岗位与当地政府形成合作，打包当地的公立医院药房，从目前公司与青海、云南、重庆等省级单位以及普宁市、普洱市、玉林市、深圳市宝安区、怀集县等当地政府的战略合作协议来看，未来三年维持高增速可期。
- ◆ **商业流通：**借力“两票制”带来的流通整合机会，公司报告期内并购江门新澳医药公司和深圳日曼医药公司，提高广东省的覆盖面，未来有望向其他省市发展。

➤ 持续布局医疗服务，有望形成新的利润增长点

报告期内，公司收购梅河口市中心医院，又在 2017 年 1 月份收购开原市中心医院，加之自有的康美医院以及此前收购的吉林省东南部的 5 家医院，公司持续向医疗服务布局，通过降本增效以及供应链管理，未来有望成为新的利润增长点。

结论：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.83 元、1.02 元、1.26 元，对应增速为 22.46%、23.82%、23.23%，对应 PE 为 23x、18x、15x，公司各项业务目前趋势向好，且不受政策负面扰动（中药饮片业务符合产业趋势并有智慧药房拉动，中药材贸易业务受益价格底部回暖，药品贸易板块受益政策东风，医疗服务布局迅速推进），我们认为，公司业绩稳定增长且大有看点，理应享受预期收益率整体下行环境下的估值溢价，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

智慧药房推进不达预期；中药材价格持续下降

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		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	29448	44462	44575	54984	67619	营业收入	18067	21642	26525	32718	40237
货币资金	15818	27325	23872	29447	36213	营业成本	12947	15172	18655	22985	28234
应收账款	2550	3095	3793	4679	5755	营业税金及附加	197	204	250	309	380
其他应收款	78	140	172	212	261	营业费用	499	558	684	844	1037
预付款项	560	721	918	1162	1462	管理费用	711	1036	1270	1566	1926
存货	9795	12619	15517	19118	23485	财务费用	449	722	783	949	1189
其他流动资产	268	296	28	28	28	资产减值损失	117.30	60.22	0.00	20.00	20.00
非流动资产合计	8658	10362	10814	10306	9810	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	407	445	445	445	445	投资净收益	72.15	67.19	0.00	0.00	0.00
固定资产	4790	5920	6369	5842	5327	营业利润	3218	3958	4883	6046	7451
无形资产	1052	1815	1633	1452	1270	营业外收入	38.51	41.23	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1057	286	286	286	286	营业外支出	13.79	11.37	0.00	0.00	0.00
资产总计	38105	54824	55390	65290	77429	利润总额	3243	3988	4883	6046	7451
流动负债合计	13879	20024	24715	28700	34640	所得税	486	651	797	987	1216
短期借款	4620	8252	9815	10815	13105	净利润	2756	3337	4086	5060	6235
应付账款	1444	1693	2053	2529	3107	少数股东损益	0	-4	0	0	0
预收款项	948	1219	1551	1961	2466	归属母公司净利润	2757	3340	4086	5060	6235
一年内到期的非流	5	0	0	0	0	EBITDA	4986	6820	6198	7504	9136
非流动负债合计	5388	5416	2394	6178	9749	BPS (元)	0.62	0.67	0.83	1.02	1.26
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	4885	4889	4885	4885	4885		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	19267	25441	27109	34878	44389	成长能力					
少数股东权益	73	268	268	268	268	营业收入增长	13.28%	19.79%	22.56%	23.35%	22.98%
实收资本(或股本)	4397	4947	4947	4947	4947	营业利润增长	20.68%	22.99%	23.38%	23.82%	23.23%
资本公积	3657	11339	11339	11339	11339	归属于母公司净利润	22.32%	23.82%	22.32%	23.82%	23.23%
未分配利润	6584	8532	8450	8349	8225	获利能力					
归属母公司股东权	18765	29116	28013	30145	32773	毛利率(%)	28.34%	29.90%	29.67%	29.75%	29.83%
负债和所有者权	38105	54824	55390	65290	77429	净利率(%)	15.26%	15.42%	15.40%	15.46%	15.50%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	7.23%	6.09%	7.38%	7.75%	8.05%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	14.69%	11.47%	14.59%	16.78%	19.02%
经营活动现金流	509	1603	5197	4687	5722	偿债能力					
净利润	2756	3337	4086	5060	6235	资产负债率(%)	51%	46%	49%	53%	57%
折旧摊销	1319	2141	532	508	496	流动比率	2.12	2.22	1.80	1.92	1.95
财务费用	449	722	783	949	1189	速动比率	1.42	1.59	1.18	1.25	1.27
应付帐款的变化	0	0	-698	-886	-1075	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	332	410	504	总资产周转率	0.55	0.47	0.48	0.54	0.56
投资活动现金流	-1444	-1986	57	-20	-20	应收账款周转率	8	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.74	13.80	14.16	14.28	14.28
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	72	67	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.67	0.83	1.02	1.26
筹资活动现金流	6759	11834	-8707	908	1064	每股净现金流(最新	1.32	2.31	-0.70	1.13	1.37
应付债券增加	0	0	-3	0	0	每股净资产(最新摊	4.27	5.89	5.66	6.09	6.62
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	2199	550	0	0	0	P/E	30.18	28.19	22.76	18.38	14.92
资本公积增加	-1099	7681	0	0	0	P/B	4.41	3.19	3.32	3.09	2.84
现金净增加额	5825	11450	-3453	5574	6767	EV/EBITDA	15.32	11.56	13.53	10.56	8.19

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。北京大学药理学硕士、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。

联系人简介

缪牧一

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。

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法律责任。

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。