

康恩贝 (600572)

证券研究报告

2017年08月14日

大品牌战略初显成效，专注内生增长聚焦核心业务

中报业绩符合预期，17年业绩逐步回暖

上半年公司实现营收 23.40 亿元 (-23.27%)，净利润 3.85 亿元 (+25.24%)，归母扣非净利润 3.87 亿元 (+32.11%)。营收同比下滑主因 2016 年末珍诚医药股权出让，不再纳入报表，不考虑该因素营收同比增速为 21.34%。珍诚医药从事医药电商业务，由于受国家政策和行业因素影响，业绩大幅下滑，公司 2016 年转让珍诚医药 57.25% 股权，轻装上阵聚焦核心业务发展。公司业绩环比加速发展，上半年可比营收增速从 1Q14.87% 增长至上半年 21.34%，公司业绩逐步回暖，16 年业绩触底，17 年业绩加速提升。

大品种战略初显成效，核心品种业绩快速增长

公司启动新长征 1 号工程——“大品牌大品种工程”，用 5 年时间培育实现 10 个销售达到或超过 10 亿元的大品牌大品种的目标。上半年肠炎宁实现营收 2.87 亿元，同比增长 73%；复方鱼腥草合剂实现营收 5800 万元，同比增长 80%；“珍视明”品牌系列产品、“康恩贝”牌三七药酒等重点产品同比增长均超过 70%。汉防己甲素片销售收入 1.1 亿元，同比增 45%，必坦、金奥康等同比实现增长。受医保控费和“两票制”政策等影响，贵州拜特的丹参川芎嗪注射液销量和收入同比分别下降 9% 和 2%；“前列康”普乐安系列和“天保宁”银杏叶制剂系列，销售收入分别下降约 15% 和 21%。新版医保目录中，26 个品种中药注射剂限病种限医院，而丹参川芎嗪没有进国家医保受影响相对较小。公司共 15 个品种新进国家医保目录，包括肠炎宁颗粒、汉防己甲素片等重点品种，同时二线品种有较大的发展潜力。

上半年财务费用同比减少 4136 万元，下半年预计销售费用和财务费用略有增加，管理费用保持平稳

上半年财务费用为 2609 万元，同比去年减少近 4136 万元，主因公司去年发行 11 亿 5 年期债券，银行借款规模较上年同期期末余额下降 56.39%，利息支出同比大幅减少。销售费用 8.66 亿元，同比增长 16.31%，销售费用率为 36.98%，同比增长 12.59pp；管理费用 2.26 亿元，同比减少 6.45%，管理费用率为 9.65%，同比增长 1.73pp。我们预计下半年随着销售收入的稳步提升，销售费用会进一步增加，同时下半年公司仍有贷款的需求，预计财务费用也会有所增加。

估值与评级

公司股权激励到位，第一期 3 亿元员工持股计划完成，控股股东计划未来半年以不超过 8 元/股价格增持 1800 万股，彰显公司管理层对未来发展的信心。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.28、0.36 和 0.46，对应 PE 分别为 24 倍、19 倍和 15 倍，考虑未来公司业绩快速增长，给予公司 2017 年 30 倍 PE，目标价 8.39 元，维持“买入”评级。

风险提示：市场震荡风险，核心产品销售不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,301.97	6,020.37	4,480.95	5,135.01	5,906.64
增长率(%)	48.03	13.55	(25.57)	14.60	15.03
EBITDA(百万元)	867.30	807.60	1,134.32	1,343.33	1,634.46
净利润(百万元)	440.37	441.07	701.64	913.46	1,157.78
增长率(%)	(20.27)	0.16	59.08	30.19	26.75
EPS(元/股)	0.18	0.18	0.28	0.36	0.46
市盈率(P/E)	39.11	39.05	24.55	18.86	14.88
市净率(P/B)	4.16	4.00	3.68	3.35	3.04
市销率(P/S)	3.25	2.86	3.84	3.35	2.92
EV/EBITDA	26.66	22.66	14.75	12.12	9.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.86 元
目标价格	8.39 元
上次目标价	8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,510.73
流通 A 股股本(百万股)	2,057.74
A 股总市值(百万元)	17,223.61
流通 A 股市值(百万元)	14,116.08
每股净资产(元)	1.75
资产负债率(%)	44.07
一年内最高/最低(元)	7.90/6.42

作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
潘海洋	联系人
panhaiyang@tfzq.com	
王金成	联系人
wangjincheng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《康恩贝-公司点评:中报业绩预告符合预期，专注内生增长带动业绩提升》2017-07-12
- 《康恩贝-季报点评:一季报业绩超预期，17 年业绩有望加速提升》2017-04-27
- 《康恩贝-公司点评:转让所持全部珍诚医药股权，聚焦核心业务轻装前行》2016-12-08

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,796.98	1,912.06	1,361.54	1,853.78	2,191.49
应收账款	1,236.28	732.46	684.50	712.56	894.44
预付账款	141.90	43.66	33.52	54.07	42.85
存货	976.43	664.16	192.79	651.37	418.88
其他	818.01	481.63	494.21	624.68	620.62
流动资产合计	4,969.60	3,833.96	2,766.56	3,896.48	4,168.27
长期股权投资	426.88	567.66	567.66	567.66	567.66
固定资产	1,813.68	1,986.82	2,095.25	2,143.96	2,143.83
在建工程	443.27	463.79	314.28	236.57	171.94
无形资产	589.58	481.91	437.39	392.88	348.37
其他	1,325.79	1,161.07	1,135.92	1,158.95	1,148.25
非流动资产合计	4,599.20	4,661.25	4,550.50	4,500.02	4,380.04
资产总计	9,568.80	8,495.21	7,317.07	8,396.49	8,548.32
短期借款	1,132.49	856.80	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,247.75	778.44	274.27	782.63	403.51
其他	1,879.73	1,074.30	1,370.21	1,452.10	1,269.57
流动负债合计	4,259.96	2,709.54	1,644.48	2,234.73	1,673.08
长期借款	531.88	42.25	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	1,091.67	550.49	547.38	729.85
其他	211.62	163.54	184.91	186.69	178.38
非流动负债合计	743.50	1,297.46	735.40	734.08	908.23
负债合计	5,003.47	4,007.00	2,379.88	2,968.80	2,581.30
少数股东权益	423.86	183.59	250.97	290.41	306.67
股本	1,673.82	2,510.73	2,510.73	2,510.73	2,510.73
资本公积	984.39	67.68	67.68	67.68	67.68
留存收益	2,467.53	1,793.38	2,175.49	2,626.56	3,149.61
其他	(984.26)	(67.17)	(67.68)	(67.68)	(67.68)
股东权益合计	4,565.33	4,488.21	4,937.18	5,427.69	5,967.01
负债和股东权益总	9,568.80	8,495.21	7,317.07	8,396.49	8,548.32

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	503.71	404.14	701.64	913.46	1,157.78
折旧摊销	176.24	232.33	145.68	153.56	159.30
财务费用	114.51	97.76	19.08	(18.83)	(23.69)
投资损失	(202.57)	23.30	(136.51)	(136.51)	(136.51)
营运资金变动	(374.08)	274.37	(10.16)	(45.39)	(387.18)
其它	613.46	(62.21)	49.68	15.12	40.37
经营活动现金流	831.26	969.71	769.41	881.41	810.07
资本支出	540.19	339.75	38.63	78.22	58.31
长期投资	(20.16)	140.78	0.00	0.00	0.00
其他	(1,743.98)	0.43	80.36	(55.21)	36.36
投资活动现金流	(1,223.95)	480.96	118.99	23.02	94.67
债权融资	2,458.48	1,990.72	895.19	926.99	971.28
股权融资	1,152.30	(172.71)	(12.50)	26.17	31.11
其他	(2,723.21)	(2,520.39)	(2,321.61)	(1,365.34)	(1,569.42)
筹资活动现金流	887.57	(702.37)	(1,438.92)	(412.18)	(567.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	494.88	748.29	(550.52)	492.24	337.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,301.97	6,020.37	4,480.95	5,135.01	5,906.64
营业成本	2,482.10	3,132.50	1,212.43	1,358.00	1,551.61
营业税金及附加	54.35	75.10	56.01	60.29	72.29
营业费用	1,450.70	1,536.92	1,837.19	2,105.35	2,421.72
管理费用	436.19	510.54	448.10	462.15	472.53
财务费用	129.78	101.11	19.08	(18.83)	(23.69)
资产减值损失	63.14	95.91	53.85	70.96	73.57
公允价值变动收益	(324.83)	(68.93)	(21.24)	(24.98)	23.74
投资净收益	202.57	(23.30)	136.51	136.51	136.51
其他	244.52	184.46	(230.53)	(223.05)	(320.49)
营业利润	563.45	476.06	969.56	1,208.60	1,498.86
营业外收入	66.67	77.24	71.17	71.69	73.36
营业外支出	19.62	18.80	18.96	19.13	18.96
利润总额	610.50	534.49	1,021.77	1,261.16	1,553.26
所得税	106.79	130.35	249.21	307.60	378.84
净利润	503.71	404.14	772.56	953.56	1,174.42
少数股东损益	63.34	(36.93)	70.92	40.11	16.63
归属于母公司净利润	440.37	441.07	701.64	913.46	1,157.78
每股收益(元)	0.18	0.18	0.28	0.36	0.46

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	48.03%	13.55%	-25.57%	14.60%	15.03%
营业利润	-29.60%	-15.51%	103.67%	24.65%	24.02%
归属于母公司净利润	-20.27%	0.16%	59.08%	30.19%	26.75%
获利能力					
毛利率	53.19%	47.97%	72.94%	73.55%	73.73%
净利率	8.31%	7.33%	15.66%	17.79%	19.60%
ROE	10.63%	10.25%	14.97%	17.78%	20.45%
ROIC	13.33%	8.91%	17.60%	21.43%	26.63%
偿债能力					
资产负债率	52.29%	47.17%	32.53%	35.36%	30.20%
净负债率	10.99%	16.67%	2.11%	2.27%	3.15%
流动比率	1.17	1.41	1.68	1.74	2.49
速动比率	0.94	1.17	1.57	1.45	2.24
营运能力					
应收账款周转率	5.89	6.12	6.32	7.35	7.35
存货周转率	6.73	7.34	10.46	12.17	11.04
总资产周转率	0.67	0.67	0.57	0.65	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.18	0.28	0.36	0.46
每股经营现金流	0.33	0.39	0.31	0.35	0.32
每股净资产	1.65	1.71	1.87	2.05	2.25
估值比率					
市盈率	39.11	39.05	24.55	18.86	14.88
市净率	4.16	4.00	3.68	3.35	3.04
EV/EBITDA	26.66	22.66	14.75	12.12	9.80
EV/EBIT	33.35	31.70	16.93	13.68	10.85

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com