



康缘药业 (600557)

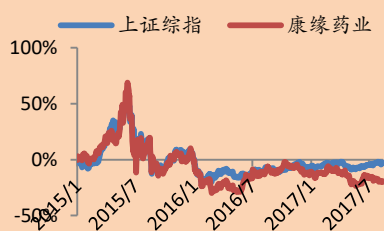
投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2017-08-18

前收盘价 (元) 15.83

目标价格 (元) -

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	616.45
A股股本(百万股)	616.45
B/H股股本(百万股)	-/-
总市值(亿元)	97
A股流通比例(%)	71.7%
第一大股东	江苏康缘集团
第一大股东持股比例	27.94%
12个月最高/最低(元)	19.56/14.91

医药生物行业组

联系人: 方馥涛

电话: 021-60956118

邮件: fyt0614@foxmail.com

收入符合预期, 费用影响利润增速

事件:

公司公告半年度报告, 实现营业收入 16.63 亿元, 同比增速 10.69%; 归属于上市公司股东净利润 1.91 亿元, 同比增速 0.22%; EPS0.31 元。

点评:

收入增速符合预期, 销售费用增长拖累利润增速

2017H1 公司毛利率 75.21%, 同比提升 0.33 个百分点; 销售费用 7.4 亿元 (+14.5%), 管理费用 2.31 亿元 (+10.36%), 财务费用 2476 万元 (+0.03%), 三费费率 59.85%, 同比提升 1.34 个百分点。其中, 公司销售费用增长较快, 主要是产品及推广费用大幅增加, 2017H1 产品及推广费用 4.24 亿元, 同比增长 21.42%。

继续营销体制改革, 股权激励提升积极性

公司继续推进营销体制改革, 强力推动全员学术营销转型。在 2016 年进行母子公司产品线整合, 成立营销共公司, 推行分产品线、分区快相结合的管理模式基础上, 从 2016Q4 开始实行医院主管责任制 (目前已设立医院主管 600 多人, 主管区域代表 1000 多人), 实现终端全覆盖。7 月推出股权激励计划, 63 名营销系统人员所获股票期权占比达 54.95%。

银杏二萜内酯进入医保有望放量, 热毒宁有望继续平稳增长

银杏二萜内酯葡萄糖注射液是公司八年打造的新一代高纯度银杏叶注射液, 有效成分达到 95%, 疗效优于传统银杏注射液, 现已通过谈判进入国家医保目录, 有望实现放量。热毒宁注射液增速放缓, 但有望在东北、西南、西北等覆盖比例较低地区实现增量弥补, 川渝地区市场推广已初见成效。

盈利预测与评级

公司是国内中药企业中的研发领头者, 积极推进中药品种临床再评价和循证医学研究。我们认为热毒宁在成人科室推广仍具有空间, 银杏二萜内酯将通过医保目录放量, 协同公司营销体制改革提振公司业绩增速, 预计 2017、2018、2019 年 EPS 分别为 0.66 元、0.74 元、0.87 元, 对应当前股价 PE 分别为 24/21/18 倍, 维持公司“买入”评级。

风险提示

政策变动风险; 新产品放量不及预期。

盈利预测:

单位: 百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3000	3332	3813	4408
收入同比(%)	6%	11%	14%	16%
归属母公司净利润	374	406	456	536
净利润同比(%)	3%	9%	12%	18%
毛利率(%)	74.6%	75.5%	75.8%	76.2%
ROE(%)	11.7%	11.2%	11.5%	12.3%
每股收益(元)	0.61	0.66	0.74	0.87
P/E	26.11	24.01	21.41	18.21
P/B	3.10	2.72	2.49	2.27
EV/EBITDA	18	16	14	13

资料来源: Wind, 华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,344	3,108	3,583	4,083	营业收入	3,000	3,332	3,813	4,408
现金	248	739	889	994	营业成本	761	817	923	1,049
应收账款	1,027	1,182	1,327	1,510	营业税金及附加	59	67	76	88
其他应收款	51	68	84	97	销售费用	1,341	1,496	1,723	2,006
预付账款	27	35	45	45	管理费用	410	463	541	617
存货	193	202	228	259	财务费用	43	51	63	67
其他流动资产	797	882	1,012	1,179	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	2,386	2,606	2,710	2,806	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	1,862	1,869	1,898	1,933	营业利润	387	438	486	581
无形资产	314	331	346	360	营业外收入	49	50	60	60
其他非流动资产	206	403	462	508	营业外支出	6	6	6	6
资产总计	4,730	5,715	6,294	6,889	利润总额	429	482	540	635
流动负债	1,439	1,959	2,166	2,372	所得税	53	72	81	95
短期借款	230	630	730	830	净利润	376	410	459	540
应付账款	256	275	303	339	少数股东损益	2	3	3	4
其他流动负债	954	1,054	1,132	1,203	归属母公司净利润	374	406	456	536
非流动负债	85	106	134	137	EBITDA	568	639	711	823
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.61	0.66	0.74	0.87
其他非流动负债	85	106	134	137	主要财务比率				
负债合计	1,524	2,065	2,299	2,509	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	63	66	69	73	成长能力				
股本	616	616	616	616	营业收入	6.38%	11.06%	14.43%	15.61%
资本公积	520	646	646	646	营业利润	-3.00%	13.30%	10.97%	19.51%
留存收益	2,007	2,321	2,662	3,043	归属于母公司净利润	3.15%	8.75%	12.13%	17.58%
归属母公司股东权	3,143	3,584	3,925	4,306	获利能力				
负债和股东权益	4,730	5,715	6,294	6,889	毛利率(%)	74.64%	75.47%	75.79%	76.20%
现金流量表					净利率(%)	16.33%	12.46%	12.20%	11.95%
单位:百万元					ROE(%)	11.73%	11.23%	11.50%	12.33%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC(%)	13.60%	14.25%	12.58%	13.44%
经营活动现金流	299	447	466	473	偿债能力				
净利润	376	406	456	536	资产负债率(%)	32.23%	36.14%	36.54%	36.42%
折旧摊销	141	150	162	174	净负债比率(%)	22.38%	14.00%	12.17%	11.72%
财务费用	21	51	63	67	流动比率	1.63	1.59	1.65	1.72
投资损失	(0)	(1)	(1)	(1)	速动比率	1.49	1.48	1.55	1.61
营运资金变动	55	(163)	(218)	(308)	营运能力				
其他经营现金流	(295)	4	4	4	总资产周转率	0.66	0.64	0.64	0.67
投资活动现金流	(318)	(415)	(239)	(239)	应收账款周转率	3.11	3.19	3.24	3.32
资本支出	0	(290)	(240)	(240)	应付账款周转率	11.78	12.54	13.17	13.72
长期投资	(0)	0	(0)	(0)	每股指标 (元)				
其他投资现金流	(318)	(125)	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.66	0.74	0.87
筹资活动现金流	46	398	(76)	(128)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.73	0.76	0.77
短期借款	(113)	400	100	100	每股净资产(最新摊薄)	5.10	5.81	6.37	6.99
长期借款	(45)	0	0	0	估值比率				
普通股增加	103	0	0	0	P/E	26.1	24.0	21.4	18.2
资本公积增加	0	126	0	0	P/B	3.1	2.7	2.5	2.3
其他筹资现金流	101	(128)	(176)	(228)	EV/EBITDA	18.42	16.04	14.46	12.59
现金净增加额	27	430	150	105					

资料来源: Wind, 华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。