

康恩贝 (600572)

证券研究报告

2017年10月18日

三季度业绩略超预期，大品种延续高增长

17年业绩加速提升，三季度业绩增速略超预期

前三季度公司实现营收 37.83 亿元 (-16.62%)、归属于上市公司股东净利润 6.07 亿元 (+34.86%)，扣非后净利润 5.91 亿元 (+40.23%)。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 28.43%。分季度数据看，第三季度实现营业收入 14.43 亿元 (+41.87%)，归属上市公司股东净利润 2.23 亿元 (+55.48%)，扣非后净利润 2.04 亿元 (+58.81%)。第三季度业绩环比加速提升，符合我们对公司业绩的预判。去年四季度由于剥离珍诚医药的损失计提等因素，预计四季度业绩仍将保持快速增长。

专注内生增长实行大品种战略，核心品种延续高增长

公司启动“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。前三季度肠炎宁、珍视明系列产品收入增速约为 70%，复方鱼腥草合剂营收增速超过 100%，金奥康和阿乐欣同比保持增长，贵州拜特的丹参川芎嗪注射液按照同比口径收入增速下降 2-3%，与上半年业绩持平。由于两票制影响，丹参川芎嗪注射液低开转高开后对收入有一定影响。前列康”普乐安系列和“天保宁”银杏叶制剂系列，销售收入下滑均不到 10%，同比上半年业绩有所好转。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。前三季度汉防己甲素片同比增长超过 30%，是销售额过亿元的重点品种。

销售费用同比大幅增长，前三季度财务费用减少 5031 万元

前三季度公司销售费用为 15.46 亿元，同比增长 36.41%，销售费用率为 40.87%，同比增长 15.90pp，主因 2016 年珍诚医药导致销售费率基数的影响。财务费用 4149 万元，同比减少 54.80%，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 69.42%，利息支出同比大幅减少。资产减值损失为 621 万元，同比减少 72.84%，主因珍诚医药去年同期资产减值损失较大。预计四季度销售费用和财务费用保持平稳，资产减值损失不会造成业绩压力。

估值与评级

公司 16 年业绩触底，17 年业绩加速提升，第一期 3 亿元员工持股计划完成，持股均价为 7.17 元。控股股东计划 12 月 19 日前以不超过 8 元/股增持 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 0.32、0.42 和 0.55，考虑公司业绩快速增长，给予 2017 年 30 倍 PE，目标价 9.60 元，维持“买入”评级。

风险提示：市场震荡风险，公司业绩不及预期

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	5,061.35	6,850.59	9,164.28
增长率(%)	48.03	13.55	(15.93)	35.35	33.77
EBITDA(百万元)	867.30	807.60	1,179.18	1,427.01	1,784.16
净利润(百万元)	440.37	441.07	792.38	1,057.00	1,379.07
增长率(%)	(20.27)	0.16	79.65	33.40	30.47
EPS(元/股)	0.18	0.18	0.32	0.42	0.55
市盈率(P/E)	43.79	43.72	24.33	18.24	13.98
市净率(P/B)	4.66	4.48	4.07	3.67	3.28
市销率(P/S)	3.64	3.20	3.81	2.81	2.10
EV/EBITDA	26.66	22.66	16.10	13.01	10.50

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	7.68 元
目标价格	9.60 元
上次目标价	8.39 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)	19,282.41
流通 A 股市值(百万元)	15,803.43
每股净资产(元)	1.84
资产负债率(%)	41.90
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 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
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-半年报点评:大品牌战略初显成效，专注内生增长聚焦核心业务》2017-08-15
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,796.98	1,912.06	1,175.92	1,638.98	1,538.78	营业收入	5,301.97	6,020.37	5,061.35	6,850.59	9,164.28
应收账款	1,236.28	732.46	868.04	995.79	1,497.51	营业成本	2,482.10	3,132.50	1,367.36	2,002.17	2,813.04
预付账款	141.90	43.66	43.38	85.76	89.95	营业税金及附加	54.35	75.10	63.27	80.44	112.16
存货	976.43	664.16	302.30	942.30	998.05	营业费用	1,450.70	1,536.92	2,049.85	2,774.49	3,711.53
其他	818.01	481.63	591.05	796.34	963.38	管理费用	436.19	510.54	506.14	685.06	916.43
流动资产合计	4,969.60	3,833.96	2,980.68	4,459.17	5,087.67	财务费用	129.78	101.11	20.17	(16.49)	(18.61)
长期股权投资	426.88	567.66	567.66	567.66	567.66	资产减值损失	63.14	95.91	10.00	10.00	10.00
固定资产	1,813.68	1,986.82	2,095.25	2,143.96	2,143.83	公允价值变动收益	(324.83)	(68.93)	(21.24)	(24.98)	23.74
在建工程	443.27	463.79	314.28	236.57	171.94	投资净收益	202.57	(23.30)	(10.00)	0.00	0.00
无形资产	589.58	481.91	437.39	392.88	348.37	其他	244.52	184.46	62.48	49.97	(47.47)
其他	1,325.79	1,161.07	1,135.92	1,158.95	1,148.25	营业利润	563.45	476.06	1,013.34	1,289.94	1,643.47
非流动资产合计	4,599.20	4,661.25	4,550.50	4,500.02	4,380.04	营业外收入	66.67	77.24	50.00	50.00	50.00
资产总计	9,568.80	8,495.21	7,531.19	8,959.19	9,467.71	营业外支出	19.62	18.80	18.96	19.13	18.96
短期借款	1,132.49	856.80	0.00	0.00	0.00	利润总额	610.50	534.49	1,044.37	1,320.81	1,674.51
应付账款	1,247.75	778.44	408.79	1,149.45	1,000.99	所得税	106.79	130.35	171.90	217.40	275.62
其他	1,879.73	1,074.30	1,391.68	1,512.76	1,353.20	净利润	503.71	404.14	872.47	1,103.40	1,398.88
流动负债合计	4,259.96	2,709.54	1,800.47	2,662.21	2,354.19	少数股东损益	63.34	(36.93)	80.09	46.41	19.81
长期借款	531.88	42.25	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	440.37	441.07	792.38	1,057.00	1,379.07
应付债券	0.00	1,091.67	550.49	547.38	729.85	每股收益(元)	0.18	0.18	0.32	0.42	0.55
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	2,535.87	3,396.29	3,262.42						
少数股东权益	423.86	183.59	259.68	305.32	324.69	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	1,673.82	2,510.73	2,510.73	2,510.73	2,510.73	成长能力					
资本公积	984.39	67.68	67.68	67.68	67.68	营业收入	48.03%	13.55%	-15.93%	35.35%	33.77%
留存收益	2,467.53	1,793.38	2,224.90	2,746.85	3,369.88	营业利润	-29.60%	-15.51%	112.86%	27.30%	27.41%
其他	(984.26)	(67.17)	(67.68)	(67.68)	(67.68)	归属于母公司净利润	-20.27%	0.16%	79.65%	33.40%	30.47%
股东权益合计	4,565.33	4,488.21	4,995.31	5,562.90	6,205.30	获利能力					
负债和股东权益总	9,568.80	8,495.21	7,531.19	8,959.19	9,467.71	毛利率	53.19%	47.97%	72.98%	70.77%	69.30%
						净利率	8.31%	7.33%	15.66%	15.43%	15.05%
						ROE	10.63%	10.25%	16.73%	20.10%	23.45%
						ROIC	13.33%	8.91%	20.33%	23.95%	29.91%
						偿债能力					
						资产负债率	52.29%	47.17%	33.67%	37.91%	34.46%
						净负债率	10.99%	16.67%	2.09%	8.35%	13.38%
						流动比率	1.17	1.41	1.66	1.67	2.16
						速动比率	0.94	1.17	1.49	1.32	1.74
						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	10.47	11.01	9.45
						总资产周转率	0.67	0.67	0.63	0.83	0.99
						每股指标(元)					
						每股收益	0.18	0.18	0.32	0.42	0.55
						每股经营现金流	0.33	0.39	0.31	0.42	0.25
						每股净资产	1.65	1.71	1.89	2.09	2.34
						估值比率					
						市盈率	43.79	43.72	24.33	18.24	13.98
						市净率	4.66	4.48	4.07	3.67	3.28
						EV/EBITDA	26.66	22.66	16.10	13.01	10.50
						EV/EBIT	33.35	31.70	18.37	14.58	11.53

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com