

康恩贝 (600572)

证券研究报告

2018年01月10日

17年业绩预告基本符合预期，OTC类大品种持续高增长

17年预测净利润同比增长60-80%，基本符合预期

公司17年业绩预告：预测净利润为7.06亿元-7.94亿元，同比增长60-80%。其中17年第四季度实现净利润0.99亿元-1.87亿元，环比三季度净利润有所下降，主因：1.贵州拜特追加对价，影响四季度净利润1,250万元；2.预计部分品种销量有所下滑。中药注射剂主要受到国家政策影响，市场已有预期。17年扣非后净利润为6.87亿元-7.77亿元，整体业绩水平基本符合预期。我们预计在“大品牌大品种工程”继续推动下，18年业绩继续保持趋势向上。

大品种战略已显成效，OTC类大品种持续高增长

公司自2016年底开始启动“大品牌大品种工程”，17年自有产品增速明显。我们预期17年销售额超过5亿元的大品种已有3个：丹参川穹嗪注射液、肠炎宁、奥美拉唑。销售增速较快的品种主要为OTC类产品，预计肠炎宁、珍视明系列等产品收入增速约为70%，复方鱼腥草合剂营收增速超过100%。由于贵州拜特的丹参川穹嗪注射液由于受到中药注射剂政策影响，我们预计17年同比仍有所下滑。公司的利润结构逐步改善，16年贵州拜特净利润占整体净利润近70%，预计17年贵州拜特净利润占比下降至40-45%。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，预计18年仍有增长较大的增长潜力。

预计17年销售费用同比增长明显，财务费用同比减少

公司为了推广OTC产品，自建销售渠道并增加营销人员，在17年前三季度，公司销售费用已达15.46亿元，同比增长36.41%。同时由于两票制原因，子公司贵州拜特低开转高开，我们预计17年销售费用同比提升明显。财务费用方面，17年年末公司银行借款规模较上年同期期末余额下降40%以上，前三季度即节省财务费用近5000万元。我们认为18年销售费用继续提升，在收入端稳步提升的前提下，预计不会拖累整体毛利水平。

估值与评级

公司自2016年底开始专注内生发展，聚焦核心大品种。预计18年OTC类大品种继续稳步增长，部分二线品种也具备良好的发展空间。第一期3亿元员工持股计划已经完成，成交均价为7.17元，显示公司对未来发展的信心。预计17-19年EPS分别为0.32、0.42和0.55元，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：1.丹参川穹嗪注射液销售收入大幅下滑；2.OTC类大品种增长乏力；3.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)	41.16	41.10	22.88	17.15	13.14
市净率(P/B)	4.38	4.21	3.83	3.45	3.08
市销率(P/S)	3.42	3.01	3.58	2.65	1.98
EV/EBITDA	26.66	22.66	15.12	12.20	9.86

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	7.22元
目标价格	9.60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)	18,127.47
流通A股市值(百万元)	14,856.87
每股净资产(元)	1.84
资产负债率(%)	41.90
一年内最高/最低(元)	8.00/6.42

作者

杨烨辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@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-季报点评:三季度业绩略超预期，大品种延续高增长》2017-10-18
- 《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

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	1,175.92	1,638.98	1,538.78
应收账款	1,236.28	732.46	868.04	995.79	1,497.51
预付账款	141.90	43.66	43.38	85.76	89.95
存货	976.43	664.16	302.30	942.30	998.05
其他	818.01	481.63	591.05	796.34	963.38
流动资产合计	4,969.60	3,833.96	2,980.68	4,459.17	5,087.67
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	7,531.19	8,959.19	9,467.71
短期借款	1,132.49	856.80	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,247.75	778.44	408.79	1,149.45	1,000.99
其他	1,879.73	1,074.30	1,391.68	1,512.76	1,353.20
流动负债合计	4,259.96	2,709.54	1,800.47	2,662.21	2,354.19
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	2,535.87	3,396.29	3,262.42
少数股东权益	423.86	183.59	259.68	305.32	324.69
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	2,224.90	2,746.85	3,369.88
其他	(984.26)	(67.17)	(67.68)	(67.68)	(67.68)
股东权益合计	4,565.33	4,488.21	4,995.31	5,562.90	6,205.30
负债和股东权益总	9,568.80	8,495.21	7,531.19	8,959.19	9,467.71

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	503.71	404.14	792.38	1,057.00	1,379.07
折旧摊销	176.24	232.33	145.68	153.56	159.30
财务费用	114.51	97.76	20.17	(16.49)	(18.61)
投资损失	(202.57)	23.30	10.00	0.00	0.00
营运资金变动	(374.08)	274.37	(253.91)	(151.66)	(928.18)
其它	613.46	(62.21)	58.85	21.42	43.55
经营活动现金流	831.26	969.71	773.17	1,063.84	635.13
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	(66.14)	(191.71)	(100.14)
投资活动现金流	(1,223.95)	480.96	(27.52)	(113.49)	(41.83)
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)	(13.58)	23.82	26.03
其他	(2,723.21)	(2,520.39)	(2,363.39)	(1,438.10)	(1,690.81)
筹资活动现金流	887.57	(702.37)	(1,481.79)	(487.29)	(693.50)
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	(736.14)	463.06	(100.20)

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	5,061.35	6,850.59	9,164.28
营业成本	2,482.10	3,132.50	1,367.36	2,002.17	2,813.04
营业税金及附加	54.35	75.10	63.27	80.44	112.16
营业费用	1,450.70	1,536.92	2,049.85	2,774.49	3,711.53
管理费用	436.19	510.54	506.14	685.06	916.43
财务费用	129.78	101.11	20.17	(16.49)	(18.61)
资产减值损失	63.14	95.91	10.00	10.00	10.00
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)	(10.00)	0.00	0.00
其他	244.52	184.46	62.48	49.97	(47.47)
营业利润	563.45	476.06	1,013.34	1,289.94	1,643.47
营业外收入	66.67	77.24	50.00	50.00	50.00
营业外支出	19.62	18.80	18.96	19.13	18.96
利润总额	610.50	534.49	1,044.37	1,320.81	1,674.51
所得税	106.79	130.35	171.90	217.40	275.62
净利润	503.71	404.14	872.47	1,103.40	1,398.88
少数股东损益	63.34	(36.93)	80.09	46.41	19.81
归属于母公司净利润	440.37	441.07	792.38	1,057.00	1,379.07
每股收益(元)	0.18	0.18	0.32	0.42	0.55

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	48.03%	13.55%	-15.93%	35.35%	33.77%
营业利润	-29.60%	-15.51%	112.86%	27.30%	27.41%
归属于母公司净利润	-20.27%	0.16%	79.65%	33.40%	30.47%
获利能力					
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	41.16	41.10	22.88	17.15	13.14
市净率	4.38	4.21	3.83	3.45	3.08
EV/EBITDA	26.66	22.66	15.12	12.20	9.86
EV/EBIT	33.35	31.70	17.26	13.67	10.82

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