



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩符合预期，看好公司长期成长逻辑

——康美药业（600518）点评

2018 年 04 月 26 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	研究助理		
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035	

事件：

公司 2017 年实现收入 264.77 亿元，同比增长 22.34%，实现归母净利润 41.01 亿元，同比增长 22.77%，实现扣非后归母净利润 40.28 亿元，同比增长 21.55%。Q4 单季来看，实现收入 69.62 亿元，同比增长 34.25%，实现归母净利润 9.50 亿元，同比增长 26.83%，实现扣非后归母净利润 8.85 亿元，同比增长 20.28%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	5317.78	5252.56	5186.26	7154.66	6107.7	6252.16	6962.44
增长率（%）	30.89%	19.64%	12.47%	21.56%	14.85%	19.03%	34.25%
毛利率（%）	29.05%	29.70%	32.69%	29.58%	29.87%	31.93%	30.02%
期间费用率（%）	10.71%	10.79%	13.67%	9.01%	10.79%	12.28%	13.96%
营业利润率（%）	17.41%	18.55%	17.11%	20.03%	18.53%	19.10%	15.45%
净利润（百万元）	774.88	826.20	749.96	1065.57	1080.29	997.63	951.16
增长率（%）	26.11%	22.30%	15.65%	08.10%	39.41%	20.75%	26.83%
每股盈利（季度，元）	0.16	0.17	0.15	0.22	0.22	0.20	0.19
资产负债率（%）	42.17%	46.10%	46.40%	48.24%	49.44%	52.33%	53.24%
净资产收益率（%）	2.79%	2.89%	2.55%	3.52%	3.59%	3.20%	2.96%
总资产收益率（%）	1.62%	1.56%	1.37%	1.82%	1.81%	1.53%	1.38%

观点：

1、业绩符合预期，增长可持续的中药饮片、药品贸易、医疗器械等业务占比逐年增加。

公司实现收入端 22.34%、净利润端 22.77%的稳健增长，符合市场预期。整体来看，可持续高速增长的三大业务板块中药饮片、药品贸易、医疗器械成为公司业绩增长发动机，细分主要业务来看：

- ◆ **中药饮片**：2017 年实现收入 61.58 亿元，同比增长 30.93%，毛利率为 34.00%，较去年同期下降 1.37 个百分点。中药饮片行业处于高景气度中（不受药占比、零加成限制），公司作为龙头，同时具备智慧药房抢占份额，实现高速增长。
- ◆ **中药材贸易**：2017 年实现收入 58.57 亿元，同比增长 1.18%，毛利率为 24.47%，较去年同期增加 0.35 个百分点。具备周期性的中药材贸易业务占比逐年下降，17 年仅占比收入 22.12%，而具备成长属性的中药饮片、药品贸易、医疗器械等板块占比逐年增加。
- ◆ **药品贸易**：2017 年实现收入 95.99 亿元，同比增长 31.44%，毛利率为 29.85%，较去年同期减少 0.53 个百分点。药品贸易业务中药房托管业务占比我们估计约 60%-70%，新签托管药房以及公司布局医疗服务进行供应链管理是拉动药品贸易增长的主要驱动力，存量业务增速我们判断约为 10%左右。
- ◆ **医疗器械**：2017 年实现收入 19.90 亿元，同比翻倍以上增长 117.88%，毛利率为 29.54%，较去年同期增加 5.8 个百分点。在 2017 年，公司重点布局以骨科高值耗材医疗器械的配送业务，通过自建和收购并行的模式，构建医疗器械服务平台。目前医疗器械业务已覆盖全国约 90%的区域，代理了包括捷迈邦美（Zimmer-Biomet）、施乐辉（Smith&Nephew）、创生、康辉等高耗医疗器械，其中全国总代的品种包括康辉球囊、美国 WRIGHT 人工骨、ZIMMER TRAUMA、BIOMET TRAUMA 等，区域代理的品种包括康迪吻合器、美精技关节镜、康辉 Trauma&Spine 等。
- ◆ **保健食品**：2017 年实现收入 10.77 亿元，同比增长 4.86%，毛利率为 44.49%，较去年同期增加 1.63 个百分点。受到政策环境对直销业务的影响，公司保健食品增速有所放缓。

从财务指标上来看：公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.80%、5.04%、3.66%，较去年同期分别上升 0.22pp、0.25pp、0.32pp，我们认为公司费用率的变化主要与业务结构变化有关。

2、中药饮片行业高景气度，叠加智慧药房拉动效应，龙头持续受益

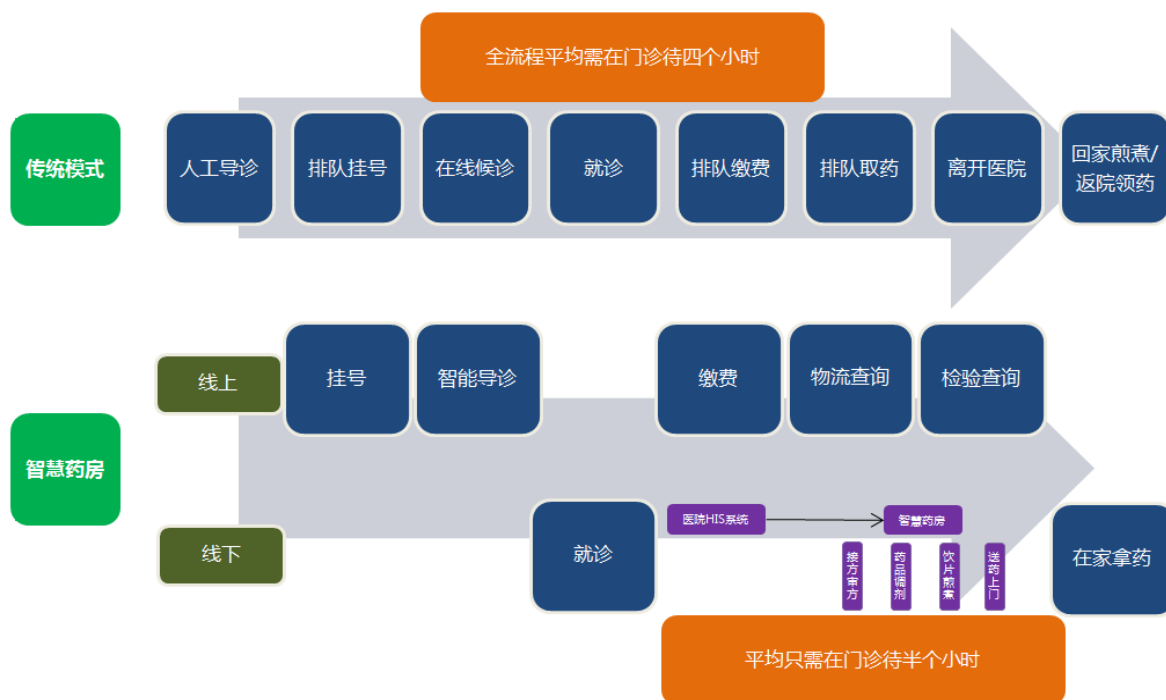
从行业的角度来看，我们认为中药饮片未来几年将是行业高景气度+集中度提高的环境：

- ◆ 从工信部披露的数据来看，2017 年 H1 中药饮片行业收入端增速高达 21.33%，利润端增速高达 22.78%，较去年均有大幅上升。我们认为，主要原因是中药饮片不受零加成影响，同时不计入药占比，终端医院使用中药饮片的意愿明显加强，未来行业将维持高景气度。
- ◆ 中药饮片要求实现中药材溯源，对于很多小企业来说由于成本高的原因较难实现，未来集中度提高是大势所趋（从药监部门飞检情况来看，中药饮片企业为重灾区），康美药业作为行业龙头，占据市场份额仅为 3%左右，未来可提升空间巨大。

同时，公司积极拓展中药饮片消费新模式智慧药房，增强龙头马太效应。公司智慧药房目前已在广州、深圳、北京、上海、成都、普宁、昆明等地落地实施，并已启动贵阳、重庆、厦门、梅河口等更多城市中央药房

的搭建。截止 2017 年年底，智慧药房日处方量在 2.4-2.5W 张，目前已达到 2.7-2.8W 张。按 18 年日均 2.8W 张、平均 180 元/张（含增值税）、每年 300 天来保守计算，我们估计 18 年智慧药房将贡献 13 亿左右收入，持续拉动公司中药饮片业务增长。

图 1：传统模式及智慧药房的就医流程对比



资料来源：东兴证券研究所

3、供应链管理持续推进，大型 GPO 雏形已现

公司是国内较早开展医药物流延伸项目的企业，2017 年药品贸易及医疗器械合计收入已达 115.89 亿元，已具备明显的渠道优势和规模效益。公司能通过自身各种资源和渠道获得更多优质医院药品的代理权，在公司药房托管、医疗服务、医疗器械三大领域持续推进的情况下，未来全国性的大型 GPO 的雏形已经逐渐形成。

4、发布二期股权激励计划，为未来增长加码“确定性”

公司发布第二期股权激励计划，授予 2751 万限制性股票，解锁条件为 2017-2019 年在 2016 年的基数上分别实现收入增长 15%、30%、45%。我们认为，公司在如此大体量的情况下发布考核收入的股权激励计划，同时覆盖 624 名核心骨干，足以彰显公司对未来发展的信心，也为公司未来的业绩增长增加了确定性。

5、公司投资逻辑再梳理：看好公司估值中枢逐步上升到 28-30x

我们认为，公司业绩增长具备高确定性及高景气度的特点，同时内部业务结构不断调整，未来估值中枢有望长期向上，是为数不多的能够挣到估值的钱与业绩的钱的标的：

- ◆ **高确定性：**未来三年公司业绩复合增速将保持 20-25%之间，确定性极高，在市场整体预期收率下降的情况下理应享受估值溢价。
- ◆ **高景气度：**在医药行业内比较来看，康美的几大业务板块中未来将保持高速增长的中药饮片、药房托管、商业流通、医疗服务等版块都是政策友好型版块，而传统业务中药材贸易也不受政策影响，理应享受估值溢价。
- ◆ **业务结构性调整，估值中枢长期向上：**在业绩 20-25%的增长的表观增速下是业绩的结构性调整，业绩增长可持续能享受更高估值的中药饮片、药房托管、商业流通、医疗服务等版块的占比将持续提升，而传统业务中药材贸易占比下降，公司自身的估值中枢也将长期向上。

结论：

我们预计公司 2018-2020 年净利润为 50.04、61.96、76.36 亿元，对应增速为 22.03%、23.80%、23.26%，对应 PE 为 22x、18x、14x，公司各项业务趋势向好，且不受政策负面扰动，具备高确定性及高景气度的特点，同时业绩增长可持续并且能享受更高估值的业务占比逐步提升，长期来看整体估值中枢有望上移，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

中药材价格波动、GPO 各项业务推进不及预期。

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		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
流动资产合计	44462	56479	69308	85535	105285	营业收入	21642	26477	32450	40027	49226		
货币资金	27325	34151	41856	51629	63494	营业成本	15172	18450	22611	27835	34192		
应收账款	3095	4351	5333	6578	8089	营业税金及附加	204	238	292	360	442		
其他应收款	140	180	221	273	335	营业费用	558	741	908	1120	1377		
预付款项	721	1130	1633	2251	3010	管理费用	1036	1334	1635	2016	2480		
存货	12619	15700	19241	23686	29096	财务费用	722	969	1186	1453	1793		
其他流动资产	296	652	698	715	764	资产减值损失	60.22	92.28	0.00	20.00	20.00		
非流动资产合计	10362	12243	12648	12113	11590	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	445	518	518	518	518	投资净收益	67.19	83.73	80.00	80.00	80.00		
固定资产	5920	6106	6543	6005	5478	营业利润	3958	4835	5899	7303	9002		
无形资产	1815	1964	1767	1571	1374	营业外收入	41.23	11.56	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	286	261	261	261	261	营业外支出	11.37	19.68	0.00	0.00	0.00		
资产总计	54824	68722	81956	97648	116875	利润总额	3988	4827	5899	7303	9002		
流动负债合计	20024	25608	31480	35646	40628	所得税	651	732	895	1108	1366		
短期借款	8252	11370	13644	16373	19648	净利润	3337	4095	5004	6196	7636		
应付账款	1693	2082	2516	3097	3805	少数股东损益	-4	-6	0	0	0		
预收款项	1219	1728	2351	3121	4067	归属母公司净利润	3340	4101	5004	6196	7636		
一年内到期的非流	0	2500	2500	2500	2500	EBITDA	6820	8144	7644	9292	11318		
非流动负债合计	5416	10979	16013	19703	23451	EPS（元）	0.67	0.78	1.01	1.25	1.54		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	4889	8307	10500	10900	11500								
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E								
负债合计	25441	36587	47493	55349	64078	成长能力							
少数股东权益	268	102	102	102	102	营业收入增长	19.79%	22.34%	22.56%	23.35%	22.98%		
实收资本(或股本)	4947	4974	4974	4974	4974	营业利润增长	22.99%	22.16%	22.02%	23.80%	23.26%		
资本公积	11339	11614	11614	11614	11614	归属于母公司净利润	22.03%	23.80%	22.03%	23.80%	23.26%		
未分配利润	8532	10985	10979	10972	10963	获利能力							
归属母公司股东权	29116	32033	34361	42198	52694	毛利率(%)	29.90%	30.32%	30.32%	30.46%	30.54%		
负债和所有者权	54824	68722	81956	97648	116875	净利率(%)	15.42%	15.46%	15.42%	15.48%	15.51%		
现金流量表						单位:百万元		总资产净利润(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)		11.47%	12.80%	14.56%	14.68%	14.49%	
经营活动现金流	1603	1843	5098	3107	3714	偿债能力							
净利润	3337	4095	5004	6196	7636	资产负债率(%)							
折旧摊销	2141	2340	559	535	523	流动比率							
财务费用	722	969	1186	1453	1793	速动比率							
应收账款减少	0	0	-982	-1245	-1512	营运能力							
预收帐款增加	0	0	624	769	946	总资产周转率							
投资活动现金流	-1986	-1530	163	60	60	应收账款周转率							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率							
长期股权投资减少	0	0	6	0	0	每股指标(元)							
投资收益	67	84	80	80	80	每股收益(最新摊薄)							
筹资活动现金流	11834	6506	2443	6606	8090	每股净现金流(最新							
应付债券增加	0	0	2193	400	600	每股净资产(最新摊							
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	550	27	0	0	0	P/E							
资本公积增加	7681	275	0	0	0	P/B							
现金净增加额	11450	6819	7705	9773	11864	EV/EBITDA							

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。北京大学药剂学硕士、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。

研究助理简介

缪牧一

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。