

康恩贝 (600572)

证券研究报告

2018年04月26日

业绩保持快速增长，OTC 类大品种表现亮眼

2017 年净利润同比快速增长，2018 年一季度业绩延续高增长

根据 2017 年年报，公司实现营收 52.94 亿元 (-12.07%)，归属上市公司股东净利润 7.11 亿元 (+61.23%)，扣非后净利润 6.98 亿元 (+43.29%)，营收下滑主因 2016 年年末处置珍诚医药股权，若不考虑该因素营收同比增长 31.75%。2018 年一季度公司实现营收 17.82 亿元 (+62.51%)，归属上市公司股东净利润 2.68 亿元 (+41.75%)，扣非后净利润 2.30 亿元 (+20.15%)。

大品牌大品种工程成效显著，OTC 类大品种表现亮眼

公司自 2017 年 4 月启动大品牌大品种工程，成效显著。2017 年十个列入大品牌大品种工程系列产品实现营收 37.01 亿元 (+37.98%)，2018 年一季度实现营收 12.80 亿元 (+81.85%)，其中 OTC 类大品种表现亮眼。

2017 年肠炎宁系列销售收入 5.32 亿元，同比增长 64%；感冒药复方鱼腥草合剂销售收入 1.78 亿元，同比增长 140%，该产品自 2017 年十月份开始由浙江地区推广到全国；“珍视明”品牌滴眼液及眼健康系列产品销售收入 3.1 亿元，同比增长 58.8%。处方药类大品种存在分化，2017 年汉防己甲素片销售收入 2.35 亿元，同比增长 32.84%；麝香通心滴丸销售收入 1.17 亿元，同比增长 38.55%；“金奥康”奥美拉唑销售收入 4.71 亿元，同比增长近 10%。受医保控费等政策限制影响，贵州拜特的丹参川穹注射液可比口径收入 5.5 亿元，同比下滑 10.99%（“两票制”价格政策下，实际收入 10.35 亿元），公司积极开拓民营及基层医院市场，2018 年有望稳住不下滑。

财务费用率下降明显，“两票制”执行后销售费用率上升

2017 年年报显示，公司销售费用为 22.83 亿元，同比增长 48.59%，销售费用率为 43.14%，同比大幅增加 17.61pp，2018 年一季度销售费用为 9.00 亿元，销售费用率为 50.50%，继续呈现增长趋势。我们认为在“两票制”的政策下，2018 年销售费用率同比继续增加，2019 年随着政策因素消化后，销售费用率将趋于稳定。2017 年公司管理费用率趋于平稳，财务费用率下滑明显。2017 年财务费用为 6296 万元，同比减少近 4000 万元，主因 2016 年公司发行 11 亿 5 年期债券，借款利息同比减少。我们认为 2018 年公司管理费用率和财务费用率将趋于稳定。

估值与评级

2016 年底开始公司专注内生增长，聚焦核心大品种，业绩趋势向好。2018 年 1 月公司以 6.98 元/股非公开发行 10.93 亿元，用于国际化先进制药基地项目。考虑到公司销售费用率提升和非公开发行后股本增加，我们下调 18-19 年 EPS 由 0.42、0.55 元到 0.34、0.43 元，参考同行业公司估值，给予 2018 年 25 倍 PE，目标价由 9.60 元下调至 8.50 元，维持“买入”评级。

风险提示：1. 政策影响导致贵州拜特业绩下滑；2. 处方药品种招标降价

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,020.37	5,293.97	7,326.85	9,119.10	11,050.11
增长率(%)	13.55	(12.07)	38.40	24.46	21.18
EBITDA(百万元)	807.60	1,127.52	1,261.18	1,488.92	1,845.45
净利润(百万元)	441.07	711.12	912.08	1,150.72	1,411.22
增长率(%)	0.16	61.23	28.26	26.16	22.64
EPS(元/股)	0.17	0.27	0.34	0.43	0.53
市盈率(P/E)	41.97	26.03	20.30	16.09	13.12
市净率(P/B)	4.30	3.23	2.93	2.62	2.27
市销率(P/S)	3.07	3.50	2.53	2.03	1.68
EV/EBITDA	22.66	16.04	14.40	10.97	8.87

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	6.94 元
目标价格	8.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,667.32
流通 A 股股本(百万股)	2,503.99
A 股总市值(百万元)	18,511.20
流通 A 股市值(百万元)	17,377.68
每股净资产(元)	2.25
资产负债率(%)	36.14
一年内最高/最低(元)	8.00/6.15

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

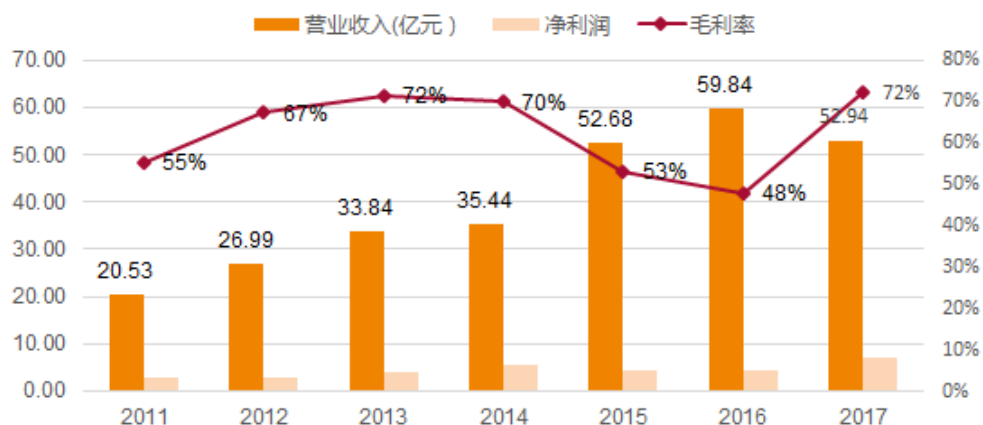
相关报告

- 《康恩贝-公司点评:17 年业绩预告基本符合预期,OTC 类大品种持续高增长》2018-01-10
- 《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

1. 专注内生增长，业绩重回上升趋势

2017 年公司实现营收 52.94 亿元，同比下滑 12.07%，主因 2016 年珍诚医药剥离，不考虑该因素营收同比增长 31.75%。2017 年实现归属上市公司股东净利润 7.11 亿元，同比增长 61.23%。自 2016 年底开始，公司专注内生增长，聚焦核心大品种，业绩重回上升趋势。

图 1：2011-2017 年公司营收、净利润和毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 纳入“大品牌大品种工程”的主要品种销售情况一览

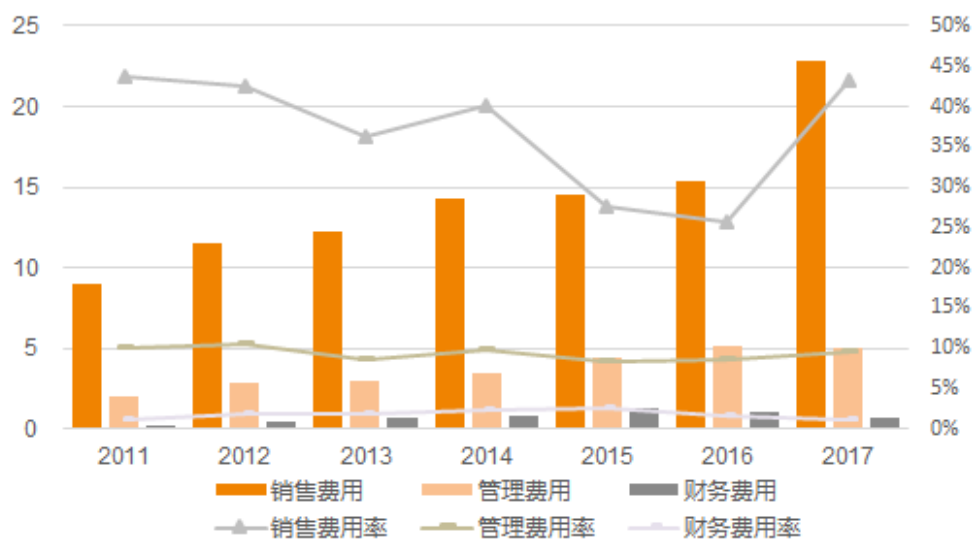
表 1：2017 年十大品牌品种的销售情况

品牌	品种	治疗领域	药品分类	是否处方药	销售额(2017 年)	同比增长
康恩贝	肠炎宁系列产品	胃肠道用药	中药植物药	双跨	5.32 亿元	64%
	麝香通心滴丸	心脑血管用药	中药植物药	处方药	1.17 亿元	39%
	三七药酒	骨科用药	中药植物药	OTC	0.43 亿元	145%
天保宁	银杏系列产品(含提取物、保健品)	心脑血管用药	中药植物药	处方药	2.39 亿元	-10%
金奥康	奥美拉唑系列产品	胃肠道用药	化药	处方药	4.71 亿元	10%
金笛	复方鱼腥草合剂	感冒类用药	中药植物药	OTC	1.78 亿元	140%
前列康	普乐安及黄蓍等系列产品	泌尿系统用药	中药植物药/化药	双跨/处方药	3.50 亿元	13%
珍视明	滴眼液及眼健康系列产品	眼部健康	-	OTC	3.10 亿元	59%
金艾康	汉防己甲素片	呼吸系统用药	化药	处方药	2.35 亿元	33%
恤彤	丹参川芎嗪注射液	心脑血管用药	化药	处方药	5.5 亿元(同口径)	-11%

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：1.前列康系列包括普乐安片/胶囊、黄蓍胶囊、必坦和非那雄胺；2.恤彤销售额是不考虑高开因素的同比口径

3. “两票制”致销售费用率增加明显

图 2：2011-2017 年公司期间费用和期间费用率（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,912.06	2,167.95	1,140.48	3,029.72	2,998.06
应收账款	732.46	956.53	1,450.80	1,005.12	1,970.86
预付账款	43.66	26.11	71.31	42.95	92.97
存货	664.16	911.67	317.42	1,299.89	591.12
其他	481.63	599.59	887.85	842.12	1,169.41
流动资产合计	3,833.96	4,661.84	3,867.86	6,219.80	6,822.41
长期股权投资	567.66	564.91	564.91	564.91	564.91
固定资产	1,986.82	2,286.87	2,341.41	2,356.70	2,335.44
在建工程	463.79	344.81	242.88	193.73	146.24
无形资产	481.91	464.98	433.79	402.59	371.39
其他	1,161.07	1,096.81	1,152.61	1,133.92	1,119.77
非流动资产合计	4,661.25	4,758.38	4,735.60	4,651.86	4,537.76
资产总计	8,495.21	9,420.22	8,603.47	10,871.67	11,360.17
短期借款	856.80	486.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	778.44	1,119.05	400.38	1,574.62	1,089.15
其他	1,074.30	721.12	852.95	981.57	901.35
流动负债合计	2,709.54	2,326.17	1,253.33	2,556.20	1,990.50
长期借款	42.25	17.25	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,091.67	1,093.15	728.27	971.03	930.82
其他	163.54	139.98	171.71	158.41	156.70
非流动负债合计	1,297.46	1,250.39	899.99	1,129.44	1,087.52
负债合计	4,007.00	3,576.56	2,153.32	3,685.64	3,078.02
少数股东权益	183.59	114.73	132.48	115.58	129.87
股本	2,510.73	2,667.32	2,667.32	2,667.32	2,667.32
资本公积	67.68	925.99	925.99	925.99	925.99
留存收益	1,793.38	3,061.51	3,650.35	4,403.12	5,484.96
其他	(67.17)	(925.89)	(925.99)	(925.99)	(925.99)
股东权益合计	4,488.21	5,843.66	6,450.15	7,186.03	8,282.15
负债和股东权益总	8,495.21	9,420.22	8,603.47	10,871.67	11,360.17

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	404.14	729.97	912.08	1,150.72	1,411.22
折旧摊销	232.33	219.64	138.64	145.10	149.97
财务费用	97.76	68.10	12.21	(14.82)	(21.42)
投资损失	23.30	418.36	(18.42)	34.54	93.82
营运资金变动	274.37	(208.62)	(1,092.83)	810.42	(1,081.36)
其它	(62.21)	(515.19)	(27.10)	196.59	(112.64)
经营活动现金流	969.71	712.27	(75.42)	2,322.53	439.59
资本支出	339.75	401.84	28.27	93.30	51.71
长期投资	140.78	(2.74)	0.00	0.00	0.00
其他	0.43	(936.92)	21.70	(220.51)	(217.59)
投资活动现金流	480.96	(537.82)	49.97	(127.21)	(165.88)
债权融资	1,990.72	1,603.90	995.47	1,062.60	1,052.91
股权融资	(172.71)	1,044.65	23.71	60.47	79.68
其他	(2,520.39)	(2,585.02)	(2,021.20)	(1,429.15)	(1,437.96)
筹资活动现金流	(702.37)	63.54	(1,002.02)	(306.08)	(305.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	748.29	237.99	(1,027.46)	1,889.24	(31.66)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,020.37	5,293.97	7,326.85	9,119.10	11,050.11
营业成本	3,132.50	1,449.02	1,642.00	2,056.10	2,500.87
营业税金及附加	75.10	96.65	91.59	131.41	166.36
营业费用	1,536.92	2,283.65	3,663.43	4,796.65	5,304.05
管理费用	510.54	506.56	732.69	911.91	1,105.01
财务费用	101.11	62.96	12.21	(14.82)	(21.42)
资产减值损失	95.91	27.48	47.25	58.44	57.27
公允价值变动收益	(68.93)	315.81	(45.78)	213.76	(127.25)
投资净收益	(23.30)	(335.84)	18.42	(34.54)	(93.82)
其他	184.46	(19.13)	54.71	(358.45)	442.13
营业利润	476.06	906.82	1,110.33	1,358.64	1,716.90
营业外收入	77.24	4.08	50.00	50.00	50.00
营业外支出	18.80	14.79	17.74	17.11	16.54
利润总额	534.49	896.12	1,142.60	1,391.53	1,750.35
所得税	130.35	166.14	211.84	257.99	324.52
净利润	404.14	729.97	930.76	1,133.54	1,425.84
少数股东损益	(36.93)	18.86	18.68	(17.18)	14.61
归属于母公司净利润	441.07	711.12	912.08	1,150.72	1,411.22
每股收益(元)	0.17	0.27	0.34	0.43	0.53

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	13.55%	-12.07%	38.40%	24.46%	21.18%
营业利润	-15.51%	90.49%	22.44%	22.36%	26.37%
归属于母公司净利润	0.16%	61.23%	28.26%	26.16%	22.64%
获利能力					
毛利率	47.97%	72.63%	77.59%	77.45%	77.37%
净利率	7.33%	13.43%	12.45%	12.62%	12.77%
ROE	10.25%	12.41%	14.44%	16.28%	17.31%
ROIC	8.91%	18.60%	18.47%	18.34%	28.22%
偿债能力					
资产负债率	47.17%	37.97%	25.03%	33.90%	27.09%
净负债率	16.67%	1.78%	-3.03%	0.24%	-4.91%
流动比率	1.41	2.00	3.09	2.43	3.43
速动比率	1.17	1.61	2.83	1.92	3.13
营运能力					
应收账款周转率	6.12	6.27	6.09	7.43	7.43
存货周转率	7.34	6.72	11.92	11.28	11.69
总资产周转率	0.67	0.59	0.81	0.94	0.99
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.27	0.34	0.43	0.53
每股经营现金流	0.36	0.27	-0.03	0.87	0.16
每股净资产	1.61	2.15	2.37	2.65	3.06
估值比率					
市盈率	41.97	26.03	20.30	16.09	13.12
市净率	4.30	3.23	2.93	2.62	2.27
EV/EBITDA	22.66	16.04	14.40	10.97	8.87
EV/EBIT	31.70	19.86	16.18	12.16	9.66

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com