

康恩贝 (600572)

大品牌大品种工程表现亮眼，布局生物创新药领域

上半年归母净利润同比增长 42.62%，扣非后净利润同比增长 25.63%

公司发布 2018 年上半年业绩预告，实现营收 35.77 亿元，同比增长 52.83%，归母净利润 5.48 亿元，同比增长 42.62%，扣非后净利润 4.87 亿元，同比增长 25.63%。利润增长主因公司主导产品尤其是品牌产品销售规模增加，盈利能力增强。2018 年上半年公司非经常性损益 6,171 万元，其中证券投资累计收益 4,171 万元，其他非经常性损益主要系政府补助。收入增速快于利润增速，我们认为主要是“两票制”导致的高开因素影响。

大品牌大品种工程表现亮眼，核心大品种延续高增长趋势

上半年列入“大品牌大品种工程”的品种整体实现营收 26.29 亿元，同比增长 69.67%。其中“康恩贝”肠炎宁系列、“前列康”牌普乐安及坦索罗辛系列、“金笛”牌复方鱼腥草合剂和“珍视明”牌滴眼液及眼健康系列产品在 2018 年上半年销售收入分别达到 3.77 亿元、2.41 亿元、2.02 亿元、1.94 亿元，较去年同期分别增长 30.31%、51.22%、243.07%和 46.71%；“康恩贝”牌麝香通心滴丸产品、“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片等品牌产品销售收入同比均有 40%以上增长。

得益于基层、民营医院的市场拓展，“恤彤”销量企稳回升

“恤彤”牌丹参川芎嗪注射液产品通过努力开发扩大基层、民营医院等市场，2018 年上半年该产品实现销售数量 4,742 万支，同比增长 19.30%，实现销售收入 8.94 亿元，同比增长 200.48%。在两票制高开背景下带来的销售收入增加额为 5.47 亿元，剔除该因素可比口径增长 26.84%。利润占比方面，我们预计 2018 年拜特的净利润占比下降至 40%以下。

外延并购嘉和药业，布局生物创新药领域

4 月 26 号公司发布公告，以不超过 6.736 亿元拟受让嘉和生物 21.05%股权。6 月 21 号再次增资受让 8.6455%股权，合计持有嘉和生物 27.45%股权。嘉和生物是国内较早从事抗体药物研究的企业，团队具有国际大型药企的抗体药物研发背景，公司依托嘉和生物研发平台，布局生物创新药领域。

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。我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.34、0.43、0.53 元，参考同行业公司估值，给予 2018 年 25 倍 PE，目标价 8.50 元，由“买入”调整为“增持”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	7,017.22	8,733.73	10,583.14
增长率(%)	13.55	(12.07)	32.55	24.46	21.18
EBITDA(百万元)	807.60	1,127.52	1,261.11	1,489.63	1,846.70
净利润(百万元)	441.07	711.12	911.60	1,148.87	1,407.23
增长率(%)	0.16	61.23	28.19	26.03	22.49
EPS(元/股)	0.17	0.27	0.34	0.43	0.53
市盈率(P/E)	44.69	27.72	21.62	17.16	14.01
市净率(P/B)	4.58	3.44	3.21	2.98	2.73
市销率(P/S)	3.27	3.72	2.81	2.26	1.86
EV/EBITDA	22.66	16.04	15.39	12.07	9.94

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	增持 (调低评级)
当前价格	7.39 元
目标价格	8.50 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)	19,711.50
流通 A 股市值(百万元)	18,504.47
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-年报点评报告:业绩保持快速增长，OTC 类大品种表现亮眼》2018-04-26
- 《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

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	1,096.24	2,577.60	2,208.15
应收账款	732.46	956.53	1,349.07	1,003.07	1,847.15
预付账款	43.66	26.11	67.20	42.24	87.94
存货	664.16	911.67	265.48	1,283.48	527.61
其他	481.63	599.59	840.86	830.70	1,109.87
流动资产合计	3,833.96	4,661.84	3,618.85	5,737.08	5,780.72
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	8,354.45	10,388.94	10,318.47
短期借款	856.80	486.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	778.44	1,119.05	336.17	1,555.37	995.83
其他	1,074.30	721.12	839.43	977.86	885.01
流动负债合计	2,709.54	2,326.17	1,175.60	2,533.23	1,880.84
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	2,075.59	3,662.67	2,968.37
少数股东权益	183.59	114.73	132.47	115.60	129.85
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	3,479.08	3,943.35	4,552.94
其他	(67.17)	(925.89)	(925.99)	(925.99)	(925.99)
股东权益合计	4,488.21	5,843.66	6,278.86	6,726.27	7,350.11
负债和股东权益总	8,495.21	9,420.22	8,354.45	10,388.94	10,318.47

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	404.14	729.97	911.60	1,148.87	1,407.23
折旧摊销	232.33	219.64	138.64	145.10	149.97
财务费用	97.76	68.10	12.37	(13.06)	(17.01)
投资损失	23.30	418.36	(18.42)	34.54	93.82
营运资金变动	274.37	(208.62)	(965.78)	691.00	(946.86)
其它	(62.21)	(515.19)	(27.11)	196.61	(112.68)
经营活动现金流	969.71	712.27	51.29	2,203.06	574.47
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	23.55	58.71	75.27
其他	(2,520.39)	(2,585.02)	(2,191.99)	(1,715.80)	(1,906.22)
筹资活动现金流	(702.37)	63.54	(1,172.97)	(594.49)	(778.04)
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	(1,071.71)	1,481.36	(369.45)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,020.37	5,293.97	7,017.22	8,733.73	10,583.14
营业成本	3,132.50	1,449.02	1,572.61	1,969.21	2,395.18
营业税金及附加	75.10	96.65	87.72	125.86	159.33
营业费用	1,536.92	2,283.65	3,458.09	4,541.54	4,995.24
管理费用	510.54	506.56	701.72	873.37	1,058.31
财务费用	101.11	62.96	12.37	(13.06)	(17.01)
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	1,110.11	1,357.59	1,713.74
营业外收入	77.24	4.08	49.62	48.81	48.21
营业外支出	18.80	14.79	17.74	17.11	16.54
利润总额	534.49	896.12	1,141.99	1,389.29	1,745.40
所得税	130.35	166.14	211.73	257.58	323.60
净利润	404.14	729.97	930.27	1,131.72	1,421.80
少数股东损益	(36.93)	18.86	18.67	(17.15)	14.57
归属于母公司净利润	441.07	711.12	911.60	1,148.87	1,407.23
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					
营业利润	13.55%	-12.07%	32.55%	24.46%	21.18%
归属于母公司净利润	-15.51%	90.49%	22.42%	22.29%	26.23%
获利能力	0.16%	61.23%	28.19%	26.03%	22.49%
毛利率					
净利率	47.97%	72.63%	77.59%	77.45%	77.37%
ROE	7.33%	13.43%	12.99%	13.15%	13.30%
ROIC	10.25%	12.41%	14.83%	17.38%	19.49%
偿债能力	8.91%	18.60%	18.46%	18.75%	28.29%
资产负债率					
净负债率	47.17%	37.97%	24.84%	35.26%	28.77%
流动比率	16.67%	1.78%	-3.11%	-0.24%	0.31%
速动比率	1.41	2.00	3.08	2.26	3.07
营运能力	1.17	1.61	2.85	1.76	2.79
应收账款周转率					
存货周转率	6.12	6.27	6.09	7.43	7.43
总资产周转率	7.34	6.72	11.92	11.28	11.69
每股指标(元)	0.67	0.59	0.79	0.93	1.02
每股收益					
每股经营现金流	0.17	0.27	0.34	0.43	0.53
每股净资产	0.36	0.27	0.02	0.83	0.22
估值比率	1.61	2.15	2.30	2.48	2.71
市盈率					
市净率	43.24	26.82	20.92	16.60	13.55
EV/EBITDA	4.43	3.33	3.10	2.88	2.64
EV/EBIT	22.66	16.04	14.88	11.64	9.60

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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