

# 业绩稳健增长符合预期，公司持续布局未来看点颇多

2016 年 10 月 31 日

强烈推荐/维持

康美药业

财报点评

## ——康美药业（600518）三季度财报点评

|     |                     |                       |  |
|-----|---------------------|-----------------------|--|
| 张金洋 | 分析师                 | 执业证书编号：S1480516080001 |  |
|     | zhangjy@dxzq.net.cn | 010-66554035          |  |
| 缪牧一 | 联系人                 |                       |  |
|     | miaomy@dxzq.net.cn  | 010-66554035          |  |

### 事件：

康美药业发布三季度报告，前三季度实现收入 164.56 亿元，同比增长 22.30%，实现归母净利润 25.92 亿元，同比增长 22.98%，实现扣非归母净利润 25.78 亿元，同比增长 22.90%。第三季度单季实现收入 52.53 亿元，同比增长 19.64%，实现归母净利润 8.26 亿元，同比增长 22.40%，实现扣非归母净利润 8.20 亿元，同比增长 22.34%。

### 公司分季度财务指标

| 指标         | 2015Q1 | 2015Q2  | 2015Q3  | 2015Q4  | 2016Q1  | 2016Q2  | 2016Q3  |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 5002.3 | 4062.83 | 4390.28 | 4611.41 | 5885.72 | 5317.78 | 5252.56 |
| 增长率（%）     | 19.20% | 13.95%  | 15.07%  | 5.48%   | 17.66%  | 30.89%  | 19.64%  |
| 毛利率（%）     | 27.71% | 29.00%  | 28.74%  | 28.04%  | 28.38%  | 29.05%  | 29.70%  |
| 期间费用率（%）   | 7.84%  | 9.38%   | 9.45%   | 10.23%  | 8.00%   | 10.71%  | 10.79%  |
| 营业利润率（%）   | 19.44% | 17.90%  | 18.10%  | 15.69%  | 19.88%  | 17.41%  | 18.55%  |
| 净利润（百万元）   | 817.91 | 614.47  | 675.58  | 648.49  | 985.72  | 774.88  | 826.20  |
| 增长率（%）     | 38.41% | 41.05%  | 43.33%  | -17.70% | 20.52%  | 26.11%  | 22.30%  |
| 每股盈利（季度，元） | 0.37   | 0.14    | 0.15    | 0.15    | 0.22    | 0.16    | 0.17    |
| 资产负债率（%）   | 44.76% | 45.62%  | 45.13%  | 50.56%  | 49.89%  | 42.17%  | 46.10%  |
| 净资产收益率（%）  | 4.66%  | 3.52%   | 3.73%   | 3.44%   | 4.98%   | 2.79%   | 2.89%   |
| 总资产收益率（%）  | 2.58%  | 1.91%   | 2.05%   | 1.70%   | 2.49%   | 1.62%   | 1.56%   |

### 观点：

#### ➤ 业绩稳健增长符合预期

公司前三季度收入端、利润端增速与中报接近，基本延续上半年趋势，符合我们预期。我们估计公司各业务增速与中报接近，从主要业务来看：

- ◆ 中药饮片：估计前三季度收入端实现 30%-35%增速，远高于中药饮片行业增速，受益于公司渠道拓张（尤其是智慧药房），实现高速增长。

- ◆ 药品贸易：估计前三季度收入端实现 45%左右增速，主要来自于药房托管的持续推进。
- ◆ 中药材贸易：估计前三季度收入端实现 5%-10%的增速
- ◆ 保健食品：估计前三季度收入增长在 70-80%之间，在去年基数较低的情况下快速增长，主要原因是直销渠道会员持续增加以及收购麦金利丰富公司产品线所致。

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 2.53%、4.12%、3.11%，较上年同期分别减少 0.21、增加 0.30、增加 0.83 个百分点，其中财务费用率增加较多的原因是公司银行借款增加导致的利息支出。

### ➤ 智慧药房快速推进，看好其未来的业绩弹性

公司近期公告在北京设立智慧药房的子公司，用以在北京地区拓展智慧药房业务，公司现在已在广州、深圳、北京三地拥有四个智慧药房配送中心，复制速度极快，上海、成都、内蒙古、厦门、天津等地的智慧药房也在持续推进。

智慧药房模式是我们最看好的承接处方外流的模式，拥有变现模式清晰、复制速度极快、未来受配方颗粒放开影响较小等优势，我们认为，该模式今年有望给公司带来 6 亿左右的中药饮片收入，明年有望迅速增长到 15 亿左右，成熟期收入体量更是将达到数十亿，有望为公司未来业绩提速。

### ➤ 与重庆市政府深度合作，加码公司各项业务

公司近期公告与重庆市政府签订战略合作协议，继云南、青海两省后再下一个省级行政单位，将全面参与重庆市医药卫生事业和医药产业改革发展，将有利于公司对重庆地区道地中药材的控制、药房托管与智慧药房在重庆地区的推进。同时，公司将在重庆市打造西南地区最大的中药深加工基地（中药饮片年产10万吨；中药配方颗粒年产30亿包；中成药年产颗粒剂约2亿袋、片剂2亿片、口服液1亿支、胶囊剂约4亿粒），将巩固公司在中医药全产业链上的核心优势，有望在政策风向明确鼓励中医药产业的大环境下持续抢得先机。

### ➤ 获梅河口市中心医院，医疗服务业务持续推进

公司近期公告斥资约 3.95 亿收购爱民医院管理公司 60%的股权，而爱民医院管理公司拥有吉林省东南部唯一一所三甲综合医院梅河口市中心医院的全部资产及负债。我们认为，公司在获得梅河口市中心医院后，结合公司此前已经收购的五家医院，已经在吉林省东南部形成了医联体的雏形。

我们认为，公司获得梅河口市中心医院是公司 13 年底与梅河口市政府签订战略合作协议的结果之一，结合公司已与云南、青海、重庆等省级行政单位以及广东普宁市、云南普洱市、广西玉林市、深圳宝安区、广东省怀集县等当地政府签订战略合作协议，公司在医疗服务方面的布局绝对不会止于梅河口市。同时，公司陆续获得的医疗服务资源也有望助力公司网络医院平台未来的发展。

## 结论:

我们预计公司2016-2018年EPS为0.69、0.86、1.05，对应增速为24.55%、23.90%、22.45%（保守地估计智慧药房所带来的影响），对应PE为25x、20x、16x。我们认为，公司“进可攻，退可守”，存在稳健的20-25%的估值切换收益，并且未来看点颇多，存在超预期的可能性，且智慧药房模式有望提升公司估值，我们给予公司2017年25倍的估值，对应目标价为21.5元，维持“强烈推荐”评级。

# 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 |        |        |
|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2014A | 2015A | 2016E  | 2017E | 2018E |                | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 20654 | 29448 | 30839  | 37105 | 44286 | <b>营业收入</b>    | 15949  | 18067  | 22363  | 27109  | 32541  |
| 货币资金           | 9985  | 15818 | 14536  | 17621 | 21152 | <b>营业成本</b>    | 11768  | 12947  | 15963  | 19209  | 22938  |
| 应收账款           | 2230  | 2550  | 3157   | 3827  | 4594  | 营业税金及附加        | 103    | 197    | 243    | 295    | 354    |
| 其他应收款          | 53    | 78    | 97     | 117   | 141   | 营业费用           | 426    | 499    | 604    | 745    | 895    |
| 预付款项           | 597   | 560   | 513    | 458   | 391   | 管理费用           | 583    | 711    | 872    | 1068   | 1282   |
| 存货             | 7369  | 9795  | 12076  | 14532 | 17353 | 财务费用           | 435    | 449    | 642    | 786    | 944    |
| 其他流动资产         | 194   | 268   | 28     | 28    | 28    | 资产减值损失         | 20.45  | 117.30 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>非流动资产合计</b> | 7226  | 8658  | 9273   | 8912  | 8564  | 公允价值变动收益       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资         | 333   | 407   | 407    | 407   | 407   | 投资净收益          | 53.04  | 72.15  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 固定资产           | 4311  | 4790  | 5311   | 4856  | 4412  | <b>营业利润</b>    | 2666   | 3218   | 4039   | 5005   | 6128   |
| 无形资产           | 1072  | 1052  | 947    | 842   | 737   | 营业外收入          | 54.85  | 38.51  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他非流动资产        | 175   | 1057  | 1057   | 1057  | 1057  | 营业外支出          | 14.04  | 13.79  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>资产总计</b>    | 27879 | 38105 | 40111  | 46018 | 52850 | <b>利润总额</b>    | 2707   | 3243   | 4039   | 5005   | 6128   |
| <b>流动负债合计</b>  | 8248  | 13879 | 14246  | 16044 | 19380 | 所得税            | 421    | 486    | 606    | 751    | 919    |
| 短期借款           | 3420  | 4620  | 5000   | 6500  | 9500  | <b>净利润</b>     | 2286   | 2756   | 3433   | 4254   | 5209   |
| 应付账款           | 1391  | 1444  | 1756   | 2114  | 2524  | 少数股东损益         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 预收款项           | 1021  | 948   | 857    | 747   | 615   | 归属母公司净利润       | 2286   | 2757   | 3433   | 4254   | 5209   |
| 一年内到期的非流       | 200   | 5     | 5      | 5     | 5     | EBITDA         | 4414   | 4986   | 5066   | 6151   | 7420   |
| <b>非流动负债合计</b> | 2913  | 5388  | 7420   | 9002  | 9405  | <b>BPS (元)</b> | 1.04   | 0.62   | 0.69   | 0.86   | 1.05   |
| 长期借款           | 5     | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |        |
| 应付债券           | 2496  | 4885  | 4885   | 4885  | 4885  |                |        |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 11161 | 19267 | 21666  | 25046 | 28786 | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 3     | 73    | 73     | 73    | 73    | 营业收入增长         | 19.39% | 13.28% | 23.78% | 21.22% | 20.04% |
| 实收资本(或股本)      | 2199  | 4397  | 4947   | 4947  | 4947  | 营业利润增长         | 22.35% | 20.68% | 25.52% | 23.90% | 22.45% |
| 资本公积           | 4757  | 3657  | 3657   | 3657  | 3657  | 归属于母公司净利润      | 24.54% | 23.90% | 24.54% | 23.90% | 22.45% |
| 未分配利润          | 5917  | 6584  | 7197   | 7955  | 8884  | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权       | 16716 | 18765 | 18373  | 20898 | 23991 | 毛利率(%)         | 26.21% | 28.34% | 28.62% | 29.14% | 29.51% |
| <b>负债和所有者权</b> | 27879 | 38105 | 40111  | 46018 | 52850 | 净利率(%)         | 14.33% | 15.26% | 15.35% | 15.69% | 16.01% |
| <b>现金流量表</b>   |       |       | 单位:百万元 |       |       | 总资产净利润(%)      | 8.20%  | 7.23%  | 8.56%  | 9.24%  | 9.86%  |
|                |       |       |        |       |       | ROE(%)         | 13.67% | 14.69% | 18.69% | 20.36% | 21.71% |
| <b>经营活动现金流</b> | 1132  | 509   | 2019   | 2516  | 3188  | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 净利润            | 2286  | 2756  | 3433   | 4254  | 5209  | 资产负债率(%)       | 40%    | 51%    | 54%    | 54%    | 54%    |
| 折旧摊销           | 1312  | 1319  | 385    | 361   | 349   | 流动比率           | 2.50   | 2.12   | 2.16   | 2.31   | 2.29   |
| 财务费用           | 435   | 449   | 642    | 786   | 944   | 速动比率           | 1.61   | 1.42   | 1.32   | 1.41   | 1.39   |
| 应付帐款的变化        | 0     | 0     | -606   | -670  | -767  | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 预收帐款的变化        | 0     | 0     | -91    | -110  | -132  | 总资产周转率         | 0.64   | 0.55   | 0.57   | 0.63   | 0.66   |
| <b>投资活动现金流</b> | -769  | -1444 | 30     | 0     | 0     | 应收账款周转率        | 8      | 8      | 8      | 8      | 8      |
| 公允价值变动收益       | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | 应付账款周转率        | 13.48  | 12.74  | 13.97  | 14.01  | 14.03  |
| 长期股权投资减少       | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 投资收益           | 53    | 72    | 0      | 0     | 0     | 每股收益(最新摊薄)     | 1.04   | 0.62   | 0.69   | 0.86   | 1.05   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1141  | 6759  | -3332  | 568   | 343   | 每股净现金流(最新      | 0.68   | 1.32   | -0.26  | 0.62   | 0.71   |
| 应付债券增加         | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊      | 7.60   | 4.27   | 3.71   | 4.22   | 4.85   |
| 长期借款增加         | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 普通股增加          | 0     | 2199  | 550    | 0     | 0     | P/E            | 16.33  | 27.26  | 24.47  | 19.75  | 16.13  |
| 资本公积增加         | 7     | -1099 | 0      | 0     | 0     | P/B            | 2.23   | 3.98   | 4.57   | 4.02   | 3.50   |
| <b>现金净增加额</b>  | 1505  | 5825  | -1282  | 3085  | 3531  | EV/EBITDA      | 7.58   | 13.71  | 15.67  | 12.64  | 10.41  |

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。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。

## 联系人简介

---

### 缪牧一

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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 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。