



证券研究报告·上市公司简评

中药

大品牌大品种工程收效甚好，内生增长势头强劲

康恩贝 (600572)

事件

公司发布 2017 年三季度报告

前三季度公司实现营业收入、归母净利润和扣非后净利润分别为 37.83 亿元、6.07 亿元和 5.91 亿元，分别同比增长-16.62%、34.86%和 40.23%，实现每股收益 0.24 元，每股经营性现金流 0.20 元，符合我们此前预期。

简评

同比口径下，业绩已呈现高速内生增长

公司核心战略聚焦内生发展现已取得积极成效，医药工业产品销售收入增长较好，按同期可比口径（剔除珍诚医药公司营业收入因素）计算，前三季度公司营业收入较上年同期增长 28.43%，其中 2017Q3 实现营业收入 14.43 亿元，较上年同期可比口径增长 41.87%，环比增长 16.05%；前三季度实现归母净利润及扣非后净利润分别增长 34.86%和 40.23%，其中 2017Q3 实现归母净利润 2.23 亿元，扣非后净利润 2.04 亿元，同比分别增长 55.48%和 58.81%，环比分别增长 13.80%和 3.81%。

大品牌大品种工程收效良好，带动业绩高速增长

公司按照专注制药业务、聚焦内生增长的战略要求，确定了包括“康恩贝”牌肠炎宁系列产品、“金笛”牌复方鱼腥草合剂、“康恩贝”牌麝香通心滴丸产品、“恤彤”牌丹参川芎嗪注射液产品、“前列康”牌普乐安及黄莪等系列产品、“天保宁”牌银杏叶系列产品、“金奥康”牌奥美拉唑系列产品、“金康速力”牌乙酰半胱氨酸及汉防己甲素系列产品、“珍视明”牌滴眼液及眼健

预测和比率

	2016A	2017F	2018F	2019F
营业收入（百万）	6020.37	4433.74	5010.12	5661.44
营业收入增长率	13.55%	-26.35%	13.00%	13.00%
净利润（百万）	441.07	700.03	845.45	1015.99
净利润增长率	0.16%	58.71%	20.77%	20.17%
ROE	9.00%	15.55%	15.95%	16.78%
EPS（元）	0.18	0.28	0.34	0.40
P/E	43.43	24.71	20.46	17.03
P/B	4.45	3.68	3.30	2.96
EV/EBITDA	25.33	15.43	13.03	10.84

请参阅最后一页的重要声明

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

执业证书编号：S1440517050001

研究助理：刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

发布日期：2017 年 10 月 18 日

当前股价：7.68 元

目标价格 6 个月：8.50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
5.03/3.93	13.25/8.03	3.57/-7.09	
12 月最高/最低价（元）			7.9/6.42
总股本（万股）			251073.00
流通 A 股（万股）			205773.81
总市值（亿元）			188.81
流通市值（亿元）			154.74
近 3 月日均成交量（万）			938.10
主要股东			
康恩贝集团有限公司			27.73%

股价表现



相关研究报告

17.09.12	非公开发行获批，内生增长可期
17.08.15	聚焦内生增长，业绩符合预期
17.07.12	剥离珍诚医药，大品牌战略拉动业绩高速增长



康系列产品和“康恩贝”牌三七药酒等 10 个品牌及相关产品组合作为大品牌大品种工程项目，运用价格调整策略，并在市场营销方面突破营销细节瓶颈+部分品种区域市场转向全国市场以寻求突破与发展，助力工程产品放量增长。大品牌大品种工程项目的品牌及产品前三季度累计完成销售收入 25.88 亿元，同比增长 29.45%，带动公司业绩高速增长，我们估计，“康恩贝”牌肠炎宁系列产品、“金笛”牌复方鱼腥草合剂、“珍视明”品牌系列产品及“康恩贝”牌三七药酒增幅在 60%以上，“金康”牌汉防己甲素片增幅在 30%以上。在中药注射剂方面，由于部分地区已逐步推行两票制，丹参川芎嗪注射液部分低开转高开，估计收入增长约 35%-40%，销量及利润降幅继续缩窄，有望呈现企稳态势。

非公开发行获批，内生增长可期

目前，公司非公开发行已获批。根据公司此前发布的最新草案修订稿，公司拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股票。公司实施 2016 年度利润分配方案后，将非公开发行底价由 7.00 元/股调整为 6.88 元/股，发行数量由不超过 1.56 亿股调整为不超过 1.59 亿股。本次定增资金将用于投资建设国际化先进制药基地项目，支持原料药和制剂产品业务扩大产品规模，提高产品质量，符合公司现阶段实行大品牌大品种工程，聚焦内生增长的核心发展战略，长期来看内生增长值得期待。

控股股东增持，彰显未来发展信心

2017 年 6 月 19 日，公司控股股东康恩贝集团基于对公司未来发展的信心，增持公司股份 120 万股，并计划在未来 6 个月内，根据公司股票价格波动情况及资本市场整体趋势，累计增持股数不少于 1800 万股，累计不超过公司已发行总股份的 2%。截至 2017 年 9 月 29 日，控股股东康恩贝集团有限公司已合计增持公司股份 1800.95 万股。

剔除珍诚医药因素，财务指标基本正常

2017 年前三季度，由于处置珍诚医药不再将其纳入并表范围，营业成本同比下降 55.65%；由于公司主导产品销售收入大幅增长，销售费用同比增长 36.41%，应交税费期末余额较年初增长 109.42%，应收账款期末余额较年初增长 71.57%，其他应付账款期末余额比年初余额增长 53.74%；由于公司根据有关协议向朱麟先生支付收购贵州拜特公司股权转让追加对价 5.99 亿元，货币资金期末余额较年初下降 43.50%，投资活动现金净流量同比下降 197.79%；由于公司加强资金管理，优化借款结构，期末公司银行借款规模较上年同期期末余额下降 69.42%，利息支出较上年同期大幅减少，财务费同比下降 54.80%；由于公司子公司金华康恩贝公司受托经营管理而纳入合并范围的浙江耐司康药业有限公司报告期内采用银行承兑汇票方式结算的货款增加，应付票据期末余额比年初余额增长 271.05%；由于政府补助及会计政策变更，公司营业外收入同比下降 93.89%，营业外支出同比下降 36.65%。

盈利预测与投资评级

我们看好公司大品牌大品种战略推动重点品种的大幅增长及产品终端价格调整带来的长效影响，未来几年公司将回归内生性增长，预计公司全年增速进一步加快。暂不考虑增发，预计公司 2017 - 2019 年实现营业收入分别为 44.33 亿元、50.10 亿元和 56.61 亿元，归母净利润分别为 7.00 亿元、8.45 亿元和 10.16 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 0.28 元/股、0.34 元/股和 0.40 元/股，维持买入评级。

风险提示

非公开发行进度低于预期、药价受医保政策和招投标影响降价、市场推广低于预期风险、环保风险、产品质量和安全控制风险等。



表 1: 2016-2017 年分季度累计主要财务指标

	1Q2016	1-2Q2016	1-3Q2016	2016	1Q2017	1H2017	1-3Q2017
营业收入	1477.22	3049.97	4537.49	6020.37	1096.73	2340.32	3783.45
营业成本	763.97	1606.88	2383.03	3132.50	342.36	710.61	1056.76
营业税金及附加	13.96	28.35	42.80	75.10	19.43	40.86	66.36
销售费用	350.50	744.17	1133.50	1536.92	374.75	865.56	1546.23
管理费用	121.79	241.41	368.09	510.54	109.74	225.83	347.84
财务费用	39.69	67.46	91.80	101.11	14.74	26.09	41.49
资产减值损失	3.53	13.25	22.88	95.91	3.92	7.94	6.21
公允价值变动收益	-7.54	-5.10	-0.96	-68.93	-8.73	-2.69	3.97
投资收益	0.06	-2.30	-3.37	-23.30	0.11	-17.68	-11.31
对联营合营企业的投资收益	-0.30	-1.40	-2.42	-3.94	0.12	-0.16	-0.12
营业利润	176.30	341.05	491.07	476.06	223.17	463.44	743.49
营业外收入	10.50	33.87	53.67	77.24	10.37	1.33	3.28
营业外支出	2.64	6.67	7.78	18.80	0.66	0.73	4.93
非流动资产处置净损失	0.00	0.12	0.39	1.82	0.33	0.50	1.55
利润总额	184.17	368.24	536.96	534.49	232.88	464.04	741.84
所得税	32.28	71.55	99.20	130.35	44.64	76.42	130.17
净利润	151.89	296.70	437.75	404.14	188.23	387.62	611.68
归属于母公司所有者的净利润	153.19	307.06	450.21	441.07	188.98	384.56	607.14
少数股东损益	-1.31	-10.36	-12.46	-36.93	-0.75	3.05	4.54
每股收益(元/股)	0.09	0.12	0.18	0.18	0.08	0.15	0.24
收入增长率(%)	64.72	37.92	21.07	13.55	-25.76	-23.27	-16.62
毛利率(%)	48.28	47.31	47.48	47.97	68.78	69.64	0.00
营业税率(%)	0.95	0.93	0.94	1.25	1.77	1.75	1.75
销售费用率(%)	23.73	24.40	24.98	25.53	34.17	36.98	0.00
管理费用率(%)	8.24	7.92	8.11	8.48	10.01	9.65	0.00
财务费用率(%)	2.69	2.21	2.02	1.68	1.34	1.11	0.00
期间费用率(%)	34.66	34.53	35.12	35.69	45.52	47.75	0.00
所得税率(%)	17.53	19.43	18.47	24.39	19.17	16.47	17.55
净利率(%)	10.37	10.07	9.92	7.33	17.23	16.43	16.05
净利润增长率(%)	-6.81	-39.82	-34.40	-19.77	23.93	30.64	39.73
货币资金	1993.72	1151.25	2418.62	1912.06	1657.19	1249.10	1080.24
应收账款	1247.18	1205.59	1211.52	524.16	599.75	701.02	899.27
应收账款周转天数	74.28	70.72	71.48	51.28	46.12	47.12	50.79
应收票据	411.09	370.73	371.78	391.30	314.27	290.78	330.73
存货	970.33	940.21	911.43	664.16	696.30	787.80	812.35
存货周转天数	114.66	107.35	106.95	94.27	178.82	183.90	188.63
固定资产	1911.68	1943.43	1914.44	1960.27	1933.30	2040.74	2016.49
在建工程	485.93	465.96	495.16	463.79	530.76	465.84	517.75
商誉	1081.23	1081.23	1081.23	913.10	913.10	913.10	913.10
经营性现金净流量	236.43	466.84	689.85	969.71	192.16	336.29	504.46

资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部, 单位: 百万元

表 2: 2016-2017 年分季度单季主要财务指标

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入	1477.22	1572.75	1487.53	1482.88	1096.73	1243.59	1,443.13
营业成本	763.97	842.92	776.15	749.47	342.36	368.25	346.16
营业税金及附加	13.96	14.38	14.45	32.30	19.43	21.42	25.50
销售费用	350.50	393.67	389.33	403.42	374.75	490.81	680.67
管理费用	121.79	119.63	126.68	142.46	109.74	116.09	122.01
财务费用	39.69	27.77	24.34	9.31	14.74	11.36	15.39
资产减值损失	3.53	9.73	9.63	73.03	3.92	4.02	-1.73
公允价值变动收益	-7.54	2.44	4.14	-67.96	-8.73	6.04	6.67
投资收益	0.06	-2.35	-1.07	-19.94	0.11	-17.79	6.37



对联营合营企业的投资收益	-0.30	-1.11	-1.02	-1.52	0.12	-0.28	0.04
营业利润	176.30	164.75	150.02	-15.01	223.17	240.27	280.05
营业外收入	10.50	23.36	19.81	23.57	10.37	-9.05	1.95
营业外支出	2.64	4.03	1.11	11.02	0.66	0.06	4.20
非流动资产处置净损失	0.00	0.12	0.27	1.43	0.33	0.17	1.05
利润总额	184.17	184.08	168.71	-2.46	232.88	231.16	277.81
所得税	32.28	39.27	27.66	31.15	44.64	31.78	53.75
净利润	151.89	144.81	141.06	-33.61	188.23	199.38	224.06
归属于母公司所有者的净利润	153.19	153.87	143.15	-9.14	188.98	195.58	222.57
少数股东损益	-1.31	-9.06	-2.09	-24.47	-0.75	3.80	1.49
每股收益 (元/股)	0.09	0.06	0.06	0.00	0.08	0.08	0.09
收入增长率 (%)	64.72	19.64	-3.18	-4.58	-25.76	-20.93	-2.98
毛利率 (%)	48.28	46.40	47.82	49.46	68.78	70.39	76.01
营业税率 (%)	0.95	0.91	0.97	2.18	1.77	1.72	1.77
销售费用率 (%)	23.73	25.03	26.17	27.20	34.17	39.47	47.17
管理费用率 (%)	8.24	7.61	8.52	9.61	10.01	9.34	8.45
财务费用率 (%)	2.69	1.77	1.64	0.63	1.34	0.91	1.07
期间费用率 (%)	34.66	34.40	36.33	37.44	45.52	49.72	56.69
所得税率 (%)	17.53	21.33	16.39	-1264.43	19.17	13.75	19.35
净利率 (%)	10.37	9.78	9.62	-0.62	17.23	15.73	15.42
净利润增长率 (%)	-6.81	-56.12	-19.08	79.46	23.93	37.68	58.84

资料来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部, 单位: 百万元

表 3: 康恩贝盈利预测

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E		
流动资产	3833.96	3658.93	4685.51	4538.50	营业收入	6020.37	4433.74	5010.12	5661.44		
现金	1912.06	2217.84	2515.68	2707.83	营业成本	3132.50	1295.61	1464.04	1654.36		
应收账款	524.16	750.66	740.70	900.71	营业税金及附加	75.10	52.13	57.59	67.42		
其它应收款	208.30	0.00	115.18	36.89	营业费用	1536.92	1716.30	1851.24	1975.28		
预付账款	43.66	71.24	77.15	84.92	管理费用	510.54	391.66	426.54	487.40		
存货	664.16	194.82	684.64	291.89	财务费用	101.11	96.55	105.29	112.45		
其他	481.63	424.37	552.17	516.27	资产减值损失	95.91	42.17	62.38	71.51		
非流动资产	4661.25	3917.46	3958.87	3918.18	公允价值变动收益	-68.93	-78.75	-94.50	-113.40		
长期投资	567.66	571.04	570.43	570.04	投资净收益	-23.30	136.51	105.26	72.82		
固定资产	1986.82	1513.06	1572.68	1602.25	营业利润	476.06	897.08	1053.80	1252.44		
无形资产	481.91	275.92	299.05	323.32	营业外收入	77.24	71.17	71.69	73.36		
其他	1624.87	1557.45	1516.71	1422.57	营业外支出	18.80	18.96	19.13	18.96		
资产总计	8495.21	7576.40	8644.38	8456.68	利润总额	534.49	949.28	1106.36	1306.84		
流动负债	2709.54	1716.24	2430.25	1868.32	所得税	130.35	178.50	223.79	276.26		
短期借款	856.80	867.78	952.36	892.31	净利润	404.14	770.78	882.57	1030.58		
应付账款	283.40	262.58	328.44	317.30	少数股东损益	-36.93	70.76	37.12	14.60		
其他	1569.34	585.88	1149.45	658.71	归属母公司净利润	441.07	700.03	845.45	1015.99		
非流动负债	1297.46	902.45	680.08	446.62	EBITDA	766.82	1120.44	1296.26	1514.71		
长期借款	1133.92	850.56	624.53	397.55	EPS (摊薄)	0.18	0.28	0.34	0.40		
其他	163.54	51.89	55.56	49.07							
负债合计	4007.00	2618.69	3110.33	2314.95	主要财务比率						



少数股东权益	183.59	254.35	291.47	306.07
归属母公司股东权益	4304.62	4703.36	5242.58	5835.66
负债和股东权益	8495.21	7576.40	8644.38	8456.68

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1571.39	279.53	1044.30	1227.87
净利润	404.14	770.78	882.57	1030.58
折旧摊销	232.33	171.16	189.90	207.87
财务费用	101.11	96.55	105.29	112.45
投资损失	23.30	-136.51	-105.26	-72.82
营运资金变动	770.09	-750.26	-99.49	-162.72
其它	40.42	127.81	71.30	112.52
投资活动现金流	-392.09	595.13	-195.22	-212.89
资本支出	-31.97	-607.55	20.14	-31.00
长期投资	-140.78	-3.38	0.61	0.39
其他	-564.84	-15.81	-174.46	-243.50
筹资活动现金流	-860.88	-568.88	-551.25	-822.83
短期借款	-275.69	10.98	84.57	-60.04
长期借款	602.04	-283.36	-226.04	-226.97
其他	-1187.23	-296.50	-409.79	-535.82
现金净增加额	318.42	305.78	297.83	192.15

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6020.37	4433.74	5010.12	5661.44
同比(%)	13.55%	-26.35%	13.00%	13.00%
归属母公司净利润	441.07	700.03	845.45	1015.99
同比(%)	0.16%	58.71%	20.77%	20.17%
毛利率(%)	47.97%	70.78%	70.78%	70.78%
ROE(%)	9.00%	15.55%	15.95%	16.78%
每股收益(元)	0.18	0.28	0.34	0.40
P/E	43.43	24.71	20.46	17.03
P/B	4.45	3.68	3.30	2.96
EV/EBITDA	25.33	15.43	13.03	10.84

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	13.55%	-26.35%	13.00%	13.00%
营业利润增长率	-15.51%	88.44%	17.47%	18.85%
归属于母公司净利润增长率	0.16%	0.16%	58.71%	20.77%
获利能力				
毛利率	47.97%	70.78%	70.78%	70.78%
净利率	6.71%	17.38%	17.62%	18.20%
ROE	9.00%	15.55%	15.95%	16.78%
ROIC	6.41%	11.58%	12.51%	14.00%
偿债能力				
资产负债率	47.17%	34.56%	35.98%	27.37%
净负债比率	44.35%	39.23%	32.60%	24.70%
流动比率	1.41	2.13	1.93	2.43
速动比率	1.17	2.02	1.65	2.27
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.55	0.62	0.66
应收账款周转率	7.02	6.96	6.72	6.90
应付账款周转率	5.67	4.75	4.95	5.12
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.28	0.34	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.11	0.42	0.49
每股净资产(最新摊薄)	1.79	1.97	2.20	2.45
估值比率				
P/E	43.43	43.43	24.71	20.46
P/B	4.45	3.68	3.30	2.96
EV/EBITDA	25.33	15.43	13.03	10.84

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部



分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

研究助理 刘若飞：毕业于北京大学，生物技术硕士。2017年加入中信建投证券研究发展部。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

罗刚 15810539988 luogang@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622