

2017年10月18日

公司研究

评级：买入（维持）

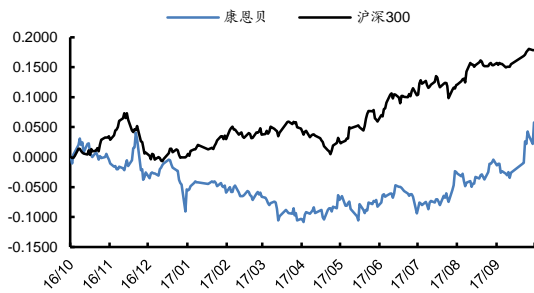
研究所

证券分析师：胡博新 S0350517060001
hubx@ghzq.com.cn

回归内生增长，前三季度业绩逐季提升

——康恩贝（600572）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
康恩贝	6.2	16.7	6.5
沪深300	1.8	6.7	17.8

市场数据

	2017-10-17
当前价格（元）	7.68
52周价格区间（元）	6.39 - 7.76
总市值（百万）	19282.41
流通市值（百万）	15803.43
总股本（万股）	251073.00
流通股（万股）	205773.81
日均成交额（百万）	67.53
近一月换手（%）	11.24

相关报告

《康恩贝（600572）事件点评：竞价收购天施康，业绩有望逐步恢复——康恩贝（600572）事件点评》——2017-05-18

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

公司发布2017年三季度报告，2017前三季度收入37.83亿元，同比减16.62%。归母净利润6.07亿元，同比增长34.86%；扣非后归母净利润5.91亿元，同比增长40.23%，EPS为0.24元，超过我们前期预测。

投资要点：

- 加强内部管理，业绩增长逐季提升。**公司通过持续的外延并购整合丰富品种，2016年处置珍诚医药调整战略回归内部管理，2017年提出大品牌战略，专注品种的经营整合，业绩逐季提升。扣除珍诚医药剥离影响，前三季度营业收入增8.43%，其中三季度单季收入增速为41.87%，对比Q1(+14.87%)和Q2(+21.34%)，显著提升。三季度单季扣非后归母净利润2.04亿元，同比增长58.81%。考虑两票制推广，贵州拜特的由低价销售转为高开，应收账款同比增加71.57%。
- 营销机制创新，内部整合促增长。**公司在重新梳理主打品种基础上启动大品牌大品种工程，计划用5年时间培育十个以上过10亿的战略大品种。公司在执行中围绕公司10大品牌核心，进行营销管理体制创新，建立大品牌大品种工程总指挥部来统筹协调内外部资源，对于产品全生命周期进行统一战略规划，同时深度挖掘品牌核心价值主张，并结合自身产品特色，以“康恩贝”、“天保宁”和“金奥康”等核心品牌作延伸，开发多系列品种拓展市场，大力推行大品牌+高毛利+终端分销组合模式，所涉及大品种在2017年前三季度累计收入为25.88亿元，占公司整体收入68.4%，同比增长29.45%，其中三季度单季收入为10.49亿元，占公司整体收入72.69%，同比增长48.71%，大品种大品牌战略驱动增长已经逐步显现成效。
- 零售重点布局，未来对接医院持续高增长。**目前医院渠道面临医保控费、药占比等政策压制而增速下滑，公司顺应国家政策走向着力打造零售渠道，集中优质资源推广“肠炎宁”和“金笛”等OTC品牌，持续加大终端广告营销力度，在零售终端保持高速增长，我们预计金笛系列在2017年有望成为公司下一个过亿品种，除了通过产品升级和品牌重塑来提升竞争力，公司同时大力扩充零售终端营销队伍，并配合以销售激励政策来激发销售人员积极性，推动零售终端快速增长；公司中西药品种齐全，在多个领域具备潜在协同效应，通过打造肠炎宁和金奥康、前列康和必坦的中西合璧组合，未来打

通医院和零售渠道，利用医院学术影响的推动品牌持续放量。

- **医保目录和一致性评价，接力处方药成长。**2017 年新版目录中公司新进入 15 个品种，其中包括汉防己甲素片、肠炎宁颗粒等潜力品种，截止 9 月底，已有 19 个省市开始或即将执行新版医保目录，其中包括北京、广东和江浙等药品份额靠前的大省，公司汉防己甲素片新进入医保后持续高速增长，上半年销售已过亿，医保对于药品销售放量的带动作用将逐步体现；一致性评价政策将淘汰低质量品种，提高市场集中度，为公司普药品种重拾增长提供机遇，第一批 289 文号公司涉及到的有 59 个品规，其中 16 个品规公司已经申报了的参比制剂备案，阿莫西林胶囊已经启动 BE 试验，未来随着一致性评价在药品招标和医保支付政策利好的影响下，建议关注公司普药品种通过提升市场份额带来业绩弹性。
- **内生增速提升，上调盈利预测，维持买入评级。**上调 2017-2019 年 EPS 至 0.30、0.35、0.40 元，对应 PE 为 26、22、19 倍，考虑到公司剥离非主业资产之后，聚焦内生性成长，大品种大品牌战略持续推进显现成效，公司经营逐季改善显著，营销激励和员工持股计划理顺内部利益关系，控股股东持续增持彰显公司管理层对未来公司发展的信心，维持买入评级。
- **风险提示：**大品种大品牌推广不及预期；公司零售市场拓展及处方药产品增长的不确定性，中药注射液品种持续放缓。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	6020	4664	5243	5919
增长率(%)	14%	-23%	12%	13%
净利润（百万元）	441	752	878	997
增长率(%)	0%	70%	17%	14%
摊薄每股收益（元）	0.18	0.30	0.35	0.40
ROE(%)	9.83%	16.11%	18.25%	19.75%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 康恩贝盈利预测表

					2017-10-1				
证券代码:	600572.SH				股价:	7.68			
					投资评级:	买入			
					日期:	7			
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	10%	16%	18%	20%	EPS	0.18	0.30	0.35	0.40
毛利率	48%	70%	70%	70%	BVPS	1.71	1.79	1.87	1.97
期间费率	37%	51%	50%	49%	估值				
销售净利率	7%	16%	17%	17%	P/E	43.72	25.64	21.95	19.33
成长能力					P/B	4.48	4.30	4.11	3.91
收入增长率	14%	-23%	12%	13%	P/S	3.20	4.13	3.68	3.26
利润增长率	0%	70%	17%	14%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.71	0.55	0.60	0.66	营业收入	6020	4664	5243	5919
应收账款周转率	5.36	3.72	3.54	3.54	营业成本	3133	1389	1586	1766
存货周转率	4.72	3.75	3.56	3.40	营业税金及附加	75	56	63	65
偿债能力					销售费用	1537	1735	1930	2131
资产负债率	47%	45%	45%	44%	管理费用	511	452	503	533
流动比	1.41	1.54	1.58	1.67	财务费用	101	141	143	145
速动比	1.17	1.39	1.40	1.47	其他费用/(-收入)	(188)	37	(15)	(30)
					营业利润	476	927	1004	1249
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	58	67	69	70
现金及现金等价物	1912	2249	2114	2158	利润总额	534	994	1073	1319
应收款项	1124	1254	1482	1672	所得税费用	130	243	262	322
存货净额	664	386	462	539	净利润	404	752	811	997
其他流动资产	134	120	126	133	少数股东损益	(37)	0	(67)	0
流动资产合计	3834	3937	4113	4431	归属于母公司净利润	441	752	878	997
固定资产	1960	1814	1783	1685					
在建工程	464	524	604	704	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	482	482	444	406	经营活动现金流	970	920	660	963
长期股权投资	568	573	578	583	净利润	404	752	811	997
资产总计	8495	8517	8708	8995	少数股东权益	(37)	0	(67)	0
短期借款	857	877	897	917	折旧摊销	230	244	230	223
应付款项	294	136	155	172	公允价值变动	(69)	(60)	(30)	(10)
预收帐款	90	70	78	88	营运资金变动	441	341	(338)	(302)
其他流动负债	1469	1469	1469	1469	投资活动现金流	481	81	(54)	(7)
流动负债合计	2710	2551	2599	2646	资本支出	(187)	86	(49)	(2)
长期借款及应付债券	1134	1134	1134	1134	长期投资	(141)	(5)	(5)	(5)
其他长期负债	164	164	164	164	其他	809	0	0	0
长期负债合计	1297	1297	1297	1297	筹资活动现金流	(1114)	(551)	(648)	(738)
负债合计	4007	3848	3896	3943	债务融资	326	20	20	20
股本	2511	2511	2511	2511	权益融资	4	0	0	0
股东权益	4488	4669	4812	5052	其它	(1444)	(571)	(668)	(758)
负债和股东权益总计	8495	8517	8708	8995	现金净增加额	337	450	(41)	218

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对 OTC 和原料药行业有长期跟踪经验。

王安艺，香港中文大学生物医学工程硕士，1年证券行业医药研究经验，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械和中药 OTC 板块。

朱凯旋，复旦大学医学硕士，多年医药行业经验，曾在阿斯利康、赛诺菲工作，1年证券行业医药研究经验，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖化学制药板块。

【分析师承诺】

胡博新，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。