

## 康臣药业 (1681.HK)

### 被低估的优质品牌中成药生产商

#### 公司是国内领先的肾病中成药龙头，原有业务将维持稳定增长

公司原来主要生产肾病药物和核磁共振对比剂，2017年上半年两种产品分别占公司原有业务收入的75.9%与24.1%，其中肾病药物以口服中成药尿毒清颗粒为主。我们认为核磁共振对比剂业务将基本保持平稳，而肾病药物则将稳定增长，理由包括：i) 由于老龄化与生活节奏加快等原因，肾病患者人数将继续增长，由于肾病不可逆转，因此中成药是重要治疗药物；ii) 公司主力产品尿毒清颗粒在肾病口服现代中成药市场长期排名第一，拥有很高的知名度；iii) 尿毒清颗粒2017年2月从国家医保乙类转为甲类实现全额报销，预计将带动销量增长。

#### 公司旗下广西玉林制药业绩将维持快速扩张

公司于2015年8月入股著名中成药生产商玉林制药，目前持股比例为72.69%。广西玉林制药是老牌国企，拥有多种著名中成药，正骨水是国内最出名的品牌，用于酒后护肝的鸡骨草与用于祛风止痒的湿毒清胶囊也享有盛名。康臣药业入股后积极帮助公司销售推广，并在经营管理层面进行改革，导致玉林制药业绩大幅增长。我们认为玉林制药业绩还有很大增长空间，主要原因如下：i) 玉林制药销售网络将维持快速扩张。由于被并购前玉林的销售团队仅60多人，主要产品销售地域局限较强，而公司入股后玉林的的销售团队已经拓展到400人左右。由于玉林主要产品均为知名品牌疗效很好，相信销售网络有很大拓展空间；ii) 玉林制药利润率将维持在较高水平。

#### 公司利润率将维持较高水平

我们预计公司利润率将维持较高水平，主要原因包括：i) 公司主要产品尿毒清颗粒售价表现非常平稳，生产成本预计不会大幅变动，因此利润率将基本平稳；ii) 玉林制药属于中小城市的国企，因此原来在管理方面存在一些问题，公司接手后进行大刀阔斧的改革，导致利润率显著提升。玉林制药净利率从2016年上半年的12.1%提升到19.7%，目前来看经营改革已基本完成，未来净利率将维持在较高水平。

#### 公司估值有提升空间

我们初步预计公司2017E净利润为约3.8亿人民币，EPS为0.43元人民币，公司目前股价对应15.1倍2017E PER，2018年后业绩还将维持稳定增长，因此公司目前估值偏低。按照目前的市场情况及交投情况，公司有望于2018年2月入选深港通名单，估值有提升空间。

#### 风险提示

i) 药品降价幅度大于预期；ii) 公司与玉林制药合作出现意外问题；ii) 玉林制药产品推广慢于预期

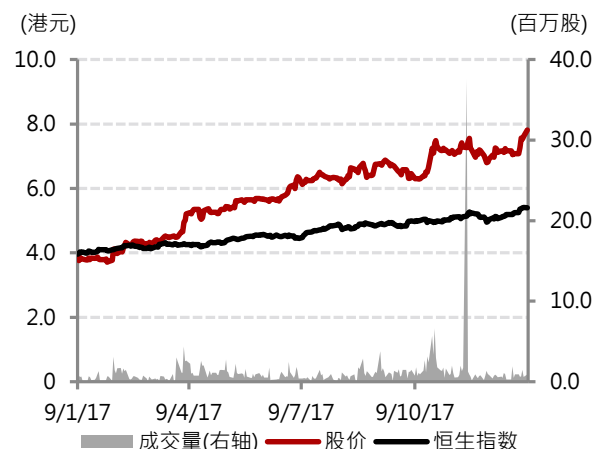
评级：未评级

#### 公司基本资料 (更新至2018年1月8日)

最新价	7.81	(港元)
市值	6,822.89	(百万港元)
流通股比例 (%)	31.82	
已发行总股本 (百万)	873.61	(百万股)
52周价较高目前格区间	3.63-7.82	(港元)
3个月平均每日成交	12.87	(百万港元)
主要股东	安郁宝及管理層	占41.26%

来源：彭博

#### 价格及成交量走势



来源：彭博

#### 分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

[Scarlett.shi@ztsc.com.hk](mailto:Scarlett.shi@ztsc.com.hk)

## · 公司肾病药物收入将维持稳定增长

**肾病中成药拥有广阔需求。**肾病的诱因包括很多方面，主要包括：i) 细菌、病毒影响肾脏健康；ii) 不良饮食习惯导致肾脏负担加重；iii) 糖尿病、高血压等引起肾脏病变。从目前中国的情况来看，由于老龄化、收入提升、工作应酬等原因，上述诱因发生的可能性在增加，因此肾病药物拥有广阔的潜在需求。据统计国内成年人群的慢性肾脏病患病率达到 10.8%，患者数量已超过 1.2 亿例，每年的治疗费用高达 2400 亿。由于肾病不可逆转，因此中成药是重要治疗药物。我们预计未来需求还将增长，而且肾病很多是靠体检查出，随着体检普及率的提升，肾病药物的需求将增加。

**公司肾病药物收入将维持稳定增长。**公司肾病药物以尿毒清颗粒为主。尿毒清颗粒在肾病口服现代中成药市场长期排名第一，拥有很高的知名度，将受益于肾病药物的需求增加。我们认为尿毒清颗粒未来将维持稳定增长，理由包括：i) 尿毒清颗粒在国内拥有很高的市场知名度；ii) 尿毒清颗粒是国内第一个完成循证医学试验的肾病中成药，试验表明产品能有效遏制肾病恶化；iii) 尿毒清颗粒于 2017 年 2 月在国家医保目录中从乙类调升为甲类。按照目前的规定，国家医保目录乙类的报销比例最低为 80%，而甲类则全部报销，报销比例的提升将提振产品销售量；iv) 根据我们的调查，尿毒清颗粒近年来在招标过程中维持稳定价格，即使在以严苛著称的福建省也保持稳定，预计这种态势将持续。

图表 1. 尿毒清颗粒于部分省份中标价 (单位: 元/袋)

发布日期	中标省份	中标价
17/2/2017	山东	3.62
25/2/2014	山东	3.70
1/8/2017	山西	3.72
18/11/2015	山西	3.72
4/9/2017	广东	3.57
5/5/2014	广东	3.64
24/1/2014	广东	3.64
8/12/2017	湖北	3.69
8/5/2017	湖北	3.69
1/9/2016	湖北	3.69
3/12/2014	湖北	3.71
9/3/2017	福建	3.57
31/12/2015	福建	3.57





资料来源：药智网；中泰国际

## · 玉林制药业绩将维持较快增长

**玉林制药简介：**玉林制药集团有限责任公司位于广西省玉林市。广西省是中国著名中草药产地，玉林是全国四大中药材产区之一。玉林市位于广西省东南部，距离广州等地相对较近，是华南地区最早的中药材集散地，被誉为“南方药都”。玉林制药集团前身为广西玉林制药厂，创立于 1956 年，2001 年由国有企业改制为有限责任公司，是一家以中成药和天然药物研发、生产、销售为主业的中药制药企业，是中国中药制药 50 强企业和广西区农业产业化重点龙头企业，是国家商务部首批认定“中华老字号”之一的企业。公司药品批准文号达 74 个，著名产品包括正骨水、湿毒清、鸡骨草、云香精等等。根据我们的了解，我们估计这四类产品总共占玉林制药 2016 年收入的 92.8%，产品介绍见下表。

**玉林制药主要产品在国内外享有盛名。**公司主力产品中，正骨水在治疗骨伤和镇痛消肿方面拥有较好效果，而且相比油剂类的红花油等产品，对皮肤基本没有损伤，副作用较小，因此广受好评。湿毒清胶囊适用于多种原因引起的皮肤瘙痒，如湿疹、荨麻疹等等。云香精用于风湿骨痛，伤风感冒，头痛，肚痛，心胃气痛，冻疮等，这些产品不仅在国内享有盛名，还出口香港和东南亚等地，在当地广受好评。鸡骨草胶囊在酒后护肝等方面疗效很好，在国内知名度也很高。

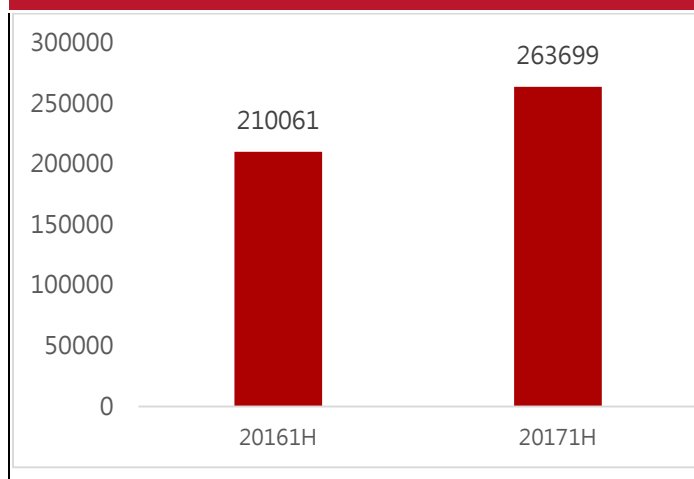
图表 2. 玉林制药主力产品简介

产品名称	成分与功效主治
	<p>【成份】九龙川、木香、海风藤、土鳖虫、豆豉姜、大皂角、香加皮、莪术、买麻藤、过江龙、香樟、徐长卿、降香、两面针、碎骨木、羊耳菊、虎杖、五味藤、千斤拔、朱砂根、横经席、穿壁风、鹰不扑、草乌、薄荷脑、樟脑。辅料：乙醇。</p> <p>【性状】本品为棕红色的澄清液体；气芳香。</p> <p>【功能主治】活血祛瘀，舒筋活络，消肿止痛。用于跌打扭伤以及体育运动前后消除疲劳。</p>
	<p>【成份】白芷、大皂角、桂枝、木香、莪术、五味藤、豆豉姜、千斤拔、朱砂根、羊耳菊、枫荷桂、虎杖、买麻藤、过岗龙、广西海风藤、穿壁风、香樟、徐长卿、山豆根、细辛、薄荷脑、樟脑。辅料：乙醇。</p> <p>【性状】本品为浅黄棕色至棕色的澄清液体；气芳香，味辛辣而清凉。</p> <p>【功能主治】祛风除湿，活血止痛。用于风湿骨痛，伤风感冒，头痛，肚痛，心胃气痛，冻疮。</p>
	<p>【成份】地黄、当归、丹参、蝉蜕、苦参、白鲜皮、甘草、黄芩、土茯苓。</p> <p>【性状】本品为硬胶囊，内容物为浅黄棕色至棕褐色的粉末；味微苦。</p> <p>【功能主治】养血润肤，祛风止痒。用于血虚风燥所致的风瘙痒，症见皮肤干燥、脱屑、瘙痒。</p>
	<p>【成份】三七、人工牛黄、猪胆汁、牛至、毛鸡骨草、白芍、大枣、栀子、茵陈、枸杞子。</p> <p>【性状】本品为胶囊剂，内容物为棕褐色的粉末；味苦。</p> <p>【功能主治】疏肝利胆，清热解毒。用于急、慢性肝炎和胆囊炎属肝胆湿热证者。</p>

资料来源：公司；中泰国际

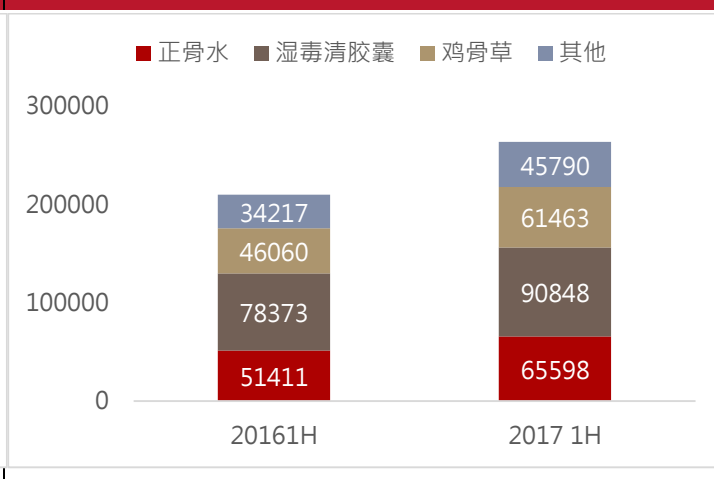
公司入股后玉林制药业绩快速扩张，玉林制药经营效率显著改善。如前文所述，公司入股后大力拓展玉林制药的销售团队，并协助玉林制药进行推广，导致玉林制药主要产品销售快速扩张。公司在经营管理方面的改革也成效显著，导致利润率大幅提升。2017 年 1H 收入与净利润分别同比增长 25.5%和 105.3%，净利率从 12.1%提升到 19.7%。

图表 3. 玉林制药收入(单位:千人民币)



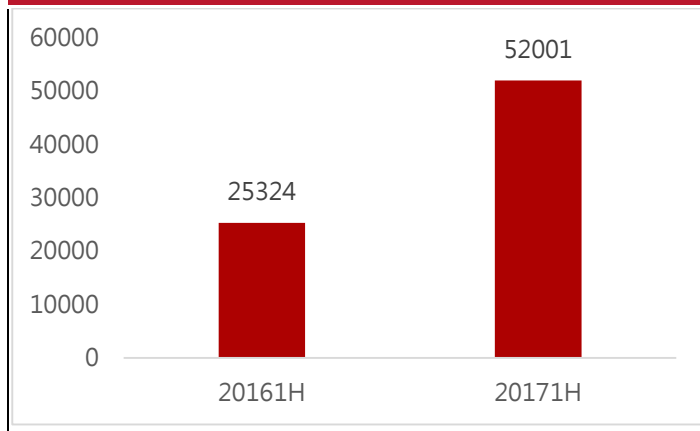
资料来源:公司资料;中泰国际

图表 4. 玉林制药净利润(单位:千人民币)



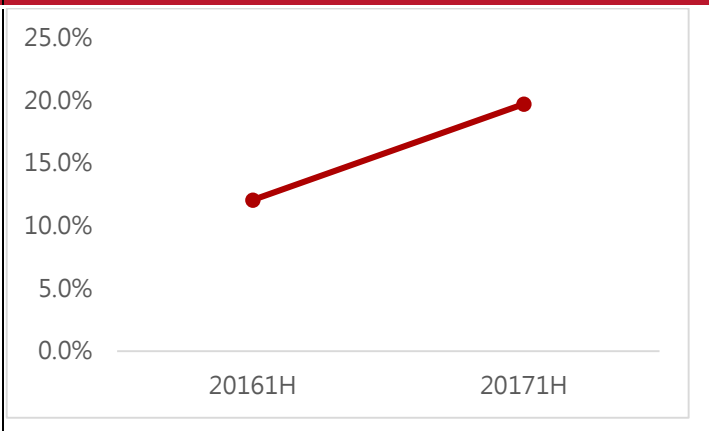
资料来源:公司资料;中泰国际

图表 5. 玉林制药净利润 (单位: 千人民币)



资料来源: 公司资料; 中泰国际

图表 6. 玉林制药净利率



资料来源: 公司资料; 中泰国际

玉林制药主要产品销售网络还有很大拓展空间, 利润率将维持较高水平。玉林制药原来销售团队仅 60 多人, 因此销售网络不够广阔。正骨水主要集中在广东和广西等地为主, 我们估计这两个省份约占正骨水 2016 年销售额的 45%, 其他很多省份都有销售, 但是销售额比较少。湿毒清的销售则以广东、四川、北京、河北、重庆、河南、广西等地为主, 我们估计这 7 个省份占据 2016 年销售额的约 59%, 其中广东和四川总计占产品销售总额的约 29%。鸡骨草胶囊和鸡骨草片由于在酒后护肝方面效果较好, 目前在北方销售较多, 黑龙江、吉林和河北, 这 4 省占 2016 年产品销售总额的 66%。公司入股后将销售团队拓展至 400 人左右, 考虑到玉林制药的产品疗效很好, 而且拥有很高的知名度, 因此我们相信公司在拓展销售网络方面不会很困难, 销售网络有很大拓展空间。

### · 公司利润率将维持较高水平

我们预计公司利润率将维持较高水平, 主要原因包括: i) 公司主要产品尿毒清颗粒售价表现非常平稳, 生产成本预计不会大幅变动, 因此利润率将基本平稳; ii) 玉林制药属于中小城市的国企, 因此原来在管理方面存在一些问题, 公司接手后进行大刀阔斧的改革, 导致利润率显著提升。玉林制药净利率从 2016 年上半年的 12.1% 提升到 19.7%, 目前来看经营改革已基本完成, 未来净利率将维持在较高水平。

### · 远东宏信入股将有助公司未来发展

远东宏信 2017 年 11 月 3 日以每股 6.60 港元的价格购入公司 4858.6 万股份, 投资总额为约 2.8 亿港元。远东宏信是国内领先的融资租赁公司, 在医疗租赁方面拥有强大实力, 医院网络也很广, 我们认为远东宏信的入股对公司长远发展很有帮助。

# 公司及行业评级定义

## 公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

## 行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。