

公司研究/季报点评

2019年10月26日

医药生物/中药 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 17.37
合理价格区间(元): 17.87~19.65

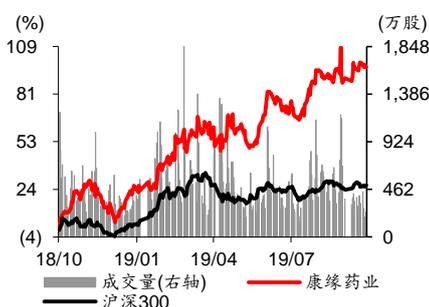
代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

张云逸 执业证书编号: S0570519060004
研究员 021-38476729
zhangyunyi@htsc.com

相关研究

- 1《康缘药业(600557 SH,买入): 临床价值驱动, 营销精细转型》2019.08
- 2《康缘药业(600557 SH,买入): 营销赋能, 拐点明确》2019.08
- 3《康缘药业(600557,买入): 冬藏春生, 锋芒渐露》2019.06

一年内股价走势图



资料来源: Wind

瓜熟蒂落, 逐季兑现

康缘药业(600557)

3Q19 扣非业绩增速近 20%

公司 10 月 25 日公告三季报, 1-3Q19 实现营收 33.6 亿元 (+22% yoy), 归母净利 3.7 亿元 (+21% yoy), 扣非净利 3.6 亿元 (+22% yoy, 其中 3Q 增速约 19%), 业绩符合预期。考虑银杏二萜与金振的高速放量, 我们维持盈利预测, 预计 19-21 年 EPS 0.89/1.08/1.31 元, 同比增长 23%/21%/21% (18-21E 复合增速 22%), 参考可比公司估值 (PEG 中值约 1.0x), 给予 19 年 PE 估值 20-22 倍, 目标价 17.87-19.65 元, 维持“买入”评级。

银杏二萜与金振维持高速放量

我们估算银杏二萜 1-3Q19 收入约 7 亿元, 全年大概率超出我们的预测 (7 亿元) 并有望冲刺十亿: 1) 2017 年谈判进医保后省内维持自营、省外寻求代理, 销售逐季攀升; 2) 银杏二萜持续替代中低端银杏注射剂、丹参三七注射剂、营养类神内神药等, 2020 年有望受益于大量竞品退出医保; 3) 2019 年医保续约无需过度担忧, 净利率存在较强韧性。我们估算金振 1-3Q19 收入约 4 亿元, 看好全年增速超 40% 至约 6 亿元, 基于: 1) 独家、基药、医保品种赋能学术推广; 2) 注射口服完全分线, 激活销售活力; 3) 各省招标入院, 乘基层市场东风, 加速全国性入院。

热毒宁收入贡献降低, 胶囊剂恢复式增长, 杏贝止咳维持高速增长

我们估算热毒宁 1-3Q19 收入约 10 亿元, 同比下降 10-20%, 由于 4Q18 基数较低 (约占当年全年 15%), 我们预计全年收入下滑约 10%: 1) 1-3Q19 终端实际采购下滑约 0-5%, 公司主动降库存, 报表端下滑幅度较大; 2) 收入贡献进一步降低, 预计 1-3Q19 降至约 30%。胶囊剂 1-3Q19 实现收入 7.1 亿元 (+30% yoy), 我们预计桂枝茯苓、腰痹通等均实现 30+% 增长, 主因去年库存清理、基数较低, 长期看增速将恢复至 10-15% 的水平。颗粒剂 1-3Q19 实现收入 8300 万元 (+115% yoy), 主因杏贝止咳高速放量, 杏贝止咳是潜在的十亿品种, 增长来自于新进医保基药与推进各地招标。

经营指标亮眼: 毛利率提升, 现金流优异

1) 1-3Q19 公司毛利率同比提升 3.6pct 至 79.1%, 主因银杏二萜、金振等高毛利品种收入贡献提升及规模效应; 2) 1-3Q19 公司销售费率同比提升 2.6pct 至 49.2%, 主因银杏二萜推广力度加大; 3) 1-3Q19 公司研发费用增长超 50% 至 3.5 亿元, 研发费率约 10%, 研发强度持续提高; 4) 1-3Q19 公司现金流同比增长近 70% 至 7.6 亿元, 主因回款顺畅、应收减少。

重申增长动力: 营销改革理顺利益, 赋能产品高速放量

公司 2017 年起引入股权激励、优化 KPI、修订销售政策, 严格考核执行, 并据此更换高层与十余名大区经理。执行层面上, 公司成立招商部寻求代理并首试银杏二萜、口服全面分线考核、抓住基药机遇大幅扩容基层销售队伍, 于此带动银杏二萜的省外高速增长、小品种的全面放量、金振的全国入院提速, 业绩全面迎来拐点。

风险提示: 热毒宁下滑超出预期, 银杏二萜低于预期, 金振推广不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	592.88
流通 A 股 (百万股)	574.96
52 周内股价区间 (元)	8.88-18.40
总市值 (百万元)	10,298
总资产 (百万元)	5,879
每股净资产 (元)	6.43

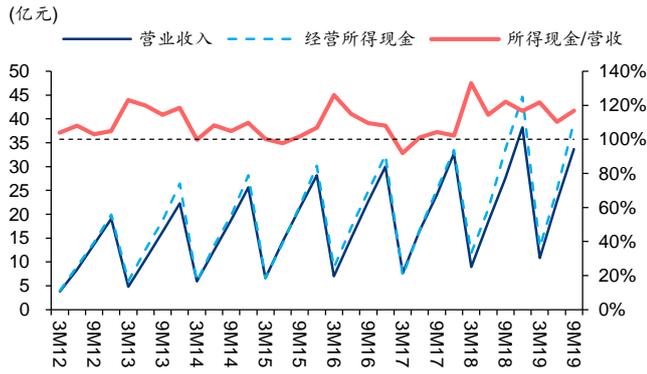
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,275	3,824	4,663	5,629	6,751
+/-%	9.15	16.77	21.94	20.72	19.93
归属母公司净利润 (百万元)	358.78	431.39	529.67	641.40	777.23
+/-%	0.01	15.41	22.78	21.09	21.18
EPS (元, 最新摊薄)	0.63	0.73	0.89	1.08	1.31
PE (倍)	27.55	23.87	19.44	16.06	13.25

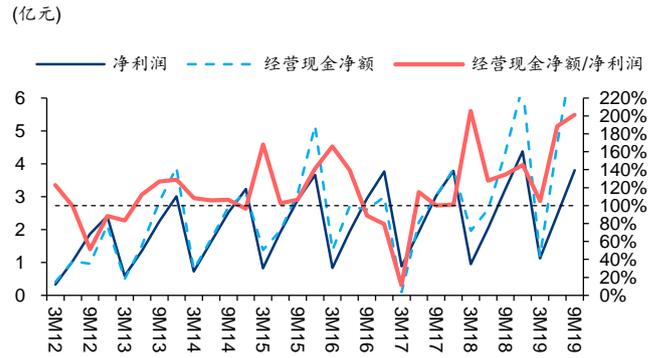
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：康缘药业：收入分析（2012~1-3Q19）



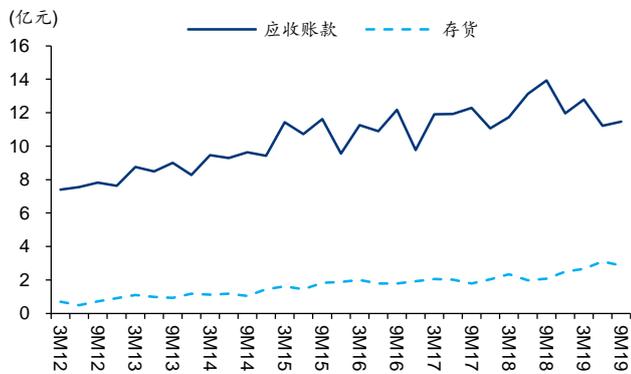
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：康缘药业：利润分析（2012~1-3Q19）



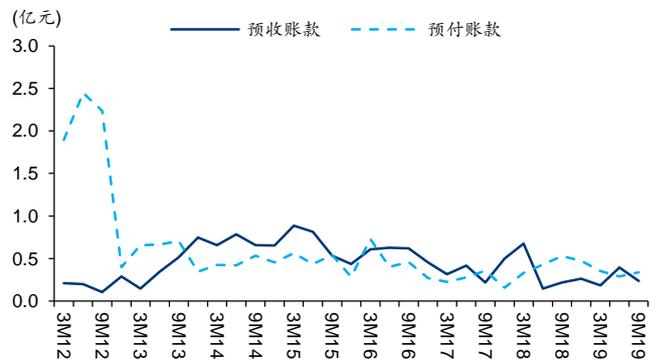
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：康缘药业：应收账款与存货分析（2012~1-3Q19）



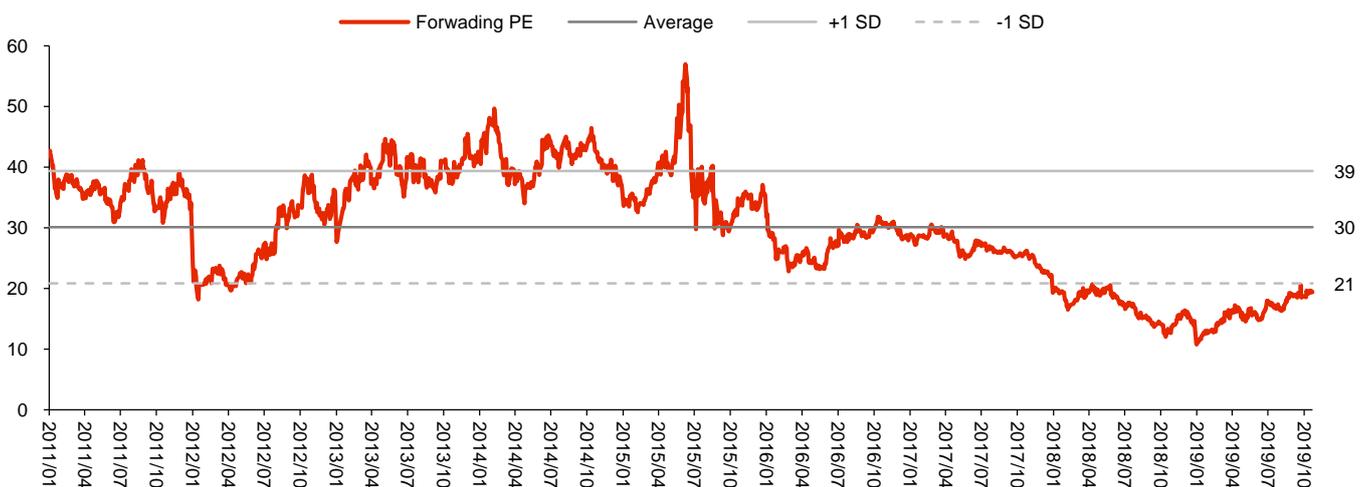
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：康缘药业：预收/预付账款分析（2012~1-3Q19）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：康缘药业预测 PE 估值（2011-10M19）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6: 可比公司估值

代码	公司名称	收盘价	总市值 2019/10/25 (百万元)	每股收益(元)				CAGR 2018-20	P/E				PEG				P/B				EV/EBITDA	
				2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2018A	2019E	
600535	天士力	15.02	22,720	1.02	1.10	1.23	1.39	10%	15x	14x	12x	11x	1.4x	2.2x	1.9x	1.7x	1.6x	13x	10x			
000999	华润三九	32.30	31,618	1.46	2.35	1.97	2.21	16%	22x	14x	16x	15x	0.9x	2.9x	2.5x	2.2x	1.9x	10x	14x			
600566	济川药业	27.84	22,687	2.08	2.40	2.82	3.31	17%	13x	12x	10x	8x	0.7x	4.2x	3.2x	2.6x	2.1x	12x	10x			
603858	步长制药	19.47	22,227	2.13	1.76	1.86	1.97	6%	9x	11x	10x	10x	1.8x	1.3x	1.4x	1.2x	1.1x	9x	8x			
600572	康恩贝	7.19	19,178	0.30	0.36	0.42	0.49	18%	24x	20x	17x	15x	1.1x	3.4x	2.9x	2.6x	2.3x	13x	16x			
002603	以岭药业	11.27	13,595	0.50	0.58	0.67	0.79	16%	23x	20x	17x	14x	1.2x	1.8x	1.7x	1.6x	1.5x	13x	14x			
600329	中新药业	14.21	8,084	0.73	0.84	1.02	1.19	18%	19x	17x	14x	12x	0.9x	2.2x	2.3x	2.1x	1.9x	10x	12x			
000989	九芝堂	8.16	7,094	0.38	-	-	-	-	21x	-	-	-	-	1.7x	-	-	-	16x	14x			
600422	昆药集团	11.33	8,625	0.44	0.56	0.64	-	21%	26x	20x	18x	-	1.0x	2.3x	2.2x	2.1x	-	7x	15x			
平均值								15%	19x	16x	14x	12x	1.1x	2.4x	2.3x	2.0x	1.8x	11x	12x			
中位值								16%	21x	15x	15x	12x	1.0x	2.2x	2.3x	2.1x	1.9x	12x	14x			

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 数据均采用 Wind 一致预期; PEG=2019 PE / 2018-20 EPS CAGR×100

PE/PB – Bands

图表7: 康缘药业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 康缘药业历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,795	2,834	3,104	3,644	4,524
现金	295.34	371.77	285.42	390.58	260.46
应收账款	1,107	1,196	1,519	1,842	2,400
其他应收账款	32.61	33.79	41.20	49.74	59.65
预付账款	15.92	47.35	444.16	350.36	607.31
存货	204.08	248.88	299.01	391.20	454.07
其他流动资产	1,140	936.76	514.43	620.33	743.25
非流动资产	2,599	2,769	3,018	3,337	3,737
长期投资	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
固定投资	1,853	1,898	2,069	2,318	2,639
无形资产	333.57	324.08	315.47	307.66	300.57
其他非流动资产	408.47	543.05	629.20	707.82	793.27
资产总计	5,394	5,603	6,121	6,981	8,261
流动负债	1,702	1,613	1,594	1,803	2,295
短期借款	680.18	635.00	774.32	934.79	1,121
应付账款	237.41	210.89	236.89	280.28	323.90
其他流动负债	783.92	767.39	583.12	588.22	850.01
非流动负债	98.70	97.45	97.45	97.45	97.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	98.70	97.45	97.45	97.45	97.45
负债合计	1,800	1,711	1,692	1,901	2,392
少数股东权益	108.01	124.22	131.86	141.10	152.30
股本	616.45	616.45	592.88	592.88	592.88
资本公积	525.63	528.75	437.31	437.31	437.31
留存公积	2,343	2,738	3,267	3,909	4,686
归属母公司股东权益	3,485	3,768	4,298	4,939	5,716
负债和股东权益	5,394	5,603	6,121	6,981	8,261

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	382.93	636.39	237.23	504.83	356.16
净利润	373.78	431.39	529.67	641.40	777.23
折旧摊销	153.98	160.74	170.98	187.38	208.42
财务费用	50.87	43.97	47.07	57.33	68.81
投资损失	(1.93)	(2.79)	(4.04)	(4.04)	(4.04)
营运资金变动	(201.28)	(3.25)	(506.71)	(379.12)	(698.08)
其他经营现金	7.52	6.34	0.26	1.87	3.83
投资活动现金	(383.97)	(328.10)	(415.83)	(502.80)	(603.75)
资本支出	260.94	315.73	419.65	506.62	607.57
长期投资	127.07	24.61	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(4.04)	(12.25)	(3.82)	(3.82)	(3.82)
筹资活动现金	47.99	(231.87)	92.25	103.14	117.46
短期借款	450.30	(45.18)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	5.20	3.11	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(407.51)	(189.80)	92.25	103.14	117.46
现金净增加额	46.95	76.43	(86.35)	105.17	(130.13)

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,275	3,824	4,663	5,629	6,751
营业成本	793.70	904.94	1,081	1,279	1,478
营业税金及附加	67.49	73.89	90.10	108.77	130.45
营业费用	1,566	1,888	2,327	2,826	3,429
管理费用	371.72	149.65	182.49	220.31	264.21
财务费用	50.87	43.97	47.07	57.33	68.81
资产减值损失	0.02	(4.03)	(7.37)	(7.37)	(7.37)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.93	2.79	4.04	4.04	4.04
营业利润	426.95	500.63	613.55	742.05	898.21
营业外收入	1.38	1.22	1.30	1.26	1.28
营业外支出	4.43	5.85	5.85	5.85	5.85
利润总额	423.90	496.00	609.00	737.47	893.65
所得税	60.72	58.40	71.71	86.83	105.22
净利润	363.18	437.60	537.30	650.64	788.43
少数股东损益	4.40	6.22	7.63	9.24	11.20
归属母公司净利润	358.78	431.39	529.67	641.40	777.23
EBITDA	626.39	671.86	793.53	948.70	1,137
EPS (元, 基本)	0.63	0.73	0.89	1.08	1.31

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	9.15	16.77	21.94	20.72	19.93
营业利润	14.27	13.28	22.56	20.94	21.04
归属母公司净利润	0.01	15.41	22.78	21.09	21.18
获利能力 (%)					
毛利率	75.76	76.33	76.82	77.28	78.11
净利率	11.41	11.28	11.36	11.39	11.51
ROE	11.28	11.89	13.13	13.89	14.59
ROIC	11.59	11.21	12.21	12.85	13.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.38	30.53	27.64	27.23	28.96
净负债比率 (%)	37.78	37.12	45.77	49.18	46.86
流动比率	1.64	1.76	1.95	2.02	1.97
速动比率	1.52	1.60	1.76	1.80	1.77
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.70	0.80	0.86	0.89
应收账款周转率	3.14	3.32	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	3.22	4.04	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.73	0.89	1.08	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.07	0.40	0.85	0.60
每股净资产(最新摊薄)	5.88	6.36	7.25	8.33	9.64
估值比率					
PE (倍)	27.55	23.87	19.44	16.06	13.25
PB (倍)	2.95	2.73	2.40	2.09	1.80
EV_EBITDA (倍)	15.85	14.41	13.43	11.37	9.51

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com