

## 1681.HK 康臣药业

未评级

脚踏实地，稳步向前

2019年03月24日

## 市场数据

日期	2019.03.22
收盘价(港币)	5.86
总股本(百万股)	872.0
流通股本(百万股)	872.0
总市值(亿港元)	51.1
流通市值(亿港元)	51.1
净资产(亿元)	21.6
总资产(百万元)	39.0
每股净资产(元)	2.46

数据来源: Wind

## 相关报告

《布局零售终端，打造肾科旗舰》2016-09-01

## 海外医药研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

## 主要财务指标

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入(百万元)	831	1,223	1,660	1,844
同比增长(%)	14.3	46.6	35.7	11.3
净利润(百万元)	250	308	396	465
同比增长(%)	18.2	23.2	28.9	17.4
毛利率(%)	80.7	74.5	74.0	75.1
净利率(%)	30.0	25.1	23.9	25.2
净资产收益率(%)	16.3	18.1	20.5	20.5
每股收益(元)	0.25	0.32	0.46	0.54

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

- **销售增长放缓，利润率显著改善。**公司 2018 年总收入 18.44 亿元，同比增长 11.3%，增速有所放缓，主要原因为玉林制药增长放缓。毛利率达 75.1%，比上期毛利率增加 1.1ppts，主要原因是产品结构变化。得益于良好的管理水平和费用控制，公司销售费用率同比下降 2ppts，管理费用率同比下降 0.3ppts；研发费用率 3.7%，增加 1.0ppts，财务费用率 1.5%，增加 0.6ppts。归母净利润 4.65 亿元，较上年同期增长 17.4%，归母净利率为 25.2%，较上年同期增长 1.3ppts。每股派息 0.2 港元。
- **运营能力进一步提升：**公司对应收账款加强管理，期末余额为 8.64 亿元，相比 2017 年年底余额减少 11.0%，周转天数由 2017 年底的 213 天减少为 2018 年底的 171 天。经营现金流净流入 7.54 亿元，较同期增长 199.1%，稳健充沛的现金流增加了公司的安全边际。
- **全力打造“1+6”产品线，以肾科为旗舰全面发展。**在核心产品尿毒清颗粒方面，公司 18 年取得香港市场准入资格，预计将以香港为中心，进一步辐射东南亚。另外，公司构建“康臣医家”大数据平台，为产品累积更多循证医学证据，夯实学术基础。在其他板块：公司与华南理工大学签订战略合作协议，建设“康臣-华工医院影像研究中心”，建立联合研发与成果分享机制。右旋糖酐铁 18 年新进入国家基药目录，是第三代铁剂唯一口服液剂型。玉林整体搬迁入园项目稳步推进，新厂建设一期工程成功封顶，19 年有望提速。
- **我们的观点：**根据 Wind 一致预测，公司于 2019 年 3 月 22 日股价对应 2019 年 PE 为 8.27 倍，处于历史中低位区间（根据 Wind PE Band，历史 PE 位于 7.4~19.4 之间），19PEG 为 0.57，具有一定的安全边际，估值吸引。考虑到公司良好的现金流、产品独特性及在研产品潜力，我们认为该公司值得关注。

风险提示：玉林增速恢复不及预期，医院控费压力超预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



### 报告正文

- **销售增长放缓，利润率显著改善。**公司 2018 年总收入 18.44 亿元，同比增长 11.3%，增速有所放缓，主要原因为玉林制药收入增长放缓。公司 2018 年毛利率达 75.1%，比上期毛利率增加 1.1ppts，主要原因是高毛利品类肾病药物与医用成像对比剂销售比重相比 2017 年同期略微增加。得益于良好的管理水平和费用控制，以及因销售人员流失，公司销售费用率同比下降 2ppts，管理费用率同比下降 0.3ppts；研发费用率 3.7%，增加 1.0ppts，财务费用率 1.5%，增加 0.6ppts。公司 2018 年归母净利润 4.65 亿元，较上年同期增长 17.4%，归母净利率为 25.2%，较上年同期增长 1.3ppts。每股派息 0.2 港元。

图 1: 2013-2018 年营业收入及毛利率

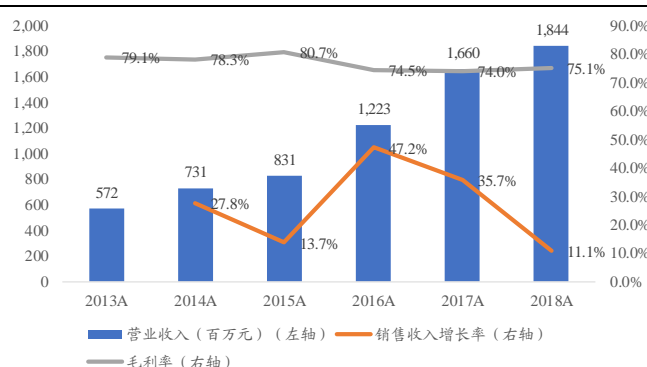
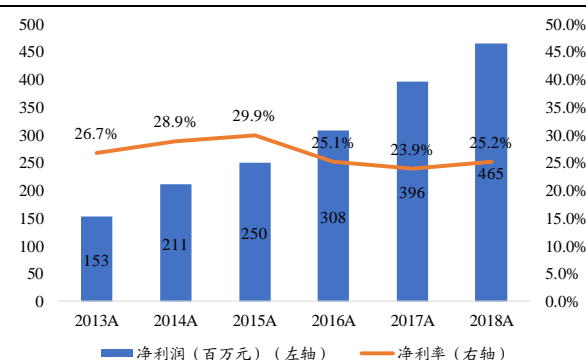


图 2: 2013-2018 年净利润及净利率

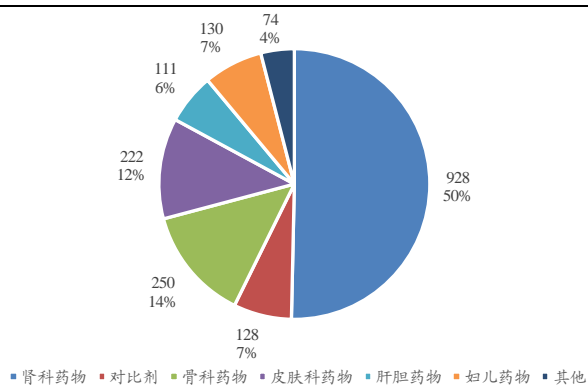


数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

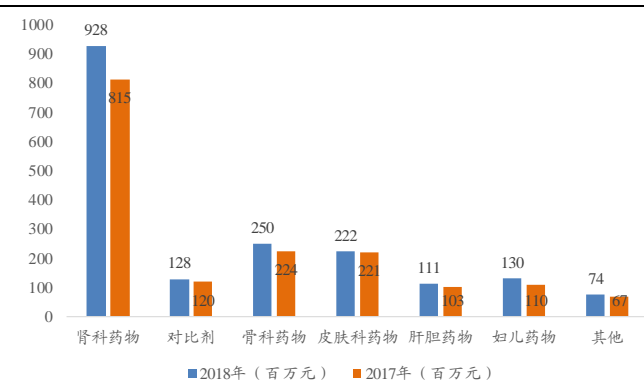
公司上市产品众多，覆盖慢性肾病治疗、影像诊断、疗伤等多个领域。其中，销售额排名前三的产品种类为肾科药物、骨科药物、皮肤科药物，共占 2018 年总销售额的 76.0%，肾科药物占 2018 年总销售额的 50.3%，是公司主要收入来源。肾科药物较去年同期增长 13.9%，原因是 1) 公司主要产品尿毒清颗粒升级至甲类医保后带来的销量持续提升；2) 不断拓宽分销渠道，公司销售队伍持续扩大，各产品均有不同程度的销量提升。

图 3: 2018 年各产品板块销售额 (百万元)



数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

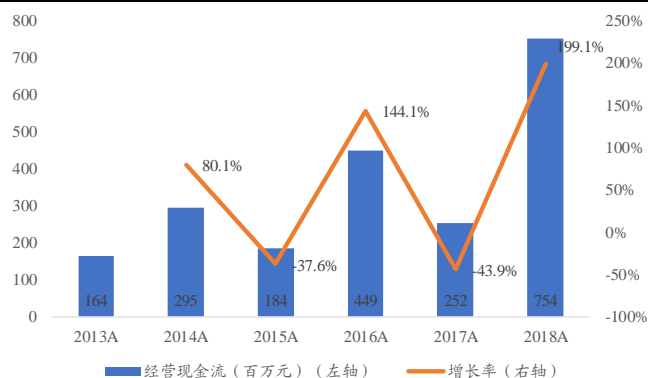
图 4: 2017 与 2018 年各产品板块销售额对比



数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

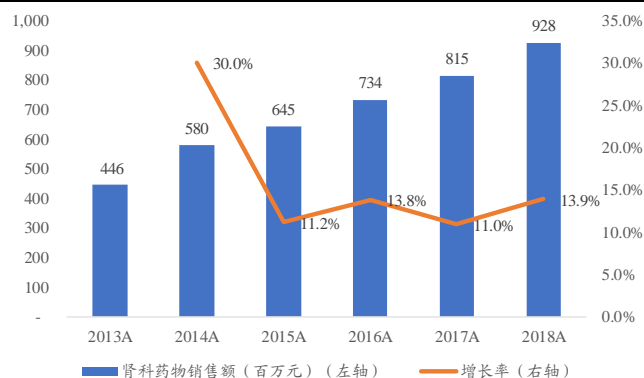
- **运营能力进一步提升:**公司在2018年对应收账款加强管理,使得期末余额为8.64亿元,相比2017年年底应收账款余额减少11.0%,应收账款周转天数由2017年底的213天减少为2018年底的171天。经营现金流净流入7.54亿元,较去年同期增长199.1%,主要原因包括:1)公司销售规模增加,净利润增厚;2)公司加强应收账款管理,缩短账期。稳健充沛的现金流增加了公司的安全边际。

图 5: 经营性现金流及增长率



数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6: 肾科药物销售额及增长率



数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 全力打造“1+6”产品线, 以肾科为旗舰全面发展

- **肾科药品:**公司2018年肾科产品销售额为9.28亿元, 占总销售额的50.3%, 较2017年销售额增长13.9% (图6), 已上市肾科产品包括尿毒清和益肾化湿颗粒, 前者占肾科药品销售额的95.0%以上, 是公司稳定的收入来源。

2017年2月份尿毒清颗粒由医保目录乙类升级为甲类, 全额报销降低患者负担, 提高了销量。全国CKD患者约1.2亿人, 其中透析患者约60万人, 据我们测算渗透率仅为22.6%, 仍有较大的提升空间。另外, 2018年底尿毒清颗粒取得香港市场准入资格, 预计公司将以香港为中心, 进一步辐射东南亚市场。另外, 公司构建了“康臣医家”大数据平台, 通过收集患者定期验单对患者病情发展进行全程监控, 结合医院及公司肾病研究院对用药效果进行评价, 为产品累积更多循证医学证据, 夯实学术基础。

用于血透或持续非卧床腹膜透析的慢性肾功能衰竭患者高磷血症治疗的碳酸镧咀嚼片及颗粒剂已完成原料药试生产, 完成制剂中试。咀嚼片预计2020年申报生产。碳酸镧原研企业为夏尔制药, 国内尚无仿制药, 目前平均售价为18.71元/片, 据米内网数据, 2012年至2017年在我国医院年销售额增长率均超过100.0%, 且17年成功进入国家医保乙类。公司有望成为首家推出仿制药并成功通过一致性评价的企业, 从而快速抢占原研市场份额。

- **影像系列:**已上市产品钆喷酸葡胺注射液实现销售收入1.28亿元, 较去年同期增长6.9%, 销量同比增长12.23%, 二级三级医院的销量分别是22.4%及11.3%, 渠道下沉取得一定效果。公司在2018年与华南理工大学签订战略合作协议, 建设“康臣-华工医院影像研究中心”, 建立联合研发与成果分享机制。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

CT 造影产品碘帕醇注射液由于政策变动导致公司须按新规进行原辅料变更, 目前已提交补充研究资料, 预计上市时间延期至 2021 年。超声微泡医用成像对比剂已完成药学研究-质量标准部分, 预计 19 年上半年完成试生产和安评实验并申报临床, 2021 年上市。

- **妇儿药物:** 公司妇儿板块 2018 年销售收入 1.30 亿元, 较去年同期增长 18.2%。2018 年, 妇儿板块主要产品右旋糖酐铁(主要用于治疗小儿缺铁性贫血)新进入国家基药目录, 是第三代铁剂唯一口服液剂型, 公司将进一步加大覆盖基层医疗机构力度, 借基药目录之风拓展基层销售。公司也将借右旋糖酐铁的成功经验进一步推广妇儿板块其他产品。
- **玉林业务:** 公司附属子公司玉林制药产品覆盖骨科、皮肤科、肝胆科等多个领域, 主要产品包括正骨水、湿毒清胶囊、鸡骨草胶囊等。2018 年销售收入 6.24 亿元, 占公司总收入的 33.8%, 较去年同期增长 4.1%。其中, 骨科药品收入 2.50 亿元, 皮肤科药物收入 2.22 亿元, 肝胆科药物收入 1.11 亿元, 较去年同期分别增长 11.5%, 0.5% 和 8.5%。另外, 扣除无形资产及摊销, 玉药净利润进一步增长 20.2% 至 1.48 亿人民币, 经营性现金流扭负为正。2018 年 5 月份玉林制药停产扩容, 对其增速造成一定影响。另外因 OTC 产品从分销渠道销售转型为直接对接终端销售, 出现人员流失和培训不足现象, 导致玉林业务增长未达预期。随着销售人员到位, 整体搬迁入园项目稳步推进, 新厂建设一期工程成功封顶, 19 年有望提速。正骨水水凝胶巴布剂已完成样品试制准备和中试车间建设, 预计 2022 年上市。
- **我们的观点:** 根据 Wind 一致预测, 公司于 2019 年 3 月 22 日股价对应 2019 年 PE 为 8.27 倍, 处于历史中低位区间(根据 Wind PE Band, 历史 PE 位于 7.4 ~19.4 之间), 19PEG 为 0.57, 具有一定的安全边际, 估值吸引。考虑到公司良好的现金流、产品独特性及在研产品潜力, 我们认为该标的值得关注。
- **风险提示:** 玉林增速恢复不及预期, 医院控费压力超预期



## 分析师声明

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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。