康恩贝（600572）

证券研究报告
2019 年 05 月 10 日

主业业绩稳步增长，加大研发投入布局科技创新

公司业绩稳健增长，涉足工业大麻领域

2018 年公司实现营业收入 67.87 亿元（+28.20%），归属上市公司股东净利润 8.04 亿元（+13.03%），扣非后净利润 7.56 亿元（+8.31%）。2018 年公司经营性活动现金流净额为 5.46 亿元（-23.58%），主因支付的购买商品款、期间费用以及税费和职工薪酬增加所致。控股股东康恩贝集团及下属控股子公司，获得工业大麻种植许可面积为 2.4 万亩，同时上市公司二级子公司云杏公司在 2019 年 1 月获得云南省工业大麻种植加工许可。

公司以大品牌大品种工程为主线，核心品牌品种呈现良好增长趋势

2018 年公司主导品牌产品销售收入总体增长较快，纳入大品牌大品种工程项目的品牌系列产品累计实现销售收入 50.76 亿元，同比增长 37.15%。销售收入方面，感冒药“金笛”牌复方鱼腥草合剂 3.57 亿元（+100.11%）、“康恩贝”牌肠炎宁系列 6.68 亿元（+25.59%）、“前列康”品牌系列产品 4.25 亿元（+25.54%）、“珍视明”品牌滴眼液及眼健康系列产品 4.09 亿元（+31.82%）；“金康速力”牌乙酰半胱氨酸泡腾片、“金艾康” 牌汉防己甲素片、“康恩贝”牌麝香通心滴丸等产品销售收入同比分别有 31%、25%和 11%的增长；下属贵州拜特公司的“恤彤”牌丹参川芎嗪注射液产品，通过开发扩大基层、民营医院等市场实现企稳回升，2018 年实现销量 9,201 万支，同比增长 14%。

启动科技创新发展驱动工程，参股嘉和生物

公司加大研发费用投入,2018 年公司研发费用为 1.83 亿元，同比增长 21.37%。2018 年 2 月公司启动了“康恩贝科技创新驱动发展工程”。该工程包含三大子项目，即仿制药一致性评价、大品种二次开发、重大科技创新规划。公司积极探索以投资+业务合作方式加快布局和推进生物药发展，投资 9.5 亿元参股嘉和生物。公司还规划启动呼吸、 消化及心血管系统的多个中药创新药包括儿童用药的研发项目。一致性评价方面，阿莫西林完成评价并获批通过；盐酸坦索罗辛缓释胶囊、 奥美拉唑肠溶胶囊、蒙脱石散、布洛芬颗粒、复方磺胺甲噁唑片、泮托拉唑钠肠溶片等已完成相关研究工作， 并先后上报国家药监局药品审评中心。

估值与评级

公司注重内生增长，聚焦核心大品种，业绩趋势向好。同时积极布局科技创新领域，参股嘉和生物。由于 2018 年业绩略低于此前预期，我们下调 2019-2020 年 EPS 由 0.43、0.53 至 0.36、0.42 元，维持目标价 8.50 元。近期受工业大麻热点因素影响，公司股价出现较大波动，下调至“持有”评级。

风险提示：1、处方药招标降价；2、政策因素影响贵州拜特业绩；3、工业大麻相关进展不及预期；4、公司研发支出增加拖累业绩

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,293.97	6,786.65	8,401.45	10,201.66	12,195.35
增长率(%)	(12.07)	28.20	23.79	21.43	19.54
EBITDA(百万元)	1,127.52	1,454.60	1,408.80	1,587.23	1,788.63
净利润(百万元)	711.12	803.79	957.73	1,120.95	1,294.83
增长率(%)	61.23	13.03	19.15	17.04	15.51
EPS(元/股)	0.27	0.30	0.36	0.42	0.49
市盈率(P/E)	29.22	25.85	21.70	18.54	16.05
市净率(P/B)	3.63	3.68	3.19	2.86	2.52
市销率(P/S)	3.92	3.06	2.47	2.04	1.70
EV/EBITDA	16.01	11.42	14.79	12.66	10.63

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	持有（调低评级）
当前价格	7.84 元
目标价格	8.50 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,667.32
流通 A 股股本(百万股)	2,660.58
A 股总市值(百万元)	20,911.79
流通 A 股市值(百万元)	20,858.93
每股净资产(元)	2.08
资产负债率(%)	47.21
一年内最高/最低(元)	11.28/5.62

作者

王金成 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070002
wangjincheng@tfzq.com
郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《康恩贝-季报点评:三季度业绩保持稳健增长，恤彤呈现稳步回升态势》2018-10-29
2 《康恩贝-半年报点评:核心大品种延续高增长，外延布局生物创新药领域》2018-08-07
3 《康恩贝-公司点评:大品牌大品种工程表现亮眼，布局生物创新药领域》2018-07-12

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,167.95	1,577.56	1,081.85	1,857.51	2,932.93
应收票据及应收账款	1,327.65	1,842.19	1,871.44	2,094.07	2,646.42
预付账款	26.11	52.97	47.83	67.76	71.14
存货	911.67	1,163.11	713.52	1,879.43	856.34
其他	228.47	118.35	163.65	155.55	193.95
流动资产合计	**4,661.84**	**4,754.17**	**3,878.29**	**6,054.32**	**6,700.79**
长期股权投资	564.91	1,544.72	1,544.72	1,544.72	1,544.72
固定资产	2,262.27	2,502.71	2,519.22	2,507.46	2,465.74
在建工程	344.96	281.12	204.67	170.80	132.48
无形资产	464.98	467.74	437.93	408.12	378.32
其他	1,121.25	1,162.94	1,172.94	1,143.93	1,134.67
非流动资产合计	**4,758.38**	**5,959.23**	**5,879.49**	**5,775.04**	**5,655.93**
资产总计	**9,420.22**	**10,713.40**	**9,757.78**	**11,829.35**	**12,356.72**
短期借款	486.00	1,280.90	200.00	200.00	200.00
应付票据及应付账款	355.94	370.17	467.57	563.64	658.48
其他	1,484.23	1,890.90	1,187.31	2,408.65	1,871.04
流动负债合计	**2,326.17**	**3,541.98**	**1,854.88**	**3,172.30**	**2,729.52**
长期借款	17.25	153.00	20.00	20.00	20.00
应付债券	1,093.15	1,095.19	1,093.34	1,093.89	1,094.14
其他	139.98	130.65	144.72	138.45	137.94
非流动负债合计	**1,250.39**	**1,378.84**	**1,258.06**	**1,252.34**	**1,252.08**
负债合计	**3,576.56**	**4,920.82**	**3,112.94**	**4,424.64**	**3,981.61**
少数股东权益	114.73	142.64	123.89	128.20	123.68
股本	2,667.32	2,667.32	2,667.32	2,667.32	2,667.32
资本公积	925.99	754.37	754.37	754.37	754.37
留存收益	3,061.51	3,293.59	3,853.63	4,609.19	5,584.11
其他	(925.89)	(1,065.33)	(754.37)	(754.37)	(754.37)
股东权益合计	**5,843.66**	**5,792.59**	**6,644.84**	**7,404.71**	**8,375.11**
负债和股东权益总	**9,420.22**	**10,713.40**	**9,757.78**	**11,829.35**	**12,356.72**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**5,293.97**	**6,786.65**	**8,401.45**	**10,201.66**	**12,195.35**
营业成本	1,449.02	1,553.31	1,910.40	2,284.17	2,700.96
营业税金及附加	96.65	111.51	132.08	171.42	199.01
营业费用	2,283.65	3,421.75	4,284.74	5,304.86	6,402.56
管理费用	506.56	432.25	504.09	663.11	853.67
研发费用	151.10	183.39	252.04	306.05	365.86
财务费用	62.96	71.83	65.35	4.03	(7.05)
资产减值损失	27.48	39.12	54.17	40.26	44.52
公允价值变动收益	315.81	69.12	(4.87)	0.00	0.00
投资净收益	(335.84)	(83.63)	0.00	0.00	0.00
其他	(170.23)	(41.76)	9.74	0.00	0.00
营业利润	**906.82**	**1,029.74**	**1,193.71**	**1,427.77**	**1,635.82**
营业外收入	4.08	5.34	5.00	4.81	5.05
营业外支出	14.79	17.91	17.17	16.62	17.23
利润总额	**896.12**	**1,017.17**	**1,181.54**	**1,415.95**	**1,623.64**
所得税	166.14	208.83	242.57	290.69	333.33
净利润	**729.97**	**808.34**	**938.97**	**1,125.26**	**1,290.30**
少数股东损益	18.86	4.54	(18.75)	4.31	(4.52)
归属于母公司净利润	**711.12**	**803.79**	**957.73**	**1,120.95**	**1,294.83**
每股收益（元）	0.27	0.30	0.36	0.42	0.49

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	729.97	808.34	957.73	1,120.95	1,294.83
折旧摊销	219.64	248.75	149.74	155.44	159.85
财务费用	68.10	95.17	65.35	4.03	(7.05)
投资损失	418.36	83.63	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(205.69)	(238.67)	(221.82)	(62.29)	(5.35)
其它	(518.13)	(451.44)	(23.62)	4.31	(4.52)
经营活动现金流	**712.27**	**545.78**	**927.37**	**1,222.43**	**1,437.76**
资本支出	401.86	1,408.90	45.92	86.27	50.51
长期投资	(2.74)	979.81	0.00	0.00	0.00
其他	(936.94)	(4,095.74)	(96.18)	(166.27)	(100.51)
投资活动现金流	**(537.82)**	**(1,707.03)**	**(50.26)**	**(80.00)**	**(50.00)**
债权融资	1,603.90	2,540.35	1,319.59	1,322.23	1,322.75
股权融资	958.63	(547.41)	252.72	3.07	14.15
其他	(2,498.99)	(1,790.10)	(2,945.13)	(1,692.07)	(1,649.24)
筹资活动现金流	**63.54**	**202.84**	**(1,372.83)**	**(366.77)**	**(312.34)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**237.99**	**(958.41)**	**(495.71)**	**775.66**	**1,075.43**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-12.07%	28.20%	23.79%	21.43%	19.54%
营业利润	90.49%	13.56%	15.92%	19.61%	14.57%
归属于母公司净利润	61.23%	13.03%	19.15%	17.04%	15.51%
获利能力					
毛利率	72.63%	77.11%	77.26%	77.61%	77.85%
净利率	13.43%	11.84%	11.40%	10.99%	10.62%
ROE	12.41%	14.23%	14.69%	15.41%	15.69%
ROIC	18.71%	17.77%	15.51%	17.31%	19.65%
偿债能力					
资产负债率	37.97%	45.93%	31.90%	37.40%	32.22%
净负债率	-9.65%	16.62%	3.58%	-7.23%	-19.23%
流动比率	2.00	1.34	2.09	1.91	2.45
速动比率	1.61	1.01	1.71	1.32	2.14
营运能力					
应收账款周转率	4.72	4.28	4.52	5.15	5.15
存货周转率	6.72	6.54	8.95	7.87	8.92
总资产周转率	0.59	0.67	0.82	0.95	1.01
每股指标（元）					
每股收益	0.27	0.30	0.36	0.42	0.49
每股经营现金流	0.27	0.20	0.35	0.46	0.54
每股净资产	2.15	2.12	2.44	2.73	3.09
估值比率					
市盈率	29.22	25.85	21.70	18.54	16.05
市净率	3.63	3.68	3.19	2.86	2.52
EV/EBITDA	16.01	11.42	14.79	12.66	10.63
EV/EBIT	19.83	13.69	16.54	14.03	11.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com