

康美药业 (600518)：产业链重心移向终端市场，机遇与挑战并存

公司概况：

康美药业，由民营企业马兴田 1997 年创立于广东省普宁市，2001 年上市，是一家以中药饮片生产为核心，业务涵盖中药全产业链的大型医药资源型企业。公司的中药饮片处于行业领先地位，承担了国家 120 余种饮片的质量标准制定工作，是目前唯一一家上市的中药饮片公司，规模位居行业第一。目前公司拥有 9 个中药饮片生产基地、在建 7 个中药材市场、1 个化学药品生产基地、1 个中药饮片物流配送中心、1 个三甲医院。其中中药饮片的总产能超 2.5 万吨，年产各类中药饮片 1000 多种，1.2 万多个品种，中药饮片包括五味子、丹参、山药、金银花等；自产西药主要包括培宁、络欣平、诺沙和利乐等品种。目前，公司已实现了上至药材种植、药材交易，下至生产开发、终端销售的中药全产业链布局。截止 2014 年上半年，中药、西药、食品、物业租售收入占比分别为 63.7%、27.8%、4.6%和 3.6%。

公司在北上广深等全国 20 多个城市设立了分（子）公司/办事处，在全国设立了 7 个配送区域，配送点上千个，已覆盖大多数的县级城市，50%产品销往华南地区、29%销往华东地区。公司构建了集医院销售、OTC、西药批发与配送、零售、连锁药店、电子商务等多种方式于一体的立体销售体系，与中国人保集团共同成立健康管理公司发展直销业务，并大力推进电子商务建设，拓展新的销售渠道，建成了康美医药网（www.kmb2b.com）、康美中药网（www.kmzyw.com.cn），以及全国唯一的“实体市场与虚拟市场相结合”的集中药材信息服务、中药材电子交易与结算服务为一体的中药材大宗现货交易平台(www.km518.cn)。

买入理由：

1. 产业链终端业务厚积薄发，有望迎来业绩和估值双提升。康美是一家不易理解的公司，也是一家饱受市场质疑的公司，但在中药材景气下行的风声鹤唳中，康美并没有一蹶不振，而是积极根据行业的变化不断做出调整，并敢于探索尝试新的发展方向。经过 2014 年的一连串动作，我们清楚看到，康美已放下了过去 10 年的成长包袱，逐步找到了下一个“五年”甚至“十年”的发展方向：继续巩固和扩大前十年在产业链中上游积累的发展优势，将产业链发展重心移向中药饮片、消费品（直销+电商）、药房托管等终端业态业务。

基于公司终端业态业务在 2014 年体现出的高速增长态势，市场一致预期公司未来三年能实现复合 25% 的业绩增长；另外，由于终端业态的附加值更高，公司也有望获得估值向上重构。目前公司 PE 仅 15 倍，与其他 15 家可比药品流通企业相比，仅略高于上海医药（PE 为 14 倍），随着终端业态的高速增长，以及市场不断的深入认识和理解，未来公司有望迎来业绩和估值双提升。

2. 中药饮片成长空间巨大，今明两年进入产能释放高峰。中药饮片市场空间大，市场规模达到 1400 亿元，医院和 OTC 终端约 700 亿元；但行业集中度极低，99%为中小型企业，这给了康美巨大的成长空间。康美率先提出并实施中药饮片小包装和色标管理，通过积极参与到产业标准的制定，进一步获得定价权，获得了远超行业的成长，2003 年以来，公司中药饮片收入的复合增速高达 43.6%，而同期行业收入复合增速仅为 27%。

2014 年 1-8 月，国内中药饮片收入和利润分别同比增长 17.5%，较前几年 30%的增速明显放缓，这主要是中药饮片经过前几年的价格高涨后，市场理性的正常回落。若剔除价格下降对收入的影响因素，预计中药饮片的需求量放缓不会太大。在行业放缓这一背景下，得益于药房托管的铺开和新增产能的释放，2014 年前三季度公司饮片收入却逆势增长了 50%（上半年同比增长 39%），饮片增速在二季度开始明显加快，目前北京大兴饮片厂 6000 吨产能已经释放，同时今明两年可预期的产能还有：北京毒性药材车间；亳州和成都中药饮片厂。随着新增产能逐步释放，康美饮片业务逐步由区域拓展至全国，预期饮片业务可保持

未来 3 年 40%的复合增速。

表一：公司中药饮片产能布局（截止2014年三季度）

地区	名称	产能	状态
北京	房山饮片厂	2000吨	2010年投产，满产状态
	大兴饮片厂	6000吨	2014年投产，投产30%以上，年底到80%
晋宁	二期饮片厂	20000吨	基本满产
成都	成都饮片厂	6000吨	投产50%
亳州	三期饮片厂	20000吨	一期约8000吨，等待GMP认证
阆中	毒性饮片厂	6000吨	等待GMP认证
上海	上海饮片厂	4000-6000吨	刚开工
甘肃	陇西饮片厂	-	在规划中
云南	文山饮片厂	-	有扩产的可能

3. 中药材贸易业务逐步收缩，但风险相对可控。2014 年以来，中药材业务景气度下行，据中药材天地网统计，前三季度中药材综合 200 价格指数已累计下跌约 10%，在这一背景下，公司主动收缩了贸易业务。前三季度公司中药材贸易收入同比下降约 4%(上半年同比增长 4.85%)，预计三季度收入下滑超过 10%。考虑到中药材价格未有止跌企稳的迹象，我们预计贸易业务存在进一步下滑的压力；但同时我们也强调，公司贸易业务风险相对可控，并不会出现部分市场观点认为的“爆雷”风险，原因如下：1) 公司对每年做的品种精挑细选，仅有 20 多种，公司有对这些品种的价格趋势进行预判；2) 公司通过药房托管等逐步加强与下游药企进行供应链合作，该部分品种价格相对稳定；3) 公司林下参投资项目锁定未来数年至少 15 亿的税前利润，将对贸易业务起到重要的稳定作用。

4. 中药材贸易市场建设：提升市场话语权，新增中间服务收益。2011 年，公司开始收购亳州、安国等中药材市场，控制中药材流通渠道，将公司的中药材贸易业务提升到一个新的高度—谋取中药材行业话语权，取得一定的垄断收益；同时，中药材市场建设也为公司带来了新的业务增长点—中间服务收益。未来的盈利模式将从简单的收取摊位租金拓展为中药材交易环节收取佣金做市商赚取差价，提供药材信息咨询、仓单质押融资和电子平台交易等增值服务。此前 SFDA 宣布为了加强中药材管理，除现有 17 个中药材专业市场外，今后一律不得开办新的中药材专业市场，进入壁垒提高，公司往后在中药材市场的话语权 and 市场份额都将继续提升。

5. 发展保健品直销业务“得天独厚+强援支持”，有望快速壮大。公司发展中药保健品产品具有如下先天优势：1) 取材的优势。原料处于中药饮片的产业链上，要比其它原本做制药的，单独去做保健品，公司成功的概率要大得多，成本也低；2) 公司投入的资金也不需太多，保健品是公司现成产品的自然延伸和丰富。另外，从直销前景看，在中国直销市场中，保健品直销占据了半壁江山，领头三家保健品直销企业安利中国、完美、无极限销售额均超过了 100 亿元，康美的品牌中药保健品非常符合人保健康管理的运营理念，与公司合作的人保集团具有巨大客户人群和销售队伍，强强联手或能形成优势互补，孕育巨大发展空间。

公司直销业务自 2014 年 4 月正式开展，仅 4 月-6 月两个月销售额已达到 1.24 亿元，截止 6 月底，康美直销人员已达到 4 万人，大部分是首次购买，每个产品人均消费是 2000-3000 元。目前康美直销产品包括西洋参胶囊、玛咖胶囊、津玉袋泡茶、三七山楂茶多酚胶囊，今年年内还会有人参鱼胶灵芝口服液上线，随着品类逐步完善，人均产值还会继续提升。预计 2014 年全年直销业务收入有望确认 4-5 亿元。

6. 药房托管带来产业链博弈地位和收入的双提升。医改背景下，医药分家是大势所趋，而医院药房托管是过渡阶段中的最好选择。对医院来说，全面实施药品零加成后，药房从收入中心变为成本源，医院逐渐失去经营药品的动力，药房托管可以让医院减少人员开支管理，还可分享托管收益。对康美而言，药

房托管可强化自身在中药产业链中的博弈地位，与药企直接合作，上游的谈判能力得到增强。而对监管机构来说，药房托管对切断医疗卫生人员和药企的利益关系起到一定作用。因此，上诉三方都有内在动力推动药房托管向前发展。

自 2014 年一季度开始公司药房托管业务落地摊开，迄今公司公告药房托管的医院已超过 81 家，实际合作医药超过 100 家。这合计 81 家已公告的医院 2014 年收入预计超过 63 亿元，按照 45% 的药品采购金额以及 5%-10% 的药房托管净利率，康美将新增超过 28 亿元的药品采购收入，净利润 1.4-2.8 亿元。与此同时，所有托管医院几乎全部采用了公司的中药饮片，并带动西药配送和代理品种显著增长，公司开展药房托管业务可谓一举多得。

7. 电商业务进入快车道。公司电商业务可分为 B2B 和 B2C 两块：（1）B2B 平台是中药材大宗交易平台（e 药谷），承担着整合中药材上游的任务，借助标准化来实现中药材交易平台的建立，实现大健康领域现代商贸和信息服务提供商。截止 2014 年三季度，依靠全国 30 多处的仓储物流中心，公司已制定上市品种标准近 20 个，业务电子盘面达 100 多亿元。（2）B2C 平台包括自营“康美之恋”商城以及在天猫、京东、1 号店的旗舰店等，承担着构建大健康电子商务与健康管理体系的任务。截止今年 8 月公司电商业务月销售额超过 2000 万，呈现环比翻番的增长态势，今年有望突破 3 亿的销售额。

8. 2014 年前三季度，虽然收入占比近半的中药材贸易业务收入下降约 4%，但得益于“饮片+西药+直销（保健食品）”三项业务的高速增长，公司仍实现营收 115.77 亿元，保持了 22.16% 的较快发展；实现扣除后净利润 14.82 亿元，同比增长 7.53%，增速较低是因为未取得高新企业资格，母公司仍暂按 25% 计税，若按所得税 15% 还原净利润，前三季度净利润实际增长 21%，符合预期。10 月 10 日公司已拿到高新企业延续的通知，恢复 15% 税率后，四季度净利润望恢复 20% 的业绩增长。

表二：公司 2013Y4Q-2014Y3Q 的营收和净利润同比数据

（百万）	12 年 4 季 / 13 年 4 季	13 年 1 季 / 14 年 1 季	13 年 2 季 / 14 年 2 季	13 年 3 季 / 14 年 3 季	评价
营收	3269 / 3881	3322 / 4197	2783 / 3565	3372 / 3815	持续同比正增长
净利润	432 / 475	558 / 589	378 / 424	442 / 469	持续同比正增长

9. 康美药业在君亮估值系统中被归为积极成长股，成长动能为最好的 1 号，安全稳定指数略低为 2，目前股价处于君亮估值 JW4 点股票图谱的 A 点位置，即位于估值较低的买入区域。更详细的介绍，请参见《股票估值 500[®] 个股报告》中最新的康美药业个股报告。

风险提示：

1. 公司在建项目较多，面临再融资需求、进展程度低于预期等风险；
2. 中药材价格下行可能导致公司贸易业务收入进一步下滑；
3. 药房托管业务受不可抗力政策影响。

风格归属：

大盘股（总股本/流通股本：22 亿/22 亿，按本文写作时推算总市值 342 亿）
积极成长股

表二：公司过往和预期数据

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	关键指标
18.47	16.68	23.67	18.03	17.30	23.22	黑体数据 为预测数据		股价 - 高
5.82	6.90	10.00	10.49	10.76	13.12			股价 - 低
33-16	40-14	58-25	38-24	26-17	27-16			高 - 低PE
5.5-2.7	8.3-3	12-5.2	6.2-3.8	3.4-2.1	3.7-2.2			高 - 低PS
								40
								30
								20
								10
								0
0.38	0.29	0.40	0.45	0.66	0.84	0.95	1.29	每股收益 (元)
0.60	0.35	0.50	0.50	2.00	2.60	3.00	3.00	每10股分红 (元)
1,727	2,377	3,309	6,081	11,165	13,359	16,164	20,043	营业收入 (百万)
292	495	684	979	1,445	1,853	2,080	2,826	净利润 (百万)
26.9%	33.4%	36.5%	30.2%	25.2%	26.1%	26.3%	26.0%	毛利润率
16.9%	20.8%	20.7%	16.1%	12.9%	13.9%	12.9%	14.1%	净利润率
764	1,694	1,694	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199	总股本 (百万)

资本结构 (亿)：总负债106.3 (流动77.2, 长期29.1)；总资产235.9。流通股：22亿股。(14/9/30)

董秘：邱锡伟

电话：(86663) 2917777 转 8009

传真：(86663) 2916111

电邮：kangmei@126.com