

## 康美药业 (600518): 各业务增长势头良好, 智慧药房模式有望快速复制

### 公司概况:

康美药业, 由民营企业家马兴田 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, 是唯一参与国家商务部中药材等级分类标准制定的企业, 独立承担编制和运营国家发改委授权发布的我国唯一一个全国性的中药材价格指数——康美·中国中药价格指数。目前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。其中中药饮片的总产能超 6 万吨, 包括五味子、丹参、山药、金银花等品种; 自产西药主要包括培宁、络欣平、诺沙和利乐等品种。截至 2016 年上半年, 中药材贸易、中药饮片、药品贸易、保健食品收入占比分别为 35.53%、17.73%、31.55% 和 4.46%。

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, 55% 产品销往华南地区、23% 销往华东地区。公司还构建了集医院销售、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、结构不断优化, 各业务保持良好增长态势。**2016 年前三季度, 公司中药饮片收入端实现 30-35% 的增速, 药品贸易收入同比增长 40% 左右、中药材贸易收入同比增长 5%-10%、保健食品收入同比增长 70%-80%, 各业务保持良好的增长态势。值得一提的是, 公司过往收入和净利润主要来自中药材贸易, 在 2013 年其毛利占比达 59.71%, 不过 2015 年已下降至 27.97%, 考虑到未来几年业绩增量主要来自于受智慧药房拉动的中药饮片业务、药房托管带来的药品贸易业务、直销拉动的保健食品业务, 中药材贸易业务占比仍将逐年下降, 有望逐步扭转市场对公司为“中药材贸易企业”的认知, 有利于提升公司的估值。

**2、成长的态势依旧良好。**公司自 2001 年上市以来业绩增长极为稳健, 近 10 年的营收与净利润年复合增长率分别达 41% 与 44%。虽然近三年受自身体量较大、招标限价及医保控费等因素影响, 公司业绩增速有所下降, 但整体成长依然稳健, 每年净利润增长均高于 20%。2016 年 1-9 月, 公司实现营收 164.56 亿元, 扣非后净利润 25.77 亿元, 同比增长 22.3% 和 22.9%, 同时, 市场一致预期公司 2015-18 年净利润(扣非后)年复合增速为 23%, 成长的态势依旧良好。

表二: 公司 2015Y4Q-2016Y3Q 的营收和净利润同比数据

(百万)	14年4季 / 15年4季	15年1季 / 16年1季	15年2季 / 16年2季	15年3季/16 年3季	评价
营收	4372/4611	5002/5882	4063/5318	4390/5253	持续同比快增长
净利润	781/641	816/82	611/775	670/820	持续同比快增长

**3、实体产业链布局完善, 医疗资源优势显著。**公司业务体系涵盖药品生产与销售、药材种植与贸易、中药材市场经营、连锁药店、医院经营、药房托管等医药全产业链环节, 与超过 2000 家医院、约 15 万

家药店建立了长期的合作关系，合作医疗机构年门诊总量达到 2 亿人次以上，其中仅广东省年门诊量超过 100 万人次的医院就达到 35 家以上。目前已拥有近百个中成药、化学药及原料药产品，其中中成药保守半夏颗粒获得国家发明专利；在西药领域成功研发以络欣平、培宁、利乐、诺沙为代表的国家级新药；菊皇茶成为国内销量最大的保健养生茶。丰富的医疗资源为公司以互联网思维和技术全面改造和升级传统医疗健康产业，打造具有卓越用户体验、覆盖线长、一站式完整医疗服务闭环的移动健康管理大平台奠定了坚实的基础。

**4、中药饮片市场潜力大，将受益于中药配方颗粒政策的放开。** 中药饮片行业产能较为过剩，集中度极低，2014 年我国中药饮片需求约为 300 万吨，产能达 450 万吨，年产量为 315 万吨，而康美作为龙头目前仅有不到 6 万吨的产能，仅占总产量的 2%。随着政策监管趋严，生产标准的提高，家庭作坊式的中药饮片加工企业将逐渐淘汰，行业集中度将得到提升。康美积极参与到产业标准的制定，率先提出并实施中药饮片小包装和色标管理，并通过收购与接管中药材专业市场，掌控全国六大中药材交易市场，巩固了中药全产业链上游优势，未来将持受益于行业的集中。

值得一提的是，2016 年 1 月 CFDA 发布《中药配方颗粒管理办法(征求意见稿)》拟放开配方颗粒生产资质。数据显示：2006 年至 2013 年，中药配方颗粒市场规模由 2.28 亿增长至 42 亿，市场预计 2016 年及 2018 年市场规模将分别达到 110 亿和 188 亿，成长十分迅速。据公司 2016 年 1 月底公告，计划投资 6.5 亿元在广东省普宁市建设中药配方颗粒项目，将新建 12 条生产线（包含提取、浓缩、干燥、制粒、分装等生产设施），中药年提取能力约达 6000 吨，预计将开发产品品种约 450 种，年产量约达 24 亿包。若国家正式放开中药配方颗粒，公司将从中受益。

**5、药房托管带动药品贸易快速增长。** 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。目前，公司与以三甲医院为主的 2000 余家医疗机构建立了长期合作关系，在广东、吉林和辽宁等地的托管医院药房超过 100 家，随着药房托管的持续推进，公司的第二大板块药品贸易业务仍有望维持当前高增长的态势（2016 年前三季度其收入同比增长 40%左右）

**6、智慧药房模式有望快速复制。** 智慧药房的运作模式是医院通过智慧药房的系统，将患者的电子处方发送至公司，由公司完成药品的调配、煎煮与配送智慧药房模式，是一个三方共赢的业务模式：医院节约成本、患者节约时间、公司可换取中药饮片的销售，并能有效地解决了处方来源和医保支付问题，因而市场对其未来的发展较为看好。公司现已在广州、深圳、北京三地拥有四个智慧药房配送中心，预计其 2016 年将贡献 6 亿元左右的收入。我们判断，公司的智慧药房模式有望快速在上海、成都、内蒙古、厦门、天津等地实现复制，预计其在步入成熟期后收入体量有望达到数十亿元，成为公司重要利润增长点。

**7、保健品直销业务持续发力。** 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。公司 2014 年开始开展保健品直销业务，2015 年其实现营收 8.19 亿元，同比增长 102.45%，2016 年上半年实现收入 5 亿元，同比增长 71.87%，增长的势头迅猛。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，未来保健品直销有望成为一大利润增长点。

**8、电商业务增加业绩弹性。** 公司 2011 年开始涉足电商领域，并确定了以中医药全产业链为核心向互联网延伸的战略思想。公司电商业务可分为 B2B 和 B2C 两块：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 2016 年 6 月底，该平台共建立了深圳、普宁、亳州、安国、陇西、玉林、文山、广州、磐安、南京、杭州、西宁等 17 个区域服务中心，覆盖全国各药材主产地共 300 多个二级服务网点，已拥有 12 万会员，包含 700 个药企，目前平均每天成交金额近 20 亿元（年化达 5000 亿元），成长十分迅速。而 e 药谷的即期交易的手续费为双边 0.1%，交割手续费为双边 0.5%，以一年 5000 亿的交易额计算，仅交易手续费一项在未来即可贡献约 4.8 亿的业绩弹性（目前公司为推广 e 药谷，大部分免收交易手续费），此外，还有仓储费、检验费、装卸费等收入，为未来业绩增长带来弹性。

**9、实际控制人比例认购定增+员工持股计划+股权激励计划，激活成长动力。**公司 2016 年 6 月 27 日完成定增，募集资金 81 亿，其中，大股东康美实业认购 32 亿，公司 7 名高管通过员工持股计划合计出资 1 亿元。与此同时，公司于 2016 年 4 月 26 日完成第一期股权激励计划的授予，共向 205 人授予 1969 万股，此次股权激励计划的解锁条件是以 2015 年业绩为基准，扣非后净利润增长分别达到 20%、40%、60%，表明公司内部对公司长期发展的看好。

**10、独立承编中药材价格指数，增强价格话语权。**中药材具备强周期性的属性，价格波动非常大，因此有效编制准确的价格指数对于行业发展尤为重要。康美·中国中药材价格指数已在安徽亳州、河北安国、成都荷花池、广西玉林、昆明菊花园、广东普宁等全国六大主要中药材专业市场（六大中药材市场年交易额超过全国中药材市场总量的 80% 以上）建立信息服务中心，并且向周围产地扩散采用药农合作方式建立产地信息采集点，已达成合作的产地采集点约 300 余家，建立了覆盖全国区域的中药材价格采集体系。它也是国家发改委 2012 年部署编制的 12 个国家重要商品价格指数中，首个依托大型民营企业承担编制的全国性的价格指数。此指数有助于公司形成价格话语权，提高贸易业务的成功率，促进产业链有序发展。

**11、自 2016 年 1 月底以来，公司股价呈振荡上升的格局，**股价由 1 月 27 日的低点 12 元上涨至当前的 17.78 元（2016 年 11 月 17 日收盘价），累计涨幅达 48%，显著好于同期行业的平均涨幅，一定程度反映出市场对公司未来的成长较为乐观。目前，公司的 PE 为 26 倍，略高于过位中位的 25 倍，PEG 为 1，表明当前估值已较为合理。康美药业在君亮估值系统中被归为积极成长股，成长动能和安全稳定指数分别为最好的 1 号和较强的 2 号，目前股价处于君亮估值 JW4 点股票图谱的 B 点位置。更详细的介绍，请参见股票估值网中最新一期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：49.47 亿/43.97 亿，按本文写作时推算总市值 781.86 亿）  
积极成长股

表二：公司过往和预期数据

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	关键指标
23.67	18.03	17.30	23.22	19.71	51.77	<b>黑体数据 为预测数据</b>		股价 - 高
10.00	10.49	10.76	13.12	13.80	12.18			股价 - 低
58-25	38-24	26-17	27-16	19-14	40-13			高 - 低PE
12-5.2	6.2-3.8	3.4-2.1	3.7-2.2	2.7-1.9	6.1-2			高 - 低PS
								60
								40
								20
								0
0.40	0.45	0.66	0.84	1.03	0.62	<b>0.70</b>	<b>0.85</b>	每股收益 (元)
0.50	0.50	2.00	2.60	3.20	1.90	<b>2.00</b>	<b>2.50</b>	每10股分红 (元)
3,309	6,081	11,165	13,359	15,949	18,067	<b>22,072</b>	<b>26,645</b>	营业收入 (百万)
684	979	1,445	1,853	2,263	2,738	<b>3,440</b>	<b>4,227</b>	净利润 (百万)
36.5%	30.2%	25.2%	26.1%	26.2%	28.3%	<b>28.9%</b>	<b>29.2%</b>	毛利润率
20.7%	16.1%	12.9%	13.9%	14.2%	15.2%	<b>15.6%</b>	<b>15.9%</b>	净利润率
1,694	2,199	2,199	2,199	2,199	4,397	4,947	4,947	总股本 (百万)

资本结构 (亿)：总负债244.4 (流动190.3, 长期54.1)；总资产530.1。流通股：44亿股。(16/9/30)

董秘：邱锡伟；传真：(0663) 2916111；电话：(0663) 2917777 转 8006；电邮：kangmei@126.com