

康泽药业 (831397.0C)

厚积薄发的一年，继续产业链延伸与区域扩张战略

评级：
目标价(元)：
分析师：张帆，CFA，首席分析师
021-20315209
S0740515020001
zhangfan@r.qlzq.com.cn
2016年4月23日

前次：
联系人：龙贡波
010-59013843
longgb@r.qlzq.com.cn
新三板研究小组

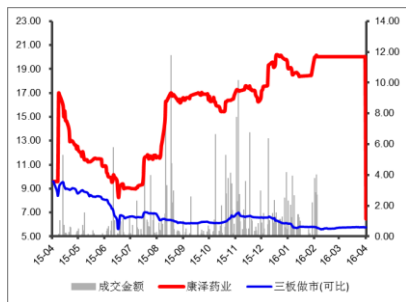
基本状况

总股本(百万股)	234.00
流通股本(百万股)	104.80
市价(元)	6.47
市值(亿元)	15.14
流通市值(亿元)	6.78

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	372.22	457.78	1088.74	1967.47	3383.21
营业收入增速	NA	22.99%	137.83%	80.71%	71.96%
净利润增长率	NA	137.36%	227.03%	85.35%	76.12%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.07	0.22	0.41	0.73
前次预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
市场预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
偏差率(本次-市场/市场)	-	-	-	-	-
市盈率(倍)	698.69	95.04	29.06	15.68	8.90
每股净资产(元)	0.14	0.38	1.37	5.28	7.35
每股现金流量	0.08	0.05	0.48	2.62	4.50
净资产收益率	20.16%	17.78%	16.26%	23.45%	29.66%
市净率	46.21	16.89	4.73	3.71	2.66
总股本(百万股)	20.00	60.00	78.00	234.00	234.00

股价与行业-市场走势对比



备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司 2015 年业绩实现快速增长：**营业收入 10.89 亿元，同比增长 137.83%；归属于母公司股东的净利润 5,209.88 万元，同比增长 227.03%。报告期内，公司实施批零一体化、线上线下一体化，效率、效益提升的同时实现规模的增长：公司传统批发业务实现收入 3.01 亿元，同比增长 5.05%；零售连锁业务实现收入 1.72 亿，同比增长 73.27%；电子商务批发实现收入 5.39 亿，同比增长 683.38%；电子商务零售实现收入 0.75 亿，同比增长 2072.80%；其他业务实现收入 0.02 亿。
- 电商业务突飞猛进，2015 年营收占比 56.33%。**2013 年，公司先后获得 B2C 和 B2B 证书，在批零一体化、线上线下一体化业务模式驱动下，电商业务在 2015 年突飞猛进，营收占比达 56.33%。我们认为公司电商业务专业化及先发优势明显，未来有望维持高增长：与广东省网络医院、阿里健康等合作，加强线上咨询和增加外方来源；扩大与天猫医药、京东等平台合作，作为天猫对外公开招募处方药试点旗舰店的第一批入选企业；成为京东开放药品销售后，全国首批入驻商家之一；荣获 CFDA 南方医药经济研究所评选的“2015 年中国医药电子商务 10 强”等。
- 连锁业务精细化管理，扩大经营版图。**公司连锁业务凭借精细化管理，通过加速门店布局、优化商品结构和提升服务水平，在粤东地区形成了较强的品牌知名度。2015 年，公司通过并购重庆瑞美臣、东莞广济两家连锁公司，将经营版图扩大至西南地区和珠三角地区。截至 2016 年 2 月，最新门店数量为 124 家，其中医保定点药店数为 90 家，占门店总数的 72.58%。我们认为连锁业务作为公司创新模式中的重要一环，未来有望维持快速发展。

- **积极通过并购方式实现外延式发展。**报告期内，公司成功收购重庆玉马、重庆瑞美臣、东莞广济，通过导入公司优势产品和系统平台资源，实现资源互补。2015年12月，公司通过收购昂泰药业可以取得美国贝克曼等公司部分优质产品代理权资源并将其作为公司配套电子商务业务的现代化医药物流配送中心和珠三角地区批零一体化管理中心的实施建设主体。2016年3月，公司拟收购奥特药业进一步丰富公司独家经营中成药产品线。我们认为并购方式有助于快速实现外延式发展，公司通过整合资源，输出系统管理，导入母公司的优势资源，推进扩大业务规模和战略布局。
- **设立医疗投资管理公司，强化产业链闭环建设。**2015年12月，公司拟出资设立子公司广东潮侨医疗投资管理有限公司（注册资本为3亿元，预计三年内完成出资），以其为主要平台和载体，主导基于互联网的医院、医疗相关项目的投资和管理，落实线上咨询、诊疗和电子处方解决方案。我们前期一直在强调公司致力于打造互联网大健康产业平台：创立“汕头市龙湖良济堂中医诊所有限公司”实现从流通业务向下游医疗机构拓展，引入“国医馆、国药馆”概念；完成良济堂制药新版GMP认证并量化生产，培养自有品牌。我们认为公司设立医疗投资管理公司有助于进一步完善自身的产业链，打造更有竞争优势的大健康产业平台。
- **战略合作彰显公司影响力，助力产品放量。**通过持续创新，公司走出了一条自己的特色发展之路：相对于专注批发或零售单一业务的对标公司，公司批零一体化的业务模式有助于整合供应链资源、提升整体毛利率；相对于传统医药流通企业的对标公司，公司可通过线上线下业务双驱动业务模式将业务范围有效延伸；相对于仅有电商业务模式的对标公司，公司拥有产品和渠道资源优势。公司的创新商业模式逐步得到认可和支持，2016年1月：公司与拥有会员企业120家、年销售额约500亿元的重庆中盟医药签订《战略合作协议》，深入开展业务合作，后者每年在公司购货金额不能少于1.5亿元人民币；公司控股子公司重庆玉马与国药控股重庆公司、科渝公司、重庆吉和等签订“2016年销协议或合同”，后三者在今后合同期限内将向重庆玉马购货合计总额不能少于3.1亿元。以上战略合作一方面彰显公司在同行业的影响力，另一方面有助于公司产品资源在合作方实现销售放量增长。
- **2015年是公司厚积薄发的一年，继续产业链延伸与区域扩张战略。**在经过长达6年对电商业务的持续准备、改善和投入，电商业务迎来跨越性的发展，电商业务收入占到全部收入的56.33%，实现传统业务向传统+互联网的模式转变和业务覆盖范围从区域性向全国性跨越。随着行业的全面规范和医药电商新政的预期，公司拟不断强化和完善电商业务，电商业务有望维持高增长。我们认为这是公司经营管理团队多年的行业经验和产品资源的沉淀、在新的市场环境下提前做好布局所取得的先发优势的市场回报，未来将继续产业链延伸与区域扩张战略。
- **盈利预测与估值分析：**我们预计公司2016-2018年营业收入分别为19.68亿、33.83亿、47.37亿，同比增长为80.71%、71.96%、40.00%；预测公司2016-2018年净利润分别为0.97亿、1.70亿、2.29亿，同比增长为85.35%、76.12%、34.59%；2015-2017年EPS分别为0.41元、0.73元、0.98元，对应2016-2018年PE为16.19/9.19/6.83X。我们继续建议投资者密切关注公司电商业务进展、零售连锁业务进展及大健康产业平台建设。
- **风险提示：**连锁经营风险；医药电商政策风险；并购整合风险

图表 1: 康泽药业财务摘要

资产负债表						利润表					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产						营业收入	457.8	1,088.7	1,967.5	3,383.2	4,736.5
流动资产						减:营业成本	408.7	901.9	1,672.4	2,875.7	4,026.0
货币资金	12.4	113.0	204.2	351.1	491.6	营业税金及附加	1.2	2.9	5.3	9.1	12.7
应收账款	136.4	258.1	486.2	836.0	1,170.4	销售费用	21.3	93.6	137.7	232.1	331.4
预付款项	10.5	23.1	33.4	57.5	80.5	管理费用	8.3	15.8	32.3	52.4	75.5
其他应收款	0.7	7.6	13.3	22.9	32.1	财务费用	0.8	1.3	4.1	10.4	18.4
存货	60.7	164.5	305.1	524.6	734.4	资产减值损失	0.5	3.6	3.2	4.6	4.4
其他流动资产	5.7	10.9	11.2	13.3	15.5	加:投资收益	4.4	0.3	0.3	0.3	0.3
非流动资产						营业利润	21.2	69.9	112.9	199.2	268.3
长期股权投资净值	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	加:营业外收支净额	0.4	1.0	0.7	0.9	1.0
固定资产净值	12.3	14.4	19.4	25.1	31.0	减:所得税	5.7	18.8	17.0	30.0	40.4
在建工程净值	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	15.9	52.1	96.6	170.1	228.9
无形资产净值	0.9	7.7	3.5	2.8	2.2						
商誉	0.8	14.8	14.8	14.8	14.8	应占:					
其他非流动资产	2.2	15.7	1.9	20.9	1.6	母公司股东	15.9	52.1	96.6	170.1	228.9
资产总计	245.1	629.8	1,093.1	1,869.2	2,574.2	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债						每股收益(全面摊薄)	0.07	0.22	0.41	0.73	0.98
流动负债											
短期借款	13.5	58.5	106.3	315.8	417.1	现金流量表					
应付账款	122.8	196.5	501.7	863.2	1,209.0	(百万元)					
其他应付款	2.3	20.0	20.0	26.0	31.3	经营活动产生的现金流量	-40.8	-85.7	67.7	-34.0	80.3
应交税费	2.3	11.9	9.3	16.4	22.0	投资性活动产生的现金流量	-2.6	-30.9	-15.4	-9.6	-11.3
其他流动负债	14.5	21.5	42.6	72.9	102.4	筹资活动产生的现金流量	0.0	218.1	38.9	190.6	71.4
非流动负债						现金本期增加或减少	-43.4	101.5	91.2	146.9	140.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务指标					
其他非流动负债	0.0	1.4	1.4	1.5	1.5						
负债合计	155.5	309.7	681.4	1,295.8	1,783.3	资产负债率(%)	63.44	49.18	62.33	69.33	69.28
所有者权益						净资产收益率(%)	17.78	16.28	23.45	29.66	28.94
实收资本(或股本)	60.0	78.0	234.0	234.0	234.0	毛利率(%)	10.73	17.16	15.00	15.00	15.00
资本公积	7.1	167.1	11.1	11.1	11.1	净利润率(%)	3.48	4.79	4.91	5.03	4.83
留存收益	22.5	74.6	166.3	327.9	545.3	流动比率	1.46	1.87	1.55	1.39	1.42
少数股东权益	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	营业收入增长率(%)	22.99	137.83	80.71	71.96	40.00
所有者权益合计	89.6	320.0	411.8	573.4	790.8	净利润增长率(%)	137.36	227.03	85.35	76.12	34.59
负债及所有者权益总计	245.1	629.8	1,093.1	1,869.2	2,574.2						

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。