财务报表分析

小组论文(第 17 组)

题　　目：大健康产业布局下的医药企业——以康美药业为例

学生姓名：邓馨欣（15210680211）（30%）赵　雪（15210680284）（30%）
苗榆晴（15210680249）（30%）窦逸冰（15210680214）（10%）

2015 年 12 月 6 日

目 录

目 录 1
一、宏观环境分析..... 2
（一）宏观经济发展现状..... 2
（二）PEST 分析 4
二、行业分析..... 6
（一）行业发展现状..... 6
（二）行业结构..... 8
（三）价值链分析..... 9
（四）波特五力分析..... 11
三、公司分析..... 12
（一）公司简介..... 12
（二）公司业务与产品..... 12
（三）核心竞争力分析..... 17
（四）公司股权结构及控股子公司..... 18
四、战略分析..... 19
（一）SWOT 分析 19
（二）转型面临的挑战及应对措施..... 19
五、财务分析..... 21
（一）会计报表分析..... 21
（二）财务比率分析..... 28
（三）业绩综合评价..... 33
六、风险分析..... 34
（一）市场和行业风险、政治风险..... 34
（二）经营风险..... 35
（三）财务风险..... 35
七、估值..... 35
（一）FCFF 折现法 35
（二）市盈率法..... 37
（三）投资建议..... 38

一、　宏观环境分析

（一）宏观经济发展现状

1、经济增长速度

我国经济处在改革换挡期，粗放式增长模式退潮，新经济崛起。GDP 增长率由 03 到 11 年的两位数下调到如今的个位数，2015 年 3 季度 GDP 同比增长只有 6.9%。但经济增速换挡已由快速下滑期进入缓慢探底期，经济 L 型，结构分化。中国经济处于转型期的蝶变前夜。

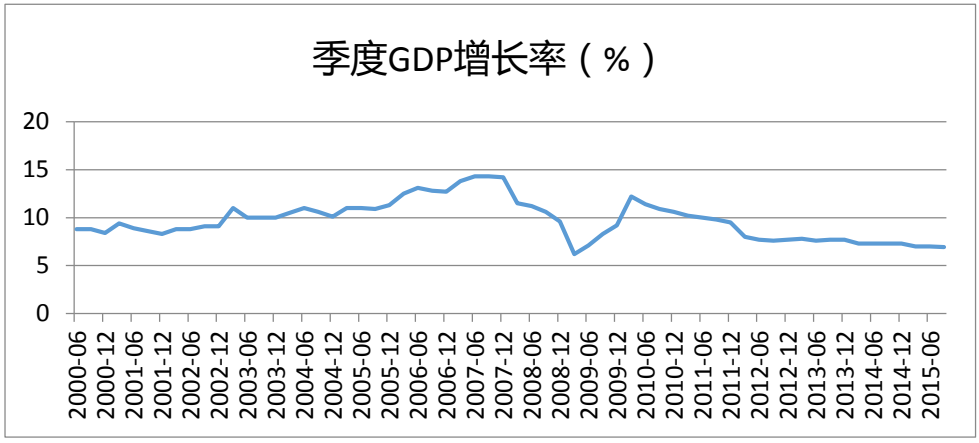


图 1-1

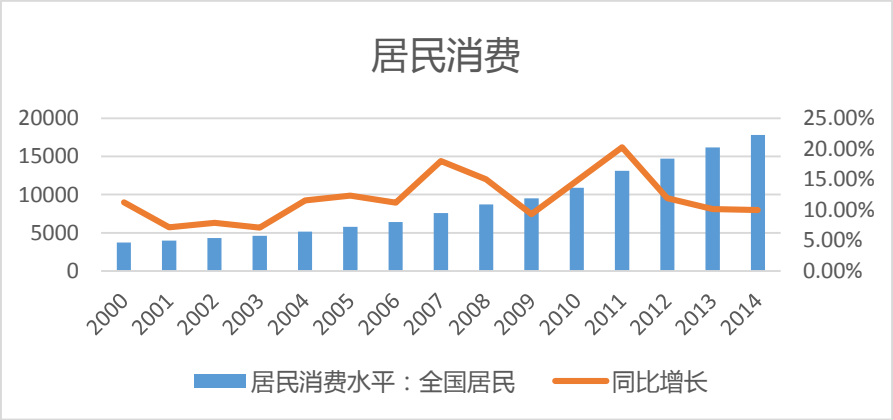


图 1-2

2、消费

我国居民消费水平持续上升，截止 2014 年，全国居民人均消费水平达 17806.41 元，同比增长 9.98%。而随着居民消费水平的提高，对各种消费品的需求也将进一步增加。

3、人口

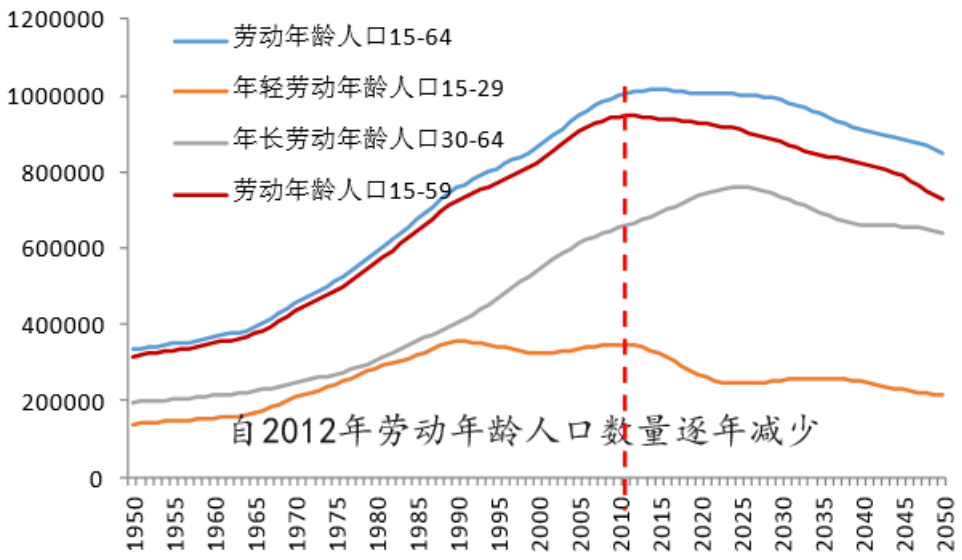


图 1-3

2012 年出现人口红利的长周期拐点：2012 年 15-59 岁劳动年龄人口达到峰值开始净减少 ，标志人口红利消失。劳动密集型产业的对外竞争力将逐步下滑，我国经济增长将更加依赖创新和技术驱动。

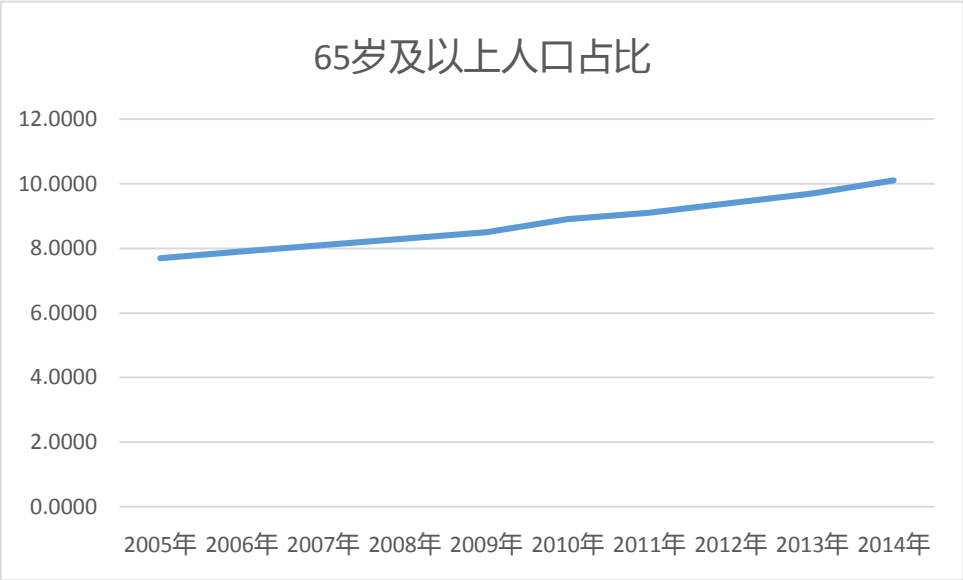


图 1-4

另一方面，我国 65 岁以上人口占比逐年提升，2014 年已达到 10.1%，我国已步入老龄化社会。社会负担加大，整个社会福利体系需要进一步完善，老年人在消费中所占比例也将进一步增加。

4、互联网发展状况

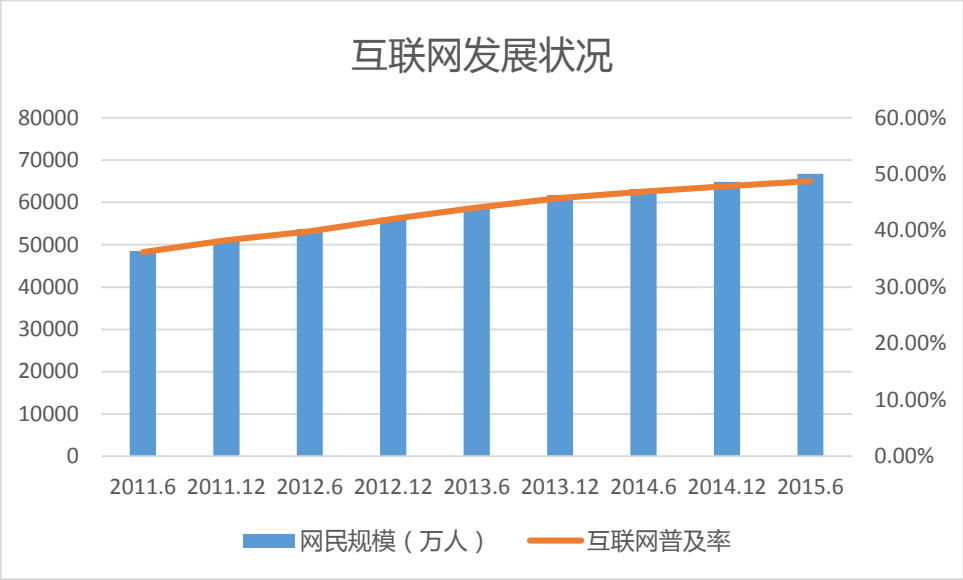


图 1-5

截止 2015 年 6 月，我国网民规模达 6.68 亿，互联网普及率达 48.8%，互联网革命对个人、企业的冲击将持续深化，互联网与各种传统行业的结合，促成了各种新行业模式的发展。

（二）PEST 分析

1、政治和法律因素

近年来，我国出台了一系列的医药改革政策：

2010.12	《国务院办公厅关于印发建立和规范政府办基层医疗卫生机构基本药物采购机制指导意见的通知》
2011.3	《国务院办公厅关于印发 2011 年公立医院改革试点工作安排的通知》
2013.2	《国务院办公厅关于巩固完善基本药物制度喝基层运行新机制的意见》
2013.10	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》
2015.2	《国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》
2015.5	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》
2015.8	《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》
2015.11	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（写入健康中国）
2015.12	研究编制《“十三五”健康中国建设规划》

表 1-1

在医药方面，我国正在进行的体制改革主要表现在公立医院改革、药品注册审批改革、医保支付制度改革、医药电商改革四个方面，这些改革有利于整个医疗体系的发展和完善，促进市场竞争，对整个产业链的优化也具有重要意义。

2、经济因素

宏观经济会影响医药制造业的上游行业，进而通过影响成本而影响到整个行业的发展。粮食、化工原料、能源动力、交通运输的价格波动会传导到

医药业。近年来，虽然医药行业的增速有所放缓，但仍然保持较快的增长势头。2014 年医药制造业收入为 25798 亿元，同比为 15.7%，利润总额为 2442 亿元，同比为 12.31%。

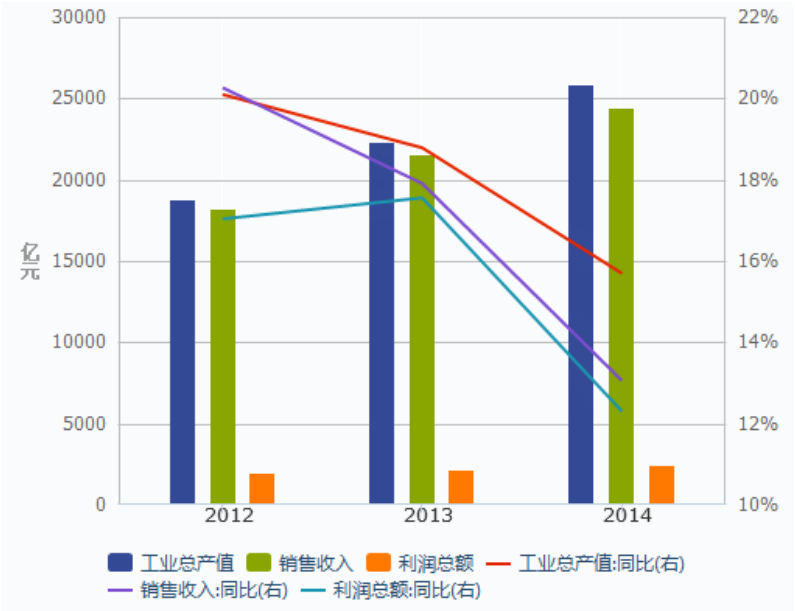


图 1-6　医药行业各主要经济指标变化

数据来源：wind 资讯

但是，国内生物制药企业得资金来源主要以自有资金和银行贷款为主，初创期的生物制药企业很难得到风险资金的支持，直接上市融资又受到规模等诸多限制，风险投资和从证券市场进行直接融资数额较少，存在融资体系尚不完善，资金投入严重不足等问题。

3、社会因素

人口自然增长和人口老龄化促进药品市场需求增加。据相关部门统计，仅由于人口增长，我国药品消费每年将净增 80 亿元。当前，我国人口老龄化问题日益严重，老年人的药品消费已占药品总消费量的 50%以上，随着时间的推移，今后一段时间内老年人药品市场占有率将得到进一步提高。此外，农村医药市场开拓潜力巨大。随着今后几年，农村经济的发展和农村医保体系的进不断完善，农村医药水平将显著提高，与城市用药水平的差距将逐步缩小，城乡差距的缩小将带动医药产业发展。农村潜在的巨大的市场将是解决部分医药生产企业产能过剩的一条可行之路。

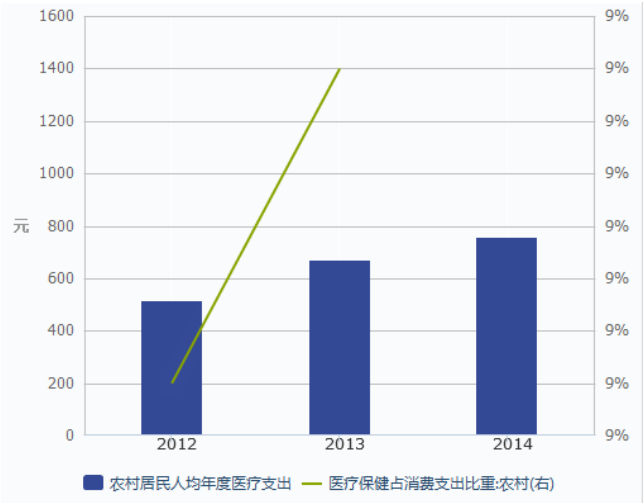


图 1-7　全国农村居民医疗保健支出

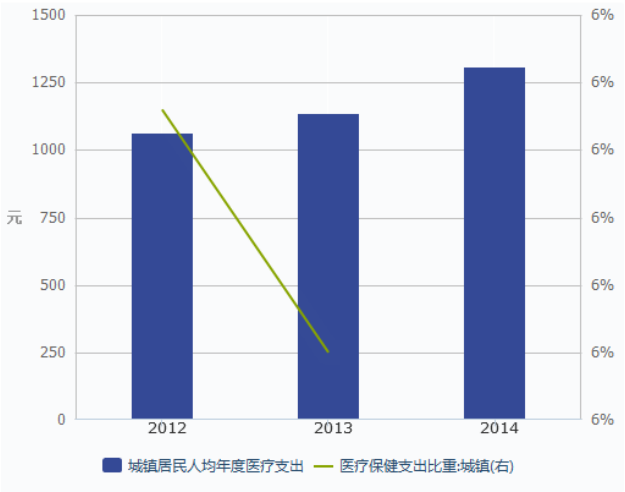


图 1-8　全国城镇居民医疗保健支出

4、技术因素

国际巨头垄断市场，制约我国医药企业发展。当前，全球西药产品的知识产权和生产经营权被美国的辉瑞、英国的葛兰素和德国的拜耳等国际医药大康美药业所垄断。因此，要打破国外技术的垄断，开拓市场，康美药业必须不断提高自主研发能力。

二、　行业分析

（一）行业发展现状

1、医药工业生产稳定增长，但增速持续放缓

我国七大类医药工业总产值在“十一五”期间复合增长率达到 23.31%，进入“十二五”，仍然保持快速增长势头，2014 年达 25798 亿元，同比增长 15.70%

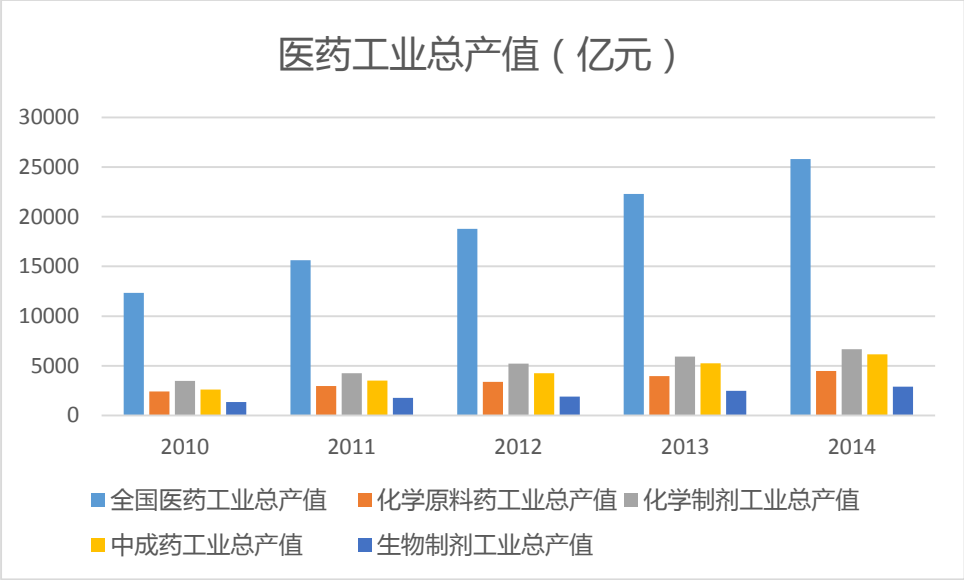


图 2-1

2、医药工业销售收入增速回落

“十一五”期间，我国七大类医药工业销售收入保持快速增长，复合年增长率为 24.40%，进入“十二五”，增速逐渐下滑，2014 年累计完成销售收入 24 394 亿元，同比增长 13.06%。

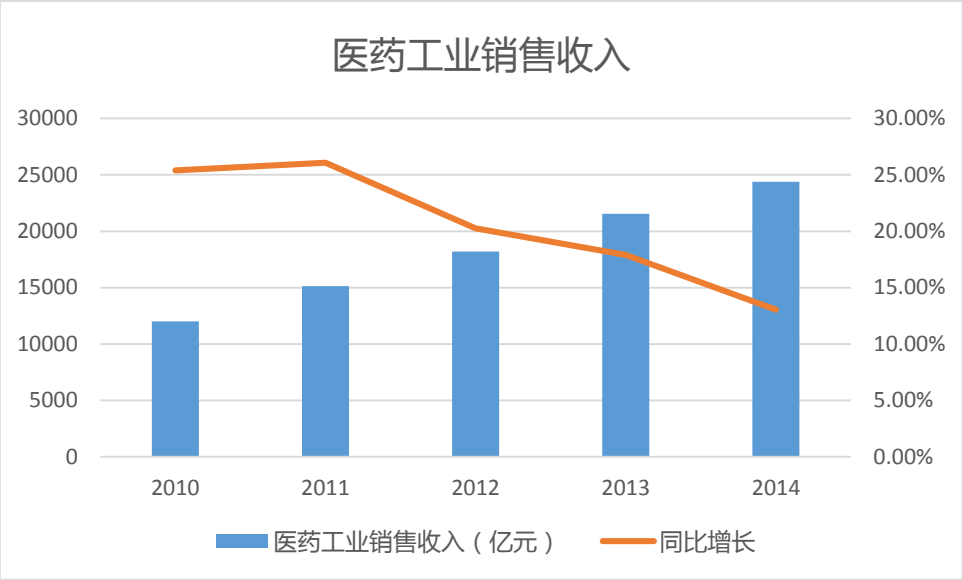


图 2-2

3、医药工业盈利水平继续下滑

“十一五”期间，我国七大类医药工业利润总额的复合年增长率达到 36.70%。进入“十二五”，增势有所减缓，受上游生产成本上涨和下游终端价格下降双重挤压，我国医药工业的盈利增速有所回落，2011 年至 2013 年分别增长 20.55%、17.04%和 17.56%。2014 年我国医药工业的利润总额达 2442 亿元，同比增长 12.31%

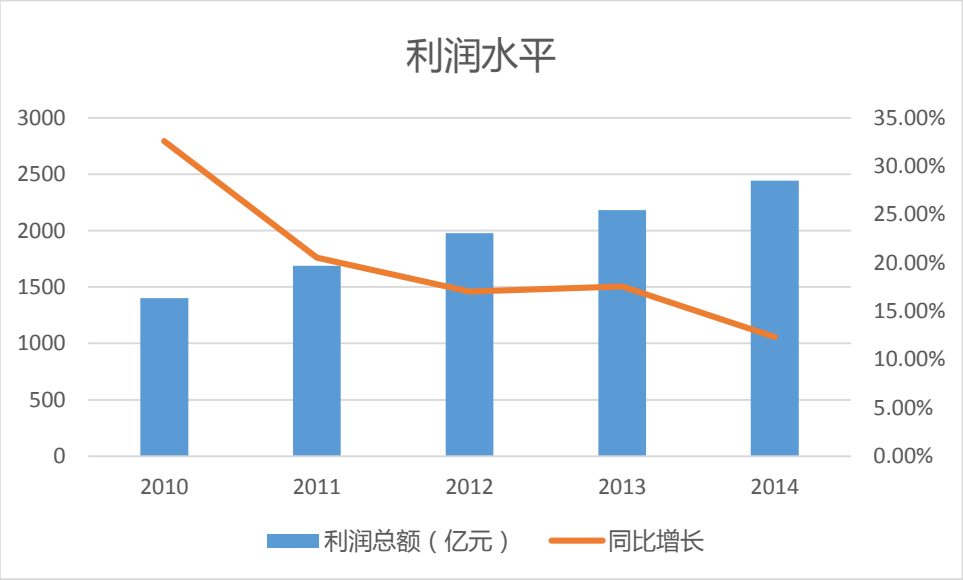


图 2-3

4、医药商业效益水平总体趋稳

21 世纪初，中国医药商业进入微利时代，2004 年出现行业利润率的最低点，一度下滑到 0.55%，直至 2007 年，才回升到 1% 以上。2010 年达到高峰值 2.2%， 之后又略有下降。按照国际惯例，医药商业毛利率如果维持在 4%，利润率应该达到 1%，因此我国医药商业毛利及费用率逐步向国际水平靠拢。我国各地企业积极调整营销策略，努力开拓市场，重点企业盈利能力不断增强，拉动了行业效益水平的稳步增长。

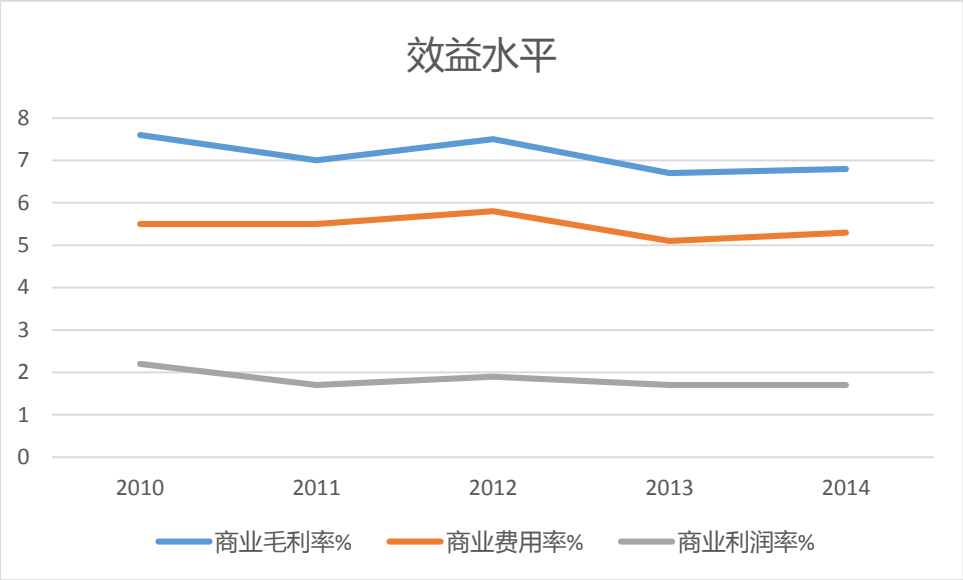


图 2-4

总体来说，尽管受国内外经济形势影响产业增速均有回落，中国医药经济已经具备了较为雄厚的规模基础。中国现有 4629 家原料药和制剂生产企业与 1. 69 万家医疗器械生产企业，可以生产化学原料药近 1500 种，能生产化学制剂 34 个剂型 4000 余个品种，疫苗年产量超过 10 亿个剂量单位。从规模上讲，中国已经当之无愧的成为一个制药大国。

（二）行业结构

1、产业组织结构

制药行业集中度不高，低于大多数发达国家和部分新兴市场国家。

长期以来，中国制药行业中企业“多、小、散”的特征已成为医药工业发展中的主要问题之一。2010 年，中国药品生产企业达到 5000 多家，销售不足 5000 万元的占 70%以上，而销售超过 20 亿元的大企业不足 60 家，仅占 1.2%。在这种情况下，中国制药工业的集中度很低。

2、产品结构

仿制药占比相对于专利药占比具有绝对优势；化学制药占比较大，生物医药占比迅速提升。

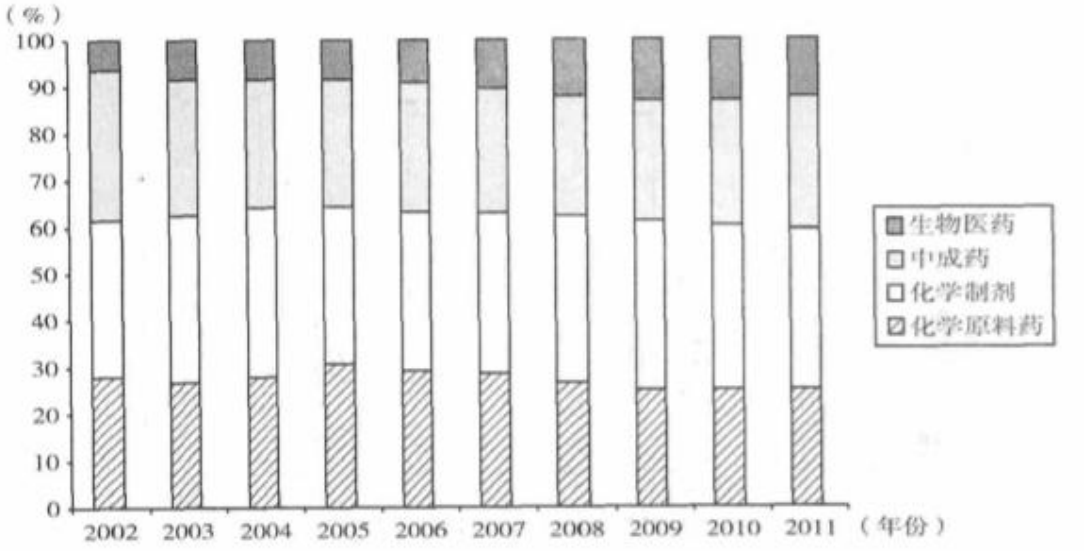


图 2-5 中国制药行业各类药占比情况

就专利药和仿制药产品结构而言，长期以来，中国医药工业总产之中仿制药占比一直在95%以上，而专利药占比一直在4%以下，仿制药占比相对于专利药占比具有绝对优势。但是，近年来，随着中国重视在医药生产领域的研发投入和专利药开发，专利药产值在整个制药工业产值中的占比逐步提升，从2005年的 1. 86% 提高到2011年的3. 12%。与此同时，就化学原料药、化学制剂药、中成药和生物医药占比情况来看，化学制剂药品的生产占比一直处于绝对优势，2002 年后一直处于30%以上的较高水平。但是，近年来，随着中国加大扶持生物医药产业力度，生物医药产品在制药产业总产值中的占比逐步提升，从2002年的6.8%升至2011年的13%，提高幅度接近1倍。由此，从产品结构来看，包括专利药和生物医药产品在内的中高端的产品在中国制药行业产值中的占比逐步提高，说明中国医药工业的产品结构正处于渐进升级的过程之中。

（三）价值链分析

根据活动的类型、性质及其在医药产业中所处的地位，医药产业可以划分为三个层次，即：

核心层——药品的生产行业；

支撑层——药品原材料提供、药品流通、制药器械制造等上游和下游辅助行业；

关联层——与药品使用相关的医疗服务机构、药品监督管理机构及医药人才的培养和教育组织。

由于药品与其他一般产品相比差别较大，制药技术也明显区别于其他产业的核心技术，因此医药产业价值链的某些环节存在一定的独特性。就整体而言，生物医药产业价值链流程可以简化区分为药物发现、临床前/临床试验、药品制造和药品销售等四个环节。

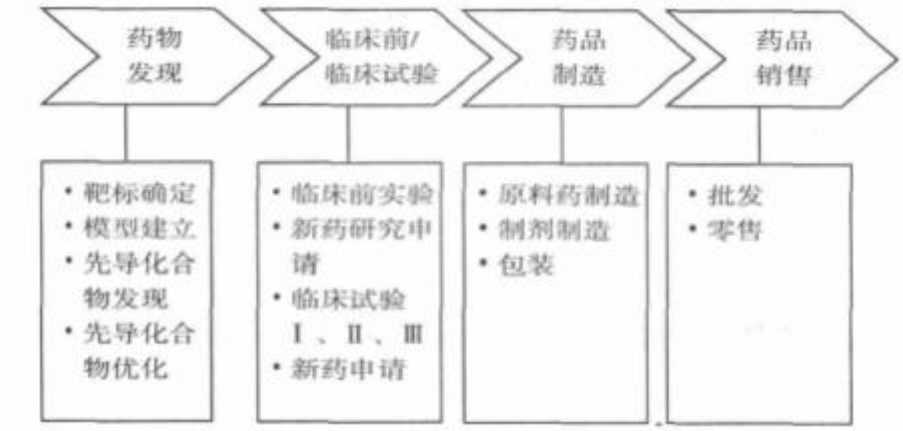


图 2-4 医药产业价值链流程

参与主体	基本特征	从事产业链环节	利润和价值实现形式
跨国公司和大型制药企业	在整个产业中占据着领导地位 具有垂直整合整条产业价值链的能力	横跨从药物发现至药物销售所有环节	通过国际专利药市场独断地位和拥有全球畅销药品获取垄断利润
小型制药企业	缺乏研发能力 在产业价值链中处于被动跟随地位	药物制造和药物销售两个后端环节	利润主要来自于国内和地区性营销 重点包括相对较低的仿制药、非处方药的制造与销售
独立研发公司	具有资本信誉，擅长资本运作	药物发现和临床前/临床试验环节	转让成果获取利润 通过与制药企业联盟、成为被收购对象实现企业发展
各类研发机构	拥有领先的技术和尖端的人才 偏重于进行医药领域针对疾病机理的基础研究	专注于产业价值链中的药物研发环节	科学技术成果的发表和公布推动了全社会的科技进步 研究机构从中获得了荣誉、声望等无形资产；通过研究成果和专利技术的授权转让 或通过建立技术商业化的企业 获取利润回报
专业外包组织	发展受制于合同委托方的市场需求 在价值链中没有主导能力	专注于价值链上某一环节的某一部分	通过提供专业外包服务获取服务性收入和利润

表 2-1 医药产业价值链参与主体的总体比较

总结来说，医药产业价值链有以下特征：

第一、从产业价值链环节来看，生物医药产业的链化周期较长。从药物发现到药物销售往往耗时十数年时间，也就是说，在生物医药产业，一个药品如果从发现阶段的确立靶标开始，到通过各种渠道最后被患者使用为止，这个完整的产业链化周期是相当漫长的。

第二、从产业价值链参与者来看，制药企业垂直一体化特色明显。在生物医药产业，跨国公司和大型制药企业规模庞大、实力雄厚，作为产业价值链最主要的参与者主体，它们手中握有海量的医药技术成果和专利，更具有全球性的营销 渠道，通过垂直一体化的模式，控制了从药物发现、临床前/临床试验、药物制造到销售的所有环节。经过长期的发展历程，生物医药产业形成了相对稳定的战略格局和生态系统，传统的“垂直一体化”发展方式已经成为全球制药企业的通用 战略。

第三、从产业链价值增值过程来看，生物医药产业价值分配遵循“微笑曲线”规律。生物医药产业是一个利润率很高的产业，但其在生物医药产业价值链从药物发现、开发到制造和销售的各个环节中，价值分布并不均匀，主要利润流分布在产业价值链的两端，一端是药物的发现和开发，另一端是药品的营销，而处于中间的药品制造环节利润相对较低。

结合国内具体情况，中国医药行业尚处于价值链的底端，产业附加值较低，在全球处于弱势分工地位；自主研发能力相对较弱，国际竞争力仍然孱弱，在全球竞争中处于追随者地位。但国内的生产能力和市场空间潜力巨大，加上政府政策的支持，因此规模扩张较快，在全球医药行业中的地位也会愈加显著。

（四）波特五力分析

1、行业新进入者的威胁

对医药企业而言，由于具有资金技术密集型等专业性及特性，因此与其他行业相比，进入壁垒较高。首先是来自政府行政管理方面的壁垒。药品作为特殊的商品，直接关系到使用者的生命安全。医药行业的生产受到国家监督管理部门的严格控制。新药的注册生产方面，由于也存在一定的行政保护，使原有制药企业拥有较强的垄断优势。其次，由医药产业的规模经济所带来的壁垒。新进入的医药企业难免要面临一个很大的考验，即要么在规模经济上经营，投入巨额的资金，并与现有企业进行激烈的市场份额争夺战：要么在规模经济以下生产，成本居高不下，在竞争中处于劣势地位。这两方面会给医药企业带来巨大的压力。第三，来自资本需求的壁垒。由于国家提高了医药产业的进入门槛，因此相关带来了在启动资本方面的更高要求。

值得注意的是，虽进入医药产业的壁垒重重，但由于我国药品消费市场潜力巨大，惬意要产业回报丰厚，因而近年来一些财力雄厚的大集团等纷纷控股收购医药企业，国外更多的医药巨头业试图进入我国医药市场。新的进入者使整个医药市场原有的竞争变得更为激烈。

2、购买者的议价能力

对于医药企业来说，其购买商主要为药品批发企业、医疗机构以及药品零售商。药品批发企业一直都是医药企业产品的主要流向，其在与不同卖方的交易中积累了丰富的经验，掌握了大量的信息，且医药企业之间产品的差异化小，因而批发企业具有相当的议价优势。近几年来，我国药医疗机构好人品批发企业向着规模化、联盟化的方向发展，国药集团等大型药品商业企业在市场中占的份额不断扩大，从而使医药企业在这场贸易的博弈中地位进一步下降。医疗机构和零售药房作为整个销售环节的终端，能够直接接触消费者，因此具有引导用药消费的能力，在与医药企业谈判中具有绝对的优势，也有着很强的议价能力。

3、供应商的议价能力

供应商的议价能力，直接影响着医药企业的生产成本。医药供应商包括：原料药及辅料生产厂家、能源的提供商等等。我国是全球主要的原料药出口国，拥有大量的原料药生产厂商。为了争夺相对固定的市场，原料药行业的竞争也异常激烈。因而在原料药采购的议价方面，医药企业占据一定的优势。而能源的价格由国家相关机构统一规定，医药企业并无与之议价的能力。自2003 年以来，各种原材料以及能源的价格猛涨，致使整个医药供应链各个环节价格上涨。这无疑使举步维艰的医药企业雪上加霜。

4、替代品的威胁

药品作为特殊商品，具有极强的专业性，其作用并不能通过保健品或医疗器械等其他产品所替代。因而，替代品较为局限，由此对医药产业竞争所带来的威胁较小。

5、同业竞争者的竞争程度

在我国现有的医药生产企业中，拥有自主知识产权品种的厂商少之又少，产品同质化现象相当严重。相同的药品就有几十家乃至几百家医药企业同时生产，从而导致了医药企业之间的竞争越发激烈。国内医药产业的竞争项目和范围已经从简单的数量竞争到质量竞争、从提高经济效益的竞争到垄断市场份额的竞争、从产业局部企业的竞争到整个医药产业链的竞争等多种变化，竞争的程度甚至达到了白热化。在这种情况下，部分企业采用了“挂金销售”、“回扣返利”等不正当的竞争手段，严重干扰了整个医药市场的正常竞争。国外制药巨头凭借在资本实力和创新能力等方面的绝对优势，正逐步扩大在我国药品市场中的影响力，无疑成为了我国医药企业的强劲竞争者，还会给我国的医药产业带来更大的冲击。

根据上面对于五种竞争力量的讨论，康美药业可以采取尽可能地将自身的经营与竞争力量隔绝开来、努力从自身利益需要出发影响行业竞争规则、先占领有利的市场地位再发起进攻性竞争行动等手段来对付这五种竞争力量，以增强自己的市场地位与竞争实力。

三、 公司分析

（一）公司简介

康美药业股份有限康美药业（600518）成立于1997年，于2001年在上交所上市，是国内第一家把互联网布局中医药全产业链，以中药饮片生产为核心，全面打造“大健康+大平台+大数据+大服务”体系的中医药全产业链精准服务型“互联网+”大型上市企业，国家高新技术企业。2014年康美药业实现销售收入约160亿元，同比增长19%，利润约23亿元，同比增长22%，上缴税收11亿元，同比增长41%。2015年前三季度实现销售收入约135亿元，同比增长16%，净利润为21亿元，同比增长42%，上缴税收11亿元，同比增长33%。

目前，康美药业在全国各地建立了20多个大型医药生产基地，与超过2000家医院、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。“掌上医院”等APP实现全国1500多家医院线上挂号，7000多名医生线上服务的功能，拥有10万多名会员。今年5月康美药业推出全国首个“智慧药房”项目，与广东省中医院、广州中医药大学附属医院、南方医科大学附属医院、中山大学附属医院等三十多家医院进行全面合作，未来将可以为数千万大众提供全方位就医服务。

（二）公司业务与产品

康美药业遵循“健康中国”发展理念，专注于中医药事业的发展，构建了由网络医院、智慧药房、智慧养老、健康智库、健康管理、第三方支付和健康保险等组成的互联网大健康平台，打造了“大健康+大平台+大数据+大服务”体系。其业务主要涵盖以下方面：

1、中医药电商、互联网医疗平台

康美药业紧紧抓住医药电商政策全面松绑和互联网医疗快速崛起的市场契机，利用自身长期积累的产业资源优势和与互联网优势企业的战略合作，全面推行“互联网+”战略，迅速布局和提升医药电商和互联网医疗业务。康美药业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，丰富的医疗资源为康美药业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、覆盖全生命周期、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。康美药业的医药电商业务多头并进，从康美中药网、康美 e 药谷、康美商城到一个以线下医药实体资源为支撑，集 B2B、B2C、O2O 于一体的康美健康云服务平台成功上线，初步完成了从垂直型到平台型电商的战略升级。“康美中药网”作为商务部第一批中药材电子商务示范平台，是基于大数据的中医药全产业链信息服务，集中药材价格指数、药材信息咨询、中药材电子交易于一体的中药材行业第三方网络服务平台。

图 3-1　康美药业电子商务平台架构图

2、电子支付平台

随着互联网医疗、移动医疗、医药电商的快速发展，在线医保支付成为一大难题，患者不能享受在线医保抵扣，需要全款自付医疗费用，而互联网医疗势必成为大众日常所需要医诊方式。康美电子支付平台将聚焦医药领域，大力发展专业性的第三方支付，简化医院收款流程，药房付款流程，做到诊间支付，诊间实时清算，药房一键取药等功能。康美电子支付平台将结合康美医生和康美医疗，快速覆盖市场，实现在康美电商、康美医生、康美医疗、康美钱包之间的信息互通，实现会员共通，为用户提供更贴身、便捷、高效的服务。

3、中药业务

康美药业中药业务板块主营业务主要包括中药饮片生产销售和中药材贸易。

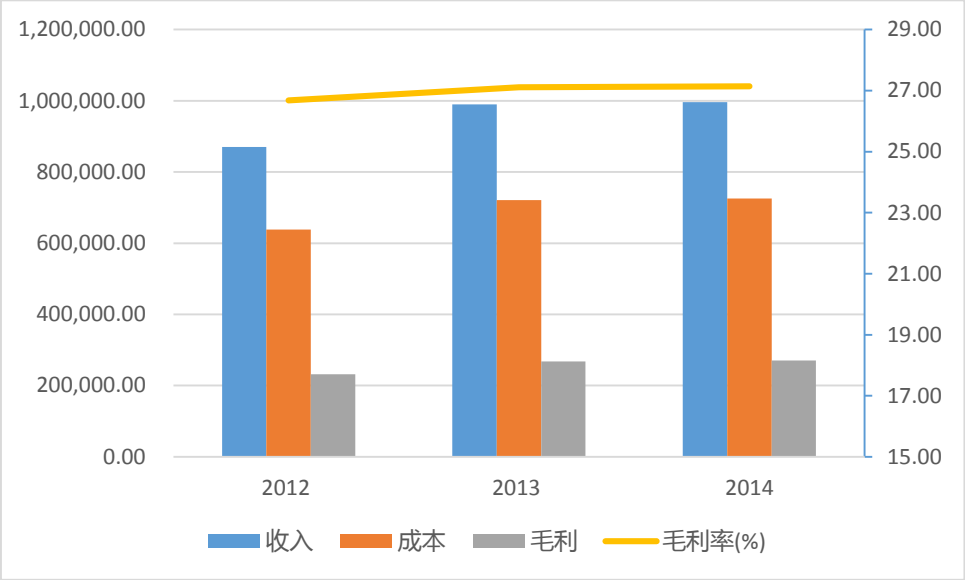


图 3-2　康美中药业务及其盈利水平

（1）中药饮片

康美药业中药饮片系列产品种类齐全，目前可生产 1,000 多个种类，超过 20,000 个品规，是最具竞争力的业务板块之一。康美药业致力构建涵盖生产、质量、计划、仓储、工程设备、人力资源等管理体系，为中药生产一体化奠定了坚实基础。在生产技术的开发和引进上，康美药业积极研究应用近红外技术和自动化设备等技术，在引进现代科技生产优质中药饮片技术等方面获得新提升；体现现代中药工业智能生产的全自动包装机已投入运行，并酝酿下一阶段的机器人技术应用，为中药生产服务体系提供全新服务支撑。2014 年，康美药业中药饮片营业收入 279,949.24 万元，同比增长 55.15%；预计到 2015 年底，康美药业中药饮片规划产能达到 5 万吨以上，未来市场份额将得到进一步提升。

（2）中药材贸易

康美药业中药材贸易业务主要是依托康美药业的品牌，利用康美药业的检测技术、仓储设施、物流网络等资源，保证中药材的质量，缩短从采购、加工、仓储、配送到交割的整个交易时间，增加中药材的附加值，成为品牌中药材提供商，获取中药材的溢价收入。康美药业以道地药材产地为源头，以中药材专业市场和大宗药材交易平台为平台，将实体市场和虚拟市场相结合，与药材种植户、贸易商以及生产厂商形成战略合作关系，主要销售模式为自有品牌经销与销售。康美药业中药材贸易药材主要品种 30 多个，营业收入 716,145.22 万元，同比下降 11.50%；2014 年，中药材贸易的销量比 2013 年增长 40%左右，由于药材价格下跌，影响了中药材贸易营业收入同比下降。未来随着药材价格的稳定，康美药业中药材贸易营业收入将同步增长。

4、西药业务

康美药业西药业务板块主营业务主要包括自产药品和药品贸易及医疗器械。

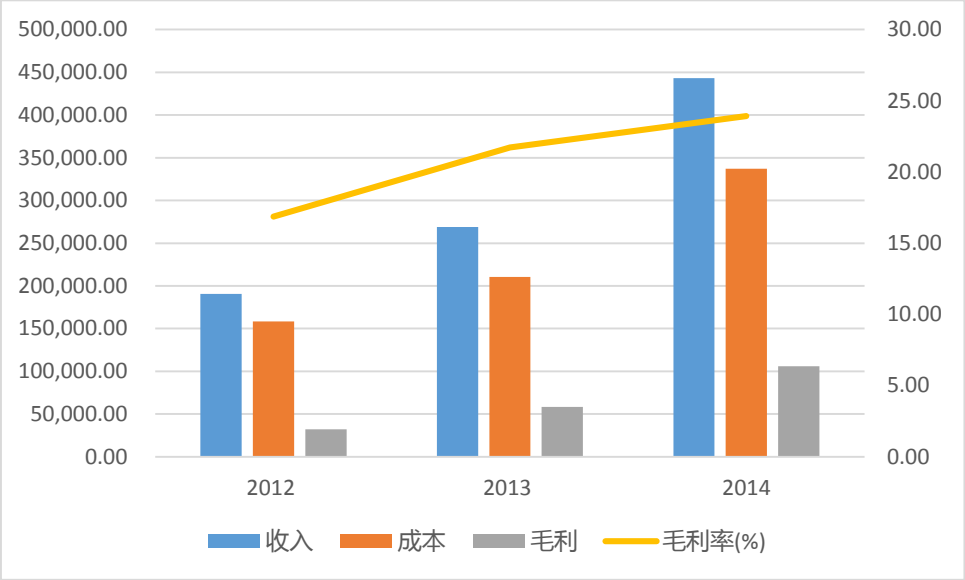


图 3-3　康美西药业务及其盈利水平

（1）自产药品

康美药业的自产药品主要为市场需求较大的抗感冒、抗生素药和抗高血压药等领域的化学药及中成药，销售终端主要是医院和连锁药店。未来几年，康美药业将依托现有资源经营，进一步拓展与各地区医院、以及各大型连锁药店的合作，并积极顺应国家医改政策的要求，大力开拓医院运营和药房托管、网络医院、互联网医疗等新业务，继续通过产业链各环节业务的协同效应，带动自产药品业务的持续增长。2014 年度，康美药业自产药品营业收入为 21,940.09 万元。

（2）药品贸易及医疗器械

康美药业药品贸易业务的销售终端主要是医院和连锁药店。康美药业利用自身优势资源和渠道获得更多优质医院药品的代理权，2014 年度，康美药业药品贸易营业收入 377,580.43 万元，同比增长 70.11%；康美药业医疗器械营业收入 43,622.36 万元，同比增长 78.87%。

5、保健食品及食品业务

近年来，康美药业积极布局快速保健食品及食品市场，取得以华东地区为核心，辐射全国的食品营销渠道，为康美药业保健食品进入商超等终端门店提供了直接通道。康美药业于 2013 年设立新开河食品，加快具有东北地方特色的下游产品开发力度，重点推进药食同源保健食品及绿色食品业务，以此作为康美药业大健康产业的完善与补充。目前，康美药业正在推动保健食品与食品系列在电商平台的销售。2014 年度，康美药业保健食品及食品营业收入为 87,953.61 万元，同比增长 120.16%。

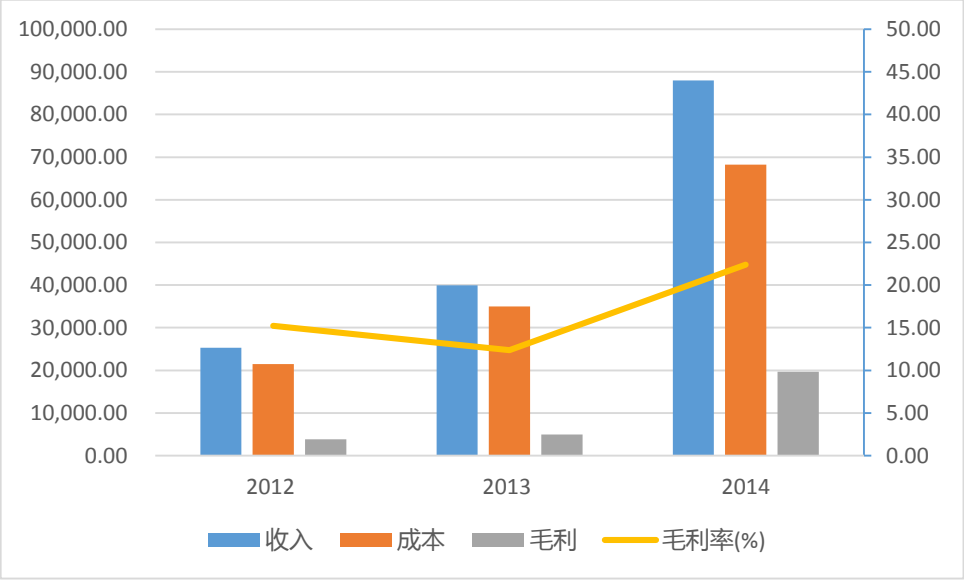


图 3-4　康美食品业务及其盈利水平

6、物业租售及其他业务

康美药业物业租售及其他业务主要包括中药材专业市场物业管理和物业出售，近年先后收购安徽亳州和广东普宁等中药材专业市场。截止 2014 年 12 月 31 日，康美药业累计投入 205,725.05 万元，康美药业累计物业出售实现营业收入回收资金 118,691.63 万元，累计出售面积 215,163.42 平方米，累计物业出租面积 82,521.35 平方米。

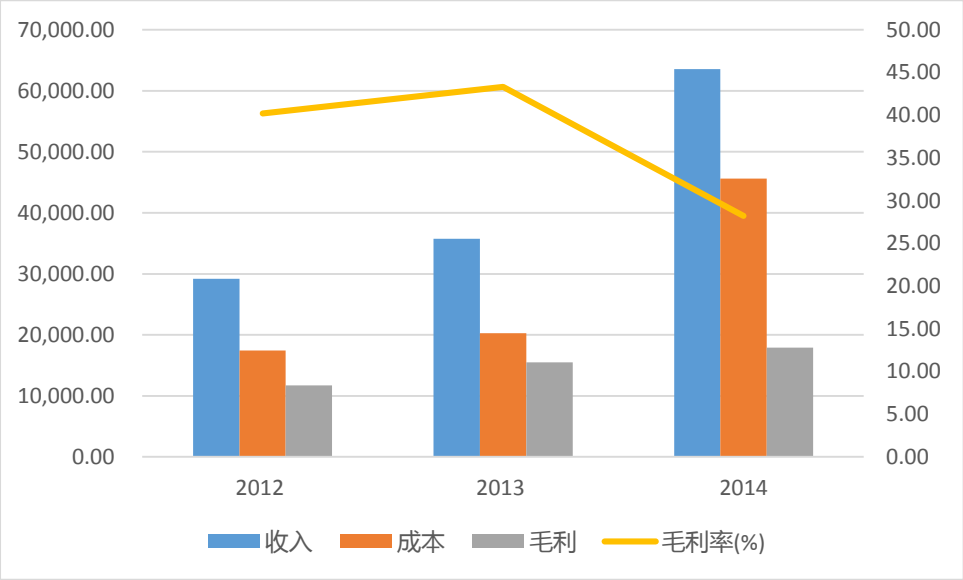


图 3-5　物业管理业务及其盈利水平

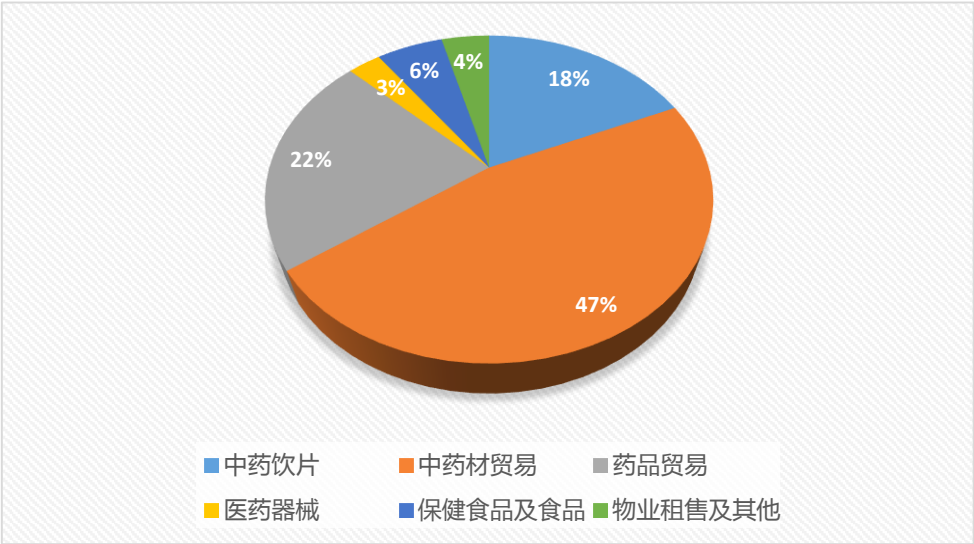


图 3-6　2014 年康美主营业务构成图

（三）核心竞争力分析

1、全产业链优势

康美药业践行中药全产业链的发展战略，在全国各地投资构建了上至 GAP 药材种植、药材流通交易、专业市场，下至生产研发、产品销售、药房托管和信息化医疗服务等中医药综合业务集群。

2、品牌优势

康美药业是中药饮片行业的龙头企业和中医药全产业链运营的代表性企业，在行业内颇具影响力。康美药业通过结合移动互联网的广泛普及，制定了新媒体运营制度，运作康美药业微信订阅号和服务号，并通过微信平台的游戏开发等措施，吸纳新用户关注，使康美药业产品与普通大众有更加亲密的接触。

3、网络优势

多年来，康美药业与全国范围的多家医疗机构以及连锁药店建立了深度业务合作关系，市场营销布局全国；大力推进电子商务建设，开设全国唯一“实体市场与虚拟市场”相结合的综合型医药贸易服务平台——康美药业中药材大宗交易平台，发布康美•中国中药材价格指数；拥有国家中医药管理局信息化医疗服务平台试点单位，设置网络医院、康美医药网、康美中药网、康美健康商城等电子商务平台。此外，康美药业还通过整合物流、仓储基地资源，在全国范围内铺展物流网络建设。

4、技术优势

康美药业拥有国内唯一的中药饮片国家地方联合工程研究中心、中药饮片标准重点研究室，拥有广东省中药标准化技术委员会、广东省中药饮片工程技术研究开发中心、广东省中药饮片企业重点实验室、广东中药产业技术创新联盟等中药产业公共服务和技术创新支撑平台。建成广东省企业技术中心、企业博士后科研工作站，拥有多项发明专利、外观设计专利和软件著作权。康美药业承担多个国家科技支撑计划项目，率先提出并实施中药饮片小包装和色标管理，参与多项国家和省级饮片炮制和质量标准、中药材等级分

类标准制订。

5、产业资源整合优势

康美药业是目前国内医药产业中业务链条最完整、医疗健康资源最丰富、整合能力最强的医疗健康产业龙头企业之一。自成立以来，康美药业除了确保持续的业务内生增长外，还通过对外投资、战略合作、资产并购等途径，持续地进行产业资源的整合，建立独特的核心竞争优势：目前，康美药业业务体系已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，具有丰富优质的医疗健康产业资源，为后续的行业资源整合和嫁接奠定了坚实的基础。

（四）公司股权结构及控股子公司

康美药业

中药饮品及相关	食品	贸易	其他
上海康美医药咨询有限公司	上海金像食品有限公司	上海德大实业有限公司	康美(亳州)华佗国际中药城有限公司
成都康美药业有限公司	人保康美(北京)健康科技股份有限公司(55%)	广东康美药业有限公司	康美新开河(吉林)药业有限公司
康美药业(四川)有限公司	上海美峰食品有限公司	康美(通化)药业有限公司	广发基金管理有限公司(9.46%)
康美(北京)药业有限公司	吉林新开河食品有限公司	康美(本溪)药业有限公司	人保康美(北京)健康科技股份有限公司
上海康美药业有限公司	浙江省土副保健品有限公司	康美甘肃西部中药城有限公司	康美时代(广东)发展有限公司
成都康美药业生产有限公司		康美(亳州)世纪国药有限公司	康美(普宁)中药材专业市场物业管理有限公司
上海德大堂国药有限公司		北京益康来医药有限公司	康美中药城(玉树)有限公司
康美保宁(四川)制药有限公司		康美(亳州)世纪国药中药有限公司	康美中药城(普宁)有限公司
广东康美药物研究院有限公司		深圳前海康美国际供应链管理有限公司	广东康美物流有限公司
康美滕王阁(四川)制药有限公司			广东康美支付有限公司
康美(北京)药物研究院有限公司			广东康美通信息服务有限公司
深圳市康美人生医药有限公司			康美药业(文山)药材种植管理有限公司
康美(亳州)华佗国际中药城商业有限公司			通化康美大地参业有限公司（90%）
康美(广东)中药材交易中心有限公司			康美(深圳)电子商务有限公司

广东康美之恋大药房连锁有限公司	荣成康美大地参业有限公司（90%）
北京康美制药有限公司	浙江省土副保健品有限公司
康美中药城(青海)有限公司	集安大地参业有限公司(90%)
	康美中药城(玉林)有限公司

注：未用括号注明的均为子公司，控股 100%。

四、 战略分析

（一）SWOT 分析

1、优势(Strengths)

（1）康美药业为上市公司，能较为方便得到融资。公司经营业绩连续多年保持高速增长，主营业务收入、利润总额、净利润、资产收益率等各项经济指标再创历史新高。

（2）公司在医药市场扎根多年，具有一定的知名度和美誉度。

（3）公司有良好的治理结构和管理机制、激励体系。

（4）康美收购上下游供应商，成为全国最大的中药饮片供应商。

（5）零售终端对省内市场的覆盖有一定的规模。

2、劣势(Weakness)

（1）总体管理和服务的理念、方法和水平尚有待提高。

（2）各分公司的营销观念和手段落后于行业内其它企业的进步速度。

3、机会(Opportunity)

（1）医药行业政策的变化，如低价药物目录、单独二胎、拟放开互联网售药、医疗健康市场化等，将为医药行业的未来发展奠定基础。

（2）人口老龄化不断扩大、财政对医疗卫生的投入增长、人们保障水平及健康意识的不断提高、低价药品目录、单独二胎、互联网售药的拟放开等相关政策的落实将为医药行业的发展带来了新机遇。

4、威胁(Threats)

（1）医药企业的竞争日益加剧，产业集中度将日益提升。

（2）我国医疗卫生事业长期没有跟上经济发展步伐，还存在历史遗留问题。

（二）转型面临的挑战及应对措施

1、信息安全的风险：

“互联网+”作为一种全新的经济形态，正充分发挥互联网在生产要素配置中的优化和集成作用,迅速全面推动产业改革,促进以云计算、物联网、大数据为代表的新一代信息技术与传统产业的融合创新。康美药业迅速抓住“互联网+”经济形态对产业升级的有效推动市场机遇，通过借力信息化、互联网化手段，无论是产业链上游的中药材种植管理、中药材专业市场经营管理、中药材贸易分析、医药现代物流管理，还是产业链下游的中药饮片、中成药制剂、保健食品、化学药品的生产和销售，以及自有门店销售、直销、电子交易平台、医疗服务等，均全面推动信息化和互联网化建设，实现康美

药业在推进中医药全产业链运营战略过程中各环节之间的协同效应，形成康美药业业务发展新的核心驱动力。

随着互联网技术的快速发展和网络应用环境的全面推广和深化，信息安全所面临的挑战和威胁愈加多样化，康美药业在全面推动信息化和互联网化建设的同时，网络信息安全成为亟待解决的问题和不可避免的风险。康美药业已高度重视并加大对网络信息安全建设的投入，若康美药业不能及时有效防范信息安全风险，将对康美药业的经营状况造成不利影响。

应对措施：

对网络信息安全风险的防范，应从风险根源出发对应采取防范措施，网络信息安全风险主要来自以下几个方面：一是网络信息系统本身存在的问题和风险，如系统漏洞、移动存储介质隐患等；二是计算机病毒侵害、黑客攻击、间谍软件等来自外部的威胁；三是网络信息系统安全管理制度建设及执行层面所带来的风险，如安全管理制度的缺失、制度执行不到位等。康美药业高度重视信息安全风险的防范和杜绝，基于“纵深防御、动态建设、集中管理”的思想，一方面，持续加大对网络信息系统和信息安全系统建设的投入，另一方面，建立网络信息系统安全管理制度，并有效加强管理制度的执行和监督。

2、市场经营及管理风险

康美药业的主营业务主要涉及了中药饮片行业、医药商业、化学制药行业三个不同的子行业。一方面，随着国家对中医药的大力支持，更多的企业和资本开始进入康美药业的行业，加剧了行业的竞争。另一方面，康美药业的中药饮片和中药材贸易业务对中药材的需求量较大，中药材价格的波动将影响康美药业的盈利水平。其次，康美药业已初步完成全国性战略布局，近年来收入、利润和资产规模都在快速扩张，导致康美药业管理跨度加大，合理有效的经营管理成为康美药业未来发展的关键。随着机构日渐繁杂，业务趋于多元化，如果康美药业各方面管理问题不能及时、有效地解决，没有良好的机制吸引各类中高级人才充实康美药业的经营团队，将无法满足业务规模迅速扩张的需要，存在相应的管理风险。

应对措施：

康美药业将进一步巩固和提升中医药全产业链一体化经营模式，上游及时跟踪中药材生产和价格波动信息，中游整合中药材专业市场和中药饮片供应等相关资源，下游不断拓宽医院、批发、零售终端等销售渠道，以产业联动协同带动康美药业各项业务的快速发展。康美药业已经建立了有效的内部控制体系，并不断引进与培养管理、技术和市场营销等人才。同时，康美药业内部已经形成一套完整、高效的人才培养、提升机制，为康美药业内部员工的成长提供了保证。

3、投资决策和项目管控的风险：

有效投资是企业发展生产和经营的必要手段，是提升企业核心价值和自主创新的必经之路，投资项目的收益和成效系由多个复杂因素所决定，而有效地实现投资决策并提高投资效益已然成为企业投资首要面对的课题，不仅要持续提高选择投资项目的决策水平，而且还要有效提高防范各种项目风险的管理能力。

随着康美药业中医药全产业链运营战略的推进，对产业链上游的中药材种植、中药材专业市场经营、中药材贸易、医药现代物流，产业链下游的中

药饮片、中成药制剂、保健食品、化学药品的生产和销售，以及自有门店销售、直销、电子交易平台、医疗服务等环节的持续资源整合都对康美药业的投资决策和项目有效管控能力提出了更高的要求。如果康美药业不能形成有效的投资决策和项目管控机制，将会对康美药业的业务经营和盈利能力造成不利的影响。

应对措施：

投资决策的重点在于解决投资方向与市场需求的一致性，项目管控的核心在于持续关注投入产出的匹配性和构建合理的效应评价标准体系。为此康美药业在前端不断加强项目投资决策机制的建设，在中端强调对投资项目的投资进度、效益测算等的持续跟踪，在后端加强对投资决策和项目管控成效的分析总结并形成系统化的评价标准。以有效降低康美药业在推进中医药全产业链运营战略过程中的投资决策风险和项目管控风险。

五、 财务分析

（一）会计报表分析

1、资产负债表

资产负债表是指反映企业在某一特定日期财务状况的会计报表。它反映企业在某一特定日期所拥有或控制的经济资源、所承担的现时义务和所有者对净资产的要求权。

（1）水平分析

对康美药业 14 年末的资产负债表和 13 年（基期）的资产负债表进行比较分析，以揭示其资产、负债和所有者权益的变动差异和产生原因。

分析数据如下表 5-1 所示，结论如下：

a、资产变动

从资产总规模变动来看，总资产增加 56.3 亿元，增长幅度 25.29%，说明公司在 14 年度进行了大规模的扩张。

在 56.28 亿元的总资产增长中，流动资产增加了 60.1 亿元，而非流动资产减少了 3.8 亿元。

在流动资产中，增量最多的项目是货币资金（14.9 亿元）和存货（35.8 亿元），货币资金的增加主要归功于 14 年销售收入的增加。存货增加的原因除了 14 年度销售收入增加库存商品相应增加以外，还因为中药材市场项目开发成本及消耗性生物资产林下参种植增加所致。导致其存货上涨幅度较大。

在非流动资产中，14 年之所以会出现先同比减少的情况，主要是在建工程和无形资产出现了大幅度的下降，在建工程减少的原因主要系 14 年在建工程完工转为固定资产和转入存货—开发成本所致。同样，无形资产减少的原因也是转入了存货—开发成本。

b、负债和所有者权益变动

公司 14 年负债的变动为 9.4 亿元，变动率为 9.19%，所有者权益的变动为 46.9 亿元，变动率为 38.94%。由此可知公司在 14 年更多的采用了股权融资的方式。

负债的增加主要是流动负债增加了 11.1 亿元，其中主要是短期借款增加了 11.3 亿元。非流动负债减少了 1.75 亿元。

所有者权益的大幅增加主要是因为公司在 14 年度发行了 30 亿元优先股进行融资。

表 5-1 康美药业资产负债表水平分析表　　（万元）

报告期	2014	2013	变动额	变动率（%）
流动资产：				
货币资金	998,526.92	849,705.27	148,821.65	17.51
应收票据	22,025.94	16,602.36	5,423.58	32.67
应收账款	223,004.82	170,534.87	52,469.95	30.77
预付款项	59,723.24	32,294.71	27,428.53	84.93
应收利息	491.77	106.75	385.02	360.67
其他应收款	5,321.37	8,618.54	-3,297.17	-38.26
存货	736,865.57	378,591.37	358,274.20	94.63
其他流动资产	19,400.27	7,821.75	11,578.52	148.03
流动资产合计	2,065,359.91	1,464,275.63	601,084.28	41.05
非流动资产：				
长期股权投资	33,333.05	28,587.15	4,745.90	16.60
投资性房地产	52,500.42	53,478.92	-978.50	-1.83
固定资产	431,054.07	384,884.02	46,170.05	12.00
在建工程	45,408.22	76,745.34	-31,337.12	-40.83
无形资产	107,196.94	180,268.51	-73,071.57	-40.53
商誉	22,358.96	17,294.12	5,064.84	29.29
长期待摊费用	6,214.20	5,411.30	802.90	14.84
递延所得税资产	6,962.10	5,155.03	1,807.07	35.05
其他非流动资产	17,543.83	9,038.88	8,504.95	94.09
非流动资产合计	722,571.79	760,863.27	-38,291.48	-5.03
资产总计	2,787,931.70	2,225,138.90	562,792.80	25.29
流动负债：				
短期借款	342,000.00	229,407.63	112,592.37	49.08
应付票据	40,000.00		40,000.00	
应付账款	139,089.79	97,588.43	41,501.36	42.53
预收款项	102,081.52	46,246.65	55,834.87	120.73
应付职工薪酬	3,032.43	2,650.73	381.70	14.40
应交税费	31,350.12	22,828.00	8,522.12	37.33
应付利息	9,922.42	11,425.00	-1,502.58	-13.15
其他应付款	37,324.59	15,697.86	21,626.73	137.77
一年内到期的非流动负债	20,000.00	87,488.86	-67,488.86	-77.14
其他流动负债	100,000.00	200,000.00	-100,000.00	-50.00
流动负债合计	824,800.87	713,333.15	111,467.72	15.63
非流动负债：				
长期借款	450.00	20,450.00	-20,000.00	-97.80

应付债券	249,625.00	249,375.00	250.00	0.10
递延所得税负债	260.95		260.95	
递延收益-非流动负债	40,921.98		40,921.98	
其他非流动负债		38,941.98	-38,941.98	
非流动负债合计	291,257.93	308,766.98	-17,509.05	-5.67
负债合计	1,116,058.80	1,022,100.14	93,958.66	9.19
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)	219,871.45	219,871.45	0.00	0.00
其它权益工具	296,770.00		296,770.00	
其它权益工具：优先股	296,770.00		296,770.00	
资本公积金	475,663.27	474,977.29	685.98	0.14
其它综合收益	-44.49		-44.49	
盈余公积金	87,640.11	64,560.28	23,079.83	35.75
未分配利润	591,696.18	443,354.68	148,341.50	33.46
归属于母公司所有者权益合计	1,671,596.52	1,202,763.69	468,832.83	38.98
少数股东权益	276.38	275.07	1.31	0.48
所有者权益合计	1,671,872.90	1,203,038.76	468,834.14	38.97
负债和所有者权益总计	2,787,931.70	2,225,138.90	562,792.80	25.29

（2）垂直分析

资产负债表的垂直分析，是通过计算资产负债表中各项目在总资产或总权益中所占的比重，分析说明公司资产结构和负债结构及其增减变化的合理解释。

用康美药业 14 年和 13 年的资产负债表数据，以总资产的值为 100，计算各类资产的比例，以总筹资为 100，计算负债和所有者权益的比重。从而得出其资产负债表的垂直分析表，如下 5-2 表：

表 5-2　康美药业资产负债表垂直分析表（%）

	2014	2013		2014	2013
流动资产：			**流动负债：**		
货币资金	35.82	38.19	短期借款	12.27	10.31
应收票据	0.79	0.75	应付票据	1.43	
应收账款	8.00	7.66	应付账款	4.99	4.39
预付款项	2.14	1.45	预收款项	3.66	2.08
应收利息	0.02	0.00	应付职工薪酬	0.11	0.12
其他应收款	0.19	0.39	应交税费	1.12	1.03
存货	26.43	17.01	应付利息	0.36	0.51
其他流动资产	0.70	0.35	其他应付款	1.34	0.71

流动资产合计	74.08	65.81	一年内到期的非流动负债	0.72	3.93
非流动资产：			其他流动负债	3.59	8.99
长期股权投资	1.20	1.28	**流动负债合计**	29.58	32.06
投资性房地产	1.88	2.40	**非流动负债：**		
固定资产	15.46	17.30	长期借款	0.02	0.92
在建工程	1.63	3.45	应付债券	8.95	11.21
无形资产	3.85	8.10	递延所得税负债	0.01	
商誉	0.80	0.78	递延收益-非流动负债	1.47	
长期待摊费用	0.22	0.24	其他非流动负债		1.75
递延所得税资产	0.25	0.23	**非流动负债合计**	10.45	13.88
其他非流动资产	0.63	0.41	**负债合计**	40.03	45.93
非流动资产合计	25.92	34.19	**所有者权益(或股东权益)：**		
			实收资本(或股本)	7.89	9.88
			其它权益工具	10.64	
			其它权益工具：优先股	10.64	
			资本公积金	17.06	21.35
			盈余公积金	3.14	2.90
			未分配利润	21.22	19.92
			归属于母公司所有者权益合计	59.96	54.05
			少数股东权益	0.01	0.01
			所有者权益合计	59.97	54.07
资产总计	100.00	100.00	**负债和所有者权益总计**	100.00	100.00

a、14 年底公司的流动资产占比 74.08%，非流动性资产占比 25.92%，公司的流动性较好。但是流动资产占比过高也会影响公司的盈利性。

b、14 年末负债占总筹资额的 40.03%，其中流动负债占比 29.58%，比 13 年略有下降，同时 14 年末所有者权益占比为 59.97%，比 13 年上升。这说明公司资本结构向股权融资方向发展。

c、因为流动资产占比远超过流动负债的占比，说明公司的长期资本不仅要满足非流动资产的资金需要，而且部分长期资本还用于满足流动资产的需要。从而可知康美药业的采用的是稳健性的结构，风险相对较小。另外，14 年末速动资产占比 47.65%，远大于流动负债占比 29.58%，所以公司面临流动性风险的可能性很小。

2、利润表

利润表是反映企业在一定会计期间经营成果的报表。它可以反映公司一

定会计期间的收入实现情况、费用耗费情况和净利润的实现情况。

（1）水平分析

根据康美药业 14 年和 13 年（基期）利润表的实际数值并计算各项目的变动额和变动率，可以得到康美利润表的水平分析表，其结果如下表 5-3：

表 5-3　康美药业利润表水平分析表　（万元）

报告期	2014	2013	变动额	变动率（%）
营业总收入	1,594,918.88	1,335,872.85	259,046.03	19.39
营业收入	1,594,918.88	1,335,872.85	259,046.03	19.39
营业总成本	1,333,581.63	1,122,809.76	210,771.87	18.77
营业成本	1,176,822.11	987,268.88	189,553.23	19.20
营业税金及附加	10,289.34	9,534.80	754.54	7.91
销售费用	42,641.77	38,304.66	4,337.11	11.32
管理费用	58,288.79	50,705.88	7,582.91	14.95
财务费用	43,494.78	35,579.86	7,914.92	22.25
资产减值损失	2,044.84	1,415.68	629.16	44.44
其他经营收益	5,304.41	4,870.54	433.87	
投资净收益	5,304.41	4,870.54	433.87	8.91
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	5,304.41	4,870.26	434.15	8.91
营业利润	266,641.66	217,933.64	48,708.02	22.35
加：营业外收入	5,484.59	4,639.02	845.57	18.23
减：营业外支出	1,404.00	1,171.62	232.38	19.83
其中：非流动资产处置净损失	2.38	41.91	-39.53	-94.31
利润总额	270,722.25	221,401.04	49,321.21	22.28
减：所得税	42,133.03	33,359.69	8,773.34	26.30
净利润	228,589.22	188,041.35	40,547.87	21.56
减：少数股东损益	1.31	59.65	-58.34	-97.81
归属于母公司所有者的净利润	228,587.91	187,981.70	40,606.21	21.60
加：其他综合收益	641.49	657.88	-16.39	-2.49
综合收益总额	229,230.71	188,699.23	40,531.48	21.48
减：归属于少数股东的综合收益总额	1.31	59.65	-58.34	-97.81
归属于母公司普通股东综合收益总额	229,229.41	188,639.58	40,589.83	21.52
每股收益：				
基本每股收益	1.0400	0.8550	0.19	21.64
稀释每股收益	1.0400	0.8550	0.19	21.64

a、14 年的净利润为 22.9 亿元，比 13 年增加了 4.1 亿元，增长幅度为 21.56%，略高于收入 19.39%的增长率。主要是由于母公司在第四季度时重获高新企业资质，所得税率重按 15%计算。

b、14 年的利润总额为 27 亿元，比 13 年增长 4.9 亿元，增长幅度为 22.28%，其中 26.7 亿元来自营业利润，0.3 亿元来自营业外收支及资产处置，总体来说比较合理。

c、14 年营业利润为 26.7 亿元，比上年增加 4.9 亿元，增幅为 22.35%，略高于收入增长。其中营业收入增长略高于营业成本增长。

（2）、垂直分析

根据康美 14 年和 13 年的利润表数据，计算表中各项占营业收入的比重，得到康美药业利润表的垂直分析表，如下表 5-4：

表 5-4　康美药业利润表垂直分析表　　（%）

报告期	2014	2013
营业总收入	100.00	100.00
营业收入	100.00	100.00
营业总成本	83.61	84.05
营业成本	73.79	73.90
营业税金及附加	0.65	0.71
销售费用	2.67	2.87
管理费用	3.65	3.80
财务费用	2.73	2.66
资产减值损失	0.13	0.11
投资净收益	0.33	0.36
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.33	0.36
营业利润	16.72	16.31
加：营业外收入	0.34	0.35
减：营业外支出	0.09	0.09
利润总额	16.97	16.57
减：所得税	2.64	2.50
净利润	14.33	14.08
减：少数股东损益	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	14.33	14.07
加：其他综合收益	0.04	0.05
综合收益总额	14.37	14.13
减：归属于少数股东的综合收益总额	0.00	0.00
归属于母公司普通股东综合收益总额	14.37	14.12

a、14 年净营业利润占营收比重 16.72%、利润总额占营收比重 16.97%，净利润占营收 14.33%。

b、康美 14 年营业成本占营业收入的 73.79%，其毛利率为 26.81%。

c、14 年公司的销售费用、管理费用和财务费用都很低（均低于 4%），从而揭示了公司的费用管理水平非常高。

3、现金流量表

现金流量表，是反映公司在一定会计期间现金和现金等价物流入和流出的报表。现金流量表可反映一定期间公司现金流入情况、现金流出情况和获取净现金流入的能力。

同理，利用康美 14 和 13 年现金流量表中的数据，得到现金流量表的水平分析表如表 5-5：

表 5-5　康美药业现金流量表水平分析表　　（万元）

报告期	2014	2013	变动额	变动率（%）
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	1,783,079.38	1,430,942.93	352,136.45	24.61
收到其他与经营活动有关的现金	46,899.18	24,354.94	22,544.24	92.57
经营活动现金流入小计	1,829,978.55	1,455,297.87	374,680.68	25.75
购买商品、接受劳务支付的现金	1,518,034.18	1,133,223.65	384,810.53	33.96
支付给职工以及为职工支付的现金	38,259.74	29,302.52	8,957.22	30.57
支付的各项税费	110,190.14	78,350.26	31,839.88	40.64
支付其他与经营活动有关的现金	50,274.10	47,020.38	3,253.72	6.92
经营活动现金流出小计	1,716,758.17	1,287,896.81	428,861.36	33.30
经营活动产生的现金流量净额	113,220.39	167,401.06	-54,180.67	-32.37
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金		2.83	-2.83	
取得投资收益收到的现金	1,200.00	1,800.28	-600.28	-33.34
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	9.98	2.23	7.75	347.53
投资活动现金流入小计	1,209.98	1,805.34	-595.36	-32.98
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	68,206.32	70,343.03	-2,136.71	-3.04
投资支付的现金	9,892.29	1,650.00	8,242.29	499.53
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		339.10	-339.10	
支付其他与投资活动有关的现金		3,000.00	-3,000.00	

投资活动现金流出小计	78,098.61	75,332.13	2,766.48	3.67
投资活动产生的现金流量净额	-76,888.63	-73,526.79	-3,361.84	-4.57
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	300,000.00		300,000.00	
取得借款收到的现金	372,000.00	299,857.63	72,142.37	24.06
发行债券收到的现金	100,000.00	200,000.00	-100,000.0	-50.00
筹资活动现金流入小计	772,000.00	499,857.63	272,142.37	54.44
偿还债务支付的现金	549,407.63	280,000.00	269,407.63	96.22
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	104,639.83	75,969.70	28,670.13	37.74
支付其他与筹资活动有关的现金	3,820.42	991.93	2,828.49	285.15
筹资活动现金流出小计	657,867.88	356,961.63	300,906.25	84.30
筹资活动产生的现金流量净额	114,132.12	142,895.99	-28,763.87	-20.13
现金及现金等价物净增加额	150,463.88	236,770.26	-86,306.38	-36.45
期初现金及现金等价物余额	846,525.12	609,754.85	236,770.27	38.83
期末现金及现金等价物余额	996,988.99	846,525.12	150,463.87	17.77

a、14 年经营活动产生的现金净流量为 11.3 亿元，13 年为 16.7 亿元，所以 14 年比 13 年下降了 5.4 个亿，降幅为 32.37%。同比减少的原因主要是 14 年公司支付的货款和税费增加。

b、14 年度公司投资活动的净现金流量为-7.7 个亿，投资活动流出的现金流为 7.8 个亿，其中项目——购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 6.8 个亿，说明公司为了追求其长期的成长而对外进行了大量的投资。

c、公司 14 年度筹资活动的净现金流量为 11.4 个亿，13 年为 14.3 亿元，同比下降 2.9 个亿，降幅为 20.13%。下降的主要原因是公司在 14 年度偿还债务支付的现金由 13 年的 28 亿元上升到了 55 亿元，上升了 96.22%。

（二）财务比率分析

1、短期偿债能力分析

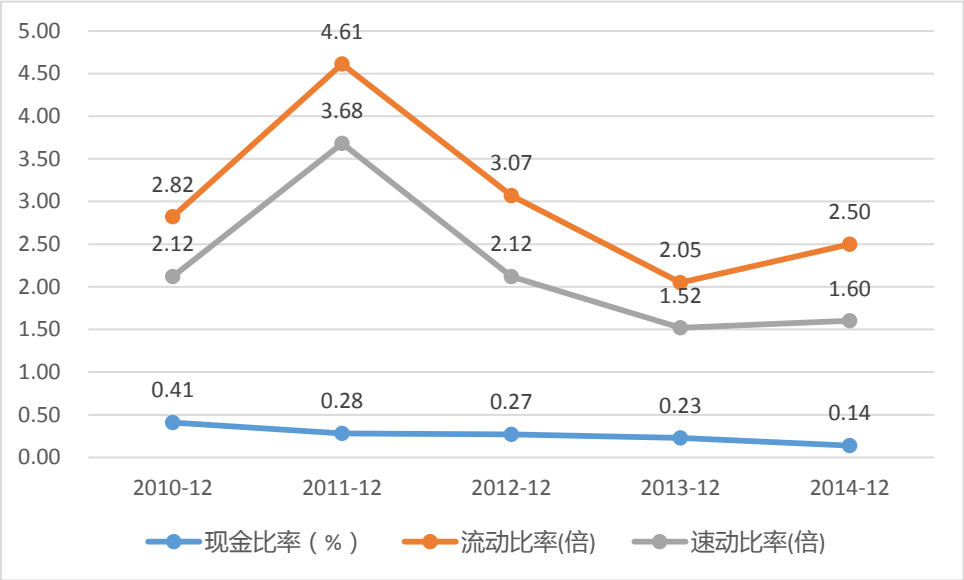


图 5-1　短期偿债能力指标图

康美的短期偿债能力指标如上图 5-1 所示，

（1）现金比率

公司的现金比率呈现出下降的趋势，12 年为 0.27，13 年为 0.23，14 年为 0.14，14 年下降幅度较大的根源在于其经营活动产生的净现金流量下降。0.14 的现金比率意味着对于每 1 元的流动负债，公司对应的经营净现金流量为 0.14 元，说明公司的现金即付能力比较低。单单利用公司的经营净现金流量不能保障短期的债务偿还。

（2）流动比率

流动比率在 13 年达到近五年的最低点 2.05，然后在 14 年回升到 2.50。2.50 的流动比率表明公司有足够的流动资产来担保其流动负债。

（3）速动比率

公司的流动比率从 11 年开始有下降的趋势，到 13 年达到近期的低点 1.52，到 14 年略有回升，达到 1.60。1.60 的速动比率表明公司有足够的速动资产来保证流动负债的偿还。

综合以上的三个短期偿债能力指标，可以得出康美药业的短期偿债能力是有保证的。

2、长期偿债能力分

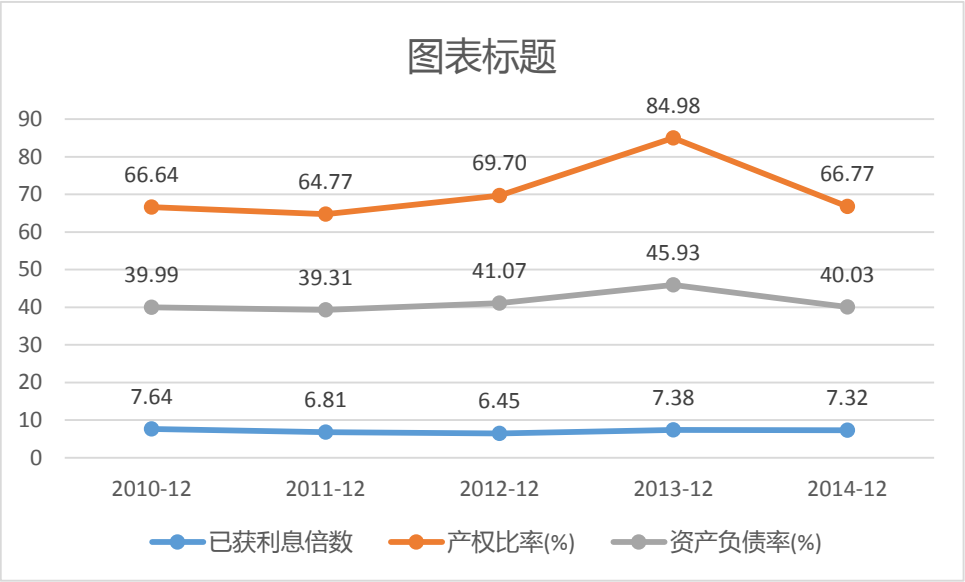


图 5-2 长期偿债能力指标图

康美药业长期期偿债能力指标如上图 5-2 所示，

（1）已获利息倍数

已获利息倍数从 2010 年以来都比较平稳，在 7 左右波动，14 年的已获利息倍数为 7.32，意味着对于每 1 元的利息支出，都有 7.32 元的息税前净利润作为保证，从而得出公司的利息支付能力很强。公司未来进行长期的债务筹资空间比较大。

（2）资产负债率

公司的资产负债率除 13 年略高达到 45.93%以外，其他年间都比较稳定的位于 40%左右，14 年为 40.03%，14 年医药行业的平均资产负债率为 37.55%，康美的资产负债率略高于行业平均水平，但是仍在可接受的范围。

（3）产权比率

除 13 年产权比率略高达到 84.98%以外，其他年份比较平稳，一般在 66 左右波动，14 年产权比例为 66.77%，明显低于 13 年，主要原因是 14 年公司发行优先股融资，增加了股东权益。14 年医药行业产权比例的均值为 68%，中值为 49%。可见康美的产权比例处在行业的均值水平，是比较合适的。

综合以上三个长期偿债能力指标的分析，康美药业的长期偿债能力较强，发生财务危机的可能性极小。

3、营运能力分析

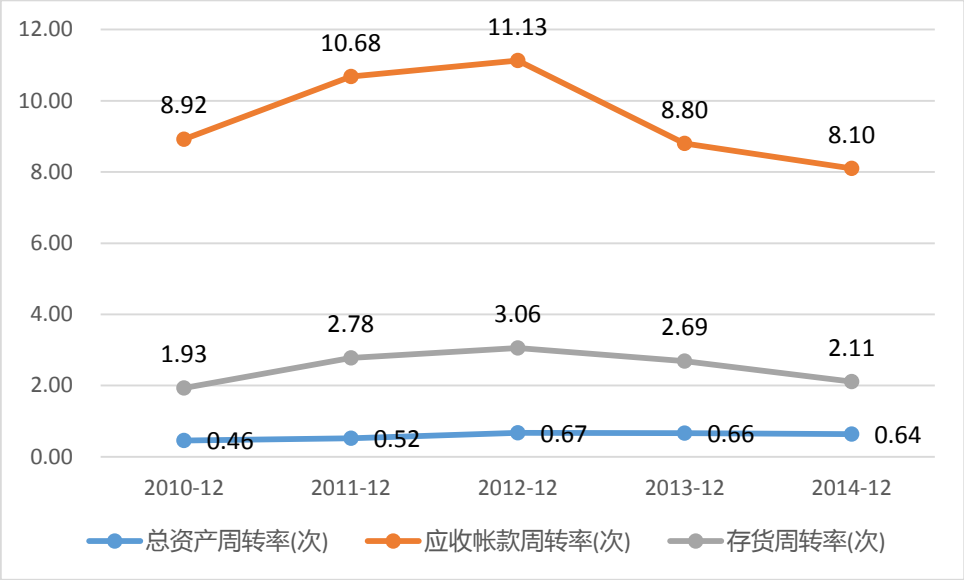


图 5-3 营运能力指标图

康美药业营运能力指标如上图 5-2 所示，

（1）总资产周转率

总资产周转率反映了企业资产创造销售收入的能力。该企业的总资产周转率在 12 至 14 年是呈现逐年下降趋势的。但下降的幅度很小，14 年的总资产周转率为 0.64，这意味着公司每 1 元资产投资所产生的销售额为 0.64 元。

（2）存货周转率

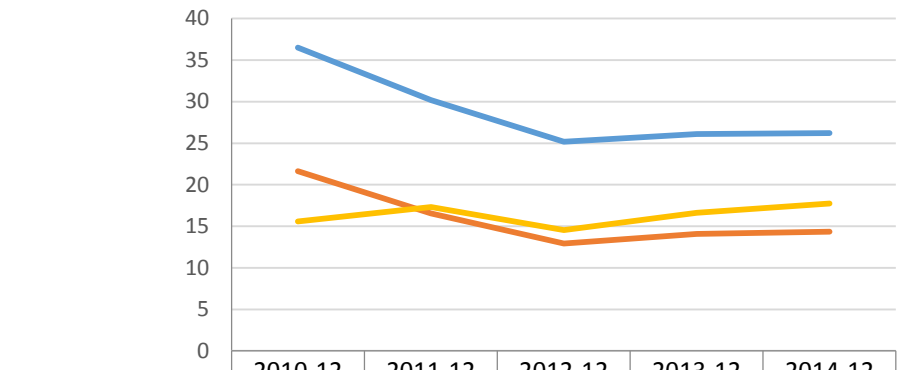
公司的存货周转率从 10 年逐渐上升，到 12 年达到最高点 3.06，然后开始逐渐下降，到 14 年其存货周转率为 2.11。一般来讲，存货周转率下降反映企业在采购、出售、生产、销售各环节管理状况在下降，其产品变现的速度减慢，存货积压的风险增大，企业的变现能力以及资金使用效率降低。康美的存货周转率略低于行业平均值 2.94。主要原因是康美在近几年大力扩张，囤积中药材以占领更多的市场份额，这些举动无疑会降低存货的周转率，但是这同时意味着公司有着扩大市场占有率和增强未来销售收入的基础。

（3）应收账款周转率

公司的应收账款周转率从 10 年一路上升，到 12 年达到顶峰 11.13，然后，开始下降到 14 年的 8.10，其中 14 年下降幅度比 13 年明显放缓。应收账款周转率说明了当年应收账款平均余额转变为现金的次数，反映了公司从赊销客户处收回现金的能力，一般来说，该比率越高，说明公司在收款方面越成功，经营状况越好。14 年医药行业应收账款周转率的中位值为 6.51，这说明康美应收账款周转率虽然有所下降，但是在行业内仍然处于领先水平。

综合三个指标来看，康美的营运能力除了应收账款周转率高于行业均值以外，其他都是处在中位值之下，这说明公司的营运能力很一般。

4、盈利能力分析



	2010-12	2011-12	2012-12	2013-12	2014-12
毛利率(%)	36.5	30.18	25.16	26.1	26.21
净利率(%)	21.62	16.53	12.91	14.08	14.33
ROE(%加权)	15.58	17.3	14.55	16.63	17.74

图 5-4 盈利能力指标图

（1）毛利率

毛利率通常用来计量公司根据产品成本进行产品定价的能力。康美的毛利率从 2010 年开始急剧下跌，到 2012 年达到最低点 25.16%，然后开始缓慢上升，14 年时为 26.21%。中药材的价格从 11、12 年暴涨是毛利率在此期间大幅下降的主要原因。同时，因为康美大力扩张其业务，并购了大量企业，其产能的整合还需要时间去消化，这也在一定程度上提高了成本而没有产生相匹配的收入。但是这种趋势在近两年已经有所好转。

（2）净利率

净利率表示每 1 元销售收入所产生出来的净利润，该比率越大，说明销售净额给公司提供的净收益越多，而被占用的部分越少，康美在 10 至 14 年的净利率走势和毛利率大体相似，说明在此期间康美的净利率也是受到中药材价格上涨的和产能未有效整合的影响。

（3）ROE

净资产收益率反映每 1 元股东资本赚取的净收益，可以衡量公司总体的盈利能力。康美的 ROE 整体水平比较稳定，即为股东带了了比较稳定的回报率。

5、成长能力分析

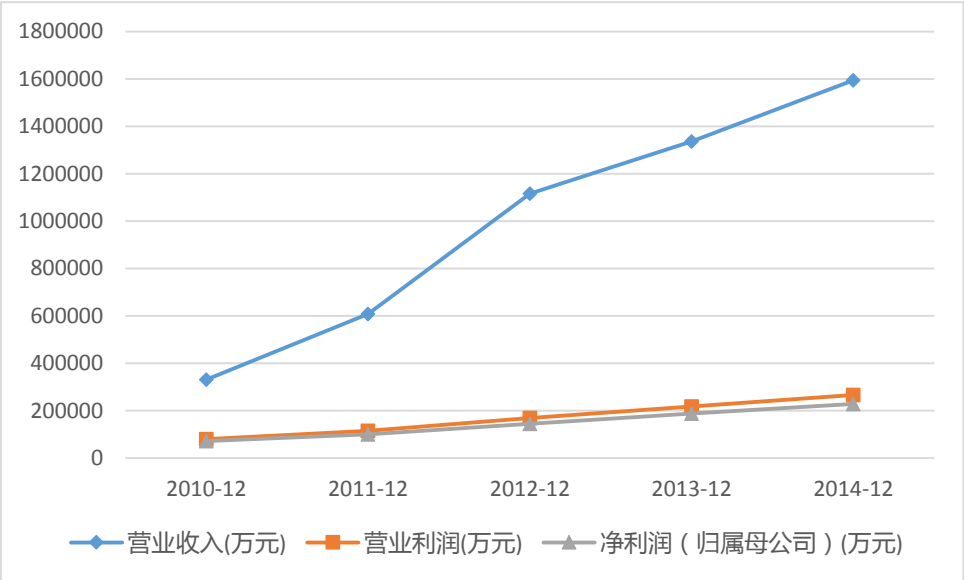


图 5-5 成长能力分析图

由上图可知：公司的营业收入一直在以比较高的增长率增长，说明康美处在高速扩张的成长阶段。此外公司的营业利润和归属于母公司的净利润以一个比较稳定的比率增长，这说明公司近几年来的扩张速度并没有超出它的可承受能力，其扩张的方向并没有大问题。由此认为公司的成长具有一定的可持续性，并且在未来完成产业整合后，其利润的增长应该是可以期待的。

（三）业绩综合评价

1、杜邦分析法

图 5-6 杜邦分析法

从上图 5-6 可知，14 年康美的 ROE 为 15.91%可以近似分解为：销售净

利率 14.33%、总资产周转率 0.64 和权益乘数 1.74。13 年康美的 ROE 为 16.63%，同样可以进行分解，其中销售净利率的贡献为 14.08%、资产周转率的贡献为 0.66，权益乘数为 1.78。

14 年的平均 ROE 比 13 年略有下降，其主要原因是 14 年的资产周转率和权益乘数都比 13 年要小，所以即使 14 年的销售净利率要略高于 13 年，但是综合来看其平均净资产收益率还是小于 13 年的水平。

由此可知，14 年较低的财务杠杆水平和较低的资产营运水平使其净资产回报率同比下降。

2、同业比较法

表 5-6　财务比率同业比较数据表

证券简称	ROE(%平均)	销售毛利率(%)	资产负债率(%)	总资产周转率(次)	流动比率(倍)
	2014 年报	2014 年报	2014 年报	2014 年报	2014 年报
康美药业	15.91	25.74	40.03	0.63	2.50
中位值	17.41	39.78	37.09	0.83	2.37
蓝星新材	27.70	5.61	94.33	0.50	0.34
天士力	31.56	36.97	60.77	1.08	1.15
恒瑞医药	21.21	82.06	8.77	0.90	10.08
云南白药	24.80	29.82	30.88	1.28	3.57
康弘药业	18.45	88.25	16.96	0.91	5.15
白云山	16.37	34.71	43.99	1.41	1.47
复星医药	13.25	43.72	46.01	0.37	0.91
同仁堂	14.50	42.59	33.21	0.77	3.27
贵州百灵	14.02	60.30	34.14	0.44	2.24

如上表 5-6，康美药业的销售毛利率和总资产周转率显著小于行业中位值，其原因主要是康美业务扩张步伐较快，为了全面推进其互联网+战略，发展了新业务，同时收购了大量的资产，但是由于目前还处在产业整合的进程中，所以在增大了总资产和成本的同时，相应的收入和资产运营效率没有同步提高。

相应的，其 ROE 也略低于行业平均水平。同时资产负债率基本和行业平均水平一致。另外其流动比率要高于同业平均水平，意味着遭遇流动性危机的可能性不大。

六、　风险分析

（一）市场和行业风险、政治风险

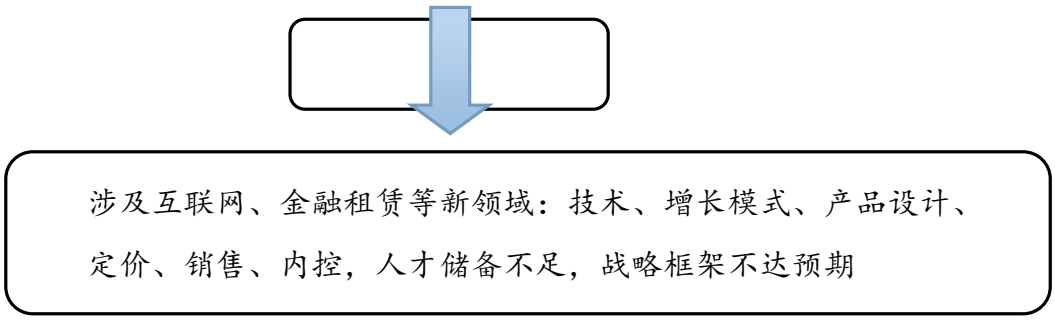
中药按产品形态可分为中药材、中药饮片、中成药。随着国际植物药市场的蓬勃发展和我国对中医药行业的**逐步重视**，中医药行业将成为发展空间巨大的战略性产业。“健康中国”列入十三五规划、中医药“身份证”发布。

目前，我国共有中药企业 1636 家，占全国医药行业企业 （5053 家）的 32%。其中，中成药企业 1283 家，中药饮片企业 353 家。从企业规模看，大型、中型、小型企业呈金字塔形分布，**小型企业为绝大多数**，约占整个中药行业的 4/5。近年来，行业内虽已经形成了一批具有一定竞争力的企业，中药行业的**竞争越来越激烈**。然而中药行业上规模的大型龙头企业仍为

少数。

（二）经营风险

业务规模扩张迅速



（三）财务风险

资产负债率=40%，低于国际认为较为稳妥的 60%；

负债与股权比率=67%，小于 1，有较强偿债能力；

流动比率=2.64>2，变现能力较强；

速动比率=1.71>1，变现能力较强；

利息保障倍数=9.19

综合来看，康美药业偿债能力较强，财务风险较低。

七、 估值

表 7-1 财务预测表

关键指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	15,949.19	19,636.43	24,125.90	29,394.52
增长率(%)	19.39	23.12	22.86	21.84
归属母公司股东净利润(百万)	2,285.88	2,968.67	3,724.26	4,646.47
增长率(%)	21.6	29.87	25.45	24.76
EPS(摊薄)	1.04	0.67	0.85	1.06
基准股本(百万股)	2,198.71	4,401.59	4,401.59	4,402.29
ROE(摊薄)(%)	13.67	16.2	17.12	18.06
ROA(%)	9.12	10.35	11.13	11.88
PE	17.9	27.59	22	17.63
PEG	0.7	0.92	0.86	0.71

（一）FCFF 折现法

第一步，以 WACC 来贴现公司运营提供的自由现金流，从而得出公司运营价值；

图 7-1

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.04	0.67	0.84	1.08
每股红利	0.48	0.20	0.25	0.32
每股净资产	7.60	4.27	4.86	5.61
ROIC	13%	14%	16%	18%
ROE	14%	16%	17%	19%
毛利率	26%	27%	28%	28%
EBIT Margin	19%	20%	20%	21%
EBITDA Margin	21%	22%	23%	23%
收入增长	19%	19%	22%	21%
净利润增长率	22%	29%	26%	27%
资产负债率	40%	39%	38%	35%
息率	3%	2%	3%	4%
P/E	16.6	25.7	20.4	16.0
P/B	2.3	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	14.7	20.8	16.8	13.8

由 wind 数据库计算 wacc：

表 7-2

观察 Beta	0.91
无风险利率	1.5%
风险溢价	27.3%
股票市值(E)	8183615.3
债务总额(D)	582494.9
资本结构中权益的比例(E/(D+E))	93.4%
资本结构中负债的比率(D/(D+E))	6.6%
公司长期贷款利率(Kd)	6.0%
所得税率(T)	15.9%
公司债务成本	2.5%
公司权益成本（Ke）	26.2%

WACC=24.66%

第二步，对非运营资产进行估值，如过量可市场化证券，非合并子公司，及其它股权投资。将公司运营价值和非运营资产价值相加，就得到了企业价值；

第三步，确认对公司资产的财务性的非股权权益并对其进行估值。非股权权益包括固定利率和浮动利率负债，优先股和员工期权等；考虑 2017 后年均收入增长率为 20%。

$$V=\sum_{t=1}^{n}\frac{FCF_t}{(1+r)^t}+\frac{FCF_n\times(1+g)}{(r-g)\times(1+r)^n}$$

表 7-3

	2014	2015	2016	2017	连续价值
FCF	(1,487)	2,155	2,568	3,364	
折现年数	0.1	0.1	1.1	2.1	
折现因子	0.98	0.98	0.78	0.63	
FCF 现值	-1455	2108	2015	2118	12458679.5

12464920.5

第四步，从企业价值中减去非股权权益就得到了普通股的价值。

计算出的公司整体价值为 12464920.5 万元。公司目前的净债务价值为其短期借款，即 3620 万元。公司目前股本总数为 429700 万股。

据此，可以计算出公司股票内在价值为(12464920.5-3620)/429700=29 元。

（二）市盈率法

市盈率倍数法时通过比较公司之间的市盈率来进行估值，是国内外市场广泛的可比公司法。市盈率股价每股收益市值净利润，它表示了投资者愿意为公司每元净利润支付的价格。

第一步，选取可比公司：中医药行业龙头、销售收入超过 10 亿、销售净利率不低于 7%、净资产收益率超过 10%。在未来市场竞争中，企业必然迎来一个更高一级的起跑线，竞争的门槛显著提高，这就是年销售额 10 亿元。将销售净利润利作为入选标准是因为中药产品具有一定的垄断性，较高的销售净利润可作为公司竞争力的体现，故将此作为选择可比公司的标准。

第二步，通过查找可比公司财务报表的数据，计算得出各公司的市盈率倍数，并取平均值或中位数作为目标公司的参考值；

第三步，每股收益乘以市盈率倍数，得出股价区间，进而计算出股权价值；

表 7-4

同业可比公司	15 年 PE
天士力	26.7

片仔癀	43.9
红日药业	32.5
同仁堂	44.6
江中药业	30.7
平均值	35.68
中药行业	36

根据康美药业最新的财报，预期 15 年到 17 年的 EPS 分别为 0.67/0.84/1.08，因此计算出 16 年股价约为 30 左右。2015 年 11 月 30 日收盘价为 18.61。

（三）投资建议

康美医药的偿债能力和盈利能力较强，主业中药饮片保持快速增长，互联网+中医药大健康概念持续推进，上下游产业链不断拓展，与政府部门合作密切。并且考虑国家对中药行业未来发展的政策鼓励。在行业及经营风险维持目前低水平的情况下，我们暂不考虑金融租赁业务对公司业绩的贡献，根据前述对于公司的估值，建议投资者买入。