

康美中药网 e 药谷试运行，实现中药材贸易金融创新

公司简报

◆**医药电商 B2B 和 B2C 业务将快速发展。**据海外经验国内医药电商 B2B 和 B2C 业务未来将在低基数上实现快速增长。公司通过 B2B 业务不断提高与客户业务关系的稳定性与粘连性。公司目前已建立了北京、成都、上海、广东、武汉等 5 个区域的"B2C"仓储分拣基地。同时，公司进一步优化了流程，以提高配送效率，提升订单处理能力，满足用户的多样化需求。

◆**OTC、保健品等产品是网上主流医药产品，医药电商或成消费特性中药企业重要营销方式。**

目前在国家食品药品监督管理局中获得《互联网药品交易服务资格证》的企业共 143 家，其中 B2C 企业 87 家，B2B 企业 48 家，第三方交易平台 8 家。医药电子商务 B2C 产品种类主要以 OTC、保健品、家用医疗器械、药妆、计生产品等为主。对于具有消费特性的中药企业而言，医药电商虽然是一个新兴形式，但作为传统直销和经销商模式外的一种重要补充，我们认为其地位将随着政策放开监管严格化逐步提升，成为主要营销模式，且从一定程度上可能提升公司盈利能力。

◆**康美中药网 e 药谷试运行，实现中药材贸易金融创新。**

康美中药网 e 药谷作为康美电商核心经营品牌康美中药网旗下两大业务平台之一，有望整合康美·中国中药材价格指数、中药材专业市场等优势资源，建设我国唯一的“实体与虚拟结合、全国与区域多点联动、硬件与软件同步服务”、涵盖电子商务+现代物流+第三方质检+金融服务的现代化中药材大宗交易平台。目前，康美中药材大宗交易平台康美中药网 e 药谷交易品种包括亳白芍、当归、黄芪三种，共 9 个交易订单涉及用户 160 家左右，可以实现品种当日交割，实物保管在亳州的仓库中。中药材的特性决定了其交易以大宗现货交易为主，虚拟化、电子化、金融化是大宗商品现货交易的发展趋势。康美中药材大宗交易平台是医药电子商务的一种创新，逐步赋予中药材金融属性，有助于加强虚拟与实体结合、线上线下互动，实现中药材贸易的金融创新，推进行业转型升级。

◆**盈利预测和估值。**我们认为公司基本面平稳，全产业链发展，13-15 年每股收益分别为 0.90 元、1.22 元和 1.48 元的盈利预测，给予 13 年 30 倍 PE 估值水平，对应目标价 27 元，给予公司买入评级。

◆**风险提示。**贸易增速下滑；危机持续升级可能对公司估值及声誉造成影响；高管减持。

业绩预测和估值指标

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6,081	11,165	14,548	19,055	24,202
营业收入增长率	83.77%	83.62%	30.30%	30.98%	27.01%
净利润(百万元)	1,005	1,441	1,989	2,690	3,264
净利润增长率	40.46%	43.40%	37.99%	35.27%	21.34%
EPS(元)	0.46	0.66	0.90	1.22	1.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.87%	13.62%	16.40%	18.15%	18.05%
P/E	41	28	20	15	12
P/B	4	4	3	3	2

买入(维持)

当前价/目标价：18.53/27.00 元

目标期限：6 个月

分析师

李婕(执业证书编号：S0930511010001)
021-22169107

lijie_yjs@ebsec.com

联系人

江维娜

jiangwn@ebsec.com

市场数据

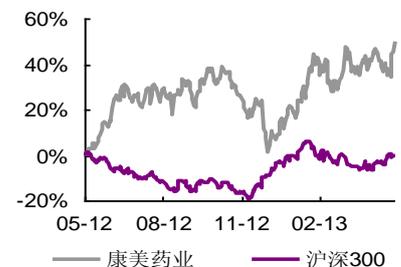
总股本(亿股)：21.99

总市值(亿元)：407.42

一年最低/最高(元)：12.05/18.78

近 3 月换手率：72.46%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.40	11.24	51.47
绝对	6.62	11.43	52.50

相关研报

医药电商 B2B 和 B2C 业务将快速发展。从海外经验看，医药并非完美适合电商，然而国内电商行业刚起步，电商企业近年来迅速增加，未来将在低基数上实现快速增长。我们认为从医药 B2C 业务来说首先 OTC 和保健品将推动医药电商第一波发展，随着处方药在电子商务平台的放开以及医保支持部分网上药店，处方药和医保报销将推动电子商务的第二波发展。而进入发展后期，网上药店将与实体药店融合，实现邮寄和自提药物的完美结合。而对于医药 B2B 业务来说，目前上市公司中九州通同时拥有 B2B 和 B2C 业务，旗下九州通医药网帮助上下游客户以 B2B 的方式实现网上交易，其上游客户可以利用九州通医药网查询自身产品在九州通集团下属各个公司的库存情况和商品在下游客户的流向情况，下游客户可以利用该网站查询九州通集团下属各个公司药品库存情况。12 年 B2B 电子商务整体实现约 11 亿元的销售，其中终端客户销售约 7.5 亿元，毛利率 8.64%，电子商务的终端客户扩展到 7891 家，公司通过 B2B 业务不断提高与客户业务关系的稳定性与粘连性。九州通与京东合作共建的 B2C 平台包括京东好药师网站网上业务和京东好药师健康馆两大业务板块，现已在北京、上海、广州、武汉、成都等地建立 GSP 标准的配送点并将再逐步扩大到其他地区。目前上线品种有药品（OTC）、保健品、医疗器械、中药饮品、参茸礼品、计生用品以及日化品等，共计 3982 个产品，未来上线品种将达到 2 万个以上。12 年好药师大药房的"B2C"线上业务快速增长，全年实现销售收入 7638.94 万元，月均销售增长幅度约 20%。公司目前已建立了北京、成都、上海、广东、武汉等 5 个区域的"B2C"仓储分拣基地。同时，公司进一步优化了流程，以提高配送效率，提升订单处理能力，满足用户的多样化需求。目前好药师平台上京东 logo 被移除，可能标志着京东九州通在网传分手多月后双方合作最终中止，但我们认为京东和九州通将继续各自在医药电商的路上独自前行。

图 1：医药电商发展大事记

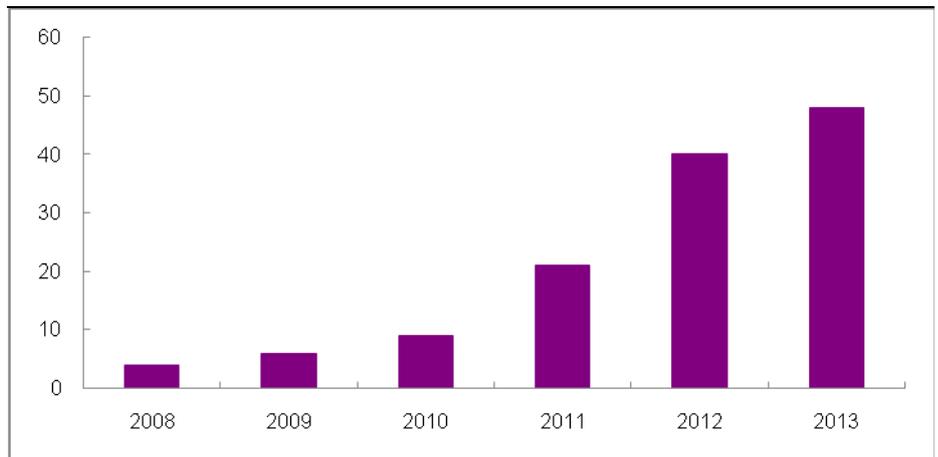


资料来源：光大证券研究所整理

OTC、保健品等产品是网上主流医药产品，医药电商或成消费特性中药企业重要营销方式。“网上卖药”是电商行业中新兴的细分子行业，近两年拥有相关资质的企业数量快速增加，目前在国家食品药品监督管理局中获得《互联网药品交易服务资格证》的企业共143家，其中B2C企业有87家，B2B企业48家，还有8家第三方交易平台。目前由于处方药尚未在网上药店放开，医药电子商务B2C产品种类主要以OTC、保健品、家用医疗器械、药妆、计生产品等为主，天猫医药馆中排名靠前的药物分别是治疗不孕不育、补肾、补益类和维生素等OTC产品，而修正五子衍宗丸、同仁堂六味地黄丸和东阿阿胶250g装分别位列医药股月度销量前三甲。包括东阿阿胶、马应龙、片仔癀、云南白药、同仁堂、汤城倍健、康恩贝、康美药业、贵州百灵等有消费特性的中药上市公司大多在淘宝或天猫上已设有独立的电子商务平台。对于具有消费特性的中药企业而言，医药电商虽然是一个新兴形式，但作为传统直销和经销商模式外的一种重要补充，我们认为其地位将随着政

策放开监管严格化逐步提升，成为主要营销模式，且从一定程度上可能提升公司盈利能力。

图 2：医药 B2B 企业牌照数量（个）

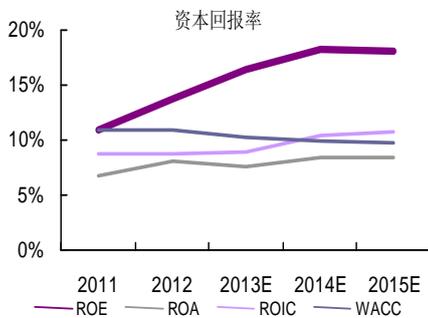
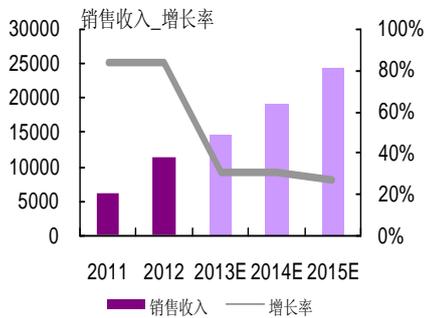
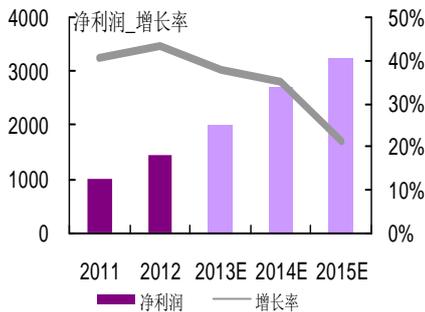
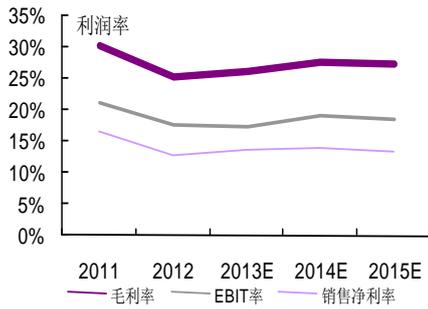


资料来源：光大证券研究所整理

康美中药网 e 药谷试运行，实现中药材贸易金融创新。23 日康美药业中药材大宗交易平台试运行启动仪式在广东普宁举行，该平台是目前全国唯一“实体与虚拟市场相结合”的中药材大宗交易平台。国家中医药管理局副局长于文明表示，我国中药材贸易有望告别“看货议价、现货现金”的传统交易模式，加快进入到“电商时代”，引领中药材产业模式实现新的转换升级。康美中药网 e 药谷作为康美电商核心经营品牌康美中药网旗下两大业务平台之一，有望整合康美·中国中药材价格指数、中药材专业市场等优势资源，建设我国唯一的“实体与虚拟结合、全国与区域多点联动、硬件与软件同步服务”、涵盖电子商务+现代物流+第三方质检+金融服务的现代化中药材大宗交易平台。目前，康美中药材大宗交易平台康美中药网 e 药谷交易品种包括亳白芍、当归、黄芪三种，共 9 个交易订单涉及用户 160 家左右，可以实现品种当日交割，实物保管在亳州的仓库中。中药材的特性决定了其交易以大宗现货交易为主，虚拟化、电子化、金融化是大宗商品现货交易的发展趋势。康美中药材大宗交易平台是医药电子商务的一种创新，逐步赋予中药材金融属性，有助于加强虚拟与实体结合、线上线下互动，实现中药材贸易的金融创新，推进行业转型升级。

盈利预测和估值。我们认为公司基本面平稳，全产业链发展，13-15 年每股收益分别为 0.90 元、1.22 元和 1.48 元的盈利预测，给予 13 年 30 倍 PE 估值水平，对应目标价 27 元，给予公司买入评级。

风险提示。贸易增速下滑；危机持续升级可能对公司估值及声誉造成影响；高管减持。



利润表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,081	11,165	14,548	19,055	24,202
营业成本	4,245	8,356	10,762	13,790	17,610
折旧和摊销	122	178	452	488	511
营业税费	27	58	77	84	119
销售费用	236	344	562	715	915
管理费用	267	422	639	837	1,062
财务费用	205	313	274	571	767
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	56	48	56	56	56
营业利润	1,148	1,697	2,291	3,103	3,772
利润总额	1,180	1,693	2,321	3,133	3,802
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,005.03	1,441.19	1,988.74	2,690.20	3,264.41

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总资产	15,237	17,958	26,526	32,428	39,080
流动资产	9,454	11,514	20,279	26,369	33,533
货币资金	6,323	6,106	12,366	16,197	20,572
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	676	1,331	1,576	2,065	2,622
应收票据	102	53	244	320	407
其他应收款	45	48	131	171	218
存货	1,906	3,560	4,843	6,206	7,924
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	205	232	232	232	232
固定资产	1,762	2,600	2,852	2,953	2,723
无形资产	1,953	1,877	1,845	1,812	1,780
总负债	5,989	7,375	14,394	17,606	20,993
无息负债	995	1,764	1,957	2,387	2,917
有息负债	4,994	5,611	12,437	15,218	18,076
股东权益	9,248	10,583	12,132	14,822	18,087
股本	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199
公积金	5,064	5,206	5,405	5,674	5,843
未分配利润	1,983	3,176	4,526	6,947	10,043
少数股东权益	2	2	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	575	1,008	343	1,864	2,229
净利润	1,005	1,441	1,989	2,690	3,264
折旧摊销	122	178	452	488	511
净营运资金增加	3,322	5,858	5,188	5,660	6,633
其他	-3,874	-6,469	-7,285	-6,973	-8,180
投资活动产生现金流	-2,285	-1,382	-194	-244	56
净资本支出	2,308	1,405	300	300	0
长期投资变化	205	232	0	0	0
其他资产变化	-4,798	-3,019	-494	-544	56
融资活动现金流	5,273	148	6,112	2,211	2,090
股本变化	504	0	0	0	0
债务净变化	2,140	617	6,825	2,782	2,857
无息负债变化	567	769	193	430	530
净现金流	3,563	-225	6,260	3,831	4,375

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	83.77%	83.62%	30.30%	30.98%	27.01%
净利润增长率	40.46%	43.40%	37.99%	35.27%	21.34%
EBITDA/EBITDA 增长率	49.67%	50.82%	38.36%	38.67%	21.64%
EBITEBIT 增长率	51.90%	51.30%	27.91%	44.19%	23.90%
估值指标					
PE	41	28	20	15	12
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	31	23	18	14	12
EV/EBIT	34	25	21	15	13
EV/NOPLAT	40	30	25	18	15
EV/Sales	7	4	4	3	2
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	30.18%	25.16%	26.03%	27.63%	27.24%
EBITDA 率	23.33%	19.17%	20.35%	21.55%	20.64%
EBIT 率	21.32%	17.57%	17.25%	18.99%	18.52%
税前净利润率	19.41%	15.16%	15.95%	16.44%	15.71%
税后净利润率 (归属母公司)	16.53%	12.91%	13.67%	14.12%	13.49%
ROA	6.60%	8.03%	7.50%	8.30%	8.35%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.87%	13.62%	16.40%	18.15%	18.05%
经营性 ROIC	8.61%	8.66%	8.83%	10.42%	10.71%
偿债能力					
流动比率	4.61	3.07	1.88	1.88	1.93
速动比率	3.68	2.12	1.43	1.44	1.47
归属母公司权益/有息债务	1.85	1.89	0.98	0.97	1.00
有形资产/有息债务	2.62	2.82	1.97	2.00	2.05
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.46	0.66	0.90	1.22	1.48
每股红利	0.05	0.20	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.26	0.46	0.16	0.85	1.01
每股自由现金流(FCFF)	-2.00	-2.45	-1.31	-1.07	-1.03
每股净资产	4.21	4.81	5.52	6.74	8.23
每股销售收入	2.77	5.08	6.62	8.67	11.01

资料来源：光大证券、上市公司

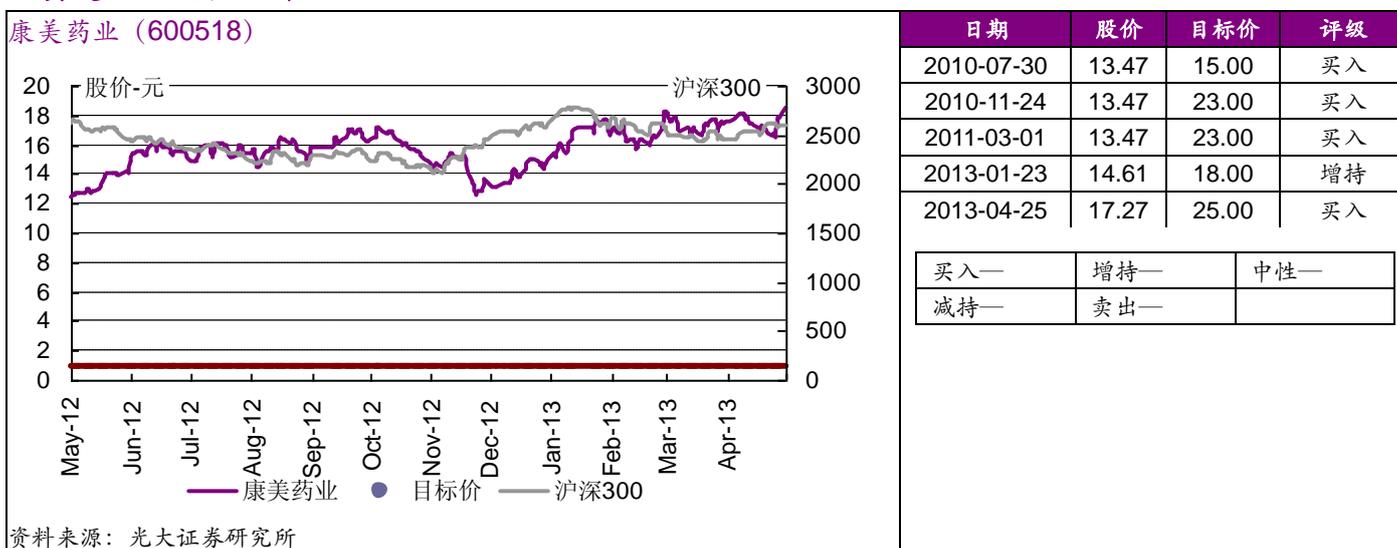
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有近 10 年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011 年以及 2012 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第一名。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青(总经理)	010-56513035	-	wanghq@ebsecn.com
	孙威(执行董事)	010-56513038	-	sunwei@ebsecn.com
	郝辉	010-56513031	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-56513050	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	010-56513153	-	liangchen@ebsecn.com
上海	严非(执行董事)	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	-	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	-	fengcheng@ebsecn.com
	任静雯	021-22169131	-	renjingwen@ebsecn.com
	席代昭	021-22167056	-	xidz@ebsecn.com
	黎晓宇(副总经理)	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华(执行董事)	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	罗德锦	0755-83551458	-	luodj@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	濮维娜(副总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
	顾超	021-22167106	18616658309	guchao@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com