

康恩贝（600572）调研纪要： 营销平台逐步整合搭建，并购重组完善发展布局

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

联系人：刘阳

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2014年06月09日

www.lxzq.com.cn

事件：

近日我们调研了康恩贝，就公司经营情况及未来发展与公司管理层进行了深入交流。

要点：

1、产品销售持续增长。公司目前有17个主要制剂产品、2个化药原料药以及1个银杏提取物产品，其中制剂产品收入占比80%。受新市场开发和需求增加影响汉防己甲素片、肠炎宁系列、乙酰半胱氨酸泡腾片、坦洛新缓释胶囊（必坦）、天保宁银杏叶制剂系列、龙金通淋胶囊等重点品种销售收入继续保持较快增长，其中必坦销量有望翻番；前列康（片剂为主，主打OTC市场）销售继续回升，金奥康、阿乐欣小幅增长；2013年受滴眼液防腐剂事件影响的珍视明系列产品，今年销量处于恢复性增长阶段。

公司参股的四川辉阳公司和远东超级试验室公司的超级干扰素临床研究进展顺利，辉阳公司对乙肝治疗的新药已经开始三期临床试验；同时 远东试验室超级干扰素用于癌症治疗的新药研究已在新加坡开展一期临床，情况较为顺利，为二期临床的开展打下了良好基础；未来不排除在美国申请开展一期临床的可能。公司主要生产线的新版 GMP 改造认证基本已经完成；在新药开发方面，公司多个药品进入注册后期，可望于 2014 年获批。

2、三系营销平台逐步整合搭建，并购重组完善企业发展布局。公司计划用三年的时间对原有营销体系进行整合，以构建起新的营销平台：创新药（面向中高端，如麝香通心滴丸等新药推广）+基药（省会、县市等二三甲医药）+OTC三系营销平台。公司整个营销人员3000人左右，原有的近十个销售平台分步进入实质性整合阶段。对麝香通心滴丸这类具有“三独”特点和相对价格优势的新产品及原尚未开发上规模的部分品种市场推广，将积极采用“自身队伍+区域代理+终端合作”的混合模式，公司未来会加强与优良的代理商的合作，实现从“租船”到“买船”的整合。通过未来三年自身运营、销售等方面的改善，公司争取能进入制药行业第一梯队。



公司公告拟收购拜特51%股份，预计未来拜特业绩将保持稳定增长，收购后公司的盈利能力也将获得较大提升，这也会减轻营销平台整合对公司未来业绩可能带来的波动影响。同时借助拜特原有的销售网络，也将促进公司原有产品销售业务的拓展，特别是现有的部分潜力产品销量获得更进一步的提升。同时公司未来不排除继续在心脑血管、消化道等与公司原有产品线基础较好的领域进一步开展并购的可能。

3、盈利预测

不考虑公司资产重组的情况下，预计2014-2016年公司EPS分别为0.57、0.69和0.86元，净利润增速分别为11.3%、20.2%和24.6%，目前股价对应PE分别为24、20和16倍。看好公司长远发展，给予公司“增持”评级。

4、风险提示

1) 新药推广不达预期风险；2) 营销平台整合效果不达预期风险；3) 资产并购重组不达预期风险。

图表1 盈利预测表

单位：百万元	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E
营业收入	2733.7	2924.2	3473.2	4087.2	4747.2
增速%	28.8%	7.0%	18.8%	17.7%	16.1%
营业成本	911.3	941.9	1059.1	1207.5	1368.3
毛利率%	66.7%	67.8%	69.5%	70.5%	71.2%
销售费用	1148.7	1225.4	1424.0	1655.3	1898.9
管理费用	283.6	291.8	333.4	380.1	427.2
财务费用	47.6	62.7	83.4	114.4	137.7
营业利润	372.7	480.1	539.4	662.8	822.8
利润总额	410.2	553.2	611.4	734.8	894.8
归属于母公司的净利润	295.7	417.4	464.5	558.4	695.5
增速%	5.5%	41.1%	11.3%	20.2%	24.6%
基本每股收益（元）	0.37	0.52	0.57	0.69	0.86

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。