

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 24.48  
合理价格区间(元):

赵媛 执业证书编号: S0570512070067  
研究员 021-28972092  
zhaoyuan@mail.htsc.com.cn

杨烨辉 执业证书编号: S0570514060002  
研究员 0755-23952805  
yangyehui@mail.htsc.com.cn

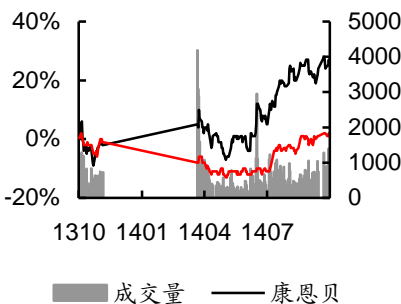
姚艺 执业证书编号: S0570513070008  
研究员 0755-82125057  
yaoyi@mail.htsc.com.cn

肖汉山 0755-83201063  
联系人 xiaohanshan@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 《康恩贝(600572): 定增如期获批, 外延加速前行》2015.01
- 2 《康恩贝(600572): 参股珍诚医药, 快速切入医药电商领域》2014.12
- 3 《康恩贝(600572): “产业+资本” 双轮驱动, 开启加速模式》2014.10

股价走势图



总股本(百万)	809.60
流通 A 股(百万)	700.96
52 周内股价区间(元)	12.62-17.51
总市值(百万)	13,811.78
总资产(百万)	5,847.17
每股净资产(元)	3.12

资料来源: 公司公告

# 业绩符合预期, 打造工业品牌运营平台

## 康恩贝(600572)

### 投资要点:

**拜特并表是主因, 扣非增速符合预期。**2014 年公司实现营业收入 35.82 亿, 同比增长 22.84%; 归属于母公司净利润 5.52 亿, 同比增长 32.34%, 每股收益 0.682 元符合预期。预计扣非净利润增长 65%, 增速较三季度继续提升, 主要是拜特并表因素, 预计拜特丹参川芎嗪销售增长接近 30%, 为公司贡献净利润超过 1.2 亿。自去年 Q3 开始公司营销体系整合, 叠加招标延迟等因素, 使得内生增长放缓, 预计在 10% 以内, 但改革将解决长期困扰公司的多平台低效率问题, 有利于公司长远发展。

**收购加速前行, 定增助推公司转型升级步伐。**公司非公开增发股份正式上市, 20 亿资金将助推公司转型升级步伐。拜特丹参川芎嗪各省招标价格较为理想, 康恩贝现有的 20 多个独家品种有望最先嫁接拜特招商体系, 定增后不排除进一步收购的可能。公司收购拜特新增 5.4 亿借款, 一定程度上拖累内生性增长, 随着定增资金到位, 财务压力将显著缓解。

**公司搭上医药电商发展快车, 打造工业品牌运营平台。**珍视明护眼天猫旗舰店上线以来, 目前每月仅眼药水、眼罩销售超过 300 万, 在线上渠道拉动下, 2016 年珍视明系列销售有望达 5 亿元, 后续公司将不断增加包括前列康在内的一系列保健销售品类, 打造产品力和品牌力兼具的在线运营平台。公司通过收购珍诚医药, 借助珍诚“药联 5 万家”和“云联千商”等互联网虚拟整合模式, 获得更多渠道以及物流配送能力, 实现线上线下渠道业务融合和相互提升, 有利于增强产品营销的广度与深度, 部分 OTC 品种有望借助线上迅速放量。双方在现有 B2B 基础上, 努力实现 B2C、O2O 药品电子商务营销模式, 从而带动估值中枢不断上移。

**“产业经营+资本经营”双轮驱动, 维持增持评级。**维持 2015~2016 年 EPS 0.64 元、0.76 元 (增发摊薄后), 其中主业 EPS 为 0.58 元、0.70 元, 目前股价对应主业估值为 43 倍、35 倍, 我们认为强强联合式的并购开启了康恩贝并购重组、整合发展的新阶段, 品牌线上发力值得期待, 维持增持评级。

**风险提示:** 并购加快面临的整合风险; 营销改革不达预期

	2013	2014	2015E	2016E
营业收入(百万)	2924	3582	4006	4498
+/-%	7%	22%	12%	12%
净利润(百万)	417	552	628	752
+/-%	41%	32%	14%	20%
EPS	0.52	0.68	0.64	0.76
PE	47.49	35.89	38.35	32.07

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度	单位：百万元			
	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2208	3041	5649	6659
现金	782	1470	3907	4719
应收账款	410	477	543	606
其他应收账款	36	52	51	60
预付账款	34	37	40	44
存货	465	521	558	616
其他流动资产	482	483	550	614
非流动资产	2246	2185	2106	2010
长期投资	233	235	235	235
固定资产投资	855	1096	1150	1123
无形资产	334	365	369	369
其他非流动资产	824	488	351	283
资产总计	4454	5225	7755	8669
流动负债	1073	1128	941	1005
短期借款	406	450	200	200
应付账款	241	225	241	266
其他流动负债	427	454	500	539
非流动负债	789	806	806	806
长期借款	59	76	76	76
其他非流动负债	730	730	730	730
负债合计	1862	1935	1747	1811
少数股东权益	224	371	538	738
股本	810	810	985	985
资本公积	574	574	2431	2431
留存公积	984	1536	2054	2704
归属母公司股	2368	2920	5470	6120
负债和股东权益	4454	5225	7755	8669

### 现金流量表

会计年度	单位：百万元			
	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	235	604	766	881
净利润	454	699	796	951
折旧摊销	100	116	141	156
财务费用	63	53	28	0
投资损失	-123	-160	-91	-92
营运资金变动	-234	-144	-110	-139
其他经营现金	-25	39	2	5
投资活动现金	-404	70	30	31
资本支出	476	39	30	30
长期投资	135	0	0	0
其他投资现金	207	109	60	61
筹资活动现金	-629	14	1641	-100
短期借款	-256	44	-250	0
长期借款	-1	17	0	0
普通股增加	0	0	175	0
资本公积增加	-127	0	1857	0
其他筹资现金	-244	-47	-142	-100
现金净增加额	-798	688	2437	812

### 利润表

会计年度	单位：百万元			
	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2924	3582	4006	4498
营业成本	942	1047	1120	1236
营业税金及附加	40	49	54	61
营业费用	1225	1429	1583	1750
管理费用	292	357	396	437
财务费用	63	53	28	0
资产减值损失	5	6	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	123	160	91	92
营业利润	480	800	914	1104
营业外收入	86	56	60	60
营业外支出	13	5	5	5
利润总额	553	851	969	1159
所得税	99	152	173	207
净利润	454	699	796	951
少数股东损益	37	147	167	200
归属母公司净利	417	552	628	752
EBITDA	643	970	1083	1260
EPS	0.52	0.68	0.64	0.76

### 主要财务比率

会计年度	单位：百万元			
	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	7.0%	22.5%	11.8%	12.3%
营业利润	28.8%	66.7%	14.2%	20.8%
归属母公司净利	41.1%	32.3%	13.8%	19.6%
获利能力				
毛利率(%)	67.8%	70.8%	72.0%	72.5%
净利率(%)	14.3%	15.4%	15.7%	16.7%
ROE(%)	17.6%	18.9%	11.5%	12.3%
ROIC(%)	16.8%	25.1%	27.4%	31.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	41.8%	37.0%	22.5%	20.9%
净负债比率(%)	24.95%	27.50%	15.97%	15.49%
流动比率	2.06	2.70	6.01	6.62
速动比率	1.62	2.23	5.41	6.01
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.74	0.62	0.55
应收账款周转率	8	8	7	7
应付账款周转率	4.49	4.50	4.81	4.88
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.52	0.68	0.64	0.76
每股经营现金流	0.29	0.75	0.78	0.90
每股净资产(最新)	2.92	3.61	5.56	6.22
估值比率				
PE	47.49	35.89	38.35	32.07
PB	8.37	6.79	4.41	3.94
EV EBITDA	27	18	16	14

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年 华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86755 82493932/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：8610 68085588/传真：8610 68085588

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层/ 邮政编码：200120

电话：8621 50106028/传真：8621 68498501

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn