

医药：康恩贝（600572）跟踪点评

2015年05月28日

并购医药 B2B 企业，整合公司资源

强烈推荐（上调）

⑤ 事件：

公司拟以现金 23,265.00 万元收购和瑞控股、通联创投、上海国药等 15 名交易对方持有的浙江珍诚医药在线股份有限公司共计 4,230 万股股份，占珍诚医药总股本的比例为 26.44%，交易完成后，公司将持有浙江珍诚医药 57.25% 的股份，成为第一大股东。同时现金 5,437.5 万元收购珍视明少数股东 18.75% 股权，实现全资控股。对外投资体外诊断试剂行业，投资 3000 万元入股嘉兴益康生物 20% 股权。

⑤ 控股浙江珍诚医药，实现共赢

公司曾于 2014 年 12 月受让珍诚医药 30.81% 的股权，本次交易进一步收购珍诚医药 26.44% 的股权，构成最近 12 个月内连续对同一或者相关资产进行购买、出售的情形，属于重大资产重组事项。交易完成，可以整合公司资源，降低珍诚医药采购成本，打开康恩贝 OTC 品种的网上销售，提高公司医药流通当中的配送能力，最终通过协作实现共赢。

⑤ 收购珍视明少数股东权益，对外投资体外诊断，协作共赢

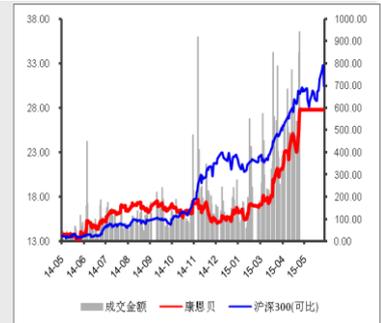
珍视明知名度和美誉度高，体外诊断试剂行业具备实现智能移动穿戴设备的先天优势，可通过珍诚“药联五万家”在药店、“健康管理中心”等渠道实现销售，整合公司所有资源，培育 OTC、诊断试剂行业大发展。

⑤ 投资策略

2015-2017 年每股收益分别为 0.76 元、0.96 元和 1.04 元；对应 PE 为 36 倍、29 倍和 27 倍，鉴于公司业绩持续向上，估值偏低，我们上调公司评级，给予公司“强烈推荐”评级。

⑤ 风险提示

1、外延性并购风险；2、原材料成本上升风险；3、药品安全事件等。

市场表现 截至 2015.05.28

市场数据(停牌前) 2015-04-24

A 股收盘价 (元)	27.79
一年内最高价 (元)	27.79
一年内最低价 (元)	12.88
上证指数	4,620.27
市净率	5.5
总股本 (万股)	98,460
实际流通 A 股 (万股)	70,096
限售流通 A 股 (万股)	28,364
流通 A 股市值 (亿元)	194.8

分析师：张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

图表：财务数据及估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	732.6	577.8	686.3	806.2	947.8
同比增长 (+/-%)	10.1%	-21.1%	18.8%	17.5%	17.6%
归属净利润 (百万元)	35.6	39.5	59.9	93.0	127.5
同比增长 (+/-%)	-27.7%	10.9%	51.7%	55.4%	37.1%
每股收益 (元)	0.14	0.15	0.23	0.36	0.49
PE	296.47	267.39	176.25	113.44	82.76
PB	15.75	7.63	7.41	7.06	6.63

证券研究报告

目 录

一、现金收购浙江珍诚医药 26.44%股权，成为第一大股东	4
二、受让珍视明少数股东权益，实现全资控股	6
三、参与嘉兴益康生物技术有限公司增资入股，持有 20%股权	7
四、投资建议	7
五、风险提示	7

图表目录

图表 1: 收购前珍诚医药股权结构	4
图表 2: 珍诚医药下属子公司情况	4
图表 3: 医药在线交易服务全流程图	5
图表 4: 珍诚医药主营业务运营模式及范围	6

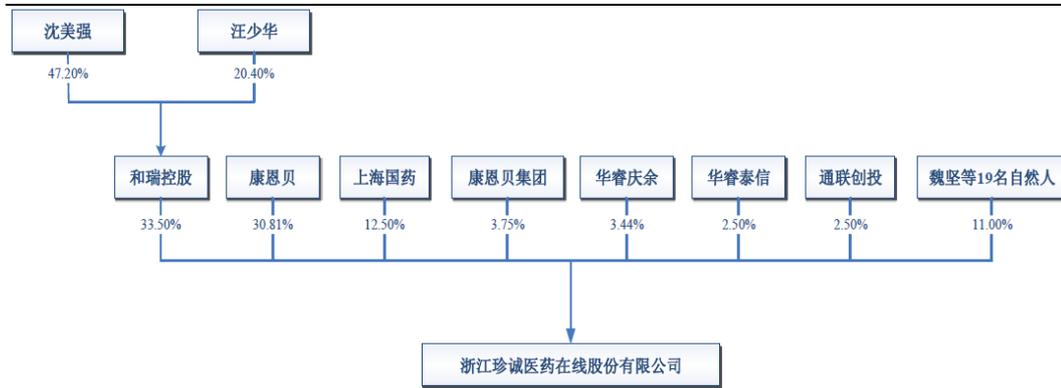
一、现金收购浙江珍诚医药 26.44%股权，成为第一大股东

公司拟以现金 23,265.00 万元收购和瑞控股、通联创投、上海国药、魏坚、吴勤富、王国娟、章林琴、贾帼宏、陈兴良、赵跃宝、周荣祖、陈慧玉、方萍、石金珠、许芬娟合计 15 名交易对方持有的浙江珍诚医药在线股份有限公司共计 4,230 万股股份，占珍诚医药总股本的比例为 26.44%，交易完成后，公司将持有浙江珍诚医药 57.25%的股份，成为第一大股东，可以并表。

公司曾于 2014 年 12 月受让珍诚医药 30.81%的股权，本次交易进一步收购珍诚医药 26.44%的股权，构成最近 12 个月内连续对同一或者相关资产进行购买、出售的情形，属于重大资产重组事项，尚需得到证监会的审核。

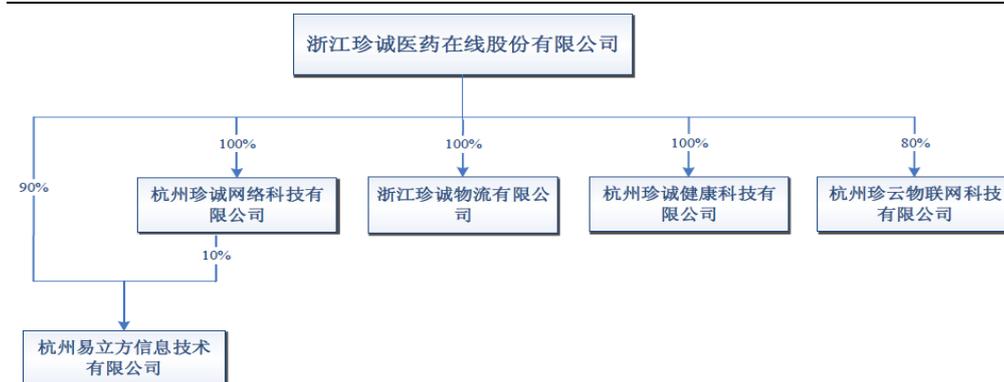
珍诚医药 2014 年 12 月向股转系统递交挂牌申请，目前还处于意见反馈期间，本次收购完成有利于珍诚医药在新三板挂牌。

图表 1: 收购前珍诚医药股权结构



数据来源：公司公告、华融证券整理

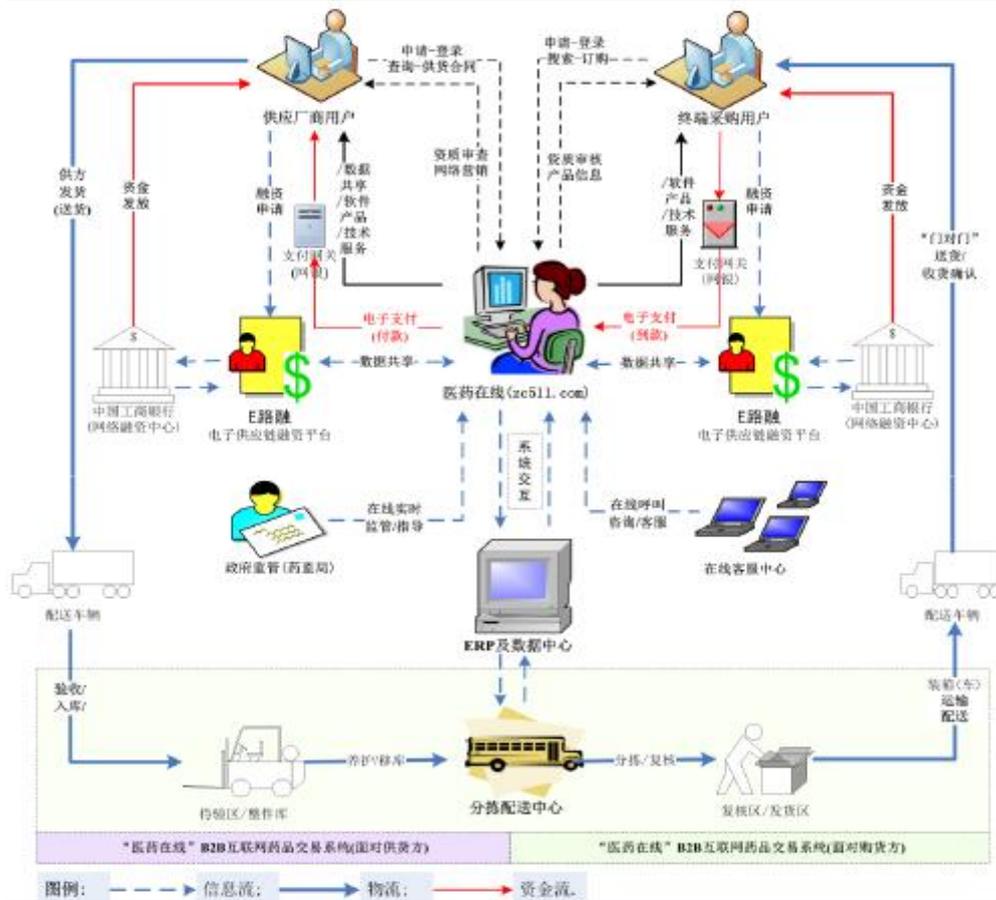
图表 2: 珍诚医药下属子公司情况



数据来源：华融证券整理

珍诚医药是一家医药健康电子商务及渠道增值服务运营商，拥有自主研发并运营的医药 B2B 平台“医药在线”，为医药第二、第三终端及医药分销企业提供药品、医疗器械、保健食品等医药互联网分销服务。同时通过“E 路融”、“药联 5 万家”和“云联千商”等互联网虚拟整合方式，提高医药流通效率，创新医药商业模式。

图表 3: 医药在线交易服务全流程图



数据来源：公司公告、华融证券整理

截至 2014 年 12 月底，“医药在线”拥有 3,459 家供应厂商会员和 24,966 家第二、第三医药终端企业会员，珍诚医药目前正在销售以 OTC、国家基本药物、医保用药为主的 12,461 个品规的医药及保健品，并拥有约 1.8 万多平方米符合新版 GSP 规范的现代物流配送中心。

三、参与嘉兴益康生物技术有限公司增资入股，持有 20%股权

康恩贝拟出资 3000 万元增资入股嘉兴益康生物，持有 20%股权，分两期出资，首期出资 2000 万元持有 15%股权。公司首期出资完成后，由益康生物出资 800 万元收购李志华先生及其关联方持有南京检康生物技术有限公司 100%股权、杭州检仪豪生物技术有限公司 100%股权。2016 年 3 月 31 日后三个月内公司有出资 1000 万元取得标的公司 5%股权的选择权利，目标是持股 20%。

本次对外投资，进入体外诊断行业，体外诊断试剂行业具备实现智能移动穿戴设备的先天优势，未来尤其在慢病领域最具实现家庭化普及使用条件，为公司推进大健康产业平台提供大数据支持。

体外诊断试剂可以通过珍诚“药联五万家”在药店、“健康管理中心”等渠道实现销售，大力丰富珍诚医药的产品线，支持珍诚“药联五万家”的市场开拓。整合公司所有资源，培育诊断试剂行业大发展。

四、投资建议

由于此次重大重组需要等待证监会审核通过，时间不好把握，收购珍视明少数股东权益及对外投资不构成重大资产重组，因此可以实现业绩方面的提升，我们小幅上调盈利预测，2015-2017 年公司营业收入分别为 42.98 亿元、51.56 亿元和 61.89 亿元；归属上市公司净利润分别为 7.52 亿元、9.41 亿元和 10.24 亿元；每股收益分别为 0.76 元、0.96 元和 1.04 元；对应 PE 为 36 倍、29 倍和 27 倍，鉴于公司业绩持续向上，估值偏低，我们上调公司评级，给予公司“强烈推荐”评级。

五、风险提示

- 1、外延性并购风险
- 2、原材料成本上升风险
- 3、食品药品安全事件

附表:
资产负债表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2,208.1	2,177.5	2,461.2	2,900.6	3,512.7
现金	782.0	668.9	644.7	773.6	928.4
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	415.4	293.3	558.7	611.8	731.2
应收款项	409.7	524.6	546.7	686.7	846.3
其他应收款	35.9	39.9	52.9	63.2	76.3
存货	464.8	598.1	581.4	708.7	870.2
其他	100.3	52.7	76.7	56.5	60.4
非流动资产	2,245.7	4,121.4	4,863.2	5,832.9	6,683.0
长期股权投资	233.4	447.0	570.3	693.5	816.7
固定资产	854.8	1,443.8	1,812.1	2,311.8	2,791.2
无形资产	334.0	499.7	586.6	694.3	782.8
其他	823.6	1,730.9	1,894.2	2,133.4	2,292.3
资产总计	4,453.8	6,298.9	7,324.4	8,733.5	10,195.7
流动负债	1,073.3	1,845.2	2,156.5	2,783.3	3,396.4
短期负债	405.7	614.1	926.1	1,234.2	1,513.4
应付账款	240.5	295.4	240.7	288.8	346.6
预收账款	27.5	26.0	42.5	45.5	54.8
其他	399.6	909.7	947.2	1,214.8	1,481.6
长期负债	789.0	944.7	1,002.1	987.6	947.2
长期借款	59.0	344.0	344.0	344.0	344.0
其他	730.0	600.7	658.1	643.6	603.2
负债合计	1,862.3	2,789.9	3,158.6	3,770.9	4,343.6
股本	809.6	809.6	984.6	984.6	984.6
资本公积金	573.8	573.8	398.8	398.8	398.8
留存收益	984.3	1,407.1	1,980.4	2,672.4	3,448.2
少数股东权益	223.9	579.8	663.4	768.1	881.8
母公司所有者权益	2,367.6	2,790.4	3,363.7	4,055.8	4,831.5
负债及权益合计	4,453.8	6,298.9	7,324.4	8,733.5	10,195.7

现金流量表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	230.2	614.9	608.4	1,071.9	1,024.2
净利润	454.2	727.8	835.4	1,046.8	1,137.9
折旧摊销	100.5	130.5	124.1	134.1	142.7
财务费用	68.5	88.9	107.8	52.5	62.0
投资收益	-152.8	-241.9	-137.7	-150.7	-171.2
营运资金变动	-233.8	-57.8	-316.6	0.8	-134.4
其他	-6.5	-32.5	-4.5	-11.4	-12.8
投资活动现金流	-404.3	-1,257.4	-715.8	-934.1	-797.9
资本支出	-589.2	-472.7	-701.1	-932.4	-816.7
其他投资	184.9	-784.8	-14.7	-1.7	18.8
筹资活动现金流	-373.2	446.3	83.2	-8.9	-71.5
借款变动	-257.3	493.4	312.0	308.1	279.3
普通股增加	0.0	0.0	175.0	0.0	0.0
资本公积增加	-127.1	0.0	-175.0	0.0	0.0
股利分配	-97.2	-129.5	-178.5	-250.0	-248.4
其他	108.4	82.4	-50.4	-66.9	-102.4

利润表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,924.2	3,581.6	4,297.9	5,157.5	6,189.0
营业成本	941.9	1,104.4	1,203.4	1,444.1	1,732.9
营业税金及附加	40.0	44.9	60.2	72.2	86.6
营业费用	1,225.4	1,422.8	1,719.2	2,063.0	2,599.4
管理费用	291.8	350.8	386.8	464.2	557.0
财务费用	62.7	86.1	107.8	52.5	62.0
资产减值损失	5.2	2.5	7.8	5.1	7.7
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	123.0	230.3	129.2	138.8	155.3
营业利润	480.1	800.4	941.9	1,195.2	1,298.7
营业外收入	86.3	69.6	56.7	65.0	69.4
营业外支出	13.2	18.5	12.5	13.5	14.4
利润总额	553.2	851.5	986.1	1,246.7	1,353.7
所得税	99.0	123.7	150.8	199.9	215.7
净利润	454.2	727.8	835.4	1,046.8	1,137.9
少数股东权益	36.9	175.4	83.5	104.7	113.8
归属母公司所有者净利润	417.4	552.3	751.8	942.1	1,024.1
EPS (元)	0.42	0.56	0.76	0.96	1.04

主要财务比率

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
同比增长率					
营业收入	7.0%	22.5%	20.0%	20.0%	20.0%
营业利润	28.8%	66.7%	17.7%	26.9%	8.7%
净利润	41.1%	32.3%	36.1%	25.3%	8.7%
盈利能力					
毛利率	67.8%	69.2%	72.0%	72.0%	72.0%
净利率	15.5%	20.3%	19.4%	20.3%	18.4%
ROE	17.6%	19.8%	22.4%	23.2%	21.2%
ROIC	16.9%	18.3%	17.7%	17.6%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	41.8%	46.5%	45.0%	44.8%	44.0%
流动比率	2.06	1.18	1.14	1.04	1.03
速动比率	1.56	0.85	0.86	0.79	0.78
营运能力					
资产周转率	0.66	0.57	0.59	0.59	0.61
存货周转率	2.03	1.85	2.07	2.04	1.99
应收账款周转率	3.54	4.38	3.89	3.97	3.92
每股资料 (元)					
每股收益	0.42	0.56	0.76	0.96	1.04
每股经营现金	0.29	0.76	0.62	1.09	1.04
每股净资产	2.92	3.45	3.42	4.12	4.91
每股股利	0.10	0.13	0.18	0.24	0.22
估值比率					
PE	65.56	49.54	36.39	29.04	26.72
PB	9.50	8.06	8.13	6.75	5.66

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn