

康恩贝（600572）—

“珍惜”急速扩张小珍诚，“收获”医药电商新霸主！

### 强烈推荐（维持）

2015年6月17日

- **控股珍诚医药** 公司以现金方式收购和瑞控股等合计 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%。经协商标的公司 26.44% 的股份作价 2.3 亿元。本次交易完成后，将合计持有珍诚医药 57.25% 的股份，为其第一大股东。
- **100%控股贵州拜特** 公司以现金 9.6 亿元受让朱麟先生持有的贵州拜特制药有限公司剩余 49% 股权。贵州拜特已于 2015 年 6 月 1 日在贵州省工商行政管理局办理完成上述股权转让的工商变更登记备案手续。本次工商变更完成后，公司持有贵州拜特 100% 的股权，贵州拜特成为公司全资子公司。
- **受让江西天施康部分少数股东股权** 公司拟以现金人民币 4264.8 万元受让吴朝阳等共十位自然人股东持有的江西天施康中药股份有限公司合计 708.4 万股股份，占江西天施康公司总股本的 7.08%。本次受让股份完成后，公司将持有江西天施康公司 57.96% 的股权。
- **受让江西珍视明药业少数股东股权** 公司通过下属控股子公司江西天施康持有珍视明药业 81.25% 股权，现拟以现金 5437.5 万元受让徐伟、吴小琳、章惠均共三位自然人股东持有的江西珍视明药业 18.75% 的股权。本次受让股份完成后，公司将以直接和间接方式持有珍视明药业 100% 的股权。
- **对外投资** 公司根据发展布局需要，拟出资人民币 3000 万元以增资入股的方式取得嘉兴益康生物技术有限公司 20% 股权。公司首期出资完成后，由标的公司出资 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。
- **重组高效复合干扰素取得美国 FDA I 期临床试验许可** 2015 年 6 月 6 日四川辉阳公司取得美国 FDA 关于该公司重组高效复合干扰素（简称 rSIFN-co）“rSIFN-co 用于已知干扰素具有抗肿瘤活性的晚期实体瘤的研究”的 I 期临床试验许可文件，许可证号：IND 109843。
- 公司通过控股珍诚医药，加快布局进入药品电商领域，珍诚医药具备的医药在线分销渠道和现代医药物流配送体系与康恩贝拥有的品牌优势和丰富产品资源通过重组整合发挥互补、协同效应。另外，珍诚医药云计算技术和软件开发能力，以及通过多年经营积累的医药终端资源为康恩贝将珍诚医药打造成开放式药品、保健食品、医疗器械电子商务交易平台提供基础。故给予公司“强烈推荐”评级。

证券分析师—许希晨

执业资格证书：S0600512080001

021-63123162

[jenny1727@gmail.com](mailto:jenny1727@gmail.com)

证券分析师—洪阳

执业资格证书：S0600513060001

0512-62938572

[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

### 相关报告

康恩贝（600572）深度报告—

“当下拜特，未来珍诚”

2015.5.19

## 一、珍诚医药

为顺应传统产业加快与互联网融合的发展潮流，2014年12月公司参股受让了浙江珍诚医药在线股份有限公司30.81%股权，加快了在医药电商领域和未来基于互联网平台进行业务改造升级的布局。

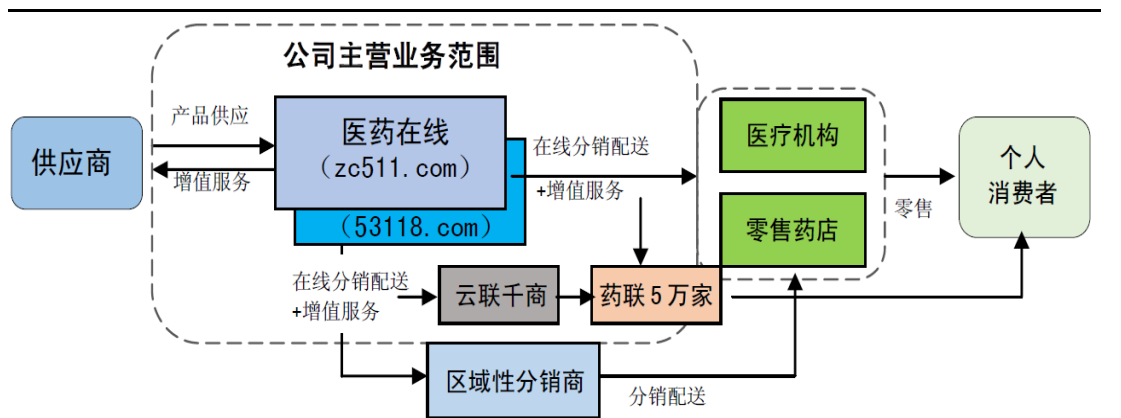
公司现拟以现金方式收购和瑞控股、通联创投、上海国药、魏坚、吴勤富、王国娟、章林琴、贾帼宏、陈兴良、赵跃宝、周荣祖、陈慧玉、方萍、石金珠、许芬娟合计15名交易对方持有的浙江珍诚医药在线股份有限公司共计4,230万股股份，占珍诚医药总股本的比例为26.44%。根据交易双方签署的《股权转让协议》，本次交易价格以评估结果为基础由交易双方共同协商确定，经协商标的公司26.44%的股份作价23,265.00万元。

本次交易完成后，公司将合计持有珍诚医药57.25%的股份，为其第一大股东。

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，是我国首批获得医药分销B2B互联网药品交易服务资质的企业。公司拥有自主开发并运营的医药B2B电子商务平台——“医药在线”。

珍诚医药以现代信息化医药物流配送体系为支撑，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；为医药分销渠道上下游用户提供信息共享、数据分析、网络营销、金融创新、在线培训、软件和技术等增值服务；并通过“药联5万家”和“云联千商”等互联网虚拟整合模式，提升全产业链信息化水平，提高医药流通效率。

图表 1: 珍诚医药服务模式图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

珍诚医药以“医药在线”电子商务平台为核心，先后开发了“E路融”、“药联5万家”、“网上药博会”、“网络商学苑”等创新服务平台，为产业链上下游用户提供更加丰富的渠道增值服务。

### ➤ E路融

E路融由珍诚医药与中国工商银行合作开发，实现“医药在线”电子商务平台与工商银行网银系统的互联。该平台的主要功能为：与珍诚医药进行网上交易的客户提出融资需求时，工商银行可以通过E路融在线查询合同、订单、发票信息、资信记录等信息，进行在线审核，向客户提供“无抵押担保、随借随还、跨区域、低成本”的贷款。

### ➤ 药联5万家

主要负责药联5万家的运营。具体职责包括：按照药联5万家的虚拟连锁模式，整合发展会员客户并收集其合法证照，开通网上交易账户，组织独家代理品种及各项增值服务，为会员提供优质的服务。

药联5万家拟在全国区域内联合5万家以上骨干单体药店，组建全国最大的网络化虚拟超级连锁，充分发挥联合优势，携手知名药企，精选优势品种，实行会员区域独享，免费共享高效率金融服务、新版GSP药店管理软件、灵活的在线培训等增值服务，助力单体药店提升市场核心竞争力，改善盈利能力。

### ➤ 云联千商

主要负责云联千商的运营。具体职责包括：根据云联千商的虚拟商业集团思维，按照新版GSP要求联合中小医药商业公司共同发展

珍诚医药运用互联网、物联网、GIS、云计算、SaaS软件等新一代信息技术，拟在全国区域内整合1000家地方性小型医药商业公司，实现产品共享、服务共享、平台共享、区域独享。盈利模式大体分为产品贸易价差和增值服务收入。经营产品和服务包括公司全部经营范围。

## 二、珍诚医药互联网化战略

珍诚医药互联网化战略总体框架：

- 打造面向全国医药健康产品直销终端的一站式互联网(B2B)分销平台；
- 构建以全国直销终端为依托，直接面向消费者多元化需求的社区化、移动化“医+药”O2O服务体系；
- 完善、提升“E路融”供应链融资平台。

### 2.1 打造面向全国医药健康产品直销终端的一站式互联网(B2B)分销平台

- 为直销终端提供厂家直供价产品采购、配送以及供应链金融、社区化移动虚拟货架、药店云平台等一系列互联网增值服务；
- 拓展服务于5-50万家终端的中国最大的医药(大健康)直销网络；

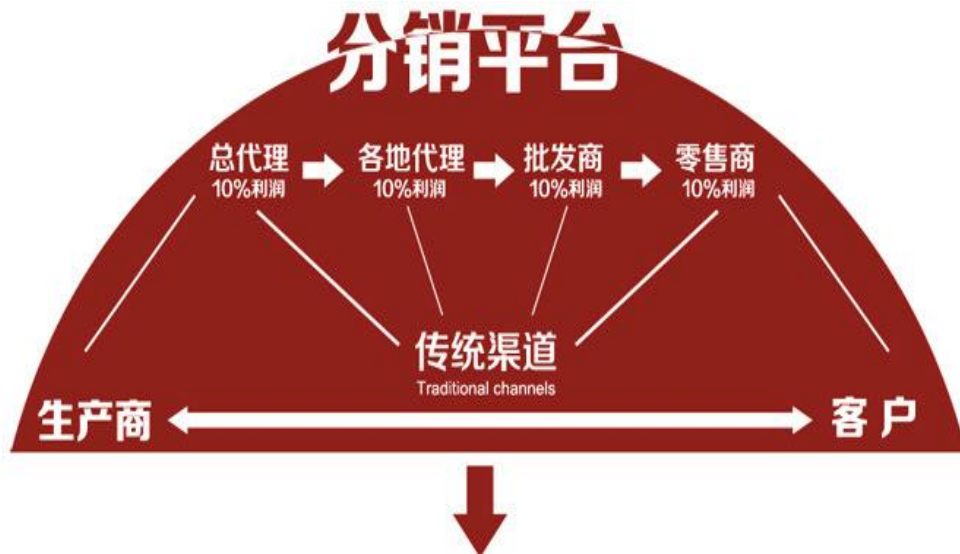
截至 2014 年 12 月底，“医药在线”拥有 3,459 家供应厂商会员和 24,966 家第二、第三医药终端企业会员；药联 5 万家平台累计注册会员 9,295 家，业务区域覆盖广东、广西、云南、湖北、湖南、北京、江苏、安徽、辽宁、河南、山西、内蒙、浙江、新疆、黑龙江等省。“珍诚”目前注册用户 3 万多（证照有效期内均可进行采购），活跃用户 15000 家（每月采购），2-3 个月会进行采购的约 24000 家。

➤ 上线产品 3-5 万个，满足终端经营对产品的需求。

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。

药品由生产商到达终端的传统路径需经过总代理、各级代理、批发商和零售商等分销平台。

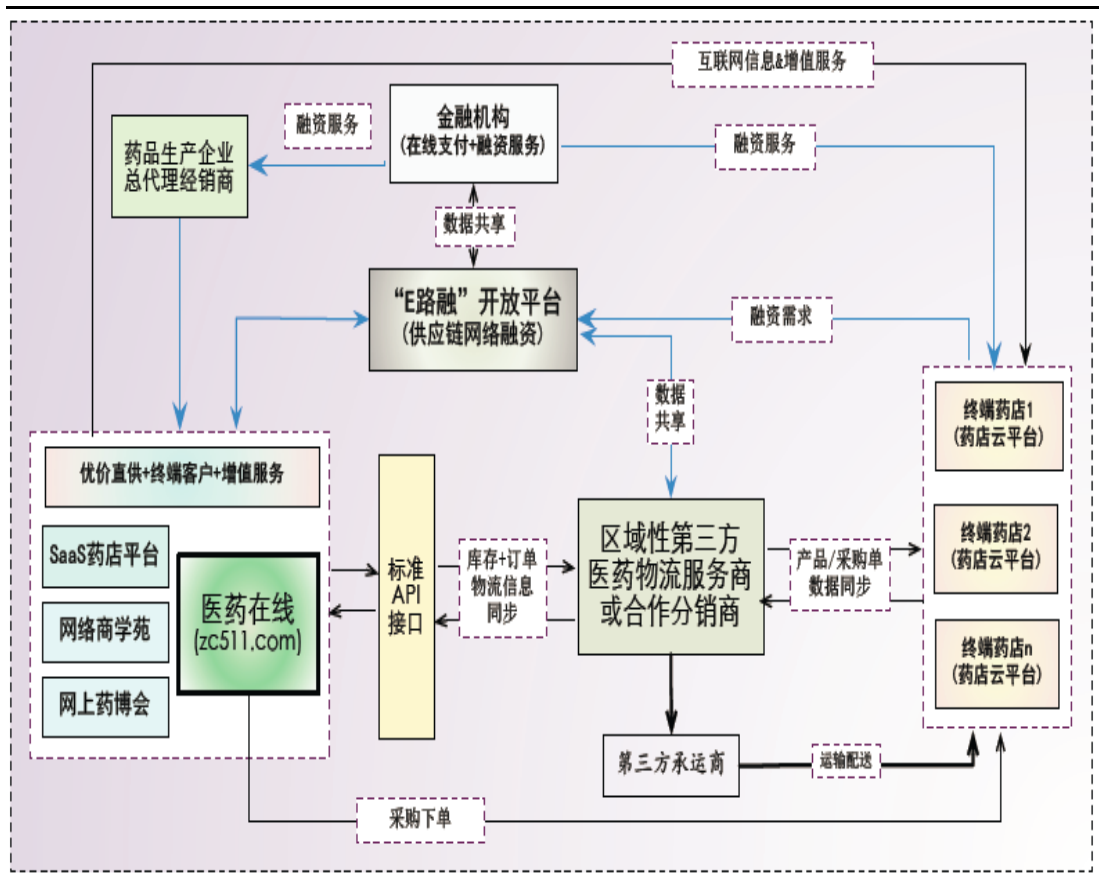
图表 2：药品传统流通渠道示意图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

而珍诚医药面向全国医药直销终端的一站式互联网 (B2B) 分销平台省去了分销平台的步骤，直接将产品送达至客户。

图表 3: 面向全国医药直销终端的一站式互联网 (B2B) 分销业务模式图



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.1.1 面向上游制造商, 通过 B2B 电商平台, 提供直接面向终端的一站式、多元化的产品展示、促销推广、分销配送等服务, 缩短渠道、优价直供, 决战“长尾”。关键点:

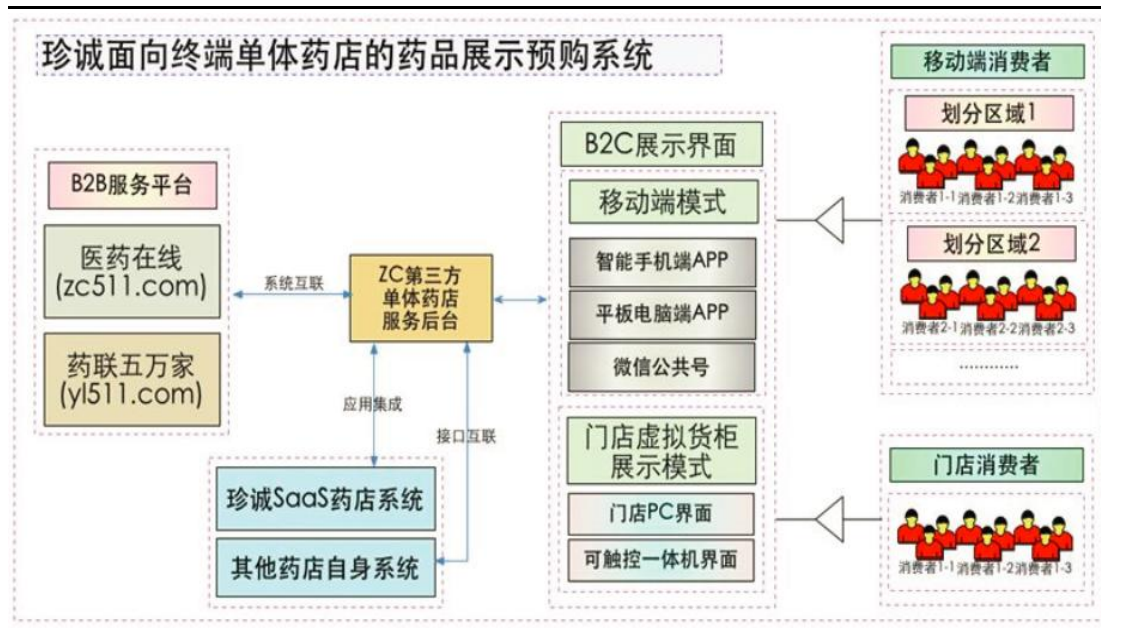
- 产品: 优化结构, 拓展品规——成为药厂分销/纯销首选平台;
- 物流: 三方物流, 保障快配——保障终端对配送服务的需求;
- 金融: 互联网金融, 集聚效应——满足资金需求, 助力发展。

2.1.2 面向下游终端客户, 以互联网方式快速开发客户, 并提供厂家直供价产品搜索、采购、配送服务以及社区化移动虚拟货架 (APP/HD 等)、药店云平台、网络商学苑等各种互联网服务, 决胜“终端”。

- 提供基于 B2B 的产品优价、直供、快配以及免费互联网增值服务, 增强平台吸引力和客户粘性;
- 基于“长尾产品”的社区化移动虚拟货架 (APP/HD 等), 并协同门店配送, 构建一个面向消费者的社区化、移动化的互联网展示、订购 O2O 服务平台——帮助终端降低经营成本、服务消费者、共同发展。



图表 4: 珍诚面向终端单体药店的药品展示预购系统



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2 构建依托全国直销终端、满足消费者多元化需求的社区化、移动化的 020 “医+药” 服务体系

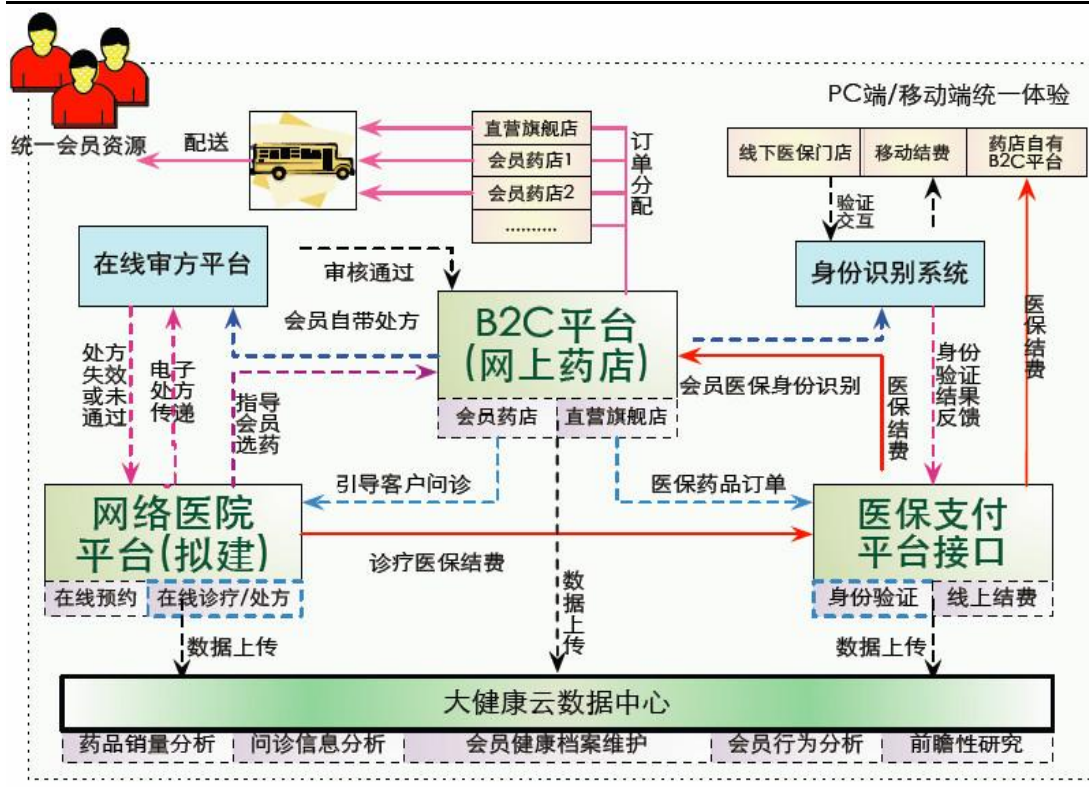
### 2.2.1 构建互联网医疗服务平台，打造社区化 020 “快诊+处方” 模式

- 功能&定位：慢病、常见病；快速诊治、处方；
- 服务链接：在线预约挂号、检验检测数据共享等；
- 构建社区化“快诊+处方”的联动服务模式。

### 2.2.2 构建 B2B2C 大健康线上服务生态圈，依托实体药店，打造“医+药” 020 购药闭环

- 服务链接：互联网诊疗、在线处方、药师审方、医保结算、药店管理等；
- 打造面向消费者的“医+药” 020 购药闭环。

图表 5: 面向个人消费者多元化需求的互联网化“医+药”服务体系



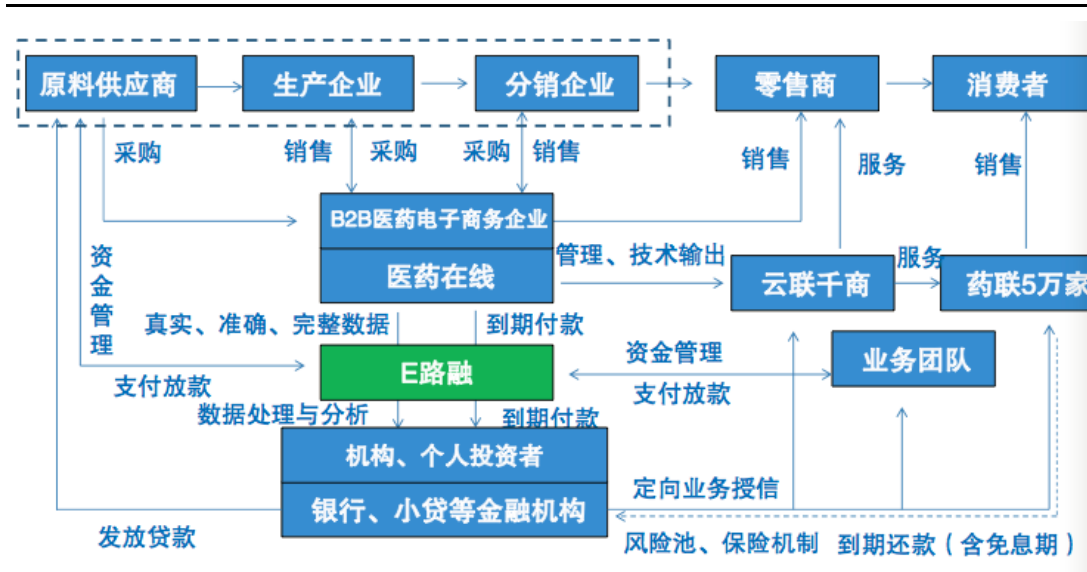
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.3 完善、提升供应链网络融资云服务平台 (“E 路融” 开放平台)

供应链金融服务特点: 无需担保、抵押; 便捷、灵活、随借随还; 融资成本低; 突破服务区域限制。

- 拓展更多的医药供应链核心企业, 建立合作关系——目前主要以“医药在线”为核心企业; 未来可对接更多行业内外核心企业;
- 与国内外更多金融机构(包括各类商业银行、小贷公司等)开展合作, 提供种类更丰富、形式多样化、操作更便捷、成本更优惠的金融产品, 更好满足核心企业上下游的融资需求——目前已经签约 10 家(类)金融机构, 平台已对接 1 家; 3 家正在对接。

图表 6: E路融平台示意图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 三、竞争格局分析：九州通

2014年，九州通推行集团化IT战略，全面开展电子商务的投资布局，形成了包括九州通医药网（B2B）、九州通中药材电子商务有限公司（中药材B2B）、北京好药师大药房连锁有限公司线上业务和武汉九州通麦迪森电子商务有限公司（B2C、O2O等）等多业态的医药电子商务平台。

2014年，九州通新增了天津、沈阳、郑州和杭州4个电商物流中心库的建设，电商物流中心库覆盖达到9个城市（中山、杭州、上海、郑州、北京、成都、武汉、沈阳、天津）。技术开发与应用方面，现已完成新IDC建设、新版官网上线、ERP升级、五大中心（订单中心、商品中心、会员中心、运营中心、呼叫中心）建设、微信（支付）商城接入等工作。

在O2O以及“药急送”业务方面，截至目前，好药师已在上海、北京、广州等29个城市完成约14000余家线下药店的签约对接工作，并已试行药急送服务。此外，好药师通过参股“上海优伊网络科技有限公司”，将“U医U药”APP移动端整合置入“U糖、U药箱、药急送、U糖之家”服务模块，开展“以糖尿病单项慢性病种为服务对象”的日常智能护理平台，“U糖”模块终端开发使用了“国内首台血糖无创检测智能健康平板穿戴设备护理平台”，“U药箱”则以用药安全提示为糖尿病用户提供用药过程的用药指导，并最终在“药急送”进行下单配送。2014年，九州通完成了“好药师官网”新版上线，新增会员220万人，目前发展各类会员合计约450万人。

2014年，为快速打造公司中药材电子商务交易平台及物流体系，公司已陆续在道地产区或集散地成立了九州通亳州中药材电子商务有限公司、九州通安国中药材电子商务有限公司、九州通渭源中药材电子商务



有限公司、九州通成都中药材电子商务有限公司和九州通绵阳中药材电子商务有限公司等机构，以拓展公司中药材电商业务。

九州通与珍诚医药均以第二、三终端为目标客户，且九州通在规模、基础方面均较珍诚医药有优势。面对九州通的强势地位，我们认为珍诚医药只有快速抢占市场，在三年内实现 200 亿营收，或省外开拓 10 万终端的前提下才能扩大胜算。

#### 四、其它

##### 4.1 100%控股贵州拜特

公司以现金人民币 9.555 亿元受让朱麟先生持有的贵州拜特制药有限公司剩余 49% 股权。贵州拜特已于 2015 年 6 月 1 日在贵阳市工商行政管理局办理完成上述股权转让的工商变更登记备案手续。本次工商变更完成后，公司持有贵州拜特 100% 的股权，贵州拜特成为本公司全资子公司。

2015 年 4 月 26 日，经公司和朱麟先生双方协商一致，在签署《关于贵州拜特制药有限公司 49% 股权之股权转让协议》的同时，同意对双方 2014 年 4 月 3 日签署的《盈利补偿协议》有关事项进行补充约定，并签署了《关于股权转让协议之盈利补偿协议之补充协议》，主要如下：

追加对价安排：

若贵州拜特 2014 年度、2015 年度、2016 年度三个会计年度实现的扣除非经常性损益后的累计净利润金额达到人民币 90,870 万元，且 2016 年度扣除非经常性损益后的净利润不低于人民币 33,000 万元，则在 2016 年度结束经审计确认实现本款约定的净利润目标后，由公司以现金方式对朱麟先生支付一笔追加对价。双方同时确认，公司支付上述追加对价的上限不超过 9 亿元。

双方一致同意，若公司届时根据上款约定需支付上述追加对价，则朱麟先生同意公司分三期支付。但是，若拜特制药 2017 年度审计报告所载的扣除非经常性损益后的净利润金额低于人民币 30,000 万元，则朱麟先生同意届时豁免公司履行支付第三期追加对价款的付款义务。

由盈利补偿协议可知，公司将 2017 年纳入对赌范围，由此我们推测，公司短期内不会对拜特销售队伍及产品进行大规模的整合。

##### 4.2 受让江西天施康部分少数股东股权

公司拟以现金人民币 4264.8 万元受让吴朝阳等共十位自然人股东持有的江西天施康中药股份有限公司合计 708.4 万股股份，占江西天施康公司总股本的 7.08%。本次受让股份完成后，公司将持有江西天施康公

司 57.96%的股权。

#### 4.3 受让江西珍视明药业少数股东股权

公司通过下属控股子公司江西天施康持有珍视明药业 81.25%股权，现拟以现金人民币 5437.5 万元受让徐伟、吴小琳、章惠均共三位自然人股东持有的江西珍视明药业 18.75%的股权。本次受让股份完成后，公司将以直接和间接方式持有珍视明药业 100%的股权。

#### 4.4 对外投资

公司根据发展布局需要，拟出资人民币 3000 万元以增资入股的方式取得嘉兴益康生物技术有限公司 20%股权。公司首期出资完成后，由标的公司出资 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。

#### 4.5 重组高效复合干扰素取得美国 FDA I 期临床试验许可

2015 年 6 月 6 日四川辉阳公司取得美国 FDA 关于该公司重组高效复合干扰素 (Recombinant Super Compound Interferon, 简称 rSIFN-co) “rSIFN-co 用于已知干扰素具有抗肿瘤活性的晚期实体瘤的研究”的 I 期临床试验许可文件，许可证号：IND 109843。

### 五、 盈利预测：

盈利预测基础：

肠炎宁 2014 年销售收入增长 20%，2015 年增长 20%；  
 前列康 2014 年销售收入减少 45%，2015 年增长 50%；  
 天保宁 2015 年销售收入增长 30%；  
 银杏叶提取物 2014 年销售收入 0.6 亿，2015 年增长 80%；  
 麝香通心滴丸 2014 年销售收入 0.6 亿，2015 年增长 80%；  
 贵州拜特 2014 年贡献利润 1.5 亿，2015 年贡献利润较 2014 年增长 30%；  
 金奥康 2014 年销售收入增长 16%，2015 年增长 15%；  
 汉防己甲素 2014 年销售收入增长近 50%，2015 年增长 20%；  
 乙酰半胱氨酸泡腾片 2015 年销售收入增长 42%，2015 年增长 40%。

我们预测康恩贝 2015 年营业收入为 44.6 亿元，归属母公司净利润为 7.2 亿元。折合 2015 年 EPS 为 0.74 元，对应动态市盈率为 37.8 倍。

公司通过控股珍诚医药，加快布局进入药品电商领域，珍诚医药具备的医药在线分销渠道和现代医药物流配送体系与康恩贝拥有的品牌优势和丰富的产品资源通过重组整合可以发挥互补、协同效应。另外，珍

诚医药的云计算技术和软件开发能力，以及通过多年经营积累的医药终端资源为康恩贝未来将珍诚医药打造成开放式药品、保健食品、医疗器械电子商务交易平台提供基础。故给予公司“强烈推荐”评级。

## 六、 风险因素

- 珍诚医药平台拓展风险
- 收购整合风险
- 药品降价风险

附表 1: 康恩贝主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2013	2014	2015E	利润表	2013	2014	2015E
流动资产	2208	2177	2853	营业收入	2924	3582	4459
货币资金	782	669	968	营业成本	942	1104	1269
应收账款	410	525	627	营业税金及附加	40	45	50
存货	465	598	751	销售费用	1225	1423	1638
非流动资产	2246	4121	4099	管理费用	292	351	421
长期股权投资	233	447	447	财务费用	63	86	58
固定资产	855	1444	1762	投资收益	123	230	0
无形资产	334	500	475	营业利润	480	800	1023
在建工程	552	605	309	营业外净收入	86	70	88
资产总计	4454	6299	6954	利润总额	553	851	1075
流动负债	1073	1845	1398	所得税费用	99	124	153
短期借款	406	614	527	少数股东损益	37	175	199
应付账款	241	295	335	归属母公司净利润	417	552	724
非流动负债	789	1083	937	EBIT	425	659	934
长期借款	59	344	344	EV/EBITDA	27	24.5	19.4
其他	792	1083	1393				
				<b>重要财务</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
				<b>估值指标</b>			
负债总计	1862	2929	2456	EPS	0.52	0.56	0.74
少数股东权益	224	580	704	每股净资产	2.92	2.83	3.71
归属母公司股东权益	2368	2790	3387	ROIC	22.8%	15.2%	15.4%
负债和股东权益总计	4454	6299	6851	ROE	17.6%	19.8%	19.9%
				净利润率	14.3%	15.4%	16.2%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>				
经营活动现金流	235	617	933	毛利率	67.8%	69.2%	70.1%
投资活动现金流	-404	-1257	-843	资产负债率	41.8%	46.5%	35.7%
筹资活动现金流	-628	541	635	收入增长率	7.0%	22.5%	23.4%
现金净增加额	-798	-100	453	PE	47.5	49.5	37.8
投资现金流入	558	437	593	PB	8.4	9.8	7.5
现金及现金等价物	752	652	613	ROA	9.4%	8.8%	9.8%

资料来源: 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： (0512) 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>