

# 康恩贝 (600572)

2015年7月2日

## 大股东都增持了，还在等什么？

强烈推荐（维持）

投资要点

证券分析师 洪阳

执业资格证书：S0600513060001

0512-62938572

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

证券分析师 许希晨

执业资格证书号码：S0600512080001

021-63123162

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

- **实际控制人增持：**公司控股股东康恩贝集团有限公司一致行动人、康恩贝实际控制人胡季强先生于2015年6月29日通过上海证券交易所集中竞价交易系统增持了公司部分股份，并计划继续增持
- **实际控制人增持情况：**2015年6月29日，公司实际控制人胡季强先生增持公司股份110万股，平均增持股价为21.48元/股，占公司总股本9.8亿股的0.11%。本次增持后，胡季强先生持有公司股份数量为8,312.2万股，占公司总股本的8.44%。
- **管理层增持：**基于对康恩贝未来发展的信心和对公司价值及成长的认可，公司管理层人员计划在2015年6月29日起的未来3个月内增持合计63万股至115万股康恩贝股份。增持股份的资金来源由相关人员自筹。增持高管人员包括副董事长张伟良、公司总裁王如伟、董事吴仲时、财务总监陈岳忠、董事会秘书杨俊德等。
- **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，公司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。
- **非公开发行** 此次非公开发行不仅大大增强了公司资本实力，为未来几年发展提供了资金支持，同时引进基石基金等战略投资者，也将为探索资本市场有关参与方建立以股权为纽带、以合作共赢为动力、整合各方优势资源合力推动上市公司产业经营持续快速发展提供了良好机会。
- **资源整合** 受让江西天施康部分少数股东股权，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，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。
- 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；100%控股拜特强化业绩弹性；非公开发行增强公司资本实力；受让江西天施康部分少数股东股权、江西珍视明少数股东股权为资源进一步整合奠定基础。公司各项业务稳步推进，而实际控制人和管理层增持更是彰显发展信心。故我们给予公司“强烈推荐”评级。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.70
一年最低价/最高价	13.70 / 33.63
市净率	4.5
流通A股市值(百万元)	15911.7

### 基础数据

每股净资产(元)	4.86
资产负债率(%)	46.49
总股本(百万股)	984.60
流通A股(百万股)	700.96

### 相关报告

当下拜特，未来珍诚——康恩贝深度报告  
2015.5.19

“珍惜”急速扩张小珍诚，“收获”医药电商新霸主！——康恩贝研究报告  
2015.6.17

## 1. 大股东增持，彰显发展信心

公司控股股东康恩贝集团有限公司一致行动人、公司实际控制人胡季强先生于 2015 年 6 月 29 日通过上海证券交易所集中竞价交易系统增持了公司部分股份，并计划继续增持。

### 1.1. 本次增持情况

2015 年 6 月 29 日，公司实际控制人胡季强先生增持公司股份 110 万股，平均增持股价为 21.48 元/股，占公司总股本 9.8 亿股的 0.11%。本次增持前，胡季强先生持有公司股份数量为 8,202.2 万股（其中限售流通股 8,000 万股），占公司总股本的 8.33%。本次增持后，胡季强先生持有公司股份数量为 8,312.2 万股，占公司总股本的 8.44%。

### 1.2. 后续增持计划

基于对公司未来持续稳定发展的信心，胡季强先生拟自 2015 年 6 月 29 日起至 2015 年 8 月 28 日止的 2 个月内根据中国证监会和上海证券交易所的有关规定以及市场情况，继续择机通过上海证券交易所集中竞价交易系统（二级市场交易方式）增持公司股份累计不超过 1,000 万股（占公司总股本的 1.02%），包括上述已增持的 110 万股股份。

## 2. 管理层增持

基于对康恩贝未来发展的信心和对公司价值及成长的认可，公司管理层人员计划在 2015 年 6 月 29 日起的未来 3 个月内增持合计 63 万股至 115 万股康恩贝股份。增持股份的资金来源由相关人员自筹。增持方式为通过上海证券交易所集中竞价交易系统（即二级市场）购买。

图表 1：增持人员及增持计划

姓名	职务	计划增持股份数量（万股）	增持前持有公司股份数量（股）
张伟良	公司副董事长	5-10	21600
王如伟	公司董事、总裁	5-10	20300
吴仲时	公司董事	5-25	7952
陈岳忠	公司常务副总裁、财务总监	5-10	0
杨俊德	公司董事会秘书、副总裁	8-10	0
陆志国	公司监事会主席	5-10	0
徐伟	公司下属江西天施康中药股份有限公司董事长、浙江康恩贝医药销售有限公司总经理	10-20	100000
徐建洪	公司下属浙江康恩贝中药有限公司、浙江英诺珐医药有限公司董事长、总经理	20	81000
合计		63-115	-

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

根据相关人员申报情况，截止 2015 年 6 月 30 日，上述人员中已有部分进行了增持，具体如下：

图表 2: 管理人员中已部分增持情况

姓名	本次变动前持股数量 (股)	本次变动数量 (股)	购买均价 (元/股)	变动后持股数量
吴仲时	7952	50000	21.00	57952
张伟良	21600	13000	21.74	34600
王如伟	20300	4500	22.70	24800
陈岳忠	0	50000	21.10	50000
杨俊德	0	50000	21.40	50000
徐伟	100000	110000	20.68	210000
徐建洪	81000	200000	23.70	281000

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 控股珍诚医药

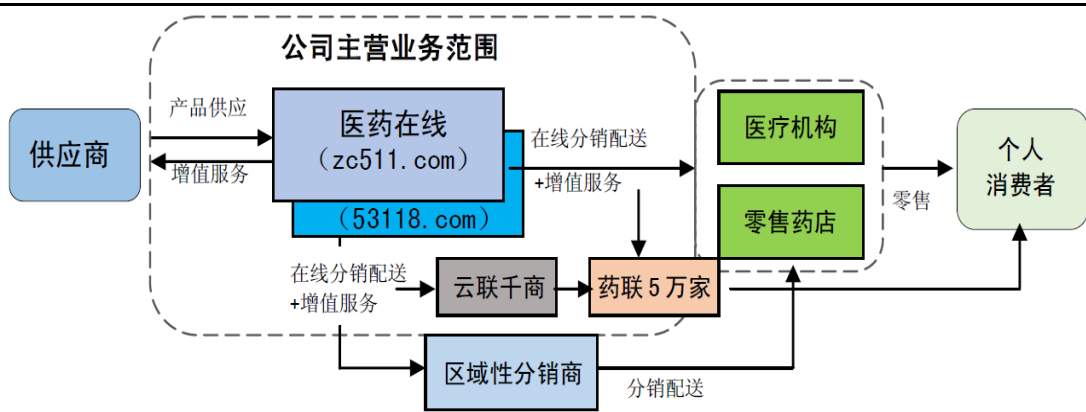
为顺应传统产业加快与互联网融合的发展潮流，2014 年 12 月公司参股受让了浙江珍诚医药在线股份有限公司 30.81% 股权，加快了在医药电商领域和未来基于互联网平台进行业务改造升级的布局。

公司以现金人民币 2.3 亿元受让和瑞控股有限公司、通联创业投资股份有限公司、上海国药股权投资基金合伙企业（有限合伙）等 15 名股东持有的浙江珍诚医药在线股份有限公司合计 4,230 万股股份（占其股份总数的 26.44%）。根据珍诚医药方面通知，珍诚医药已于 2015 年 6 月 29 日在杭州市工商行政管理局办理完成了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，本公司持有珍诚医药 57.25% 股权。

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 3 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。

### 3.1.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。

公司未来会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。

另外，公司将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。

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。

## 4. 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，贵州拜特成为本公司全资子公司。

## 5. 非公开发行

经过研究筹划推出了自首发上市以来第 6 次，也是募资规模最大的一次再融资方案，向公司实际控制人和 7 名战略投资者非公开发行 17500 万股股票，发行价格为 11.84 元/股，募集资金 21 亿元，用于补充发展所需营运资金。目前发行已实施完成。非公开发行完成后，公司股份总数由 80,960 万股增加至 98,460 万股。

此次非公发行不仅大大增强了公司资本实力，为未来几年发展提供了资金支持，同时引进基石基金等战略投资者，也将为探索资本市场有关参与方建立以股权为纽带、以合作共赢为动力、整合各方优势资源合力推动上市公司产业经营持续快速发展提供了良好机会。

## 6. 资源整合

根据公司发展战略需要，为进一步发挥资源整合优势，提升公司盈利能力和整体竞争力，公司进一步受让江西天施康 7.08% 股权和江西珍视明 18.75% 股权。

### 6.1. 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。

### 6.2. 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，公司将直接和间接方式持有珍视明药业 100% 的股权。

## 7. 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 3 亿；

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 46.4 亿元，归属母公司净利润为 8.3 亿元。折合 2015 年 EPS 为 0.85 元，对应动态市盈率为 26.7 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；100%控股拜特强化业绩弹性；非公开发行增强公司资本实力；受让江西天施康部分少数股东股权、江西珍视明少数股权为资源进一步整合奠定基础。公司各项业务稳步推进，而实际控制人和管理层增持更是彰显发展信心。故我们给予公司“强烈推荐”评级。

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
<b>流动资产</b>	<b>2208</b>	<b>2177</b>	<b>2853</b>	<b>营业收入</b>	<b>2924</b>	<b>3582</b>	<b>4640</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>2246</b>	<b>4121</b>	<b>4099</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>480</b>	<b>800</b>	<b>1204</b>
在建工程	552	605	309	营业外净收入	86	70	88
<b>资产总计</b>	<b>4454</b>	<b>6299</b>	<b>6954</b>	<b>利润总额</b>	<b>553</b>	<b>851</b>	<b>1256</b>
<b>流动负债</b>	<b>1073</b>	<b>1845</b>	<b>1398</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>417</b>	<b>552</b>	<b>833</b>
<b>非流动负债</b>	<b>789</b>	<b>1083</b>	<b>937</b>	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>			
<b>负债总计</b>	<b>1862</b>	<b>2929</b>	<b>2456</b>	EPS	<b>0.52</b>	<b>0.56</b>	<b>0.85</b>
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%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4454</b>	<b>6299</b>	<b>6851</b>	ROE	17.6%	19.8%	19.9%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	净利润率	14.3%	15.4%	16.2%
<b>经营活动现金流</b>	<b>235</b>	<b>617</b>	<b>933</b>	毛利率	67.8%	69.2%	70.1%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-404</b>	<b>-1257</b>	<b>-843</b>	资产负债率	41.8%	46.5%	35.7%
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-628</b>	<b>541</b>	<b>635</b>	收入增长率	7.0%	22.5%	23.4%
现金净增加额	-798	-100	453	PE	<b>47.5</b>	<b>49.5</b>	<b>26.7</b>
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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴证券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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，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>