

康恩贝 (600572)

布局“可得网”，打造“眼健康”闭环 买入（维持）

2015年7月15日

投资要点

■ **事件：**为推进和落实经营计划，公司在投资 B2B 医药电商平台“珍诚医药”之后再次出手，重金布局“互联网眼健康及护理产品业务”。2015年7月7日公司与谢尚义先生基于对互联网眼健康及护理产品业务发展前景的共同认同，及公司对谢尚义先生在眼镜及护理业务互联网电子商务领域已经取得成绩的认可，就股权合作有关事项签署《股权合作备忘录》。

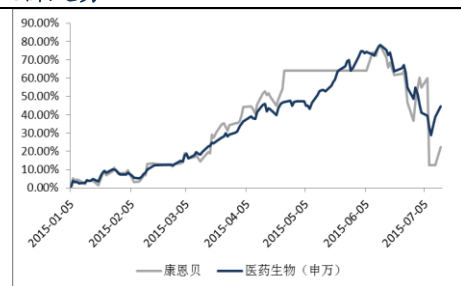
证券分析师 洪阳
执业资格证书号码：
S0600513060001
0512-62938572
Hongyang614@gmail.com

■ **可得网是全国最大的眼镜及护理产品业务垂直 B2C 电商平台：**可得网是定位于眼镜及相关护理产品业务的垂直 B2C 电商平台。主营产品包括隐形眼镜、美瞳隐形眼镜、彩色隐形眼镜、太阳眼镜、框架眼镜及眼镜相关附件产品等。旗下实体公司包括上海可得光学科技有限公司、镜拓光学科技（上海）有限公司、上海百秀大药房有限公司、上海可得眼镜有限公司。可得网眼镜网络销量连续 8 年全国第一，市场占有率领先，为中国最大的眼镜 B2C 企业。

证券分析师 许希晨
执业资格证书号码：
S0600512080001
021-63123162
jenny1727@gmail.com

■ **打造眼睛大健康生态闭环：**公司下属公司江西珍视明药业有限公司“珍视明”具有良好的品牌影响力，“珍视明”客户群体与标的公司客户群体高度重合，考虑到珍视明眼健康产品电子商务的发展状况及可得网较为成熟的 B2C 运营模式，我们认为未来珍视明与可得网有望加强业务合作，实现共享资源。“眼健康产品+眼镜电商”的组合有利于打造眼睛大健康生态的闭环。

股价走势



■ **未来可得将与珍诚医药进行终端整合：**长期来看，我们认为珍诚医药与可得网有进行资源整合的必要，整合有利于珍诚医药获得更多上游产品，且通过珍诚的分销渠道，可以将眼健康产品规模做大。我们认为未来可得网有望与珍诚医药进行终端整合，使规模效应进一步扩大。

市场数据

收盘价 (元)	14.86
一年最低/最高价	8.38/19.68
市净率	8.54
流通 A 股市值 (百万元)	17708

■ **盈利预测：**我们预测康恩贝 2015、2016 年营业收入为 46.4 亿元和 52.1 亿元，归属母公司净利润为 8.3 亿元和 12.4 亿元。折合 2015、2016 年 EPS 为 0.50 元和 0.74 元，对应动态市盈率为 29.7 倍和 20.1 倍。

基础数据

每股净资产 (元)	1.74
资产负债率 (%)	46.49%
总股本 (百万股)	1673.82
流通 A 股 (百万股)	1191.63

■ **投资评级：**公司通过控股珍诚医药，加快布局进入药品电商领域；可得网专注细分用户人群，与公司旗下珍视明药业目标用户高度重合，“眼健康产品+眼镜电商”的组合有利于打造眼睛大健康生态的闭环；可得网与珍诚医药存在整合的必要，进行资源整合有望推动医药流通规模迅速壮大；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，实际控制人增持彰显发展信心。故我们维持公司“买入”评级。

相关报告

大股东都增持了，还在等什么？
跟踪报告 2015.07.06
“珍惜”急速扩张小珍诚，“收获”医药电商新霸主！
调研报告 2015.06.18
“当下拜特，未来珍诚”
深度报告 2015.5.19

■ **风险提示：**珍诚平台拓展风险，收购整合风险，药品降价风险

1. 布局眼健康，互联网电商再下一城

公司在 2014 年年度报告中提出 2015 年“拥抱互联网，整合谋发展”的工作主题，年度工作计划确定将积极探索基于互联网的新业务模式，部署推进现有业务对接互联网的工作，包括大力开拓医药电商业务和其他相关业务，努力争取在构建公司基于互联网的健康服务生态体系方面取得实质进展。

为推进和落实经营计划，公司在投资 B2B 医药电商平台“珍诚医药”之后再次出手，重金布局“互联网眼健康及护理产品业务”。

2015 年 7 月 7 日公司（乙方）与谢尚义先生（甲方）双方基于对互联网眼健康及护理产品业务发展前景的共同认同，及乙方对甲方在眼镜及护理业务互联网电子商务领域已经取得成绩的认可，就股权合作有关事项签署《股权合作备忘录》，主要内容如下：

- 双方同意自签署备忘录后正式启动并推进股权合作相关事宜。乙方将根据上市公司相关规则要求，聘请中介机构开展相关工作。
- 甲方将新设公司（标的公司）并以此为平台重组甲方所控制的上海可得光学科技有限公司、镜拓光学科技（上海）有限公司、上海百秀大药房有限公司、上海可得眼镜有限公司。
- 乙方拟以“增资+股权受让”方式取得标的公司约 20%的股权。
- 乙方接受标的公司总估值按投后不超过人民币 16 亿元计。
- 基于乙方下属公司江西珍视明药业有限公司“珍视明”品牌的影响力，“珍视明”客户群体与标的公司客户群体的重合度，及珍视明眼健康产品电子商务的发展状况，双方同意加强业务合作，共享资源。

本次股权合作涉及的投资金额约不超过 3.2 亿元人民币，根据有关规定，上述事项属于公司重大事项。公司拟继续推进该重大事项，为此已联系有关中介机构准备开展工作，进一步组织力量进行尽职调查，同时继续与合作对方洽商。

2. 可得网—眼镜及护理产品业务垂直 B2C 电商平台

可得网创办于 2007 年，由上海可得电子商务有限公司全力打造，是一个定位眼镜及相关护理产品业务的垂直 B2C 电商平台。主营产品包括

隐形眼镜、美瞳隐形眼镜、彩色隐形眼镜、太阳眼镜、框架眼镜及眼镜相关附件产品等。

可得网三位创始人为董事长谢尚义、CEO 马力、总经理谢尚健。可得网旗下的是实体公司包括上海可得光学科技有限公司、镜拓光学科技（上海）有限公司、上海百秀大药房有限公司、上海可得眼镜有限公司。

2013 年 11 月，可得网以约 5200 万元合并成立于 2005 年的同行“艾视网”。合并之后，可得眼镜网至少占据眼镜 B2C 市场 65% 以上的份额。目前，在可得网官网显示其“眼镜网络销量连续 8 年全国第一，市场占有率遥遥领先，为中国最大的眼镜 B2C 企业”。可得网为中国眼镜行业第一家获得互联网销售隐形眼镜资格证书的企业。

2014 年，可得网销售额预计超过 4 亿元，约为 4.56 亿元，同比增长 75% 以上。位列医药电商销售额 5 强，是为数不多实现规模化盈利的企业，净利润排在行业前三。

可得网是中国专业领先的网上眼镜商城，拥有强大的眼镜行业的价格优势、30 天领先的退换货服务，可得网与各大隐形眼镜制造商有着良好的合作关系，有着完善的换货、退货与售后服务制度。其自主开发目前国内先进易用的眼镜在线模拟试戴系统，可轻松在线挑选满意定制眼镜，专业验光师以及先进装配仪器，确保每副眼镜精准舒适。参照国际先进经验独创的商品分类，智能查询、直观的网站导航和简洁的购物流程等，打造中国一流的网上购物体验。

2.1. 品牌汇聚

隐形眼镜为可得网销售的主要产品之一，作为第三类医疗器械产品，其进货渠道、合作品牌的正规性决定了产品的质量及顾客佩戴的舒适度。目前可得网直接合作的有博士伦、强生、海昌、卫康、库博、蔡司、视康等知名品牌。

2.2. O2O 门店体验

可得网目前拥有上海桂林路旗舰店、长风景畔店、宝山万达店、田林店、芜湖店五家 O2O 连锁门店，可得网计划在全国大中城市布局 200 家连锁 O2O 体验门店，门店均配有专业仪器和资质验光师。可得网会员可在门店免费眼光，享受线上下单门店提货以及就近售后服务等便利措施。目前可得网拥有七十名专业客服与验光师团队。

图表 1: 可得网线下门店示意图



资料来源: 公司网站

2.3. 顶级仓储物流

可得网拥有与近万平方现代化仓库, 环氧地面, 无尘无污染。与多家大型物流配送服务商合作, 同时通过先进的互联网技术进行订单的实时跟踪, 并免费提供订单状态短信实时提醒服务, 保证所购买物品快速安全送达消费者手中。

图表 2: 可得网现代化仓库图



资料来源: 公司网站

3. 打造眼健康生态闭环

公司对可得网的总估值不超过 16 亿元，投资金额约不超过 3.2 亿元。16 亿是已知医药电商融资案例中的最高估值，在此之前已知的最高估值是 10 亿元。此次的拟融资金额排在行业第二名，第一名是此前壹药网完成的 4.5 亿元人民币 C 轮融资。与壹药网类一样，可得网主打自有平台，主要销量来自于官网，从壹药网和可得网的高融资金额看出资本对自有平台的青睐。

可得网专注于眼镜及相关护理产品业务，公司下属公司江西珍视明药业有限公司“珍视明”具有良好的品牌影响力，“珍视明”客户群体与标的公司客户群体高度重合，考虑到珍视明眼健康产品电子商务的发展状况及可得网较为成熟的 B2C 运营模式，我们认为未来珍视明与可得网有望加强业务合作，实现共享资源。“眼健康产品+眼镜电商”的组合有利于打造眼睛大健康生态的闭环。

4. 与珍诚医药终端整合

长期来看，我们认为珍诚医药与可得网有进行资源整合的必要，如何更多地获取上游产品是珍诚医药发展的一大难点，与可得网整合有利于珍诚医药获得更多上游产品，且通过珍诚的分销渠道，可以将眼健康系列产品规模做大。我们认为未来可得网有望与珍诚医药进行终端整合，使规模效应进一步扩大。

5. 投资建议

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、2016 年营业收入为 46.4 亿元和 52.1 亿元，归属母公司净利润为 8.3 亿元和 12.4 亿元。折合 2015、2016 年 EPS 为 0.50 元和 0.74 元，对应动态市盈率为 29.7 倍和 20.1 倍。

公司通过控股珍诚医药，加快布局进入药品电商领域；可得网专注细分用户人群，与公司旗下珍视明药业目标用户高度重合，“眼健康产品+眼镜电商”的组合有利于打造眼睛大健康生态的闭环；可得网与珍诚医药存在整合的必要，进行资源整合有望推动医药流通规模迅速壮大；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，实际控制人增持彰显发展信心。故我们给予公司“买入”评级。

6. 风险提示

- 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	2016E	2017E	利润表	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2208	2177	2853	3267	3686	营业收入	2924	3582	4640	5206	5987
货币资金	782	669	968	1209	1478	营业成本	942	1104	1269	1423	1539
应收账款	410	525	627	874	983	营业税金及附加	40	45	50	55	62
存货	465	598	751	892	1003	销售费用	1225	1423	1638	1809	1947
非流动资产	2246	4121	4099	4368	4593	管理费用	292	351	421	487	536
长期股权投资	233	447	447	447	447	财务费用	63	86	58	65	73
固定资产	855	1444	1762	1985	2186	投资收益	123	230	0	0	0
无形资产	334	500	475	564	632	营业利润	480	800	1204	1367	1830
在建工程	552	605	309	458	587	营业外净收入	86	70	88	70	83
资产总计	4454	6299	6954	7584	8099	利润总额	553	851	1256	1419	1882
流动负债	1073	1845	1398	1487	1519	所得税费用	99	124	153	184	204
短期借款	406	614	527	613	702	少数股东损益	37	175	199	212	233
应付账款	241	295	335	376	428	归属母公司净利润	417	552	833	1235	1683
非流动负债	789	1083	937	1134	1255	EBIT	425	659	934	1398	1823
长期借款	59	344	344	344	344	EV/EBITDA	27	24.5	19.4	17.9	15.6
其他	792	1083	1393	1487	1604	重要财务	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
负债总计	1862	2929	2456	2786	2943	估值指标					
少数股东权益	224	580	704	823	935	EPS	0.52	0.56	0.50	0.74	0.86
归属母公司股东权益	2368	2790	3387	3876	4258	每股净资产	2.92	2.83	3.71	4.82	5.99
负债和股东权益总计	4454	6299	6851	7523	8133	ROIC	22.8%	15.2%	15.4%	16.7%	17.1%
现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	ROE	17.6%	19.8%	19.9%	19.9%	19.9%
(百万元)						净利润率	14.3%	15.4%	16.2%	17.4%	17.9%
经营活动现金流	235	617	933	1254	1435	毛利率	67.8%	69.2%	70.1%	70.9%	71.3%
投资活动现金流	-404	-1257	-843	-1023	-1257	资产负债率	41.8%	46.5%	35.7%	38.5%	38.7%
筹资活动现金流	-628	541	635	723	784	收入增长率	7.0%	22.5%	23.4%	12.2%	15.1%
现金净增加额	-798	-100	453	537	632	PE	47.5	49.5	29.7	20.1	17.3
投资现金流入	558	437	593	557	615	PB	8.4	9.8	7.5	5.7	4.3
现金及现金等价物	752	652	613	628	657	ROA	9.4%	8.8%	9.8%	9.9%	10.1%

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：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

