

## 证券研究报告

### 公司研究——跟踪报告

#### 康恩贝（600572.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2014.10.30

李惜沅 行业分析师

执业编号：S1500512040001

联系电话：+86 10 63081424

邮箱：lixihuan@cindasc.com

吴临平 行业分析师

执业编号：S1500514070004

联系电话：+86 10 63081101

邮箱：wulinping@cindasc.com

#### 相关研究

《拜特支撑业绩快速增长》2014.10

《并表拜特提速植物药业务》2014.8

《收购北京嘉林药业 1.1%的股权》2014.6

《一季度增长提速，拜特并表将显著增厚业绩》

2014.4

《营销实力和估值水平双提升》2014.4

《内生外延双轮驱动》2014.2

《关注内生性增长和外延式扩张》2013.10

《关注单季盈利能力提升》2013.8

《生物药研发项目进展顺利》2013.5

《3+1 平台齐发力，销售转型成就大品种》2013.4

《产业与资本双驱动，植物药航母再出发》2013.1

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院

1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

## 打造基于互联网的制药蓝筹公司

2015年8月27日

- **上半年公司业绩快速增长。**2015年上半年，公司实现营业收入 22.11 亿元，同比增长 31.68%；归属于上市公司股东的净利润 4.4 亿元，同比增长 52.6%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 3.1 亿元，同比增长 51.22%。公司业绩大幅增长主要由于：1、2015 年 6 月并表珍诚医药；2、2015 年 5 月收购贵州拜特剩余股权，股权比例的变化（上年同期并表仅为 2014 年 5-6 月）增加净利润 12,521.87 万元；3、继续处置佐力药业股权。
- **主要产品增势良好。**2015 年上半年，公司制造业销售收入同比增长 21.29%，商业销售收入同比增长 275.14%；合并珍诚医药带来收入增加的同时拉低了公司的毛利率；植物药销售收入同比增长 35.12%，毛利率下降 6.43 个百分点，化学药销售收入同比增长 33.62%，毛利率下降 11.20 个百分点。公司主导产品丹参川芎嗪注射液继续保持近 15%的较快增速；金奥康增长 30%以上；天保宁同比增长近 18%；前列康扭转了下滑趋势，开始恢复性增长。
- **构建基于互联网的大健康服务体系。**公司通过收购珍诚医药获得优质 B2B 销售渠道，通过投资可得网进一步布局 B2C 市场。公司的一些列投资决策彰显转型的决心和魄力，通过将传统医药与互联网融合，在线下传统渠道的基础上打通线上渠道，实现线上线下渠道业务融合和相互提升，加速形成医药销售新模式，并逐渐降低销售费用率和管理费用率。未来公司将继续构建基于互联网的医药研发、生产和销售的一体化垂直产业链和大健康服务体系。
- **坚定看好生物药发展潜力。**公司在加快互联网转型的同时，继续看好生物药未来的发展潜力，并持续推进生物药的研发进度。目前，重组高效复合干扰素用于乙肝抗病毒新药正在进行国内 III 期临床；重组高效复合干扰素抗癌新药在新加坡进行 I+II a 期临床，并于今年 6 月获得美国 FDA I 期临床试验许可。
- **高管增持彰显信心。**面对近期二级市场的大幅波动，公司实际控制人及高管多次增持，并率先呼吁各界共同维护资本市场稳定，彰显出管理层对于公司未来发展的信心和社会责任感，同时表现出公司股价已经具备较高的安全边际。
- **盈利预测：**我们预测公司 2015-2017 年全面摊薄后 EPS 分别为 0.49、0.59 和 0.68 元，维持“买入”评级。
- **股价刺激因素：**生物药在研项目取得阶段性进展；外延式并购项目。
- **风险因素：**并购公司整合进度低于预期；主要产品招标价格下降；新药研发的不确定性。

## 一、完善产品梯队，保持主业稳健增长

公司于 2014 年 6 月、2015 年 4 月分别收购了贵州拜特 51%、49% 的股权，通过对贵州拜特的收购获得了 5 亿以上处方药大品种丹参川芎嗪注射液，进一步完善产品梯队，形成了 6 亿（丹参川芎嗪）、3 亿（肠炎宁、金奥康、阿乐欣）、2 亿（天保宁、前列康）、1 亿（汉防己甲素、牛黄上清胶囊、珍视明、龙金通淋胶囊、乙酰半胱氨酸）的主要产品梯队。

表 1：公司主要产品情况

	2014 收入	基药	医保	独家	竞争优势及增长点
丹参川芎嗪注射液	6.5 亿	否	否	否	化药批文，进入 26 个省医保目录，20 个省，2 个省的基药目录；贵州拜特拥有覆盖全国并实行深度管理的处方药招商代理网络体系，产品已覆盖医院 5300 多家；在国内心脑血管疾病治疗用药市场中已位列前 10 位，按终端价格计年销售额超过 20 亿元。
肠炎宁	3.7 亿	否	否	片剂、糖浆剂型	仍处于快速增长期；是公司 OTC 重点推广的品种之一，广告投放更集中；公司是首研企业、类独家、有儿童剂型，进入了青海省基药增补。
金奥康	3.2 亿	是	甲类	否	14 年销售首次突破 3 亿元，目前产品在县级及以上医院，尤其在浙江省内使用比例较高；口服 10mg 规格进入浙江省低价药清单；注射剂新进基药目录，浙江省享单独定价，是国内 3 家原料药生产企业之一、具有产业链优势。
阿乐欣	2.8 亿	否	乙类	否	浙江省单独定价；产能已扩大到 8000 万瓶/年；在招标中质量层次高，价格维护较好。
前列康	1.6 亿	是	甲类	否	2013 年收入已接近 3 亿，2014 年 2 季度开始的销售公司营销体系整合影响了收入，公司调整了前列康的营销管理模式，并处理了部分区域的渠道库存；已进入国家低价药清单，未来将以基层医疗终端为主要市场，并推进前列康品牌 B2C 平台的建设。
天保宁	1.9 亿	是	乙类	否	首研企业、行业最高质量标准、优质优价（中标价高于扬子江、信邦等主要对手）；新进基药目录，未来基药市场的放量主要取决于各省的招标价格和进度，继续向中高端医疗市场推广，并推进天保宁品牌 B2C 平台的建设。
汉防己甲素	1.5 亿	否	否	否	正处于快速增长期；以矿山为中心，在河北、贵州、云南、四川等地重点推广；已进入四川省、内蒙古医保目录，以及浙江基药目录，并争取进入更多省份的基药增补。
牛黄上清胶囊	1.2 亿	是	甲类	是	中标价格维护较好、远高于同类产品（牛黄上清、黄连上清、牛黄解毒）；北京基药中标，关注其他各省的基药招标价格和进度。
珍视明	9000 万	否	否	是	2013 年受滴眼液防腐剂事件影响较大；14 年和眼健康系列产品网上网下全网营销成效显著，珍视明滴眼液系列销量小幅回升，网上销售规模持续较快增长，在天猫商城细分品类中稳居第一；未来将继续推进珍视明品牌眼健康产品方面 B2C 平台运营。
龙金通淋胶囊	8500 万	否	否	是	正处于快速增长期；已进入 8 省医保目录，未来有望进入新版全国医保目录。
乙酰半胱氨酸泡腾片	7000 万	否	否	否	国内仅 2 家生产企业；是国内外 COPD 指导用药，市场空间大、竞争小，正处于快速增长期。
银杏叶提取物	6100 万				目前受产能限制，产品供不应求；14 年银杏叶提取物作为药品原料获得欧洲药品监督管理局颁发的 CEP 证书，即具有以药品形式出售至欧洲市场的资格。
必坦	6000 万	是	乙类	否	新近基药目录，在基药产品组合中与前列康形成植物药、化学药互补；基数较小，随各省基药招标的推进快速增长。
麝香通心滴丸	5500 万	否	乙类	是	尚处新销售模式构建和全国性医院市场开发导入阶段，各省非基药招标延后影响了新市场开发与上量速度；目前重点开拓北上广、武汉、重庆、浙江等 8 省，已中标省份价格维护良好，并进入了广东省基药增补目录。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

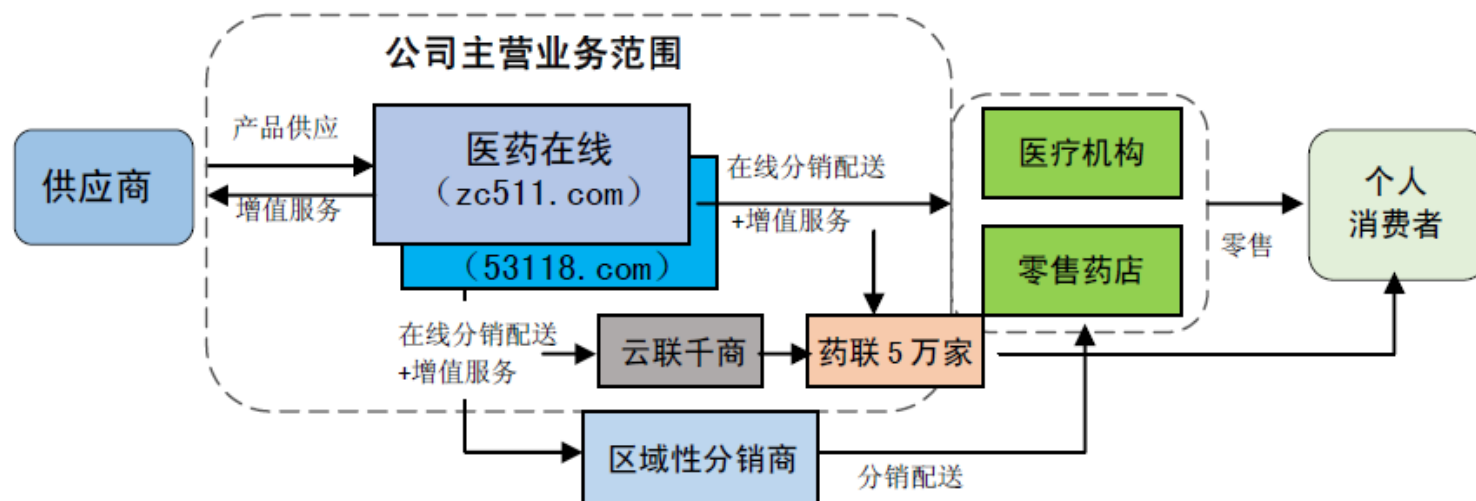
## 二、 构建基于互联网的大健康服务体系

公司通过收购珍诚医药获得优质 B2B 销售渠道，通过投资可得网进一步布局 B2C 市场。公司的一系列投资决策彰显转型的决心和魄力，通过将传统医药与互联网融合，在线下传统渠道的基础上打通线上渠道，实现线上线下渠道业务融合和相互提升，加速形成医药销售新模式，并逐渐降低销售费用率和管理费用率。未来公司将继续构建基于互联网的医药研发、生产和销售的一体化垂直产业链和大健康服务体系。

### 1、收购珍诚医药 57.25%的股权

公司 2014 年 12 月以 27115 万元收购珍诚医药 30.81% 的股权；2015 年 5 月以现金 23265 万元收购珍诚医药 26.44% 的股权，合计持有珍诚医药 57.25% 的股份。珍诚医药是一家专注于药品、医疗器械和保健食品等医药健康领域的垂直类 B2B 电子商务及渠道增值服务运营商；其从全产业链角度不断寻求提升流通效率，不仅提供医药分销服务，又先后推出网上药博会、E 路融、药联 5 万家、云联千商等创新的增值业务及服务模式。

#### 珍诚医药主营业务范围



资料来源：公司公告

### 珍诚医药主要业务平台

业务平台	业务主体	服务内容	业务情况
医药 B2B 电子商务平台	医药在线 (zc511.com)	自主开发并运营；以信息化现代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、金融服务、在线培训、软件和技术等增值服务。	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 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。
金融服务平台	E 路融	珍诚医药与中国工商银行合作开发，将“医药在线”电子商务平台与工商银行网银系统进行对接的系统平台。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。	截至 2014 年 12 月末，珍诚医药累计为 32 家供应商客户的 147 笔融资业务提供数据信息服务，通过该项业务使客户向工商银行取得融资 60,825.00 万元，尚未出现逾期未还款行为。
虚拟连锁药店平台	药联 5 万家	拟在全国区域内联合 5 万家骨干单体药店，按现代自由连锁的新颖模式，组建全国最大的网络化虚拟超级自由连锁。实行会员区域独享，为会员提供独家产品信息、注册登录、搜索查询，并无缝链接至“医药在线”交易平台下单采购、在线支付，同时免费提供新版 GSP 药店管理软件、在线培训等增值服务。	截至 2014 年 12 月末，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。
网络新传媒服务平台	网上药博会 (53118.com)	为行业客户提供三维动态网上会展、行业数据库、网络商学院、即时通讯、互动虚拟社区、医药在线直通车等特色服务，通过文本资讯、音频、视频等形式打造网络新传媒服务平台。	已经开始为客户提供比传统实体会展更便捷、持久、绿色的行业会展与网络营销服务。
虚拟商业集团平台	云联千商	拟在全国区域内按照新版 GSP 要求整合 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。	已经开始为医药商业公司提供服务，盈利模式大体分为产品贸易价差和增值服务收入。
在线培训平台	网络商学院	通过在线授课、名师讲堂、精品课程、推荐课件等栏目，对医药产业链上下游客户实现对员工进行企业文化的宣贯、知识技能的学习共享以及行为准则的统一，提升组织整体运作水平和工作效能。	已经开始为医药产业链上下游客户提供网络教育培训平台服务；项目二期还将上线“在线考试”及“学分管理”等模块。

资料来源：公司公告

珍诚医药第二、第三医药销售终端客户累计超过 2.4 万家，对浙江省及周边地区的县、区级以下医疗机构、单体药店及连锁药店具有较高的区域覆盖率，并在努力建设一站式全国分销网络。目前康恩贝拥有品种近 500 个，药品批文 600 多个，在销品种不到 200 个；公司控股珍诚医药后，迅速补充了面向第二、第三终端的 B2B 在线分销渠道，有利于将公司产品低成本快速分销至终端，产生协同效应。

公司正在通过对营销平台的整合，将在销大品种增加单独规格、并将现有销售团队未动销的品种安排进入珍诚医药的平台上销售。目前，珍诚医药已与医药销售公司、江西天施康、湖北康恩贝、浙江英诺法、康恩贝中药等 10 余家子公司进行了业务对接与整合，各方合作涉及浙江省外市场药联 5 万家合作、产品分销、物流配送商业归拢、供应链金融服务、互联网推广及信息化服务等多方面；湖北康恩贝与珍诚医药尝试开展平台和产品的深度合作，以在湖北复制珍诚医药模式。

## 2、拟收购可得网 20%股权

2015年7月13日公司公告拟以不超过3.2亿元取得眼镜及护理业务电商可得网约20%的股权（通过新设公司为平台重组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2007年成立于上海，是定位于眼镜及相关护理产品业务的垂直B2C电商平台。

➤ 2014年销售收入4.56亿元，相比2013年收入增长37.3%，销售额居医药B2C第6位，净利润居医药B2C第3位；连续七年居眼镜B2C销售额首位。

### 2014年医药B2C销售额10强

2014年排名	2013年排名	网站名称	2014年销售额（万元）	2013年销售额（万元）	同比增长
1	2	七乐康网上药店	77125.8	36338	112%
2	6	健客网	65000	31000	110%
3	1	健一网	51805	38000	36%
4	5	康爱多网上药店	51677.5	31265	65%
5	4	百济新特药房网	50000	32000	56%
<b>6</b>	<b>3</b>	<b>可得网</b>	<b>45600</b>	<b>33200</b>	<b>37%</b>
7	7	好药师网上药店	42000	24000	75%
8	8	药房网	31568	20055	57%
9	-	壹药网	27251	16030	70%
10	-	海王星辰网上药店	25000	10870	130%

资料来源：《2014-2015中国药店发展报告》，信达证券研发中心整理

### 2014年医药B2C盈利5强

2014年排名	网站名称	2014年销售额（万元）	2014年利润额（万元）
1	康爱多网上药店	51677.5	1767.4
2	云开亚美	13587.7	1619.7
<b>3</b>	<b>可得网</b>	<b>45600</b>	<b>643.0</b>
4	新兴网上药店	3090	561.5
5	昂生大药房	23000	460.0

资料来源：《2014-2015中国药店发展报告》，信达证券研发中心整理

➤ 专注于眼镜及相关护理产品 B2C 细分领域，高市占率、高客户粘性。

可得网主营业务主要集中于眼镜及相关护理产品，之前曾以约 5200 万元合并了同行业的“艾视网”，业内预计此次合并后可得网将占有 65% 以上的 B2C 眼镜市场份额，在该细分领域处于绝对领先地位。目前医药电商的投资越来越趋向于细分化，可得网专注于眼镜及相关护理产品，因而品规数量相对于其他医药电商较少，但单品年均销售额大幅高于行业平均水平。

**2014 年医药电商单品年均销售额 5 强**

2014 年排名	网站名称	品规数量	单品年均销售额 (万元)
1	<b>可得网</b>	<b>789</b>	<b>58</b>
2	华佗网上药店	1200	17
3	海王星辰网上药店	3200	8
4	健一网	7010	7
5	昂生大药房	4624	5

资料来源:《2014-2015 中国药店发展报告》，信达证券研发中心整理

**2014 年医药电商年度订单量 5 强**

2014 年排名	网站名称	2014 年订单量	2014 年日均订单量	2013 年订单量	2013 年日均订单量
1	七乐康网上药店	771 万	21123	321 万	8795
2	康爱多网上药店	502.5 万	13767	260 万	7123
3	<b>可得网</b>	<b>318 万</b>	<b>8712</b>	<b>242 万</b>	<b>6630</b>
4	昂生大药房	242 万	6630	118 万	3233
5	健客网	240 万	6575	80 万	2192

资料来源:《2014-2015 中国药店发展报告》，信达证券研发中心整理

同时，由于眼镜及相关护理产品细分领域的标准化程度较高，表现出高客户粘性；重复购买率指消费者对该品牌产品或者服务的重复购买次数，重复购买率越多，则反应出消费者对品牌的忠诚度就越高，可得网在医药 B2C 官网中的重复购买率最高。

**2014 年医药 B2C 官网重复购买率 5 强**

2014 年排名	网站名称	复购率 (%)
1	<b>可得网</b>	<b>74.78</b>
2	药圈网	60
3	云开亚美	45
4	111 医药馆	40.54
5	康之家网上药店	40

资料来源:《2014-2015 中国药店发展报告》，信达证券研发中心整理

康恩贝旗下珍视明品牌与可得网用户高度重合，此次合作将“珍视明”品牌的影响力与眼健康产品电子商务的发展趋势相结合，进行业务合作、共享资源，未来将以“眼部大健康”作为发展重点，紧抓自有平台、同时深化第三方平台的合作。珍视明”眼健康系列产品上半年网上销售收入达到近 2,100 万元，与去年同期同比增长 290%。

### 三、 坚定看好生物药发展潜力

公司在加快互联网转型的同时，继续看好生物药未来的发展潜力，并持续推进生物药的研发进度。过去几年公司积极布局生物药、多次与其他机构合作介入潜力品种的前期研发；虽然合作项目短期内不会带来业绩贡献，但是为公司提供了以较低的成本试水生物制药领域的机会。

公司参股的四川辉阳生命工程股份有限公司和远东超级实验室有限公司，共同拥有的在研新药重组高效复合干扰素用于乙肝抗病毒新药 2010 年启动了 768 例 III 期临床试验，我们预计临床有望在 2015 年完成；重组高效复合干扰素抗癌新药在新加坡进行 I + II a 期临床试验，并于今年 6 月获得美国 FDA I 期临床试验许可。

2013 年 2 月公司与美国 AFP 开发公司成立的合资公司（杭州贝罗康生物技术有限公司），在国内开展 I 类生物药新药——肝癌治疗性疫苗（AFP）项目的新药临床前研究以及后续申报等工作。目前该项目正在美国进行 I 期临床试验，国内临床前研究完成质粒部分样品制备并检验合格。

#### 近年来公司参与的生物制药项目

合作时间	合作方	公司持股比例	关键项目
2012.7	四川辉阳生命工程股份有限公司	18.13%	重组高效复合干扰素——乙肝治疗；国内 III 期临床；
	远东超级实验室有限公司	18.13%	重组高效复合干扰素——癌症治疗；新加坡 I 期临床；美国 I 期临床；
2013.2	美国 AFP 开发公司	70%	α 胎蛋白 (AFP) 项目——肝癌治疗性疫苗，美国正在进行 I 期临床试验；国内临床前研究。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 四、 高管增持彰显信心

面对近期二级市场的大幅波动，公司实际控制人及高管多次增持，并率先呼吁各界共同维护资本市场稳定，彰显出管理层对于公司未来发展的信心和社会责任感，同时表现出公司股价已经具备较高的安全边际。

## 近三个月公司实际控制人及高管增持情况

增持方	增持人	增持时间	增持股份	增持均价(元/股)	备注
实际控制人	胡季强	2015.6.29-2015.7.24	17015845 股	15.44	增持股份占公司总股本的 1.02%
公司高管	张伟良	2015.6	13000 股	21.74	
		2015.7.2	4000 股	-	
		2015.7.14	18000 股	16.0	
公司高管	王如伟	2015.6	4500	22.7	
		2015.7.2	26000 股	-	
		2015.7.14	13000 股	15.96	
公司高管	杨俊德	2015.6	50000 股	21.4	
		2015.7.14	40000 股	15.75	
公司高管	陆志国	2015.7.14	50000 股	15.69	
公司高管	陈岳忠	2015.6	50000 股	21.1	
公司高管	吴仲时	2015.6	50000 股	21.0	
公司高管	徐伟	2015.6	110000 股	20.68	
公司高管	徐建洪	2015.6	200000 股	23.7	
子公司高管	朱麟	2015.7.1-2015.7.2	1000000 股	25.528	除权后为 170 万股

资料来源: 公司公告; 注: 公司 7 月 7 日除权;

## 五、 盈利预测及投资评级

我们预测公司 2015-2017 年归属于上市公司股东的净利润分别为 8.23 亿元、9.79 亿元、11.31 亿元, 按照最新股本计算全面摊薄后 EPS 分别为 0.49、0.59 和 0.68 元, 最新股价对应的 PE 为 25、21、18 倍, 维持对公司的“买入”评级。

## 六、 风险因素

并购公司整合进度低于预期; 主要产品招标价格下降; 新药研发的不确定性。



## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	2,208.11	2,177.46	4,941.13	6,116.22	7,526.61
货币资金	782.00	668.94	2,713.64	3,523.02	4,548.14
应收票据	415.44	293.29	686.00	803.40	926.94
应收账款	409.71	524.60	686.00	803.40	926.94
预付账款	34.14	33.36	54.75	63.75	73.25
存货	464.77	598.06	741.52	863.43	992.14
其他	102.06	59.22	59.22	59.22	59.22
非流动资产	2,245.74	4,121.42	4,417.22	4,442.12	4,406.82
长期投资	233.42	447.03	447.03	447.03	447.03
固定资产	854.79	1,443.83	1,649.54	1,764.45	1,775.05
无形资产	333.97	499.65	656.72	656.84	655.77
其他	823.55	1,730.90	1,663.93	1,573.80	1,528.97
资产总计	4,453.85	6,298.88	9,358.35	10,558.34	11,933.43
流动负债	1,073.35	1,845.23	2,083.26	2,195.04	2,312.93
短期借款	405.65	614.06	614.06	614.06	614.06
应付账款	240.54	295.44	440.81	513.28	589.79
其他	427.16	935.73	1,028.39	1,067.70	1,109.08
非流动负债	788.98	1,083.38	1,090.35	1,090.35	1,090.35
长期借款	59.00	344.00	344.00	344.00	344.00
其他	729.98	739.38	746.35	746.35	746.35
负债合计	1,862.32	2,928.60	3,173.60	3,285.38	3,403.27
少数股东权益	223.91	579.85	676.44	785.26	910.98
归属母公司股东权益	2,367.61	2,790.43	5,508.31	6,487.70	7,619.17
负债和股东权益	4453.85	6298.88	9358.35	10558.34	11933.43

## 财务指标—2015.8.27

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,924.16	3,581.62	4,573.33	5,356.02	6,179.58
同比	6.97%	22.48%	27.69%	17.11%	15.38%
归属母公司净利润	417.37	552.35	823.35	979.39	1,131.48
同比	41.14%	32.34%	49.06%	18.95%	15.53%
毛利率	67.79%	69.16%	63.97%	64.18%	64.32%
ROE	17.63%	19.79%	14.95%	15.10%	14.85%
每股收益(元)	0.25	0.33	0.49	0.59	0.68
P/E	49.5	37.4	25.1	21.1	18.3
P/B	4.2	3.6	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	14.22	10.35	14.56	12.01	10.01

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,924.16	3,581.62	4,573.33	5,356.02	6,179.58
营业成本	941.93	1,104.41	1,647.83	1,918.73	2,204.74
营业税金及附加	39.98	44.94	57.17	66.95	77.24
营业费用	1,225.39	1,422.76	1,440.60	1,687.15	1,946.57
管理费用	291.79	350.76	402.45	471.33	543.80
财务费用	62.71	86.15	89.74	63.16	52.64
资产减值损失	5.20	2.49	6.50	5.55	6.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	122.95	230.25	90.00	70.00	70.00
营业利润	480.11	800.36	1,019.04	1,213.16	1,418.56
营业外收入	86.26	69.59	77.11	82.26	76.32
营业外支出	13.15	18.47	13.86	15.16	15.83
利润总额	553.22	851.49	1,082.29	1,280.25	1,479.05
所得税	99.00	123.73	162.34	192.04	221.86
净利润	454.22	727.75	919.95	1,088.21	1,257.19
少数股东损益	36.85	175.41	96.59	108.82	125.72
归属母公司净利润	417.37	552.35	823.35	979.39	1,131.48
EBITDA	722.18	1,070.92	1,352.69	1,572.58	1,784.15
EPS (摊薄)	0.25	0.33	0.49	0.59	0.68

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	235.36	617.43	607.62	1,044.73	1,212.39
净利润	454.22	727.75	919.95	1,088.21	1,257.19
折旧摊销	100.47	130.54	171.96	193.89	206.66
财务费用	68.49	88.90	98.44	98.44	98.44
投资损失	-122.95	-230.25	-90.00	-70.00	-70.00
营运资金变动	-233.75	-57.84	-487.44	-259.49	-273.41
其它	-31.12	-41.66	-5.28	-6.32	-6.49
投资活动现金流	-404.29	-1,257.44	-359.01	-136.91	-88.84
资本支出	-422.74	-392.23	-455.98	-206.91	-158.84
长期投资	26.22	-659.99	96.97	70.00	70.00
其他	-7.76	-205.22	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-628.71	540.83	1,796.09	-98.44	-98.44
吸收投资	6.53	0.00	2,032.16	0.00	0.00
借款	-251.31	695.83	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	191.84	281.00	236.07	98.44	98.44
现金净增加额	-798.04	-99.73	2044.70	809.38	1025.11

### 医药生物研究小组简介

李惜浣，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，现任职于信达证券研究开发中心，从事医药行业研究。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012年加入信达证券研究开发中心。

2014年“天眼”分析师评选“医药生物行业最佳选股分析师”第二名；2013年“天眼”分析师评选“医药生物行业盈利预测最准分析师”第三名。

### 医药生物行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
誉衡药业	002437	康恩贝	600572	天坛生物	600161	利德曼	300289
华润双鹤	600062	嘉事堂	002462	博晖创新	300318	乐普医疗	300003
同仁堂	600085	昆明制药	600422	天士力	600535	羚锐制药	600285

### 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。