

康恩贝 (600572)

2015 年 12 月 14 日

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

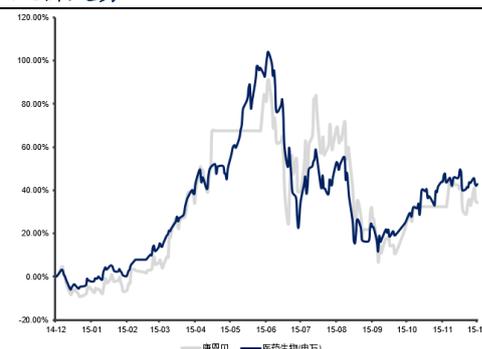
Hongyang614@gmail.com

定增夯实主业，中医药诊疗网络 打造互联网“医+药”生态闭环 买入（维持）

投资要点

- **非公开发行夯实主业，助力成长：**公司非公开发行拟募集资金总额不超过 17.8 亿元（含本数），扣除发行费用后用于“国际化先进制药基地项目”、“现代医药物流仓储建设项目”和“偿还并购贷款”。国际化先进制药基地项目建成达产后，计算经济效益年均产品销售收入（不含税）17.5 亿元，利润总额 3.2 亿元，税后利润 2.7 亿万元。
- **投资可得网络，抢占细分龙头：**截止 2014 年底，可得眼镜网连续七年稳居中国眼镜网络销量冠军，销售额超过后 9 名眼镜 B2C 之和。目前可得眼镜网在眼镜 B2C 市场所占份额超过 65%。公司与可得网络合作分阶段推进：第一阶段珍视明眼健康系列与可得网络平台对接，最终阶段可得网络将建设药品自营垂直电商平台，与公司规划的药品 O2O 平台实现产业对接。
- **有望打造互联网“医+药”的生态闭环：**公司现有 263 个配方颗粒品种在浙江卫计委进行申报，未来将作为中医药服务网络的重要依托。中医药诊疗服务体系计划投入 5-6 亿元，未来有望做连锁品牌，并在品牌基础上与国内外优质资源进行合作。中医药诊疗为低频次活动，然而对于吸引流量并向线上导入流量具有积极意义。未来通过中医药服务网络将流量导入线上（珍诚医药），通过线上线下互动，有望打造互联网“医+药”的生态闭环。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计康恩贝 2015-2018 年营业收入分别为 41.7 亿、48.3 亿、55.9 亿、62.9 亿，实现净利润 9.2 亿、11.4 亿、14.9 亿、18.0 亿，EPS 分别为 0.55、0.68、0.89、1.07，对应 2015-2018 年 PE 为 23.8 倍、19.1 倍、14.7 倍、12.1 倍。上半年公司减持佐力药业（300181）股份获得股权转让税后收益 1.16 亿元，扣除上述收益后，公司 2015 年归属母公司净利润为 8.03 亿，折合 EPS 为 0.48，对应动态市盈率为 27.2 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，“自营垂直电商+O2O 线下连锁门店”营销模式助力提升市场份额；非公开发行夯实主业，受托管理耐司康药业培养未来新利润增长点；中医药诊疗服务网络提升估值，产业协同打造互联网“医+药”生态闭环。公司强化主业，积极布局，成长空间大，故我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**（1）耐司康药业现处于停产整顿，存在环保整改能否通过当地政府环保部门批准和恢复生产的风险。（2）耐司康药业原有诉讼事项对该公司恢复生产经营可能带来的风险。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	13.04
一年最低/最高价	8.78/19.68
市净率	4.76
流通 A 股市值 (百万元)	15527

基础数据

每股净资产 (元)	2.74
资产负债率 (%)	46.91
总股本 (百万股)	1674
流通 A 股 (百万股)	1192

相关报告

- 中期业绩佳，静待珍诚发力
中报点评 2015.08.26
- 布局“可得网”，打造“眼健康”闭环
跟踪报告 2015.07.16
- 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

目录

1. 非公开发行—夯实主业，助力成长	4
2. 投资可得网络，抢占细分龙头	9
3. 中医药医疗服务网络—大健康生态体系之主线，为线上业务导入流量....	16
4. 投资上海鑫方迅—资源优势，重在布局	17
5. 成立浙江康恩贝医疗投资管理有限公司	22
6. 业绩高增长，分红有保障	23
7. 盈利预测	24
8. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司非公开发行细节摘要	4
图表 2: 募投项目简介	4
图表 3: 国际化先进制药基地项目简介	5
图表 4: 2012-2015Q3 耐司康营业收入及净利润变化图	6
图表 5: 耐司康内销产品销量情况	7
图表 6: 耐司康主要产品竞争格局分析	7
图表 7: 金华康恩贝营业收入情况	7
图表 8: 金华康恩贝净利润情况	7
图表 9: 现代医药物流仓储建设项目简介	8
图表 10: 可得眼镜网网站示意图	9
图表 11: 可得网络三大平台简介	9
图表 12: 可得网络三大子公司比较	10
图表 13: 2012-2015 年 1-8 月可得网络营业收入及净利润情况	10
图表 14: 可得网络子公司营业收入占比	11
图表 15: 可得网络子公司净利润占比	11
图表 16: 2012-2015 年 1-8 月可得光学营业收入及净利润情况	11
图表 17: 2012-2015 年 1-8 月镜拓光学营业收入及净利润情况	12
图表 18: 2012-2015 年 1-8 月上海百秀营业收入及净利润情况	13
图表 19: “可得网络”线下实体店的竞争优势分析	14
图表 20: 诺思魅眸唯爱美妆彩瞳日抛 30 片装缪斯棕 MD-U1 示意图	14
图表 21: KD 时尚太阳镜 KD1427-S01 黑色示意图	14
图表 22: 康恩贝与“可得网络”分阶段合作规划	15
图表 23: 面向个人消费者多元化需求的互联网化“医+药”服务体系	17
图表 24: 鑫方讯业务模式图	18
图表 25: 鑫方讯“医养护一体化/居家养老云平台”示意图	19
图表 26: 鑫方讯“居家健康管理/远程医疗监测”示意图	19
图表 27: 鑫方讯“远程会诊/远程健康咨询”示意图	20
图表 28: 2012-2015 年 1-7 月鑫方讯营业收入情况	21
图表 29: 2012-2015 年 1-7 月鑫方讯净利润情况	21
图表 30: 公司“互联网医+药”烟叶体系布局	23
图表 31: 2009-2015Q3 康恩贝营业收入及增长率情况	23
图表 32: 2009-2015Q3 康恩贝扣除非经常性损益后净利润及增长率情况	23

1. 非公开发行—夯实主业，助力成长

本次非公开发行股票方案已于 2015 年 11 月 13 日经公司第八届董事会 2015 年第十四次临时会议审议通过，于 2015 年 12 月 1 日经公司第三次临时股东大会表决通过，尚需向中国证监会进行申报。

本次非公开发行细节摘要如下：

图表 1：公司非公开发行细节摘要

项目	细节
发行底价	10.59 元/股
募集金额	不超过 17.8 亿元
发行方式	询价
锁定期	12 个月
大股东是否参与	否

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

本次非公开发行拟募集资金总额不超过 17.8 亿元（含本数），扣除发行费用后用于“国际化先进制药基地项目”、“现代医药物流仓储建设项目”和“偿还并购贷款”，项目投资总额为 18.8 亿元。

图表 2：募投项目简介

项目	投资总额（亿元）	募集资金投资额（亿元）
国际化先进制药基地项目	11.4	10.9
现代医药物流仓储建设项目	2.5	2.0
偿还并购贷款	4.9	4.9
合计	18.8	17.8

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1 国际化先进制药基地项目

该项目以浙江金华康恩贝为实施主体，按照美国 FDA 认证及欧盟 cGMP 规范标准规划建设，项目建设期为五年。项目建成后将形成如下产能：

图表 3: 国际化先进制药基地项目简介

项目	产能	计划出口量
原料药	258.88 吨/年	155.33 吨/年
冻干粉针	10000 万瓶/年	1000 万瓶/年
胶囊	15 亿粒/年	6 亿粒/年
片剂	15 亿片/年	6 亿片/年

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

该项目计算期 14.5 年, 其中建设期 5 年(2014 年 8 月—2019 年 7 月), 生产运营期约为 9.5 年。2019 年 8 月开始正式生产, 预计当年达产 50%, 2020 年达产 70%, 2021 年即可达产 100%。

项目经济效益:

该项目建成达产后, 计算经济效益年均产品销售收入(不含税) 17.5 亿元, 利润总额 3.2 亿元, 税后利润 2.7 亿万元, 项目静态投资回收期约 8.63 年。

国际化先进制药基地项目已先行投入 4194.8 万元, 主要为土地投入。我们分析公司有望通过产能分批实现的方式推进项目建设, 同时有望利用耐司康部分生产线以提升金华康恩贝产品现有产能。

1.1.1 受托管理耐司康药业—新利润点养成记

2015 年 10 月 29 日, 委托方康盟投资与受托方金华康恩贝和标的公司耐司康药业共同签订《关于浙江耐司康药业有限公司之委托经营管理协议》。此次交易委托方康盟投资的普通合伙人及执行事务合伙人康恩贝集团有限公司为康恩贝(600572)控股股东, 该项受托管理耐司康药业事项构成关联交易。

此次托管的期限为 2 年, 自 2016 年 1 月 1 日起至 2017 年 12 月 31 日止。金华康恩贝每年收取固定托管费人民币计 50 万元, 另根据托管期内耐司康药业每年净利润的 20% 收取浮动托管费, 浮动托管费最高不超过人民币 300 万元。

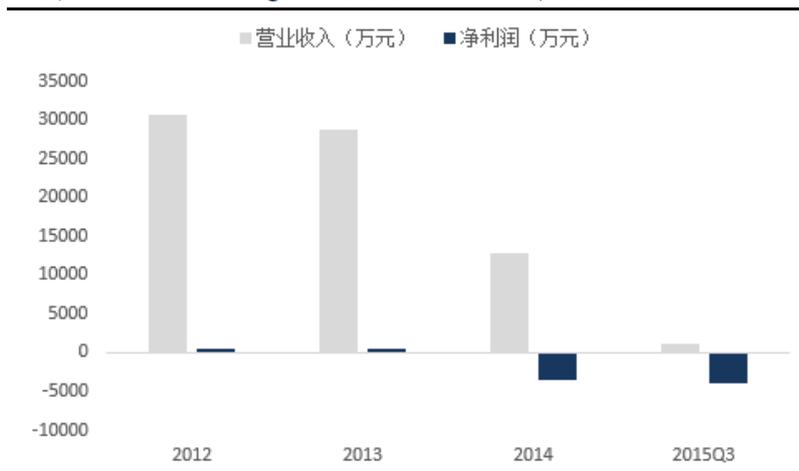
产品分析—技术性佳, 待管理整合

耐司康主导产品包括: 阿奇霉素、罗红霉素、克拉霉素等大环内酯类抗生素和美罗培南等碳青霉烯类抗生素等。产品在国内、外销售, 国外已出口至欧洲、南美、亚洲的二十多个国家和地区。

其中，阿奇霉素、克拉霉素、盐酸苄丝肼、非诺贝特等产品均通过国家 GMP 认证，同时非诺贝特、格列美脲两个产品也取得欧盟 COS 证书。

2014 年耐司康实现营业收入 1.3 亿元，2015 年 1-9 月实现营业收入 1176.2 万元；2014 年耐司康实现净利润-3518.9 万元，2015 年 1-9 月实现净利润-4004.5 万元。均呈下滑态势。

图表 4: 2012-2015Q3 耐司康营业收入及净利润变化图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

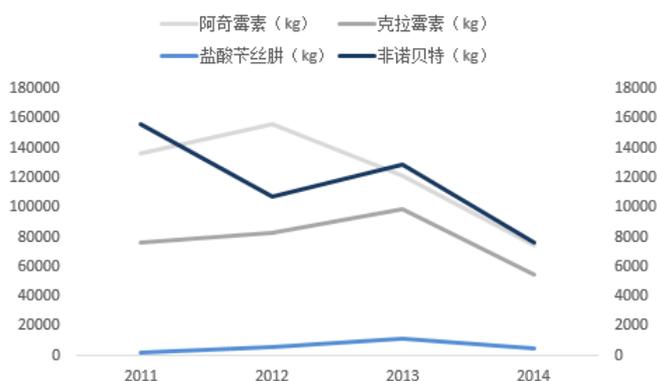
我们分析耐司康近两年业绩下滑主要原因为公司管理层变动导致主业不稳。

耐司康专注于原料药生产和销售，产品销售国外市场比国内市场占比大，其中克拉霉素品种是日本公司客户的独家供应商，具有较好的市场优势。我们认为产品销往国外及成为国外客户合作伙伴的难度较大，侧面反映出耐司康的技术实力，未来通过金华康恩贝的有效整合，耐司康药业有望回归健康发展路径，并实现规模快速增长。

产品销售情况及竞争格局

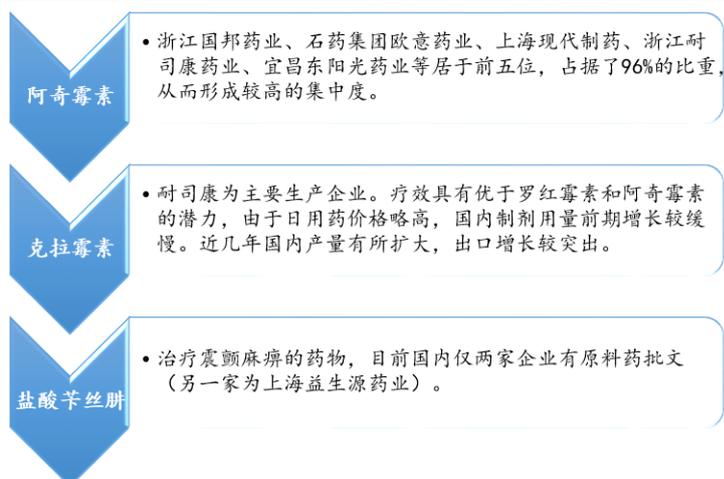
耐司康内销产品有阿奇霉素、克拉霉素、盐酸苄丝肼、非诺贝特，其中阿奇霉素、克拉霉素为公司的主打产品，在市场上的占有率一直保持在国内销售的前三位。

图表 5: 耐司康内销产品销量情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 6: 耐司康主要产品竞争格局分析



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们认为金华康恩贝受托管理耐司康药业, 主要基于以下考虑:

1、耐司康药业现有产品与金华康恩贝的原料药能形成互补, 通过受托经营耐司康药业可以提升金华康恩贝在国内外特色原料药市场的地位和影响力。

金华康恩贝是公司化学药事业部的核心企业, 拥有多个特色化学原料药和制剂产品, 2007 年收购进入公司后经营业绩和发展趋势良好, 2014 年营收规模过 10 亿, 净利润过亿, 成为公司体系中经营规模最大的子公司。

图表 7: 金华康恩贝营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 8: 金华康恩贝净利润情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

金华康恩贝目前所在厂区已 20 多年, 限于周边建筑, 厂区无法扩大, 产品规模以及新产品开发投产都受到一定制约, 发展越来越受到限制。本次交易, 通过托管耐司康药业, 既可以发挥金华康恩贝的业务、技术、人才等优势, 在地方政府支持下帮助其恢复正常生产经营, 并争取到机会获得该公司有价值的产品、技术、市场与客户以及现成的厂区、生产厂房、生产线等资源, 也可以有效规避、减少直接收购该公司可能出现

的多种风险。

2、金华康恩贝通过受托经营耐司康药业可以获取良好的国际销售渠道和产品国际注册资源，有助于金华康恩贝国际化业务的发展；

3、金华康恩贝受托经营耐司康药业有利于提前磨合，也有利于做好今后达到正常生产经营状况并满足一定条件时可能进行的收购控股的必要准备：康盟投资同意在托管期内或期满时，若耐司康药业达到正常生产经营状况，并且可持续经营不存在法律障碍，规范运营不存在重大缺陷的条件情形下，按公允价格向金华康恩贝转让持有的丙方 95% 股权。

1.2 现代医药物流仓储建设项目

该项目是由浙江珍诚物流有限公司实施建设的现代药品物流基地及配套设施，主要满足珍诚医药对浙江省内及周边市场的药品物流配送需求和对国内市场的物流业务的指挥调控中枢的功能。

图表 9：现代医药物流仓储建设项目简介

建设分期	建设内容	建设周期
一期建设	一号仓库（含冷库）2.8 万平方米，检验楼、设备房（含配电、空调），以及与本项目配套的装卸作业场、消防泵房等辅助生产用房和设施，同时新建一套信息化系统、一条贯穿于整个仓储区的现代化分拣传输系统；	18 个月，已于 2014 年 10 月动工，计划 2016 年 4 月投入使用；
二期建设	二号仓库 3.8 万平方米，配套停车场并与一期贯通。	18 个月，计划于 2016 年 3 月动工，2017 年 9 月投入使用。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

目前珍诚医药现代医药物流仓储建设项目一期仓库已基本建成，设备尚未到位。

珍诚医药立足浙江，目前问题在于省内覆盖率高然而占有率不高，我们分析主要因是上游获得的一级供应商代理数量较少。

我们认为珍诚医药未来将通过争取大品种代理资格以做大规模，假设 1-2 年时间代理 20-30 家前五十大品牌或 20-30 个销售前 100 品种，将对下游销售产生极大优势，有望在 3 年左右时间做到浙江省内 100 亿规模。

2. 投资可得网络，抢占细分龙头

根据互联网眼健康及护理产品的业务布局和发展需要，公司出资人民币 2.9 亿元以“股权受让+增资”方式取得上海可得网络科技有限公司 20% 的股权。

图表 10：可得眼镜网网站示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

“可得网络”是一家大型隐形眼镜 B2C 平台，业务集中于下属三家全资子公司，分别为上海可得光学科技有限公司、镜拓光学科技（上海）有限公司和上海百秀大药房有限公司。

图表 11：可得网络三大平台简介

可得光学	镜拓光学	上海百秀
<ul style="list-style-type: none"> • 可得眼镜网 (www.keede.com) • 可得手机端WEB • 可得门店 • 可得APP (即将上线) 	<ul style="list-style-type: none"> • 镜拓天猫旗舰店 • 镜拓当当旗舰店 	<ul style="list-style-type: none"> • 百秀天猫旗舰店 • 百秀京东旗舰店 • 百秀手机端WEB

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其中，“可得光学”与“镜拓光学”以销售眼镜类产品（隐形眼镜、彩色隐形眼镜，即美瞳、墨镜等）以及相关产品（如护理液、护理盒、润眼液等）为主，而“上海百秀”主营隐形眼镜，附带销售 OTC 药品、保健品。

“可得光学”用户以中高收入白领为主，用户粘性较高，相对价格不敏感，因此销售价格会略高于其它平台，辅助以产品组合推荐、款式推新、小礼品回馈、品牌主题活动、季节性产品推荐、会员礼品互动活

动、第三方平台资源互换等方式来进行营销。

“上海百秀”与“镜拓光学”以第三方平台销售为主，价格以第三方平台主流价格为参考，产品推广前期价格会低于主流价格以抢占流量资源，等流量稳定之后基本以主流价格为主，对于爆款的独占性产品会略高于主流价格。

图表 12: 可得网络三大子公司比较

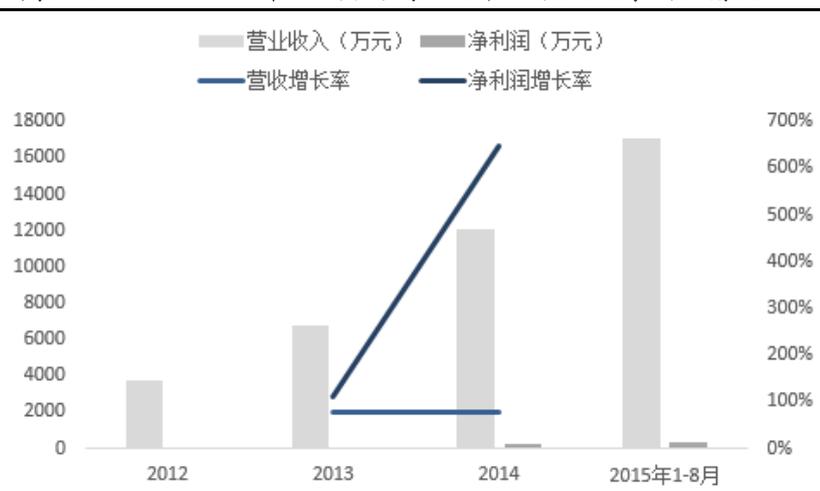
公司	销售产品	价格
可得光学	眼镜类产品（隐形眼镜、彩色隐形眼镜，即美瞳、墨镜等）以及相关产品（如护理液、护理盒、润眼液等）为主；	销售价格略高于其它平台；
镜拓光学	眼镜类产品（隐形眼镜、彩色隐形眼镜，即美瞳、墨镜等）以及相关产品（如护理液、护理盒、润眼液等）为主；	价格以第三方平台主流价格为参考；
上海百秀	主营隐形眼镜，附带销售 OTC 药品、保健品。	价格以第三方平台主流价格为参考。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1 细分龙头，业绩高速增长

可得网络 2014 年实现营业收入 1.2 亿元，同比增长 78.4%，2015 年 1-8 月实现营业收入 1.7 亿元，超 2014 年整体收入 0.5 亿元；可得网络 2014 年实现净利润 263.5 万元，同比增长 648.6%，2015 年 1-8 月实现净利润 326.5 万元，超 2014 年整体净利润 63 万元。

图表 13: 2012-2015 年 1-8 月可得网络营业收入及净利润情况



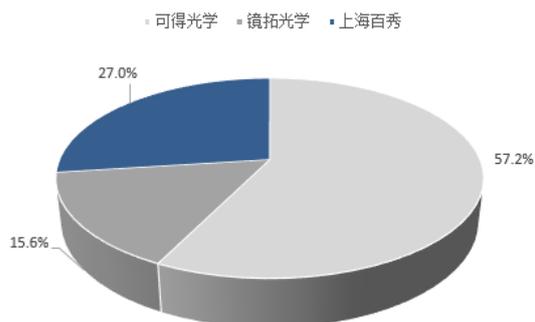
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其中，可得光学 2015 年 1-8 月实现营业收入 9792.8 万元，占可得网络总营业收入的 57.2%；镜拓光学 2015 年 1-8 月实现营业收入 2673.9 万

元，占可得网络总营业收入的 15.6%；上海百秀 2015 年 1-8 月实现营业收入 4624.2 万元，占可得网络总营业收入的 27.0%。

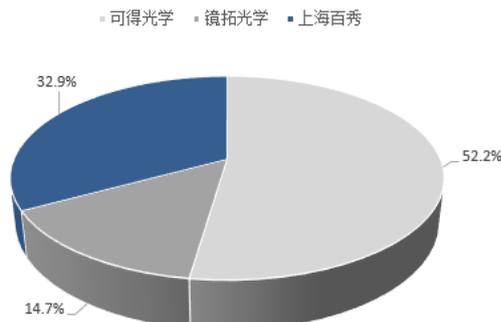
可得光学 2015 年 1-8 月实现净利润 170.8 万元，占可得网络净利润的 52.2%；镜拓光学 2015 年 1-8 月实现净利润 48.1 万元，占可得网络净利润的 14.7%；上海百秀 2015 年 1-8 月实现净利润 107.6 万元，占可得网络净利润的 32.9%。

图表 14: 可得网络子公司营业收入占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 15: 可得网络子公司净利润占比



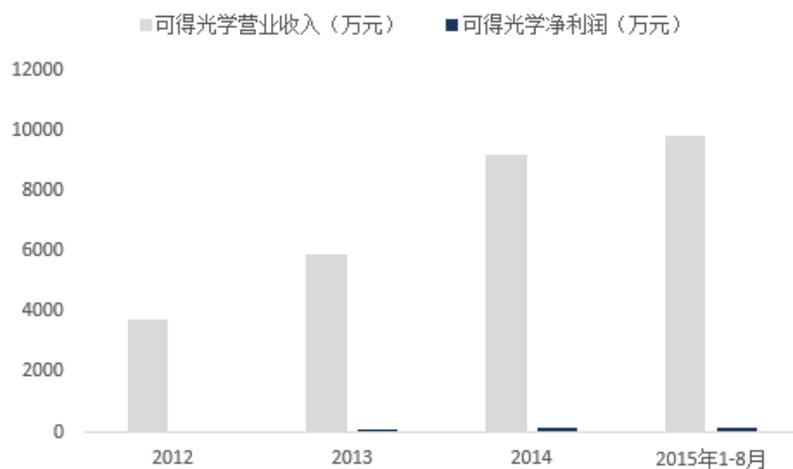
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

其中，可得光学营收占比 57.2%，净利润占比 52.2%，为可得网络最大子公司。

2.1.1 上海可得光学科技有限公司

2014 年可得光学实现营业收入 9169.7 万元，同比增长 55.3%，2015 年 1-8 月实现营业收入 9792.8 万元。2014 年可得光学实现净利润 174.9 万元，同比增长 114.1%，2015 年 1-8 月实现净利润 170.8 万元。

图表 16: 2012-2015 年 1-8 月可得光学营业收入及净利润情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

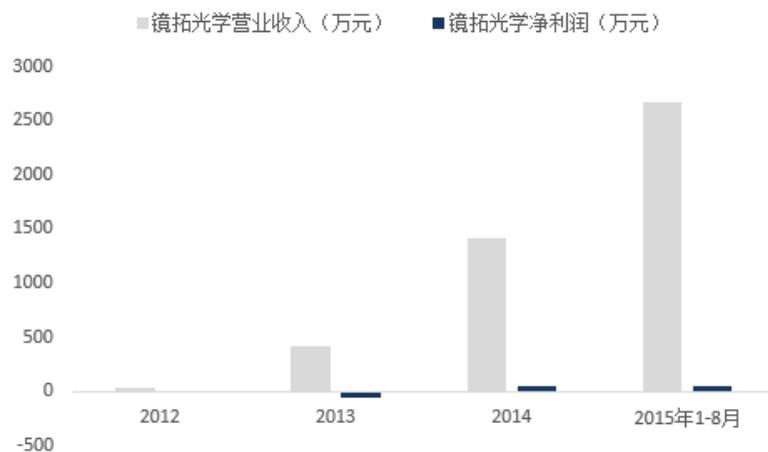
可得光学旗下可得眼镜网创始于 2007 年，是国内最早的专业眼镜电商。可得眼镜网拥有强大的眼镜行业集约化采购优势、专业的电子商务运营经验和最先进的互联网技术，并在业内率先开启 O2O 模式，线上线下一多渠道无缝衔接。

可得眼镜网在上线伊始几年发展势头迅猛，年增长速度基本都在 200% 以上，迅速占据行业优势地位。即使是竞争日益白热化的近两年，业绩也依然保持每年翻番。截止 2014 年底，可得眼镜网已经连续七年稳居中国眼镜网络销量冠军，销售额遥遥领先且超过后 9 名眼镜 B2C 之和。在完成对艾视网的合并之后，可得眼镜网在眼镜 B2C 市场的份额超过了 65%。

2.1.2 镜拓光学科技（上海）有限公司

2014 年镜拓光学实现营业收入 1411.6 万元，同比增长 242.4%，2015 年 1-8 月实现营业收入 2673.9 万元。2014 年镜拓光学实现净利润 54.6 万元，同比增长 205.6%，2015 年 1-8 月实现净利润 48.1 万元。

图表 17: 2012-2015 年 1-8 月镜拓光学营业收入及净利润情况

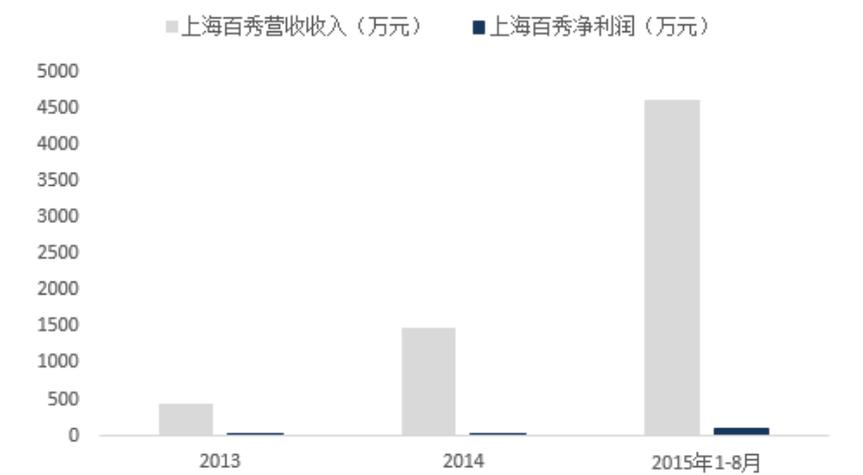


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1.3 上海百秀大药房有限公司

2014 年上海百秀实现营业收入 1478.1 万元，同比增长 235.6%，2015 年 1-8 月实现营业收入 4624.2 万元。2014 年上海百秀实现净利润 34.0 万元，同比增长 553.8%，2015 年 1-8 月实现净利润 107.6 万元。

图表 18: 2012-2015 年 1-8 月上海百秀营业收入及净利润情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.1.4 可得网络经营模式及特点

➤ 独立官网与第三方平台并进

可得眼镜网 2014 年度销售收入占可得网络收入比重近 50%，与其他旗舰店销售收入总额基本接近，随着第三方平台旗舰店的增多，其官网收入占比略有下降，2015 年 1-8 月份销售收入占比为 40% 左右。

独立官网与旗舰店相比有诸多差异:

首先，从经营范围来看，可得网络（含子公司）旗舰店经营范围更广，涵盖药品与医疗器械；

其次，可得眼镜网与旗舰店的人群重合度较小，从购买行为上来看，可得眼镜网的客单价要高于旗舰店；

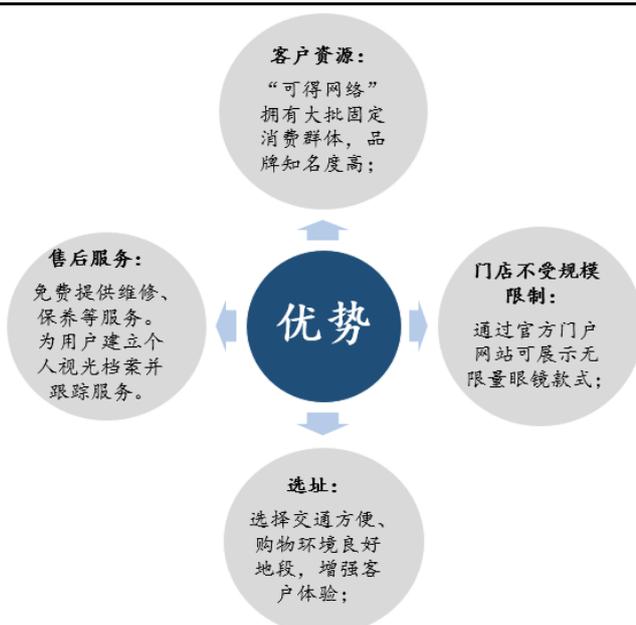
另外，旗舰店的粘性很高，且在消费习惯上也存在差异。

因此，“可得网络”一直坚持以官网为基础，其他平台作为辅助补充和渠道扩展，尽可能地保持自己的独立性和主动性。但随 O2O 线下体验店连锁的推进，将带来其独立官网收入的突破与提升。

➤ 线上与线下互通

“可得网络”作为中国最大的眼镜 B2C 平台，注重线下门店的建设。截止 2015 年 8 月底，“可得网络”已经在上海宝山区、徐汇区、普陀区共设立 5 个线下实体店，消费者可在线上下单，线下享受服务，实现了线上下单→线下体验→线下自提或者线下体验→线上下单→送货到家的服务流程。

图表 19: “可得网络”线下实体店的竞争优势分析



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

➤ 布局眼科大健康，创立自有品牌

可得网络自 2013 年开始积极拓展产品线，布局眼科大健康，目前已引进眼药水、眼贴、叶黄素等 OTC 类产品，该类产品与可得眼镜网现有用户的匹配度高，容易引起顾客关联买单。

另外，“可得网络”拥有自营彩色隐形眼镜品牌（诺思），在公司官网处于热销品牌第三名，超越海昌；框架眼镜方面，可得网络针对 15-35 岁消费群，成立专业设计师团队，创立自主品牌（KD）。

图表 20: 诺思魅眸唯爱美妆彩瞳日抛 30 片装缪斯棕 MD-U1 示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

图表 21: KD 时尚太阳镜 KD1427-S01 黑色示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

2.1.5 主要投资机会分析

➤ 符合公司“拥抱互联网”战略

可得网络具有真正互联网基因，消费人群与互联网用户高度吻合，凭借已经确立的隐形眼镜电商第一品牌基础上，未来以“自营垂直电商+O2O 线下连锁门店”模式有望在框架眼镜行业占据一席之地，并推动隐形眼镜、护理用品进一步上量。可得网络未来将从一个独立 B2C 企业转变为一个拥有多平台、多渠道、多品牌、线上线下互动的在中国具影响力的集团化公司。

该项投资符合康恩贝（600572）互联网+产业布局的战略意图，将增强公司互联网基因成分与地位，为公司推进业务互联网化、药品新营销模式提供思维、技术、路途及合作渠道支持。

➤ 2、珍视明产品与可得网络业务高度协同

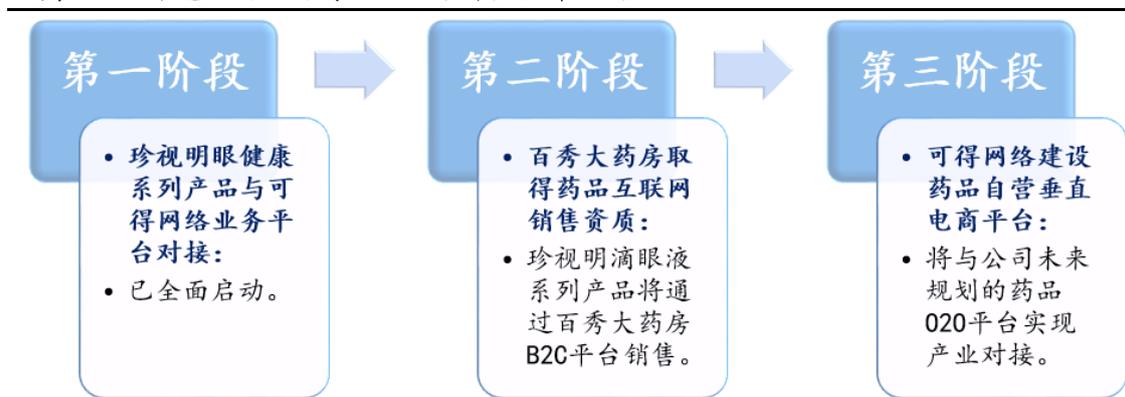
公司珍视明系列产品与可得网络消费人群高度吻合，业务层面协同性强。公司与可得网络合作主要分以下三个阶段：

第一阶段：珍视明眼健康系列产品与可得网络业务平台对接：已全面启动；

第二阶段，若百秀大药房取得药品互联网销售资质，珍视明滴眼液系列产品将通过百秀大药房 B2C 平台实现销售，以此开拓新的营销路径；

第三阶段，根据可得网络未来规划，将建设药品自营垂直电商平台，将与公司未来规划的药品 O2O 平台实现产业对接，将进一步提升双方业务协同的广度与深度。

图表 22：康恩贝与“可得网络”分阶段合作规划



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 眼镜行业未来市场增量空间大

目前，中国整个眼镜行业约有 800 亿元销售规模，中国有 8 亿需要

屈光矫正的庞大消费群体。随着信息化多屏时代的发展，眼健康需求市场潜在存量和增量空间巨大，一旦激活有望形成几千亿的市场规模。

对可得网络而言，未来市场增量具体表现为消费者对隐形眼镜月抛、日抛类产品需求持续上升，未来隐形眼镜市场增量空间仍很大，凭借可得网络隐形眼镜电子商务第一品牌的影响力，有望占据领先优势；

随着可得网络 O2O 线下连锁门店全国范围内布局与快速推进，“自营垂直电商+O2O 线下连锁门店”营销模式将一定程度改变传统眼镜行业业态与环境，由此带来可得网络业务占比的提升与规模的扩大；

此外，随着珍视明与可得网络产业对接的全面推进，有望带来珍视明眼健康系列产品、滴眼液等药品新的增量；同时，可得网络自有品牌的发展有望有效提升利润率水平，扩大销售规模。

3. 中医药医疗服务网络—大健康生态体系之主线，为线上业务导入流量

公司根据未来以现代中药、植物药业务为核心，通过产业互联网+与创新，向药业产业链上游（药材种植加工）和下游（医疗与健康服务）拓展延伸，构建全产业链的大健康业务生态体系的战略要求，将重点以中医药诊疗服务为主线，采取并购控股、新建等方式建设中医药诊疗服务网络。

该网络体系依托于康恩贝在医药行业尤其是在中药和现代植物药领域几十年积累的产品、品牌和技术等优势，结合近几年来公司在医药及互联网+领域布局形成的资源优势，通过自主创新和合作开发，运用智能化、远程诊疗及大数据等技术手段，把现代中医诊疗技术与设备和现代中药配方颗粒等产品要素紧密结合，实现未来中医药诊疗服务的智能化、远程化和标准化，达到满足不同层次、年龄的消费者中医药诊疗、个性化服务、快捷高效服务的需求。公司将通过合作与创新，为中医药产业在面对未来挑战中得到更好的传承与发展做出应有的贡献。

3.1 打造互联网“医+药”生态闭环

公司现有 263 个配方颗粒品种在浙江卫计委进行申报，未来将作为中医药服务网络的重要依托。我们预计康恩贝中医药诊疗网络将集中于门诊部、诊所等，聚焦社区店（人流量大的地方）。

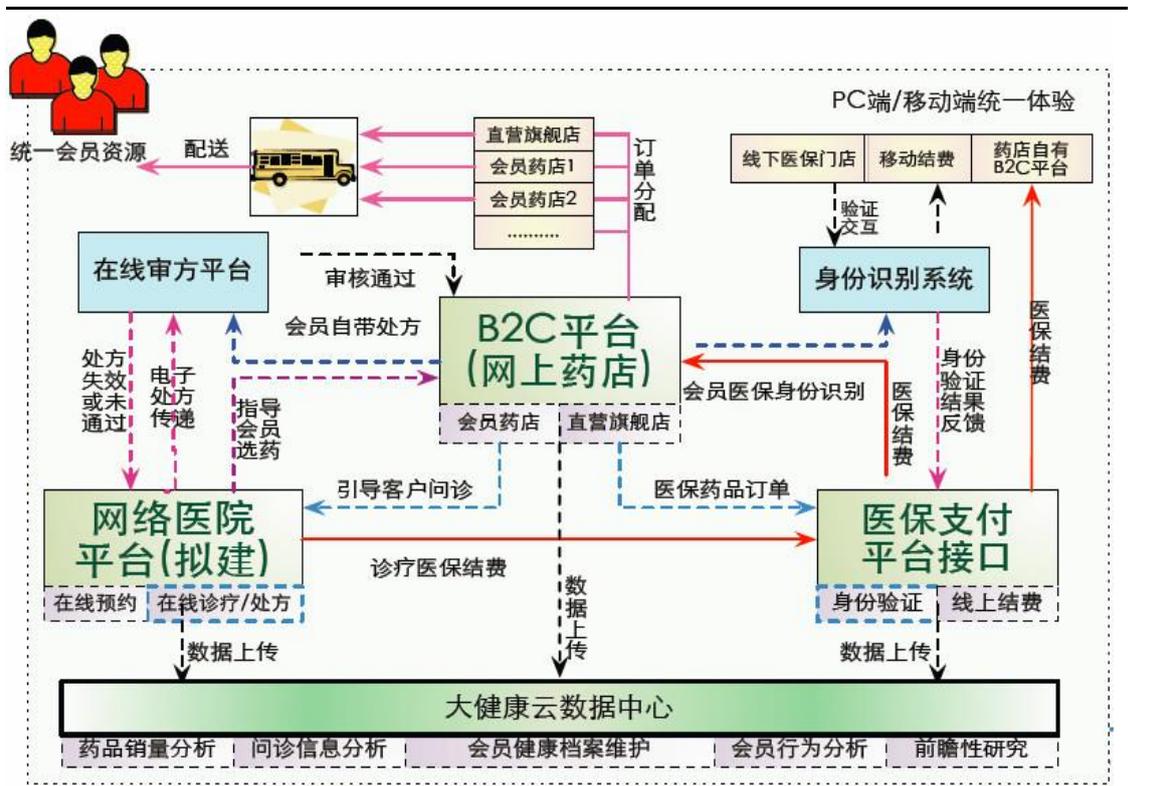
中医药服务网络计划投入 5-6 亿元，未来有望做连锁品牌，并在品牌基础上与国内外优质资源进行合作。

中医药诊疗为低频次活动，然而对于吸引流量并向线上导入流量具有积极意义。珍诚医药计划构建互联网医疗服务平台，打造社区化 O2O “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。

未来通过中医药服务网络将流量导入线上（珍诚医药），通过线上线下一互动，有望打造互联网 “医+药” 的生态闭环。

图表 23：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

然中医药诊疗服务网络在人员设立、产地建设等方面需要一定时间，故截止目前尚未取得杭州市滨江区政府审批意见。

4. 投资上海鑫方迅—资源优势，重在布局

公司根据布局互联网医疗产业链的需要，拟出资人民币 2600 万元对

上海鑫方迅通信科技有限公司进行增资，其中 300 万元为注册资本，占增资后上海鑫方迅注册资本的 20%，其余 2300 万元进入资本公积。

上海鑫方迅是一家专业化的互联网远程医疗平台方案提供商与互联网远程医疗监测终端研发企业，专注于移动互联网和医疗、健康管理相结合的领域，在此领域拥有多项专利技术，有志于成为该领域的领航者和开拓者。

上海鑫方迅目前主要有智慧医疗医养护一体化居家健康管理、远程医学监测、远程会诊、合作医院托管（包括养老社区合作医院）及健康管理与智慧养老五种业务模式：

图表 24：鑫方讯业务模式图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 智慧医疗医养护一体化居家健康管理

公司通过建立智慧医疗医养护一体化服务平台，依托社区卫生服务中心，建立医养护远程监测新模式，通过 COPD、宫颈癌等疾病的筛查，扩大慢病人群服务范围，逐步开展血糖、血压、呼吸等体征指标的远程监测业务，并通过合作社区医院发展健康管理会员，提供远程会诊、双向转诊、健康评估、慢病管理等服务，帮助医院建立主动医疗服务新模式。

图表 25: 鑫方迅“医养护一体化/居家养老云平台”示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

➤ 远程医学监测

远程医学监测以孕妇远程胎心监测为切入点, 逐步建立远程医疗监测服务网络, 通过互联网手段把医院服务体系延伸到用户家里, 让用户可以足不出户享受医院的医疗检测服务, 实现医院、用户、企业三方共赢。

图表 26: 鑫方迅“居家健康管理/远程医疗监测”示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

➤ 远程会诊

基于 301 医院等顶层医院, 将优势的医疗资源引入到下级医院, 提高下级医院的诊疗水平和品牌效益, 患者可以直接通过平台在下级医院与顶级医院专家面对面, 享受顶级医疗咨询服务;

图表 27: 鑫方迅“远程会诊/远程健康咨询”示意图



资料来源: 公司网站

➤ 合作医院托管 (包括养老社区合作医院)

拓展地市以下级合作医院资源, 派专家进行技术与业务指导, 助其提升医院品牌与医院管理水平, 并协调建立远程会诊与远程监测服务平台, 业务增长部分分成。

➤ 健康管理智慧养老

与通信运营商、保险公司、养老社区等机构或公司合作, 为其提供信息化支撑平台、健康管理服务、专家高端咨询服务、高端医院绿色通道等, 收取服务费或收益按比例分成。

4.1 业务分析—资源优势助力业绩增长

上海鑫方迅是中国老年医学会老年健康产业联盟副理事长单位, 是中国老年保健医学研究会理事单位与信息化健康服务促进会副会长单位, 与老年医学会建立了紧密的战略合作关系。

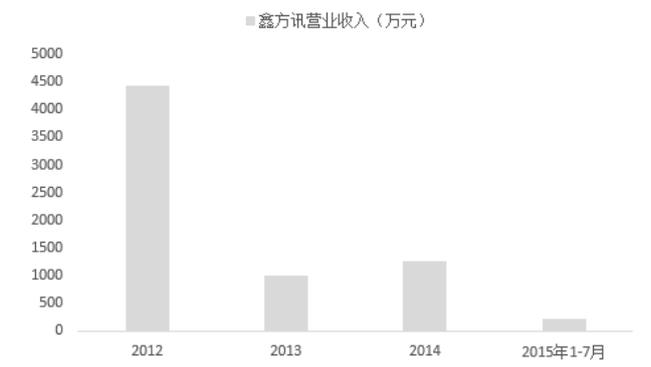
2012 年 1 月, 上海鑫方迅与解放军总医院 (301 医院) 合作共建国家科技支撑项目《面向军地协同的跨区域医疗协同服务应用示范》课题, 该课题已于 2013 年 7 月通过国家科技部验收, 形成了军地协同远程医学平台与 301 健康管理平台, 在厦门、杭州等地开展了业务。同时与北京 999 急救中心合作共建了北京市科技支撑项目《健康保障应急医疗信息平台》, 形成了智慧社区与智能养老服务平台, 在杭州以及泰康人寿等养老社区开展了服务。

目前“军地协同的跨区域医疗服务平台”建设已经完成, 并取得多项专利与软件著作权, 平台结合各地医疗系统特点, 形成智慧医疗医养

护一体化平台特色。在此基础上上海鑫方迅将国家科技成果转化落地到浙江、上海、安徽、河南等地，落实了一些客户，包括医院、银行、保险、上市公司，目前已经签署了 10 多项合作协议与框架协议。各地还有不少项目也正在洽谈落实中。总体发展态势良好。

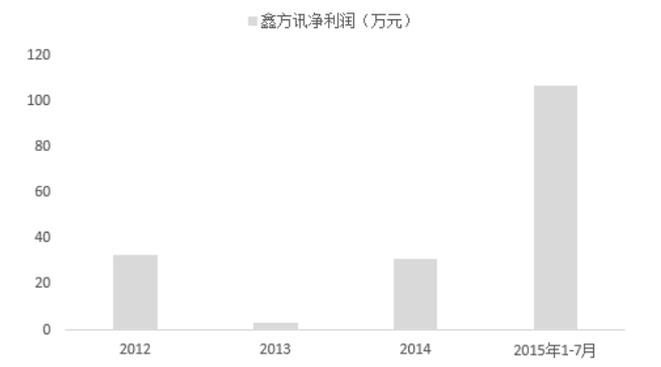
2014 年鑫方迅公司实现营业收入 1260.1 万元，2015 年 1-7 月实现营业收入 220.3 万元；2014 年鑫方迅公司实现净利润 31.3 万元，2015 年 1-7 月实现净利润 106.9 万元，超 2014 年整体净利润 75.6 万元。

图表 28: 2012-2015 年 1-7 月鑫方迅营业收入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 29: 2012-2015 年 1-7 月鑫方迅净利润情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2 投资意义—医疗协同，重在布局

➤ 为公司布局互联网医疗产业链提供机会

上海鑫方迅依托“301”医院具备远程诊断 B2B、健康管理 B2C 二个信息化与业务平台，并以此为基础，未来在远程医疗 B2C 及互联网大健康纵深领域发展具有较大潜力。公司投资上海鑫方迅将初步实现公司在互联网远程医疗、健康管理方面的布局，未来可与公司药业主业形成一定的协同，先以参股方式投资金额小，风险相对可控，具战略意义。

➤ 为公司实现产业升级提供机会。

在人口老龄化、疾病谱改变和用药升级持续推进下，医药行业中长期增长趋势依然不变，但从短中期来看，医保控费、招标降价、新药审批效率及政策多变等对行业发展影响更为深刻。对公司未来发展而言，通过互联网+和产业链延伸，助力实现产业升级，适当降低对纯药品制造、销售的依赖性，提升公司整体抗风险能力。

目前医疗服务在医疗健康行业整体占比较低，未来市场空间巨大。在互联网医疗市场高速增长态势下，以轻资产模式打造互联网医疗产业链闭环体系并适度进入医疗器械特别是移动穿戴产品并实现产业协同，将

是公司未来着重开拓的新方向。因此，投资上海鑫方迅将为公司实现产业升级提供实践的机会与路径。

► 与公司处方药营销具产业协同条件

上海鑫方迅凭借与“301”医院合作的国家科技支撑计划项目“面向军地协同的跨区域医疗协同服务应用示范”所取得的基础，及以与杭州江干区卫生局合作建设的江干区医养护智慧医疗远程健康监测系统，与诸暨妇保医院合作建设的孕妇远程胎心监测网络二个健康管理示范工程，正处于全面推广实施阶段，需要招聘大量面向医院的业务推广人员及技术服务人员。而本公司具备在浙江、上海、江苏、京津等地区及全国一定基础的处方药推广网络与队伍，可以与上海鑫方迅医院推广体系协同，支持上海鑫方迅快速开拓市场并做好后续客情维护。

对公司而言：一是为处方药队伍提供产品与服务资源，稳定并扩大处方药队伍并开拓新的市场；二是借助处方药队伍形成“药品+器械+服务”的产品营销组合，降低药品新的政策特别是招投标价格下降带来的经营风险。

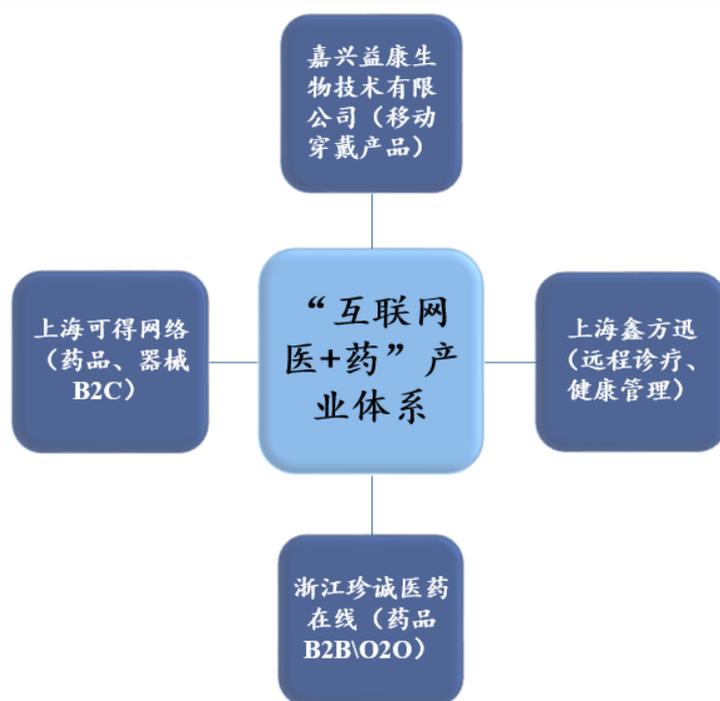
此外，公司下属子公司浙江珍诚医药在线有限公司打造的基于 O2O 的全产业链运营模式（药联 5 万家）未来与上海鑫方迅的远程医疗体系与健康管理体系也将实现对接与协同，形成有效的互联网医疗产业链生态闭环。

5. 成立浙江康恩贝医疗投资管理有限公司

根据公司战略发展布局需要,经公司研究，拟出资 5 亿元人民币成立全资子公司浙江康恩贝医疗投资管理有限公司（暂定名）。康恩贝医疗投资公司首期投资及注册资本拟为 2 亿元。

2014 年以来，公司围绕“拥抱互联网、整合谋发展”主题，根据“互联网医+药”产业体系建设与发展战略目标进行布局，目前已并购、投资包括控股浙江珍诚医药在线股份有限公司（药品 B2B\O2O）、增资嘉兴益康生物技术有限公司（移动穿戴产品）以及增资上海鑫方迅通信科技有限公司（远程诊疗、健康管理）、上海可得网络科技有限公司（药品、器械 B2C）等。

图表 30: 公司“互联网医+药”烟叶体系布局



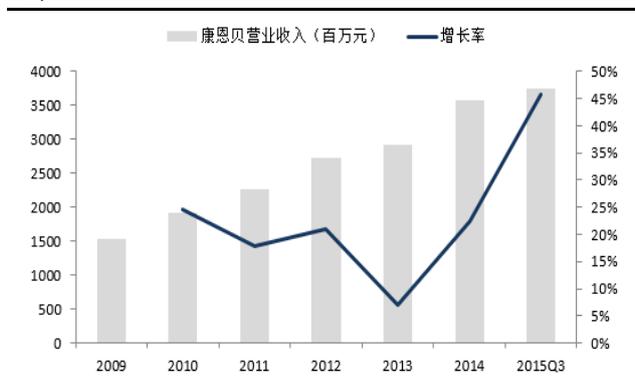
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司投资设立康恩贝医疗投资公司, 作为“互联网医+药”产业体系建设与发展战略的投资运营管理平台, 有利于推进已经投资的相关项目更好地管理与实现整合效应, 也有利于统筹加强项目投资与管理工作。

6. 业绩高增长, 分红有保障

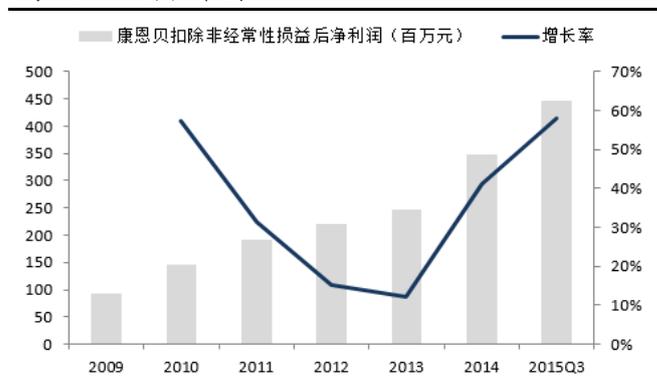
2015 年前三季度, 公司实现营业收入 37.5 亿元, 同比增长 45.7%; 实现净利润 6.2 亿, 同比增长 54.9%; 实现扣除非经常性损益后净利润 4.5 亿, 同比增长 57.9%。

图表 31: 2009-2015Q3 康恩贝营业收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 32: 2009-2015Q3 康恩贝扣除非经常性损益后净利润及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司每年均根据公司的经营情况和市场环境，充分考虑股东的利益，实施现金分红或股票分红。为进一步保障公司股东权益，公司董事会对未来三年股东分红回报进行详细规划，明确 2015-2017 年度这三年每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的归属于上市公司股东净利润的 30%。公司 2012—2014 年累计现金分红 3.9 亿元，占最近三年年均可分配利润的 93.42%。

7. 盈利预测

盈利预测基础:

- 2014 年贵州拜特实现净利润 3.94 亿元，预计 2015 年增长 15%-25%；
- 2015 年 6 月珍诚医药实现净利润 495.5 万元，预计 2015 年 6-12 月珍诚医药实现净利润 3000-4000 万元；
- 预计 2015 年天保宁销售收入增长 15%-25%；
- 2014 年丹参川芎嗪注射液销售收入超过 6 亿元，预计 2015 年增长 10%-20%；
- 2014 年金奥康销售收入增长 16%，预计 2015 年增长 25%-35%；
- 银杏叶提取物 2014 年销售收入 0.6 亿，预计 2015 年增长 70%-90%；
- 麝香通心滴丸 2014 年销售收入 0.6 亿，预计 2015 年增长 70%-90%。

我们预计康恩贝 2015-2018 年营业收入分别为 41.7 亿、48.3 亿、55.9 亿、62.9 亿，实现净利润 9.2 亿、11.4 亿、14.9 亿、18.0 亿，EPS 分别为 0.55、0.68、0.89、1.07，对应 2015-2018 年 PE 为 23.8 倍、19.1 倍、14.7 倍、12.1 倍。

上半年公司减持佐力药业(300181)股份获得股权转让税后收益 1.16 亿元，扣除上述收益后，公司 2015 年归属母公司净利润为 8.03 亿，折合 EPS 为 0.48，对应动态市盈率为 27.2 倍。

注：珍诚医药销售的植物药毛利率仅为 1.33%，化学药销售毛利率仅为 4.31%，大幅拉低公司产品销售毛利率，故我们未将珍诚医药营业收入合并入上述营业收入预测范围。

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，“自营垂直电商+O2O 线下连锁门店”营销模式助力提升市场份额；非公开发行夯实主业，受托管理耐司康药业培养未来新利润增长点；中医药诊疗服务网络提升估值，产业协同打造互联网“医+药”生态闭环。公司强化主业，积极布局，成长空间大，故我们维持公司“买入”评级。

8. 风险提示

(1) 耐司康药业因环境污染案件现处于停产整顿，存在环保整改能否通过当地政府环保部门批准和恢复生产的风险。

耐司康药业及股东包括金华康恩贝前期已为此做了不少工作，整改与恢复生产的努力得到了当地政府、该企业员工的理解和支持，预计在今年年底前可以获得整改验收，开始恢复生产。同时，本项交易的有关托管协议中明确，环保整改的资金投入由耐司康药业及其控股股东康盟投资负责。

(2) 耐司康药业原有诉讼事项对该公司恢复生产经营可能带来的风险。

经过耐司康药业及其控股股东等的努力，在争取到当地政府、相关方的理解支持下，原有诉讼有些已经解决、有些已经协商找到合适的解决方案，总体不会对耐司康药业恢复生产带来重大障碍。同时，本项交易的有关托管协议中明确，耐司康药业遗留的事项由耐司康药业及其控股股东康盟投资负责处理。

康恩贝（600572）主要财务数据及估值（百万元）

资产负债表	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	2853	3267	3686	4079	营业收入	4170	4826	5587	6286
货币资金	968	1209	1478	1658	营业成本	1203	1416	1508	1725
应收账款	627	874	983	1087	营业税金及附加	50	55	62	67
存货	751	892	1003	1193	销售费用	1423	1547	1747	1797
非流动资产	4099	4368	4593	4985	管理费用	387	432	496	552
长期股权投资	447	447	447	447	财务费用	56	65	73	78
固定资产	1762	1985	2186	2564	投资收益	0	0	0	0
无形资产	475	564	632	745	营业利润	1051	1311	1701	2067
在建工程	309	458	587	723	营业外净收入	89	98	103	98
资产总计	6954	7584	8099	8778	利润总额	1140	1409	1804	2165
流动负债	1398	1487	1519	1649	所得税费用	153	184	204	234
短期借款	527	613	702	815	少数股东损益	68	83	113	132
应付账款	335	376	428	478	归属母公司净利润	919	1142	1487	1799
非流动负债	937	1134	1255	1402	EBIT	1497	1308	1693	2065
长期借款	344	344	344	344	EV/EBITDA	19.4	17.9	15.6	13.2
其他	1393	1487	1604	1785	重要财务	2015E	2016E	2017E	2018E
负债总计	2456	2786	2943	3218	估值指标				
少数股东权益	704	823	935	1067	EPS	0.55	0.68	0.89	1.07
归属母公司	3387	3876	4258	4897	每股净资产	3.71	4.82	5.99	7.03
股东权益					ROIC	15.4%	16.7%	17.1%	18.3%
负债和股东	6851	7523	8133	8955	ROE	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
权益总计					净利润率	22.0%	21.2%	23.9%	26.3%
现金流量表	2015E	2016E	2017E	2018E	毛利率	62.1%	58.9%	53.3%	41.7%
(百万元)					资产负债率	45.7%	42.5%	38.7%	37.7%
经营活动现	933	1254	1435	1678	收入增长率	13.4%	15.2%	20.1%	23.7%
金流					PE	23.8	19.1	14.7	12.1
投资活动现	-843	-1023	-1257	-865	PB	7.5	5.7	4.3	3.6
金流					ROA	9.8%	9.9%	10.1%	10.3%
筹资活动现	635	723	784	867					
金流									
现金净增加	453	537	632	756					
额									
投资现金流	593	557	615	698					
入									
现金及现金	613	628	657	687					
等价物									

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>

