

## 康恩贝 (600572)

# 投资圣美孚协同中医诊疗, 认购天峰基金海外并购预期强 买入 (维持)

2015 年 12 月 28 日

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

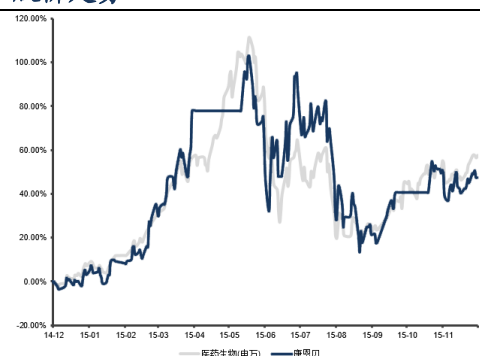
0512-62938572

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

### 投资要点

- 香港康恩贝认购天峰基金, 海外扩张预期强:** 公司全资子公司香港康恩贝与 Tianfeng Healthcare Fund I GP Limited (天峰一期健康医疗基金普通合伙有限公司) 签署《认购协议》和《有限合伙人协议》。协议约定香港康恩贝以自有资金出资 500 万美元, 成为天峰基金有限合伙人。天峰基金主营业务为健康产业投资。
- 增资香港康恩贝, 发力在即:** 公司第八届董事会 2015 年第十五次临时会议以全票同意的表决结果审议通过《关于增资香港康恩贝国际有限公司的议案》, 同意对香港康恩贝增资 500 万美元, 全部增加其注册资本。公司设立香港康恩贝, 主要作为公司在东南亚发展和海外战略扩张的平台与窗口, 目前香港康恩贝主要为公司提供对外合作业务信息、对外联络等服务。我们认为此次对香港康恩贝增资, 主要为满足公司加快业务国际化发展和海外投资需要, 海外扩张意图明显。
- 投资芜湖圣美孚, 协同打造中医诊疗服务网络:** 公司拟出资人民币 1420 万元以“股权转让+增资”的方式取得芜湖圣美孚科技有限公司 17.75% 股权。芜湖圣美孚中医诊断设备为中医诊断提供中医望闻问切的标准化数据信息, 推动中医诊断客观化的发展, 市场前景广阔。我们预计康恩贝规划推进的中医连锁诊所未来有望以圣美孚中医诊断设备为主要配置设备, 两者协同发展, 推进中医诊疗服务网络建设。
- 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 24.5 倍、19.8 倍、15.1 倍、12.6 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 28.0 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; 中医药诊疗服务网络提升估值, 投资芜湖圣美孚完善产业布局, 协同打造互联网“医+药”生态闭环。公司强化主业, 积极布局, 认购天峰基金海外扩张预期强烈, 故我们维持公司“买入”评级。
- 风险提示:** 政策风险、招标降价风险、扩张速度低于预期风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	13.46
一年最低/最高价	8.78/19.68
市净率	4.91
流通 A 股市值 (百万元)	16039

### 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

- 定增夯实主业, 中医药诊疗网络打造互联网“医+药”生态闭环  
调研报告 2015. 12. 10
- 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

## 1. 香港康恩贝认购天峰基金，海外战略扩张预期强烈

### 1.1 香港康恩贝认购天峰基金

公司全资子公司香港康恩贝于 2015 年 12 月 22 日与 Tianfeng Healthcare Fund I GP Limited (天峰一期健康医疗基金普通合伙有限公司) 签署《认购协议》和《有限合伙人协议》。协议约定香港康恩贝以自有资金出资 500 万美元，成为天峰基金有限合伙人，预计在该基金募资完成后，香港康恩贝占基金总出资额的 25%。

天峰基金主营业务为健康产业投资，我们认为此次香港康恩贝认购天峰基金的投资机会在于：

- 以更宽视野了解与把握国内外精准医疗的发展与投资机会；
- 主动积极通过基金投资方式尝试寻求投资机会；
- 充分借助和发挥外部专业投资团队的作用；
- 发挥以较小规模资金撬动较宽投资面，减轻资金流出压力的作用。

### 1.2 增资香港康恩贝

公司于 2015 年 12 月 24 日召开第八届董事会 2015 年第十五次临时会议，以全票同意的表决结果审议通过《关于增资香港康恩贝国际有限公司的议案》，同意对公司全资子公司香港康恩贝国际有限公司增资 500 万美元，全部增加其注册资本。增资完成后，香港康恩贝注册资本将由现 500 万美元增加至 1000 万美元。

公司设立香港康恩贝，主要作为公司在东南亚发展和海外战略扩张的平台与窗口，目前香港康恩贝主要为公司提供对外合作业务信息、对外联络等服务。

我们认为此次对香港康恩贝增资，主要为满足公司加快业务国际化发展和海外投资需要，海外扩张意图明显。

## 2. 投资芜湖圣美孚，加码中医诊疗服务网络

公司根据发展布局需要，拟出资人民币 1420 万元以“股权受让+增资”的方式取得芜湖圣美孚科技有限公司 17.75% 股权，其中出资 420 万

元受让李志民先生持有的标的公司 6% 股权，出资 1000 万元对标的公司进行增资。受让股权并增资完成后，公司持有标的公司 17.75% 股权。

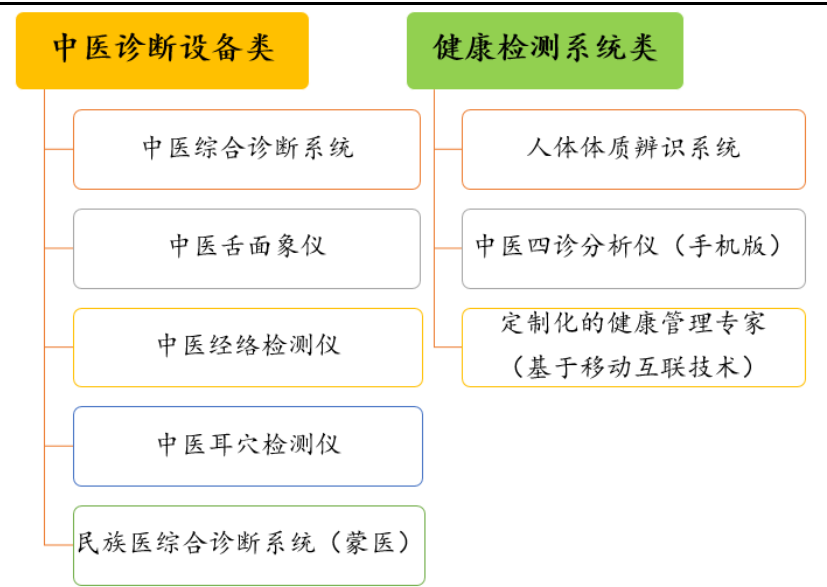
## 2.1 芜湖圣美孚—行业领导者，协同中医诊所规划

芜湖圣美孚是一家专注于中医诊断设备和人体健康监测系统研发生产的国家高新技术企业，2011 年取得医疗器械注册证，为国内首家获得中医诊断设备类医疗器械产品注册证的企业，现已成为中医诊断设备行业的领先者之一。

2014 年，芜湖圣美孚参与制定中医诊断行业标准（脉象和舌象），并接受国家食品药品监督管理总局委托，参与验证该标准。芜湖圣美孚现为世界中医联合会中医诊疗仪器专业委员会常务理事单位。

芜湖圣美孚产品分为中医诊断设备类和健康检测系统类两大类。

图表 1: 芜湖圣美孚产品结构图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

芜湖圣美孚目前有五种中医诊断设备类产品，其中中医综合诊断系统和中医舌面象仪为专利产品并已上市销售，中医经络检测仪和中医耳穴检测仪已研发成功，处于申报注册证阶段，预计 2016 年上半年完成注册。

中医综合诊断系统是目前芜湖圣美孚的主要产品，常规规格有中医综合诊断系统 SMF-I、中医综合诊断系统 SMF-II（便携机）、中医综合诊断系统 SMF-III（标准型）和中医综合诊断系统 SMF-III（增强型），满足医疗机构、社区卫生服务中心和家庭的不同使用需求。

图表 2: 中医综合诊断系统 SMF-II (便携机)



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

图表 3: 中医综合诊断系统 SMF-III (增强型)



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

中医综合诊断系统由中医脉象诊断系统, 舌面象诊断系统, 中医体质辨识系统, 个性化养生调理系统, 经典处方系统五大模块组成。客户可按使用需求在上述五大板块中搭配选择。

图表 4: 中医综合诊断系统五大板块简介





芜湖圣美孚将诊断设备技术与互联网特别是移动互联网技术相结合，开发出一系列面向医疗市场和大健康市场的新一代产品，该类产品统称基于移动互联技术的中医诊断和健康监测系统，目前重点推进的是以下三款产品：

➤ **中医综合诊断设备（移动医疗版）：**

该系统已在黑龙江省佳木斯市、天津市河北区远程医疗系统、四川省人民医院远程医疗体系等中得到实际应用，正在全国进行推广。

➤ **中医四诊分析仪（手机版）：**

目前该产品在内部测试阶段，已有两万余名用户的测试量，计划在一年内发展至 5 万左右的用户量，为亚健康人群提供可靠、持续的健康管理服务。圣美孚计划同步建立国内首个亚健康人群体质分析数据库，为将来进行大数据挖掘和开发提供服务产品建立基础。

➤ **定制化的健康管理专家**

该产品基于移动互联技术，由数据分析终端（移动互联 APP）和数据采集终端（智能硬件）构成。研发成功后，将成为国内首款系统性人体核心生理指标（血压、心率、血氧、血糖、血脂）和人体体质监测相结合的产品。

芜湖圣美孚欲建立国内首个慢性疾病人群生理指标和体质分析数据库，为将来进行大数据挖掘和开发提供服务产品建立基础。

## 2.3 投资价值—市场前景广，完善“互联网医+药”产业体系

➤ **中医诊断设备市场前景广阔**

芜湖圣美孚中医诊断设备为中医诊断提供中医望闻问切的标准化数据信息，推动中医诊断客观化的发展，可广泛应用于医疗机构、药店、养生保健机构、养老院、体检中心、健康管理等场所，市场前景广阔。我们预计康恩贝规划推进的中医连锁诊所未来有望以圣美孚中医诊断设备为主要配置设备，两者协同发展，推进中医诊疗服务网络建设。

➤ **进一步建设完善康恩贝（600572）“互联网医+药”产业体系**

康恩贝以全面构筑“互联网医+药”体系为新的产业投资方向，该体系将以中医诊疗为医疗服务主线，以控股中医药诊疗中心、中医连锁诊所及药品 B2B\O2O 的业务体系为投资主线。

芜湖圣美孚专注于中医诊断设备和人体健康监测系统的研发与生产，并以此为基础，通过将中医诊断设备的诊断分析功能与远程医疗相结合拓展业务，未来在远程诊断服务领域具有较大潜力。康恩贝(600572)投资芜湖圣美孚将进一步强化中医诊疗、中医健康管理特色、丰富中医诊疗服务手段与内容，有利于在国内推进中药标准化、中医标准化方面作出新的探索与贡献。

### 3. 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 24.5 倍、19.8 倍、15.1 倍、12.6 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 28.0 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；中医药诊疗服务网络提升估值，投资芜湖圣美孚完善产业布局，协同打造互联网“医+药”生态闭环。公司强化主业，积极布局，认购天峰基金海外扩张预期强烈，故我们维持公司“买入”评级。

#### 4. 风险提示

- (1) 政策风险
- (2) 招标降价风险
- (3) 扩张速度低于预期风险

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
<b>流动资产</b>	<b>2853</b>	<b>3267</b>	<b>3686</b>	<b>4079</b>	<b>营业收入</b>	<b>4170</b>	<b>4826</b>	<b>5587</b>	<b>6286</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>4099</b>	<b>4368</b>	<b>4593</b>	<b>4985</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>1051</b>	<b>1311</b>	<b>1701</b>	<b>2067</b>
在建工程	309	458	587	723	营业外净收入	89	98	103	98
<b>资产总计</b>	<b>6954</b>	<b>7584</b>	<b>8099</b>	<b>8778</b>	<b>利润总额</b>	<b>1140</b>	<b>1409</b>	<b>1804</b>	<b>2165</b>
<b>流动负债</b>	<b>1398</b>	<b>1487</b>	<b>1519</b>	<b>1649</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>919</b>	<b>1142</b>	<b>1487</b>	<b>1799</b>
<b>非流动负债</b>	<b>937</b>	<b>1134</b>	<b>1255</b>	<b>1402</b>	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	<b>重要财务</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>2456</b>	<b>2786</b>	<b>2943</b>	<b>3218</b>	<b>估值指标</b>				
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%
<b>负债和股东</b>	<b>6851</b>	<b>7523</b>	<b>8133</b>	<b>8955</b>	ROE	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
<b>权益总计</b>					净利润率	22.0%	21.2%	23.9%	26.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率	62.1%	58.9%	53.3%	41.7%
<b>(百万元)</b>					资产负债率	45.7%	42.5%	38.7%	37.7%
<b>经营活动现</b>	<b>933</b>	<b>1254</b>	<b>1435</b>	<b>1678</b>	收入增长率	13.4%	15.2%	20.1%	23.7%
<b>金流</b>					<b>PE</b>	<b>24.5</b>	<b>19.8</b>	<b>15.1</b>	<b>12.6</b>
<b>投资活动现</b>	<b>-843</b>	<b>-1023</b>	<b>-1257</b>	<b>-865</b>	PB	7.5	5.7	4.3	3.6
<b>金流</b>					ROA	9.8%	9.9%	10.1%	10.3%
<b>筹资活动现</b>	<b>635</b>	<b>723</b>	<b>784</b>	<b>867</b>					
<b>金流</b>									
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>

