

康恩贝 (600572)

医药蓝海之 B2B—“剩”者为王

买入 (维持)

2016 年 1 月 21 日

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

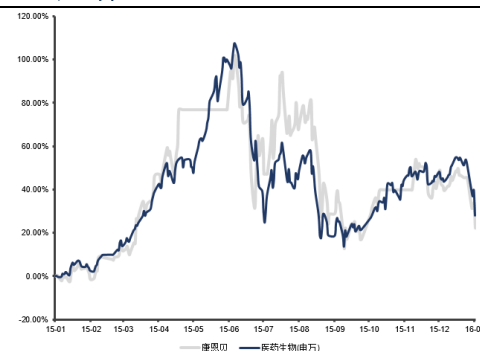
Hongyang614@gmail.com

投资要点

我们总结珍诚医药可通过以下方式做大医药 B2B 业务:

- **完善物流体系:** 珍诚医药正在建设的现代医药物流仓储建设项目可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; 未来有望在各地区复制珍诚模式, 逐步拓展全国性市场;
- **增加下游客户群并提供契合下游客户销售痛点的营销方案:** 下游客户的增加可提升公司争取上游客户的话语权, 我们认为收购药店是良好的解决方式, 同时针对下游客户销售痛点提供迎合下游客户需求的营销方案, 增加客户粘性同时扩大下游产品需求;
- **争取上游大产品、大品种代理:** 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。
- **大力发展 E 路融平台:** 发展 E 路融平台可拓展更多医药供应链核心企业, 建立合作关系; 同时可向客户提供种类丰富、形式多样化、操作便捷、成本优惠的金融产品, 更好地满足核心企业上下游客户融资需求, 增强客户粘性。
- **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、46.7 亿、53.9 亿、60.9 亿, 实现净利润 8.2 亿、9.4 亿、12.0 亿、15.7 亿, EPS 分别为 0.49、0.56、0.72、0.94, 对应 2015-2018 年 PE 为 23.2 倍、20.1 倍、15.8 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 7.02 亿, 折合 EPS 为 0.42, 对应动态市盈率为 27.0 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, 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) 政策风险 (2) 市场开拓速度低于市场预期风险

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	11.31
一年最低/最高价	8.78/19.68
市净率	4.09
流通 A 股市值 (百万元)	15392

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)	1372

相关报告

- 投资圣美孚协同中医诊疗, 认购天峰基金海外并购预期强
跟踪报告 2015.12.26
- 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

目录

1. 控股珍诚医药，打造 B2B 商业闭环	3
1.1. 珍诚医药模式介绍.....	3
1.1.1 交易及服务平台——“医药在线”.....	4
1.1.2 E 路融.....	5
1.1.3 药联 5 万家.....	6
1.1.4 珍诚医药互联网化战略总体框架.....	7
1.2 决战长尾.....	8
1.2.1 “长尾+价格+效率”优势.....	8
1.2.2 定位二、三终端.....	8
1.2.3 政策利好.....	10
1.3 募投建设仓储项目，加码物流市场.....	10
2. 蓝海市场之 B2B——剩者为王	11
2.1. B2B 市场分类.....	12
2.1.1 B2B 子类别分析.....	13
2.1.2 B2B 医药电子商务企业少——89 家.....	14
2.1.3 89 家 B2B 企业对应万亿市场空间.....	15
3 竞争形势分析	16
3.1. 九州通——全国性网络优势.....	17
3.1.1. 物流体系建设.....	17
3.1.2. 上下游客户.....	18
3.1.3 加码医药电商.....	19
3.2 强龙过境之一心堂——药店终端的力量.....	21
3.3 珍诚医药——大品种代理的迫切性.....	23
4. 剩者为王之全国性霸主 VS 区域性龙头	24
5. 盈利预测	24
6. 风险提示	25

1. 控股珍诚医药，打造 B2B 商业闭环

为顺应传统产业加快与互联网融合的发展潮流，2014 年 12 月康恩贝（600572）参股受让浙江珍诚医药在线股份有限公司 30.81% 的股权，加快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。

公司后以现金方式收购和瑞控股、通联创投、上海国药等合计 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 4230 万股股份，占珍诚医药总股本比例的 26.44%。

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，公司持有珍诚医药 57.25% 股权。

图表 1: 珍诚医药在线示意图



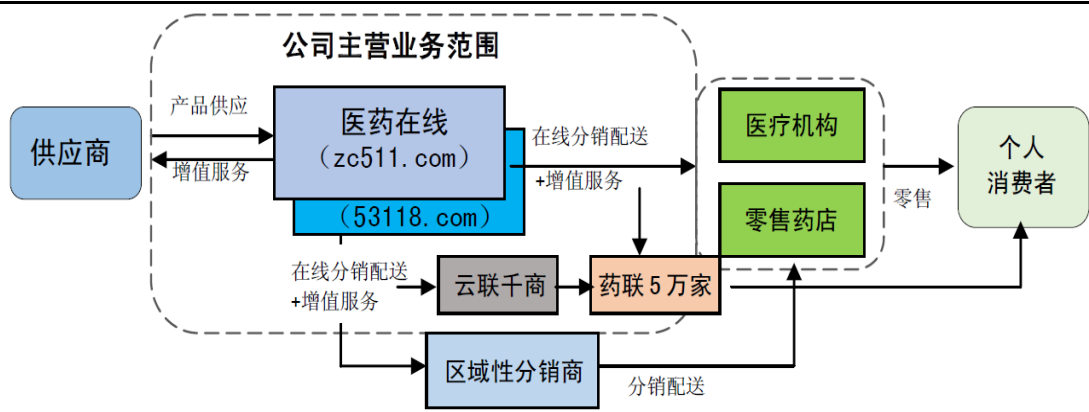
资料来源：公司网站，东吴证券研究所

1.1 珍诚医药模式介绍

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，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 2: 珍诚医药服务模式图

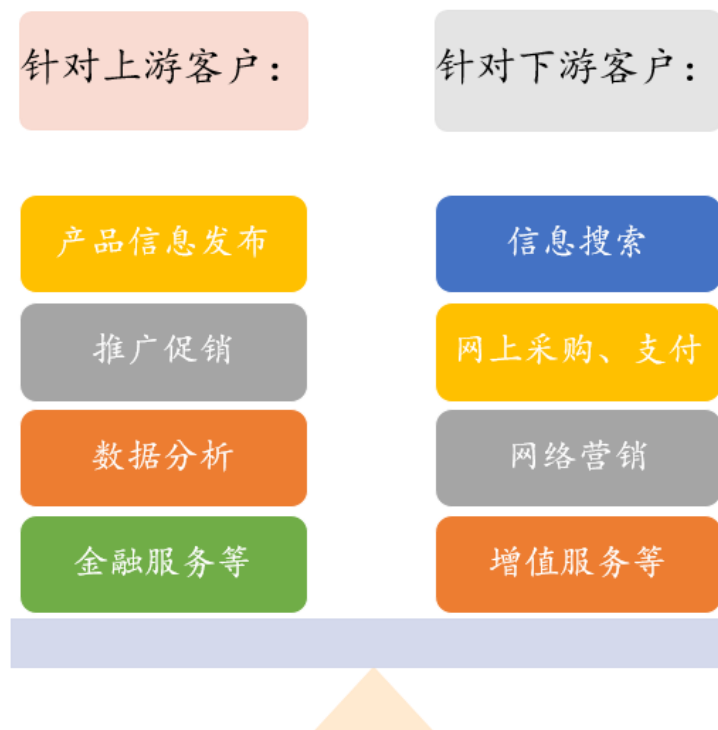


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.1.1 交易及服务平台——“医药在线”

“医药在线”一方面为药品、医疗器械、保健品等医药供应厂商提供产品信息发布、品牌推广、网络促销、数据分析、金融服务、网上药展、物流信息服务等增值服务; 另一方面为下游客户提供信息搜索、采购下单、网上支付、在线客服等互联网信息及交易服务。

图表 3: 珍诚医药针对上下游客户提供服务图



资料来源: 东吴证券研究所

截至 2014 年 12 月底, “医药在线”拥有 3459 家供应厂商会员和 2.5 万家第二、第三医药终端企业会员。

珍诚医药自主开发手机移动终端，客户可以直接通过手机查询药品信息、最新促销、下单采购、在线支付、订单状态信息、行业资讯等。

图表 4: 珍诚掌上医药客户端示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

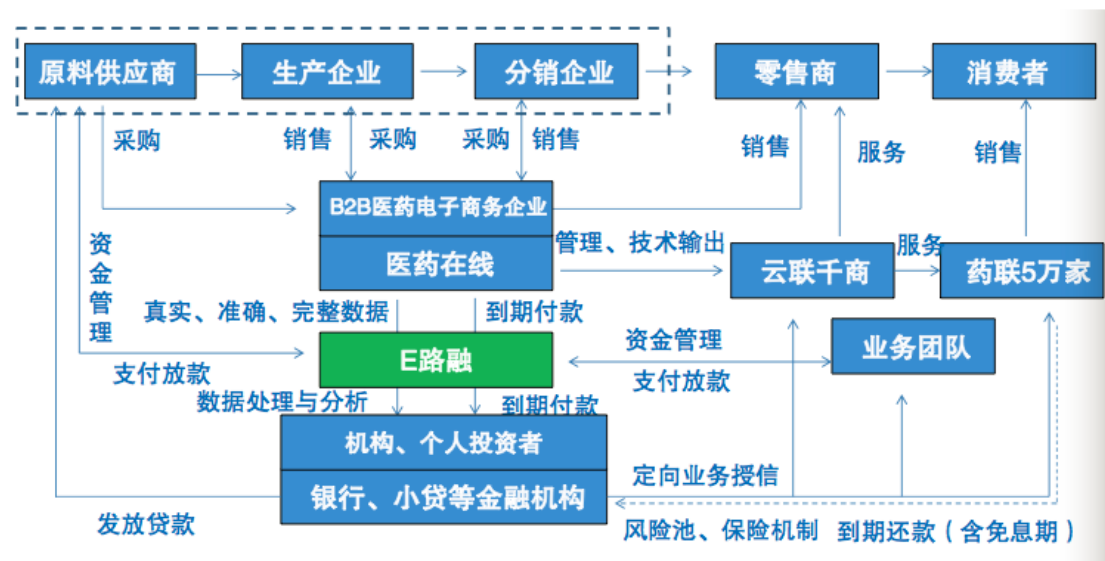
1.1.2 E 路融

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、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。

珍诚医药供应链金融服务特点为：无需担保、抵押；便捷、灵活、随借随还；融资成本低；突破服务区域限制。主要作用如下：

- 拓展更多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；
- 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，更好地满足核心企业上下游客户融资需求——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。

图表 5: E 路融平台示意图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

自珍诚医药实际开展该项业务以来，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 6.1 亿元，尚未出现逾期未还款行为。

1.1.3 药联 5 万家

药联 5 万家拟在全国区域内联合 5 万家以上骨干单体药店，组建全国最大的网络化虚拟超级连锁，充分发挥联合优势，携手知名药企，精选优势品种，实行会员区域独享，免费共享高效率金融服务、新版 GSP 药店管理软件、灵活的在线培训等增值服务，助力单体药店提升市场核心竞争力，改善盈利能力。

自该平台正式上线运营以来，截至 2014 年 12 月末，累计注册会员 9295 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。

图表 6: 药联 5 万家平台示意图

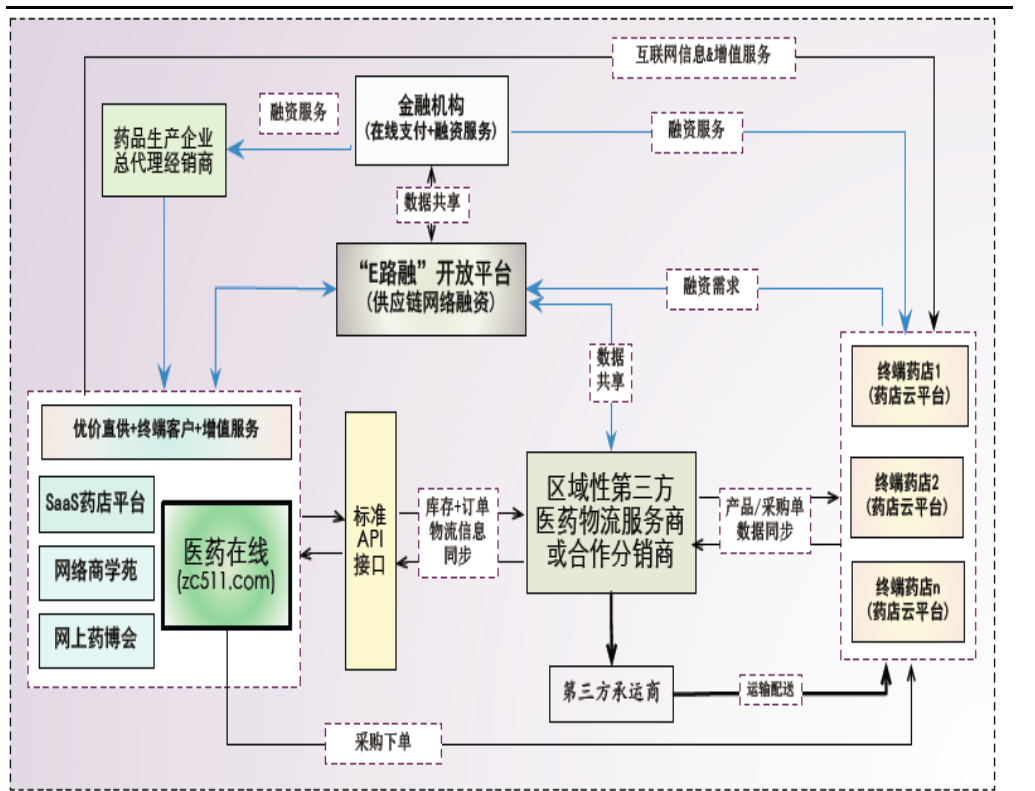


资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

1.1.4 珍诚医药互联网化战略总体框架

- 打造面向全国医药健康产品直销终端的一站式互联网(B2B)分销平台;

图表 7: 面向全国医药直销终端的一站式互联网(B2B)分销业务模式图



资料来源: 东吴证券研究所

- 构建以全国直销终端为依托，直接面向消费者多元化需求的社区化、移动化“医+药”O2O服务体系；
- 完善、提升“E路融”供应链融资平台。

1.2 决战长尾

药品不同于一般商品，药品消费具有刚需属性，且多属于发病后买药，医药电商受限于治疗的实效性和自身的地理位置的限制，对于非需持续用药和非日常疾病（慢病）患者，电商销售是不适宜的。美国医药电商也印证上述观点，以供应慢病用药为主。预计中国医药电商未来的可渗透药品市场也以慢病用药为主。目前中国慢病药市场庞大，慢病处方药市场份额占比预计已在40%以上。

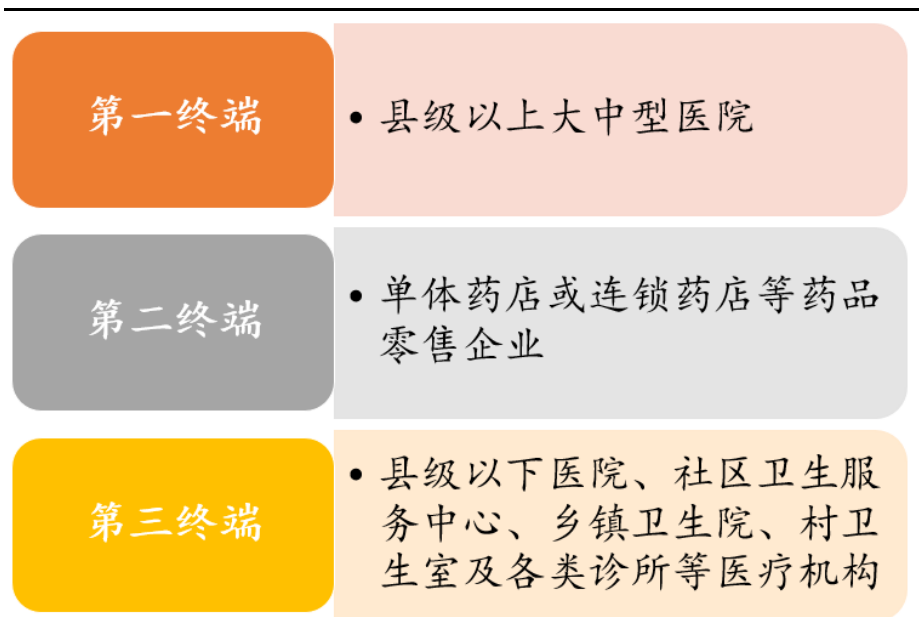
1.2.1 “长尾+价格+效率”优势

在电商“长尾+价格+效率”的优势下，医药电商可以在和线下实体店竞争中获得高的市场渗透率。美国传统零售药店集中度高且业态成熟，药品批发零售环节简短的情况下，电商已有较高的市场渗透率。相比较而言，目前中国的线下药品零售市场流通环节长且线下零售药店竞争格局分散，这使得中国医药电商的“长尾+价格+效率”优势更加明显。所以，在政策顺利放开的基础上，在慢病处方药市场庞大的可渗透空间的条件下，预计中国医药电子商务行业会实现爆发式增长。

1.2.2 定位二、三终端

珍诚医药为医药第二、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，其中，药店为公司战略的重要组成部分。

图表 8: 终端分类示意图



资料来源: 东吴证券研究所

据国家食品药品监督管理总局官网发布的《2014 年度食品药品监管统计年报》数据, 截至 2014 年底, 全国共有《药品经营许可证》持证企业 45.2 万家, 其中法人批发企业 11632 家、非法人批发企业 1642 家; 零售连锁企业 4266 家, 零售连锁企业门店 17.1 万家; 零售单体药店 26.3 万家。

平均来看, 从 2006 年至 2014 年, 9 年间我国药店数量共增加 11.5 万家, 平均每年增加约 12807 家。连锁企业门店则在 9 年间增加 49852 家, 平均每年增加 5539 家。连锁率则一直在 34%~40% 之间。

图表 9: 2006~2014 年药店连锁率变化



资料来源: CFDA, 东吴证券研究所

公司药联 5 万家平台针对单体药店，正式上线运营以来，截至 2014 年 12 月末，累计注册会员 9295 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。

珍诚医药在浙江省内覆盖率最高，我们认为珍诚医药未来将立足浙江省，逐步推进省外扩张，并通过收购药店等方式，抢占终端话语权，同时以终端优势开拓上游市场

1.2.3 政策利好

《关于印发推进药品价格改革意见的通知》中强调放松政府对药品价格的管制，缩减药品中间流通环节，进而促成药品实际交易价格的市场竞争机制的构建。

我们认为医药产品市场化竞争将促使药品由医院向药店、诊所终端分流，扩大第二、第三终端的比重和市场规模。我们认为上述情形与珍诚医药目前的市场终端定位吻合，市场环境利好。

1.3 募投建设仓储项目，加码物流市场

珍诚医药拥有约 1.8 万多平方米符合新版 GSP 规范的现代物流配送中心，综合运用电子标签辅助拣货系统、GS1 编码、RF 识读、GPS 动态跟踪、24 小时温湿度在线监控等现代物流信息化及物联网技术，实施信息一体化并优化配送流程管理，将医药商品定时定点、快速准确地配送到位。

2015 年 12 月 1 日，公司第三次临时股东大会表决通过的非公开发行股票方案拟将募集资金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”。

其中现代医药物流仓储建设项目拟投资总额 2.5 亿元。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 10: 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。

2. 蓝海市场之 B2B—“剩”者为王

由于药品的特殊性，我国医药电子商务起步较晚，目前仍处于起步阶段。国家食品药品监督管理局分别于 2004 年 4 月和 2005 年 9 月颁布《互联网药品信息服务管理办法》和《互联网药品交易服务审批暂行规定》，将医药网站分为药品信息服务类网站和药品交易服务类网站。其中，药品交易服务类网站包括药品交易的第三方交易服务平台、与其他企业进行药品交易（即 B2B 交易网站）、向个人消费者提供药品（即 B2C 交易网站）的交易网站。药品生产、经营企业必须取得《互联网药品信息服务资格证书》、《互联网药品交易服务资格证书》后，方可从事互联网药品信息、交易服务。

2.1 B2B 市场分类

B2B 已经成为当前医药电子商务的主要模式。按照市场结构，可把当前我国 B2B 医药电子商务划分为买方（或地方政府）主导的医药电子市场、卖方主导医药电子市场和第三方医药电子市场三大类：

➤ 买方主导的医药电子商务

通常被称为买方市场，是专门为药品采购方提供电子采购服务的电子交易场所。电子商务的运营单位为药品的买方，通常由多家医疗机构或者由代表多家医疗机构采购需求的组织构成，通常属于多对多的交易服务模式。我国为配合药品集中采购，由地方政府或医疗机构出资开发建立的药品电子市场，也属于买方主导的药品电子市场。如“广东省医

药采购平台”、“四川省药品集中采购交易监督管理平台”等。

图表 11: 买方主导医药电子商务-四川省药品集中采购交易监督管理平台示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

图表 12: 卖方主导医药电子商务-九州通医药网示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

➤ 卖方主导医药电子商务

通常被称为卖方市场, 是药品供应商开展网上销售的药品电子交易场所。电子商务的运营单位为药品的卖方, 通常由一家企业或者一个企业集团构成, 属于一对多的交易服务模式。如九州通的“九州通医药网”、公司的“医药在线”和“柯菲平医药直通车”等。

➤ 第三方的医药电子商务

第三方药品电子市场的运营商由药品交易主体之外的第三方投资人设立, 是聚集大量买方和卖方、以互联网方式进行药品交易活动的电子交易场所。第三方电子商务运营商不参与药品的交易活动, 仅为所有药品的买方或卖方提供交易服务, 属于多对多的交易服务模式。如海虹医药交易中心网站、鹤麒医药网、医药梦网和中国民生医药电子商务网等。

图表 13: 第三方的医药电子商务-海虹医药网示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

2.1.1 B2B 子类别分析

买方主导型电子商务平台

从商业模式来看, 我国买方主导型电子商务平台主要以地方政府主管部门开办和经营为主, 性质为行政事业型机构, 该种行政事业型电子商务平台不以盈利为目的, 主要为行使政府的行业监管职能服务, 因此, 不存在市场运作的商业模式设计和完善问题。

卖方主导型电子商务平台

卖方主导型的电子商务经营主体多为医药经营企业, 电子商务运营商自身通常也参与具有药品的购销等经营活动, 开展电子商务的主要目的是扩大其所经营的医药产品销售, 以及利用网络平台进行上游供应商与下游的客户关系管理。

卖方主导的 B2B 药品电子商务平台的商业模式, 具有以下特点:

- 电子商务平台实际上是其传统销售渠道的进一步延伸和扩大, 与传统的业务互相促进, 二者相辅相成;
- 业务活动低价购进、高价售出, 以赚取进销差价获得利润为主, 是完全市场化的运行方式, 企业的收益和利润水平比较稳定;
- 由于互联网信息技术的具有便捷、快速、高效等特点, 电子商务的开展提高了企业的经营效率、管理能力和利润水平, 降低了企业的运营成本;

尽管电子商务方式扩大了企业的销售地域范围, 但受制于物流运输等方面的影响, 此种医药电子商务业务规模目前还远小于第三方医药电子商务的业务规模。

第三方医药电子商务平台

第三方医药电子商务运营商自身通常不参与药品的交易，仅为医药产品的买卖双方提供交易服务。我国当前的第三方 B2B 医药电子商务主要又分为与集中招标采购相关的第三方医药电子商务和完全市场化的第三方医药电子商务。

在当前我国 B2B 医药电子商务中，与集中招标采购相关的第三方电子商务占据大部分市场份额。但是，由于招标采购的过渡性政策性质，该类电子商务运营商现在面临着日益加大的业务转型压力。另一方面，完全市场化的第三方医药电子商务业务采用完全市场化的运行方式，与国家医改政策的关联性较少，但目前赢利模式尚不够完善，所提供的增值服务还处于摸索阶段，电子商务的收入尚不稳定。

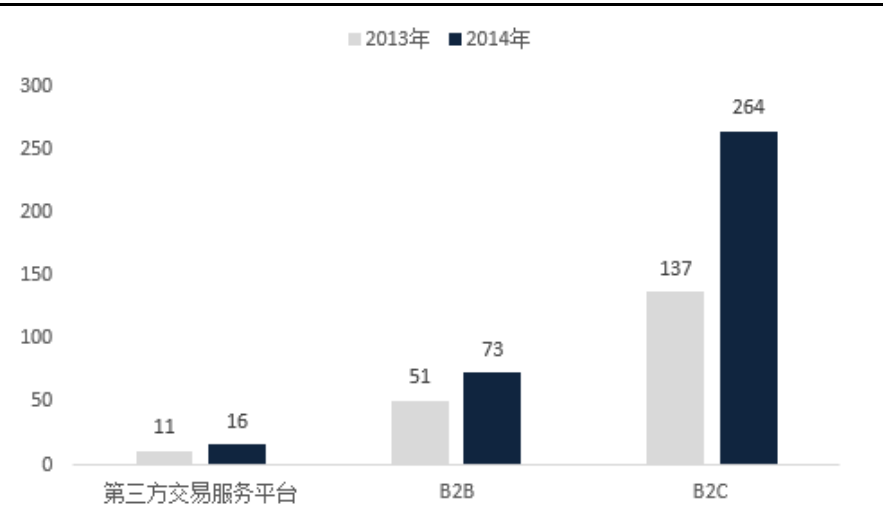
因此，卖方主导的 B2B 医药电子商务企业的商业模式尽管较为简单，但却比较成熟，有稳定和可靠的收入来源，行业发展势头较好。

2.1.2 B2B 医药电子商务企业少—89 家

从医药电子商务的市场参与者数量来看，国家食品药品监督管理总局统计数据显示，截至 2014 年 12 月 31 日，全国累计共有 353 家企业拥有食品药品监管部门发放的《互联网药品交易服务资格证书》，与上年同期相比增加 154 家，增加幅度创历史新高。从业务形式看，B2C（向个人消费者提供药品）的发展最为迅速，全国累计共有 264 家企业拥有交易证照，比上年增加 127 家；B2B（与其他企业进行药品交易）的发展相对缓慢，全国累计共有 73 家企业具有交易证照，比上年增加 22 家。第三方交易服务平台加速发展，全国累计共有 16 家平台具有交易证照，比上年增加 5 家。

截至 2015 年 5 月 26 日，我国获得合法资质医药电子商务服务企业为 400 家，其中 B2B 医药电子商务服务资质的企业仅有 89 家。而我国目前药品和医疗器械批发企业及法人超过 1.63 万家，B2B 医药电子商务企业仅占千分之五左右，实际经营的更是寥寥无几。

图表 14: 《互联网药品交易服务资格证书》发放情况

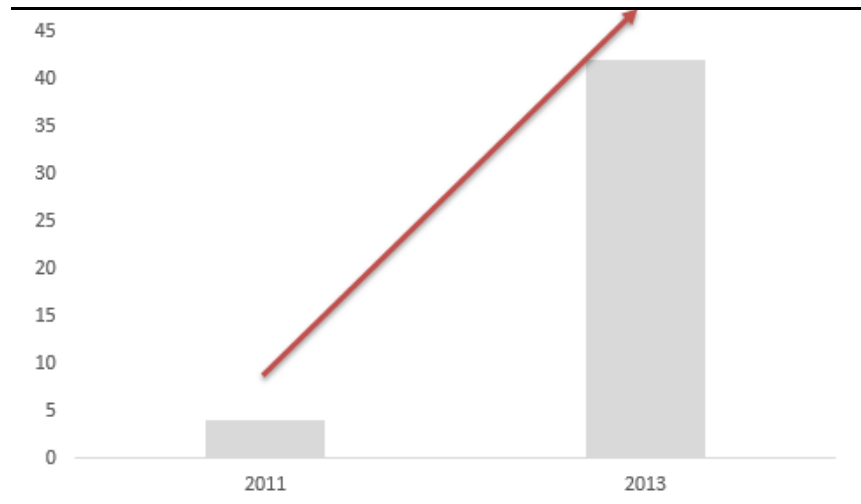


资料来源: CFDA, 东吴证券研究所

2.1.3 89 家 B2B 企业对应万亿市场空间

中国医药电子商务市场增长迅速, 2011 年医药电商销售额为 4 亿元, 到 2013 年医药电商销售额则已经增长到 42 亿元。但通过分析医药市场销售结构发现, 对应 2013 年药品市场销售总规模的 1.21 万亿, 医药电商份额仅占总市场份额的 0.35%。

图表 15: 中国医药电商年销售额增长图



资料来源: 东吴证券研究所

对比同期美国医药电子商务市场, 美国的网上售药比例则高达 30%。造成这种市场结构差异的原因是两国面临的医疗环境不同: 在中国, 占据药品销售总额 80% 的处方药必须经医院开具销售而不能网上销售, 同时线上医保也不能支付; 而在美国, 线上可以获得处方, 并可以得到线上医保支付。通过对比可以发现, 如果未来政策放开, 逐步解开处方药

限制和线上医保支付，中国医药电子商务行业拥有巨大的可拓展市场空间。

近年来，政府对网上销售药品呈现越发鼓励的态势：2005 年政府颁发《互联网药品交易服务审批暂行规定》，放开零售连锁企业网售非处方药的限制；2013 年 1 月颁发《关于加强互联网药品销售管理的通知》，规定零售企业网售非处方药配送时使用 GSP 认证配送体系；2014 年 5 月颁发《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》，拟允许网上药店销售处方药。线上处方药经营的放开，意味着医药电商的市场空间将由 2000 亿的 OTC 市场扩张到万亿规模的 OTC+处方药市场，进而扩展至 3 万亿左右规模的大健康市场，医药电子商务领域将迎来历史性的发展机遇。

3. 竞争形势分析

珍诚医药竞争压力主要来自两方面：一方面为来自大型医药商业公司向第二、第三终端市场和电子商务的拓展；另一方面为来自大型电子商务企业向医药健康领域的渗透，如百度、腾讯、阿里巴巴等。

截至 2015 年底，医药商业上市公司达 20 家（含国药控股，01099），市值总值为 3471 亿元，平均市值为 174 亿元，市值 100 亿元以上企业有 12 家，分别为国药控股、上海医药、九州通、国药一致、华东医药、中国医药、国药股份、亿帆鑫富、老百姓、嘉事堂、瑞康医药和一心堂，其中国药控股和上海医药市值均超过 400 亿元。

图表 16: 2015 年上半年医药流通企业营收规模（商业部分）及市值比较（亿）

证券代码	证券简称	营业收入（商业部分）	市值
600998	九州通	235.6	264.7
603368	柳州医药	31.4	80.5
002462	嘉事堂	36.7	100.2
002727	一心堂	24.3	124.7
000411	英特集团	75.6	42.4
000028	国药一致	119.2	239.9
600511	国药股份	62.2	148.7
000963	华东医药	79.3	314.3
600056	中国医药	54.8	140.3
601607	上海医药	469.7	455.8
	均值	118.9	191.2
600572	康恩贝	预计 10-13 亿元（珍诚医药）	189.3

资料来源：iFind，东吴证券研究所

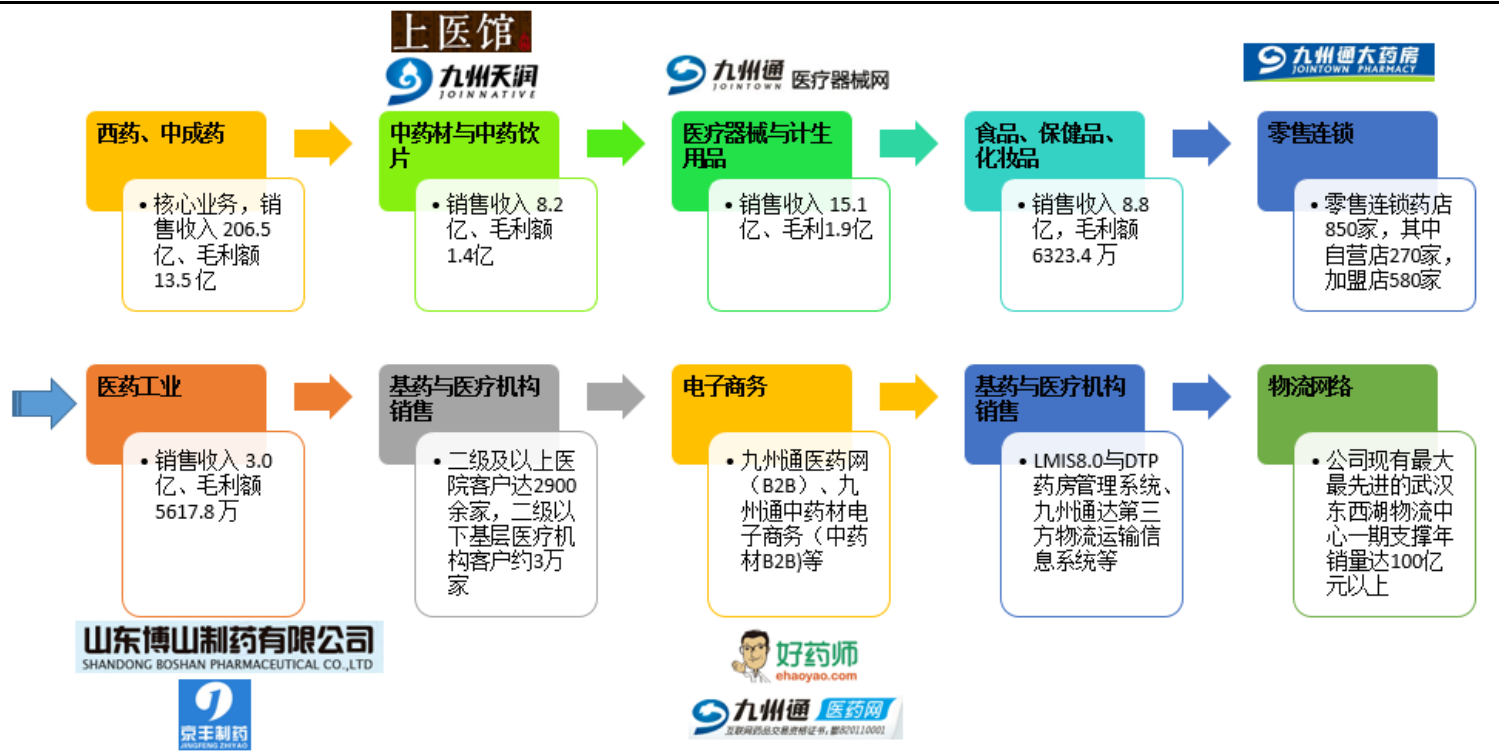
由上表分析可知,所选公司 2015 年上半年商业部分营收均值为 118.9 亿元, 珍诚医药 2015 年上半年营收预计为 10-13 亿元, 相比而言, 尚有很大发展空间。

3.1 九州通—全国性网络优势

九州通 (600998) 前三季度实现营业收入 364.55 亿元, 同比增长 19.02%; 实现归属于上市公司股东净利润 3.75 亿元, 同比增长 26.91%; 实现归属于上市公司股东的扣非后净利润 3.26 亿元, 同比增长 30.52%。

九州通主要业务包括西药中成药、中药材与中药饮片、医疗器械与计生用品、食品保健品化妆品、零售连锁、医药工业、基药与医疗机构销售、电子商务、技术研发与增值服务、快销进口产品代理及物流网络建设等 11 个板块。

图表 27: 2015H1 九州通分业务简介



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1.1 物流体系建设

2014 年 9 月,九州通现有最大最先进的武汉东西湖物流中心正式投入运营, 该物流中心一期可容纳 70 万件药品的库存, 支撑年销量达 100 亿元以上。目前, 九州通拥有全国性的营销网络和丰富的上下游资源,

先后在湖北、北京、河南、新疆、上海、广东等大部分区域中心城市和省会城市兴建 27 家省级子公司（大型医药物流中心），43 家地市级分子公司（地区配送中心）及近 400 个终端配送点，建立了覆盖全国 90% 以上行政区域的营销网络。

图表 38: 2014 年九州通物流体系建设



● 省级公司VS物流中心27家 ● 三级公司VS物流中心43家

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

另外，九州通拥有先进的物流技术和增值服务能力：全集团仓储面积达 120 万方，存储能力 400 万件，出货效率达 10000 行/小时，出库准确率高达 99.99%，自有配送车辆 850 余台。

➤ 电商物流

2015 年上半年，九州通完成新增山东青岛、江苏南京、新疆乌鲁木齐 3 个电商物流中心库的建设，目前电商物流中心库已覆盖达到 12 个城市（中山、杭州、上海、郑州、北京、成都、武汉、沈阳、天津、青岛、南京、乌鲁木齐）。

现阶段，九州通传统线下业务物流体系与线上电商业务物流体系并未完全相互独立，故在线下业务物流体系全面覆盖的前提下，线上业务物流体系跨区域扩张障碍相对较小，同时，依托线下业务物流体系，利于电商业务快速铺开。

3.1.2 上下游客户

九州通经营品种品规达 20 万多，上游供货商 7000 多家，下游客户 8

万多家，取得国内 240 多种药品的全国或区域总经销或总代理资格，保障客户多样化的需求，满足“一站式”的采购体验。

医院纯销方面，2015 年上半年九州通二级及以上医院客户达 2900 余家；二级以下基层医疗机构客户约 3 万家。2015 年上半年，九州通零售连锁药店 850 家，其中自营店 270 家，加盟店 580 家。在 O2O “药急送”业务方面，好药师已在上海、北京、广州等 29 个城市完成 15000 多家线下药店的签约及系统对接工作。

我们认为在九州通各业务板块有效协同的情况下，将不断从各板块导流客户至电商体系，为电商业务上下游客户拓展提供良好条件。

3.1.3 加码医药电商

九州通为首批获得国家食品药品监督管理总局批准从事互联网医药信息服务的企业。2001 年 6 月，九州通医药网正式开通，提供互联网医药信息服务。2014 年 9 月，九州通医药网移动端 APP 应用“九州通医药”成功上线。九州通 B2B 业务已有十多年历史，体系较为成熟，

图表 49: 九州通 B2B 业务发展历程



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

近年来，九州通不断加大对医药电商业务的投入，2015 年上半年，搭建包括集团九州通医药网（B2B）、北京好药师大药房连锁有限公司线上业务与武汉九州通麦迪森电子商务有限公司（B2C、O2O 等）、九州通中药材电子商务有限公司（中药材 B2B）和九州通健康管理有限公司等多

业态的大健康电子商务与健康管理平台。

图表 20: 九州通电商平台示意图



资料来源：东吴证券研究所

设立互联网医疗与医疗大数据协同创新中心

面对未来国家开放网上销售处方药的巨大商机以及互联网医疗的良好发展前景，九州通与郑州大学第一附属医院、华为技术有限公司、东华软件股份有限公司共同设立的互联网医疗与医疗大数据协同创新中心，将会在互联网医疗、医疗大数据、电子商务、远程医学监测设备等领域的技术开发与业务应用等方面开展合作。这将会促进公司在处方药的网上销售方面取得先机，并会借助实体医疗机构的医疗资源，在互联网医疗方面获得实质性的进展。

小结

九州通 B2B 平台体系成熟、建设完备，依靠九州通丰富的上下游客户资源、全国性医药物流体系及互联网医疗与医疗大数据协同创新中心，我们认为九州通发展 B2B 业务具有十足优势。

我们认为，现阶段，与九州通相比，珍诚医药在上下游客户挖掘、物流体系建设等方面均稍逊色，然而珍诚医药专注于医药 B2B 业务，且下游客户定位二、三终端，与九州通有所区别。

珍诚医药立足浙江，目前浙江省内优势在于覆盖率高，未来通过争取上游市场大品种及药店收购等方式，有望在浙江省内 B2B 市场占据高

位，预计未来 3-5 年有望实现 100 亿营收规模。

鉴于一心堂（002727）依托药店快速扩张的发展模式，我们认为通过收购药店支撑线上业务发展不啻为一剂良方。

3.2 强龙过境之一心堂—药店终端的力量

一心堂（002727）主营业务为医药零售连锁和医药批发业务，其中医药零售连锁是公司的核心业务。公司主要经营范围包括中药、西药及医疗器械等产品的经营销售，主要收入来源为直营连锁门店医药销售收入。

不断扩张的门店数量

据中国药店数据，一心堂在 2014-2015 年中国药店直营连锁 100 强中排名第一，直营药店数量 2623，医保定点 2039 家。药店分布情况为：云南 16 个州市共 2039 家，广西 254 家，四川 144 家，贵州 93 家，重庆 39 家，山西 44 家，上海 10 家。

截至 2015 年 6 月 30 日，一心堂及其全资子公司共拥有直营连锁门店 3142 家（不包括截止 2015 年 8 月 7 日，已签署收购合同，尚未办理完成门店移交的门店有 280 家，具体移交数量视办理证照情况，会有一定差异）。

图表 21：一心堂药店分布图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

目前中国药品零售连锁行业的门店发展主要有两种方式，一种是“多区域分散网点”，另一种是“少区域高密度网点”。多年以来，鸿翔一心堂着眼于云南市场，坚持高密度发展的理念，零售药店已覆盖云南省所有市县，使得公司在云南省具备较高的消费者认知和品牌认可度。未来，一心堂战略将着眼于全国市场，核心区域高密度布点，形成重点区域高密度网点的布局。由云南向省外推进的同时，配合电商业务开展全国布局。

电商业务

一心堂电商业务主要包括一心堂网上商城及天猫旗舰店：公司官网（一心堂网上商城）平台有近三千个产品销售；公司入驻天猫医药馆，分别开设一心堂大药房旗舰店、鸿翔云南专卖店（主营中药材业务）和鸿云保健品专营店等三家店铺。除纯粹网上直销外，一心堂还在部分门店进行O2O业务实践，为后续大面积开展此项业务做准备。

图表 22：一心堂网上商城示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

物流体系

一心堂物流从2005年发展至今，已分别在云南昆明、广西南宁、四川、贵州兴义、重庆、山西太原建立配送中心并且已全部投入运营，未来公司将根据门店的扩张情况适时建立区域内有较大影响力的专业物流配送基地，并具备社会服务化功能，高效、准确地提升物流的服务水平。

小结

由一心堂的业务分析，我们认为在全国性物流体系尚未建成且省外

扩张存在压力的情况下，珍诚医药可通过药店收购方式打好浙江省内基础，树立品牌、扩大影响力，为将来进一步扩张奠定基础。同时，下游客户的增加可提升公司争取上游客户的话语权，而争取上游大产品代理也是珍诚医药所面临的迫切需要解决的问题。

3.3 珍诚医药—大产品代理的迫切性

截至 2014 年 12 月底，“医药在线”销售以 OTC、国家基本药物、医保用药为主的 12461 个品规的医药及保健品，与九州通经营品种品规达 20 万多相比，尚有很大发展空间。2014 年中国药品零售市场化药及中药 TOP20 品种中，珍诚医药含有 34 个品种，占比达 85%。

图表 23: 2014 年中国药品零售市场化药及中药 TOP20 品种

排名	化学药 TOP20 品种	销售额(百万元)	中成药 TOP20 品种	销售额(百万元)
1	苯磺酸氨氯地平片	1871	阿胶	5585
2	阿托伐他汀钙片	1758	感冒灵颗粒	1927
3	阿莫西林胶囊	1718	蜜炼川贝枇杷膏	1499
4	硫酸氢氯吡格雷片	1495	六味地黄丸	1322
5	小儿氨酚黄那敏颗粒	1370	健胃消食片	1173
6	阿卡波糖片	1295	双黄连口服液	1000
7	硝苯地平控释片	1147	鸿茅药酒*	903
8	苯磺酸左旋氨氯地平片	1131	安宫牛黄丸	875
9	枸橼酸西地那非片	1113	复方丹参片	853
10	缬沙坦胶囊	979	蒲地蓝消炎口服液*	808
11	阿司匹林肠溶片	968	蒲地蓝消炎片	796
12	奥美拉唑肠溶胶囊	948	蕙辛除湿止痛胶囊*	777
13	维生素 AD 滴剂	919	复方丹参滴丸*	746
14	拉米夫定片	904	肾宝片	738
15	非洛地平缓释片	893	舒筋健腰丸	712
16	左炔诺孕酮片	888	复方板蓝根颗粒	701
17	厄贝沙坦片	863	云南白药气雾剂	696
18	葡萄糖酸钙锌口溶液*	860	小儿感冒颗粒	683
19	复方氨酚烷胺胶囊	828	藿香正气口服液	666
20	精蛋白生物合成人胰岛素注射液*	827	脑心通胶囊	626

资料来源：新康界，东吴证券研究所

*为珍诚医药网站未销售产品

然而珍诚医药目前面临的主要问题为一级代理产品相对较少，导致其现阶段浙江省内覆盖率最高、占有率却相对不高的现状。故我们认为珍诚医药在争取上游大产品代理方面存在一定迫切性。

我们认为公司如在 1-2 年时间内可做到 20-30 家前五大品牌的代理商，或 20-30 种销售前 100 品种代理，则珍诚医药针对下游将产生巨大优势，有望在 3 年左右时间做到浙江省内 100 亿规模。

4. 剩者为王之全国性霸主 VS 区域性龙头

我们认为医药 B2B 市场最终将产生一个全国性霸主及数个区域性龙头企业，九州通、一心堂、珍诚医药都具有巨大发展潜力。通过与九州通、一心堂的比较，我们总结珍诚医药可通过以下方式做大 B2B 业务：

- **完善物流体系：**珍诚医药正在建设的现代医药物流仓储建设项目可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；未来有望在各地复制珍诚模式，逐步拓展全国性市场；
- **增加下游客户群并提供契合下游客户销售痛点的营销方案：**下游客户的增加可提升公司争取上游客户的话语权，我们认为收购药店是良好的解决方式，同时针对下游客户销售痛点提供迎合下游客户需求的营销方案，增加客户粘性同时扩大下游产品需求；
- **争取上游大产品、大品种代理：**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。
- **大力发展 E 路融平台：**发展 E 路融平台可拓展更多医药供应链核心企业，建立合作关系；同时可向客户提供种类丰富、形式多样化、操作便捷、成本优惠的金融产品，更好地满足核心企业上下游客户融资需求，增强客户粘性。

5. 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 5%-15%；
- 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 45%-55%;
- 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 5%-15%;
- 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 35%-45%。

我们预计康恩贝 2015-2018 年营业收入分别为 41.7 亿、46.7 亿、53.9 亿、60.9 亿, 实现净利润 8.2 亿、9.4 亿、12.0 亿、15.7 亿, EPS 分别为 0.49、0.56、0.72、0.94, 对应 2015-2018 年 PE 为 23.2 倍、20.1 倍、15.8 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 7.02 亿, 折合 EPS 为 0.42, 对应动态市盈率为 27.0 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, 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。

6. 风险提示

- (1) 政策风险
- (2) 市场开拓速度低于预期风险

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
流动资产	2853	3267	3686	4079	营业收入	4170	4674	5387	6086
货币资金	968	1209	1478	1658	营业成本	1353	1476	1592	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	1389	1559	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	935	1087	1417	1867
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	1024	1185	1520	1965
流动负债	1398	1487	1519	1649	所得税费用	138	160	205	265
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	818	942	1202	1568
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	0.49	0.56	0.72	0.94
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	20.0%	20.0%	22.0%	26.0%
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	23.2	20.1	15.8	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									

数据来源：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>

