

康恩贝 (600572)

眼镜电商之“可得网”——寡头地位明显！ 买入（维持）

2016年1月25日

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

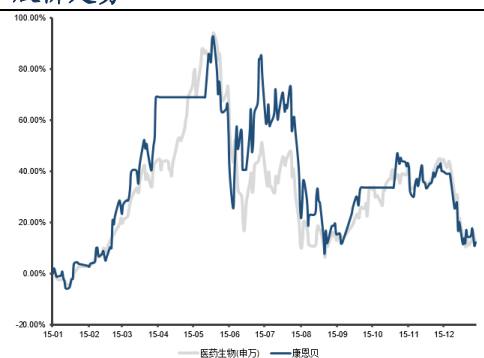
0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

投资要点

- 投资可得网络，抢占细分龙头：**由于框架眼镜天然的需要验光和试戴体验，使得 O2O(线上与线下互动营销)模式成为必然。可得网络拥有超过 1000 万的配镜会员，通过网站、手机移动 APP 和微信微博等社交平台导入客流至线下眼镜门店，从此将告别传统眼镜店等客上门的陈旧销售模式。未来随着可得网络 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。
- 推新服务模式，抢占市场先机：**可得网络推出“我的验光师”服务，打破传统验光服务由眼镜店捆绑的模式，将在吸引购买力方面将起到积极作用；同时，可得网络计划推出的“我的私人眼科医生”在提升服务专业性的情况下，用户需求有望增加，从而增强用户粘性，提升可得眼镜网的竞争力；3D 试戴 APP 真实还原用户头像，试戴效果更逼真，可解决框架配戴是否美观，大小是否合适等问题。既成功的为线上消费者解决了眼镜试戴的问题，同时也抓住了市场机遇。
- 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 22.0 倍、19.2 倍、15.0 倍、11.5 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 25.7 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)	10.78
一年最低/最高价	8.78/19.68
市净率	3.93
流通 A 股市值 (百万元)	14788

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

- 蓝海之医药 B2B——剩者为王
深度报告 2016.01.20
- 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

1. 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 1：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 2：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 3: 可得网络三大子公司比较

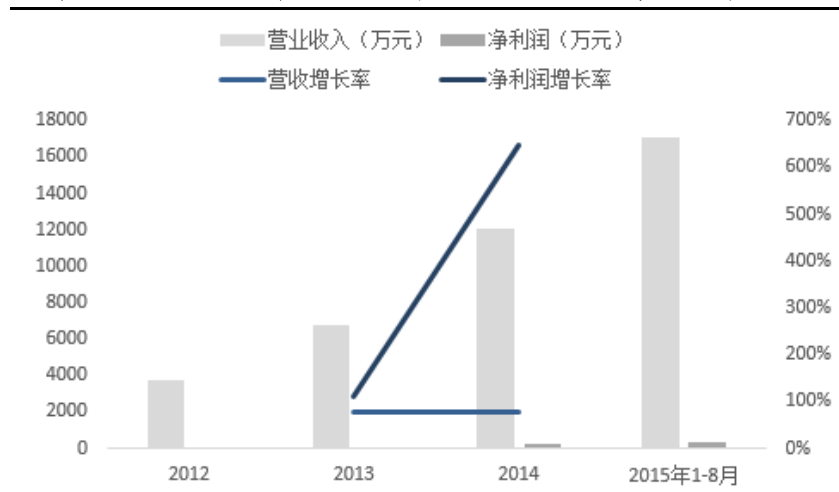
公司	销售产品	价格
可得光学	眼镜类产品（隐形眼镜、彩色隐形眼镜，即美瞳、墨镜等）以及相关产品（如护理液、护理盒、润眼液等）为主；	销售价格略高于其它平台；
镜拓光学	眼镜类产品（隐形眼镜、彩色隐形眼镜，即美瞳、墨镜等）以及相关产品（如护理液、护理盒、润眼液等）为主；	价格以第三方平台主流价格为参考；
上海百秀	主营隐形眼镜，附带销售 OTC 药品、保健品。	价格以第三方平台主流价格为参考。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1 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 4: 2012-2015 年 1-8 月可得网络营业收入及净利润情况



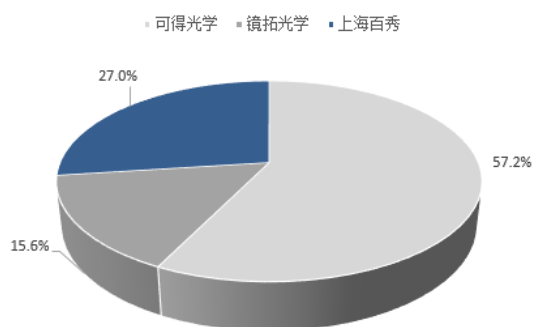
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

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%。

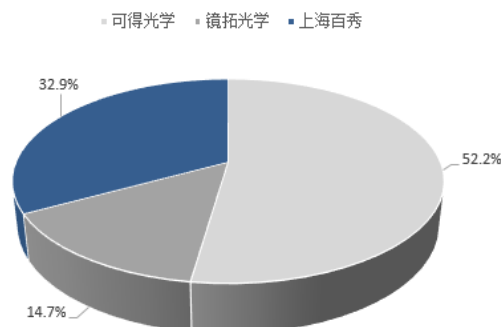
可得光学 2015 年 1-8 月实现净利润 170.8 万元，占可得网络净利润的 52.2%；镜拓光学 2015 年 1-8 月实现净利润 48.1 万元，占可得网络净利润的 14.7%；上海百秀 2015 年 1-8 月实现净利润 107.6 万元，占可得网络净利润的 32.9%。

图表 5: 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 6: 可得网络子公司净利润占比



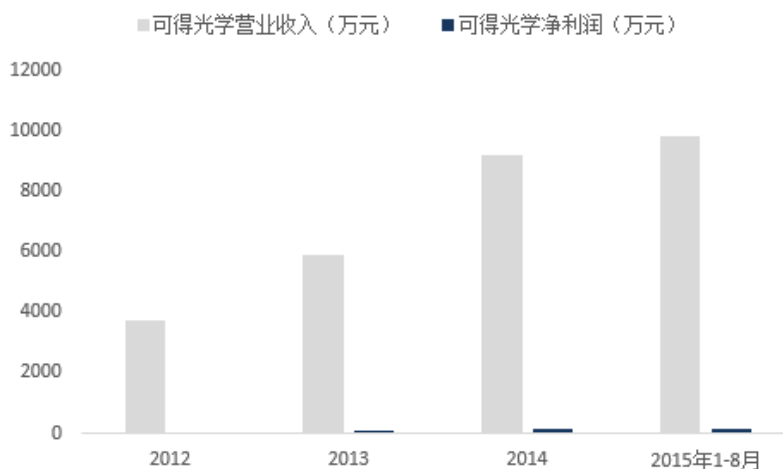
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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。

1.1.1 上海可得光学科技有限公司-寡头地位初显

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 7: 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

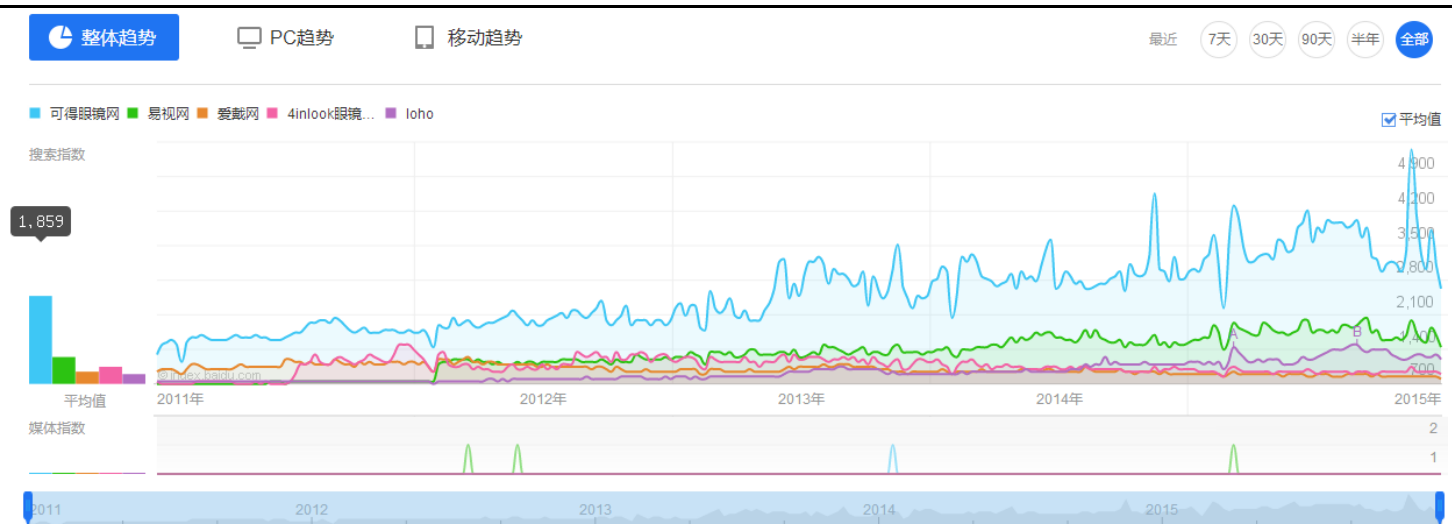
可得光学旗下可得眼镜网创始于 2007 年，是国内最早的专业眼镜电

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 65%。

2011-2015 年，可得眼镜网百度指数平均值为 1859，可比平台易视网百度指数平均值为 617，爱戴网百度指数平均值为 316，4inlook 眼镜网百度指数平均值为 369，loho 百度指数平均值为 266。可得眼镜网百度指数平均值远高于相关平台百度指数平均值。

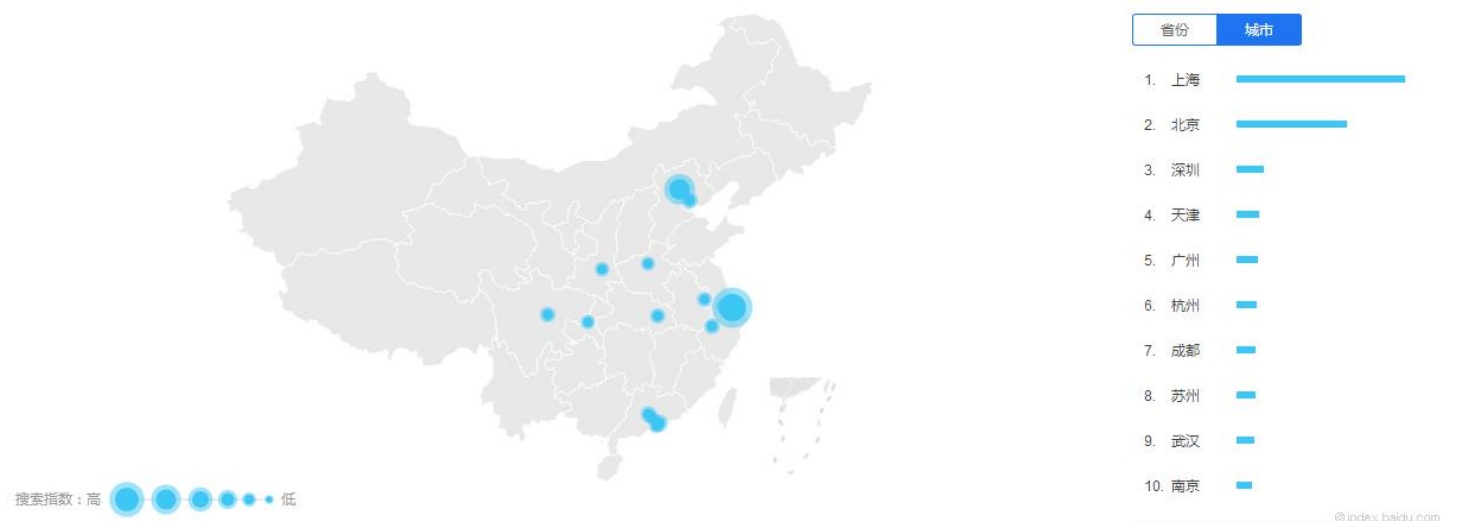
图表 8: 百度指数趋势



资料来源：百度指数，东吴证券研究所

“可得眼镜网”搜索人群主要分布于上海、北京等地。

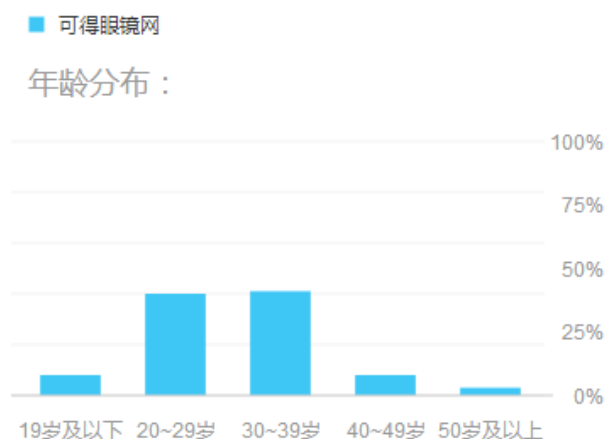
图表 9: “可得眼镜网” 搜索人群地域分布



资料来源: 百度指数, 东吴证券研究所

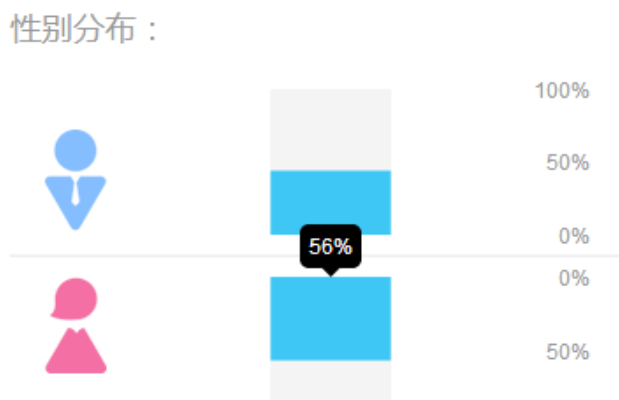
“可得眼镜网” 搜索人群主要年龄层为 20-39 岁, 搜索人群中 56% 为女性, 44% 为男性。

图表 10: “可得眼镜网” 搜索人群年龄分布



资料来源: 百度指数, 东吴证券研究所

图表 11: “可得眼镜网” 搜索人群性别分布



资料来源: 百度指数, 东吴证券研究所

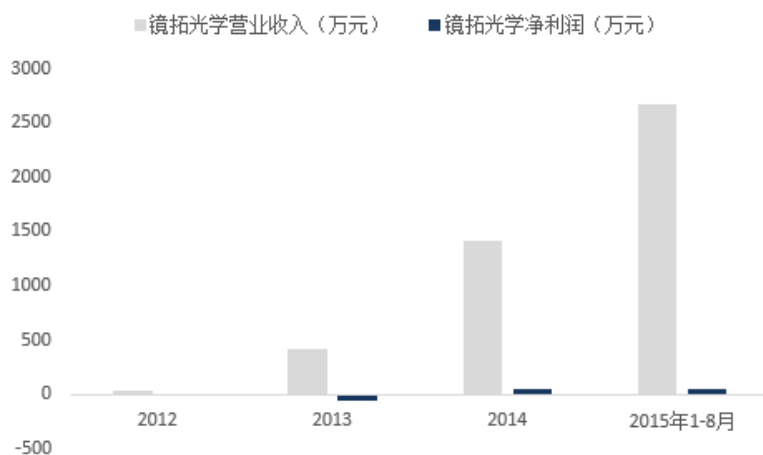
今年可得“双十一”全网(可得网、天猫店及渠道平台)销售额超4300万元, 同比去年销售额翻3倍。其中百秀大药房与镜拓光学在双11当日销售额超3100万元, 移动占比高达83%。百秀+镜拓以隐形眼镜单品类目实现天猫医药类销量排行第一、隐形类排行第一的双冠成绩, 销量增长达182%。镜拓光学同比去年增长753%, 创造该品类销售增长之神话, 而百秀+镜拓同比去年的增长量也达到了219%。

我们分析今年双十一可得双平台一天的销量, 已经赶超线下传统强势眼镜店一年的隐形类销售额, 对行业的隐性触动巨大。

1.1.2 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 12: 2012-2015年1-8月镜拓光学营业收入及净利润情况

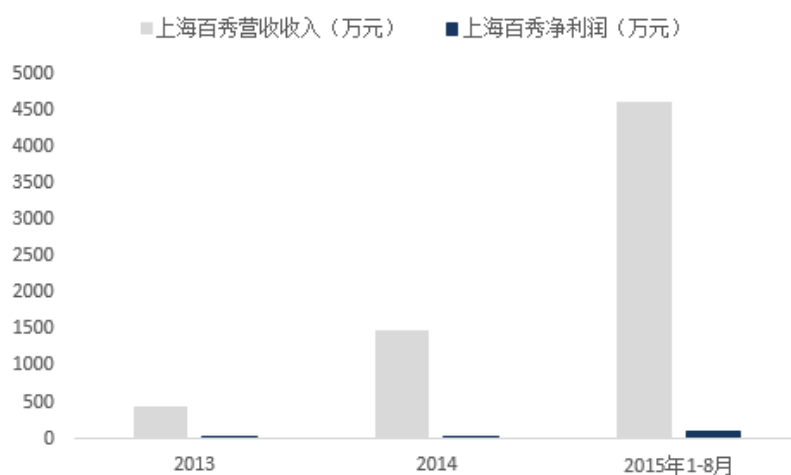


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1.3 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 13: 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

1.2 可得网络经营模式及特点

1.2.1 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：

- 从经营范围来看，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，尽可能地保持自身独立性和主动性。未来随着 O2O 线下体验店连锁的推进，有望带来其独立官网收入的突破与提升。

1.2.2 线上与线下互通，布局 O2O 生态圈

“可得网络”作为中国最大的眼镜 B2C 平台，注重线下门店建设：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。

图表 14：“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

可得网络不仅推出极具特色的“原创设计师品牌”眼镜店，更以“快

时尚”与“动态脸象捕捉 3D 虚拟试戴系统”作为自身门店的独特标签。

图表 15: 可得线下门店示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

图表 16: 可得线下门店示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

消费者可在线上下单, 线下享受服务, 实现线上下单→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, 通过线上与线下互通的方式, 可得网络积极搭建 O2O 生态圈。

1.2.3 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 17: 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 18: 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

KD 品牌眼镜均由资深眼镜设计师精心设计，以都市时尚为设计理念，最新潮的商务元素结合最尖端的工艺技术，使每一款眼镜保持最高标准：高时尚，高服务，高质量。既能戴出白领成熟的一面，又能满足部分白领渴望潮流时尚的年轻心理。每件眼镜均经过严格检验工序，立志为消费者提供高品质产品。

图表 19: “KD” 品牌优势

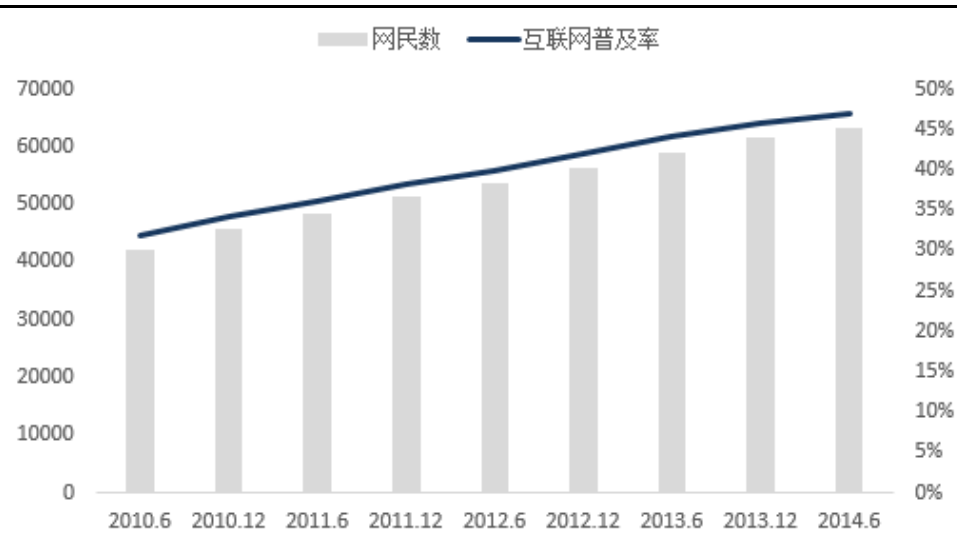


资料来源：公司网站，东吴证券研究所

1.3 完善移动端—手机端支付已经成为绝对趋势

根据国家互联网络信息中心 2014 年 7 月 21 日发布的第 34 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2014 年 6 月，中国网民规模达 6.32 亿，互联网普及率为 46.9%。其中，手机网民规模达 5.27 亿，网民上网设备中，手机使用率达 83.4%，继续保持上网第一大终端的地位。为医药电子商务的发展提供了良好的社会环境。

图表 20: 中国网民规模及互联网普及率



资料来源: 中国互联网络发展状况统计调查, 东吴证券研究所

现阶段手机端支付已经成为绝对趋势, 公司可得网 APP 已上线推广, 我们分析可得网络后期将着重完善移动端。

3D 试戴 APP 采用图像 3D 建模技术, 真实还原用户头像, 试戴效果更逼真。可解决框架配戴是否美观, 大小是否合适等问题, 既成功为线上消费者解决了眼镜试戴的问题, 同时也抓住市场机遇。

“可得网络”还准备利用手机 APP 推出“我的验光师”与“我的私人眼科医生”两大主要功能来实现 O2O: “我的验光师”功能不仅在吸引购买力方面将起到积极作用, 同时也能盘活线下闲置验光师资源。“我的私人眼科医生”能为客户提供更为专业的眼科服务。APP 用户可以在应用中和医生沟通并上传眼部照片, 医生可以根据情况进行预诊, 提供服务的同时也发掘了医院的潜在客户。“我的私人眼科医生”在提升服务专业性的情况下, 用户需求会增加, 从而增强用户粘性, 提升可得眼镜网的竞争力。

图表 21: 可得眼镜网验光师资源入口示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

3D 试戴 APP 于 2015 年 2 月正式立项, 目前已经完成开发并处于内测阶段。我们认为在行业趋势、应用特色、专业性服务、现有客户群体的支撑下, 3D 试戴 APP 及 O2O 应用极有可能颠覆整个眼镜行业, 甚至眼科行业, 引领互联网眼镜及眼科应用的发展。

1.4 投资价值分析

1.4.1 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。

1.4.2 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

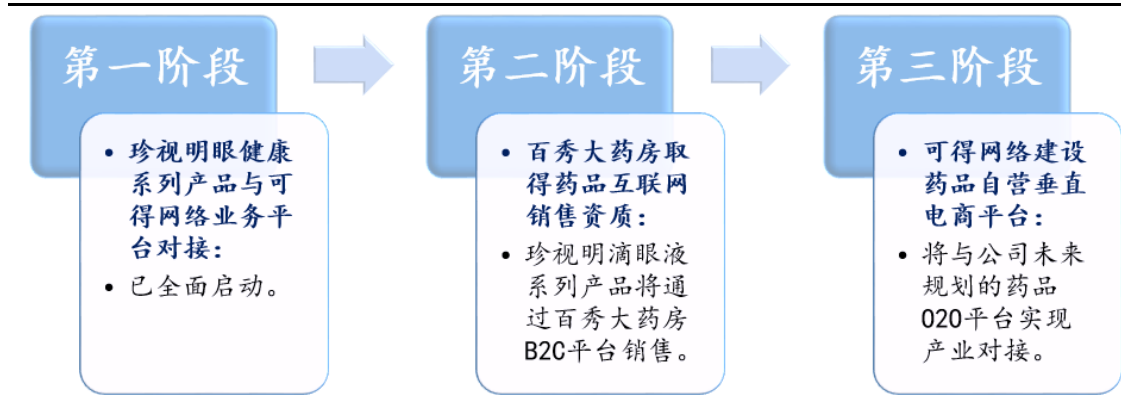
性强。公司与可得网络合作主要分以下三个阶段：

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

2. 眼镜行业市场增量空间大—26 亿人群视力问题未被纠正

由于全球人口增长及老龄化趋势、新兴国家未佩戴眼镜潜在消费者的需求、眼疾患者的增加、保健意识的增强以及眼镜功能的不断完善，依视路 2014 年报预计国际镜片市场目前大约一年有 12 亿片的市场需求，且每年有 3%-4% 的增长趋势。预计全球需矫正视力的人群为 45 亿，至 2020 年预计增长为 50 亿，目前只有 19 亿人群进行需要的视力矫正，约 26 亿人群视力问题未被纠正，其中亚洲大约有 16 亿人群、非洲和中东大约有 5 亿人群、拉丁美洲大约有 1.6 亿人群、欧洲大约有 1.2 亿人群和北美大约有 3000 万人群眼睛视力问题未被纠正。

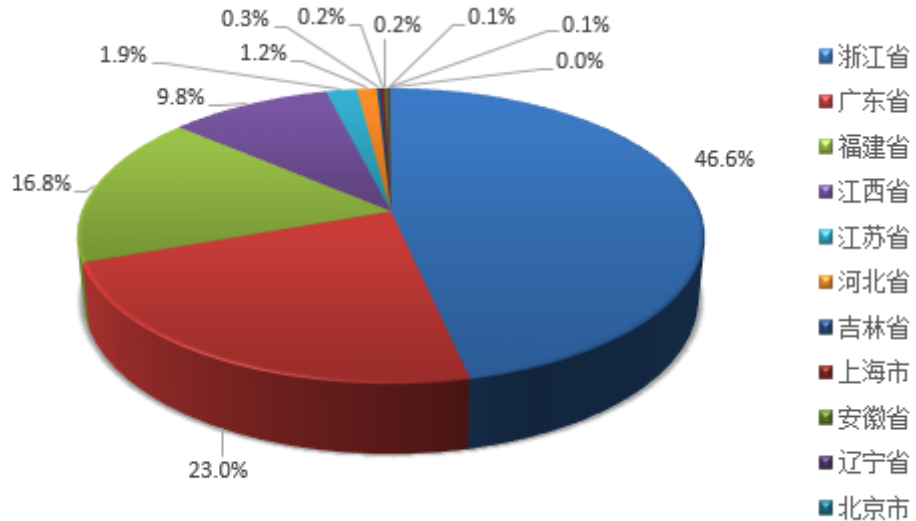
目前，中国整个眼镜行业约有 800 亿元销售规模，中国有 8 亿需要屈光矫正的庞大消费群体。

无论是欧美等发达国家，还是亚洲和拉美的发展中国家，增长的市场需求和一定的潜在市场都为镜片制造行业提供了广阔的市场发展空

间。

2015年1-8月，中国眼镜成镜产量为4.10亿副，其中，浙江省产量为1.91亿副，占总产量的46.6%。

图表 23: 各省份眼镜成镜产量比重图



资料来源：中国眼镜协会，东吴证券研究所

2.1 国内眼镜市场发展状况

我国经济的快速发展、国民收入和消费水平的不断提高，近视低龄化、近视人口的增加，社会老龄化程度的提高以及国内消费者保健意识的增强，催生中国庞大眼镜市场且增长潜力巨大。

世界卫生组织最新研究报告称，中国近视人群比例达47%，41%的5至15岁未成年人存在近视、远视、散光等屈光不正问题，而未得到有效矫正的比例高达85%，寻求有效方法延缓和治疗近视迫在眉睫。此外，随着眼镜功能的完善，非眼镜族对太阳镜等眼镜的需求市场亦很庞大。

同时，随着人们生活水平逐步提高、消费能力增强，消费者视觉健康和时尚意识的日益提高、消费观念的日益成熟，越来越多的消费者从以前消费水平低下时一味追求简单矫正视力和产品低价格的诉求转变，已越来越重视眼镜的装饰功能和科技含量。钛、钛合金、记忆金属镜架，渐进多焦点、非球面及高折射率的镜片也被越来越多的消费者认识和接受，中高档产品所占比例会持续提高，眼镜价格差距会越来越大。消费者在选购眼镜，除了要看实用功能外，还越来越关注装饰功能，讲究个性化、品牌化、高档化的趋势日益显著。

2.2 国内市场竞争格局

国内眼镜行业准入门槛低，目前包括镜片企业在内的眼镜生产企业很多，但普遍规模较小，市场份额偏低，行业处于完全竞争状态。众多中小型生产企业及其配套厂家聚集在一定的区域，形成产业集群，大幅降低生产成本，目前已经形成以广东东莞、深圳，福建厦门，浙江温州和江苏丹阳等为主要生产基地的产业格局。绝大多数眼镜生产企业以贴牌加工为主，处于产业链下游，自有品牌以中低档为主，高技术含量、高附加值的高档产品不足，设计和原创能力较弱，尚无具有国际竞争力的知名品牌。

中国巨大的市场容量和新增需求促使国际知名眼镜品牌商加大对国内市场投资并购，抢占市场份额和控制市场渠道。同时，随着互联网技术和物流体系等的发展，眼镜电子商务开始兴起并迅速发展。

根据康耐特中报数据显示，全球眼镜市场约有 684 亿美元的规模，其中，在线零售市场目前仅占 3% 左右，预计在线光学和眼镜市场未来几年将达到 16% 的市场份额，市场增量空间巨大。

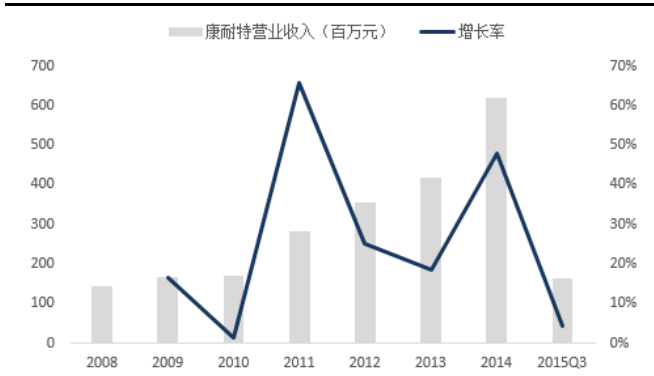
因眼镜的半医疗属性，验光服务作为其中必不可少的一环起着举足轻重的作用，国内验光服务大部分由眼镜店捆绑销售来提供，目前电商眼镜一般都以快消类成镜如太阳镜、老花镜和隐形眼镜及光度简单的眼镜为切入点，改变和挑战传统眼镜行业的销售渠道和模式，行业竞争进一步加剧，格局进一步发生变化。

2.2.1 康耐特（300061）—中国眼镜业首家上市公司

康耐特主营业务为树脂镜片的研发、生产和销售以及成镜加工服务，在产品技术、质量、品种、客户、品牌知名度方面有综合竞争优势。经过多年发展，康耐特形成以对外销售为主，内销后发赶超的结构模式，各项经营指标稳步增长，在国内树脂镜片制造行业中已跻身于领先行列。

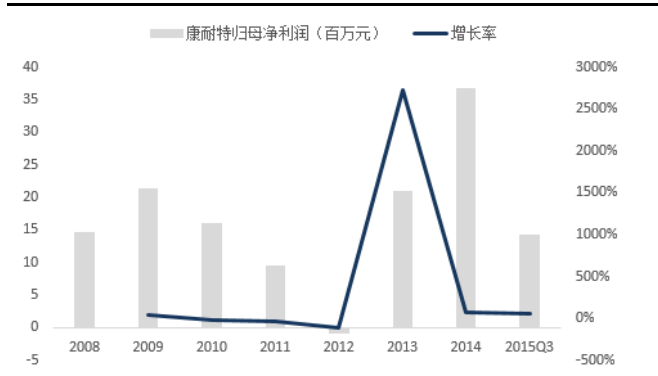
在国内树脂镜片生产企业中，康耐特树脂镜片的出口排名始终位居前列。2015 年前三季度，康耐特实现营业收入 1.63 亿元，同比增长 4.20%，归属于上市公司股东净利润 1418.42 万元，同比增长 61.17%。

图表 24: 2008-2015Q3 康耐特营业收入增长情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 25: 2008-2015Q3 康耐特归母净利润增长情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2015 年上半年, 康耐特依托产品、技术等优势, 积极进行升级转型, 实施产品营销向品牌营销的战略升级, 探索培育 O2O 等新业务模式; 加大研发创新力度和对生产的技术指导, 强化内部管理, 提升竞争能力, 巩固和强化行业地位。康耐特目前正在积极探索和推进电子商务网络平台、实体体验店和企业上门配镜的营销模式, 拓展公司零售能力。

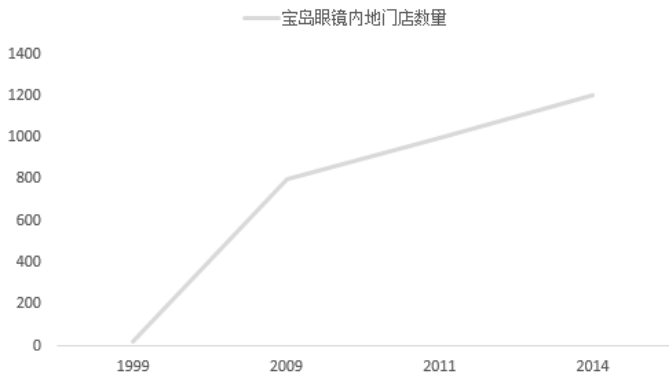
2.2.2 宝岛眼镜—亚洲最大华人眼镜连锁集团

宝岛眼镜作为华人世界眼镜界的翘楚, 拥有 30 多年历史, 在中国大陆、台湾分别开拓市场。

宝岛眼镜模式以门店为主, 中国大陆地域辽阔, 各分店之间最大距离达几千公里, 在产品配送、技术支持、财务核算等方面都存在成本、管理等方面的障碍。宝岛眼镜选择 SAP 的零售业解决方案和著名的咨询公司高维信诚, 以信息化管理支撑其连锁零售经营模式, 打造高水平的现代化管理体系。

2002 年 1 月 8 日, 随着 ERP 项目的成功上线, 宝岛眼镜克服诸多弊端, 实现对各地门店集中、统一和及时的监控管理。经过对 SAP 系统的使用和持续优化, 宝岛眼镜克服过去分布式的单店零售模式下的管理障碍, 企业的扩张速度和盈利水平得到了大幅的提升。截至 2014 年, 宝岛眼镜在大陆拥有近 1200 家门店。

图表 26: 宝岛眼镜内地门店扩张示意图



资料来源: 东吴证券研究所

图表 27: 宝岛眼镜内地分布示意图

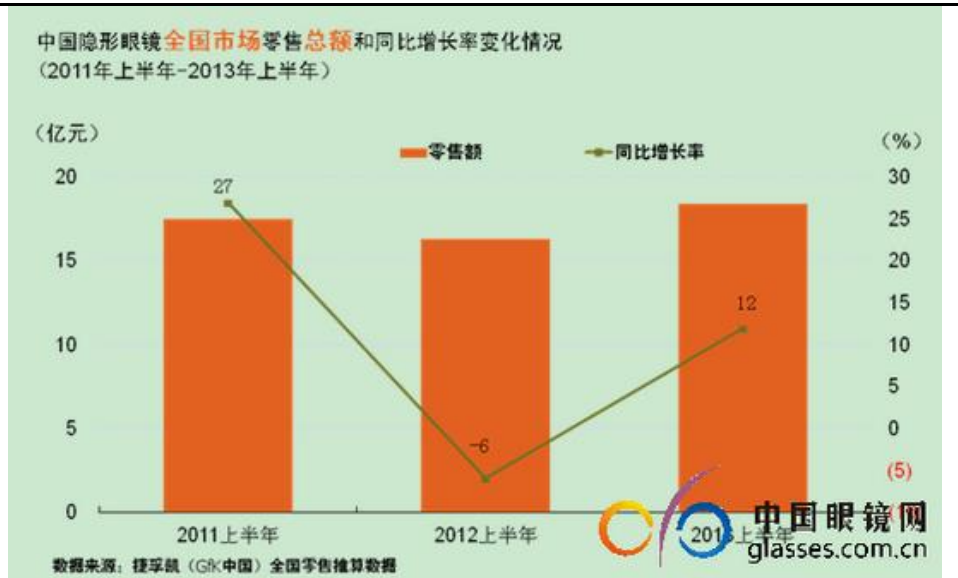


资料来源: 百度地图, 东吴证券研究所

3. 隐形眼镜市场—对月抛、日抛类产品需求持续上升

捷孚凯(GfK 中国)隐形眼镜全国线下零售推算数据显示,2013 年上半年零售额约为 18.4 亿。根据捷孚凯(GfK 中国)隐形眼镜 10 城市线下零售监测数据可以看到,同比增长率约为 12%,其相较 2012 年同期开始回归强势成长。

图表 28: 2011-2013H1 中国隐形眼镜零售总额变化图



资料来源: 捷孚凯中国, 东吴证券研究所

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,伴随可得网络高性价比(保障质量、提升品质基础上降低价格)日抛、月抛类产品的开发,未来有

望占据领先优势。

我们认为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。

4. 可得网络优势分析—服务与模式俱佳

因眼镜的半医疗属性，验光服务作为其中必不可少的一环起着举足轻重的作用，国内验光服务大部分由眼镜店捆绑销售来提供，目前电商眼镜一般都以快消类成镜如太阳镜、老花镜和隐形眼镜及光度简单的眼镜为切入点。而可得网络推出“我的验光师”服务，打破传统验光服务由眼镜店捆绑的模式，将在吸引购买力方面将起到积极作用；同时，可得网络计划推出的“我的私人眼科医生”在提升服务专业性的情况下，用户需求有望增加，从而增强用户粘性，提升可得眼镜网的竞争力。3D 试戴 APP 真实还原用户头像，试戴效果更逼真，可解决框架配戴是否美观，大小是否合适等问题。既成功的为线上消费者解决了眼镜试戴的问题，同时也抓住了市场机遇。

我们认为由于框架眼镜天然的需要验光和试戴体验，使得 O2O(线上与线下互动营销)模式成为必然。可得网络拥有超过 1000 万的配镜会员，通过网站、手机移动 APP 和微信微博等社交平台导入客流至线下眼镜门店，从此将告别传统眼镜店等客上门的陈旧销售模式。未来随着可得网络 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。

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 22.0 倍、19.2 倍、15.0 倍、11.5 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 25.7 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	22.0	19.2	15.0	11.5
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									

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>

