

# 康恩贝 (600572)

公司研究/深度报告

## 制剂业务稳定增长，互联网大健康前景广阔

深度研究报告/医药生物行业

2015年7月22日

### 报告摘要:

#### ● 重点制剂品种稳定增长，并购整合提升整体业绩

一线品种销售稳中有升。丹参川芎嗪销售增长依然稳健，将保持 20% 以上增长，收购拜特 49% 股份将于 6 月份后并表。前列康及银杏叶片去库存后，今年将恢复快速增长。二线特色品种颇具潜力，丰富产品线形成集团化作战。麝香通心滴丸受益于营销改革及招标推进，龙金通淋胶囊、黄莪胶囊、盐酸坦洛新缓释胶囊形成前列腺治疗完善产品线，汉防己甲素片疗效确切仍将保持快速增长。

#### ● 在研品种进展顺利，生物药领域值得期待

重组高效复合干扰素在新加坡 I 期临床进展顺利，安全性及有效性得到了初步验证。2015 年 6 月，获批 FDA 的 I 期临床，在梅奥诊所等知名机构进行临床试验，预计整体进度会较快，未来可能申请 FDA 的突破性疗法。

#### ● 积极开展对外投资，重点布局互联网大健康

收购的珍诚医药属于医药 B2B 领先企业，药联 5 万家及供应链金融 E 路融等增值服务也符合下游第二、三终端客户的需求，未来潜力巨大。参股可得网，开拓互联网大健康。可得眼镜网的互联网眼健康护理业务，可与江西珍视明、珍诚医药进行线上线下合作，实现资源共享。公司拥抱互联网意愿强烈，将以珍诚医药作为公司重要的发展平台，进行资源整合，构建基于互联网的健康服务生态体系。

#### ● 股东及高管增持，为公司提供安全边际

2014 年大股东就较大比例进行了增持并参与增发，2015.7 以来大股东、高管及重要股东又再次大规模增持，体现公司大股东及高管对公司未来发展信心十足。

#### ● 盈利预测

预计公司 2015-2017 年 EPS0.47, 0.56, 0.69 元，对应市盈率 38、32、26 倍。公司主要制剂产品销售稳定增长，生物药在研品种潜力大，积极布局互联网大健康平台，外延式发展值得期待。我们认为公司股价目前低估，给予公司目标价 22.4 元/股，对应 2016 年 PE 40 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

#### ● 风险提示：1、投资及研发项目进展不及预期；2、药品降价风险

### 盈利预测与财务指标

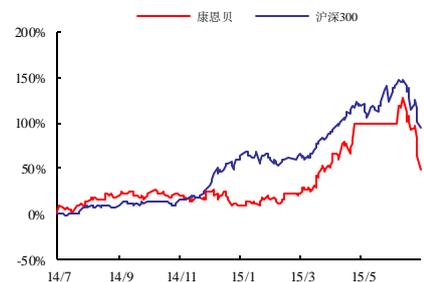
项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	3,582	4,584	5,410	6,383
增长率 (%)	22.48	28.00	18.00	18.00
归属母公司股东净利润 (百万元)	552	782	938	1150
增长率 (%)	32.34	41.57	19.92	22.69
每股收益 (元)	0.33	0.47	0.56	0.69
PE	54	38	32	26
PB	11	9	7	6

资料来源：民生证券研究院

### 强烈推荐 首次评级

交易数据	2015-07-21
收盘价 (元)	34.99
近 12 个月最高/最低	19.65/8.44
总股本 (百万股)	1,673
流通股本 (百万股)	1,191
流通股比例 (%)	71.19%
总市值 (亿元)	296
流通市值 (亿元)	211

### 该股与沪深 300 走势比较



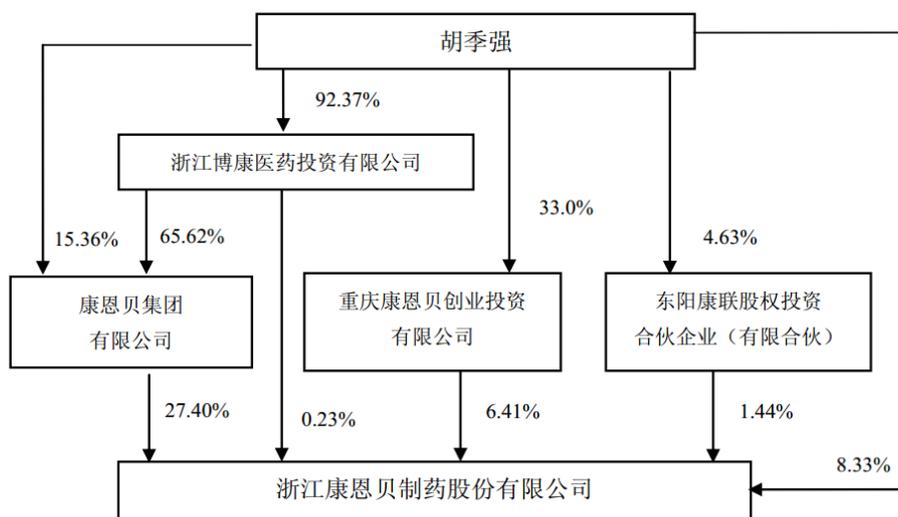
### 分析师

**分析师：马科**  
 执业证号：S0100513070001  
 电话：010-85127661  
 邮箱：make@mszq.com

**研究助理：刘淼**  
 执业证号：S0100115070010  
 电话：(010) 85127535  
 Email：liumiao@mszq.com

## 一、公司基本情况

康恩贝股份有限公司 1969 年创立，其前身为“兰溪云山制药厂”，1999 年更名，并于 2004 年上市。公司主要从事医药产品的研发、生产及销售。主要产品包括前列康牌普乐安片、天保宁牌银杏叶片、康恩贝牌肠炎宁片、麝香通心滴丸、丹参川芎嗪注射液等，制剂产品种类丰富，重点覆盖心血管、泌尿及胃肠道等多个治疗领域。公司一直注重利用产业经营和资本经营，通过内生增长与外延并购“双轮驱动”，不断推动公司发展。胡季强董事长为公司实际控制人，控股的康恩贝集团及博康医药等一致行动人共持有公司 43.81% 股份。



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 二、主营业务持续稳健增长，并购品种大幅提高业绩

### 1、重点制剂品种稳定增长，并购整合提升整体业绩

公司制剂业务确立了以现代植物药业务为核心，以特色化学药为重要支撑，并积极择机布局发展生物药的发展战略。目前形成了康恩贝、前列康、天保宁、金奥康、阿乐欣、珍视明、夏天无、肠炎宁、丹参川芎嗪等多个著名品牌及其系列产品。2014 年，公司销售收入过亿元的制剂产品已达 9 个，列入重点管理的 23 个产品收入总额 30.02 亿元，占公司全部营业收入的 83.81%。

治疗领域	药品名称	适应证	竞争格局	医保、基药	14 年销售
心脑血管	丹参川芎嗪注射液	冠心病、心绞痛、中风、脑栓塞	2 家，吉林四长	26 省医保	超 6 亿元
	银杏叶片 (天保宁)	冠心病稳定型心绞痛、脑梗死	多家，优质优价	医保乙类，26 省基药	超 2 亿元
	麝香通心滴丸	冠心病，心绞痛	独家	医保乙类	5500 万元
	复方夏天无片	脑血栓肢体麻木、风湿性关节炎肿痛，坐骨神经痛	独家	医保乙类	超 7000 万元
	可达灵片	冠心病、心绞痛	独家	3 省医保，浙江基药	超 2000 万
泌尿系统	普乐安片、胶囊	前列增生	片 11 家，胶囊 2 家	医保甲类，09 基药	超过 2 亿元

	龙金通淋胶囊	前列腺炎, 前列腺增生症	独家	7 省医保	超 7000 万元
	黄莪胶囊	前列腺增生, 可减小前列腺体积	独家	非医保	
	<b>盐酸坦洛新缓释胶囊</b>	前列腺增生症引起的排尿障碍	4 家	医保乙类 2012 基药	超 2000 万
	非那雄胺片	前列腺增生症	多家	医保乙类	
消化系统	<b>肠炎宁片</b>	急慢性胃肠炎、腹泻、小儿消化不良	片剂独家	3 省医保	3.7 亿元
	<b>奥美拉唑肠溶胶囊、注射用奥美拉唑</b>	胃溃疡、十二指肠溃疡	多家	医保甲类	3 亿元
其他	<b>汉防己甲素片</b>	风湿痛、关节痛以及矽肺治疗	3 家	3 省医保, 浙江基药	超 1.5 亿元
	蓝岑颗粒	急性咽炎	2 家	医保乙类	
	复方鱼腥草合剂	急性咽炎、扁桃腺炎	3 家	8 省医保	超 2000 万
	乙酰半胱氨酸泡腾片	祛痰药	独家剂型	医保乙类	7000 万元
	格列吡嗪缓释胶囊	糖尿病	剂型 2 家	医保乙类	
	<b>注射用阿洛西林</b>	细菌感染	多家	医保乙类	超 2 亿元
	牛黄上清胶囊	清热泻火	独家剂型	医保甲类	1 亿元
	拉西地平分散片	高血压	独家剂型	医保乙类	
	珍视明滴眼液系列	缓解眼疲劳, 假性近视	独家	-	1 亿元

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

一线品种销售稳中有升, 多个品种向 5 亿元目标发力。**丹参川芎嗪**销售增长依然稳健, 虽然与其他中药注射剂一样受制于目前招标降价、医保控费等政策影响, 但公司通过增加全国医院覆盖率 (目前约 70%, 尤其南方地区覆盖率低)、加强基层推广力度等措施提升营销广度和深度, 因此未来利润保持 20% 以上增长, 完成业绩承诺难度不大。**肠炎宁**近几年稳定增长 20% 以上, OTC 渠道销售情况良好。**前列康和银杏叶片 (天保宁)** 2014 年销售额出现下滑, 主要是营销体系整合调整同时主动清理库存导致, 随着营销改革基本完成, 今年和两个品种销售预计将大幅度增长, 而且库存情况十分良好。**银杏叶片 (天保宁)** 受本次银杏叶提取物事件影响有限, 公司本来作为原研厂家, 一直以来就十分重视质量标准的提升, 本次事件短期内对医院销售有所影响, 但因 OTC 销售受益于品牌影响反而有所增长, 因此短期内影响不大, 长期看随着行业整顿深入反而有利于高质量标准的厂家。**奥美康 (奥美拉唑)、阿乐欣 (阿洛西林)**, 主要在浙江省内销售较多, 目前看降价幅度不大 (在 5% 左右), 作为常用药销量有望平稳增长。

二线特色品种颇具潜力, 丰富产品线形成集团化作战。**麝香通心滴丸**是公司心血管领域重点培养的处方药, 与丹参川芎嗪针剂和 OTC 为主的银杏叶片 (天保宁) 优势互补, 目前因招标缓慢导致销售未能全国铺开, 未来随着招标推进及公司加强处方药营销有望达到亿元的销售规模。前列腺治疗领域药物种类丰富, 龙金通淋胶囊、黄莪胶囊及盐酸坦洛新缓释胶囊, 三个品种各具特色。**龙金通淋胶囊**主要针对前列腺炎, 临床效果好, 销售额有望破亿元。**黄莪胶囊**主要针对减小前列腺增生体积, 2011 年获批, 正在开展 IV 期临床, 将受益于本次招标及医保目录调整。**盐酸坦洛新缓释胶囊**, 疗效明确, 是 2012 版基药中前列腺治疗化药中两种化药之一, 共有 4 家, 进口为阿斯泰来的哈乐, 公司市场份额不到 5%, 未来有益于进口替代及基药销售将保持高速增长。**汉防己甲素片**治疗风湿关节痛效果显著, 在 2013 年销售突破亿元后仍保持了将近 50% 的增速, 未来随着进入更多省份医保及基药目录还将保持较高增速。**乙酰半胱氨酸**是用于祛痰经典用药, 泡腾片独家剂型, 服用方便, 2014 年增速

达到了 42%。**复方鱼腥草合剂** (3 家, OTC) 是公司在 OTC 领域的主推品种, 借助于肠炎宁的成功经验, 未来成为 1 亿元以上品种难度不大。其他品种, **唐贝克 (格列吡嗪缓释胶囊)** 及 **拉西地平分散片** 竞争格局良好, 作为大病种用药, 随着公司处方药销售增强有望保持高速增长, 有望成为 5000 万以上的品种。**珍视明滴眼液和眼健康系列产品** 品牌优势明显, 网上网下全网营销取得良好成效, 其中网上销售规模持续较快增长, 在天猫商城细分类目中稳居第一。

2015 年公司继续制剂子公司的内部整合, 通过收购贵州拜特剩余 49% 股权、4300 万受让江西天施康 7.08% 股份 (收购后共持有江西天施康 57.96% 的股权)、5400 万受让珍视明药业 18.75% 的股权 (江西天施康持有剩余 81.25% 股权) 等控股子公司的剩余股权, 理顺子公司内部股权结构, 同时可大幅增厚公司业绩。

## 2、营销改革已见成效

自 2013 年以来, 公司针对部分营销体系存在的平台小、资源分散与重复配置等问题, 启动并阶段性完成了以康恩贝医药销售公司、江西天施康及其子公司珍视明药业三个营销平台与资源整合工作, 统一调整构建了新的营销组织和管理架构, 按不同终端模式对几大品牌、品类和产品进行系统归类和规划, 重点建设覆盖全国的非处方药、医院和基层医疗自营、招商代理三大药品市场营销渠道网络体系, 营销策略也进行了调整和优化, 并建立和完善相对应的决策、管理、执行体系。公司预计用 3 年时间完成营销改革调整, 理顺公司现有营销体系。

公司一直以 OTC 销售为特长, 原有大品种肠炎宁、银杏叶片 (天保宁)、前列康片以及珍视明系列均是 OTC 为主的品种, 上述品种已经树立了良好的品牌形象, 销售收入也稳步增长, 体现了公司在 OTC 领域的营销能力。但相比于 OTC 品种营销的顺利发展, 公司对处方药销售存在一定短板, 之前几个处方药品种销售额一直不大, 公司管理也提早认识到此问题, 近几年首先通过收购丰富处方药产品线, 同时加强处方药营销队伍的建设, 以浙江、上海以及京津地区等重点区域为突破口, 逐渐打造覆盖全国的处方药营销体系。公司收购贵州拜特, 不仅是针对丹参川芎嗪这一大品种, 更是因为拜特制药拥有较为成熟的、覆盖全国并实行深度管理的处方药招商代理网络体系。拜特制药具有特色优势的招商代理营销网络也可使康恩贝的营销体系更加丰富全面, 后续可进一步与康恩贝的品牌、产品等优势资源整合发挥出应有的互补、协同效应。我们看好公司营销改革对营销业绩的提升, 包括银杏叶片 (天保宁)、前列康片等老品种从 OTC 向基层及医院市场的发展, 汉防己甲素片、麝香通心滴丸等二线处方药在招标推进后在医院市场的增长, 丹参川芎嗪医院覆盖率提升及与其他心血管药物的协同营销。

## 3、在研品种值得期待

### (1) 重组高效复合干扰素 rSIFN-co

重组高效复合干扰素, 是一种重组的、非自然存在的 I 型干扰素, 由干扰素-a-co 的基因进行多处改造而得到, 它不仅具有比干扰素类药物更强的抗病毒作用, 而且有很好的抗癌作用。抗癌作用主要与复合干扰素能升高癌组织中起到凋亡杀伤作用的关键分子“Caspase3”

的活性，从而保护癌细胞不凋亡的分子“Bcl-2”活性则下降有关。是于 20 世纪末四川辉阳董事长魏光文教授与刘新垣院士等人共同发现的，属于国家重大新药创制项目。

在抗病毒方面，重组高效复合干扰素于 2001 年 1 月向国家药监局申请新药临床研究，适应症为乙型病毒性肝炎的治疗。2005 年底，四川辉阳公司完成了所有临床研究工作，并于 2006 年 1 月向国家药监局提交了新药注册申请，但未获准注册。之后根据新的审批意见要求，于 2010 年重新启动了 768 例的临床试验。目前临床研究正在入组当中。

在抗肿瘤方面，主要是选择国外若干国家申报 rSIFN-co 用于研发癌症治疗新药的临床研究。2013.5 获批新加坡 I 期临床，非小细胞肺癌 ( NSCLC )、肾细胞癌、或黑色素瘤等实体肿瘤，目前试验进展顺利，截止 2014 年 9 月底，对入组的 6 例晚期实体瘤受试者进行分析，两个剂量水平 ( 即 21  $\mu$ g 及 24  $\mu$ g ) 均未观察到受试者出现剂量限制性毒性。其中 5 名受试者 ( 83.3% ) 在研究期间疾病稳定，总体无进展生存期 ( PFS ) 及进展期 ( TTP ) 为 16.9 周，证明其安全性及有效性得到了初步验证。2015 年 6 月，**获批 FDA 的 I 期临床**，并在梅奥诊所等知名机构进行临床试验，因美国病人数量多因此受试者募集速度会比较快，预计整体进度比新加坡要快，未来还有可能通过申请 FDA 的突破性疗法进一步提升审批速度。

公司直接并通过子公司对持股，共计持有四川辉阳 25.78% 股份及远东实验室公司 25.88% 股份，为第一大股东。

## (2) 肝癌治疗性疫苗 AFP

2012 年公司与美国凯德药业成立合资公司，合作开发肝癌治疗性疫苗 ( AFP ) 项目，公司占合资公司股本的 70%。肝癌治疗性疫苗  $\alpha$  胎蛋白 ( AFP ) 属于生物药一类新药。AFP 是一种肝脏肿瘤相关抗原，是肝癌免疫治疗的重要靶点，通过给予 AFP 抗原肽类疫苗，启动 AFP 相关免疫反应，起到杀伤肿瘤作用。目前正在美国进行 I 期临床试验，在国内按计划开展临床前研究工作。

## (3) EVT401

EVT-401 是 P2X7 受体拮抗剂，P2X7 受体是 ATP 门控的离子通道，主要在免疫系统的细胞中表达，被认为在炎症过程中，通过调控一些炎性细胞因子 ( 如 IL-1  $\beta$  )，发挥重要作用。P2X7 受体是国内外病理性疼痛的新型靶点，受到广泛关注，目前已有一些 P2X7 受体的拮抗剂已进入临床一期和二期的研究阶段。EVT-401 在美国已完成了人类健康志愿者临床 I 期 ( 剂量递增 ) 试验，试验表明该化合物安全、耐受性良好、无严重不良事件或中途退出病例，EVT401 在全血样品中阻止 ATP 介导的 IL-1  $\beta$  的释放的能力，从而证明了“靶点”在耐受性良好的口服剂量时的活性。目前在国内正在临床前研究。

## 三、积极开展对外投资，重点布局互联网

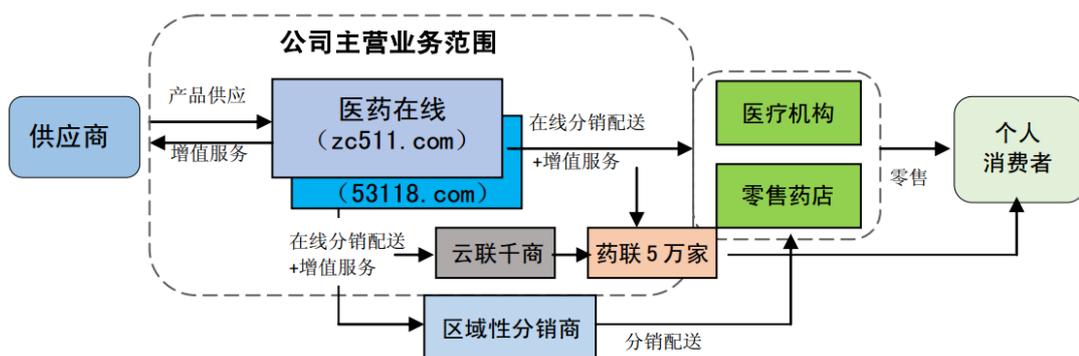
### 1、收购珍诚医药，涉足医药电商

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，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，是国家商务部认定的“电子商务示范企业”，同时被评为“2013 年度中国医药互联网最佳 B2B 平台”。

公司拥有自主开发并运营的医药 B2B 电子商务平台——“医药在线”(zc511.com)，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，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，销售以 OTC、国家基本药物、医保用药为主的 12,461 个品规的医药及保健品，在 2012-2014 年《药品流通行业运行统计分析报告》列出的药品批发企业中排名 62、54、52 位，逐年上升。

珍诚医药在提供信息化医药分销服务的基础上，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，从全产业链角度考虑，不断寻求提升流通效率的有效途径。其中药联 5 万家、E 路融是公司重点发展的两项业务。E 路融是公司与工商银行合作开发的电子商务平台，可为进行网上交易的客户提供“无抵押担保、随借随还、跨区域、低成本”融资服务。E 路融是专门针对公司第二、第三终端客户主要是诊所、药店等微小企业的特点，而设计的供应链金融模式。未来还将与民生银行、兴业银行等国家银行合作，扩展服务的金融企业及药品交易客户数量。药联 5 万家的目标是在全国区域内联合 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，可使单体药店充分发挥联合优势，共享采购精选优势品种、高效率金融服务等服务，可提升单体药店市场核心竞争力，改善盈利能力，截至 2014 年 12 月末，累计注册会员 9295 家。未来将积极申请“药联 5 万家”平台的第三方服务资质，并提供包括执业药师远程审方平台等更多增值服务。



资料来源：公司公告，民生证券研究院

我们认为 B2B 是医药批发企业未来发展的必然趋势，看好珍诚医药在医药电商领域的未来发展。不同于传统药品批发企业的业务流程，医药 B2B 基于电子商务所具有长尾、高效、价格等优势，可使药品价格透明化、提升交易效率，尤其对于小型连锁药店、单体药店以及诊所等规模较小的第二、三终端来说，B2B 可有效提升采购的便利性，降低采购价格，缩小与强势企业的采购渠道差距，因此 B2B 的市场需求强烈且空间巨大。针对医药 B2B 目前存在的配送半径限制、配送效率差异不大等问题，导致下游零售药店客户的使用率还不高的情况，珍诚通过多种增值服务，如建设“药联 5 万家”网络化虚拟超级连锁，随着会员数量

发展壮大，采购规模的提升，可提高对上游生产企业或批发企业的议价能力，为下游客户争取利益，同时提供供应链金融的增值服务，也可降低其资金成本，不断提高下游客户的粘性。且未来随着顺丰等快递业企业进入医药配送领域，医药物流能力将大大提升而配送费用也将降低，可有效解决配送半径的问题。处方药线上销售和医保线上支付的放开是必然趋势，如**珍诚医药在线旗下“珍诚网络科技”在海宁市提供的医保在线支付解决方案，通过人脸识别和市民一卡通，实现了医保网上支付**，预期未来医药电商市场规模将达到千亿元。珍诚医药具有先发优势，是目前国内领先的医药 B2B 企业，其提供的药联 5 万家、供应链金融等增值服务也符合下游第二、三终端客户的需求，未来潜力巨大。

## 2、参股可得网，开拓互联网大健康

2015.7 公司公告拟参股上海可得光学科技有限公司及相关公司，开启互联网大健康领域的拓展。可得光学旗下可得眼镜网作为国内首家获得《医疗器械经营企业许可证》的网上眼镜商城，眼镜网络销量连续七年全国第一，会员数量近千万，市场占有率遥遥领先，是中国最大的眼镜 b2c 企业。可得网在行业内引领创新潮流，不断巩固行业龙头地位，如抢先推出了在线试戴系统，并通过开设线下店的方式，探索用 O2O 的模式解决实地验光的问题。可得网在天猫、京东等电商平台的旗舰店——上海百秀大药房，在 2014 年中国药店百强榜排名第 86，网上药店排名列第 3，2014 年销售额超过 3 亿元。可得眼镜网及百秀大药房均专注于眼镜及护理产品的销售，且协同覆盖不同消费习惯人群，奠定了其中国眼镜网络领导者的地位。

公司参股可得眼镜网，涉足互联网眼健康护理业务，可为双方发展提供资源共享，同时也标志着公司互联网生态体系向大健康领域的拓展。可得眼镜网等与江西珍视明药业存在合作机会，可得眼镜网可借助“珍视明”系列品牌影响力增强自身知名度，“珍视明”客户群体与可得眼镜网有一定重合，共享资源合作可为双方产品的销售带来新的客户资源。同时珍诚医药具有强大的线下药店资源，为可得眼镜网的 O2O 模式在线下扩展提供了快速扩张途径。

## 3、互联网整体布局初见端倪

2015 年，公司确定了“拥抱互联网，整合谋发展”的工作主题，致力于将公司建设成为一个基于制造、品牌和互联网的健康服务企业，共创基于互联网的制药蓝筹公司。公司大力开拓医药电商业务和其他相关业务，在控股珍诚医药实现快速切入医药电商之后，再次涉足互联网眼健康护理电商业务，标志着公司未来将向互联网大健康领域全面发展，始终围绕构建基于互联网的健康服务生态体系。未来公司在“互联网+大健康”上仍将不断布局，以珍诚医药作为公司重要的发展平台，也不排除可能会向连锁药店、远程医疗、康复养老、健康管理等相关方向进行扩张，进行基于互联网平台的线上线下资源整合。我们看好公司拥抱互联网的决心，以及进行互联网外延扩张的执行力。

## 四、盈利预测和投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS0.47, 0.56, 0.69 元, 对应市盈率 38、32、26 倍。公司主要制剂产品销售稳定增长, 生物药在研品种潜力大, 积极布局互联网大健康平台, 外延式发展值得期待。2014 年大股东大比例增持并参与增发, 2015.7 大股东、高管及重要股东又再次增持, 体现公司大股东及高管对公司未来发展信心十足。我们认为公司股价目前低估, 给予公司目标价 22.4 元/股, 对应 2016 年 PE 40 倍, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

## 五、风险提示

风险提示: 1、投资及研发项目进展不及预期; 2、药品降价风险

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	3582	4584	5410	6383	货币资金	388	179	1486	2328
减: 营业成本	120	147	197	243	应收和预付款项	891	1447	1312	1943
营业税金及附加	45	61	73	86	存货	598	629	819	889
销售费用	1423	1696	1893	2107	其他流动资产	19	19	19	19
管理费用	351	413	487	543	长期股权投资	447	597	677	677
财务费用	86	62	33	9	投资性房地产	0	0	0	0
资产减值损失	2	0	0	0	固定资产和在建工程	2087	1822	1557	1293
加: 投资收益	230	200	130	50	无形资产和开发支出	1420	1354	1288	1221
二、营业利润	800	1177	1431	1775	其他非流动资产	109	104	100	100
加: 营业外收支净额	51	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>5959</b>	<b>6152</b>	<b>7258</b>	<b>8471</b>
三、利润总额	851	1177	1431	1775	短期借款	614	0	0	0
减: 所得税费用	124	147	195	259	应付和预收款项	830	821	950	963
四、净利润	728	1030	1236	1516	长期借款	904	904	904	904
归属于母公司的利润	552	782	938	1150	其他负债	241	241	241	241
<b>五、基本每股收益 (元)</b>	<b>0.33</b>	<b>0.47</b>	<b>0.56</b>	<b>0.69</b>	<b>负债总计</b>	<b>2588</b>	<b>1966</b>	<b>2095</b>	<b>2108</b>
<b>主要财务指标</b>					股本	810	810	810	810
项目	2014A	2015E	2016E	2017E	资本公积	574	574	574	574
<b>EV/EBITDA</b>	<b>15</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	留存收益	1407	1974	2654	3489
<b>成长能力:</b>					<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2790</b>	<b>3358</b>	<b>4038</b>	<b>4872</b>
营业收入同比	22%	28%	18%	18%	少数股东权益	580	828	1126	1491
EBIT 同比	53%	33%	18%	22%	<b>股东权益合计</b>	<b>3370</b>	<b>4186</b>	<b>5164</b>	<b>6363</b>
净利润同比	60%	42%	20%	23%	负债和股东权益合计	5959	6152	7258	8471
流动比率	1.13	2.14	3.06	4.31	<b>现金流量表</b>				
资产负债率	43%	32%	29%	25%	项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
投资资本/总资本	75%	80%	63%	58%	经营活动现金流量	626	633	1548	1117
<b>每股指标 (元)</b>					投资活动现金流量	(1257)	50	50	50
每股收益	0.33	0.47	0.56	0.69	筹资活动现金流量	541	(891)	(291)	(325)
每股经营现金流量	0.37	0.38	0.92	0.67	现金及等价物净增加	(92)	(208)	1307	842
每股股利	0.08	0.13	0.15	0.19					

资料来源: 民生证券研究院

## 分析师简介

马科，家电行业分析师，原民生证券策略分析师。

刘淼，研究助理，北京大学临床药学硕士、药学学士。6年医药行业从业经验，1年医药股权投资经验，2015年6月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040