

分析师：李守峰

执业证书编号：S0270512090001

电话：021-60883481

邮箱：lisf@wlzq.com.cn

发布日期：2012年09月7日

深耕第三终端, 业绩恢复可期

——康芝药业 (300086) 深度报告

公司深度报告

买入 (首次)

市场数据 (2012-09-6)

收盘价 (元)	12.48
一年内最高/最低 (元)	17.96/11.45
上证指数	2051.92
市净率 (倍)	1.4
流通市值 (亿元)	8.82

基础数据 (2012-09-6)

每股净资产 (元)	8.88
每股经营现金流 (元)	0.16
毛利率 (%)	38.23
净资产收益率 (%)	0.31
资产负债率 (%)	5.09
总股本/流通股 (亿股)	2/0.7
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现



地址：上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦 603 室
邮编：200122

报告关键要素：

康芝药业尼美舒利颗粒修订说明书后，公司业绩下滑。但公司在广大农村药品销售市场和城镇居民社区药品销售市场的第三终端销售网络仍保存完好，11 年开始公司重点推出的小儿止泻用药度来林、儿童感冒发烧系列产品金立爽等产品有望取代瑞芝清成为支柱产品，公司未来走出低谷是大概率事件。

投资要点：

- **第三终端的先发优势是公司复苏的基础：**第三终端主要包括广大农村药品销售市场和城镇居民社区药品销售市场，未来第三终端增速要快于第一、第二终端，特别是儿童药市场由于数量和患病率的因素前景更为广阔。公司2003年即介入第三终端市场，在全国拥有近千家代理商和超过3万个销售终端，尼美舒利修订说明书后公司销售人员和代理商数量并没有流失，公司在第三终端的先发优势依然明显。
- **稳应变局，二线品种逐步取代尼美舒利颗粒：**公司在11年开始就重点打造小儿腹泻药度来林、儿童感冒发烧系列产品金立爽等产品，独家买断康恩贝的小儿布洛芬颗粒（小瑞芝清），以上二线品种有望取代尼美舒利颗粒成为公司的盈利品种。在成人药物领域，公司虽有较多批文但缺乏重磅品种，11年9月公司利用超募资金受让海南国瑞堂制药的抗生素1类新药“注射用头孢他啶他唑巴坦钠（3：1）”，同时真伏（伊曲康唑）的市场前景也极为看好。
- **12 年中期业绩看，复苏曙光已现：**12 年中期公司净利润下滑 75.17%，较 11 年三、四季度环比仍有较大幅度的增长，呈现向上发展的趋势。公司经营性活动现金流今年以来逐季改善，显示公司今年以来回款较快。折旧费用与广告费用大幅增加拖累公司业绩恢复，预计这两块对公司影响 13 年逐步减小。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测2012-2013年的的EPS分别为0.19元、0.37元，对应的市盈率分别为78、33倍，市净率为1.33，已经具有一定的安全边际，具备中长期的投资价值，给予“买入”评级。

投资核心观点

● **公司整体判断：**

康芝药业专注于儿童药的生产与销售，瑞芝清（尼美舒利颗粒）曾是公司利润的主要来源，11年6月份药监局要求尼美舒利修改说明书禁用于12岁以下儿童，瑞芝清销售收入大幅下滑，公司净利润从10年的1.39亿元下降到11年的353万元。虽然主业受损，但公司在广大农村药品销售市场和城镇居民社区药品销售市场的第三终端销售网络仍保存完好，11年开始公司重点推出的小儿止泻用药度来林、儿童感冒发烧系列产品金立爽等产品有望取代瑞芝清成为支柱产品，公司未来走出低谷是大概率事件。

● **差异化观点：**

康芝药业的主打产品尼美舒利颗粒（瑞芝清）修改说明书以后，净利润大幅下滑，市场认为公司从此将一蹶不振。我们认为公司最大的价值仍在于第三终端的销售网络，瑞芝清修改说明书并没有损害公司第三终端的强势地位，度来林及金立爽等产品培育期过后逐步放量，公司将逐步走出低谷。

● **估值和评级：**

预计公司12-13年的EPS分别为0.19元、0.37元，对应的市盈率分别为78、33倍，从市净率（PB=1.33）角度看公司已经具有一定的安全边际，具备中长期的投资价值，给予“买入”评级。

● **股价触发因素：**

公司业绩恢复超预期；推出限制性股权激励。

● **风险因素：**

河北天合车间GMP认证低于预期的风险；公司业绩复苏，媒体负面报道的风险；度来林、氨金黄敏等二线品种销售低于预期的风险。

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	3.14	3.07	4.96	6.27
增长比率(%)	43.7	-2.5	61.6	26.5
净利润(亿元)	1.39	0.03	0.37	0.73
增长比率(%)	42.8	-98	1233	95.2
每股收益(元)	1.39	0.01	0.19	0.37
市盈率(倍)	-	-	78	33

目录

1 第三终端的先发优势力保公司业绩复苏.....	5
1.1 业内最早介入第三终端,修订说明书无损公司强势.....	5
1.2 第三终端市场增速将快于第一、第二终端.....	5
1.3 第三终端儿童药市场空间广阔.....	7
2 稳应变局,二线品种逐步崛起.....	7
2.1 布洛芬颗粒(小瑞芝清)弥补瑞芝清空缺.....	8
2.2 重点打造度来林,进军第三终端 OTC 市场.....	8
2.3 小儿感冒领域,重点推出氨金黄敏.....	9
2.4 成人药领域亦有重磅品种.....	10
3 中报业绩看,复苏曙光已现.....	11
3.1 营收规模已经恢复,净利润跌幅收窄.....	11
3.2 折旧增加与广告费用增加拖累净利润恢复.....	12
4 经营大环境看,专业儿童药企迎发展良机.....	14
4.1 国内儿童数量庞大,将迎新一轮婴儿潮.....	14
4.2 患病率提升,儿童药市场容量提升.....	15
4.3 儿童药企竞争两级分化,国内知名品牌初步形成.....	16
5 股权结构明晰,激励到位.....	17
6 盈利预测与估值:.....	18
7 风险提示.....	19
图 1: 康芝药业的第三终端销售模式.....	5
图 2: 我国三大终端市场结构.....	6
图 3: 第三终端(基层医疗市场)近几年增速.....	7
图 4: 第一终端(医院市场)近几年增速.....	7
图 5: 城乡儿童分布情况.....	7
图 6: 城乡儿童两周患病率情况(%).....	7
图 7: 儿童解热镇痛药市场规模.....	8
图 8: 2009 年儿童解热镇痛药前五名产品市场占有率.....	8
图 8: 我国临床用儿童感冒药市场规模.....	10
图 10: 注射用头孢他啶他唑巴坦钠(3:1).....	11
图 11: 伊曲康唑分散片(真伏).....	11
图 12: 2007 年以来营业收入情况.....	12
图 13: 2007 年以来归属母公司净利润情况.....	12
图 14: 公司 11 年营业收入构成.....	12
图 15: 公司 11 年营业利润构成.....	12
图 16: 公司固定资产和在建工程数额.....	13
图 17: 公司 10 年至今折旧数额.....	13
图 18: 公司历年药品广告费用.....	13
图 19: 公司三项费用情况.....	13
图 20: 公司 08 年至今经营活动现金流.....	14
图 21: 瑞芝清历年销售情况.....	14

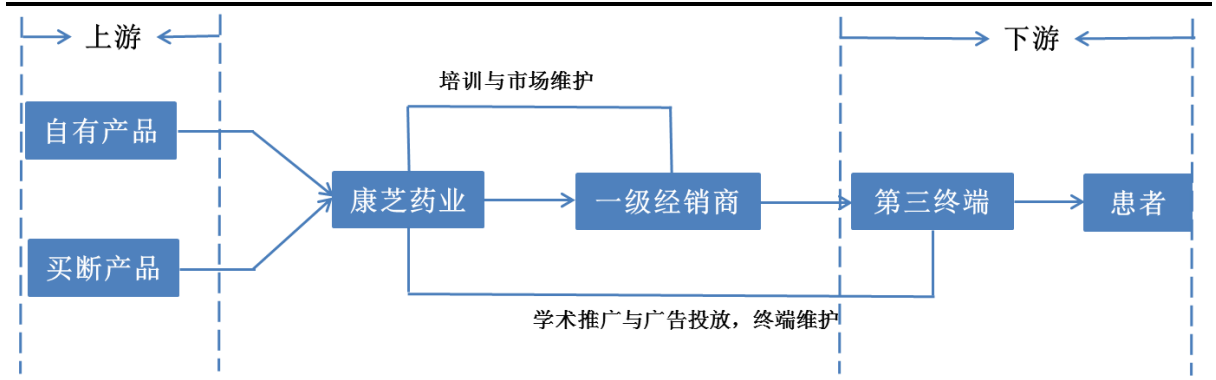
图 22: 国内新出生人口数量及出生率.....	14
图 23: 2009 年各年龄段女性生育率.....	14
图 24: 0-4 岁儿童患病率分布情况.....	15
图 25: 5-14 岁儿童患病率分布情况.....	15
图 26: 我国儿童药的市场容量.....	16
图 27: 公司股权结构情况.....	18
表 1: 治疗儿童腹泻的主要药物.....	9
表 2: 儿童两周患病率和两周就诊率.....	15
表 3: 国内主要儿童药生产企业和品牌.....	16

1 第三终端的先发优势力保公司业绩复苏

1.1 业内最早介入第三终端,修订说明书无损公司强势

瑞芝清(尼美舒利颗粒)之所以在2010年能够超越强生美林成为排名第一的小儿解热镇痛药,主要原因在于康芝药业第三终端的销售模式。第三终端市场是指除第一、二终端之外的,直接面向消费者开展医药销售的所有零售终端,主要包括广大农村药品销售市场和城镇居民社区药品销售市场。公司从2003年开始介入第三终端市场的营销,是业内最早发现第三终端的商业价值并主动介入的专业厂商之一。公司根据第三终端区域较为分散的特点,创造性的推出专业化代理销售模式;公司已经建立起一支专业的第三终端营销队伍和营销网络,在全国拥有近千家代理商和超过3万个销售终端,在第三终端市场中具有明显的先发优势。

图 1: 康芝药业的第三终端销售模式



数据来源: 公司招股书; 万联证券研究所

公司之所以有着强势的第三终端,主要原因第一是由于公司在前期建代理商网络时与其一起建立团队并提供培训支持,与代理商队伍有深厚的合作基础;二是确保代理商的利益,在出厂价和终端价的环节都预留了利润,达到了双赢的局面。尽管尼美舒利修订说明书公司盈利大幅下滑,与公司董事长创业多年的高级管理人员无一流失,销售队伍也保持了稳定。代理商方面,除了东北少数几家代理商流失外,又新增了两百多家代理商,公司在第三终端的强势地位并没有发生改变。

1.2 第三终端市场增速将快于第一、第二终端

我国的医药销售可根据销售终端的不同划分为三个市场层次,即第一终端市场、第二终端市场和第三终端市场。其中,第一终端市场是指二甲及以上大

中型医院；第二终端市场是指连锁药店、大中型城市市区的大型药店；第三终端市场是指除第一、二终端之外的，直接面向消费者开展医药销售的所有零售终端，主要包括广大农村药品销售市场和城镇居民社区药品销售市场，如二甲以下医院、乡镇卫生院、村卫生室、个体诊所、社区卫生服务机构、农村和大中型城市城乡结合部的药店等。

图 2：我国三大终端市场结构

区域类型	对应区域覆盖人口	医院数量	药店数量	社区卫生服务中心/站	乡镇卫生院/村卫生室	诊所
50个大中城市	2.0亿人 (300~600万人/大中城市城区)	700家三级医院 +5000家其它医院	8万个	6903/25836	—	17万个
300个地市	1.5亿人 (30~60万人/城区)	500家三级医院 +3000家其它医院	5万个		—	
3000个县(县市)	2.5亿人 (5~10万人/城区)	10000家医院	7.5万个	—	—	
4万个乡镇	1.5亿人 (1000~1万人/乡镇)	—	20万个	—	4万家乡镇卫生院	
60万个村	6.0亿人 (100~5000人/村)	—		—	65万个村卫生室	
		医院市场	零售市场	新医改基层市场		

数据来源：南方所；万联证券研究所

新农合和城镇居民医保驱动下的需求增长，筹资补助标准的提高，报销范围与支付比例的扩大是拉动第三终端基层市场增长的最主要动力。从规模来看，2007年第三终端只有540亿元，2010年规模达到1300亿元，三年翻了一倍多。第三终端对用药人群的分流作用逐步显现，诊疗人数的快速增长是直接拉动社区终端药品销售扩容的动力。据南方医药经济研究所预测，基层医疗市场的增速将快于医院市场和零售市场，预计到2019年第三终端销售占比将由09年的20%提升到2019年的27%。

图 3：第三终端（基层医疗市场）近几年增速

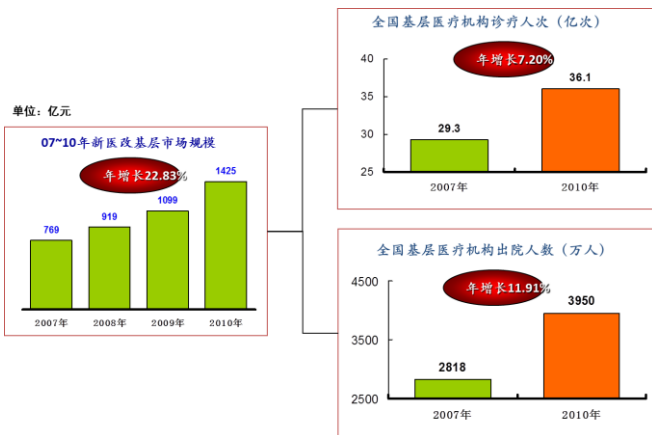
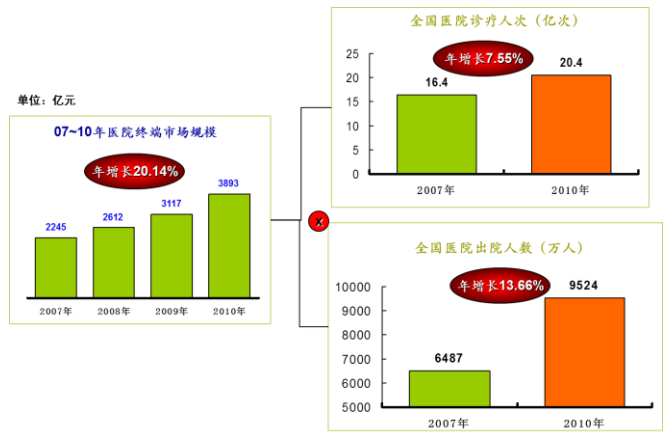


图 4：第一终端（医院市场）近几年增速



资料来源：南方所；万联证券研究所

1.3 第三终端儿童药市场空间广阔

第三终端儿童用药市场承接了第三终端的总体特点，并具有以下两大自然优势：一是在儿童人口分布上，第三终端市场覆盖的儿童人数远远大于第一终端和第二终端。根据《中国年鉴》，2007 年我国农村儿童人口 1.41 亿，城市儿童人口 0.95 亿，农村儿童人口是城市儿童人口的 1.49 倍；二是由于儿童患病多为发热、咳嗽和腹泻等常见病，因而在农村城镇化进程中，城市社区医疗机构承担了大部分儿童病患的医疗职责。因此，我国第三终端儿童用药市场蕴含着远大于第一、第二终端的市场空间。

图 5：城乡儿童分布情况

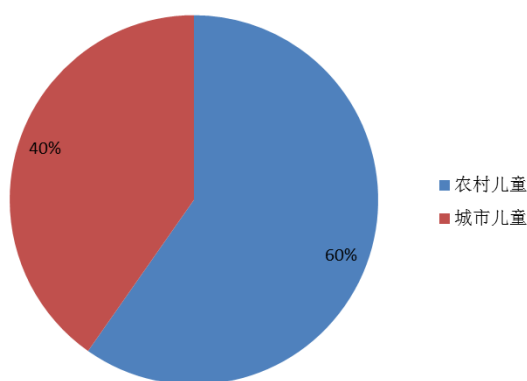
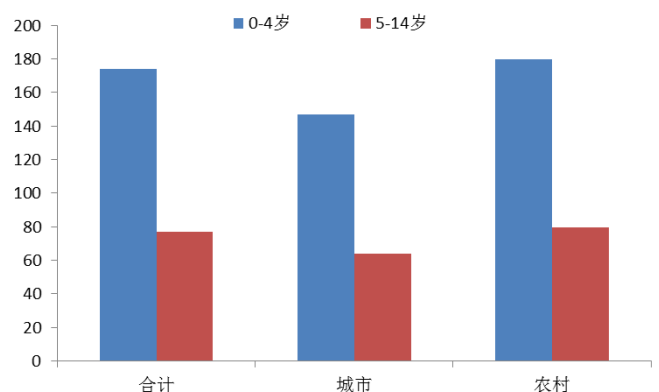


图 6：城乡儿童两周患病率情况（%）



资料来源：中国年鉴；万联证券研究所

2 稳应变局，二线品种逐步崛起

尼美舒利颗粒修改说明书后,公司是否能找到类似于瑞芝清之类的支柱产品是公司业绩复苏的关键。公司在11年开始就重点打造小儿腹泻药度来林、儿童感冒发烧系列产品金立爽等产品,独家买断康恩贝的小儿布洛芬颗粒(小瑞芝清),以上二线品种有望取代尼美舒利颗粒成为公司的盈利品种。在成人药物领域,公司虽有较多批文但缺乏重磅品种,11年9月公司利用超募资金受让海南国瑞堂制药的抗生素1类新药“注射用头孢他啶他唑巴坦钠(3:1)”,同时真伏(伊曲康唑)的市场前景也极为看好。

2.1 布洛芬颗粒(小瑞芝清) 弥补瑞芝清空缺

解热镇痛药是儿童第一大类用药,近年来我国解热镇痛药(限药品说明书中标明儿童用法用量的药品)市场规模逐年增加,销售额由2004年的16.69亿元增加到2009年的30.55亿元,年均增速12.85%,据南方医药经济研究所预计到2015年,市场规模有望达到59亿元。

儿童解热镇痛药类药品按主要成分可以布洛芬、尼美舒利和对乙酰氨基酚系列,在尼美舒利被禁用于12岁以下儿童之前,三种药品系列产品的销售金额基本相当。在尼美舒利颗粒(瑞芝清)修改说明书后,公司一方面通过与康恩贝的合作代理销售布洛芬颗粒,另一方面通过收购河北天合获得自有布洛芬颗粒生产批文及生产线。

图 7: 儿童解热镇痛药市场规模

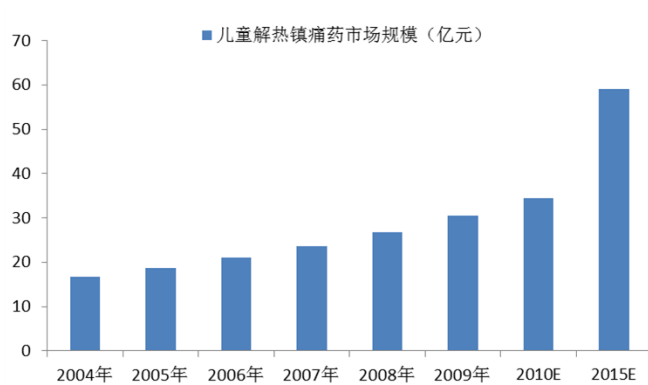
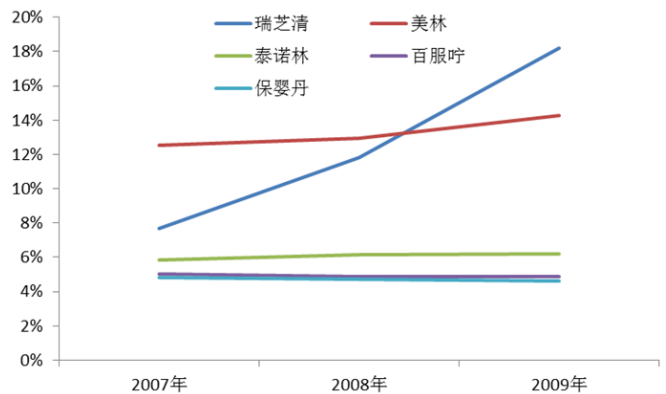


图 8: 2009 年儿童解热镇痛药前五名产品市场占有率



资料来源: 中国年鉴; 万联证券研究所

2.2 重点打造度来林, 进军第三终端 OTC 市场

度来林牌鞣酸蛋白酵母散是2011年以来将重点推出的产品,主要用于治疗儿童非感染性腹泻。鞣酸蛋白酵母散的主要成分为鞣酸蛋白、干酵母及葡萄糖,鞣酸蛋白起收敛止泻作用,干酵母对消化不良具有辅助治疗作用。鞣酸蛋白酵母散是非常成熟的产品,安全性高。我们认为度来林的推出对于康芝药业

有着双重意义：

一是进军儿童腹泻领域，为公司带来新的利润增长点。腹泻是仅次于呼吸道疾病的全球第二大疾病，据统计，我国每年腹泻的患病率达到8.36亿次，其中儿童患者达到2.93亿次，占儿科住院总数的20%，死亡率高达1%，腹泻导致儿童营养不良、维生素缺乏、贫血、身体抵抗力降低及体内电解质紊乱等，这些危害已逐渐引起医学界的重视。儿童腹泻的患病率要高于小儿高烧，尤其是农村儿童由于卫生条件差患病率更高，因此，度来林的未来市场空间要大于之前的瑞芝清。

儿童腹泻主要分为感染性腹泻和非感染性腹泻，其中非感染腹泻占到儿童腹泻的90%以上。非感染性儿童腹泻的治疗药物一般分为微生态、中药、止泻药物，度来林属于止泻类药物，竞争对手主要是思密达（主要成分为蒙脱石）。度来林与思密达一样不参与血液循环，安全性高，相比于思密达来说度来林的优势在于成分含有干酵母，患者毋须另外服用酵母片。我们认为度来林在止泻的细分市场上竞争压力较小，在公司的推广下未来有望成为过亿的品种，成为公司新的业绩增长点。

表 1：治疗儿童腹泻的主要药物

分类	药品名称	成分	适应症	药理作用
止泻药	鞣酸蛋白酵母散	鞣酸蛋白、干酵母、葡萄糖	用于肠炎或消化不良引起的腹泻	止泻、助消化
	思密达、好娃娃	蒙脱石	成人及儿童急、慢性腹泻	止泻
中药	丁桂儿脐贴	丁香、肉桂、荜茇	适用于小儿泄泻，腹痛的辅助治疗	止泻、镇痛
微生态药物	妈咪爱	活菌冻干粉	肠道菌群失调引起的腹泻、便秘、胀气、消化不良	补充正常生理菌丛，抑制致病菌

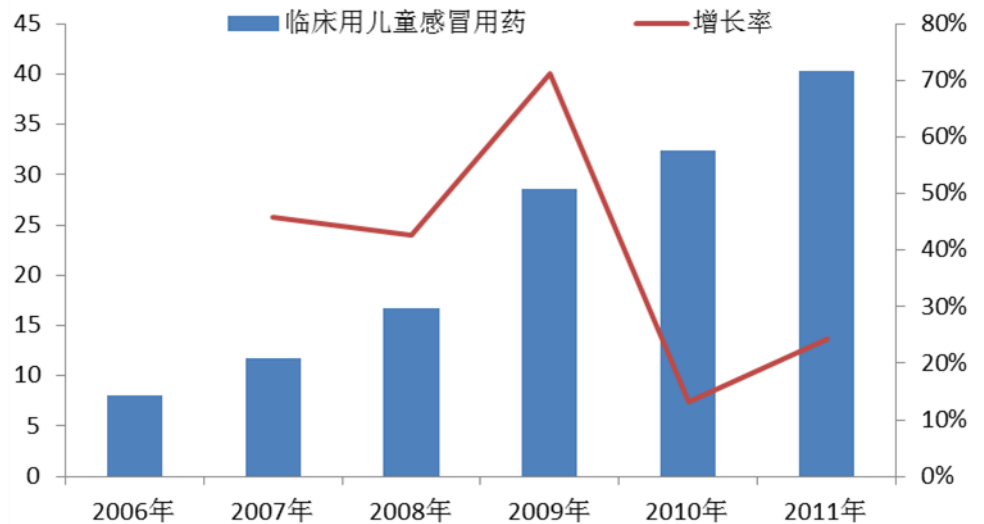
数据来源：万联证券研究所

二是有利于公司进一步开拓第三终端 OTC 市场，强化公司第三终端优势：公司计划用度来林打开第三终端 OTC 市场。瑞芝清主要针对的是第三终端的医院市场，而度来林则针对的是第三终端的 OTC 市场，与公司原有渠道不同。度来林的推进过程实际上也是公司开发第三终端 OTC 市场的过程。第三终端 OTC 市场对公司有着举足轻重的意义，一旦成功打开，后续 OTC 产品小儿止泻散、乳酸菌素颗粒、止咳橘红颗粒等都将进一步放量，有利于公司长远的业绩增长。

2.3 小儿感冒领域，重点推出氨金黄敏

我国儿童感冒类药品的市场规模也在逐年的扩大，临床用儿童感冒用药的市场规模由2006年的8.03亿元增长到2011年的40.3亿元，复合增长率保持在38%。

图 9：我国临床用儿童感冒药市场规模



数据来源：南方所；万联证券研究所

氨金黄敏颗粒属于儿童感冒类药品中的第三代产品，与前两代产品氨金黄那敏和氨酚烷胺相比，氨金黄敏具有不含咖啡因且药效更快的特点。目前，国内共有 7 家企业拥有氨金黄敏颗粒的药号，其中只有两家企业有产品推向市场。随着氨金黄敏起效快、副作用小的特点被患者和医生认知，未来氨金黄敏颗粒将有望成为儿童感冒类的主流产品之一。公司氨金黄敏颗粒（金立爽）前期属买断经营，在收购沈阳延风后，公司即获得生产批文。

2.4 成人药领域亦有重磅品种

在成人药物领域，公司虽有较多批文但缺乏重磅品种，11年9月公司利用超募资金受让海南国瑞堂制药的抗生素1类新药“注射用头孢他啶他唑巴坦钠（3：1）”，同时真伏（伊曲康唑）的市场前景也极为看好。

图 10：注射用头孢他啶他唑巴坦钠（3:1）

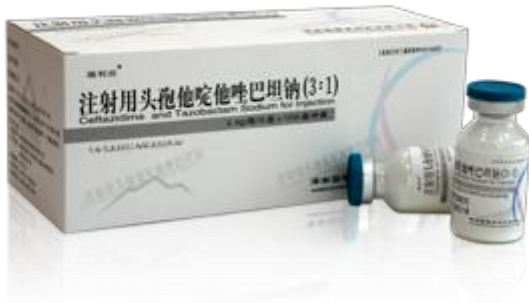


图 11：伊曲康唑分散片（真伏）



资料来源：中国年鉴；万联证券研究所

注射用头孢他啶他唑巴坦钠（3:1）：公司9月份以超募资金受让海南国瑞堂制药的抗生素1类新药“注射用头孢他啶他唑巴坦钠（3：1）”，该产品主要成分为头孢他啶和他唑巴坦钠组成的复方制剂，应用于对本品敏感菌引起的各种危重感染，也常用于多重耐药而对本品敏感的肠道杆菌属、绿脓杆菌以及其它假单胞球菌感染，由于成人用药占到整个药品市场的75%，公司将借此进军成人药物市场。在营销上公司虽然以儿童药渠道为主，但公司原有十几人的营销团队负责医院市场的开拓，在医院市场上有了一定的经验。预计今年下半年完成生产批件的转让手续，13年实现销售收入。

伊曲康唑分散片（真伏）：适用于治疗以下疾病：1. 妇科：外阴阴道念珠菌病。2. 皮肤科/眼科：花斑癣、皮肤真菌病、真菌性角膜炎和口腔念珠菌病。3. 由皮肤癣菌和/或酵母菌引起的甲真菌病。4. 系统性真菌感染：系统性曲霉病及念珠菌病、隐球菌病(包括隐球菌性脑膜炎)，组织胞浆菌病、孢子丝菌病、巴西副球孢子菌病、芽生菌病和其它各种少见的系统性或热带真菌病。该产品是公司看好的临床品种之一，今年目标完成4000万左右收入规模。

3 中报业绩看，复苏曙光已现

3.1 营收规模已经恢复，净利润跌幅收窄

公司定位儿童市场，依靠第三终端的渠道优势，2007-2010年的营业收入的复合增长率为48%，归属母公司净利润复合增长率为60%。2011年5月，国家食品药品监督管理局下发通知，尼美舒利口服制剂禁止用于12岁以下儿童，公司主业遭受重创。2011年公司营业收入较去年同期减少2.45%；归属于上

市公司股东的净利润减少97.98%。

2012年上半年,公司实现营业收入18,859.60 万元,比去年同期增加39.91%,营业收入规模的增加主要原因是瑞芝清替代产品销售规模的增加以及新兼并企业沈阳康芝药业、北京顺鑫祥云药业、河北天合的并表有关;利润总额为669.92 万元,比去年同期下降 75.38%;归属于上市公司股东的净利润为549.45 万元,比去年同期下降75.17%,但净利润较11年三、四季度环比仍有较大幅度的增长,呈现向上发展的趋势。

图 12: 2007 年以来营业收入情况

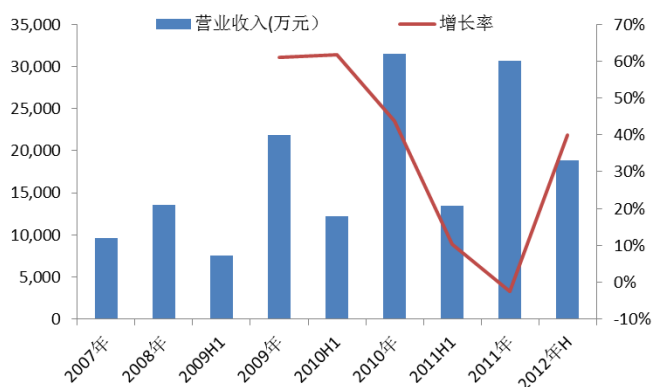
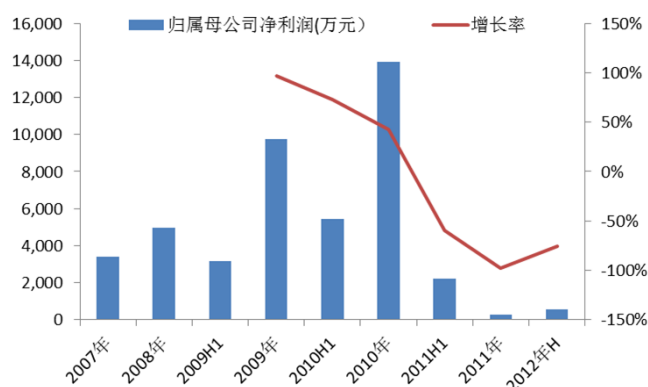


图 13: 2007 年以来归属母公司净利润情况



资料来源: 公司公告; 万联证券研究所

分产品来看,儿童药分别占到2011年营业收入和营业利润的58%和84%,是公司收入和利润的主要来源。

图 14: 公司 11 年营业收入构成

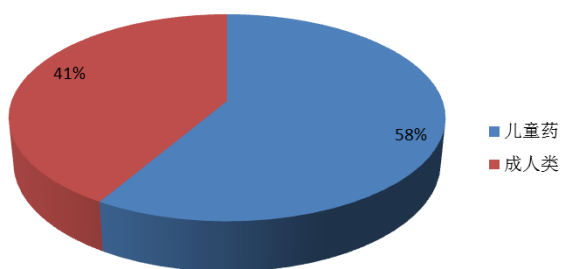
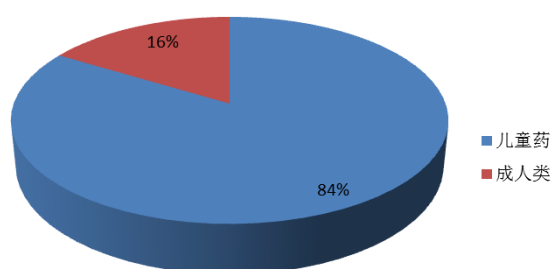


图 15: 公司 11 年营业利润构成



资料来源: 公司公告; 万联证券研究所

3.2 折旧增加与广告费用增加拖累净利润恢复

公司净利润恢复的幅度要落后于营业收入增速,除了盈利能力强的瑞芝清销售较去年同期下滑以外,募投项目海南省儿童药生产基地建成以及新并购三家企业使公司固定资产大幅增加,11年和12年上半年的折旧远远大于去年同期水平。我们也看到,公司在建工程转固定资产的高峰期已经过去,预计13年公司折旧将于12年持平。

图 16: 公司固定资产和在建工程数额

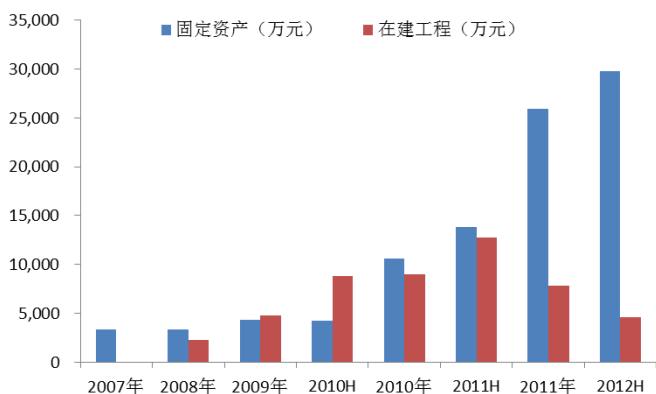
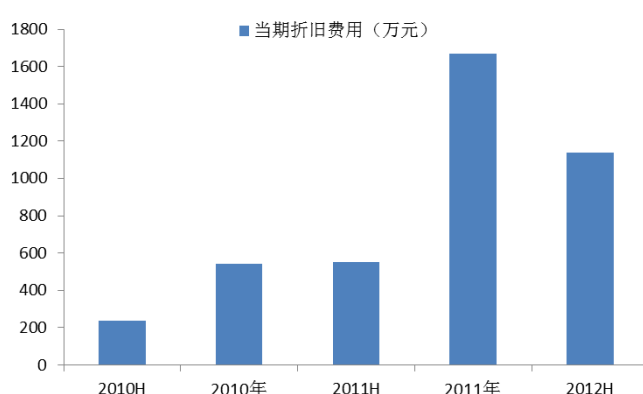


图 17: 公司 10 年至今折旧数额



资料来源: 公司公告; 万联证券研究所

为了弥补瑞芝清的损失, 11-12年为推广度来林、氨金黄敏等新产品, 聘请了范冰冰、田亮等大牌明星推广新产品, 广告费用大幅增加, 公司销售费用也较去年同期大幅增加。随着以上新产品销售推广期结束, 预计13年广告费用要小于12年。

图 18: 公司历年药品广告费用

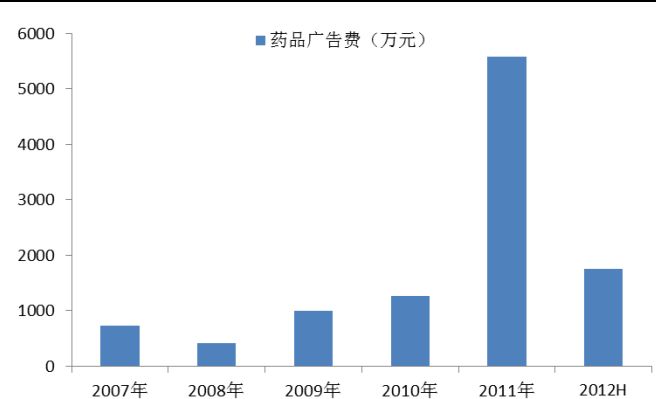
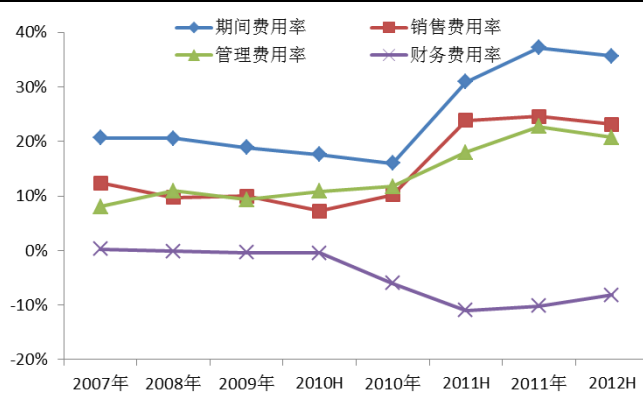


图 19: 公司三项费用情况



资料来源: 中国年鉴; 万联证券研究所

公司经营性活动现金流今年以来逐季改善,一季度和中期公司经营活动现金流分别达到了1116和3152万元,与去年全年经营活动现金流为负相比大幅改善,显示公司今年以来回款较快。另外,尼美舒利修改说明书后,公司加大了瑞芝清在成人解热镇痛领域的推广,上半年实现销售4693万元,已恢复到

去年全年的76%。

图 20: 公司 08 年至今经营活动现金流

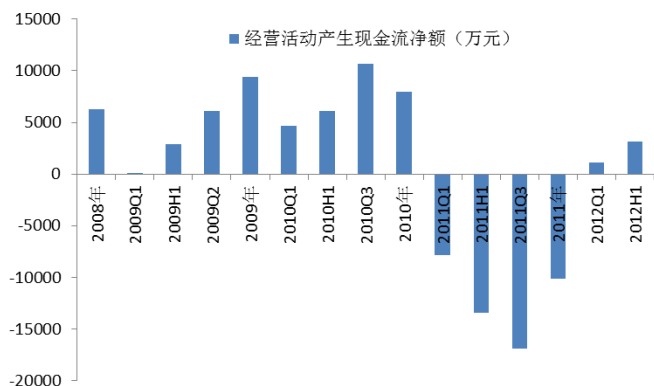
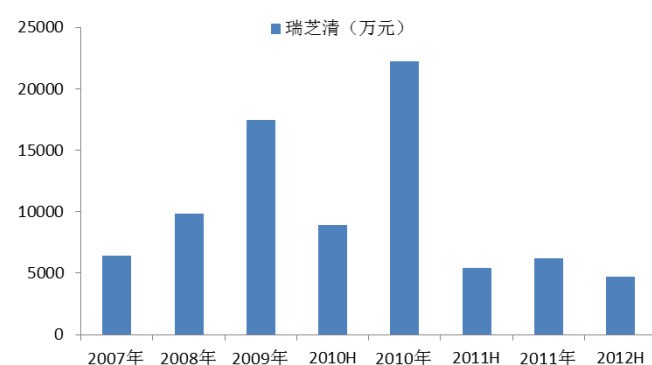


图 21: 瑞芝清历年销售情况



数据来源: 公司公告; 万联证券研究所

4 经营大环境看, 专业儿童药企迎发展良机

4.1 国内儿童数量庞大, 将迎新一轮婴儿潮

我国通常将0-14岁年龄段人口定义为儿童, 儿童人口数量庞大, 2011年14岁以下的人口数量为2.2亿人。虽然1986年以来, 生育率持续下降, 但每年的新出生人口仍稳定在1600万左右。我国第三次婴儿潮发生在1980-1990年, 国家统计局显示, 国内生育高峰处在20-29岁, 因此今后5年, 第三次婴儿潮人群将步入生育阶段, 我国将迎来第四次婴儿潮, 每年新生儿的数量有望提升到1900万。

图 22: 国内新出生人口数量及出生率

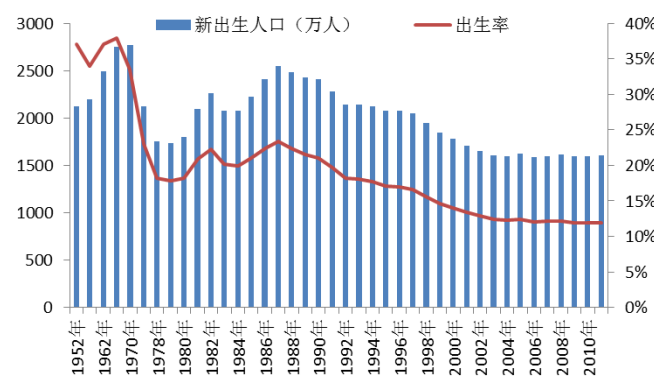
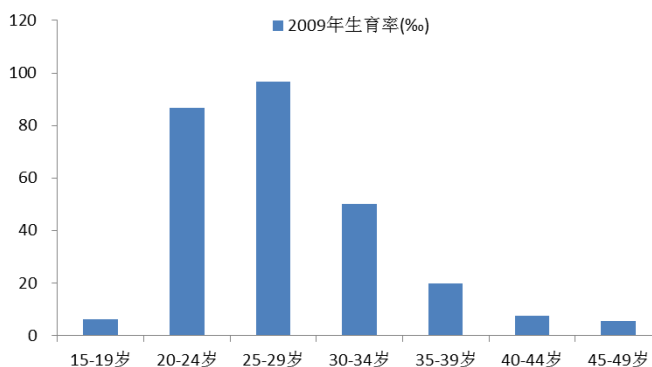


图 23: 2009 年各年龄段女性生育率



资料来源: 公司公告; 万联证券研究所

4.2 患病率提升，儿童药市场容量提升

虽然过去儿童数量基本保持平稳,但是由于环境污染、食品安全等各种不良因素影响,儿童两周患病率在五年内有较大幅度的上升,同时随着我国人民生活水平的提高,以及对儿童身体健康关注程度的提升,儿童两周就诊率亦相应地增长。因此,我国儿童用药需求并没有因为人口减少而减少,儿童药品消费市场的发展空间巨大。

年龄组	两周患病率		两周就诊率	
	2008 年	2003 年	2008 年	2003 年
0-4 岁	17.4%	13.3%	24.8%	20.2%
5-14 岁	7.7%	7.2%	910.0%	7.7%

数据来源: 卫生部; 万联证券研究所

根据南方医药经济研究所医院和零售市场用药分析,儿童患者群体中,呼吸系统疾病的比例为73.96%,是最常见的儿童疾病,排在其后的为消化系统疾病。与之相对应,在常规治疗类儿童用药品种中,抗感染用药、小儿解热镇痛类、感冒类、小儿止咳化痰类和小儿消食定惊类是最主要的5类应用类别。

图 24: 0-4 岁儿童患病率分布情况

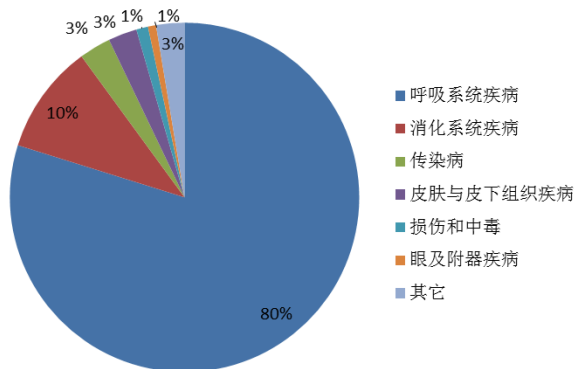
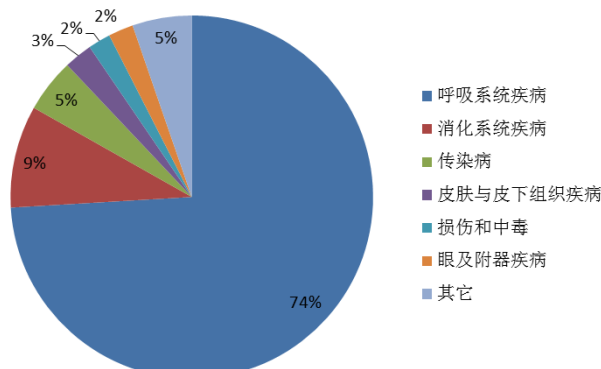


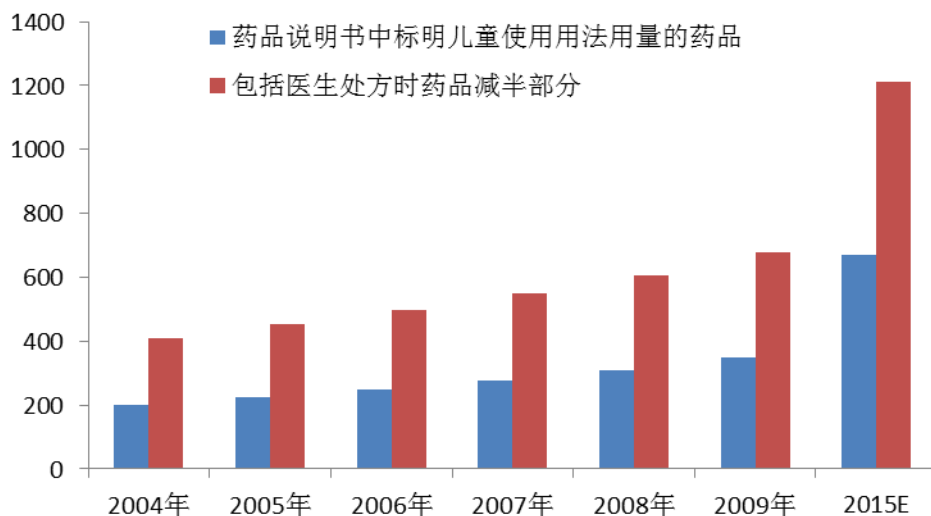
图 25: 5-14 岁儿童患病率分布情况



资料来源: 南方所; 万联证券研究所

长期以来,我国对儿童药重视程度不够,专门针对儿童的剂型缺乏,医生在处方时用成人剂型对儿童减半使用,因此儿童用药包括药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品以及医生处方时减半部分。随着近几年儿童患病率及就诊率的提高,儿童药销售额持续了较快增长趋势。04-09年儿童药(药品说明书中标明儿童使用量的药品)保持了年均11.64%的增长额,预计到2015年将达到669亿;如果包括医生处方时药品减半给儿童使用的部分,预计到2015年,儿童药市场规模有望达到1213亿元。

图 26：我国儿童药的市场容量



数据来源：南方所；万联证券研究所

4.3 儿童药企竞争两级分化，国内知名品牌初步形成

儿童药企业的竞争呈现明显的两级分化：在常见儿童疾病治疗药品市场中，如感冒药、解热镇痛药、抗生素等儿童常用治疗药市场，生产企业较多、品牌份额较为分散，市场竞争比较激烈，形成了国产品牌药生产企业与合资、外资制药企业并分市场的竞争格局。而在一些儿童特殊的非常规疾病治疗药品中，如儿童哮喘药、儿童抗过敏药等，对制药企业的研发和资金实力要求较高，形成了寡头垄断式的竞争格局，研究和资金实力雄厚的合资和外资企业在竞争中占据优势。

过去，我国的儿童用药市场几乎是国外品牌一统天下，近年来我国一批专业的儿童用药企业快速崛起，自有儿童用药品牌开始快速崛起。

表 3：国内主要儿童药生产企业和品牌

企业名称	主要产品（品牌和通用名）	产品类别
哈药集团	护彤（小儿氨酚黄那敏颗粒）	感冒类
	葡萄糖酸钙、葡萄糖酸锌口服液	营养类
石药集团	果维康维生素 C 含片	营养类
广州医药集团	小儿咳喘灵冲剂	止咳化痰类
	小儿七星茶颗粒、保儿安颗粒	消食定惊类
	阿莫西林克拉维酸钾干混悬液	抗生素类
江中药业	小儿健胃消食片	消食定惊类
济民可信集团	婴儿健脾颗粒	消食定惊类

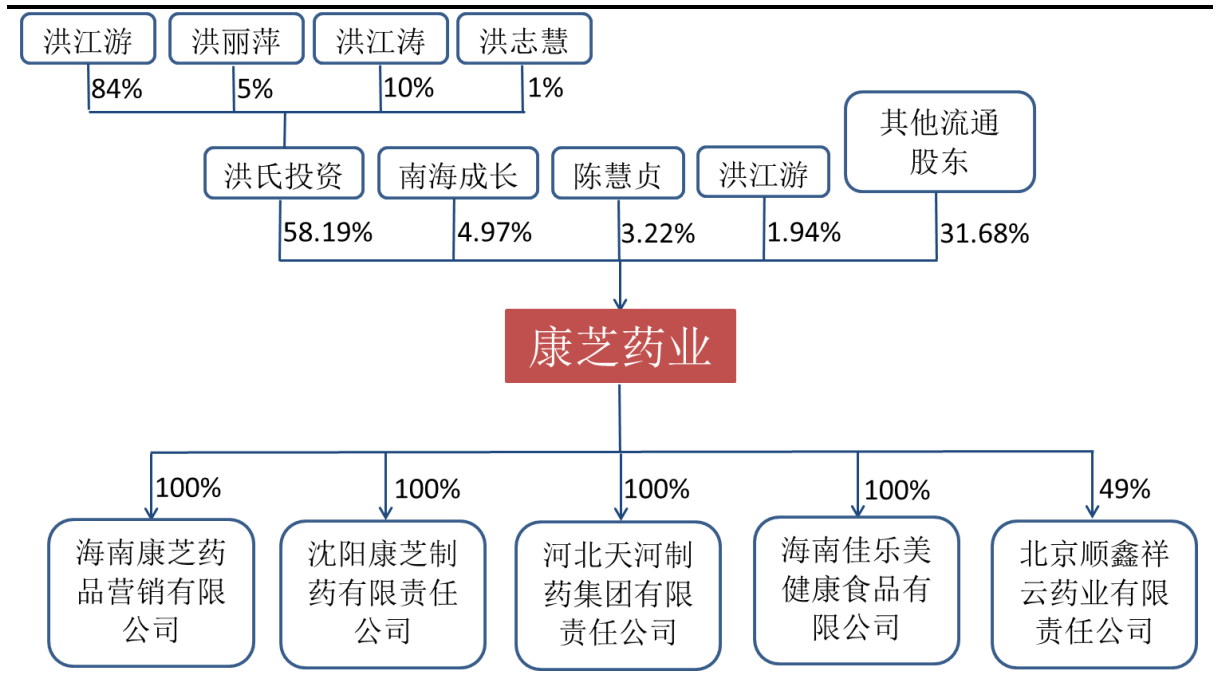
	小儿四维葡钙颗粒	营养类
	小儿热可口服液	止咳化痰类
辉瑞制药	希舒美(阿奇霉素颗粒)	抗生素类
	健豪宁	生长激素类
施贵宝制药	百服宁	解热镇痛类
	时美百服宁、祺尔百服宁	感冒类
仁和药业	优卡丹	感冒类
	小儿康颗粒	消食定惊类
济川制药	小儿豉翘清热颗粒	感冒类
	抒罗康	抗生素类
先声药业	再林、安奇、再克	抗生素类
北京韩美药品	妈咪爱	消食定惊类
	易坦静	止咳化痰类
	纳尔平	感冒类
太阳石药业	好娃娃	感冒类
	好娃娃健儿消食口服液	消食定惊类
强生制药	泰诺、艾畅伪麻美沙芬滴剂	感冒类
	美林、泰诺林	解热镇痛类
康芝药业	瑞芝清、度来林、金立爽等	六大类

数据来源：公司招股书；万联证券研究所

5 股权结构明晰，激励到位

康芝药业的前身为海南中瑞康制药股份有限公司，2007年12月整体变更为海南康芝药业股份有限公司，2010年5月创业板上市。董事长兼总裁洪江游先生通过洪氏投资或直接持有的方式合计持有公司50.82%的股权，是公司的实际控制人。

图 27：公司股权结构情况



数据来源：公司公告

公司原计划于11年推出股权激励，但由于当年业绩大幅下滑，已不符合证监会股权激励条件，当年暂缓股权激励计划。公司计划未来在根据业绩恢复的情况，适时推出股权激励计划。股权激励将增加管理层持股，有利于公司长远的发展。

6 盈利预测与估值：

关键假设

(1) 随着尼美舒利在成人解热镇痛领域的推广，瑞芝清12年全年销售收入恢复至10年的60%，实现销售收入1亿元，13年在12年的基础上小幅增长5%。

(2) 借助第三终端渠道，二线儿童药品种在经过近两年的推广下逐步放量。预计12年金立爽销售6000万，度来林9000万，布洛芬颗粒（小瑞芝清）销售4000万元。河北天合布洛芬颗粒GMP认证今年下半年通过，明年自产布洛芬颗粒实现销售。

(3) 成人药伊曲康唑12年实现收入4000万元，注射用头孢他啶他唑巴坦钠（3：1）预计12年底完成转让手续于13年实现销售收入1500万元。

(4) 预计12年销售费用率为23.9%，随着度来林及氨金黄敏等产品的推广期结束，预计13年销售费用率降为18%。12-13年管理费用率保持在21%。

根据以上条件，我们预计公司 12-13 年的每股收益分别为 0.19 元、0.37 元，对应市盈率分别为 65 倍、34 倍，公司市净率为 1.33，当前股价已经具备一定的安全边际，对于一个有着强势第三终端的公司来说，未来走出低谷业绩拐点向上是大概率事件，给予公司“买入”评级。

7 风险提示

- (1) 河北天合车间 GMP 认证低于预期的风险。
- (2) 公司业绩恢复，媒体负面报道的风险。
- (3) 度来林、氨金黄敏等二线品种销售低于预期的风险。

利润表(单位:百万元,元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	219	314	307	496	636
营业成本	(60)	(99)	(185)	(271)	(321)
营业税金及附加	(2)	(3)	(2)	(5)	(6)
销货成本	(62)	(101)	(188)	(300)	(354)
营业毛利	157	213	119	268	350
销售费用	(22)	(32)	(75)	(107)	(108)
管理费用(不含无形资产摊销)	(18)	(34)	(70)	(107)	(134)
管理费用(不含无形资产摊销)/营业收入	8.3%	11.0%	22.7%	21.0%	21.0%
EBITDA	119	149	(23)	50	102
EBITDA/销售收入	54.5%	47.3%	-7.4%	9.8%	16.0%
折旧	(5)	(5)	(6)	(24)	(27)
摊销	(2)	(3)	(0)	(7)	(7)
EBIT	112	141	(29)	19	68
利息费用				(2)	(2)
利息收入				22	23
财务费用	1	19	31	20	21
其它业务利润	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	(1)	0	0
对外投资收益	1	1	1	2	2
汇兑(损)益等	0	0	0	0	0
补贴收入	0	0	0	0	0
营业外收支	2	6	4	12	12
其他业务收入(支出)小计	2	7	5	14	14
非经常性损益	3	7	4	14	14
税前利润	116	166	6	54	103
所得税	(18)	(27)	(2)	(9)	(17)
少数股东损益	0	0	(1)	(7)	(13)
税后利润	98	139.32	2.82	38.40	73.59
发行在外股份数量(百万股)	75	100	200	200	200
EPS	1.30	1.39	0.01	0.19	0.37

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：李守峰

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831