

研究所

证券分析师：马金良 S0350510120001

联系人：邓周宇 S0350112040029

0755-23936039 dengzy@ghzq.com.cn

强渠道搭载日益增多的品种，保持持续增长

——康芝药业深度报告

投资要点：

- **渠道是核心竞争力，不因外界的打压而削弱** 康芝的核心竞争力为深入到第三终端中能够排挤竞争对手的渠道壁垒，并牢牢绑定经销商，这是我们看好公司的核心原因，这个核心竞争力不因尼美舒利事件打击而削弱，不因品种的改变而改变，这是公司长久发展的根基。
- **第三终端的特点使得能深入基层的品牌药品成为稀缺资源** 点多面广，单位终端销售金额小造成第三终端的推广难度大，大的品牌企业不愿进入第三终端，使得基层经销商只能拿到杂牌药品；在传统的多层代理模式下，基层经销商获得的利润空间很小，并且很少获得来自品牌企业的销售支持；因此能够深入到基层，并给与销售支持和利润空间的品种对基层经销商而言极为稀缺。
- **康芝拥有这样的稀缺属性：知名品牌+深入基层+给予渠道足够的利润空间+给予经销商强力销售支持** 公司采用扁平化的代理模式，并与经销商进行绑定，和经销商一起做终端推广，从而大大提高经销商的利润空间。经销商对康芝的需求度大于康芝对于单个经销商的需求度，小经销商不执行康芝销售政策带来的惩罚（丧失康芝的代理权）远大于好处（窜货的收益），因此代理商必须依附于康芝而生存，康芝因此获得强渠道控制力。
- **品种：尼美舒利成功具备必然性，日益增多的品种嫁接到强势渠道将获得持续增长** 尼美舒利作为成熟的普药品种，在修改适应症以前占据小儿解热镇痛领域的第一位，在 SFDA 限制尼美舒利使用之后 1 年的时间就呈现恢复增长的状态。我们认为尼美舒利的成功在于 2 点：1.长达 10 年的第三终端销售渠道的积累；2.公司在儿科领域的长期耕耘打开瑞芝清的品牌知名度。而这两点使得尼美舒利的成功具备必然性和强大的复制性。未来随着越来越多的产品（氨金黄敏颗粒，布洛芬，度来林）嫁接到强的渠道通路中，公司的增长具备持续性。
- **第三终端儿童药市场前景广阔，公司有望受益行业景气度** 2010 年我国专科儿童用药规模超过 360 亿，年均复合增速超过 11%，市场空间大，增速稳定。而第三终端用药量在新农合的带动下快速增长，近 3 年第三终端药品年均复合增速达到 29%，远高于而同期样本医院用药年均复合增速（20%左右）。作为我国专科儿童药生产的龙头企业，康芝将充分享受未来儿童药市场的稳定增长以及第三终端市场的迅速增长，保障公司未来持续快速成长。
- **业绩恢复明显，给予“买入”评级** 预计 2012-2014 年公司实现净利润 2700 万，9400 万，1.47 亿，实现 EPS0.13 元，0.47 元，0.73 元，对应 PE 89 倍，25 倍，16 倍。公司主营业务恢复迹象明显，我们认为公司凭借在第三终端的强势渠道，以及日益增多的品种，将在 2-3 年内恢复至 2010 年的水平，并获得长期持续快速增长，给予 2013 年 30 倍 PE（14.06 元）估值的目标价，给予“买入”评级。

目 录

1、渠道-骨架：渠道为核心竞争力，不因外界打击而削弱	3
1.1、第三终端特点：点多面广，单位销售额小，推广难度大	3
1.2、渠道特点使得深入基层的品牌药品成为稀缺资源	4
1.3、康芝的办法：缩短代理层级，并绑定经销商	5
1.4、结果：经销商依附于康芝生存，渠道控制力强	6
2、品种-血肉：尼美舒利成功具备必然性，日益增多的品种嫁接到强势渠道将获得持续增长	7
2.1、案例：尼美舒利的成功具备必然性和复制性	7
2.2、产品体系：合适的品种嫁接到强势渠道，做大瑞芝清的品牌	8
3、市场：第三终端儿童药市场前景广阔	11
3.1、儿童药市场稳定增长	11
3.2、新农合背景下，第三终端增长强劲	11
4、盈利预测	13
4.1、假设前提	13
4.2、2012-2014 年盈利预测	14
5、估值	15
5.1、绝对价值评估 18.93 元	15
5.2、相对估值评估 17.01 元	16
6、风险提示	17

1、渠道-骨架：渠道为核心竞争力，不因外界打击而削弱

康芝的核心竞争力为深入到第三终端中能够排挤竞争对手的渠道壁垒，并牢牢绑定经销商，这是我们看好公司的核心原因，这个核心竞争力不因尼美舒利事件打击而削弱，不因品种的改变而改变，这是公司长久发展的根基。

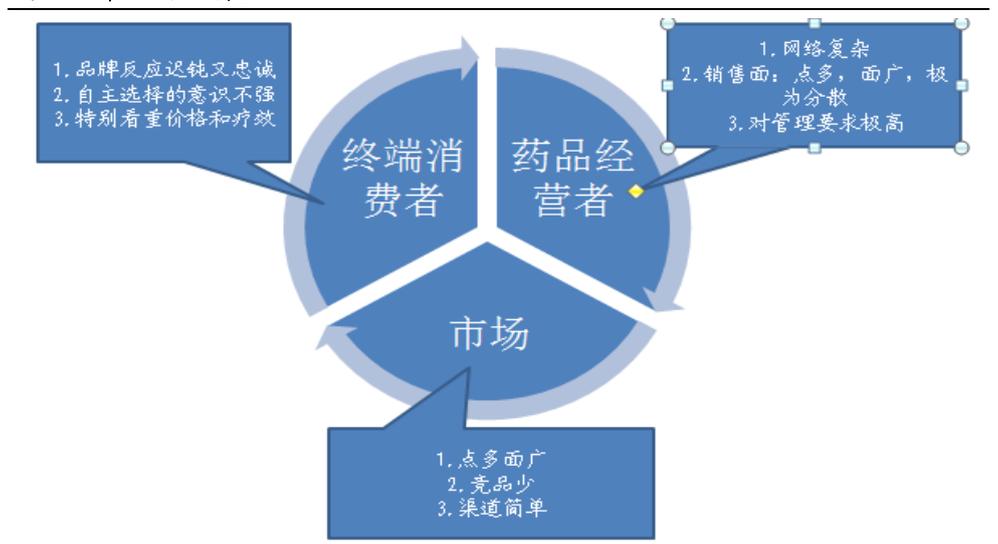
1.1、第三终端特点：点多面广，单位销售额小，推广难度大

终端消费者的特点：1.对品牌反应较迟钝，但对品牌的忠诚度较高；2.自主选择的意识不强，医师和店员的推荐是影响其购买行为的重要因素；3.特别看重疗效和价格。

市场特点：1.终端分布极为分散，点多面广，单位销售金额小。如此环境特征造成运作效率低，构建第三终端通路需要耗费大量的时间和精力，不是砸钱就能迅速做出来的，以此形成的渠道屏障能阻挡新进入者。2.竞争品种弱：渠道的分散决定了进入该市场的大型品牌制药企业少，多数是地区性的制药企业，造成竞争品种弱。3.终端的分散造成单品的市场集中度不高，若有某家企业能够推出知名的品牌，同时掌握足够多的销售终端，则能获得高的市占率。

药品经营者的特点：1.销售网络的分散造成配送成本高；2.网络的复杂性决定销售模式只能用代理模式；3.代理层级必须要少，这样才能给基层经销商足够的利润空间；4.由于代理层级的缩短，对大量分散代理商的管理难度增大。

图 1、第三终端特点



资料来源：国海证券研究所

1.2、渠道特点使得深入基层的品牌药品成为稀缺资源

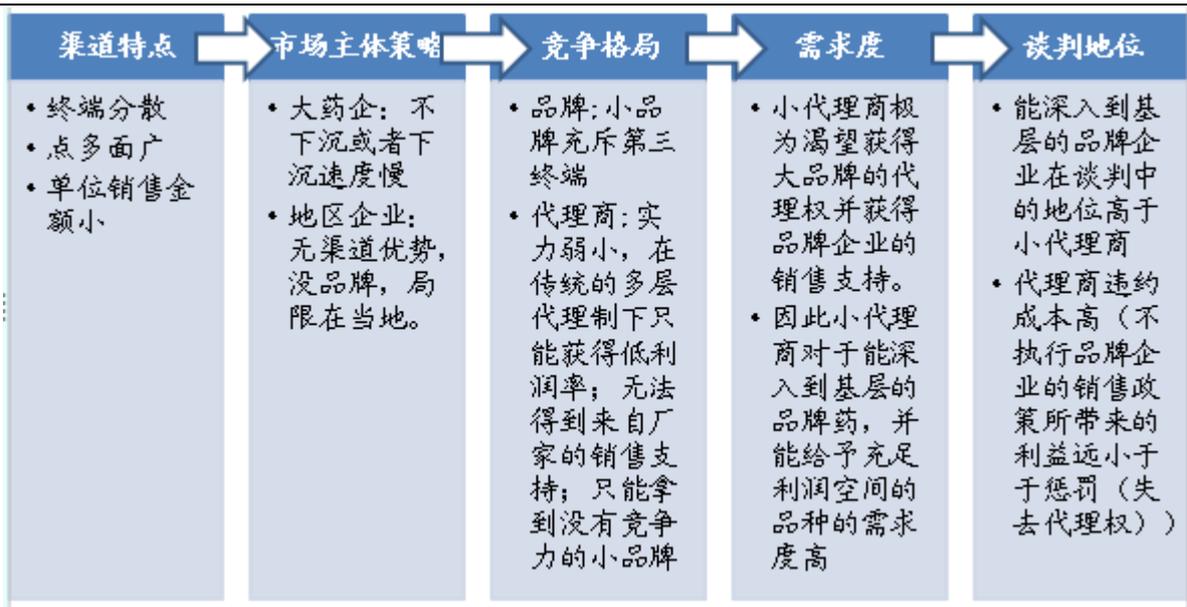
我们认为渠道特点决定市场主体的竞争策略，进而决定市场竞争格局，进而决定经销商的需求度（**极渴望品牌药品**），进而决定经销商和品牌制药企业之间的谈判地位。

渠道特点决定市场主体竞争策略。第三终端的渠道特点是点多面广，单位销售金额少，推广难度大，因此：**对大的品牌企业而言**，构建深入基层的销售队伍需要耗费大量的时间和精力，而第三终端能够贡献的销售增量又小于城市，所以大的品牌企业较少能够深入到基层市场中。**对于地区小品牌企业而言**，其自身实力决定无法构建广泛的渠道网络，因此限制了品牌影响力，故地区小品牌企业只能局限在当地进行推广。

市场主体的策略决定市场竞争格局，从而造成深入基层的品牌药品成为稀缺资源。大企业的不作为和小企业的无实力造成了基层代理商只能拿到杂牌品种。而基层代理商在传统金字塔的多层代理制下只能获得很低的利润空间，同时无法得到来自于制药企业的终端推广支持。因此能够深入到基层，并给与销售支持和利润空间的**品牌药品对经销商而言极为稀缺。**

深入基层的品牌企业在与经销商的谈判中处于强势地位。由于深入到基层地区并能给予充足利润空间的**品牌药品稀缺**，基层经销商依附于品牌企业所获得利益远大于代理其他品种所获得的收益，代理商自然的会重视这个品种的代理权，因此代理商的违约成本会非常高（不执行品牌企业销售政策的行为将得到失去代理权的后果），品牌企业在于经销商的谈判中处于强势地位，并能牢牢控制渠道。

图 2、第三终端的渠道特点使得深入基层的品牌药品成为稀缺资源



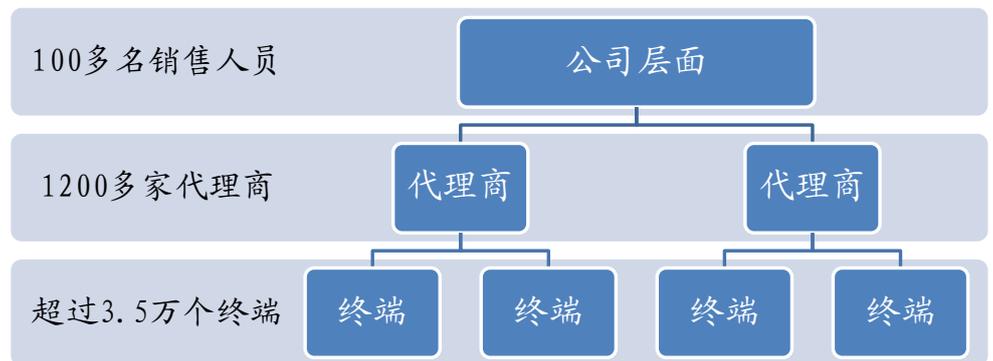
资料来源：国海证券研究所

1.3、康芝的办法：缩短代理层级，并绑定经销商

公司从 2002 年起开始涉足第三终端市场的营销，是行业内最早介入第三终端市场的专业厂商之一，并根据第三终端市场的特点对经销商的利益和职能重新进行了设计，使得康芝牢牢绑定经销商，获得显著优于竞争对手的渠道优势，并成为公司的核心竞争力。这种核心竞争力不因外界的打击而削弱，不因品种的改变而改变。

1 扁平化的代理销售，缩短代理层级。抛弃传统的金字塔式的多层代理制，公司不设总代理和省级代理，只设一级经销商，采取扁平化的销售架构。其优势在于：**1.经销商销售积极性高：**因为扁平模式下，基层经销商的利润空间大于多层代理制。**2.便于物流的跟踪，降低成本：**经销商根据当地销售终端的需求，直接向公司下订单并执行具体的药品销售和物流配送，既提高了药品配送的效率，又降低了公司的销售成本。**3.渠道控制力强，健康度高：**销售人员能精确的追踪到产品的销售流向，掌握准确的市场信息，避免多层代理制下，渠道存货和终端消化之间的差距。

图 3、康芝营销体系简图



资料来源：公司公告、国海证券研究所

2. 与经销商形成利益共同体，捆绑发展，小经销商充分获益。合作经销商均为规模不大、扎根当地的区域性经销商。公司采取了与之捆绑发展的合作模式。首先，公司制定了较高的批零价差，让利给经销商；其次，公司持续性地对各经销商提供技术和业务支持，使得中小经销商能够长期对终端客户提供专业服务和销售产品。与传统的代理模式相比，公司打破了传统代理商对市场资源的垄断，众多中小经销商能够绕过总代理商，从而获得较高的利润空间和长期的发展机会。

3. 精细化的全面管理。公司营销人员 100 人左右，包括市场推广人员，学术推广人员，督导。市场推广人员不进行终端销售，而是通过渠道信息采集、实地调研，发掘具有区域销售优势的区域代理商，并对其培训、管理、和考核，进而淘汰不合格代理商，奖励优秀代理商并发掘新的代理商。公司营销人员动态收

集及分析各地市场销售信息，不要求也不允许经销商积压过多的存货，对于经销商订货量的异动均要进行分析和审核；为了防止假冒产品的冲击和维护市场的有序，公司利用先进的 IT 技术来严密监控产品的流向，对市场上流通的公司每一袋药品，公司均能查出其代理经销商。

1.4、结果：经销商依附于康芝生存，渠道控制力强

我们在 1.2 节已经得到一个结论：基层小经销商如果拿到知名品牌的代理权，并获得较高的利润空间，并获得来自于品牌企业的销售支持，那么对其而言，其依附于品牌企业所获得的利益远大于代理其他品种所获得的利益，因此品牌企业对于经销渠道的控制力很很强。而康芝通过多年的市场培育，已经成为这样的品牌企业：**知名品牌+深入基层+给予渠道足够的利润空间+给予强力销售支持。**

由于小经销商的销售规模小，康芝的产品占其总销售额的比例高，而且小经销商从代理康芝的产品得到的利润远大于代理其他产品的利润，康芝的营销体系形成一个结果：**经销商对康芝的需求度大于康芝对于单个经销商的需求度，小经销商不执行康芝销售政策带来的惩罚（丧失康芝的代理权）远大于好处（窜货的收益），因此代理商必须依附于康芝而生存，康芝获得强渠道控制力。**

经过近 10 年的市场培育，公司建立起超过 1200 家代理商和超过 3.5 万家终端的销售网络，区域辐射力处于市场最高的水平。并且依靠其创新的营销体系获得强渠道控制力。

2、品种-血肉：尼美舒利成功具备必然性，日益增多的品种嫁接到强势渠道将获得持续增长

公司专注于儿童用药，在 2011 年以前，公司收入和利润的绝大部分都是由尼美舒利所贡献。在尼美舒利遭受打击之后，公司被迫加快新产品的推进速度，通过兼并收购获得氨金黄敏颗粒和布洛芬的生产文号，并加快速度来林的市场推广速度。可以说，尼美舒利被打击成为公司加快产品集群建设的起点。

2.1、案例：尼美舒利的成功具备必然性和复制性

尼美舒利已经上市近 30 年，属于非甾体抗炎药，具备显著的抗炎，镇痛、解热作用，是属于极为成熟的品种，存在大量的临床验证。竞争层面上，尼美舒利的生产壁垒不高，生产厂家达到数十家，但是公司是国内尼美舒利最大的生产厂家，其瑞芝清的品牌已经等同于尼美舒利这个品种。在修改适应症之前，瑞芝清以超过 18% 的市占率占据儿童解热镇痛类市场第一的位置。

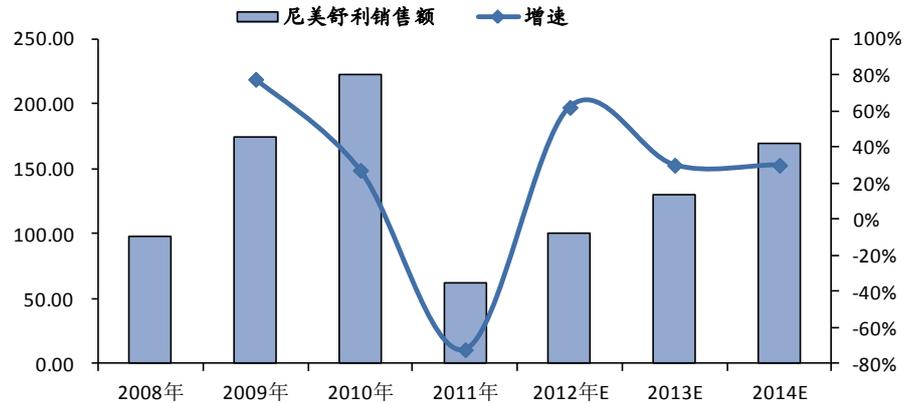
表 1、尼美舒利在修改适应症前的市场份额

排序	品牌	2009年		2008年		2007年	
		销售额 (亿元)	市场份额	销售额 (亿元)	市场份额	销售额 (亿元)	市场份额
1	瑞芝清	5.56	18.20%	3.16	11.80%	1.82	7.67%
2	美林	4.36	14.27%	3.47	12.96%	2.97	12.52%
3	泰诺林	1.9	6.22%	1.65	6.16%	1.38	5.82%
4	百服宁	1.49	4.88%	1.31	4.89%	1.19	5.02%
5	保婴丹	1.41	4.62%	1.26	4.71%	1.14	4.81%

资料来源：公司数据

2011 年尼美舒利被 SFDA 修改适应症之后，当年销售额下滑明显，但是仅仅 1 年之后，销售开始恢复增长，今年全年预计实现收入 1 亿元，这说明尼美舒利的成功具备必然性，这种必然性由核心竞争力所决定，不因外界打压而削弱。我们认为尼美舒利的成功基于 2 点：长达 10 年的第三终端销售渠道的积累；公司在儿科领域的长期耕耘打开瑞芝清的品牌知名度。而这两点使得尼美舒利的成功具备必然性和强大的复制性。未来随着越来越多的产品搭载到强的渠道通路中，公司的增长具备持续性。

图 4、尼美舒利在 2012 年强劲恢复



资料来源：公司数据、国海证券研究所

2.2、产品体系：合适的品种嫁接到强势渠道，做大瑞芝清的品牌

2.2.1、合适的品种：专注儿科，强化瑞芝清品牌

儿童药市场广阔：86% 的儿童患者所患疾病为呼吸系统和消化系统疾病，儿童日常用药可分为抗感染用药、小儿解热镇痛类、感冒类、小儿止咳化痰类、小儿消食定惊类和营养类等六大类常规用药。整个儿童解热镇痛的市场规模在 2010 年超过 35 亿，而其他儿童药市场规模在 2010 年约为 200 亿，增速维持在 10% 以上，市场前景广阔。

图 5、儿童解热镇痛药市场规模



资料来源：PDB、国海证券研究所

图 6、儿童药整体市场规模



资料来源：PDB、国海证券研究所

专注儿童药，强化渠道和品牌：公司专注于儿童药，在长期运作尼美舒利的过程中打造了瑞芝清的品牌，在第三终端的市场，消费者基本上形成瑞芝清等同于儿童感冒退烧用药的观念。在这样的背景下，公司后续的产品仍然会以儿科为主，从而形成儿童药产品集群。这样一方面能够现有的渠道资源，另一方面能反向促

进渠道和品牌的建设。

2.2.2、合适的品种：用成熟的常规用药嫁接到强势渠道

由于第三终端的特点，高壁垒的新药品种对康芝来说并不十分重要。相对的：疗效好，价格便宜，知名度高的常规用药最适合康芝的营销体系。尼美舒利正是这样的品种，而公司现在的产品体系和储备也都是围绕这样的思路来运作，儿童药产品集群已成雏形。

氨金黄敏颗粒，商品名金立爽。适用于各种感冒症状，包括普通、流行性和病毒性感冒。氨金黄敏颗粒的主要生产厂家包括四川百利，海南百信，黑龙江迪龙，哈药集团三精制药等。公司是独家买断海南百信的代理权，2009年金立爽销售额为583万元，2011年销售额超过4000万元，2012年随着公司自主生产的氨金黄敏颗粒上市，全年销售额将超过8000万元，在尼美舒利事件之后短短一年的时间，氨金黄敏颗粒就能放量增长，显示了公司渠道和品牌力量的强大。

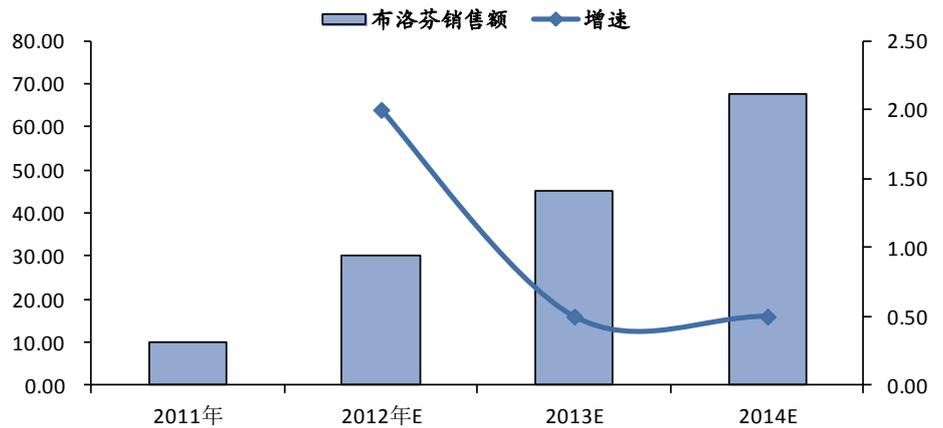
图 7、氨金黄敏颗粒销售额预测



资料来源：公司数据、国海证券研究所

布洛芬，商品名小瑞芝清。布洛芬是使用最为广泛的解热镇痛药，也是WHO和FDA唯一共同推荐的儿童退烧药。在尼美舒利事件之前，布洛芬，尼美舒利和对乙酰氨基酚是小儿解热镇痛领域占有率最高的三个品种。布洛芬的最主要生产厂家为强生。2011年公司买断代理康恩贝的布洛芬品种，同时收购河北邯郸天合制药，获得布洛芬的生产批文。2012年预计实现销售收入3000万元（代理康恩贝）。我们预计河北邯郸生产线在今年4季度能够投产，公司自产的布洛芬将在明年上市。由于布洛芬跟尼美舒利的适应症相同，公司引进布洛芬是能够完全填补尼美舒利适应症修改所带来的市场缺失，未来也是极有可能超过1亿的销售规模。

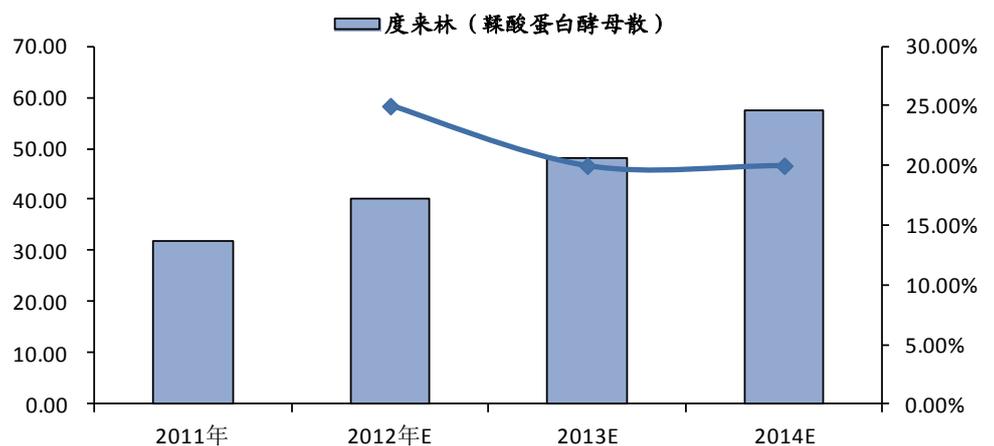
图 8、布洛芬销售额预测



资料来源：公司数据、国海证券研究所

鞣酸蛋白酵母散，商品名度来林：度来林是止泻类非处方药，主要用于儿童肠炎或者消化不良引起的腹泻。同类竞争产品包括妈咪爱和思密达。度来林的组分为鞣酸蛋白和酵母，主要作用为收敛；妈咪爱的组分为枯草杆菌、肠球菌二联活菌多维颗粒剂，主要作用为调节肠道菌群；思密达的组分为蒙脱石散剂，主要作用为收敛。我们认为度来林与这两类产品的适应症和作用机理并不重合，分属于不同的细分市场，不存在直接竞争关系。公司去年投放大量广告推广度来林，今年又加强终端的推广工作，预计度来林 2012 年实现销售收入 4000 万以上，未来有可能培育成过亿品种。

图 9、度来林销售额预测



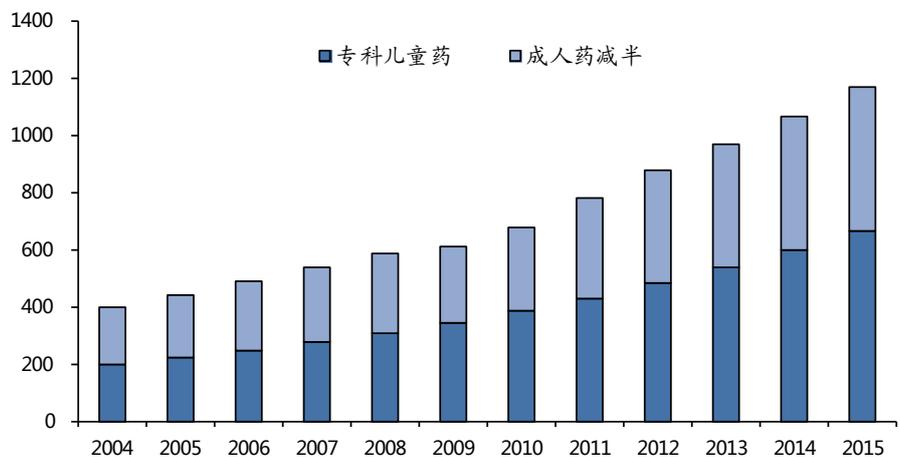
资料来源：公司数据、国海证券研究所

3、市场：第三终端儿童药市场前景广阔

3.1、儿童药市场稳定增长

在中国，广义的儿童药包括专科儿童药（药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）和将成人用药量减半的药品。2010年我国儿童药销售规模超过700亿元，其中专科儿童药销售超过360亿元。2004-2009年专科儿童药年均复合增长11%，预计2011-2015年将继续维持11%的年均增速，2015年销售规模达680亿元。其中专科儿童药的增速快于成人减半用药。

图 10、中国儿童药市场规模



资料来源：南方所、国海证券研究所

3.2、新农合背景下，第三终端增长强劲

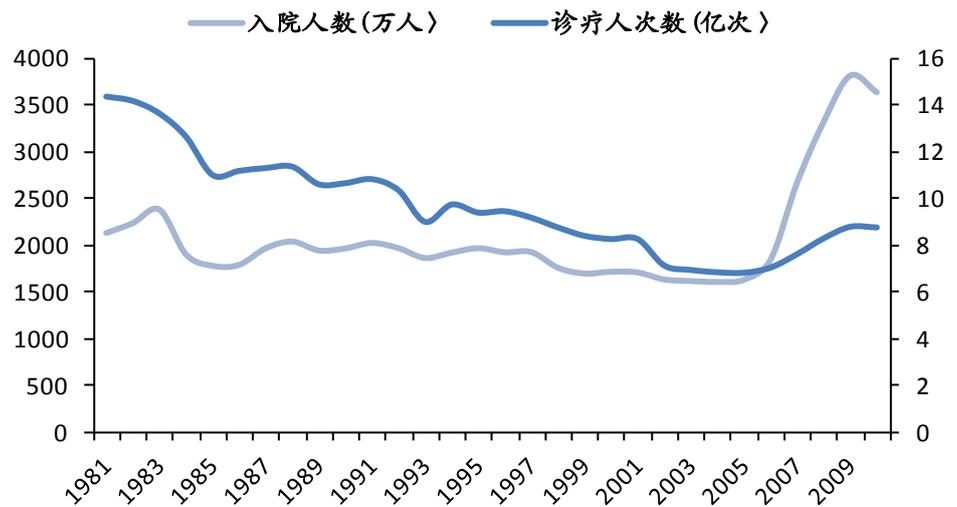
2005年开始，新农合参保率从76%增加到96%，人均筹资额从42元提高到156元，在新农合的带动下，基层医疗机构的诊疗量快速增长，从而推动基层地区的药品消费量快速增长。

表 2、新农合的覆盖率和人均筹资额快速增长

年份	开展新农合县(市、区)(个)	参加新农合人数(亿人)	参合率(%)	人均筹资(元)	当年基金支出(亿元)	补偿受益人次(亿人次)
2005	678	1.79	75.66	42.10	61.75	1.22
2006	1451	4.10	80.66	52.10	155.81	2.72
2007	2451	7.26	86.20	58.90	346.63	4.53
2008	2729	8.15	91.53	96.30	662.31	5.85
2009	2716	8.33	94.19	113.36	922.92	7.59
2010	2678.00	8.36	96.00	156.57	1187.84	10.87

资料来源：卫生统计年鉴、国海证券研究所

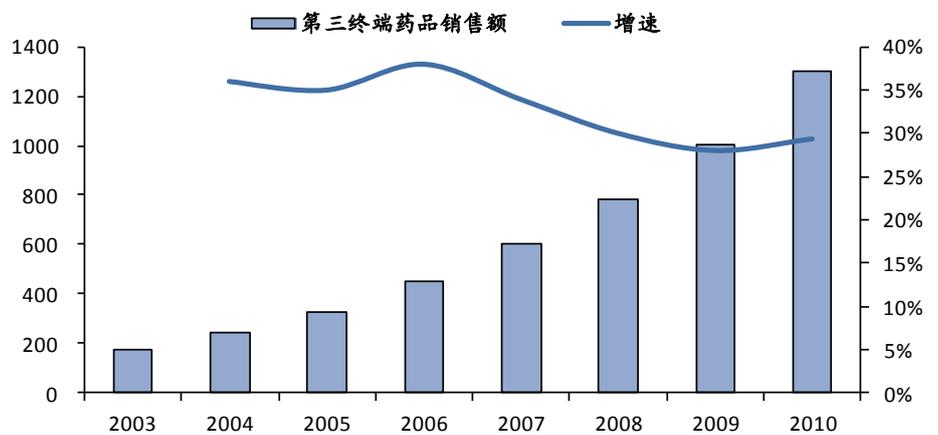
图 11、基层医疗机构诊疗量快速增长



资料来源：卫生统计年鉴、国海证券研究所

2003-2007 年我国第三终端用药总量由 178 亿元增长到 604 亿元, 年复合增长 36%, 而同期样本医院用药年复合增长率为 22%; 2007 年-2010 年我国第三终端用药金额从 604 亿元增长到 1300 亿元, 年均复合增速达到 29%, 而同期样本医院用药年均复合增长率为 20%。

图 12、第三终端药品销售增速



资料来源：南方所、国海证券研究所

作为我国专科儿童药生产的龙头企业, 康芝将充分享受未来儿童药市场的稳定增长以及第三终端市场的迅速增长, 保障公司未来高速稳定成长。

4、盈利预测

康芝药业以第三终端的儿童用药为核心业务,其强大的渠道和销售能力配合持续推出的新品种将获得快速持续增长。经过尼美舒利事件之后,公司的业务恢复的迹象明显,我们预计公司在2013年净利润能够回到2010年的水平,我们预计2012-2014年EPS为0.33元,0.59元,0.78元。

4.1、假设前提

2012-2014年自产儿童药实现收入1.9亿,3.13亿,3.95亿;自产成人药实现收入6000万,7200万,8640万元;独家代理药实现收入7000万,3000万,3000万;其他代理药实现收入1亿,6000万,6000万。

毛利率:2011年收购设立的河北康芝和沈阳康芝的折旧摊销使得今年自产药品的毛利率有所下降,但是相对高毛利的自产药品比例上升将带动今年综合毛利率上升。2013-2014年,随着新公司的产能陆续释放,折旧摊销逐渐摊薄,规模效应显现,自产药品的毛利率逐年上升,将带动综合毛利率进一步上升。

期间费用率:随着销售规模的上升,规模效应显现,销售费用率和管理费用率逐年下降。

图 13、分项收入预测

	2010年	2011年	2012年E	2013E	2014E
自产药品	253.81	160.64	250.00	385.00	481.30
增速		-36.71%	55.63%	54.00%	25.01%
毛利率	75.35%	58.34%	57.08%	61.64%	63.90%
其中:儿童药	231.35	117.58	190.00	313.00	394.90
增速		-49.18%	61.59%	64.74%	26.17%
毛利率	79.38%	67.15%	65.00%	68.00%	70.00%
尼美舒利	222.16	61.70	100.00	120.00	144.00
氨金黄敏颗粒(沈阳)	0.00	0.00	0.00	80.00	104.00
度来林(鞣酸蛋白酵母散)	2.00	32.00	40.00	48.00	62.40
布洛芬(邯郸)	0.00	0.00	0.00	45.00	90.00
其他自产儿童药	7.19	23.88	50.00	65.00	84.50
其中:成人药	22.45	43.06	60.00	72.00	86.40
增速		91.78%	39.34%	20.00%	20.00%
毛利率	33.90%	34.28%	32.00%	34.00%	36.00%
代理药品	54.78	140.97	170.00	90.00	70.00
增速		157.34%	20.59%	-47.06%	-22.22%
毛利率	33.37%	16.95%	15.29%	13.33%	15.71%
其中:独家代理(儿童药)	54.78	58.85	70.00	30.00	30.00
增速		7.43%	18.95%	-57.14%	0.00%
毛利率	33.37%	33.08%	30.00%	30.00%	30.00%
氨金黄敏颗粒(代理海南百信)	35.00	40.00	40.00	0.00	0.00
布洛芬(代理康恩贝)	0.00	10.00	30.00	30.00	30.00
其他代理(成人药)	0.00	82.12	100.00	60.00	40.00
增速			21.77%	-40.00%	-33.33%
毛利率	0.00%	5.39%	5.00%	5.00%	5.00%
合计收入	308.58	301.61	420.00	475.00	551.30
增速		-2.26%	39.25%	13.10%	16.06%
毛利率	67.90%	39.00%	40.17%	52.49%	57.78%

资料来源:公司数据、国海证券研究所

4.2、2012-2014 年盈利预测

预计 2012-2014 年公司实现净利润 2700 万, 9400 万, 1.47 亿, 实现 EPS0.13 元, 0.47 元, 0.73 元, 对应 PE 89 倍, 25 倍, 16 倍。

表 3、康芝药业盈利预测

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
证券代码: 300086.sz 股票价格: 11.90 投资评级: 增持 日期: 2012/10/12									
盈利能力					每股指标				
ROE	0%	1%	5%	7%	EPS	0.01	0.13	0.47	0.73
毛利率	39%	40%	52%	58%	BVPS	8.86	9.00	9.50	10.28
期间费率	38%	42%	34%	30%	估值				
销售净利率	1%	6%	20%	27%	P/E	845.18	88.53	25.39	16.24
成长能力					P/B	1.34	1.32	1.25	1.16
收入增长率	-2%	37%	13%	16%	P/S	7.76	5.67	5.01	4.32
利润增长率	-98%	855%	249%	56%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.16	0.21	0.22	0.24	营业收入	307	420	475	551
应收账款周转率	1.75	3.34	3.34	3.34	营业成本	188	251	226	233
存货周转率	3.52	3.52	3.52	3.52	营业税金及附加	2	3	3	4
偿债能力					销售费用	75	83	84	88
资产负债率	5%	6%	6%	6%	管理费用	70	76	75	78
流动比	13.56	11.91	13.35	14.43	财务费用	(31)	(25)	(24)	(22)
速动比	13.04	11.33	12.81	13.91	其他费用/(-收入)	(0)	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	2	31	110	172
现金及现金等价物	1093	1178	1313	1498	营业外净收支	4	0	0	0
应收款项	176	126	142	165	利润总额	6	31	110	172
存货净额	53	72	65	67	所得税费用	2	0	1	2
其他流动资产	70	96	109	126	净利润	4	31	109	170
流动资产合计	1392	1472	1629	1856	少数股东损益	1	4	15	23
固定资产	260	234	210	189	归属于母公司净利润	3	27	94	147
在建工程	79	79	79	79	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	201	201	181	161	经营活动现金流	(101)	66	147	183
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	4	31	109	170
资产总计	1967	2021	2134	2320	少数股东权益	1	4	15	23
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	23	46	43	39
应付款项	38	52	47	48	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	20	28	31	36	营运资金变动	(128)	(15)	(20)	(49)
其他流动负债	44	44	44	44	投资活动现金流	(161)	26	23	21
流动负债合计	103	124	122	129	资本支出	(142)	26	23	21
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4	其他	(19)	0	0	0
长期负债合计	4	4	4	4	筹资活动现金流	346	2	6	9
负债合计	107	128	126	133	债务融资	0	0	0	0
股本	200	200	200	200	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1860	1893	2008	2187	其它	346	2	6	9
负债和股东权益总计	1967	2021	2134	2320	现金净增加额	85	94	176	214

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

5、估值

5.1、绝对价值评估 21.03 元

FCFF 法：每股 21.03 元

我们采用 FCFF 法，测算 WACC 为 8.00%，一阶段 3 年，采用盈利预测结果，二阶段 7 年，FCF 增长 15%，永续增长 3%。据此得到每股合理估值 17.89 元。

表 4、FCFF 估值 21.03 元

FCFF估值模型					
测算年度	2012				
Assum					
贝塔β	0.72	股权资本成本Ke	8.1%	适用税率	15.0%
无风险利率	3%	债务成本Kd	6.8%		
市场预期收益率	10.00%	债务比率D/(D+E)	0%	WACC值	8.1%
第一阶段					
	2012E	2013E	2014E	SubTotal PV	199.04
EBIT	6.76	86.18	149.19		
息税后利润NOPLAT	5.75	73.25	126.81		
折旧与摊销	46.09	43.49	39.14		
营业现金毛流量	51.84	116.74	165.95		
追加营运资本	-15.90	25.36	34.79		
资本支出	25.96	23.36	21.02		
减值准备	0.00	0.00	0.00		
FCF	41.78	68.02	110.14		
APV	41.78	62.95	94.32		
第二阶段					
期初FCF	110.14	中期年限	7	SubTotal PV	801.90
FCF增长率	15.00%	实际增长率	6.42%		
永续阶段					
期初FCF	292.97			SubTotal PV	3205.64
FCF增长率	3%	实际增长率	-4.68%		
Total PV	4206.58	备注			
发行在外股份数	200.00	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值			
每股价值	21.03	发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股			

资料来源：Wind、国海证券研究所

敏感性测试

对 FCFF 法中 WACC、永续增长率、二阶段增长率采用敏感性测试，结果显示：估值对 WACC 很敏感，对永续增长率、二阶段增长率均不敏感。

当 WACC 在[7.1,9.1]之间时，公司每股价值在[17.24,26.73]之间。

表 5、敏感性测试一

		敏感性分析之一						
		WACC						
		5.1%	6.1%	7.1%	8.1%	9.1%	10.1%	11.1%
永续 增 长 率	0.0%	53.53	35.32	26.11	20.57	16.88	14.25	12.29
	1.0%	54.01	35.61	26.32	20.72	17.00	14.35	12.37
	2.0%	54.49	35.91	26.52	20.88	17.12	14.44	12.45
	3.0%	54.97	36.21	26.73	21.03	17.24	14.54	12.52
	4.0%	55.45	36.51	26.94	21.19	17.36	14.63	12.60
	5.0%	55.93	36.81	27.15	21.34	17.48	14.73	12.68
	6.0%	56.40	37.11	27.36	21.50	17.60	14.83	12.76

资料来源：Wind、国海证券研究所

表 6、敏感性测试二

		敏感性分析之二						
		WACC						
		5.1%	6.1%	7.1%	8.1%	9.1%	10.1%	11.1%
第 二 阶 段 增 长 率	7.5%	54.06	35.36	25.93	20.27	16.52	13.86	11.89
	10.0%	54.34	35.62	26.18	20.51	16.74	14.07	12.08
	12.5%	54.64	35.90	26.44	20.76	16.98	14.30	12.29
	15.0%	54.97	36.21	26.73	21.03	17.24	14.54	12.52
	17.5%	55.32	36.54	27.05	21.33	17.52	14.80	12.77
	20.0%	55.70	36.90	27.38	21.64	17.81	15.08	13.04
	22.5%	56.11	37.29	27.75	21.98	18.13	15.38	13.32

资料来源：Wind、国海证券研究所

5.2、相对估值评估 17.01 元

对应 2012-2014 年的业绩，公司股票目前动态市盈率为 89 倍，25 倍，16 倍，对比 A 股市场主要的 OTC 企业和第三终端企业，公司的 PE 高于平均水平。但是公司处于业绩恢复增长期，增速高于其他企业，PEG 最低。我们认为公司凭借在第三终端的强势渠道，以及日益增多的品种，公司将获得高于行业的增速，应该享有一定的估值溢价，给予 2013 年 30 倍 PE（14.06 元）估值的目标价，给予“增持”评级。未来随着公司经营情况的恢复，业绩有望持续超预期，投资评级有进一步上调的可能性。

表 9、A 股主要 OTC 企业，第三终端企业估值

股票名称	总市值 (亿元)	每股收益				市盈率				CAGR	PEG
		2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E		
江中药业	69.04	0.73	0.98	1.32	1.67	30.31	22.73	16.78	13.29	31.61%	0.72
华润三九	232.29	0.78	1.01	1.24	1.48	30.55	23.39	19.13	16.07	23.88%	0.98
千金药业	37.86	0.27	0.39	0.52	0.65	45.71	31.55	23.88	19.20	33.54%	0.94
仁和药业	65.98	0.30	0.40	0.50	0.63	21.97	16.58	13.32	10.55	27.70%	0.60
康芝药业	24.46	0.01	0.13	0.47	0.73	868.62	94.08	26.02	16.75	272.89%	0.34
平均值	86	0.42	0.58	0.81	1.03	199.43	37.67	19.83	15.17	77.92%	0.72

资料来源：Wind、国海证券研究所

6、风险提示

新生产线（河北康芝，沈阳康芝）产能释放速度慢与预期，折旧摊销带来的成本费用压力超出预期。

新品种度来林的推广持续低于预期。

【分析师承诺】

马金良，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，以勤勉的职业态度，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。