

依托渠道和品牌，伊可新模式可复制

买入 首次
目标价格：27.2元

投资要点：

- 公司未来增长主要来自医药和环保两块，医药是重点
- 伊可新是公司业绩增长的关键
- 伊可新的成功可以复制到其他品种上，二胎政策或成增长催化剂

报告摘要：

- 定位儿童药领军企业，不断完善儿童健康产业链，伊可新仍是业绩增长关键。**作为儿童药的领军企业，公司围绕儿童健康主题不断完善产业链，形成以拳头产品伊可新为核心，盖笛欣、右旋糖酐铁等其他产品快速发展的布局，同时切入儿童食品和用品领域，未来市场空间巨大。伊可新能够取得儿童维生素AD市场连续14年第一，市占率超过60%的成绩，主要原因一是儿童药领域的专业壁垒高，研发困难，竞争厂家少，儿童药匮乏容易形成垄断格局；二是儿童群体对药物的安全性比较敏感，公司19年来安全生产已经树立良好的品牌形象；三是公司专门针对儿童需求进行产品改良，细节优化；四是公司的营销策略和广告宣传都取得了很大的成功。伊可新将继续受益渠道下沉和婴儿潮甚至二胎政策的刺激，增长势头不变。
- 环保工程项目增长值得关注。**作为占比第二的板块，公司的环保业务也将受益于国家政策鼓励，特别是脱硫脱硝工程项目增长值得关注。
- 伊可新的成功可以复制，二胎政策或成重要催化剂。**我们认为公司业绩增长主要来自三点：一是不断完善儿童产业链，业务创新带来的利润增长；二是渠道下沉带来的增长，同时，伊可新和其他儿童药品、用品可以共享渠道，凭借公司良好品牌形象取得增长；三是受益于婴儿潮及二胎政策出台，市场需求空间将快速扩大。
- 盈利预测与估值。**根据我们的预测模型，预计13-15年的EPS为0.93、1.10和1.35元，按4月18日收盘价20.4计算，对应PE为22、19和15倍，未来6个月目标价格27.2元，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	716.99	830.25	1027.63	1236.64	1490.69
增长率(%)	27.97	15.80	23.77	20.34	20.54
归母净利润(百万)	93.75	121.59	168.16	198.91	243.52
增长率(%)	32.90	29.70	38.30	18.28	22.43
每股收益	0.52	0.67	0.93	1.10	1.35
市盈率	39	32	22	19	15

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: Likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关研究

《益盛药业：人参全株利用前景大》

2013/4/17

《浙江震元：期待解酒药美他多辛放量》

2013/1/23

目录

一、公司概况	4
二、伊可新是达因多年增长的关键.....	5
(一) 伊可新的成绩	6
(二) 儿童药产业的进入壁垒和特殊机遇	7
1、儿童药市场进入壁垒高, 未来机遇多	7
2、19 年安全生产打造放心儿童药	8
3、针对儿童需求进行改良, 在细节上做到最优	9
(三) 渠道完善和品牌宣传帮助伊可新不断扩大市场份额	9
1、学术推广模式和 OTC 渠道下沉策略扩大销售终端覆盖面	10
2、高密度广告投放提升品牌力	10
三、公司仍处于上升期, 伊可新的成功可以复制.....	10
(一) 持续的产品创新提供利润增长点	10
(二) 婴儿潮和二胎政策的出台可以扩大儿童健康产品需求	12
1、放开、不放开和逐步放开二胎政策情况下的儿童数量	12
2、放开二胎政策情况下, 儿童保健品市场空间增长可观	13
(1) 我们对伊可新未来市场的预测	13
(2) 我们对右旋糖酐铁未来市场的预测	13
3、渠道继续下沉, OTC 市场扩大将带动公司业绩放量	14
四、盈利预测与估值	15

插图

图 1: 公司收入结构变化.....	5
图 2: 各项业务对利润贡献情况.....	5
图 3: 达因药业近三年收入和利润情况.....	6
图 4: 达因药业近三年毛利率情况.....	6
图 5: 常用药中儿童药比例.....	7
图 6: 基药中儿童药比例变化.....	7
图 7: 儿童药物不良反应比例.....	8
图 8: 儿童用药严重不良反应比例.....	8
图 9: 绿葫芦 (适合 0-1 岁)	9
图 10: 粉葫芦 (适合 1 岁以上)	9
图 11: 公司学术营销模式.....	10
图 12: 新生人口数量及人口出生率变化趋势.....	12

表格

表 1: 下属子公司经营情况.....	4
表 2: 儿童医药市场维 AD 补充产品.....	6
表 3: 达因新旧厂区产能对比.....	11
表 4: 达因生物制药产品一览.....	11
表 5: 不同政策路径下 0-14 岁儿童人数测算 (百万)	12
表 6: 不同政策路径下伊可新市场规模预测表 (亿)	13
表 7: 不同政策路径下右旋糖酐铁口服液市场规模预测表 (亿)	14
表 8: 财务报表预测.....	16
表 9: 财务指标汇总.....	18

一、公司概况

公司是山东高校控股的高科技企业，一方面致力于生产山东大学的科技成果，另一方面力求整合山东省的科技教育资源。公司业务目前涉及六个板块，包括医药、环保、学费、物业和晶体材料、电子产品等。虽然公司涉足范围较广，但公司立足自身优势，结合当今市场发展，选择医药、环保两大方向作为重点发展对象，医药和环保在营业收入和利润上也为公司做出巨大贡献。

公司最重要的业务是儿童药品，由达因公司生产，公司持有达因 50.4% 的股权。达因从 1994 年成立以来一直专注于从事儿童用药的研发、生产和销售，能够系统解决我国婴幼儿普遍缺乏维生素 A 及 D、钙、铁、锌等微量元素的问题，初步形成了以“儿童保健和治疗”为核心的儿童健康产业格局。

达因另外两大股东为荣成市公有资产经营有限公司和中国医学科学院医药生物技术研究所，其他股权多为个人所有，比较分散。目前主导品牌是伊可新，另外有盖笛欣、右旋糖酐铁等补充品种，从市场看，这几个品种具有巨大的潜力。北京达因负责管理，山东荣成达因公司负责研发和生产，目前公司正在建设一个研发机构，加强公司的研发实力。公司不断扩展新的儿童用品、食品，据调研了解到的情况，受雾霾影响，儿童口罩曾出现脱销情况，目前公司的儿童产品较多，不乏具有发展潜力的品种。围绕儿童健康主题，公司同时在儿童药品、食品和用品三个领域进行深入发展，完善儿童健康产业链。

环保板块主要分为三个部分：1、环保分公司，生产二氧化氯发生器，每年有 2000-3000 万的收入，800-900 万的收入，盈利比较稳定；2、环保工程公司，公司负责工程总包，涉及脱硫脱销项目，脱销项目去年开始进行，目前在手项目比较小，后续发展潜力较大；3、环保事业部，业务涉及造纸行业漂白、污水处理及湿地规划建设等领域，目前公司的增速比较缓慢。环保部分占公司收入的 14%，利润贡献不到 10%，处于盈亏平衡的状态。从整个环保看，公司目前在工程项目上具有较大的增长空间，前期脱销项目比较少，这部分市场发展潜力较大。

教育板块收入来自沂南县二中的初、高中学费，目前学校从升学率及其他等综合指标看，在临沂排名第二，学费收入比较稳定。

物业收入主要是公司自有的物业租金，华特广场位于经十路和千佛山路交界处，属于济南是中心地带，增值空间大。

另外还有电子信息和晶体材料两个业务板块，这些很多借助山大的国家实验室来进行产品研究，依托山大的教育资源来研发，具有一定的技术优势。

主要的业务板块罗列如下：

表 1：下属子公司经营情况

产品归类	名称	股权比例	业务情况
医药	山东达因海洋生物制药股份公司	50.4%	生产销售中西药制剂以及原料药、海洋生物药品
医药	北京达因健康医药有限公司	50.4%	销售中成药、化学原料药
医药	山东达因生物科技有限公司	50.4%	批发零售预包装食品
环保	山东山大华特环保工程有限公司	100%	烟气脱硫、脱氮、脱碳、除尘及水处理工程的总承包、设计，

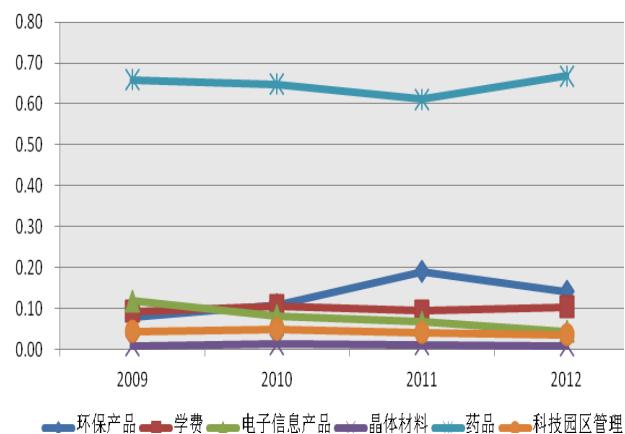
公司		相关技术咨询、人员培训, 相关设备的生产、销售、安装服务	
教育	山大华特卧龙学校	83.67%	初中、高中教学
电子信息	北京华特恒信科技发展有限公司	100%	经营大屏幕投影拼接系统的研发、生产、销售以及系统集成
物业	山东山大华特物业管理有限公司	100%	物业管理(自有写字楼出租), 物业管理咨询服务、中介代理, 网站制作, 水电设备安装服务, 洗涤作业(除化工清洗), 装饰装修工程
晶体材料	山大华特知新材料有限公司	50.72%	光电材料、元器件的开发、技术转让, 技术咨询与服务光电材料的生产、销售, 光电器件的加工、销售, 货物进出口

资料来源: 公司 2012 年报, 宏源证券

目前公司的收入占比最大为医药产品达 67%, 利润贡献率达 83%; 其次是环保产业, 收入占比为 14%, 利润贡献率达 7.6%; 其他物业、晶体材料和教育等行业目前增速较低。

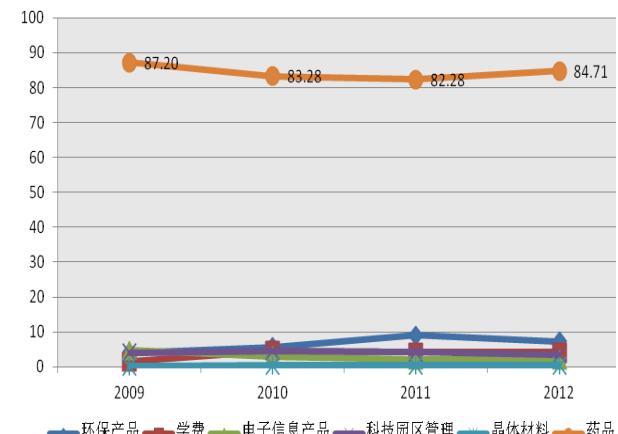
通过下面两个图我们可以看出, 公司最大的利润来源是儿童医药产品, 远高于其他五大板块的业务, 毛利率维持在 86% 左右。我们认为目前儿童药的还有很大的市场空间有待发掘, 继续看好公司未来在儿童药和儿童用品领域的增长。另外, 受益于国家对环保产业的大力支持, 我们也看好公司在环保领域主要是环保工程领域的增长。

图 1: 公司收入结构变化



资料来源: wind, 宏源证券

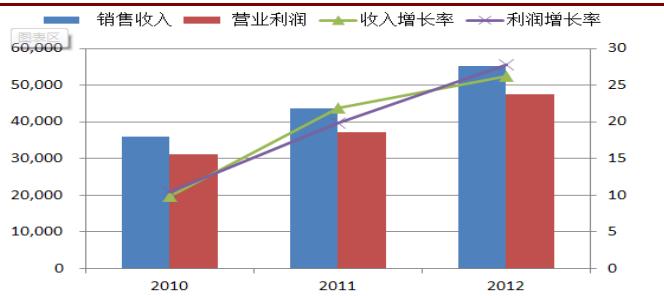
图 2: 各项业务对利润贡献情况



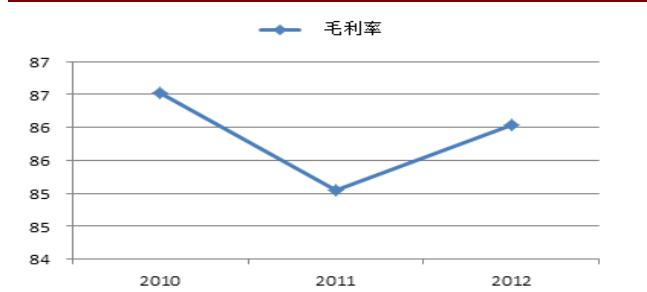
资料来源: wind, 宏源证券

二、伊可新是达因多年增长的关键

通过上面的分析, 我们看出公司利润主要贡献来自于达因药业, 2012 年 5.5 亿的收入中有 4 亿多的净利润, 在公司利润构成中占比高达 85%。可以说达因, 特别是伊可新是公司近几年增长的关键。

图 3：达因药业近三年收入和利润情况


资料来源: wind , 宏源证券

图 4：达因药业近三年毛利率情况


资料来源: wind, 宏源证券

(一) 伊可新的成绩

伊可新从推出以来就一直作为公司的拳头产品，近年来销售收入占公司药品销售收入60%以上。同时随着多年来的市场终端的培养和广告宣传，伊可新在维生素AD市场占有率为14年保持第一位置。

目前，国内专业儿童药品生产企业只有十余家，整个儿童药品行业的市场份额大部分控制在少数企业手中。国内厂家儿童用量的维AD滴剂一共有7种，其他鱼油类维AD补充剂有5种，整个市场集中度较高，尽管有国内外的厂商的共同竞争，伊可新独占鳌头，凭借其技术以及营销渠道优势，近年来占据市场份额超过60%。

市场上同类产品一览表:

表 2：儿童医药市场维 AD 补充产品

名称	生产	规格	零售价 (网上参考价)
伊可新	山东达因海洋生物制药股份有限公司	20粒/盒	19
贝特令	浙江海力生制药有限公司	36粒/盒	33
呀吖	安徽威尔曼制药有限公司	20粒/盒	25.8
维生素 AD 滴剂	青岛双鲸药业有限公司	10粒*2板/盒	29.5
维生素 AD 滴剂	大连水产药业有限公司	40粒/盒	29
娃の福	厦门星鲨制药有限公司	12粒*2板/盒	20.7
伊童欣	上海东海制药股份有限公司 东海制药厂	30粒/盒	19.5
优生妈咪深海鲨鱼甘油软膏	法国桦榭菲力集团授权江苏婴格瑞母婴产品科技有限公司	30粒/盒	60
优朵鲨鱼肝油软件囊	上海优之健康产品有限公司	30粒/盒	56
七海健儿宝鱼肝油	德国默克旗下的-贝康安	150ml	89.9
阿卡奇	澳洲塔斯马尼亚湾的鲨鱼肝油	15粒	26
金奇仕婴幼儿鳕鱼肝油	产自挪威的鳕鱼肝油	60粒	90

资料来源: 宏源证券

我们分析认为伊可新能在儿童维 AD 市场上占领销售榜首主要有以下原因：

- 1、儿童药产业的进入壁垒和特殊机遇；
- 2、伊可新的品牌维护和销售渠道建设；

（二）儿童药产业的进入壁垒和特殊机遇

伊可新能在儿童维生素 AD 的专业市场上占有 60%的份额和儿童药行业的进入壁垒和特殊机遇有一定的关系。详细分析主要是因为：1、儿童药市场进入壁垒较高，生产企业少，所以行业本身公司不多，容易形成垄断优势；2、儿童药对安全性要求高，对产品的品质有非常高的要求，伊可新 19 年来安全生产，在消费者中树立了建立了良好的品牌形象；3、由于消费人群是儿童，伊可新针对儿童特点进行产品包装和改良，满足儿童的口味和需求。

1、儿童药市场进入壁垒高，未来机遇多

儿童用药市场潜力巨大，可国内专门生产儿童药的企业却寥寥无几。中华全国工商业联合会医药业商会的调查显示，全国 6000 多家药厂中，专业生产儿童用药的企业只有 10 余家，有儿童药品生产的企业也不过 30 余家。“我国儿童用药市场 90%的份额被为数不多的外资企业把持。以儿童维生素市场为例，90%以上的份额都被惠氏、罗氏、施贵宝几大企业所占据。”

造成这种情况的主要原因是研发困难。儿童用药生产表现为小批量、多批次，工艺相对复杂，生产成本较高、新药研发周期较长，这在很大程度上影响了药企的生产积极性。儿童生理有特殊性，虽然其器官与成人一一对应，但生长发育尚未完成。比如，婴儿吞咽功能发育不完善，就难以服用片剂，需开发滴剂、喷剂、粉雾剂等合适的剂型，这就要求企业对给药方式进行二次开发。我国在这方面对企业的引导和鼓励政策不够，企业对此缺乏投入。同时，儿童用药临床试验面临的困难较大。

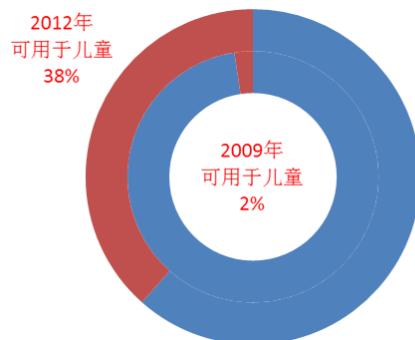
正是基于上述原因，目前我国的儿童药市场比较匮乏。我国 0—14 岁儿童有 2.22 亿，占总人口的 16.6%。然而目前在我国 3500 多个常用药物制剂品种中，明确可用于儿童且标有使用剂量的儿童用药品种只有 60 多种，占比仅为 1.52%，90%的药品没有儿童剂型，这不到 60 种的儿童专用药中不少还是传统用药。在 2009 年的基药目录中，可用于儿童的药品占比仅为 2%。

图 5：常用药中儿童药比例



资料来源：宏源证券

图 6：基药中儿童药比例变化



资料来源：宏源证券

儿童药市场的匮乏，公司在维生素AD领域中的竞争对手比较少，在品质和价格等方面的优势使公司很快成为这个领域的龙头。

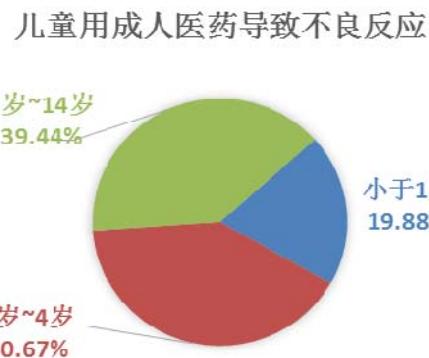
正是基于我国儿童药匮乏的现状，国家逐渐重视儿童药的生产。根据卫生部最新发布的《国家基本药物目录》(2012年版)，2012年版目录充实了儿童专用药品、剂型和规格，包括了所有儿童用的国家免疫规划疫苗。在收录的520种药品中，可用于儿童的药品近200种，占比达到38%，其中，儿童专用剂型、规格70余个；同时，新版基药中新增了近10个专用于小儿的中药品种，包括小儿宝泰康颗粒、小儿热速清口服液(颗粒)、小儿化毒散(胶囊)、小儿泻速停颗粒、小儿消积止咳口服液等；而2009新版中药中仅小儿消积止咳口服液一种专用于儿童的药物。可以看出，国家对于儿童用药不足问题已经高度重视，对儿童药的审批也将采用优先审批的形式，这对儿童药专门生产企业来说是很好的发展契机，对公司未来的发展带来很多机遇。

2、19年安全生产打造放心儿童药

儿童群体非常特别，对药物的敏感度特别高，儿童用药无论是在成分还是剂量上都有严格的规定，而常用药中儿童可使用的范围太窄，所以强烈需要专业的儿童常用药生产商来保障儿童药的安全性和有效性。世界卫生组织在《促进儿童药物安全性》中指出具有潜在的危害药物错误在儿童中发生概率是成人的3倍。

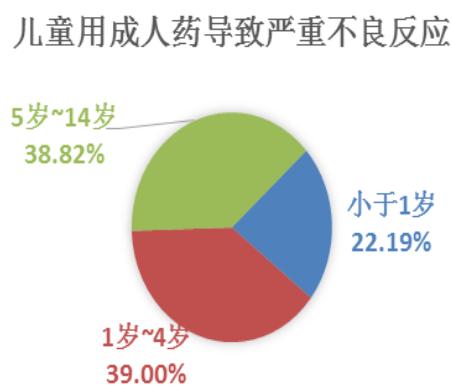
根据2011年国家食品药品监督总局公布的国家药品不良检测年度报告中显示，2011年药品不良反应/事件病例报告中，小于1岁的19419例，1—4岁的39726例，5—14岁的38524例；严重药品不良反应/病例报告中，小于1岁的743例，1—4岁的1306例，5—14岁的1300例。这组数据显示低龄婴幼儿对药品的敏感程度更高，我国儿童用药后发生不良反应的几率是成人的2倍，新生儿发生不良反应的几率是成人的4倍，我国每年死于药物不良反应的人群中，有1/3是儿童。

图7：儿童药物不良反应比例



资料来源：宏源证券

图8：儿童用药严重不良反应比例



资料来源：宏源证券

近年来，重大药品安全事件频发，毒胶囊事件和中药饮片事件等经过媒体曝光之后，在社会上引发了极大的反响，人们对于药品安全的关注度也逐渐提高。

婴幼儿群体的特殊性提高了对制药企业安全性的要求。由于婴幼儿尚处于生长发育的阶段，身体机体中的各系统和各器官的功能都尚未成熟，对许多药物的吸收、代谢、排泄和耐受性差。因此，家长对于婴幼儿药品的安全性考虑也是非常重视。去年一条置疑优卡丹的微博引起轩然大波，能看出整个市场对于儿童用药安全性的关注程度极高。

伊可新 19 年来保证安全生产，优秀的产品质量赢得了家长的信赖。达因药业做为专业的婴幼儿维生素营养药品制造企业凭借着其丰富的婴幼儿药品研发经验以及 19 年来无药品安全事故的严格质量控制，在婴幼儿药品领域获得了极高的品牌知名度和家长们的长期信赖。根据《中国居民膳食营养参考摄入量》的规定：维生素 A 维生素 D 的比例为 3:1，伊可新两种剂型严格按照此配比执行，很多进口产品不能达到此标准。伊可新能够保证品质安全，作为公司拳头产品，2012 年先后在 39 健康网主办的“2012 中国年度健康总评榜”，高票当选“最受欢迎儿科用药”；在国内知名育儿网站——摇篮网举办的“2012 年盘点中国妈妈最爱母婴品牌年度盛典”中，获得“最受欢迎儿童药”第一；在健康报社主办的“第八届百姓安全用药活动”中，获得“百姓放心药奖”。达因生物制药旗下现有多种适用于儿童的用药，凭借其品牌的号召力，这些药也将逐步占据可观的市场规模。

3、针对儿童需求进行改良，在细节上做到最优

儿童是非常特殊的用药人群，在用药时有很多的细节需要考虑。鱼肝油产品有其本身的鱼腥味，婴幼儿并不喜欢，经过改良之后，伊可新的产品有一股花生油味道，婴幼儿比较适应该味道。另外，儿童没有办法服用大片药剂，伊可新的滴剂形式比较符合儿童的服用习惯。最重要的是，伊可新是少有区分 0-1 岁以及 1 岁以上儿童的产品，这两个阶段的维生素 A 和 D 的摄入量有微小的差别，但这足以说明伊可新对儿童用药摄入量的严格控制，在细节上做好儿童产品才能赢得家长的信任。

下图为伊可新的两个产品（宝宝出生 15 天开始，每天一粒）：

绿葫芦适合 0-1 岁的婴幼儿，每粒含维生素 A 1500 单位、维生素 D₃ 500 单位；

粉葫芦适合 1 岁以上宝宝和准妈妈，每粒含维生素 A 2000 单位、维生素 D₃ 700 单位；

图 9：绿葫芦（适合 0-1 岁）



资料来源：宏源证券

图 10：粉葫芦（适合 1 岁以上）



资料来源：宏源证券

（三）渠道完善和品牌宣传帮助伊可新不断扩大市场份额

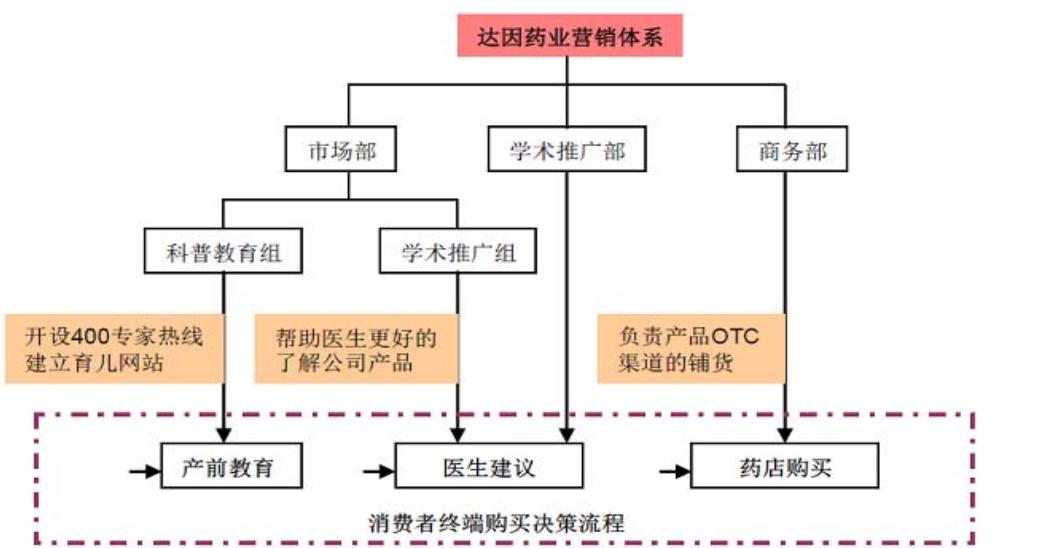
伊可新能够具有如此高的市场份额和公司的营销手段是分不开的，在产品发行初期，在大城市采用学术推广模式获得医生的认可，通过医生向家长推荐，之后逐渐向二三线城市扩展。医院推广比较成熟之后，开始通过 OTC 药房进行销售。目前在全国大部分省份公司都已经覆盖核心城市，现在开始加速进行 OTC 渠道下沉，向二三线城市转移，公司也比较看好庞大的农村市场。目前公司通过广告宣传等手段已经取得较好的成果，OTC 和医院的销售收入占比为 6: 4，OTC 市场还有很大的发展空间。

1、学术推广模式和 OTC 渠道下沉策略扩大销售终端覆盖面

伊可新通过持续的学术营销，成为医生首次权威推荐的品牌，辅以 2011 年下半年实施的 OTC 渠道下沉策略，公司开始加大二三线城市的推广力度，目前基本已经全部覆盖妇女保幼医院，药店终端覆盖接近 1 万家。

公司建立了学术营销体系，开设 400 条专家热线，建立育儿网站，为消费者提供专业咨询服务，还通过学术推广部门帮助医生更好了解产品，医生逐步认可后，向更多的消费者推荐公司产品，而婴儿的父母对儿童治疗和保健药品的选择很大程度上依赖于医生的建议。

图 11：公司学术营销模式



资料来源：宏源证券

2、高密度广告投放提升品牌力

2011 年网络和电视广告投入 3000 万，增加收入 1 亿元；2012 年公司也在电视台进行高密度广告投放；2013 年首次赞助电视剧节目《小儿难养》，在湖南卫视金鹰独播剧场和搜狐视频同步播出，产品受到更多消费者的关注，品牌力处于上升期。

三、公司仍处于上升期，伊可新的成功可以复制

我们认为公司还有很大的发展空间，主要看好 3 个增长点：

- 1、持续的产品创新，延伸儿童用品、食品产业链，带来新的利润增长点；
- 2、受益于二胎政策以及新的婴儿潮对儿童药品的推动；
- 3、OTC 渠道下沉还将带来一定的增长；

（一）持续的产品创新提供利润增长点

除伊可新外，公司目前还有两个产品发展比较好，都是上市一段时间之后就达到了 5000 万以上收入级别的产品，分别是碳酸钙泡腾颗粒盖笛欣和右旋糖酐铁口服液。另外，为了利用公司在儿童健康领域龙头地位扩展新的产品，公司不断进行创新研发，向儿童用

品和食品领域延伸，完善儿童健康产业链。这些产品可以利用伊可新在医院和 OTC 领域已有渠道以及达因制药在家长当中良好的形象进行推广。伊可新的成功并不复杂，利用已有的渠道和品牌形象进行推广事半功倍，预计公司的其他产品也一样可以成功发展。

盖笛欣满足了很多婴儿同时补充维生素 AD 和钙的需要，是搭配伊可新的常备选择，已经在医院市场实现了超过 5000 万的收入。另一重要产品右旋糖酐铁口服液是公司代理产品，目前市场上口服液型的右旋糖酐铁产品非常少见，贫血人群也不容小视，长期看这款产品也具有较大的增长潜力。通过完善儿童健康产业链，公司产品还在不断丰富，2011 年年底新推出牛初乳咀嚼片和益生菌咀嚼片，2012 年获得 5 个规格的退热贴注册证。此外，达因药业“儿童立体口罩”也实现销售上市，在雾霾影响下曾出现脱销情况。这些产品都具有较好的市场前景。

为配合新产品的销售，公司也在不断的扩大产能，向山东省荣成市人民政府购买土地，建设儿童健康食品生产基地。该生产基地成功解决了原来产能的瓶颈，新厂区通过 GMP 认证，并已于 2011 年 1 月正式搬迁并完成使用。整个厂区是按照儿科制剂的生产要求而设计建造的，这为公司未来的高增长和全方位儿科用药战略提供了坚实的保障。

表 3：达因新旧厂区产能对比

厂区	产能
原厂区	软胶囊 6 亿粒 颗粒剂 1 亿袋
新厂区 (按儿童制剂生产特点设计)	软胶囊 12 亿粒 片剂和胶囊 5 亿粒 颗粒剂 10 亿袋 口服液 10 亿支

资料来源：宏源证券

下表为达因目前全部产品概括：

表 4：达因生物制药产品一览

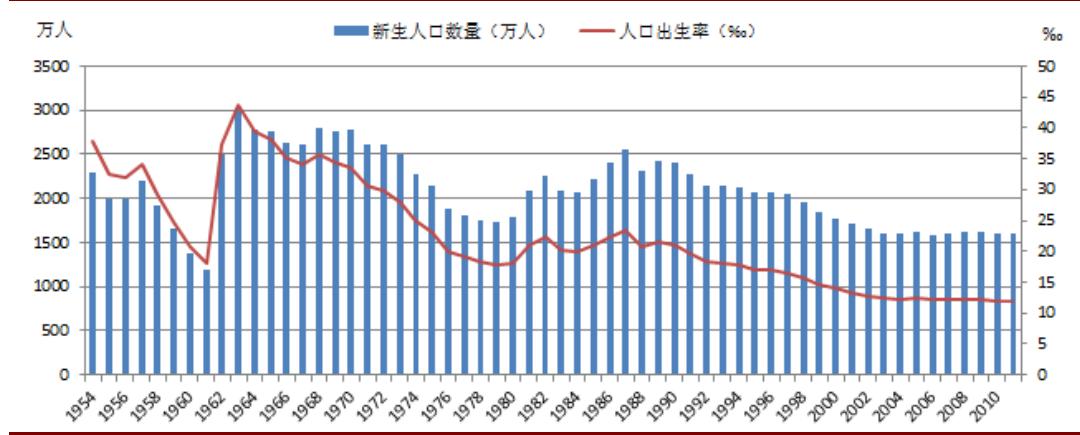
领域	品名	通用名	适应症
儿童药品	伊可新	维生素 AD 滴剂	治疗和预防维生素 A 及 D 的缺乏症
	盖笛欣	复方碳酸钙泡腾片	婴幼儿补钙产品
	伊甘欣	甘草锌颗粒	预防及治疗锌缺乏症
	右旋糖酐铁口服液	右旋糖酐铁口服液	治疗及预防缺铁性贫血
	阿奇霉素颗粒	阿奇霉素颗粒	治疗儿童呼吸道感染
儿童食品	牛初乳咀嚼片	牛初乳咀嚼片	增强儿童免疫力
	乳酸亚铁冲剂	乳酸亚铁冲剂	预防贫血
	益生菌粉	益生菌粉	维持肠道菌群平衡
内分泌用药	伊衡	依帕司他片	糖尿病性神经病变
	伊瑞	格列美脲片	用于 II 型糖尿病
	酒石酸罗格列酮片	酒石酸罗格列酮片	用于 II 型糖尿病
心血管	佳择	缬沙坦复方制剂	用于治疗单一药物不能充分控制血压的轻一中度原发性高血压
抗感染	朗素	罗红霉素	口服抗菌素

资料来源：宏源证券，公开资料

(二) 婴儿潮和二胎政策的出台可以扩大儿童健康产品需求

近年来，我国新生人口基本稳定在 1600 万人，受 20 世纪 80 年代至 90 年代我国第三次人口生育高峰影响，育龄妇女人数在 2012-2016 年显著上升，预计将出现第四个人口生育高峰，未来对儿童治疗及保健药品的需求将会大幅度提高。

图 12：新生人口数量及人口出生率变化趋势



资料来源：宏源证券，国家统计局

1、放开、不放开和逐步放开二胎政策情况下的儿童数量

考虑到二胎政策很有可能在今年出台，会对公司的市场需求产生重要的影响，下面我们将分析有无二胎政策情况下的市场空间有多大？

1、现行政策不变，并无二胎政策。预计 0-4 岁儿童数量将在 2015 年前后达到顶峰，2013-2015 年间年均婴儿出生量在 1900 万人，2015-2020 年间年均婴儿出生量降至 1200 万人。

2、生育政策调整平稳推进，逐步放开二胎政策，人口增速相对平缓。预计 0-4 岁儿童数量的增长趋势将延续至 2025 年，2015-2020 年间年均新增婴儿仍为 1600 万人，符合人口高峰期的数量。

3、二胎政策一次全面放开。以二胎政策全面放开作为中国生育政策调整的最乐观假设，预计 0-4 岁婴儿数量的增长趋势将延续至 2020 年，2015-2020 年间年均新增婴儿约 2400 万人，较现行生育政策下婴儿出生数量存在一倍增长空间。

表 5：不同政策路径下 0-14 岁儿童人数测算（百万）

政策路径	项目	2010A	2015E	2020E	2025E
政策不变	0-14 岁人口数量	223	244	232	217
	5-14 岁人口数量	147	147	172	156
	0-4 岁人口数量	76	97	60	61
	5 年年均婴儿增量	15	19	12	12
平稳过渡	0-14 岁人口数量			252	247
	5-14 岁人口数量			172	157
	0-4 岁人口数量			80	90
	5 年年均婴儿增量			16	18
	原政策下被抑制的婴儿出生量			4	6

一次放开	0-14 岁人口数量	292	304
	5-14 岁人口数量	173	216
	0-4 岁人口数量	119	88
	5 年年均婴儿增量	24	18
	原政策下被抑制的婴儿出生量	12	5

资料来源：UNPD 联合国人口计划署、NPFPC 中国计生委、宏源证券

2、放开二胎政策情况下，儿童保健品市场空间增长可观

国家食品药品监督管理局南方医药经济研究所医院和零售市场用药分析系统分析显示，2008年，我国儿童用药市场总规模约为307.72亿元，在不考虑二胎政策的情况下，受婴儿潮影响，这一数字在2015年有可能达到660亿元，公司以高市场占有率为儿童保健药品的龙头企业未来市场前景广阔。

（1）我们对伊可新未来市场的预测

儿童维AD补充剂之所以畅销是因为我国有95%的儿童存在不同程度的缺钙，而缺钙一般是由于缺乏维D，儿童会出现佝偻病、软骨病等，而缺乏维A则会导致夜盲症。现在儿童普遍缺乏母乳喂养，为婴幼儿配方奶粉的维生素剂量有限，不能达到每日所需。而现在家庭一般都是独生子女，所以更加关注儿童的生长发育和营养水平，无论是医生建议还是孕产妇之间交流，都会推荐0-3岁左右的儿童每日补充维AD。

结合二胎政策，假设婴儿平均每日服用1粒伊可新，按照伊可新零售均价20元/盒(20粒)，公司市场占有率为62%的情况下，以政策不变的情况为例，其2013-2015年年均婴儿市场规模增量为：

$$2013-2015 \text{ 年年均婴儿市场规模增量} = 0.19 \text{ (五年年均婴儿增量)} * 62\% * 365 * 1$$

$$= 41 \text{ 亿}$$

表6：不同政策路径下伊可新市场规模预测表（亿）

政策路径	测算项目	2010A	2015E	2020E	2025E
政策不变	5 年年均市场增量	32	41	26	26
平稳过渡	5 年年均市场增量			34	39
	逐步放开二胎是市场额外增量			9	13
一次放开	5 年年均婴儿市场规模增量			52	39
	一次性放开二胎时市场额外增量			26	11

资料来源：宏源证券

通过以上测算，在生育政策不变的情况下，2016-2020年年均婴儿市场规模增量可达到26亿元；如果政策逐步放开，其市场规模增量在2016-2020年均可达34亿元；如果政策一次放开，其市场规模增量在2016-2020年年均将达到52亿元。

（2）我们对右旋糖酐铁未来市场的预测

右旋糖酐铁口服液能有效预防和治疗孕产妇及儿童缺铁性贫血。与常见铁剂不同的是，右旋糖酐铁口服液所含铁剂为络合物结构，铁的吸收更为高效无刺激，口味也无常见铁剂的异味，香甜的液体制剂，妈妈、儿童、宝宝都适用。目前获批的右旋糖酐铁口服液的生产厂家较少，所以公司可以较早布局整个市场，有望成为新一代补铁市场龙头。

根据《中华儿科杂志》2008年发表的“中国儿童铁缺乏症流行病学的调查研究”，我国7个月-7岁儿童缺铁总患病率为40.3%，缺铁性贫血患病率为7.8%。其中，婴幼儿缺铁和缺铁性贫血的患病率高达44.7%和20.5%。按照我国两岁以下儿童3200万、平均补铁儿童比例为30%、年平均消费300元计算，整个潜在市场空间将达到28.8亿元，目前公司的市场占有率达到2%。

WHO的资料显示，发展中国家5岁以下和5-14岁儿童贫血患病率分别为39%和48%。假设0-4岁儿童平均每日服用25mg右旋糖酐铁口服液，即每日消费3.8元；5-14岁儿童平均每日服用50mg，即消费7.6元。假设每年服用天数为100天，公司市场占有率为3%的情况下，在不考虑二胎政策出台的情况下，其市场规模为：

$$2015 \text{ 年 } 0-4 \text{ 岁儿童市场规模} = 0.97 \text{ (0-4岁儿童人口数)} * 39\% \text{ (需要补铁比例)} \\ * 100 * 1/10 * 38 \text{ (一盒的市场价格)} * 3\% \text{ (公司所占市场份额)}$$

$$= 4.31 \text{ 亿}$$

$$2015 \text{ 年 } 5-14 \text{ 岁儿童市场规模} = 1.47 * 48\% * 100 * 2/10 * 38 * 3\%$$

$$= 16.09 \text{ 亿}$$

我们按照同样的测算方法，分别测算右旋糖酐铁口服液在二胎政策逐步推广和一次性放开情况下的公司的市场规模有多大。

表7：不同政策路径下右旋糖酐铁口服液市场规模预测表（亿）

政策路径	测算项目	2010A	2015E	2020E	2025E
政策不变	0-14岁儿童市场规模	19.42	20.4	21.37	19.79
	5-14岁儿童市场规模	16.09	16.09	18.68	17.1
	0-4岁儿童市场规模	3.325	4.31	2.69	2.69
平稳过渡	0-14岁儿童市场规模			22.27	21.18
	5-14岁儿童市场规模			18.68	17.1
	0-4岁儿童市场规模			3.59	4.08
一次放开	0-14岁儿童市场规模			24.22	27.71
	5-14岁儿童市场规模			19	23.75
	0-4岁儿童市场规模			5.22	3.96

资料来源：宏源证券

通过以上测算，在不考虑二胎政策的情况下，公司右旋糖酐铁在2020年0-14岁儿童的市场规模可达到21.37亿元；如果平稳放开二胎政策，市场规模22.27亿；如果政策一次放开，其市场规模在2020年将达到24.22亿元。

同样，公司的盖笛欣和其他儿童药品、食品和用品都将受到婴儿潮和二胎政策的影响，市场规模有较大提高。

3、渠道继续下沉，OTC市场扩大将带动公司业绩放量

我们从销售渠道方面考虑公司未来业绩增长点在于：一是伊可新的渠道下沉策略继续实施，二三线城市甚至农村城镇的OTC渠道放量；二是来自于其他产品如盖笛欣、右旋糖酐铁和其他儿童用品、食品的OTC放量增长，目前很多品种还在医院推广阶段，还有很多新品种尚未上市，这些品种可以借助伊可新已有的医院和OTC渠道进行推广，效果会事半功倍。在这种情况下，OTC渠道下沉同时产品品种增加，这些因素都将带动业绩

增长。

四、盈利预测与估值

我们公司未来业务增长的还是来自儿童药，最主要是伊可新市场需求的继续扩大，此外，盖笛欣和右旋糖酐铁等品种也有稳定增长。其他儿童食品和用品的增长短期应该不会明显放量。公司另一块增长来自环保中的工程项目增长。

医药和环保是公司最主要也是未来发展最快的两个业务，我们认为医药 13-15 年的利润增速为 42%，18%，23%；环保 13-15 年的利润增速为 40%，25%，30%。给予这两项业务 2013 年 30 倍的 PE，其他晶体材料、物业和学费、电子等业务保持 10% 的低增速，并给予 2013 年 15 倍的 PE，计算出公司 13 年的合理价格为 27.2 元。

根据我们的盈利预测模型，预计公司 13-15 年的收入为 10.3 亿、12.4 亿和 14.9 亿，归属于母公司净利润为 1.68 亿、1.99 亿和 2.44 亿，预计 13-15 年的 EPS 为 0.93、1.10 和 1.35 元，按 4 月 18 日的收盘价 20.4 计算，对应 PE 为 22、19 和 15 倍，未来 6 个月的目标价格 27.2 元，首次给予“买入”评级。

表 8：财务报表预测

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	560.28	716.99	830.25	1027.63	1236.64	1490.69
减： 营业成本	178.67	253.02	254.97	294.41	346.56	414.99
营业税金及附加	8.59	11.53	13.88	16.85	20.28	24.45
营业费用	140.41	177.97	199.58	247.03	297.27	358.34
管理费用	52.36	61.88	66.07	81.77	98.41	118.62
财务费用	30.81	33.55	38.66	-3.55	-12.16	-21.07
资产减值损失	3.73	3.43	1.10	0.00	0.00	0.00
加： 投资收益	5.63	0.28	0.81	15.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	151.34	175.89	256.80	406.12	486.28	595.35
加： 其他非经营损益	1.87	12.54	2.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	153.21	188.43	259.04	406.12	486.28	595.35
减： 所得税	20.71	24.94	36.09	97.78	121.57	148.84
净利润	132.50	163.49	222.94	308.34	364.71	446.51
减： 少数股东损益	61.95	69.74	101.35	140.17	165.80	202.99
归属母公司股东净利润	70.54	93.75	121.59	168.16	198.91	243.52
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	182.63	127.96	203.06	582.24	760.02	1373.59
应收和预付款项	140.97	235.52	282.79	272.16	393.72	408.26
存货	68.00	63.00	76.21	99.48	107.33	140.31
其他流动资产	3.89	3.63	4.16	4.16	4.16	4.16
长期股权投资	2.57	2.57	2.57	17.57	17.57	17.57
投资性房地产	102.70	99.48	96.26	83.43	70.60	57.77
固定资产和在建工程	390.00	399.16	436.55	434.96	428.38	416.80
无形资产和开发支出	218.41	193.57	187.15	170.46	153.27	135.58
其他非流动资产	0.56	0.37	0.22	0.11	0.00	0.00
资产总计	1109.71	1125.25	1288.95	1664.56	1935.06	2554.04
短期借款	129.76	77.32	88.22	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	211.73	171.37	165.39	320.88	226.67	399.14
长期借款	85.53	70.42	51.01	51.01	51.01	51.01
其他负债	33.17	36.90	38.28	38.28	38.28	38.28
负债合计	460.19	356.01	342.90	410.17	315.96	488.43
股本	180.25	180.25	180.25	180.25	180.25	180.25
资本公积	34.57	34.83	34.83	34.83	34.83	34.83

留存收益	202.83	296.58	418.17	586.33	785.24	1028.76
归属母公司股东权益	417.65	511.66	633.26	801.42	1000.33	1243.85
少数股东权益	231.87	257.57	312.79	452.97	618.77	821.76
股东权益合计	649.52	769.24	946.05	1254.39	1619.10	2065.61
负债和股东权益合计	1109.71	1125.25	1288.95	1664.56	1935.06	2554.04
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	204.20	161.07	192.13	518.85	220.62	647.50
投资性现金净流量	14.82	-49.11	-52.77	-55.00	-55.00	-55.00
筹资性现金净流量	-180.64	-157.86	11.81	-84.67	12.16	21.07
现金流量净额	38.39	-45.90	151.18	379.18	177.79	613.57

资料来源:宏源证券

表 9：财务指标汇总

财务分析和估值指标汇总	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收益率						
毛利率	68.11%	64.71%	69.29%	71.35%	71.98%	72.16%
三费/销售收入	39.90%	38.13%	36.65%	31.65%	31.01%	30.58%
EBIT/销售收入	30.22%	27.90%	32.41%	39.17%	38.34%	38.52%
EBITDA/销售收入	34.81%	31.96%	35.87%	47.56%	45.76%	45.04%
销售净利率	23.65%	22.80%	26.85%	30.01%	29.49%	29.95%
资产获利率						
ROE	16.89%	18.32%	19.20%	20.98%	19.88%	19.58%
ROA	15.26%	17.77%	20.87%	24.18%	24.50%	22.49%
ROIC	21.19%	23.67%	28.73%	34.33%	48.48%	46.69%
增长率						
销售收入增长率	12.19%	27.97%	15.80%	23.77%	20.34%	20.54%
EBIT 增长率	38.29%	18.12%	34.52%	49.62%	17.77%	21.13%
EBITDA 增长率	32.04%	17.49%	29.95%	64.13%	15.76%	18.66%
净利润增长率	34.99%	23.39%	36.36%	38.30%	18.28%	22.43%
总资产增长率	1.56%	1.40%	14.55%	29.14%	16.25%	31.99%
股东权益增长率	18.73%	22.51%	23.76%	26.56%	24.82%	24.34%
经营营运资本增长率	-18.30%	1505.36%	53.34%	-72.36%	419.54%	-43.79%
资本结构						
资产负债率	41.47%	31.64%	26.60%	24.64%	16.33%	19.12%
投资资本/总资产	61.98%	70.76%	69.09%	44.06%	47.67%	29.68%
带息债务/总负债	46.78%	41.50%	40.60%	12.44%	16.14%	10.44%
流动比率	1.11	1.66	2.14	2.88	5.31	4.69
速动比率	0.91	1.40	1.83	2.57	4.85	4.34
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.50	0.64	0.64	0.62	0.64	0.58
固定资产周转率	1.44	1.82	2.12	2.67	3.27	4.06
应收账款周转率	5.14	3.65	3.62	4.63	3.85	4.47
存货周转率	2.63	4.02	3.35	2.96	3.23	2.96
业绩和估值指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
EBIT	169.33	200.00	269.05	402.57	474.12	574.28
EBITDA	195.04	229.16	297.79	488.77	565.83	671.38
NOPLAT	143.18	162.77	228.77	305.67	355.59	430.71
净利润	70.54	93.75	121.59	168.16	198.91	243.52

EPS	0.39	0.52	0.67	0.93	1.10	1.35
BPS	2.32	2.84	3.51	4.45	5.55	6.90
PE	49.74	37.31	28.95	20.86	17.64	14.37
PEG	1.68	1.49	1.26	0.59	1.05	0.68
PB	9.52	7.77	6.28	4.96	3.98	3.20
PS	7.10	5.55	4.79	3.87	3.22	2.67
PCF	19.47	24.69	20.70	7.66	18.02	6.14
EV/EBIT	25.08	21.30	15.74	9.71	8.22	6.08

资料来源:宏源证券

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 广安爱众、尚荣医疗、金字集团、中弘股份、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中国医药、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份等。

机构销售团队				
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
华南区域	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。