



专注儿童大健康的复苏转型期黑马

2015. 05. 05

首席分析师: 姚玮	研究助理: 唐爱金
电话: 020-88836125	020-88836115
邮箱: yaow@gzgzs.com.cn	tangaij@gzgzs.com.cn
执业编号: A1310512110002	

投资要点:

- 公司儿童药产品群有望分羹国内童药千亿大市场,业绩全面复苏** 我国儿童占总人口 16.6%,但目前儿童药市场规模仅约占全国总体医药市场规模的 5%;且我国儿药紧缺,3500 多种化学药品制剂中,儿童专用药不足 60 种,90% 的药品无适用于儿童剂型。目前我国人口迎来第四次婴儿潮,童用药需求强劲,预计市场规模超千亿。公司通过收购目前基本形成了六大系列儿童药产品群,布洛芬/对乙酰氨基酚为代表的儿童退热系列,借力瑞芝清品牌有望延续尼美舒利神话,2014 年创收 1.31 亿,增速达 44%;金立爽品牌度提升,氨金黄敏荣获卫计委《健康报》“放心药”大奖,感冒系列增长 42%,市场放量有望;康芝松代表的止咳化痰系列恢复 32% 高增长;度来林-鞣酸蛋白酵母散代表的腹泻与消化系列业绩复苏。
- 成人药力撑业绩复苏,尼美舒利核心竞争力不灭** 公司布局了妇科中成药特色的成人药系列品种,极大的丰富了产品线,力保业绩增长,2014 年成人药系列创收 1.42 亿,增幅 44%。“尼美舒利事件”之后,尼美舒利转战成人药市场,依托瑞芝清品牌的核心竞争力,销售迅速恢复,2012-2013 年销售额重归 1 亿元规模,增速超 30%。
- 第三终端渠道销售霸主** 公司在第三终端市场的深耕长达十二年,是行业内最早进入第三终端的药企之一,在全国拥有近千家代理商和超过 3 万个销售终端,合作代理模式与买断经营模式两大“独门武器”,奠定了公司在第三终端的渠道霸主地位,先发优势让公司构建起了排挤对手的渠道壁垒。
- 深谋远虑儿童大健康发展战略 外延扩张马不停蹄** 公司 2010 年以来,公司外延扩张马不停蹄,陆续通过收购沈阳延风、河北天合,广东元宁等企业的品种批文与生产基地,丰富了公司产品线,基本布局了六大系列儿童药完整产品群;且以科技为导向,合作研发研制手足口病抗病毒新药物,瞄准儿童手足口病大市场;巨资打造康芝工业园,整合与优化公司资源,降低运营成本,预计公司将继续通过兼并收购,向儿童健康有关的保健品、医疗器械等领域扩张,实现儿童大健康产业的构想。
- 盈利预测与估值:** 我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.29、0.38、0.45 元,对应 87、66、56 倍 PE。目前公司盈利能力处于全面复苏期,考虑到公司外延扩张想象空间巨大,给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示:** 药品事故、药品营销招投标风险,外延并购不达预期风险

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	408.54	541.99	701.46	875.14
同比(%)	32.07%	32.66%	29.42%	24.76%
归属母公司净利润	59.08	86.17	113.89	133.68
同比(%)	297.78%	45.86%	32.17%	17.37%
ROE(%)	3.25%	4.60%	5.78%	6.38%
每股收益(元)	0.20	0.29	0.38	0.45
P/E	75.18	87.35	66.09	56.31
P/B	2.54	4.11	3.87	3.62

强烈推荐 (首次)

现价:	25.09
目标价:	36
股价空间:	40%

医药生物行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
康芝药业	12.56	50.06	69.64
医药生物	10.80	33.07	51.42
沪深 300	14.80	35.60	90.87

基本资料

总市值 (亿元)	75.27
总股本 (亿股)	3.00
流通股比例	100%
资产负债率	5.11%
大股东	海南宏氏投资有限公司
大股东持股比例	47.81%

相关报告



目录

1. 公司是儿童用药的专家型龙头企业.....	4
1.1 股权结构明晰，激励计划一触即发	4
1.2 国内儿童药全系列的龙头药企	4
1.4 儿童药多点开花，成人药力撑业绩企稳.....	7
2. 童药需求强劲，千亿大市场触手可及.....	8
2.1 我国第四次婴儿潮悄然而至	8
2.2 儿科门庭若市，童药需求强劲	9
2.3 童药市场规模超千亿.....	9
2.4 儿童用药迎来春天.....	10
3. 公司专注儿童健康，有望分羹童药千亿市场.....	11
3.1 “瑞芝清”品牌蒂固：借力瑞芝清品牌有望延续尼美舒利神话.....	11
3.3 “金立爽”品牌度提升：氨金黄敏颗粒市场放量在望	12
3.4 “康芝松”代表的止咳化痰系列恢复高增长.....	13
3.5 “度来林” 鞣酸蛋白酵母散：腹泻与消化系列业绩复苏.....	14
4. 成人药力撑业绩增长，产品线不断丰富.....	15
4.1 成人药系列以妇科中成药为特色.....	15
4.2 瑞芝清品牌坚不可摧，尼美舒利风雨过后再现雄风.....	17
5. 十二年磨一剑，终成第三终端渠道霸主.....	18
5.1 十二年深耕细作第三终端市场，先发优势逼人	19
5.2 两大“独门武器”，奠定渠道霸主	19
5.2.1 合作代理模式，打造专业化代理，巧妙构建渠道壁垒	19
5.2.2 买断经营模式，发挥营销网络优势，降低产品风险.....	19
6. 致力于儿童大健康的发展战略及投资建议	19
6.1 公司发展战略清晰深谋远虑、外延扩张提速.....	19
6.2 投资建议	21

图表目录

图表 1. 公司股权结构图	4
图表 2. 公司产品可分为儿童药以及成人药	4
图表 3. 公司主要儿童药品的图片	5
图表 4. 公司儿童药品种的基本信息	6
图表 5. 公司近年收入 (亿元) 及增长率情况	7
图表 6. 公司归母净利 (亿元) 及增长率情况	7
图表 7. 公司产品毛利及综合毛利率	7
图表 8. 公司近年期间费用率情况	7
图表 9. 公司儿童药营收中以退热和感冒系列为主	8
图表 10. 公司儿童药毛利润主要以退热和止咳系列	8
图表 11. 我国迎来第四次婴儿潮 (万人)	9
图表 12. 我国 0-14 岁人口变化走势: (万人)	9
图表 13. 2002-2015 年儿科门急诊量 (亿人次)	9
图表 14. 童药规模气势如虹 (亿元), 增速一路高歌	10
图表 15. 儿童用药政策红利一览	10
图表 16. 2014 年公司产品在零售市场格局	11
图表 17. 国内儿童解热镇痛药市场持续扩容 (亿元)	11
图表 18. 儿童退热系列产品增长 (单位: 百万元)	12
图表 19. 城市零售药品-对乙酰氨基酚-年度销售趋势	12
图表 20. 国内儿童感冒用药规模连年增长 (亿元)	13
图表 21. 儿童感冒系列产品增长 (百万元)	13
图表 22. 金立爽销售额有望放量 (百万元)	13
图表 23. 儿童止咳化痰系列产品增长 (单位: 百万元)	13
图表 24. 城市零售药品-止咳橘红颗粒-年度销售趋势	14
图表 25. 儿童腹泻与消化系列产品增长 (单位: 百万元)	14
图表 26. 成人类系列产品销售增长 (单位: 百万元)	15
图表 27. 公司成人药品种以及基本信息	15
图表 28. 城市公立医院-海南康芝尼美舒利-季度销售数据	18
图表 29. 城市公立医院-尼美舒利竞争格局	18
图表 30. 县级公立医院-尼美舒利竞争格局	18
图表 31. 公司 2010-2015 年并购事件	19



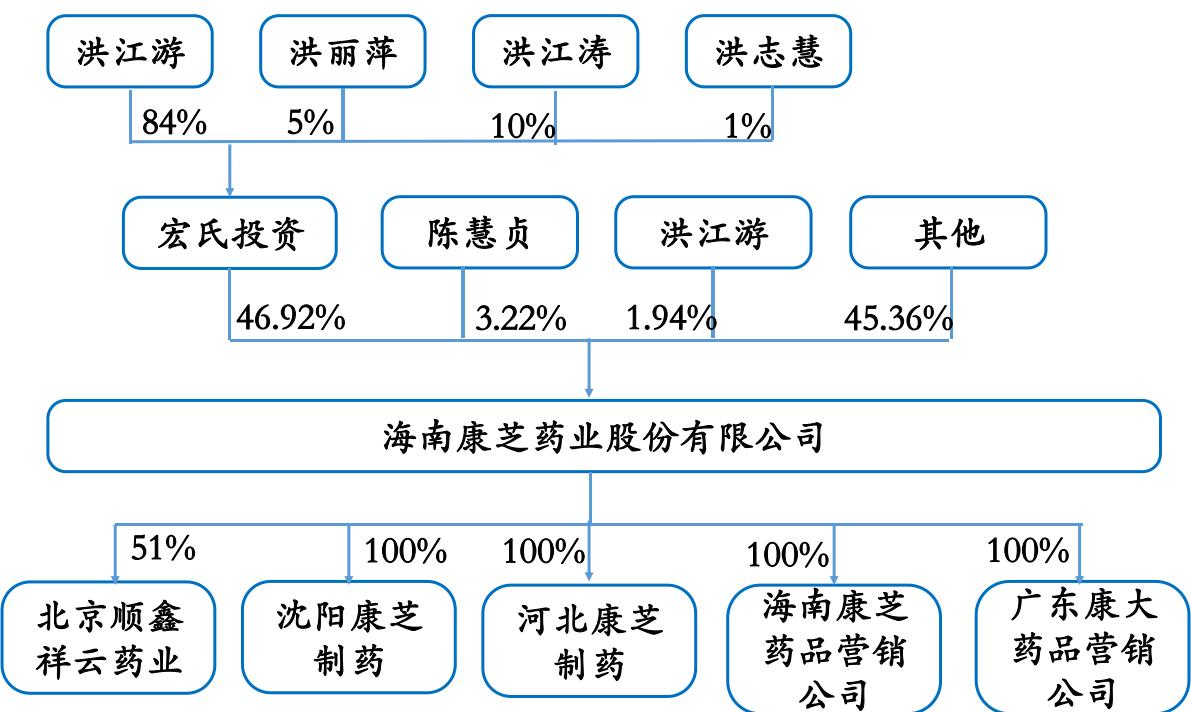
1. 公司是儿童用药的专家型龙头企业

1.1 股权结构明晰，激励计划一触即发

公司是由海南中瑞康芝制药有限公司整体变更设立，股权结构清晰，洪江游先生通过洪氏投资与直接持股方式合计持有公司 41.3% 的股权，为公司实际控制人、第一大股东，现任公司董事长。

2015 年 2 月 12 日，公司发布第一期员工持股计划，规模约 7200 万，其中员工自筹资金 1800 万、控股股东提供借款支持 5400 万。持股计划参加人员总人数不超过 180 人，其中参与员工持股计划的董事、监事和高级管理人员共计 8 人，涉及股票数量为不超过 522.50 万股，约占公司现有股本总额的 1.74%，。我们认为此次股权激励计划若成功落地，有望极大地激励员工推动公司经营业绩的增长，提升公司价值。

图表1. 公司股权结构图



(资料来源：公司公告、广证恒生)

1.2 国内儿童药全系列的龙头企业

公司专注儿童用药领域，涵盖儿童退烧、儿童感冒、儿童止咳化痰、儿童腹泻与消化、儿童抗感染类与儿童营养补充类六大系列，拥有儿童药品种 20 多种，是国内唯一儿童用药产品系列最全的公司。另外还有成人用药，主要有抗炎，抗感染以及妇科用药，儿童药与成人药双轮驱动业绩增长。

图表2. 公司产品可分为儿童药以及成人药

康芝药业
儿童用药
儿童退烧系列
儿童感冒系列
儿童止咳化痰系列
儿童抗感染类系列
儿童腹泻与消化系列
儿童营养补充类系列
成人用药

(资料来源：公司公告、广证恒生)

公司近几年来通过收购沈阳康芝、河北康芝，北京顺鑫祥云等公司，品种逐步丰富起来，打破了过去对尼美舒利单一品种的依赖。

图表3. 公司主要儿童药产品的图片


(资料来源：公司网站、广证恒生)

儿童退烧系列主要包括布洛芬颗粒（小瑞芝清）、对乙酰氨基酚（瑞芝清）、小儿清解颗粒（康芝）、小儿退热贴（瑞芝清）等。其中，小瑞芝清是公司的明星品牌，布洛芬是WHO和FDA唯一共同推荐的儿童退烧药，在解热镇痛领域使用最为广泛，2011年公司买断康恩贝尔布洛芬的代理权，实行自产与独家代理并驾齐驱的模式，成为布洛芬市场的有力竞争者，有望迅速填补尼美舒利的市场空缺。

儿童感冒系列主要包括氨金黄敏颗粒（金立爽）、小儿感冒颗粒（康芝）、小儿氨酚黄那敏颗粒（康芝）等。其中，金立爽氨金黄敏颗粒是公司儿童感冒系列的主力产品，公司仍以自产与独家代理的模式驱动公司的成长。

儿童止咳化痰系列主要包括止咳橘红颗粒（康芝松）、羧甲司坦颗粒（金畅）、小儿麻甘颗粒（康芝）、小儿咳喘灵颗粒（康芝）、小儿止咳糖浆（康芝）等。

儿童腹泻消费系列主要包括鞣酸蛋白酵母散（度来林）、鞣酸蛋白散（大度来林）、乳酸菌素颗粒（瑞

杜宝) 等。

图表4. 公司儿童药品种的基本信息

类别	产品名称	剂型	商品名	主要用途
儿童退烧 系列	布洛芬颗粒	颗粒	小瑞芝清	基药医保品种，用于缓解轻至中度疼痛如头痛、关节痛、偏头痛、牙痛、肌肉痛、神经痛、痛经，也用于普通感冒或流行性感冒引起的发热。
	对乙酰氨基酚	片剂	瑞芝清	用作解热、镇痛、抗风湿
	小儿清解颗粒	颗粒	康芝	除瘟解毒，清热退烧。用于小儿外感风热或时疫感冒引起的高烧不退，汗出热不解，烦躁口渴，咽喉肿痛，肢酸体倦。
	退热贴	贴剂	瑞芝清	用于儿童及成人发烧时的物理降温
儿童感冒 系列	氯金黄敏颗粒	颗粒	金立爽	适用于缓解儿童普通感冒及流行性感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状。
	小儿感冒颗粒	颗粒	康芝	疏风解表，清热解毒。用于小儿风热感冒，症见发热、头胀痛、咳嗽痰黏、咽喉肿痛；流感见上述证候者。
	小儿氨酚黄那敏 颗粒	颗粒	康芝	适用于缓解儿童普通感冒及流行性感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状。
儿童止咳 化痰系列	止咳橘红颗粒	颗粒	康芝松	清肺，止咳，化痰。用于痰热阻肺引起的咳嗽痰多，胸满气短，咽干喉痒。
	羧甲司坦颗粒	颗粒	金畅	医保乙类，用于治疗支气管炎、支气管哮喘等疾病引起的痰液黏稠，咳出困难者。
	小儿麻甘颗粒	颗粒	康芝	平喘止咳，利咽祛痰。用于小儿肺炎喘咳、咽喉炎症。
	小儿咳喘灵颗粒	颗粒	康芝	宣肺、清热，止咳、祛痰。用于上呼吸道感染引起的咳嗽。
	小儿止咳糖浆	糖浆	康芝	祛痰，镇咳。用于小儿感冒引起的咳嗽。
儿童抗感 染类系列	利巴韦林颗粒	颗粒	康芝	甲类医保，基药；适用于呼吸道合胞病毒引起的病毒性肺炎与支气管炎，皮肤疱疹病毒感染。
	头孢克洛颗粒	颗粒	康芝达林	适用于敏感菌所致的呼吸系统、泌尿系统、耳鼻喉科及皮肤、软组织感染等。
	头孢克肟分散片	片剂	康芝	广谱，高效，转换治疗的最佳方案。
儿童腹泻 与消化系 列	鞣酸蛋白酵母散	散剂	度来林	用于儿童肠炎或消化不良引起的腹泻。
	鞣酸蛋白散	散剂	大度来林	用于消化不良引性腹泻。
	小儿腹泻散	散剂	康芝	温中固肠，健脾止泻。用于小儿久泻不止，面色白，食欲不振，神倦乏力。
	乳酸菌素颗粒	颗粒	瑞杜宝	用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻。
	小儿厌食颗粒	颗粒	康芝	健脾和胃，理气消食。适用于小儿脾虚厌食、乳食停滞、面色少华、脘腹时痛等症。
	健儿乐颗粒	颗粒	康芝	清热平肝，清心除烦，健脾消食。用于儿童夜眠不宁，消化不良。

儿童营养补充系列	硫酸锌口服液	溶液	康芝	用于锌缺乏引起的食欲缺乏、异食癖、贫血、生长发育迟缓；也可用于痤疮、结膜炎、口疮。
	小儿四维葡钙颗粒	颗粒	迈彤	用干预防和补充儿童体内维生素及钙质的不足。

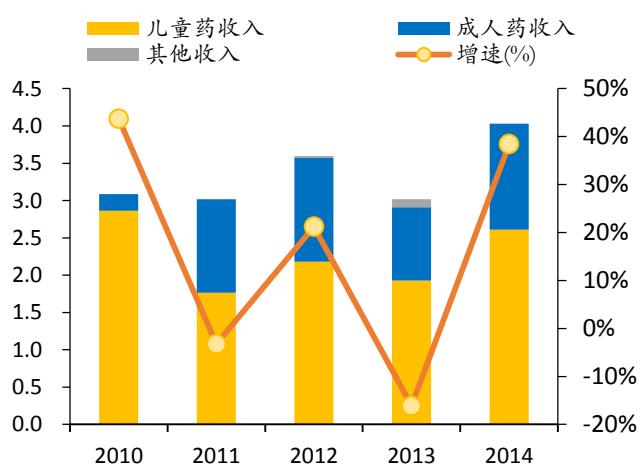
(资料来源：公司网站、广证恒生)

1.4 儿童药多点开花，成人药力撑业绩企稳

公司业绩企稳复苏，公司2014年实现营业总收入4.085亿元，同比增长32%，实现归母净利润5908万元，较上年增长297.8%；基本每股收益0.197元。回顾过去几年，公司营收波动较大，2010年受“尼美舒利事件”冲击，导致2011年业绩大幅下滑，出现亏损。近三年来公司业绩逐步复苏，原因是尼美舒利事件后，公司迅速调整业务结构，收购品种丰富产品线，如今已形成了以儿童药产品为主、以成人药为辅多层次产品线结构。

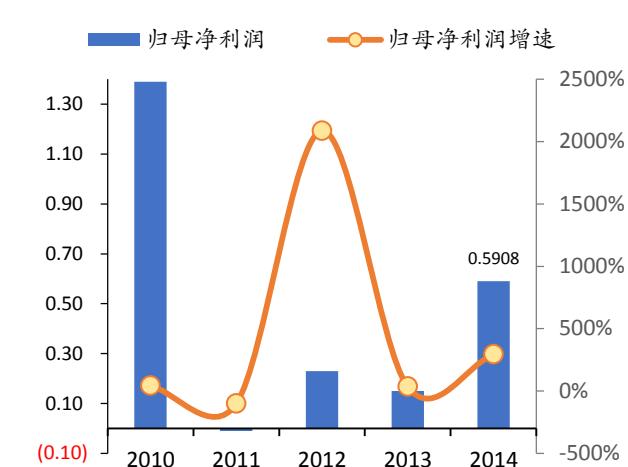
公司成人药力撑业绩企稳，公司2010年前90%以上的营收来自儿童药的销售，而2011年后公司成人药的收入占比扩增，从2010年的7.1%增长至2014年的35.2%。由于成人药大幅增长的营收支撑，公司近年的营收并未出现严重下滑，公司已经走出尼美舒利事件的阴霾。

图表5. 公司近年收入（亿元）及增长率情况



(资料来源：WIND、广证恒生)

图表6. 公司归母净利（亿元）及增长率情况



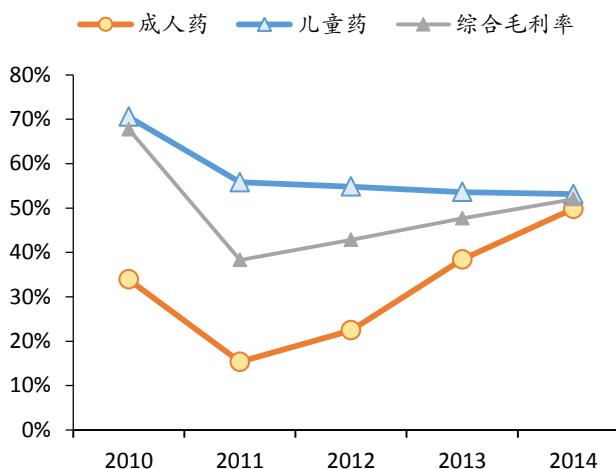
(资料来源：WIND、广证恒生)

公司近三年综合毛利率维持在50%以上，且连年增长，2014年为52%。其中，儿童药的毛利率维持在54%上下；成人药的毛利率近年有较大提升，从2011年15.3%攀升至2014年49.8%的最高位，是公司毛利率上升的关键驱动力。

公司的期间费用率一直在30%左右，但近三年持续下降，2014年前为32.5%，其中销售费用率14.94%，管理费用率24.38%，财务费用率-6.7%。说明公司营销与管理高效，平稳发展。

图表7. 公司产品毛利及综合毛利率

图表8. 公司近年期间费用率情况

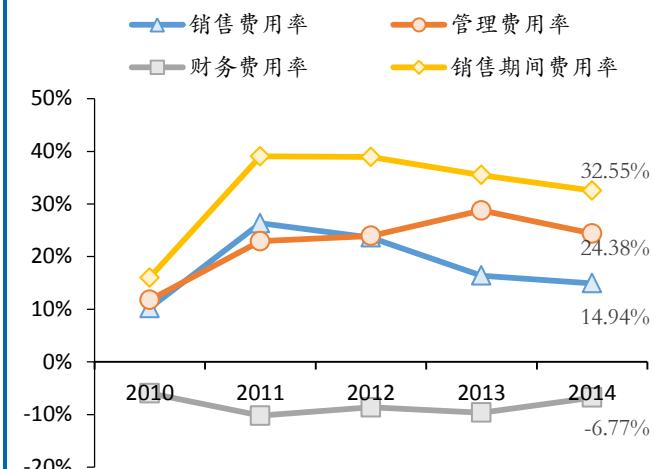


(资料来源: WIND、广证恒生)

2010年后公司主动放弃尼美舒利市场,调整单一业务结构,增设儿童药5大系列产品。近两年各系列的营收结构变化不大,儿童退热系列仍是公司儿童药的营收主力,占总营收比重为32%。其次儿童感冒系列、儿童止咳化痰系列近年增长明显,分别占营收比10.3%, 11.1%。

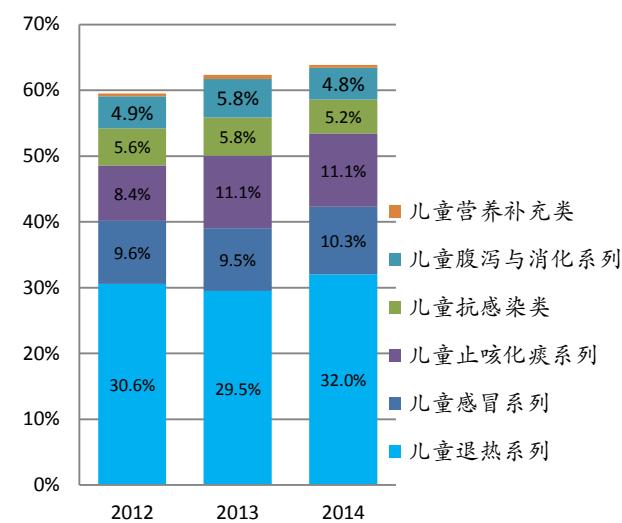
儿童药依然是公司业绩的重要支柱,2014年儿童药毛利占比为66.7%。其次是儿童止咳化痰系列和儿童感冒系列,分别占总毛利的11.7%和7.2%。

图表9. 公司儿童药营收中以退热和感冒系列为主

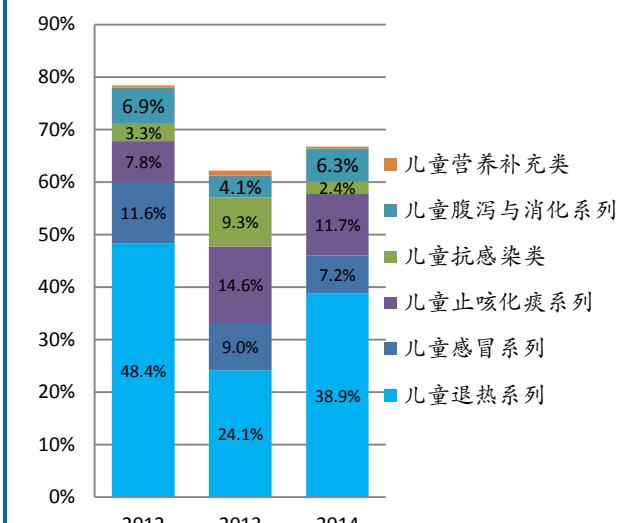


(资料来源: WIND、广证恒生)

图表10. 公司儿童药毛利润主要以退热和止咳系列



(资料来源: WIND、广证恒生)



(资料来源: WIND、广证恒生)

2. 童药需求强劲, 千亿大市场触手可及

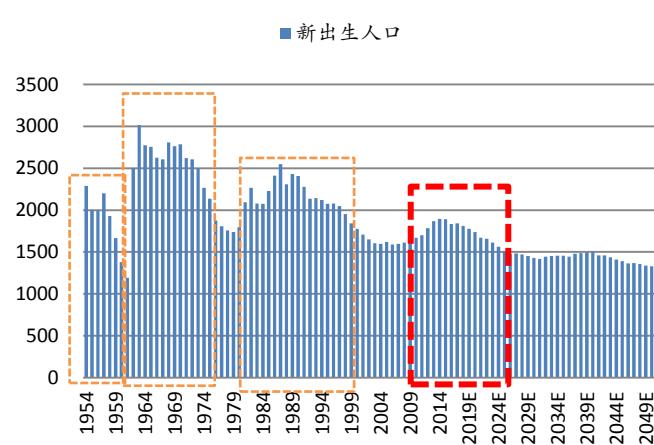
2.1 我国第四次婴儿潮悄然而至

从我国出生人口看,我国将迎来新生人口的第四次高峰。近年来我国人口的年龄分布发生了结构性变化,人口年龄主要分布以20-34岁人口为主,此人群正值婚育最佳年龄。从我国新出生人口分布看,今后5年将迎来第四次婴儿潮,每年新生儿的数量有望提升到1900万。预计到2024年,儿童人口有望达到2.65亿。

我国儿童人口基数庞大,占人口总量近2成。截止2014年,我国0-14岁儿童共有2.21亿人,占全国总人口16.6%。目前儿童人口数处于低谷向上爬升的阶段,未来10年持续增长,到2024年,儿童人口占

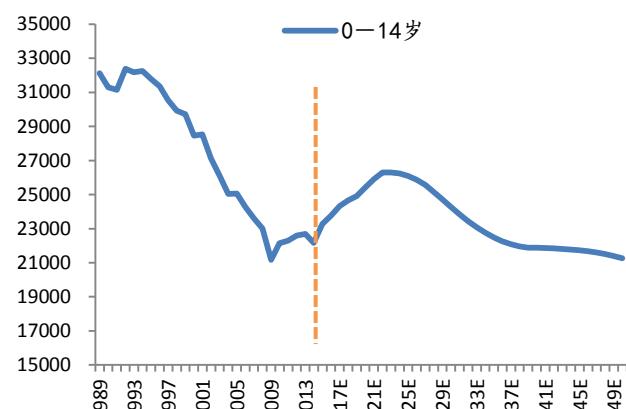
比有望达到 18.3%。而目前儿童药市场规模约占全国总体医药市场规模的 5%，市场远未饱和。

图表11. 我国迎来第四次婴儿潮 (万人)



(资料来源: WIND、广证恒生)

图表12. 我国 0-14 岁人口变化走势: (万人)



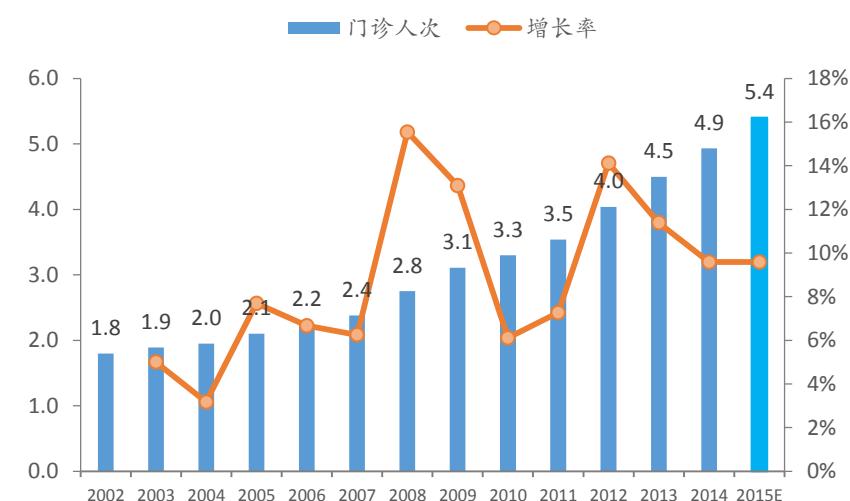
(资料来源: Wind、广证恒生)

2.2 儿科门诊若市，童药需求强劲

儿童疾病患病率高。根据卫生部调查结果显示，0-4 岁儿童的两周患病率高达 174.2%，5-14 岁的儿童两周患病率达到 76.9%。儿童门诊人次占医院总门诊人次的 9%，且门诊量呈逐年上升趋势。

从儿科门急诊量看，我国儿童用药消费潜在需求总量巨大。计划生育阶段形成了“少子化”、“独子化”的现状，家庭对孩子的健康关注度日益提高，育儿方式以及消费观念改变，家庭对婴幼儿倍加爱护，愿意给小孩花钱，加上药品需求的刚性特征，儿童用药的消费需求十分旺盛。据卫生部统计，预计 2015 年我国医疗机构（不包括诊所、卫生所、医务室和村卫生室数据）儿科门急诊人数达到 5.4 亿人次，增长率达到 9.5%。

图表13. 2002-2015 年儿科门急诊量 (亿人次)



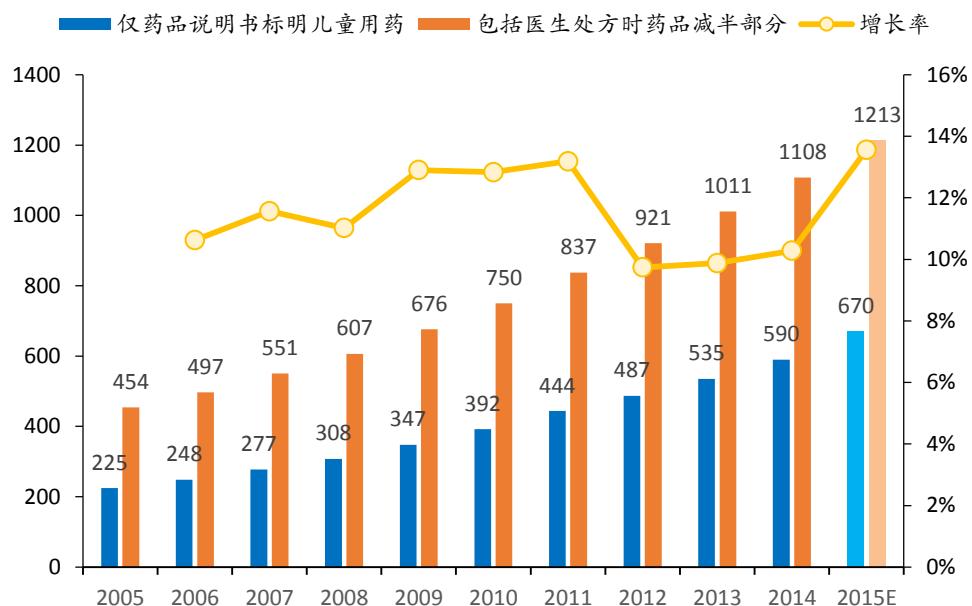
(资料来源: 国家卫计委统计数据、广证恒生)

2.3 童药市场规模超千亿

从规模总量看，南方医药经济研究所预计，2015 年我国儿童药（限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）规模将达到 668.9 亿元，儿童药（含医生处方时将成人药品减半给儿童使用的部分）规模将高达 1213.4 亿元，远超目前 500 亿元的市场容量。



图表14. 童药规模气势如虹（亿元），增速一路高歌



(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

在规模占比上，中国总体医药市场规模为 9261 亿元，儿童药市场规模仅占其中的 5%，而儿童占全国人数约 16%，儿童用药市场远未饱和。

2.4 儿童用药迎来春天

如今我国儿童用药迎来了政策红利时期。一方面，我国迎来第四次婴儿潮的同时，我国拟实施“二胎政策”，预计未来每年将可能新增新生儿 100-200 万人，2018 年新生人数有望超 2000 万人。另计划生育造成的“少子化”、“独子化”的现状，使得家庭对孩子的健康关注度日益提高，促使儿童门诊火爆，预计 2015 年，儿科门诊规模达到 5.4 亿人次，年平均增长率达 9%。另一方面，我国大力提倡儿童用药的研制，鼓励儿童用药的研发，并即将修订基药目录，加强儿童用药的保障，儿童药企将迎来全面利好。

图表15. 儿童用药政策红利一览

时间	政策	颁布部门	影响
2001 年	《人口与计划生育法》	中华人民共和国主席令	“少子化”、“独子化”，儿科门诊次数逐年递增，促进儿科门诊规模。
2013 年	“二胎政策”	十八届三中全会	二胎政策实施，新生儿童数量有望大幅飙升，将扩张儿童用药市场空间。
2013 年	2012 年版《国家基本药物目录》	国家卫生部	新增儿童用药目录，药品近 200 种，儿童专用剂型、规格 70 余个。缓解儿童用药问题。
2013 年	《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励创新的意见》	国家食药监管总局	专门就儿童药物研发提出鼓励措施，鼓励生产企业积极研发仿制药的儿童专用规格和剂型。
2014 年	《关于保障儿童用药若干意见》	国家卫生计生委、国家发展改革委、工信部、人社部、国家食药监管总局、国家中医药管理局	我国关于儿童用药的第一个综合指导性文件，加强儿童用药在价格、研发、供应等方面政策扶持。



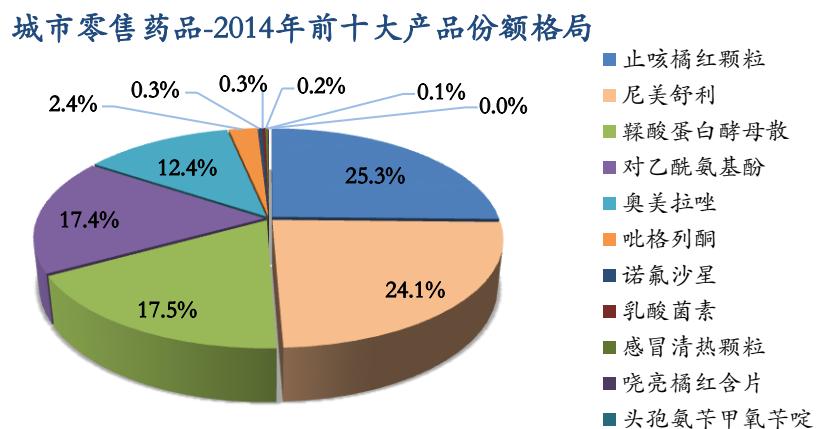
		局	
2015 年	新版《国家基本药物目录》修订启动	国家卫生部	继续推动儿童用药保障，建立健全儿童用药基准，全面利好儿童用药企业。

(资料来源：广证恒生整理)

3. 公司专注儿童健康，有望分羹童药千亿市场

国内儿童用药市场规模巨大，政策利好前景下潜在市场空间惊人。公司明星产品：布洛芬颗粒（小瑞芝清）、对乙酰氨基酚（瑞芝清）、氨金黄敏颗粒（金立爽）、止咳橘红颗粒（康芝松）、鞣酸蛋白酵母散（度来林）等代表的儿童药系列产品群将有望凭借品牌优势抢占童药大市场。

图表16. 2014年公司产品在零售市场格局

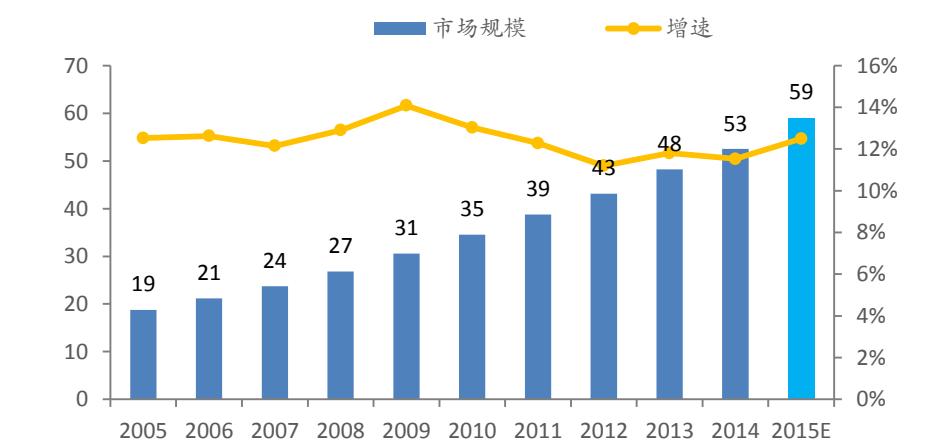


(资料来源：南方医药经济研究所数据库、广证恒生)

3.1 “瑞芝清”品牌蒂固：借力瑞芝清品牌有望延续尼美舒利神话

儿童解热镇痛类是儿科急诊最常见的用药品种，发热是儿童常见的症状和就医原因，据统计在小儿急诊留观和住院者中，发热占第一位，预计2015年市场规模达到59亿元，同比增长12.5%。

图表17. 国内儿童解热镇痛药市场持续扩容（亿元）



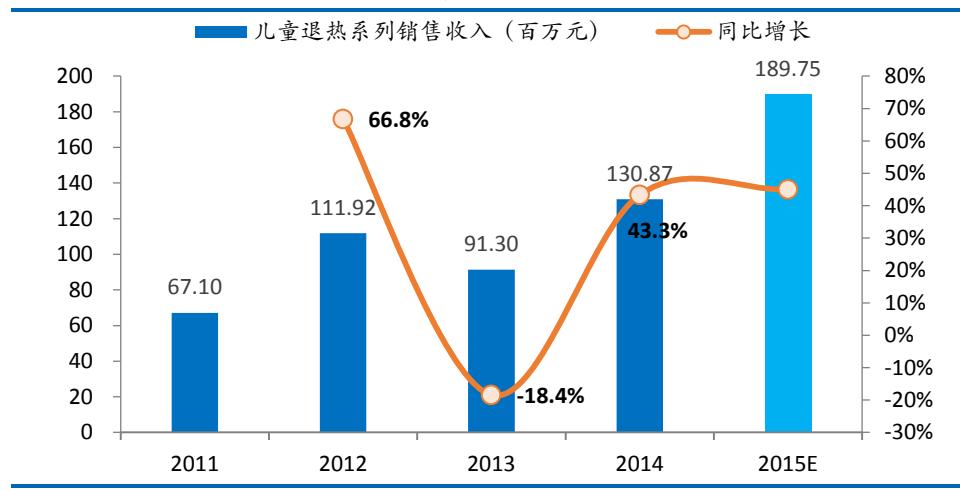
(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

由于公司在儿童用药领域的深耕运作，尼美舒利（瑞芝清）曾经是市场上唯一能跟强生的美林抗衡的解热镇痛类儿童药，2009年市场份额达18.20%。事件之后，尽管尼美舒利逐渐退出儿童领域的舞台，但是瑞芝清的品牌影响力丝毫不减，市场上已经形成“瑞芝清=儿童退烧药”的观念。

公司分别从康恩贝、沈阳康芝、佛山康臣手中买了布洛芬（小瑞芝清）、对乙酰氨基酚（瑞芝清）、退

热贴(瑞芝清)形成了儿童解热镇痛系列产品,公司退热系列产品借力瑞芝清的已有知名度继续做大做强。公司过去2年业绩明显回暖,2014年,解热镇痛系列创收1.3亿,增速达43%。

图表18. 儿童退热系列产品增长 (单位: 百万元)

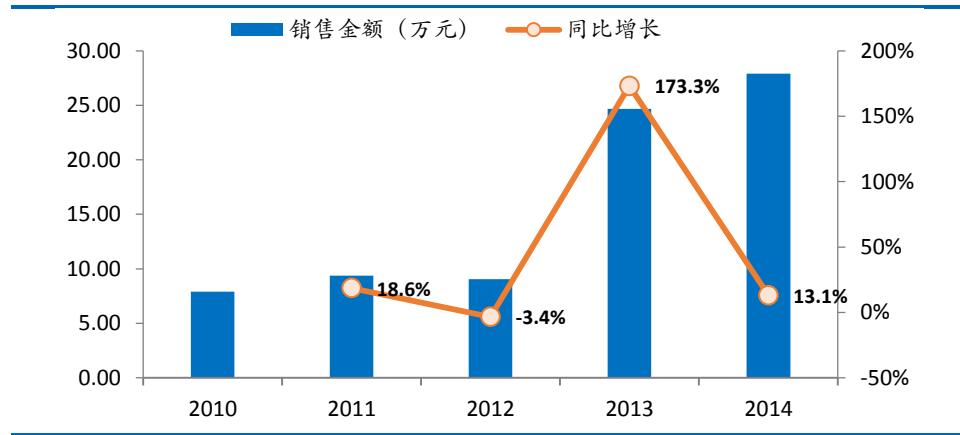


(资料来源: 公司公告、广证恒生)

布洛芬(小瑞芝清)是国内解热镇痛药市场上的主力军之一,是WHO和FDA唯一共同推荐的儿童退烧药,在解热镇痛领域使用最为广泛。公司的布洛芬采用小瑞芝清作品牌名推广,是公司儿童退热系列的拳头产品,主要竞争对手是外资品牌强生的美林(布洛芬混悬滴剂)。公司2011年买断了康恩贝的独家代理权,因此凭借独家代理与自产产品双轮驱动的运营模式,销售增长稳健。

对乙酰氨基酚(瑞芝清)是公司2011年从沈阳延风制药买入的品种,竞争对手主要是施贵宝的儿童百服咛,公司借用瑞芝清的品牌推广,和原有的强大的渠道销售能力,公司乙酰氨基酚(瑞芝清)有望迅速填补尼美舒利的市场空缺,延续尼美舒利的神话。从南方医药经济研究所公布的城市零售市场样本数据看,2013-14年,公司对乙酰氨基酚的销售明显复苏,在2013年173%复苏性高增长之后,2014年维持了13%的持续增长。

图表19. 城市零售药品-对乙酰氨基酚-年度销售趋势



(资料来源: 南方医药经济研究所、广证恒生)

2014年1月,公司退热系列又添一强将,退热贴(瑞芝清)获得医疗器械注册证,退热贴属I类医疗器械,具有清凉散热,物理降温的作用,适用于患者发热的辅助治疗及应急物理降温,比药物治疗更安全。预计经过2014年的市场培育,2015年有望为公司贡献利润。

3.3 “金立爽”品牌度提升: 氨金黄敏颗粒市场放量在望

儿童感冒用药是儿童用药中第二大的用药品类,市场规模连年增长,预计2015年预计可以达到78亿



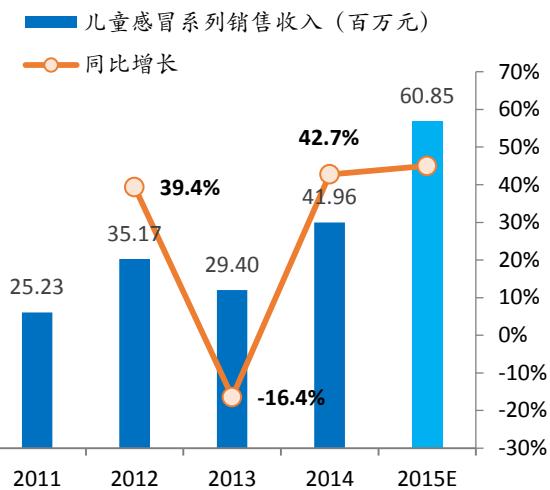
亿，同比预计增长 13%。大市场有利于公司儿童感冒药大规模品种的诞生。公司儿童感冒系列 2014 年恢复高增速，创收 4196 万，增速达 42.7%，预计公司未来有望维持高速增长。

图表20. 国内儿童感冒用药规模连年增长 (亿元)



(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

图表21. 儿童感冒系列产品增长 (百万元)



(资料来源：公司数据、广证恒生)

氨金黄敏颗粒（金立爽）是公司儿童感冒系列的先锋产品，适应症广，能治疗各种感冒症状。公司买断海南百信的独家代理权，成为氨金黄敏市场上的有力竞争者，2011 年销售额突破 4000 万元。2013 年金立爽品牌荣获国家卫计委主管的最具影响的全国性卫生行业报——《健康报》所颁发的“放心药”大奖，品牌知名度与影响力得到进一步的提升，随着自主生产的产品上市，加上独家代理的优势，金立爽有望在短期内大放量，预计 2014-2016 年的复合增长率高达 30% 以上。

图表22. 金立爽销售额有望放量 (百万元)

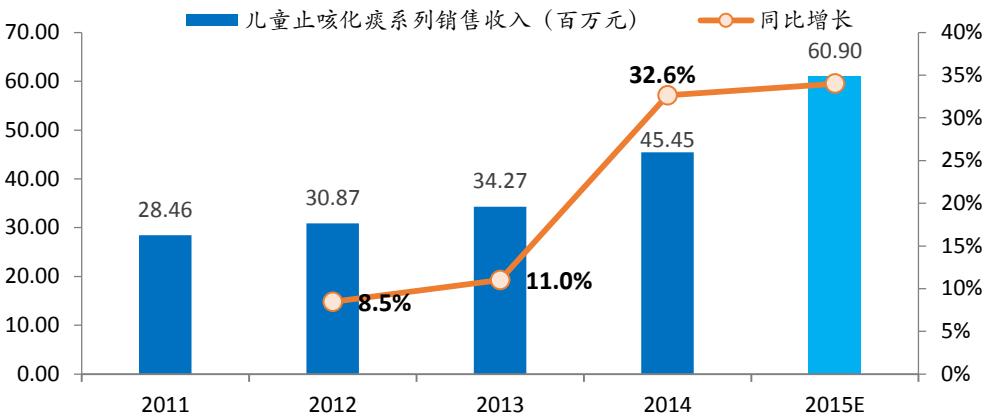


(资料来源：公司公告、广证恒生)

3.4 “康芝松”代表的止咳化痰系列恢复高增长

公司儿童止咳化痰系列主要包括止咳橘红颗粒（康芝松）、羧甲司坦颗粒（金畅）、小儿麻甘颗粒（康芝）、小儿咳喘灵颗粒（康芝）、小儿止咳糖浆（康芝）等。2014 年，公司止咳化痰系列创收 4545 万，增速达 33%。

图表23. 儿童止咳化痰系列产品增长 (单位：百万元)



(资料来源：公司公告、广证恒生)

康芝松（止咳橘红颗粒），公司着力打造将其打造为中成药系列止咳的第一品牌，因其拥有地道药材成分，选用正宗化州橘红，纯天然植物药，止咳化痰能力强，安全性好，效果明显。从南方医药经济研究所公布的零售市场样本数据看，13-14年，康芝松的销售复苏明显，在2013年达99%复苏性高增长的基础上，2014年继续维持了6.7%的增长。

图表24. 城市零售药品-止咳橘红颗粒-年度销售趋势

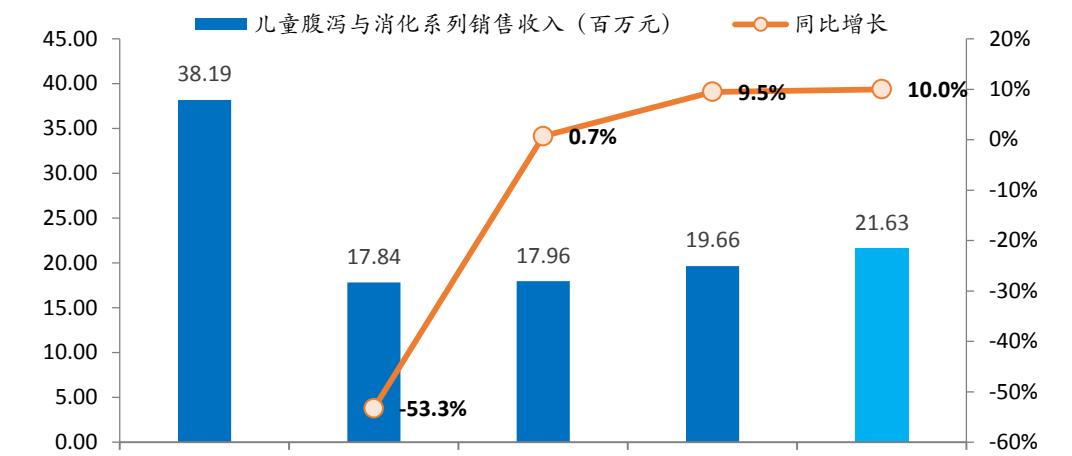


(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

3.5 “度来林” 鞣酸蛋白酵母散：腹泻与消化系列业绩复苏

儿童腹泻与消化系列，包括鞣酸蛋白酵母散（度来林），鞣酸蛋白散（小度来林），小儿腹泻散、乳酸菌素颗粒等。公司12-13年因为产品定位以及公司销售整顿等问题，腹泻系列产品略有下滑。2014年，销售开始复苏，打破了负增长的格局，创收1966万，增速为9.5%，预计今后能平稳增长。

图表25. 儿童腹泻与消化系列产品增长（单位：百万元）



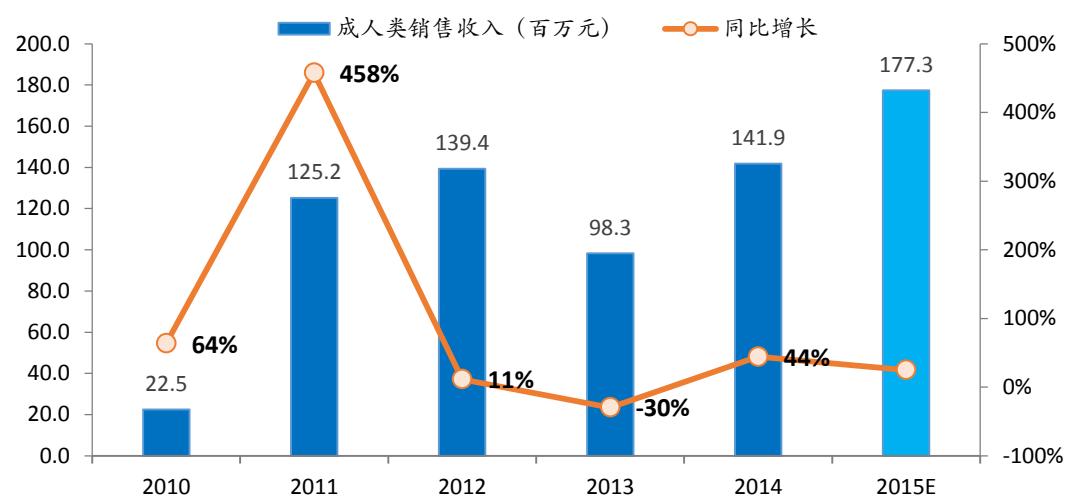
(资料来源：公司公告、广证恒生)

公司儿童腹泻与消化系列中，以“度来林（鞣酸蛋白酵母散）”为拳头品种，度来林是止泻类非处方药，用于儿童肠炎或消化不良引起的腹泻。市场上同类竞争产品主要是妈咪爱和思密达。适用于肠炎及消化不良而引起的腹泻。因其主要成分不参与血液循环，被誉为最安全的儿童止泻药。

4. 成人药力撑业绩增长，产品线不断丰富

公司过去几年，成人药力撑业绩增长，业绩逐步复苏，2014年成人药创收1.4亿，增幅44%，占公司销售收入的34%，预计2015年成人药类维持20%左右的增幅。

图表26. 成人类系列产品销售增长 (单位: 百万元)



(资料来源：公司公告、广证恒生)

4.1 成人药系列以妇科中成药为特色

除儿童药以外，近年来公司还从河北康芝、北京顺鑫祥云、沈阳康芝收购了一系列成人药批文，极大地丰富了公司的产品线，其中以妇科中成药品种为特色，如调经养血类的贞蓉丹合剂、妇科调经颗粒和益气养元颗粒，用于妇科炎症的复方氯霉素阴道泡腾片等。根据WHO公布数据显示，中国妇科患病率为40%，患病人群近2.8亿，且妇科疾病往往需要长期用药，市场需求大。随着国家基本药物工作的深入推进，新农合作为医药市场的新领域，公司以妇科为特色的成人药产品群的增长具有良好保障和空间。

图表27. 公司成人药品种以及基本信息

类别	产品名称	剂型	主要用途
妇科药	贞蓉丹合剂	溶液	养血，补益肝肾，滋阴养神。适用于中老年妇女因肝肾不足，气血不调所致的腰膝酸软，神疲乏力，烦躁易怒，失眠健忘，精神不振，头昏耳鸣。
	妇科调经颗粒	颗粒	养血，调经，止痛。用于月经量少、后错，经期腹痛。
	复方氯霉素阴道泡腾片	片剂	杀菌、抗炎作用。能促进阴道上皮细胞的增生，用于各种阴道炎、宫颈糜烂和宫颈炎。
	益气养元颗粒	颗粒	益气补血，养心安神。用于气血两亏引起的头晕目眩，精神恍惚，肢体倦怠，气短自汗，心悸失眠，病后及产后体虚，月经过多。
感冒药/清热解毒	柴黄清热颗粒	颗粒	疏风透表，清热解毒。用于外感风热或时疫瘟邪引起的恶寒高热，头痛眩晕，肢体酸痛，咽喉肿痛，烦躁口渴，口苦喜呕。
	感冒清热颗粒	颗粒	疏风散寒，解表清热。用于风寒感冒，头痛发热，恶寒身痛，鼻流清涕，咳嗽咽干。
	热炎宁颗粒	颗粒	清热解毒。用于外感风热、内郁化火所致的风热感冒，发热，咽喉肿痛，口苦咽干，咳嗽痰黄，尿黄便结；急性咽炎、急性支气管炎见上述证候者。
	菌痢平片	片剂	清热解毒，化滞止痢。用于肠胃食滞，寒热凝结引起的赤白痢疾，脓血相杂，里急后重，腹痛下坠，不思饮食，身体倦怠，恶心呕吐。
	板蓝根颗粒	颗粒	清热解毒，凉血利咽。用于肺胃热盛所致的咽喉肿痛、口咽干燥；急性扁桃体炎见上述证候者。
止咳祛痰	强力枇杷露	溶液	养阴敛肺，止咳祛痰。用于支气管炎咳嗽。
	止咳橘红颗粒	颗粒	清肺，止咳，化痰。用于痰热阻肺引起的咳嗽痰多，胸满气短，咽干喉痒。
	麻杏止咳糖浆	溶液	止咳，祛痰，平喘。用于支气管炎咳嗽及喘息。
清咽喉	康芝牌橘红含片	片剂	清咽润喉（清咽）
	清喉咽合剂	溶液	养阴清肺，利咽解毒。用于阴虚燥热、火毒内蕴所致的咽部肿痛、咽干少津、喉核肿大；急性扁桃体炎、咽峡炎见上述证候者。
镇痛/抗炎/抗感染/抗生素类	尼美舒利缓释片	片剂	急性上呼吸道感染，关节炎，痛经，骨关节炎，风湿性关节炎
	尼美舒利颗粒	颗粒	呼吸道感染，痛经，上呼吸道感染，类风湿性关节炎，骨关节炎，
	阿司匹林片	片剂	用于抑制血小板聚集，减少动脉粥样硬化患者的心肌梗塞，暂时性脑缺血或中风发生率。
	磷霉素钙甲氧苄啶胶囊	胶囊	用于革兰阳性菌和革兰阴性菌所引起的各种感染性疾病。
	诺氟沙星胶囊	胶囊	适用于敏感菌所致的尿路感染、淋病、前列腺炎、肠道感染和伤寒及其他沙门菌感染。

注射用头孢西丁钠	溶液	，上下呼吸道感染，泌尿道感染包括无并发症的淋病，腹膜炎以及其他腹腔内、盆腔内感染，败血症（包括伤寒），妇科感染，骨、关节软组织感染，心内膜炎由于本品对厌氧菌有效及
注射用硫酸头孢匹罗	溶液	下呼吸道感染（支气管肺炎及大叶性肺炎）。合并上（肾盂肾炎）及下泌尿道感染。皮肤及软组织感染（蜂窝织炎，皮肤脓肿及伤口感染）。中性粒细胞减少患者
注射用头孢米诺钠	溶液	1. 呼吸系统感染：扁桃体炎、扁桃体周围脓肿、支气管炎、细支气管炎、支气管扩张症（感染时）、慢性呼吸道疾患继发感染、肺炎、肺化脓症。2. 泌尿系统感染：肾盂肾炎、膀
注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠	溶液	1) 上、下呼吸道感染；2) 上、下泌尿道感染；3) 腹膜炎、胆囊炎、胆管炎和其他腹腔内感染；4) 败血症；5) 脑膜炎；6) 皮肤和软组织感染；7) 骨骼及关
注射用头孢他啶	溶液	敏感革兰阴性杆菌所致的败血症、下呼吸道感染、腹腔和胆道感染、复杂性尿路感染和严重皮肤软组织感染等。对于由多种耐药革兰阴性杆菌引起的免疫缺陷者感染、医院内感染以及革兰阴性菌或铜绿假单胞菌所致中枢神经
注射用头孢他啶他唑巴坦钠(3:1)	溶液	呼吸道感染,下呼吸道感染,生殖道感染,肺炎,败血症,子宫内膜炎,
头孢氨苄甲氧苄啶胶囊	胶囊	耐青霉素的葡萄球菌 链球菌 肺炎球菌 大肠杆菌等的感染。
头孢拉定胶囊	胶囊	敏感菌所致的急性咽炎、扁桃体炎、中耳炎、支气管炎和肺炎等呼吸道感染、泌尿生殖道感染及皮肤软组织感染等。本品为口服制剂，不宜用于严重感染。
伊曲康唑分散片	片剂	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
醋酸曲安奈德注射液	溶液	各种皮肤病、过敏性鼻炎、关节痛、支气管哮喘、肩周炎、腱鞘炎、滑膜炎、急性扭伤、类风湿性关节炎等。
曲安奈得注射液	溶液	骨关节炎,接触性皮炎,支气管哮喘
神经	复方咖磷颗粒	植物神经功能紊乱,神经衰弱
胃溃疡	奥美拉唑肠溶胶囊	胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡、反流性食管炎和卓-艾综合征（胃泌素瘤）。

(资料来源：公司资料、广证恒生)

4.2 瑞芝清品牌坚不可摧，尼美舒利风雨过后再现雄风

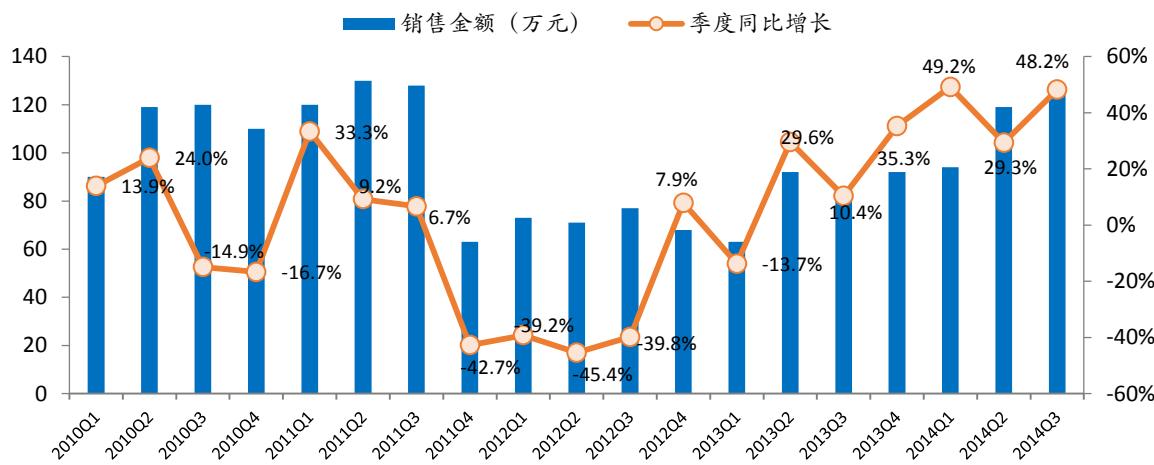
公司曾是“单打冠军”，凭借尼美舒利颗粒（瑞芝清）这一单一的产品主导儿童解热镇痛药的天下，2010年尼美舒利的销售额已经突破2亿元，高歌猛进。由于2011年“尼美舒利事件”的风波袭击，SFDA修改尼美舒利的适应症，尼美舒利失儿童战场，进入成人药领域奋战，但尼美舒利经过短暂一年的时间就迅速站起，2012-2013年营收再次恢复到亿元规模，雄风再现，依然坚挺。

根据南方医药经济研究所公布的城市公立医院样本数据，公司尼美舒利2013年以来每季度均稳健增



长，2014年表现优秀，同比增速超过30%。

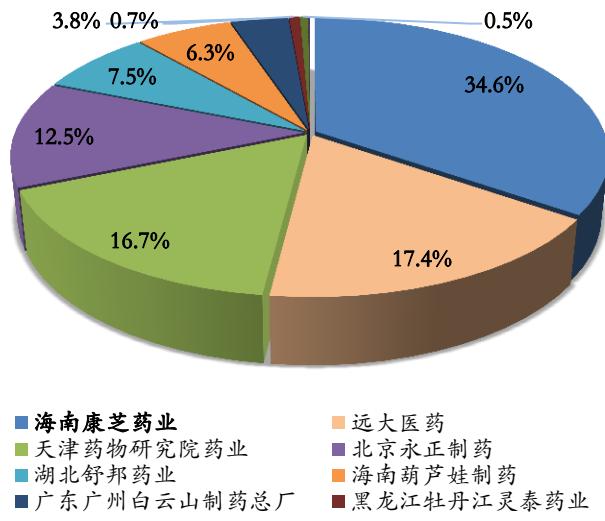
图表28. 城市公立医院-海南康芝尼美舒利-季度销售数据



(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

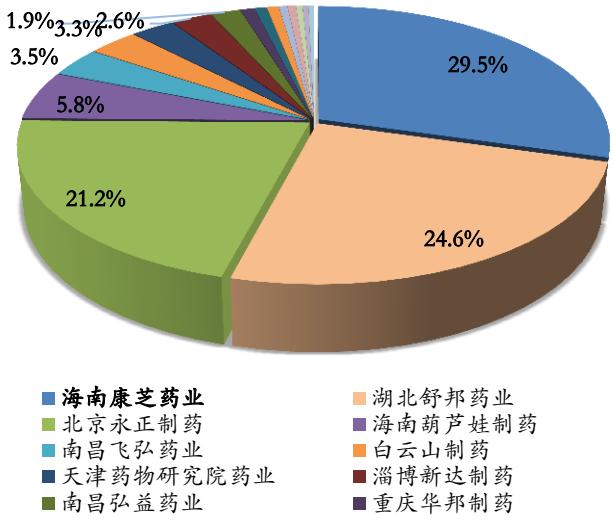
从尼美舒利的竞争格局看，城市公立医院样本数据和县级公立医院样本数据，均显示公司康芝药业市场份额占有率最大，占领了1/3的市场份额，分别为34.6%和29.5%。

图表29. 城市公立医院-尼美舒利竞争格局



(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

图表30. 县级公立医院-尼美舒利竞争格局



(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

我们认为，尼美舒利的成功是其不灭的核心竞争力与十年深耕的渠道优势双轮驱动的结果。首先，由于公司在儿童药领域的精耕细作，瑞芝清品牌已成为解热镇痛药的代名词，尽管12岁以下儿童禁用尼美舒利，但12岁以上儿童以及成人市场仍有广大空间，凭借瑞芝清的品牌知名度与尼美舒利的优异药效，尼美舒利的核心竞争力依旧坚韧。另外，公司在第三终端的十年深耕，渠道优势力保广阔市场，有效助力尼美舒利迅速恢复。

5. 十二年磨一剑，终成第三终端渠道霸主

公司是业内最早进入第三终端市场的药企之一，长达十二年的深耕加上创新的独门销售模式，公司已经成为第三终端的渠道霸主。



5.1 十二年深耕细作第三终端市场，先发优势逼人

第三终端是广大农村药品销售市场和城镇居民社区药品销售市场，该终端消费者具有对品牌忠诚度高、对价格药效敏感的特点。而公司于 2002 年开始瞄准第三终端市场，是行业内最早进入第三终端的药企之一，至今公司在第三终端市场的营销推广已长达十二年，在全国拥有近千家代理商和超过 3 万个销售终端，先发优势让公司构建起了排挤对手的渠道壁垒。深入基层的品牌推广策略，使得公司瑞芝清品牌在第三终端市场的认可度极高，即使受到尼美舒利事件影响，公司销售人员和代理商数量也并没有流失，公司在第三终端的渠道优势毋容置疑，力保公司业绩企稳。

5.2 两大“独门武器”，奠定渠道霸主

在第三终端市场领域，公司通过合作代理模式与买断经营模式两大独门武器，奠定了其渠道霸主的地位。

5.2.1 合作代理模式，打造专业化代理，巧妙构建渠道壁垒

公司创新的合作代理模式，以三招打造专业化代理，巧妙构建渠道壁垒。(1) 销售架构扁平化，减少代理层级。公司摒弃金字塔式的多层代理架构，而只采用一级经销商的扁平化模式，层级的缩减一方面为经销商创造了更大的利润空间，从而极大地调动了经销商的积极性；另一方面将渠道存货和终端消化实现紧密联系，便于物流追踪，既降低成本又能控制渠道运行质量。(2) 联结经销商，构成利益共同体。公司的经销商具有规模小、区域性强的特点，因此公司采取与经销商捆绑式发展的利益共同体模式，形成长期互惠互利的发展态势，一方面以高批零价差让利给中小经销商，另一方面长期为中小经销商提供技术和业务支持，从而提高服务质量。(3) 管理全面精细化，精确掌控市场信息。公司对营销人员采取精细化的分工管理，各司其职提高运营效率。如代理商负责终端销售，而市场推广人员只负责渠道的信息收集，并挖掘、培训优质的代理商，通过优胜劣汰的竞争方式激励代理商。市场营销人员需要分析市场销售信息，压缩渠道存货，发现并处理订货量的异动，同时运用先进技术检测市场流通的药品。

5.2.2 买断经营模式，发挥营销网络优势，降低产品风险

公司的买断经营模式，充分发挥公司营销网络优势，降低产品市场风险。一方面，公司擅于挖掘极具市场潜力却缺乏销售能力的现有品牌，买断其代理权，以康芝营销（公司全资子公司）为长期全国独家代理经销商，利用公司自有的营销网络和品牌优势，进行市场推广和销售，弥补了公司自有开发产品的不足。另一方面，公司积极获取买断代理产品的长期委托生产许可，受委托生产策略不仅能够保障产品经营，而且有利于进行相关药品的研发。因此，全国独家代理与受委托生产两大策略，迅速给公司盈利补血。

6. 致力于儿童大健康的发展战略及投资建议

6.1 公司发展战略清晰深谋远虑、外延扩张提速

公司致力于儿童健康事业，在产品和产业上的发展战略思路清晰深谋远虑，始终坚持以科技为动力，制度为保障，市场为导向，利用已兼并收购企业的产品，做大做强企业，谋求长远发展。按照公司年报披露的发展战略，公司在形成完整的儿童药产品群后，将继续通过兼并收购、与国内外先进儿童药企和科研单位合作等方式，向儿童健康有关的保健品、医疗器械等领域扩张，实现儿童大健康产业的构想。此外公司将全力打造儿童药的品牌，力争做中国儿童健康事业的领头羊企业。而公司近年来的兼并收购动作也证明了外延扩张，做大做强企业的决心。

图表31. 公司 2010-2015 年并购事件

时间	并购事件	目的&结果
----	------	-------

2015.1.23	1800 万元购买中国科学院上海巴斯德研究所一项“治疗病毒疾病的成分和方法”专利技术的全球专利申请权、专利所有权。	丰富公司在儿童抗病毒领域专有技术的储备。通过研发合作，有望研制出适应于儿童手足口病的专用抗病毒药物。
2014.9.9	总投资 19 亿，在广东肇庆高新区建设“康芝工业园项目”，控股股东宏氏投资拟在该区投资建设“宏氏大健康产业项目”	推动公司生产基地的区域合理布局，推进公司内部产品资源的整合，合理调配各生产基地产能，有效合理降低经营成本，发挥产品资源整合优势和生产效益，提升企业综合竞争实力
2014.8.18	3841 万元收购广东元宁制药股份有限公司 100% 股权	获得新品种“健儿乐颗粒”和“稚儿乐颗粒”，丰富儿童药品品类，完善公司的产品结构布局。
2011.9.7	7300 万元独家受让海南国瑞堂制药有限公司的 1 类新药“注射用头孢他啶他唑巴坦钠(3: 1)”技术	获得新药“注射用头孢他啶他唑巴坦钠(3: 1)”技术，提高公司盈利能力。
2011.8.19	1.6 亿收购维康医药集团沈阳延风制药有限公司 100% 股权	获得延风制药多个儿童用药，如“氨金黄敏颗粒属复方制剂”，以及 54 个药品批准文号，这些药品在消费者的认知度高。有利于提高公司的知名度。
2011.6.15	8,000 万元竞购河北天合制药集团有限公司整体资产及设立全资子公司承接其资产项目	迅速进入女性滋阴补肾等多个非处方药品市场领域，通过自身全国销售渠道网络优势，推广天合制药的产品，以满足消费者不同的需求，有利于公司把握市场发展趋势，拓宽业务范围，促进产品的创新，增强公司综合竞争力。
2010.12.11	9264.64 万对北京顺鑫祥云药业增资，完成后，公司持有北京顺鑫祥云药业有限责任公司 51% 的股权	促进公司与祥云药业资源整合的协同效应，使项目实施的价值创造效应得以实现，为公司建立更大的市场竞争优势。

(资料来源：公司资料、广证恒生)

1) 收购沈阳、河北两大生产基地，产品线不断完善 2011 年公司收购了沈阳康芝和河北康芝，丰富了公司产品线，目前沈阳康芝产能火力全开，旗下拳头产品氨金黄敏颗粒顺利实现扩产。河北康芝拥有贞蓉丹合剂，对改善中老年妇女更年期综合症效果良好，在逐步推向市场的同时，生产能力也正在进行扩能改造，今年有望形成贞蓉丹合剂的产业化。

2) 收购新专利，瞄准手足口病大市场 2015 年 1 月，公司向中国科学院上海巴斯德研究所购买一项“治疗病毒疾病的成分和方法”专利技术，并与其展开研发合作，研制适应于儿童手足口病的专用抗病毒药物。

目前，手足口病专药市场一片空白，既无专门疫苗防治、亦无特效药物治疗。据卫生部最新统计，截止至 2013 年，全国累计报告手足口病病例超 182 万，死亡人数为 252 人。2011、2012、2013 连续三年，手足口病占全年丙类传染病第一位，年均病例占比超 55%，年均死亡人数占比超 92%。手足口病患病规模连年居首，专药市场容量巨大，若公司在该领域的研发有所突破，不仅能分羹手足口病的大市场，且有望成为该领域的龙头霸主。

3) 打造“康芝工业园”，布局儿童大健康产业 2014 年 9 月，公司与肇庆高新区招商投资局签署《工业项目投资协议》，拟投资建设康芝工业园，该工业园定位为医药生产、研发、仓储、营销、办公为一体的综合性基地，分两期建设，目前公司拟使用超募资金 2.2 亿元投建项目（一期），一期主要建设研究院、仓储物流中心、综合制剂车间、办公楼等。

该项目的建成，将有利于公司的可持续发展，在销售效率、物流便利、人才吸纳以及研发能力等方面将有大幅度提升，进一步增强公司的核心竞争力，实现产能与市场的有机结合，打造全国性的现代化大型制药企业。另外，该项目的落实，也为控股股东宏氏投资拟建设“宏氏大健康产业项目”奠定基础，未来有



望布局儿童大健康产业。

6.2 投资建议

1) **公司业绩企稳复苏**，公司 2014 年实现营业总收入 4.085 亿元，同比增长 32%，实现归母净利润 5908 万元，较上年增长 297.8%；基本每股收益 0.197 元。过去几年，公司营收波动较大，2010 年受“尼美舒利事件”冲击，导致 2011 年业绩大幅下滑，出现亏损。近三年来公司业绩逐步复苏，原因是尼美舒利事件后，公司迅速调整业务结构，收购品种丰富产品线，如今已形成了以儿童药产品为主、以成人药为辅多层次产品线结构。2) **员工股权计划有望极大地激励员工推动公司经营业绩的增长，提升公司价值**。2015 年 2 月，公司发布第一期员工持股计划，规模约 7200 万，其中员工自筹资金 1800 万、控股股东提供借款支持 5400 万。我们认为股权激励计划将锁定公司高管、核心员工与中小股东利益的一致性，推动公司员工将公司做强做大的决心。3) **儿童大健康发展战略清晰，外延扩张富有想象力**，公司资金充裕，仍有超募资金 8.8 亿，为其外延式扩张提供强有力后盾。4) 我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.29、0.38、0.45 元，对应 87、66、56 倍 PE。目前公司盈利能力处于全面复苏期，考虑到公司外延扩张想象空间巨大，给予“强烈推荐”评级。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1272.83	1701.59	2144.61	2691.05	经营活动现金流	73.93	114.37	148.30	230.23
现金	1043.73	1384.65	1792.06	2235.80	净利润	58.60	85.69	113.41	133.19
应收账款	25.64	34.02	44.03	54.93	折旧摊销	48.14	76.95	93.98	113.39
其它应收款	29.64	43.97	51.30	67.56	财务费用	-27.68	-20.46	-3.65	14.42
预付账款	20.12	57.38	42.93	82.22	投资损失	-2.20	-2.20	-2.20	-2.20
存货	53.98	70.76	90.22	112.03	营运资金变动	-22.48	-25.60	-53.24	-28.58
其他	99.71	110.80	124.06	138.51	其它	19.55	0.00	0.00	0.00
非流动资产	654.35	775.31	920.98	1068.62	投资活动现金流	-45.13	-195.71	-237.46	-258.83
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-13.12	130.04	145.67	147.64
固定资产	337.39	403.94	480.52	556.21	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	248.09	308.86	379.47	452.22	其他	-58.25	-65.67	-91.78	-111.19
其他	68.87	62.51	60.99	60.20	筹资活动现金流	-28.00	22.46	3.65	-14.42
资产总计	1927.17	2476.90	3065.60	3759.67	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	86.86	548.89	1024.17	1585.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	399.80	892.72	1379.47	其他	-28.00	22.46	3.65	-14.42
应付账款	24.57	37.86	41.74	57.10	现金净增加额	0.80	-58.87	-85.51	-43.02
其他	62.29	111.23	89.72	148.48					
非流动负债	11.57	5.14	5.14	5.14	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	11.57	5.14	5.14	5.14	营业收入增长率	0.32	0.33	0.29	0.25
负债合计	98.43	554.03	1029.31	1590.19	营业利润增长率	1.77	0.52	0.35	0.19
少数股东权益	82.63	82.14	81.66	81.18	归属于母公司净利润	2.98	0.46	0.32	0.17
归属母公司股东权益	1746.12	1832.29	1946.18	2079.86	盈利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	1927.17	2468.46	3057.16	3751.23	毛利率	0.52	0.53	0.53	0.54
					净利率	0.14	0.16	0.16	0.15
利润表	2014	2015E	2016E	2017E	ROE	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	408.54	541.99	701.46	875.14	ROIC	0.02	0.03	0.04	0.04
营业成本	195.99	256.89	327.56	406.72	偿债能力				
营业税金及附加	4.97	5.42	7.01	8.75	资产负债率	0.05	0.22	0.34	0.42
营业费用	61.05	73.17	91.19	113.77	净负债比率	0.00	0.21	0.44	0.64
管理费用	99.61	113.82	126.26	148.77	流动比率	14.65	3.10	2.09	1.70
财务费用	-27.68	-20.46	-3.65	14.42	速动比率	14.03	2.97	2.01	1.63
资产减值损失	7.61	10.10	13.07	16.31	营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.21	0.25	0.25	0.26
投资净收益	2.20	2.20	2.20	2.20	应收账款周转率	0.06	0.06	0.06	0.06
营业利润	69.18	105.26	142.21	168.59	应付账款周转率	8.23	8.23	8.23	8.23
营业外收入	16.12	12.00	12.00	12.00	每股指标(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	6.33	3.00	3.00	3.00	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.29	0.38	0.45
利润总额	78.98	114.26	151.21	177.59	每股经营现金流(最新)	0.25	0.38	0.49	0.77
所得税	20.38	28.56	37.80	44.40	每股净资产(最新摊)	6.10	6.38	6.76	7.20
净利润	58.60	85.69	113.41	133.19	估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48	P/E	75.18	87.35	66.09	56.31
归属母公司净利润	59.08	86.17	113.89	133.68	P/B	2.54	4.11	3.87	3.62
EBITDA	101.02	172.84	244.26	308.79	EV/EBITDA	34.45	38.34	27.48	21.87
EPS(摊薄)	0.20	0.29	0.38	0.45					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。