

运筹帷幄—深度布局儿童大健康产业

2015. 05. 13

强烈推荐 (维持)

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

现价：35.9
 目标价：60
股价空间：40%

投资观点：

近日我们研读了公司近期披露的调研记录，并调研了公司经营情况以及战略发展规划，观点如下：

● **完整布局儿童药六大系列产品群，重拳为儿童量身定制新剂型**公司全方位布局了儿童药六大系列，打造了退热系列-瑞芝清，感冒系列-金立爽、止咳系列-康志松、腹泻系列-度来林等品牌。国内儿童药紧缺，我国 3500 多种化学药品制剂中，供应儿童专用的药品不足 60 种，90% 的药品无适用于儿童剂型。因此，儿童用药几乎都是按照“酌情酌量使用”“根据医生指导使用”，约 50% 以成人剂量减半给儿童服用。目前儿童不合理用药高达 12%~32%，对儿童健康造成严重威胁，儿童药物不良反应率是成人的 2 倍，不良反应发生率约 12.9%，新生儿更高达 24.4%。因此，公司重拳研发儿童服用更方便、依从性更好的新剂型、新剂量（儿童需要根据体重给药），为公司的儿童品种提升竞争力，如开发申请了布洛芬颗粒（0.1g）、对乙酰氨基酚口服混悬液、氢溴酸右美沙芬膜剂等。

● **不局限于儿童药，专注儿童大健康，想象空间巨大**公司披露在形成完整的儿童药产品群之后，将通过兼并收购、与国内外先进儿童药生产企业和科研单位合作等方式，向与儿童健康有关的保健品、医疗器械等领域扩张，从而实现儿童大健康产业的构想。儿童药以外的儿童大健康领域空间极大，婴儿出生到成人十几年过程中有其独特的健康需求，所有成人版的医疗器械与保健品，若经过改造专为儿童量身定制，极有想象力。公司 14 年 2 月份取得儿童退热贴的医疗器械注册证，事实上已经走了第一步。

● **2015Q1 业绩虽波动，但有望完成全年计划**公司一季度业绩亏损 379 万，业绩波动较大，主要受整个行业一季度不景气和行业政策多变的影响，以及市场竞争激烈等因素，二季度公司加强了应对措施，业绩预计有望改善。15 年原计划实现超 8000 万净利润，超 30% 的增速依然有望顺利完成。

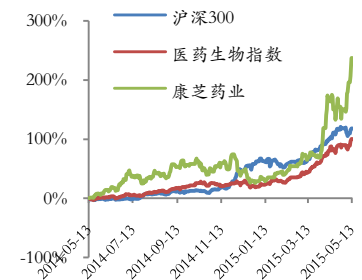
● **盈利预测与估值：**我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.29、0.38、0.45 元，对应 87、66、56 倍 PE。目前公司盈利能力处于全面复苏期，考虑到公司外延扩张想象空间巨大，儿童大健康战略布局周全清晰，给予“强烈推荐”评级，上调半年目标价至 60 元。

● **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

医药生物行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
康芝药业	26.77	98.73	110.92
医药生物	11.22	38.10	62.07
沪深 300	9.28	31.23	85.03

基本资料

总市值 (亿元)	103 亿
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%

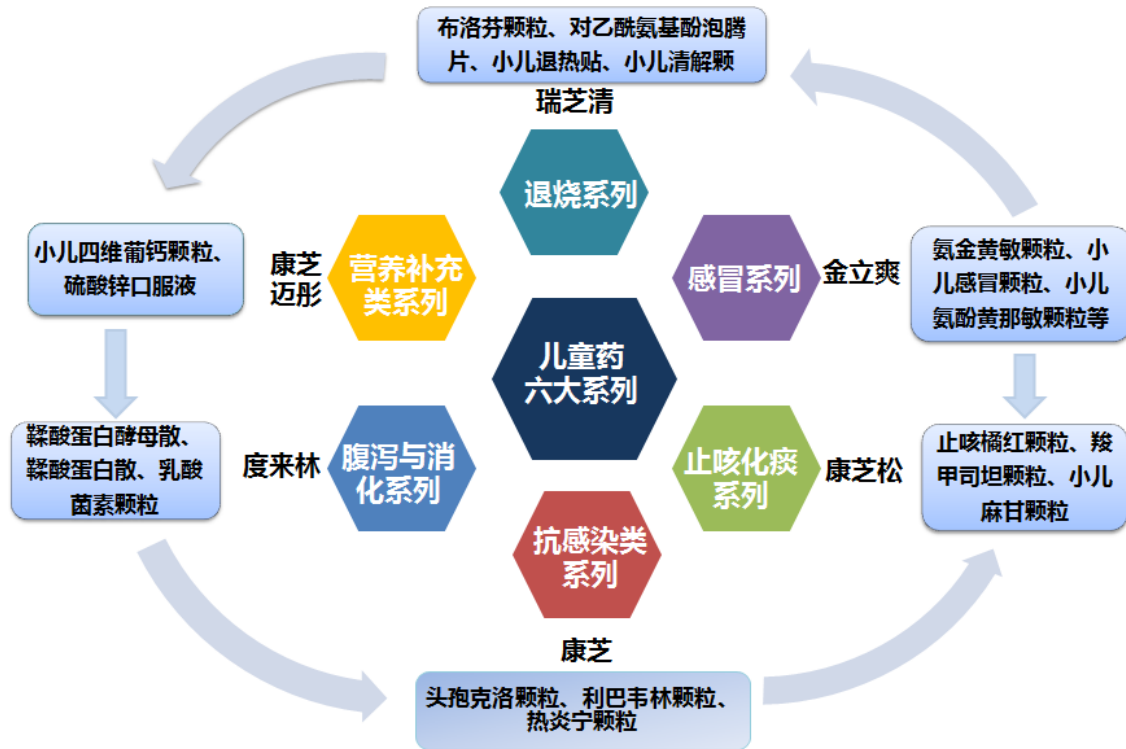
相关报告

广证恒生-康芝药业 (300086) - 深度报告-专注儿童大健康的复苏转型期黑马-2015.5.6

公司完整布局儿童药六大系列产品群

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。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。

图表1. 公司儿童药六大系列产品群



(资料来源：公司公告、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）、小儿咳嗽灵颗粒（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。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2014	2015E	2016E	2017E		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	获利能力	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
					ROE	0.03	0.05	0.06	0.06
					ROIC	0.02	0.03	0.04	0.04
					偿债能力				
					资产负债率	0.05	0.22	0.34	0.42
					净负债比率	0.00	0.21	0.44	0.64
					流动比率	14.65	3.10	2.09	1.70
					速动比率	14.03	2.97	2.01	1.63
					营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
					总资产周转率	0.21	0.25	0.25	0.26
					应收账款周转率	0.06	0.06	0.06	0.06
					应付账款周转率	8.23	8.23	8.23	8.23
					每股指标 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
					每股收益(最新摊薄)	0.20	0.29	0.38	0.45
					每股经营现金流(最新)	0.25	0.38	0.49	0.77
					每股净资产(最新摊)	6.10	6.38	6.76	7.20
					估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/E	75.18	87.35	66.09	56.31
					P/B	2.54	4.11	3.87	3.62
					EV/EBITDA	34.45	38.34	27.48	21.87
利润表	2014	2015E	2016E	2017E					
营业收入	408.54	541.99	701.46	875.14					
营业成本	195.99	256.89	327.56	406.72					
营业税金及附加	4.97	5.42	7.01	8.75					
营业费用	61.05	73.17	91.19	113.77					
管理费用	99.61	113.82	126.26	148.77					
财务费用	-27.68	-20.46	-3.65	14.42					
资产减值损失	7.61	10.10	13.07	16.31					
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00					
投资净收益	2.20	2.20	2.20	2.20					
营业利润	69.18	105.26	142.21	168.59					
营业外收入	16.12	12.00	12.00	12.00					
营业外支出	6.33	3.00	3.00	3.00					
利润总额	78.98	114.26	151.21	177.59					
所得税	20.38	28.56	37.80	44.40					
净利润	58.60	85.69	113.41	133.19					
少数股东损益	-0.48	-0.48	-0.48	-0.48					
归属母公司净利润	59.08	86.17	113.89	133.68					
EBITDA	101.02	172.84	244.26	308.79					
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。