

**专注儿童大健康产业的领头羊**

2015. 05. 22

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:**

- 校办国有企业, 子公司达因药业聚焦儿童大健康领域**上市公司为校办国有企业, 主营主要有环保和药品, 药品 2014 年底占收入的 60%, 利润的 83%, 药品业务主要来源于控股 50.4% 的子公司-达因药业, 其专注于儿童药领域, 打造了“伊可新”-维生素 AD 滴剂 “盖笛欣” 等儿童药知名品牌。
- 公司儿童药在研储备品种丰富, 有望受益于儿童药审批放开**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, 因此政府有望放开儿童药品评审绿色通道。公司 2007 年开始将战略方向转为专注儿童用药, 专门投资建设儿童药研发中心, 已于 2015 年 4 月投入使用, 截止目前已立项 50 多项, 其中在 CDE 药品评审中心排队申报的已有 8 个, 均为适宜儿童使用的剂型, 有望受益于政策红利。
- 产品渠道下沉, 知名品牌有望分羹童药千亿市场**伊可新作为公司中流砥柱产品, 长期占有婴幼儿维生素 AD 产品 60% 以上市场份额, 公司前 10 年在临床渠道的扎实推广, 产品获得了临床医生与患者的广泛认可, 打造了儿童知名品牌, 患者二次用药与口碑的传播有望拉动零售市场放量, 而零售市场的销售推广投入少, 能有效提升利润率, 未来伊可新有望继续保持 25-30% 的业绩增长。今年公司主动调整产品结构, 决定取消“右旋糖酐铁”的代理, 改为自行生产销售更适合儿童的颗粒剂, 三季度有望投入市场, 为业绩添弹性。我们认为“伊可新”的成功可以负责, 渠道下沉且多个儿童品种可共享渠道, 平台复用和管理输出有效支撑公司迅速做大做强, 有望在儿童药领域大展拳脚, 做出卓越的业绩。
- 积极打造儿童大健康全产业链, 有望延伸至儿童教育和服务领域**公司管理层外延扩张积极, 有望将通过并购重组等方式, 在儿童药品、保健品、儿童食品等领域扩张, 寻求规模效益, 将公司打造为国内儿童大健康领域的知名企业。公司背靠山东大学背景, 一代婴幼儿都是伊可新的用户, 有望依托现有资源发展儿童教育与服务。
- 盈利预测与估值:** 我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 1.57/2.05/2.92 元, 对应 36/28/20 倍 PE。公司业绩高速稳定成长, 是专注于儿童药的标杆, 考虑公司儿童大健康的外延扩张, 以及国企改革预期, 给予“强烈推荐”评级, 第一目标价 85 元。

**风险提示:** 产品风险, 外延并购不达预期风险。

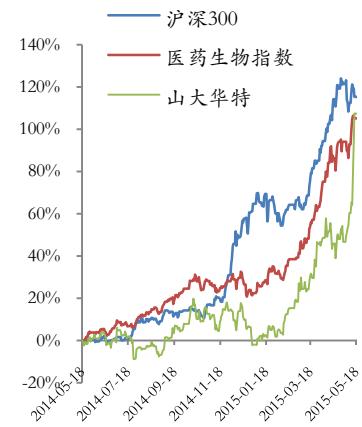
主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	1373.96	1762.79	2205.25	2738.92
同比(%)	25.44%	28.30%	25.10%	24.20%
归属母公司净利润	217.38	282.77	369.88	526.53
同比(%)	41.82%	30.08%	30.81%	42.35%
ROE(%)	16.45%	16.83%	17.41%	19.52%
每股收益(元)	1.21	1.57	2.05	2.92
P/E	23.45	36.49	27.90	19.60
P/B	5.27	8.37	6.51	4.93
EV/EBITDA	11.06	19.64	16.01	11.95

敬请参阅最后一页重要声明

**强烈推荐 (首次)**

现价:	57.2
目标价:	85
股价空间:	50%

医药生物行业

**股价走势**

**股价表现**

涨跌(%)	1M	3M	6M
山大华特	42.1	57.5	98.11
医药生物	10.16	31.6	66.24
沪深 300	0.46	20.06	46.73

**基本资料**

总市值 (亿元)	99.14
总股本 (亿股)	1.80
流通股比例	99%
资产负债率	19.19%
大股东	山大产业集团
大股东持股比例	21.59%

**相关报告**

证券研究报告

## 目录

1. 控股子公司达因药业为儿童药龙头.....	3
1.1 公司是高校控股国有企业，有望国企改制 .....	3
1.2 医药环保共同发力驱动业绩成长.....	3
1.3 达因药业聚焦儿童药健康领域.....	4
2. 童药市场规模超千亿，公司有望收益于行业发展.....	5
2.1 儿童潜在市场超千亿，国内童药紧缺儿童用药安全成隐忧.....	6
2.2 童药迎来政策春风，审批绿色通道有望放开 .....	7
2.3 达因生物儿药在研品种储备丰富，有望受益于审批绿色通道放开 .....	7
3. 品牌产品渠道下沉，有望分羹童药千亿市场.....	8
3.1 销售渠道下沉，产品有望在OTC市场快速放量 .....	8
3.2 “伊可新”逐步实现品牌延伸力 .....	9
3.3 自产“右旋糖酐铁”颗粒剂，有望为业绩增长添新动力 .....	9
4. 投资建议.....	10

## 图表目录

图表 1. 公司股权结构与子公司 .....	3
图表 2. 公司近年收入 ( 百万元 ) 及增长率情况.....	3
图表 3. 公司归母净利 ( 百万元 ) 及增长率情况.....	3
图表 4. 公司近年主要产品及综合毛利率(%).....	4
图表 5. 公司近年三项期间费用率情况 ( % ) .....	4
图表 6. 公司主要产品的基本信息 .....	5
图表 7. 城市公立医院化学药- 达因海洋制药-2014 年-前十产品份额格局.....	5
图表 8. 童药规模气势如虹 ( 亿元 ) , 增速一路高歌.....	6
图表 9. 儿童药剂品种占比 .....	6
图表 10. 药品不良反应比例 .....	6
图表 11. 儿童用药政策红利一览 .....	7
图表 12. 公司等待评审的主要品种 .....	7
图表 13. 公司销售框架架构 .....	8
图表 14. 城市公立医院化学药-维生素 AD- 销售趋势 .....	9
图表 15. 城市公立医院化学药-维生素 AD-2014 年前十企业份额格局 .....	9
图表 16. 城市公立医院化学药-抗贫血制剂- 右旋糖酐铁 - 年度销售趋势 .....	10
图表 17. 城市公立医院化学药-抗贫血制剂-右旋糖酐铁-2014 年前十企业份额格局 .....	10

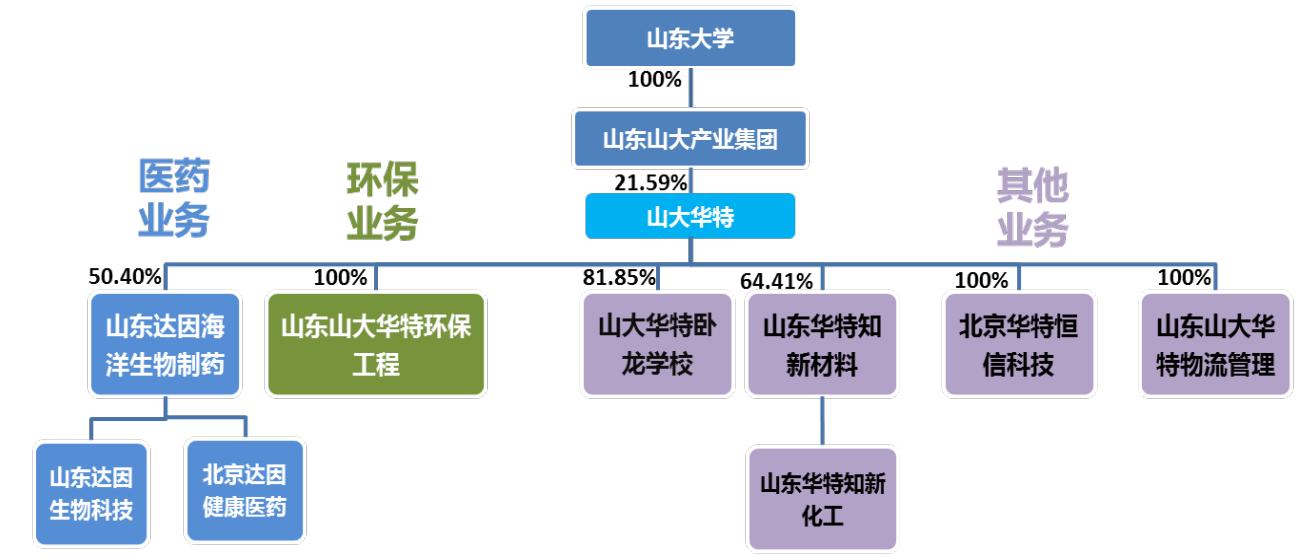
## 1. 控股子公司达因药业为儿童药龙头

### 1.1 公司是高校控股国有企业，有望国企改制

山大华特是高校控股企业，山东大学通过山东山大产业集团控股 21.59%。主业为医药和环保，其中医药利润贡献超过 80%。环保产业主要涉及废水废气处理、人工湿地生态建设、固体废弃物资源化利用、农地重金属离子治理、二氧化氯制备等领域。而药业主要是控股 50.4% 的子公司达因海洋生物制药，其是国内少数的专注于儿童用药研发、生产的企业。

目前山大高管均不持有上市公司股权，随着国家国企混改政策的推动，我们认为公司改制是大势所趋，有望激活公司的管理与经营效率。

图表1. 公司股权结构与子公司



(资料来源：公司公告、广证恒生)

### 1.2 医药环保共同发力驱动业绩成长

公司的应收主要来自于药品和环保产品，其中药品占 59.5%，2011-2014 年，公司主营收入稳定增长，复合增长率达 19.65%。2014 年公司业绩超预期，全年实现营业收入 13.74 亿，同比增长 25.44%；实现营业利润 3.91 亿，同比增 23.11%；归属上市公司股东净利润 2.17 亿，同比增 41.8%，扣非后净利润为 1.93 亿，同比增 26.8%；

上市公司业绩大幅增长主要源于公司医药业务和环保业务共同发力：

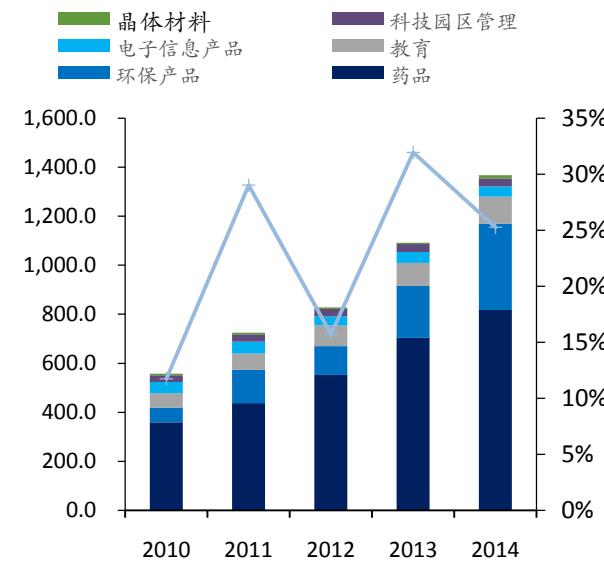
1. 达因药业 2014 年营业收入 8.17 亿，同比增 16.20%，净利润 3.37 亿，同比增 39.25%，其中下半年利润超过 2.1 亿。

2. 环保业务 2014 年实现收入 2.87 亿元，同比增加 132%，实现净利润，2751 万，同比增加 263%；

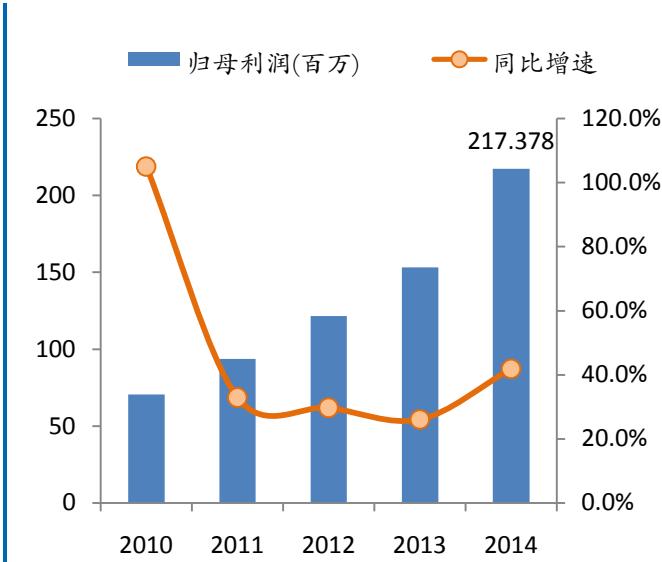
公司 2015Q1 业绩略有下滑，降低了 12%，其原因是达因药业调整产品结构，取消右旋糖酐铁口服液的代理，改自行生产销售，短期内对公司业绩有一定的影响，但公司自己生产的婴儿适应性更强的右旋糖酐铁颗粒剂，今年三季度有望投入市场，因此公司业绩有望迎来又一个飞跃。

图表2. 公司近年收入（百万元）及增长率情况

图表3. 公司归母净利（百万元）及增长率情况



(资料来源: WIND、广证恒生)

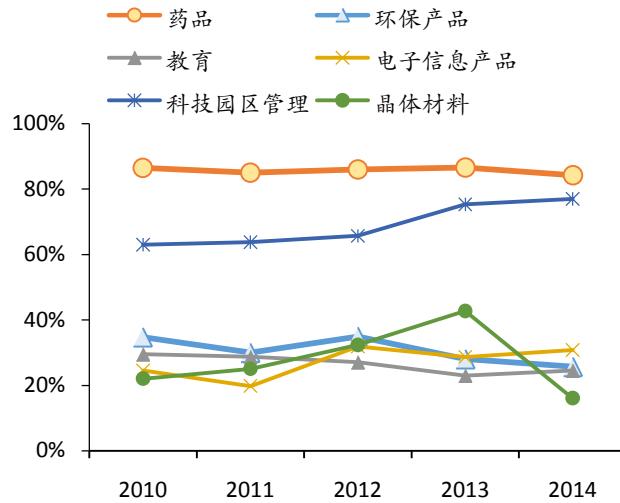


(资料来源: WIND、广证恒生)

细看公司利润来源，药品的利润占比逐年增大，2014年毛利率高的药品占比达83%，环保产品占比约10%。相比于环保产品毛利率只有25.68%，药品的毛利率长期维持在85%以上，目前公司加大医药的研发与销售力度，预计药品利润占比会进一步加大。

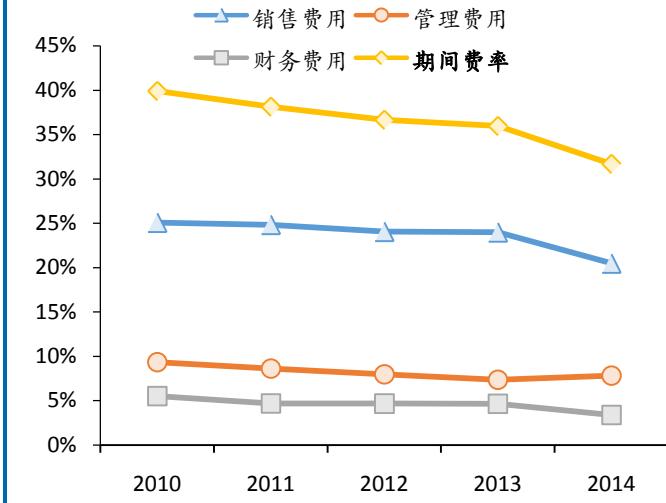
2010到2014年，公司的期间费用率连年减低，14年降低至31.6%。主要是销售费用率的降低，2014年销售费用率降低至20.5%，这是因为公司前期在临床市场推广，品牌获得了医生与客户的广泛认可，品种在零售等市场自我放量效益带来销量增长，从而销售费用降低。公司管理费用率7.8%；财务费用率3.4%，维持稳定，说明公司管理高效，平稳发展。

图表4. 公司近年主要产品及综合毛利率(%)



(资料来源: WIND、广证恒生)

图表5. 公司近年三项期间费用率情况(%)



(资料来源: WIND、广证恒生)

### 1.3 达因药业聚焦儿童药健康领域

达因药业从解决我国婴幼儿维生素AD、钙铁锌等微量元素缺乏的产品起家，目前初步形成了以“儿童保健和治疗”为核心的儿童健康产业格局。

达因药业的主要产品有伊可新-维生素AD滴剂，盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）、伊甘欣（甘草锌颗粒）右旋糖酐铁口服液，初步形成不同层级的业绩增加梯队，其中伊可新在全国维生素A/D制剂药市场及婴儿用维生素市场中处于领军地位。另外公司在内分泌，心血管科室，有糖尿病有依帕司他片等普药。

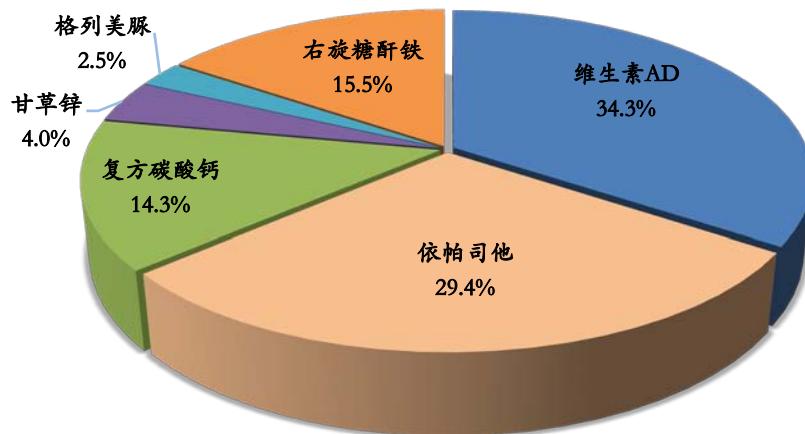
图表6. 公司主要产品的基本信息

分类	商品名	通用名	适应症
儿童用药	伊可新	维生AD滴剂	维生素A、D补充剂，预防和治疗维生素AD缺乏症
	盖笛欣	复方碳酸钙泡腾片	专门为婴幼儿研制的补钙产品
	伊甘欣	甘草锌颗粒	由甘草提取物和锌结合而成的复方制剂，预防和治疗锌缺乏症
		右旋糖酐铁口服液	有机高价铁络合物，利于人体吸收、无胃肠道反应、无异味，孕产期妈妈、宝宝都适用。治疗和预防缺铁性贫血
内分泌用药	伊之优	利福昔明干混悬剂	小儿肠道用药，不被人体吸收，只在肠道局部起到抗菌作用，治疗儿童细菌性腹泻疗效显著
	伊衡	依帕司他片	糖尿病性神经病变
心血管	伊瑞	格列美脲片	用于节食，体育锻炼及减肥均不能满意控制血糖的2型糖尿病
	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~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：公司公告、广证恒生)

从南方医药经济研究所公布城市公立医院化学药格局数据，2014年，达因药业销售额构成中，维生素AD占比最多，占比为34.3%，其他依次是依帕司他（29.4%），右旋糖酐铁（15.5%）和复方碳酸钙（14.3%）。儿童品种占销售收入的68.1%。

图表7. 城市公立医院化学药-达因海洋制药-2014年-前十产品份额格局



(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

## 2. 童药市场规模超千亿，公司有望收益于行业发展

我国儿童人口基数庞大，0-14岁儿童共有2.21亿人，占全国总人口的16.6%。儿童疾病患病率高，儿科门诊急诊量大，儿药需求强劲。但我国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。目前儿童药市场规模仅占全国总体医药市场规模的5%，市场远未饱和。

童药紧缺引起国家相关部门高度重视，近年来政府发布了系列相关的童药开发与优惠政策，儿童药

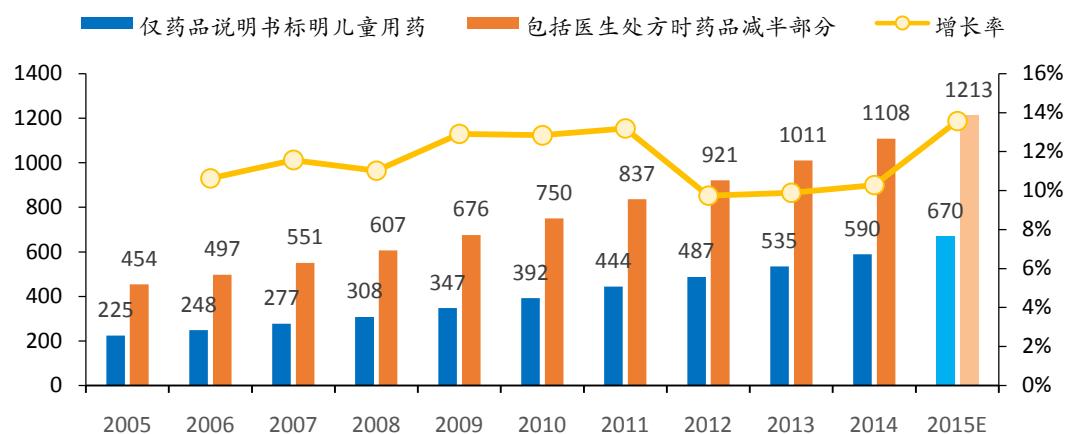
2015年有望被列入十三五规划，有望放开儿童药开发审批绿色通道，儿童药企将迎来全面利好。

## 2.1 儿童潜在市场超千亿，国内童药紧缺儿童用药安全成隐忧

从儿童药规模总量看，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。

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16.6%，儿童用药市场远未饱和。

图表8. 儿童药市场规模（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)

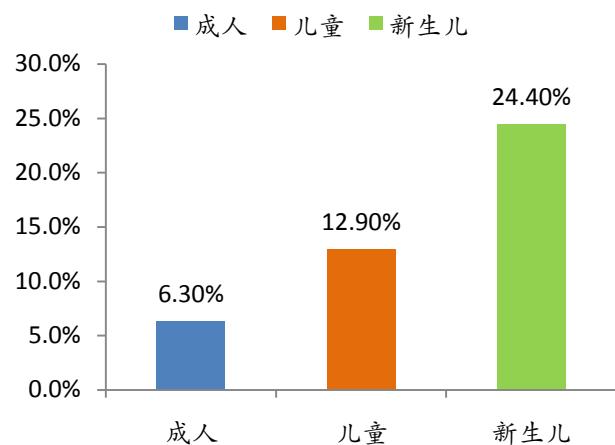
我国儿童药紧缺，18万条药品注册批件中，儿童专用药物只有3000条，所占比例不足2%。因此，儿童用药几乎都是按照“酌情酌量使用”“根据医生指导使用”，约50%以成人剂量减半给儿童服用，儿童用药中有一半存在超量问题，南方医药经济研究所“儿童安全用药大调查”数据显示，儿童不合理用药高达12%~32%，对儿童的健康造成严重威胁，儿童药物不良反应率是成人的2倍，不良反应发生率约12.9%，新生儿更高达24.4%。我国7岁以下儿童因不合理使用抗生素造成耳聋的数量多达30万，占聋哑儿童总数的30%—40%。每年死于不良用药的人中儿童占1/3。

图表9. 儿童药剂品种占比



(资料来源：CFDA、广证恒生)

图表10. 药品不良反应比例



(资料来源：CFDA、广证恒生)

## 2.2 童药迎来政策春风，审批绿色通道有望放开

我国儿童用药迎来了政策红利期。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。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，导致儿童门诊量火爆，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%，童药需求强劲。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11. 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	《关于保障儿童用药的若干意见》	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。
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)

政府高度重视儿童药紧缺，有望放开儿童药审批绿色通道。针对儿童用药面临的严峻现状，2014 年六部委联合出台了《关于保障儿童用药的若干意见》。从鼓励研发创制、加快申报审评、确保生产供应、强化质量监管、推动合理用药、完善体系建设、提升综合能力等环节，对保障儿童用药提出了具体要求。《意见》还专门提出，要对儿童药价格给予政策扶持，按规定及时将儿童适宜剂型、规格纳入基本医疗保险支付范围。

在申报审评方面，《意见》提出，对于部分临床急需的儿童适宜品种、剂型、规格，建立申报审评专门通道，加快进度。而在研发创新机制上，有关部门将根据我国儿童疾病防治需求，借鉴国际经验，逐步建立鼓励研发的儿童药品目录，并将其纳入国家“重大新药创制”科技重大专项、蛋白类生物药和疫苗重大创新发展工程，整合优势单位协同创新研发，提升产业自主创新能力，引导和鼓励企业优先研发生产。

## 2.3 达因生物童药在研品种储备丰富，有望受益于审批绿色通道放开

公司 2007 年开始将战略方向转为专注儿童用药，专门投资建设儿童药研发中心，已于 2014 年 4 月投入使用，截止目前已立项 50 多项，其中在 CDE 药品评审中心排队申报的已有 8 个，均为事宜儿童使用的剂型。

目前 CFDA 联合六部委，建议推进儿童药评审绿色通道，有望今年落实，一旦政策落实对公司是重大利好，有望加快丰富公司的儿童药品种，儿童药产品线能得以进一步健全与丰富。

图表12. 公司等待评审的主要品种

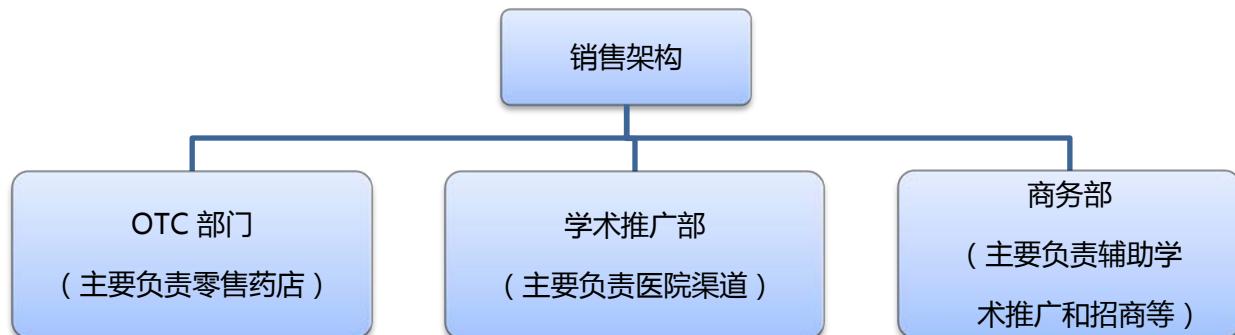
分类	化学名	剂型	受理号	主要适应症
仿制药	地氯雷他定	颗粒剂型	CYHS1400027	季节性和常年性过敏性鼻炎
5类新药	地氯雷他定口服溶液	口服液	CXHL1400019	季节性和常年性过敏性鼻炎
仿制药	盐酸左西替利嗪口服滴剂	口服液	CYHS1201414	针对小儿鼻炎和荨麻疹
5类新药	右旋糖酐铁颗粒	颗粒剂型	CXHS1200290	补充身体所需的铁元素
仿制药	蒙脱石散	颗粒剂型	CYHS1200706	针对儿童急慢性腹泻
仿制药	多潘立酮混悬液	混悬剂型	CYHS1101342	针对儿童消化不良
仿制药	匹多莫德口服溶液	口服液	CYHS1101344	提高儿童免疫力
仿制药	葡萄糖酸锌颗粒	颗粒剂型	CYHS1101345	治疗儿童缺锌导致的症状

(资料来源：公司公告，CDE 药品评审中心、广证恒生)

### 3. 品牌产品渠道下沉，有望分羹童药千亿市场

公司经过近十年的儿童药推广，销售框架成熟。销售架构主要分为三个部门：

图表13. 公司销售框架架构



(资料来源：公司公告、广证恒生)

#### 3.1 销售渠道下沉，产品有望在 OTC 市场快速放量

**通过学术推广培育医院渠道，打造知名品牌：**公司基本覆盖妇幼保健医院和儿科专科医院。在儿科专科医院全科推广，在综合性医院主推儿科和儿保科。由于公司主要产品为儿童维生素补充剂，所以在儿保科的推广力度很大，以后随着儿科治疗性产品的推出会在儿科加大推广力度。公司在医院渠道的战略是通过学术推广，通过医生的专业性指引幼儿父母选择达因产品。由于儿童产品具有很强的一贯性，中途很少有家长更换其它产品，所以通过医生的指引从而带动 OTC 药店终端的销售。

**渠道下沉，OTC 渠道有望放量：**包括连锁药店和广阔市场（很多单体药店、诊所等）OTC 渠道市场基数大，约有 44 万家药店，公司管理药店大概有 1 万家。2014 年公司在 OTC 渠道的战略是重点发展了高毛利率的大型连锁药店，通过部分主要门店起到示范作用，带动广阔市场自然增长。公司在原有销售架构基础上，主要推进 OTC 部门在大型连锁药店的订单合同的签订。公司 OTC 营销总监李总加盟，连锁药店有望迅速放量。

□ 达因药业在儿童药推广渠道方面已经完成布局，具有先发优势。尤其在妇幼医院及综合医院的儿保科和儿科学术推广方面具有很广泛的认可度。儿科医生对待婴幼儿的用药态度非常谨慎，接受品牌和产品难，同样接收后改变也非常难。在 OTC 渠道方面，主要是通过广告宣传。通过在电视媒体投放广告、冠名《小儿难养》、《辣妈学院》等少儿、家庭类节目，在家长中也获得了广泛的认可。家长对于达因伊可新的关注程度可以充分体现达因的知名度。基于以上的分析，我们认为达因的渠道架构非常适合儿童药的销售规律，品牌和销售渠道已经构筑了非常强的壁垒，竞争优势明显。

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，伴随 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

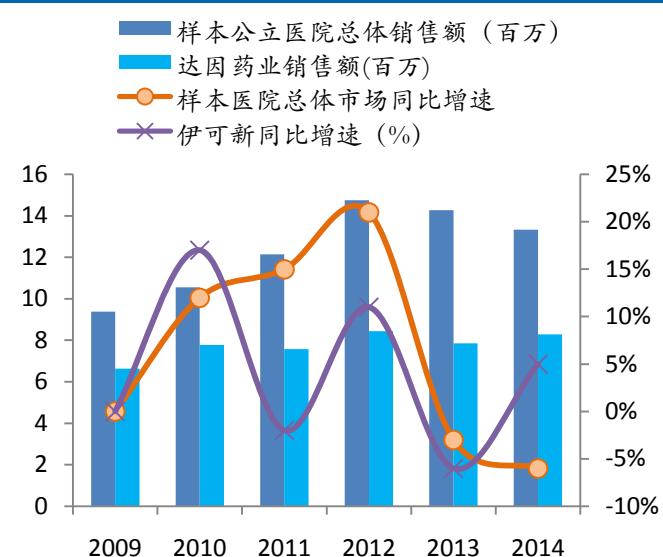
了学术营销体系，开设 400 条专家热线，建立育儿网站，为消费者提供专业咨询服务，还通过学术推广部门帮助医生更好了解产品，医生逐步认可后，向更多的消费者推荐公司产品，而婴儿的父母对儿童治疗和保健药品的选择很大程度上依赖于医生的建议。

我们从销售渠道方面考虑公司未来业绩增长驱动力：一方面，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；另一方面，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，这些因素都将助推山大华特成为儿童健康产业的领头羊。

### 3.2 “伊可新”逐步实现品牌延伸力

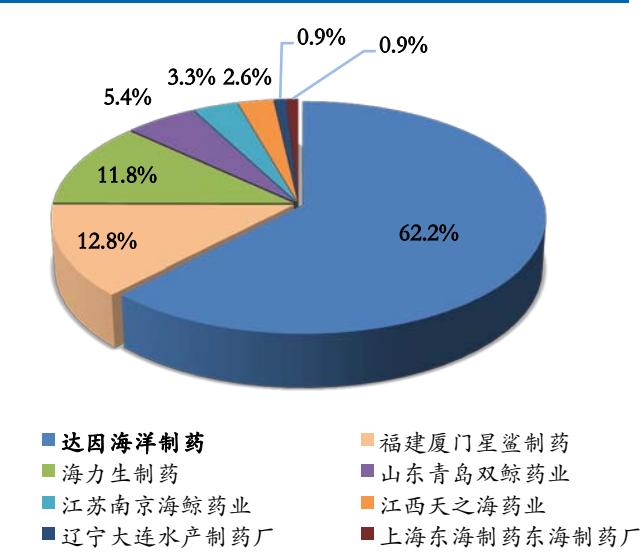
伊可新是婴幼儿维生素 AD 补充剂，一直是公司的拳头产品，连续 15 年均保持市场销售份额第一，2014 年占市场份额 62.2%。根据南方医药经济研究所公布的数据显示，2013 年-2014 年，整体市场的增速略有降低，但是伊可新的同比增速基本保持稳定，而更关键的产品在零售市场得到了量能的增长。

图表14. 维生素AD-总体和达因药业-分别在城市公立医院化学药的销售趋势



(资料来源：南方医药经济研究所数据库、广证恒生)

图表15. 城市公立医院化学药-维生素AD-2014年前十企业份额格局



(资料来源：南方医药经济研究所数据库、广证恒生)

#### 续写销售年神话主要体现在两方面

**第一，**单独二胎政策的放开，以及通过对当前人口结构的分析，我们可以基本判断第四次婴儿潮红利即将出现。因为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。对维生素 AD 补充剂的刚性需求也会随之增加。

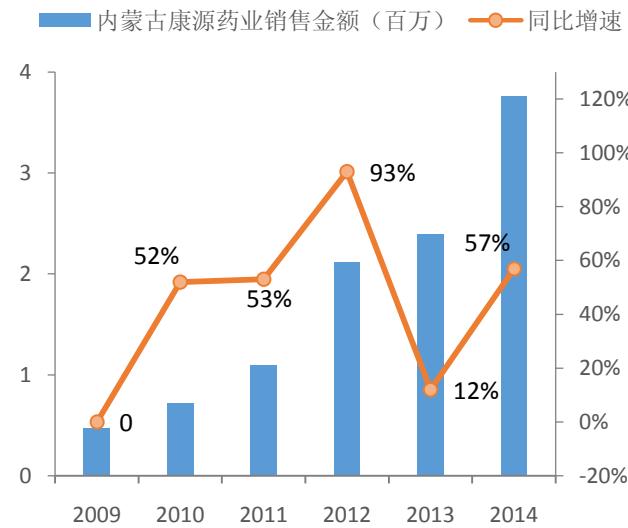
**第二，**在销售方面，由 OTC 下沉策略（零售药店）和学术推广（医院渠道）双轮驱动下的销售体系，将会给予“伊可新”强大的业绩推力。OTC 渠道中的广阔市场基数大，大约占 OTC 零售渠道的 70%。目前广阔市场约有 44 万家药店，公司管理药店大概有 1 万家。重点发展大型药店。学术推广，公司基本覆盖妇幼保健医院和儿科专科医院。

### 3.3 自产“右旋糖酐铁”颗粒剂，有望为业绩增长添新动力

达因药业的右旋糖酐铁口服液是达因制药独家代理内蒙古康源药业的产品。根据南方医药经济研究所公布的数据，公司右旋糖酐铁口服液自 09 年开始代理以来，公司凭借其强有力的学术推广于销售能力，

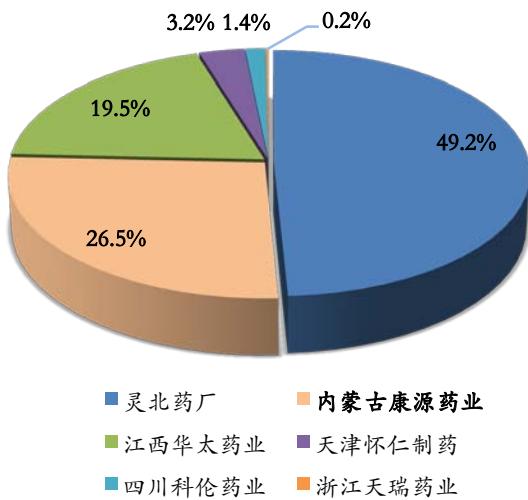
每年均保持 50% 左右的高增速，在市场中的份额占比不断提高，2014 年以及排行老二，占市场份额 26.5% 右旋糖酐铁口服液销售业绩不断提升，在达因药业的收入占比也不断增加，今年公司主动调整产品结构，决定取消右旋糖酐铁代理，改自行生产销售更适合儿童的颗粒剂，2015 年三季度有望投入市场，为公司业绩增长添加新动力。

图表16. 达因右旋糖酐铁在城市公立医院化学药年度销售趋势



(资料来源：南方医药经济研究所数据库、广证恒生)

图表17. 右旋糖酐铁-城市公立医院-2014 年份额格局



(资料来源：南方医药经济研究所数据库、广证恒生)

#### 4. 投资建议

公司有望受益于儿童药市场发展，分羹千亿儿童药市场。拳头产品伊可新，在市场中一直处于龙头地位，有望受益于第四个婴儿潮的到来。公司后续储备儿童在研品种，有望受益与儿童药评审绿色通道放开，依托公司强有力的品牌优势，以儿科临床医院为中心，药店与线上线下联动的产品推广策略和强劲的销售队伍，有望培育出一个又一个的“伊可新”儿童药品牌。成为国内卓越的儿童大健康产业平台。公司背靠山东大学背景，一代婴幼儿都是伊可新的用户，有望依托现有资源发展儿童教育与服务。我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 1.57/2.05/2.92 元，对应 36/28/20 倍 PE。考虑到公司国企改制的条件与强劲动力，以在儿童健康产业的外延扩张，给予“强烈推荐”评级，目标价 85 元。

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
<b>流动资产</b>	1119.98	1506.74	1825.82	2460.25	<b>经营活动现金流</b>	272.41	571.76	408.97	810.71
现金	426.24	691.89	744.02	1162.37	净利润	386.28	413.50	510.40	673.25
应收账款	168.14	203.24	255.86	322.91	折旧摊销	34.69	56.17	72.29	88.43
其它应收款	60.05	0.00	75.32	30.08	财务费用	46.47	67.13	81.96	94.94
预付账款	47.01	87.29	76.82	122.37	投资损失	-1.86	-1.11	-1.21	-1.39
存货	100.40	171.95	208.57	236.83	<b>营运资金变动</b>	-144.40	37.61	-254.63	-44.92
其他	318.14	352.38	465.24	585.69	其它	-48.78	-1.54	0.17	0.40
<b>非流动资产</b>	834.68	1001.53	1180.01	1377.49	<b>投资活动现金流</b>	-41.50	-220.36	-249.73	-284.93
长期投资	0.00	-0.86	-2.00	-3.50	资本支出	44.60	171.08	176.77	202.51
固定资产	437.69	563.73	686.35	827.21	<b>长期投资</b>	-3.22	0.68	-1.93	-1.49
无形资产	156.37	204.82	252.44	307.54	其他	-0.12	-48.60	-74.89	-83.91
其他	240.62	233.83	243.21	246.25	<b>筹资活动现金流</b>	-80.21	-85.75	-107.10	-107.44
<b>资产总计</b>	1954.67	2508.27	3005.83	3837.74	<b>短期借款</b>	16.45	0.06	-5.53	3.66
<b>流动负债</b>	461.68	602.54	610.44	786.36	<b>长期借款</b>	-29.86	5.77	2.42	1.19
短期借款	71.58	71.64	66.12	69.78	其他	-66.80	-91.58	-103.99	-112.29
应付账款	128.99	157.66	192.96	236.17	<b>现金净增加额</b>	150.70	265.65	52.14	418.34
其他	261.11	373.24	351.36	480.41					
<b>非流动负债</b>	10.74	19.77	17.06	17.83	<b>主要财务比率</b>	2013	2014E	2015E	2016E
长期借款	2.50	8.27	10.68	11.87	<b>成长能力</b>	0.25	0.28	0.25	0.24
其他	8.24	11.51	6.38	5.96	营业收入增长率	0.23	0.21	0.24	0.32
<b>负债合计</b>	472.42	622.31	627.51	804.19	营业利润增长率	0.42	0.30	0.31	0.42
少数股东权益	514.63	645.36	785.88	932.60	归属于母公司净利润	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	967.62	1232.36	1584.21	2092.72	<b>获利能力</b>	0.62	0.63	0.63	0.63
<b>负债和股东权益</b>	1954.67	2500.03	2997.60	3829.50	毛利率	0.28	0.23	0.23	0.25
					净利率	0.16	0.17	0.17	0.20
<b>利润表</b>	2014	2015E	2016E	2017E	ROE	0.36	0.31	0.30	0.30
<b>营业收入</b>	1373.96	1762.79	2205.25	2738.92	ROIC				
营业成本	521.23	651.25	826.28	1002.00	<b>偿债能力</b>	0.24	0.25	0.21	0.21
营业税金及附加	24.06	30.92	39.28	48.26	资产负债率	0.06	0.04	0.03	0.03
营业费用	281.33	402.43	498.39	601.70	净负债比率	2.43	2.50	2.99	3.13
管理费用	107.43	135.87	169.80	212.05	流动比率	2.21	2.22	2.65	2.83
财务费用	46.47	67.13	81.96	94.94	速动比率	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	4.19	4.02	5.73	7.23	<b>营运能力</b>	0.77	0.79	0.80	0.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.12	0.12	0.12	0.12
投资净收益	1.86	1.11	1.21	1.39	应收账款周转率	4.75	4.54	4.71	4.67
<b>营业利润</b>	391.11	472.28	585.01	774.12	应付账款周转率	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	59.02	10.00	10.00	10.00	<b>每股指标(元)</b>	1.21	1.57	2.05	2.92
营业外支出	1.10	1.55	1.51	1.39	每股收益(最新摊薄)	1.51	3.17	2.27	4.50
<b>利润总额</b>	449.04	480.73	593.50	782.74	每股经营现金流(最新)	8.22	10.42	13.15	16.78
所得税	62.75	67.23	83.10	109.49	每股净资产(最新摊)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	386.28	413.50	510.40	673.25	<b>估值比率</b>	23.45	36.49	27.90	19.60
少数股东损益	168.91	130.73	140.52	146.72	P/E	5.27	8.37	6.51	4.93
归属母公司净利润	217.38	282.77	369.88	526.53	P/B	11.06	19.64	16.01	11.95
EBITDA	477.52	527.52	652.50	852.04	EV/EBITDA	0.25	0.28	0.25	0.24
EPS(摊薄)	1.21	1.57	2.05	2.92					

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。