

盐酸左西替利嗪注册获批,儿童药布局进一步完善

2015.06.15

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：47.92
 目标价：80
股价空间：66%

医药生物行业

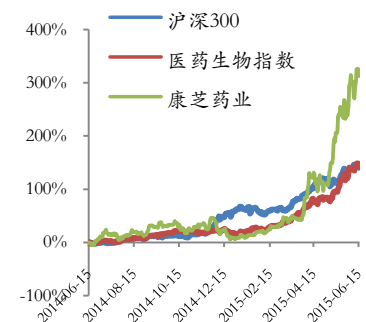
事件：

公司6月16日公告，近日收到国家食品药品监督管理总局核准签发的盐酸左西替利嗪颗粒药品注册批件。

点评：

- **公司获批的颗粒剂为独家剂型方便儿童服用市场竞争小**盐酸左西替利嗪是用于2岁及以上儿童和成人，用于缓解变态反应性疾病的过敏症状，治疗过敏性鼻炎、荨麻疹、湿疹、皮炎、皮肤瘙痒症等。目前生产盐酸左西替利嗪制剂的企业有11家，主要为片剂，片剂给6岁以下儿童服方式为减半，而适合儿童服用的溶液剂仅占市场份额的8.6%，成长空间大，溶液剂型2014年增速高达136%。公司获批的为颗粒剂，独家剂型更方便儿童服用和调节剂量，不必与其他10家片剂剂型厂家竞争，有利于抢占儿科市场，而儿童比成人过敏性鼻炎更多，6岁以下小儿过敏性鼻炎发病率高达40%，受空气污染影响，近年来发病率越来越高。该药品获批进一步丰富了公司儿童药产品六大系列，且公司向CDE申报了一系列儿童药品种，有望受益于儿童药审批专门通道落地。
- **公司是专注儿童大健康的复苏转型期黑马，外延扩张可期**公司业绩处于全面复苏期，2014年实现收入4.08亿元(+32%)，归母净利润5908万元(+297.8%)；2015年有望实现超8000万净利润，超30%的增速，业绩全面复苏。且公司主营为儿童药，有望受益于儿童药政策红利。公司在全方位布局儿童药六大系列的基础上深谋远虑儿童大健康发展战略，规划对儿童健康服务、医疗器械、保健品等领域扩张，如所有成人版的健康服务与产品，能改造为儿童量身定制，市场空间极有想象力，预计公司外延扩张有爆发力，值得期待。
- **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165、126、104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80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

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
康芝药业	34.7	176.5	234.9
医药生物	24.4	67.0	96.8
沪深300	13.1	40.9	63.5

基本资料

总市值(亿元)	150亿
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
- 广证恒生-康芝药业(300086)-调研报告-运筹帷幄-深度布局儿童大健康产业-2015.5.13
- 广证恒生-康芝药业(300086)-点评报告-5000万成立产业投资公司，有望拉开外延扩张序幕-2015.6.13

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	408.54	539.55	712.58	941.10
同比(%)	32.07%	32.07%	32.07%	32.07%
归属母公司净利润	59.08	85.63	110.58	143.54
同比(%)	297.78%	44.93%	29.14%	29.80%
ROE(%)	3.25%	4.58%	5.62%	6.85%
每股收益(元)	0.20	0.29	0.38	0.45
P/E	75.2	165.2	126.1	104.5
P/B	2.54	8.2	7.7	7.2



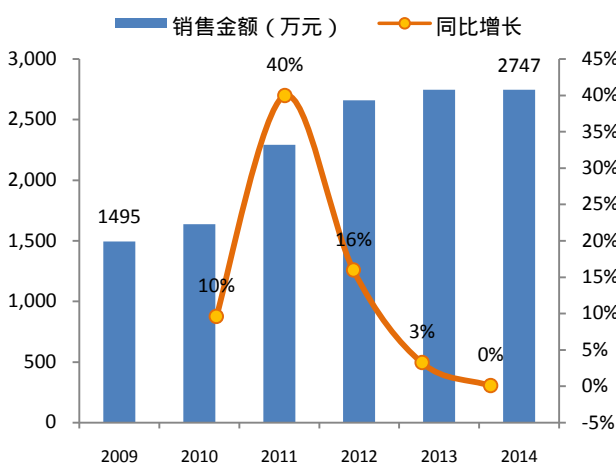
1. 盐酸左西替利嗪用于缓解反应性过敏症状

左西替利嗪是西替利嗪的 R-对映体，也是西替利嗪的活性成份。左西替利嗪与组胺 H1 受体的亲和力比西替利嗪高 2 倍，比 S-对映体（右西替利嗪）约高 30 倍。

盐酸左西替利嗪是选择性组胺 H1 受体拮抗剂。适用人群为 2 岁及以上儿童、成人。主要用于缓解变态反应性疾病的过敏症状，临床上用于治疗变应性鼻炎、荨麻疹、血管神经性水肿等皮肤粘膜过敏性疾病；也用于减轻感冒时的过敏症状。

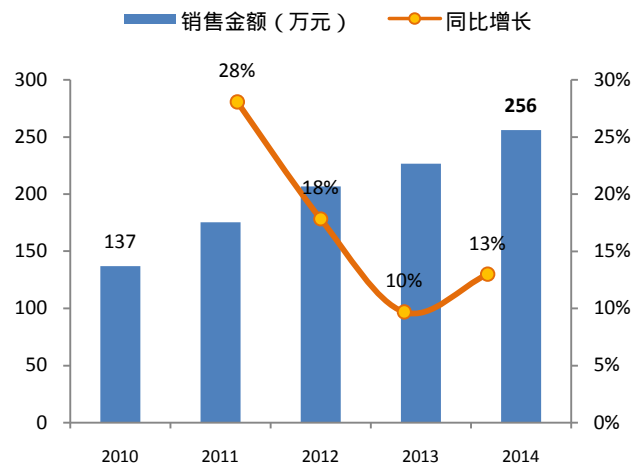
根据南方医药经济研究所的数据，盐酸左西替利嗪在城市公立医院样本销售额达 2747 万，近年来增长率低，但在零售市场增长较高为 13%，零售市场样本数据显示，2014 年销售额为 256 万，是 2010 年的两倍。

图表1. 城市公立医院-左西替利嗪-年度销售趋势



(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

图表2. 城市零售药品-左西替利嗪-年度销售趋势



(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

2. 盐酸左西替利嗪市场竞争格局良好

盐酸左西替利嗪乙类医保品种，进入部分省份的基药目录，目前有 11 家厂家生产，主要为片剂和胶囊剂，规格均为 5mg/片，中标价为 1.0~3 元/片区间（大于 6 岁一日一片，2~6 岁儿童一日半片）。

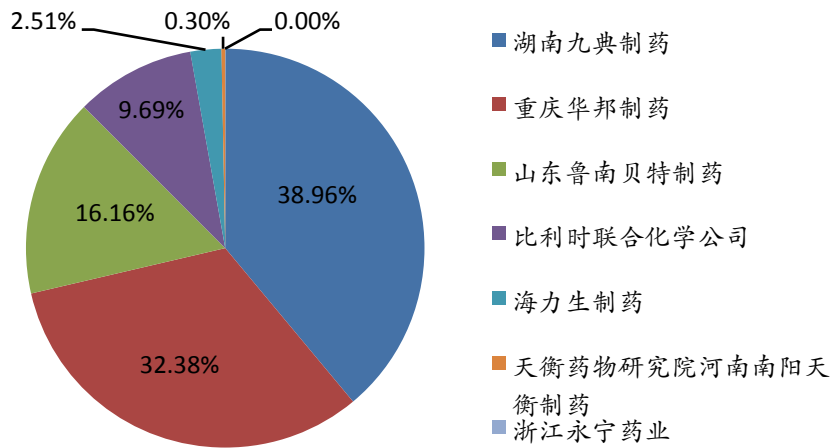
从剂型看，重庆华邦制药有口服液规格为 10ml*6 支，中标价为 3.25-3.4 元/10ml，与片剂相比有一定溢价。2013 年 7 月，意大利 UCB Pharma AG 在 2013 年 7 月报批了口服滴剂。

生产企业	剂型
湖南九典制药有限公司	片剂，胶囊剂
重庆华邦制药有限公司	片剂，口服液
UCB Pharma AG	片剂，口服滴剂
鲁南贝特制药有限公司	片剂
浙江海力生制药有限公司	片剂
北京天衡药物研究院南阳天衡制药厂	片剂
浙江永宁药业股份有限公司	片剂
苏州东瑞制药有限公司	片剂
江苏恒瑞医药股份有限公司	片剂
上海清松制药有限公司	片剂
杭州民生药业有限公司	片剂



从南方医药经济研究所城市公立医院样本数看，目前市场几乎被前4大厂家瓜分，为湖南九典，占比38.96%；重庆华邦，占比32.38%；山东鲁南，占比16.16%；比利时联合化学公司，9.69%，竞争格局良好。

图表3. 城市公立医院-左西替利嗪-2014年企业份额格局



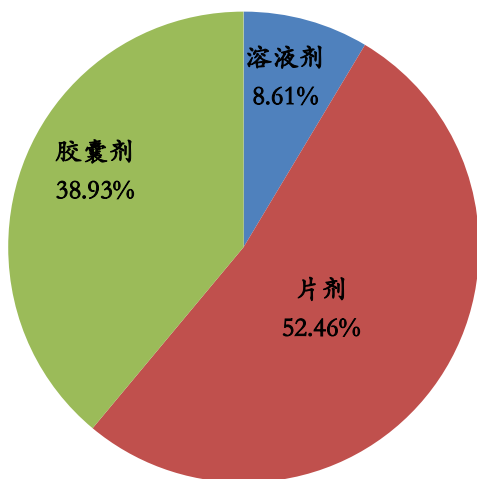
(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

3. 颗粒剂独家剂型，剂型优势方便儿童服用

从城市公立医院样本数据分析，剂型占比中，适合儿童服用的溶液剂占比只有8.61%，且全部为重庆华邦制药生产的，从销售趋势数据看，溶液剂的增长速度惊人，2011，2012年均有3倍增长，2014年增速达到136%，这主要是因为溶液剂体量小，另更适合儿童服用，有剂型优势。

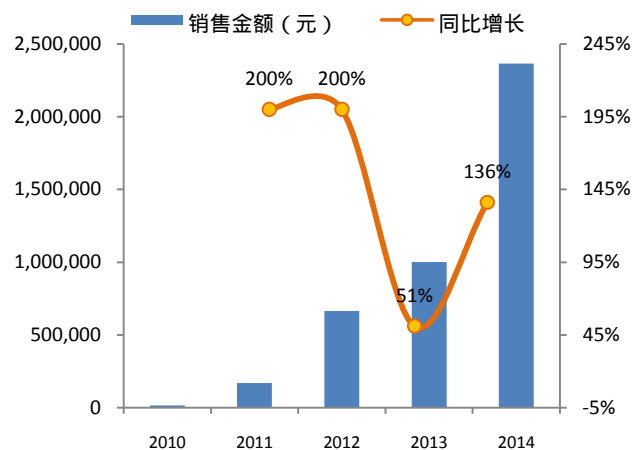
公司获批的为颗粒剂，是独家剂型，更方便儿童服用和调节剂量，儿童服用依从性更好，如定位为儿科产品，不必与其他10家厂家的片剂或胶囊剂形成竞争。目前市场上适用儿童的只有重庆华邦制药的溶液剂有售，竞争很小。可以挤占片剂减半给儿童服用的广阔市场，我们预计未来几年增速也能达到100%以上。

图表4. 城市公立医院-左西替利嗪-2014剂型格局



(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

图表5. 城市公立医院-左西替利嗪溶液剂-销售趋势



(资料来源：南方医药经济研究所、广证恒生)

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(最新摊薄)	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。