



战略布局人工耳蜗, 儿童药主业喜迎政策利好

- **事件:** 公司公告称拟出资 3750 万元对恒卓科技进行增资, 持股比例为 15%。
- **人工耳蜗市场空间大, 进口替代可期。**调查显示我国约有 2780 万听障人士, 其中 740 万人适合通过人工耳蜗移植而恢复听力。从市场规模来看, 预计我国每年的人工耳蜗市场空间超过 100 亿元, 但目前仅为 10 亿元左右, 且植入比例远低于国外发达国家, 还有巨大的增长空间。从竞争格局来看, 人工耳蜗以进口产品为主, 国内才刚刚起步, 国内仅有三家企业开发出人工耳蜗, 但目前只有诺尔康的产品已经上市销售, 销量在 1000 台左右, 尚未形成规模。公司此次通过增资入股恒卓科技, 取得了人工耳蜗市场的敲门砖。临床试验显示恒卓科技的爱益声人工耳蜗与进口产品在成人和儿童患者中的疗效均不存在明显差异。爱益声结构优势显著, 拥有尺寸最小、结构最简单的植入体, 降低了手术难度且损伤更小; 且爱益声成本优势明显, 定价不到进口产品的 1/3 左右, 有望凭借优质低价迅速抢占市场, 从而实现进口替代, 推动产品迅速放量。
- **儿童药喜迎全面二胎和优先审评政策利好。**第十八届五中全会正式决定全面放开二胎政策, 预计未来三年将新增近 600 万新生儿, 促进儿童药市场快速扩容, 目前国内儿童药市场规模仅为 400 亿左右, 在全面二胎政策的利好下预计将保持 15% 的年均复合增长率。儿童药存在品种稀缺和使用说明缺失等问题, 儿童药仅占我国全部药品品种的 1% 左右, 导致儿童安全用药形势严峻。近期国家出台了诸多政策促进儿童药研发, 如 CFDA 近期公布了优先审评审批的 10 个儿童药注册申请目录, 从而加快儿童药审批和上市。后续还可能将更多儿童药品种纳入优先审评审批目录, 利好儿童药领先企业。
- **携手宏雅基因布局儿童精准医疗产业。**目前全球精准医疗市场规模接近 600 亿美元, 未来 5 年市场增速将达 15%, 是医药行业增速的 3-4 倍。我国政府对此予以高度重视, 精准医疗发展规划有望于近期出台。公司与宏雅基因共同打造婴幼儿精准医疗平台, 结合公司长期深耕儿童药市场的丰富经验和营销渠道以及宏雅在个体化基因检测领域的研发和技术优势, 开发一系列用于婴幼儿精准用药指导和遗传病筛查的个体化医学检测服务产品, 仅产前筛查市场就高达 300 亿元, 未来发展空间广阔。
- **盈利预测与估值。**预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.18 元、0.19 元、0.26 元, 对应 PE 分别为 94 倍、88 倍、63 倍。考虑到政策利好促进公司主业高速增长, 精准医疗和人工耳蜗市场前景广阔, 儿童大健康产业存在强烈的外延式扩张预期, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 药品招标进度或低于预期; 人工耳蜗产品放量或低于预期。

| 指标年度 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 408.54 | 348.95 | 415.08 | 503.63 |
| 增长率 | 32.07% | -14.59% | 18.95% | 21.34% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 59.08 | 53.01 | 56.81 | 78.76 |
| 增长率 | 297.78% | -10.28% | 7.16% | 38.65% |
| 每股收益 EPS (元) | 0.20 | 0.18 | 0.19 | 0.26 |
| 净资产收益率 ROE | 3.20% | 2.60% | 2.86% | 4.07% |
| PE | 85 | 94 | 88 | 63 |
| PB | 2.73 | 2.47 | 2.54 | 2.60 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力

执业证号: S1250515090002

电话: 023-67898264

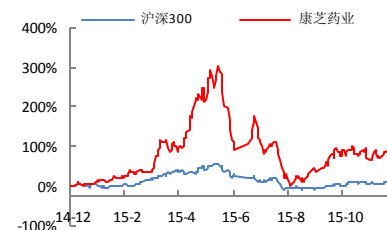
邮箱: hzli@swsc.com.cn

联系人: 周平

电话: 023-67791327

邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股) | 4.5 |
| 流通 A 股(亿股) | 4.34 |
| 52 周内股价区间(元) | 8.15-35.54 |
| 总市值(亿元) | 74.97 |
| 总资产(亿元) | 19.63 |
| 每股净资产(元) | 3.88 |

相关研究

1. 康芝药业 (300086): 短期业绩增速放缓, 不改长期发展大逻辑 (2015-08-25)
2. 康芝药业 (300086): 专注儿科, 战略布局“精准医疗” (2015-06-24)
3. 康芝药业 (300086): 业绩快速增长, 2015 年或持续 (2015-04-21)
4. 康芝药业 (300086): 员工持股计划彰显信心, 外延式扩张可期 (2015-04-07)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 现金流量表 (百万元) | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 408.54 | 348.95 | 415.08 | 503.63 | 净利润 | 58.60 | 52.58 | 56.34 | 78.12 |
| 营业成本 | 195.99 | 157.44 | 186.55 | 228.11 | 折旧与摊销 | 48.14 | 49.12 | 51.22 | 53.77 |
| 营业税金及附加 | 4.97 | 4.05 | 4.90 | 5.95 | 财务费用 | -27.68 | -3.92 | -4.19 | -3.91 |
| 销售费用 | 61.05 | 52.34 | 58.11 | 65.47 | 资产减值损失 | 7.61 | 9.00 | 10.00 | 11.00 |
| 管理费用 | 99.61 | 104.69 | 103.77 | 115.84 | 经营营运资本变动 | -16.15 | -1.44 | -17.24 | -34.95 |
| 财务费用 | -27.68 | -3.92 | -4.19 | -3.91 | 其他 | 3.40 | -36.62 | -11.89 | -13.08 |
| 资产减值损失 | 7.61 | 9.00 | 10.00 | 11.00 | 经营活动现金流净额 | 73.93 | 68.72 | 84.25 | 90.95 |
| 投资收益 | 2.20 | 27.76 | 2.00 | 2.00 | 资本支出 | -63.43 | -30.00 | -40.00 | -50.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 18.31 | 59.07 | 2.00 | 2.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -45.13 | 29.07 | -38.00 | -48.00 |
| 营业利润 | 69.18 | 53.10 | 57.93 | 83.18 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 9.79 | 8.75 | 8.35 | 8.73 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 78.98 | 61.85 | 66.29 | 91.91 | 股权融资 | 0.00 | 253.27 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 20.38 | 9.28 | 9.94 | 13.79 | 支付股利 | -40.00 | -112.25 | -110.72 | -125.76 |
| 净利润 | 58.60 | 52.58 | 56.34 | 78.12 | 其他 | 12.00 | 3.92 | 4.19 | 3.91 |
| 少数股东损益 | -0.48 | -0.43 | -0.46 | -0.64 | 筹资活动现金流净额 | -28.00 | 144.94 | -106.53 | -121.85 |
| 归属母公司股东净利润 | 59.08 | 53.01 | 56.81 | 78.76 | 现金流量净额 | 0.80 | 242.73 | -60.28 | -78.90 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 财务分析指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 1043.73 | 1286.45 | 1226.17 | 1147.27 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 109.38 | 111.14 | 124.60 | 152.59 | 销售收入增长率 | 32.07% | -14.59% | 18.95% | 21.34% |
| 存货 | 53.98 | 42.93 | 51.06 | 62.91 | 营业利润增长率 | 176.89% | -23.24% | 9.09% | 43.58% |
| 其他流动资产 | 65.74 | 51.41 | 61.15 | 74.20 | 净利润增长率 | 306.18% | -10.28% | 7.16% | 38.65% |
| 长期股权投资 | 0.00 | -25.76 | -25.76 | -25.76 | EBITDA 增长率 | 144.49% | 9.67% | 6.76% | 26.76% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 364.63 | 360.90 | 365.07 | 376.69 | 毛利率 | 52.03% | 54.88% | 55.06% | 54.71% |
| 无形资产和开发支出 | 280.65 | 265.38 | 250.11 | 234.84 | 三费率 | 32.55% | 43.88% | 37.99% | 35.22% |
| 其他非流动资产 | 9.07 | 8.94 | 8.82 | 8.69 | 净利率 | 14.34% | 15.07% | 13.57% | 15.51% |
| 资产总计 | 1927.17 | 2101.39 | 2061.22 | 2031.43 | ROE | 3.20% | 2.60% | 2.86% | 4.07% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 3.04% | 2.50% | 2.73% | 3.85% |
| 应付和预收款项 | 63.07 | 48.36 | 59.03 | 71.85 | ROIC | 3.82% | 5.22% | 5.74% | 8.20% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 21.94% | 28.17% | 25.29% | 26.42% |
| 其他负债 | 35.36 | 30.68 | 34.22 | 39.26 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 98.43 | 79.04 | 93.25 | 111.11 | 总资产周转率 | 0.21 | 0.17 | 0.20 | 0.25 |
| 股本 | 300.00 | 300.00 | 300.00 | 300.00 | 固定资产周转率 | 1.19 | 1.04 | 1.25 | 1.51 |
| 资本公积 | 1266.51 | 1519.78 | 1519.78 | 1519.78 | 应收账款周转率 | 15.81 | 13.00 | 14.01 | 14.62 |
| 留存收益 | 179.61 | 120.37 | 66.46 | 19.46 | 存货周转率 | 3.71 | 3.15 | 3.83 | 3.88 |
| 归属母公司股东权益 | 1746.12 | 1940.15 | 1886.23 | 1839.24 | 销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入 | 101.11% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 82.63 | 82.19 | 81.73 | 81.09 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1828.75 | 2022.34 | 1967.96 | 1920.32 | 资产负债率 | 5.11% | 3.76% | 4.52% | 5.47% |
| 负债和股东权益合计 | 1927.17 | 2101.39 | 2061.22 | 2031.43 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 14.65 | 22.11 | 17.91 | 14.44 |
| | | | | | 速动比率 | 14.03 | 21.48 | 17.29 | 13.80 |
| | | | | | 股利支付率 | 67.70% | 211.75% | 194.91% | 159.67% |
| 业绩和估值指标 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 89.64 | 98.31 | 104.96 | 133.04 | 每股收益 | 0.20 | 0.18 | 0.19 | 0.26 |
| PE | 84.59 | 94.29 | 87.98 | 63.46 | 每股净资产 | 6.10 | 6.74 | 6.56 | 6.40 |
| PB | 2.73 | 2.47 | 2.54 | 2.60 | 每股经营现金 | 0.25 | 0.23 | 0.28 | 0.30 |
| PS | 12.23 | 14.32 | 12.04 | 9.92 | 每股股利 | 0.13 | 0.37 | 0.37 | 0.42 |
| EV/EBITDA | 44.02 | 37.67 | 35.86 | 28.88 | | | | | |
| 股息率 | 0.80% | 2.25% | 2.22% | 2.52% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn