

## 康芝药业 (300086.SZ)

同呼吸、共命运，加速外延战略布局的优

秀儿童大健康龙头，给予“买入”

评级：**买入** 前次：  
目标价（元）：**21—25**

分析师  
孙建 Ph.D  
S0740515080002  
021-20315160  
sunjian@r.qizq.com.cn  
2015年12月27日

中泰证券医药生物团队

### 基本状况

总股本(百万股)	450
流通股本(百万股)	450
市价(元)	16.66
市值(百万元)	7,497
流通市值(百万元)	7,497

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	309.34	408.54	347.16	427.99	500.12
营业收入增速	-16.12%	32.07%	-15.02%	23.28%	16.85%
净利润增长率	-34.22%	297.78%	-19.28%	33.30%	27.54%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.20	0.11	0.14	0.18
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	184.48	66.57	152.68	114.54	89.81
PEG	—	0.22	—	3.44	3.26
每股净资产(元)	8.64	5.82	3.89	4.03	4.21
每股现金流量(元)	0.39	0.25	0.20	0.17	0.17
净资产收益率	0.86%	3.38%	2.73%	3.51%	4.28%
市净率	1.59	2.25	4.16	4.02	3.85
总股本(百万元)	200.00	300.00	450.00	450.00	450.00

### 投资要点

- 本周“二孩”政策开始施行，成为助力儿童大健康市场的新增量。2015.12.27下午，十二届全国人大第十八次会议经表决通过关于修改人口计划生育法的决定，修改后的计生法明确国家提倡一对夫妻生育两个子女，新法将于2016.1.1起施行。在药品制造业整体承压、增速放缓的背景下，“二孩”市场作为新的增量市场，是我们2016年选股的一个重要方向。
- 康芝药业：儿童药产品线最丰富、渠道优势明显，有望优先受益于“二孩政策”放开。公司在儿科药耕耘13年，不断积累了丰富的产品线、渠道资源，我们认为这是公司持续增长、外延拓展的基础。2007-14年，公司儿童药销售实现收入、毛利的复合增速分别为18.5%、20%，虽然2010年受尼美舒利事件影响，但是能有如此业绩增长，也体现了公司产品整合、渠道掌控能力的强大。我们认为公司作为儿科药龙头企业，凭借丰富产品线、优势渠道，有望优先抢占“二孩”政策释放的新增量。
  - 六大领域布局，打造最丰富的儿药产品线：公司产品包括儿童退热、儿童感冒、儿童止咳化痰、儿童腹泻与消化、儿童抗感染、儿童营养补充剂等，是国内唯一儿童用药产品系列最全的公司。
  - 并购拓展、渠道强化是公司儿童药产品保持持续增长的主要原因。公司近几年通过收购沈阳康芝、河北康芝、北京顺鑫祥云等公司，产品日趋丰富。另外，公司目前在第三终端的推广、切入日趋深入，在全国目前有1000家左右代理商和超过3万个销售终端，2014年，全年新增代理商401位，同时采取有效错失，培养了一批发展势头良好的新客户。
- 资本助力，可复制的外延战略布局模式加速推进。1) 与宏雅基因的合作，切入精准医疗领域。是公司基于自身儿科药产品、渠道资源优势和行业趋势判断，积极向外扩张的第一步。是公司立足儿童大健康第

一品牌的中长期愿景下，短期积极进行多元化战略布局的第一步。2) 公司参股恒卓科技（国内三大人工耳蜗企业之一，重组后名称），是医疗器械领域的探索性布局，后续医疗器械领域的新方向探索有望持续。医药制造业整体增速放缓的背景下，医疗器械、医疗服务无疑成为企业转型升级过程中的重要选择，公司选择高端医疗器械（人工耳蜗）进行布局，我们认为可以有效发挥公司传统渠道优势（语前儿童是人工耳蜗重要的市场），同时人工耳蜗市场的高技术壁垒，也体现了公司在选择布局方向上对技术的重视程度。3) 2015 年公司战略布局加速的元年，员工持股计划、大股东增持体现公司加速儿童大健康布局的决心。2015 年公司相继发布员工持股计划、大股东增持计划，成本对应目前股本均在 15 元/股以上，结合 2015 年公司儿童大健康战略推进情况，我们认为 2016-17 年，公司新的战略布局有望加速推进。

- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 3.47、4.28 和 5.0 亿元，同比增长-15.0%、23.3%、16.9%，归属母公司净利润分别为 4769、6357、8108 万元，同比增长-19.3%、33.3%、27.5%，对应 EPS 分别为 0.106 元、0.14 元、0.18 元。结合可比公司情况，同时考虑公司积极的外延战略，我们认为康芝药业的合理估值区间为 21-25 元。基于公司儿科产品、渠道优势，且处于快速扩张期，看好公司后续加速产业整合、医疗器械、服务领域的快速扩张，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**外延推进不及预期，儿童药业务持续波动，成人药增长不可持续的风险

## 内容目录

<b>同呼吸、共命运，加速搭建儿童大健康布局</b> .....	<b>5</b>
2015 年营销调整致业绩低点，2016 年有望重新发力成拐点.....	5
1.26 亿元与宏雅基因合作，切入精准医疗服务平台.....	5
不拘一格，又下一城，切入高端医疗器械领域（人工耳蜗）.....	6
员工持股、大股东增持，体现对公司儿童大健康实现快速战略布局的信心.....	7
<b>行业分析：儿童大健康走向精准医疗时代</b> .....	<b>8</b>
量变：二孩政策+回声婴儿潮人口红利下的千亿儿科市场.....	8
质变：精准医疗背景下的优生优育市场爆发性增长.....	9
儿童大健康产业日渐丰富：个性化药物+器械+服务.....	10
<b>康芝：短期看好战略布局加速扩展，长期看儿童大健康平台优势</b> .....	<b>10</b>
核心竞争力：儿药产品、渠道优势，打造外延拓展的基础.....	10
2015 年，新战略加速布局的元年，看好医疗器械、服务领域的拓展.....	12
中长期：儿童大健康平台型价值逐步凸显.....	13
<b>盈利预测和投资建议</b> .....	<b>14</b>
盈利预测.....	14
相对估值.....	15
投资建议.....	15
<b>风险提示</b> .....	<b>15</b>
外延推进不及预期.....	15
儿童药持续波动的风险.....	16
成人药业务高增长不能持续的风险.....	16

## 图表目录

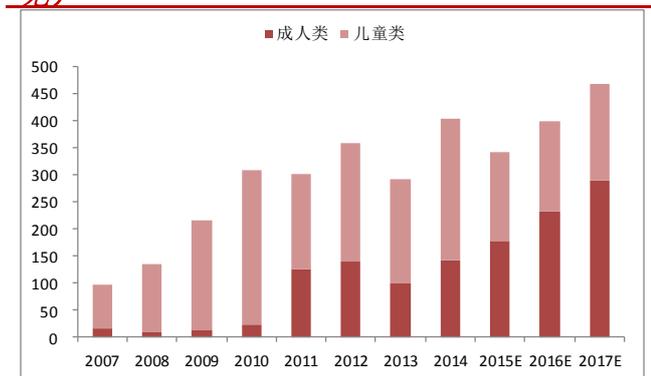
图表 1: 2007-17E, 康芝药业业务收入拆分 (百万元) .....	- 5 -
图表 2: 2007-17E, 康芝药业业务毛利拆分 (百万元) .....	- 5 -
图表 3: 康芝药业与宏雅基因合作示意 .....	- 6 -
图表 4: 康芝药业拟通过增资恒卓科技, 布局人工耳蜗业务 (重组后) .....	- 7 -
图表 5: 2015 年公司第一期员工持股及大股东增持情况 .....	- 7 -
图表 6: 回声婴儿潮+二胎政策带来的人口红利 .....	- 8 -
图表 7: 2002-14 年儿科门诊人次 CAGR8.7% .....	- 8 -
图表 8: 2005-14 年儿童药销售 CAGR11.3% .....	- 8 -
图表 9: 2005-14 年含处方减半儿童药销售 CAGR10.4% .....	- 8 -
图表 10: 关于产前、新生儿遗传性疾病筛查的鼓励性政策 .....	- 9 -
图表 11: 2012-15 年华大基因生育健康类业务销售有望保持 CAGR75%以上 ..	- 9 -
图表 12: 华大基因生育健康业务产品 .....	- 10 -
图表 13: 康芝药业产品线 .....	- 11 -
图表 14: 2007-17E 康芝药业成人类药品销售有效驱动公司整体增长 .....	- 12 -
图表 15: 2007-17E, 康芝药业自产产品占比提升有效提高整体盈利能力 .....	- 12 -
图表 16: 2015 年康芝药业儿童大健康布局 .....	- 13 -
图表 17: 国内人工耳蜗市场格局 .....	- 13 -
图表 18: 康芝药业儿童大健康平台搭建 .....	- 14 -
图表 19: 可比公司估值列表 .....	- 15 -
图表 20: 康芝药业产品拆分 (百万元) .....	- 17 -
图表 21: 康芝药业财务摘要 .....	- 18 -

## 同呼吸、共命运，加速搭建儿童大健康布局

### 2015 年营销调整致业绩低点，2016 年有望重新发力成拐点

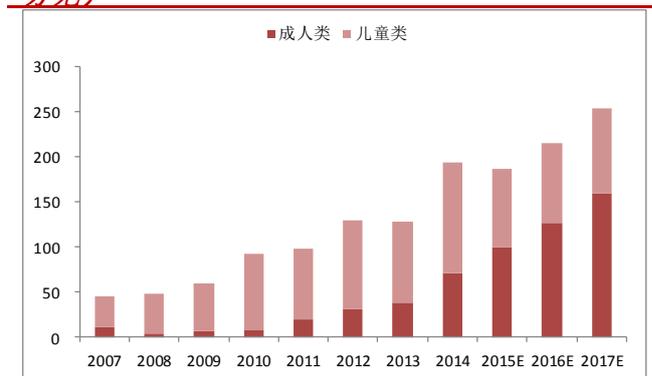
- 公司拥有儿童药品种 20 多种，涵盖 6 大儿童常见疾病系列，是国内唯一儿童用药产品系列最全的公司。尼美舒利事件后，公司迅速调整业务结构，丰富产品线，如今已形成了以儿童药产品为主、以成人药为辅的多层次产品线结构。
- 以上是市场对公司的一贯认识，但 2011-15 年以来公司业绩的波动性，无疑让我们感到疑惑？尼美舒利事件后，公司儿童药市场是否能够打造丰富、有竞争力、增长可持续的产品梯队来匹配公司儿童药第一品牌的地位？这是我们一直跟踪和思考的。企业的经营、基本面的改善受公司战略、政策、市场环境等多重因素的影响，公司自身经营管理短时间内或给企业业绩带来一定的波动性，但是企业战略的持续性、业绩整合构成了我们对公司长期竞争力的核心判断因素。**我们认为 2015 年的业绩低点**是受今年公司自身营销调整（关乎儿童药产品结构定位）、GMP 认证（短期性、阶段性的）等因素导致的，**2016 年随着成人药的快速增长、儿童药短期因素消除，有望迎来新的业绩启动期，有望保持 30% 左右（甚至更高）的业绩增长。**

图表 1：2007-17E，康芝药业业务收入拆分（百万  
元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：2007-17E，康芝药业业务毛利拆分（百  
万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

### 1.26 亿元与宏雅基因合作，切入精准医疗服务平台

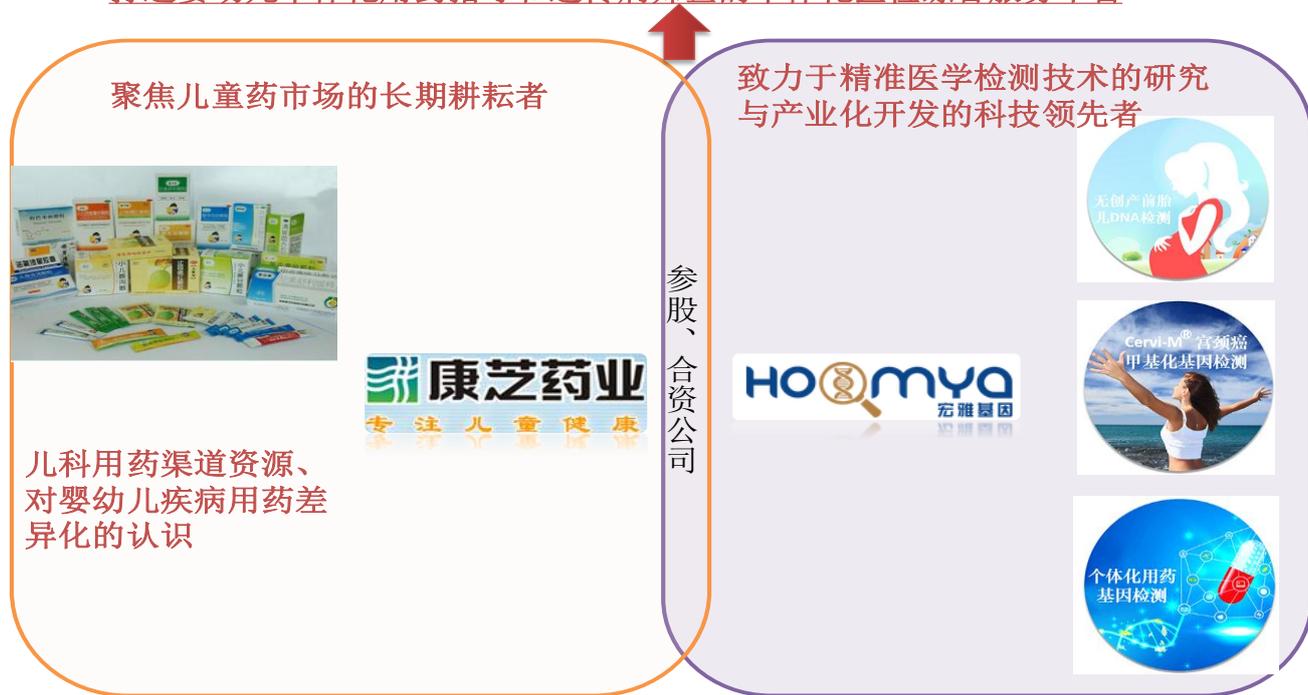
- **我们认为公司与宏雅基因的合作，是公司基于自身儿科药产品、渠道资源优势 and 行业趋势判断，积极向外扩张的第一步。是公司立足儿童大健康第一品牌的中长期愿景下，短期积极进行多元化战略布局的第一步。从 2015 年公司战略布局推进速度上看，我们认为在整个药品行业面临产业升级转型的背景下，公司短期内新的战略布局有望加速推进。**
- 关于宏雅基因：
  - **业务包括**：无创产前胎儿 DNA 检测、Cervil-M 宫颈癌甲基化基因检测、个体化用药基因检测。
  - **核心团队**：公司由我国遗传药理学与药物基因组学的开拓者和奠基人、个体化医学倡导者周宏灏院士及其团队发起设立，通过引入国家“千人计划”学者、美国北卡罗来纳大学等技术团队，整合国内外现金的个体化医学检测技术平台，从事个体化医学检测服务产品

的开发、运营、推广，打造精准医疗时代的专业个性化医学检测服务运营平台。

- 和康芝药业的合作：
  - 1.36 亿元：参股（15%）+成立合资公司（60%）。康芝出资 4500 万元占宏雅基因增资后 15%的股权，同时出资 8100 万元，与其成立合资公司，占合资公司 60%的股权。我们认为典型的引进技术、利益绑定的合作模式。
- 总结：我们认为公司和宏雅基因的合作是：1) 依托自身资源+对方技术优势；2) 有利于公司快速切入精准医疗领域，实现儿童药个性化用药、遗传病筛查的平台；3) 探索确定公司新战略布局可复制的模式。

**图表 3：康芝药业与宏雅基因合作示意**

打造婴幼儿个性化用药指导和遗传病筛查的个性化医检综合服务平台



来源：公司公告，中泰证券研究所

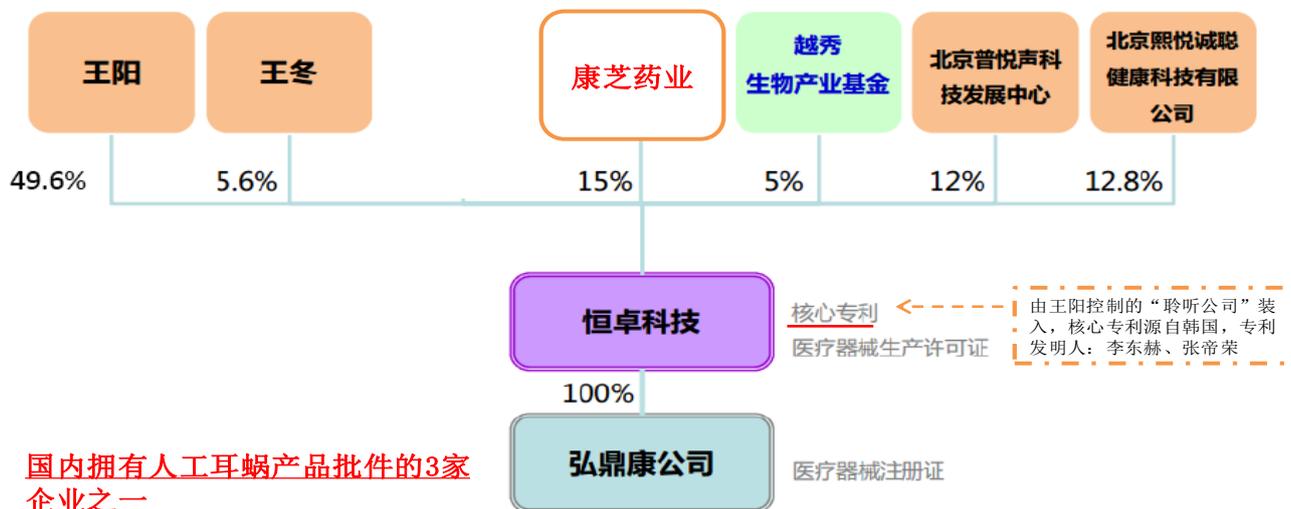
不拘一格，又下一城，切入高端医疗器械领域（人工耳蜗）

- 我们认为公司参股恒卓科技（国内三大人工耳蜗企业之一，重组后名称），是医疗器械领域的探索性布局，后续医疗器械领域的新方向探索有望持续。医药制造业整体增速放缓的背景下，医疗器械、医疗服务无疑成为企业转型升级过程中的重要选择，公司选择高端医疗器械（人工耳蜗）进行布局，我们认为可以有效发挥公司传统渠道优势（语前儿童是人工耳蜗重要的市场），同时人工耳蜗市场的高技术壁垒，也体现了公司在选择布局方向上对技术的重视程度。
- 关于恒卓科技：
  - 国内扶持政策、技术升级驱动国产人工耳蜗百亿市场爆发：国外三大龙头几乎垄断国内人工耳蜗市场，随着诺尔康、力声特、弘鼎康产品的获批、推广，以及国内医保政策的放开，潜在 100 亿元+人工耳蜗市场有望实现爆发性增长。

➤ 恒卓科技是国内三家人工耳蜗企业之一，具备技术、先发优势。

- 和康芝药业的合作：2015.12.25 公司公告拟以 3750 万元分二期增资投资恒卓科技，持有 15%的股权。
- 我们认为公司和恒卓科技的合作是：1) 公司产业升级的重要举措，实现儿童药市场渠道资源+人工耳蜗产品，2) 儿童大健康布局的又一落地：由之前的药品制造切入医疗器械领域。

图表 4：康芝药业拟通过增资恒卓科技，布局人工耳蜗业务（重组后）



来源：公司公告，中泰证券研究所

员工持股、大股东增持，体现对公司儿童大健康实现快速战略布局的信心

- 2015 年公司战略布局元年，员工持股计划、大股东增持体现公司加速儿童大健康布局的决心。公司上市以来，一直聚焦在儿童药领域的销售，但是因为 2011 年尼美舒利事件的影响、2015 年公司营销调整、GMP 车间改造等的影响，造成公司上市后儿童药利润增长不及预期，2014 年年报提出“积极推动员工持股计划的适时推出，为公司全力打造国内儿童药的品类品牌，力争使公司成为中国儿童大健康事业领头羊企业树立坚实基础。”通过以上宏雅基因、恒卓科技项目落地，我们看到公司在儿童大健康方面的高执行力，同时年内员工持股计划、实际控制人增持也体现了公司战略布局的信心。

图表 5：2015 年公司第一期员工持股及大股东增持情况

时间	事件	内容	点评
2015.11.16-17	实际控制人、董事长洪江游增持	通过两次认购“南华期货平潮1号资产管理计划”增持公司股票， <b>均价分别为15.1元/股、15.6元/股</b> ，增持股本合计207万股，占公司总股本的0.46%，总金额3198.8万元，洪江游直接和间接持股占比提高到34.7%。	高位增持，体现对公司未来发展的信心。
2015.5.5	第一期员工持股计划	1、参加本次员工持股计划的范围：公司的董监高人员及下属子公司的核心骨干员工，合计不超过180人，其中董监高7人，本次员工持股计划的资金来源为员工自筹资金加上控股股份宏氏投资为自筹员工提供提供借款，员工自筹资金金额与宏氏投资为自筹员工提供借款的金额比例为1:3（1800:5400万元）。 2、公司员工持股计划的管理人江海证券有限公司通过 <b>定向大宗交易</b> （定向购买公司控股股东宏氏投资持有的公司股份）买入的方式完成股票购买，购买均价22.58元（ <b>折合现在的股价15元/股左右</b> ），购买数量267.5万股，占公司股本的0.89%，锁定期12个月。	员工持股计划为公司中长期发展激发活力，同时也是中长期股价重要安全边际。

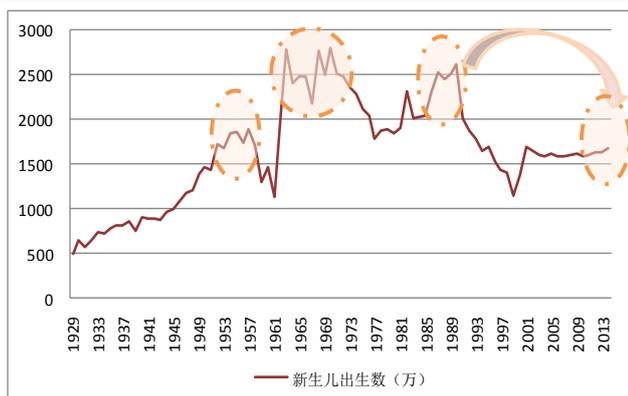
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 行业分析：儿童大健康走向精准医疗时代

量变：二孩政策+回声婴儿潮人口红利下的千亿儿科市场

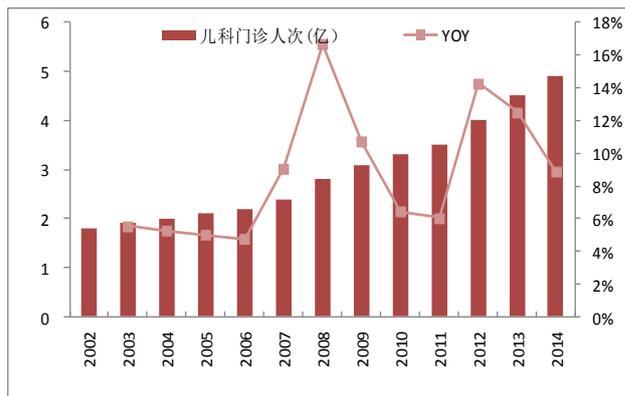
- 从“单独二胎”到“普遍二孩”政策放开，旨在有效提升生育率。第四次婴儿潮的低于预期、老龄化加重的背景下，2014年我国放开“单独二胎”政策，但是总体申报却仅仅15%左右，2015年10月，十八届五中全会提出“全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，积极开展应对人口老龄化行动”，我们考虑目前回升婴儿潮生育的主力军80后生育观念与60、70年代的不同、生育年龄延后、抚育孩子观念（成本）、二孩政策的刺激，2014-20年新生儿保持稳定3-5%的增长。
- 儿童药实际市场有望超1000亿元，2005-14年CAGR10.4%。根据卫计委的统计数据，2002-14年儿科门诊人次保持了接近9%的快速增长，显示儿科就诊率的显著提高（远高于新生儿的增长速度）；而米内网的数据也显示，包含处方药减半的儿童药的市场规模已经超过1000亿元，2005-14年的销售复合增速达到10%，和就诊人次的增速类似。

图表 6：回声婴儿潮+二胎政策带来的人口红利



来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 7：2002-14 年儿科门诊人次 CAGR8.7%



来源：卫计委，中泰证券研究所

图表 8：2005-14 年儿童药销售 CAGR11.3%



来源：米内网，中泰证券研究所

图表 9：2005-14 年含处方减半儿童药销售 CAGR10.4%



来源：米内网，中泰证券研究所

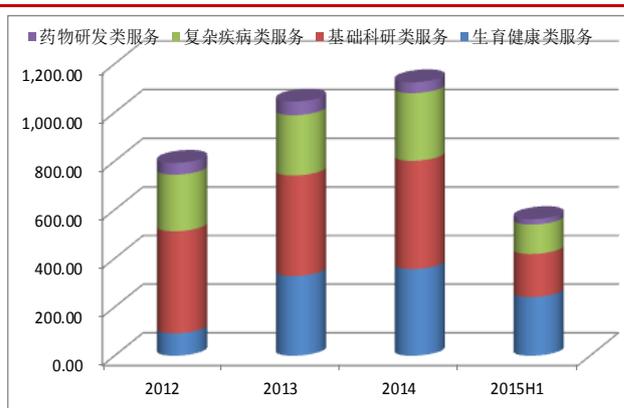
**质变：精准医疗背景下的优生优育市场爆发性增长**

- 我国目前的出生缺陷发生率高达 5.6%，其中遗传性疾病是导致出生缺陷的重要原因，其种类包括染色体结构和数目异常、微缺失/重复综合征、单基因遗传病等，目前全国新生儿超过 1600 万，出生缺陷人群 90 万，研究与实践表明，这些疾病可能通过基因检测来提前预测、精准干预。
- 我国精准医疗龙头企业华大基因，引领国内优生优育市场。
  - 覆盖生育全过程的检测产品线：华大基因生育健康类业务，利用先进的多组学和生物信息学技术对胎儿及服务进行检测和分析，建立了基于孕妇外周血进行无创胎儿染色体异常检测的技术体系，并延伸至孕前服务遗传病携带者筛查、孕中流产查因、胎儿宫内异常查因、新生儿耳聋基因检测、新生儿遗传代谢病筛查、单基因诊断等领域，形成了贯穿婚前、孕前、产前、新生儿等整个生育过程的检测系列产品。
  - 华大基因生育健康类业务近三年保持 75% 以上爆发性增长。其生育健康类业务的规模从 2012 年的 9207 万提高到 2.4 亿元，CAGR75% 以上。在主营业务中的占比从 11.6% 提高到 42.7%，成为公司业务中比重最大的业务。

**图表 10：关于产前、新生儿遗传性疾病筛查的鼓励性政策**

时间	部门	文件	内容
2015.1	卫计委	《国家卫计委妇幼司关于产前诊断机构开展高通量基因测序产前筛查与诊断临床应用试点工作的通知》	
2012.1	国务院	《卫生事业发展“十二五”规划》	加强婚前孕前保健宣传教育、 <b>产前筛查和产前诊断、新生儿疾病筛查</b> 管理，降低严重多发致残的出生缺陷发生率。加强儿童保健服务和 <b>管理</b> ，着力改善婴幼儿保健状况。加强爱婴医院管理，提高母乳喂养率，促进而诱饵科学喂养。降低儿童营养不良和贫血患病率。
2011.1	科技部	《医学科技发展“十二五”规划》	加强儿童常见多发病以及新生儿窒息、儿童肺炎、腹泻等婴幼儿重症疾病的防治技术的研究及推广。发展个体化诊疗技术，建立重点疾病的分子分型标准，根据个体差异研究制定个体化诊疗方案。

来源：中泰证券研究所

**图表 11：2012-15 年华大基因生育健康类业务销售有望保持 CAGR75% 以上**


来源：华大基因招股书，中泰证券研究所

图表 12：华大基因生育健康业务产品



生育健康类业务

类别	产品名称	产品内容	主要应用
1	NIFTY (无创产前基因检测胎儿染色体非整倍体)	通过采集孕妇外周血，提取游离DNA，采用新一代高通量测序技术，并结合生物信息分析，计算胎儿发生染色体非整倍体的风险值。	检测 21-三体综合征（唐氏综合征），18-三体综合征（爱德华氏综合征）和 13-三体综合征（帕陶氏综合征）及其他染色体异常疾病。
2	PGS/PGD (胚胎植入前遗传学筛查与诊断)	采用单细胞全基因组扩增技术和全基因组低覆盖度高通量测序技术，通过采集胚胎活细胞以及家系样本的外周血样本，对样本进行检测和生物信息学软件分析，可准确分析胚胎染色体数目及结构异常情况以及判断是否遗传了父母的致病突变。	PGS-染色体异常检测用于挑选健康胚胎，PGD-单病检测用于排查 30 多种单基因病，根据致病突变及父母单体型信息分析，可准确分析胚胎是否遗传了父母的致病突变。
3	新生儿耳聋检测	采用核酸质谱技术，对遗传性耳聋高发突变基因和位点进行检测。	主要用于临床检测及大规模耳聋基因筛查项目。
4	新生儿遗传代谢病检测	利用高通量质谱技术（简称 LC-MS/MS），通过同位素内标（IS）对新生儿干血片样本中氨基酸等物质的浓度进行分析。	检测包括氨基酸病、有机酸代谢紊乱和脂肪酸氧化缺陷在内的 43 种遗传代谢病。
5	地中海贫血基因检测	采用测序、Gap-PCR 和 Real time PCR 技术，并结合专业的生物信息分析软件，准确检测出常见和非常见地中海贫血型别。	为临床、大规模地中海贫血基因筛查和科研提供全面服务。
6	染色体异常检测	对受检者的样本提取 DNA，采用高通量测序技术，对染色体数目异常、三倍体、100Kb 以上的染色体重复/缺失进行检测，为微小相互易位、倒位提供解决方案。	通过检测流产组织、缺陷儿、夫妇的染色体情况，查找流产、B 超异常、多发畸形的遗传原因，辅助临床指导再次妊娠，结合现有的诊断技术为夫妇生育健康的下一代提供帮助。
7	单基因病检测	利用“目标区域捕获-高通量测序技术”，针对婚孕前/早孕期夫妇、遗传病疑难杂症患者进行常见单基因遗传病的基因检测。	主要用于患儿家庭临床检测，为指导生育、临床诊断、治疗提供有力的依据。

来源：中泰证券研究所

### 儿童大健康产业日渐丰富：个性化药物+器械+服务

- 我们认为儿童大健康产业的组成包括了上游的产品（药物、诊断试剂、试剂盒、保健品）、中游医药流通（代理、零售）、下游服务（诊断、检验、儿科医院）等，在药品制造业整体大环境增长放缓的背景下，我们认为精准医疗是未来儿童大健康的方向，包括个性化药物（更符合精准医疗方向）、医疗器械（和儿童遗传性疾病相关检验、诊断的产品）、医疗服务（儿科医院、基因检测）。

### 康芝：短期看好战略布局加速扩展，长期看儿童大健康平台优势

#### 核心竞争力：儿药产品、渠道优势，打造外延拓展的基础

- 最齐全的儿药产品线、最强的渠道掌控能力，奠定外延拓展和可持续增长的基础。公司在儿科药耕耘 13 年，不断积累了丰富的产品线、渠道资源，我们认为这是公司持续增长、外延拓展的基础。2007-14 年，公司儿童药销售实现收入、毛利的复合增速分别为 18.5%、20%，虽然 2010 年受尼美舒利事件影响，但是能有如此业绩增长，也体现了公司产品整合、渠道掌控能力的强大。
  - 六大领域布局，打造最丰富的儿药产品线：公司产品包括儿童退热、

儿童感冒、儿童止咳化痰、儿童腹泻与消化、儿童抗感染、儿童营养补充剂等，是国内唯一儿童用药产品系列最全的公司。

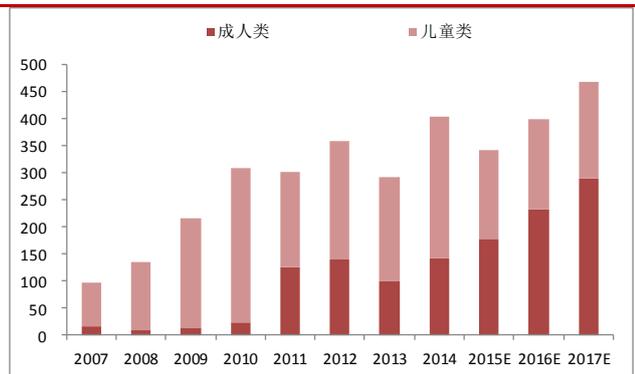
- 并购拓展、渠道强化是公司儿童药产品保持持续增长的主要原因。公司近几年通过收购沈阳康芝、河北康芝、北京顺鑫祥云等公司，产品日趋丰富。另外，公司目前在第三终端的推广、切入日趋深入，在全国目前有 1000 家左右代理商和超过 3 万个销售终端，2014 年，全年新增代理商 401 位，同时采取有效错失，培养了一批发展势头良好的新客户。

图表 13：康芝药业产品线



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **成人药发力，成为中长期重要业绩支撑。**2010 年公司受尼美舒利影响，导致业绩波动性，公司通过收购丰富产品线、同时主动进行产品结构提升，有效提升自产产品的比例，提升公司毛利率，成人药的收入占比也从 2010 年的 7% 提高到 35%，毛利占比从 8% 提高到 36%，成为公司业绩的重要支撑，同时通过结构调整，成人药的毛利率也从 34% 提高到 50%，2015 年上半年更是提高到 55.7% 左右，也成为公司毛利提升的重要因素。**我们认为，短期公司儿科药营销调整导致销售波动性，而成人药的快速增长有效弥补儿科药业绩波动性，维持公司的业绩稳定增长，同时为公司战略布局推进奠定良好的基础。**

**图表 14: 2007-17E 康芝药业成人药品销售有效驱动公司整体增长**


来源：中泰证券研究所

**图表 15: 2007-17E, 康芝药业自产产品占比提升有效提高整体盈利能力**


来源：中泰证券研究所

### 2015 年，新战略加速布局的元年，看好医疗器械、服务领域的拓展

- 不同于 2015 年前公司对药品领域的投资，2015 年公司针对儿童大健康领域进行快速布局：2015.6，和宏雅基因合作进入精准医疗领域；2015.12，和恒卓科技投资，切入人工耳蜗领域。我们认为该布局是公司利用自身儿药资源迅速进行儿童大健康战略的落地，2015 年公司员工持股计划、大股东增持也体现了战略推进的决心，我们认为 2016 年公司儿童大健康布局有望加速，特别是在医疗器械、服务领域的拓展。

  - **宏雅基因：国内最早一批基因测序试点单位。**公司 4500 万元参股宏雅基因，同时由与宏雅基因成立合资公司，康芝药业以 8100 万元元获得合资公司 60% 的股权。通过该参股、合资，公司具备进行**婴幼儿遗传基因测序服务产品开发**（儿童药基因测序、婴幼儿遗传疾病的基因测序）、**婴幼儿个体化医学分子诊断领域**（药物性耳聋基因突变、白血病常见的融合基因的测序——葡萄糖-6-磷酸脱氢酶基因突变的检测、地中海贫血基因的测序、丙苯氨酸氮氧化镁基因突变）、**分子诊断自动化仪器、市场的开拓**（婴幼儿遗传基因测序服务、婴幼儿个体化医学分子诊断试剂产品市场开发）
  - **弘鼎康医疗：国内三家人工耳蜗生产企业之一。**国外三大龙头几乎垄断国内人工耳蜗市场，随着诺尔康、力声特、弘鼎康产品的获批、推广，以及国内医保政策的放开，潜在 100 亿元+人工耳蜗市场有望实现爆发性增长。人工耳蜗为高端电子生理医疗器械，技术壁垒极高，进入门槛高。本项目的人工耳蜗与竞品相比在多方面有显著优势，因此通过本次投资，康芝药业的盈利能力将有所提高，本项目的实施不仅可以为康芝药业带来新的利润增长点，而且可以带动相关产业的发展，提升相关产品的质量和产业层次，同时医药并购项目建设符合国家产业政策，是国家、省、市重点支持的发展领域；有利于产业资源的合理分配，具有一定的规模经济效应，也将有助于公司实现儿童大健康事业的发展战略。

**图表 16：2015 年康芝药业儿童大健康布局**

时间	事项	点评
2015.12.25	1、公司公告拟以3750万元分二期增资投资恒卓科技，持有15%的股权。 2、 <b>恒卓科技</b> ：北京恒卓科技控股有限公司（以下简称“恒卓科技”或“公司”）的核心团队多年从事人工耳蜗项目的研发工作；人工耳蜗产品已获得CFDA第三类医疗器械注册证，即将实现对外销售。 3、 <b>核心竞争力</b> ：1、项目所处行业为技术壁垒极高的高端电子生理医疗器械行业；2、公司为全球仅有的数家具备研发及生产人工耳蜗能力的公司之一；3、产品核心技术原理显著不同于竞品，使其产品在成本、易用性、拓展性、耐用度等多方面具有明显优势。 4、 <b>利润预测</b> ：2016/2017/2018/2019/2020年公司净利润预计为-3800万元/-500万元/1,800万元/3,000万/4500万元。	儿童大健康战略的又一布局。
2015.6.23	1、公司与湖南宏雅基因生物技术有限公司及湖南洪雅生物技术全部股东共同签署《关于康芝药业向湖南宏雅基因技术有限公司增资扩股的附条件生效的合作框架》。公司拟出资4500万元占宏雅基因增资完成后15%的股权。 2、宏雅承诺2015-17年的税后净利润不低于500万元、1500万元、2500万元。 3、宏雅基因：由周宏灏院士及其团队发起设立，致力于个体化医学（精准医学）检测技术的研究与产业化开发的高科技公司，目前主营业务包括各类应用与无创产前筛查、疾病预测、疾病早期筛查、疾病早期分子诊断与分子分型、疾病个体化用药指导、疾病预后监测的分子检测技术服务。	通过参股宏雅基因，切入婴幼儿遗传性疾病的精准医疗领域。是公司儿童大健康布局的快速推进的第一步。
2015.6.23	1、公司与宏雅基因共同签署《康芝药业与湖南宏雅基因技术有限公司联合发起设立合资公司的附条件生效的框架协议》，公司以现金出资8100万元，占合资公司60%的股权，；宏雅基因以掌握的婴幼儿遗传基因检测专有技术（包括检测技术和相关体外诊断试剂产品的研制技术）作价5400万元出资，占合资公司40%的股权。 2、合资公司：进行婴幼儿个体化医学检测项目的开发与产业化运营，包括婴幼儿遗传基因检测服务项目（包括常见单基因遗传病检测和用药基因检测）和相关分子诊断试剂的研发、生产和销售。	通过合资公司，实现公司在婴幼儿疾病领域精准医疗战略布局的快速落地。

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 17：国内人工耳蜗市场格局**

类型	企业名称	产品名称	批准日期	适用范围	国内市场份额
国产	沈阳弘鼎康医疗器械	人工耳蜗植入体	2015.8.7	用于患有双耳重度或极重度感音神经性聋的12个月至5岁的儿童及患有双耳重度或极重度感音神经性聋的5岁以上的语后聋患者。	重组期，暂无销售
	杭州诺尔康神经电子科技有限公司	人工耳蜗植入体	2011.8.19/2013.7.8	1)适用于6岁以上人群的双耳重度或极重度感音神经性语后聋患者。2)12个月及以上的双耳重度和极重度感音神经性耳聋患者。	1000+套 (2014年)
		人工耳蜗言语处理器	2011.06.27	与杭州诺尔康神经电子科技有限公司生产的CS-10系列人工耳蜗植入体配套使用。适用于6-65岁双耳重度或极重度感音神经性语后聋患者。	
	上海力声特科技有限公司	人工耳蜗 人工耳蜗Mapmanagement调试系统	2011.2.25 2015.06.26	用于对本公司生产的人工耳蜗(型号：REZ-I)进行调试及数据管理。	NA
进口	Cochlear Limited (澳大利亚)	人工耳蜗植入体 (Cochlear Implant)	2013.03.18	通过对患有中度到极重度低频听力损失及极重度到中高音言语频率听力损失的个体的听神经进行电刺激来恢复听觉。其适用于成人和年龄超过12个月的儿童。	80%
	MED-EL Elektromedizinische Gerate GmbH (奥地利)	人工耳蜗植入体 (Cochlear Implant)	2011.7.6	用来通过对听觉重度至极重度耳聋患者进行电刺激以唤起听觉。	5%
		人工耳蜗植入系统-音频处理器 (Cochlear Implant Systems-Audio processor)	2014.05.07	用于帮助重度及深度耳聋患者重新获得听觉。此设备只能由受过足够训练和具有丰富经验的外科医生进行植入。	
Advanced Bionics LLC. (美国)	人工耳蜗植入体(商品名：HiRes 90K Cochlear Implant)	2011.12.28	用于提高患有重度、极重度聋听觉损失病人的听力。用于年龄在12个月及以上的病人。	15%	

来源：中泰证券研究所

### 中长期：儿童大健康平台型价值逐步凸显

- 我们认为**医疗器械、医疗服务**是目前医药企业转型的必然选择。1) 蛋糕变大：2013 年国家提出扶持健康服务业发展的规划，力争 2020 年中国健康产业达到 8 万亿的规模；2) “非药蛋糕有望变大：2010-14 年国内药品制造业销售增速放缓，医药分开、招标控费的影响导致药品占比或降低至 30%左右，这样非药领域的市场规模有望在 2020 年达到 5-6 亿元。

- 结合康芝药业 2015 年在基因测序、人工耳蜗领域的布局，我们认为在判断公司战略布局加速推进的前提下，公司在医疗器械、服务方面的布局有望在 2016-17 年逐步落地，快速打造儿童大健康平台，提升公司长期投资价值。

**图表 18：康芝药业儿童大健康平台搭建**



来源：中泰证券研究所

## 盈利预测和投资建议

### 盈利预测

- 我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 3.47、4.28 和 5.0 亿元，同比增长-15.0%、23.3%、16.9%，归属母公司净利润分别为 4769、6357、8108 万元，同比增长-19.3%、33.3%、27.5%，对应 EPS 分别为 0.106 元、0.14 元、0.18 元。
- 假设一：公司营业税金及附加占营业收入百分比不变；
- 假设二：公司产品毛利率保持稳定，整体稳定在 54.7%左右。我们认为随着公司成人药快速增长、儿童药产品结构调整及恢复性增长，公司整体毛利率有望高位维持，使 2015-17 年公司整体毛利率水平高于前几年，维持在 54.7%左右。
- 对期间费用和所得税的假设：
  - 销售费用率方面，2015 年公司营销调整的推进，销售费用率基本稳定在 15%左右。
  - 管理费用率：2015 年受儿科药销售放缓的影响，公司管理费用率陡升，我们认为随着儿科药的恢复性增长，管理费用率有望恢复至 28%左右。
  - 财务费用率保持稳定。
  - 所得税：我们认为未来三年保持在 25.8%左右。

## 相对估值

- 选取 A 股中药行业的公司（以妇科、儿科为主）作为可比公司，平均 PE 为  $38 \times 15PE$ ， $30 \times 16PE$ ，考虑二孩政策驱动下儿科行业高景气度，我们认为行业有望保持 10% 左右快速增长，国内具备产品优势、渠道优势的企业，有望优先受益于该行业的增长。康芝药业作为儿科药品类最全、且处于新的战略快速布局期的上市公司，具备稀缺性，我们给予公司 2016 年 150-180 倍 PE（考虑公司近两年业绩波动性造成静态估值较高，但是比较可比公司 PB，公司仍处于较低的估值水平，仍有 40-50% 的修复空间），公司的估值区间为 21-25 元。2016-17 年，公司净利润复合增长率 28%，考虑持续战略推进、外延并购等预期，可以给予一定的溢价空间。

图表 19：可比公司估值列表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS			PE			PB		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
000650.SZ	仁和药业	10.9	0.300	0.320	0.451	36.3	34.1	24.2	2.05	1.94	2.36
002275.SZ	桂林三金	24.0	0.750	0.824	0.961	32.0	29.1	25.0	3.93	4.77	5.78
002603.SZ	以岭药业	18.7	0.630	0.411	0.516	29.7	45.6	36.3	8.08	4.39	4.76
002737.SZ	葵花药业	49.9	2.750	1.179	1.397	18.1	42.3	35.7	15.18	8.66	9.65
600566.SH	济川药业	27.8	0.670	0.832	1.048	41.4	33.4	26.5	2.94	4.04	4.99
600594.SH	益佰制药	21.3	1.217	0.614	0.799	17.5	34.7	26.6	8.66	5.19	5.90
600750.SH	江中药业	37.7	0.870	1.091	1.386	43.4	34.6	27.2	6.92	7.79	8.81
600976.SH	健民集团	36.8	0.760	0.820	1.123	48.5	44.9	32.8	6.33	7.14	8.15
600351.SH	亚宝药业	15.3	0.246	0.323	0.438	62.4	47.4	35.0	2.62	2.49	2.76
平均值						36.6	38.4	29.9	6.3	5.2	5.9
300086.SZ	康芝药业	16.7	0.197	0.106	0.141	84.6	157.2	117.9	5.82	3.89	4.03

来源：WIND（截至 2015.12.25），中泰证券研究所

## 投资建议

- 结合可比公司情况，康芝药业的合理估值区间为 21-25 元。基于公司业务处于快速扩张期，儿科产品、渠道优势，看好公司后续加速产业整合、医疗器械、服务领域的快速扩张，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 公司未来 3 年的业绩催化：
  - 儿童大健康业务的加速布局。公司作为儿科药生产企业，在儿童药产品、渠道方面极具优势，近几年公司通过产品企业收购持续丰富产品线，特别是 2015 年公司通过宏雅基因、恒卓科技的合作快速切入基因测序、人工耳蜗等行业，我们看好 2016 年公司在儿童大健康领域的持续布局。
  - 儿童药业务恢复性增长：公司 2010 年上市后突遇尼美舒利事件，之后公司通过收购快速补充产品线，并发展成人药业务，儿科药因为营销调整的原因，这几年业务波动性比较大，我们预期随着公司和子公司整合的进展，儿童药 2016-17 年有望呈现恢复性增长。

## 风险提示

## 外延推进不及预期

- 外延并购是公司打造儿童大健康平台的重要手段，如果外延推进低于预期，将影响公司未来战略布局的达成。

#### 儿童药持续波动的风险

- 2010 年上市前儿童药占公司业绩的 90%，尼美舒利事件后，儿童药波动性大，如果公司业务整合、营销调整低于预期，将影响儿童药业务的恢复。

#### 成人药业务高增长不能持续的风险

- 在儿童药业务波动的同时，成人药成为公司业绩的重要支撑，如果公司成人药高增长不可持续，将影响公司整体业绩稳定性。

图表 20: 康芝药业产品拆分 (百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成人</b>											
收入	16.31	9.13	13.72	22.45	125.18	139.39	98.27	141.87	177.3	230.5	288.2
YOY		-44.0%	50.3%	63.6%	457.6%	11.4%	-29.5%	44.4%	25%	30%	25%
毛利	11.38	3.93	5.94	7.61	19.19	31.27	37.76	70.65	99.3	129.1	161.4
%总毛利	24.9%	8.1%	9.8%	8.0%	20.0%	22.8%	28.7%	36.0%	52.1%	55.2%	59.0%
毛利率(%)	69.78	43.03	43.29	33.90	15.33	22.44	38.43	49.80	56.0%	56%	56%
<b>儿童</b>											
收入	79.29	125.56	202.54	286.13	176.43	217.92	192.85	260.80	163.8	191.4	205.9
YOY					-38.3%	23.5%	-11.5%	35.2%	-37.2%	16.9%	7.6%
毛利	34.07	43.75	53.23	84.21	78.00	98.44	89.48	122.25	86.2	99.7	107.3
毛利率(%)	57.03	65.15	73.72	70.57	55.79	54.83	53.60	53.12	52.6%	52.1%	52.1%
<b>其他</b>											
收入	0.34	1.16	2.53	5.87	2.63	9.19	7.49	5.87	6	6	6
YOY		241.2%	118.1%	132.0%	-55.2%	249.4%	-18.5%	-21.6%			
毛利	0.17	0.61	1.48	3.58	-1.05	7.16	4.38	3.35	5	5	5
毛利率(%)	50.0%	52.6%	58.5%	61.0%	-39.9%	77.9%	58.5%	57.1%			
<b>整体</b>											
收入	95.94	135.85	218.79	314.45	304.24	366.50	298.61	408.54	347.16	427.99	500.12
YOY		41.6%	61.1%	43.7%	-3.2%	20.5%	-18.5%	36.8%	-15.0%	23.3%	16.9%
毛利	45.62	48.29	60.65	95.40	96.14	136.87	131.62	196.25	190.48	233.81	273.72
毛利率(%)	47.6%	35.5%	27.7%	30.3%	31.6%	37.3%	44.1%	48.0%	54.9%	54.6%	54.7%

来源: 中泰证券研究所

图表 21: 康芝药业财务摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	369	309	409	347	428	500	货币资金	1,142	1,040	1,044	1,105	1,190	1,286
增长率	21.2%	-16.1%	32.1%	-15.0%	23.3%	16.9%	应收款项	106	64	89	73	88	109
营业成本	-211	-162	-196	-157	-194	-226	存货	55	48	54	47	55	66
% 销售收入	57.1%	52.3%	48.0%	45.1%	45.4%	45.3%	其他流动资产	62	97	86	82	86	89
毛利	158	148	213	190	234	274	流动资产	1,365	1,249	1,273	1,307	1,419	1,550
% 销售收入	42.9%	47.7%	52.0%	54.9%	54.6%	54.7%	% 总资产	69.3%	65.6%	66.0%	66.7%	71.2%	74.3%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-4	-5	-6	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定投资	372	381	365	328	287	248
营业费用	-87	-51	-61	-52	-64	-75	% 总资产	18.9%	20.0%	18.9%	16.7%	14.4%	11.9%
% 销售收入	23.6%	16.4%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	无形资产	229	273	282	316	279	279
管理费用	-88	-89	-100	-111	-121	-135	非流动资产	603	656	654	652	574	535
% 销售收入	23.9%	28.8%	24.4%	32.0%	28.2%	27.0%	% 总资产	30.7%	34.4%	34.0%	33.3%	28.8%	25.7%
息税前利润 (EBIT)	-21	4	47	23	44	58	<b>资产总计</b>	<b>1,969</b>	<b>1,905</b>	<b>1,927</b>	<b>1,959</b>	<b>1,992</b>	<b>2,086</b>
% 销售收入	-5.7%	1.4%	11.5%	6.7%	10.3%	11.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	32	30	28	21	23	24	应付款项	80	71	58	51	60	71
% 销售收入	-8.6%	-9.6%	-6.8%	-6.2%	-5.3%	-4.9%	其他流动负债	12	18	29	66	28	32
资产减值损失	-3	-11	-8	0	0	-1	流动负债	91	89	87	117	88	102
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	2	2	15	15	20	其他长期负债	4	5	12	12	12	12
% 税前利润	11.8%	5.9%	2.8%	23.5%	17.5%	18.7%	<b>负债</b>	<b>95</b>	<b>94</b>	<b>98</b>	<b>129</b>	<b>100</b>	<b>114</b>
营业利润	11	25	69	60	81	102	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,790</b>	<b>1,727</b>	<b>1,746</b>	<b>1,749</b>	<b>1,812</b>	<b>1,893</b>
营业利润率	3.1%	8.1%	16.9%	17.2%	19.0%	20.4%	少数股东权益	84	83	83	81	80	79
营业外收支	15	4	10	3	3	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,969</b>	<b>1,905</b>	<b>1,927</b>	<b>1,959</b>	<b>1,992</b>	<b>2,086</b>
税前利润	26	29	79	63	84	107	<b>比率分析</b>						
利润率	7.0%	9.5%	19.3%	18.1%	19.7%	21.4%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-6	-15	-20	-16	-22	-28	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.1%	50.7%	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%	每股收益 (元)	0.113	0.074	0.197	0.106	0.141	0.180
净利润	20	14	59	47	62	79	每股净资产 (元)	8.950	8.635	5.820	3.886	4.027	4.208
少数股东损益	-3	0	0	-1	-1	-2	每股经营现金净流 (元)	0.547	0.395	0.246	0.195	0.173	0.169
归属于母公司的净利润	23	15	59	47.69	63.57	81.08	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000
净利率	6.1%	4.8%	14.5%	13.7%	14.9%	16.2%	<b>回报率</b>						
				-19.3%	33.3%	27.5%	净资产收益率	1.26%	0.86%	3.38%	2.73%	3.51%	4.28%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	1.15%	0.78%	3.07%	2.43%	3.19%	3.89%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	-2.18%	0.27%	4.43%	2.39%	4.65%	6.27%
净利润	20	14	59	47	62	79	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	-1	-1	-2	营业总收入增长率	21.21%	-16.12%	32.07%	-15.02%	23.28%	16.85%
非现金支出	44	52	56	46	45	44	EBIT 增长率	41.05%	120.27%	1003.44%	-50.18%	88.41%	31.60%
非经营收益	-3	-5	-13	-18	-18	-25	净利润增长率	2085.72%	-34.22%	297.78%	-19.28%	33.30%	27.54%
营运资金变动	49	17	-27	13	-12	-22	总资产增长率	0.20%	-3.26%	1.19%	1.65%	1.71%	4.68%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>109</b>	<b>79</b>	<b>74</b>	<b>87</b>	<b>77</b>	<b>75</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	51	50	13	41	-37	0	应收账款周转天数	76.4	43.7	24.3	24.3	24.3	24.3
投资	-8	-1	-34	0	0	0	存货周转天数	94.5	118.8	98.5	108.6	103.5	106.1
其他	3	-5	2	15	15	20	应付账款周转天数	53.6	52.8	44.4	48.6	46.5	47.5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-56</b>	<b>-56</b>	<b>-45</b>	<b>-26</b>	<b>52</b>	<b>20</b>	固定资产周转天数	276.8	381.2	305.5	339.0	247.6	187.8
股权筹资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权筹资	-11	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-60.96%	-57.45%	-57.07%	-60.40%	-62.87%	-65.22%
其他	0	-65	-28	0	-45	0	EBIT 利息保障倍数	0.7	-0.1	-1.7	-1.1	-1.9	-2.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-11</b>	<b>-65</b>	<b>-28</b>	<b>0</b>	<b>-45</b>	<b>0</b>	资产负债率	4.83%	4.95%	5.11%	6.57%	5.01%	5.45%
<b>现金净流量</b>	<b>42</b>	<b>-42</b>	<b>1</b>	<b>60</b>	<b>83</b>	<b>95</b>							

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。