



Research and
Development Center

打造儿童大健康产业的领军品牌

—— 康芝药业 (300086.sz) 深度报告

2017年1月23日

李惜浣 医药行业
吴临平 医药行业

证券研究报告

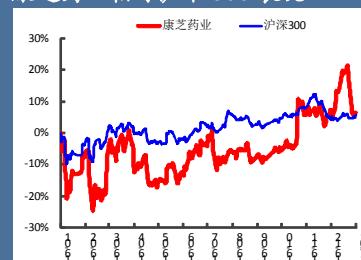
公司研究——首次覆盖

康芝药业 (300086.sz)



首次评级

康芝药业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2017. 1. 20)

收盘价(元)	13.10
52 周内股价波动区间(元)	8.90-15.14
最近一月涨跌幅(%)	0.77
总股本(亿股)	4.50
流通 A 股比例(%)	97.32
总市值(亿元)	58.95

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

打造儿童大健康产业的领军品牌

2017 年 1 月 23 日

本期内容提要：

- ◆ **公司是国内为数不多的专业儿童药生产企业之一。** 目前公司拥有儿童药品种近 30 种，儿童药系列产品基本涵盖了国内儿童用药中销量最大的解热镇痛类、感冒类、抗生素类、呼吸系统类、消食定惊类和营养类等六大类的西药和中成药。公司的控股股东为海南宏氏投资有限公司，实际控制人为公司董事长兼总裁洪江游先生。
- ◆ **儿童药市场处于黄金发展期。** 我国儿童人口基数较大，随着环境污染等因素造成儿童发病率上升，新医改的稳步推进、国家不断加大医疗投入、基本医疗体系加快完善、居民的支付能力不断提高，加之家庭对儿童身体健康越来越重视，儿童门诊就诊人次逐年攀升。旺盛的就诊需求直接催生儿童药市场总体规模的增长，2015 年国内儿童用药（限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）市场规模达到 688 亿元，2005-2014 年的复合增长率约为 11.8%，预计未来我国儿童药销售规模还将继续保持年均两位数以上的增长速度，市场前景良好。近几年各部委出台了多项重大政策鼓励儿童药的研发和生产，随着需求的上升和政策的逐步落实，专业儿童药生产企业将迎来发展的黄金时期。
- ◆ **公司主营业务延伸至儿童大健康产业。** 公司是行业内最早介入我国第三终端市场的专业厂商之一，通过专业化合作代理模式已建立起一支专业的第三终端儿童药营销队伍和营销网络，目前在全国拥有近千家代理商和超过 4 万个销售终端，营销网络已覆盖全国各省地级市，县一级覆盖率达 90%。同时，公司通过买断经营模式代理 6 个儿童药品种，降低相关新产品的研发和市场风险，并充分利用营销网络优势。2015 年开始公司与上海巴斯德研究所合作研发手足口病治疗药物、与湖南宏雅基因合作试水精准医疗，逐步将公司业务向儿童大健康产业的下游延伸。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预测公司 2016-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 4842 万元、5505 万元、6206 万元，EPS 分别为 0.11、0.12 和 0.14 元；结合可比公司市盈率，给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 外延并购事项、新药研发或合作取得进展。
- ◆ **风险因素：** 主要产品竞争加剧的风险；两票制推进带来公司销售模式调整的风险；医药行业政策及负面新闻风险；公司业务拓展的不确定性风险。

目 录

一、公司概况	2
1、公司股权结构	2
2、公司主营业务	2
二、儿童药市场处于黄金发展期	4
1、就诊需求催生儿童药市场规模持续增长	4
2、儿童药政策红利逐年增加	6
三、从儿童药品牌营销延展至儿童大健康产业	8
1、公司的第三终端营销网络具有较强的竞争	8
2、买断经营模式降低风险、丰富品种	9
3、与上海巴斯德研究所合作研发手足口病治疗药物	10
4、携手湖南宏雅基因试水精准医疗	11
5、未来发展战略——打造中国儿童大健康产业的领军品牌	11
四、盈利预测及假设	12
五、风险因素	13

图 目 录

图 1：公司股权结构	2
图 2：2016H1 公司主营业务收入构成	4
图 3：2016H1 公司主营业务毛利润构成	4
图 4：2002-2014 年综合医院儿科门诊人次及占比	5
图 5：2002-2014 年综合医院儿科门诊人次占儿童总数比重	5
图 6：2005-2015 年我国儿童药市场规模	5
图 7：医保、医药、医疗鼓励儿童药关键政策	6
图 8：2009-2016H1 公司代理产品销售收入	9
图 9：2010-2016 年我国手足口病发病人数和死亡人数	10

表 目 录

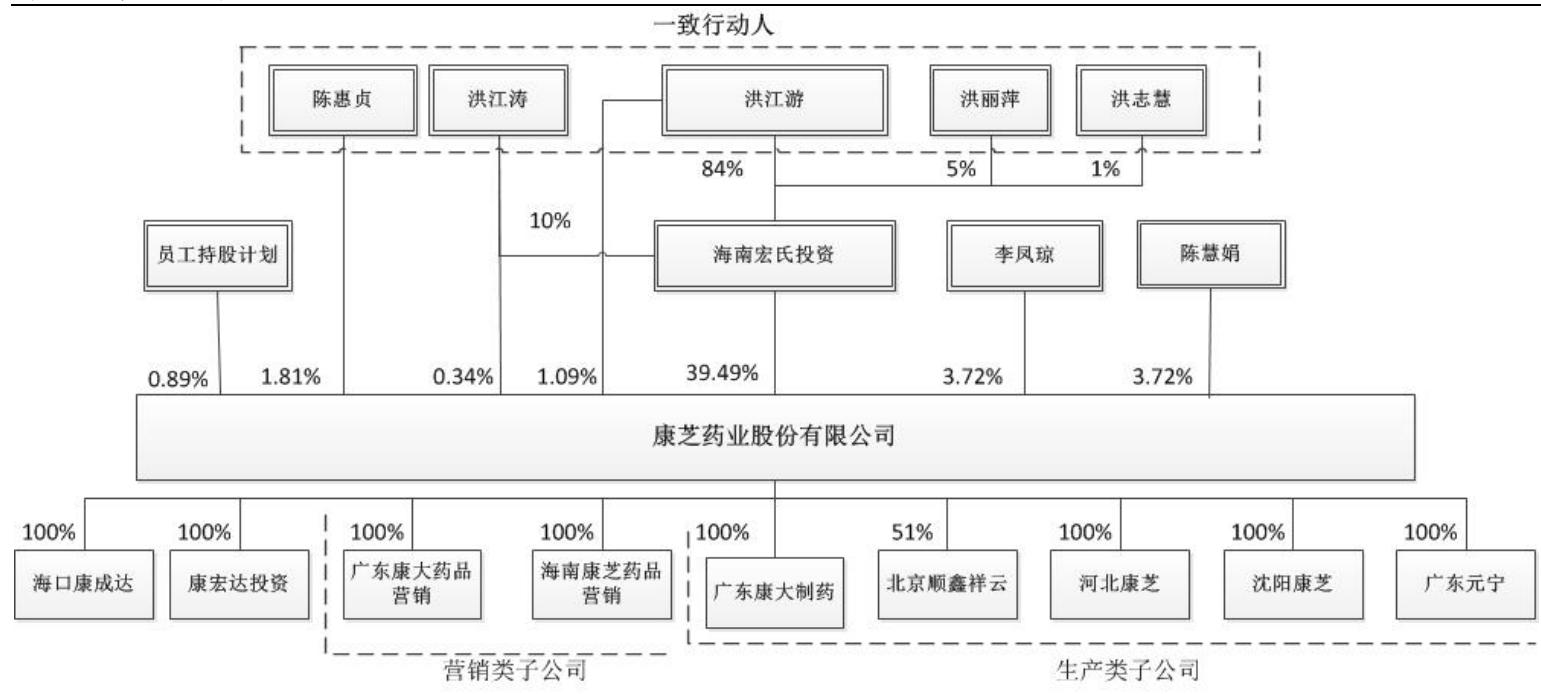
表 1：公司主要产品	3
表 2：近年来出台的鼓励儿童药相关政策	7
表 3：公司买断经营模式主要合作的品种	9
表 4：主要财务指标	12
表 5：可比公司市盈率	12

一、公司概况

1、公司股权结构

公司的控股股东为海南宏氏投资有限公司，实际控制人为公司董事长兼总裁洪江游先生。股东陈惠贞、洪江涛、洪丽萍和洪志慧是实际控制人的一致行动人。

图 1：公司股权结构



2、公司主营业务

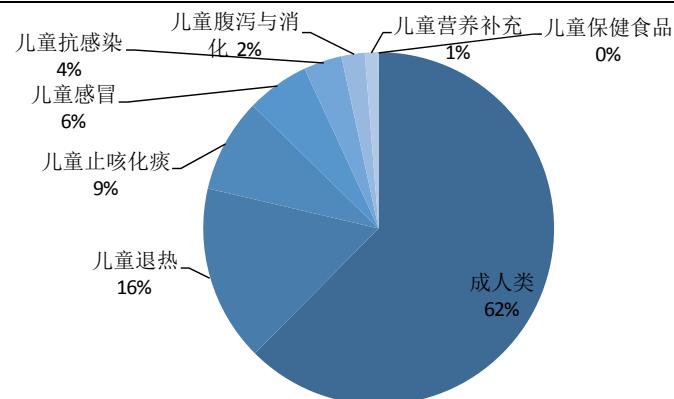
康芝药业自成立以来一直以儿童药为主业；主要从事儿童药的研发、生产和销售。目前公司拥有儿童药品种近 30 种，儿童药系列产品基本涵盖了国内儿童用药中销量最大的解热镇痛类、感冒类、抗生素类、呼吸系统类、消食定惊类和营养类等六类的西药和中成药。

表 1：公司主要产品

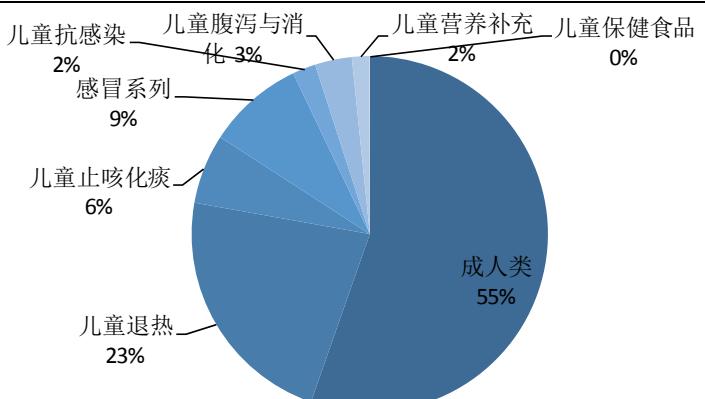
主要类别	主要产品	产品功能或用途	备注
儿童退热系列	布洛芬颗粒、 小儿退热贴、 小儿清解颗粒等	退热	布洛芬颗粒为国家基药/医保品种
儿童感冒系列	氯金黄敏颗粒、 小儿氯酚黄那敏颗粒、 小儿感冒颗粒、 清喉咽合剂	感冒	小儿氯酚黄那敏颗粒为全国医保品种
儿童腹泻与消化系列	鞣酸蛋白酵母散、 鞣酸蛋白散、 健胃消食片、 小儿厌食颗粒、 小儿腹泻散、 乳酸菌素颗粒、 健儿乐颗粒	腹泻与消化	鞣酸蛋白散为独家产品； 鞣酸蛋白酵母散为乙类 OTC 产品； 健儿乐颗粒为独家浓缩剂型、 OTC 产品； 健胃消食片为重庆、 吉林等部分地区地方医保品种
儿童止咳化痰系列	止咳橘红颗粒、 羧甲司坦颗粒、 小儿麻甘颗粒、 小儿咳喘灵颗粒、 小儿咽扁颗粒、 小儿止咳糖浆	止咳化痰	止咳橘红颗粒为中药保护品种； 羧甲司坦颗粒、 小儿咽扁颗粒和小儿咳喘灵颗粒为国家医保乙类品种； 小儿止咳糖浆为国家医保甲类品种； 羧甲司坦颗粒和小儿止咳糖浆为 OTC 产品
儿童抗感染系列	头孢克洛颗粒、 利巴韦林颗粒	抗感染	利巴韦林颗粒为国家基药/甲类医保品种、 美国药典最新版收录的唯一治疗上呼吸道感染的抗病毒药
儿童抗过敏系列	盐酸左西替利嗪颗粒（独家剂型）、 氯雷他定颗粒	抗过敏	盐酸左西替利嗪颗粒为独家剂型、 独家规格
儿童营养补充系列	维生素 C 颗粒、 复方锌铁钙颗粒、 羧甲淀粉钠溶液、 硫酸锌口服液	营养补充	硫酸锌口服液为甲类 OTC 产品
成人药	盐酸吡格列酮口腔崩解片	2 型糖尿病	全国独家
	注射用头孢他啶他唑巴坦钠（3: 1）	适用于治疗各个系统的感染	国家 1 类新药， 独家产品
	贞容丹合剂	养血， 补益肝肾， 滋阴养神	独家产品
	感冒清热颗粒	疏风散寒， 解表清热	国家基药/乙类医保产品
	尼美舒利分散片、 尼美舒利缓释胶囊	解热镇痛药	国家乙类医保产品
	伊曲康唑分散片	抗真菌药	国家乙类医保产品
	诺氟沙星胶囊、 注射用头孢他啶	抗感染	

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

2016 年中报显示，公司营业收入为 23,795.72 万元，其中成人类药品销售收入为 14,857.62 万元，占营业收入的 62.44%；儿童类药品销售收入为 8,926.51 万元，占营业收入的 37.51%；儿童保健食品销售收入为 11.59 万元，占营业收入的 0.5%；成人类毛利为 5,149.57 万元，占总毛利的 55.36%；儿童类药品毛利为 4,148.00 万元，占总毛利的 44.59%；儿童保健食品毛利为 4.31 万元，占总毛利的 0.05%。

图 1: 2016H1 公司主营业务收入构成


资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 2: 2016H1 公司主营业务毛利润构成


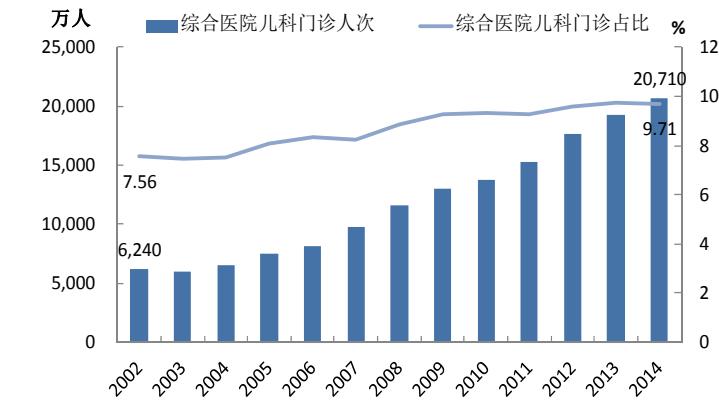
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

二、儿童药市场处于黄金发展期

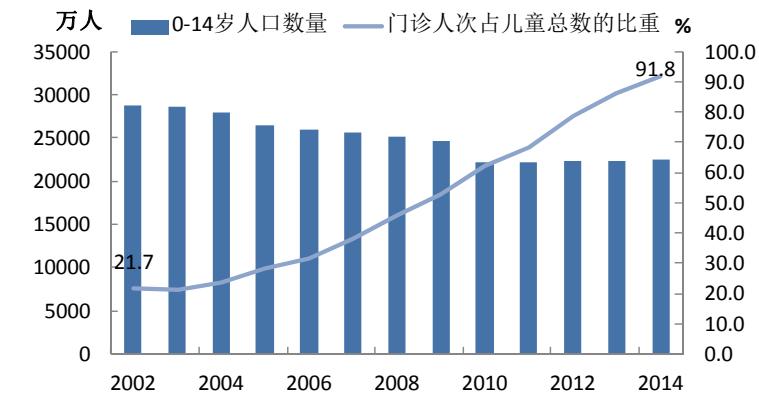
1、就诊需求催生儿童药市场规模持续增长

我国儿童年龄的定义为 0-14 岁（婴儿期 0-1 岁，幼儿期 2-3 岁，学龄前期 4-6 岁，学龄期 7-14 岁），我国现有 0-14 岁儿童 2.23 亿人，占全国总人口的 16.5%；南方所预计未来 14 岁以下儿童人口总数将维持在 2.2-2.5 亿人之间。

我国儿童人口基数较大，随着环境污染等因素造成儿童发病率上升，新医改的稳步推进、国家不断加大医疗投入、基本医疗体系加快完善、居民的支付能力不断提高，加之家庭对儿童身体健康越来越重视，儿童门诊就诊人次逐年攀升。2014 年综合医院儿科门诊人次超过 2 亿次，儿科门诊人次在综合医院总门诊人次中的占比从 2002 年的 7.6% 提升至 2014 年的 9.7%；综合医院儿科门诊人次占儿童总数的比重从 2002 年的 21.7% 提升至 2014 年的 91.8%。

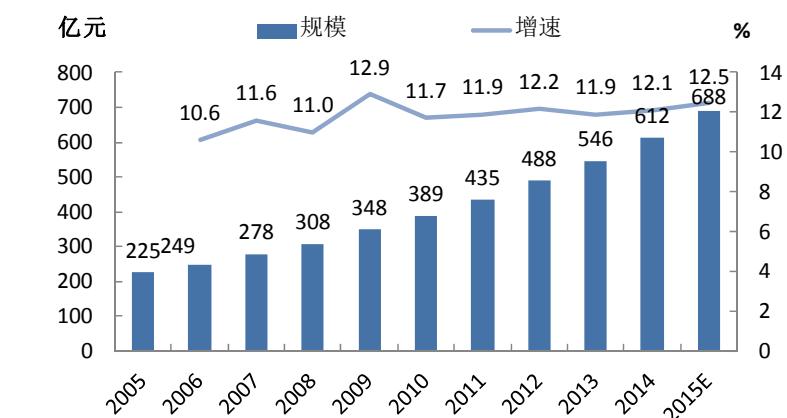
图 4: 2002-2014 年综合医院儿科门诊人次及占比


资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

图 5: 2002-2014 年综合医院儿科门诊人次占儿童总数比重


资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

旺盛的就诊需求直接催生儿童药市场总体规模的增长，2015 年国内儿童用药(限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品)市场规模达到 688 亿元，2005-2014 年的复合增长率约为 11.8%，我们预计未来我国儿童药销售规模还将继续保持年均两位数以上的增长速度，市场前景良好。

图 6: 2005-2015 年我国儿童药市场规模


资料来源: 南方所, 信达证券研发中心

2、儿童药政策红利逐年增加

目前我国共有 6000 多家药厂，其中专业儿童用药生产企业仅 30 多家；在国内 3500 多种制剂品种中，专供儿童使用的仅有 70 多种。2015 年药品审批已发批件数 2690 条，其中儿童药 19 条（中成药 15 条、化学药 4 条），占 0.7%。

儿童用药短缺、用药安全存在隐患的现状已经引起国家的高度关注，近几年各部委出台了多项重大政策鼓励儿童药的研发和生产，2014 年出台的《关于保障儿童用药的若干意见》堪称国内第一个综合性指导文件。随着需求的上升和政策的逐步落实，专业儿童药生产企业将迎来发展的黄金时期。

图 7：医保、医药、医疗鼓励儿童药关键政策



资料来源：信达证券研发中心

国际上 WHO 在 2007 年开始制订第一版《儿童基本药物示范目录》，目前国内还没有相关的目录，不过我国已经从 2015 年开始制订儿童专用药物目录，目前湖北和辽宁等省已经发布了省级儿童专用药目录。

各省市在招标环节将儿童药进行直接挂网，避免双信封模式的价格厮杀；从广东省儿童药招标来看，入市价都有不同程度的增长，平均增幅达到 13.2%，不少品种甚至达到规定调整后的入市价增幅 20% 的最高标准。

2016 年 2 月 CDE 发布的《第一批优先审评审批的儿童用药申请目录》共涉及 6 个品种的 8 个厂家，其中贝达药业的氯法拉滨注射液是国内首家用于治疗难治和复发性儿童急性淋巴细胞白血病的品种。在 2016 年 6 月六部委发布的《首批鼓励研发投入儿童药品清单》中，涉及恒瑞医药的尼莫地平和双鹭药业的重组人甲状腺激素。

表2：近年来出台的鼓励儿童药相关政策

时间	政策名称	主要内容
2011.6	卫生部《关于加强孕产妇及儿童临床用药管理通知》	组织制定《中国国家处方集（儿童卷）》于2013年1月正式发行。
2011.8	国务院《中国儿童发展纲要（2011-2020年）》	提出鼓励儿童专用药品研发和生产，扩大国家基本药物目录中儿科用药品种和剂型范围，完善儿童用药目录。
2012.1	《国家药品安全“十二五”规划》	提出鼓励罕见病用药和儿童适宜剂型研发。
2012.9	2012版《国家基本药物目录》	在2006年版的基础上增加了多个儿童品种，其中中药增加了8-9个；充实了儿童专用药物、剂型和规格，包括了所有儿童用的国家免疫规划疫苗。
2013.2	SFDA《关于深化药品审评审批改革进一步鼓励创新的意见》	鼓励研发儿童药物专用剂型和规格；对立题依据充分且具有临床实验数据支持的注册申请，给予加快审批。会同有关部门研究在招标、定价、医保等方面鼓励儿童用药研发的综合措施。
2014.5	六部委《关于保障儿童用药的若干意见》	对儿童药的研发创制、申报审评、生产供应、临床使用、综合评价、质量监管等方面提出了明确要求。对儿童用药价格给予政策扶持，儿童专用剂型可单列代表品，不受成人药品定价水平影响；对儿童适宜剂型，研究规定较为宽松的剂型比价系数。对部分临床必需但尚在专利保护期内的进口儿童用药，探索建立价格谈判机制，推动降低药品价格，满足临床需求。发挥医疗保险对儿童用药的保障功能，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。
2015.2	国务院办公厅《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	对妇儿专科非专利药品、急（抢）救药品、基础输液、临床用量小的药品（上述药品的具体范围由各省区市确定）和常用低价药品，实行集中挂网，由医院直接采购。
2015.2	国家卫生计生委《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》	直接挂网采购药品。包括妇儿专科非专利药品、急（抢）救药品、基础输液、常用低价药品以及暂不列入招标采购的药品。
2015.5	国家卫计委成立儿童用药专家委员会	58位专家组成为国家卫生计生委儿童用药专家委员会委员，负责推动建立科学规范的儿童用药指南，保障儿童用药安全性，提出儿童基本药物清单，推动儿童用药纳入医保目录等。
2015.7	CFDA《关于征求加快解决药品注册申请积压问题的若干政策意见的公告》	严格控制改变剂型、改变酸根、碱基，以及改变给药途径注册申请的审评审批。改变剂型和规格的儿童药除外”以及“申请人提出的儿童用药注册申请和申请人在欧盟、美国药品审批机构同步申请注册的药品，实行单独排队，加快审评审批
2016.2	CDE《临床急需儿童用药申请优先审评审批品种评定的基本原则》	并确定了第一批优先审评审批的儿童用药申请目录。
2016.5	六部委《关于印发加强儿童医疗卫生服务改革与发展意见的通知》	提出到2020年每千名儿童床位数增加到2.2张；重点支持地市级儿童医院、综合医院儿科和省、市、县妇幼保健机构建设，建成国家、省、市、县四级儿童医疗卫生服务体系。卫计委7月份印发了《国家儿童医学中心及国家儿童区域医疗中心设置规划》。
2016.6	卫计委《首批鼓励研发申报儿童药品清单》	首批30种鼓励研发申报的儿童药品，涵盖治疗神经、心血管、内分泌、血液等多个系统的常见疾病。

资料来源：信达证券研发中心整理

三、从儿童药品牌营销延展至儿童大健康产业

1、公司的第三终端营销网络具有较强的竞争力

公司准确地将市场定位于我国庞大的第三终端儿童用药市场，是行业内最早介入我国第三终端市场的专业厂商之一。公司根据第三终端市场的特点，经过多年的探索和总结，对产业链各环节的利益和职能重新进行了设计和配置，创新地推出了一套适合第三终端市场的营销模式——专业化合作代理模式。目前，公司儿童药产品主要采用专业化合作代理模式；成人药产品的营销采用传统的代理模式。

➤ 第三终端市场中具有明显的先发优势

通过专业化合作代理模式，公司已建立起一支专业的第三终端儿童药营销队伍和营销网络，目前在全国拥有近千家代理商和超过4万个销售终端，营销网络已覆盖全国各省地级市，县一级覆盖率达90%，在第三终端市场中具有明显的先发优势。目前，公司的儿童药系列产品不仅在第三终端市场具有良好的市场销售，并已逐渐向第二终端和第一终端市场自然渗透。

➤ 从产品营销转向品牌营销

通过多年成功运营，公司的市场推广模式已培育成熟，且可复制性强，复制成本低廉。加上已经形成的良好品牌效应和庞大的、忠诚度高的经销商队伍支持，公司的营销网络同时进行多个主导品种推广的能力已经具备，公司的营销已经从单纯的产品营销走入品牌营销。

➤ 高效、持续的产品销售能力

公司的产品销售采用扁平化的代理模式。首先，公司不设总代理和省级代理，只设一级经销商，以提高经销商销售积极性、强化公司对营销网络的控制力、并便于物流的跟踪；其次，经销商根据当地销售终端的需求，直接向公司下订单并执行具体的药品销售和物流配送，既提高了药品配送的效率，又降低了公司的销售成本；最后，由经销商和公司营销人员联合执行对销售终端的日常专业服务和信息反馈职能，确保公司药品在后续使用过程中的安全、可靠，并保证公司药品的持续性销售。通过扁平化的代理模式公司能随时响应市场需求，低成本地将药品快速销售到终端客户手中，从而形成了公司高效、持续的销售能力。

➤ 与经销商捆绑式发展提升忠诚度和积极性

公司通过与经销商的捆绑式发展，一方面，通过制定较高的批零价差，让利给经销商，与传统的专业学术推广模式相比，公司经销商的盈利空间较大；另一方面，公司持续性地对各经销商提供技术和业务支持，使得众多中小经销商获得了较高的利润空间和长期的发展机会，与公司共同成长。这一模式大幅提升了经销商的忠诚度与推广公司产品的积极性。

2、买断经营模式降低风险、丰富品种

为了充分利用公司的营销网络优势并降低相关新产品的研发和市场风险，公司制定了买断经营策略。在买断经营模式下，对于一些公司认为具有较大市场潜力、且厂家没有销售能力的儿童药品，一方面，由公司的全资子公司康芝营销作为其长期的全国独家代理销售商，利用康芝营销拥有的营销网络和公司的自有品牌进行市场推广和销售；另一方面，公司获得该药品的长期委托生产许可，并在公司产能允许的情况下，进一步由公司承接相关产品的受托生产，以加强对产品经营的保障。买断经营模式包括了代理销售和受托生产两个独立的环节，盈利来源包括代理销售的销售利润和公司受托生产收取的加工费。

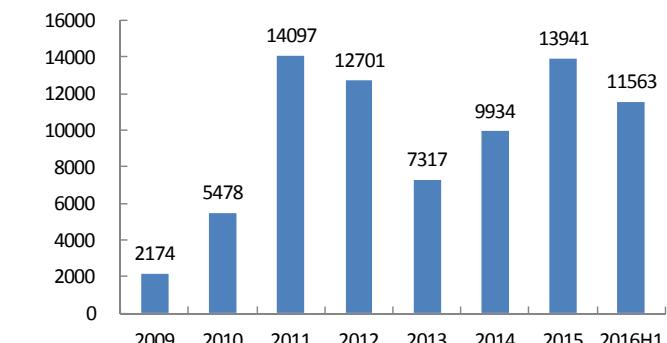
2009 年起，公司及其子公司康芝营销先后与海南省金岛制药厂、广州珠江制药厂、湖南安邦制药有限公司、海南百信药业有限公司制药厂，以及浙江康恩贝制药有限公司签订了《产品合作协议》，对上述厂家的 6 个儿童药品种采取买断经营模式。目前，布洛芬颗粒、氨金黄敏颗粒等品种已成为公司的核心品种，在公司的营销体系中表现出较好的增长态势。

表 3：公司买断经营模式主要合作的品种

合作品种	品种类别	合作企业
布洛芬颗粒	儿童退热类	浙江康恩贝
氨金黄敏颗粒	儿童感冒类	海南百信药业
头孢克洛颗粒	儿童抗感染类	海南省金岛制药厂
羧甲司坦颗粒	儿童止咳化痰类	海南省金岛制药厂
健儿乐颗粒	儿童腹泻与消化类	湖南安邦制药
小儿四维葡钙颗粒	儿童营养补充类	广州珠江制药厂

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：2009-2016H1 公司代理产品销售收入



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

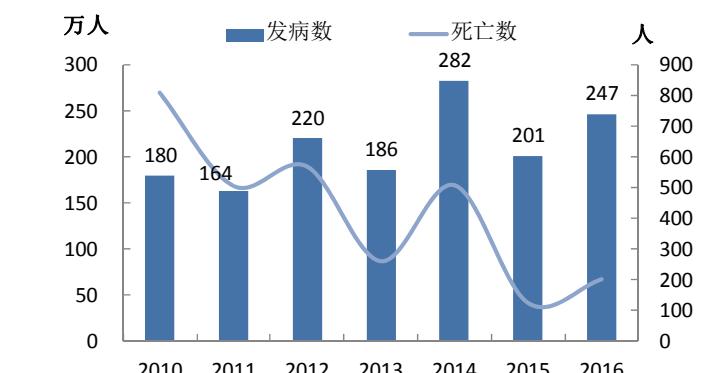
3、与上海巴斯德研究所合作研发手足口病治疗药物

2015年1月公司公告计划使用6800万超募资金向中国科学院上海巴斯德研究所购买一项“治疗病毒疾病的成分和方法”专利技术，并与上海巴斯德展开研发合作，研制适应于儿童手足口病的专用抗病毒药物。

手足口病可由多种病毒感染引起，以肠道病毒71型(EV71)和柯萨奇A组16型(CVA16)多见。主要通过消化道、呼吸道和密切接触等途径传播。以发热和手、足、口腔等部位出现皮疹或疱疹为主要特征。少数患儿可出现脑炎、急性弛缓性麻痹、脑水肿和心肌炎等严重并发症。

儿童手足口病多发生于学龄前儿童，尤以5岁以下年龄组发病率最高。中国每年有近200万儿童感染，每2-3年可能高发一次，是我国39种法定传染病发病人数最多的传染病。

图 9：2010-2016 年我国手足口病发病人数和死亡人数



资料来源：wind，信达证券研发中心整理

目前临幊上手足口病治疗手段只有对症支持治疗，尚无特异的抗病毒药物，开发高效的抗肠道病毒71型(EV71)病毒药物市场前景广阔。预防疫苗方面，2015年12月SFDA批准了北京科兴和昆明所两家企业自主研发的预防用生物制品1类新药——肠道病毒71型灭活疫苗生产注册申请，疫苗于2016年上半年正式上市，该疫苗用于预防EV71感染所致的手足口病。

苏拉明在国外已是上市儿童用药，已用于儿童锥虫病40多年，安全性较好，用于治疗手足口病剂量更低。中国科学院上海巴斯德研究所的临床前药理、药效研究发现，苏拉明化合物可通过其莽三磺酸基团与EV71病毒粒子结合从而阻止病毒进入细胞，对手足口病另一种主要病原体CVA16也有抑制作用，另外也可能存在多种作用机制抑制病毒的生长周期，有进一步研发成为治疗手足口病药物的可能。上海巴斯德根据苏拉明新的作用机制及用途的研究结果内容申报了“治疗病毒疾病的成分和方法”的专利，专利申请号201310077649.9。

4、携手湖南宏雅基因试水精准医疗

2015年6月，公司公告出资4500万元对湖南宏雅基因进行增资，占增资完成后15%的股权。湖南宏雅基因承诺2015、2016、2017年三年分别实现的税后净利润不低于500万元、1500万元、2500万元，三年合计实现的税后净利润不低于4500万元。

同时，公司公告与宏雅基因共同出资设立合资公司，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。合资公司注册资本为13500万元人民币，其中公司以现金出资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。

湖南宏雅基因技术有限公司是由临床药理学家、我国遗传药理学与药物基因组学的开拓者和奠基人、个体化医学的倡导者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。公司通过引进国家“千人计划”学者、美国北卡罗来纳大学药学院个体化及药物基因组学研究所所长Howard L. McLeod为代表的专家技术团队，整合国内外先进的个体化医学检测技术平台，针对各类疾病在诊疗过程中的个体化医学检测技术服务产品的需求，从事个体化医学检测服务产品开发、运营与市场推广，打造精准医学时代的专业个体化医学检测服务运营平台，目前主营业务包括各类应用于无创产前筛查、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。

公司非常看好以疾病基因诊断和基因导向下的个体化用药为代表的个体化医学产业的发展前景。根据国内外精准医学（个体化医疗）市场发展的趋势和企业产业发展的需要，结合公司原有的以儿科用药为主体的经营平台（渠道资源），以及对遗传性疾病的危害及儿童常用药物不良反应与疗效个体差异的市场认知，通过向湖南宏雅基因技术有限公司增资扩股，公司将拓展现有经营方向和领域，开发一系列用于婴幼儿个体化用药指导和遗传病筛查的个体化医学检测服务产品，并进一步研发相关体外诊断试剂产品和仪器设备，以此作为公司未来的重要战略发展方向，以提升企业综合竞争实力。

5、未来发展战略——打造中国儿童大健康产业的领军品牌

2016年3月公司公告了新的未来发展战略规划，公司将践行“儿童大健康战略”和“精品战略”，打造中国儿童大健康产业的领军品牌。其中，儿童大健康战略是指公司业务布局将涵盖儿童药品、保健品、食品、医疗器械，及其他与儿童相关的高端健康产品和健康服务；逐步扩大公司的儿童健康产品，整合协同相关产业链，构建公司在儿童大健康领域的核心竞争力。

对于中期发展目标，公司提出“通过新产品销量突破的内生增长、投资并购的外延发展等方式，力争2020年实现总营收规模50亿元。”我们认为，公司目前账面现金充足，未来几年外延发展有望提速。

四、盈利预测及假设

核心假设

- 1、在不考虑外延并购的情况下，假设公司成人药业务 2016-2018 年保持 12%-15%的增速；
- 2、假设公司儿童药业务 2016-2018 年保持 25%-30%的增速；
- 3、代理品种收入规模快速增长导致毛利率下降；假设 2016-2018 年公司毛利率略降；销售费用率、管理费用率略降。

表 4：主要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	408.54	409.76	490.92	578.43	676.05
同比(%)	32.07%	0.30%	19.81%	17.83%	16.88%
归属母公司净利润	62.09	68.31	48.42	55.05	62.06
同比(%)	318.05%	10.02%	-29.13%	13.70%	12.74%
毛利率(%)	52.03%	49.87%	39.86%	38.75%	38.06%
ROE(%)	3.60%	3.88%	2.67%	2.95%	3.22%
每股收益(元)	0.14	0.15	0.11	0.12	0.14
P/E	94.9	86.3	121.8	107.1	95.0
P/B	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1

资料来源：wind，信达证券研发中心 PE、PB 取自 2017-1-20 收盘价

表 5：可比公司市盈率

证券代码	证券简称	每股收益 EPS(TTM)	收盘价	市盈率 PE(TTM)
300314.SZ	戴维医疗	0.20	18.86	96.1
600351.SH	亚宝药业	0.11	9.16	85.6
平均值	-	-	-	90.9
300086.SZ	康芝药业	0.16	13.10	84.1

资料来源：wind，信达证券研发中心；截至 2017-1-20

我们预测公司 2016-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 4842 万元、5505 万元、6206 万元，EPS 分别为 0.11、0.12 和 0.14 元；公司市盈率低于可比公司，给予公司“增持”评级。

五、风险因素

- 1、主要产品竞争加剧的风险；
- 2、两票制推进带来公司销售模式调整的风险；
- 3、医药行业政策及负面新闻风险；
- 4、公司业务拓展的不确定性风险。

资产负债表						利润表					
会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,272.83	1,421.60	1,521.23	1,633.45	1,748.54	营业收入	408.54	409.76	490.92	578.43	676.05
货币资金	1,043.73	261.02	252.87	307.62	359.34	营业成本	195.99	205.40	295.22	354.28	418.75
应收票据	33.97	12.10	73.64	86.77	101.41	营业税金及附加	4.97	3.83	4.91	5.78	6.76
应收账款	25.64	83.84	73.64	86.77	101.41	营业费用	61.05	47.12	44.18	46.27	47.32
预付账款	20.12	11.23	23.23	27.87	32.95	管理费用	99.61	98.73	103.09	115.69	128.45
存货	53.98	88.40	132.85	159.42	188.44	财务费用	-27.68	-5.58	1.63	1.82	1.21
其他	95.38	965.00	965.00	965.00	965.00	资产减值损失	7.61	12.59	8.36	8.03	10.24
非流动资产	654.29	668.26	635.18	597.04	564.83	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	2.20	33.81	30.00	20.00	10.00
固定资产	337.39	321.22	298.82	279.62	257.61	营业利润	69.18	81.46	63.52	66.55	73.32
无形资产	244.76	258.59	241.23	223.87	206.51	营业外收入	16.12	7.99	6.31	6.55	6.95
其他	72.14	88.45	95.13	93.55	100.72	营业外支出	6.33	2.89	4.55	4.59	4.01
资产总计	1,927.12	2,089.86	2,156.41	2,230.49	2,313.37	利润总额	78.98	86.56	65.28	68.52	76.27
流动负债	86.86	214.60	227.17	247.81	270.43	所得税	17.32	19.57	18.28	15.07	16.02
短期借款	0.00	80.00	80.00	80.00	80.00	净利润	61.65	66.99	47.01	53.44	60.25
应付账款	24.57	56.31	80.93	97.12	114.79	少数股东损益	-0.44	-1.32	-1.41	-1.60	-1.81
其他	62.29	78.29	66.24	70.69	75.65	归属母公司净利润	62.09	68.31	48.42	55.05	62.06
非流动负债	35.63	33.65	40.62	40.62	40.62	EBITDA	127.12	140.92	111.16	115.72	122.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.14	0.15	0.11	0.12	0.14
其他	35.63	33.65	40.62	40.62	40.62						
负债合计	122.49	248.25	267.79	288.43	311.06						
少数股东权益	80.82	79.50	78.09	76.49	74.68						
归属母公司股东权益	1,723.81	1,762.12	1,810.53	1,865.58	1,927.64						
负债和股东权益	1927.12	2089.86	2156.41	2230.49	2313.37						
重要财务指标						现金流量表					
单位:百万元						会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	经营活动现金流	73.93	78.30	-34.01	42.87	55.06
营业收入	408.54	409.76	490.92	578.43	676.05	净利润	58.60	66.99	47.01	53.44	60.25
同比(%)	32.07%	0.30%	19.81%	17.83%	16.88%	折旧摊销	48.14	53.49	41.32	42.65	42.15
归属母公司净利润	62.09	68.31	48.42	55.05	62.06	财务费用	0.00	0.86	4.56	4.56	4.56
同比(%)	318.05%	10.02%	-29.13%	13.70%	12.74%	投资损失	-2.20	-33.81	-30.00	-20.00	-10.00
毛利率(%)	52.03%	49.87%	39.86%	38.75%	38.06%	营运资金变动	-26.98	-18.25	-103.57	-44.87	-50.98
ROE(%)	3.60%	3.88%	2.67%	2.95%	3.22%	其它	-3.63	9.01	6.67	7.09	9.08
每股收益(元)	0.14	0.15	0.11	0.12	0.14	投资活动现金流	-45.13	-961.65	30.42	16.44	1.22
P/E	94.9	86.3	121.8	107.1	95.0	资本支出	-13.16	-39.03	-6.55	-3.56	-8.78
P/B	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1	长期投资	-31.97	1,088.41	36.97	20.00	10.00
EV/EBITDA	22.71	40.55	51.47	48.97	45.66	其他	0.00	-2,011.03	0.00	0.00	0.00
						筹资活动现金流	-28.00	49.23	-4.56	-4.56	-4.56
						吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						借款	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00
						支付利息或股息	28.00	30.77	4.56	4.56	4.56
						现金净增加额	0.80	-834.13	-8.15	54.75	51.72

医药生物研究小组简介

李惜浣，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，现任职于信达证券研究开发中心，从事医药行业研究。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012年加入信达证券研究开发中心。

医药生物行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
誉衡药业	002437	康恩贝	600572	天坛生物	600161	利德曼	300289
华润双鹤	600062	嘉事堂	002462	博晖创新	300318	乐普医疗	300003
同仁堂	600085	昆明制药	600422	天士力	600535	羚锐制药	600285

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 瑾	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入：股价相对强于基准 20% 以上；	看高：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。