

维生素AD滴剂龙头，长期发展动力充足

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 公司已经剥离化工和环保业务，持续聚焦医药主业，公司长期发展动力充足；2) 公司是维生素AD补剂绝对龙头，品牌优势显著，50亿市场空间逐渐释放；3) 公司二线品种持续丰富，维生素D滴剂（伊D新）、复方碳酸钙泡腾颗粒（盖笛欣）等有望加速放量，未来三年归母净利润复合增速有望达到24.5%，增长动力充足。
- 持续聚焦医药主业，公司长期发展动力充足。**2020年，公司第一大股东“华特控股”的股东从山东大学变更为山东省国有资产投资控股有限公司，公司实际控制人由山东大学变更为山东省国资委。目前公司逐步落实国有资产管理体制改革，公司已剥离化工业务和环保业务，未来公司将持续聚焦医药主业，目前核心子公司达因药业收入从2018年的9.1亿元增长到2021年的14.7亿元，净利润从2.2亿元增长到6.6亿元，盈利能力不断提升，长期发展动力充足。
- 维生素AD补剂绝对龙头，50亿市场空间逐渐释放。**我国儿童维生素A和维生素D缺乏仍是公共卫生问题，维生素AD同补的方式适合我国儿童现状，据调查显示，我国儿童维生素A/D缺乏率超过40%，根据测算，2021年我国维生素AD补充剂在0-3岁儿童中渗透率测算值约为21.4%，仍有极大增长空间。目前维生素AD补充剂市场竞争格局良好，其中伊可新占据超50%市场份额，是绝对龙头，品牌深入人心，销售峰值有望超过50亿元，成长空间较大。
- 二线品种持续丰富，业绩增长动力充足。**目前公司二线品种逐步增加，其中有维生素D滴剂（伊D新）、复方碳酸钙泡腾颗粒（盖笛欣）、甘草锌颗粒（伊甘欣）、右旋糖酐铁颗粒（伊佳新）、口服补液盐散、阿奇霉素颗粒、利福昔明干混悬剂等，预计随着公司二线品种的持续丰富，公司业绩有望长期保持稳健增长。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速有望达到24.5%。公司是维生素AD滴剂龙头，核心产品成长空间大，竞争力强，公司二线品种逐步丰富，业绩增长动力充足，看好公司长期发展。
- 风险提示：**产品降价风险，研发不及预期风险，医药行业其他政策风险。

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：马云涛
执业证号：S1250520090001
电话：021-68416017
邮箱：myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.34
流通A股(亿股)	2.34
52周内股价区间(元)	21.24-35.78
总市值(亿元)	75.34
总资产(亿元)	39.35
每股净资产(元)	9.58

相关研究

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2027.14	2134.90	2549.15	2992.68
增长率	11.32%	5.32%	19.40%	17.40%
归属母公司净利润(百万元)	380.26	493.46	606.42	733.23
增长率	30.78%	29.77%	22.89%	20.91%
每股收益EPS(元)	1.62	2.11	2.59	3.13
净资产收益率ROE	20.72%	21.64%	21.62%	21.25%
PE	20	15	12	10
PB	2.22	1.79	1.45	1.18

数据来源：Wind, 西南证券

目 录

1 华特达因：维生素 AD 滴剂龙头，持续聚焦医药主业.....	1
1.1 持续聚焦医药主业，公司长期发展动力充足.....	1
1.2 业绩快速增长，盈利能力逐步提升.....	2
2 伊可新：维生素 AD 补剂绝对龙头，35 亿市场空间逐渐释放.....	4
2.1 我国儿童维生素 A 和维生素 D 缺乏仍是公共卫生问题，维生素 AD 同补的方式适合我国儿童现状	4
2.2 伊可新占据超 50% 市场份额，竞争格局稳固，品牌优势明显.....	7
2.3 随着维生素 AD 补充剂渗透率的增长，伊可新潜在市场空间达 50 亿元.....	10
3 二线品种持续丰富，业绩增长动力充足	11
3.1 复方碳酸钙泡腾颗粒，发力 0-3 岁空白市场.....	11
3.2 右旋糖酐铁颗粒，店员推荐率最高品牌.....	13
4 盈利预测和投资建议.....	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 华特达因发展历史	1
图 2: 华特达因股权结构	2
图 3: 公司营业收入保持稳定增长	3
图 4: 公司母净利润保持稳定增长	3
图 5: 公司营业收入构成情况	3
图 6: 公司不同板块毛利率情况	3
图 7: 公司整体毛利率和净利率情况	4
图 8: 公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率	4
图 9: 中国 0.5-12 岁儿童维生素 A 缺乏率 (2019)	6
图 10: 中国 0.5-12 岁儿童维生素 A 缺乏率 (2019)	6
图 11: 维生素 D 滴剂样本医院销售额	8
图 12: 维生素 AD 复方制剂样本医院销售额 (按剂型分类)	8
图 13: 维生素 AD 复方制剂样本医院销售额 (按公司分类)	9
图 14: 2021 年 Q3 维生素 AD 复方样本医院销售市场份额情况	9
图 15: 中国出生人口数量	10
图 16: 2020 年市场不同成分钙制剂的占比	13
图 17: 伊佳新 (右旋糖酐铁颗粒) 包装	13
图 18: 2020 年“维生素矿物质类”中国药店推荐率最高品牌	13
图 19: 伊佳新 (右旋糖酐铁颗粒) 特性	14

表 目 录

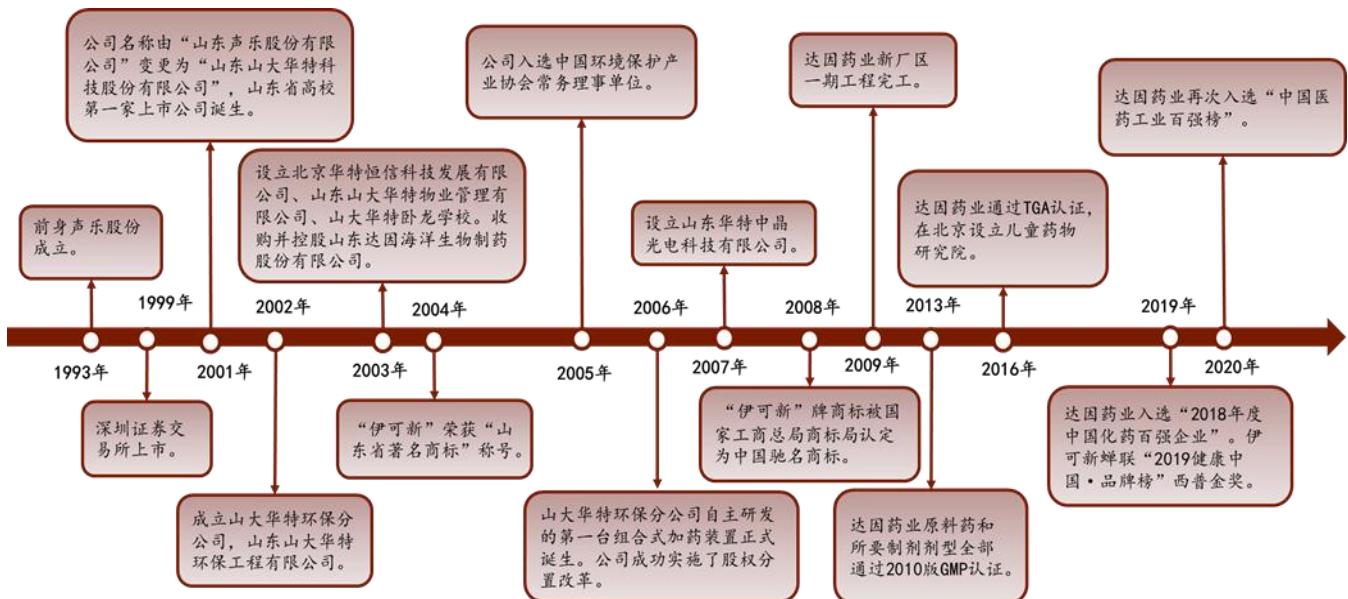
表 1: 华特达因的剥离产业进展	2
表 2: 不同包装伊可新的区别	5
表 3: 维生素 A 缺乏的预防和治疗	5
表 4: 维生素 D 缺乏性佝偻病的治疗	6
表 5: 2020 年中国城市实体药店维生素类销售 TOP10	7
表 6: 国内维生素 AD 滴剂主要产品对比	9
表 7: 维生素 AD 补充剂 0-3 岁渗透率测算	11
表 8: 伊可新销售规模测算 (出厂口径)	11
表 9: 儿童补钙类药品竞品分析	12
表 10: 华特达因营业收入拆分 (亿元)	14
附表: 财务预测与估值	16

1 华特达因：维生素AD滴剂龙头，持续聚焦医药主业

1.1 持续聚焦医药主业，公司长期发展动力充足

山东华特达因健康股份有限公司的前身是山东声乐股份有限公司，于1993年成立，1999年在深圳证券交易所上市，2001年公司名称变更为山东山大华特科技股份有限公司，2021年4月再次更名为现在的山东华特达因健康股份有限公司。目前公司重点布局医药领域，同时覆盖新材料、信息、物业管理、教育等多个领域。子公司达因药业为公司贡献主要业绩，旗下产品覆盖儿童药品、儿童保健营养食品和用品等领域，形成了以儿童保健和治疗为核心的儿童健康产业格局。目前达因药业主要产品包括维生素AD滴剂（伊可新）、维生素D滴剂（伊D新）、复方碳酸钙泡腾颗粒（盖笛欣）、甘草锌颗粒（伊甘欣）、右旋糖酐铁颗粒（伊佳新）、口服补液盐散、阿奇霉素颗粒、利福昔明干混悬剂等，其中“伊可新”为全国驰名商标，多年来一直位居同类产品市场占有率第一。

图1：华特达因发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

2020年，公司第一大股东华特控股的股东从山东大学变更为山东省国有资产投资控股有限公司，公司实际控制人由山东大学变更为山东省国资委。山东华特控股集团股份有限公司持有22%的公司股份，是公司的第一大股东，也是山东省国有资产投资控股有限公司独资公司。华特达因直接控股子公司共5家，包括达因药业（医药业务）、卧龙学校（教育业务）、知新材料（晶体业务）、华特信息（电子设备业务）以及华特物业（物业业务）。

图 2：华特达因股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

加速剥离非核心产业，聚焦医药主业。目前公司逐步落实国有资产管理体制改革，公司已剥离化工业务，环保业务剥离进行中。目前公司核心子公司达因药业被列为省国投非上市公司中的长期激励试点企业，治理结构提升，设定高级管理人员薪酬由基本年薪、绩效年薪、任期激励收入三部分构成。预期股权激励计划将会加速落地，充分调动员工积极性，为公司发展注入新的活力。

表 1：华特达因的剥离产业进展

剥离产业	处理日期	具体情况	进展
化工业务	2020 年 12 月 9 日	华特达因子公司山东华特知新材料有限公司已向山大产业集团转让其所持有的山东华特知新化工有限公司 100% 股权，出售价格 2778.22 万元。	实施完毕
环保业务	2021 年 11 月 30 日	华特达因已向华特控股集团转让山东山大华特环保科技有限公司 51% 股权，华特环保 51% 股权对应的净资产评估值 11.49 亿元，为本次股权转让的价格。	实施完毕

数据来源：公司公告，西南证券

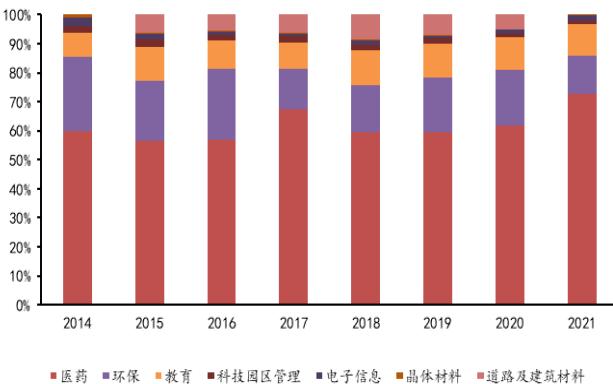
1.2 业绩快速增长，盈利能力逐步提升

公司发布 2021 年年报，2021 年实现营收为 20.3 亿元，同比增长 11.7%；归母净利润为 3.8 亿元，同比增长 31%。2021 年业绩高增长主要与公司子公司达因药业营收利润的高增长有关，达因药业 2021 年实现营收为 14.8 亿元，同比增长 32%；归母净利润为 6.6 亿元，同比增长 32.6%。

图 3：公司营业收入保持稳定增长


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司主营业务包括医药、环保、教育、教育、科技园区管理、电子信息、晶体材料、道路及建筑材料八大板块。其中医药板块是核心业务，近年来营收占比稳定在 60% 左右，毛利率稳定在 84% 左右。

图 5：公司营业收入构成情况


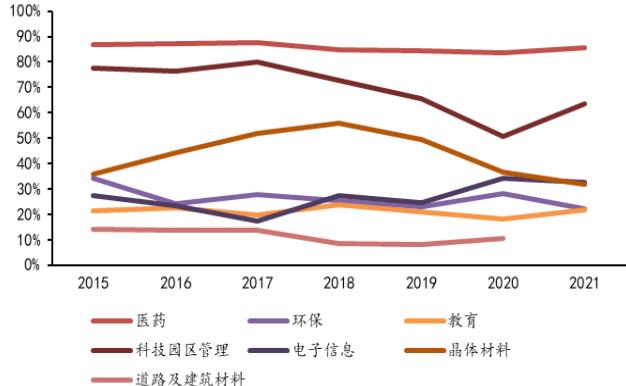
数据来源: Wind, 西南证券整理

2018 年开始，公司毛利率和净利率上涨趋势明显，2021 毛利率上涨至 69%，净利率上涨至 34.7%，盈利能力提升主要与公司子公司达因药业盈利能力提升，以及达因药业收入利润占比提升所致。

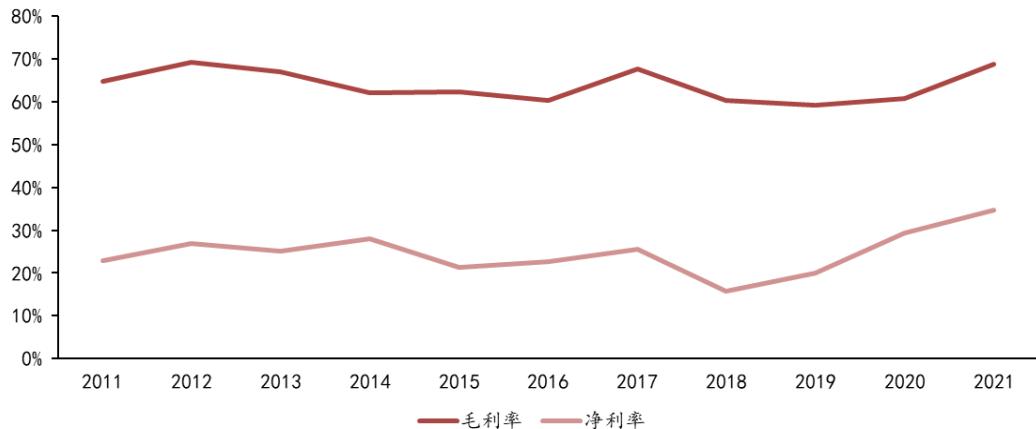
图 4：公司母净利润保持稳定增长


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司主营业务包括医药、环保、教育、教育、科技园区管理、电子信息、晶体材料、道路及建筑材料八大板块。其中医药板块是核心业务，近年来营收占比稳定在 60% 左右，毛利率稳定在 84% 左右。

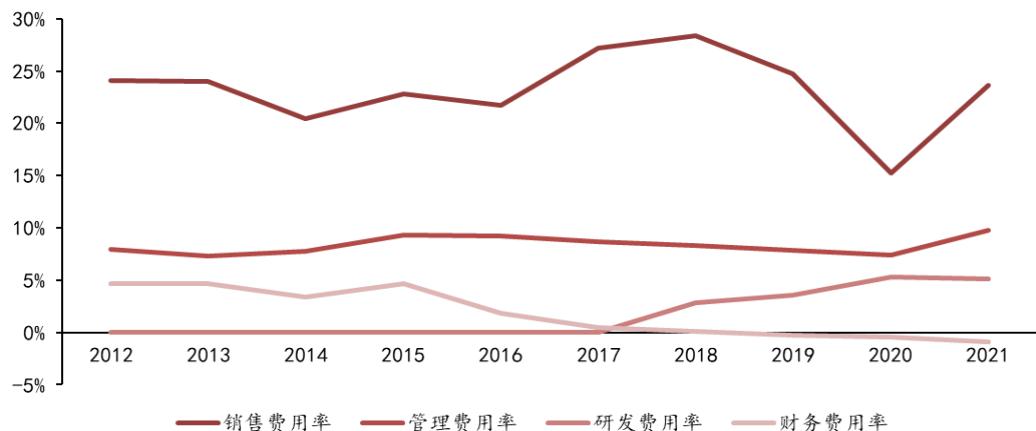
图 6：公司不同板块毛利率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7：公司整体毛利率和净利率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

2018 年开始，公司销售费用率快速下降，从之前的 25% 左右下降到现在的 15% 左右，公司研发费用率快速提升，2021 年营收占比接近 5%，公司的管理费用率和财务费用率整体保持平稳。

图 8：公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 伊可新：维生素 AD 补剂绝对龙头，35 亿市场空间逐渐释放

2.1 我国儿童维生素 A 和维生素 D 缺乏仍是公共卫生问题，维生素 AD 同补的方式适合我国儿童现状

伊可新，通用名称为维生素 AD 滴剂（胶囊型），适应症为用于预防和治疗维生素 A 及 D 的缺乏症，如佝偻病、夜盲症及小儿手足抽搐症。伊可新成份为维生素 A、维生素 D，辅料为精制植物油、维生素 E。伊可新分为两种剂型，一种是一岁以下服用，含有维生素 A 维生

素 1500 单位、维生素 D3 500 单位，另一种是一岁以上服用，含有维生素 A2000 单位，维生素 D3 700 单位。

表 2：不同包装伊可新的区别

药品通用名	商品名		规格	适用年龄	适应症
维生素 AD 滴剂 (胶囊型)	伊可新		每粒含维生素 A1500 单位， 维生素 D3 500 单位	0-1 岁	用于预防和治疗维生素 A 及 D 的缺乏症，如佝偻病、夜盲症及小儿手足抽搐症
			每粒含维生素 A2000 单位， 维生素 D3 700 单位	1 岁以上	

数据来源：公司官网，西南证券整理

维生素 A 和维生素 D 是与儿童健康密切相关的两种脂溶性维生素，维生素 A 和 D 在儿童生长发育和疾病预防中发挥重要作用，缺乏和不足均会影响儿童健康。维生素 A 可以维护视觉发育，预防眼部感染、近视、干眼症、夜盲症，维持骨骼正常纵向生长，参与蛋白质的生物合成及生长激素的分泌，促进生长发育，维持和促进免疫功能。维生素 D 可以调节人体内钙和磷的代谢促进吸收利用，促进骨骼成长。有临床维生素 A 缺乏的症状时，应尽早补充维生素 A 进行治疗，可使大多数病理改变逆转或恢复，具体治疗方法见下表。

表 3：维生素 A 缺乏的预防和治疗

类别	治疗性补充	预防性补充
<6 月		5 万 U
6-12 月		10 万 U
6-60 月		每 6 个月补充一次
12 月 - 成人		20 万 U
干眼症	确诊后单剂量，24h/2 周各 1 次	
麻疹	确诊后单剂量，24h1 次	
蛋白质能量营养不良	确诊后单剂量，此后每日需要量	
HIV 母亲所生新生儿		48h 内单剂量年龄段适宜的补充量
边缘型和亚临床型维生素 A 缺乏	普通口服法：每日口服维生素 A 1500~2000 U 至血清 维生素 A 水平达正常	

数据来源：中国儿童维生素 A、维生素 D 临床应用专家共识，西南证券

维生素 D 缺乏性佝偻病的治疗方法中，第一点便是维生素 D 制剂的补充，治疗原则以口服为主，口服法比肌肉注射法可更快提高 25(OH)D 水平。专家共识提出，在剂量上，可予每日疗法或大剂量冲击疗法；在剂型上，可选用口服法或肌肉注射法；治疗原则以口服为主，口服法比肌肉注射法可更快提高 25(OH)D 水平。维生素 D 2000U/d 为最小治疗剂量，强调同时补钙疗程至少 3 个月。具体治疗剂量见下表。

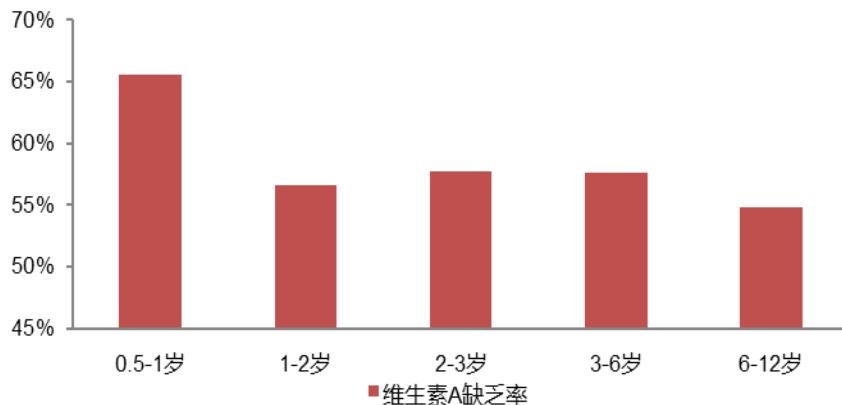
表 4：维生素 D 缺乏性佝偻病的治疗

年龄（月）	每日疗法 每日剂量	大剂量冲击疗法 单次剂量	治疗后的每日维持剂量
<3	2000	不宜采用	400
3-	2000	5 万 U	400
12-	3000-6000	15 万 U	600
144-	6000	30 万 U	600

注：治疗 3 个月后，评估治疗反应，确定是否需要进一步治疗；确保钙最低摄入量为 500mg/d

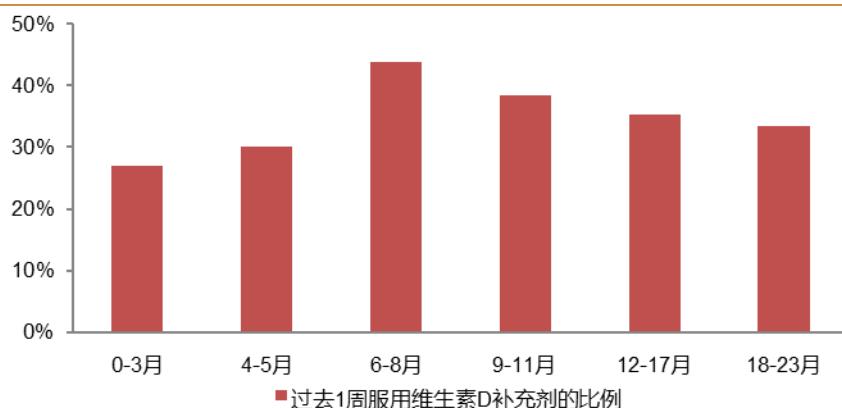
数据来源：中国儿童维生素 A、维生素 D 临床应用专家共识，西南证券整理

2019 年《中国儿童维生素 A、E 缺乏与呼吸道感染》显示，全国 6 个月到 14 岁儿童血清维生素 A 水平低于正常范围的比例为 47.9%（约 1.1 亿人），年龄越小缺乏率越高。0.5-1 岁、1-2 岁、2-3 岁、3-6 岁、6-12 岁儿童的 VA 缺乏率依次为 65.5%、56.6%、57.6%、57.6%、54.8%。

图 9：中国 0.5-12 岁儿童维生素 A 缺乏率（2019）


数据来源：《中国儿童维生素 A、E 缺乏与呼吸道感染》，西南证券整理

根据中国居民营养与健康状况监测（2010-2013），我国 3-5 岁儿童维生素 D 不足率为 43.0%。据调查，我国 0~3、4~5、6~8、9~11、12~17 和 18~23 月龄婴幼儿过去 1 周服用维生素 D 补充剂的比例分别为 27.0%、30.1%、43.8%、38.5%、35.2% 和 33.4%。

图 10：中国 0.5-12 岁儿童维生素 A 缺乏率（2019）


数据来源：中国儿童维生素 A、维生素 D 临床应用专家共识，西南证券整理

2.2 伊可新占据超 50%市场份额，竞争格局稳固，品牌优势明显

维生素 AD 滴剂 2020 年中国城市实体药店销售额为 9 亿元左右，同比增长 6%，占维生素类药品的 12.9%。米内网数据显示，2020 年，中国城市实体药店维生素类销售前两名分别为维生素 D 滴剂和维生素 AD 滴剂，分别实现 20 亿元 (+15.9%) 和 9 亿元 (+6 %) 销售额，占维生素类药品比例分别为 34.9% 和 12.9%。

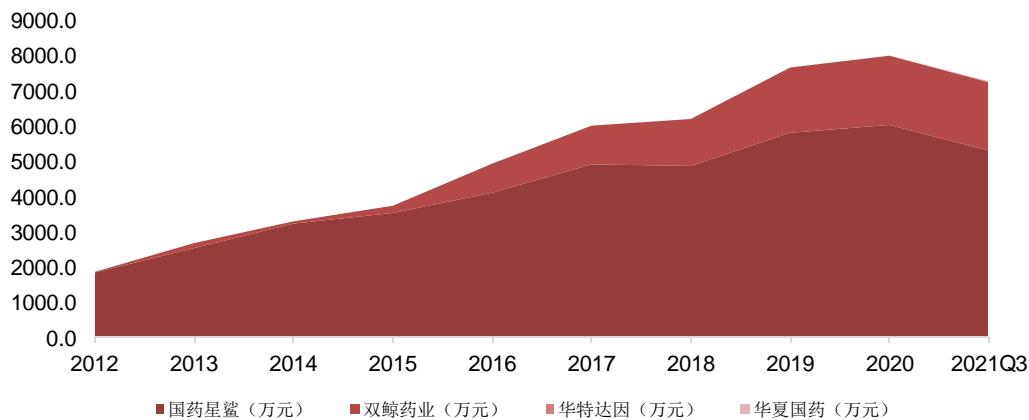
表 5：2020 年中国城市实体药店维生素类销售 TOP10

产品名称	2020 年中国城市实体药店维生素类销售 TOP10（亿元）	同比增长	市场份额
维生素 D 滴剂	20+	15.89%	34.89%
维生素 AD 滴剂	9+	6.08%	12.88%
复合维生素片	5+	-3.22%	7.78%
维生素 C 泡腾片	4+	78.15%	6.09%
维生素 C 咀嚼片	3+	61.99%	5.11%
多维元素片 (29)	3+	24.18%	4.90%
多维元素片 (29-II)	3+	13.25%	4.54%
维生素 E 软胶囊	3+	9.49%	4.47%
多维元素片	2+	14.11%	3.44%
阿法骨化醇软胶囊	1+	-0.88%	2.03%

数据来源：米内网，西南证券整理

相比于单一补充维生素 A 或维生素 D，专家共识认为选择剂量合理的维生素 A、维生素 D 同补制剂是方便、经济的预防干预措施。维生素 A 和维生素 D 作为脂溶性维生素的代表，在受体层面也存在着密切的联系，9-顺式-视黄酸可以促进维生素 D 受体-类视黄醇 X 受体的异二聚体与维生素 D 反应元件的结合，使维生素 D 更好地发挥生物学活性，在免疫功能、骨骼发育、预防贫血等诸多方面具有共同作用。因此，维生素 A、维生素 D 同补的方式具有合理性，适合目前我国儿童现状。

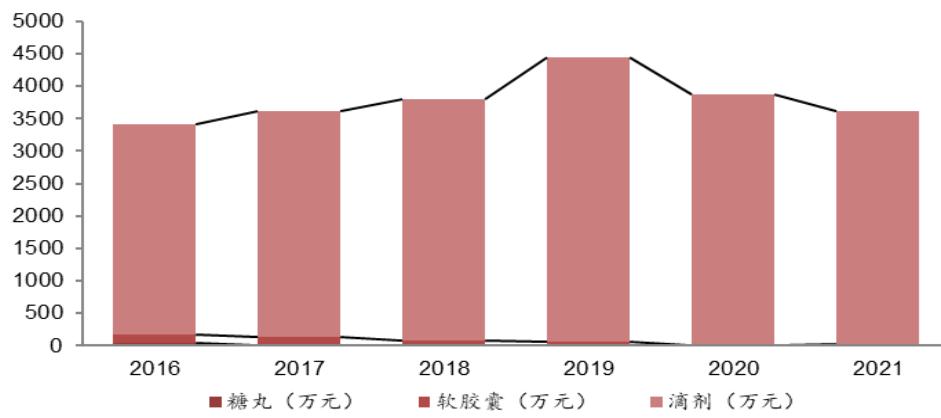
2021Q1-3，国药星鲨占据维生素 D 滴剂样本医院销售额的 72.9%。维生素 D 滴剂主要有四家公司参与竞争，国药星鲨 2012 年占据 98.9% 的样本医院市场份额，随后逐年下滑至 2021 年 Q1-3 的 72.9%。华特达因的维生素 D 滴剂 2020 年获批上市，目前正处于放量起始阶段。

图 11：维生素 D 滴剂样本医院销售额


数据来源: PDB, 西南证券整理

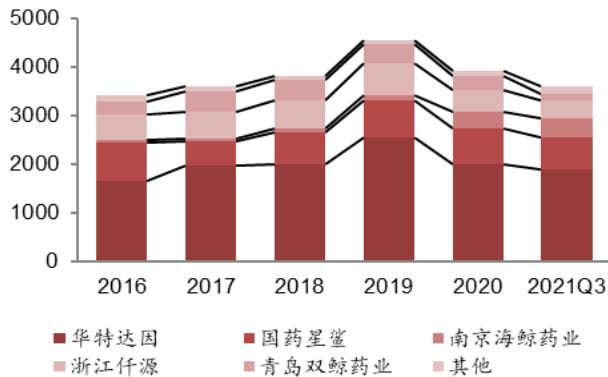
维生素 AD 补充剂市场竞争参与者较为固定，竞争格局稳固。药智网数据显示，我国维生素 AD 补充剂市场有约二十家企业获得药品注册证，主要为 2004-2013 年间获批上市。目前，市场玩家较为固定，本土药企占据主要市场份额，竞争格局较为稳固，前 5 家企业占据 90%以上的市场份额。

滴剂（及软胶囊型）易吞咽，不需咀嚼，有效成分分散均匀，能够准确服用，婴幼儿及儿童依从性好，已占据维生素 AD 主要市场份额。婴幼儿不易吞咽胶囊和片剂，儿童可能因为胶囊或片剂等入口固体制剂的味道而抗拒服药，而滴剂滴服的服用方式对于婴幼儿和儿童来说依从性高、安全好，软胶囊型滴剂可以将滴嘴在开水中浸泡 30 秒，使胶皮融化后滴用，剂量精准可控。

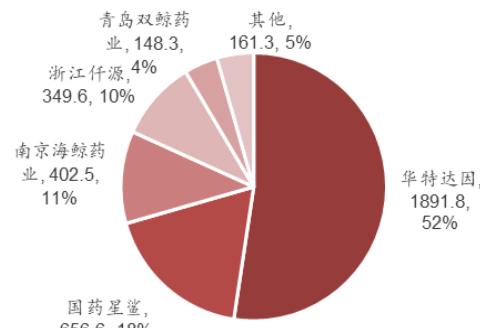
图 12：维生素 AD 复方制剂样本医院销售额（按剂型分类）


数据来源: PDB, 西南证券整理

伊可新已连续 5 年市场份额超 50%，品牌优势明显。维生素 AD 补充剂的主要销售终端是零售药店渠道，院内渠道受疫情影响有所下滑，2021 年维生素 AD 样本医院销售额为 3610 万元，华特达因占据 55%市场份额。至此，伊可新已连续 5 年市场份额超 50%，“伊可新，妈妈的一颗心”深入人心，品牌优势明显。

图 13：维生素 AD 复方制剂样本医院销售额（按公司分类）


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14：2021 年 Q3 维生素 AD 复方样本医院销售市场份额情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

伊可新原材料优质，无鱼腥味，无添加剂，自研遮光剂和高阻隔材料保障药物稳定性。对比样本医院市场份额其他超过 10% 市场份额的国药星鲨、南京海鲸和仟源医药，四款产品在成分、适用年龄和用量上均一致；原材料方面，伊可新和国药星鲨采用进口知名品牌的原材料，南京海鲸和仟源医药不详；添加剂方面，伊可新和国药星鲨均不含有添加剂，南京海鲸添加了茴香醚（香料）、枸橼酸（防腐剂），仟源医药添加羟基乙酯（香料）；药物稳定性方面，伊可新、国药星鲨和南京海鲸均有各自的特色。

表 6：国内维生素 AD 滴剂主要产品对比

	华特达因-伊可新	国药星鲨-娃の福	南京海鲸-优卡丹	浙江仟源-贝特令
剂型	滴剂（胶囊型）	滴剂（胶囊型）	滴剂（胶囊型）	滴剂（胶囊型）
成分	1岁以下款: VA 1500 单位 +VD3 500 单位; 1岁以上款: VA 2000 单位 +VD3 700 单位	1岁以下款: VA 1500 单位 +VD3 500 单位; 1岁以上款: VA 2000 单位 +VD3 700 单位	1岁以下款: VA 1500 单位 +VD2 500 单位; 1岁以上款: VA 2000 单位 +VD2 700 单位	1岁以下款: VA 1500 单位 +VD2 500 单位; 1岁以上款: VA 2000 单位 +VD2 700 单位
适用年龄	1岁以下款和1岁以上款	1岁以下款和1岁以上款	1岁以下款和1岁以上款	1岁以下款和1岁以上款
用量	一次1粒，一日1次	一次1粒，一日1次	一次1粒，一日1次	一次1粒，一日1次
原材料	荷兰帝斯曼公司的维生素原料和法国罗赛洛生产的优质明胶，没有鱼腥味	荷兰帝斯曼公司的维生素原料和纯天然骨胶胶囊皮，没有鱼腥味	/	/
添加剂	无	无	茴香醚、枸橼酸	羟基乙酯
药物稳定性	拥有专利的遮光剂，采用先进的 PVDC(聚偏二氯乙烯) 高阻隔复合材料	铁盒外包装+易拉扣纸皮密封中层	避光专利技术，包装盒内部荧光涂层	/
价格	1.02	1.21	1.00	0.96

数据来源: 药品说明书等, 西南证券整理

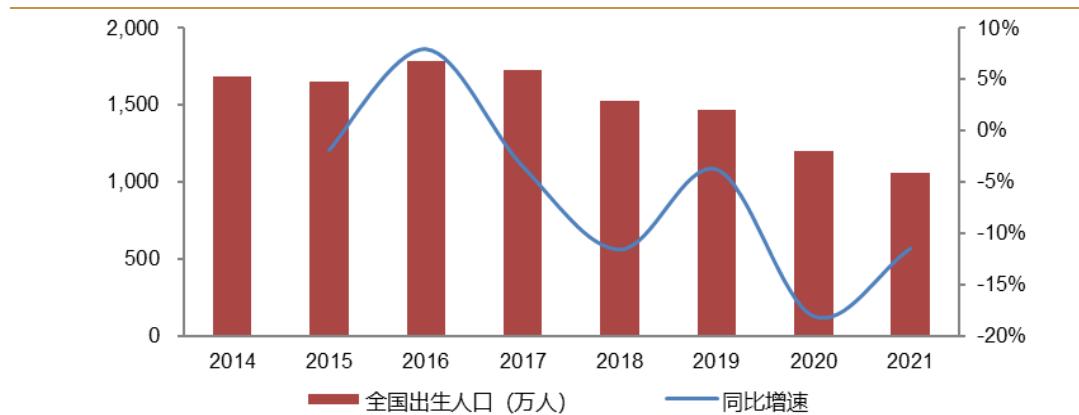
2.3 随着维生素 AD 补充剂渗透率的增长，伊可新潜在市场空间达 50 亿元

伊可新的主要使用人群为 0-3 岁儿童，专家共识建议婴儿出生后应及时补充适量维生素 A 持续补充到 3 岁，尽早开始补充维生素 D，维生素 A、维生素 D 同补的方式具有合理性，适合目前我国儿童现状。《中国儿童维生素 A、维生素 D 临床应用专家共识》指出，我国儿童维生素 A 缺乏症和维生素 D 缺乏都仍然是一项公共卫生问题，选择剂量合理的维生素 A、维生素 D 同补的制剂是方便、经济的预防干预措施，维生素 A、维生素 D 同补的方式具有合理性，适合目前我国儿童现状，并建议婴儿出生后应及时需补充维生素 A 1500~2000U/d 持续补充到 3 岁，尽早开始补充维生素 D，每日 400~800 U。

从治疗需求上看，需补充维生素 A 和维生素 D 的儿童均超 40%。2019 年《中国儿童维生素 A、E 缺乏与呼吸道感染》显示，全国 6 个月到 14 岁儿童血清维生素 A 水平低于正常范围的比例为 47.98%。根据中国居民营养与健康状况监测(2010-2013)，我国 3~5 岁儿童维生素 D 不足率为 43.0%。

随着三胎放开以及一系列鼓励生育的强力支持政策，新生儿数量逐年下降的趋势将得到缓和。国家统计局数据显示，2017-2021 年我国出生人口分别为 1723 万、1523 万、1465 万、1200 万、1062 万。随着 2021 年三胎放开以及一系列鼓励生育的强力支持政策，充分体现了国家优化年龄结构、解决人口老龄化的决心和意志，新生儿数量逐年下降的趋势将得到缓和。

图 15：中国出生人口数量



数据来源：国家统计局，西南证券整理

2021 年维生素 AD 补充剂 0-3 岁渗透率测算值约为 21.4%，仍有极大增长空间。根据《中国药店》数据，2017 年伊可新单品销售突破 10 亿元，占华特达因医药板块销售收入超 90%，以医药板块的增速计算，预计伊可新 2018-2021 年销售收入分别约为 7.6、9.0、9.4、11.6 亿元。结合伊可新样本医院市占率和平均出厂价以及我国时年 0-3 岁的儿童数量，测算可得 2017-2021 年维生素 AD 补充剂 0-3 岁渗透率分别约为 13.4%、10.4%、13.2%、15.5%、21.4%。

表 7：维生素 AD 补充剂 0-3 岁渗透率测算

	2017	2018	2019	2020	2021
伊可新出厂价口径销售额 (亿元)	10.00	7.59	8.99	9.41	11.57
同比增速		-24.1%	18.4%	4.7%	23.0%
伊可新市占率	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
维生素 AD 补充剂出厂价口径市场规模 (亿元)	15.38	11.68	13.83	14.47	17.80
维生素 AD 补充剂平均出厂价 (元, 以伊可新出厂价计)	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71
服用人数 (万人)	690.98	524.45	621.01	649.92	799.41
0-3 岁人数 (万人)	5164.00	5032.00	4711.00	4188.00	3727.00
维生素 AD 补充剂 0-3 岁渗透率	13.4%	10.4%	13.2%	15.5%	21.4%

数据来源:《中国药店》, 公司公告, PDB, 国家统计局, 西南证券整理

伊可新潜在市场空间约为 50 亿元。以伊可新 1 岁以下款出厂价 0.71 元, 1 岁以上款出厂价 0.72 元计, 年用药天数为 365 天。维生素 AD 补充剂 0-3 岁渗透率从 2022 年 27% 稳步增长至 2026 年 60%, 市占率参考伊可新历史市占率给予维持 65%, 预计伊可新 2022 年销售收入约为 14.9 亿元, 2026 年预计增长至 27.9 亿元。假设维生素 AD 补充剂 0-3 岁的渗透率最终应达到 100%, 其他条件不变的情况下, 伊可新销售峰值接近 50 亿元。

表 8：伊可新销售规模测算 (出厂口径)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
0-1 岁人数 (万人)	988	938	920	910	910
1-3 岁人数 (万人)	2262	2050	1926	1858	1830
维生素 AD 补充剂 0-3 岁渗透率	27%	35%	43%	52%	60%
伊可新市占率	65%	65%	65%	65%	65%
伊可新 1 岁以下款出厂价 (元)	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71
伊可新 1 岁以上款出厂价 (元)	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72
年用药天数	365	365	365	365	365
伊可新出厂价口径销售规模 (亿元)	14.87	17.72	20.73	24.39	27.85

数据来源:公开信息, 西南证券整理

3 二线品种持续丰富, 业绩增长动力充足

3.1 复方碳酸钙泡腾颗粒, 发力 0-3 岁空白市场

盖笛欣 (活性成分包括碳酸钙、维生素 D3) 是泡腾颗粒剂, 主要适用年龄 7 个月-3 岁, 是一款专为婴幼儿提供的补钙产品。碳酸钙 D3 具有广阔的市场空间。钙制剂的成分多元, 主要产品包括碳酸钙 D3、钙维生素 D 维生素 K、钙锌、葡萄糖酸钙、乳酸钙等。相比其他钙制剂, 碳酸钙是含钙量最高的钙制剂, 在钙剂中添加适量维生素 D3 可以使钙吸收提高 30%-80%, 适用人群也更广, 2020 年碳酸钙 D3 的市占率高达 48%, 远超其他补钙药品。

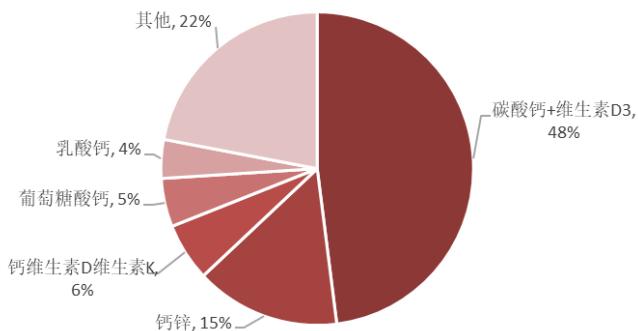
表 9：儿童补钙类药品竞品分析

品牌	包装	企业名称	成分	剂型	适用年龄	日服用价格	适应症
盖笛欣		山东达因海洋生物制药股份有限公司	碳酸钙、维生素 D3	泡腾颗粒剂	7 个月 -3 岁	5.92 元/天	
钙尔奇 儿童钙片		惠氏制药有限公司	碳酸钙、维生素 D3	片剂	3 岁以上	2.9 元/天	
新盖中盖 儿童钙片		哈药集团制药六厂	碳酸钙、维生素 D3	片剂	4-10 岁	0.63 元/天	
汤臣倍健牛奶乳 加钙咀嚼片		汤臣倍健股份有限公司	钙、免疫球蛋白 IgG	片剂	4 岁以上	12.53 元/天	婴幼儿 补钙产品
迪巧小儿碳酸钙 D3 颗粒		美国安士制药有限公司	碳酸钙、维生素 D3	颗粒剂	0-6 岁	5.3 元/天	
迪巧儿童维 D 钙 咀嚼片		美国安士制药有限公司	碳酸钙、维生素 D3	片剂	4 岁以上	1.76 元/天	

数据来源：阿里健康，西南证券

盖笛欣发力 0-3 岁空白市场，具备增长潜力。婴幼儿胃肠消化吸收功能差，因此必须选择溶解度高、好吸收的钙制剂。钙制剂的剂型丰富，产品形态包含片剂、胶囊剂、溶液剂、散剂、颗粒剂、丸剂、固体特殊剂型等。盖笛欣凭借泡腾制剂，将目标客群定位到 7 个月 -3 岁的婴幼儿，这部分婴幼儿处于骨骼、内脏的重要发育阶段，对补钙的需求性较高。国内市场其他竞品，包括钙尔奇、盖中盖、汤臣倍健等知名补钙药品，剂型多为片剂，不适用于 3 岁以下婴幼儿。

盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）在婴幼儿补钙市场上具备较强的竞争优势。我们将市场上的儿童补钙类药品进行了竞品分析，盖笛欣具备以下优点：1) 含钙量高、吸收率高。泡腾制剂有助于碳酸钙溶解度的提升，易溶解，易吸收。2) 弱酸性，不刺激肠胃。传统碳酸钙进入体内需要依赖自身的胃酸进行溶解，会有一定的胃肠道刺激，相比之下泡腾制剂溶解后的溶液呈弱酸性，对婴幼儿胃肠道无刺激。3) 无腹胀、便秘、结石风险。普通酸钙服用后在胃内与胃酸发生化学反应，生成二氧化碳，容易导致腹胀、嗳气等不良反应，相比之下泡腾制剂溶解过程中会形成气泡，在体外释放二氧化碳气体，形成枸橼酸钙（体内可溶解结石），因此避免了在体内释放气体，没有腹胀、便秘、结石风险。

图 16：2020 年市场不同成分钙制剂的占比


数据来源：中康 CMH 零售药店数据，西南证券整理

3.2 右旋糖酐铁颗粒，店员推荐率最高品牌

伊娃新，主要成分为右旋糖酐铁颗粒，适应症为慢性失血、营养不良、妊娠、儿童发育期等引起的缺铁性贫血，终端售价 139.3 元/盒 (25mg*30 袋/盒)，是一款专为婴幼儿提供的补钙产品，伊娃新可搭配伊可新维生素 AD 进行同时补充。

图 17：伊佳新（右旋糖酐铁颗粒）包装


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 18：2020 年“维生素矿物质类”中国药店推荐率最高品牌

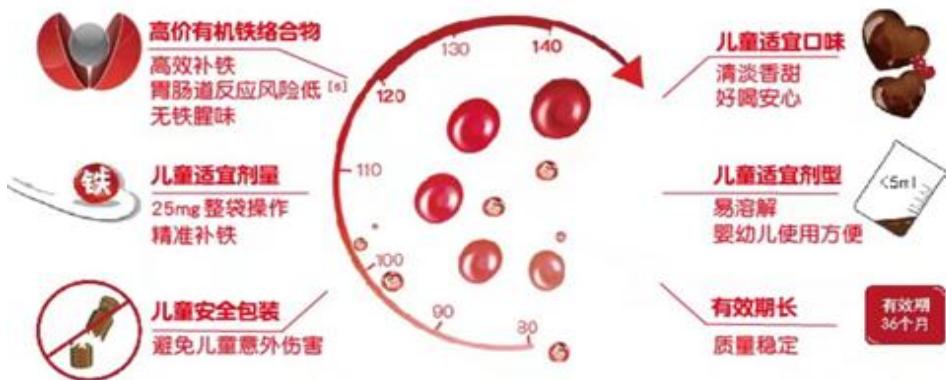

数据来源：公司官网，西南证券整理

0-3 岁是儿童铁缺乏和缺铁性贫血的高发期，市场需求空间大。铁缺乏及缺铁性贫血在中国发病率较高，农村地区发病率超过 60%，城市超过 30%，缺铁性贫血在 6 个月-3 岁的婴幼儿群体尤为突出。受婴幼儿生长发育过快、胎儿期储铁不足、膳食铁摄入不足或不及时等原因影响，我国婴幼儿缺铁性贫血的发病率始终居高不下。缺铁性贫血可对婴幼儿脑和智力发育造成不可逆的危害，同时还会影响儿童运动和行为发育。有效治疗缺铁性贫血意义重大，随着经济发展以及人们健康观念的增强，补铁药品市场需求将持续增长。

根据《2020-2021 年度中国药店店员推荐率最高品牌》榜单，达因药业的伊佳新（右旋糖酐铁颗粒）荣获“维生素矿物质类”店员推荐率最高品牌。伊佳新在婴幼儿补铁制剂中具备如下优势：**1) 安全性强，吸收率高，无胃肠刺激。**右旋糖酐铁是有机高价铁络合物，属于第三代铁剂，性质稳定，抗干扰能力强，在肠道中能以分子形式完整充分地被吸收。**2)**

颗粒剂型，适合全年龄段儿童服用。右旋糖酐铁颗粒具有很好的溶解性，少量温水即可快速溶解。3) 剂量精准，儿童服用口感好。每袋 25mg 铁的小剂量设计，也更适应婴幼儿的补铁需求。口感上，右旋糖酐铁颗粒口味香甜，口感清淡，有巧克力味道，无刺鼻气味，提高了儿童服药的依从性。

图 19：伊佳新（右旋糖酐铁颗粒）特性



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测和投资建议

关键假设：

假设 1：公司医药业务的核心产品维生素 AD 滴剂市场空间较大，预计 2022-2024 年销量增速分别为 24.25%、21.80% 和 19.18%，价格保持稳定，毛利率维持平稳，2022-2024 年毛利率分别为 86%、86% 和 86%。

假设 2：公司教育业务保持平稳增长，2022-2024 年收入增速分别为 5%、5% 和 5%，毛利率维持平稳，2022-2024 年毛利率分别为 22%、22% 和 22%。

表 10：华特达因营业收入拆分（亿元）

业务板块	2021A	2022E	2023E	2024E
医药板块	收入	14.73	18.30	22.29
	增速	31.05%	24.25%	21.80%
	成本	2.14	2.56	3.12
	毛利	12.59	15.74	19.17
	毛利率	85.46%	86.00%	86.00%
教育板块	收入	2.22	2.33	2.45
	增速	5.71%	5.00%	5.00%
	成本	1.74	1.82	1.91
	毛利	0.48	0.51	0.54
	毛利率	21.73%	22.00%	22.00%
其他	收入	0.68	0.71	0.75
				0.79

业务板块		2021A	2022E	2023E	2024E
环保板块	增速	-50.72%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	0.38	0.39	0.41	0.43
	毛利	0.31	0.32	0.34	0.35
	毛利率	45.59%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	收入	2.64			
	增速	-24.36%			
	成本	2.05			
	毛利	0.59			
	毛利率	22.29%			
合计	总营业收入	20.27	21.35	25.49	29.92
	增长率	11.31%	5.32%	19.40%	17.40%
	总营业成本	6.31	4.77	5.44	6.16
	毛利	13.97	16.57	20.05	23.77
	毛利率	68.90%	77.64%	78.65%	79.43%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 21.3 亿元、25.5 亿元和 30 亿元，归母净利润分别为 4.9 亿元、6.1 亿元和 7.3 亿元，EPS 分别为 2.11 元、2.59 元和 3.13 元，对应 PE 分别为 15 倍、12 倍和 10 倍。

5 风险提示

产品降价风险，研发不及预期风险，医药行业其他政策风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2027.14	2134.90	2549.15	2992.68	净利润	704.30	909.00	1120.13	1352.51
营业成本	630.53	477.36	544.27	615.74	折旧与摊销	73.17	129.29	133.06	136.86
营业税金及附加	31.96	31.85	38.55	45.37	财务费用	-14.17	0.43	0.51	0.60
销售费用	371.93	405.63	458.85	508.76	资产减值损失	0.29	0.00	0.00	0.00
管理费用	153.60	213.49	254.91	299.27	经营营运资本变动	115.25	-227.73	-39.64	-54.25
财务费用	-14.17	0.43	0.51	0.60	其他	-122.99	-48.89	-51.86	-51.91
资产减值损失	0.29	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	755.85	762.09	1162.20	1383.81
投资收益	25.18	50.00	50.00	50.00	资本支出	31.32	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	1.59	1.59	1.59	1.59	其他	-799.92	-98.41	-108.41	-118.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-768.61	-138.41	-148.41	-158.41
营业利润	818.12	1057.74	1303.65	1574.54	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.00	2.03	2.27	2.31	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	821.12	1059.77	1305.92	1576.85	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	116.82	150.77	185.79	224.34	支付股利	-82.02	-107.26	-139.19	-171.06
净利润	704.30	909.00	1120.13	1352.51	其他	-186.21	-0.43	-0.51	-0.60
少数股东损益	324.04	415.54	513.70	619.29	筹资活动现金流净额	-268.23	-107.69	-139.70	-171.66
归属母公司股东净利润	380.26	493.46	606.42	733.23	现金流量净额	-280.98	515.99	874.08	1053.75
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1223.43	1739.43	2613.51	3667.26	成长能力				
应收和预付款项	358.76	447.09	513.93	596.14	销售收入增长率	11.32%	5.32%	19.40%	17.40%
存货	102.16	74.64	85.75	97.65	营业利润增长率	33.52%	29.29%	23.25%	20.78%
其他流动资产	726.82	727.09	728.16	729.30	净利润增长率	32.21%	29.06%	23.23%	20.75%
长期股权投资	106.43	256.43	416.43	586.43	EBITDA 增长率	30.13%	35.38%	21.03%	19.12%
投资性房地产	169.56	169.56	169.56	169.56	获利能力				
固定资产和在建工程	881.49	799.37	713.49	623.80	毛利率	68.90%	77.64%	78.65%	79.43%
无形资产和开发支出	206.68	201.97	197.26	192.54	三费率	25.23%	29.02%	28.02%	27.02%
其他非流动资产	160.11	157.65	155.19	152.72	净利润率	34.74%	42.58%	43.94%	45.19%
资产总计	3935.43	4573.23	5593.26	6815.39	ROE	20.72%	21.64%	21.62%	21.25%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.90%	19.88%	20.03%	19.84%
应付和预收款项	240.82	209.13	238.19	268.15	ROIC	53.38%	68.75%	80.48%	97.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	43.27%	55.62%	56.38%	57.21%
其他负债	295.20	162.97	173.00	183.72	营运能力				
负债合计	536.03	372.09	411.20	451.87	总资产周转率	0.53	0.50	0.50	0.48
股本	234.33	234.33	234.33	234.33	固定资产周转率	2.27	2.55	3.39	4.50
资本公积	63.24	63.24	63.24	63.24	应收账款周转率	13.37	17.66	13.66	14.87
留存收益	1947.11	2333.31	2800.54	3362.71	存货周转率	5.18	5.32	6.58	6.55
归属母公司股东权益	2244.69	2630.88	3098.11	3660.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.75%	—	—	—
少数股东权益	1154.71	1570.25	2083.96	2703.24	资本结构				
股东权益合计	3399.40	4201.13	5182.07	6363.52	资产负债率	13.62%	8.14%	7.35%	6.63%
负债和股东权益合计	3935.43	4573.23	5593.26	6815.39	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	5.42	10.64	12.32	14.12
EBITDA	877.13	1187.45	1437.22	1712.00	速动比率	5.19	10.38	12.06	13.85
PE	19.81	15.27	12.42	10.27	股利支付率	21.57%	21.74%	22.95%	23.33%
PB	2.22	1.79	1.45	1.18	每股指标				
PS	3.72	3.53	2.96	2.52	每股收益	1.62	2.11	2.59	3.13
EV/EBITDA	5.64	3.73	2.47	1.46	每股净资产	14.51	17.93	22.11	27.16
股息率	1.09%	1.42%	1.85%	2.27%	每股经营现金	3.23	3.25	4.96	5.91
					每股股利	0.35	0.46	0.59	0.73

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

持有：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 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

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

行业评级

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn