

专注儿童用药，受益医改

康芝药业（300086）

建议询价区间：52.80元-59.40元

新股定价报告

2010年5月10日 星期一

东海证券医药研究小组

张飞

执业证书编号：S0630209050124

医药生物行业 分析师

021-50586660-8629

袁舰波

执业证书编号：S0630208010052

医药生物行业 高级分析师

021-50586660-8628

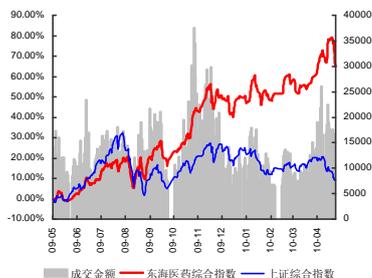
发行数据

发行前总股本(万股)	7500
本次发行股数(万股)	2500
发行后总股本(万股)	10000

发行后股权结构

宏氏投资	58.19%
南海成长	5.17%
创东方	2.59%
葛蒲医药	1.81%
洪江游等 15 人	7.24%
社会公众股	25.00%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

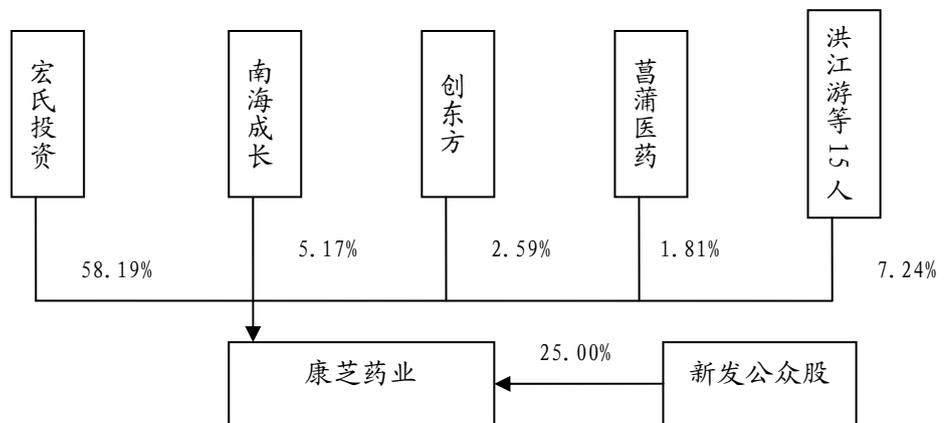
- 公司是管理层持股明显的民营创业型公司，包括董事长在内的经营管理层以及核心技术人员均持有公司股份。目前公司生产经营 5 种剂型 11 个儿童药品种，涵盖了我国当前儿童用药中销量最大的解热镇痛类、感冒类、抗生素类、呼吸系统类、消食定惊类和营养类等六大类的西药和中成药。
- 公司致力于儿童药领域的研发、生产和销售，并始终坚持“做儿童医药精品，做专业市场”的经营理念，2007-2009 年，公司儿童药销售额分别占公司主营业务收入的比例分别为 82.94%、93.22%和 93.66%。目前，公司的儿童药系列产品（11 个品种）基本涵盖了主要儿童常见疾病类型，公司共有 25 个药品处于不同的开发阶段，正在申报的药品中有三类新药 5 个，五类新药 6 个，全部为儿童药产品。丰富的新药研发储备是公司未来长期持续成长的核心优势。
- 2000 年以前，我国城市人均医药消费支出是农村的 7 倍。在国家政策的大力推动下，随着国家新农合制度和医改政策的逐步推行，并随着农村城镇化步伐的加快和村镇人口收入增速的提高，近年来第三终端儿童用药市场呈现出高速发展的趋势，且增长势头明显快于第一、二终端，公司从 02 年开始布局第三终端，在第三终端的销售上具有独到的优势。
- 公司本次 IPO 计划公开发行人人民币普通股（A 股）2500 万股，集资金到位后，将分别用于儿童药生产基地建设、营销网络建设、药品研发中心建设等三个项目。
- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 1.32 元和 1.69 元。考虑到公司未来良好的成长性，再综合创业板公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 52.80 元-59.40 元，对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 40-45 倍。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

发行前，宏氏投资持有公司 77.59% 股份，是公司的控股股东。洪江游持有宏氏投资 84% 股份，是公司的实际控制人。本次计划发行 2500 万股，发行后总股本为 10000 万股。公司是管理层持股明显的民营创业型公司，包括董事长在内的经营管理层以及核心技术人员均持有公司股份。

图 1: IPO 后康芝药业股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司主要从事儿童用药的研发、生产和销售。经过近 10 年的专研和努力，目前公司生产经营 5 种剂型 11 个儿童药品种，涵盖了我国当前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。

公司现生产和销售的自有儿童药产品主要包括瑞芝清（尼美舒利颗粒）、注射用头孢米诺钠、止咳橘红颗粒（国家二级中药保护品种）、感冒清热颗粒等品种。其中，治疗儿童解热镇痛类的西药瑞芝清是公司的主导产品，是本公司主营业务收入和利润的主要来源。瑞芝清在全国同类产品与儿童解热镇痛类产品中销量第一。

2、儿童用药市场行业背景

根据联合国“儿童权利公约”定义，儿童系指 18 岁以下的任何人。尽管国内对儿童年龄的界定正在逐步与国际接轨，但我国儿童的概念通常仍是指

0-14岁的人群。儿童药研发生产存在以下三个方面的困难：一是新产品开发投入较大、周期较长。二是药物评价难度大。药物上市要经过人体试验，但依据国际伦理准则，不是所有的药品都可以在儿童身上做试验。三是生产销售风险大。一方面儿童药对安全要求特别高；而另一方面，儿童用药市场本来应该是一个大市场，但是由于传统习惯的局限，使成人药品挤占了儿童用药市场，如果没有专门的销售渠道，通常的药品生产企业无法取得很好的市场效益。由于上述特点，我国大多数的药品生产企业不愿意研究和生产儿童药。根据南方医药经济研究所统计，在药品说明书中能够明确儿童用法用量的药物只占整个药物制剂品种的7%。另一方面，许多消费者也错误地把儿童用药成人化。目据南方医药经济研究所的测算，在2009年，我国全部的儿童用药中仍有50%左右是以成人用药品减半给儿童使用。

2.1 我国儿童用药市场概况

根据南方医药经济研究所医院和零售市场用药分析数据，在儿童患者群体中，约有86%的儿童所患疾病为呼吸系统疾病和消化系统疾病。与之相对应，在常规治疗类儿童用药品种中，抗感染用药、小儿解热镇痛类、感冒类、小儿止咳化痰类和小儿消食定惊类是最主要的5类应用类别。另外，随着生活水平的提高、以及家长对孩子身体和营养关注程度的增加，营养类儿童用药也已成为一支重要的儿童用药类别。

表 1: 我国儿童病分类及疾病分类构成比例情况表

疾病种类	0-4 岁儿童患病率 (%)	疾病分布比例 (%)	5-14 岁儿童患病率 (%)	疾病分布比例 (%)
呼吸系统疾病	160.91	79.82	74.41	73.96
消化系统疾病	20.43	10.13	9.15	9.09
传染病	5.9	2.93	4.8	4.77
皮肤和皮下组织疾病	5.37	2.66	2.54	2.52
损伤和中毒	2.2	1.09	2.01	2.00
眼及附器疾病	1.5	0.74	2.24	2.23
其它	5.3	2.62	5.32	5.32
总体	201.61	100.00	100.61	100.00

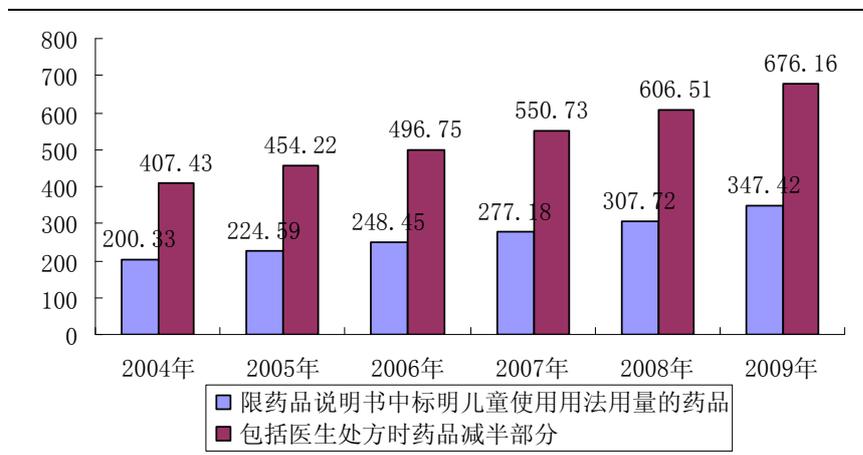
资料来源：卫生部，患病率为2006年卫生部资料数据

2.2 我国儿童用药市场容量

根据南方医药经济研究所医院和零售市场用药分析数据，在儿童患者群体中，约有86%的儿童所患疾病为呼吸系统疾病和消化系统疾病。与之相对应，在常规治疗类儿童用药品种中，抗感染用药、小儿解热镇痛类、感冒类、

小儿止咳化痰类和小儿消食定惊类是最主要的 5 类应用类别。另外，随着生活水平的提高、以及家长对孩子身体和营养关注程度的增加，营养类儿童用药也已成为一支重要的儿童用药类别。

图 2: 2004 年-2009 年我国儿童药销售额趋势图 (单位: 亿元)



资料来源: 南方医药经济研究所

在过去六年中, 我国儿童药销售额 (限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品) 保持了年均 11.64% 的增长率, 根据南方医药经济研究所的预测, 未来我国儿童药销售额还将继续保持年均两位数以上的增长速度, 预计到 2010 年我国儿童药销售额 (限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品) 将达到 392.48 亿元, 到 2015 将达到 668.93 亿元; 如果包括医生处方时将成人用药品减半给儿童使用的部分, 预计到 2010 年和 2015 年国内儿童用药的销售额将分别高达 749.59 亿元和 1213.42 亿元, 我国儿童药品消费市场前景广阔。

2.3 第三终端儿童用药市场分析

我国的医药销售可根据销售终端的不同划分为三个市场层次, 即第一终端市场、第二终端市场和第三终端市场。其中, 第一终端市场是指二甲及以上大中型医院; 第二终端市场是指连锁药店、大中型城市市区的大型药店; 第三终端市场是指除第一、二终端之外的, 直接面向消费者开展医药销售的所有零售终端, 主要包括广大农村药品销售市场和城镇居民社区药品销售市场。

过去, 由于受国家财力不足及村镇人口收入低下的限制, 我国第三终端的规模、医疗水平及其市场都发展缓慢, 村镇人口中有病不吃药的现象普遍存在, 儿童用药不规范现象也较突出, 人均药品消费偏低。据《中国药网》统计, 2000 年以前, 我国城市人均医药消费支出是农村的 7 倍。在国家政策

的大力推动下，随着国家新农合制度和医改政策的逐步推行，并随着农村城镇化步伐的加快和村镇人口收入增速的提高，近年来第三终端儿童用药市场呈现出高速发展的趋势，且增长势头明显快于第一、二终端。根据中国医药商业协会的统计，我国第三终端中的农村医药市场的药品销售总量已由 2003 年的 178 亿元增长到 2007 年的 604 亿元，复合增长率是 35.72%，而根据《中商情报网》对全国 320 家样本医院的跟踪数据显示，2004—2007 年，医院用药总金额年平均增长率为 20.17%。2008 年，仅第三终端儿童用药市场中的农村市场药品销售额已达 101.19 亿元（不包含第三终端市场中的社区卫生机构的销售额），已占到我国整个儿童用药药品市场销售额的 32.88%。第三终端儿童用药市场前景广阔。

3、公司核心竞争能力分析

3.1 专注儿童用药市场

公司致力于儿童药领域的研发、生产和销售，并始终坚持“做儿童医药精品，做专业市场”的经营理念，2007—2009 年，公司儿童药销售额分别占公司主营业务收入的比例分别为 82.94%、93.22% 和 93.66%。目前，公司的儿童药系列产品（11 个品种）基本涵盖了主要儿童常见疾病类型，可以根据市场需要及时调整产品生产和供应结构，以满足不断变化的市场需求。其中，公司的主导产品瑞芝清为选择性抑制环氧化酶 2（COX-2）的非甾体抗炎药，其对环氧化酶 2（COX-2）的选择性高，故对胃肠道的副作用小，耐受性好，在治疗儿童发热各种症状的临床试验中的疗效与对照药相比具有效果快、作用强、维持时间长、安全可靠等优点，已越来越受到医生和患者的认可。不仅如此，公司共有 25 个药品处于不同的开发阶段，正在申报的药品中有三类新药 5 个，五类新药 6 个，全部为儿童药产品。丰富的新药研发储备是公司未来长期持续成长的核心优势。

3.2 第三终端儿童用药营销模式的创新优势

公司从 2002 年起开始涉足第三终端市场的营销，是行业内最早发现我国第三终端市场商机并主动介入的专业厂商之一。不仅如此，公司在对我国当时的医药市场状况及其发展趋势进行了分析之后，准确地将公司销售重点集中定位于第三终端市场，并根据第三终端市场的特点对产业链各环节的利益和职能重新进行了设计和配置，创新性地推出了一套新的营销模式—专业化合作代理模式，从而给公司带来了以下的创新优势：1）明显的先发优势；2）新产品的快速市场推广能力；3）高效、持续的产品销售能力；4）有效阻隔竞争对手进入的能力。

3.3 买断经营模式的创新

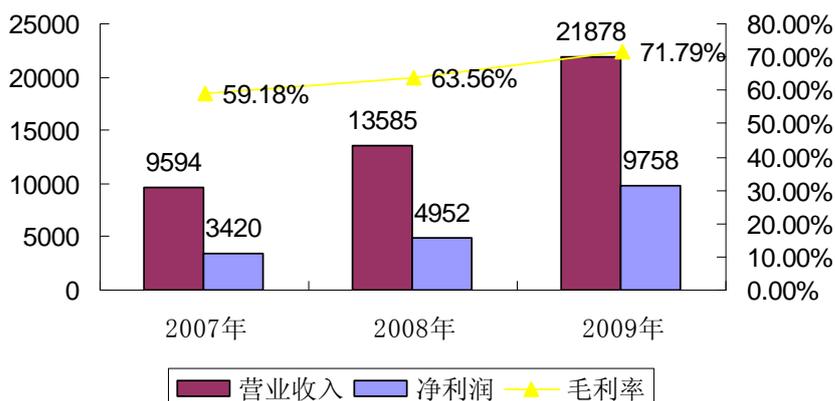
公司作为儿童药研发、生产和销售的制药企业，目前已在我国儿童药领域树立了良好的品牌优势，建立了专业的第三终端儿童药营销队伍和营销网络，具有成熟的产品推广模式。但是，受制于新药研发周期的限制，公司自有儿童药品种已难以完全体现公司品牌优势和营销优势的价值。

为了充分利用公司的营销网络优势并降低相关新产品的市场风险，公司制定了全新的经营策略——买断经营模式。在该模式下，对于一些公司认为具有较大市场潜力、且厂家自身没有销售能力的儿童药品，首先，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；其次，获取该药品的长期委托生产许可，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；第三，公司积极进行相关药品的研制与开发。这一买断经营模式是公司迅速丰富产品线、保持未来高速增长的重要保证。

4、公司财务分析

从下图可以看出，公司近几年的营业收入和净利润复合增长率分别约 51% 和 69%，2004 年开始，公司根据自身的优势和市场需求，逐步制定了致力于专业儿童药生产商的发展战略，精心筛选主打的拳头产品进行培育，并选择当时尚为空白的第三终端市场作为有效突破。随着公司营销网络的不断完善，公司营业收入在报告期内急剧增长，2008 年，公司主打儿童药产品瑞芝清（尼美舒利颗粒）在儿童解热镇痛类产品市场份额排名第二，达到了 11.80%；2009 年瑞芝清市场占有率持续提高，在同类产品市场份额排名上升至第一，达到了 18.20%。在营业收入快速增长的同时，公司还不断加强内部管理水平，报告期内公司规模经济的优势和严格的成本控制，更使得公司的净利润呈现高速增长。同时由于单品毛利率较高的瑞芝清占比逐渐增加，公司毛利率水平稳步提高。

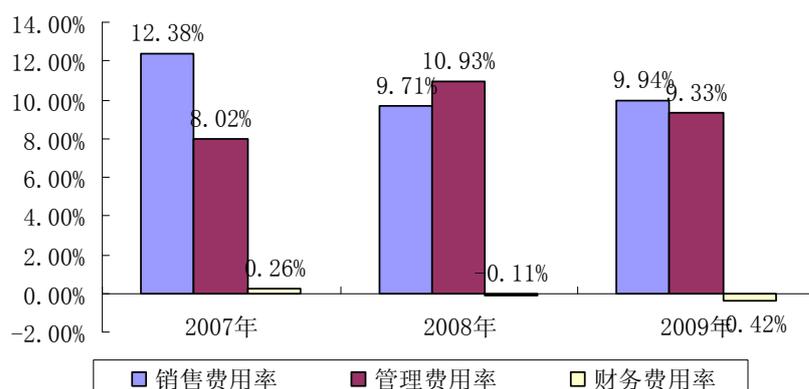
图 3: 公司收入、净利润、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007 年至 2009 年，期间费用分别为 1983 万元、2790 万元和 4128 万元，占营业收入的比例分别为 20.67%、20.54%和 18.86%。由于公司对广告投放的控制以及对第三终端的整合，期间费用率稳步降低。

图 4：公司费用率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

表 2：公司其他财务指标

主要财务指标	2007	2008	2009
流动比率	3.74	2.17	3.32
速动比率	3.44	1.92	3.07
应收账款周转率	5.58	6.12	9.81
存货周转率	6.37	4.64	4.57
每股经营活动产生的现金流量(元)	0.41	0.83	1.25
资产负债率	18.14%	27.09%	12.75%
每股净资产(元)	1.55	2.01	3.21

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 产品结构单一的风险

目前公司的主导产品为儿童解热镇痛类药物瑞芝清,该产品 2007 年、2008 年和 2009 年的销售收入占公司同期主营业务收入的比例分别为 64.24%、73.01%和 80.77%,销售毛利润占公司同期销售毛利润的比例分别为 72.89%、84.67%和 89.54%,瑞芝清的生产及销售状况基本决定了公司的收入和盈利水平。

5.2 地区依赖性的风险

最近三年,公司对华东地区和中南地区的销售收入合计占销售收入总额的比重分别为 88.18%、67.23%和 62.39%,虽然呈逐年下降趋势,但上述地区的销售仍基本决定了公司的收入情况,如果由于各种原因而导致上述区域的销售出现波动,将对公司的经营造成一定影响。

5.3 尼美舒利制剂未来可能由于不良反应增多导致停售的风险

目前,尼美舒利正在全世界超过 40 个国家使用,包括意大利、法国、瑞士、印度、巴西和中国等。从 1985 首次上市以来至今,尼美舒利的疗效已经被全世界近十亿例次病例所证明。但是由于在使用过程中出现了个别不良反应报告,葡萄牙(1999 年)、芬兰(2002 年)、西班牙(2002 年)、土耳其(2002 年)、爱尔兰(2007 年)和新加坡(2007 年)曾暂停或停止了对尼美舒利的使用,欧盟药品专卖委员会(CPMP)和欧洲药品管理局(EMEA)在 2003 年~2007 年对此进行了多次调查和评估,得出使用尼美舒利利大于弊的最终结论。目前,尼美舒利依然被绝大多数欧盟国家所使用。我国已使用尼美舒利制剂近十年,不良反应数少,但不排除未来由于不良反应增多进而导致我国食品药品监督管理局停止尼美舒利使用的可能,如果尼美舒利制剂被停止销售将会对公司的生产经营造成不利的影晌。

5.4 买断经营模式的经营风险

为了充分利用公司的营销网络优势并降低相关新产品的市场风险,公司制定了全新的买断经营策略,2009 年买断经营收入占公司营业收入的比例为 10.84%,毛利润占公司毛利润的比例为 5.94%这一模式与惯常的医药企业自产自销自有药品品种有所区别,因此在买断经营模式的执行过程中存在一定的产品选择、生产控制和市场推广风险,如果不能有效控制这些风险将对公司的盈利水平产生一定的影响。

6、募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股(A 股)发行数量为 2500 万股。本次发行后, 募集资金将按照轻重缓急投入以下项目:

表 3: 募集资金投向

项目名称	投资总额 (万元)	投资进度		
		T+12个月	T+24个月	T+36个月
儿童药生产基地建设项目	24525.29	2145.00	8200.79	14179.50
营销网络建设项目	3025.00	3025.00		
药品研发中心建设项目	3838.71	2000.00	1818.71	
其它与主营业务相关的营运资金	—			
合计	31389	31389		

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

6.1 儿童药生产基地建设项目

公司的儿童药生产基地项目分两期建设, 其中此次募集资金投入建设首期, 主要建设办公质检楼、综合制剂车间、头孢制剂车间、危险品库以及其他配套动力、消防、环保、生活设施; 第二期建设青霉素制剂车间、中药提取车间、生物工程车间、保健品车间、合成车间等。首期工程建设完成后产能规模将达到年产普通颗粒剂 18 亿袋、普通片剂 4 亿片、普通胶囊剂 1 亿粒、冻干粉针 2000 万支、口服液及糖浆 3000 万瓶、头孢类颗粒剂 2 亿袋、头孢类胶囊剂 1 亿粒、头孢类无菌粉针剂 3000 万支的生产能力

6.2 营销网络建设项目

营销网络建设项目由康芝营销公司实施, 主要包括成立省级分公司、成立省级市场运营部、建立地级办事处及信息系统建设等 4 个方面。

6.3 药品研发中心建设项目

通过药品研发中心建设项目的建设, 力争 3 年内在儿童用药领域的抗感染、感冒、抗病毒、腹泻、便秘、提高免疫力、抗过敏、哮喘以及营养药等儿童常见病方面都有产品立项或上市。同时, 在儿童眼科用药、皮肤科用药方面有新项目立项, 进一步完善和丰富公司产品线。最后, 在未来 5 年内, 研制开发 3~5 个具有完全自主知识产权和较高科技含量的儿童专用药。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设:

- 1、尼美舒利片 10 年保持 35% 的增长, 11-12 年增长 25%;

- 2、随着新产能的投产，消化类、感冒止咳类、抗感染类 10 年保持 150% 增长，11-12 年增长 50%；
- 3、销售费用率稳中略有升，管理费用率稳中略有降；
- 4、公司综合企业所得税率为 15%。

在上述假设下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 1.32 元和 1.69 元。

表 4：九九久盈利预测

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	13585	21878	33403	43898	58090
增长率	41.6%	61.0%	52.7%	35.0%	40.0%
营业成本	4950	6206	10775	14795	20482
营业税金及附加	152	223	181	244	342
销售费用	1320	2175	3340	4390	5809
管理费用	1485	2041	3173	4170	5519
财务费用	(15)	(89)	(300)	(300)	(300)
利润总额	5765	11593	15715	20026	25604
所得税费用	812	1835	2488	3170	4053
归属于母公司净利润	4952	9758	13227	16856	21551
EPS	0.50	0.98	1.32	1.69	2.16

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为公司在儿童专科用药领域具有很强的竞争力，同时公司在第三终端领域拥有比较强的先发优势，随着医改的深入，为公司发展提供了难得的机遇。考虑到公司未来良好的成长性，再综合创业板公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 52.80 元-59.40 元，对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 40-45 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、化学制剂及生物制药板块。

重点跟踪公司: 上海莱士、兰生股份、三九医药、同仁堂、中恒集团、广州药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122