

康芝药业（300086）调研简报

——渠成水到，走在成长的路上

| 基本数据 | 2011-1-5 |
|--------------|----------|
| 收盘价（元） | 80.4 |
| 市盈率 | 50 |
| 市净率 | 3.98 |
| 股息率（分红/股价） | - |
| 每股净资产（元） | 17.78 |
| 资产负债率% | 2.71 |
| 总股本（亿股） | 1 |
| 流通 A 股（亿股） | 0.25 |
| 流通 A 股市值（亿元） | 20.8 |

一年内股价走势：



事件：近日我们调研了康芝药业，与公司营销中心总经理及董事会秘书进行了交流

投资要点：

- **公司专注于儿童药的生产与销售** 儿童类产品占到公司销售收入的 90%以上，儿童类产品特别是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。
- **主打产品瑞芝清未来仍有望保持增长** 受益于我国儿童药市场规模的扩大、瑞芝清的产品优势、公司成功的市场维护，瑞芝清近几年增长迅速。瑞芝清在西南、西北还有很大的成长空间，并且随着瑞芝清新适应症的开发，我们认为未来瑞芝清仍有望保持增长。
- **度来林是公司明年重点打造的品种** 度来林的推进对公司具有双重意义，一是为公司带来新的利润增长点；二是有利于公司进一步开拓第三终端 OTC 市场，强化第三终端优势。
- **公司在第三终端优势明显** 公司是业内最早介入第三终端的专业厂家之一，已经建立起了 1000 多个代理商和 3 万多个终端的销售网络，目前公司产品的 40~45% 销往第三终端。第三终端的市场空间要大于第一、第二终端，未来成长空间广阔。
- **公司经营稳健，有望实现可持续的增长** 公司有多个好的品种，但公司管理层并不急于一哄而上，而是倾向于一年做一到两个产品，保证成功率。稳健的管理风格有利于公司长远的发展。
- **估值建议** 我们预计 2010-2012 年的每股收益分别是 1.55、2.01、2.56 元，目前估值对应 11、12 年的 PE 为 40 倍、31 倍。公司目前估值合理，未来成长确定，给予“推荐”评级。
- **风险因素** 尼美舒利制剂未来可能因为不良反应过多被停售的风险；在第三终端 OTC 市场开拓不顺利。

研究员：李权兵

SAC 执业证书编号：S0270208080057

联系人：李守峰

电话：020-37865195

EMAIL: lisf@wlzq.com.cn

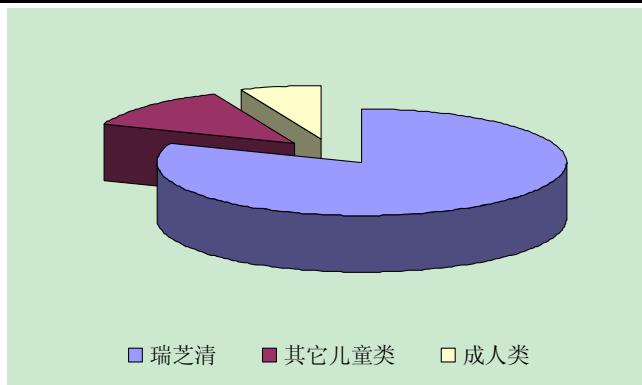
报告日期：2011-1-5

近日我们调研了康芝药业，与公司营销中心总经理及董事会秘书就公司的经营情况和未来发展战略进行了交流。公司第三终端网络优势明显，主打产品瑞芝清未来仍有一定的成长空间，同时，度来林的推出能为公司带来新的增长点并进一步强化公司的第三终端优势，我们认为公司未来成长性确定，建议“增持”。

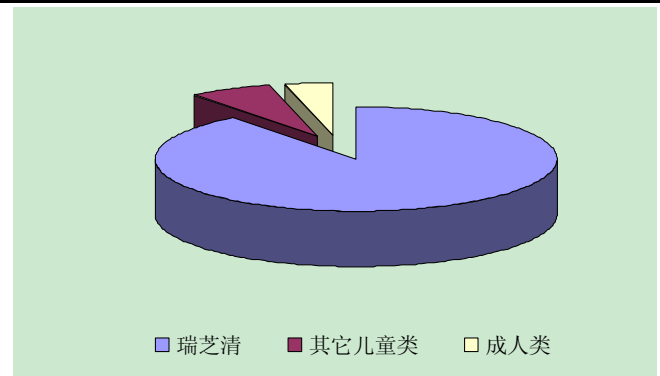
一、 康芝药业的产品结构

公司主要从事儿童用药的研发、生产与销售，产品涵盖小儿解热镇痛药、抗感染药、感冒类、小儿止咳化痰类、小儿消食定惊类和营养类等六类我国当前儿童用药中销量最大的六大类的药品。从 2009 年的收入来看，瑞芝清单一产品占营业收入的 80.8%，营业利润占同期营业利润的 89.5%，成人类产品只占到到期营业收入 6.3% 及营业利润的 3.7%。儿童类产品特别是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。

图一、公司 10 年上半年营业收入构成



图二、公司 10 年上半年营业利润构成



资料来源：公司招股书；万联证券

二、 瑞芝清近几年增长迅速，未来仍有望保持增长

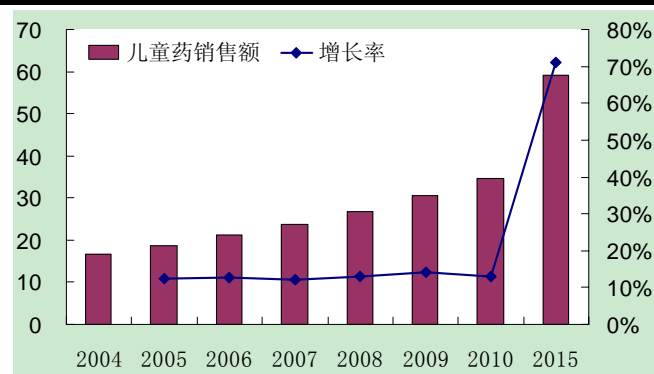
我国目前销售的儿童解热镇痛药物主要分为三类，以公司主打产品瑞芝清为代表的尼美舒利系列、以美林为代表的布洛芬系列以及对氨基酚系列。瑞芝清作为儿童解热镇痛药物的后起之秀，近几年增长迅速，09年市场占有率为18.2%，超过了美林，预计今年瑞芝清的市场占有率仍然高于美林。

瑞芝清高速增长主要原因在于：

- **我国儿童药市场规模逐渐扩大：**销售额由2004年的16.69亿元增长到2009年的30.55亿元，年均增速约为12.85%，预计到2015年，我国儿童解热镇痛药品市场的销售额将达到59.06亿元。

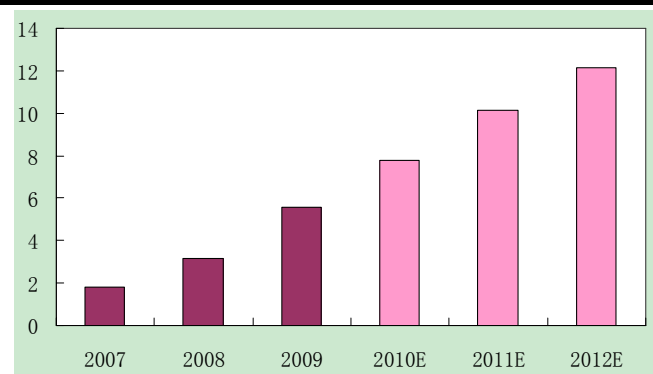
- **瑞芝清的产品优势：**一是由于瑞芝清定价便宜，加上起效快（半小时）、不用二次服用等特点，决定了瑞芝清在三大非甾体抗炎药中单疗程的花费最低；二是瑞芝清的口感、溶解度得到了患者和医生的认可。
- **公司市场维护做的比较成功：**公司在全国共有1000多个代理商，3万多个销售终端，很多代理商从90年代就开始跟公司合作。公司通过统一价格以防串货、合理的奖惩措施以及代理商的培训等很好的维护了市场。

图三、我国儿童药市场规模变化趋势（单位：亿元）



资料来源：公司招股书；万联证券

图四、瑞芝清的销售收入情况（单位：亿元）

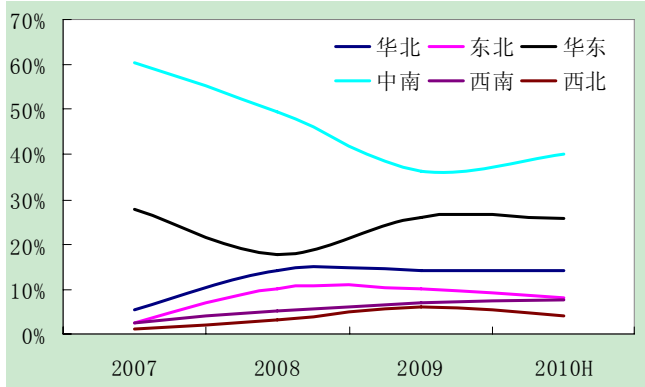


资料来源：公司招股书；万联证券

我们认为未来瑞芝清还有很大的成长空间，未来几年仍将保持增长：

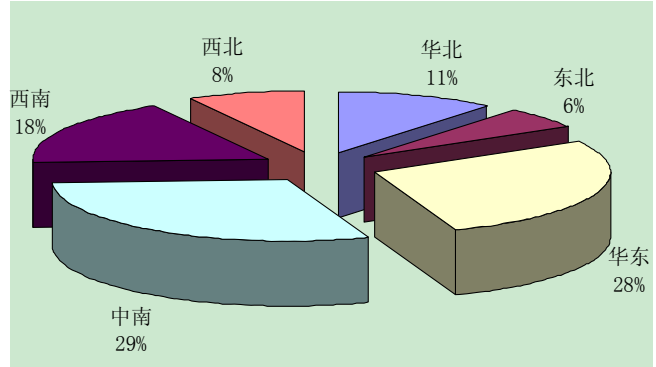
- **西南西北地区还有很大的成长空间：**西南西北地区合计占到全国儿童数量的26%，与华东地区相当。但由于这两个地区人口密度低，以前在销售上并未引起公司足够的重视，合计销售收入只占到瑞芝清销售收入的12%。公司今年更换了新的大区经理以开拓西南西北市场，西南西北销售的增长将带动瑞芝清销售收入的进一步增长。
- **瑞芝清新适应症的开发：**公司正在开发瑞芝清新的适应症，目前拔牙前的镇痛效果得到了医生的认可。

图五、瑞芝清不同地区的销售比例



资料来源：公司公告；万联证券

图六、我国不同地区儿童的分布情况（2009年）



资料来源：统计局；万联证券

三、 度来林是公司明年重点打造的品种

度来林牌鞣酸蛋白酵母散是公司未来将重点推出的产品，主要用于治疗儿童非感染性腹泻。鞣酸蛋白酵母散的主要成分为鞣酸蛋白、干酵母及葡萄糖，鞣酸蛋白起收敛止泻作用，干酵母对消化不良具有辅助治疗作用。鞣酸蛋白酵母散是非常成熟的产品，安全性高。我们认为度来林的推出对于康芝药业有着双重意义：

1. 为公司带来新的业绩增长点。

腹泻是仅次于呼吸道疾病的全球第二大疾病，据统计，我国每年腹泻的患病率达到8.36亿次，其中儿童患者达到2.93亿次，占儿科住院总数的20%，死亡率高达1%，腹泻导致儿童营养不良、维生素缺乏、贫血、身体抵抗力降低及体内电解质紊乱等，这些危害已逐渐引起医学界的重视。儿童腹泻的患病率要高于小儿高烧，尤其是农村儿童由于卫生条件差患病率更高，因此，度来林的市场空间要大于瑞芝清。

儿童腹泻主要分为感染性腹泻和非感染性腹泻，其中非感染腹泻占到儿童腹泻的90%以上。非感染性儿童腹泻的治疗药物一般分为微生态、中药、止泻药物，度来林属于止泻类药物，竞争对手主要是思密达（主要成分为蒙脱石）。度来林与思密达一样不参与血液循环，安全性高，相比于思密达来说度来林的优势在于成分含有干酵母，患者毋须另外服用酵母片。我们认为度来林在止泻的细分市场上竞争压力较小，在公司的推广下未来有望成为过亿的品种，成为公司新的业绩增长点。

表1：治疗儿童药物的主要药物

| 分类 | 药品名称 | 成分 | 适应症 | 药理作用 |
|-------|---------|--------------|------------------------|----------------|
| 止泻药 | 鞣酸蛋白酵母散 | 鞣酸蛋白、干酵母、葡萄糖 | 用于肠炎或消化不良引起的腹泻 | 止泻、助消化 |
| | 思密达、好娃娃 | 蒙脱石 | 成人及儿童急、慢性腹泻 | 止泻 |
| 中药 | 丁桂儿脐贴 | 丁香、肉桂、荜茇 | 适用于小儿泄泻，腹痛的辅助治疗 | 止泻、镇痛 |
| 微生物药物 | 妈咪爱 | 活菌冻干粉 | 肠道菌群失调引起的腹泻、便秘、胀气、消化不良 | 补充正常生理菌丛，抑制致病菌 |

资料来源：万联证券

2. 有利于公司进一步开拓第三终端OTC市场，强化公司第三终端优势

公司计划用度来林打开第三终端OTC市场。瑞芝清主要针对的是第三终端的医院市场，而度来林则针对的是第三终端的OTC市场，与公司原有渠道不同。度来林的推进过程实际上也是公司开发第三终端OTC市场的过程。

公司拟投入大量的人力物力打开第三终端OTC市场，2011年度来林目标仅是达到盈亏平衡。广告方面，已经在中国医药报、医药经济报投放平面广告，电视广告正在拍摄进行中，预计度来林铺货完成后将大规模推出广告。代理商方面，公司拟采用少量原有瑞芝清的代理商，其余均为新的代理商。

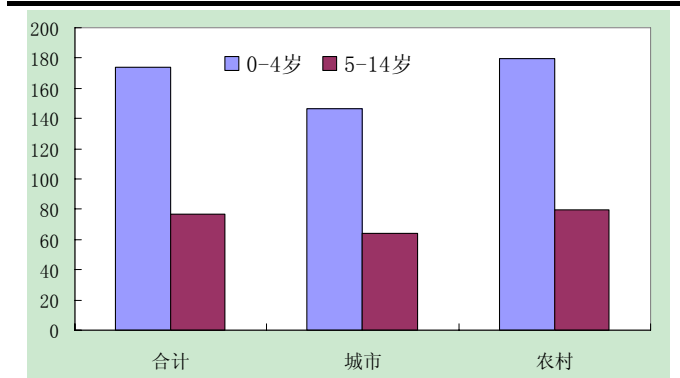
第三终端OTC市场对公司有着举足轻重的意义，一旦成功打开，后续OTC产品小儿止泻散、乳酸菌素颗粒、止咳橘红颗粒等都将进一步放量，有利于公司长远的业绩增长。

四、 公司拥有强势第三终端

第三终端市场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，如二甲以下医院、乡镇卫生院、村卫生院、个体诊所、社区卫生服务机构、农村和大中型城市城乡结合部的药店等。公司是业内最早介入第三终端的专业厂家之一，已经建立起了1000多个代理商和3万多个终端的销售网络。目前公司产品有20%销往大医院，30~35%销往连锁药店，有40~45%是集中在第三终端。由此可见公司在第三终端的优势明显。

第三终端市场空间要大于第一终端和第二终端，未来还有很大的成长空间。一是第三终端市场覆盖了我国人口的60%和绝大部分的地区，我国农村儿童患病率也要高于城市儿童。二是在农村城镇化过程中，社区医疗机构将承担大部分儿童病患的医疗职责。三是在国家政策的支持下，随着新农合的医改政策的推进及农民可支配收入的增加，未来第三终端成长空间广阔。

图七、我国儿童两周患病率统计（单位：%）



资料来源：卫生部；万联证券

五、 公司经营稳健，有望实现可持续的增长

公司还有多个好的品种，例如止咳橘红颗粒为国家中药二级保护品种、伊曲康唑分散片全国只有两个生产文号、尼美舒利缓释片为全国独家剂型，未来前景都十分看好。但公司管理层并不急于一哄而上，而是倾向于一年做一到两个，保证做一个成功一个。度来林之后，公司将全力推广其它好的品种。公司管理层经营思路稳健，公司有望实现可持续的稳定增长。

六、 盈利预测及估值

估值假设:

- 瑞芝清仍能高速增长，2010-2012年的增长率分别是50%、30%、20%
- 度来林2011年营业收入将达到1亿，实现盈亏平衡；2012年增长率为25%，并贡献利润

根据以上假设，我们预计2010-2012年的每股收益分别是1.55、2.01、2.56元，目前估值对应11、12年的PE为40倍、31倍。公司未来成长确定，给予“推荐”评级。

七、 风险因素

1. 尼美舒利制剂未来可能由于不良反应过多被停售的风险
2. 公司缺少开拓OTC市场经验，第三终端OTC市场开拓低于预期

证券研究报告投资评级说明：

公司投资评级：

| | |
|------|----------------------------|
| 买入 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数30%以上 |
| 强烈推荐 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数15%~30%之间 |
| 推荐 | 预计6个月内，股价表现优于市场指数5%~15%之间 |
| 中性 | 预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 减持 | 预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上 |

行业投资评级：

| | |
|------|-------------------------------|
| 强于大市 | 报告日后6个月内，行业指数表现优于市场指数5%以上 |
| 中性 | 报告日后6个月内，行业指数表现介于市场指数-5%~5%之间 |
| 弱于大市 | 报告日后6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上 |

风险提示：

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

万联证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或或类似的金融服务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络万联证券研究所客户服务部，并需注明出处为万联证券研发中心，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

万联证券研究发展中心

地址：广州市中山二路18号电信广场36层

邮编：510081

公司客户服务热线：400-8888-133