

评级：强烈推荐（首次覆盖）

医药生物

公司研究报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

电话：0755-25832951

邮件：juquoxian@fcsc.cn

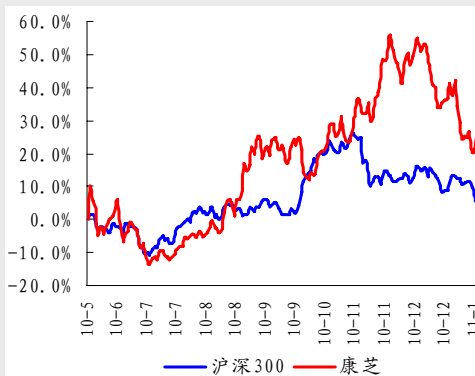
交易数据

52周内股价区间(元)	46.81-88.72
总市值(亿元)	72
流通股本(百万股)	25
流通股比率(%)	25

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(亿元)	17.78
每股净资产(元)	17.78
市净率	3.96
资产负债率(%)	2.71

公司与沪深300指数比较



相关报告

康芝药业 (300086)

——专注儿童用药 专注第三终端

报告要点:

- **康芝是中国最大的儿童用药生产企业，儿童用药市场增速在18%，公司增速超越行业增速达40%以上，预计2011、2012年EPS为2.21、2.93元，给予“强烈推荐”评级。**
- **最大的儿童用药生产厂家** 目前公司生产经营7种剂型11种儿童药品种，是品种最多，产量最大的儿童用药生产厂家。且儿童患病以呼吸类疾病最为常见，占比74%以上，公司主打产品瑞芝清在呼吸类解热镇痛市场占比18.2%，成为市场的龙头。
- **儿童用药市场处于快速增长期，增速在18%** 消费人群增加、就诊率提高及家长对儿童健康的重视，儿童的人均医药消费增加趋势明显。随着家长及医生对用药安全性的重视，以及国家层面对专业儿童药的规范，预计儿童用药专业市场将保持18%的增速。
- **三大优势力推公司增速超越行业** “第三终端+专业化合作代理+买断经营”构建营销壁垒，“疗效+口感+终端认可”成就瑞芝清品牌，丰富的产品梯队构筑持续竞争力。公司充分利用第三终端强大的市场基础，攻克第三终端难点，通过扁平化代理、与经销商利益绑定及排他性条款等方法，建立了拥有千余代理商和超3万个终端的营销网络，三大竞争优势成就康芝成为难以超越的儿童药物龙头。
- **优势产品及三倍产能扩张保证公司增速达到40%** 凭借成功的市场策略，充分挖掘瑞芝清的优势，打造成为市场儿童解热镇痛第一品牌，未来的增长动力主要来源于市场的自然扩容、精耕西南西北地区 and 产能增加。公司目前拥有97个药品批准文号，25个在研产品，丰富的产品线及增加三倍的产能，保证公司拥有持续的新产品推出能力及未来业绩增长速度超过40%。
- **“强烈推荐”评级** 我们预测未来两年瑞芝清保持15%的增速，新产品度来林11年实现7500万的销售，5个买断经营产品持续实现超100%增速，预计2011年、2012年的EPS为2.21和2.93元，对应上一交易日收盘价68.37元，其PE分别为31和23倍。康芝药业是投资儿童药物及第三终端的国内最好标的，目前公司正处于快速成长的阶段，新产品的陆续投入将会增加公司的竞争力，我们认为给予2011年40-45倍PE比较合理，目前价位存在较大低估，给予“强烈推荐”投资评级。

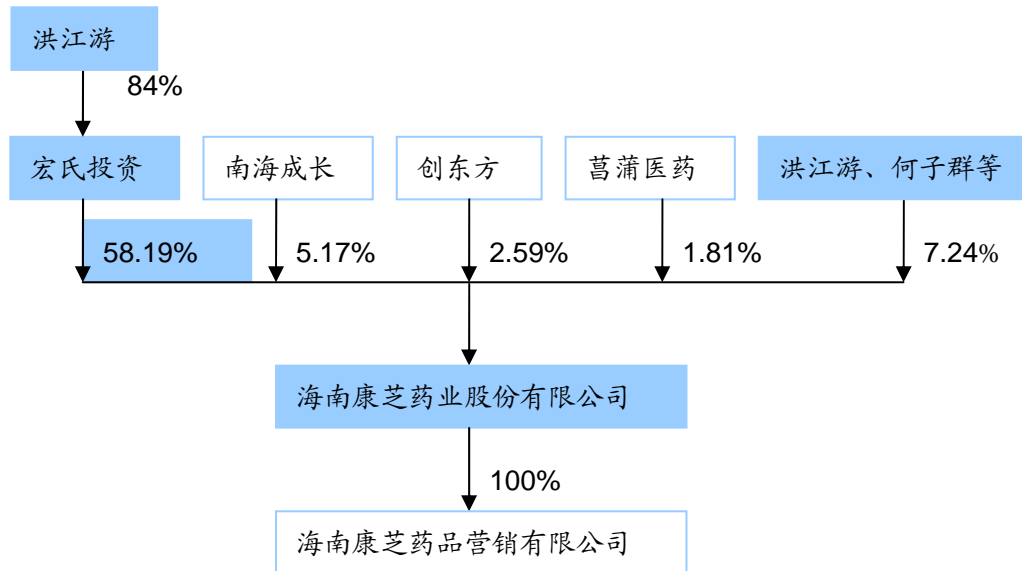
目 录

1 中国最大的儿童用药生产厂家	3
1.1 专业团队打造优秀民营企业	3
1.2 公司是国内最大的儿童用药生产厂家	4
1.3 呼吸系统和消化系统疾病是儿童疾病的主体	5
1.4 瑞芝清在呼吸类解热镇痛细分市场占有率全国第一	5
2 儿童用药市场将保持 18%增速	6
2.1 消费人群增加	6
2.2 就诊率提高	7
2.3 儿童用药专业市场份额扩大需求明显增加	8
3 三大优势力推公司增速超越行业增速	10
3.1 “第三终端+专业合作代理+买断经营” 打造营销壁垒	10
3.1.1 第三终端——强大的市场基础	10
3.1.2 专业化合作代理——构建营销壁垒	11
3.1.3 买断经营——渠道实现价值	14
3.2 “疗效+口感+终端认可” 成就瑞芝清品牌	15
3.2.1 儿童发烧的终极武器	15
3.2.2 高的终端认可度	16
3.3 产品梯队构筑持续竞争力	16
4 优势产品及三倍产能扩张保证公司业绩增速超 40%	18
4.1 品牌产品瑞芝清实现 15%增长	18
4.1.1 儿童解热镇痛市场的增长	18
4.1.2 精耕西南、西北地区	19
4.1.3 募投项目解除产能瓶颈，扫除瑞芝清增长障碍	19
4.1.4 瑞芝清销售收入预测	20
4.2 产能扩张 3 倍保证公司新品投入市场	21
4.3 未来的优势产品	22
5、盈利预测及投资建议	23
5.1 盈利预测	23
5.2 “强烈推荐” 评级	24
6 风险提示	24

1 中国最大的儿童用药生产厂家

1.1 专业团队打造优秀民营企业

图 1 公司目前股权结构图



资料来源：wind、第一创业证券研究所

公司实际控制人为洪江游及其家族成员，目前共持有 64.07% 的股份。其中，洪江游为公司创始人，现任公司董事长兼总经理，具有丰富的药品营销管理经验、敏锐的产品及市场洞察力。

公司管理层均具有多年的药品企业管理的实际经验，核心管理人员洪江游、何子群、刘会良、陈秀明等均持有上市公司股份，这样有利于保证公司长期可持续发展。

表 1 公司管理层持股情况

股东名称	持股数 (万股)	持股比例 (%)	在公司任职情况
陈惠贞	321.92	3.21	董事
洪江游	193.96	1.94	董事长、总经理
洪江涛	45.26	0.45	董事、副总经理
洪丽萍	22.63	0.22	董事、副总经理
何子群	21.98	0.22	物控总监、监事会主席
杨发展	6.47	0.065	设备总监
刘会良	6.47	0.065	财务总监
陈秀明	4.72	0.047	财务

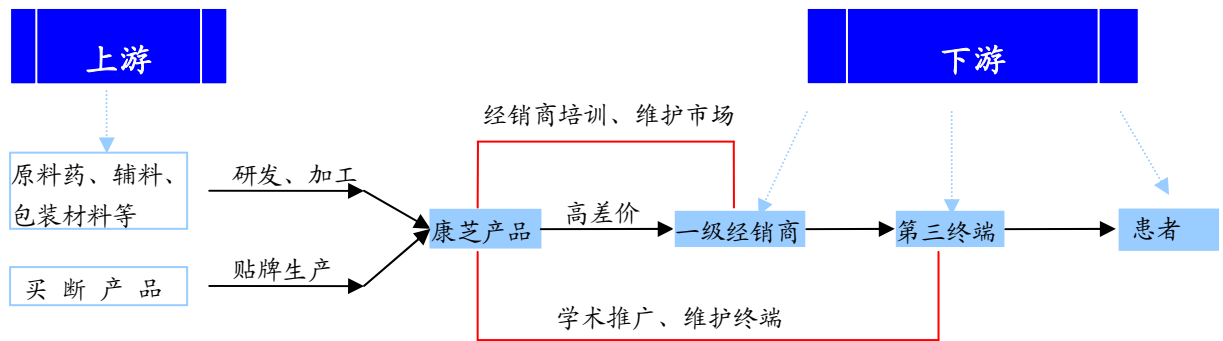
资料来源：招股说明书、第一创业证券研究所

1.2 公司是国内最大的儿童用药生产厂家

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 7 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，是品种最多，产量最大的儿童用药生产厂家。

公司是行业内最早介入我国儿童用药市场、最早介入第三终端的专业厂商。通过独创的专业化合作代理的营销模式，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，在全国拥有一千多家代理商和 3 万多个销售终端，终端覆盖率超过 30%。公司在儿童用药领域，尤其是第三终端儿童用药市场树立了良好的品牌。

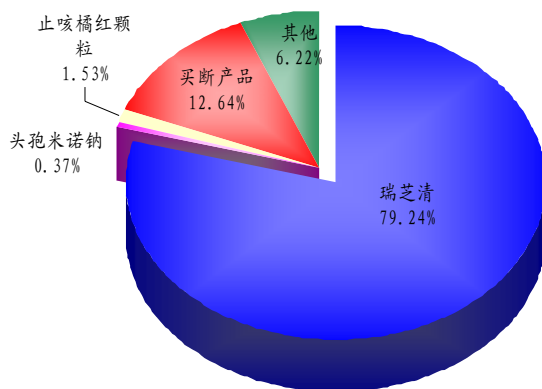
图 2 康芝药业的产业链关系



资料来源：第一创业证券研究所

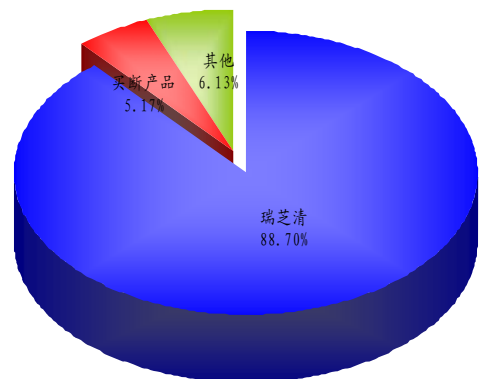
公司现生产和销售的自有儿童药产品主要包括瑞芝清、注射用头孢米诺钠、止咳橘红颗粒等品种。其中，治疗儿童解热镇痛类的西药瑞芝清是公司的主导产品，是本公司主营业务收入和利润的主要来源。

图 3 公司 2009 年营业收入构成



资料来源：wind、第一创业证券研究所

图 4 公司 2009 年销售毛利润构成



资料来源：wind、第一创业证券研究所

1.3 呼吸系统和消化系统疾病是儿童疾病的主体

呼吸系统和消化系统的疾病是儿童最易患的疾病，如图 0-4 岁儿童病情分布显示，呼吸和消化疾病占比分别为 79%和 10%，居儿童疾病的绝对主导地位。

图 5 0-4 岁儿童疾病排名

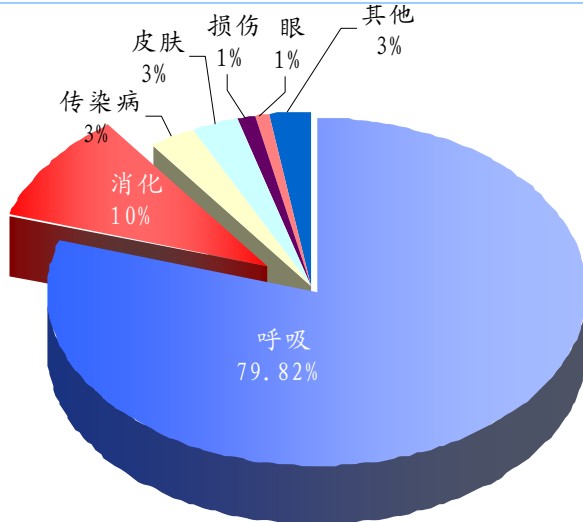
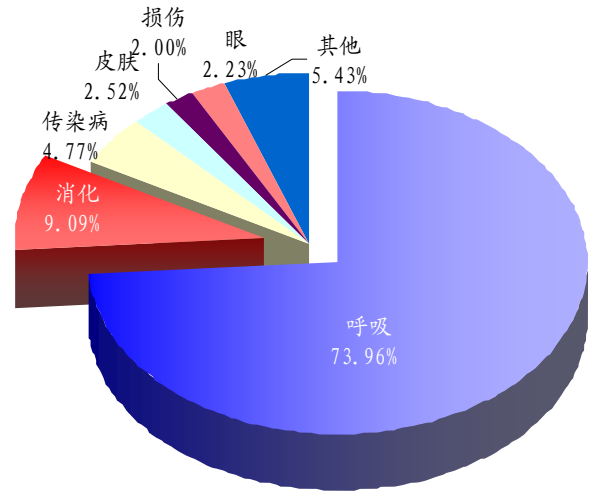


图 6 5-14 岁儿童疾病排名



数据来源：2008 卫生服务调查、第一创业证券研究所

数据来源：2008 卫生服务调查、第一创业证券研究所

1.4 瑞芝清在呼吸类解热镇痛细分市场占有率全国第一

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，占据 18.20%的市场份额。

图 7 2009 年儿童解热镇痛市场情况

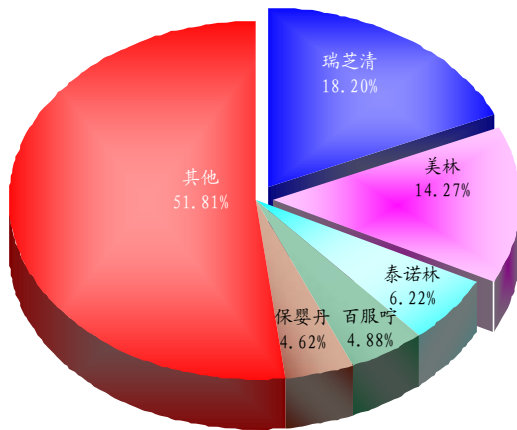
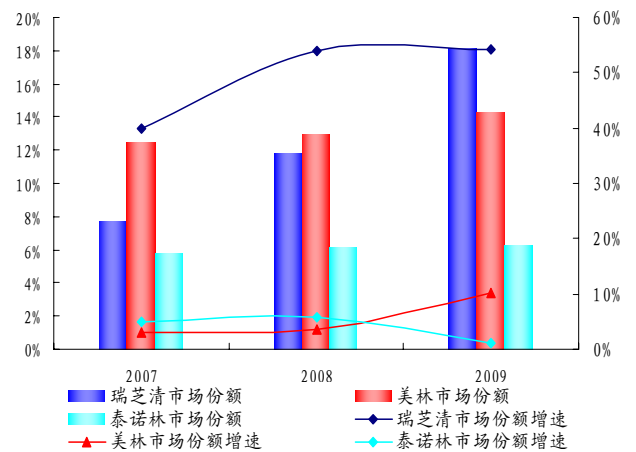


图 8 2007-2009 年瑞芝清市场份额及份额增速



数据来源：南方医药经济所、第一创业证券研究所

数据来源：南方医药经济所、第一创业证券研究所

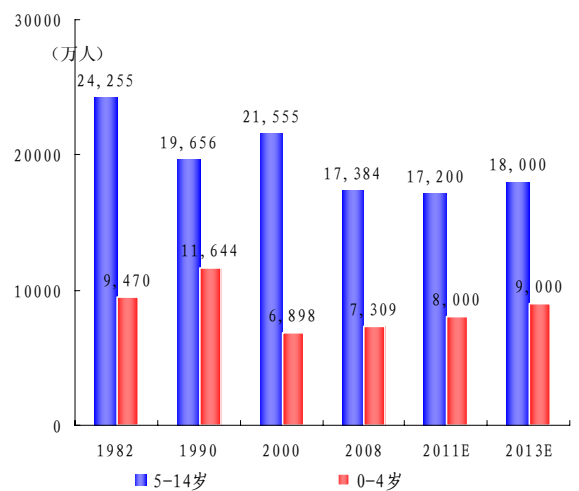
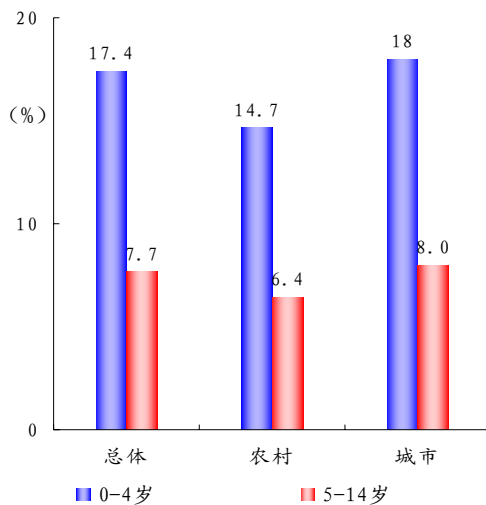
2 儿童用药市场将保持 18%增速

2.1 消费人群增加

0-4 岁儿童是患病主体。据国家卫生局统计结果显示，儿童两周患病率以 0-4 岁儿童为高，达到 17.4%，是 5-14 岁儿童的两倍多。

图 9 2008 年 0-14 岁儿童两周患病率

图 10 我国 0-14 岁儿童分布细况

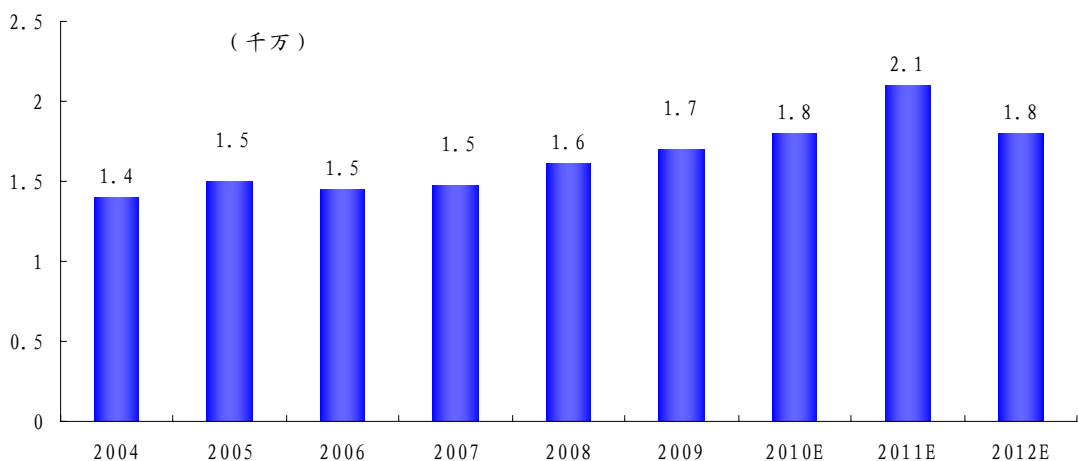


数据来源：中国 2010 统计年鉴、第一创业证券研究所

数据来源：中国 2010 统计年鉴、第一创业证券研究所

0-4 岁儿童数量将持续增加。我国 2008 年进入第四次人口出生高峰，2008 年新生儿数量达到 1608 万，平均年新生儿数量将达到 1700 万—1800 万。人口与计划生育委员会预计这次人口生育高峰将持续 10 年维持在高位，0-4 岁儿童持续十年维持高位，14 岁以下儿童数量在未来 10 年都将增长。

图 11 我国新生儿数量变化情况



数据来源：中国统计局、第一创业证券研究所

2.2 就诊率提高

医保覆盖率提高。我国的医保制度是以实现对所有人群的100%覆盖为目标的，保证城镇职工、居民和农民都将拥有属于自己的医疗保险。

图 12 全民医保的参保率状况

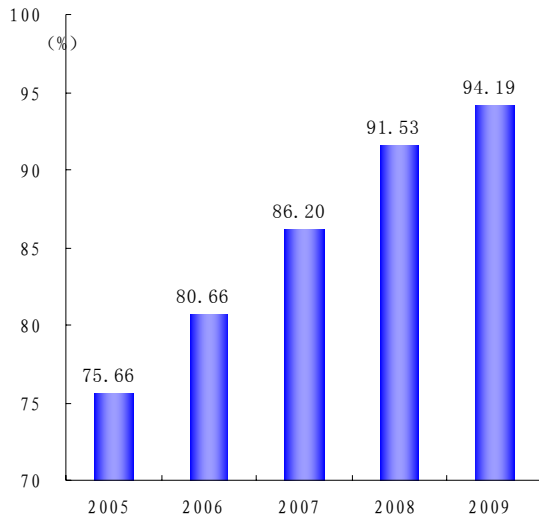
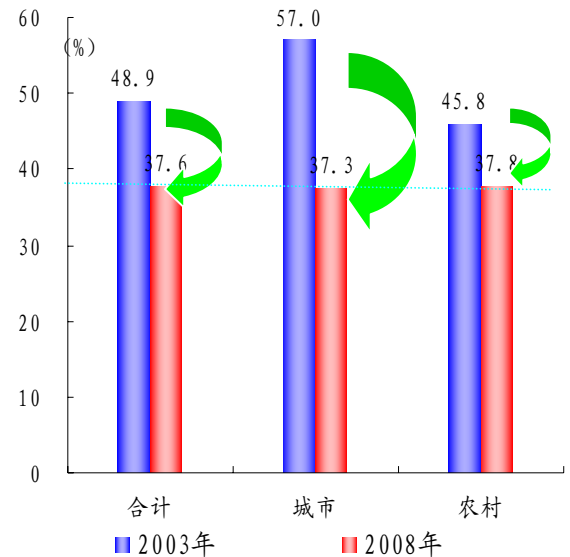


图 13 医保政策实施后未就诊率下降明显



数据来源：中国 2010 统计年鉴、第一创业证券研究所

数据来源：中国卫生服务调查、第一创业证券研究所

政府支付增加。在医疗消费过程中，政府及社会支出逐渐成为主力，而个人的支出占比逐渐减少，有利于患者提高疾病诊疗热情。

图 14 医保支付中政府支付水平变化

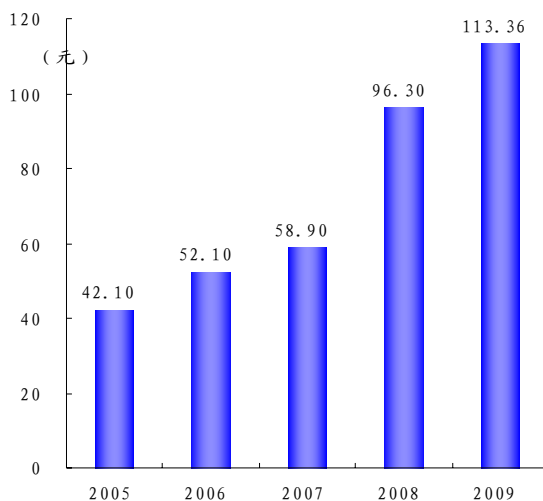
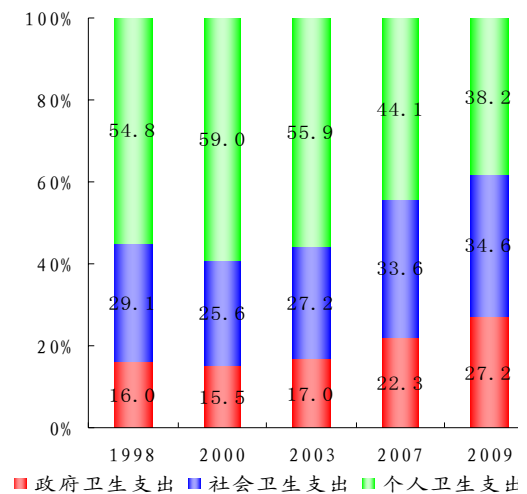


图 15 医疗中各部分支出占比

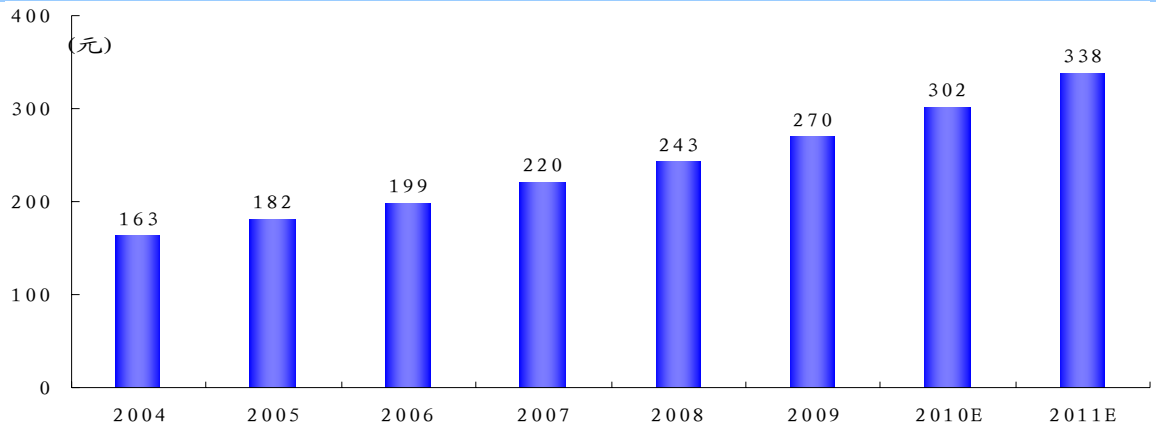


数据来源：中国 2010 统计年鉴、第一创业证券研究所

数据来源：中国 2010 统计年鉴、第一创业证券研究所

现代子女作为家庭的重心，家长对其健康非常重视，儿童的人均医药消费增加趋势明显。

图 16 我国儿童医药人均消费变化



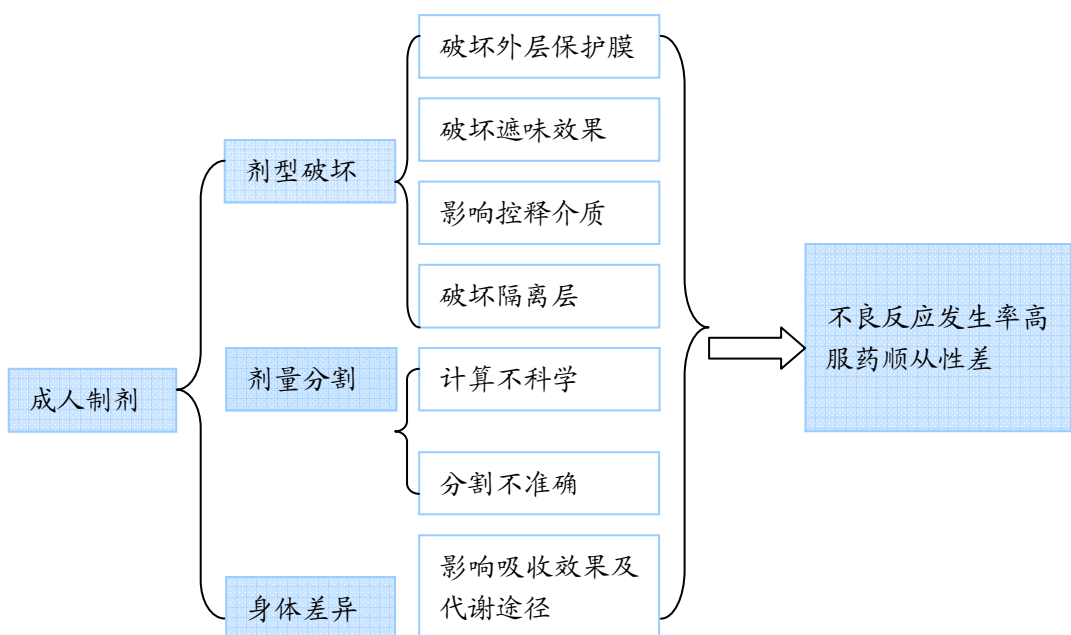
数据来源：南方医药经济所、第一创业证券研究所

2.3 儿童用药专业市场份额扩大需求明显增加

目前，成人制剂占据儿童市场的 93% 的份额。根据南方医药经济研究所全国医院及零售市场用药分析样本数据显示，在全部样本药品 7145 个药物制剂品种 (通用名 + 剂型) 中儿童能够使用的，即在药品说明书中能够明确儿童用法用量的药物约有 500 多种 (其中中成药 320 种)，只占整个药物制剂品种的 7%。

儿童服用成人制剂副作用发生率高。在我国，儿童药物不良反应发生率约为 12.9%，新生儿 24%，而成人是 6.9%。高企的不良反应引发了人们对儿童药物用药规范化的持续关注。

图 17 制剂成人化的危害

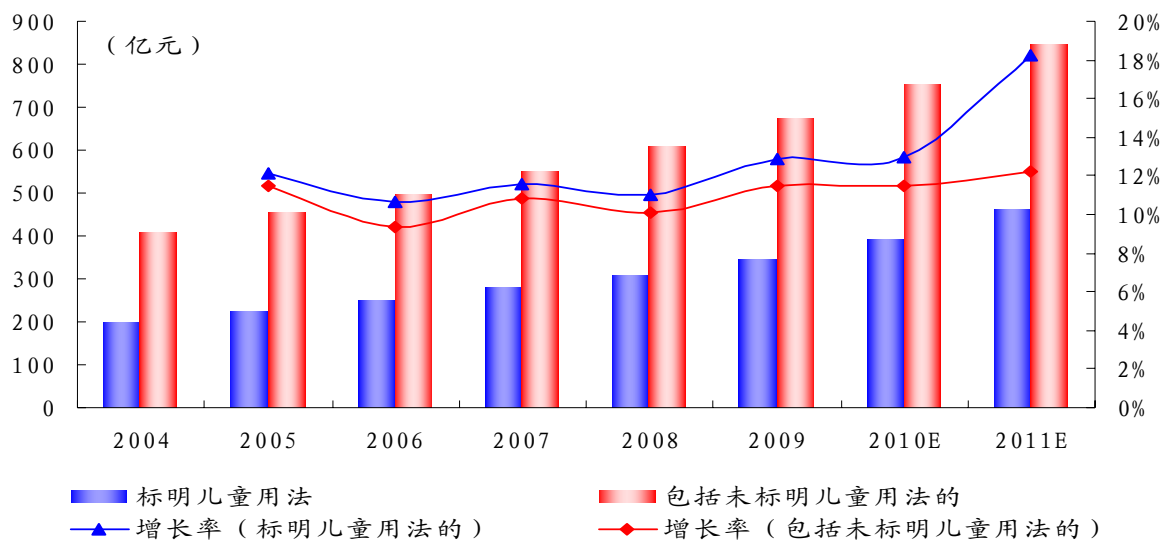


资料来源：第一创业证券研究所

政策支持儿童用药专业化。世卫组织从 2007 年提出为儿童“量身定制”药物，并发布首份面向所有国家的《世界卫生组织儿童标准处方集》，将儿童药物的规范化提上日程。虽然到目前为止，我国还没有制定单独针对儿童用药的药品管理条例与法规，但有关儿童用药的立法是大势所趋，我国两个儿童发展纲要中的“儿童优先原则”已逐步体现在国家药事管理体系当中，相关政策法规的逐步实施将促进我国的儿童药物开发，鼓励儿童用药信息的提供，保护儿童用药安全，进而对儿童药物市场产生巨大的推动作用。

专业的儿童用药市场将保持 18% 的增速。2004 年到 2009 年我国儿童药销售收入保持了持续较快增长的趋势。其中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 亿元，到 2015 将超过 700 亿元的销售，复合增长率达到 18%。随着医生及家长对儿童用药安全性的重视，预计专业的儿童药物（标明儿童用法）将保持 18% 以上的增速。

图 18 2004 年到 2009 年我国儿童药销售额趋势图（亿元）



资料来源：南方医药经济研究所、第一创业证券研究所

3 三大优势力推公司增速超越行业增速

3.1 “第三终端+专业合作代理+买断经营” 打造营销壁垒

3.1.1 第三终端——强大的市场基础

走向第三终端的原因

在公司定位于儿童市场的开始的一年半时间里，开始并不顺利，销售并不好，后来通过医院的反馈，发现并不是产品的效果不好，而是公司产品在医院推广，同类产品都是进口药品，面对的对手品牌太大，这里没有公司发展的空间。因此在 2003 年调整了营销方针，将目标市场定位在当时药企较少介入的第三终端。成为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。

第三终端市场分析

表 2 药品终端分析

类别	主要构成	市场特点	主要数量及药品销售额	药品销售额及占比
第一终端	二甲及以上大中型医院	国外品牌占据主导，同时也是国内厂家的必争之地，竞争激烈	4844 家 平均年销售 4500 万元	2200 亿元；30%
第二终端	连锁药店、大中型城市市区的大型药店	集中度低，竞争激烈，以品牌和价格为主要竞争优势	36 万家； 平均年销售 35.4 万元； 连锁药店占药店总数 35%	1200 亿元；16%
第三终端	除第一、二终端之外，直接面向消费者的零售终端，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。	点多面广、需求量大、配送困难、利润低、风险小，竞争相对较为缓和，属于先到先得。	二甲以下医院 1.5 万家 平均年销售 2000 万元 乡镇卫生院 3.8 万家， 平均年销售额 140 万元； 村卫生室 63 万家， 平均年销售额 1.5 万元； 社区卫生中心 5200 家， 平均年销售额 150 万元； 社区卫生站 2.7 万家， 平均年销售额为 50 万元	3900 亿元；54%

资料来源：南方医药经济研究所、第一创业证券研究所

第三终端儿童药物市场特点

两大自然优势：一是在儿童人口分布上，第三终端市场覆盖的儿童人数远远大于第一终端和第二终端。根据《中国统计年鉴》，2007 年我国农村儿童人口 1.41 亿，城市

儿童人口0.95亿，农村儿童人口是城市儿童人口的1.49倍；二是由于儿童患病多为发热、咳嗽和腹泻等常见病，同时在农村城镇化进程中，城市社区医疗机构承担了大部分儿童病患的医疗职责。因此，我国第三终端儿童用药市场蕴含着远大于第一、第二终端的市场空间。

医改政策支持：就我国国情而言，第三终端的基层医疗机构正是提高我国广大人民群众医疗健康水平的重要保证，我国近期推行的医改方案（《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009—2011年）》）明确提出了包括加强基层医疗卫生机构建设、提高新农合参保率、提高医疗补助标准及实行分级就医等多项措施大力支持基层医疗机构，从而将极大地促进第三终端市场的快速发展。

在国家政策的大力推动下，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，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%。

图19 2007年国内农村、城市儿童分布

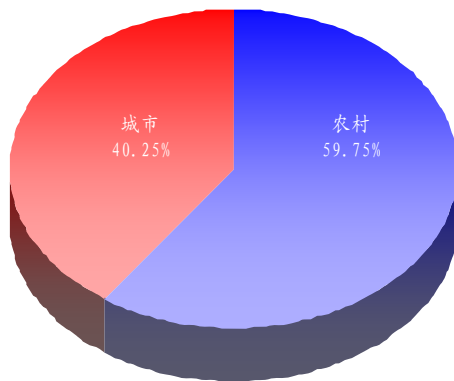
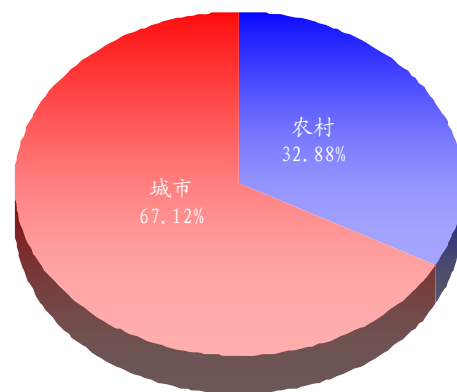


图20 2008年国内农村儿童消费药品分布



资料来源：2007年中国统计年鉴、第一创业证券研究所

资料来源：南方医药经济研究所、第一创业证券研究所

3.1.2 专业化合作代理——构建营销壁垒

公司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。

专业化合作代理模式特点

表 3 公司专业化代理模式特点

目的	方法	手段
解决销售终端网点分散、每次要货量小、配送频繁等难点，保护公司的市场和品牌	扁平化的持续性代理销售	1、只设一级经销商 2、经销商直接向公司下订单并执行具体的药品销售和物流配送 3、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 4、制定排他性条款，经销商不得销售同类竞争产品。
降低市场推广风险和成本	重点突破、以点带面的快速市场推广	1 初期推广时，选择一个试点，举办学术推广会、刊登专业学术论文等方式， 2 对所有经销商进行培训，并以试点地区为模版在全国迅速铺开市场 3 在部分地区联合经销商开展相关市场推广活动
保证公司营销策略的执行	精细化的全面管理	1 矩阵式的营销管理，公司自建营销管理队伍，与经销商交叉服务终端客户 2 灵活的销售价格管理，监控并确保市场零售价，动态调整各经销商的折扣价格 3 严格的市场秩序管理
充分调动经销商的积极性，严格执行公司的经营策略	与经销商的捆绑发展	1 制定了较高的批零价差，让利给经销商 2 提供技术和业务支持

资料来源：招股说明书、第一创业证券研究所

专业化合作代理模式的优势分析

表 4 公司专业化合作代理的优势分析

优势	产生优势的原因
被认可的品牌	极大地满足了市场各主体的不同诉求，经销商、终端、患者都对公司及公司产品具有较高的忠诚度
营销壁垒	营销网络建设周期长，且管理精细复杂，难以模仿 掌控终端、稳定的与经销商的合作关系，有助于提高经销商的积极性
高的净利润水平	经销商承担一线销售及配送职责，公司营销费用容易控制
长期效益	成功的营销网络还体现在非常容易搭载多种药品，产品丰富后，还能有效降低单位营销费用，实现良性循环

资料来源:招股说明书、第一创业证券研究所整理

表 5 医药销售中各营销模式比较表

比较项目	专业化合作代理模式	专业化临床学术推广模式		代理模式
		预算制	承包制	
供货价格	一般	较高	较高	较低
经销商积极性	较高	一般	一般	较高
费用控制方式	实行全面预算控制	实行全面预算控	以销售收入一定	生产商较少发

	和管理, 根据市场需要有计划投入	制和管理, 根据市场需要有计划投入	比例计算费用总额, 由营销人员具体支配	生营销费用
生产商净利率	较高	较高	较低	极低
营销队伍	生产商拥有营销队伍, 建设成本高、时间长、难度大、稳定可控	生产商拥有营销队伍, 建设成本高、时间长、难度大、稳定可控	生产商拥有营销队伍, 但对营销队伍的管理比较粗放	生产商不拥有营销队伍
销售终端	生产商控制终端	生产商控制终端	销售人员控制终端	代理商控制终端
管理控制难度	难度较大	难度较大	难度较小	难度较小
销售增长速度	持续稳定增长	持续稳定增长	短期增长较快	短期增长迅速
营销人员积极性	较高	较高	很高	一般
产品生命周期	有动力最大限度延长生命周期	有动力最大限度延长生命周期	没有长远规划	可销售时间极短
搭载多品种	较易搭载多品种销售	较易搭载多品种销售	销售认为费用率较高、有更大利益, 便可搭载新品种销售	市场网络不可控, 无法搭载多品种
适合市场	第三终端	第一终端	第一终端	第一、二终端

资料来源: 招股说明书、第一创业证券研究所

公司营销网络现状

经过多年的培育, 公司已建立起一支专业的第三终端儿童药营销队伍和庞大的营销网络, 目前在全国拥有近千家代理商和超过3万个销售终端, 在第三终端市场中具有明显的先发优势。通过多年的成功运营, 公司还培育成熟了一套适合第三终端推广儿童用药新品种的市场运作模式, 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, 时机也已成熟。可以说, 公司的营销已经从单纯的产品营销走入品牌营销。未来, 公司还将对营销网络持续进行扩张, 并进一步优化其分布规模和结构。

表 6 公司营销网络的成果

	核心优势	成果
①	明显的先发优势	近千家代理商和超过 3 万个销售终端, 并逐渐开始由第三终端向第二终端和第一终端市场自然渗透。
②	新产品的快速市场推广能力	可复制性强, 复制成本低廉。公司新品渠道铺设仅需要一个月, 新品推出后一年, 销售收入便可放量至 4000 - 5000 万元。
③	高效、持续的产品销售能力	广覆盖、强掌控, 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

- ④ 有效阻隔竞争对手的进入 排他及利益绑定道形成较高的竞争保护门槛,追随者在短期内很难能够在第三终端市场与公司形成有力竞争。

资料来源: 招股说明书、第一创业证券研究所

3.1.3 买断经营——渠道实现价值

发展契机

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。

买断经营模式

表7 公司买断经营模式简况

买断经营模式	代理销售	受委托生产
标的	具有较大市场潜力、且厂家自身没有销售能力的儿童药品	
公司职责	推广销售	承接生产
盈利来源	销售差价	加工费

资料来源: 招股说明书 第一创业证券研究所

买断经营是公司迅速丰富产品线、保持未来高速增长的重要保证。公司对代理销售的药品统一使用公司的品牌,并进入公司的营销网络独家销售,因此,相关产品的销售增长是与公司的品牌、网络支撑、形象推广等直接联系的,且相互促进,一旦脱离了公司的品牌保护和营销网络的支撑,药号拥有企业将很难独立开拓市场,从而使得公司的长期利益得到了有效保证,公司在买断经营模式中拥有了较大的主导权。

买断经营成果

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以及海南百信药业有限公司制药厂签订《产品合作协议》,对前述厂家拥有的五种药品采取“买断经营模式”。

其中,公司代理销售的氨金黄敏颗粒、头孢克洛颗粒、羧甲司坦颗粒、健儿乐颗粒、小儿四维葡钙颗粒等五类药品均已迅速打开市场,出现了较好的销售增长态势,2009年当年实现2000多万的销售收入。由于公司自身产能限制,目前仅有羧甲司坦颗粒是受托小批量生产,其他产品主要还是由拥有企业进行生产。

表8 公司2009年代理销售的收入、成本及利润情况 (单位: 元)

产品名称及剂型	规格	代理销售收入	代理销售成本	代理销售利润
---------	----	--------	--------	--------

羧甲司坦颗粒	0.2g×12 袋/ 盒	5,141,667.52	3,073,626.97	2,068,040.55
羧甲司坦颗粒	0.2g×18 袋/ 盒	2,091,629.06	1,291,927.88	799,701.18
头孢克洛颗粒	0.1g×7 袋/盒	4,241,442.05	3,586,145.39	655,296.66
小儿四维葡钙颗粒	3g×10 袋/ 盒	1,083,102.56	553,751.87	529,350.69
小儿四维葡钙颗粒	3g×20 袋/ 盒	1,485,726.50	813,652.55	672,073.95
氨金黄敏颗粒	2g×9 袋/盒	5,804,693.16	2,851,471.19	2,953,221.97
氨金黄敏颗粒	2g×12 袋	24,700.84	18,145.27	6,555.57
健儿乐颗粒	10g×6 袋/盒	342,594.02	256,976.24	85,617.78
健儿乐颗粒	5g×12 袋/ 盒	1,271,818.52	933,627.11	338,191.41
合计		21,487,374.23	13,379,324.47	8,108,049.76

资料来源：招股说明书 第一创业证券研究所

3.2 “疗效+口感+终端认可” 成就瑞芝清品牌

公司将营销战场转向第三终端后，主要产品在儿童药市场的品牌优势凸显。公司“康芝”和“瑞芝清”商标被海南省工商行政管理局认定为“海南省著名商标”，主要产品“瑞芝清”在儿童解热镇痛类药品市场中具有较高的品牌声誉，2009年瑞芝清在儿童解热镇痛类市场中处于龙头地位，拥有18.2%的细分市场份额。营销和品牌优势推动了公司瑞芝清销售收入的快速增长。

3.2.1 儿童发烧的终极武器

儿童发热多具有自限性，但持续高热会增加机体损耗，且小儿体温调节中枢功能不成熟，持续高热加重患儿心肺负担，3岁以下的婴幼儿高热易导致惊厥，导致脑细胞损伤，需要采取紧急措施进行退热处理高热易致惊厥，因此迅速退热是必要的。尼美舒利比布洛芬和对乙酰氨基酚（常用三大退烧药）有更强的退热作用和更长的退热维持时间。退热强度高，更适合于高热儿童；退热持续时间长，可减少重复服药的次数，一般对布洛芬、对乙酰氨基酚治疗无效的高热也能有效缓解。

表9 三种主要的解热镇痛药物疗效比较

	尼美舒利	布洛芬	对乙酰氨基酚
半衰期	3.3h	1—2h	1--2h
有效时间	6—8h	4—6h	4—6h
用药前体温	40.00±0.35 °C	39.91±0.33 °C	39.98±0.32 °C
用药后1小时体温	38.66±0.46 °C	39.02±0.62 °C	39.29±0.79 °C
用药1小时有效率	82.50%	47.50%	37.50%
用药后4小时体温	37.71±0.72 °C	39.10±0.60 °C	38.59±0.91 °C
用药4小时有效率	95.50%	75.00%	52.50%

资料来源：第一创业证券研究所

3.2.2 高的终端认可度

瑞芝清是国内第一批被批准的规格为50mg的尼美舒利颗粒剂，公司根据儿童用药要求口感好、顺应性强的特点，应用掩味技术、喷雾制粒技术、在线监测技术及超微粉碎技术，确保公司儿童药产品的口感、溶解度和生物利用度等指标在同类产品中保持优势。同时由于最终服用药品的是儿童患者，因此公司根据儿童的心理特点设计了一系列儿童用药产品的内外外观设计，易于儿童患者的接受，国内首创了条状内包装，不但便于儿童用药的储存和携带，还大幅降低了公司的包装成本。

公司主要产品瑞芝清的口感、溶解度以及生物利用度等指标已得到医生的认可，并且由于进入市场时间早，终端客户认可度高，在质量、品牌、专业营销、客户服务等方面具有其他企业无法比拟的优势。

第三终端——国外企业较少涉足，儿童药物制剂——国内企业较少涉足，定位两个竞争较少的领域，凭借成功的市场战略，瑞芝清已成为儿童解热镇痛市场的细分龙头，占据18.2%的市场份额，并成为公司利润的主要来源，成就了公司的快速发展。2007年、2008年、2009年瑞芝清的销售收入分别为0.61亿元、0.98亿元和1.75亿元，年增长率分别为60.12%和77.63%，占公司同期主营业务收入的比例分别为64.24%、73.01%和80.77%，销售毛利润分别为占公司同期销售毛利润的比例分别为72.89%、84.67%和89.54%。

图21 公司瑞芝清销售收入及增速

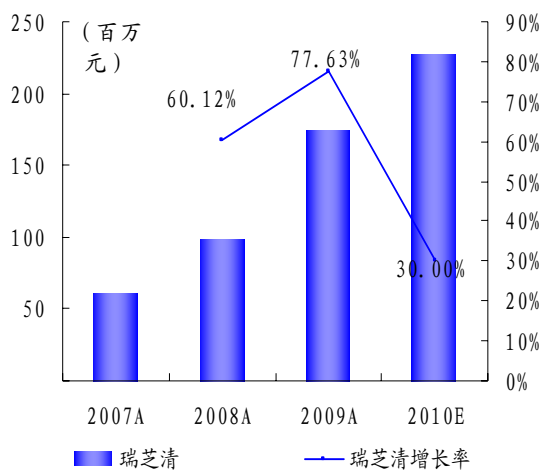
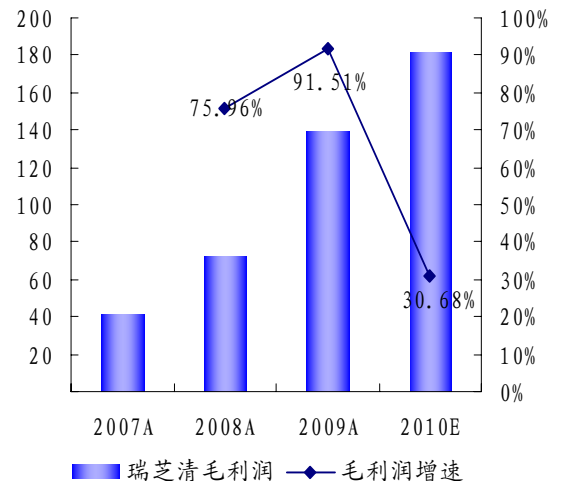


图22 公司瑞芝清毛利润及毛利润增速



资料来源：WIND、第一创业证券研究所

资料来源：WIND、第一创业证券研究所

3.3 产品梯队构筑持续竞争力

公司主要采用“自主研发、合作开发和引进相结合”的研发模式，重点研究开发儿童药各个领域的新药，创建新药研发平台，不断引进和吸收国内外最先进的新技术、新产品，加快创新步伐和研究成果转化，拥有持续的推出新产品的能力。公司目前拥有97个药品批准文号，主要包括儿童解热镇痛类、儿童感冒类、儿童止咳

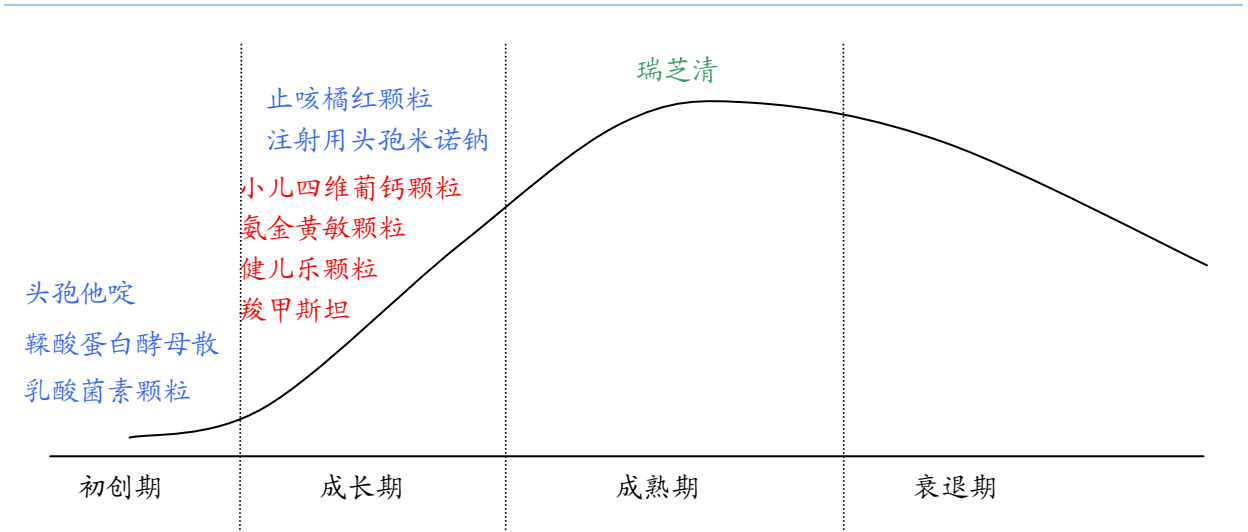
化痰类、儿童抗生素类、儿童消食定惊类、儿童营养类六大类产品。

表10 公司核心生产技术

序号	技术	来源	技术成熟度
1	掩味技术	自主研发	技术成熟度较高，已应用在瑞芝清的生产中。
2	喷雾制粒技术	自主研发	技术成熟度中等，拟用于止咳橘红颗粒和瑞芝清的生产中。
3	在线检测技术	设备引进消化及自主研发相结合	技术成熟度较高，已应用在颗粒分装线上。
4	超微粉碎技术	自主研发	技术成熟度中等，用于瑞芝清的生产中。

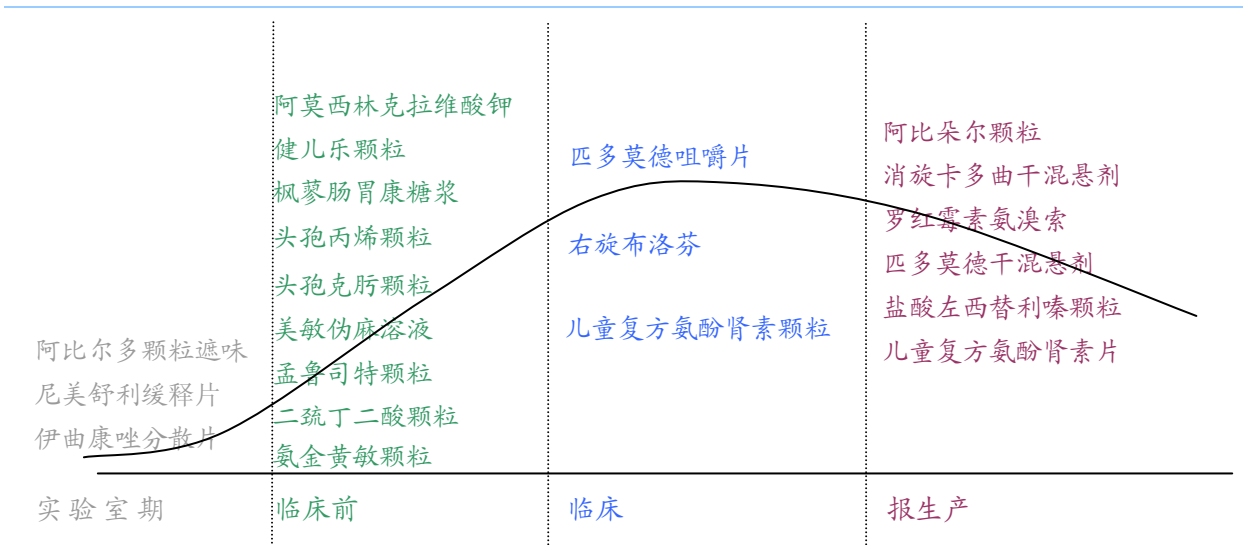
资料来源：招股说明书、第一创业研究所整理

图 23 公司在售产品梯队



资料来源：招股说明书、第一创业研究所整理

图 24 公司在研产品梯队



资料来源：招股说明书、第一创业研究所整理

表 11 公司主要的产品分类及产品所处终端市场规模

类别	产品名称	终端市场规模	市场增长率
儿童解热镇痛类	尼美舒利颗粒	34.5 亿元	12.85%
	右旋布洛芬		
	精氨酸布洛芬		
儿童感冒类	氨金黄敏颗粒	43.7 亿元	12.37%
	感冒清热颗粒		
	盐酸阿比多尔颗粒		
	儿童复方氨酚肾素		
	美敏伪麻溶液		
儿童止咳化痰类	止咳橘红颗粒	17.8 亿元	14.47%
	羧甲司坦颗粒		
儿童抗生素类	头孢米诺钠	84.8 亿元	10.8%
	头孢他啶		
	头孢克洛		
	罗红霉素氨溴索		
	阿莫西林克拉维酸钾		
	头孢丙烯		
儿童消化系统类	健儿乐颗粒	23.2 亿元	12.49%
	消旋卡多曲干混悬剂		
	乳酸菌素		
	鞣酸蛋白酵母散		
	枫蓼肠胃康糖浆		
儿童营养类	小儿四维葡钙颗粒	39 亿元	12.4%
儿童哮喘类	孟鲁司特钠	5 亿元	27%

资料来源：南方经济所、招股说明书、第一创业证券研究所

4 优势产品及三倍产能扩张保证公司业绩增速超 40%

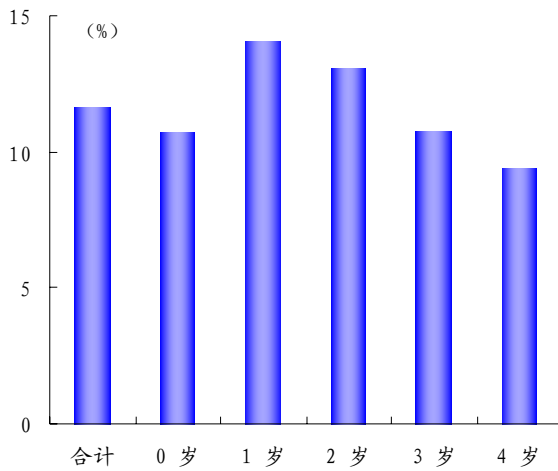
4.1 品牌产品瑞芝清实现 15% 增长

目前瑞芝清的市场已进入成熟期，儿童解热镇痛市场的增长及公司新增产能的投入将促使瑞芝清实现平稳增长。

4.1.2 儿童解热镇痛市场的增长

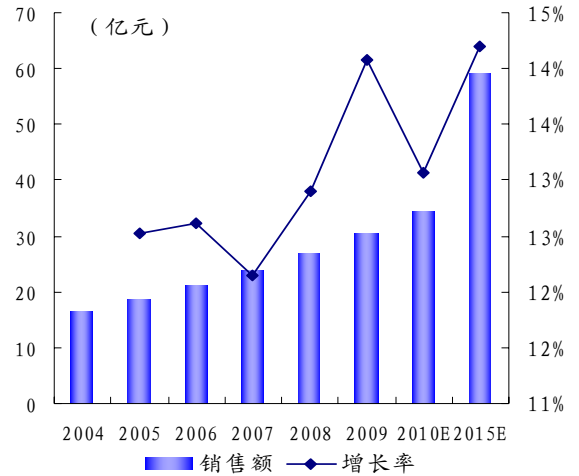
近年来，我国儿童解热镇痛类药品（限药品说明书中标明儿童使用用法用量的药品）市场规模逐年扩大，年均保持了 13.85% 的增速。2010 年和 2015 年，将维持在 15% 的增速，而瑞芝清作为细分市场的龙头，将会充分享受市场扩容带来的利润增加。

图 25 2008 年 0-4 岁儿童呼吸道两周患病率



资料来源：中国卫生服务、第一创业证券研究所

图 26 我国儿童解热镇痛药物市场

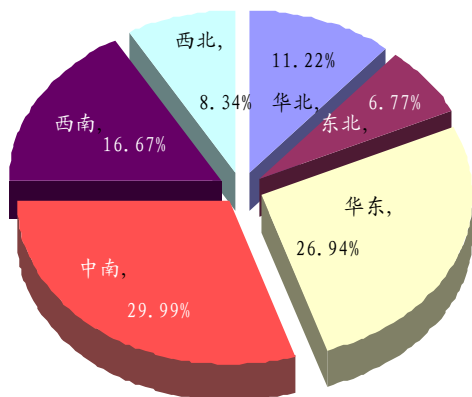


资料来源：南方医药经济所、第一创业证券研究所

4.1.2 精耕西南、西北地区

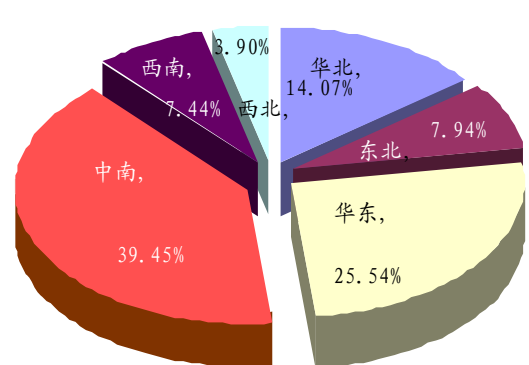
西南、西北地区合计占到全国儿童数量的四分之一，但是公司产品在这两个地区的收入只占比十分之一，没有完全渗透进入。现在公司在稳定优势区域的同时，更换了新的大区经理以开拓西南西北市场，西南西北销售的增长将带动瑞芝清销售收入的进一步增长。

图 27 全国儿童地区分布比例



资料来源：2010中国统计年鉴、第一创业证券研究所

图 28 公司产品销售地区分布



资料来源：wind、第一创业证券研究所

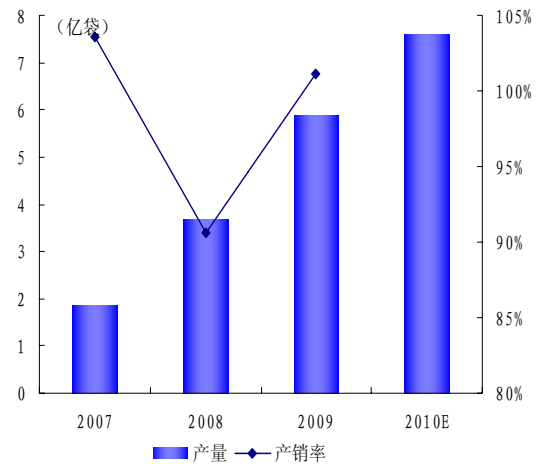
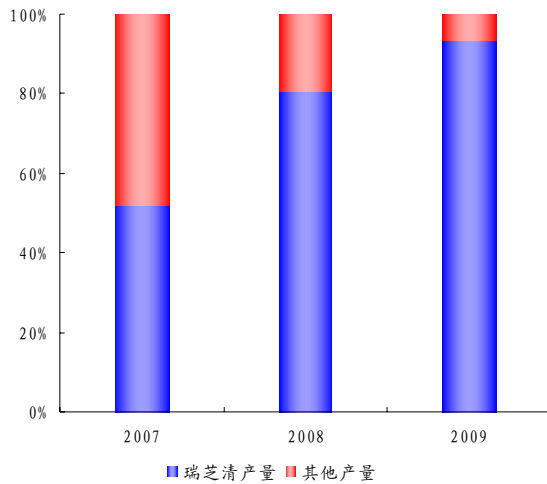
4.1.3 募投资项目解除产能瓶颈，扫除瑞芝清增长障碍

公司募投资项目颗粒剂产能设计为18 亿袋，比原有3 亿袋的产能增加了6倍。其中瑞芝清的设计产能为9 亿袋，可占用产能18亿袋，是现有产能的3倍，基本扫除瑞芝清市场增长障碍。

2007年---2009年公司的颗粒剂产能主要运用在瑞芝清的生产上，其产量占公司

颗粒剂总产量的80%以上，产量分别为1.87亿袋、3.7亿袋和5.82亿袋，呈现出快速增长的趋势。从销量来看，瑞芝清的销售渠道畅通，报告期内的产销率分别维持在103.57%、90.64%和101.12%。公司原有颗粒剂的产能为3亿袋，实际产能在2009年就达到了6.29亿袋（通过三班倒增加产能），在现有场地和设施的基础上已难以进一步提高产能，因此公司提前进行贷款建设，2010年8月份建成一期综合制剂车间（原计划在2011年5月完成），10月中旬通过GMP认证。新制剂车间的提前投入有效缓解瑞芝清2010年的销售增长瓶颈。

图29 公司2007-2009年瑞芝清占颗粒剂产能比例 图30 2007-2009年瑞芝清产量及产销率情况



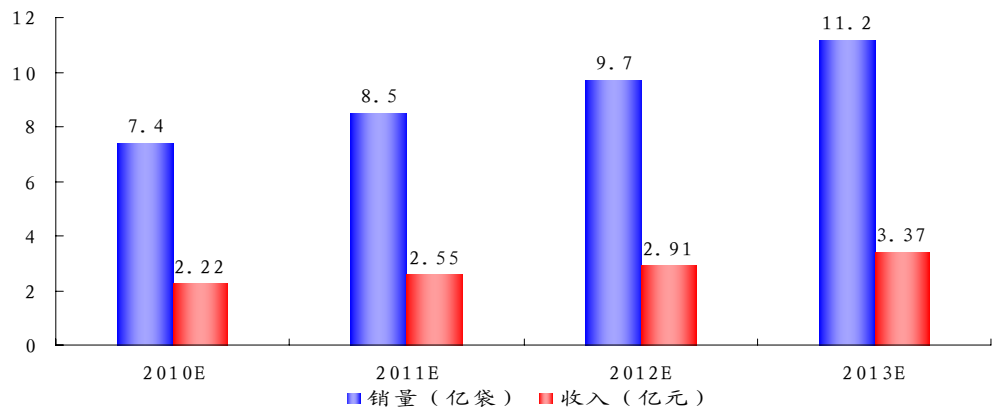
资料来源：wind、第一创业证券研究所

资料来源：wind、第一创业证券研究所

4.1.4 瑞芝清销售收入预测

2010年上半年瑞芝清销量将近3亿袋，第三季度销量近2.2亿袋，保守预计第四季度销量将达到2.2亿袋。2010年总销售估计为7.4亿袋，同比增长26%，保守假设2011年和2012年的销售同比增长15%，则2011和2012市场总销量在8.5亿袋和9.7亿袋，对应的销售收入为2.55亿元和2.79亿元。

图31 瑞芝清销售收入预测



资料来源：第一创业证券研究所

表 12 瑞芝清销量对 EPS 增厚的敏感性分析

销量 (亿袋)	8	8.6	9.2	9.8	10.3	10.9	11.5	12.1
增厚 EPS (元)	0.08	0.15	0.23	0.30	0.37	0.45	0.52	0.6

资料来源：第一创业证券研究所

4.2 产能扩张 3 倍保证公司新品投入市场

公司的募投项目首期已于 10 年 8 月份建成，10 月中旬通过 GMP 认证，产能扩大三倍，有效缓解产能瓶颈，推动公司业绩快速增长。

表 13 公司产能变化情况

	原有产能	扩张后产能
颗粒剂 (亿袋)	6.29	20
胶囊 (亿粒)	0.4	2
片剂 (亿片)	1	4
冻干粉针 (万支)	810	5000
口服液及糖浆 (万瓶)	0	3000

资料来源：招股说明书、第一创业证券研究所

新增的生产线包括儿童感冒类、止咳化痰类、抗生素等等，极大的充实了公司的产品线，在高效利用公司的营销渠道基础上，实现公司业绩快速增长。

表 14 募投项目产品规划及募投项目收入

序号	产品名称	剂型	规格	数量	收入 (亿元)
儿童解热镇痛类	尼美舒利颗粒	颗粒剂	50mg × 12 袋	7500 万盒	2.7
儿童感冒类	氨金黄敏颗粒	颗粒剂	2g × 9 袋	3000 万盒	2.58
	感冒清热颗粒 (无糖型)	颗粒剂	6g × 10 袋	300 万盒	0.22
儿童止咳化痰类	羧甲司坦颗粒	颗粒剂	0.2g × 12 袋	1200 万盒	0.78
	止咳橘红颗粒 (无糖型)	颗粒剂	3g × 20 袋	400 万盒	0.73
	止咳橘红颗粒 (含糖型)	颗粒剂	6g × 9 袋	400 万盒	0.37
			0.25 g/瓶	400 万瓶	0.37
儿童抗生素类	注射用头孢米诺钠	粉针剂	0.5g /瓶	400 万瓶	0.62
			1g /瓶	400 万瓶	0.82
	注射用头孢他啶	粉针剂	0.5g /瓶	1000 万瓶	0.47
			1g /瓶	1000 万瓶	0.75
	头孢克洛颗粒	颗粒剂	0.1g × 7 袋	1000 万盒	0.91
儿童消食定惊类	健儿乐颗粒	颗粒剂	5g × 12 袋	800 万盒	0.88
儿童营养类	小儿四维葡钙颗粒	颗粒剂	3g × 20 袋	900 万盒	1.51
普通感冒类	利巴韦林颗粒	颗粒剂	50mg × 12 袋	500 万盒	0.08
合计:					10.21 (亿元)

资料来源：招股说明书、第一创业证券研究所

4.3 未来的优势产品

史上最安全的止泻药——度来林

公司 2011 年重点推出的度来林（鞣酸蛋白酵母散），兼具保护儿童肠黏膜、促进肠道微生态、优化腹泻儿童营养结构三效合一的综合治疗特点，充分体现安全性，有效保护儿童体质，适用于儿童肠炎或消化不良引起的腹泻，且与市面上已有的止泻药比，其不易发生便秘的不良反应，因此被誉为“史上最安全的止泻药”。

表 15 鞣酸蛋白酵母散与蒙脱石散比较

	鞣酸蛋白酵母散	蒙脱石散
药理作用	保护肠粘膜 调整肠道微生态 优化营养结构	固定吸附病菌 保护肠粘膜
主治	用于肠炎或消化不良引起的腹泻	急慢性腹泻
发生便秘情况	不易引起便秘	易引起便秘

资料来源：第一创业证券研究所

目前总共有 5 家生产厂家拥有鞣酸蛋白酵母散的 SFDA 批准文号，其中康芝药业的独特优势体现在：1 专攻儿童药物市场——品牌效应；2 有强大的第三终端营销体系——经验；3 专业化合作代理优势——利润驱动。

康芝依靠忠诚稳定的经销商和现有的销售渠道，在一个月的时间完成度来林的铺货就位，通过对经销商的业绩考核及与经销商的利润绑定，并配备一定的预算进行广告拉动，保守估计 2011 年度来林的销售将达到 7000 万元，未来将依靠口感，安全，品牌及渠道等优势循序渐进的推动鞣酸蛋白酵母散在终端的销售，使之超越蒙脱石散成为儿童腹泻的第一品牌用药。

独家产品——止咳橘红颗粒

止咳橘红颗粒属国家中药二级保护品种，是公司独家产品。橘红有养身强体，化痰、止咳、理气、健脾、消食等功效，是止咳化痰的良药。

纯天然消食定惊中药——健儿乐颗粒

健儿乐颗粒是用纯天然中药组成的复方制剂，主要用于儿童保健及常见的因心肝火旺所表现的烦躁不安、夜惊夜啼、夜眠不宁、消化不良、纳呆笃症的儿科药物，属于儿童常用药物，经过临床验证，疗效良好且药性平和，味甜易服，未见副反应。

儿童营养类药物——小儿四维葡钙颗粒

小儿四维葡钙颗粒，属于买断经营品种。该产品钙维同补，用于提供儿童骨骼

及智力发育所需的各种营养，有效对抗感冒，增强儿童免疫力。

丰富的产品梯队解决了公司以瑞芝清为核心的单一产品危机，并且公司将在现有产品中每年重点推出 1-2 个拥有独特优势且符合市场需求的产品（如鞣酸蛋白酵母散），加上瑞芝清保持 15% 的增长，保证公司的业绩增长速度超过 40%。

5、盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

表 16 各产品销售收入预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
瑞芝清（百万元）	174.67	220.09	253.10	291.07
销量（袋）	588.53	741.54	852.78	980.69
增速	75.95%	26.00%	15.00%	15.00%
单价（元/袋）	0.30	0.30	0.30	0.30
增速		0.00%	0.00%	0.00%
注射用头孢米诺钠（百万元）	0.82	1.15	4.52	8.89
销量（支）	0.13	0.19	0.78	1.56
增速	-93.39%	50.00%	300.00%	100.00%
单价（元/支）	6.29	5.90	5.80	5.70
增速	19.13%	-6.20%	-1.69%	-1.72%
注射用头孢他啶（百万元）			5.00	10.00
销量（支）			1.00	2.00
增速				100.00%
单价（元/支）	4.75	5.00	5.00	5.00
增速		5.26%	0.00%	0.00%
止咳橘红颗粒（百万元）	3.37	4.58	9.16	18.32
销量（袋）	10.18	15.27	30.54	61.08
增速	-50.09%	50.00%	100.00%	100.00%
单价（元/袋）	0.33	0.30	0.30	0.30
增速		-9.45%	0.00%	0.00%
鞣酸蛋白酵母散（百万元）			70.00	105.00
增速				50.00%
其他儿童药（百万元）	27.86	41.79	71.04	142.09
增速	2.32%	50.00%	70.00%	100.00%
成人药（百万元）	13.72	16.46	19.75	23.70
增速	50.32%	20.00%	20.00%	20.00%
买断经营（百万元）	23.72	35.57	88.93	142.29
增速		50.00%	150.00%	60.00%

数据来源：第一创业证券研究所

5.2 “强烈推荐”评级

我们预测未来两年瑞芝清保持 15% 的增速，度来林 11 年实现 7500 万的销售，5 个买断经营产品持续实现超 50% 增速，预计 2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 2.21 和 2.93 元，对应上一交易日收盘价 68 元，其 PE 分别为 31 和 23 倍。康芝药业是投资儿童药物及第三终端的国内最好标的，目前公司正处于快速成长的阶段，新产品的陆续投入将会增加公司的竞争力，我们认为给予 2011 年 40--45 倍 PE 比较合理，目前价位存在较大低估，给予“强烈推荐”投资评级。

6 风险提示

- 1、儿童用药安全性带来的风险
- 2、度来林未能实现预期销售的风险

表17 主要财务报表的预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	177	1,649	1,751	1,936	营业收入	219	320	522	746
货币资金	101	1,549	1,623	1,774	减:营业成本	62	96	167	261
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	2	3	5	8
应收款项	26	29	31	34	销售费用	22	32	52	75
预付款项	37	40	44	53	管理费用	20	29	47	67
存货	13	32	52	75	财务费用	-1	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	117	266	409	546	加:公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资及金融资产	0	0	0	0	投资收益	1	2	2	2
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	116	162	252	338
固定资产	43	115	181	241	加:营业外收入	2	15	10	10
在建工程	48	123	198	273	减:营业外支出	0	2	2	2
无形资产	26	28	30	32	利润总额	116	175	260	346
其他非流动资产	0	0	0	0	减:所得税费用	18	26	39	52
资产总计	294	1,915	2,159	2,483	净利润	98	149	221	294
流动负债	53	49	72	102	归属母公司净利润	98	148	221	293
短期借款	9	9	9	10	少数股东损益与调整	0	0	0	0
应付账款	16	17	19	21	EPS (元)	1.30	1.48	2.21	2.93
预收帐款	15	18	22	26	主要财务比率				
其他	14	4	22	45	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
长期负债	0	0	0	1	成长能力				
长期借款	0	0	0	0	营业收入	61.0%	46.1%	63.2%	43.0%
其他	0	0	0	1	营业毛利	81.5%	42.8%	58.5%	36.7%
负债合计	54	50	73	103	EBIT	100.1%	51.9%	48.9%	32.8%
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	97.0%	52.1%	48.9%	32.8%
股本	75	100	100	100	获利能力				
资本公积	41	1,493	1,493	1,493	毛利率	71.6%	70.0%	68.0%	65.0%
留存收益	12	12	12	12	EBIT/收入	52.6%	54.7%	49.9%	46.3%
股东权益合计	240	1,866	2,087	2,380	净利率	44.6%	46.5%	42.4%	39.4%
负债和股东权益	294	1,915	2,159	2,483	ROE	40.6%	8.0%	10.6%	12.3%
现金流量表					ROIC	38.9%	7.9%	10.6%	12.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	偿债能力				
经营活动现金流	94	132	209	285	资产负债率	18.2%	2.6%	3.4%	4.1%
净利润	98	148	221	293	速动比率	3.07	32.93	23.56	18.25
折旧摊销	7	6	11	17	经营现金流/当期债务	1.75	2.67	2.88	2.78
财务费用	-14	-3	-3	-3	营运能力				
投资损失	4	2	2	2	总资产周转率	0.74	0.17	0.24	0.30
存货减少	0	-19	-20	-22	应收账款天数	43.2	32.5	21.9	16.9
其它	0	0	0	0	存货天数	78.9	121.7	114.1	104.3
投资活动现金流	-61	-148	-148	-147	每股指标(元)				
资本支出	-62	-150	-150	-150	EBIT/股本	1.53	1.75	2.60	3.46
长期投资	0	0	0	0	每股经营现金流	1.25	1.32	2.09	2.85
其他	1	2	2	3	每股净资产	3.21	18.66	20.87	23.80
筹资活动现金流	-2	1,463	13	14	估值比率				
债务融资	0	0	0	0	P/E	55.4	48.5	32.6	24.6
权益融资	0	1,452	0	0	P/B	22.5	3.9	3.5	3.0
其它	-2	11	12	13	P/S	24.7	22.5	13.8	9.7
汇率变动影响	0	0	0	0	EV/EBITDA	43.5	31.4	20.6	15.0
现金净增加额	31	1,448	74	151					

资料来源: 第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P. R. China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P. R. China: 100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P. R. China: 200120