

渠道强市场大 推品牌看新品

研究结论

康芝药业是专业从事儿童药研发生产和销售的企业，也是业内第三终端销售渠道建设的先行者。在我国儿童用药不断受重视和基层用药需求逐渐释放的大背景下，公司具有良好的发展机遇。上市之后公司的产能瓶颈有望解除，借助强大的销售渠道和有效的品牌宣传，公司新产品有望快速推向市场，实现业绩的快速增长。

- **第三终端渠道较为强大：**公司是国内第三终端销售网络建设的先行者，2002 年开始涉足第三终端市场的营销，目前已经建立了近一千家代理商和超过 3 万个终端的销售网络。公司管理团队凭借初期担任药品总代理的丰富经验，建立了高效和规范化的管理体系，在药品销售领域实现精耕细作，并逐渐将瑞芝清打造成了国内儿童用尼美舒利的第一品牌。借助上市带来的资金优势，公司的产能瓶颈有望解除，品牌建设将会加速；同时借助公司强大的经销商网络，公司的新品种有望快速挑起大梁。
- **瑞芝清稳定增长 新药将成为看点：**目前公司瑞芝清已经占有了 18% 的儿童解热镇痛市场，位居第一；我们认为该份额已经趋于稳定，未来瑞芝清增速或将趋稳。而借助广告投放、医院带动市场的推广策略和强大的第三终端销售网络，公司的 OTC 新产品有望实现快速增长；其中鞣酸蛋白酵母散将作为公司的重点推广品种，或可复制瑞芝清的成功。
- **儿童用药市场潜力大：**目前国内仍然没有系统规范的儿童用药品种，但随着现在年轻父母的知识层次和支付能力的提高，儿童用药的需求将不断加大，品牌儿童药有望迎来快速发展时期。目前全国儿童用药的销售额已达 347 亿元人民币，且仍有一半以上按成人药减半使用，有较大的市场空缺。我们看好公司在这一行业领域的长期发展机遇。
- **现金流充裕实际估值不高：**公司的经销商对公司基本采用现款现货的结算方式，因此公司的现金流非常充裕，流动资金需求量很少。而且 IPO 后，公司超募了大量的资金，中期账面资金高达 15 亿。如果扣除超募的约 11 亿元现金，公司实际市值约 55 亿，对应 10 年、11 年 PE 约 35 和 25 倍，实际估值并不算高。
- **首次给与买入的投资评级：**我们预计公司 2010-2012 年的业绩分别为 1.57 元、2.17 和 3.01 元/股。我们认为公司具有较强第三终端儿童药经销商网络，儿童药专业品牌形象在逐渐建立过程中，现金充裕，未来有能力通过现有渠道进行新药的快速推广，实现业绩的快速增长。因此虽然公司短期 PE 较高，亦有创业板系统性风险，但从长期角度考虑公司有快速成长的潜质，仍建议投资者可积极关注，择机买入。
- **风险因素：**创业板系统性风险，新药推广低于预期，尼美舒利安全性问题，药品降价风险。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 10 月 18 日) 64.5 元

目标价格 80 元

总股本/A 股 (万股) 10000/10000

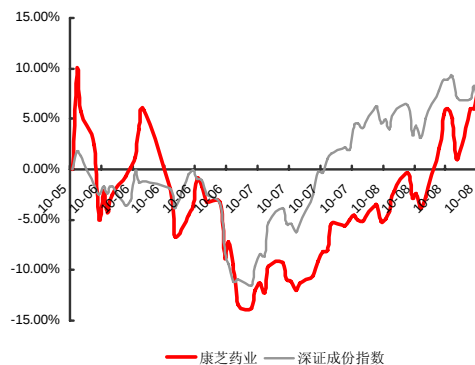
A 股市值 (百万元) 6450

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 10 月 19 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-7.83%	27.12%	N.A.
相对表现 (%)	-17.65%	0.68%	N.A.

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	219	352	516	683
同比 (%)	61%	61%	47%	32%
净利润 (百万元)	98	157	217	301
同比 (%)	97%	60%	38%	39%
毛利率 (%)	71.6%	69.8%	71.0%	71.7%
ROE (%)	40.6%	8.5%	10.8%	13.4%
每股收益 (元)	1.30	1.57	2.17	3.01
P/E (倍)	49.19	40.88	29.54	21.23
P/B (倍)	19.96	3.48	3.18	2.85

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

投资要点	4
公司简介	5
第三终端渠道较为强大	6
广阔的第三终端市场.....	6
良好的销售渠道管理.....	7
快速的产品推广	8
瑞芝清稳定增长 新药成为看点	9
瑞芝清市占率高.....	9
鞣酸蛋白酵母散等新产品有望快速投放市场.....	10
外延并购或将助力公司成长.....	11
儿童用药市场潜力大	11
儿童药需求亟待满足.....	11
品牌建设有较大空间.....	12
现金流充裕实际估值不高	13
盈利预测与估值.....	14
风险因素:	14

图表目录

图 1. 发行前公司股权结构图	5
图 2. 公司销售和毛利占比.....	5
图 3. 我国社区卫生院和乡镇卫生院诊疗人数增长率很快	6
图 4. 我国农村人均可支配收入增长迅速	7
图 5. 瑞芝清销售增长和毛利率情况	9
图 6. 公司新品鞣酸蛋白酵母散	10
图 7. 儿童用药市场潜力大.....	11
图 8. 我国儿童门诊次数和占比不断提高	12
图 9. 公司应收账款管理良好	13
图 10. 公司营运资金充足	13
附图：相关上市公司近期资金流向	16
表 1. 主要儿童解热镇痛类药物的市场份额.....	9
表 2. 公司主要产品	10
表 3. 部分儿童药企业产品.....	13
表 4. 公司主要药品类别增长预测	14
附表：财务报表预测与比率分析	15

投资要点

公司的优势是在农村、县级城市等第三终端有较强的经销商网络，而且通过瑞芝清品牌在儿童药领域积累了一定的品牌优势。公司未来的发展机遇主要在于：

第一：公司销售网络较为强大。借助其第三终端经销商渠道，公司新产品可以快速投放到广阔的第三终端市场，将市场需求转化为收入的快速增长；而且在很多区域，公司的经营模式以医院带动市场为主，受政策的影响较小。

第二：上市是公司发展的重要契机。借助上市之后知名度提高和广告投放，公司的品牌建设有望进一步提高，带动公司整个产品线的销售。而良好的品牌可以帮助公司经销商网络的成长，形成正循环，巩固公司的销售渠道优势；上市带来的超募资金则可以为公司在产品收购上提供足够的财务实力，也有望为公司提供外延式的增长点。

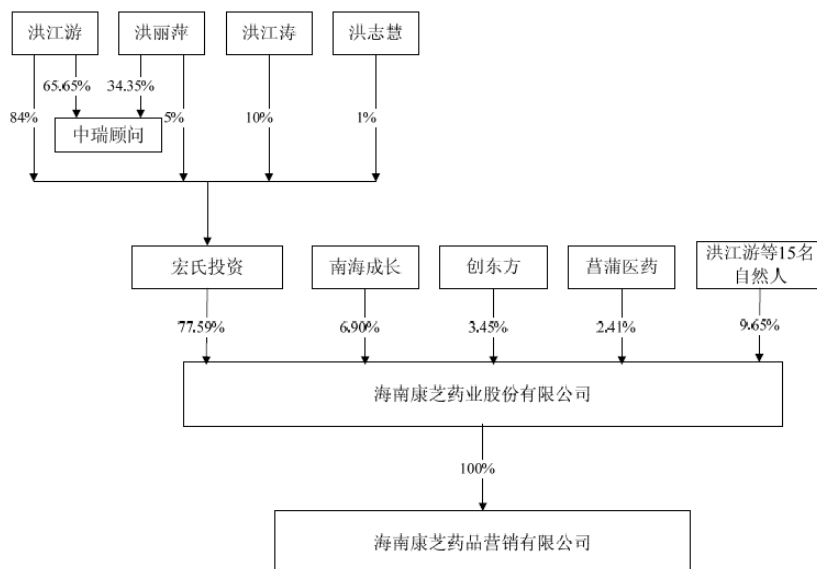
第三：儿童药市场需求缺口大，公司立志做专业的儿童药企业，契合市场的发展方向，其儿童用药品种有较大的市场需求，长期发展前景看好。

当然，公司强大渠道得以发挥功能的重要前提是有疗效确切，接受度高的好品种；目前公司正在着力打造鞣酸蛋白酵母散（度来林），预计有望成为公司又一重要利润来源。

公司简介

康芝药业是在 2007 年由海南中瑞康芝药业整体变更而来的，其实际控制人是洪氏家族，其中董事长洪江游先生在发行后控制公司 64.07% 的股份。

图 1. 发行前公司股权结构图

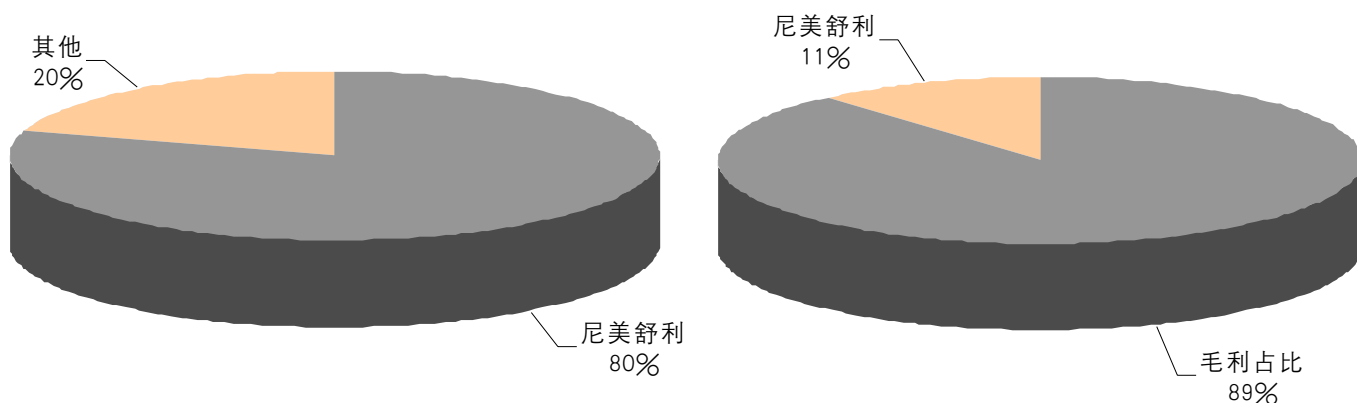


资料来源：招股说明书，东方证券研究所

公司主要专注于儿童用药的研发、生产和销售。经过近 10 年的专研和努力，目前公司生产经营的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。

其中，解热镇痛类药物瑞芝清（尼美舒利颗粒）是公司的支柱品种，2009 年其销售收入和利润贡献的占比分别为 80% 和 89%。通过 8 年多的第三终端营销建设，公司瑞芝清已经成为国内儿童用尼美舒利的第一品牌，在小儿解热镇痛类药物领域市占率也位居第一。

图 2. 公司销售和毛利占比



资料来源：招股说明书，东方证券研究所整理

第三终端渠道较为强大

公司是国内第三终端销售网络建设的先行者，2002 年就开始涉足第三终端市场的营销，目前已经建立了近一千家代理商和超过 3 万个终端的销售网络。公司管理团队凭借初期担任药品总代理的丰富经验，建立了高效和规范化的管理经销商网络，在药品销售领域实现精耕细作，并逐渐将瑞芝清打造成了儿童用国内尼美舒利的第一品牌。借助上市带来的资金优势，公司的产能瓶颈有望解除，品牌建设将会加速；同时借助公司强大的经销商网络，公司的新品种有望快速挑起大梁。

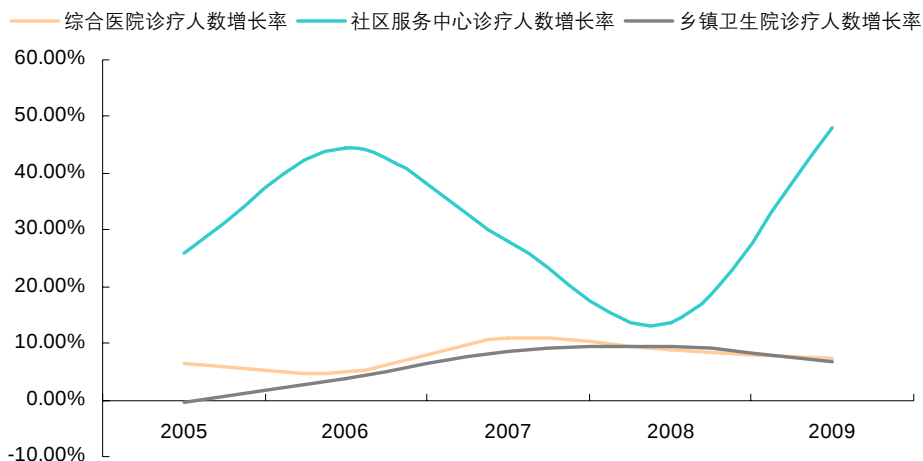
广阔的第三终端市场

公司目前的销售重点聚焦于第三终端儿童市场。该市场的拓展空间十分广阔，主要是由于第三终端覆盖人群大，基层医疗机构发挥的作用持续增长，而患者的购买力也在不断地提高。

据统计第三终端市场覆盖了我国 60%以上的广大人口和绝大部分地区。以儿童为例，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；如果考虑到一些小城市，第三终端儿童占比将会更高。

从卫生医疗机构数来看，截止 2010 年 7 月，我国共有医疗机构 92 万个，其中二级以上医院只有将近 8000 个，而一级医院有 5147 个，乡镇卫生院 38000 余个，村卫生室 647000 余个，这些主要分布于第三终端的医疗机构占据了全国医疗机构数量的 80%以上。而且在新的医改实施方案中，国家明确要健全基层医疗卫生服务体系，加强基层医疗卫生机构建设、加强基层医疗卫生队伍建设、转变基层医疗卫生机构运行机制，让基层医疗卫生机构承担更多的诊疗职能；尤其在儿童用药领域，乡镇卫生院及城市社区医疗机构承担了大部分儿童病患的医疗职责，我国第三终端儿童用药市场蕴含着巨大市场空间。

图 3. 我国社区卫生院和乡镇卫生院诊疗人数增长率很快

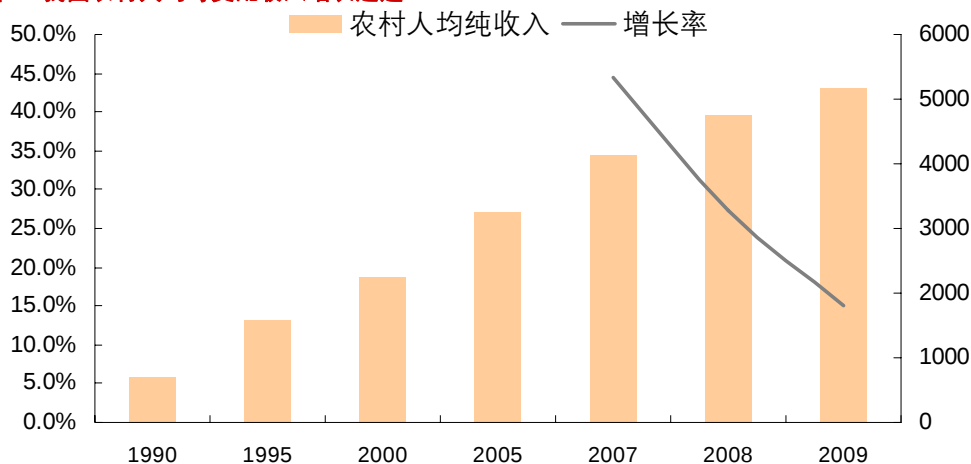


资料来源：卫生部，东方证券研究所

另一个不可忽视的因素是，我国中小城市和农村居民的收入水平在不断地提高；医保覆盖人群不断扩大，2010 年，各级财政对城镇居民医保和新农合的补助标准提高到每人每年 120 元；新农合最高支付限额提高到当地农民人均纯收入的 6 倍以上，这将刺激农民看病消费的主动性。第三终端

覆盖人群收入水平的提高无疑也将带动药品消费的提高，因此虽然第三终端属于中低端的市场，但其购买价格将不断上移。

图 4. 我国农村人均可支配收入增长迅速



资料来源：东方证券研究所

良好的销售渠道管理

强大的代理商网络和高效细致的营销管理是公司的主要竞争优势。

一方面，公司采用扁平化的代理模式，只设一级经销商，压缩管理层级，提高管理效率（一级经销商下设分销商，编制上隶属于经销商）；在经销商之间，分销商之间都进行严格的监督管控，防止区域间的串货，稳固整个经销商体系。公司还强化对产品流向的跟踪，各地经销商基本每个月都向公司进行产品流向的报备，公司销售管理人员也会在 1-2 个月内前往拜会经销商以了解渠道情况。因而公司得以在外包销售提高效率的同时不丧失对药品终端渠道的控制。只有一级经销商的设置也具有较小政策风险。

另一方面，公司对于销售区域进行细致的划分，根据人口数量在县级区域设置 1-2 个经销商。在经销商的选择上，公司也进行细致的审核，对于其规模、资金实力、信誉等都有很严格的要求。通过对销售网络细致的管理，公司的销售网络稳定成熟，基本上已经覆盖了主要的销售区域，目前已经发展到了近一千家代理商和超过 3 万个终端。

与一般的代理销售不同的是，公司还自己进行专业化的临床学术营销和品牌建设，通过医院销售带动市场销售。在进行新药品的初期推广时，公司通常先精心选择一个试点，通过举办学术推广会培训当地医疗人员，打开试点地区市场；然后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。经过近十年的经营，公司已经借助“瑞芝清”在第三终端儿童用药市场树立了良好的品牌，经销商也获利颇丰，对公司有较强的忠诚度。相信随着上市的成功，公司将进一步加大对品牌建设的力度，经销商的忠诚度也有望进一步巩固。

我们认为，良好的品牌建设和后续不断地新品种推出有助于增强经销商和公司合作的信心，而细致高效的经销商管理又能维护销售渠道，从而形成良好的正循环效应。公司成熟经销网络的建立花费了近 10 年的时间，具有较强的先入者优势，构成了公司的核心竞争力之一。

快速的产品推广

借助公司强大的销售网络和专业的营销模式，公司可以实现产品的快速推广

目前公司拥有近 1 千家的代理商和近 3 万个终端，新产品推广时可以迅速的铺货，这种能力是很多竞争对手所不具备的。

公司采用的是专业推广带动市场的销售模式。在新产品推介上联合经销商进行多场学术推介会，培训县级医院及村卫生室的医务人员，对药品进行专业化的推广。使用后，以药品的确切疗效和康芝品牌带动消费人群的自主购买意识，并利用强大的销售渠道实现产品收入的快速增长。

考虑到公司新上的产品将主要以 OTC 为主，我们预计公司在今后两年将大力进行广告投入，强化品牌建设。公司强大的地面渠道是广告效果的良好保证。

而且有研究分析认为，第三终端消费者对药品品牌反应比较迟钝，但忠诚度较高，持续购买一种产品的时间长，不易转换品牌；广告对药品购买行动有很大影响力；在购买药品过程中，自主选择意识不是很强；医疗和药品在同一地点消费，乡村医生和药店店员的推荐成为其选购药品的重要因素；对药品价格和疗效双重敏感。（资料来源：医药经济报）康芝的第三终端的推广模式较为准确的把握了第三终端消费者的销售特点。瑞芝清产品的疗效和品牌在第三终端已经形成良好效应，目前处于供不应求的状态；产能瓶颈一定程度上制约了公司销售网络能力的发挥。

我们认为，随着公司产能瓶颈的突破，鞣酸蛋白酵母散等一些疗效不错的新产品有望批量投放市场；借助公司已有的经销商网络网络和康芝品牌的统一推广，这些新品种有望在第三终端快速放量，成为公司利润的重要增长点。

瑞芝清稳定增长 新药成为看点

目前公司的主力产品是瑞芝清，通用名为尼美舒利颗粒，在退烧上具有非常明确的药效，常被用作治疗高烧不退的药物。借助公司的学术推广和营销网络，目前公司瑞芝清已经占有了 18%的儿童解热镇痛市场，位居第一，我们认为该份额已经趋于稳定，未来或稳定增长。公司未来的增长看点将主要来自与新药的推广，其中鞣酸蛋白酵母散或成为重要增长点。

瑞芝清市占率高

通过近 10 年的努力，瑞芝清的市场占有率已经升至 18%以上，位居儿童解热镇痛药物的首位。难能可贵的是，其他竞争对手都是可以进行大量广告宣传的 OTC 药物，这也从侧面印证了公司第三终端营销网络的强势。

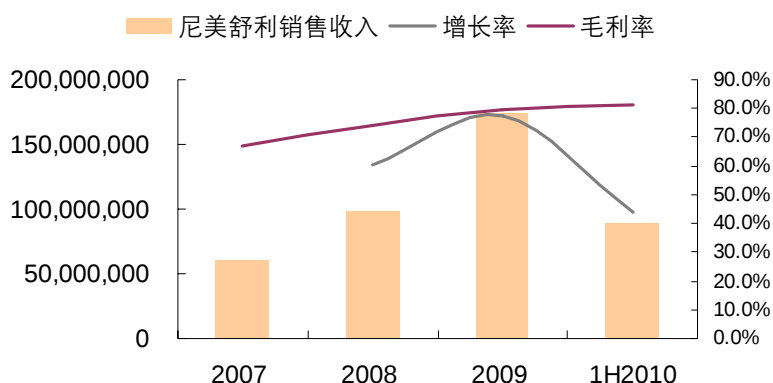
表 1. 主要儿童解热镇痛类药物的市场份额

排序	品牌	2009 年		2008 年度		2007 年度	
		销售额 (亿元)	市场 份额	销售额 (亿元)	市场 份额	销售额 (亿元)	市场 份额
1	瑞芝清	5.56	18.20%	3.16	11.80%	1.82	7.67%
2	美林	4.36	14.27%	3.47	12.96%	2.97	12.52%
3	泰诺林	1.90	6.22%	1.65	6.16%	1.38	5.82%
4	百服宁	1.49	4.88%	1.31	4.89%	1.19	5.02%
5	保婴丹	1.41	4.62%	1.26	4.71%	1.14	4.81%

资料来源：东方证券研究所

瑞芝清具有非常显著的退烧疗效，对于一些高烧不退的症状有明显的治疗效果，往往服用 1/3 袋就能见效；当然另一方面，瑞芝清如果不能正确的使用，也会有副作用风险。因此，在目前瑞芝清已经达到近 7 亿袋的销量的情况下，公司继续推广也较为的审慎，对终端教育非常重视。根据目前 0-14 岁儿童的数量 (2.5 亿) 判断，公司未来仅仅依靠瑞芝清保持高速增长的难度比较大，未来可能主要将以稳定增长为主

图 5. 瑞芝清销售增长和毛利率情况



资料来源：东方证券研究所

鞣酸蛋白酵母散等新产品有望快速投放市场

正如我们上面所分析，公司未来的增长点或将来自于新药的推广。2009 年，公司新投放市场的新药品种如氨金黄敏、羧甲司坦颗粒、头孢系列，健儿乐颗粒等均实现了较快的销量增长，乳酸菌颗粒，小儿腹泻散等品种也在 2010 年加入公司产品线；今年 4 季度新产品鞣酸蛋白酵母散也将投放市场，该产品不仅有止泻收缩的作用，还可以补充维生素，并减少小儿便秘的副作用。目前该产品国内共有 5 家企业有生产批文，根据部分消费者对同类产品的反馈来看，其疗效不错。

图 6. 公司新品鞣酸蛋白酵母散



【适应症】用于儿童肠炎或消化不良引起的腹泻。

【药理作用】鞣酸蛋白经口服后在肠内经胰蛋白酶分解，缓慢释放出鞣酸，使肠黏膜表层内的蛋白质沉淀，形成一层保护膜而减轻刺激，降低炎症渗透物和减少肠蠕动，起收敛止泻作用。干酵母为啤酒酵母菌的干燥菌体，富含维生素 B 族，对消化不良有辅助治疗的作用

资料来源：公司网站，东方证券研究所

公司对于该产品寄予了很高的期望，由于该产品是 OTC 产品，预计公司将在 2011 年开始对其进行大力度的空中广告推广。借助公司已有的 1000 多家代理商和 3 万多个终端，鞣酸蛋白酵母散的销售收入有快速过亿的潜力，并成为公司另一个重要的收入来源；其他品种如氨金黄敏颗粒等也有望凭借公司的销售渠道，继续快速增长。

表 2. 公司主要产品

主要儿童药类别	主要产品	2009 年销售收入	上市时间
儿童感冒及解热镇痛类	瑞芝清（尼美舒利颗粒）	174,674,481	2007 年以前
	氨金黄敏颗粒	5,829,394	2009
	感冒清热颗粒	548,856	2007 年以前
止咳化痰类	止咳橘红颗粒	3,372,694	2007 年以前
	羧甲司坦颗粒	7,233,297	2009
	头孢克洛颗粒	4,241,442	2009
抗生素类	健儿乐颗粒	1,614,413	2009
消食定惊类	小儿四维葡钙	2,568,829	2009
儿童营养类	度来林（鞣酸蛋白酵母散）	NA	预计 2010 年底
	乳酸菌颗粒	NA	预计 2011
	小儿腹泻散	NA	2010

资料来源：公司资料，东方证券研究所

目前公司儿童药生产基地一期综合制剂车间已经通过 GMP 认证，预计年内就可以投入运营，届时产能有望扩大到原来的 6 倍以上，为公司除瑞芝清以外的产品提供充足的产能支持。

相信公司产能瓶颈的消除和新产品的投放，公司的新品的销售和利润占比将快速提高，改变公司盈利过分依赖瑞芝清的现状；我们预计到 2012 年，公司瑞芝清的销售和毛利润占比有望逐渐下降到 40%和 50%。

外延并购或将助力公司成长

公司一直致力于丰富儿童用药的产品线，在抗感染用药、小儿解热镇痛类、感冒类、小儿止咳化痰类、小儿消食定惊类和营养类等 6 大类常规用药领域进行积极的品种储备。

除了加强自身研究投入外，公司也一直在寻找购买合适的儿童用药品种。我们预计，超募资金将为公司提供充沛的财务实力用于购买优秀的药品或生产企业，或将为公司提供外延式增长点。

儿童用药市场潜力大

目前国内仍然没有系统规范的儿童用药品种，但随着现在年轻父母的知识层次和支付能力的提高，儿童用药的需求将不断加大，品牌儿童药有望迎来快速发展时期。目前全国儿童用药的销售额已达 347 亿元人民币，且仍有一半以上按成人药减半使用，有较大的市场空缺。公司长期的发展战略是致力于成为专业的儿童药生产企业，我们看好公司在这一行业领域的长期发展机遇。

儿童药需求亟待满足

虽然我国 0-14 岁儿童人数一直处于下滑状态，但儿童人数绝对值仍有 2.5 亿人；而根据卫生部的抽样调查数据，我国儿童就诊率和住院率在近几年出现回升；再考虑到目前年轻家长们对孩子的重视程度和支付能力的提高，儿童用药市场的需求仍会很大。据统计，我国儿童用药销售收入 2009 年已经达到 347.42 亿元，增长率接近 12%；但如果算上成人药减半的部分，销售额可达到 676 亿元；可见，有将近一半的需求没有专门的儿童用药可以满足，市场缺口很大。

图 7. 儿童用药市场潜力大

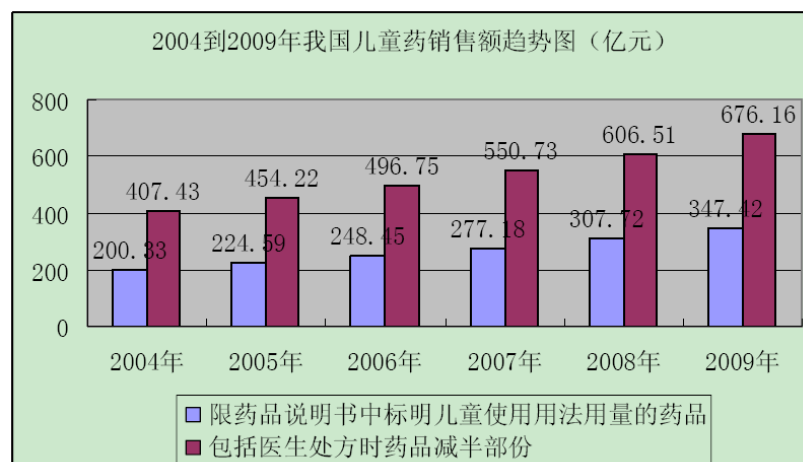
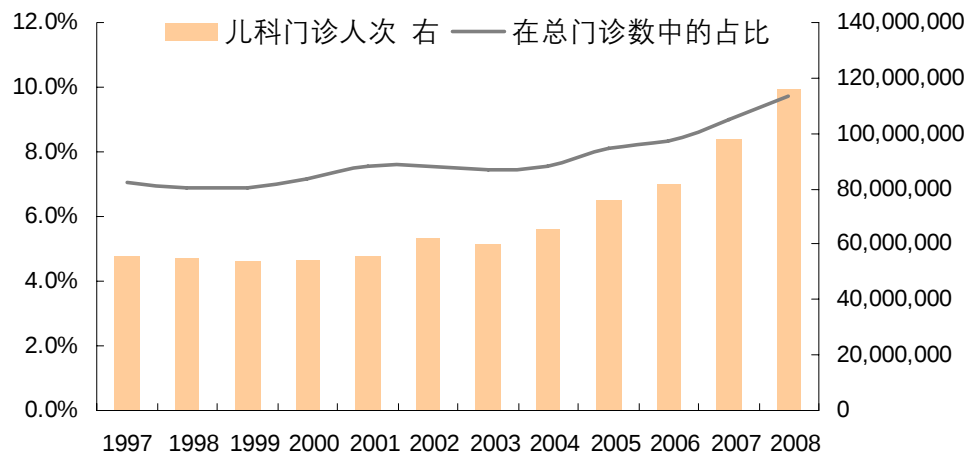


图 8. 我国儿童门诊次数和占比不断提高


资料来源：卫生部，东方证券研究所整理

品牌建设有较大空间

我国生产儿童用药的专业厂家很少；在我国市场上流通而且较为常用的 3000 多种药品中，儿童处方药所占比重不足 3%；大多数给儿童使用的药品仍然按照成人剂量减半使用，风险较大，每年由于儿童用药不当导致疾病的案例有增无减。这些均给专业儿童药企业的发展提供了良好的机遇。

目前国内专业从事儿童药生产的企业目前较少，以哈尔滨儿童制药、淄博新达制药、唐山太阳石、海南康芝药业等为主；外资企业则主要是上海强生。整体来看竞争者不多，康芝药业作为行业的先入者，具有充足的时间和空间构建品牌形象。同时，作为上市公司，公司的广告宣传也有利于向大众传递儿童药专业生产企业的概念，非常有利于建立市场优势。

现在公司在儿童用药领域已经建立了成熟的系统和一定的知名度。其对于儿童用药的需求也有清晰的认识，其主要产品除了在疗效和风险控制方面审慎考虑之外，在药品包装、口感等方面也专门根据儿童的需求进行了专门的设计。

我们认为，儿童药市场需求缺口大，公司立志做专业的儿童药企业，契合市场的发展方向，其儿童用药品种有较大的市场需求，长期发展前景看好。

表 3. 部分儿童药企业产品

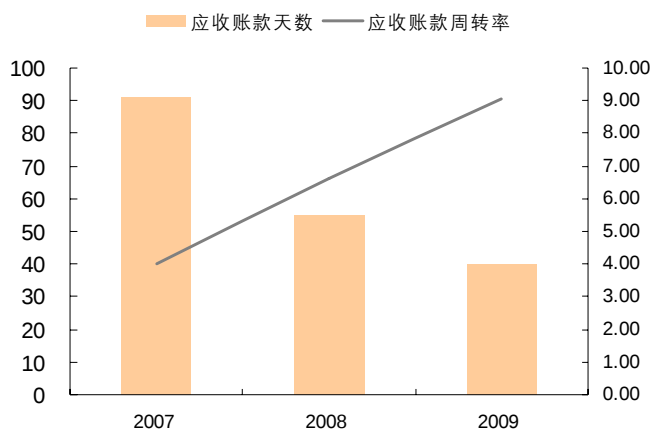
企业名称	主要产品（品牌和通用名）	主要产品类型
哈药集团有限公司 (含下属企业)	护彤（小儿氨酚黄那敏颗粒）	感冒类
	葡萄糖酸钙口服液	营养类
	葡萄糖酸锌口服液	营养类
中美上海施贵宝制药有限公司	百服宁（对乙酰氨基酚滴剂/口服液）	解热镇痛类
	时美百服宁滴剂（氨酚伪麻滴剂）	感冒类
	祺尔百服宁口服溶液（氨麻美敏口服溶液）	感冒类
江西仁和制药有限公司	优卡丹（小儿氨酚烷胺颗粒）	感冒类
	小儿康颗粒	消食定惊类
北京韩美药品有限公司	妈咪爱（枯草杆菌肠球菌二联活菌多维颗粒）	消食定惊类
	易坦静（氨溴特罗口服溶液）	止咳化痰类
	纳尔平（复方氨酚甲麻口服液）	感冒类
河北太阳石药业有限公司	好娃娃（小儿氨酚烷胺颗粒）	感冒类
	好娃娃健儿消食口服液	消食定惊类
上海强生制药有限公司	泰诺（小儿酚麻美敏混悬液）	感冒类
	艾畅伪麻美沙芬滴剂	感冒类
	美林（布洛芬混悬滴剂/混悬液）	解热镇痛类
	泰诺林（对乙酰氨基酚混悬滴剂/混悬液）	解热镇痛类

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

现金流充裕实际估值不高

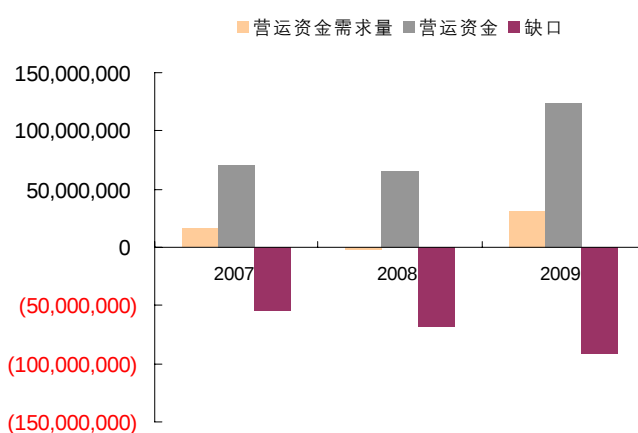
公司的经销商对公司基本采用现款现货的结算方式，因此公司的现金流非常充裕，流动资金需求量很少。从 2007-2009 年的情况来看，公司的应收账款周转天数逐年下降，营运资金充裕，根本没有营运资金的缺口，现金流比较充裕。

图 9. 公司应收账款管理良好



资料来源：东方证券研究所分析

图 10. 公司营运资金充足



而且 IPO 后，公司超募了大量的资金，中期账面资金高达 15 亿。如果扣除超募的 11 亿元，公司实际市值 55 亿，对应 10 年、11 年 PE 约 35 和 25 倍，实际估值并不算高。（即使去除超募资金带来的 1500 多万元的额外的利息收入，11 年估值也仅 27 倍）

盈利预测与估值

我们认为公司具有较强第三终端儿童药经销商网络，儿童药品品牌在逐渐建立过程中，未来有能力通过现有渠道实现新药的快速推广，实现业绩的快速增长。

我们假设公司目前的主力产品瑞芝清在未来几年保持稳定增长，并逐渐放缓增速；新产品如小儿消化系统用药度来林（蛋白鞣酸酵母散），小儿腹泻散、乳酸菌颗粒等能够快速增长，其中度来林 2012 年销售过亿。同时假设公司度来林走相对高端路线，不进行低价策略。感冒用药氨金黄敏等也保持 30% 左右的快速增长；其他产品销售绝对值较小。

我们预计随着公司产能瓶颈的消除和新产品的投放，公司的新品的销售和利润占比将快速提高，改变公司盈利过分依赖瑞芝清的现状；预计到 2012 年，公司瑞芝清的销售和毛利润占比有望逐渐下降到 40% 和 50%。

同时考虑到公司投放的新产品主要以 OTC 药品为主，广告等品牌建设费用投入有可能大幅提高。

我们预计公司 2010-2012 年的业绩分别为 1.57 元、2.17 和 3.01 元/股。鉴于公司的细分市场具有广阔的成长潜力，同时拥有充裕的现金和强大的销售渠道，公司未来销售有望实现快速增长。因此虽然公司短期 PE 较高，短期亦有创业板系统性风险，但考虑到公司长期有快速增长的潜质，仍建议投资者可以积极关注，择机买入。

表 4. 公司主要药品类别增长预测

	2009	2010E	2011E	2012E
儿童感冒、解热镇痛类	181,052,731	276,393,599	354,864,929	417,354,493
增长率	77.6%	52.7%	28.4%	17.6%
其中：瑞芝清	174,674,481	242,797,529	301,068,936	352,250,655
氨金黄敏颗粒	5,829,394	45,000,000	60,750,000	78,975,000
儿童消化系统类	0	20,000,000	100,000,000	185,000,000
增长率			400.0%	85.0%
其中：鞣酸蛋白酵母散			85,000,000	170,000,000
儿童止咳化痰类	10,605,990	12,558,554	14,876,334	17,628,582
增长率		18.4%	18.5%	18.5%

资料来源：东方证券研究所预测

风险因素：

创业板系统性风险，新药推广低于预期，尼美舒利安全性问题，药品降价风险。

附表：财务报表预测与比率分析

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	1748	1870	2026	营业收入	219	352	516	683
现金	101	1663	1748	1866	营业成本	62	106	150	193
应收账款	24	39	57	75	营业税金及附加	2	4	5	7
其它应收款	2	4	5	7	营业费用	22	33	77	89
预付账款	37	21	30	39	管理费用	20	35	46	58
存货	13	21	30	39	财务费用	-1	-9	-18	-20
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	1	1	1
非流动资产	117	164	235	338	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	43	89	157	243	营业利润	114	182	255	355
无形资产	26	26	26	26	营业外收入	2	3	1	1
其他	48	49	52	69	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	294	1912	2105	2363	利润总额	116	184	255	355
流动负债	53	72	95	117	所得税	18	28	38	53
短期借款	9	9	9	9	净利润	98	157	217	301
应付账款	16	27	37	48	少数股东损益	0	0	0	0
其他	29	37	49	60	归属于母公司净利润	98	157	217	301
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	114	189	267	375
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.30	1.57	2.17	3.01
其他	0	0	0	0					
负债合计	54	72	95	117					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	75	100	100	100					
资本公积	41	1458	1458	1458					
留存收益	113	254	402	608					
归属母公司股东权益	240	1840	2010	2246					
负债和股东权益	294	1912	2105	2363					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	66	164	196	287
净利润	98	157	217	301
折旧摊销	2	7	12	20
财务费用	-1	-9	-18	-20
公允价值变动损益	0	0	0	0
营运资金变动	-33	10	-14	-15
其它	0	0	0	0
投资活动现金流	-35	-53	-83	-123
资本支出	-36	-53	-83	-123
长期投资	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
筹资活动现金流	-10	1452	-28	-46
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	0	1418	0	0
其他	-10	9	-28	-46
现金净增加额	21	1563	85	118

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	61.0%	60.7%	46.7%	32.4%
营业利润	97.1%	59.4%	39.9%	39.2%
净利润	97.0%	60.5%	38.4%	39.2%
获利能力				
毛利率	71.6%	69.8%	71.0%	71.7%
净利率	44.6%	44.5%	42.0%	44.1%
ROE	40.6%	8.5%	10.8%	13.4%
ROA	33.2%	8.2%	10.3%	12.8%
偿债能力				
资产负债率	18.2%	3.8%	4.5%	5.0%
净负债比率				
流动比率	3.32	24.35	19.72	17.31
速动比率	3.07	24.05	19.40	16.98
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.18	0.25	0.29
应收账款周转率	-	-	-	-
应付账款周转率	3.91	4.00	4.00	4.00
每股指标 (元)				
每股收益	1.30	1.57	2.17	3.01
每股经营现金流	0.88	1.64	1.96	2.87
每股净资产	3.21	18.40	20.10	22.46
估值比率				
P/E	49.19	40.88	29.54	21.23
P/B	19.96	3.48	3.18	2.85

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn