

康芝药业(300086)研究报告

谨慎推荐

瑞芝清的发展模式有望得到复制

首次评级

健康护理/化学制药

发布时间: 2010 年 11 月 19 日

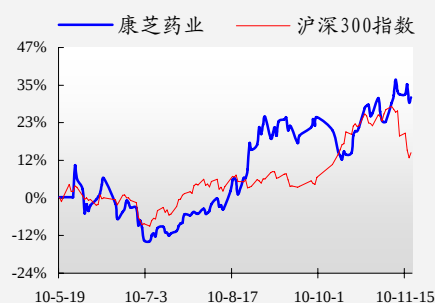
投资要点:

- 公司专注于儿童用药, 随着我国第四轮人口出生高峰的到来, 儿童用药市场发展空间广阔, 公司有望分享我国第四轮“婴儿潮”红利。
- 公司是典型的营销驱动型企业, 公司较早发现了第三终端销的商业机会, 从 2002 年就介入第三终端市场, 目前已在全国拥有近千家代理商和超过 3 万个销售终端, 有 70% 以上的销售额来自第三终端。随着基层医疗机构建设进度的加快, 第三终端仍有很大的发展空间。
- 瑞芝清是公司最主要的产品, 随着产能瓶颈的消除以及产品的逐渐成熟, 我们认为瑞芝清的销售将逐渐进入平稳增长阶段, 我们预计瑞芝清在 2010-2012 年的销售收入将分别达到 23,150 万元、27,780 万元和 31,947 万元。
- 公司买断经营产品将在最近三年快速增长, 今年四季度推出的新品也有望成为新的销售增长点。
- 我们预测公司 2010-2012 年的每股收益分别为 1.54 元、2.12 元和 2.69 元, 对应的 PE 分别为 50.1 倍、36.4 倍和 28.7 倍, 给予“谨慎推荐”评级。考虑到公司超募资金的巨额现金优势和在第三终端的渠道优势, 我们认为公司业绩将来很有可能超出预期, 建议投资者长期关注。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	17,467	61.05	9,758	97.05	1.30	49.14	--	
2010E	34,550	95.78	15,370	57.51	1.54		50.1	
2011E	47,880	38.58	21,180	37.80	2.12		36.4	
2012E	60,147	25.62	26,910	27.05	2.69		28.7	

走势图



市场数据

2010-11-19

收盘价:	77.20 元
52 周最高价:	80.33 元
52 周最低价:	46.81 元
平均持仓成本:	69.48 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	10,000
流通 A 股 (万股):	2,500
每股收益 (元):	1.09
每股净资产 (元):	17.78
每股经营现金流 (元):	1.06
市净率:	4.34

分析师: 周思立 联系人: 刘林

执业证书编号: S0550207100075

TEL: (8621)6336 7000 - 254

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulin@nesc.cn

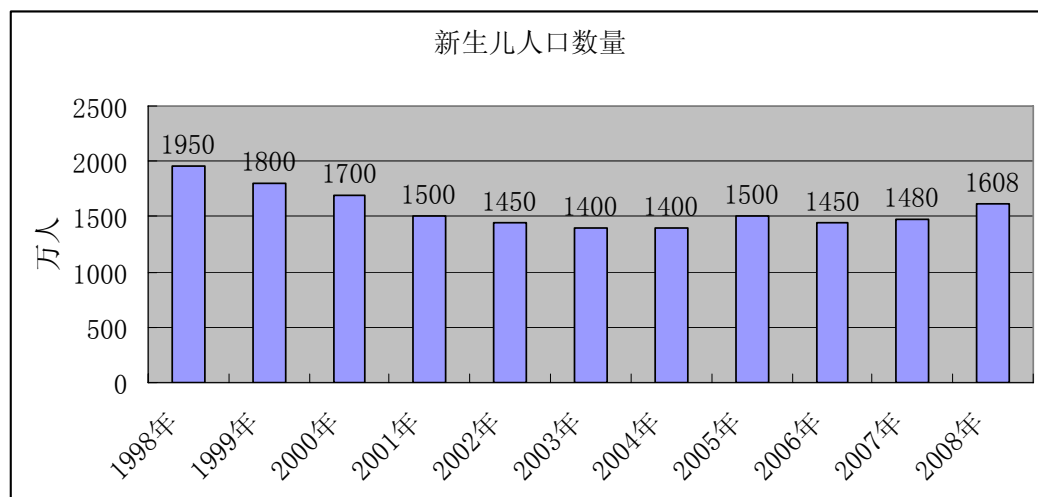
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

1. 专注于儿童用药领域，分享“婴儿潮”红利

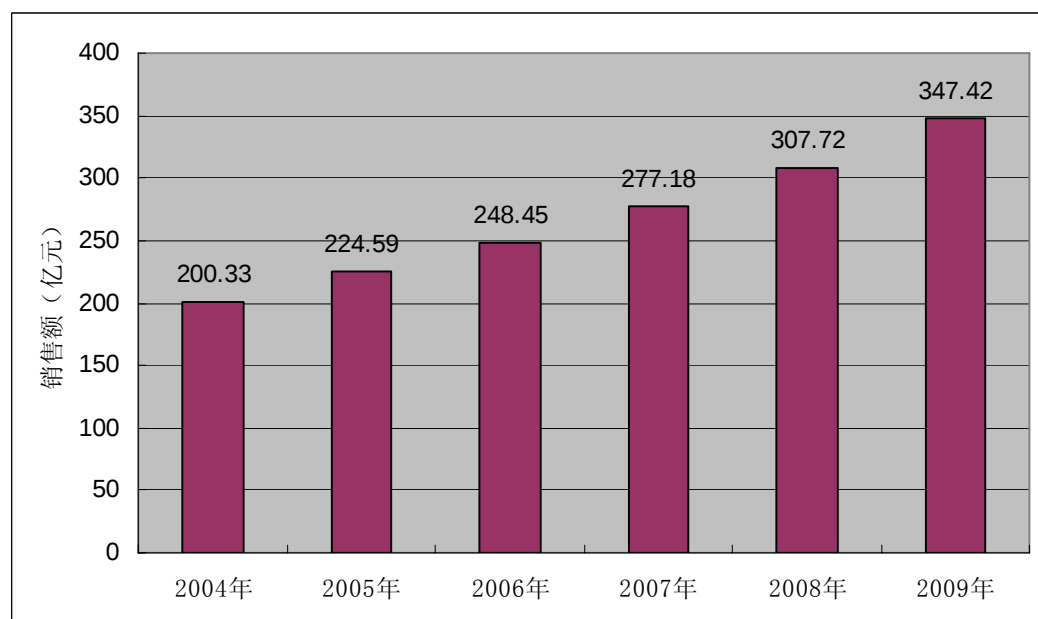
1990年、2000年和2007年我国14岁以下儿童数量分别为3.2亿、2.9亿和2.4亿，儿童数量逐渐下降。但从2008年起，我国开始进入第四次人口出生高峰，2008年新生儿数量达到1608万。人口与计划生育委员会预计这次人口生育高峰将持续10年，最高出生率大约出现在2016年，人口峰值大约出现在2028年。

图表1：最近10年我国新生儿数量



资料来源：东北证券

图表2：2004 - 2009年我国儿童用药销售额



资料来源：东北证券

我国14岁以下儿童数量在未来15年都将增长，儿童用药领域将可能出现15年的“大

牛市”。事实上，随着家庭经济实力的增加，即便处在新生儿数量低谷期的 2002 - 2007 年，我国儿童药销售额也在以 10% 以上的速度较快增长。据南方医药经济研究所预测，2010 年我国儿童药（指说明书中标明儿童使用用法用量的药品）销售额将达到 392.48 亿元，到 2015 年将达到 668.93 亿元；如果包括医生处方时将成人药给儿童减半使用的量，估计 2010 年和 2015 年销售额将分别达到 749.59 亿元和 1213.42 亿元。

儿童用药主要包括解热镇痛类、感冒类、止咳化痰类、抗生素类、消食定惊类和营养类等共六大类。国内儿童药的知名品牌主要有北京韩美的“妈咪爱”、江中药业的“小儿健胃消食片”、哈药集团的“护彤、葡萄糖酸钙口服液、葡萄糖酸锌口服液”、太阳石的“好娃娃”、仁和制药的“优卡丹”，这些品牌主要覆盖了感冒类、消食定惊类和营养类产品。

康芝药业以儿童解热镇痛类药品为切入点，突破了外企强生的“泰诺林”和“美林”的包围圈，在 8 年不到的时间，迅速将瑞芝清做成了儿童解热镇痛药的知名品牌。公司除了瑞芝清之外，还以买断经营等方式，快速介入儿童感冒类、止咳化痰类、消食定惊类、抗生素类和儿童营养类等六大类儿童用药领域。未来公司仍将专注于儿童药市场，陆续将推出更多的儿童用药，分享我国第四轮的“婴儿潮”红利。

图表 3：公司经营的儿童用药品种

产品大类	产品	经营模式	2009 年产量	达产产能	国家医保
解热镇痛类	瑞芝清	自产自销	5.82 亿袋	9 亿袋	医保乙类
感冒类	氨金黄敏颗粒	买断经营	0	2.7 亿袋	医保乙类
	感冒清热颗粒	自产自销	0.024 亿袋	0.3 亿袋	医保甲类
止咳化痰类	止咳橘红颗粒	自产自销	0.08 亿袋	1.6 亿袋	医保乙类
	羧甲司坦颗粒	买断经营	0	1.44 亿袋	否
头孢抗生素	头孢克洛颗粒	买断经营	0	0.7 亿袋	否
	注射用头孢米诺钠	自产自销	0	0.12 亿瓶	医保乙类
	注射用头孢他啶	自产自销	0	0.2 亿瓶	医保乙类
消食定惊类	健儿乐颗粒	买断经营	0	0.96 亿袋	否
营养类	小儿四维葡钙颗粒	买断经营	0	1.8 亿袋	否

资料来源：东北证券

2. 核心优势在第三终端渠道资源

公司是典型的营销驱动型企业，经过多年的探索，公司逐渐形成了专业化合作代理销售模式。公司通过在上海儿童医学中心、北京儿童医院等知名儿科专科医院的临床推广，较快树立了产品的知名度；公司是第三终端销售的先行者，从 2002 年就介入第三终端市场，目前有 70% 以上的销售额来自第三终端。

第三终端包括农村和城乡结合部的医药零售终端，如二甲以下医院、乡镇卫生院、村卫生室、个体诊所、社区卫生服务机构、农村和城乡结合部的药店。相比于医院和城市连锁药店，第三零售终端具有数量多、分布分散、单点销量小、配送频繁等特点，之前大公司大多不愿意涉及第三终端。但公司却较早看到了第三终端的商业机会，并专注于第三终端的发展，目前公司已经构建了第三终端儿童用药营销网络，在全国拥有近千家代理商和超过 3 万个销售终端。相比于全国的 6000 所左右县级医院、15,000 所社区卫生服务中心、30,000 所乡镇卫生院，公司的第三终端网络还有较大的发展空间。

第三终端主要针对新农合人口，新农合目前基本覆盖了所有农村人口，新农合的补助标准也大大提高，由 2008 年的 80 元/人/年提高到 2010 年的 120 元/人/年，新农合的最高支付限额也提高到当地农民人均纯收入的 6 倍以上。如果按照 8 亿农民计算，提高 40 元/人的补助，相当于在第三终端每年增加了 320 亿元的医药消费。据中国医药商业协会统计，我国农村医药销售额由 2003 年的 178 亿元增加到 2007 年的 604 亿元，复合增长率是 35.72%，高于医院平均的 20% 的增长率。第三终端发展空间还十分广阔。但随着各大医药公司对于第三终端的日益重视，第三终端的竞争也将日趋激烈。

3. 瑞芝清将进入稳定增长期

公司最主要的产品是瑞芝清，瑞芝清的主要成分是尼美舒利，为儿童解热镇痛类药品。我国儿童解热镇痛类药品按主要成分可分为三种系列：布洛芬系列、尼美舒利系列和对乙酰氨基酚系列。2009 年三种系列产品的销售金额大致相当，其中强生的泰诺林和美林分别为对乙酰氨基酚和布洛芬的代表品种。

尼美舒利包括片剂、胶囊、分散片、颗粒剂和干混悬剂等 5 种剂型，儿童使用的尼美舒利剂型大多为颗粒剂。湖北丝宝药业是国内尼美舒利市场占有率最高的企业，2009 年的市场占有率在 30% 左右。但丝宝药业的尼美舒利胶囊的规格为 100mg/粒，说明书指示仅用于成人。若将来丝宝也生产儿童使用的尼美舒利颗粒，可能会与瑞芝清产生直接的竞争。

除了海南康芝以外，苏州俞氏药业有限公司、黑龙江瑞格制药有限公司、南京三锐药业有限公司、海南赞邦制药有限公司、太阳石（唐山）药业有限公司、山东淄博新达制药有限公司、安徽省皖北药业股份有限公司、安徽精方药业股份有限公司、广州白云山制药总厂等十余家企业也生产和销售儿童使用的尼美舒利颗粒，市场竞争形势不容乐观。

在尼美舒利颗粒剂同质化竞争的情况下，公司率先在尼美舒利颗粒剂的包装、口感和顺应性方面创新，开展差异化竞争，在国内首创了条状内包装，瑞芝清的口感、溶解度和生物利用度等指标得到患者和医生的认可，产品逐渐供不应求。

公司原有普通颗粒剂的设计产能为 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），产能瓶颈限制了销售的增长。公司的募投资金主要用于儿童药生产基地建设，由于是提前贷款建设，因此基地一期综合制剂车间项目在 8 月份就已建成，并在 10 月中旬通过了 GMP 认证。颗粒剂的设计产能增加到 18 亿袋，比原有 3 亿袋的设计产能增加了 6 倍。其中瑞芝清的设计产能为 9 亿袋，但由于普通颗粒剂的生产线可以同时生产尼美舒利颗粒和其他普通颗粒剂，因此瑞芝清的产能瓶颈就基本消除了。

据南方医药经济研究所测算，2013 年我国儿童解热镇痛类用药市场的销售规模总量为 48.09 亿元，如果按照尼美舒利类药品占比为三分之一计算，届时尼美舒利类儿童用药的市场规模为 15 亿元左右。如果按照平均 0.9 元/袋的终端零售价计算，市场总销量将在 17 亿袋左右。尼美舒利类药品退烧效果快，1-2 袋即可见效，瑞芝清一盒有 6 袋，人均最多一年购买一盒。我国 14 岁以下儿童在 2.5 亿人左右，即使考虑到医院多开药和浪费等因素，17 亿袋的销量也差不多是尼美舒利类儿童药品的最大市场容量了。

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，第四季度销量一般略低于第三季度，但由于前三季度产能受限，估计第四季度销量环比可以增长 15%，达到 2.6 亿袋。假设 2011 年和 2012 年的销量分别同比增长 20% 和 15%，那么瑞芝清在 2010-2012 年的销量将分别为 7.8 亿袋、9.4 亿袋和 10.8 亿袋，对应的销售收入分别为 23,150 万元、27,780 万元和 31,947 万元。

若按照 2012 年 10.8 亿袋的预估销量, 届时瑞芝清将占到尼美舒利类儿童用药市场的 60% 以上。随着其他公司对于儿童用药市场的重视, 以及终端用户对于尼美舒利副作用担忧的增加, 我们认为瑞芝清在终端的销售增长将趋于平稳, 甚至有市场份额萎缩的风险。

4. 其他自有产品短期内难挑大梁

公司自有产品品种较少, 除了主导产品瑞芝清外, 其他自己生产的产品只有止咳橘红颗粒和注射用头孢米诺颗粒等少数产品。

止咳橘红颗粒: 国家中药二级保护品种, 是公司独家产品, 具有止咳、化痰、理气、健脾、消食等功效。国内止咳化痰类儿童用药竞争激烈, 惠氏的惠菲宁具有较强的品牌影响力, 国产的川贝枇杷膏、克咳胶囊、急支糖浆和复方甘草片等占有率较高。该品从 2007 年开始销售, 2009 年止咳橘红颗粒的销量为 1018 万袋, 按照 0.3313 元/袋的出厂价计算, 销售额为 337 万元。儿童基地建成后, 止咳橘红颗粒年产量将达到 1.6 亿袋, 产能瓶颈限制销售的因素将消失。根据止咳橘红颗粒上市以来年均 60% 以上的复合增长率, 我们预计 2010-2012 年的销售额可能达到 600 万元、1000 万元和 1500 万元。

注射用头孢米诺钠: 2009 年销量 13 万瓶, 按照 6.29 元/瓶的均价计算, 销售额为 81.77 万元。儿童基地建成后, 产能将达到 1200 万瓶, 销售收入最高将可能达到 7,548 万元。头孢车间建成后, 明年将重拾增长, 我们预计 2010-2012 年的销售收入可能达到 200 万元、1200 万元和 2000 万元。

5. 买断经营产品快速增长

公司的是营销驱动型企业, 核心优势是遍布全国的营销网络。但限于研究实力和研发周期等原因, 公司很难依靠自己的研发能力迅速获取新产品, 因此公司采取了买断经营的方式, 以快速地推出新品, 更高效地利用公司精心打造的营销渠道。

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、海南百信药业有限公司合作, 买断经营了上述厂家的氨金黄敏颗粒、头孢克洛颗粒、羟甲司坦颗粒、健儿乐颗粒和小儿四维葡钙颗粒等五种产品。2009 年公司买断经营的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 5.94%。

- **氨金黄敏颗粒:** 公司在 2009 年从海南百信药业有限公司买断经营。该品属于儿童感冒类药品的第三代产品, 与前两代产品相比, 氨金黄敏具有不含咖啡因和药效更快的特点, 有望成为儿童感冒类的主流产品之一。目前国内有 7 家企业氨金黄敏的批号, 但只有两家企业将产品推向市场。公司自 2009 年 4 月开始销售, 到 2009 年 12 月的月销量就已经超过 448 万袋。基地建成后, 公司将自己生产氨金黄敏颗粒, 投产后的年产量为 2.7 亿袋。公司对该品比较重视, 该品有望成为公司继瑞芝清之后又一个重磅品种, 2009 年该品销售额为 582 万元, 我们预计 2010-2012 年的销售额有望达到 3000 万元、4000 万元和 5000 万元。
- **小儿四维葡钙颗粒:** 公司从广州珠江制药厂买断经营, 该品属于儿童营养类药品。据南方医药经济研究所预测, 到 2015 年全国儿童营养类用药的市场规模将达到 67 亿元。2009 年 4 月起开始销售, 到 2009 年 12 月销量超过 279 万袋, 投产后小儿四维葡钙的产量将达到 1.8 亿袋。该品 2009 年销售额为 257 万元, 预计 2010-2012 年的销售额可能达到 700 万元、1200 万元和 1800 万元。
- **健儿乐颗粒:** 是纯天然中药制成的复方制剂, 该品属于消食定惊类药品。据南方医

药经济研究所预测，到 2015 年，我国消食定惊类药品的销售额将达到 39.42 亿元。公司从 2009 年 4 月开始销售，2009 年 12 月的月销量超过 158 万袋。2009 年销售额为 161 万元，达产后健儿乐颗粒将达到 9600 万袋，预计 2010-2012 年的销售额可能达到 600 万元、900 万元和 1400 万元。

- **羧甲司坦颗粒：**止咳化痰类药品，具有使痰液粘度降低，促进痰液排出的功效。随着祛痰成为儿童咳嗽治疗的重点，该品还有较大的成长空间。该品从 2009 年 4 月开始销售，销售收入为 723 万元，估计 2010-2012 年的销售收入可能达到 1500 万元、2000 万元和 2500 万元。
- **头孢克洛颗粒：**从 2009 年 4 月开始销售，到 2009 年 12 月就达到月销售 154 万袋，月均复合增长率为 10.8%。2009 年全年销售额为 424 万元，估计 2010-2012 年销售收入可能达到 1000 万元、1500 万元和 2000 万元。

6. 新品将于明年贡献效益

公司于今年第四季度推出了鞣酸蛋白酵母散和乳酸菌素颗粒两种新产品，这 2 种产品将成为公司在儿童消化系统疾病治疗方面的主要药物。

- **鞣酸蛋白酵母散：**复方制剂，主要用于儿童肠炎或消化不良引起的腹泻。在我国，小儿腹泻是仅次于呼吸道感染的第二常见病。该品是公司第一个针对小儿腹泻的药物，相对于其他消食定惊类药物，小儿腹泻类药物仅有丁桂儿脐贴等少数知名品种，竞争相对不激烈。公司未来将着力打造该品，有望成为又一个重磅品种。
- **乳酸菌素颗粒：**消化类非处方药，主要适用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻等疾病。今年 9 月 20 日获得 SFDA 的药品注册批件，计划年底前投入生产，预计将于明年上市销售。

7. 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2010-2012 年的每股收益分别为 1.54 元、2.12 元和 2.69 元，对应的 PE 分别为 50.1 倍、36.4 倍 28.7 倍，在创业板中估值适中，我们给予“谨慎推荐”评级，12 个月目标价为 84.80 元。

图表 4：营收和盈利预测表（单位：万元）

产品	2009	2010E	2011E	2012E
瑞芝清	17,467	23,150	27,780	31,947
鞣酸蛋白酵母散	0	300	3,000	5,000
乳酸菌素	0	100	1,500	3,000
止咳橘红颗粒	337	600	1,000	1,500
羧甲司坦颗粒	723	1,500	2,000	2,500
头孢克洛颗粒	424	1,000	1,500	2,000
小儿四维葡钙颗粒	257	700	1,200	1,800
氨金黄敏颗粒	582	3,000	4,000	5,000
健儿乐颗粒	161	600	900	1,400
其他	1,674	3,600	5,000	6,000

营收合计	21,625	34,550	47,880	60,147
营业利润	11,428	17,980	24,720	31,480
净利润	9,758	15,370	21,180	26,910

资料来源：东北证券

公司超募资金有 11 亿之多，相对于仅 1 亿的股本，超募资金在总资产中占比较大，超募资金的投向对于公司的经营效率影响较大。如果公司能用超募资金开展行业整合或引入新的重磅产品，继续坚持在儿童用药领域做强做大，前景值得期待。

随着公司后续新品的逐渐推出以及产能的释放，公司未来仍将以较快速度发展。考虑到儿童用药领域的快速发展以及公司在第三终端的渠道优势，公司业绩超出预期的可能性较大，建议投资者长期关注。

8. 风险提示

- 公司主导产品瑞芝清的用药安全性风险。
- 药品降价的风险。
- 新品推广不力的风险。
- 创业板系统性风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。