



上市公司调研简报

证券研究报告
医药与健康护理—化学制药

买入 维持

康芝药业（300086）

2011 年 01 月 14 日

销售略有调整，明年主打自产产品

医药行业分析师：江维娜
SAC 执业证书编号：S0850210040012
jiangwn@htsec.com
021-23219610
联系人：刘宇
liuy4986@htsec.com
021-23219608
联系人：刘杰
liuj5068@htsec.com
021-23219269

铺货速度加快，瑞芝清高速增可持续。经过营销改革之后（公司募投项目之一），新产品铺货时间比瑞芝清产品快很多。我们认为公司老产品瑞芝清优势明显，维持 40-50% 增长难度不大，瑞芝清销售额已经连续两年超过强生美林，美林去年终端不到 5 亿销售收入。

2011 年可能主打鞣酸蛋白酵母散。由于自有产品利润率较高，在渠道建设更加完善之后，公司主打自己产品的可能性更大。氨金黄敏是海南百信的产品，公司买断经营，在产品销售放量上可能不会太快。我们预计 2011 年公司会优先推广鞣酸蛋白酵母散。鞣酸蛋白酵母散主要针对 OTC 市场，OTC 产品的推广一般会投放广告，但是考虑到广告拉动销售很快，广告停后销售额下降也很明显，我们认为在广告投入上公司会适度控制，实际营销还是要靠地面营销为主，如果以广告为主导，可能会导致代理商松懈，所以广告投入应该是一个循序渐进的过程，销售费用率不会大幅上扬。考虑到公司的销售能力以及铺货速度的提高，我们预计鞣酸蛋白酵母散今年可以完成 1 亿元的销售额。

2011 年成本、费用上升有一定压力。2010 年公司储备了部分原料和辅料，据三季报显示存货较年初增加 81.78%，因此成本控制较好。今年包括白糖、纸箱、甘露醇在内的成本上涨很快，也有提薪压力；另外新的产能转固后，每年还会新增折旧约 1000 万元。但是我们公司议价能力较强，成本大幅提升的可能性不大。

未来可能会做儿童健康食品和保健品，分散风险。根据 2010 年 10 月 25 日公告，公司设立海南佳乐美健康食品有限公司，开发健康食品及功能保健食品。我们认为此类产品申报相对于药品要容易一些，部分是备案制的更加容易，这样可以在企业做大后分摊风险，公司将来可能会建立专业团队。具体推广产品我们推测可能先从老产品橘红含片润喉做起，该产品效果较为显著，儿童和成人均适用。保健品是公司未来发展的战略性方向之一，目前投入较少，短期内对业绩影响不大。

高配送及收购的可能性较大。我们认为股本做大后对于公司在地方上的地位还有再融资都会有比较大的影响，今年公司高配送的可能性较大。公司目前账面上有 15 亿左右的现金，我们预计公司未来收购的可能性较大，考虑到收购后的协同作用，选择现有合作伙伴的可能性更大一些。

盈利预测及估值。由于鞣酸蛋白酵母散在 2011 和 2012 年的放量以及瑞芝清 40%-50% 的增长能够保持，我们上调 2011 和 2012 年盈利预测至 2.45 元、3.60 元，上调幅度分别为 19.51%、32.35%。考虑到公司的高成长性，我们认为可以给予一定溢价，维持买入评级，目标价 90 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 60 倍、36.73 倍、25 倍。

不确定因素。鞣酸蛋白酵母散产品推广不达预期的风险。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江维娜：医药行业分析师

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、天士力、东阿阿胶、丽珠集团、达安基因、千金药业、恒瑞医药等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。