

日期: 2017年04月14日

行业: 医药制造业



分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

研究助理: 杜臻雁

Tel: 021-53686162

E-mail: duzhenyan@shzq.com

SAC 证书编号: S0870115070022

产品丰富的优秀中成药生产企业

■ 投资要点

公司简介

公司是专业从事中成药品的研究、开发、生产与销售的企业。目前公司下设3个药品生产基地,拥有107个药品生产批准文号,18条GMP认证制剂生产线及19项发明专利。公司主要产品坤复康胶囊(片)、复方双花片、消银颗粒、附桂骨痛胶囊列入国家医保目录,消银颗粒列入国家基本药物目录。另外,公司的枣仁安神颗粒产品列入国家基本药物目录,同时列入《低价药品清单》。

盈利预测

我们预计2017-2019年归母公司净利润增速3.26%、5.21%和3.89%,相应的稀释后每股收益为0.68元、0.71元和0.74元。

公司估值

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况,我们认为给予公司17年每股收益30倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为20%的公司合理估值区间为18.59-22.31元,相对于2016年的静态市盈率(发行后摊薄)为27.27-32.73倍。

定价结论

预计募集资金总额36,381.29万元,计划发行股份不超过2,497万股,对应每股发行价为14.57元,对应15、16年PE为23.39、22.31。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	379.79	381.85	394.19	414.73	430.86
年增长率	1.08%	0.54%	3.26%	5.21%	3.89%
归属于母公司的净利润	62.21	65.23	68.08	71.22	73.52
年增长率	-0.86%	4.87%	4.37%	4.61%	3.22%
(发行后摊薄)每股收益	0.62	0.65	0.68	0.71	0.74

数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

IPO 询价 RMB14.57-14.57 元
上市合理估值 RMB18.59-22.31 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过(百万股)	24.97
发行后总股本(百万股)	99.88
发行方式	网上定价
保荐机构	国金证券

主要股东 (IPO 前)

康惠控股	52.87%
TBP Traditional Medicine	22.25%
Investment Holdings(H.K.) Limited	
王延岭	8.88%

收入结构 (Y2016)

片剂	31.54%
硬胶囊剂	29.81%
颗粒剂	26.28%
洗剂	7.58%
其他剂型	4.77%
其他	0.02%

报告编号: DZY17-NSP03

首次报告日期: 2017年04月14日

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司是专业从事中成药品的研究、开发、生产与销售的企业。目前下设3个药品生产基地，拥有107个药品生产批准文号，共有片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、口服液、酒剂、合剂、茶剂、膏药、软膏剂、搽剂、洗剂、酞剂等18条GMP认证制剂生产线。公司的产品适应症广泛，覆盖呼吸感冒类疾病、妇科类疾病、骨科类疾病、皮肤科类疾病与糖尿病类疾病等。

公司系高新技术企业、国家知识产权优势企业，其技术研发中心被陕西省工业和信息化厅、陕西省科学技术厅等单位联合认定为省级企业技术中心。公司拥有雄厚的科技研发力量、成熟的药品生产工艺、经验丰富的研发人才队伍和19项发明专利。

表 1 公司主要产品分类

序号	药品名称	功能主治	备注
1	坤复康胶囊 (片)	主要功效：清利湿热，活血化瘀，扶正固本。主治：1、慢性盆腔炎、附件炎、子宫内膜炎。2、盆腔炎症性疼痛、包块的治疗。3、急性盆腔炎后期的配合治疗。	国家医保目录品种（胶囊剂为独家剂型、发明专利品种）
2	复方清带灌注液	主要功效：清热解毒、利咽消肿。主治：各种流行性感、急慢性咽喉炎、扁桃体炎等咽喉肿痛、呼吸系统等细菌感染。	独家剂型、发明专利品种，国家中药保护品种，全国医保目录品种，陕西省名牌产品。
3	复方双花片	主要功效：清热凉血，养血润燥，祛风止痒。主治：银屑病（血热、血虚风燥型）、湿疹、玫瑰糠疹，扁平疣，皮肤瘙痒症。	独家剂型、发明专利品种，国家中药保护品种，全国基本药物目录品种。
4	消银颗粒	主要功效：温阳散寒、益气活血、消肿止痛。主治：阳虚寒湿痹阻或风寒湿痹兼气血不足者。主要用于颈椎病、腰椎病、膝关节、增生性关节炎、腰椎间盘突出、风湿性关节炎等的治疗。	全国医保目录产品
5	附桂骨痛胶囊	主要功效：益气养阴，健脾补肾。主治：2型糖尿病（属气阴不足、脾肾两虚证）的辅助治疗。	独家剂型、发明专利产品
6	芪药消渴胶囊	主要功效：清热除湿，杀虫止痒。主治：妇女湿热下注型带下，症见阴痒灼痛、带下量多、味臭、呈泡沫状、豆渣样或色黄如脓，舌苔黄腻，脉数等。用于霉菌性、滴虫性、非特异性阴道炎见上述症状者。	独家剂型、发明专利产品

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

1.2 行业增长前景

妇科中成药市场状况

妇科疾病往往需要长期用药，与西药容易产生耐药性相比，中药具有安全、综合治疗及补虚固本等优点，且符合中国女性的用药习惯，因此中药的市场份额远大于西药。妇科炎症中成药占达

70.2%，远高于化学药的 29.8%。从剂型方面看，中成药外用剂型占 53.5%，内服剂型占 46.5%。2012 年我国妇科炎症中成药的市场规模为 58.46 亿元，同比 2011 年的 51.60 亿元增长 13.29%。

呼吸、感冒类中成药市场状况

中成药在感冒药市场地位日益重要。2007-2013 年，我国感冒中成药的年均复合增长率达到 20.77%，明显高于感冒化学药 8.08% 的年均复合增长率和整个感冒药市场 15.54% 的年均复合增长率，我国感冒中成药市场发展前景十分可观。

2007-2013 年，感冒中成药的市场份额持续增长，由 2007 年的 52.03% 增长至 2013 年的 67.86%。

皮肤病类中成药用药市场状况

现代生活节奏加快，生活压力增大，加之各种环境因素刺激作用，皮肤病的患病人群不断扩大，患病率逐年增高。我国皮肤病药物的市场规模在 2012 年约为 152 亿元，保持同比 9% 以上的增幅，2009~2012 年的年复合增长率为 8.5%，2013 年全年约 168 亿元，增幅约 10.3%。虽然我国皮肤病药物市场规模较小，但是未来发展空间较大。

骨科疾病类中成药用药市场状况

骨科疾病中，慢性关节炎、肩周炎、坐骨神经痛、颈椎病等是日常生活的常见病、多发病。2012 年我国主要的骨科止痛口服中成药品牌约 200 个，生产企业约 160 家，销售额排名前四位品牌约占 41.46% 的份额。由此可见，该行业集中度属于中等水平，市场竞争激烈。2007 年以来我国骨科止痛口服中成药市场呈稳步增长态势，市场规模从 2007 年 4.81 亿元增至 2013 年的 16.91 亿元，年均增速超过 23%，预计 2017 年将达到 33.72 亿元。

糖尿病并发症类中成药用药市场状况

糖尿病是一类代谢性疾病，它的特征是血糖长时间高于标准值。糖尿病包括 1 型糖尿病和 2 型糖尿病等。公司的主营产品芪药消渴胶囊具有益气养阴，健脾补肾的功效，主治 2 型糖尿病（属气阴不足、脾肾两虚证）的辅助治疗。根据 GBResearch 统计数据，全球 2 型糖尿病用药市场将以每年 10.2% 的速度增长，预计至 2019 年市场总额将达到 388 亿美元。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

我国中药制药企业数量众多，但规模普遍偏小，行业集中度较低。同时，由于中药材市场价格波动大，而药品价格呈逐年微幅下降的趋势，使得规模较小的企业疲于应对药品成本上涨的压力，而无力增加投入进行中药新药研发，创新力量薄弱，难以形成以企业为中心的技术创新体系。中药行业中四类企业的竞争力较强，具有比较竞争优势，第一类是传统品牌中药，第二类是特种资源中药，第三类是特色品种中药，第四类是新技术中药。

根据工业和信息化部编制的《2012 年中国医药统计年报》、《2013 年中国医药统计年报》与《2014 年中国医药统计年报》，按照资产总额排序，公司在中成药生产企业前 300 强中排名由 2012 年的 181 位上升至 135 位；按照主营业务收入排序，由 2012 年的 145 位上升至 126 位；按照利润总额排序，由 2012 年的 111 位上升至 95 位。

表 2 公司主要产品竞争对手

序号	康惠药品	主要竞争产品	主要销售地	竞争厂家
1	坤复康胶囊（片）	妇科千金胶囊	全国	株洲千金药业股份有限公司
		花红片		广西壮族自治区花红药业股份有限公司
2	复方清带灌注液	红核妇洁洗液	全国	山东神州步长制药有限公司
3	复方双花片	连花清瘟胶囊	全国	石家庄以岭药业股份有限公司
		蒲地蓝消炎口服液		济川药业集团有限公司
4	消银颗粒	银屑灵	全国	吉林草还丹药业有限公司
		复方青黛丸		陕西医药控股集团天宁制药有限责任公司
5	附桂骨痛胶囊	追风透骨丸	广东省、广西省	广州白云山敬修堂药业股份有限公司
		风湿骨痛胶囊		国药集团精方（安徽）药业股份有限公司
6	芪药消渴胶囊	消渴丸	重庆市	广州白云山中一药业有限公司
		糖脉康颗粒		成都中汇制药有限公司

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

公司主要的竞争优势有：**1) 产品优势：**公司共拥有十几种剂型 107 个中成药品种，是中成药行业拥有药品生产批准文号数量较多的企业之一，公司产品坤复康胶囊、复方双花片、消银颗粒及附桂骨痛胶囊列入《国家医保目录》，消银颗粒列入《国家基本药物目录》；**2) 研发优势：**公司拥有 19 项药品发明专利，主要产品如复方双花片、消银颗粒、坤复康胶囊、芪药消渴胶囊、复方清带灌注液均为独家剂型；**3) 营销优势：**公司产品在全国 2000 多家大、

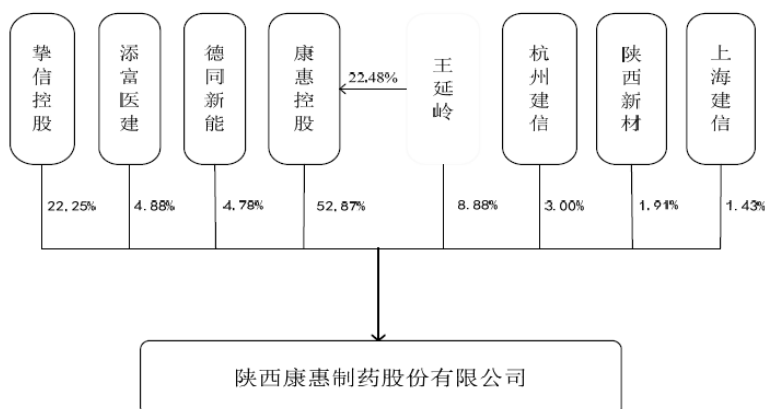
中型二级以上医院实现销售；4) **品牌优势**：公司的“万花山”商标被陕西省工商行政管理局评为陕西省著名商标，另外，公司于2013年被国家知识产权局评为“国家知识产权优势企业”。

二、公司及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司前身陕西康惠制药股份有限公司成立于1999年3月，于2009年更名为陕西康惠制药股份有限公司。本次发行前，陕西康惠控股持有公司3,960.00万股股份，占总股本的52.87%，是公司的控股股东。王延岭先生直接持有公司665.00万股，占公司总股本比例为8.88%；同时王延岭先生持有康惠控股1,348.80万元股权，占康惠控股注册资本的比例为22.48%，为公司的实际控制人。

图 1 发行前股东结构图



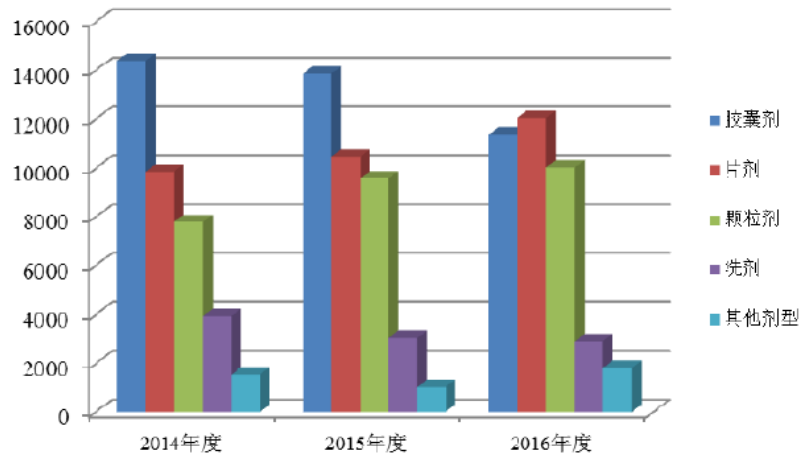
数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.2 公司主营业务突出、收入保持平稳

2014-2016年度，公司营业收入分别为37,573.15万元、37,978.51万元和38,184.58万元，2015年、2016年营业收入分别同比增长1.08%和0.54%，整体呈增长趋势；2014-2016年度，公司净利润分别为6,274.19万元、6,220.52万元和6,523.41万元，2015年、2016年净利润分别同比增长-0.86%和4.87%。

公司主营业务突出，最主要的产品为胶囊剂、片剂和颗粒剂，2014-2016年度，此三类药品占收入占营业收入之比分别为85.39%、89.33%和87.65%。

图 2 主营业务收入按产品剂型分类构成



数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

2.3 综合毛利率保持平稳

2014-2016 年度, 公司综合业务毛利率分别为 57.56%、57.43% 和 57.51%, 整体保持在 57% 左右, 较为稳定。

2014-2016 年度, 公司主营产品胶囊剂产品的毛利率保持在 62% 左右; 颗粒剂产品的毛利率保持在 70% 左右; 片剂的毛利率分别为 35.58%、36.68% 和 40.31%, 2016 年片剂产品毛利率有所增长的主要因为在复方双花片毛利率保持稳定的同时, 公司根据市场需求, 针对消肿片等其他非主营片剂类产品, 推出了新规格、新型号, 使得该等产品的毛利率和销售占比均有所提升。

2.4 募集资金投向

公司本次拟公开发行人民币普通股不超过 2,497.00 万股, 实际募集资金扣除发行费用后总额为 31,748.00 万元, 将分别投资于药品生产基地项目和药品研发中心项目。

表 3 本次募集资金投资项目情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额	募集资金	项目目标
1	药品生产基地项目	49,453.00	22,753.12	<p>本项目建设期 2 年, 产品投产期三年, 第一年投产 60%、第二年投产 80%、第三年投产 100%。</p> <p>项目达产年销售收入 94,340 万元, 项目计算期内平均年利润总额 13,299.65 万元, 投资利润率 26.89%, 项目所得税后全部投资财务内部收益率为 23.95%, 盈利能力较强。所得税前投资回收期为 5.50 年, 税后投资回收期 5.88 年。</p>

2	药品研发中心项目	3,550.00	1,633.34	项目建设周期为2年。项目竣工后，公司将设立项目管理部门，负责日常新产品研发等，建立现代化管理模式，设置、培植专业化研发小组。
3	补充流动资金	16,000.00	7,361.54	
	合计	69,003.00	31,748.00	

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

药品生产基地项目

本项目净占地约 65,800.35 m² (约 98.70 亩)，其中综合制剂车间占地约 44,996 m²。项目扩产的产品主要为公司生产多年的产品，公司均拥有有效的药品生产批件和成熟的生产技术，具体结构和产能如下：

表 4 药品生产基地项目达产后产能情况

序号	剂型	达产后产能
1	胶囊剂 (万粒)	108,000
2	片剂 (万片)	69,300
3	洗剂 (L)	510,000
4	颗粒剂 (千克)	500,000
5	搽剂(L)	185,0000
6	口服液 (L)	81,000
7	膏剂 (万贴)	160

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率稳定

2014 年度、2015 年度、2016 年度，公司期间费用占营业收入比例分别为 35.79%、35.62%和 36.27%，基本稳定并略有浮动。

表 5 公司近年期间费用情况 (单位：万元)

项目	期间费用金额 (万元)			期间费用占营业收入比例		
	2016 年度	2015 年度	2014 年度	2016 年度	2015 年度	2014 年度
销售费用	11,477.61	11,188.80	11,174.51	30.06%	29.46%	29.74%
管理费用	2,144.74	2,138.07	2,045.27	5.62%	5.63%	5.44%
财务费用	226.20	201.09	226.11	0.59%	0.53%	0.60%

合计	13,848.55	13,527.96	13,445.89	36.27%	35.62%	35.79%
----	-----------	-----------	-----------	--------	--------	--------

数据来源：公司招股说明书上海证券研究所

公司周转能力指标良好

2014-2016 年度，公司的应收账款周转率分别为 2.08 次、1.59 次和 1.48 次，有所下降，与同行业相比处于较低水平，主要原因是：2014 年至 2016 年，公司应收账款期末余额的增幅大于当年营业收入的增幅。

2014-2016 年度，公司的总资产周转率分别为 2.59 次、2.66 次和 2.71 次，有所增长，主要原因系公司在生产经营过程中，不断加强存货管理，加大生产、采购和库房人员的培训，提高存货使用效率，使得公司存货金额整体有所下降。

3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 公司的主导产品销售稳定增长；
- 2) 毛利率水平保持稳定；
- 3) 公司各项费用率保持稳定；
- 4) 公司募投项目进展顺利。

基于以上假设，我们预计 2017-2019 年归于母公司净利润增速为 3.26%、5.21% 和 3.89%，相应的稀释后每股收益为 0.68 元、0.71 元和 0.74 元。

四、风险因素

4.1 药品质量安全及使用风险

如果公司生产中发生药品安全事件，将对公司的品牌及经营造成重大影响；如果中药行业其他公司发生药品安全事件，也会对公司造成影响；若国家提高药品质量检验标准，可能相应增加公司的生产成本。

4.2 药品降价风险

报告期内，公司主营产品独家剂型或专利中成药销售价格保持相对稳定。但随着主管部门不断改进完善药品价格体制、医疗保险制度和药品集中采购招标等制度，公司产品的最高零售限价和实际销售价格存在进一步降价风险。

4.3 中药材价格波动风险

中药材价格容易受到种植成本、市场需求、天气状况及游资炒作等诸多因素的影响而出现较大波动。根据中药材天地网统计，报告期内中药材综合 200 指数最高点约 2,654 点，最低点约 2,178 点，波动幅度约 20%。如果未来公司生产所需的主要中药材价格出现大幅上涨或异常波动，而公司采购部门未能及时把握主要原材料价格变动趋势时，将对公司盈利能力产生不利影响。

4.4 药品行业标准修改的风险

公司主要产品坤复康胶囊、复方双花片、消银颗粒及附桂骨痛胶囊列入《国家医保目录》。医保目录或基药目录的产品属于国家医疗保险报销范围，较其他产品的销售渠道更为广泛。近期国家相关部门将会对《国家基本药物目录》进行调整。若公司主营产品不能进入新一版的《国家基本药物目录》或地方增补目录，将可能给公司的经营业绩带来一定的不利影响。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2016 年业绩和 2017、2018 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 17 年、18 年平均动态市盈率为 51.89 倍、43.32 倍，16 年、17 年可比上市公司动态市盈率中值分别为 43.45 倍、39.42 倍。

表 8 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
康缘药业	600557	17.07	0.61	0.73	0.87	27.98	24.06	20.40
以岭药业	002603	18.42	0.48	0.55	0.66	38.38	33.22	27.72
贵州百灵	002424	17.15	0.34	0.39	0.44	50.44	43.45	39.42
佛慈制药	002644	10.83	0.12	0.15	0.18	90.78	72.54	59.12
同业可比上市公司指标算术平均值	-	-	0.39	0.45	0.54	57.58	51.89	43.32
同业可比上市公司指标中位数	-	-	0.41	0.47	0.55	50.44	43.45	39.42
康惠制药指标	-	-	0.62	0.68	0.71	22.31	21.37	20.43

数据来源：Wind 上海证券研究所（股价取 4 月 13 日股价）

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预计募集资金净额 31,748.00 万元，假定募集资金净额符合预期，发行费用 4,633.29 万元，预计募集资金总额 36,381.29 万元，计划发行股份不超过 2,497 万股，对应每股发行价为 14.57 元，对应 15、16 年 PE 为 23.39、22.31。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 17 年每股收益 30 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 18.59-22.31 元，相对于 2016 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 27.27-32.73 倍。

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	379.79	381.85	394.19	414.73	430.86
二、营业总成本	306.97	307.19	315.98	332.45	345.38
营业成本	161.70	162.28	165.56	174.19	180.96
营业税金及附加	4.96	6.27	3.94	4.15	4.31
销售费用	111.89	114.78	118.26	124.42	129.26
管理费用	21.38	21.45	21.88	23.02	23.91
财务费用	2.01	2.26	2.40	2.53	2.63
资产减值损失	5.03	0.16	3.94	4.15	4.31
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.46	0.11	0.78	0.98	0.69
四、营业利润	73.28	74.76	78.99	83.26	86.17
加: 营业外收入	0.41	2.14	1.11	0.53	0.32
减: 营业外支出	0.32	0.00	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	73.37	76.90	80.10	83.79	86.49
减: 所得税	11.16	11.67	12.01	12.57	12.97
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	62.21	65.23	68.08	71.22	73.52
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	62.21	65.23	68.08	71.22	73.52
七、摊薄每股收益(元)	0.62	0.65	0.68	0.71	0.74

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏贇 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。