

产品种类不断丰富, 学术推动产品快速放量

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 产品梯队齐全, 重磅品种蒲地蓝口服液和小儿豉翘清热颗粒仍处于高速放量阶段, 分别保持 20% 和 35% 左右的复合增速, 雷贝拉唑保持 15% 左右的稳定增长, 妇科产品实现翻倍式增长, 重磅产品注射用埃索美拉唑等 4 个品种即将获批, 还有更多在研产品陆续将陆续上市。2) 学术推广能力强, 自建营销团队持续开发产品适应症, 通过大规模学术教育赢得医生认可, 覆盖全国 6000 多家医院和十万家 OTC 终端的营销渠道助力产品放量。3) 经营管理效率改善, 毛利率持续提升的同时期间费率稳步下降。
- **重点布局大病种领域, 产品梯队保障持续高增长。** 公司重点布局呼吸、儿科、消化、妇科、心血管等大病种领域, 形成丰富的产品梯队, 实施大品种战略, 借助现有渠道实现迅速放量。在呼吸和儿科领域, 蒲地蓝口服液和小儿豉翘清热颗粒 2016 年收入分别超过 20 亿和 6 亿, 增速分别超 25% 和 40%, 未来 3 年复合增速分别不低于 20% 和 35%, 后续还有小儿通便颗粒、瑞吡司特处于申报生产阶段, 西他沙星处于临床 II 期; 在消化领域, 雷贝拉唑 2016 年收入和增速分别达到 10 亿和 15% 左右, 重磅品种注射用埃索美拉唑处于申报生产阶段, 即将获批上市, 注射用雷贝拉唑处于 II 期临床, 两个注射剂型品种未来市场空间均有望突破 10 亿; 在妇科领域, 蛋白琥珀酸铁和妇炎舒胶囊都处于推广初期, 有望实现翻倍式增长, 妇舒颗粒处于申报生产阶段。
- **学术推广能力强, 推动产品快速放量。** 1) 覆盖面广: 2016 年销售人员数量超过 2400 人, 同比增长 18%, 已形成遍布全国的营销网络, 覆盖了全国 6000 多家医院终端和十万家 OTC 终端。2) 学术推广强: 启动多个临床再评价试验验证产品疗效和开发新适应症, 全国大规模学术教育, 产品得到医生高度认可。3) 营销质量高: 销售投入产出效益高, 应收占款占销售收入的比重持续下降, 经营性现金流稳步提升。公司以学术推广为先导, 借助覆盖全国的销售渠道实现快速放量, 过去 5 年蒲地蓝口服液和小儿豉翘颗粒分别保持 30% 和 40% 以上的增长, 东科制药并购后出现爆发式增长。未来有望复制到众多储备品种。
- **经营效率持续提升, 规模效应明显。** 1) 随着销售规模扩大, 单人产出持续增长, 从 2013 年的 135 万增加到 2016 年的 193 万; 毛利率持续提升, 从 2013 年的 16% 提升至 2016 年的 20%。2) 期间费率从 2013 年的 66% 下降至 2016 年的 61%, 销售费率、管理费率 and 财务费率均有明显下降。公司内部经营控制能力强, 充分发挥了规模效应, 净利润增速明显高于收入增速。
- **盈利预测与投资建议。** 我们筛选了市值超过 200 亿的中药制造业上市公司, 不包括存在估值溢价的品牌中药上市公司。可比公司 2017 年 PE 的平均值为 30 倍。与可比公司相比, 2017 年公司 PE 仅 24 倍, 市值存在明显低估。参考可比公司给予公司 2017 年 30 倍 PE, 对应目标价为 45.90 元。维持“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4677.89	5839.81	7167.62	8783.30
增长率	24.15%	24.84%	22.74%	22.54%
归属母公司净利润 (百万元)	934.18	1242.35	1610.83	2087.95
增长率	36.06%	32.99%	29.66%	29.62%
每股收益 EPS (元)	1.15	1.53	1.99	2.58
净资产收益率 ROE	25.34%	29.68%	33.51%	37.21%
PE	32	24	19	14
PB	8.17	7.20	6.27	5.37

数据来源: Wind, 西南证券

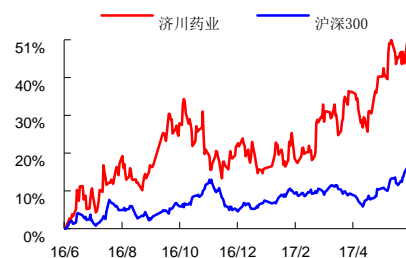
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃
执业证号: S1250515080001
电话: 021-68413878
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.10
流通A股(亿股)	8.10
52周内股价区间(元)	25.63-37.77
总市值(亿元)	301.26
总资产(亿元)	53.33
每股净资产(元)	4.82

相关研究

1. 济川药业 (600566): 业绩维持高增长, 经营效率持续改善 (2017-05-01)
2. 济川药业 (600566): 内生增长驱动的优质标的 (2017-03-26)
3. 济川药业 (600566): 业绩略超预期, 蒲地蓝有望进全国医保 (2017-02-06)
4. 济川药业 (600566): 业绩高增长持续, 全年或超预期 (2016-10-24)
5. 济川药业 (600566): 核心产品高增长, 看好全年业绩 (2016-08-10)

投资要件

关键假设

假设 1: 随着 OTC 渠道快速增长和地方省份医保增补, 蒲地蓝口服液 2017-2019 年的销量增速分别为 25%、20%、20%;

假设 2: 随着医院终端覆盖增加和规格替换, 预计小儿豉翘清热颗粒 2017-2019 年的销量增速分别为 40%、35%、30%;

假设 3: 规模效应使公司期间费率逐步下降, 预计 2017-2019 年分别下降约 1 个百分点。

我们区别于市场的观点

市场认为蒲地蓝口服液未来的市场空间有限, 我们认为蒲地蓝口服液未来市场潜力巨大。在医院覆盖率 (仅覆盖了 8000+ 家二级及以上医院中的 3000 家, 医院处于持续开拓阶段)、地方医保增补 (仅进入了 7 个省份的地方医保, 有望通过新一轮地方医保调整进行增补)、替代中药注射剂和抗生素受限的市场空白等方面都还存在巨大的潜力。目前蒲地蓝口服液的销售收入约 20 亿, 未来市场空间有望达到 59 亿。

市场认为公司产品线单薄, 我们认为公司已经形成了齐全的产品梯队。核心品种蒲地蓝口服液和小儿豉翘清热颗粒保持 20% 和 35% 的复合增速, 存量产品雷贝拉唑和三拗片保持 10% 以上的稳定增长, 二线产品蛋白琥珀酸铁和妇炎舒胶囊有望实现翻倍式增长。重磅在研品种注射用埃索美拉唑处于申报生产阶段, 注射用雷贝拉唑也处于 II 期临床, 这两个产品未来市场空间都有望超过 15 亿。此外还有约 10 个产品处于申报生产阶段, 更多产品陆续在研。

市场忽视了公司的经营管理效率提升, 我们认为公司具有明显的规模效应, 盈利能力持续提升。1) 随着销售规模扩大, 单人产出持续增长, 从 2013 年的 135 万增加到 2016 年的 193 万; 毛利率持续提升, 从 2013 年的 16% 提升至 2016 年的 20%。2) 期间费率从 2013 年的 66% 下降至 2016 年的 61%, 销售费率、管理费率 and 财务费率均有明显下降。公司内部经营控制能力强, 充分发挥了工业化规模效应, 净利润增速明显高于收入增速。

股价上涨的催化因素

产品销量超预期, 蒲地蓝地方医保增补超预期。

估值和目标价格

我们筛选了市值超过 200 亿的中药制造业上市公司, 不包括存在估值溢价的品种中药上市公司。可比公司 2017 年 PE 的平均值为 30 倍。与可比公司相比, 2017 年公司 PE 仅 24 倍, 市值存在明显低估。参考可比公司给予公司 2017 年 30 倍 PE, 对应目标价为 45.90 元。

投资风险

药品招标或降价的风险, 产品销售或不达预期的风险。

目录

1 内生增长强劲，经营效率持续提升	1
2 蒲地蓝生命周期长，未来 3 年保持 20%以上的复合增速	3
2.1 蒲地蓝口服液价格稳定，独家剂型占据市场主导地位.....	3
2.2 产品力突出：临床疗效好、中标价格稳定.....	4
2.3 全面二孩政策+中药注射剂和抗生素替代推动蒲地蓝口服液持续增长.....	6
3 储备品种丰富，大品种梯队齐全	11
3.1 儿科：独家品种小儿豉翘清热颗粒高速扩张.....	12
3.2 呼吸科：三拗片维持 15%稳定增长.....	14
3.3 消化科：雷贝拉唑保持 10%稳定增长，他唑类注射剂潜力巨大.....	15
3.4 妇科：蛋白琥珀酸铁和妇炎舒有望实现翻倍式增长.....	17
4 学术推广能力强，推动产品快速放量	19
5 盈利预测	21
6 估值分析	22
6.1 绝对估值.....	22
6.2 相对估值.....	23
7 风险提示	24

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司产品线布局.....	2
图 3: 2011-2016 年公司营业收入增长趋势.....	2
图 4: 2011-2016 年公司归母净利润增长趋势.....	2
图 5: 2016 年公司收入结构.....	2
图 6: 2016 年公司毛利结构.....	2
图 7: 公司期间费用率变化趋势.....	3
图 8: 公司盈利能力变化趋势.....	3
图 9: 蒲地蓝口服液单支口服液中标价变化趋势（6 支装）.....	4
图 10: 单支蒲地蓝口服液年度中标平均价变化趋势.....	4
图 11: 公司清热解毒类药物销售额增长趋势.....	5
图 12: 我国新生儿数量变化趋势.....	6
图 13: 我国 14 岁以下儿童人口比例变化趋势.....	6
图 14: 样本医院全身用抗菌药市场规模增长趋势.....	7
图 15: 全国中药注射剂不良事件数量增长趋势（万件）.....	9
图 16: 全国中药注射剂不良事件中严重事件的占比.....	9
图 17: 2015 年样本医院清热解毒中成药市占率.....	9
图 18: 中成药下沉基层销售终端.....	9
图 19: 小儿豉翘颗粒收入增长趋势.....	13
图 20: 无糖型 2g 规格小儿豉翘清热颗粒的平均每 g 中标价.....	13
图 21: 质子泵抑制剂药物销售额增长趋势.....	15
图 22: 质子泵抑制剂市场竞争格局.....	15
图 23: 雷贝拉唑销售额增长趋势.....	15
图 24: 雷贝拉唑不同剂型市占率的变化趋势.....	15
图 25: 雷贝拉唑市场竞争格局.....	16
图 26: 济川药业雷贝拉唑销售额与增速.....	16
图 27: 埃索美拉唑市场规模增长趋势.....	17
图 28: 埃索美拉唑注射剂型市占率持续提升.....	17
图 29: 东科制药销售收入和净利润变化趋势.....	18
图 30: 东科制药净利率变化趋势.....	18
图 31: 公司销售人员数量增长趋势（人）.....	19
图 32: 公司销售费用增长趋势.....	19
图 33: 公司市场推广费增长趋势.....	20
图 34: 公司销售人员单人产出持续增长（万元）.....	20
图 35: 公司销售费率呈稳步下降趋势.....	20
图 36: 公司应收占款占销售收入的比例持续下降.....	20

表 目 录

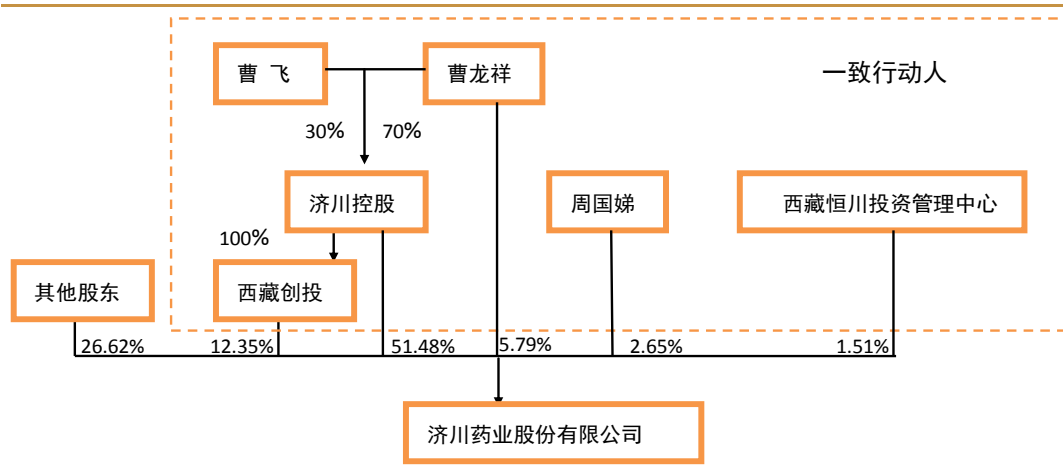
表 1: 公司业务结构.....	1
表 2: 不同规格蒲地蓝的医保覆盖情况.....	3
表 3: 蒲地蓝口服液临床疗效显著.....	4
表 4: 蒲地蓝口服液不同包装的年度中标平均价变化趋势（元）.....	5
表 5: 蒲地蓝不同剂型的日均费用比较.....	5
表 6: 国家出台的限抗政策.....	7
表 7: 被超过 3 个省市纳入辅助用药/重点监控目录的产品.....	8
表 8: 2017 年医保目录增加使用限制的清热解暑中药注射液.....	10
表 9: 蒲地蓝市场空间测算.....	10
表 10: 公司现有和潜力重磅品种.....	11
表 11: 公司主要在研项目.....	11
表 12: 公司申报生产项目.....	12
表 13: 不同规格小儿豉翘清热颗粒的平均每 g 中标价变化趋势（元）.....	13
表 14: 小儿豉翘清热颗粒不同包装的中标情况.....	13
表 15: 小儿豉翘市场空间测算.....	14
表 16: 三拗片中标价.....	14
表 17: 注射用雷贝拉唑钠注册申报进度.....	16
表 18: 埃索美拉唑产品批文.....	17
表 19: 蛋白琥珀酸铁口服溶液单支中标/投标价.....	17
表 20: 东科制药主要的独家品种/剂型的医保情况.....	19
表 21: 中药上市公司人均销售收入比较（百万元）.....	21
表 22: 分业务收入及毛利率.....	21
表 23: 绝对估值假设条件.....	22
表 24: FCFE 估值结果.....	23
表 25: FCFE 估值敏感性分析（元）.....	23
表 26: 可比公司估值.....	24
附表: 财务预测与估值.....	25

1 内生增长强劲，经营效率持续提升

公司是集中西医药、中药日化、中药保健产品研发、生产制造、商贸流通为一体的国家级高新技术企业集团、国家火炬计划医药产业骨干企业、全国制药工业百强企业。

董事长曹龙祥为实际控制人，与其一致行动人合计持有 76.43% 的股份。其中曹飞为曹龙祥之子，周国娣为曹龙祥之妻，西藏恒川投资管理中心的控股股东曹桂祥为曹龙祥之弟。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

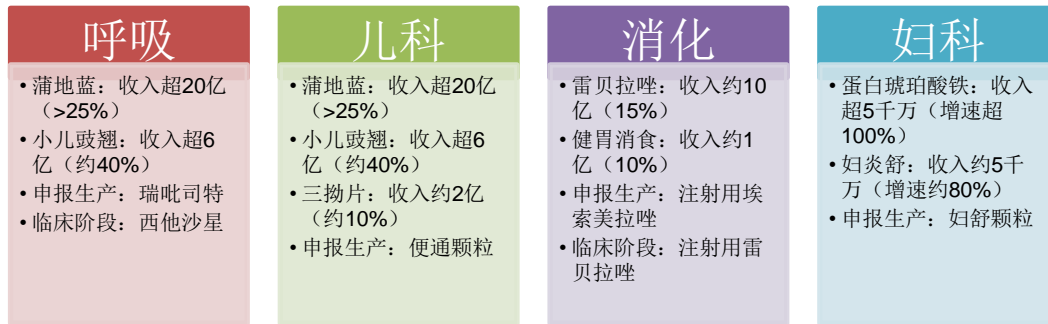
公司拥有清热解毒类、消化系统类、儿科类、呼吸系统类、心脑血管类、妇科类等多个治疗领域的产品管线。一线品种主要包括蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶片胶囊、小儿豉翘清颗粒；二线品种主要包括健胃消食口服液、三拗片、川芎清脑颗粒等产品。

表 1：公司业务结构

治疗领域	主要产品	2016 年销售额（亿元）	增速
清热解毒类	蒲地蓝消炎口服液	21.36	28.45%
消化系统类	雷贝拉唑钠肠溶片，健胃消食口服液	10.92	11.96%
儿科类	小儿豉翘清热颗粒	6.71	35.92%
呼吸系统类	三拗片	2.06	15.64%
心脑血管类	川芎清脑颗粒	0.77	4.00%
妇科类	妇炎舒胶囊	0.53	83.98%

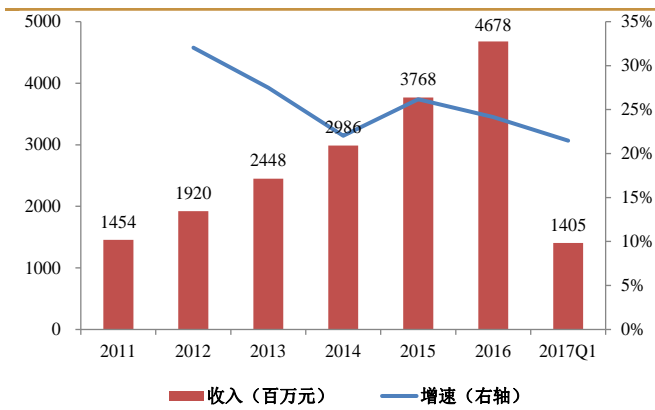
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业务将聚焦儿科、呼吸、消化、妇科、老年病五大治疗领域，坚持大品种战略，集中力量推广大品种持续快速增长，通过加大研发和外延并购持续拓展大健康产业链。

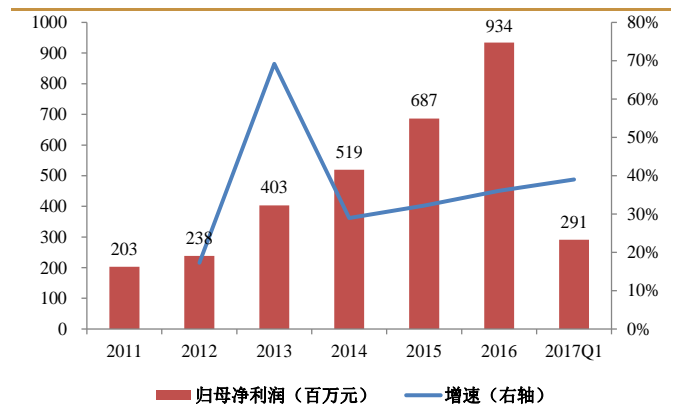
图 2：公司产品线布局


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司收入和利润增速均保持高速增长势头。2011-2016年期间营业收入和归母净利润复合增速分别高达26%和36%。2017Q1公司营业收入超过14亿(+21%)、归母净利润2.9亿(+39%)、扣非后归母净利润2.6亿(+34%)，内生增长能力强劲，保持高速增长态势。

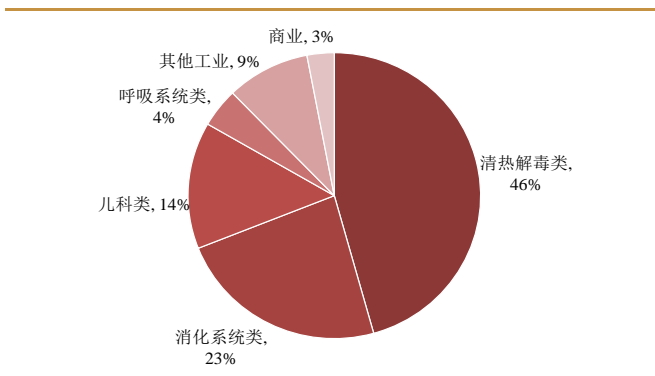
图 3：2011-2016 年公司营业收入增长趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

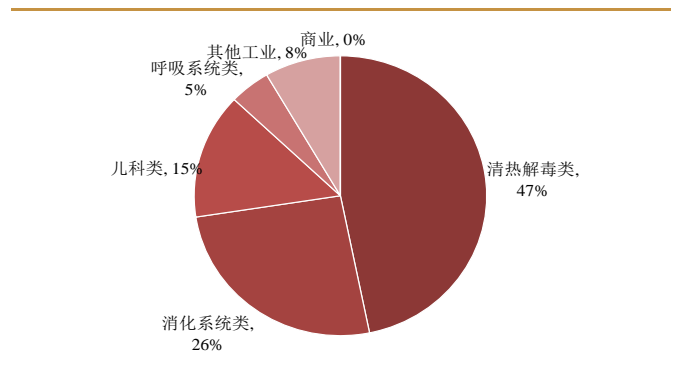
图 4：2011-2016 年公司归母净利润增长趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

从收入结构来看，药品工业收入占比达到97%，医药商业占比仅3%，其中清热解毒类（主要是蒲地蓝）收入占比达到46%，消化类和儿科类分别占比23%和14%。从毛利结构来看，医药商业毛利率仅9%，毛利占比接近0。核心工业产品的毛利率均超过85%，毛利占比与收入占比相差不大，清热解毒类、消化类、儿科类的毛利占比分别为47%、26%、15%。

图 5：2016 年公司收入结构


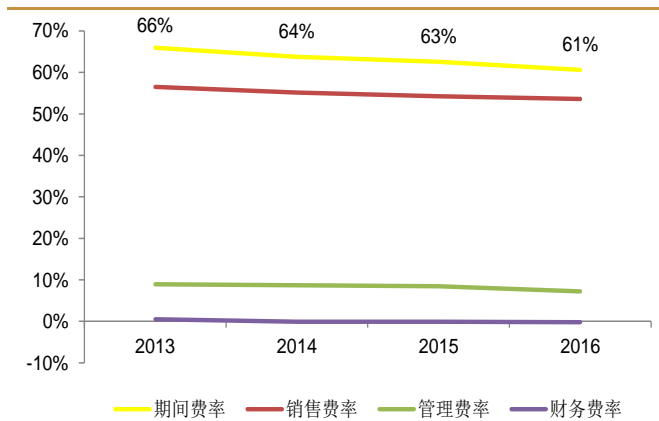
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2016 年公司毛利结构


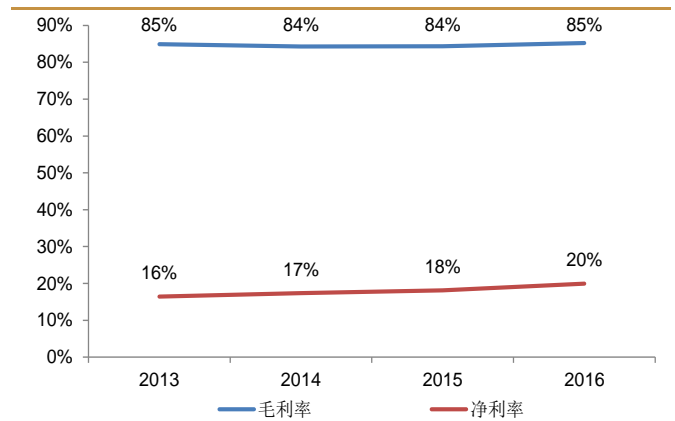
数据来源：公司公告，西南证券整理

从期间费用率来看，公司的费用控制较为合理，呈现稳中有降的趋势。期间费率从2013年的66%下降至2016年的61%，在此期间销售费率、管理费率 and 财务费率均有明显下降，充分体现了公司极强的内部运营管理能力，费用控制力强。

从盈利能力来看，公司综合毛利率稳步提升，一方面核心产品价格维护能力强且规模效应显现使得毛利率逐步提升，另一方面高毛利率的清热解毒、消化、儿科等核心产品销售占比也有所提高。随着毛利率提升和期间费率下降，净利率明显升高，从2013年的16%提升至2016年的20%。毛利率稳步提升和期间费率下降体现了公司经营管理效率改善，盈利能力持续提升。

图7：公司期间费用率变化趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

图8：公司盈利能力变化趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 蒲地蓝生命周期长，未来3年保持20%以上的复合增速

2.1 蒲地蓝口服液价格稳定，独家剂型占据市场主导地位

蒲地蓝具有清热解毒，抗炎消肿的疗效，可用于治疗儿童咽炎、腮腺炎等，对儿童呼吸道感染、风热咳嗽、腹泻等有很好的疗效。蒲地蓝有三种剂型：蒲地蓝消炎片、蒲地蓝消炎胶囊、蒲地蓝消炎口服液。其中公司的蒲地蓝消炎口服液为独家剂型。从医保覆盖来看，口服液剂型已进入了7个省份的地方医保目录，医保覆盖面也最广。

表2：不同规格蒲地蓝的医保覆盖情况

剂型	生产商数目	代表公司	医保省份
蒲地蓝消炎口服液	1	济川药业集团有限公司	江苏、湖南、陕西、新疆（含建设兵团2015）、天津、辽宁、河北（2017）
蒲地蓝消炎胶囊	2	广东心宝药业科技有限公司	广西
		江苏颐海药业有限责任公司	
蒲地蓝消炎片	29	云南白药集团股份有限公司	黑龙江、天津
		湖南方盛制药股份有限公司	
		健民药业集团股份有限公司	

数据来源：药智网，西南证券整理

2.2 产品力突出：临床疗效好、中标价格稳定

蒲地蓝口服液主要成分包括蒲公英、苦地丁、板蓝根、黄芩，其中蒲公英消痈散结、苦地丁活血消肿、板蓝根凉血、黄芩泻火燥湿，诸药合用具有抗炎抗菌抗病毒的功效，从而达到清热解毒、抗炎消肿的作用，临床上主要用于咽炎、疖肿、扁桃腺炎、腮腺炎等疾病。蒲地蓝口服液属于纯中药制剂，具有易吸收、起效快、生物利用度高、安全性高的特点。

公司启动了蒲地蓝口服液的临床再评价，通过众多临床试验充分验证了其抗炎、抗菌、抗病毒的疗效，对儿童上呼吸道感染、肺炎、感冒、鼻窦炎、手足口病等疾病都具有良好的良好，安全性高且无明显副作用。数量众多的临床再评价充分证明了蒲地蓝的疗效和安全性，也得到了临床医生的高度认可。

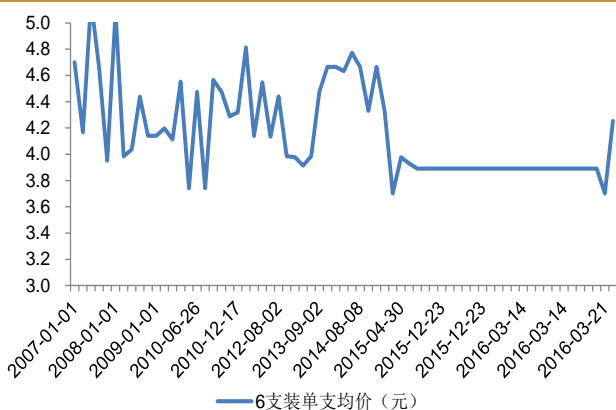
表 3：蒲地蓝口服液临床疗效显著

适应症	病例数	疗效
小儿疱疹性咽峡炎	160 例（蒲地蓝治疗组 81 例）	治疗组的溃疡修复效果、治愈百分数和好转百分数好于对照组，具有统计显著性
小儿手足口病	183 例（蒲地蓝治疗组 93 例）	治疗组的总有效率显著高于对照组，具有统计显著性
儿童慢性鼻窦炎	80 例（蒲地蓝治疗组 40 例）	治疗组的疗效高于对照组，具有统计显著性
流行性腮腺炎	109 例（蒲地蓝治疗组 55 例）	治疗组患儿总有效率明显较高，症状持续时间明显较短，有显著的统计学差异
上呼吸道感染	180 例（蒲地蓝治疗组 90 例）	治疗组患儿的发热、鼻阻症状消失时间及抗生素平均应用时间明显较对照组缩短
肺炎	200 例（蒲地蓝治疗组 120 例）	蒲地蓝口服液结合青霉素钠制剂治疗组的治愈率和总有效率高于对照组，具有显著差异
甲型 H1N1 感冒	83 例（蒲地蓝治疗组 83 例）	蒲地蓝口服液可治疗甲型 H1N1 感冒且预后良好

数据来源：公司官网，西南证券整理

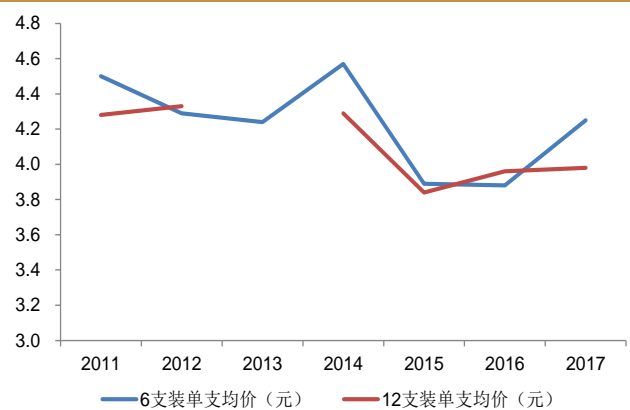
蒲地蓝消炎口服液属于独家品种，竞争格局良好，价格基本维持稳定，6 支装和 12 支装的单支中标价基本上都维持在 4 元/支左右。

图 9：蒲地蓝口服液单支口服液中标价变化趋势（6 支装）



数据来源：药智网，西南证券整理

图 10：单支蒲地蓝口服液年度中标均价变化趋势



数据来源：药智网，西南证券整理

表 4：蒲地蓝口服液不同包装的年度中标平均价变化趋势（元）

年份	6 支装		12 支装	
	单支中标平均价	价格变化幅度	单支中标平均价	价格变化幅度
2011	4.5		4.28	
2012	4.29	-5%	4.33	1%
2013	4.24	-1%		
2014	4.57	8%	4.29	
2015	3.89	-15%	3.84	-10%
2016	3.88	0%	3.96	3%
2017	4.25	10%	3.98	1%

数据来源：药智网，西南证券整理

从日均费用来看，口服液剂型的日均费用在 12 元左右，与片剂和胶囊剂相比日均费用更高，销售和终端推广力度更大。

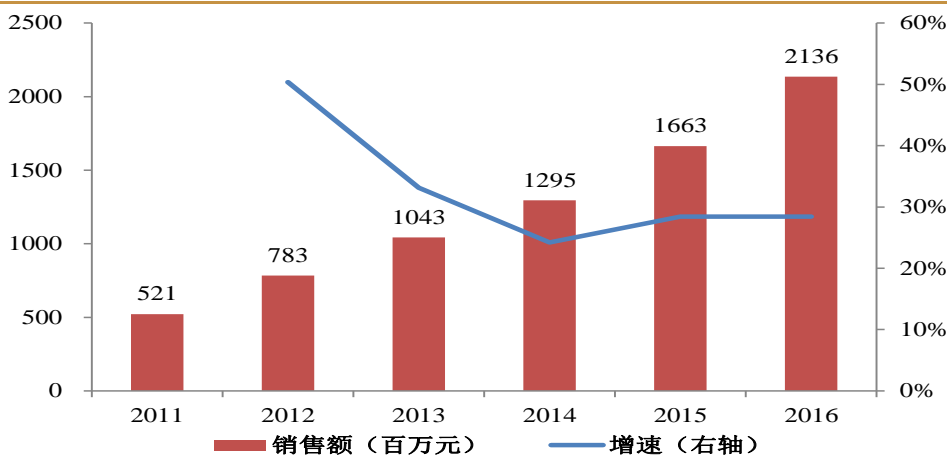
由于蒲地蓝口服液疗效好、安全性高、液体口服更方便、终端推广动力强，口服液占据了蒲地蓝各种剂型市场份额的 90% 以上。

表 5：蒲地蓝不同剂型的日均费用比较

剂型	生产企业	规格	单次剂量	每日剂量	中标价格（元）	日均费用（元）
蒲地蓝消炎口服液	济川药业集团有限公司	10ml*6 支	1 支/次，一日 3 次	3 支	23.35	11.68
蒲地蓝消炎胶囊	江苏颐海药业有限责任公司	0.4g*48 粒	3-5 粒/次，一日 4 次	12-20 片	35.54	8.89-14.81
蒲地蓝消炎片	安徽济人药业有限公司	0.3g*48 片	5-8 片/次，一日 4 次	20-32 片	15.92	6.63-10.61

数据来源：药智网，西南证券整理

蒲地蓝口服液产品力强，销售保持高速增长。公司清热解毒类药物（蒲地蓝占比超过 90%）收入从 2011 年的 5.2 亿增长到 2016 年的 21.4 亿，年均复合增速高达 33%，2015-2016 年都保持了 28% 的高速增长。

图 11：公司清热解毒类药物销售额增长趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 全面二孩政策+中药注射剂和抗生素替代推动蒲地蓝口服液持续增长

全面二孩政策落实，新生儿出生数量明显增加

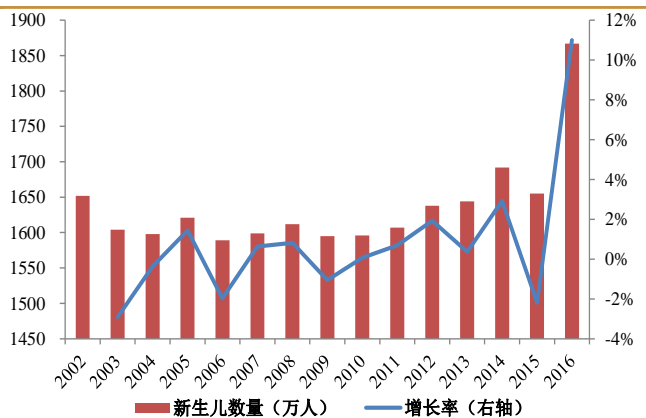
蒲地蓝消炎口服液在儿科销量好，儿科销售占比超过 60%，主要原因是：1) 蒲地蓝具有抗炎抗菌抗病毒作用，对小儿呼吸道感染、肺炎、扁桃体炎等不明病原体引起的疾病都有很好的疗效，而抗生素或抗病毒药需要对症下药，在及时性和便捷性方面比不上蒲地蓝；2) 蒲地蓝为中药制剂，不存在副作用，更不会出现抗生素耐药性；3) 蒲地蓝为口服液体剂型，儿童服药的便利性和依从性优于片剂和胶囊剂。

随着全面二孩政策实施，2016 年我国新生儿数量达到 1867 万，同比增长 11%，其中二孩及以上的比例超过 45%。卫计委指出全面二孩政策的目标人群有 9000 万，但综合各种因素只有 28% 有生育意愿，这部分生育势能将在 2016-2030 年间不断释放，将带来新生儿数量增加，估计峰值出生人口有望超过 2000 万。

政府持续大力推行二孩政策实施，2017 年两会期间卫计委将与其他部委协作，强化妇幼保健服务供给，合理规划产科、儿科、教育等资源，推动建设标准化的母婴设施，保障女性的就业权益。推动各地进一步完善延长产假、设立陪产假等制度，从而提高生育意愿。

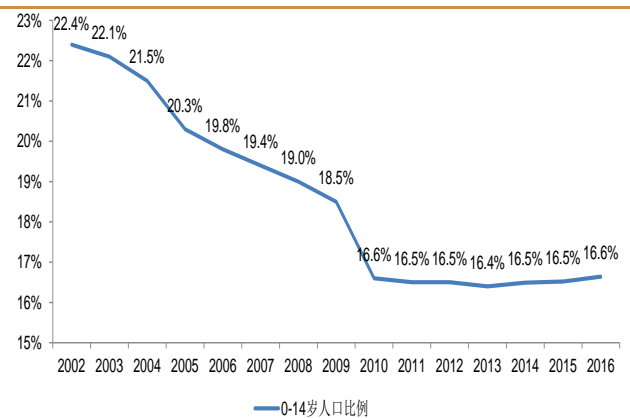
随着全面二孩政策持续推进，我国新生儿数量有望持续增加，年出生人口峰值有望突破 2000 万。从长远来看，估计未来每年新生儿数量有望增长至 1800-1900 万，相对于现在每年 1600 万增加约 15% 左右，意味着未来蒲地蓝口服液的目标人群数量未来也将增长 15%。

图 12：我国新生儿数量变化趋势



数据来源：卫计委，西南证券

图 13：我国 14 岁以下儿童人口比例变化趋势



数据来源：国家统计局，西南证券

蒲地蓝口服液属于清热解毒类中成药，主要竞争产品抗生素和中药注射剂都由于滥用受到国家政策限制，有利于蒲地蓝口服液持续放量。

抗生素使用受限

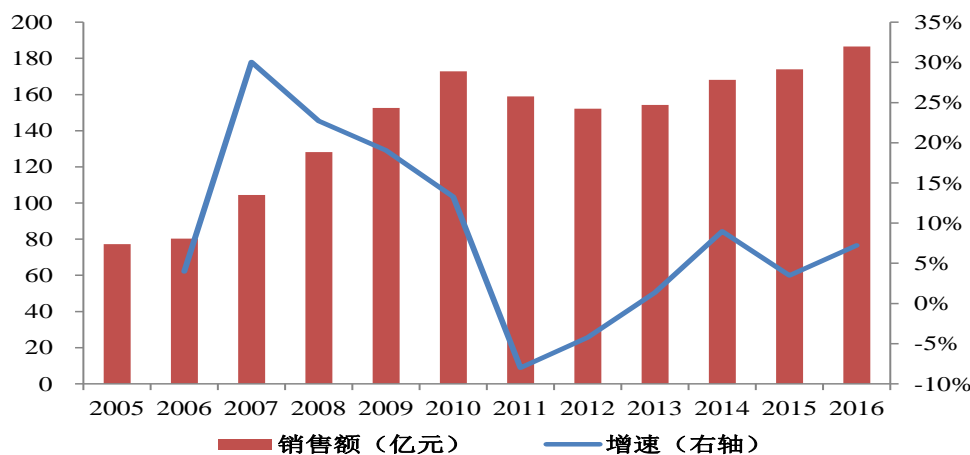
国家限抗之前，我国抗菌药物的人均年使用量达到了 138 克，是美国的 10 倍。住院患者中，抗菌药的使用率接近 70%，远高于发达国家的 25% 左右，抗菌药滥用的现象十分严重。为了进一步加强医疗机构抗菌药物临床应用管理，促进抗菌药物合理使用，有效控制细菌耐药，保证医疗质量和医疗安全，2011 年起我国相继出台若干政策规范抗生素的合理使用。

表 6：国家出台的限抗政策

时间	政策	主要内容
2011	抗菌药物临床应用专项整治活动	医疗机构住院患者抗菌药物使用率不超过 60%，门诊患者抗菌药物处方比例不超过 20%，抗菌药物使用强度力争控制在 40DDD 以下。
2012	《抗菌药物临床应用管理办法》	抗菌药物分为非限制使用、限制使用与特殊使用三级管理，特殊使用级抗菌药物不得在门诊使用。
2013	《关于印发基层医疗机构医院感染管理基本要求的通知》	严格掌握抗菌药物临床应用的基本原则，合理使用抗菌药物；严格遵循“能口服的不注射，能肌肉注射的不静脉注射”的用药原则。
2014	《村卫生室管理办法（试行）》	将抗菌药物静脉给药治疗的控制范围扩大到村卫生室。
2015	《关于印发进一步改善医疗服务行动计划的通知》	运用处方负面清单管理、处方点评等形式控制抗菌药物不合理应用。至 2017 年底前综合医院住院患者抗菌药物使用率不超过 60%，抗菌药物使用强度控制在每百人天 40DDD 以下。
2015	《抗菌药物临床应用指导原则（2015 年版）》	更加具体地规定了抗菌药物的使用条件，适应症，给药途径和疗程。在治疗性抗菌药物给药途径中，有关轻中度感染主要推荐口服用药，而静脉注射仅限 6 种专门的情形。
2016	《遏制细菌耐药国家行动计划（2016-2020 年）》	目标是到 2020 年实现零售药店凭处方销售抗菌药物的比例基本达到全覆盖；健全抗菌药物应用和细菌耐药监测网络；全国二级以上医院基本建立抗菌药物临床应用管理机制。
2017	《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理遏制细菌耐药的通知》	各级各类医疗机构制定抗菌药物供应目录，明确各级医师使用抗菌药物的处方权限；严格落实品种、品规要求，其中碳青霉烯类抗菌药物注射剂型严格控制在 3 个品规内；严格加强抗菌药物临床使用。

数据来源：卫计委，西南证券整理

随着政府的限抗政策逐步趋严，抗生素市场增速逐步下滑。PDB 样本医院数据显示全身用抗菌药市场在 2011 年增速触底，随后虽然有所反弹但仅有个位数增长，与限抗前 20% 左右的增速相比明显减慢。且 2016-2017 年期间国家进一步严格限制抗生素限制，如二级以上医院建立临床应用管理机制、各级医院制定抗菌药供应目录和医师处方权限等，抗生素增长进一步承压。

图 14：样本医院全身用抗菌药市场规模增长趋势


数据来源：PDB，西南证券整理

中药注射剂使用受限

过去几年，中药注射剂保持了迅猛发展势头。但随着中药注射剂不良反应增加且许多大品种进入各省辅助用药/重点监控目录，增速出现明显下滑。2015 年中药注射剂销售规模达到 882 亿元，同比增速仅 1.42%，远低于过去几年 20%以上的高速增长。

中药注射剂功能主治覆盖的适应症广，专业性要求高，然而由于临床使用不严格，部分品种存在滥用，已被多个省市纳入重点监控或辅助用药目录。据不完全统计，已经纳入不低于 5 个省市辅助用药/重点监控药品目录中的 22 个品种中，其中 13 个品种为中药注射剂，占比达 59%，且中药注射剂被纳入监控的省份数量也更多。

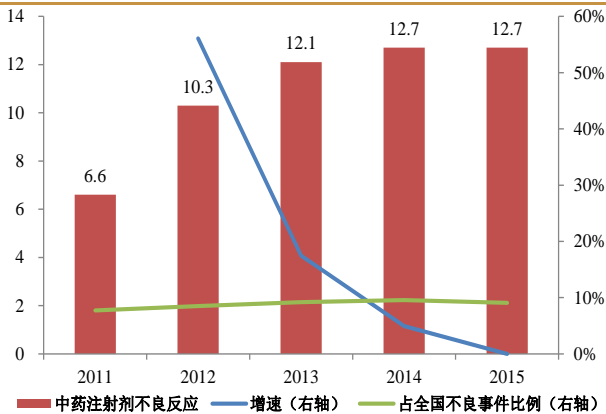
表 7：被超过 3 个省市纳入辅助用药/重点监控目录的产品

产品	中药注射剂	纳入监控地区总数
丹红注射液	是	5
疏血通注射液	是	5
血必净注射液	是	5
康艾注射液	是	4
艾迪注射液	是	4
奥拉西坦注射液	否	4
参附注射液	是	3
谷红注射液	是	3
注射用红花黄色素	是	3
丹参川穹嗪注射液	是	3
注射用血栓通	是	3
大株红景天注射液	是	3
康莱特注射液	是	3
消癌平注射液	是	3
脑苷肌肽注射液	否	3
注射用二丁酰环磷腺苷钙	否	3
脾多肽注射液	否	3
注射用核糖核酸	否	3
胎盘多肽注射液	否	3
曲克芦丁脑蛋白水解物注射液	否	3
转化糖电解质注射液	否	3
注射用 12 种复合维生素	否	3

数据来源：医药观察家网，西南证券整理

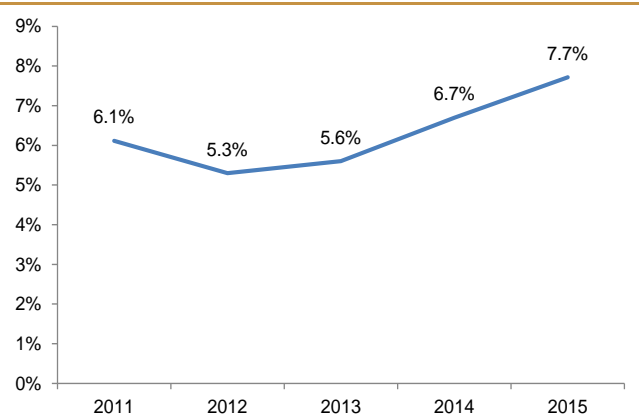
与口服中药不同，中药注射剂通过静脉输液给药，可能会导致有害成分直接进入血液中，从而导致过敏反应，严重时危及生命。近年来中药注射剂的不良反应事件报道日益增多，安全性令人担忧。2015 年中药不良反应/事件报告中，注射剂占比为 51.3%，占到半数以上。考虑到中药注射剂品种少，临床用药例次远远少于口服中成药，不良反应实际占比可能更高。高发的不良反应报告使得控制中成药注射剂的呼声越来越高。

图 15：全国中药注射剂不良反应事件数量增长趋势（万件）



数据来源：卫计委，西南证券整理

图 16：全国中药注射剂不良事件中严重事件的占比

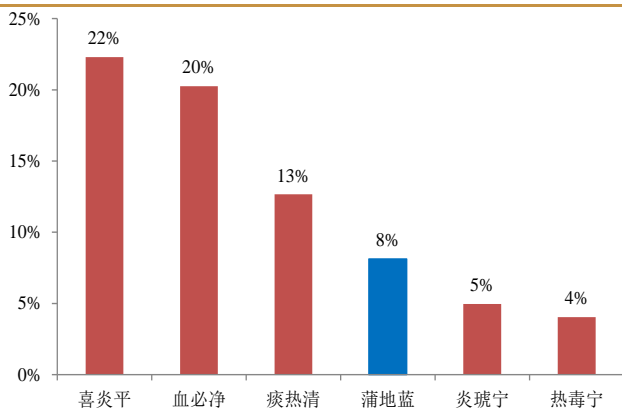


数据来源：卫计委，西南证券整理

由于中药注射剂存在滥用现象和不良事件较多，2017 年医保目录也对中药注射剂进行了严格限制。2009 年版医保目录中限制在二级及以上医院的中药注射液品种为 6 个，2017 年版新增 20 个品种。考虑到三七皂苷注射制剂、灯盏注射制剂、银杏叶注射制剂均包括多个品种，实际上受到限制的中药注射剂品种接近 40 个。其中清热解毒类中药注射剂新增 4 个产品受到限制：热毒宁注射液、双黄连注射液、痰热清注射液、喜炎平注射液。

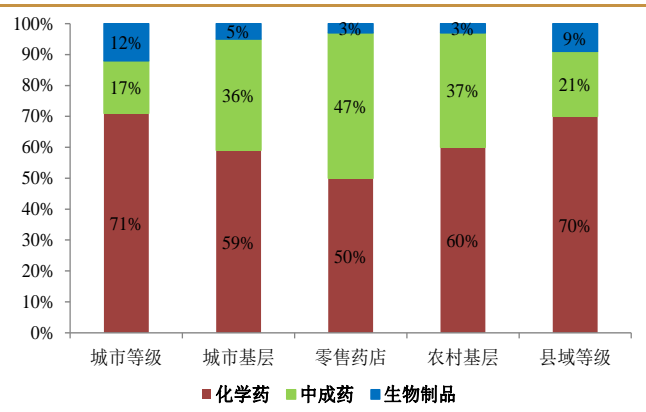
2015 年样本医院清热解毒中成药市场规模在 24 亿左右，市占率排名前六的品种中除了蒲地蓝（市占率第四）以外均为中药注射剂，其中此次医保受限的喜炎平、痰热清、热毒宁分别排名第一、第三、第六位。

图 17：2015 年样本医院清热解毒中成药市占率



数据来源：米内网，西南证券整理

图 18：中成药下沉基层销售终端



数据来源：中康 CMH，西南证券整理

2017 年医保增加限制的 4 个清热解毒中药注射剂终端销售额均不低于 20 亿元，终端销售额合计接近 100 亿。考虑到中药下沉基层销售终端的趋势比较明显，估计这四大产品在二级以下基层医疗机构的销售占比不低于 20%，销售额不低于 20 亿。由于医保受限，中药注射剂将逐步失去基层市场，为蒲地蓝口服液等清热解毒口服液打开了更大的市场空间。

表 8：2017 年医保目录增加使用限制的清热解暑中药注射液

产品	使用方法	中标价	成人日均费用
喜炎平注射液	成人一次 50-100mg，每日 2-3 次	22 元（50mg）	44-132 元
热毒宁注射液	成人一次 20ml，儿童按照不同年龄每日剂量为不超过 10ml 至 20ml，每日 1 次	33 元（10ml）	66 元
痰热清注射液	成人一次 20ml，儿童按体重给药最高剂量不超过 20m	28 元（10ml）	56 元
双黄连注射液	一次 10-20ml，每日 1-2 次	2.5 元（20ml）	1.25-5 元

数据来源：药智网，西南证券整理

我们认为蒲地蓝口服液具有较强的产品力、市场力和销售力，未来还有巨大的市场空间。从长期来看取决于蒲地蓝口服液对中药注射剂和抗生素的逐步替代；从短期来看，蒲地蓝口服液的主要驱动因素包括地方医保增补+医院终端覆盖持续增加+OTC 渠道拓展。

- **医院终端覆盖持续增加：**蒲地蓝口服液虽然已经覆盖了全国 6000 多家医院，但覆盖的二级及以上医院仅 3000 家，全国二级及以上医院的数量超过 8000 家。随着销售人员扩张，蒲地蓝覆盖的医院数量也在持续增加。
- **地方医保省份有望持续增加：**一方面，蒲地蓝口服液在 2017 年初由于三保合一而新进河北省地方医保，蒲地蓝口服液在四川和黑龙江也进入了新农合医保目录，未来也有望通过三保合一增补进地方医保目录。另一方面，随着 2017 年各省地方医保目录迎来新一轮增补机会，蒲地蓝具有疗效好、安全性高、儿科用药占比高等优势，也有望在其他省份获得新的增补机会。
- **OTC 渠道拓展：**公司从 2013 年底开始加大蒲地蓝口服液在 OTC 渠道的推广，目前销售人员已经超过 500 人，OTC 销售占比也从 2013 年的 13% 提升至 2016 年的 20% 左右，估计增速在 50% 左右，OTC 渠道持续快速放量，有望推动蒲地蓝口服液收入高增长。

2016 年蒲地蓝在 6 个医保省份（河北在 2017 年初才进入医保未包括在内）的销售占比约为 40%，儿科销售占比约为 60%，则在这六个省份面对儿童的销售收入金额约为 5 亿。6 个医保省份在全国的人口占比约为 19%，假设儿童占比也为 19%，如渗透率达到 100%，6 个医保省份的儿童患者消费将给公司带来 12 亿的收入，目前渗透率约为 42%。考虑到医保省份仍有增长，预计未来儿童使用蒲地蓝口服液的渗透率有望达到 50%。据此估计蒲地蓝在 6 个医保省份成人的渗透率约为 6%。

表 9：蒲地蓝市场空间测算

参数	成人	儿童
目标人群（亿人）	11.22	2.38
渗透率	5%	50%
每次服用 10ml 剂量（支）	1	0.5
每日服药次数	3	3
服用天数	5	5
中标价格（元/支）	4	4
终端销售收入（亿元）	34	36
出厂收入（亿元）	29	30
合计收入（亿元）	59	

数据来源：西南证券

考虑到蒲地蓝进入地方医保后销量会有大幅度提升，参靠 6 个医保省份 42% 的儿童渗透率和 6% 的成人渗透率，我们预计蒲地蓝达到峰值销售时，在全国成人和儿童的渗透率分别达到 5% 和 50%，未来市场空间有望达到 59 亿。

3 储备品种丰富，大品种梯队齐全

公司拥有丰富的产品线，覆盖了清热解毒、儿科、妇科、呼吸、心脑血管等多个产品领域。儿科的蒲地蓝口服液和小儿豉翘清热颗粒分别保持 20% 和 30% 以上的复合增长；消化科的雷贝拉唑维持稳定增长，注射用埃索美拉唑有望在 2017-2018 年获批，市场空间均有望突破 10 亿；妇科的妇炎舒胶囊和蛋白琥珀酸铁口服溶液处于推广初期，迎来翻倍式的增长。

公司在每个治疗领域都形成了丰富的产品梯队，已上市品种高速放量，储备品种处于申报生产阶段，有望在 2 年内陆续获批上市，后续还有更多产品处于临床试验或临床前研发阶段。借助公司现有的营销渠道，同一治疗领域的产品能够充分发挥协同作用，新产品上市后有望快速放量，且随着覆盖面提升将迎来加速增长。

表 10：公司现有和潜力重磅品种

科室	产品	医保	竞品	2016 收入估计（增速）	峰值收入预测
清热解毒	蒲地蓝口服液	7 个省市	0	21 亿（28%）	59 亿
儿科	小儿豉翘清热颗粒	国家乙类	0	6.4 亿（40%）	20 亿
呼吸	三拗片	国家乙类	0	1.7 亿（15%）	5 亿
	西他沙星细粒剂	--	0	临床 II 期	5 亿
消化	雷贝拉唑肠溶胶囊	国家乙类	2	10 亿（15%）	18 亿
	注射用埃索美拉唑	国家乙类	1	申报生产	15 亿
	注射用雷贝拉唑	--	3	临床 II 期	15 亿
妇科	蛋白琥珀酸铁口服溶液	2 个省市	1	0.5 亿（400%）	10 亿
	妇炎舒胶囊	国家乙类	0	0.5 亿（100%）	5 亿
生殖	他达拉非片	--	1	临床研究	5 亿

数据来源：公司公告，药智网，西南证券整理

未上市品种中，公司有在研项目共计 110 项，其中申报临床试验 9 项，II 期临床 8 项，III 期临床 8 项，申报生产 19 项。如 2016 年新获得了琥珀酸普芦卡必利片、雷奈酸锶干混悬剂、雷美替胺片、左乙拉西坦注射液等产品的临床批件，这些品种在国内上市时间在 2013-2014 年期间，还处于推广初期，市场规模相对较小，且这些品种目前基本上都还没有仿制药品种。公司产品上市后市场竞争格局良好，有望通过公司的营销渠道实现快速放量。

表 11：公司主要在研项目

序号	产品	适应症	申报时间
1	复方毛冬青口服液	中药 6 类，清热解毒，用于治疗病毒性上呼吸道感染。	临床 III 期
2	西他沙星细粒剂	化药 3.1 类，用于治疗严重难治的细菌感染	临床 II 期
3	注射用雷贝拉唑	化药 3.1 类，用于治疗治疗消化性溃疡出血、急性胃粘膜损伤和出血、胃溃疡、十二指肠溃疡、吻合口溃疡等	临床 II 期
4	他达拉非片	化药 6 类，治疗男性勃起功能障碍	临床研究

序号	产品	适应症	申报时间
5	左乙拉西坦注射液	化药 3.1 类，用于治疗癫痫	获批临床
6	琥珀酸普芦卡必利片	用于治疗慢性便秘症状	获批临床
7	雷奈酸锶干混悬剂	用于治疗绝经后期妇女骨质疏松症	获批临床

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 12：公司申报生产项目

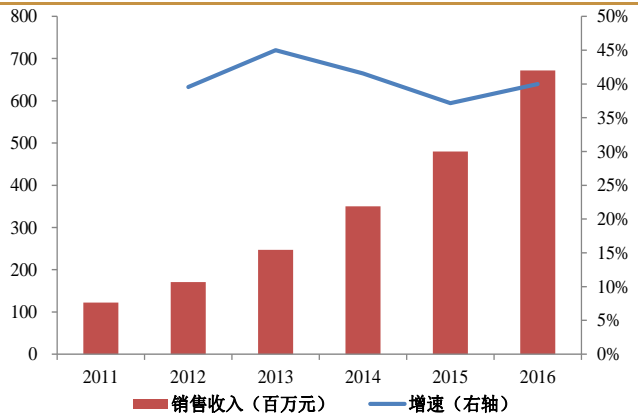
序号	产品	适应症	申报时间
1	蕲龙胶囊	解毒化痰、利湿祛痰、益气养阴，用于痰湿瘀毒、兼气阴两虚型肺癌。	2013
3	瑞吡司特胶囊	预防和治疗成人及儿童轻、中度哮喘。	2013
4	注射用埃索美拉唑钠	作为当口服疗法不适用时，胃食管反流病的替代疗法等	2013
5	莫西沙星注射液	成人（≥18 岁）上呼吸道和下呼吸道感染等	2013
6	妇舒颗粒	清热利湿。主治湿热带下，慢性盆腔炎等。	2014
7	小儿便通	健脾行气通便	2014
8	药流净	益气生血、缩宫排瘀、止血定痛，用于药流不全，药流后出血。	2014
9	雷尼（奈）酸锶颗粒	治疗绝经后骨质疏松症以降低椎体和髌部骨折的危险性。	2014
10	盐酸罗哌卡因	外科手术麻醉等	2014
11	拉呋替丁胶囊（改工艺）	用于慢性胃炎、胃和十二指肠溃疡的治疗。	2014
12	雷贝拉唑钠肠溶片	活动性十二指肠溃疡；良性活动性胃溃疡等	2014
13	普芦卡必利	用于治疗成年女性患者中通过轻泻剂难以充分缓解的慢性便秘症状。	2014
14	盐酸利托君片	预防妊娠 20 周以后的早产	2014
15	黄虎喷雾剂	清热解毒，用于中、小面积浅 II 度烧烫伤、急性轻度软组织损伤。	2014
16	同笑口服液（修订质量标准）	用于赖氨酸缺乏引起的食欲缺乏及生长发育不良等。	2014
17	环吡酮胺发用洗剂	用于预防和治疗由糠秕孢子菌引起的头皮瘙痒及头皮屑增多	2015
18	注射用头孢替坦二钠	用于易感菌所致腹内、皮肤软组织感染和尿路、下呼吸道及妇产科等感染	2015
19	依维莫司及片	肾细胞癌	2015

数据来源：公司公告，西南证券整理

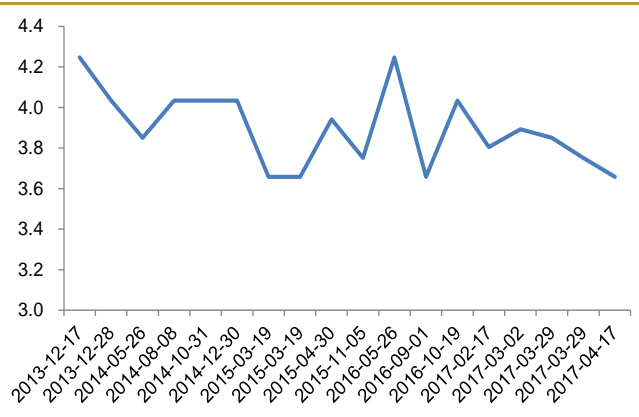
3.1 儿科：独家品种小儿豉翘清热颗粒高速扩张

小儿豉翘清热颗粒为公司独家产品，含有 14 味中药成分，具有疏风解表，清热导滞的作用，可用于小儿风热感冒挟滞证，症见发热咳嗽，鼻塞流涕，咽红肿痛，纳呆口渴，脘腹胀满，便秘或大便酸臭，溲黄。

小儿豉翘清热颗粒为儿童用药，2009 年就进入了全国医保目录，被 24 个省份纳入地方医保目录。小儿豉翘清热颗粒在颗粒上体积比较小，药量比较小，更适合儿童服用。儿童药品品种少，小儿豉翘清热颗粒为中药制剂，疗效好且安全性高得到了市场高度认可，销售额高速增长。2016 年收入在 6 亿左右，同比增速接近 40%。

图 19：小儿豉翘颗粒收入增长趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：无糖型 2g 规格小儿豉翘清热颗粒的平均每 g 中标价


数据来源：药智网，西南证券整理

小儿豉翘清热颗粒为独家品种，而且属于儿童药，可以挂网采购，无需招标竞价，价格比较稳定。小儿豉翘清热颗粒分为无糖型和有糖型，无糖型的价格高于有糖型，如 2017 年 2g 规格无糖型的平均每 g 的中标价是 3.79 元，而有糖型的平均中标价仅为 2.04 元。

表 13：不同规格小儿豉翘清热颗粒的平均每 g 中标价变化趋势（元）

产品	无糖型 2g 规格	有糖型 2g 规格
2013	4.14	2.05
2014	3.99	2.12
2015	3.75	1.94
2016	3.98	1.97
2017	3.79	2.04

数据来源：药智网，西南证券整理

公司正在推动小儿豉翘清热颗粒的转换升级，加大无糖型产品的推广力度。无糖型自 2013 年以来中标省份逐步增加，无糖型与有糖型中标省份之比也在逐步提升。截止到 2017 年中标的省份来看，无糖型的中标省份数量反超有糖型。

表 14：小儿豉翘清热颗粒不同包装的中标情况

年份	无糖型	含糖型	无糖型：有糖型中标省份
2017	湖北、重庆、四川、广东、山东	湖北、重庆	5: 2=250%
2016	内蒙古、山东、上海	内蒙古、山东、上海、广东、湖北、甘肃、河南	3: 7=43%
2015	四川、浙江	四川、浙江、甘肃、广东、湖北、湖南、贵州	2: 7=29%
2014	湖南、吉林、海南	湖南、安徽、山西、海南、贵州、山东、吉林、江苏	3: 8=38%
2013	海南	海南、北京、湖北、天津、四川	1: 5=20%

数据来源：药智网，西南证券

短期来看，小儿豉翘清热颗粒通过与蒲地蓝口服液在儿科的协同作用，医院覆盖终端从目前的 3000 家增加到蒲地蓝覆盖的 6000 多家医院，未来 2-3 年内有望保持快速增长，收入有望实现翻番超过 12 亿。从长期来看，随着小儿豉翘清热颗粒的覆盖终端持续增加和单个终端销售额提升，有望逐步提升在儿童感冒药市场的渗透率。预计小儿豉翘清热颗粒在儿童感冒药市场的峰值渗透率有望达到 10%。如全部为无糖型，则市场空间有望达到 28 亿；如

全部为有糖型，则市场空间有望达到 15 亿，考虑到两种包装共同存在，未来市场空间估计不低于 20 亿。

表 15：小儿豉翘市场空间测算

参数	无糖型	有糖型
目标人群 (亿人)	2.38	2.38
感冒患病率	80%	80%
渗透率	10%	10%
每次服用剂量 (g)	3	3
每日服药次数	3	3
服用天数	5	5
中标价格 (元/g)	3.79	2.04
终端销售收入 (亿元)	32	17
出厂收入 (亿元)	28	15

数据来源：西南证券

3.2 呼吸科：三拗片维持 15% 稳定增长

三拗片是公司独家产品，进入了国家医保目录和 24 个省市的地方医保目录。三拗片适用于风寒袭肺引起的感冒、咳嗽、发热、头痛等证状，对急慢性支气管炎的疗效明显。2016 年三拗片销售收入接近 2 亿，同比增速接近 15%。

三拗片属于公司独家产品，近年来中标价格稳定，每片平均中标价维持在 1.4 元左右。按照成人一次 2 片，每日 3 次，7 个一个疗程来测算，三拗片的人均费用约为 58.8 元。如三拗片未来的渗透率能达到全国 11 亿成年人的 1%，终端销售额有望达到 6 亿左右，出厂收入峰值有望达到 5 亿。

表 16：三拗片中标价

中标日期	中标省份	单片中标价
2017-03-29	重庆	1.53
2017-03-29	四川	1.40
2017-03-02	广东	1.39
2016-11-04	上海	1.39
2016-10-19	内蒙古	1.60
2016-09-20	山东	1.39
2016-09-02	广东	1.40
2016-09-01	湖北	1.39

数据来源：药智网，西南证券整理

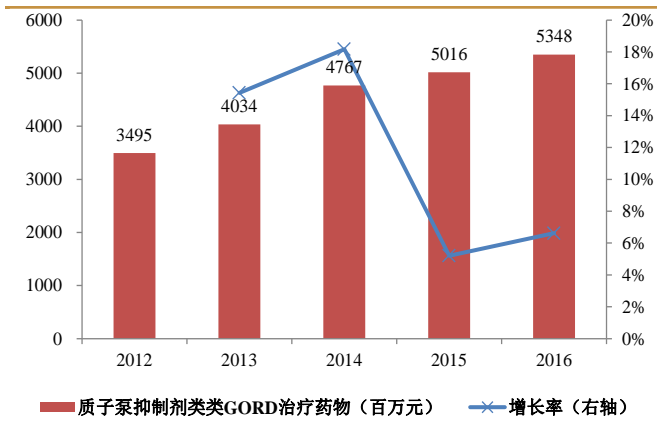
在呼吸领域，公司还有瑞吡司特处于生产报批阶段和西他沙星处于临床 II 期。瑞吡司特主要用于预防和治疗成人及儿童轻中度哮喘，国内尚无企业生产销售，公司进度排名最靠前，开封制药和滇虹医药都还在临床阶段，因此公司产品获批后有望独享市场，估计未来市场空间有望达到 5 亿。

西他沙星属于喹诺酮类抗生素，疗效与莫西沙星相当但安全性更高，无血糖代谢紊乱副作用。国内尚无西他沙星上市销售，原研企业第一三共和长春海悦已申报生产注册，济川药业在获批临床企业中排在前列，估计未来市场空间有望达到 3-5 亿。

3.3 消化科：雷贝拉唑保持 10%稳定增长，他唑类注射剂潜力巨大

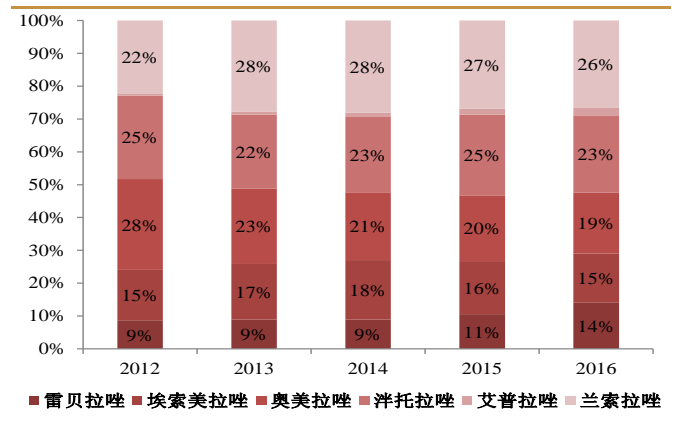
PDB 数据显示，2012-2016 年期间质子泵抑制剂药物的市场规模不断扩大，从 2012 年的 35 亿增长到 2016 年的 53 亿，复合增长率为 11%。从市场竞争格局来看，雷贝拉唑市占率快速增长，从 2012 年的 9% 提升至 2016 年的 14%。

图 21：质子泵抑制剂药物销售额增长趋势



数据来源：PDB，西南证券整理

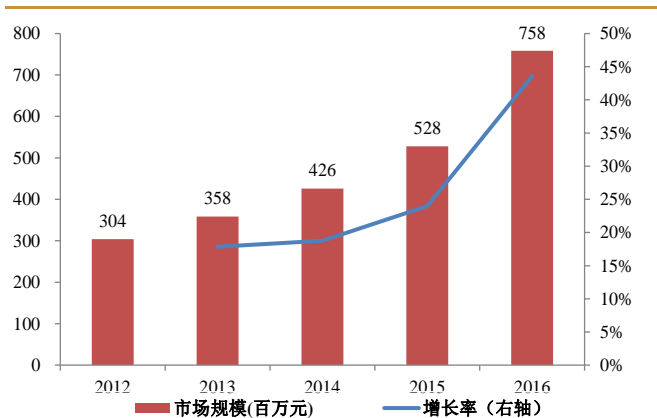
图 22：质子泵抑制剂市场竞争格局



数据来源：PDB，西南证券整理

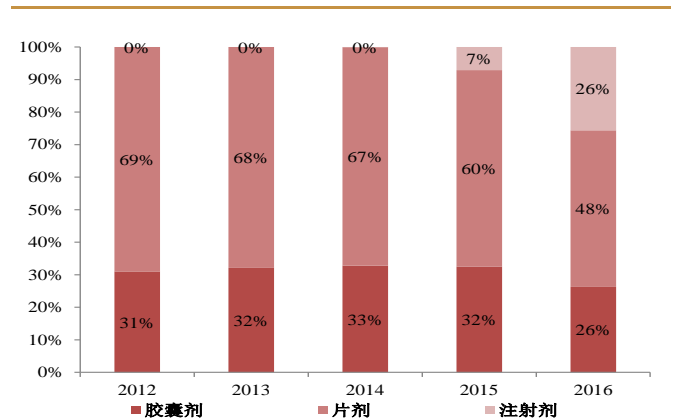
雷贝拉唑的市场规模快速增长，且自 2015 年起增速明显提升，2016 年 PDB 样本医院的销售额达到 7.6 亿，同比增长 44%。雷贝拉唑增速快速提升的主要原因在于注射剂型自 2014 年获批，注射剂型具有药效迅速、减少胃肠道黏膜刺激性、避免口服剂型首过效应等优点，得以迅速放量。2014 年雷贝拉唑注射剂上市，2015-2016 年分别增长 131 倍和 4 倍，市占率也从 2014 年的 0% 提升至 2016 年的 26%。

图 23：雷贝拉唑销售额增长趋势



数据来源：PDB，西南证券整理

图 24：雷贝拉唑不同剂型市占率的变化趋势



数据来源：PDB，西南证券整理

2014年以来长澳制药、奥赛康和罗欣药业的雷贝拉唑注射剂型获批后实现了快速放量，导致传统口服剂型的市占率下降，排名前四的口服制剂企业的市占率从2012年的70%降至2016年的53%。

除了已获批注射剂型批文的三家企业以外，目前还有7家企业已获得临床批件，济川药业的注射用雷贝拉唑获批临床的时间靠前，目前正处于II期临床阶段。

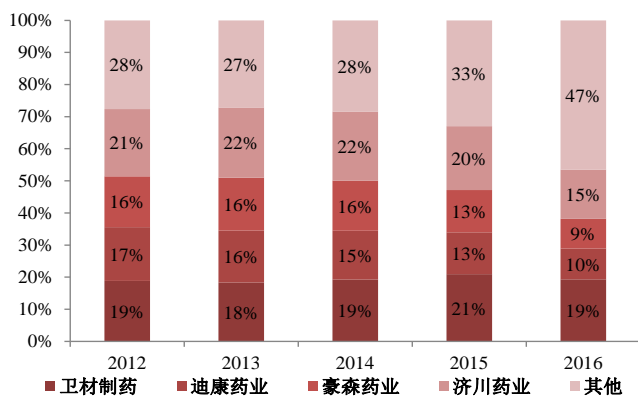
表 17：注射用雷贝拉唑钠注册申报进度

企业	进度	状态开始日
南京长澳制药有限公司	获批生产	2014-05-12
江苏奥赛康药业股份有限公司	获批生产	2014-12-18
山东罗欣药业股份有限公司	获批生产	2015-06-17
扬子江药业集团有限公司	获批临床	2008-08-19
山东长富洁晶药业有限公司	获批临床	2008-08-19
南京海光应用化学研究所	获批临床	2008-08-19
江苏济川制药有限公司	获批临床	2008-12-22
合肥信风科技开发有限公司	获批临床	2009-09-08
中国预防医学科学院流行病学微生物学研究所晋城海斯药业有限公司	获批临床	2010-04-16
西安新通药物研究有限公司	获批临床	2005-12-29

数据来源：药智网，西南证券整理

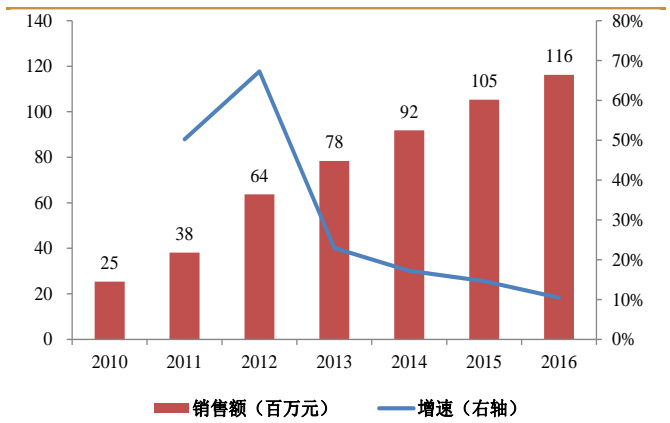
由于市场竞争激烈和注射剂型新上市，公司的雷贝拉唑济诺销售增速有所放缓。2016年济诺在PDB样本医院的销售额为1.2亿，增速为10%，凭借良好的市场基础和广阔的营销渠道，未来有望维持10%左右的稳定增长。

图 25：雷贝拉唑市场竞争格局



数据来源：PDB，西南证券整理

图 26：济川药业雷贝拉唑销售额与增速



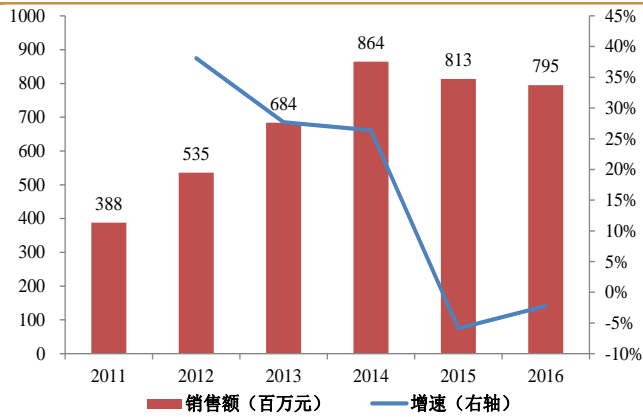
数据来源：PDB，西南证券整理

公司的注射用埃索美拉唑已经处于申报生产阶段，获批在即。目前埃索美拉唑仅有阿斯利康和莱美药业上市销售，市场竞争格局优于雷贝拉唑。且参照他拉唑类产品注射剂型占据市场主导地位，未来发展前景更大。随着埃索美拉唑注射剂型和雷贝拉唑注射剂型陆续上市，有望借助雷贝拉唑的渠道快速放量，未来市场空间均不低于15亿。

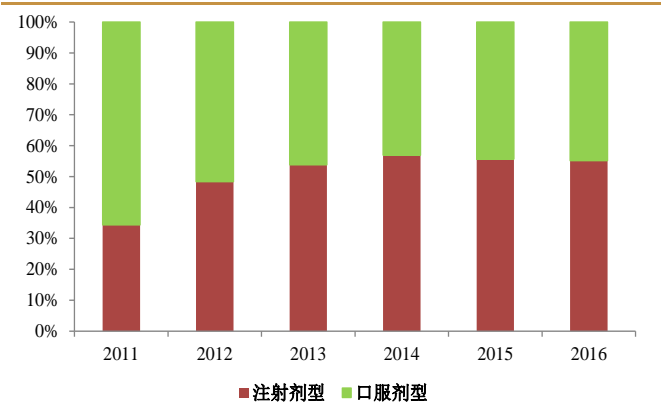
表 18：埃索美拉唑产品批文

产品	企业	进度
注射用埃索美拉唑	阿斯利康	获批生产
埃索美拉唑镁肠溶片	阿斯利康	获批生产
埃索美拉唑肠溶胶囊	莱美药业	获批生产

数据来源：药智网，西南证券整理

图 27：埃索美拉唑市场规模增长趋势


数据来源：PDB，西南证券整理

图 28：埃索美拉唑注射剂型市占率持续提升


数据来源：PDB，西南证券整理

3.4 妇科：蛋白琥珀酸铁和妇炎舒有望实现翻倍式增长

蛋白琥珀酸铁口服溶液高速放量，市场空间超 10 亿

公司的蛋白琥珀酸铁口服溶液为首仿，2014 年开始上市销售，目前国内仅有原研厂家 ITALFARMACO 和公司在销售。蛋白琥珀酸铁可用于缺铁性贫血。公司重点推广其在缺血女性中的临床应用。

蛋白琥珀酸铁口服溶液的销售收入从 2015 年的 1000 万左右增长到 2016 年超过 5000 万，处于高速放量阶段。从中标情况来看，截止到目前蛋白琥珀酸铁口服溶液已经中标了约 6 个省市，2016 年下半年新中标广西和江西，2017 年初新中标福建、重庆和江苏，预计后续还会在其他省市陆续中标，从而推动产品快速增长。

表 19：蛋白琥珀酸铁口服溶液单支中标/投标价

中标日期	中标省份	中标价
2015-09-28	云南	12.70
2015-11-06	山东	13.46
2016-06-30	广西	13.58
2016-07-07	江西	16.38
2017-02-27	福建	11.86
2017-03-29	重庆	12.63
2017-04-28	江苏	12.70

数据来源：药智网，各省卫计委，西南证券整理

流行病学数据显示我国居民的贫血患病率高达 20%，其中 2 岁以内婴幼儿和 60 岁以上老年人患病率高分别为 31% 和 29%，育龄期妇女的贫血率达到 20%，即便是成年男性的贫血率也有 11%。在贫血患者中，缺铁性贫血最常见，占比接近一半，据此估计我国的缺铁性贫血患者数量约为 1.4 亿。

2013 年我国抗贫血药物市场规模就达到了 138 亿元，据估计 2016 年我国抗贫血药物市场规模有望达到 230 亿，保持 19% 的复合增速。

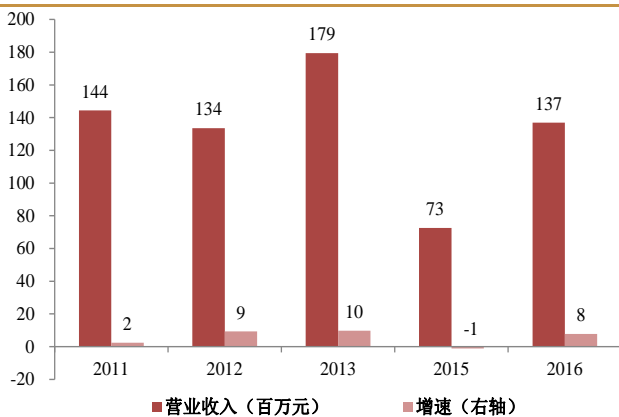
蛋白琥珀酸成人每日 1-2 支，持续 3 个月左右的治疗。按照每支中标价 12.6 元进行测算，假设缺铁性贫血患者的治疗率为 30%，3% 选择济川药业的蛋白琥珀酸，终端销售额有望突破 13 亿，峰值销售收入有望达到 10 亿。

并购东科制药，扩张妇科产品线

公司于 2014 年底发布公告收购东科制药。东科制药主要包括妇炎舒胶囊、展筋活血散、黄龙止咳颗粒、甘海胃康胶囊、参归养血片、仙蟾片、心欣舒胶囊、复方祖司麻贴膏、小儿止泻贴、乙肝舒康胶囊、黄龙哮喘胶囊、秦川通痹片等共 37 个产品品种，其中全国独家品种 7 个，全国独家剂型 5 个。

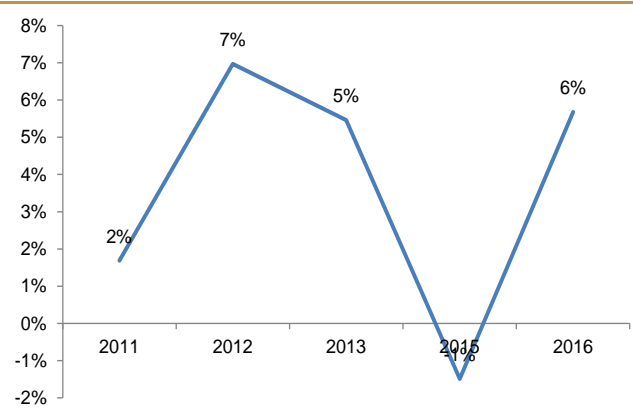
收购东科制药有助于进一步丰富公司产品线，借助公司的营销队伍能够推动东科制药快速放量。2015 年公司对东科制药进行整合，2016 年就实现收入 1.4 亿，同比增长 89%，净利润 778 万元，实现扭亏为盈。虽然东科制药尚未恢复到并购前的峰值水平，但由于代理转自营，净利率水平已经接近并购前的水平。随着医院覆盖数量增加和单个医院实现销售放量，东科制药的收入和净利润有望实现爆发式增长。

图 29：东科制药销售收入和净利润变化趋势



数据来源：药智网，西南证券整理

图 30：东科制药净利率变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

东科制药的核心产品属于独家品种或独家剂型，且妇炎舒胶囊和展筋活血散都进入了国家医保，心欣舒胶囊、甘海胃康胶囊、黄龙哮喘胶囊也进入了部分省市的地方医保增补目录。

以前东科制药采用代理模式，对终端渠道把控能力不强，而且代理商也没有大力推广公司产品，覆盖的医院也只有 1000 家左右，导致销售规模偏小。公司完成收购后，对东科制药的营销团队进行整合：取消代理制度，全部采用自营队伍，正在加大医院开拓力度，如妇炎舒 2015 年只覆盖了 400 多家医院，2016 年增加到 800 多家。借助公司广阔的销售团队和强大的学术推广能力，未来随着医院终端数量增加和单个医院深度挖潜，妇炎舒、展筋活血散等优质品种有望迎来高速放量。

重点推广品种妇炎舒胶囊与蛋白琥珀酸铁均针对妇科，能够形成产品协同。2016 年妇炎舒胶囊收入超过 0.5 亿，增速接近 100%，预计未来市场空间接近 5-10 亿。

表 20：东科制药主要的独家品种/剂型的医保情况

产品	适应症	竞争格局	国家医保	地方医保增补数量
妇炎舒胶囊	清热凉血、活血止痛，用于妇女盆腔炎症等引起的带下量多和腹痛	独家剂型	乙类	26
展筋活血散	活血化痰，通络展筋，消肿止痛，用于颈椎病、肩关节周围炎、腰肌劳损	独家品种	乙类	24
心欣舒胶囊	益气活血，滋阴荣心，用于气阴两虚所致的胸痹、心悸	独家品种	否	4
甘海胃康胶囊	健脾和胃，收敛止痛，用于脾虚气滞所致的胃脘痛	独家剂型	否	3
黄龙咳嗽胶囊	益气补肾，宣肺化痰，止咳平喘，用于肺肾气虚、痰热郁肺之咳嗽	独家剂型	否	1

数据来源：药智网，西南证券整理

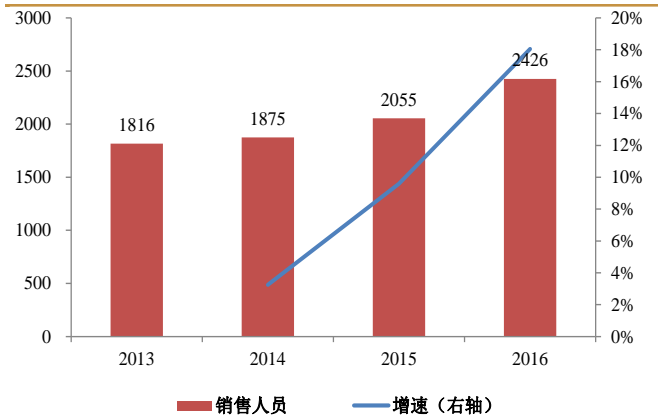
4 学术推广能力强，推动产品快速放量

公司销售团队执行力强，学术推广能力出色，具有覆盖面广、营销实力强、营销质量高的优势。

覆盖面广

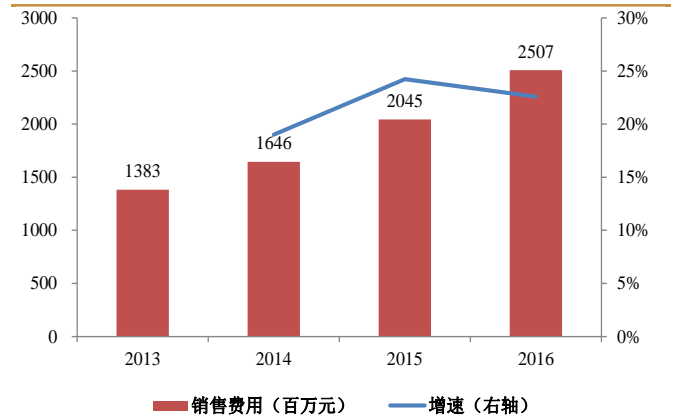
公司的销售人员数量超过 2400 人，仍在持续增长阶段，营销网络已经覆盖全国。公司与国药控股、华润医药、九州通、北京医药、上海医药、广州医药等大型医药商业企业建立了良好的合作关系，产品在全国近 6000 家医院均有销售，其中二级以上医院超过 3000 家，形成了覆盖全国的营销网络。

图 31：公司销售人员数量增长趋势（人）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：公司销售费用增长趋势



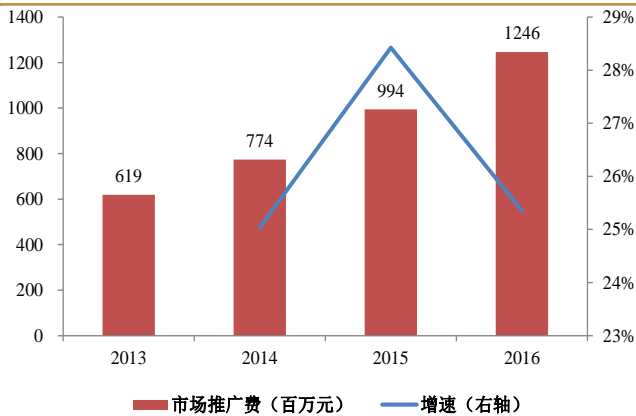
数据来源：公司公告，西南证券整理

营销实力强

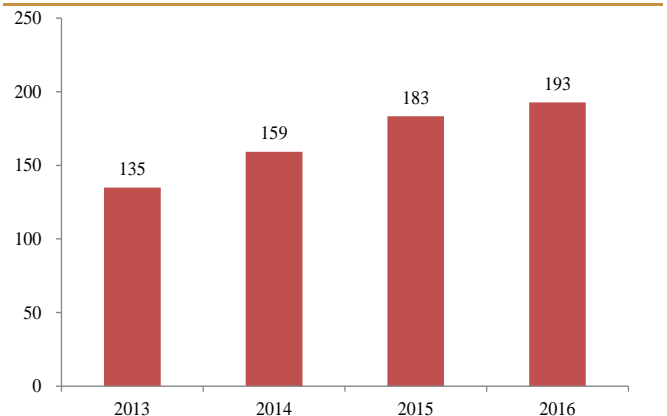
- 销售团队扩张快：公司的销售人员保持快速增长，尤其是近年来大力开拓 OTC 市场，2016 年销售人员数量达到 2426 人，同比增长 18%。
- 学术推广力度大：公司在销售方面的投入力度大，借壳上市以来复合增速超过 20%。2016 年销售费用超 25 亿元，同比增长 23%。公司采用学术推广模式，各大主要产品均有丰富的临床试验证据支持，通过大规模的学术会议、医生教育等方式进行学术推广。

高强度的学术推广能够让医生充分认识药品的临床疗效和安全性。学术推广力度大，费用投入每年保持 25% 以上的增长，2016 年市场推广费用达 12.46 亿元，同比增长 25%。

- 自营团队效率高：公司产品推广采用自营团队，不仅契合两票制改革的方向，而且与代理相比具有明显优势：1) 直接掌控终端，避免受制于人；2) 销售政策灵活，能够及时应对客户需求；3) 省去中间环节，提高盈利能力。

图 33：公司市场推广费增长趋势


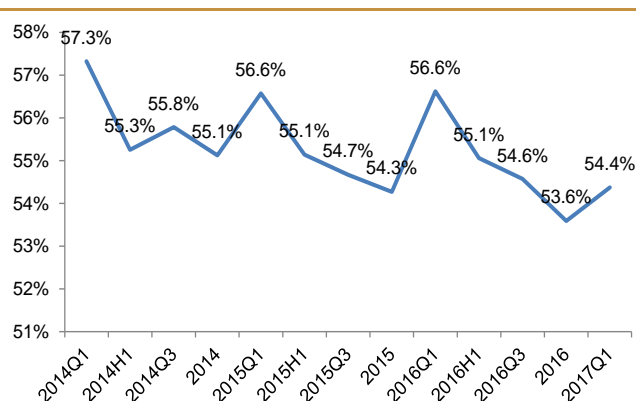
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：公司销售人员单人产出持续增长（万元）


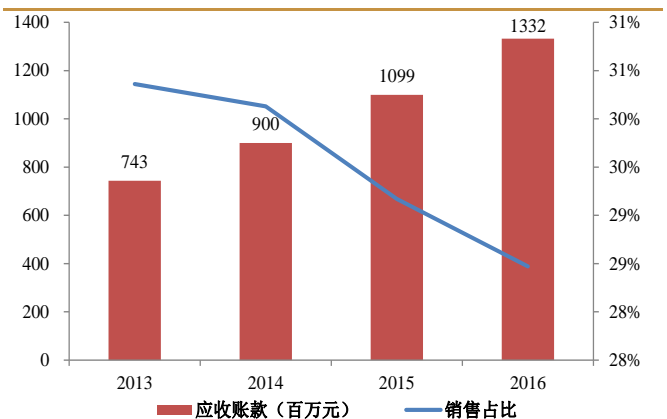
数据来源：公司公告，西南证券整理

营销质量高

在保证销售收入快速增长的同时，公司通过内部管理，保证了较高的经营质量。1) 单人销售产出持续增长，从 2013 年的 135 万增加到 2016 年的 193 万，增幅达到 43%，无论是销售人员的人均产出还是 2013-2016 年的产出增幅都超过大多数中药上市公司（不包括有医药流通业务的公司，因流通企业的人均产出远高于生产企业）；2) 运营管理效率提升，销售费率稳步下降，2016 年销售费率为 53.6%，同比下降 0.7pp，其中市场推广费占比有所提升，但差旅费、员工薪酬等费用增速低于收入增速，估计主要与公司营销协同和内部控制能力有关；3) 应收账款占销售收入的比例持续下降，2016 年占比为 28%，同比下降 0.7pp。

图 35：公司销售费率呈稳步下降趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：公司应收占款占销售收入的比例持续下降


数据来源：公司公告，西南证券整理

表 21：中药上市公司人均销售收入比较（百万元）

上市公司	2013	2014	2015	2016	2013-2016 年增幅
康美药业	892	877	767	730	-18%
华东医药	759	648	817	694	-9%
步长制药				428	
天士力	219	232	229	253	16%
华润三九	225	202	220	230	2%
济川药业	135	159	183	193	43%
同仁堂	161	152	165	180	12%
以岭药业	126	149	170	179	42%
振东制药	109	116	136	168	55%
白云山	816	627	372	156	-81%
贵州百灵	65	73	68	77	19%

数据来源：各公司公告，西南证券整理（斜体代表上市公司拥有医药流通业务）

5 盈利预测

假设 1：随着 OTC 渠道快速增长和地方医保省份增补，蒲地蓝口服液 2017-2019 年的销量增速分别为 25%、20%、20%；

假设 2：随着医院终端覆盖增加和规格替换，预计小儿鼓翘清热颗粒 2017-2019 年的销量增速分别为 40%、35%、30%；

假设 3：规模效应导致公司期间费率逐步下降，预计 2017-2019 年分别下降约 1 个百分点。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 22：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
清热解毒类	收入	2135.8	2669.8	3203.7	3844.5
	增速	28.4%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	87.4%	88.0%	88.5%	89.0%
消化类	收入	1092.0	1255.8	1444.2	1733.0
	增速	12.0%	15.0%	15.0%	20.0%
	毛利率	94.1%	94.5%	95.0%	95.5%
儿科类	收入	671.0	939.5	1268.3	1648.7
	增速	35.9%	40.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	86.2%	87.0%	87.5%	88.0%
呼吸类	收入	206.2	237.1	272.7	313.6
	增速	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	87.5%	88.0%	88.5%	89.0%

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
心脑血管类	收入	76.7	84.4	92.9	102.1
	增速	4.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	71.8%	72.0%	72.0%	72.0%
妇科类	收入	53.4	96.1	144.2	216.3
	增速	84.0%	80.0%	50.0%	50.0%
	毛利率	76.2%	77.0%	78.0%	79.0%
其他工业	收入	273.3	380.6	547.5	711.4
	增速	53.4%	39.2%	43.9%	29.9%
	毛利率	80.5%	81.0%	81.5%	82.0%
工业小计	收入	4508.5	5663.3	6973.4	8569.7
	增速	25.5%	25.6%	23.1%	22.9%
	毛利率	88.0%	88.4%	88.7%	89.1%
商业	收入	160.5	176.6	194.2	213.6
	增速	-4.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
合计	收入	4677.9	5839.8	7167.6	8783.3
	增速	24.2%	24.8%	22.7%	22.5%
	毛利率	85.2%	86.0%	86.5%	87.1%

数据来源：公司公告，西南证券

6 估值分析

6.1 绝对估值

关键假设如下：

- (1) 过渡期增长率为 15%，过渡期年数为 5 年；
- (2) 永续期增长率为 2%；
- (3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 23：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.20%
市场组合报酬率 Rm	11.00%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	10.00%
β 系数	0.70
债务资本成本 Kd	5.00%

估值假设	数值
债务资本比重 Wd	5.00%
股权资本成本 Ke	8.66%
WACC	8.44%

数据来源: wind, 西南证券

表 24: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
FCFF	432.18
EBIT	1404.35
EBIT* (1-所得税税率)	1204.03
折旧与摊销	102.43
营运资金的净变动	-474.28
核心企业价值	22722.99
净债务价值	-71.39
股票价值	22794.38
每股价值	28.15

数据来源: wind, 西南证券

表 25: FCFF 估值敏感性分析 (元)

WACC	7.45%	7.95%	8.45%	8.95%	9.45%
2.0%	29.63	26.96	24.70	22.77	21.11
2.5%	32.01	28.88	26.28	24.09	22.22
3.0%	34.93	31.20	28.15	25.63	23.50
3.5%	38.58	34.03	30.40	27.45	24.99
4.0%	43.30	37.59	33.16	29.64	26.77

数据来源: wind, 西南证券

从绝对估值看, 公司每股内在价值约 28.15 元。我们认为市场将逐步改变对公司产品结构 and 未来发展空间的看法, 估值有望逐步修复。绝对估值无法反应这部分市场预期, 因此选择相对估值。

6.2 相对估值

我们筛选了市值超过 200 亿的中药制造业上市公司, 不包括存在估值溢价的品牌中药上市公司。可比公司 2017 年 PE 的平均值为 30 倍。与可比公司相比, 2017 年公司 PE 仅 24 倍, 市值存在明显低估。参考可比公司给予公司 2017 年 30 倍 PE, 对应目标价为 45.90 元。

表 26：可比公司估值

代码	公司	市值（亿元）	PE-TTM	2017PE	2018PE	2017PB
600566.SH	济川药业	301	29	24	19	6.3
	平均值		35	30	26	4
002424.SZ	贵州百灵	266	51	46	40	7.2
002603.SZ	以岭药业	206	36	31	26	3.1
600535.SH	天士力	446	37	29	25	4.8
603858.SH	步长制药	486	27	23	20	3.3
000999.SZ	华润三九	305	24	21	18	3.1

数据来源：Wind，西南证券整理

7 风险提示

1) 药品招标或降价的风险

蒲地蓝口服液等产品需要经过各省招标，或存在药品招标降价的风险。

2) 产品销售或不达预期的风险

公司产品销售取决于医药行业大环境和销售推广力度，在公立医院医疗费用增速总量控制和医保控费的背景下，或存在产品销售不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4677.89	5839.81	7167.62	8783.30	净利润	934.36	1242.35	1610.83	2087.95
营业成本	690.45	818.74	966.27	1129.70	折旧与摊销	118.03	102.43	116.22	131.06
营业税金及附加	90.38	112.83	138.49	169.71	财务费用	-8.87	-14.69	-14.90	-15.08
销售费用	2506.92	3095.10	3763.00	4567.32	资产减值损失	12.65	10.00	10.00	10.00
管理费用	338.44	408.79	465.90	527.00	经营营运资本变动	-35.40	-474.28	-280.09	-368.01
财务费用	-8.87	-14.69	-14.90	-15.08	其他	-107.68	-20.00	-20.00	-20.00
资产减值损失	12.65	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	913.10	845.81	1422.06	1825.92
投资收益	8.51	10.00	10.00	10.00	资本支出	-437.95	-400.00	-420.00	-450.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	43.52	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-394.43	-390.00	-410.00	-440.00
营业利润	1056.42	1419.04	1848.86	2404.66	短期借款	0.00	0.00	63.11	43.98
其他非经营损益	31.55	30.00	30.00	30.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1087.97	1449.04	1878.86	2434.66	股权融资	602.19	0.00	0.00	0.00
所得税	153.61	206.69	268.03	346.71	支付股利	-547.02	-744.30	-989.83	-1283.41
净利润	934.36	1242.35	1610.83	2087.95	其他	26.27	14.69	14.90	15.08
少数股东损益	0.18	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	81.44	-729.61	-911.83	-1224.35
归属母公司股东净利润	934.18	1242.35	1610.83	2087.95	现金流量净额	600.11	-273.80	100.24	161.57
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	890.32	616.52	716.76	878.33	成长能力				
应收和预付款项	1450.05	1839.16	2247.84	2750.95	销售收入增长率	24.15%	24.84%	22.74%	22.54%
存货	204.40	242.38	286.06	334.44	营业利润增长率	39.81%	34.33%	30.29%	30.06%
其他流动资产	216.26	269.97	331.36	406.05	净利润增长率	36.78%	32.96%	29.66%	29.62%
长期股权投资	6.07	6.07	6.07	6.07	EBITDA 增长率	35.03%	29.27%	29.43%	29.25%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1692.44	1896.29	2106.34	2331.55	毛利率	85.24%	85.98%	86.52%	87.14%
无形资产和开发支出	392.95	487.34	581.74	676.14	三费率	60.64%	59.75%	58.79%	57.83%
其他非流动资产	135.12	134.46	133.79	133.12	净利率	19.97%	21.27%	22.47%	23.77%
资产总计	4987.61	5492.19	6409.95	7516.64	ROE	25.34%	29.68%	33.51%	37.21%
短期借款	0.00	0.00	63.11	107.09	ROA	18.73%	22.62%	25.13%	27.78%
应付和预收款项	728.41	640.93	766.47	904.88	ROIC	30.95%	33.68%	35.92%	39.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.92%	25.80%	27.21%	28.70%
其他负债	571.69	665.70	773.81	893.57	营运能力				
负债合计	1300.10	1306.63	1603.39	1905.54	总资产周转率	1.09	1.11	1.20	1.26
股本	397.64	809.62	809.62	809.62	固定资产周转率	4.03	3.83	4.19	4.61
资本公积	1576.04	1164.06	1164.06	1164.06	应收账款周转率	3.85	3.86	3.81	3.82
留存收益	1683.66	2181.71	2802.71	3607.25	存货周转率	3.68	3.67	3.66	3.64
归属母公司股东权益	3657.34	4155.39	4776.39	5580.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.67%	—	—	—
少数股东权益	30.17	30.17	30.17	30.17	资本结构				
股东权益合计	3687.51	4185.56	4806.56	5611.10	资产负债率	26.07%	23.79%	25.01%	25.35%
负债和股东权益合计	4987.61	5492.19	6409.95	7516.64	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	3.94%	5.62%
					流动比率	2.24	2.39	2.33	2.38
					速动比率	2.07	2.20	2.14	2.19
					股利支付率	58.56%	59.91%	61.45%	61.47%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1165.58	1506.78	1950.18	2520.64	每股收益	1.15	1.53	1.99	2.58
PE	32.25	24.25	18.70	14.43	每股净资产	4.55	5.17	5.94	6.93
PB	8.17	7.20	6.27	5.37	每股经营现金	1.13	1.04	1.76	2.26
PS	6.44	5.16	4.20	3.43	每股股利	0.68	0.92	1.22	1.59
EV/EBITDA	11.82	19.50	15.05	11.59					
股息率	1.82%	2.47%	3.29%	4.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn