

苗药龙头，进军保健品饮料行业

买入首次

投资要点:

- 📖 苗药龙头借力政策持续整合苗药资源
- 📖 OTC 渠道强大，处方药高增长，进行中药材种植增加业绩弹性
- 📖 开发胶原蛋白饮品，涉足保健品行业

报告摘要:

- **苗药龙头借力政策持续整合苗药资源。**公司是我国最大的苗药研发、生产企业，通过并购使现有苗药品种达到 17 个，并逐步进军保健品领域。在贵州省政府扶持苗药龙头企业的政策支持下，将进一步对贵州省内医药资源进行整合，扩大苗药龙头领先优势。
- **OTC 渠道强大，处方药高增长，进军中药材种植增加业绩弹性。**公司 OTC 市场营销队伍实力强劲，收购的小儿感冒药可以也借助渠道快速增长。处方药市场上，银丹心脑通三年平均增速达到 41%，销售额达 2.7 亿元。随着天台山药业生产线的顺利投产将不再有产能瓶颈，预计未来三年增速依旧能够保持 30% 以上。定位于贵州本省的特色疗效药材与自身产品使用药材进行种植，可以保障公司自身的药材供应，也是对公司产业链条的完善。
- **开发胶原蛋白饮品，涉足保健品行业。**公司看好饮料品行业和保健品行业，并与日本知名保健品公司烧津公司和知名调味品公司德国得乐合作开发了胶原蛋白饮料。此产品定位于高端市场，已经与 2011 年 10 月份开始试生产并投放市场。**该饮料聚焦“胶原蛋白”、“中草药提取物”、“高端产品”三个市场热点，不排除成为第二个“王老吉”。**
- **盈利预测与估值。**公司是苗药龙头企业，在 OTC 和处方药两个领域均具有较强的销售能力，未来不但可以通过收购不断壮大产品队伍，中药材种植又可增加业绩弹性。预计 12 年至 14 年 EPS 分别为 0.56、0.72、0.93 元，对应 PE 分别为 27 倍，20 倍和 16 倍，虽然我们调低了 2012 年的业绩预测，但是长期看好，特别是向保健饮料进军可以规避医药行业的政策风险，长期给予“买入”评级。

医药研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

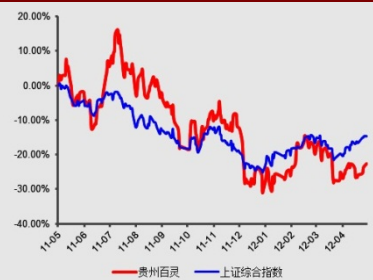
联系人:

卫雯清

电话: 010-88085985

Email: weiwenqing@hysec.com

市场表现



相关研究

《宏源证券-瑞康医药-002589-年报点评: 符合政策导向, 增长步伐不减》-120425

《宏源证券-红日药业-300026-一类新药 PTS 将通过三期临床, 跟踪报告》-120425

《宏源证券-红日药业-300026-深度报告: 中药配方颗粒将维持高增长》-2012.3

《宏源证券*公司研究*红日药业: 购买康仁堂全部股权预案的点评* 300026* 医药行业* 孙伟娜、卫雯清》, 2012.2

《宏源证券*公司研究*红日药业深度报告: 公司正处于天时地利人和时点* 300026* 医药行业* 孙伟娜、吴洋》, 2011.11

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	863.76	1138.43	1514.90	1876.21	2255.58
增长率	17.60%	31.80%	33.07%	23.85%	20.22%
净利润	158.20	208.38	262.11	336.84	439.29
增长率	41.67%	31.72%	25.78%	28.51%	30.41%
每股收益	0.336	0.443	0.557	0.716	0.934

目录

投资要点:	4
苗药龙头，在政策支持下进行资源整合	4
OTC 渠道强大，处方药高增长	4
中药材种植增加公司弹性	4
涉足保健品行业，创造新的利润增长点	4
一、公司概况	6
（一）历史沿革	6
（二）股权结构	6
二、苗药龙头，一线品种增速快，并涉足保健品行业	7
三、公司四大一线产品	9
（一）银丹心脑血管：苗药特色	9
1、心脑血管中成药大有可为	9
2、银丹心脑血管软胶囊：大病种、新苗药	9
3、入选 09 年医保乙类品种，具有独家品种优势	10
（二）感冒类药品是公司传统优势药品种类	10
1、感冒药市场复合增长率为 11.94%	10
2、维 C 银翘片老品牌，价低廉，恢复增长	11
老品牌，恢复增长	11
社区、农村市场巨大	11
2、金感胶囊：新品种，高毛利	12
（三）咳速停系列：苗药特色，市场广阔	13
1、止咳化痰中成药市场前景	13
2、市场竞争加剧，市场销售稳定	14
四、收购公司借助渠道开发新产品	14
（一）借助 OTC 渠道发展小儿感冒药	14
（二）康妇宁片、经带宁胶囊有望成为增长新动力	15
五、公司潜在增长力	15
（一）整合苗药资源，并购进行时	15
（二）进军药材市场，自用兼外销	15
1、公司种植中药材保证自身药材供应	15
2、中药材种植模式需建立示范基地	16
六、进军保健品，着眼消费市场	17
（一）公司拟进军保健品领域	17
（二）高端胶原蛋白饮品“爱透”将投放市场	17
七、盈利预测与评级	18
（一）盈利预测	18
（二）风险提示	19

插图

图 1: 股权结构图.....	6
图 2: 公司收入和利润增速 (单位: 百万元)	7
图 3: 公司业务按地区分布.....	7
图 4: 2011 年分产品收入.....	8
图 5: 近年来心脑血管中成药市场规模.....	8
图 6: 城市居民心脑血管疾病死亡率 (每 10 万人)	9
图 7: 2009 年心脑血管药市场集中度.....	9
图 8: 银丹心脑血管销售收入及增速 (单位: 万元)	10
图 9: 07-11 年感冒药市场规模及增长率 (单位: 亿元)	11
图 10: 2011 年感冒药市场剂型比例.....	11
图 11: 维 C 银翘片销售收入及增长率 (单位: 万元)	12
图 12: 金感胶囊销售收入及增长率 (单位: 万元)	12
图 13: 白糖 1205 期货价格 (单位: 元/吨)	13
图 14: 金银花价格走势 (单位: 元/千克)	13
图 15: 近年止咳化痰药市场规模.....	13
图 16: 09-10 止咳化痰类药三城市销售额占比.....	13
图 17: 止咳化痰类药三城市剂型占比.....	14
图 18: 咳速停系列销售收入及增长率.....	14
图 19: 九大城市医院儿童感冒药规模 (单位: 亿元)	15
图 20: 妇科用药市场规模及增长 (单位: 亿元)	15

表格

表 1: 上市以来收购的公司.....	6
表 2: 公司主要产品.....	8
表 3: 银丹心脑血管四大特点.....	10
表 4: 2012 年感冒药价格分布表.....	12
表 5: 公司种植项目表.....	16
表 6: 2011 年市场上饮品竞争格局.....	17
表 7: 报表预测.....	18

投资要点:

苗药龙头，在政策支持下进行资源整合

公司是我国最大的苗药研发、生产企业之一，通过并购 5 家公司和一家保健品公司，使公司现有苗药品种达到 17 个，并逐步进军保健品领域。公司在贵州省政府扶持苗药龙头企业的政策支持下，将进一步对贵州省内医药资源进行整合，提高公司的综合竞争力。

OTC 渠道强大，处方药高增长

公司四大产品咳速停系列、VC 银翘片、金感胶囊和银丹心脑通都是销售过亿元的产品。公司营销队伍成熟，尤其是 OTC 市场营销队伍实力强劲，公司目前已与全国 200 多家一级经销商、600 家二级经销商和 40000 家 VIP 药房建立了良好合作关系，整体上已经建成较完善的 OTC 市场销售网络。营销网络覆盖面广，渗透力强，VC 银翘片是公司的老牌产品，市场占有率 40% 以上，公司拥有发明专利的独家品种金感胶囊借助 VC 银翘片的市场渠道进行推广，给经销商更大的利润空间，增速可观。公司强大的 OTC 渠道也有助于新购药物如小儿氨酚烷胺颗粒的推广，小儿感冒药获批难度大，在公司强大的销售渠道推进下，预计 3 年之内也将成为公司第五个销售过亿元的药品。

而公司在 2005 年推出的处方药银丹心脑通是国家医保乙类品种，通经过 7 年的市场培育，2011 年销售已达 2.7 亿元，年均增速达到 41%，增速远超同类药品和整个心脑血管市场的增长，目前公司已开发二级以上医院 2100 多家，其中三级医院 530 多家。随着天山药业生产线的顺利投产，突破银丹心脑通的产能瓶颈，2012 预计增长 30% 以上。

中药材种植增加公司弹性

自 2010 年 12 月以来，公司公告了 4 次药材种植计划，分别是 1.1 万亩的太子参、1 万亩的山银花、6000 亩的吉祥草和 281 亩的虎耳草。百灵进入中药材市场，定位于贵州本省的特色疗效药材与自身产品使用主要成分药材，一方面可以保障公司自身的药材供应，大幅降低成本，平抑价格波动；另一方面是对公司产业链条的完善，加强了对基础的原材料这一下游产业的控制，增强了市场的话语权，增加了企业的盈利能力。

涉足保健品行业，创造新的利润增长点

公司推出一种胶原蛋白功能性饮料：“爱透”，同时含有茯苓、百合、白芷等中药材成分，定位于高端市场。早在 2 年之前，公司就很看好饮料品行业和保健品行业，并与日本知名保健品公司烧津公司和知名调味品公司德国得乐合作开发了胶原蛋白饮料。此产品定位于高端市场，已经与 2011 年 10 月份开始试生产并投放市场。由于饮料品对市场推广要求非常高，公司也是专门聘请了成熟饮料企业团队进行了营销队伍的建设。该饮料聚焦“胶原蛋白”、“中草药提取物”、“高端产品”三个市场热点，不排除成为第二个“王老吉”。

同时使用日本烧津的鳕鱼胶原蛋白产品开发了胶原蛋白粉剂和口服液，打算通过电子商务进行销售，同时在淘宝上建立其品牌旗舰店。九鑫生物的保健品项目已经通过 GMP 认证，正在报批国家食品药品监督管理局，获批之后将进一步丰富公司保健品系列，创造企业盈利点。

盈利预测

公司是苗药龙头企业，在 OTC 和处方药两个领域均具有较强的销售能力，未来不但

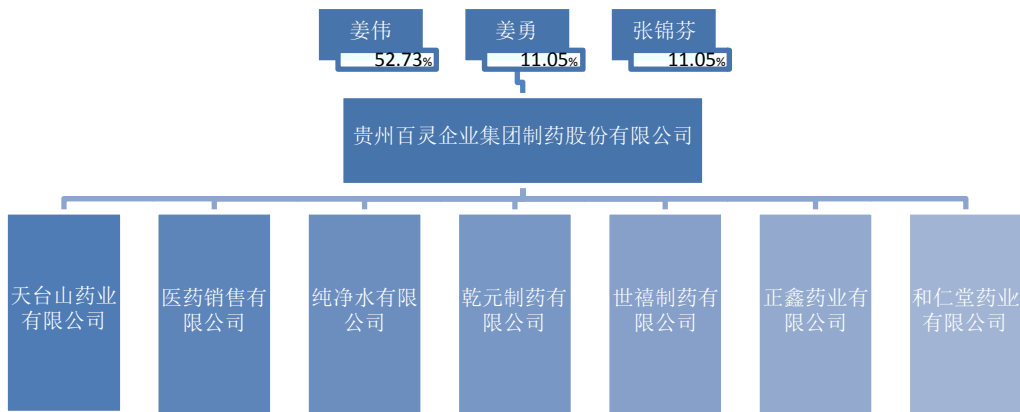
可以通过收购不断壮大产品队伍，中药材种植又可增加业绩弹性。预计 12 年至 14 年 EPS 分别为 0.56、0.72、0.93 元，对应 PE 分别为 27 倍，20 倍和 16 倍，虽然 2012 年业绩压力较大，但是长期看好，特别是向保健饮料进军可以规避医药行业的政策风险，长期给予“买入”评级。

一、公司概况

(一) 历史沿革

贵州百灵企业集团制药股份有限公司是我国最大的苗药研发、生产企业之一，现有 17 个独家苗药品种，拥有包括软胶囊、片剂、胶囊剂、丸剂、颗粒剂、糖浆剂、输液剂、滴丸等 12 种生产剂型，18 条 GMP 药品生产线，108 个药品生产批文，14 项发明专利，61 项专利。2007 年 1 月，公司的“百灵鸟及图”商标被认定为“中国驰名商标”。公司主要产品咳速停糖浆（及胶囊）、银丹心脑通软胶囊、维 C 银翘片、金感胶囊、姜酚胶丸、骨力胶囊等产品已在全国 31 个省、自治区和直辖市形成销售网络。

图 1：股权结构图



资料来源：宏源证券，公司网站

(二) 股权结构

贵州百灵的股东为 3 名自然人，姜伟、姜勇、张锦芬，通过在深交所上市发行之后持股比例分别为 52.73%、11.05% 和 11.05%。公司上市之初只拥有天台山药业、医药销售公司和一家纯净水公司，并参股了安顺市商业银行。从 11 年年初开始，公司迈开并购扩充步伐，收购了 5 家公司，同时购买了一家保健品公司的产品所有权，不断扩大业务规模和产品种类，使公司获得 8 个有专利的苗药产品以及多个有潜力的品种，并涉及妇科、儿科和泌尿系统疾病，完善了公司的产品类别。

表 1：上市以来收购的公司

收购公司	收购价格	公司主营业务	收购日期
贵州正鑫药业有限公司	2800 万元收购 100% 股权	双羊喉痹痛颗粒、结石清胶囊，保儿宁颗粒	2011 年 10 月
贵州和仁堂药业有限公司	4000 万元收购 60% 的股权	泌淋清胶囊、洁阴灵洗剂、咳清胶囊、康妇灵片及胶囊、胃可安胶囊、咽炎清片，小儿氨酚烷胺颗粒 7 个药品，重点是康妇灵片和小儿氨酚烷胺颗粒。	2011 年 6 月
贵州世禧制药	100% 股权	经带宁胶囊	2011 年 5 月

有限公司

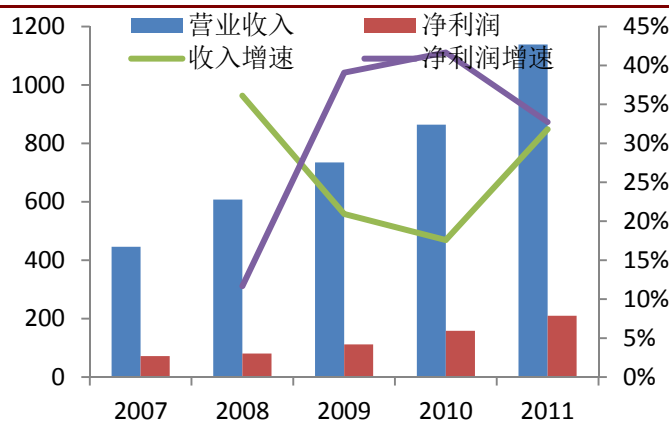
上海九鑫生物科技有限公司	1000 万元购买第 5 类商标及 26 个保健食品项目的产品所有权	健康快乐第 5 类商标及瑞特牌维参氨基酸片等 26 个保健食品项目的产品所有权	2011 年 4 月
乾元制药	800 万元收购 100% 股权	复方天麻颗粒、一清颗粒、护肝片、杞菊地黄胶囊、消渴灵片和除脂生发片等。	2011 年 1 月
德信润生制药	800 万元收购 100% 股权	片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、干混悬剂生产，原料药生产	2011 年 1 月

资料来源：宏源证券，公司公告

二、苗药龙头，一线品种增速快，并涉足保健品行业

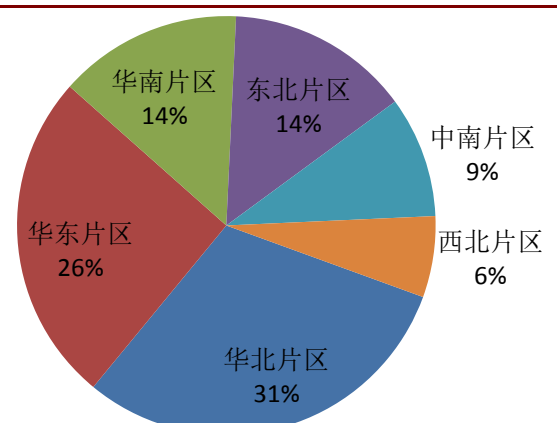
公司产品种类众多，层次结构明晰，经过多年的发展，形成了以苗药主体为依托，产品丰富，重点突出，领域广阔的格局态势。其中重点的一线主力药品涵盖咳嗽、感冒、心脑血管等疾病领域，有咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片、银丹心脑血管软胶囊、金感胶囊，其中咳速停和银丹心脑血管软胶囊为拥有自主知识产权的苗药，其产品销售额占药品工业收入比例的 40%。2011 年以来，公司加快扩张的步伐，进一步整合本省的苗药资源，相继并购了 5 家药厂和一家保健食品的项目所有权，增加了苗药品种双羊喉痹痛颗粒和泌淋清胶囊等，使企业的触角延伸到了前景广阔的妇科，儿科，以及泌尿系统疾病领域。现公司已经拥有 17 个苗药品种，占贵州 154 个苗药的 10% 以上，已成为拥有苗药数量最多的企业，并逐渐涉足保健品行业。

图 2：公司收入和利润增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，宏源证券

图 3：公司业务按地区分布



资料来源：公司公告，宏源证券

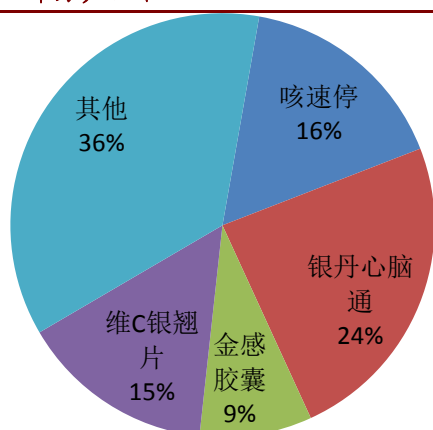
表 2: 公司主要产品

分类	药品名称	类型
止咳化痰中成药	咳速停糖浆 (及胶囊)	OTC
	咳立停糖浆	OTC
	复方岩白菜素片	处方药
健脑安神	复方天麻片	处方药
感冒药	维 C 银翘片	OTC
	金感胶囊	OTC
心脑血管中成药	银丹心脑血管软胶囊	处方药
骨质疏松中成药	骨力胶囊	处方药
清热解毒中成药	复方一枝黄花喷雾剂、六味地黄丸	OTC
胃炎胃溃疡中成药	陈香露白露片、木香顺气丸	OTC
胆囊疾病中成药	胆炎康胶囊	OTC
活血调经	益母草膏	OTC
妇科用药	康汝阴抑菌洗液	OTC
	康妇灵胶囊(和仁堂药业)	OTC
前列腺用药	前列康胶囊	OTC
	泌淋清胶囊 (和仁堂药业)	处方药

资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

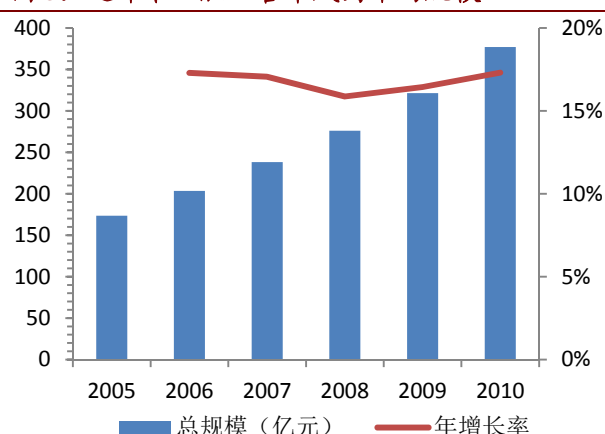
公司近年来成长迅速, 营业收入和净利润保持稳定快速的增长, 2009 年至 2011 年公司实现收入 7.36 亿元, 8.64 亿元, 11.64 亿元, 同比分别增长 20.94%, 17.60% 和 34.81%, 净利润同比分别增长 39.07%, 41.67% 和 32.71%。其高速增长一方面得益于原有的优势药品咳速停和金感胶囊的稳定增长, 银丹心脑血管软胶囊也逐渐得到市场认可, 带动公司业绩。另一方面是公司营销队伍成熟, 尤其是 OTC 市场营销队伍实力强劲, 公司目前已与全国 200 多家一级经销商、600 家二级经销商和 40000 家 VIP 药房建立了良好合作关系, 整体上已经建成较完善的 OTC 市场销售网络。营销网络覆盖面广, 渗透力强, 不仅带动了支柱型药品的销售, 同时为新近并购的药品品种的推广铺平道路, 促进其收入增加。

图 4: 2011 年分产品收入



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 5: 近年来心脑血管中成药市场规模



资料来源: 健康网, 宏源证券

三、公司四大一线产品

（一）银丹心脑血管：苗药特色

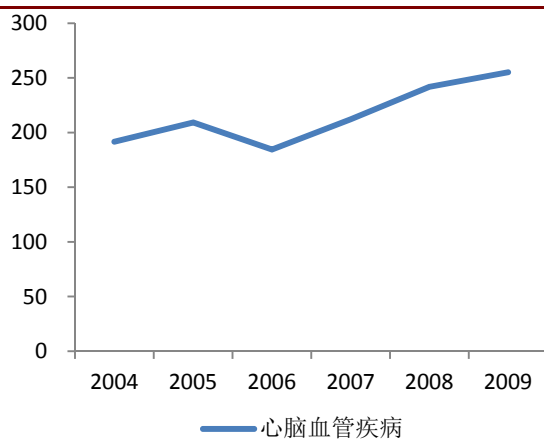
1、心脑血管中成药大有可为

心脑血管用药在我国市场前景广阔。首先心脑血管用药是仅次于抗感染用药排名第二，目前我国心脑血管用药市场超过 1000 亿元，年增速超过 20%。随着中国老龄化进程的加速，心脑血管疾病死亡率逐年上升，发病率的增高使得市场规模不断扩大。其次，心脑血管病的特点是一经得病，终身药物治疗的特点，药物服用的周期长，使得心血管药物的增速得以持续。

目前心血管用药西药占我国市场的主导地位，而中成药在心脑血管疾病领域具有多靶点、副作用小、无抗药性等明显优势，在整个心脑血管用药所占比重逐年上升，市场地位不断提升，预计未来两年，其市场规模年增长率将在 15%-20%。

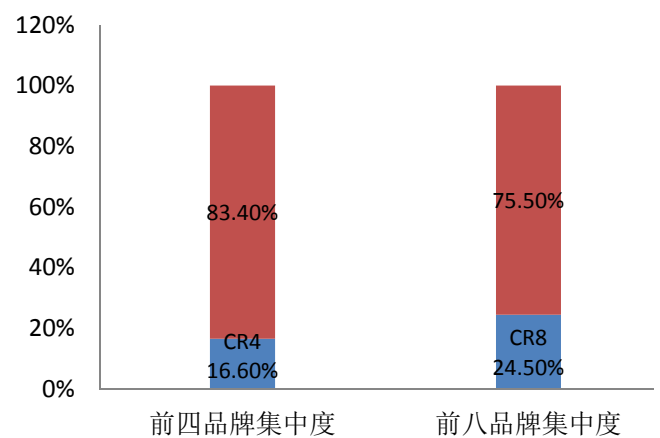
同时从市场的品牌集中度来看，CR4<35%，说明该市场属于低集中度市场；20%≤CR8<40%，属低集中竞争型的市场，两个指标均显示心脑血管中成药市场目前强势品牌的竞争优势并不明显，市场群雄逐鹿，新兴药品的市场空间大有可为。

图 6：城市居民心脑血管疾病死亡率（每 10 万人）



资料来源：卫生部，宏源证券

图 7：2009 年心脑血管药市场集中度



资料来源：健康网，宏源证券

2、银丹心脑血管软胶囊：大病种、新苗药

中成药治疗心脑血管疾病的主流药物大致有四大类型：丹参类、银杏叶类、灯盏细辛类、动物药类。银丹心脑血管软胶囊放弃全蝎、蜈蚣等易产生燥热和肠胃刺激的药物类成份，同时拥有了其他三类药物且经过了临床验证，具有“心脑血管同治”的功效，能同步治疗冠心病心绞痛、头晕头痛和中风后遗症，预防心肌梗塞、脑中风，同时防止心肌梗塞、脑中风的复发。

银丹心脑血管软胶囊是公司近年的主打产品，主要成分为银杏叶、丹参、灯盏细辛、三七、绞股蓝、山楂等，是 2005 年推出的心脑血管类苗药专利药品，是心脑血管领域唯一使用软胶囊技术的品种，也是独家苗药医保品种，近三年年均增长率达到 41%，毛利率预计在 80%，虽然其市场占有率仍不是很高，但远超同类药品和整个心脑血管市场的增长速

度,目前已进入三甲医院 530 多家,该产品的品牌影响力将不断得到提升,随着天台山药业生产线近期的顺利投产,突破银丹心脑通的产能瓶颈,产能逐步的释放,预计今年有 30% 的增长。

表 3: 银丹心脑通四大特点

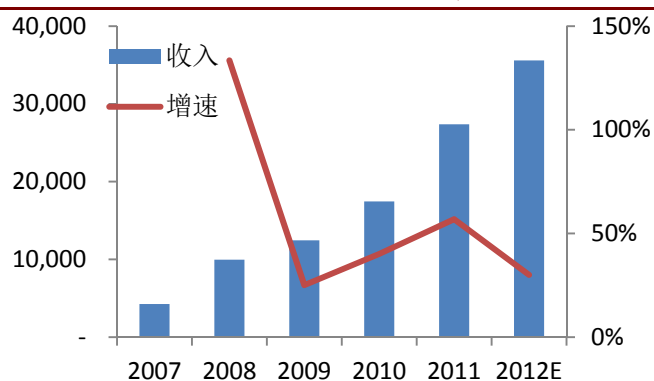
组方全面	提取银杏总黄酮、丹参酮 IIA、三七总皂、灯盏花素等治疗心脑血管病的有效成份,浓度高,疗效强。
疗效显著	银杏叶、丹参、大蒜的有效成份结合,防治冠心病、心肌梗塞;绞股蓝、灯盏细辛、三七、天然冰片有效成份联合,防治中风及后遗症;银杏叶、大蒜、山楂、三七有效成份联合,缓解心脑血管病初期症状。
剂型先进	软胶囊技术将有效成份溶解入植物油中,服用后直接被肠道全部吸收,其吸收利用率是传统剂型的 5-7 倍,使药效最大化发挥,显效迅速。
服用安全	运用国际领先的软胶囊、定量控制制备技术,完美剔除药材中的杂质,有效成份用量科学、配比合理,保证了制药过程中不产生副作用。

资料来源:宏源证券

3、入选 09 年医保乙类品种,具有独家品种优势

银丹心脑通属于 09 年《医保目录》内乙类品种,日服价格在 8-16 元左右,而且是苗药独家品种,渠道也是公司组建的队伍。虽然医改最终目标是要对流通环节加以控制,但是只是针对低价代理模式的产品,而银丹心脑通作为公司自主开发的苗药制剂基本不会受到医改的影响,并且没有降价压力,药品价格上也具有竞争优势。

图 8: 银丹心脑通销售收入及增速 (单位: 万元)



资料来源:公司公告,宏源证券

(二) 感冒类药品是公司传统优势药品种类

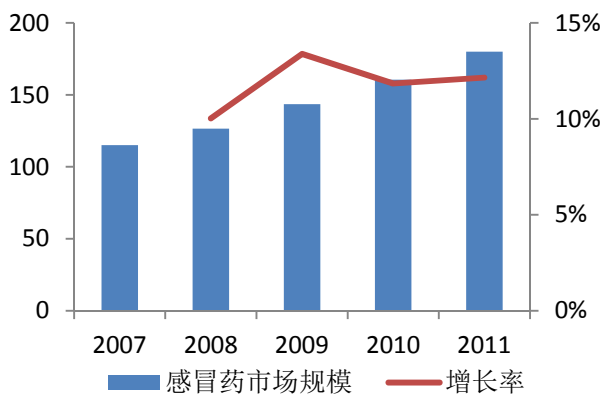
感冒是一种常见又多发的疾病,受气候、环境等因素的变化影响很大,用药频率相对较高,除了冬春季节是感冒高发季节外,其他季节感冒也是一种常见病。感冒药在 OTC 领域中占比达到 34%,随着 OTC 销售份额的日益增加,感冒药被消费者自主选择的机会也在增加。调查显示,近一半的患者会选择中西结合的感冒药,而贵州百灵的“维 C 银翘片”及“金感胶囊”均为这个品种。

1、感冒药市场复合增长率为 11.94%

自 2005 年开始,我国感冒药品市场年均复合增长率为 11.94%,2011 年感冒用药市场

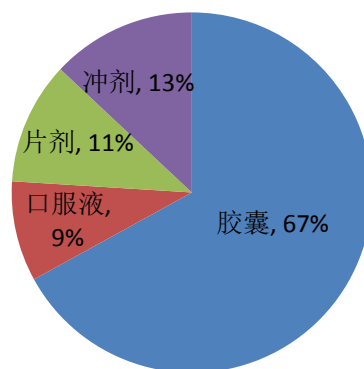
规模接近 180 亿元，未来的年增长率仍将保持在 9% 以上。此外，对于感冒药的剂型，选择胶囊的消费者突破半数，其次是冲剂、片剂，口服液的比例较低。根据目前市场消费者购买较多感冒药来看，还是集中在胶囊和冲剂上。感冒药已经进入争夺市场份额的格局，由此而带来的市场细分也就成为必然。

图 9: 07-11 年感冒药市场规模及增长率 (单位: 亿元)



资料来源: 健康网, 宏源证券

图 10: 2011 年感冒药市场剂型比例



资料来源: SFDA, 宏源证券

2、维 C 银翘片老品牌，价低廉，恢复增长

老品牌，恢复增长

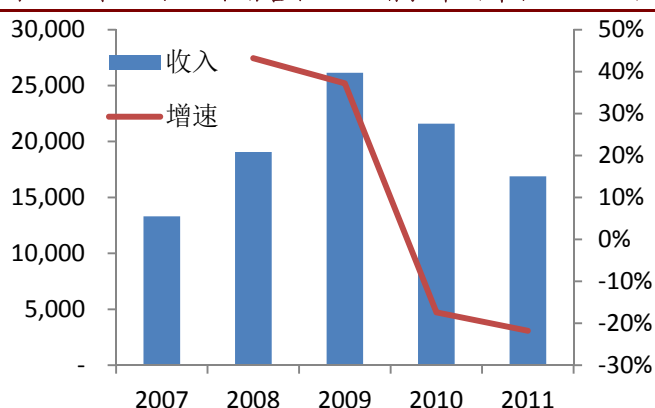
维 C 银翘片是由金银花、连翘、对乙酰氨基酚、维生素 C 等 13 味中西药组成，临床应用 10 多年，疗效确切，是感冒药中的常用品牌之一，零售价格相对较低。之前药监局发布过有关维 C 银翘片超说明书使用的不良反应现象，并说明而与药品本身质量却无关系。但是整个品种受其影响比较大，公司此项产品近年来销售收入下滑的也非常明显。

维 C 银翘片从去年 11 月开始已经出现同比正增长，一方面主要是因为过去积压基本消化完毕，提价影响消失，另一方面部分地方医保最低价中标由于施行过程问题颇多而得到纠正。维 C 银翘片不是国家基本药物目录品种，但去年新增加辽宁、山东、河北 3 个省的独家招标。

社区、农村市场巨大

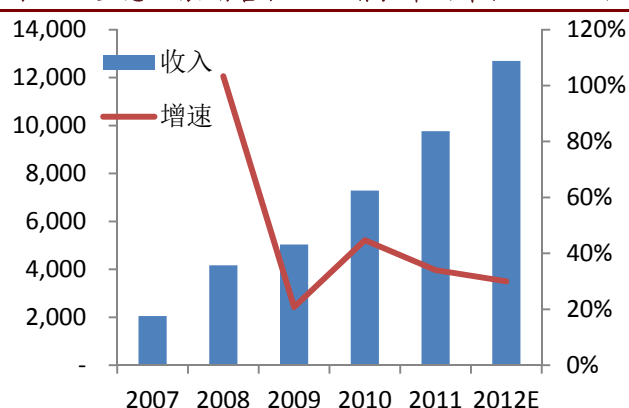
维 C 银翘片在感冒药中知晓率高，疗效确切，经过十多年的使用，得到了公众的认可，经久不衰。该产品 2011 年销售收入预计 1.69 亿元。虽然由于维 C 银翘片的不当使用产生的负面信息对公司产品的销售造成了一定的影响，但一方面产品依托于贵州百灵的品牌优势，公司在消费者心目中的公信度高，在一定程度上缓解负面的压力。另一方面，维 C 银翘片的零售价格低，日均最大服用单价也是最低的，每天不到 1 元。较低的价格使其具有强大的竞争优势，尤其是在城市社区和农村市场优势更加明显。贵州百灵生产的维 C 银翘片因其卓越的品质占据着较大的市场份额，市场占有率 40% 以上。

图 11: 维 C 银翘片销售收入及增长率 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 12: 金感胶囊销售收入及增长率 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 4: 2012 年感冒药价格分布表

品种	规格	单价	最高日均服用单价(元)
泰诺感冒片	10s	11.9	9.52
双黄连口服液 (河南太龙药业)	10ml*10 支	19.8	5.94
双黄连口服液 (哈药集团)	10ml*10 支	9.8	5.88
999 感冒灵颗粒	10g*9 包	9.8	3.27
日夜百服宁	日 8s+夜 4s	13.9	9.27
白加黑感冒片	白 10s+黑 5s	12.5	5.00
新康泰克	10s	11.5	2.30
快克胶囊	10s	10.8	2.16
感康片	12s	11	1.83
维 C 银翘片	24s	3.9	0.98
金感胶囊	24s	13.9	3.47

资料来源: 39 健康网, 宏源证券

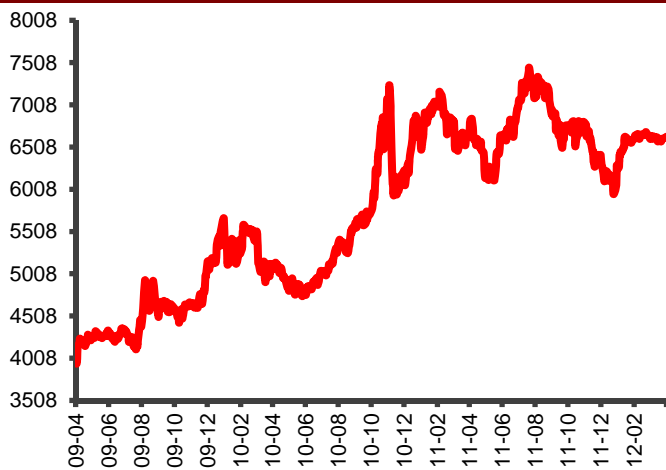
2、金感胶囊: 新品种, 高毛利

金感胶囊是公司的另一主打感冒药, 同属于中西药结合品种, 西药成份的解热镇痛和中药成份的清热解毒功效的有机结合, 对普通感冒、流行性感冒都有良好的疗效, 自 2006 年推出以来, 销售收入增速较快, 近三年账面销售额的复合增长率达到 51%, 2011 年销售额达到 1.27 亿元, 由于维 C 银翘片和金感胶囊同属于感冒药的中西结合品种, 金感胶囊和维 C 银翘片一样属于 OTC 产品, 可以借助维 C 银翘片已有的成熟营销网络优势进行市场渠道销售拓展金感胶囊的销售, 节约成本与费用。同时, 金感胶囊价格比 VC 银翘片价格高, 可以给经销商更大的利润空间, 预计未来几年增速将在 30%。

与维 C 银翘片相比, 金感胶囊属于公司自主研发的药物, 是拥有发明专利的独家品种, 与市场上已有感冒药存在差异化的竞争, 竞争程度稍低, 其自主定价的空间较大, 毛利一直维持在 75%以上。

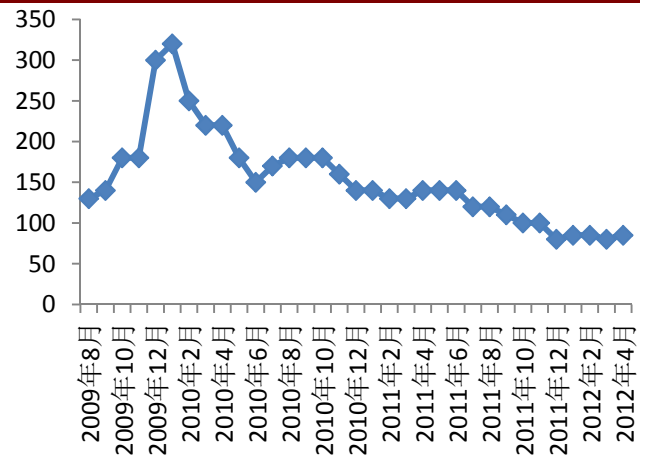
金感胶囊所含成为金银花、穿心莲、板蓝根等, 属于大规模种植的普通药材, 之前由于中药材市场遭到炒作, 金银花价格上升至 320 元/千克, 最近价格一路下跌至 85 元/千克, 市场供应充足, 毛利率得以回升, 预计 2011 年毛利率在 76%左右。

图 13: 白糖 1205 期货价格 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 宏源证券

图 14: 金银花价格走势 (单位: 元/千克)



资料来源: 中药材价格天地网, 宏源证券

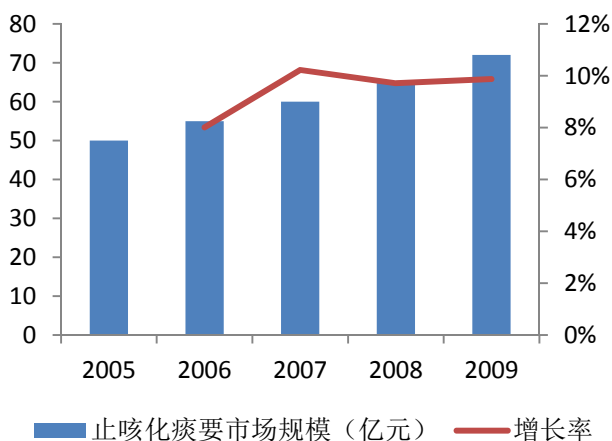
(三) 咳速停系列: 苗药特色, 市场广阔

1、止咳化痰中成药市场前景

据卫生部统计, 我国每年有近 3 亿人感染呼吸系统疾病, 其中咳嗽患者达 5 千多万人。2009 年我国止咳化痰药总体终端市场规模 72.06 亿元, 4 年来复合年平均增长率为 9.45%, 同类品种众多。

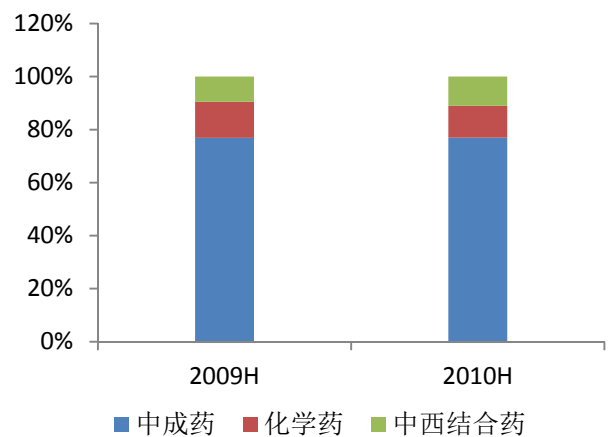
其中止咳化痰中成药占了大约 3/4 的比重, 终端市场规模达 55.59 亿元, 2005~2009 年市场规模复合年平均增长率 10.25%。总体来说, 止咳化痰中成药的市场成长性好于化学药。

图 15: 近年止咳化痰药市场规模



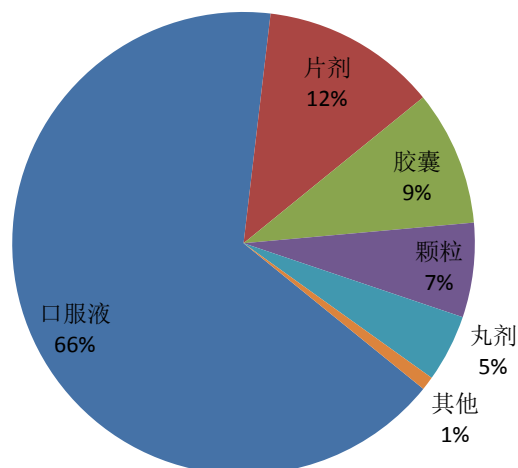
资料来源: 健康网, 宏源证券

图 16: 09-10 止咳化痰类药三城市销售额占比



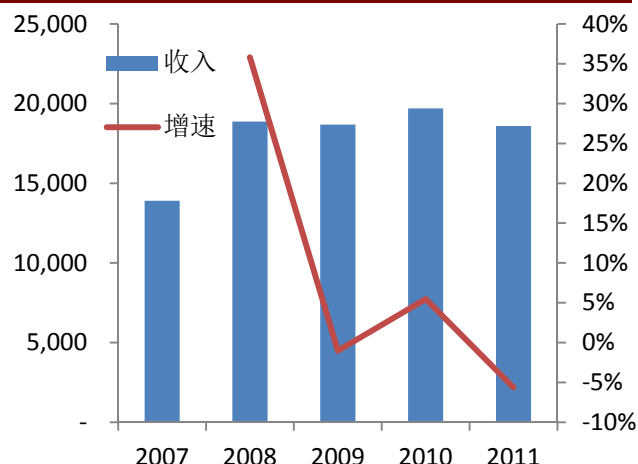
资料来源: SFDA, 宏源证券

图 17: 止咳化痰类药三城市剂型占比



资料来源: SFDA, 宏源证券

图 18: 咳速停系列销售收入及增长率



资料来源: 宏源证券

2、市场竞争加剧，市场销售稳定

百灵公司的咳速停系列，主要成分为吉祥草、黄精、百尾参、虎耳草、桑白皮等，全部为天然植物成分，不含化学物质，毒副作用小。其中吉祥草、百尾参和虎耳草为贵州地区主产的中药材，具有浓郁的苗药特色。2011 年实现收入达 1.86 亿元，这两年随着止咳化痰药品市场竞争的加剧，咳速停糖浆的销售收入同比下降了 11%，但咳速停胶囊基数较小，同比上涨了 25%。

近期公司新建虎耳草 GAP 种植基地，提供咳速停系列产品的原料虎耳草，进一步降低成本，提高毛利。临床证明，该药物既止咳化痰，又润肺养阴，既补气生津，又止痛消炎。对由感冒、咳嗽等多种症状疗效确切。咳速停糖浆（及胶囊）产品获得发明专利，自专利申请受理之日起受国家强制保护 20 年。

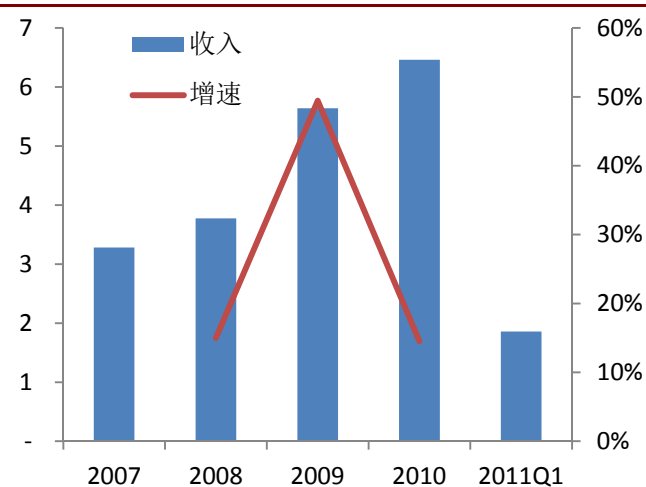
四、收购公司借助渠道开发新产品

公司从 2011 年初开始使用超募资金收购了 5 家公司，扩大了业务规模了产品种类，其中小儿氨酚烷胺颗粒、康妇宁片、经带宁胶囊是公司下一步主攻品种。

（一）借助 OTC 渠道发展小儿感冒药

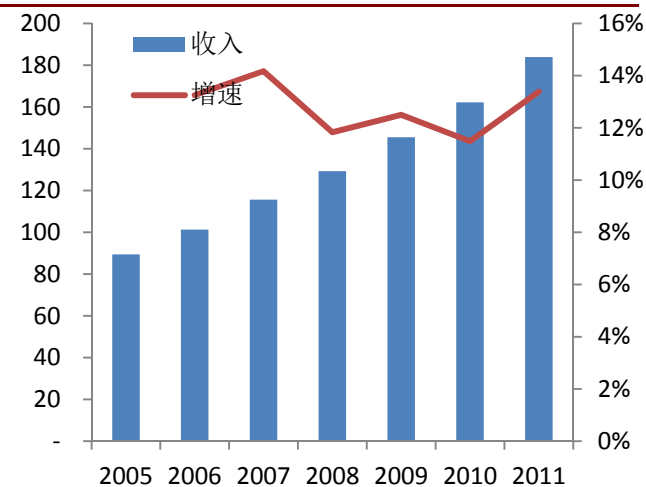
小儿感冒新药的获批非常困难，公司通过收购贵州和仁堂药业的小儿氨酚烷胺颗粒让公司拥有了一个新的潜力品种。同类产品如优卡丹和好娃娃已达几个亿的规模，而公司在感冒咳嗽 OTC 药物上销售能力很强，之前和仁堂此产品规模只有 50 万元，并购之后随着市场销售的推广，产品销售增长很快，公司在原厂正在改扩建生产线，已经基本完成，今年目标是达到 2000-3000 万元。此产品将是最有可能下一个营业收入过亿元的产品。

图 19: 九大城市医院儿童感冒药规模 (单位: 亿元)



资料来源: SFDA, 宏源证券

图 20: 妇科用药市场规模及增长 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 宏源证券

(二) 康妇宁片、经带宁胶囊有望成为增长新动力

贵州百灵作为贵州省的苗药龙头企业,突破性的进入了妇科,泌尿系统以及儿科领域,这些领域发展空间极大,也是公司历来关注的重点。相信在公司成熟的营销团队的运作下,新购入产品有望多点开花,经带宁胶囊、康妇灵胶囊有望成为公司增长新动力。

五、公司潜在增长力

(一) 整合苗药资源, 并购进行时

目前,贵州有 180 多家苗药企业,但大多销售额仅有千万左右的小企业,品种众多,竞争分散。受制于资金的匮乏,以及渠道的闭塞,使得众多苗药良方难以推广,缺乏竞争力。为了促进贵州医药资源的有效利用,贵州政府将进一步引导省内医药资源的整合,加大对具有竞争力的龙头企业的扶持力度,提高贵州省医药资源的综合竞争能力。公司作为贵州百灵的苗药龙头,不仅具有得天独厚的资源优势,更具有政策支持,未来公司将本着丰富和优化品种结构,在充分调研和科学论证的基础上持续进行苗药优质资源整合工作,扩大苗药领先优势。

(二) 进军药材市场, 自用兼外销

1、公司种植中药材保证自身药材供应

自 2010 年 12 月来,公司公告了 4 次药材种植计划,分别是 1.1 万亩的太子参、1 万亩的山银花、6000 亩的吉祥草和 281 亩的虎耳草。随着中成药的销售规模不断扩大,中药材的成本也屡创新高,尤其是一些具有地域性质并有上佳疗效的药材,必须生长在一定的特殊环境中,具有部分垄断的特征,这些种类的药材,极具竞争力,市场供不应求,利润空间巨大。百灵进入中药材市场,定位于贵州本省的特色疗效药材与自身产品使用主要

成分药材，一方面可以保障公司自身的药材供应，大幅降低成本，平抑价格波动；另一方面可以依托贵州百灵的品牌优势外销，以增加新的利润增长点。

之前吉祥草、虎耳草供应主要依赖野生资源，2009 年公司吉祥草、虎耳草总采购量分别为 850 吨、424 吨。随着公司产能的提高及生产规模的增加，对吉祥草、虎耳草的需求量在不断增长，预计 2011 年的用量将分别达到 1200 吨、600 吨左右。由于多年连续无序采挖，吉祥草、虎耳草野生资源日益紧缺，远远不能满足公司未来需求，因此加快人工栽培势在必行。通过建设产业化基地，对于公司咳速停产品的品质保证、品牌建设及扩大市场占有率都有重要的意义。

表 5: 公司种植项目表

种植计划	种植地点	公告时间	备注
281 亩虎耳草*4	贵州省施秉县	2011 年 4 月 12 日	预期年均销售收入为 1762.20 万元，建设规模：712 吨/年（干品），采用立体种植（4 层），由于去年进行河道治理，所以今年刚开始大棚的搭建，还没开始种。
1 万亩山银花	紫云县惠农种植养殖农民专业合作社	2011 年 2 月 17 日	2 年初产，3 年丰产。
1.1 万亩太子参	施秉、六枝太子参养殖农民专业合作社	2011 年 1 月 12 日	亩产预计 80kg，实际 65kg。施秉、六枝的种植面积分别为 3500 亩和 7500 亩，投资额分别为 4000 万亩和 2000 万。
6000 亩吉祥草	安顺市紫云自治县	2011 年 2 月	

资料来源：公司公告，宏源证券

太子参素由于其生长环境要求苛刻，仅有长江流域以及南的地区适宜生长，目前太子参每年需求 4000 吨左右，其中三分之一的供应来自贵州地区。仅江中制药一家年需求量就达 2000 吨左右。2011 年太子参由于贵州干旱和苗病害的影响，亩产低于预期 80Kg/亩，为 65Kg/亩。去年由于福建地区大面积扩产太子参，导致太子参价格略有下降，但是 2011 年公司已经获得自产太子参干品 507 吨，其中 369 吨已销售，销售收入为 7690 万元。今年继续种植 7500 亩太子参，其中不再有种苗的费用。

山银花种植计划，是公司第二个的贵州本省的特色药材的项目，虽然丰产还要两年，但即保证了公司未来药品成本的下降预期。虎耳草是公司咳速停系列药物的主要成分，其建设计划目的主要用于自用，有望在 2013 年将种植基地打造成公司首个 GAP 药材基地。

从另一个角度讲，公司进入中药材市场，是对公司产业链条的完善，加强了对基础的原材料这一下游产业的控制，增强了市场的话语权，增加了企业的盈利能力。相信公司在这一领域的发展，即能对产品的生产与以保证，同时也能新增又一利润来源。

2、中药材种植模式需建立示范基地

公司种植中药材的模式与同仁堂、天士力等相似，采用农村合作社的经营模式，由公司负责投资和销售，企业租种农民土地，支付农户负责日常田间管理的费用，同时加强产收期监管和约束机制，以保证丰收时候田地中产品全部归属公司所有。

但公司种植药材与其他企业不同的是，其他企业种植的是一些在当地成熟的品种，而公司种的虎耳草和吉祥草原来都是野生为主，种植技术需要摸索；需要建立种苗基地和示范基地；另外需要对当地农民进行教育，调动农民种植的积极性。

六、进军保健品，着眼消费市场

（一）公司拟进军保健品领域

近年来，药品行业分化加剧，增速放缓。发改委对药品价格的下调，基本药物招标在各地多以底价中标，抗菌药物分级管理办法的出台导致企业的毛利率在逐渐下降，同时医保覆盖面扩大的政策红利已接近尾声，整个行业短期内现高速增长的可能性较小，而鉴于中国人口的巨大基数和保健意识的提高，保健品的消费方兴未艾。

（二）高端胶原蛋白饮品“爱透”将投放市场

公司与去年收购了上海九鑫生物保健食品正在报批国家食品药品监督管理局，获批之后将进一步丰富公司保健品系列。公司准备投身保健品行业并不是新想法，早在2年之前，公司就很看好饮料品行业和保健品行业，并与日本知名保健品公司烧津公司和知名调味品公司德国得乐合作开发了胶原蛋白饮料。此产品同时含有茯苓、百合、白芷等中药材成分，定位于高端市场，已经与2011年10月份开始试生产，并与2012年3月正式投放市场。公司打算将此产品开发成为第二个“王老吉”。由于饮料品对市场推广要求非常高，公司也是专门聘请了成熟饮料企业团队进行了营销队伍的建设。

胶原蛋白采购于日本知名保健品公司烧津公司的深海鳕鱼皮胶原蛋白，烧津成立于1959年，是日本知名的生产保健品、保健品原料以及各种天然调味品的企业，注册资本为36亿日元，是东京证券交易所上市公司，在日本占有最大的肌肤市场生产份额。原料价格是国内的胶原蛋白原料贵3-4倍，每瓶含量为1.3g胶原蛋白。同时聘请德国得乐公司对饮品进行调味，今年目标是希望实现1个亿收入，计划未来收入能达到10亿元以上。并且已经与屈臣氏和大型连锁商超签订合同销售，零售价7.5-8元，目前如此高价格的饮料市场上比较少见。

目前生产在苏州黑松食品代工，营销在北京的营销中心做。将来公司会成立一个专门的保健品事业部，一旦成熟之后生产线会放在贵州，并且已经在贵州建设国内少见的冷灌线生产线。

公司同时使用日本烧津的鳕鱼胶原蛋白产品开发了胶原蛋白粉剂和口服液，打算通过电子商务进行销售（同时淘宝上也有其品牌旗舰店），电子商务目前该项目投入较小，对公司今年业绩不会产生较大影响，后期公司将视市场情况进行相应调整。一旦产生盈利将成立饮料和保健产品作为新的部门产品，以后九鑫生物的保健品以后也整合到这个平台里面进行销售。

表 6: 2011 年市场上饮品竞争格局

产品	销售金额	单价	容量
营养快线（哇哈哈）	150 亿元	3.8	350ml
红牛	60 亿元	5.8	250ml
王老吉	193 亿元	4.2	310ml
汇源果汁	38 亿元	12.5	1000ml

资料来源：宏源证券

七、盈利预测与评级

(一) 盈利预测

预计银丹心脑通今年增长 30%。金感胶囊增长 30%。维 C 银翘片和咳速停系列今年增长在 5% 左右。其他产品由于基数较低, 预计增长 30%。

公司是苗药龙头企业, 在 OTC 和处方药两个领域均具有较强的销售能力, 未来不但可以通过收购不断壮大产品队伍, 中药材种植又可增加业绩弹性, 长期看拥有中药材资源是企业长期发展的必要因素。预计 12 年至 14 年 EPS 分别为 0.56、0.72、0.93 元, 对应 PE 分别为 27 倍, 20 倍和 16 倍, 虽然我们调低了 2012 年业绩预测, 但是长期看好, 特别是向保健饮料进军可以规避医药行业的政策风险, 长期给予买入评级。

表 7: 报表预测

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	863.76	1138.43	1514.90	1876.21	2255.58
减: 营业成本	412.08	508.34	690.80	872.44	1037.57
营业税金及附加	7.05	11.67	15.52	19.22	23.11
营业费用	192.05	262.23	378.73	450.29	518.78
管理费用	51.59	71.89	97.71	112.57	135.33
财务费用	15.86	43.12	20.52	21.46	19.11
资产减值损失	1.88	4.42	4.42	4.42	4.42
加: 投资收益	0.00	1.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	183.23	238.32	307.21	395.80	517.25
加: 其他非经营损益	6.32	3.65	3.52	3.52	3.52
利润总额	189.56	241.97	310.73	399.33	520.77
减: 所得税	31.36	31.99	46.61	59.90	78.12
净利润	158.20	209.98	264.12	339.43	442.66
减: 少数股东损益	0.00	1.60	2.01	2.58	3.37
归属母公司股东净利润	158.20	208.38	262.11	336.84	439.29
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1253.96	1027.63	786.28	889.83	995.21
应收和预付款项	935.27	734.68	986.56	1098.45	1276.88
存货	344.67	620.82	760.78	825.47	903.80
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	8.84	8.84	8.84	8.84	8.84
固定资产和在建工程	158.13	355.17	374.69	386.21	362.73
无形资产和开发支出	31.53	194.98	175.84	156.69	137.55
其他非流动资产	0.05	2.48	1.24	0.00	0.00
资产总计	2732.46	2944.60	3094.22	3365.50	3685.03
短期借款	569.40	565.40	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	184.03	222.21	272.88	332.93	377.00
长期借款	130.00	200.00	700.00	700.00	700.00
其他负债	2.01	16.62	16.62	16.62	16.62

负债合计	885.44	1004.23	989.50	1049.55	1093.62
股本	235.20	470.40	470.40	470.40	470.40
资本公积	1331.88	1096.75	1096.75	1096.75	1096.75
留存收益	279.94	347.20	509.55	718.19	990.28
归属母公司股东权益	1847.02	1914.35	2076.70	2285.34	2557.43
少数股东权益	0.00	26.02	28.03	30.61	33.98
股东权益合计	1847.02	1940.37	2104.73	2315.95	2591.41
负债和股东权益合计	2732.46	2944.60	3094.22	3365.50	3685.03
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	-455.82	193.58	21.33	330.23	338.71
投资性现金净流量	-165.69	-325.64	-77.01	-77.01	-47.01
筹资性现金净流量	1742.34	-96.04	-185.69	-149.67	-186.31
现金流量净额	1120.84	-228.10	-241.36	103.55	105.39

（二）风险提示

胶原蛋白饮品市场开拓不及预期。胶囊事件影响。靠产品结构调整和提价带来毛利率提高的空间不大。

机构销售团队

华北 区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	
	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 021-51782236 lilan@hysec.com
华东 区域	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com		
	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			
华南 区域					
QFII					

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。