

中药
署名人: 余方升
S0960511090002
021-52286447
yufangsheng@cjis.cn

众生药业

002317

推荐

药企中的“长跑健将”

近期, 我们与公司管理层就经营情况进行了详细沟通。

投资要点:

- **公司经营战略比较稳健进取。**公司坚持以中成药为主, 化学药为辅的业务发展格局, 重点拓展眼科、老年性退行性病变领域, 以持续内生增长结合外延扩张, 力争成为国内领先的特色品牌药企;
- **复方血栓通胶囊省外市场陆续进入收获期。**复方血栓通胶囊近年在省外市场发展加速, 2011年开始省外销售比率超过省内, 河南、四川、江西、山东等地区拓展情况良好, 正逐渐成长为全国性品牌。目前已经进入了广东、天津、辽宁、内蒙古、新疆等地方基药目录, 其中广东增量比较明显, 未来基层需求有望放量。我们预计今年增速将超过15%, 销售额将突破4亿, 2013年将成为5亿元以上级别品种;
- **二线品种方面, 脑栓通胶囊值得关注。**脑栓通用于脑中风等领域, 2006年开始上市销售。在2009年进入医保后, 增长明显加快, 预计今年销售收入将达到7000万, 明年将突破上亿;
- **拓展上游, 三七价格今后回落将较好缓解成本压力。**目前冬七产新临近, 产量有望大幅增加, 之后价格不断呈现跌落是大概率事件。公司已经尝试与农户合作种植三七, 未来将加大这方面的投入;
- **新药研发取得进展。**治疗帕金森症的健行颗粒2期试验结束, 正在进行3期临床前期准备。口康凝胶3期临床近期有望完成。此外, 前期公司引进的“肿瘤和糖尿病创新药物研发与产业化团队”, 将明显提升公司的研发实力;
- **收购八达制药, 引进粉针剂型产品线。**今年8月公司用4880万收购了八达制药, 之后以异地改建的方式, 在公司所在园区投建新冻干生产线车间, 预计明年中期将建成, 未来不排除通过收购兼并形式引进高端优质产品资源;
- **推荐评级。**我们预计公司12-14年EPS分别为1.01、1.29和1.63元, 同比分别增长21%、28%和26%, 维持推荐的评级。

风险提示: 产品在省外市场拓展面临一定竞争风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	751	888	1053	1240
收入同比(%)	17%	18%	19%	18%
归属母公司净利润	151	182	233	294
净利润同比(%)	14%	21%	28%	26%
毛利率(%)	63.7%	63.9%	65.5%	66.9%
ROE(%)	10.2%	11.5%	13.4%	15.3%
每股收益(元)	0.84	1.01	1.29	1.63
P/E	41.71	34.42	26.98	21.39
P/B	4.25	3.95	3.62	3.28
EV/EBITDA	32	23	18	14

资料来源: 中投证券研究总部

6-12个月目标价:

当前股价: 37.75元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	1959.77
总股本(百万)	180
流通股本(百万)	45
流通市值(亿)	16
EPS	0.84
每股净资产(元)	8.21
资产负债率	5.90%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
众生药业	9.77	18.71	79.76
医药生物	-14.46	-9.84	-9.57
沪深300指数	-8.58	-4.35	-19.91



相关报告

众生药业-主导产品增长趋势积极向好
2010-10-24
众生药业-走向全国的优质成长股 2010-9-8
众生药业-拥有多个特优品种, 积极拓展省外市场 2010-6-8

一、复方血栓通胶囊等主导品种省外拓展陆续进入收获期

公司以中成药业务为主,拳头产品复方血栓通胶囊分属脑血管和眼底病等领域。二线产品方面,成长潜力较大的是脑栓通胶囊,众生丸和清热祛湿冲剂比较稳定。

复方血栓通胶囊是国家医保目录里惟一用于治疗眼底病的中成药,在该领域市场占有率超过22%,占据第一品牌地位。同时在脑血管中成药市场排名稳居前10。

表 1: 2008 年—2011 年脑血管领域前 10 产品竞争格局

2008 年	份额	2009 年	份额	2010 年	份额	2011 年	份额
醒脑静注射液	11.40%	疏血通注射液	12.70%	醒脑静注射液	11.61%	疏血通注射液	12.77%
血栓通注射液	10.30%	醒脑静注射液	12.50%	血栓通注射液	10.37%	醒脑静注射液	10.23%
川芎嗪注射液	6.23%	血栓通注射液	10.20%	疏血通注射液	10.31%	血栓通注射液	10.02%
血塞通注射液	6.22%	灯盏细辛注射液	8.08%	灯盏花素注射液	5.66%	血塞通注射液	6.21%
疏血通注射液	5.62%	川芎嗪注射液	5.73%	血塞通注射液	5.48%	脑心通胶囊	6.15%
灯盏花素注射液	5.19%	血塞通注射液	5.49%	川芎嗪注射液	5.16%	灯盏花素注射液	5.10%
灯盏细辛注射液	4.82%	苦碟子注射液	5.15%	脑心通胶囊	5.13%	培元通脑胶囊	3.92%
脑心通胶囊	4.82%	脑心通胶囊	4.59%	苦碟子注射液	3.84%	复方血栓通胶囊	3.65%
苦碟子注射液	4.46%	复方血栓通胶囊	3.96%	复方血栓通胶囊	3.50%	苦碟子注射液	3.23%
复方血栓通胶囊	4.00%	血塞通片	3.54%	三七通舒胶囊	2.47%	灯盏生脉胶囊	2.66%

资料来源: SFDA 南方医药经济所 中投证券研究总部

营销模式方面,公司对复方血栓通胶囊的营销坚持自建销售团队,采用专业化学术推广,积极扩充队伍,覆盖医院明显增多,3甲医院基本上都覆盖了。

表 2: 复方血栓通胶囊地区基药中标情况(据不完全统计)

日期	地区	招标组织机构	药品名称	剂型	规格包装	单位	中标价
2012-6-6	广东	基药入围结果	复方血栓通胶囊	胶囊	0.5g*36 粒	盒	27.93
2012-6-6	广东	基药入围结果	复方血栓通胶囊	胶囊	0.5g*30 粒	盒	23.43
2011-11-28	新疆	基药采购中标品种一览表	复方血栓通胶囊	空	0.5g*30	粒	0.88
2011-10-8	内蒙古	基药集中采购第一批中标药品	复方血栓通胶囊	胶囊	0.5g*30 粒	盒	25
2011-9-6	辽宁	基药集中采购中标结果	复方血栓通胶囊	胶囊	0.5g *30 粒	盒	22.06
2010-3-30	天津	基药集中采购	复方血栓通胶囊	胶囊	0.5g/粒*30	盒	23.51

数据来源: 健康网 中投证券研究总部

从销售格局来看,复方血栓通胶囊在省外市场的发展加速。2011 年开始省外销售占比超过 50%,如河南、四川、江西、山东等地区销售情况比较好,正逐渐成长为全国性品牌。

基层方面，复方血栓通胶囊已经进入了广东、天津、辽宁、内蒙古、新疆等地方基药目录，其中广东省基层增量比较明显。公司去年新建了基层医疗事业部，未来将增加在这方面的资源投入。

公司对供应商的选择、原辅料的质量控制体系坚持把控严格，加上通过与监管部门、商业伙伴及患者进行积极沟通，上半年毒胶囊事件给公司造成的影响比较小，逐渐得到消除。2010年复方血栓通胶囊销售收入约2.97亿，2011年估计达到约3.6亿，今年我们估计增速将超过15%，销售额将突破4亿。2013年将成为5亿以上级别品种。

表 3：2006 年以来复方血栓通胶囊地区销售格局

地区	2006 年 (%)	2009 年 (%)	2011 年 (%)
广州	90.9%	65.77%	63.53%
北京	6.66%	19.11%	24.62%
郑州	—	7.85%	8.92%
成都	2.00%	4.38%	—
南京	0.25%	1.35%	2.04%

图 1：复方血栓通胶囊销售收入预测(单位：万)



数据来源：SFDA 南方医药经济所 中投证券研究总部

资料来源：公司公告 中投证券研究总部

原材料方面，三七价格从今年初的约 400 元/kg 上涨到目前的约 700 元/kg，给公司带来了很大的成本压力。据商务部统计，2011 年三七种植面积达到约 16.8 万亩，这意味着 2012 年起开始平均每年将有 5 万多亩进入采收期。今年市场库存较少，加上之前农户留种较多，春七采收量仅占在地可采挖量的 30%。目前冬七产新临近，产量有望大幅增加，之后价格不断呈现跌落是大概率事件。保守估计，如果 2013 年采购价每公斤减少 100 元的话，则意味着可节省 2000 多万成本。目前公司已经开始尝试与农户开展三七种植合作，预计未来会继续加大对上游药材的投资。

二线品种方面，脑栓通胶囊增长潜力比较大。该品种主要在神经科使用，用于脑中风等适应症。自 2004 年拿到批文之后，2006 年上市销售。在 2009 年进入医保后，增长明显加快，预计今年销售收入有望达到 7000 万，2013 年将突破上亿。

二、“内研外引”，扩产公司产品线

公司比较注重研发,今年8月以自有资金9000万作为项目配套资金,引进“肿瘤和糖尿病创新药物研发与产业化团队”,并获政府补助4500万,这将较好的促进公司研发实力的提升。

表4: 公司研发项目进展情况

项目名称	治疗领域	进展情况	预期达成目标
健行颗粒	帕金森病	准备进行3期临床试验阶段	取得新药证书和药品批准文号
口康凝胶	口腔黏膜疾病	3期临床试验	取得新药证书和药品批准文号
复方血栓通胶囊增加治疗糖网新适应症	糖尿病等并发症	临床前研究阶段	取得药品新适应症批件
众生丸二次开发		药学研究阶段	取得药品注册批件
滴通鼻炎水喷雾剂		取得临床试验批件, 临床阶段	取得药品批准文号
脑栓通颗粒		中药8类, 正在药监局审评	取得药品批准文号
清热祛湿颗粒	清热类	中药品种保护审评委员会审批	取得中药品种保护证书
复方血栓通胶囊	心脑血管+眼底病	中药品种保护审评委员会审批	取得中药品种保护证书
众生丸	咽喉	中药品种保护审评委员会审批	取得中药品种保护证书
众生胶囊	咽喉	中药保护品种申报阶段	取得中药品种保护证书
众生片	咽喉	中药保护品种申报阶段	取得中药品种保护证书
复方血栓通片	心脑血管, 眼病	中药保护品种申报阶段	取得中药品种保护证书
一类新药S07	——	——	——
与苏州圣诺生物及美国Sirnaomics合作项目:			
一类新药STP601	眼科类	临床前研究	取得新药证书和药品批准文号
与四川大学合作项目:			第一阶段预期目标
化学一类新药QU100	肺纤维化	临床前研究	完成临床前和1期临床研究
化学一类新药WCH-016	II型糖尿病	临床前研究	完成临床前和1期临床研究
DXZ923纳米制剂	癌症	临床前研究	完成临床前和1期临床研究

资料来源: 公司资料 中投证券研究总部

我国现有帕金森病患者约200万且发病率不断上升,相关药物需求空间很大。而健行颗粒是我国药政部门批准进入临床试验的第一个用于治疗帕金森病的创新中成药,与化学对照药盐酸金刚烷胺具有同等药效,而副作用较小,2期临床已经完成,正在准备开展3期临床。

治疗口腔黏膜疾病的口康凝胶已经进入3期临床试验,今年底有望完成。复方血栓通胶囊正和中山大学医学院合作开发糖尿病等新适应症。

另外,今年8月公司用4880万收购了八达制药,之后将以异地改建的方式,在公司所在园区投建新的冻干生产线车间,预计明年中期将建成。未来公司不排除通过收购兼并的形式引进高端优质产品资源。

三、推荐评级

总体来看，公司经营战略稳健进取，复方血栓通胶囊等主导品种省外市场拓展进入收获期，药材成本压力今后有望得到较好缓解，未来将通过收购进一步扩充丰富产品线。

我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 1.01、1.29 和 1.63 元，同比分别增长 21%、28%和 26%，维持推荐的评级。

表 5：众生药业主营业务收入及成本预测（单位：万）

	2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
营业收入	64071	75065	88827	105266	123974
中成药：	48970	58979	71398	86883	104572
复方血栓通胶囊	29729	35957	42429	50915	61098
众生丸	11374	12511	14013	15694	17578
清热祛湿冲剂	2012	2314	2661	3060	3519
血栓通胶囊等其它中药	5855	8197	12296	17214	22378
化学药	14880	15624	16873	17717	18603
其它业务收入	222	462	555	666	799
毛利率	63.36%	63.71%	63.90%	65.50%	66.86%
中成药：	73.25%	72.65%	71.95%	73.25%	74.29%
复方血栓通胶囊	83.66%	81.36%	79.78%	81.13%	82.70%
众生丸	59.05%	58.31%	58.31%	58.31%	58.31%
清热祛湿冲剂	45.33%	47.70%	47.25%	46.79%	46.33%
血栓通胶囊等其它中药	57.56%	63.40%	65.84%	68.28%	68.28%
化学药	31.26%	31.93%	31.93%	29.99%	27.99%
其它业务	34.29%	-2.73%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司历年报表 中投证券研究总部

附录：公司基本情况

公司简介

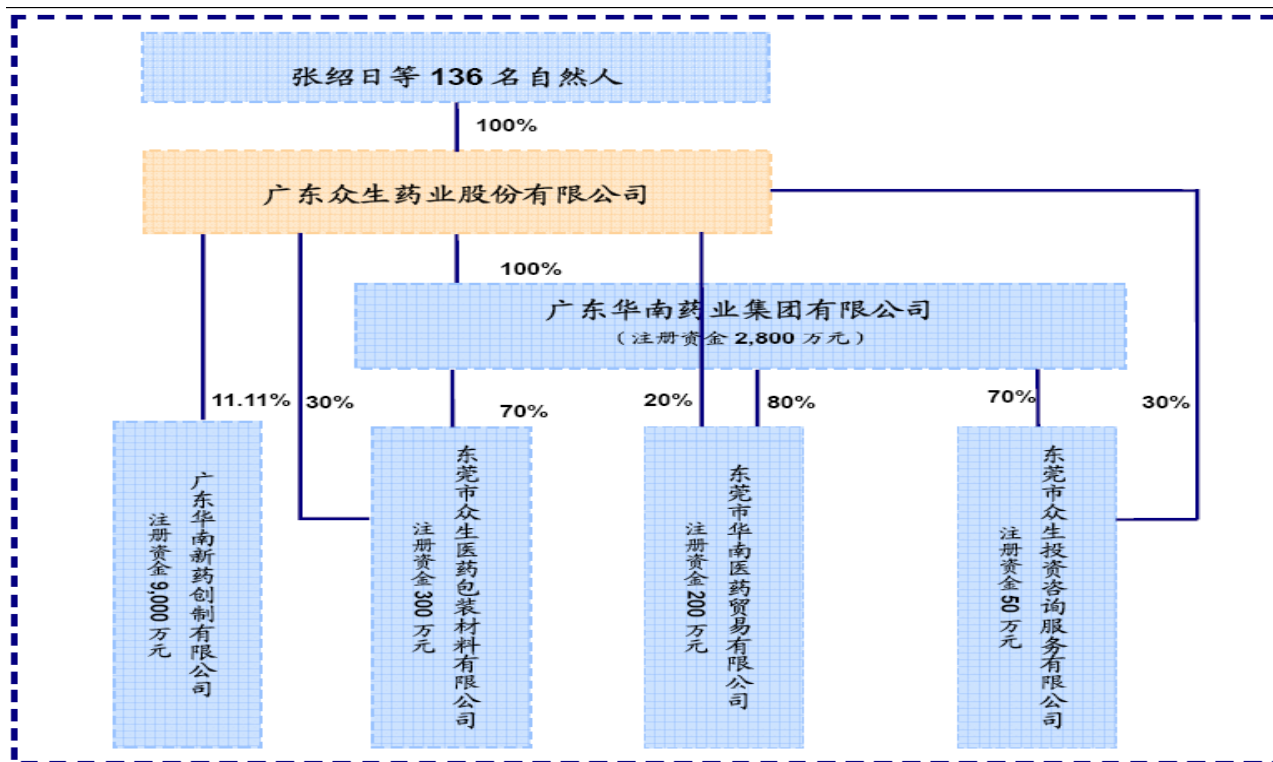
广东众生药业股份有限公司是一家致力于人类健康产品的高新技术企业，公司注册资本为 8000 万元，主营业务涉及药品的研发、生产与销售。

发展历史回顾：1979 年 10 月，东莞市石龙制药厂成立；1995 年 12 月，东莞市石龙制药厂被评为广东省高新技术企业；1998 年 05 月，东莞市石龙制药厂更名为广东众生制药厂；2001 年 12 月，广东众生制药厂改制，发起设立广东众生药业股份有限公司；2003 年 12 月，广东众生药业股份有限公司新的生产基地通过 GMP 认证；2008 年 12 月，广东众生药业股份有限公司被评为广东省高新技术企业；2009 年 04 月，广东众生药业股份有限公司被评为东莞市专利培育企业。

公司主要从事药品的研发、生产和销售。目前，公司拥有 18 个剂型 295 个国药准字号药品品种，其中复方血栓通胶囊、众生丸 2 个品种被列为国家中药二级保护品种；106 个品种被列入 OTC 品种目录，其中 46 个双跨品种（既是处方药，又是非处方药）；180 个药品进入国家医保目录。

股权结构方面，张绍日、叶惠棠分别占公司总股本的 32.74% 和 7.84%，其它周卓和等 134 名自然人占 34.42%。根据全体股东承诺，自公司股票上市之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其持有的发行人股份，也不由发行人回购其持有的股份。2012 年 12 月 11 日，13500 万股限售股将开始解禁。

附图 1：众生药业股权结构



资料来源：招股说明书 中投证券研究总部 注：发行后张绍日等 136 名自然人持股比例为 75%

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1193	1100	1093	1243	营业收入	751	888	1053	1240
现金	895	789	716	803	营业成本	272	321	363	411
应收账款	83	89	107	127	营业税金及附加	9	10	12	14
其他应收款	0	1	1	1	营业费用	255	298	342	403
预付账款	10	9	11	13	管理费用	63	62	78	84
存货	84	98	114	128	财务费用	-19	-8	-7	-7
其他流动资产	120	115	144	172	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	377	594	747	784	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	254	377	508	586	营业利润	169	205	264	335
无形资产	52	51	50	48	营业外收入	9	9	9	9
其他非流动资产	61	156	179	140	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1570	1695	1839	2027	利润总额	175	212	271	342
流动负债	86	100	99	105	所得税	25	30	38	48
短期借款	0	7	3	4	净利润	151	182	233	294
应付账款	15	26	26	31	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	71	67	69	70	归属母公司净利润	151	182	233	294
非流动负债	7	7	7	7	EBITDA	170	229	304	390
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.01	1.29	1.63
其他非流动负债	7	7	7	7					
负债合计	93	107	106	112	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	180	180	180	180	成长能力				
资本公积	927	927	927	927	营业收入	17.2%	18.3%	18.5%	17.8%
留存收益	371	481	627	809	营业利润	17.0%	21.5%	28.6%	26.8%
归属母公司股东权益	1477	1588	1733	1915	归属于母公司净利润	14.5%	21.2%	27.5%	26.2%
负债和股东权益	1570	1695	1839	2027	获利能力				
					毛利率	63.7%	63.9%	65.5%	66.9%
					净利率	20.1%	20.5%	22.1%	23.7%
					ROE	10.2%	11.5%	13.4%	15.3%
					ROIC	22.3%	21.1%	21.7%	25.3%
					偿债能力				
					资产负债率	5.9%	6.3%	5.8%	5.5%
					净负债比率	0.00%	6.23%	3.14%	3.48%
					流动比率	13.95	11.01	11.02	11.86
					速动比率	12.96	10.02	9.87	10.64
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.54	0.60	0.64
					应收账款周转率	10	10	10	10
					应付账款周转率	11.55	15.62	13.77	14.27
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.84	1.01	1.29	1.63
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	1.11	1.17	1.62
					每股净资产(最新摊薄)	8.21	8.82	9.63	10.64
					估值比率				
					P/E	41.71	34.42	26.98	21.39
					P/B	4.25	3.95	3.62	3.28
					EV/EBITDA	32	23	18	14

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2012 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名，2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，3 年证券行业从业经验，负责中药研究；
余文心，医药行业分析师，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434