

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

众生药业

002317

推荐

## 基药放量+成本大幅缓解可期

### 投资要点:

- 公司战略目标清晰, 激励机制较为合理。公司坚持以品牌中成药为核心, 不断丰富产品线资源, 在“民营机制+高管和员工共同持股+奖励基金”的激励模式下, 力争打造成为国内中药细分市场领军品牌之一。
- 复方血栓通胶囊自营+代理的营销模式将有效加快省外推广进程。公司坚持采用高品质的三七主根, 复方血栓通胶囊质量明显优于市场同类产品, 得到一线临床医生的推荐肯定。随着各地基药政策的陆续实施, 加上公司代理模式的推广, 复方血栓通胶囊增速有望提升到30%以上, 今后3年做到10亿规模是可以期待的。
- 三七价格逐渐回落是大势所趋。据文山三七协会统计, 今年产量有望明显回升, 预计14-15年收获面积将会继续大幅增加, 秋季产新后供需将开始逆转, 之后价格不断呈现跌落是大概率事件。可适当参考这两年太子参的价格跌势, 现市价仅为最高峰值的20%。由于公司缺乏药材基地, 因此未来经营成本弹性将会很大。
- 脑栓通胶囊—被忽略的潜在重磅品种。脑栓通为用于脑中风领域的独家优质医保品种, 目前获得了广东省药品差别定价资格, 今后还有可能进入广东省基药增补目录, 预计放量进程将会比较快。参考国内脑心通胶囊等竞品, 未来脑栓通胶囊有望成长为公司第二个5-10亿规模品种。
- 新药“内研外引”, 布局高端领域。治疗帕金森症的健行颗粒正在进行3期临床前期准备, 口康凝胶完成3期临床入组。新建的冻干生产线车间, 预计今年中期将试运行和设备调试。考虑到公司现有较多充裕资金, 未来不排除从外面引进高端优质产品资源。
- 重点推荐评级。自我们3月25日基本药物放量案例分析点评指出复方血栓通胶囊为最确定受益品种之一, 并重点推荐以来, 公司股价表现突出。考虑到三七价格下跌带来明后年毛利率回升预期, 我们预计公司13年EPS为0.62元, 14-15年EPS分别上调至0.87和1.20元(原分别为0.64、0.83和1.08元), 同比分别增长22%、40%和39%, 目标价30.45元对应14年35倍PE, 建议积极配置, 推荐评级。

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	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	886	1095	1375	1729
收入同比(%)	18%	23%	26%	26%
归属母公司净利润	182	222	311	433
净利润同比(%)	21%	22%	40%	39%
毛利率(%)	61.9%	58.8%	64.6%	70.4%
ROE(%)	11.4%	15.3%	20.2%	26.0%
每股收益(元)	0.50	0.62	0.87	1.20
P/E	41.75	34.12	24.34	17.49
P/B	4.78	5.23	4.92	4.55
EV/EBITDA	33	25	17	12

资料来源: 中投证券研究总部

6-12个月目标价: 30.45元

当前股价: 21.05元

评级调整: 维持

### 基本资料

上证综合指数	1963.24
总股本(百万)	360
流通股本(百万)	220
流通市值(亿)	43
EPS	0.12
每股净资产(元)	4.28
资产负债率	9.3%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
众生药业	0.67%	18.27%	33.21%
医药生物	-7.61%	-4.07%	22.33%
上证指数	-14.21%	-15.68%	-9.07%



### 相关报告

《众生药业-复方血栓通胶囊未来将明显受益于基药市场扩容》2013-4-27

《众生药业-药企中的“长跑健将”》

2012-12-4

《众生药业-主导产品增长趋势积极向好》

2010-10-24

## 目录

一、复方血栓通胶囊基层拓展有望加快 .....	3
1.1 复方血栓通胶囊竞争优势突出，营销策略持续优化.....	3
1.2 三七价格今后逐渐回落是大概率事件 .....	6
二、二线品种有待重点培育 .....	8
2.1 脑栓通胶囊具备 5-10 亿级别规模潜力 .....	8
2.2 众生丸等品种销售仍集中在区域市场 .....	10
三、研发布局高端优质产品领域 .....	11
四、激励机制架构较为合理 .....	13
五、推荐评级 .....	13
附录 1：公司简介 .....	16
附录 2：基本药物放量案例：昆药，金陵和众生分析.....	20

## 一、复方血栓通胶囊基层拓展有望加快

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两大领域。二线品种方面，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。

其中，复方血栓通胶囊自 2007 年以来占公司的收入比重持续提升，2012 年达到 48%。营业利润比重 2010 和 2011 年达到最高，超过 60%，2012 年由于毛利率减少影响占比有所下降。

众生丸收入和利润占比在 15%-18% 的区间波动，但总体占比有微降趋势。

图 1：公司主要产品销售收入占比

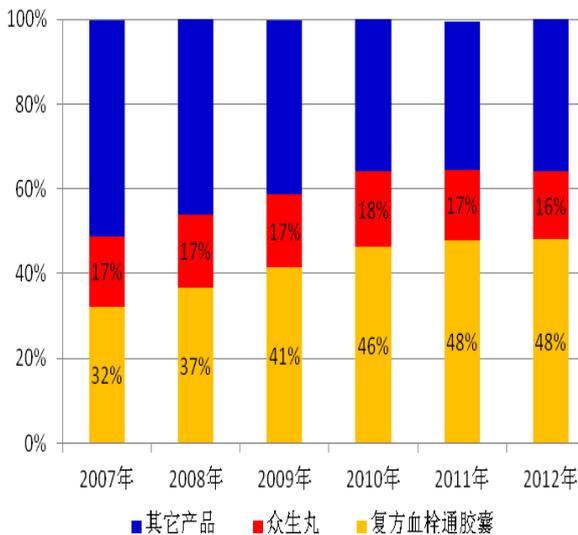
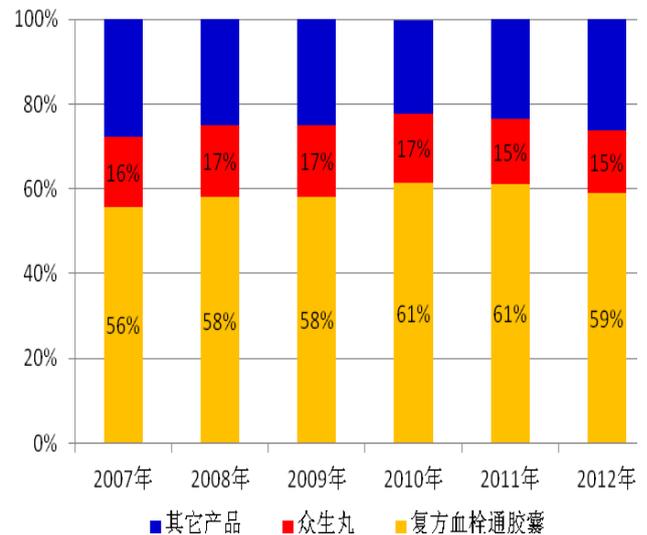


图 2：公司主要产品营业利润占比



资料来源：公司历年年报 中投证券研究总部

化学药业务包括为数众多的进入基本药物目录的普药产品，如复方醋酸地塞米松乳膏、头孢拉定胶囊、硫糖铝混悬液等。2012 年化学药业务实现销售收入 1.62 亿，毛利率仅 32.37%，对公司的经营利润贡献逐年下降，未来发展空间相对有限，但不排除公司外延式收购进一步扩充产品线。

### 1.1 复方血栓通胶囊竞争优势突出，营销策略持续优化

复方血栓通胶囊有两个法定适应症，分别为用于血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛。今年 3 月被列入 2012 版基药目录（眼科用药—扶正剂—益气养阴—复方血栓通胶囊：每粒装 0.5g；片剂：每片装 0.35g、0.4g）。

与同类产品比较，我们认为复方血栓通胶囊的产品竞争优势主要体现在：

(1) 复方血栓通胶囊为独家剂型品种。至于复方血栓通片，中国药典中采用的是公司标准，有制剂工艺专利，扬州中惠也能生产，但对方规模很小，不构成威胁。

(2) 与复方丹参滴丸等品种相比，复方血栓通胶囊具有治疗心血管和眼底病等领域并发症的优势，现在还在做糖网、糖尿病等新适应症的研究。目前眼科、心血管和神经科应用比例各占 1/3。而且日均服用费属于中等价位，在二级以上大医院，县级医院等基层，患者、医生都相对容易接受。SFDA 南方所医院数据显示，复方血栓通胶囊在脑血管领域排名呈现稳步上升趋势。

(3) 市场担心的中成药降价事情，我们认为发改委充分考虑三七上涨对相关公司的影响程度，复方血栓通胶囊等基药品种被降价的可能性很小。

**表 1：复方血栓通胶囊主要基药竞争品种对比情况**

品种	复方血栓通胶囊	麝香保心丸	复方丹参滴丸	速效救心丸	银丹心脑通软胶囊
生产厂家	众生药业	上海和黄药业	天士力	中新药业	贵州百灵
上市年份	1996 年	1981 年	1994 年	1983 年	2005 年
原材料	三七、黄芪、丹参、玄参	人工麝香、人参提取物、人工牛黄、肉桂、苏合香、蟾酥、冰片	丹参、三七、冰片	川芎、冰片	银杏叶、丹参、灯盏细辛、三七、山楂、绞股蓝、大蒜、天然冰片、植物油、山梨醇、蜂蜡
适应症	活血化瘀，益气养阴。用于治疗血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞；以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛。	芳香温通，益气强心。用于心肌缺血引起的心绞痛，胸闷及心肌梗塞。	活血化瘀，理气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛。	行气活血，祛瘀止痛，增加冠脉血流量，缓解心绞痛。用于气滞血瘀型冠心病，心绞痛。	用于气滞血瘀引起的胸痹，症见胸痛，胸闷，气短。心悸等；冠心病，心绞痛，高血压、动脉硬化，中风、中风后遗症见上述症状者。
零售价	0.5 克*30 粒/盒规格 28 元	22.5mg*42 丸/盒规格 23 元	27mg*180 粒/盒 29.8 元	40mg*60 粒*2 瓶/盒 23.6 元	0.4g*15 粒*2 板/盒 30 元
用法用量	口服一次 3 粒，一日 3 次	口服，一次 1-2 丸，一日 3 次	口服或舌下含服，一次 10 丸，一日 3 次，4 周为一个疗程	含服，一次 4-6 粒，一日 3 次；急性发作时，一次 10-15 粒。	口服，一次 2-4 粒，一日 3 次。
日均费用	8 元	2.5 元	5 元	4 元	9.1 元
2012 年销售收入	4 亿多	6 亿多	20 亿	7.2 亿	2.7 亿

数据来源：各公司资料 中投证券研究总部

**表 2：2008 年—2012 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	2012 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	13.56%
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	11.37%
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	9.85%
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%	脑心通胶囊	6.96%
疏血通注射液	5.62%	川芎嗪注射液	5.73%	血塞通注射液	5.48%	血塞通注射液	6.74%
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	4.86%
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	4.33%
脑心通胶囊	4.82%	脑心通胶囊	4.59%	苦碟子注射液	3.84%	<b>复方血栓通胶囊</b>	<b>3.46%</b>
苦碟子注射液	4.46%	<b>复方血栓通胶囊</b>	<b>3.96%</b>	<b>复方血栓通胶囊</b>	<b>3.50%</b>	苦碟子注射液	3.05%
<b>复方血栓通胶囊</b>	<b>4.00%</b>	血塞通片	3.54%	三七通舒胶囊	2.47%	脉血康胶囊	2.87%

资料来源：SFDA 南方所 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，销售集中在二级以上医院，目前总共覆盖的医院家数超过 5000 家。

**表 3：复方血栓通胶囊地区（进入 2012 版基药目录前）基药中标价格较好（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*30 粒	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省内，目前省内外占比约 4：6。如河南（2012 年含税收入接近 1 亿）、四川、江西、山东等地区销售情况比较良好，已经成长为全国性品牌。

基层方面，公司去年下半年开始建立了专门的基层队伍，主要在广东省内，约 100 人，取得了一定销售战绩，今年将继续积极扩充队伍实力。

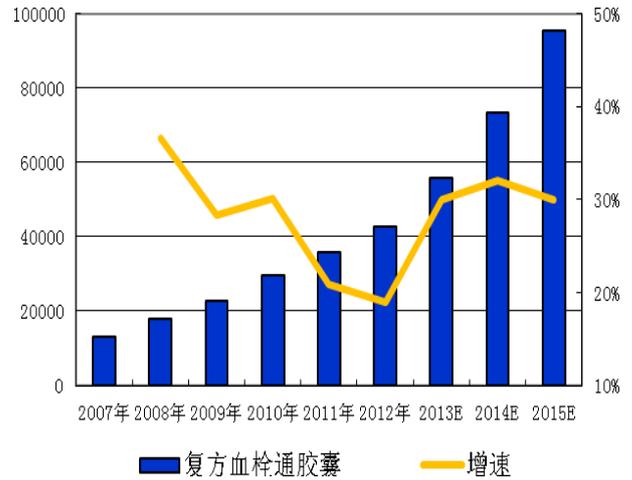
公司今年明确了“抢时间，广覆盖，结同盟，促增长”的营销方针，针对自营队伍不能覆盖的区域，在山东等地区引入了代理制模式，增加了基层医疗和代理事业部的资源匹配。我们认为，这种“自营+代理”的结合模式比较符合公司当前市场状况，有利于终端销量的快速提升。

质量方面，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，坚持采用高品质的三七，加上通过与监管部门、商业伙伴及患者进行积极沟通，去年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。据临床医生反馈，公司的品种质量可靠，疗效有保证，与行业许多中小厂商惨假或使用伪劣药材形成了鲜明对比。

表 4：复方血栓通胶囊样本城市销售格局

地区	2006 年	2009 年	2012 年
广州	90.9%	65.77%	64.88%
北京	6.66%	19.11%	22.34%
郑州	—	7.85%	9.96%
成都	2.00%	4.38%	—
南京	0.25%	1.35%	1.96%

图 3：复方血栓通胶囊销售收入预测(单位：万)



数据来源：SFDA 南方所 中投证券研究总部

资料来源：公司公告 中投证券研究总部

成长空间来看，2010 年复方血栓通胶囊销售收入约 2.97 亿，2012 年尽管收到毒胶囊事件影响，但销售额仍稳步增长至突破 4 亿。2013 年开始，由于面临基层扩容的机遇，加上终端销售策略的强化，收入增速有望提升到 30% 以上，今后 3 年将成长为 10 亿级别品种。

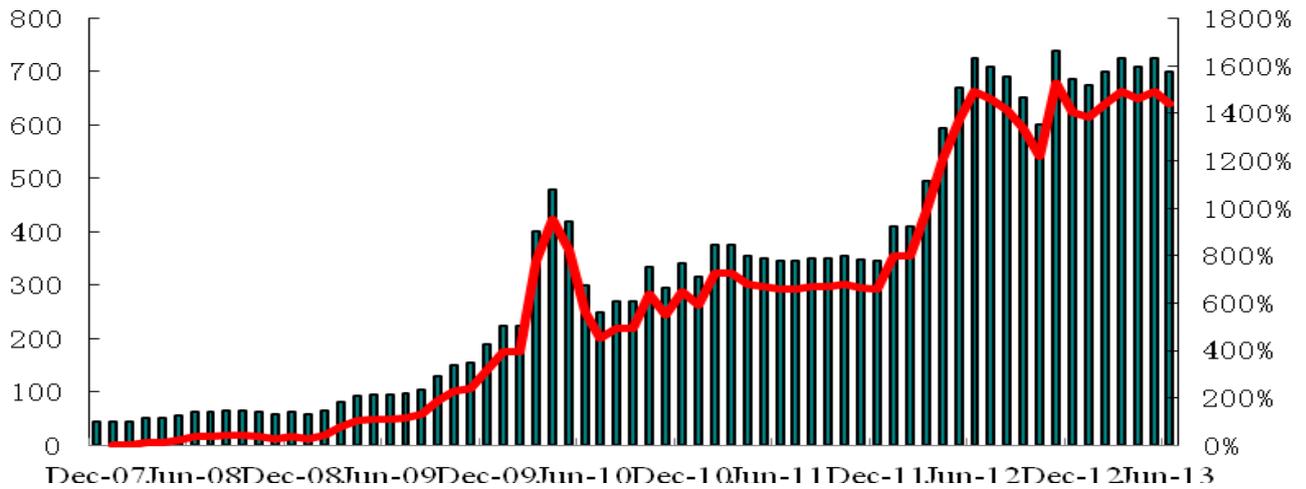
### 1.2 三七价格今后逐渐回落是大概率事件

原药材方面，从这波三七价格周期历史来看，以 120 头（单位：元/Kg）为例，第一阶段是从 2008 年的 50 元上涨到 2010 年的 300 多元，并持续震荡到 2011 年。第二阶段是从 2012 年初的 300 多进一步飙升至下半年的 700 多元，并延续到至今，处于历史高位。

由于公司之前没有药材基地，采购显得比较被动，成本压力大可想而知。我们估计，2012 年使用量需要约 200 吨，单每个月采购金额就要 1000 万以上，这直接导致 2012 年整体中成药毛利率下降 4 个百分点至 68.65%。

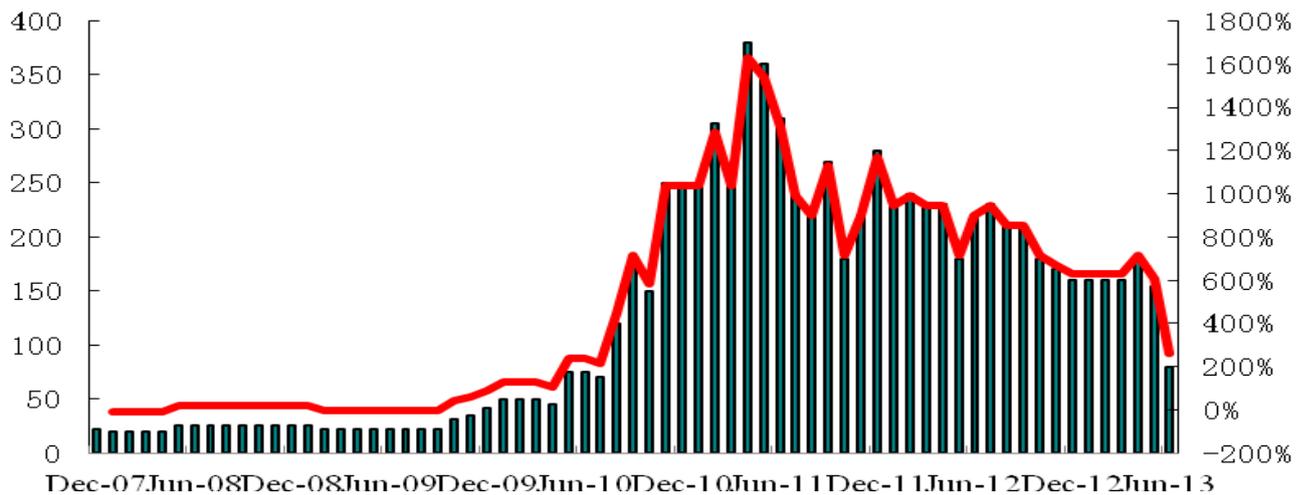
鉴于此，公司开始尝试往上游发展。去年与文山某种植公司签订了 3 年期协议，合作面积 300 亩，2012 年已支付资金 327.6 万。每亩产 150 公斤来算，大概届时可收获 45 吨三七。

图 4：三七 120 头规格 2007 年 12 月以来价格（元/kg）



数据来源：中国药材市场 中投证券研究总部

图 5：太子参 2007 年 12 月以来价格（元/kg）



数据来源：中国价格信息网 中投证券研究总部

按经济运行规律来看，虽然中长期农产品上涨趋势不变，但短期不合理暴涨必带来暴跌。而药材具有农产品属性，三七等种植品种也不会例外。据云南文山三七产业局统计，2012 年三七种植面积达到约 24 万亩，全年将有 6.8 万多亩进入采收期，产量不低于 1 万吨，明显高于市场 7000 吨的需求量，供需开始逆转。2014 年产量不低于 2 万吨，将严重供过于求。文山三七协会 2012 年底已发布种植风险警示。

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。可适当参考这两年太子参的价格跌势，今年 5 月统货价大幅下挫到 80 元，仅为最高峰值的 20%。金银花自高价位大幅回落以来，一直在 100 元低价位附近徘徊。

粗略估计，如果 2014 年三七采购价跌到 500 元，即每公斤减少 200 元的话，按公司明年使用 300 吨估算，则意味着可节省 6000 万成本。据了解，目前农户种植成本一般都在 300 多元，因此可初步判断未来跌到该价位为较为合理水平。2015 年产量将会继续明显增加，我们初步估计将会跌到 300 元的成本价，按公司届时使用 300 多吨估算，当可缩减 6000 万以上采购金额。

表 5：三七 2006 年以来产量及价格统计

年度	三七种植面积 (亩)	采挖面积 (亩)	三七产量 (万公斤)	平均价格 (元/公斤)
2006 年	119772	54061	895	52
2007 年	120020	55656	917	56
2008 年	120929	51468	884	72
2009 年	68722	27508	445	165
2010 年	84268	32000	550	340
2011 年	97000	31000	471	277
2012 年	154663	46207	650	700
2013 年	240000	68190	大于 1000	
2014 年预计		130000	大于 2000	

数据来源：商务部 云南文山三七研究院 中国药材市场 中投证券研究总部

## 二、二线品种有待重点培育

### 2.1 脑栓通胶囊具备 5-10 亿级别规模潜力

脑栓通胶囊是由中国工程院院士王永炎领衔的研发小组和北京中医药大学、广东华南药业根据中医治病求本的思想，融入最新科技、手段、方法和设备，历时 13 年研发，于 2004 年 8 月成功上市的新型中药制剂（原临床试验申报名称“脑络宁胶囊”）。

作为第一个进行循证医学研究治疗脑卒中的现代中药，其处方组成是基于对中风中经络证之病因病机的认识，通过对 99 例中风病中医辨证为风痰瘀血痹阻脉络证的患者进行了比较系统的临床预试验，取得了总显效率为 64.6% 的基础上而确定独特组方。

该品种主要在神经科使用，在治疗脑中风后遗症和预防二次复发方面效果明显。自 2004 年拿到批文之后，2006 年上市销售，2009 年进入国家乙类医保。2010 年下半年增长明显加快，2012 年销售收入估计约 7000 万（南方所样本医院超过 2000 万），2013 年将突破上亿。

**表 6：脑栓通胶囊药理作用**

组成	成分	现代药理作用
生蒲黄	黄酮类、多糖 有机酸、槲皮素等	1、直接溶解血栓；2、激活纤溶酶原，促纤溶；3、抑制血小板聚集；4、降血脂、抗动脉粥样硬化及降低血压；5、对损伤的血管内皮细胞具有保护作用；6、抗氧化，抗脑缺血再灌注损伤
赤芍	芍药苷、β-谷甾醇、鞣质等	1、激活纤溶酶原，溶栓；2. 降解血中纤维蛋白原；3. 抑制血小板聚集，保护血管内皮；4、抗血凝作用，抗血栓形成；5、抗氧化作用（减少MDA、NO含量，提高SOD）；6、改善记忆障碍
天麻	天麻素、天麻甙元、对羟基苯甲醛等	1、抑制血小板聚集，抗血栓形成；2、降压；3、促智抗衰老，改善学习记忆；4、改善微循环；5、抗缺血缺氧；6. 降血脂；7. 抗自由基和再灌注损伤；8. 双向调节免疫；9. 抗炎；10、抗惊厥
郁金	姜黄、挥发油、淀粉等	1、降血脂及抗动脉粥样硬化；2、抑制血小板聚集，改善血液流变性；3. 抑制红细胞聚集，改善微循环；4、中枢神经保护作用；5、抗自由基；6、降血脂；7、抗炎；9. 皮质激素样作用
漏芦	蜕皮甾酮、黄酮类、三萜皂甙	1、抗氧化；2、降血脂；3、抑制动脉粥样硬化斑块的形成；4、抗缺氧，改善学习障碍；5. 抗疲劳；6、抗炎；7、促智；8、抗衰老

数据来源：公司资料 中投证券研究总部

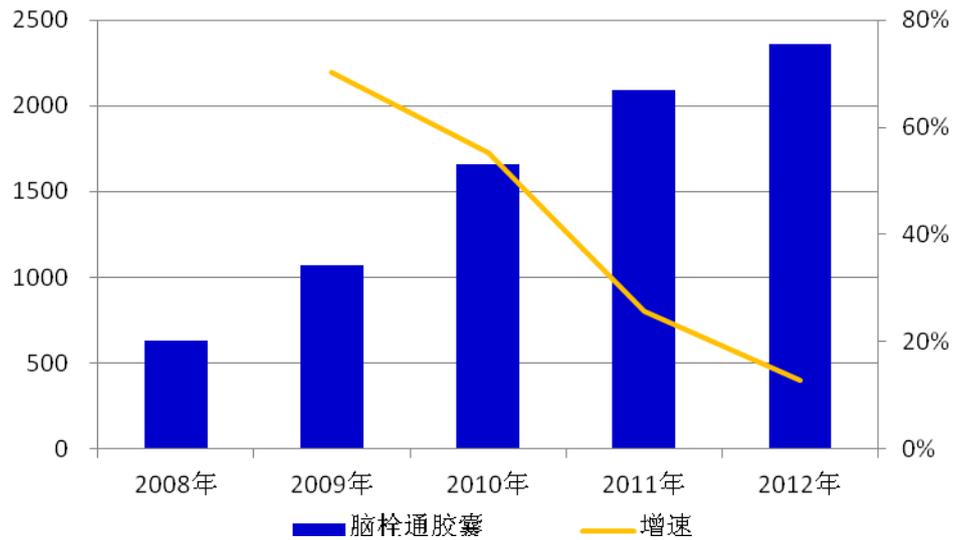
**表 7：脑栓通胶囊主要竞争品种对比情况**

品种	脑栓通胶囊	脑心通胶囊	培元通脑胶囊	血塞通软胶囊
生产厂家	众生药业（华南药业）	步长制药	羚锐制药	昆明制药，昆明圣火制药
医保/基药	医保乙类	新版基药	医保乙类	地方医保
上市年份	2006 年	1994 年	2000 年	1999 年
原材料	蒲黄、赤芍、郁金、天麻、漏芦	黄芪、赤芍、丹参、当归、川芎、桃仁、红花、乳香（制）、没药（制）、鸡血藤、全蝎、水蛭等	制何首乌、熟地黄、天冬、龟甲、鹿茸、肉苁蓉、肉桂、赤芍、全蝎、水蛭、地龙、山楂、茯苓、甘草	三七总皂苷
适应症	活血通络，祛风化痰。用于风痰瘀血痹阻经络引起的缺血性中风病中经络急性期和恢复期。症见半身不遂，口舌歪斜，语言不利或失语，偏身麻木，气短乏力或眩晕耳鸣，舌质暗淡或暗红，苔薄白或白腻，脉沉细或弦细、弦滑。	益气活血、化瘀通络。用于气虚血滞、脉络瘀阻所致中风中经络，半身不遂、肢体麻木、口眼歪斜、舌强语蹇及胸痹心痛、胸闷、心悸、气短；脑梗塞、冠心病心绞痛属上述症候者。	益肾填精，熄风通络。用于缺血性中风中经络恢复期肾元亏虚，瘀血阻络证，症见半身不遂、口舌歪斜、语言不清、偏身麻木、眩晕耳鸣、腰膝酸软、脉沉细。	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血闭络证的中风中经络恢复期，症见偏瘫，半身不遂，口舌歪斜，舌强言蹇或不语。或用于心血淤阻型冠心病绞痛，证见胸闷，胸痛，心慌，舌紫暗或有瘀斑。
零售价	0.4g*18 粒/盒 28 元	0.4g*36 粒/盒 28.5 元	0.6g*27 粒/盒 60 元	0.33g*24 粒/盒 44 元
用法用量	口服，一次 3 粒，一日 3 次，4 周为一个疗程	口服，一次 2-4 粒，一日 3 次，或遵医嘱	口服，一次 3 粒，一日 3 次。	口服，一次 2 粒，一日 2 次
日均服用费	14 元	7 元	20 元	7 元
2012 年公司销售收入	0.7 亿	10 亿以上	1 亿（代理制，南方所样本医院终端达 1.33 亿）	昆药约 1 亿

数据来源：各公司资料 中投证券研究总部

此外值得一提的是，近日脑栓通胶囊 18 粒/盒规格进入广东省第四批差别定价药品资格评审情况公示，资格条件为专利药（信息来源：中国医药价格服务平台），公示期从 2013 年 5 月 31 日起至 6 月 7 日，预计通过后将对价格有提振作用，由于目前主要在广东销售，将直接受益，未来还有进入广东省基药增补目录可能。

图 6：脑栓通胶囊样本医院销售收入及增速（单位：万）



数据来源：SFDA南方所 中投证券研究总部 其中：样本城市广州2012年占95.05%

总体来说，我们认为，脑栓通胶囊的成长路径跟复方血栓通胶囊有所不同，省内外同时开拓积累了许多经验，放量进程将明显更快些。参考国内同类品种一步长的的脑心通胶囊，未来脑栓通胶囊成长为 5-10 亿规模品种的前景是可预期的。

## 2.2 众生丸等品种销售仍集中在区域市场

咽喉炎是由细菌引起的一种疾病，由于咽喉疾病属常见病和多发病，发病人群广，且慢性咽喉炎等疾病尚难彻底根治，这就使咽喉用药拥有庞大的消费群体与广阔的市场发展空间。作为 OTC 中的一个主流类别品种，咽喉用药的市场规模逐年上升。目前我国每年咽喉用药规模估计在 50 亿以上，预计未来该市场将保持 11-12%左右的增长率。

众生丸上市多年来，由于疗效显著，强调“17 味中药浓缩丸”，通过广告营销推广让消费者熟知，成为广东省咽喉肿痛第一品牌。SFDA 南方所零售数据显示，其在全国咽喉用药市场排名中已排名第六。

作为广东省独家增补基药及抗生素限制受益品种，众生丸在本地市场占据

明显优势，但暂时还属于地域性品牌。目前公司正在加强营销网络的建设，签约古巨基主打“祛喉痛热气”功效，同时借助上市带来的品牌广告效应，力争提升在咽喉领域的市场份额。今年初最高零售价上调 23.70% 后有利于零售终端的推广，目前年销售规模约 1 个多亿，预计今后将保持在 10% 以上的稳健增速。

**表 8：2010 年我国咽喉中成药前 10 品牌**

排名	药名	市场份额	厂家
1	金嗓子喉宝	9.87%	金嗓子药业
2	慢严舒柠颗粒	6.67%	山西桂龙医药
3	咽炎片	5.53%	三九医药等
4	复方草珊瑚含片	3.99%	江中药业
5	西地碘	3.43%	华素制药等
6	众生丸	3.32%	众生药业
7	黄氏响声丸	3.22%	无锡山禾药业
8	念慈庵批把糖	3.16%	香港京都念慈庵
9	喉疾灵胶囊	2.52%	陈李济药业等
10	咽立爽口含滴丸	2.37%	黄果树立爽药业

**表 9：众生丸提价幅度**

浓缩丸包衣	之前最高零售价	最新最高零售价	幅度
200mg*100 丸/盒	14.2	17.5	23.24%
200mg*60 丸/盒	8.7	10.5	20.69%
200mg*72 丸/盒	10.3	13.1	27.18%
平均值			23.70%

资料来源：SFDA 南方所药品零售监测分析系统 广东省物价局 中投证券研究总部

清热冲剂类中成药市场中，由于位置和气候因素，主销区域为广东省。公司生产的清热祛湿冲剂在清热冲剂类排名比较靠前，但从 2007 年开始由于公司中药提取能力比较紧张，为了保证复方血栓通胶囊和众生丸的生产，导致清热祛湿冲剂销量有所调整。由于同类品种众多，加上销售区域较窄，我们预计品种的成长空间相对有限。

此外，**盐酸氮卓斯汀滴眼液**于 2000 年首次在美国上市，2008 年公司实现国内首仿，在预防和治疗季节性过敏性结膜炎中疗效确切，未来有可能成为公司新的眼科明星产品。

### 三、研发布局高端优质产品领域

公司比较注重研发，近年投入占营收比例都在 3.50% 以上，2012 年超过 3000 万。主要用于 3 个方面：一是创新产品的临床前研究或临床研究；二是现有产品的二次开发以及标准提升；三是创新技术平台的建设。

2012 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。

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，正在进行 3 期临床的前期准备。

其它品种方面，治疗口腔黏膜疾病的口康凝胶已完成 3 期临床试验入组工作，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。

**表 10: 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：			
化学一类新药QU100	肺纤维化	临床前研究	第一阶段预期目标
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

另外，去年 8 月公司用 4880 万收购了八达制药，具备了生产冻干粉针的能力。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，预计今年 6 月开始试运行和设备调试。

考虑到公司账面上有 8 亿充裕现金，未来公司将有望以此为基础平台引进高端优质粉针品种，眼科领域也是公司重点考虑的并购方向。

## 四、激励机制架构较为合理

“民营机制+高管、员工共同持股”的模式保证了公司治理结构的稳定，董事长等高管以外的 100 多名员工都拥有股份。

激励约束机制方面，2011 年开始，对中高层实施了奖励基金方案。每年考核合格后按扣除非经常性损益后净利润的 5%提取奖励金，并按 5 年分期支付。这将调动公司及公司高管和核心员工的积极性，鼓励员工与公司共同发展。

**表 11: 公司激励基金方案**

### 1 激励周期

本计划以“业绩周期”为单位，所涉及奖励对象的考核业绩周期为五年，首期《奖励金实施计划》起始年度为2011年度。符合奖励对象条件的人员在2011年1月1日~2015年12月31日期间内任一年度，均可被纳入本计划，其业绩考核周期的起始年度为其被纳入奖励对象范围当年。

2 公司本计划实施第一年提取500万元作为初始奖励金，以后每年在满足以下条件后提取扣除非经常性损益后净利润的5%作为奖励金。具体条件如下：

- (1) 扣除非经常性损益后净利润较上一年度增长不低于15%；
- (2) 奖励金计入当年管理费用；
- (3) 业绩考核所处会计年度财务报告的审计意见为“标准无保留意见”。

3 若业绩考核周期内某年度扣除非经常性损益后净利润较上一年度增长为0%~15%，则当年奖励金按200万元提取。

时间	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
领取比例	20%	30%	45%	60%	100%

资料来源：公司公告 中投证券研究总部

## 五、估值和推荐评级

综合来看，我们看好复方血栓通胶囊今后在基层放量，主要是基于突出的品种竞争优势，公司良好的经营机制和代理模式的推广，及积累的有效基层拓展经验等因素。

### 5.1 盈利预测

我们预计复方血栓通胶囊今后每年收入增速将从当前的 20%多加快增加到 30%以上，另外再考虑到今后三七价格的理性回落，明年开始毛利率将有明显回升（2014-15 年我们预计三七均价分别跌至 500 和 300 元/Kg），未来经营业绩的弹性会很大。

自我们 3 月 25 日基本药物放量案例分析指出复方血栓通胶囊为最确定受益品种之一，并重点推荐以来，公司股价表现突出。

我们预计公司 2013-15 年 EPS 分别为 0.62（下调 0.02 元）、0.87（上调 0.04 元）和 1.20（上调 0.12 元）元（原分别为 0.64、0.83 和 1.08 元），同比分别增长 22%、40%和 39%。

表 12：众生药业主营业务收入及成本预测（单位：万）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	64071	75065	88662	109454	137509	172918
中成药：	48970	58979	71758	91593	118621	152926
复方血栓通胶囊	29729	35957	42789	55625	73425	95453
众生丸	11374	12511	14013	15694	17578	19687
清热祛湿冲剂	2012	2314	2661	3060	3519	4047
脑栓通等其它中药	5855	8197	12296	17214	24100	33739
化学药	14880	15624	16159	16967	17816	18707
其它业务收入	222	462	744	893	1072	1286
营业成本	23475	27239	33767	45060	48745	51157
中成药：	13100	16130	22493	33115	36140	37848
复方血栓通胶囊：	4857	6703	10747	18733	18353	15622
三七使用量（公斤）		180000	200000	240000	316800	411840
采购均价（元/公斤）		300	460	700	500	300
①三七成本金额		5400	9200	16800	15840	12355
②其它成本		1303	1547	1933	2513	3267
众生丸	4657	5216	5842	6543	7329	8208
清热祛湿冲剂	1100	1210	1404	1628	1889	2191
脑栓通胶囊等其它中药	2485	3000	4500	6210	8570	11826
化学药	10229	10635	10927	11528	12105	12710
其它业务成本	146	475	347	416	500	600
毛利率	63.36%	63.71%	61.91%	58.83%	64.55%	70.42%
中成药：	73.25%	72.65%	68.65%	63.85%	69.53%	75.25%
复方血栓通胶囊	83.66%	81.36%	74.88%	66.32%	75.00%	83.63%
众生丸	59.05%	58.31%	58.31%	58.31%	58.31%	58.31%
清热祛湿冲剂	45.33%	47.70%	47.25%	46.79%	46.33%	45.86%
脑栓通胶囊等其它中药	57.56%	63.40%	63.40%	63.92%	64.44%	64.95%
化学药	31.26%	31.93%	32.38%	32.06%	32.06%	32.06%
其它业务	34.29%	-2.73%	53.38%	53.38%	53.38%	53.38%

资料来源：公司历年报表 中投证券研究总部

## 5.2 估值分析

在合理条件假设下，根据自由现金流 DCF 分析，公司的估值为 30.61 元。

**表 13: DCF 模型参数假设**

项目	参数值
永续增长率 $G_n$ (%)	2%
贝塔值 ( $\beta$ )	0.974
无风险利率 (%)	3.65%
市场的预期收益率 (%)	8.00%
股权资本成本 ( $K_e$ )	7.88%
债务成本 $K_d$ (%)	5.68%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.00%
WACC	7.88%

资料来源: 中投证券研究总部

**表 14: DCF 估值敏感性分析**

WACC(%)	永续增长率 $G_n$ (%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
2.88%	79.67	116.21	235.36	-1712.72	-167.35	-83.13
3.88%	57.16	73.41	106.91	216.12	-1569.54	-153.01
4.88%	44.01	52.81	67.72	98.45	198.65	-1439.51
5.88%	35.43	40.77	48.85	62.54	90.76	182.75
6.88%	29.43	32.91	37.82	45.25	57.82	83.75
<b>7.88%</b>	25.02	27.41	<b>30.61</b>	35.12	41.95	53.52
8.88%	21.66	23.36	25.56	28.51	32.66	38.94
9.88%	19.02	20.27	21.84	23.87	26.58	30.40
10.88%	16.91	17.85	19.00	20.45	22.31	24.81
11.88%	15.18	15.90	16.77	17.84	19.17	20.89
12.88%	13.75	14.31	14.98	15.78	16.76	18.00
13.88%	12.55	13.00	13.52	14.13	14.87	15.78

资料来源: 中投证券研究总部

**表 15: 行业可参考个股估值比较**

代码	个股	股价	12 年	EPS			PE			
				13E	14E	15E	12 年	13E	14E	15E
600535	天士力	37.95	0.74	1.05	1.36	1.73	51.28	36.14	27.90	21.94
000538	云南白药	82.20	2.28	2.89	3.63	4.43	36.05	28.44	22.64	18.56
600422	昆明制药	26.44	45.59	33.90	25.92	19.88	45.59	33.90	25.92	19.88
600436	片仔癀	136.82	2.53	3.19	3.98	4.93	54.08	42.89	34.38	27.75
600085	同仁堂	21.55	0.44	0.55	0.69	0.83	48.98	39.18	31.23	25.96
平均值							47.20	36.11	28.41	22.82

资料来源: 中投证券研究总部 截止到 2013 年 6 月 25 日

根据相对估值法, 中药行业可参考重点个股 14 年平均 PE 为 28.41 倍。但考虑到公司明后年业绩的高成长弹性, 结合绝对估值, 我们认为公司应享有一定合理溢价, 给予 14 年 PE35 倍对应目标价 30.45 元, 建议积极配置, 重点推荐评级。

## 附录 1: 公司简介

### 公司简介

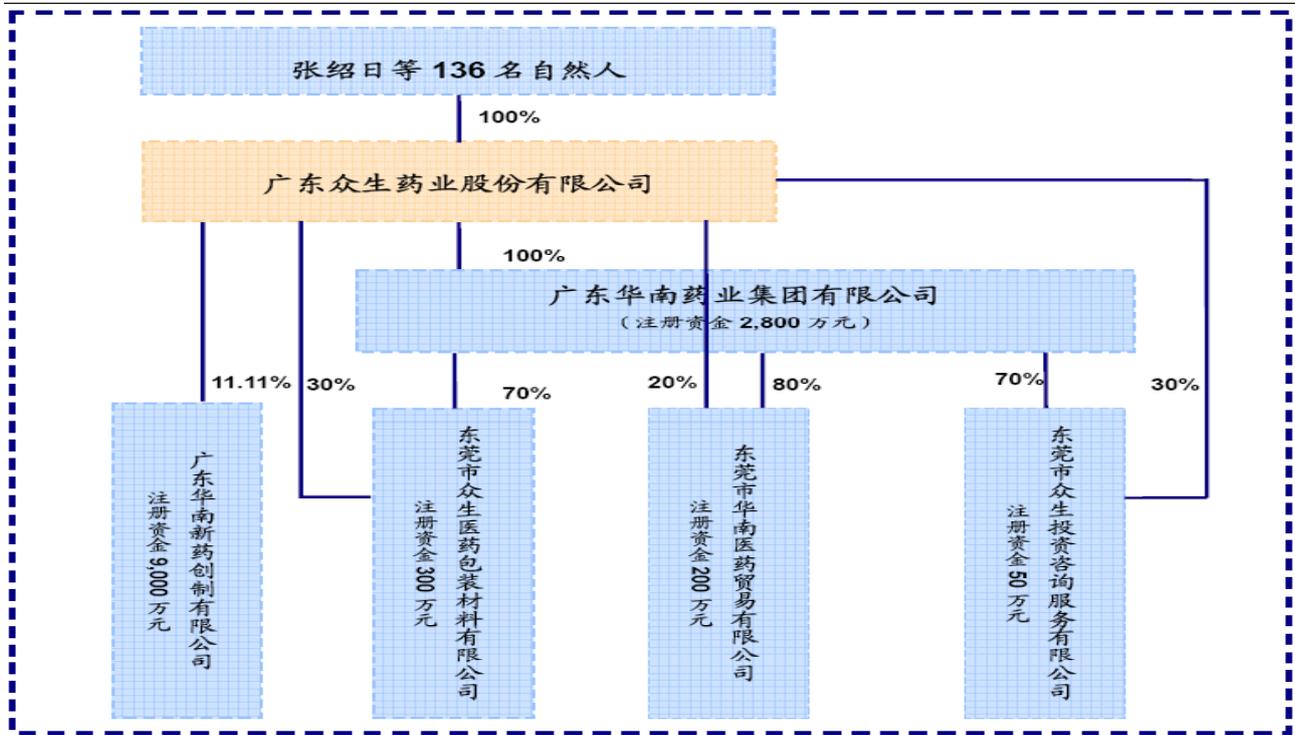
广东众生药业股份有限公司是一家致力于人类健康产品的高新技术企业,公司注册资本为 8000 万元,主营业务涉及药品的研发、生产与销售。

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 36 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 万股限售股上市开始解禁。

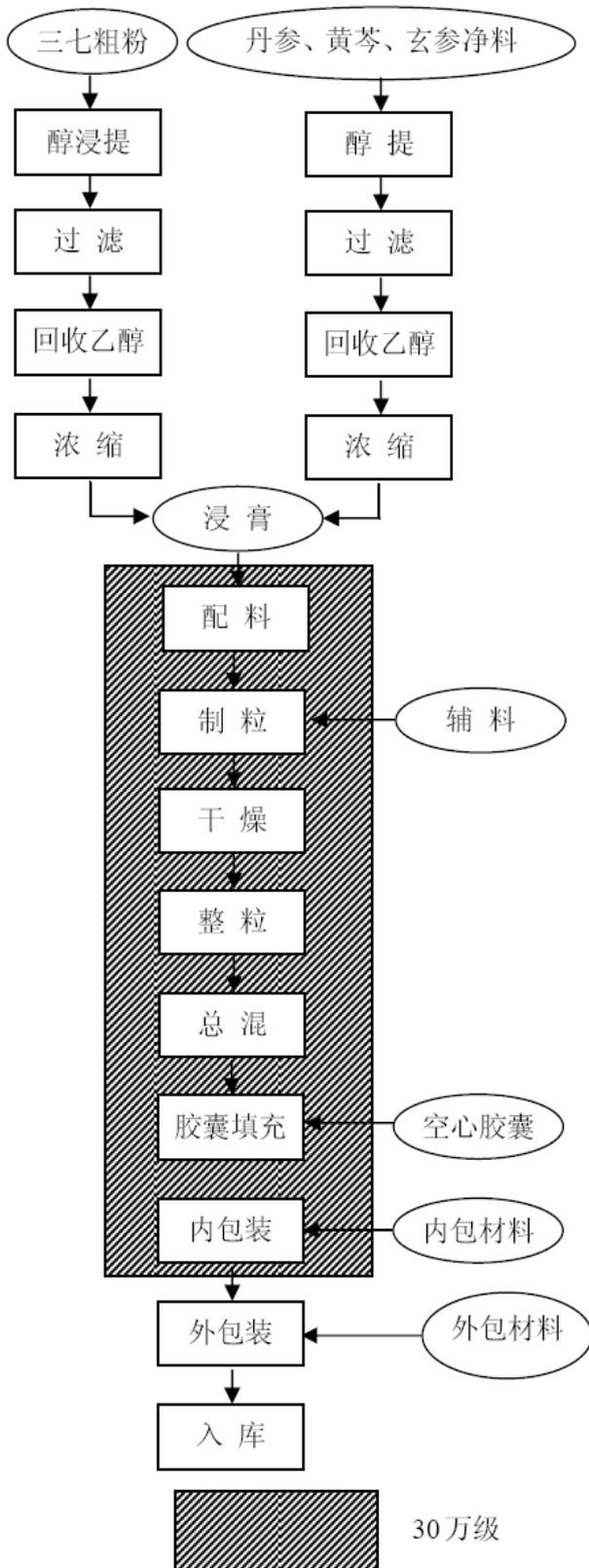
附图 1: 众生药业股权结构



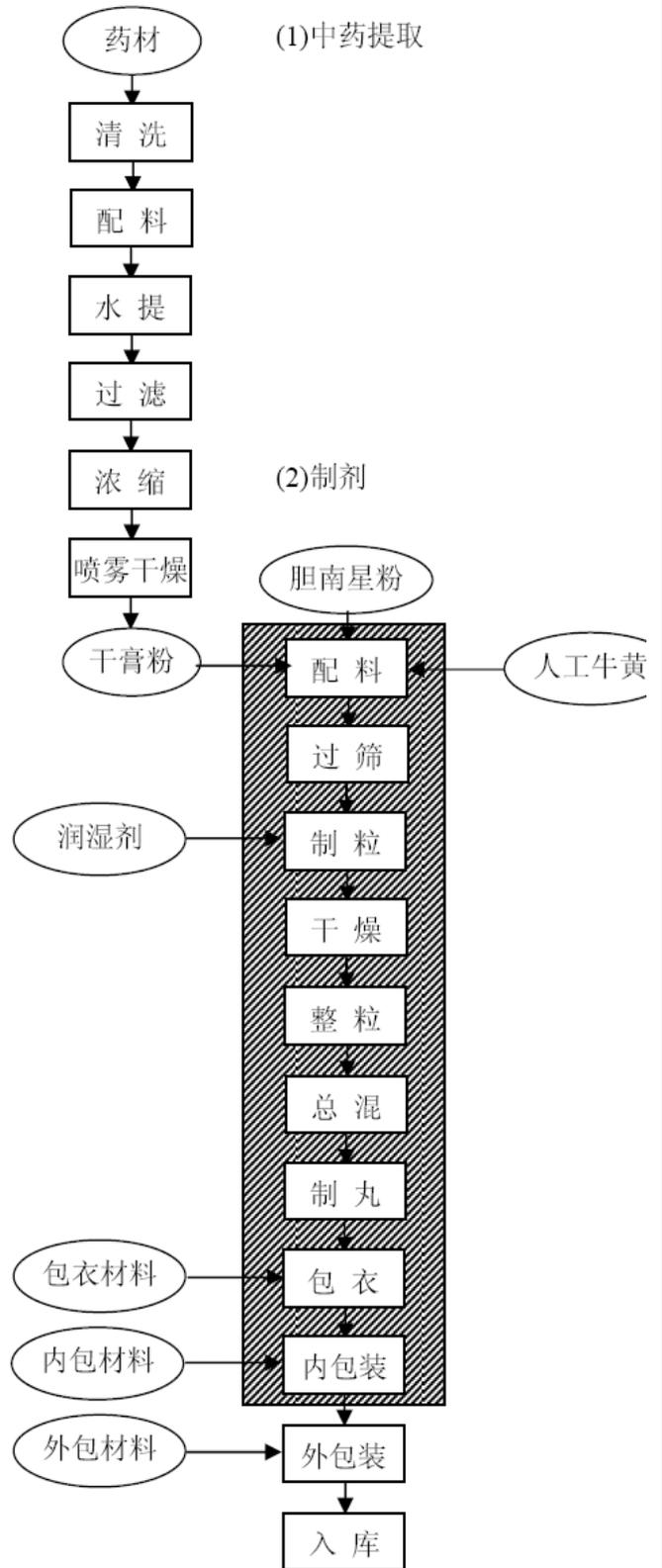
资料来源: 招股说明书 中投证券研究总部 注: 发行后张绍日等 136 名自然人持股比例为 75%

附图 2：主导产品简要工艺流程

1、复方血栓通胶囊工艺流程图



2、众生丸工艺流程图



资料来源：招股说明书 中投证券研究总部

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1322	1026	997	1044	<b>营业收入</b>	886	1095	1375	1729
现金	907	547	413	346	营业成本	338	451	487	512
应收账款	115	127	165	208	营业税金及附加	10	12	15	19
其它应收款	1	1	1	1	营业费用	301	331	429	571
预付账款	46	38	45	50	管理费用	63	71	99	130
存货	98	138	147	154	财务费用	-27	-20	-9	1
其他	155	175	227	285	资产减值损失	2	1	1	1
<b>非流动资产</b>	416	628	784	826	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	323	427	551	630	<b>营业利润</b>	200	249	352	495
无形资产	51	49	47	45	营业外收入	14	12	12	12
其他	31	142	175	142	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	1737	1655	1781	1871	<b>利润总额</b>	213	259	364	506
<b>流动负债</b>	110	165	201	166	所得税	31	37	52	73
短期借款	0	57	87	50	<b>净利润</b>	182	222	311	433
应付账款	11	18	18	20	少数股东损益	0	0	0	0
其他	99	91	95	96	<b>归属母公司净利润</b>	182	222	311	433
<b>非流动负债</b>	41	41	41	41	EBITDA	199	262	389	554
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.62	0.87	1.20
其他	41	41	41	41					
<b>负债合计</b>	150	206	241	206	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	180	360	360	360	<b>成长能力</b>				
资本公积	927	567	567	567	营业收入	18.1%	23.5%	25.6%	25.8%
留存收益	480	522	613	738	营业利润	18.6%	24.2%	41.7%	40.6%
归属母公司股东权益	1587	1449	1540	1664	归属于母公司净利润	20.6%	22.3%	40.2%	39.1%
<b>负债和股东权益</b>	1737	1655	1781	1871	<b>获利能力</b>				
					毛利率	61.9%	58.8%	64.6%	70.4%
					净利率	20.5%	20.3%	22.6%	25.1%
					ROE	11.4%	15.3%	20.2%	26.0%
					ROIC	21.1%	20.0%	23.7%	30.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	8.7%	12.4%	13.5%	11.0%
					净负债比率	0.00%	27.47%	36.13	24.13%
					流动比率	12.04	6.21	4.97	6.31
					速动比率	11.14	5.37	4.23	5.37
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.54	0.65	0.80	0.95
					应收账款周转率	8	9	9	9
					应付账款周转率	26.03	30.74	26.67	26.78
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.50	0.62	0.87	1.20
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.48	0.68	1.06
					每股净资产(最新摊薄)	4.41	4.02	4.28	4.62
					<b>估值比率</b>				
					P/E	41.75	34.12	24.34	17.49
					P/B	4.78	5.23	4.92	4.55
					EV/EBITDA	33	25	17	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-04-27	众生药业：复方血栓通胶囊未来将明显受益于基药市场扩容
2012-12-04	众生药业：药企中的“长跑健将”
2010-10-24	众生药业：主导产品增长趋势积极向好
2010-09-08	众生药业：走向全国的优质成长股
2010-08-18	众生药业：复方血栓通胶囊增速较快，省外市场拓展渐出成效
2010-06-08	众生药业：拥有多个特优品种，积极拓展省外市场

报告来源：中投证券研究总部

## 附录 2: 基本药物放量案例: 昆药, 金陵和众生分析

### 基本药物放量案例分析——昆药、金陵、众生分析

中投证券医药团队余方升、周锐 (2013 年 3 月 25 日)

2012 年版《国家基本药物目录》近日公布。本次目录一共 520 种药品, 较 2009 年版增加 213 个。其中化学药品和生物制品 317 种, 较 2009 年版增加 112 种, 中成药 203 种, 较 2009 年版增加 101 种。化学药和生物药新增的品种集中在肿瘤、血液用药、精神类药物等方面, 中药各个领域均有增加, 但没有新增中药注射剂。

基本药物的扩容对部分新进入医保的品种构成利好, 我们认为要受益于基药主要满足以下 4 个条件:

- 1、 产品为独家或者生产厂家少于 5 个, 价格竞争不充分;
- 2、 最好为处方药, 主要通过医院渠道销售;
- 3、 市场尚未成熟, 有较大拓展空间;
- 4、 涉及公司的产品营销能力较强。

为了更清楚的分析基药放量的脉络, 我以 2009 年版基药中最受益的昆明制药, 最不成功的脉络宁和 2012 年版基本药物中可能受益的众生药业为案例对此进行了分析。

### 昆药血塞通粉针案例

#### 一, 案例背景

基药制度的全面覆盖实施带来的是基层医药市场的跨越式增长。基层市场加速放量, 使注射用三七制剂作为基药目录中治疗心脑血管疾病的主要品种, 面临巨大的政策机遇。2010 年我国心脑血管药物市场规模达到 1240 亿, 并继续保持了较好的增势。其中中成药 2007 年达到 234 亿, 2008 年为 280 亿, 2009 年则上升至 348 亿, 预计 2011 年已经超过 400 亿, 连续 5 年保持了 20%以上增速。

作为在心脑血管中药制剂前 5 强的三七类制剂是最具有市场潜力的品种之一。注射用血塞通产品高端市场竞争激烈, 进入基药后, 昆明制药通过激励机制改革, 加大医院开发率、提升管理水平等全方面的综合改革, 受益非常明显。血塞通粉针销量从 2009 年的 800 万至高速放量至 2012 年的超过 4000 万支, 3 年增长 5 倍, 并且今年初以来仍延续了大幅增长的惊人势头。

#### 二, 成功因素分析

我们认为, 公司血塞通粉针放量的原因是多方面的, 产品竞争格局简单 (国内只有珍宝岛和昆明制药两家销售) 构成了基本的继续, 作为注射剂型, 在基层终端放量容易。

公司进行的销售改革, 激励机制, 生产供应, 成本控制等也是主要因素之一。

##### 1、 产品自身优势突出, 具备放量的基础条件

(1) 价格维持强势, 满足渠道各环节需求。2009 年基药目录, 血塞通粉针 200mg 规格最高零售价从

34.9 提价 31.52%至 45.9 元/支，而中恒集团 150mg 规格降价 8%至 41.3 元，从而拉近了与强劲竞争对手的差距，给渠道的利润空间明显增加，有助于开展医院推广工作。

(2) 产品所处市场空间巨大，为产品增长提供了空间。心脑血管现有容量和潜在容量都非常大，该领域涌现了众多大品种，为血塞通粉针的成长提供了广阔的空间基础。

(3) 生产厂家少，产品特点突出：公司是粉针剂原研厂家，1996 年就已开始生产，治疗脑梗塞急性发作和脑梗塞后遗症等效果较好。目前国内粉针仅有公司和珍宝岛生产，冻干粉针剂稳定性好，有效期长，一般可到 4 年，有效解决了三七总皂苷口服制剂生物利用度低和水针剂产品稳定性差的问题，并最大限度的保持了有效成分的生物活性。

## 2、大力度进行销售改革，理顺渠道，推动了产品增长

2009 年以来，公司花大力气引进了许多营销骨干，如现总裁袁平东，原来在太极集团担任销售副总；现任销售总监林钟展是从武汉健民引进的。期间，公司进行了深入的营销变革：

### (1) 加大资源投入，积极开展市场公关

充分利用各类传媒（电视、广播、报刊、杂志等）加大市场宣传力度，创新营销模式，提升营销能力，全面提升品牌和市场竞争力。在重点地区加强拓展力度，2013 年江苏省基药采购计划显示，公司 200mg 络泰中标量高达 655.6 万支，供货价 27.63 元。

### (2) 提升销售队伍实力，放开代理销售比例

不断挖掘产品卖点，定期对销售人员进行培训。通过培训使销售人员产品知识得到更新、销售技巧得到提升。对于没资源或不能覆盖到的众多地区，学习竞争对手中恒集团和珍宝岛模式，实行代理销售为主，以期实现快速上量。

目前销售人员有 300 多人，代理占 40% 比例，由于国家政策的调整，今后将根据形势，逐渐增加高开比例，空白市场逐渐转为自己队伍。

### (3) 细化市场营销网络，扩大规模。

做好销售渠道的规划。将目前已建立合作关系的医院、药店、第三终端资源录入 ERP 系统，对销售渠道采用信息化管理手段，逐步建立营销资源管理系统，实现对于营销的各环节管理和监控，最大程度的提升管理水平和管理效率，掌握产品市场的最新情况，及时制定相应的营销策略。

### (4) 与竞争对手合作，维护价格体系。

2011 年 11 月，与珍宝岛签订 7 年血塞通粉针标准及专利等合作框架协议。近年在广东，江苏，安徽等各省基药招标中，相互协调，较好的维护了终端招标价体系。

## 3、管理方面，激励机制合理到位

公司控股股东为华立集团，作为民营控股企业，经营机制比较灵活，有利于各项改革的开展。

公司在 2009 年实施了 2010-2012 年核心管理层股权激励方案。激励对象为董事长等 5 个核心高管，计划实施以来，起到了较好的效果。2012 年 9 月，公司公布了 2013-15 年激励计划，销售总监林钟展纳入激励范围，这更有利于终端销售积极性的提升。

对于中层，设置了超值绩效现金奖励方案，如按超出净利润目标的 4-5% 提取利润。

地区经理，完善了考核指标，在任务完成的情况下，络泰粉针按支数提成等，如做的好经理有 200 来万，差的 20 万，拉开了差距。

## 4、积极扩产/代工，保证产能供应

公司前几年老产能只有 800 万支，明显不能满足需求。不足的部分通过委托重庆药友来生产，比如 2011 年委托量达到 1000 万支。

2012 年初，3000 万支新产能投入生产，加上粉针剂老厂房还可以继续生产，产量将超过 4000 万支，但仍然明显不够。目前再次新建的 7000 万支产能开始土建，规划是 2013 年 8 月建成，12 月底前投产，届时将会较好的缓解供需紧张状况。

## 5、加强成本控制，缓解经营压力

我们估计当前公司每年三七需求量有 300 多吨，为保证主要原料长期稳定供给，公司自 1999 年起，与

文山隆达签订了长期供应合同。除此之外，公司还与文山苗乡三七实业签订了建设6000亩GAP 标准原料供应基地的合同，同时制定了完善的SOP 流程，从源头上确保原料的质量和稳定供应。

控股子公司金泰得三七产业公司通过把握价格趋势，低价储备了较多三七等药材，11年和12年利润分别达到660万和767万，在一定程度上抵消了价格大幅上涨给基药品种带来的影响。

### 三、总结

公司的血塞通粉针高成长具备天时、地利、人和。我们认为自身产品疗效突出，加上09年进入基药，市场空间大幅打开，具备了放量的基础，这是内因。而销售渠道变革，管理层及员工激励是高增长的主要外因。产量供应，成本控制等是重要的辅助条件。

目前来看，公司销售主要集中在二级医院市场，今后县级等基层渠道还有很大拓展空间，由于价格相对便宜优势，在基层市场更容易被采购，前期安徽县级医院基药独家中标就是证明，因此近年维持高增长势头仍是可以期待的。未来与中恒集团（12年销量1.5亿支），珍宝岛（估计有6000万支以上）的销量差距将日益缩窄，达到上亿支销量估计也只是时间问题。

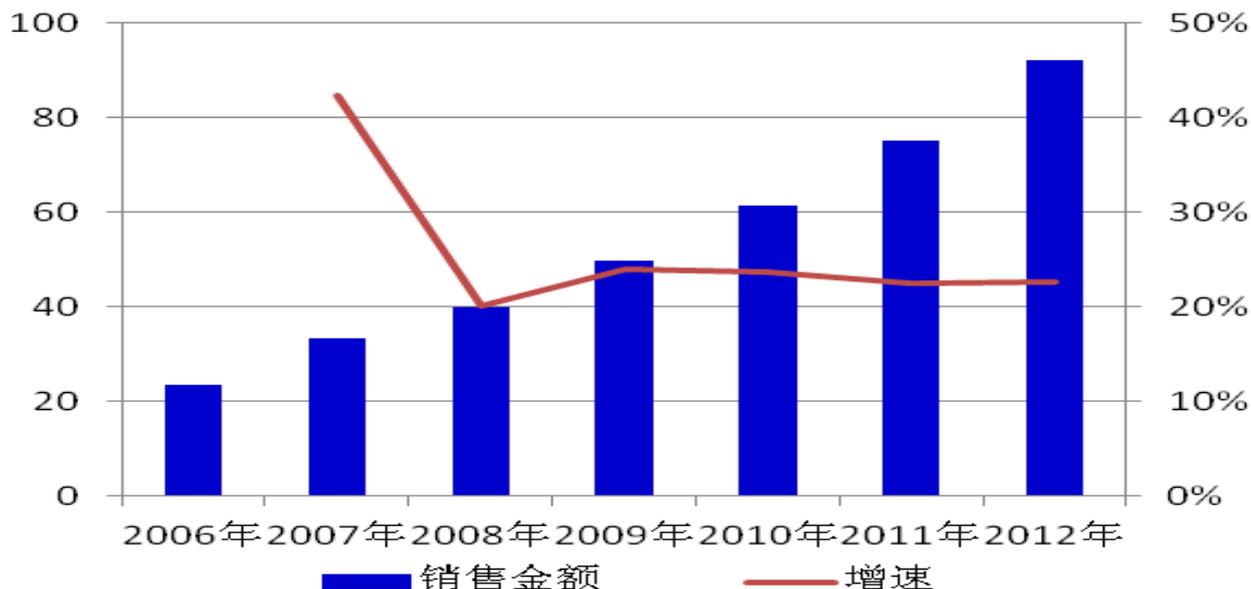
附图表：

表 1：昆明制药三七类制剂营收及销量预测（单位：万）

年份	2009年	2010年	2011年	2012年	2013E	2014E	2015E
三七类制剂销售收入总计	20000	30071	46359	74468	107739	142674	178358
增速			54%	61%	45%	32%	25%
<b>(1) 血塞通粉针 (万支) :</b>	<b>800</b>	<b>1269</b>	<b>2395</b>	<b>4215</b>	<b>6323</b>	<b>8535</b>	<b>10669</b>
销量增速		59%	89%	76%	50%	35%	25%
估计综合加权 (不含税) 单价 (支)	10	13	13	13	13	13	13
血塞通粉针销售收入(万)	8000	16497	31135	54795	82193	110960	138700
代理销量:	500	761	1198	1686			
占比	63%	60%	50%	40%			
自销量	300	508	1198	2529			
粉针 200MG (万支)	282	535	883	1554			
平均中标价/支	22	28	28	28			
粉针 400MG (万支)	483	734	1512	2661			
平均中标价/支	38	55	55	55			
<b>(2) 血塞通水针 (万支)</b>	<b>4900</b>	<b>5324</b>	<b>6000</b>	<b>5700</b>	<b>5985</b>	<b>6284</b>	<b>6598</b>
2ml 平均中标价/支	7	7	7	7	7	7	7
估计综合加权 (不含税) 单价	1	1	1	1	1	1	1
水针销售收入 (万)	4900	5324	6000	5700	5985	6284	6598
<b>(3) 血塞通软胶囊等其它 (万)</b>	<b>7100</b>	<b>8250</b>	<b>9224</b>	<b>13973</b>	<b>19562</b>	<b>25430</b>	<b>33059</b>

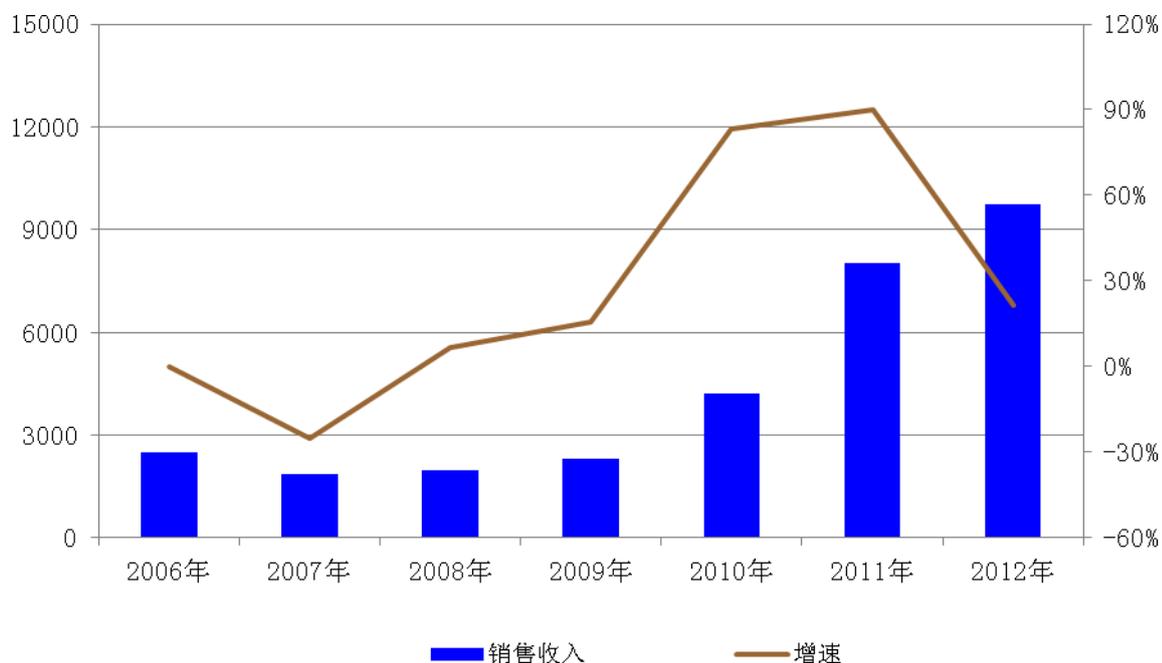
数据来源：公司历年报表 中投证券研究总部

图 1: 2006-2012 年 9 大城市样本医院心脑血管中成药市场规模 (单位: 亿)



数据来源: SFDA南方所 中投证券研究总部

图 2: 2006-2012 年 9 大城市样本医院昆明制药血塞通粉针市场规模 (单位: 万)



数据来源: SFDA南方所 中投证券研究总部

图 3：2012 年 9 大城市样本医院昆明制药血塞通粉针市场份额



数据来源：SFDA南方所 中投证券研究总部

## 金陵药业脉络宁案例

### 一、案例背景

脉络宁注射液是由玄参、石斛、牛膝、金银花四味中药精制而成的复方中药注射剂，其主要功效为防治血栓闭塞性血管病的中药复方注射剂，为国家中药保护品种，2009年进入国家基本药物目录。

在终端覆盖方面，脉络宁主要集中在低端市场（以乡镇医院为主），一线城市市场占有率较低，而且在地域上也以北方城市为主。由于降价，基药招标价格下行压力，加上管理和销售体制比较僵化，脉络宁2009年进入基药后，销售增长并没有改变停滞的趋势。2009年，脉络宁的销售规模约为8000万支，到了2011年仅为8500万支，而2012年由于受不良反应事件影响，销量甚至出现下滑。

### 二、脉络宁的特点和未能实现快速增长的原因分析

脉络宁与昆明制药血塞通同属心脑血管类用药，市场基础较好，是使用非常广泛的一类中药注射剂，价格较低，适合基层使用，并且金陵药业是唯一一个生产厂家，具备放量的基础。

但在事实上，2009-2012年样本医药脉络宁的销售呈现逐年下降趋势，公司09年以来不再披露脉络宁的销售收入，我们估计其增速在10%左右。究其原因我们认为有以下几点：

#### 1、产品价格维护不好，最高零售价受到压制

价格方面来看，脉络宁03年最高零售价12.1元/支，在06年降为10.8元/支，当年受降价影响较大，使得之后销售主要集中在县乡医院等低端市场，而一线城市的市场占有率较低。

脉络宁主要用于血栓闭塞性脉管炎，动脉硬化性闭塞症等疾病的治疗，虽然作为独家品种，所处市场空间很大，但毕竟是比较老的注射剂品种，可替代品种很多，加上没有价格优势，和昆药的血塞通水针一样，很难在二级以上等大医院上量。从SFDA南方所数据看到，大城市样本医院销量是呈现逐年下滑趋势的。

## 2 成本上涨拖累

2009年-2010年受甲流影响，金银花等中药材价格出现大幅上涨，而公司没有GAP基地，全部靠外部采购，导致脉络宁毛利率明显下滑，这也间接使得公司终端销量受到影响（低毛利率影响渠道的利润空间和销售积极性）。

## 3、营销能力较为薄弱

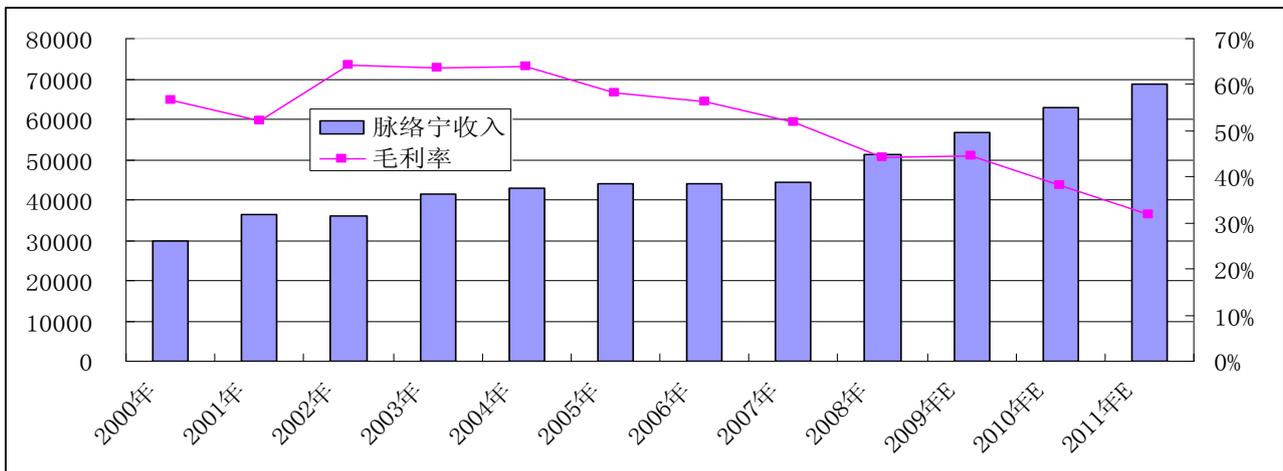
公司营销能力较为薄弱。原来销售方式主要由金陵药业的子公司华东医药与其他药品一起混合销售，2006年起公司将其改为单列品种进行销售，组建自己的销售队伍，负责脉络宁的临床学术推广。另外，公司公关不到位，使得各省招标价格不理想带来较大压力。

## 4、管理机制僵硬

公司控股股东为金陵制药集团，属于国企，虽然通过了管理层《2011-2013年度奖励基金计划》，但到目前为止仍没有看到积极变化，体制僵硬，工作积极性不够。

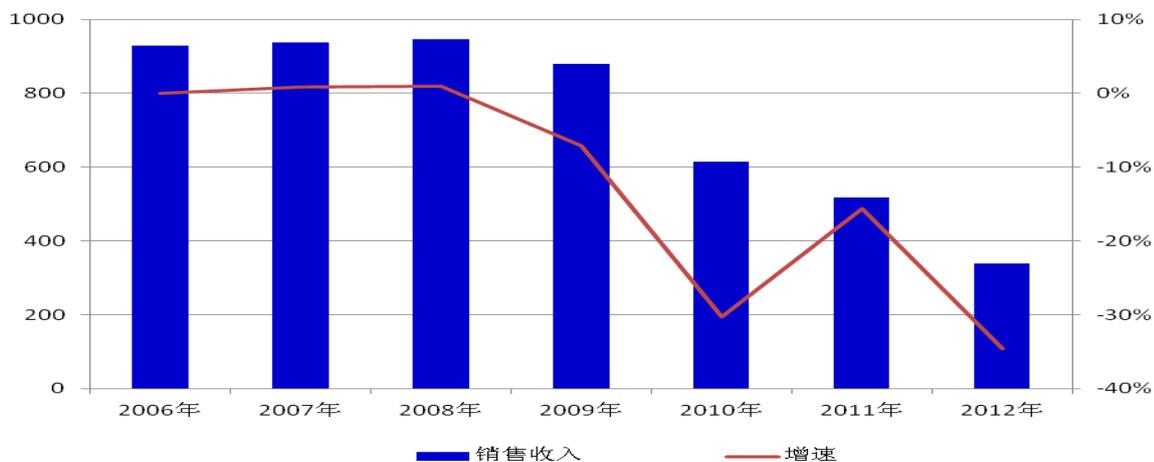
另外，公司热衷于金融投资，然而收益却差强人意，波动性很大。

图 4：脉络宁历年销售收入和毛利率（单位：万）



数据来源：SFDA南方所 中投证券研究总部

图 5：2006-2012 年 9 大城市样本医院金陵药业脉络宁销售收入（单位：万）



数据来源：SFDA南方所 中投证券研究总部

## 众生药业复方血栓通胶囊案例

### 一、案例

复方血栓通胶囊是公司和中山大学中山眼科中心合作开发的用于眼底血管性疾病的中药制剂，也是国家医疗保险目录里唯一被收录的用于治疗眼底病的中药制剂。

公司自2010年初上市以来，通过将广东模式推广到省外市场，基本完成全国市场的营销战略布局，特别是重点市场上积累了较为扎实的市场和品牌基础。期间，复方血栓通胶囊销售收入从2009年的2亿多快速增加到2012年的4亿多。近期该独家品种被列入13年增补版基药目录，未来面临市场大幅扩容的发展机遇。

### 二、复方血栓通胶囊的发展优势分析

#### 1 产品优势

- (1) 复方血栓通胶囊为独家品种，复方血栓通片还有扬州中惠生产，但对方规模很小，不构成威胁。
- (2) 与复方丹参滴丸等同类品种相比，复方血栓通胶囊具有治疗脑血管和眼底病等领域并发症的优势，现在还在做糖网等新适应症的研究。而且日均服用费属于中等价位，在二级以上大医院，县级医院等基层，患者，医生都相对容易接受。
- (3) 市场担心的中成药降价事情，我们认为由于近年三七大幅上涨，复方血栓通胶囊，复方丹参滴丸等基药品种被下调价格的可能性很小。

#### 2. 经营激励机制架构合理

“民营机制+高管和员工共同持股”的模式保证了公司治理结构的稳定，董事长等高管以外的100多名员工都拥有股份。

激励约束机制方面，2011年开始，对中高层实施了奖励基金方案。每年考核合格后按扣除非经常性损益后净利润的5%提取奖励金。这将充分调动公司及公司高管和核心员工的积极性。

#### 3. 省外扩张见效，并具备了一定基层销售经验

公司的营销风格比较稳健进取，之前由于空白市场较多，公司主要在二级以上医院进行拓展，目前已经覆盖了5000多家医院。

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（12年5000多万）、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，复方血栓通胶囊近年已经进入了广东、天津等地方基药目录，其中广东省基层增量比较明显。

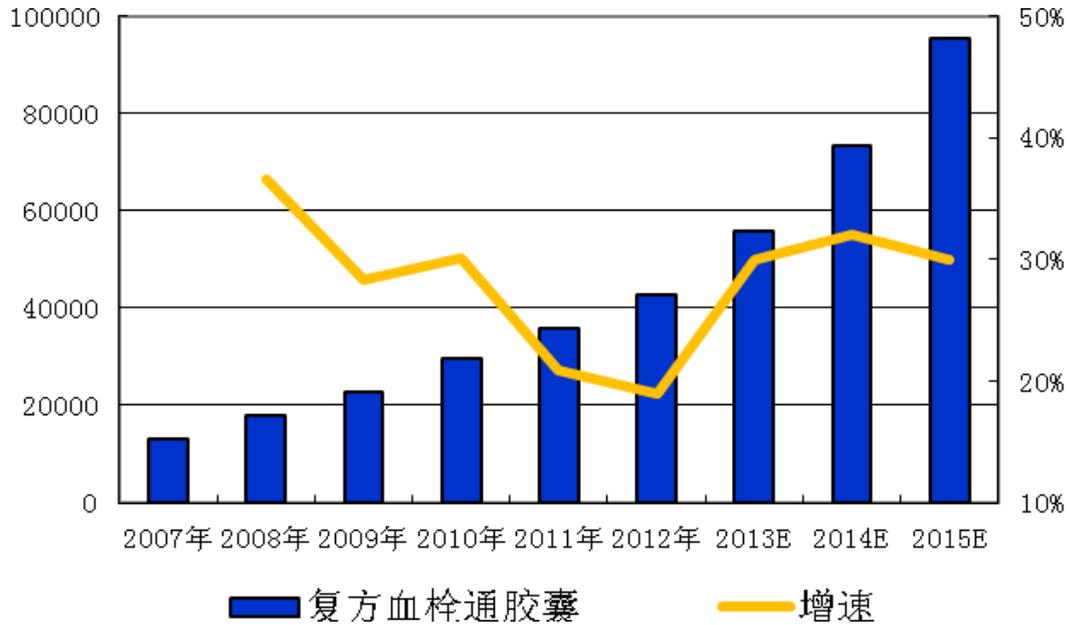
专门的基药队伍12年下半年开始建立，主要在广东省内，现在约100人，今年基础医疗事业部增加到150人以上。目前规模虽然很小，但公司将趁此机遇迅速加大投入，将广东成功的基药销售模式复制到外省基层，未来大幅增加销量是可以预见的。

### 三、总结

综合来看，我们看好复方血栓通胶囊今后在基层放量，主要是基于突出的品种竞争优势，公司良好的管理和销售激励机制，及积累的有效基层拓展经验等因素。保守来看，我们预计复方血栓通胶囊今后每年收入增速将从当前的20%多加快增加到30%以上，另外再考虑到今后三七价格的理性回落，明年开始，经营业绩的弹性会很大。

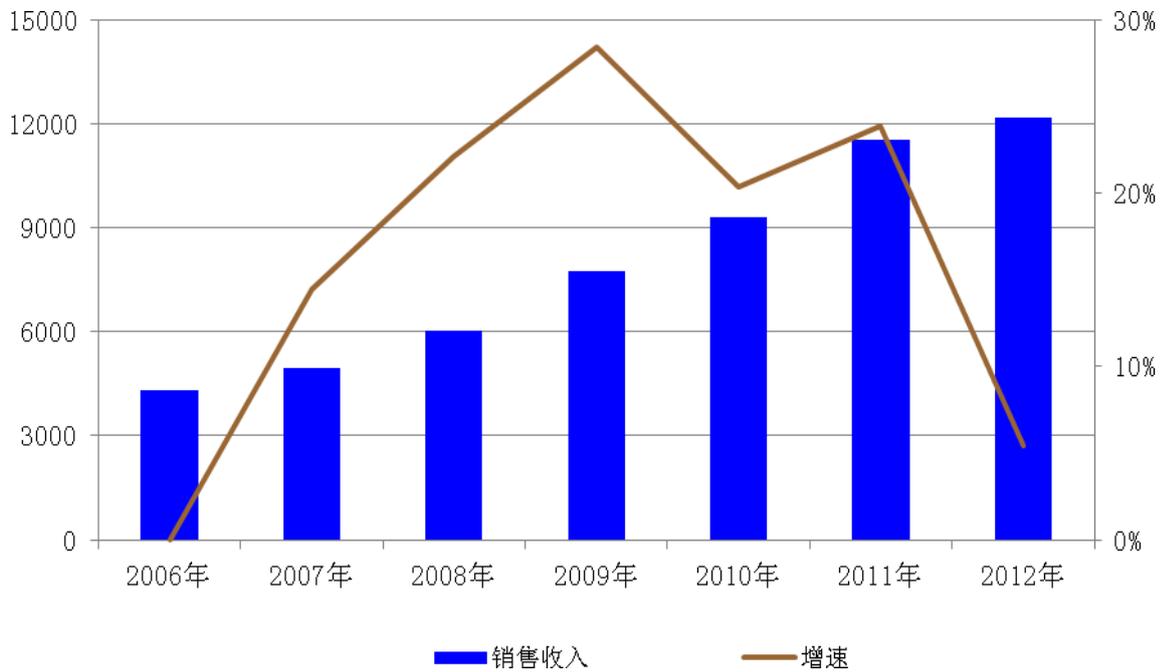
公司管理层股权已经全部解禁上市，短期积极性很高，需要关注小非大宗交易的情况。

图 6: 复方血栓通胶囊销售收入预测(单位: 万)



数据来源: SFDA南方所 中投证券研究总部

图 7: 2006-2012 年 9 大城市样本医院复方血栓通胶囊销售收入 (单位: 万)



数据来源: SFDA南方所 中投证券研究总部

**表 2: 复方血栓通胶囊主要基药竞争品种对比情况**

品种	复方血栓通胶囊	麝香保心丸	复方丹参滴丸	速效救心丸	银丹心脑血管软胶囊
生产厂家	众生药业	上海和黄药业	天士力	中新药业	贵州百灵
上市年份	1996 年	1981 年	1994 年	1983 年	2005 年
原材料	三七、黄芪、丹参、玄参	人工麝香、人参提取物、人工牛黄、肉桂、苏合香、蟾酥、冰片	丹参、三七、冰片	川芎、冰片	银杏叶、丹参、灯盏细辛、三七、山楂、绞股蓝、大蒜、天然冰片、植物油、山梨醇、蜂蜡
适应症	活血化瘀，益气养阴。用于治疗血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞；以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛。	芳香温通，益气强心。用于心肌缺血引起的心绞痛，胸闷及心肌梗塞。	活血化瘀，理气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛。	行气活血，祛瘀止痛，增加冠脉血流量，缓解心绞痛。用于气滞血瘀型冠心病，心绞痛。	用于气滞血瘀引起的胸痹，症见胸痛，胸闷，气短。心悸等；冠心病，心绞痛，高血压、动脉硬化，中风、中风后遗症见上述症状者。
零售价	0.5 克*30 粒/盒规格 28 元	22.5mg*42 丸/盒规格 23 元	27mg*180 粒/盒 29.8 元	40mg*60 粒*2 瓶/盒 23.6 元	0.4g*15 粒*2 板/盒 30 元
用法用量	口服一次 3 粒，一日 3 次	口服，一次 1-2 丸，一日 3 次	口服或舌下含服，一次 10 丸，一日 3 次，4 周为一个疗程	含服，一次 4-6 粒，一日 3 次；急性发作时，一次 10-15 粒。	口服，一次 2-4 粒，一日 3 次。
日均费用	8	2.5 元	5 元	4 元	9.1 元
2011 年销售收入	约 3.6 亿	6 亿多	20 亿	6 亿多	3 亿

数据来源：各公司资料 中投证券研究总部

## 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 6 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所

公司网站: <http://www.china-invs.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