

人工虎骨龙头前景可期

买入 首次

投资要点:

- 金天格胶囊迅速放量，市场份额占据三成。
- 保健酒市场空间巨大，虎骨酒静待爆发。

报告摘要:

- **一类新药，全球唯一。**公司主导产品人工虎骨是全球唯一天然虎骨替代品，入选国家一类新药。拥有保密专利，绝密级处方等独家知识产权。经过多年发展，在骨科中药领域占据领先地位。
- **金天格胶囊迅速放量，市场份额占据三成。**以人工虎骨为原料的国家一类新药金天格胶囊具有显著的抗炎、健骨、抗骨质疏松和镇定作用，经过多年的发展，目前已经雄踞国内骨质疏松类药品第一名，国内市场份额达1/3。随着我国人口老龄化加速，骨质疏松患病人数逐年上升，发病率呈上升趋势。公司金天格胶囊能在短短几年中拔得头筹，既彰显了公司强大的研发和渠道开拓能力，也表明人工虎骨产品在医生和患者中认可度很高。我们认为，未来该产品将继续成为公司拳头产品，增长迅猛。
- **保健酒市场空间巨大，虎骨酒静待爆发。**相对与国内4000亿以上的白酒市值，保健酒目前区区200亿的规模微不足道。国内第一大保健酒品牌“劲酒”在短短十几年间收入从1亿增长到66亿，也验证了国内保健酒领域的快速增长和巨大发展空间。然而，自1993年国家禁止虎骨贸易以来，在群众中知名度极高的天然虎骨酒基本消失。根据公司在全景网投资者交流的信息，其人工虎骨酒项目正在积极推进中，尚在等待国家审批流程。我们认为如果公司虎骨酒保健品获得批复，产品能顺利投放市场的话，市场空间巨大。
- **风险提示：**公司人工虎骨酒产品投放市场低于预期。
- **盈利预测和估值。**我们预计公司2014-16年EPS0.25元，0.42元和0.52元，我们看好公司转型方向，首次给予买入评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	460.19	471.10	523	682	849
增长率 (%)	21.66	2.37	11.1	30.3	24.5
归母净利润(百万)	44.25	45.59	77	129	159
增长率 (%)	-73.27	3.03	68.7	67.4	23.3
每股收益	0.14	0.15	0.25	0.42	0.52
市盈率	54.50	52.90	43.3	25.8	21

中小市值公司研究组

首席分析师:

王凤华(S1180511010001)

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

高级分析师:

虞瑞捷 (S1180514070001)

电话: 010-8813605

Email: yuruijie@hysec.com

市场表现



相关研究

《彩虹股份：量变到质变的开始》

2014/7/22

《中小市值周报：全球首款全息手机TAKEE 横空出世》

2014/7/20

《彩虹股份：终有破茧时》

2014/7/20

《兴业科技》

2014/7/18

《众和股份》

2014/7/18

《宏发股份》

2014/7/15

《平潭发展：建设两岸家园，共享自由港繁荣 000592》

2014/7/15

《奥维通信：互联网养老急先锋，成长路径渐明晰》

目录

(一) 掌握核心配方，聚焦人工虎骨制品.....	4
(二) 金天格胶囊迅速放量，人工虎骨市场认可度高.....	4
(三) 虎骨酒，静待爆发	6
1、“劲酒”快速增长验证保健酒市场风起云涌	6
2、同类产品审批开闸，虎骨酒只欠东风	8
(四) 转移因子等平稳增长，酒店业务短期较难恢复.....	8
(五) 盈利预测和估值	9

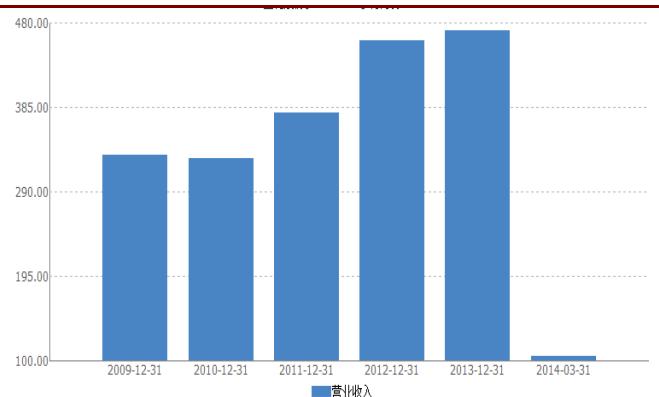
插图

图 1: 公司收入 (百万元)4
图 2: 公司净利润 (百万元)4
图 3: 人工虎骨粉产品.....	.5
图 4: 金天格胶囊产品.....	.5
图 5: 金天格胶囊雄踞骨质疏松类用药第一名5
图 6: 同仁堂虎骨酒6
图 7: 保健酒占酒类市场比重很低, 未来空间巨大7
图 8: 劲酒销售收入呈爆发式增长.....	.7
图 9: 梅花鹿保健品审批开闸8
图 10: 酒店业务持续亏损 (百万元)9

(一) 掌握核心配方，聚焦人工虎骨制品

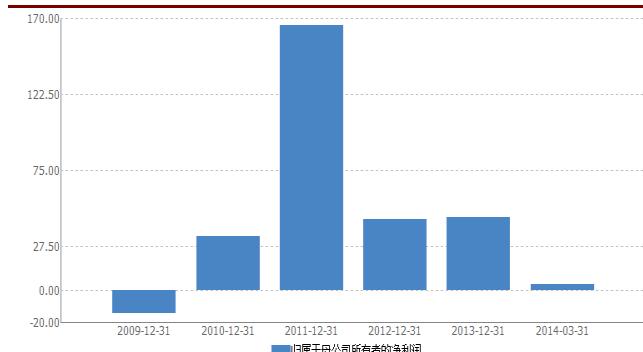
公司是以生物制药、医药物流为主导产业的高科技上市公司。现有产品包括生物药品、生化药品、中西药品、保健品等数百种产品，公司主要代表产品有转移因子口服液/胶囊、人工虎骨粉/金天格胶囊、金花联糖素、倍宗、咳泰、易息晴、优本等。其中人工虎骨粉(国家一类新药，目前全球惟一天然虎骨替代品)项目被列为“国家高技术产业示范项目”。公司13年实现销售收入4.71亿元，归属上市公司净利润4500余万元。

图1：公司收入（百万元）



资料来源：wind 宏源证券

图2：公司净利润（百万元）



资料来源：wind 宏源证券

经过多年发展，公司整体经营趋向良性循环，已形成了以医药工业为核心的产业基础，产品集中在骨科、免疫、儿科用药等细分领域，公司主导产品人工虎骨粉及金天格胶囊拥有保密专利、绝密级处方等独家知识产权，凭借其显著的临床疗效、优良的产品质量和良好的市场服务赢得了广大医生及患者的认可，在骨科中药领域占据领先地位。同时，公司以人工虎骨粉原料药为基础，加大研发投入，积极进行相关研究和系列产品开发，围绕骨科领域核心品种形成公司核心竞争力，以增强企业盈利能力，带动整体销售的提升。

(二) 金天格胶囊迅速放量，人工虎骨市场认可度高

虎骨作为一种名贵中药材并经过千百年的临床实践，它的药用价值得到了充分的证明，其具有显著的抗炎、追风、镇痛、健骨等功效，主要用于治疗骨质疏松、风湿以及骨伤等。在1993年，我国明令禁止虎骨贸易和药用后，含有虎骨成分的很多著名中成药悄然消失。2003年由中药品生物制品检定所、金花股份等联合研制出了与天然虎骨所含成分基本相同的人工虎骨粉配方。这是继人工麝香研制成功之后，我国在野生动物人工代用品研制方面又取得重大突破。经实验室检测，用该配方制成的人工虎骨指纹图谱与天然虎骨几乎相同，13项实验及30多个药理、药效及安全性指标与天然虎骨粉无明显差异。2003年，公司人工虎骨粉和金天格胶囊分别获得国家食品药品监管局颁发的一类新药证书并获准生产上市。

图 3：人工虎骨粉产品



资料来源：宏源证券

以人工虎骨为原料的国家一类新药——金天格胶囊具有显著的抗炎、健骨、抗骨质疏松和镇定作用，上市一年多后即以其特殊的疗效和用药安全性在北京、广东等试点区域占据骨质疏松类药品的前三位，而经过多年的发展，目前该药品已经雄踞国内骨质疏松类药品第一名，显示出极强的市场开拓性。

图 5：金天格胶囊雄踞骨质疏松类用药第一名



资料来源：公司公告 宏源证券

骨质疏松症已由 20 世纪的第 13 大疾病跃居为 21 世纪的第 5 大疾病。原发性骨质疏松症在中国 59 岁以上老年人口中发生率为 67.6%，据此推算患者人群在 1 亿人左右。伴随着中国人口结构老龄化的加速，骨质疏松症发生人数逐年上升，发生率也呈逐年上升趋势。

我们认为，金天格胶囊作为公司人工虎骨类主打产品，在短短几年中就能抢占国内 1/3 的市场份额，显示出医生及患者对人工虎骨产品接受程度很高。未来，该药品的需求将随着国内老龄化程度的不断提升而不断增长。

图 4：金天格胶囊产品



资料来源：宏源证券

(三) 虎骨酒，静待爆发

以虎骨制酒借以治病，在中国已有千年历史。《本草纲目》二十五卷：有“虎骨酒，治臂胫痛”还有“制邪气、杀鬼毒、治恶疮鼠瘘”。就是说，虎骨酒具有显著的抗炎、追风、镇痛、健骨等功效，主要用于治疗骨质疏松、风湿及骨伤、恶疮等等。尤其对风湿关节炎患者，虎骨酒的疗效最佳，几可除根。

中国是虎的原产国，老虎在中国广大地区都有分布。所以历史上中国各地制作虎骨酒的药店很多，其中最有名的是北京同仁堂，其制作的虎骨酒位列同仁堂传统十大名药之间。

图 6：同仁堂虎骨酒



资料来源：宏源证券

然而，自 1993 年我国签署《濒危野生动植物种国际贸易公约》，禁止虎骨及相关产品的买卖，虎骨酒自然也就难觅踪影。然而，虎骨酒作为传统滋补酒，在消费者中具有极高的知名度，据报道，各类地下酒层出不穷。

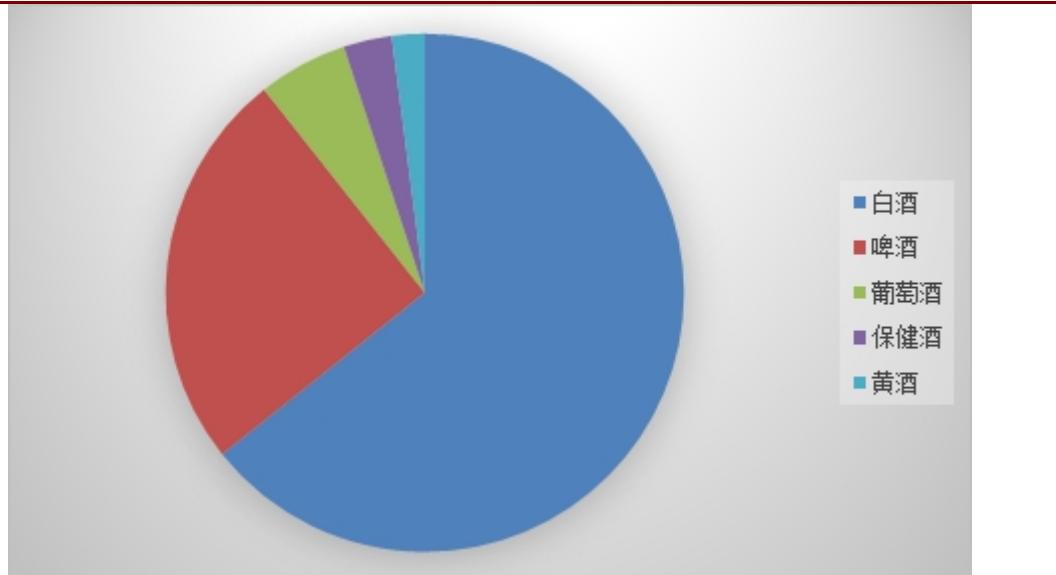
2006 年，上海野生动物园和一家酒业公司合作生产虎骨酒和鹿茸酒，私下卖人，包装盒上还标有上海野生动物园字样。2010 年，黑龙江东北虎林园以每斤 780 元公开出售的壮骨酒就是虎骨泡的酒，还有带虎骨头的壮骨酒秘密出售，每斤 2800 元。这些虎骨酒据称是百分之百纯虎骨酒，原料来自病死或撞死虎。

由此可见，人工虎骨酒的出现，将成为虎骨酒很好的替代品，直接切中消费者需求

1、“劲酒”快速增长验证保健酒市场风起云涌

保健酒既有酒的特性，又有保健品的特性。主要用于调节生理机能，以保健、养生、健体为目的，满足消费者的不同需求。国内保健酒市场发展迅速，但较国内传统白酒 4000 多亿的产值，整个保健酒 200 亿的市场显得微不足道，这也给国内保健酒企业留下了足够的空间。

图 7：保健酒占酒类市场比重很低，未来空间巨大



资料来源：wind 宏源证券

我们可以从国内保健酒第一品牌劲酒的发展情况，一窥保健酒行业的快速增长。2013 年，在全国白酒市场步入深度调整，整体呈现颓势之际，劲牌公司逆势上扬，再创历史新高，2013 年上缴税金 17.87 亿元，同比增长 25.24%；销售额达 66.92 亿元，同比增长 18.63%。

1998 年，该公司由国企改制为民营企业，改制后劲酒发展迅猛，销售额从 1998 年的 1.4 亿增长到 2013 年的 67 亿元，连续 12 年领跑中国保健酒行业。其通过长期在中央电视台投放劲酒广告，劲酒确立了“健康饮酒”的营销观念和品牌内涵，树立起了高品质保健酒的品牌形象。广告词“劲酒虽好，可不要贪杯哦”更是家喻户晓。2013 年劲酒在央视投入广告费 3.17 亿元，可谓“中国保健酒第一品牌”。

图 8：劲酒销售收入呈爆发式增长



资料来源：宏源证券

2、同类产品审批开闸，虎骨酒只欠东风

2010年，公司开发的“人工虎骨保健酒”项目就已上报国家食药监局审批，然而，由于虎骨酒涉及《野生动物保护法》等相关法律，审批迟迟未发，公司近期在投资者交流平台也与投资者就这一问题进行交流，表示该项目正在积极推进中。

近期，食品药品监管总局食监三司发布的《关于征求养殖梅花鹿及其产品作为保健食品原料意见的函》，涉及梅花鹿保健品的审批问题，我们认为如果获批，将给人工虎骨保健品提供很好的范例。而人工虎骨其实是以鹿骨等动物为原料，所以与虎骨较接近。

图9：梅花鹿保健品审批开闸

关于征求养殖梅花鹿及其产品作为保健食品原料意见的函

食药监食监三便函〔2014〕110号

2014年06月26日 发布

各省、自治区、直辖市食品药品监督管理局：

为妥善解决养殖梅花鹿及其产品在保健食品中使用问题，依据《野生动物保护法》、国家林业局《关于发布商业性开发利用驯养繁殖技术成熟的梅花鹿等54种陆生野生动物名单的通知》（林护发〔2003〕121号）和原卫生部《关于养殖梅花鹿副产品作为普通食品有关问题的批复》（卫监督函〔2012〕8号）等规定，在组织有关部门及专家专题研讨的基础上，食品药品监管总局拟对养殖梅花鹿及其产品作为保健食品原料规定如下：

在符合国家主管部门野生动物保护相关政策情况下，食品药品监管总局允许养殖梅花鹿及其产品作为保健食品原料使用。其中养殖梅花鹿鹿茸、鹿胎、鹿骨的申报与审评要求按照可用于保健食品的物品名单执行；鹿角按照《保健食品注册管理办法（试行）》（国家食品药品监督管理局令第19号）第六十四条的规定执行。

现征求你局意见，请于7月11日前将意见反馈我司。

食品药品监管总局食监三司

2014年6月26日

资料来源：政府网站 宏源证券

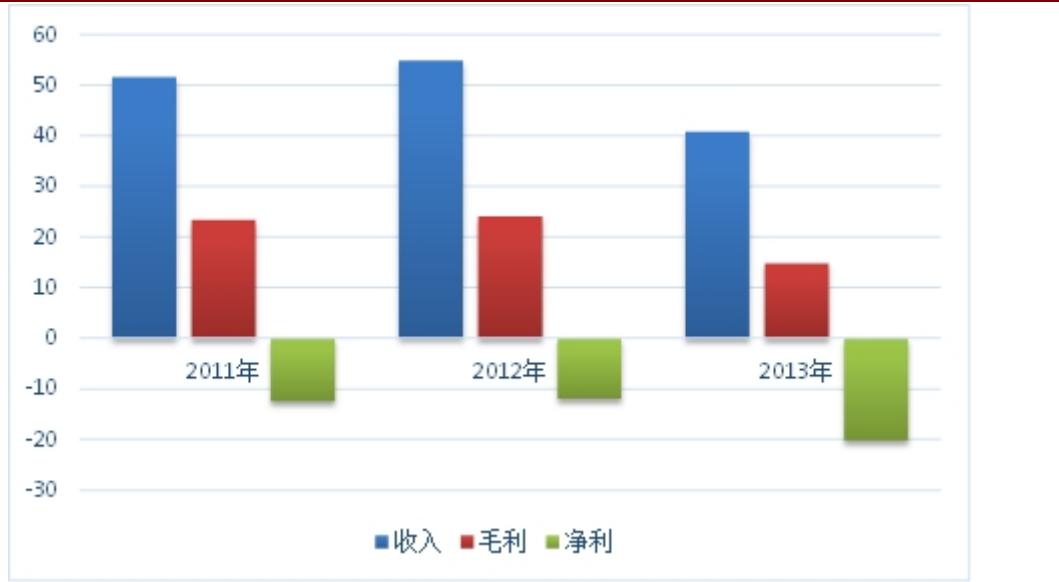
虽然市场对人工虎骨酒能否替代传统虎骨酒存在质疑，我们认为，如果公司人工虎骨酒产品获得审批通过，以下两点将有助于公司迅速打开人工虎骨酒销售局面，1 由于涉及到药品，国家审批流程严格，而严格审批本身就为公司人工虎骨酒产品的质量做了背书，使消费者相信人工虎骨酒有与传统虎骨酒相似的品质。2 公司金天格胶囊能在短期内迅速占有1/3的市场份额，表明医生和患者对人工虎骨有很高的接受能力，同样以人工虎骨为原料的虎骨酒有望复制。

（四）转移因子等平稳增长，酒店业务短期较难恢复

除了人工虎骨系列产品之外，公司还拥有免疫调节类药物转移因子和部分普药产品，其中公司转移因子系列产品销量国内领先，然而该产品国内生产已经成熟，公司未来提升空间有限，有望保持平常态势。

公司全资子公司金花国际大酒店有限公司由于折旧摊销过高，近年来持续处于亏损状态，我们认为短期内这一情况改变的可能性不高。

图 10：酒店业务持续亏损（百万元）



资料来源：宏源证券

(五) 盈利预测和估值

我们预计公司 2014-16 年 EPS0.25 元，0.42 元和 0.52 元，首次给予买入评级。

资产负债表

单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	127	16	79	170	292
应收账款	70	93	105	136	170
预付账款	22	34	42	55	68
存货	48	53	49	65	81
其他	19	168	171	177	184
流动资产合计	287	364	445	603	794
长期股权投资	155	155	155	155	155
固定资产	433	413	497	531	540
在建工程	200	200	110	65	43
无形资产	46	43	40	37	33
其他	3	9	0	0	0
非流动资产合计	837	821	802	788	771
资产总计	1,124	1,185	1,247	1,391	1,565
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	37	38	41	54	68
其他	118	132	131	135	138
流动负债合计	155	171	173	189	206
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	7	16	0	0	0
非流动负债合计	7	16	0	0	0
负债合计	162	187	173	189	206
少数股东权益	2	2	1	(0)	(2)
股本	305	305	305	305	305
资本公积	253	253	253	253	253
留存收益	402	439	516	645	803
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	962	998	1,075	1,202	1,359
负债和股东权益总计	1,124	1,185	1,247	1,391	1,565

利润表

单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	460	471	523	682	849
营业成本	224	184	197	259	323
营业税金及附加	8	8	9	12	14
营业费用	127	188	183	205	255
管理费用	63	56	63	82	102
财务费用	(1)	(3)	(0)	(1)	(2)
资产减值损失	(2)	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	2	2	2
其他	0	0	0	0	0
营业利润	43	39	74	128	159
营业外收入	7	13	14	14	14
营业外支出	1	8	8	8	8
利润总额	49	45	80	134	165
所得税	5	(1)	4	7	8
净利润	44	45	76	128	157
少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)	(2)
归属于母公司净利润	44	46	77	129	159
每股收益(元)	0.15	0.15	0.25	0.42	0.52

主要财务比率

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入	21.7%	2.4%	11.1%	30.3%	24.5%
营业利润	1.4%	-9.2%	90.0%	72.9%	24.4%
归属于母公司净利润	-73.3%	3.0%	68.7%	67.4%	23.3%
获利能力					
毛利率	51.4%	61.0%	62.4%	62.0%	62.0%
净利率	9.6%	9.7%	14.7%	18.9%	18.7%
ROE	4.7%	4.7%	7.4%	11.3%	12.4%
ROIC	4.0%	3.7%	6.8%	10.6%	11.7%

现金流量表

单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	44	45	76	128	157
折旧摊销	24	17	29	34	37
财务费用	(1)	(3)	(0)	(1)	(2)
投资损失	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	23	(173)	(16)	(50)	(53)
其它	(71)	160	(6)	0	0
经营活动现金流	18	44	81	108	137
资本支出	3	10	(20)	(20)	(20)
长期投资	(1)	0	0	0	0
其他	69	(26)	10	2	2

偿债能力	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
资产负债率	14.4%	15.8%	13.9%	13.6%	13.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.86	2.13	2.58	3.19	3.86
速动比率	1.54	1.82	2.29	2.85	3.47
营运能力					
应收账款周转率	8.6	5.8	5.3	5.7	5.5
存货周转率	5.3	3.6	3.8	4.5	4.4
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
每股指标(元)					
每股收益	0.15	0.15	0.25	0.42	0.52

投资活动现金流	71	(15)	(10)	(18)	(18)	每股经营现金流	0.06	0.14	0.27	0.36	0.45
债权融资	0	9	(10)	0	0	每股净资产 ^a	3.15	3.27	3.52	3.94	4.46
股权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
其他	0	(18)	0	1	2	市盈率	75.2	73.0	43.3	25.8	21.0
筹资活动现金流	0	(9)	(9)	1	2	市净率	3.5	3.3	3.1	2.8	2.4
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	49.8	62.0	31.7	20.3	16.8
现金净增加额	89	20	63	92	122	EV/EBIT	78.0	90.6	44.4	25.7	20.8

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名, 得分7197分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 金花股份、天成控股、天玑科技、天通股份、天马精化、世纪鼎利、首航节能、天音控股、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、煌上煌、积成电子、开尔新材等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。