

老树新芽，枝繁叶茂

买入 上调

目标价格：10.00 元

投资要点：

- 📖 一核两翼多平台，内生外延同步推进
- 📖 营销改革助推业绩高速增长，外延并购拓展业务平台
- 📖 内部机制变革，管理层参与定增，全员激励激发动力

报告摘要：

- **内外并举，实施多平台发展。**公司在一核两翼多平台战略的指引下，实施内部机制变革，引进先进营销模式和销售团队，主业实现了高速增长，近两年业绩增速均在 50% 以上。外延方面，收购桐君堂做大做精饮片业务，收购新领先将业务拓展到医药 CRO 领域。通过此次重组，公司现有业务得到巩固优化，同时业务平台得到拓展，形成中成药（目前以口服液为主）、中药饮片和医药 CRO 三大业务平台。我们预计，丰富产品结构以及提升盈利水平将成为公司下一步外延性拓展的出发点和落脚点。
- **桐君堂区域品牌优势明显，饮片业务业绩提升空间大。**桐君堂品牌始于明代，距今有 600 多年历史，在江浙等华东地区有较大影响力。2008 年开始公司涉足饮片业务并保持高速增长，年复合增长率达 38.60%，成为浙江区域饮片龙头企业。但因为发展时间短以及新厂房投产等因素，公司现有饮片业务毛利率显著低于同类企业，未来提升空间较大。
- **新领先作为高技术型 CRO 企业，受益于我国新医改仿制药大发展的机遇。**新领先有别于市场现有的 CRO 企业，属于高技术型 CRO 企业，公司三大技术平台可以服务药品研发周期的各阶段，能够实现研发全产业链服务。随着新医改持续推进，公司将受益于巨大的仿制新药开发市场需求，以及仿制药一致性评价实施及再注册技术标准升级带来的技术服务需求的蓝海市场。
- **盈利预测及评级。**假定 14 年收购完成并表，预计 14 年-16 年的 EPS 分别为 0.15、0.25 和 0.38 元（摊薄后为 0.12、0.21 和 0.32 元），对应的 PE 为 50、29 和 19 倍（摊薄后 62、36 和 23 倍），上调评级至买入，12 个月目标价 10 元。
- **风险提示。**重组获批风险，后期整合风险。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1089.13	1304.67	1584.00	1880.52	2218.28
增长率 (%)	11.05	19.79	21.41	18.72	17.96
归母净利润(百万)	20.20	36.06	72.24	123.36	187.56
增长率 (%)	58.40	78.52	100.35	70.75	52.04
每股收益	0.05	0.07	0.15	0.25	0.38
市盈率	156.40	105.49	50.25	29.43	19.36

医药生物研究组

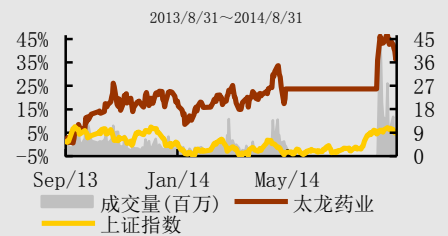
分析师：

王晓锋(S1180512120001)

电话：010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《科伦药业：经营稳健，非输液维持高速增长》
2014/8/27
- 《精华制药：围绕核心战略，内外并举》
2014/8/24
- 《太龙药业：工业保持较快增长，新业务值得期待》
2014/8/24
- 《戴维医疗：经营稳健，所得税率拉低利润增速》
2014/8/22
- 《常山药业：制剂增速平稳，原料药增速放缓》
2014/8/22
- 《楚天科技：后 GMP 时代，新业务有望持续发力》
2014/8/21
- 《精华制药：拟收购金丝利药业，进军生物药领域》
2014/7/28

目录

一、内外并举，老树新芽	4
1、新管理层励精图治，业绩步入高成长轨道	4
2、借助资本平台，外延发展初试水	5
3、外延发展持续推进，拓展协同业务平台	6
二、借助营销改革，加速内生增长	6
1、聚焦细分市场，深耕双黄连系列	6
2、借助营销变革，现有主导产品有望持续放量	8
三、以桐君堂为平台，做大做强饮片，拓展大健康产业	9
1、桐君堂历史悠久，饮片业务保持高增长	9
2、饮片业务盈利能力有望逐步提升	9
3、布局保健品，实施大健康战略	10
四、以新领先为平台，实现医药 CRO 的全产业链服务	10
1、CRO 是研发分工及和产业转移的必然结果	10
2、技术水平差异决定国内外 CRO 企业业务的差异	10
3、新领先三大技术平台，实现全产业链新药研发外包服务。	11
五、外延拓展，枝繁叶茂	12
六、分产品预测	13

插图

图 1: 公司股权结构及主要子公司.....	4
图 2: 公司收入及净利润(百万元)情况.....	5
图 3: 主要业务类别收入(百万元)及增速.....	5
图 4: 公司收入构成情况(百万元).....	5
图 5: 公司毛利构成占比情况(百万元).....	5
图 6: 非公开发行及交易概况.....	6
图 7: 公司双黄连系列及升级产品.....	7
图 8: 公司营销架构.....	8
图 9: 桐君堂饮片收入及增速(万元).....	9
图 10: 不同公司饮片业务毛利率对比.....	9
图 11: 国内外 CRO 企业业务差异.....	11
图 12: 新领先主要业务领域.....	11
图 13: 新领先收入及净利润情况(万元).....	11

表格

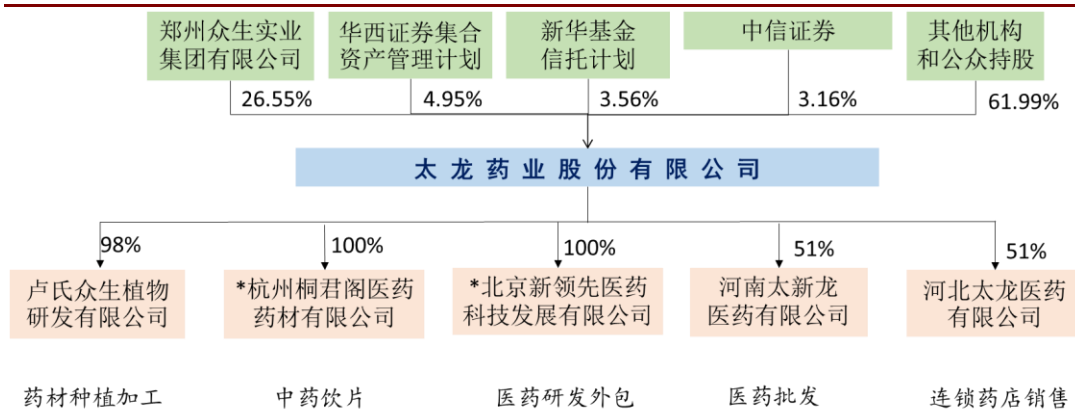
表 1: 公司主要产品情况.....	7
表 2: 桐君堂净利率变动对净利润水平的影响(万元).....	9
表 3: 主要跨国药企在中国的研发和投资情况.....	10

一、内外并举，老树新芽

太龙药业位于河南省郑州市，公司成立于1993年，1999年在上交所上市，主营业务包括医药工业和商业两部分，其中工业部分主要生产双黄连系列、双金连、儿童型双黄连、石杉碱甲、中药饮片和大输液等产品，商业部分主要包括河南太新龙的医药批发业务。公司曾经是市场上最著名的双黄连口服液品牌企业，但由于机制等原因，多年来一直停滞增长徘徊不前。

郑州众生实业集团有限公司是公司控股股东，控股比例为26.55%。公司目前有6家子公司，其中卢氏众生主要从事中药材种植业务，桐君堂主要从事饮片生产和销售，河南新太龙主要从事医药批发业务，拟收购的北京新领先主要从事医药研发外包服务。公司本部有3个生产基地，分别是位于郑州市高新技术产业开发区的口服液及保健食品生产基地，位于巩义市的原料药、固体制剂生产基地，位于巩义市生态经济园区的大容量注射剂生产基地。

图1：公司股权结构及主要子公司



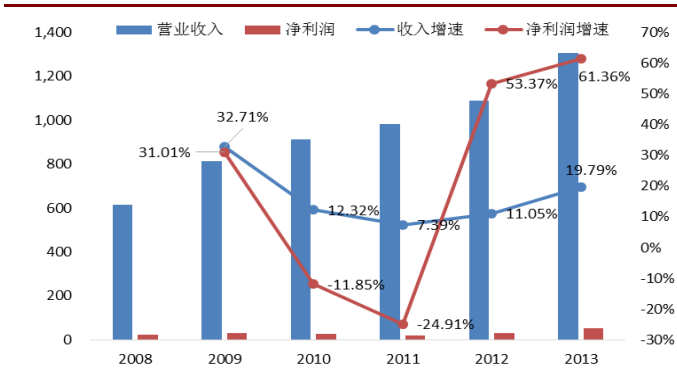
资料来源：宏源证券，公司公告，*公司目前持有桐君堂51%股份，收购完成后实现对桐君堂和新领先的100%控股

1、新管理层励精图治，业绩步入高成长轨道

2011年底，公司管理层换成换届，新管理团队审时度势，根据整体宏观运营环境以及医药产业环境，确定了一核两翼多平台的发展战略，对内实施一系列机制与管理改革，提升效率；对外积极借助资本平台，实施外延式发展。2013年完成上市以来的首次再融资，2014年实施了首次产业并购，内生外延持续推进。

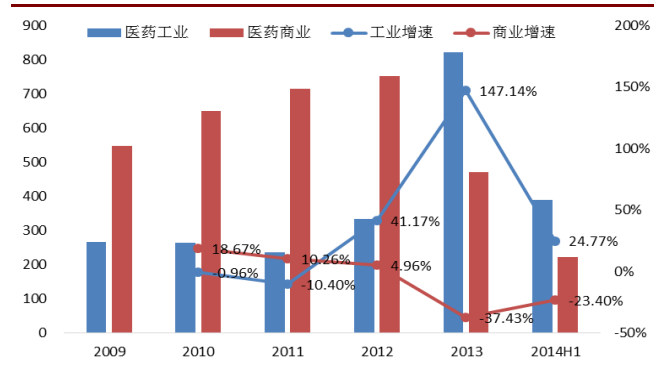
母公司目前的主营业务和盈利来源主要为双黄连口服液系列的生产销售，以及河南省内的医药商业批发业务。受10和11年金银花、连翘等主要中药材涨价影响，原料成本大幅上升，导致公司毛利率下降明显，净利润同比出现下滑。12年以来，金银花价格整体回落明显。在公司内部管理层变革主导下，公司业绩11年出现拐点，医药工业收入增速加快，业绩增速步入高成长轨道。

图 2：公司收入及净利润(百万元)情况



资料来源：公司公告，宏源证券

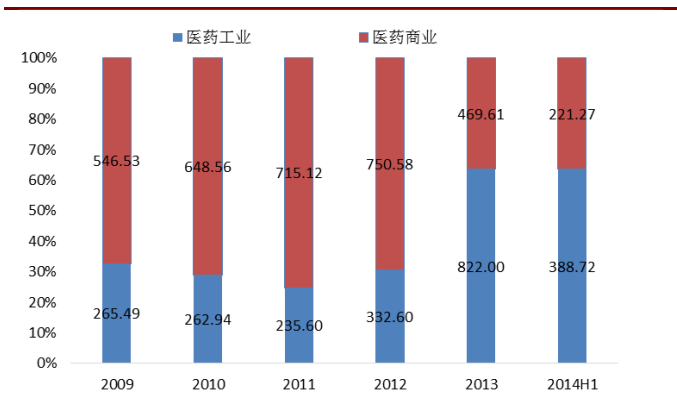
图 3：主要业务类别收入(百万元)及增速



资料来源：公司公告，宏源证券

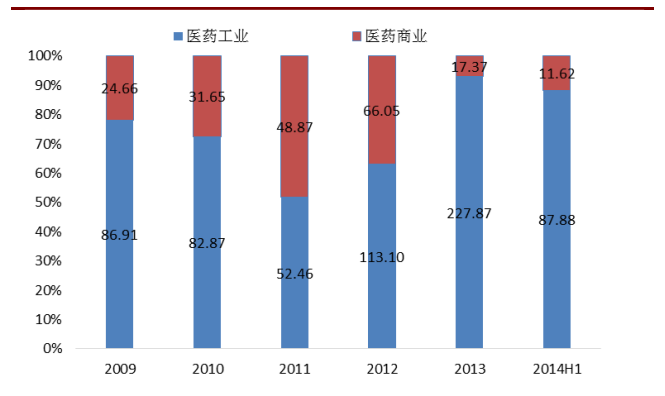
11 年之前，公司医药商业收入占比超过 70%，利润占比超过 35%。12 年以来，医药商业的收入和利润占比开始下降，至 13 年报，医药工业收入占比已经超过医药商业，达到了 51.47%，同时利润占比已经远超医药商业，达到了 85.83%。医药工业成为公司收入和利润的主要来源。

图 4：公司收入构成情况 (百万元)



资料来源：公司公告，宏源证券

图 5：公司毛利构成占比情况 (百万元)



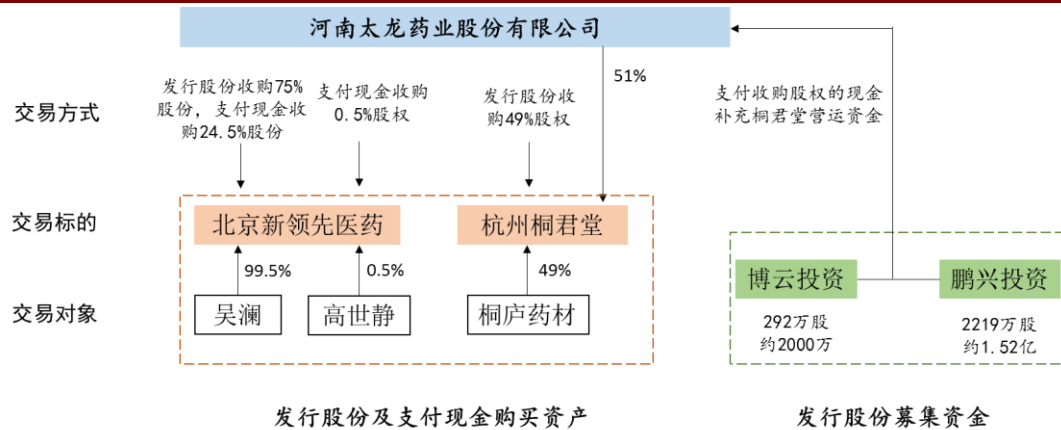
资料来源：公司公告，宏源证券

2、借助资本平台，外延发展初试水

2014 年 8 月，公司发布公告拟发行股份及支付现金购买吴澜、高世静合计持有的新领先 100% 股权(交易价格 3.2 亿)，发行股份购买桐庐药材持有的桐君堂 49% 股权(交易价格 1.96 亿)，同时向鹏兴投资、博云投资发行股份募集配套资金，配套融资总额不超过本次交易总金额的 25%，且不超过 1.72 亿元。交易完成后，太龙药业将持有新领先 100% 股权和桐君堂 100% 股权。

收购桐君堂的剩余股权，有利于公司增加对饮片业务的多方面投入，更好地支持桐君堂饮片业务的发展，做大做强饮片业务。同时，公司将利用桐君堂的品牌优势，开发精品小包装饮片等大健康产品，向大健康产业迈进。而实现对新领先的 100% 控股，一方面提升公司自身的研发实力，同时也为公司拓展了业务平台，进入临床前研发外包业务领域。总之，借助此次外延并购，公司的业务组合得到优化，平台得到拓展，同时管理层的激励问题得到解决，是一次成功的资产整合，后续发展值得期待。

图 6：非公开发行及交易概况



资料来源：公司公告，宏源证券

3、外延发展持续推进，拓展协同业务平台

在初步完成机制与营销变革及外延性并购后，公司将采取整合、剥离等多种形式，合理处置闲置及非优资产，提高公司资产的综合效率。鉴于目前公司药品业务品种相对单一，处方药领域品种比较单薄，我们预计公司将借助产业整合的大好时机，进行持续外延式并购，不断丰富公司 OTC 和处方药的产品组合，优化公司的工业基础，提升现有业务板块之间的协同效应，从而实现公司高成长。

二、借助营销改革，加速内生增长

1、聚焦细分市场，深耕双黄连系列

公司本部产品包括口服液、片剂和大输液三类。口服液产品主要包括双黄连系列及后续延伸品种，片剂主要包括治疗老年痴呆症的石杉碱甲片，大输液主要包括甲磺酸帕珠沙星氯化钠注射液及其他基础输液产品。口服液作为公司核心业务，在我国双黄连针剂、口服液发明人，公司总工程师邢泽田的带领下，以双黄连口服液为基础，聚焦细分市场，陆续推出了升级产品双黄连合剂、浓缩型双黄连、双黄连合剂和儿童型双黄连等品种。

双黄连系列：公司双黄连系列经过近 20 年发展，已拥有普通型、浓缩型、合剂、胶囊 4 个品规，均已进入新版基药目录，其中浓缩型双黄连口服液为公司独家产品，双黄连合剂是独家剂型。国内双黄连口服液市场规模超过 10 亿，其中口服液生产企业有 10 多家，份额靠前的企业包括三精制药、太龙药业和河南福森 3 家，市场份额合计超过 90%。自 10 年开始，公司市场份额已经位居市场首位，且占比不断提升，由 10 年的 32% 左右上升到 13 年的 55%。根据南方所数据，样本城市双黄连口服液 13 年同比增长 20%，11 年以来的平均增速为 6.7% 左右。公司双黄连口服液 10 年以来也保持较快增长，11 年以来平均增速为 17.3%，远高于行业平均增速。该品种已经上市 20 多年，竞争厂家较多，竞争较为激烈，但随着公司营销变革激活动力，我们预计未来会保持平稳增长。

双金连合剂：双金连合剂是在双黄连基础上，加入柴胡和金莲花两味药材开发而成的具有 20 年自主知识产权的独家专利产品和国家六类新药，目前已经进入 9 省医保增补。双金连合剂抗菌抗病毒效果更强，在治疗重症感冒对具有退热快、消除症状快等优势，是双黄连的升级产品。此外，双金连日服价格 12 元，远高于双黄连的 5 元，较高的价格能够平衡渠道各方面的利益，更加适合市场推广，成长潜力巨大。

图 7：公司双黄连系列及升级产品



资料来源：公司资料，宏源证券

双黄连口服液儿童型：13年4月，公司双黄连系列家族再添新丁，专门针对儿童药市场开发的双黄连口服液儿童型获批上市。该产品是根据大量儿童临床试验，确定不同年龄段儿童的用法和用量，是CFDA批准的国内唯一儿童专用双黄连口服液。我国现有2.2亿儿童，占总人口的16.6%，常见病主要集中在发烧、感冒和消化系统疾病等，但目前的儿童用药品种、剂型和规格不足，不合理用药的问题严重，但相关大品种销售额已经过20亿，可见儿童药市场的巨大空间。14年6月六部委发布了《关于保障儿童用药的若干意见》，鼓励儿科专用药的研发，而临床模糊不规范使用的儿科品种有可能被限制。目前感冒领域的儿童专用品种数量较少，公司独家品种必将受益，有望成为过10亿的大品种。

表 1：公司主要产品情况

类别	产品名称	适应症	日服价格	竞争格局	基药/医保目录
中药	双金连合剂	外感风邪感冒引起的发热、疼痛、咳嗽	2*6支=12	独家品种	10年河南、湖北、广东、河北等9省医保
	双黄连合剂	外感风热引起的发热，咳嗽，咽痛。	0.064*60ml=3.84	独家规格	09版基药
	双黄连口服液	外感风热所致的感冒，症见发热、咳嗽、咽痛。	1.65*3支=4.9	超过10家	12版基药
	双黄连胶囊	风热感冒发热，咳嗽，咽痛。	0.41*12粒=4.96	7家	09版基药
	儿童型双黄连	儿童感冒	-	独家品种	13年4月上市
化药	石杉碱甲片(哈伯因)	提升记忆力及抗阿尔茨海默病药物	0.95*4片=3.78	11家企业，	12版基药
	格列吡嗪片(安达)	糖尿病	0.33*3片=1	超过10家	09版基药
	盐酸酚苄明片(竹林胺)	用于前列腺增生症引起的非机械性梗阻所致的排尿困难	0.53*2=1.06	10mg片超过10家，5mg片有4家	医保乙类
	盐酸特拉唑嗪片(竹林康)	轻度或中度高血压	0.73*3片=2.2	超过10家	09版基药

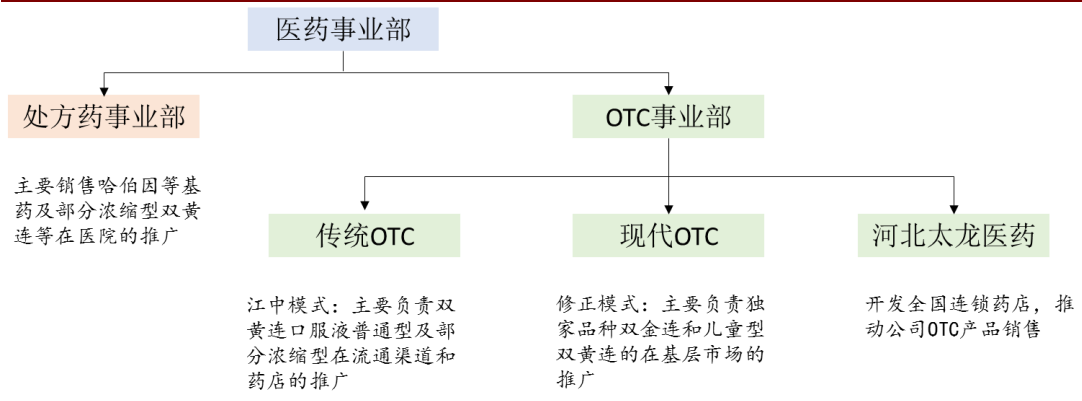
资料来源：公司资料，招标网站，宏源证券

总的来说，公司通过对中药感冒药的深入研究，针对感冒程度差异，在治疗轻、中度风热感冒的基础上研发出治疗重症感冒的双金连合剂。针对患病人群的不同，开发出独家儿童型双黄连口服液。针对市场竞争程度差异，不断开发新的剂型及规格，实现在双黄连系列产品上深耕细作。

2、借助营销变革，现有主导产品有望持续放量

公司自 2012 年开始实施系统化的营销改革，针对不同产品群整合优化了多个营销平台，并实施内部承包制。处方药方面，公司从国内知名处方药企业引进职业经理人，提升了公司医院和基药市场的推广能力。OTC 方面，公司借鉴国内成功 OTC 营销模式，并且引进了专业化的营销团队，通过扩大市场覆盖率和强化终端营销，实现终端持续放量。借助营销改革，公司将先进的营销理念和管理经验植入现有队伍，激发销售人员的积极性和战斗力，推动公司现有业务实现不断增长，**特别是新品双金连合剂和儿童型双黄连口服液两个产品，有望成为大品种。**上半年的销售情况来看，公司产品在华东、河南等核心市场的占有率进一步巩固，在东北和西北等空白市场实现了高速增长。

图 8：公司营销架构



资料来源：公司资料，宏源证券

公司现有营销平台概括如下：

- **处方药销售平台**：目前有 200 人左右，营销模式由以前的自营模式调整为自营和代理相结合的模式。产品包括基药产品(12 版基药的哈伯因片、独家品种的双黄连口服液浓缩型、独家剂型的双黄连合剂)和独家新品(黄金连合剂、儿童型双黄连口服液)。该平台主要在医院市场和基药市场进行推广，由于激励机制提升及品种剂型的独家性，基药品种在新一轮标期有望实现平稳增长。而两个独家新品种具有较高的价格、明确的适应症定位等特点，符合临床推广的相关要素，预计能够实现高增长。
- **OTC 销售平台**：主要销售公司口服液产品，有 500 多人，分为 3 个团队
 - **传统 OTC 团队**：公司自营团队承担，主要负责普通型双黄连口服液及部分浓缩型双黄连口服液的销售，重点覆盖流通渠道和药店终端。尽管品种竞争激烈，但由于激励机制提升，12 年营销改革以来已经重新进入 10% 以上的平稳增长轨道，未来会继续保持平稳增长。
 - **新型 OTC 团队**：采用代理模式，主要负责独家品种双金连合剂和儿童型双黄连的销售。重点覆盖地市以下的基层市场。两个独家新品种，价格较高，能够平衡渠道各方面的利益，适应症及剂量定位明确，更容易进行推广。特别

是儿童型双黄连口服液，专门针对儿童感冒研发，是 CFDA 批准的独家儿童型双黄连，明确不同年龄儿童的用量，使用安全方便，易于 OTC 推广。该团队 14 年初开始搭建，6 月份开始产品销售，目前终端已经实现了快速增长。

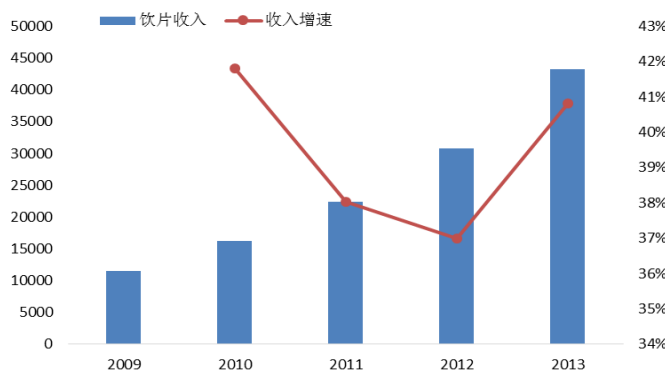
- **特定 OTC 团队：**河北太龙医药承担，主要与全国大型连锁药店合作，销售公司口服液产品，此外，会借助公司的生产线，进行一些委托加工业务。这也是公司打造多平台战略的落地之作。

三、以桐君堂为平台，做大做强饮片，拓展大健康产业

1、桐君堂历史悠久，饮片业务保持高增长

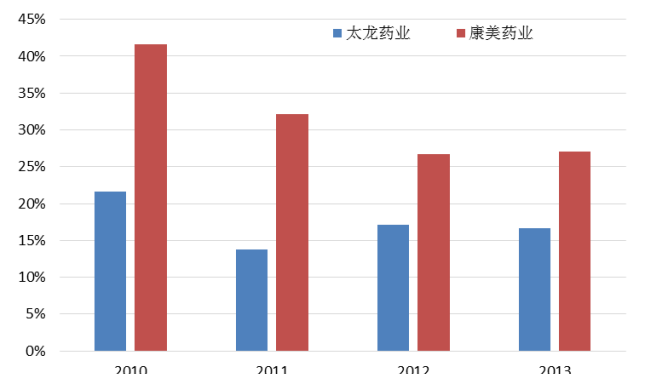
桐君堂医药药材公司可以追溯到 1385 年成立的中药商行，2006 年以“桐君堂”为商号成立医药药材公司，太龙药业持股 51%，成立时主要从事医药流通业务。2007 年下属中药饮片厂成立，开始转型做饮片加工和销售业务，客户主要是各级医疗机构和零售药店。10 年以来桐君堂饮片收入持续实现高增长，饮片收入规模由 09 年的 1 亿元左右增加到 13 年的 4 亿，年增速维持在 35% 以上。公司目前已经成为浙江省饮片行业的龙头企业之一，未来饮片业务将立足浙江，辐射华东地区。

图 9：桐君堂饮片收入及增速（万元）



资料来源：公司公告，宏源证券

图 10：不同公司饮片业务毛利率对比



资料来源：公司公告，宏源证券

2、饮片业务盈利能力有望逐步提升

与康美药业和香雪制药等有中药饮片业务的公司相比，桐君堂的客户类似，都是医疗机构和零售药店。但盈利能力方面，桐君堂与康美药业和香雪制药差距较大。两家上市公司饮片业务的毛利率和净利率分别在 30% 和 20% 左右，而桐君堂饮片销售毛利率不到 20%，净利率只有 6% 左右。盈利能力的差距既有营销策略等方面的人为因素，也有新厂房折旧以及税收方面的客观情况。桐君堂剩余股权收购后，股东利益的一致性得到解决，随着公司在财力、人力等方面投入的增加，桐君堂饮片业务的盈利能力有望逐步提升。

表 2：桐君堂净利率变动对净利润水平的影响(万元)

净利率水平	2013	2014E	2015E	2016E
	43272.00	54090.00	67612.50	84515.63
6.45%	2791.04	3488.81	4361.01	5451.26
7.45%	3223.76	4029.71	5037.13	6296.41
8.45%	3656.48	4570.61	5713.26	7141.57

9.45%	4089.20	5111.51	6389.38	7986.73
高低净利润差	1298.16	1622.70	2028.38	2535.47

资料来源：公司资料，宏源证券

我们对桐君堂的盈利能力进行了弹性测试，公司13年饮片业务的收入增速为41%，假定后续3年增速均维持25%的增速。销售净利率以13年的6.45%为起点，假定后续每年提升1个百分点，则14-16年最高净利润和最低净利润的差额分别为1623、2028和2535万元，按增发后5.8亿股本计算，对eps的影响分别为0.028、0.035和0.044元。公司13年摊薄后EPS为0.07元，可见桐君堂净利率提升对业绩弹性较大。

3、布局保健品，实施大健康战略

2013年公司与浙江大学签订了现代中药创制战略合作协议，推进双方在中药现代化领域中的产学研合作和成果转化。重点围绕传统中药材资源，结合市场需求，分别在优化提取工艺、开发特色中药产品等方面开展深度开发与研究，这其中便包括保健产品。公司已经着手这方面的业务，选择了一些科技含量高、市场需求大的保健类产品，如能够增强免疫力的五味西洋参颗粒等。我们认为公司在做大做强饮片业务的同时，会充分利用桐君堂的品牌优势与公司OTC领域的渠道资源，进行大健康产品的开发，提升桐君堂品牌的附加值。

四、以新领先为平台，实现医药CRO的全产业链服务

1、CRO是研发分工及和产业转移的必然结果

药物研发具有高风险、高投入和高回报的特点，上世纪80年代，受美国FDA对新药研发管理的不断严谨和完善，药物研发的投入产出比不断下降，研发长周期和高费用的特点凸显，为了降低了制药企业的管理和研发费用，专业化和高效率的CRO企业应运而生。随着全球医药产业链条向新兴市场转移，跨国大医药公司纷纷将研发东移至人才充足、成本较低、资源丰富的中国市场。外企纷纷在中国成立研发中心并加大对中国的研发投资。此外，随着中国政府加大对医保支付以及中国人口老龄化的加快，未来国内医药市场规模也是外企比较看中的，因此通过设立合资公司或者涉足品牌仿制药领域等方式加大对中国的投资。

表3：主要跨国药企在中国的研发和投资情况

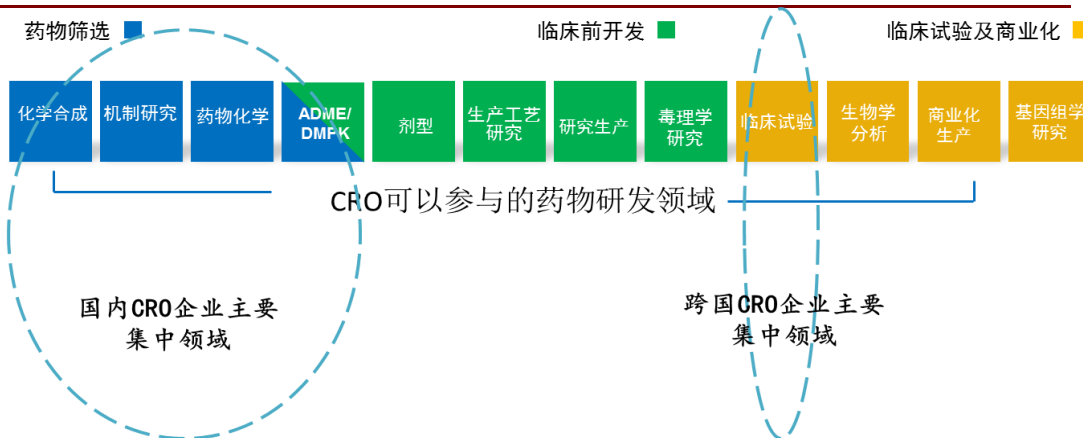
排名	公司	中国研发中心	投资金额	投资方向
1	默克公司(MRK)	北京，全球第4个，亚洲唯一	5年15亿美元	疫苗，糖尿病和合资企业
2	诺华制药	上海，全球第3大的研发中心	5年12.5亿美元	研发和原料药
3	罗氏	上海，第5大全球性研发中心	4.1亿美元	研发和诊断
4	阿斯利康	上海，全球3个专门研究癌症领域的研发机构之一	2亿美元	品牌仿制药和CRO合作
5	辉瑞	上海，辉瑞在亚太地区重要的研发枢纽	1.45亿美元	品牌仿制药和合资公司
6	诺和诺德	北京，海外最大研发中心	1亿美元	糖尿病
7	赛诺菲	上海，亚太研发中心	9000万美元	糖尿病
8	礼来	上海，专注于糖尿病新药研究	8000万美元	糖尿病和品牌仿制药
9	葛兰素史克	上海，主导全球在神经科学治疗领域的研发	约6300万美元	疫苗和合资公司

资料来源：网络资料，宏源证券

2、技术水平差异决定国内外CRO企业业务的差异

理论上新药研发的各个环节均可以采用外包方式，一般地，根据研发所处阶段分为临床前 CRO 和临床 CRO，前者又可以分为化合物阶段和制剂阶段。临床前 CRO 对技术水平要求高，而临床 CRO 服务属性较强。受产业发展阶段，人力成本及技术水平等多种因素影响，国内的 CRO 企业更多的集中于临床前的化合物合成阶段，少有企业会涉及到临床试验阶段业务。国内相对落后的制剂技术水平及行业运营环境决定了更少的企业有能力涉足制剂 CRO 领域。而新领先是国内为数不多具备新药开发全产业链外包服务的企业。

图 11：国内外 CRO 企业业务差异



资料来源：WuXi PharmaTech，宏源证券

3、新领先三大技术平台，实现全产业链新药研发外包服务。

新领先属于技术型 CRO 企业，公司有合成、制剂和临床研究三大技术平台。当前的核心业务是 3 类及 6 类化药临床前研发和技术服务，即高仿业务，国内许多主流仿制药企业均是公司客户。基于合成和制剂技术平台，公司在国内率先开发出头孢拉宗、阿贝卡星、扎鲁司特、泊沙康唑等项目，在奈必洛尔、伊伐布雷定、爱维莫潘、达比加群酯、瑞格列奈等多个品种的技术开发上处于国内领先地位。

图 12：新领先主要业务领域

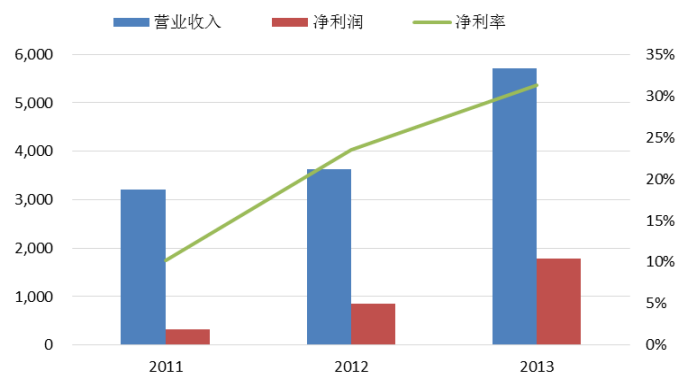


资料来源：公司公告，宏源证券

公司竞争优势可以概括为如下三个方面：

- 技术优势：经过近十年的研发与积累，公司在复杂化合物合成、杂质制备、手性分析、高仿原研制剂处方工艺研究及技术商业转化等行业关键技术方面，积累了丰富技术经验及特色人才，这些都是临床前 CRO 最核心的技术竞争优势，进入壁垒要远高于其他 CRO 领域。

图 13：新领先收入及净利润情况(万元)



资料来源：公司公告，宏源证券

- 平台优势：除了合成技术平台及临床试验技术平台外，公司是国内少数几家拥有制剂技术平台的外包服务企业。三大平台打造医药 CRO 全产业链服务。
- 协同优势：基于多平台的优势，公司能够实现上下游业务衔接，提供新药研发全链条服务，更高效地完成研发外包任务，最大化缩短客户研发周期，实现客户利益最大化。

新医改给我国仿制药产业带来了发展新机遇。目前公司有近 20 个品种有望达到首仿和前 3 仿地位，且主要集中在肿瘤、心脑血管和内分泌等大病种领域，这些将有力支撑公司中期业绩发展。未来随着仿制药一致性评价的推开及药品再注册要求的提高，公司将迈入药品质量标准提升技术服务的蓝海市场。此外，公司在对内临床服务的基础上，计划对外承接临床服务业务，扩充公司业务领域。总体而言，作为技术依赖型 CRO，在享有高毛利的同时，公司未来的市场空间巨大，发展前景良好。

五、外延拓展，枝繁叶茂

2013 年，公司新管理层审时度势，提出了“一核两翼多平台”的发展战略，即聚焦大健康产业，以实体主业经营、资本运作为两翼，对内创新商业模式开展多种形式的合作，对外搭建共赢创业多平台发展。围绕核心战略，公司借鉴其他企业成功经验，进行了系统化的营销改革，组建了多个专业化的营销平台。同时近期的外延并购，一方面更好地推动饮片业务发展，再者拓展了业务平台，进入医药 CRO 领域。后续，我们预计公司必将会继续利用上市公司平台，抓住行业并购重组的大好机遇，开展资本运作，重点进行收购兼并，实现公司各业务板块的协同效应和业绩的快速提升，朝公司 2018 年主营业务收入突破 52 亿的目标迈进。

六、分产品预测

核心假设：不考虑外延并购，工业方面，基于现有产品的竞争格局、以及公司在营销方面的改革，我们预计双黄连口服液系列能够维持 15% 左右成长，双金连合剂和儿童型双黄连由于基数较小，预计能够维持 50% 以上增长，其他工业维持平稳增长。商业方面，预计能够维持 5% 左右的稳步增长。考虑现有基数、业务领域，新领先和桐君堂未来三年预计增速分别为 35% 和 20%。

基于上述假设，预计 14 年到 16 年公司收入同比增速为 21.4%、18.7% 和 18%，毛利率分别为 20.4%，22.6% 和 24.8%。

总计	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1089.13	1304.67	1,584	1,881	2,218
增长率	11.0%	19.8%	21.4%	18.7%	18.0%
营业成本	906.11	1051.38	1,260	1,456	1,669
增长率	6.0%	16.0%	19.9%	15.5%	14.6%
综合毛利率	16.80%	19.41%	20.4%	22.6%	24.8%
分项					
医药制造	332.6	391.0	491.9	632.6	800.8
增长%	41.2%	17.6%	25.8%	28.6%	26.6%
占比%	30.5%	30.0%	31.1%	33.6%	36.1%
成本	219.5	282.6	309.9	385.9	472.5
毛利率	34.0%	27.7%	37.0%	39.0%	41.0%
医药流通	750.6	369.6	388.1	407.5	427.9
增长%	5.0%	-50.8%	5.0%	5.0%	5.0%
占比%	68.9%	28.3%	24.5%	21.7%	19.3%
成本	684.5	355.9	372.6	391.2	410.8
毛利率	8.8%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
新领先	36.3	57.13	57.1	77.1	104.1
增长%	13.2%	57.3%	35.0%	35.0%	35.0%
占比%	3.3%	4.4%	3.6%	4.1%	4.7%
成本	18.7	27.8	28.0	37.8	51.0
毛利率	48.5%	51.3%	51.0%	51.0%	51.0%
桐君堂	408.4	539.1	646.9	763.3	885.5
增长%	21.4%	32.0%	20.0%	18.0%	16.0%
占比%	37.5%	41.3%	40.8%	40.6%	39.9%
成本	358.2	473.4	549.9	641.2	734.9
毛利率	12.3%	12.2%	15.0%	16.0%	17.0%

盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	432	174	224	457	营业收入	1305	1584	1881	2218
应收票据及账款	19	27	33	41	营业成本	1051	1260	1456	1669
应收账款	22	31	38	46	营业税金及附加	5	5	6	7
预付款项	29	50	58	71	销售费用	75	95	132	155
其他应收款	41	58	71	87	管理费用	66	95	132	155
存货	149	166	222	255	财务费用	43	13	5	2
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	1	1
固定资产	571	534	446	357	营业利润	64	115	150	229
在建工程	51	0	0	0	营业外收支净额	3	3	3	3
无形资产	78	97	105	105	税前利润	67	118	153	232
长期待摊费用	5	2	0	0	减：所得税	15	18	23	35
资产总计	1924	1647	1734	1981	净利润	52	100	130	197
短期借款	390	0	0	0	减：少数股东损益	16	28	6	10
应付账款	183	237	179	238	归母净利润	36	72	123	188
预收款项	23	17	30	23	EPS	0.07	0.15	0.25	0.38
其他应付款	15	0	0	0	EPS(稀释)	0.07	0.15	0.25	0.38
其他流动负债	16	10	10	10	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
长期借款	140	140	140	140	成长性				
其他非流动负债	64	50	52	50	营收增长率	19.8%	21.4%	18.7%	18.0%
负债合计	832	454	412	461	EBIT 增长率	44.8%	19.5%	20.6%	48.8%
股东权益合计	1092	1193	1323	1520	净利润增长率	61.4%	94.1%	29.4%	52.0%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	52	98	127	195	销售毛利率	19.4%	20.4%	22.6%	24.8%
非现金损益	42	104	107	106	销售净利率	4.0%	6.3%	6.9%	8.9%
营运资本减少	-142	-34	-170	-53	ROE	3.5%	6.5%	9.9%	13.1%
其他经营活动现金流	41	12	4	0	ROIC	8.07%	8.94%	11.10%	15.53%
经营活动现金流	-5	180	67	248	估值倍数				
投资活动现金流	-23	-22	-14	-14	PE	100.7	50.2	29.4	19.4
融资活动现金流	359	-415	-4	0	P/S	2.8	2.3	1.9	1.6
现金净变动	330	-258	50	233	P/B	3.47	3.25	2.93	2.54
期初现金余额	123	432	174	224	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	432	174	224	457	EV/EBITDA	25.5	15.8	13.9	10.1

作者简介:

王晓锋: 宏源证券研究所医药行业研究员，毕业于北京大学药学院，2012年加入宏源证券，主要从事医药生物领域上市公司研究。

机构销售团队

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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@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	zhouidi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		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经营范围包括证券投资咨询业务。