



张凤展

021-53519888-1932

zhangfengzhan@shzq.com

执业证书编号：S0870511030001

产品线丰富，抗肿瘤产品持续高增长

■ 投资摘要

估值与投资建议

神奇制药拥有丰富的产品线，尤其是抗肿瘤用药斑蝥系列产品有较强优势，产品增长迅速，依然处在高速增长期，而且产品价格逐年提升，毛利率也维持在较高水平。我们认为未来该产品系列依然能够保持强劲增长。主要在于以下几个方面：1、肿瘤发病率提高；2、医保覆盖增加；3、口服品种斑蝥酸钠片带来新增量；4、营销整合。预计斑蝥酸钠系列产品今年销售收入近4亿元，该系列产品未来发展前景光明，在未来几年内将此系列产品做成销售收入为10亿元以上产品系列。

公司其他产品线，增长稳定，而且拥有大量储备品种，2014年将氨基酸(8)维生素(11)胶囊、夜宁糖浆、杜仲双降袋泡茶（药品文号）等可向大健康领域拓展的产品推向市场。

预测公司2014-2016年归属于母公司净利润分别为1.89亿元、2.45亿元、3.14亿元，按总股本7.8145亿股，对应EPS分别为0.425元、0.552元、0.706元。

核心假设或逻辑

根据分析，对销售收入做如下假设：

- 1、公司产品价格保持稳定
- 2、止咳类、小儿类产品稳定增长，增速保持在5%-10%左右。
- 3、抗肿瘤用药继续维持高增长态势
- 4、其他药物品类增长稳定

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、医保增补、招标的进度低于预期
- 2、后续产品线低于预期

■ 数据预测与估值

至12月31日(¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	929.18	1242.56	1548.01	1901.25
年增长率	503.37%	33.73%	24.58%	22.82%
归属于母公司的净利润	111.54	188.93	245.85	314.37
年增长率	714.06%	69.39%	30.12%	27.87%
每股收益(元)	0.251	0.425	0.552	0.706
PER(X)	74.06	43.72	33.60	26.28

注：按最新股本44506万股计算

基本数据 (2014H1)

报告日股价(元)	18.56
12mth A股价格区间(元)	21.10/12.20
总股本(百万股)	445.06
无限售A股/总股本	36.97%
流通市值(亿元)	27.41
每股净资产(元)	4.186
PBR(X)	4.43

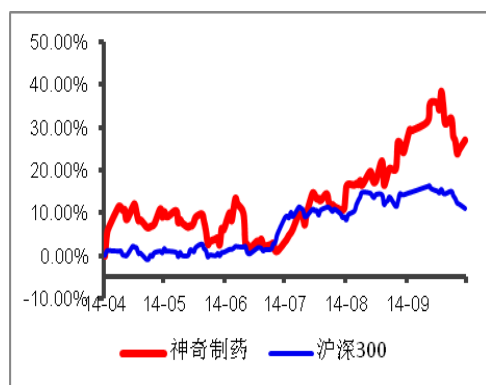
主要股东 (2014H1)

贵州神奇投资有限公司	24.59%
贵州迈吉斯投资管理有限公司	16.48%
贵阳新柏强投资有限责任公司	14.37%

收入结构 (2014H1)

止咳类	12.65%
抗肿瘤	41.19%
风湿、类风湿关节炎	11.47%

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号：ZFZ14-CR04

首次报告日期：2014 年 10 月 28 日

相关报告：

目 录

一、公司简介.....	3
二、公司分析.....	3
2.1 公司发展历史及股权结构.....	3
2.2 公司主营业务分析.....	4
三、财务分析.....	11
3.1 公司盈利能力分析.....	11
3.2 公司增长能力分析.....	12
四、盈利预测及估值定价分析.....	13
五、投资建议.....	15

表目录

表 1 公司产品结构占比.....	4
表 2 抗肿瘤产品销售情况.....	5
表 3 抗肿瘤中药针剂产品概览.....	7
表 4 止咳、小儿类产品情况	8
表 5 其他品类产品线概览.....	9
表 6 毛利率水平比较.....	11
表 7 净利率水平比较.....	11
表 8 销售费用率比较.....	12
表 9 管理费用率比较.....	12
表 10 财务费用率比较.....	12
表 11 收入同比增长.....	12
表 12 扣非后净利润增长.....	13
表 13 经营活动现金净流量增长.....	13
表 14 收入预测.....	13
表 15 毛利率预测.....	14
表 16 数据预测与估值.....	16
表 17 财务和估值数据.....	16

一、公司简介

神奇制药是贵州省最早的民营医药企业集团，上市公司旗下拥有金桥药业（99.58%）、神奇药业（100%）与柏强制药（100%）三家子公司，全资控股盛世龙方与君之堂两家孙公司。

金桥药业主要产品有斑蝥酸钠注射液与珊瑚癣净，神奇药业拥有止咳系列与神奇宝贝儿科系列 OTC 产品，柏强制药拥有抗肿瘤系列（斑蝥酸钠维生素 B6 注射液等）、心脑血管系列（银丹心泰滴丸等）、抗抑郁类、风湿类等众多品种。

其中神奇药业是集研制、生产、销售中成药、化学药、原料药为一体的具有多类别产品和专利的制药企业，目前主要从事神奇感冒止咳系列产品、神奇娃娃小儿系列产品、心脑血管系列产品等药品的生产与销售。神奇药业产品涉及呼吸系统用药、心脑血管用药、抗肿瘤药、消化系统用药等。现有技术工艺成熟、临床疗效确切、在产或具备生产条件的品种 77 个。拥有独立知识产权的民族药 4 个，国家发明专利 27 项。神奇药业生产的主要品种包括枇杷止咳颗粒（9 袋）、枇杷止咳颗粒（12 袋）、小儿咽扁颗粒（8g）、小儿氨酚烷胺颗粒（6g）、枇杷止咳胶囊（24 粒）、枇杷止咳胶囊（12 粒）、强力枇杷露等。

柏强制药是一家集药研、生产、销售化学药、中成药、原料药为一体的高新技术企业，柏强制药本身主要销售斑蝥酸钠维生素 B6 注射液，斑蝥酸钠维生素 B6 注射液是创新型抗肿瘤产品，在 2011 年中国首届化学制药行业品牌峰会上被评为抗肿瘤产品品牌十强，具有很强的竞争力，拥有 20 年国家专利保护，目前已在全国近 30 个省(市)建立了自己的销售网络和营销体系。另外还通过控股子公司君之堂、盛世龙方生产销售银丹心泰滴丸、全天麻胶囊、金乌骨通胶囊、精乌胶囊等 10 多个品种。整个公司产品涵盖了抗肿瘤类、心脑血管类、风湿骨伤类、祛头风安神补脑类、感冒止咳类、补肾类、止泻类、妇科调经类等类别的产品。

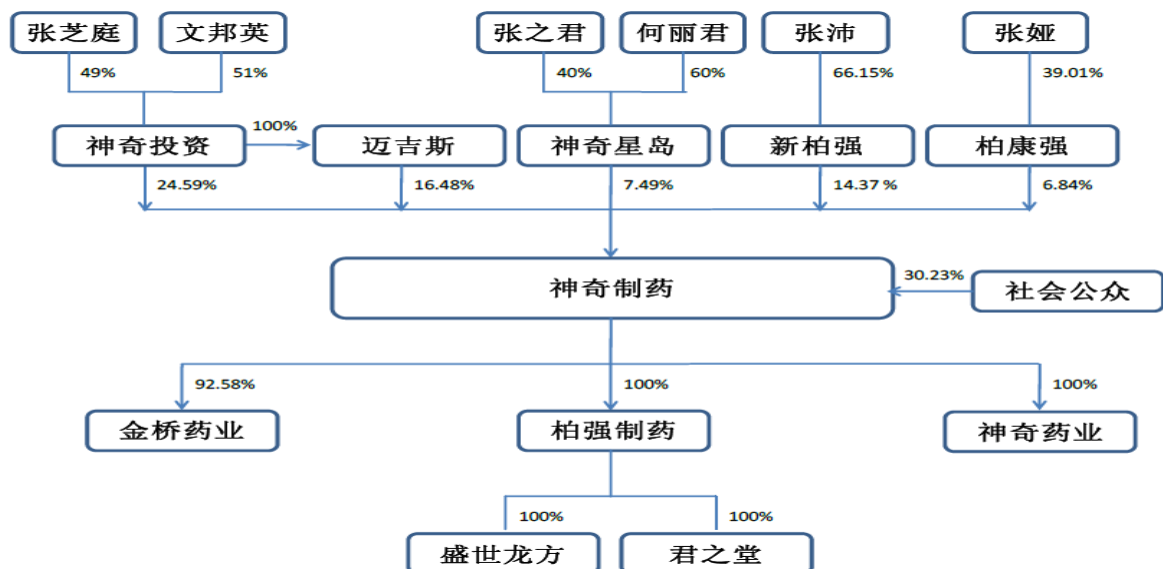
二、公司分析

2.1 公司发展历史及股权结构

贵州神奇集团创建于 1986 年，是一家以制药企业为龙头，多元化经营的企业集团。2003 年收购永生投资将金桥药业（92.58%）的资产装入永生投资。2012 年 2 月-2013 年 5 月，公司实现医药资产的整体上市，改名为神奇制药，上市公司旗下拥有金桥药业

(99.58%)、神奇药业(100%)与柏强制药(100%)三家子公司。

图 1 公司股权结构



数据来源：公司公告 上海证券研究所

2.2 公司主营业务分析

公司实现整体上市后，产品品类丰富，产品线主要集中在止咳类、抗肿瘤类、皮肤类，小儿用药。

表 1 公司产品结构占比

产品占比	2014H	2013
止咳类 (OTC)	12.65%	29.68%
小儿类 (OTC)	2.97%	6.46%
抗肿瘤	41.19%	24.26%
皮肤	12.25%	11.58%
心脑血管	5.46%	4.08%
风湿、类风湿关节炎	11.47%	8.83%
抗抑郁类	0.00%	4.24%
OTC 头疼	4.26%	4.07%
其他	9.75%	6.79%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

(1) 抗肿瘤用药

神奇制药的抗肿瘤产品线，主要是斑蝥系列，主要包含：孙公司君之堂（属于子公司柏强）拥有独家原料文号，子公司金桥药业独家拥有斑蝥酸钠注射液（2ml:0.1mg、5ml:0.25mg、10ml:0.5mg），子公司柏强制药拥有独家斑蝥酸钠维生素 B6 注射液（简称斑蝥酸

钠 Vb6 注射液，5ml:0.05mg、10ml:0.1mg)。另外公司计划在 2014 下半年推出斑蝥酸钠片，进一步丰富斑蝥系列产品线。

斑蝥酸钠注射液的适应症为:抗肿瘤药。用于原发性肝癌等肿瘤和白细胞低下症。亦可用于肝炎、肝硬化及乙型肝炎病毒携带者。用法用量为:静脉滴注。一日一次，每次 2-10ml，以 0.9%氯化钠或 5%-10%葡萄糖注射液适量稀释后滴注。

斑蝥酸钠 Vb6 注射液的适应症为:适用于原发性肝癌、肺癌及白细胞低下症，亦可用于肝炎、肝硬化及乙型肝炎病毒携带者。用法用量为:静脉滴注，一日 1 次。每次 10~50ml，以 0.9%氯化钠或 5%~10%葡萄糖注射液适量稀释后滴注。

斑蝥酸钠片是从斑蝥虫中提取斑蝥素并合成为钠盐后的片剂，属斑蝥类广谱抗肿瘤处方药品。相比同类产品复方斑蝥胶囊，斑蝥酸钠片具备生物利用度高、毒副作用小、利于携带服用的优点，属治疗性药物，可满足早期肿瘤患者手术后出院疗养用药要求，近年来市场需求增幅明显。10 月 9 日，山东省 2014 年第一次药品备案采购拟入围产品（第一批）进行了公示（具体可参见 <http://www.sdyyp.net/Upload/CMSUpload/20141094.pdf> ...），在本次公示里斑蝥酸钠显示价格达到了 375.26 元（0.5mg 规格，3 片/盒，1125.77 元）。

表 2 抗肿瘤产品销售情况

		销售收入情况				
所属公司	品名	2014H	2013	2012	2011	2010
柏强	斑蝥酸钠维生素 b6 注射液	18421	14868	16,921.39	10,688.28	6,844.92
	g		-12.14%	58.32%	56.15%	
金桥	斑蝥酸钠	4104	7679	5,593.84	4,397.74	2,192.67
	g	50.00%	37.27%	27.20%	100.57%	
		毛利率情况				
所属公司	品名	2014H	2013	2012	2011	2010
柏强	斑蝥酸钠维生素 b6 注射液	92.53%	84.41%	89.98%	82.45%	62.98%
金桥	斑蝥酸钠	82.32%	81.94%	80.06%	91.41%	88.14%
		销售价格				
所属公司	品名	2012	2011	2010		
柏强	斑蝥酸钠维生素 b6 注射液	23.27	21.12	13.87		
		销量				
所属公司	品名	2012	2011	2010		
柏强	斑蝥酸钠维生素 b6 注射液	727.05	505.98	493.57		

数据来源：公司公告 上海证券研究所

从过去历史数据来看，公司的斑蝥酸钠系列产品增长迅速，依然处在高速增长期，而且产品价格逐年提升，毛利率也维持在较高

水平。我们认为未来该产品系列依然能够保持强劲增长。主要在于以下几个方面：

1、肿瘤发病率提高

根据《2013 年中国肿瘤登记年报》最新数据，2010 年我国肿瘤新发病例约 309.3 万例，发病率约 235.2/10 万。尽管该数据相比过去已有一定提升，但是跟发达国家相比，我国肿瘤发病率仍有较大提升空间。据美国癌症协会（ACS）估计，2014 年美国肿瘤新发病人人数将达到 166.6 万人，发病率将高达 555/10 万人，是我国肿瘤发病率的 2.36 倍。

根据中国药学会样本医院数据估算，2010-2013 年我国抗肿瘤中成药复合增速高达 28.77%。

2、医保覆盖增加。

公司产品目前主要进入部分省医保，斑蝥酸钠维生素 B6 注射液进入 15 个省，斑蝥酸钠注射液进入 9 个省。随着其进入省份数量的增加（甚至进入国家医保），他们面临的成长空间也将更加广阔。

3、口服品种斑蝥酸钠片带来新增量

抗肿瘤口服中成药作为抗肿瘤中成药的另一个重要组成部分，目前市场规模约 40 亿，占抗肿瘤中成药比例约 1/3。相对抗肿瘤中药注射剂而言，总体上抗肿瘤口服中成药市场增速更快，抗肿瘤口服中成药年均增速高于抗肿瘤中药注射剂 20 个百分点，但是内部竞争也更为激烈。随着肿瘤病人生存期不断延长，病人回家后服药时间的延长，抗肿瘤口服中成药的增长仍将持续。

4、营销整合

在公司重组之前，金桥产品和柏强产品在市场上是完全竞争关系，公司重组以后金桥药业与柏强制药销售斑蝥系列的队伍，已经合署办公，全部整合进了一个营销体系统筹运营市场。

首先，针对市场，有选择性投标。吉林 2014 年 4 月开标显示，柏强放弃斑蝥酸钠 Vb6 注射液，金桥投 5mL 斑蝥酸钠注射液，同时放弃 2mL 规格。

其次、重塑斑蝥酸钠价格体系，启动斑蝥酸钠 5ml 规格替代 2ml 规格。斑蝥酸钠 Vb6 针 5ml 过去中标价 34.85 多到 43.41 多一支，折合日最大量 10 支金额约为 348.5-434.1 元，而金桥的斑蝥酸钠针 2ml 中标价从 37.46 至 43.293 一支都有，折合日最大量 5 支金额 187.3-216.465 元。今年以来，斑蝥酸钠 5ml 价格在 221-218.83 元，折合成日最大量 2 支金额大致在 440 元左右，由此，将斑蝥酸钠日用金额大幅提升。从上半年的运行情况来看，效果良好，2014 上半年，斑蝥酸钠同比增长 50%。

预计斑蝥酸钠系列产品今年销售收入近 4 亿元，该系列产品未来发展前景光明，有信心在未来几年内将此系列产品做成销售收入

为 10 亿元以上产品系列。

表 3 抗肿瘤中药针剂产品概览

价格区间	品种	市场份额	日均 治疗费 用	12 年基 数	13 年增 速	生产厂家	医保类型
》300	消癌平注射液	8.00%	750	2.59 亿	6%	圣和	国家医保
	康莱特注射液	8.00%	540	2.75 亿	40%	康莱特	国家医保
	康艾注射液	21.00%	400	7.25 亿	16%	长白山	国家医保
	艾迪注射液	13.00%	225	4.47 亿	13%	益佰	国家医保
100-300	斑蝥酸钠 VB6	4.00%	180	1.47 亿	34%	神奇	渝、吉、川、津、皖、鲁、晋、赣、冀、豫、藏、贵、辽、陕、黑 15 省以上省医保。
	参芪扶正注射液	13.96%	140	4.21 亿	20%	丽珠	国家医保
	香菇多糖注射液	17.00%	130	5.37 亿	6%	金陵、绿叶、振东、康缘、易亨	15 省
	复方苦参注射液	7.00%	90	2.21 亿	-6%	振东	国家医保
《100	斑蝥酸钠注射液	1.00%	90	0.23 亿	32%	神奇	苏、滇、鲁、晋、冀、豫、甘、辽、黑 9 省以上省医保
	鸦胆子油乳	7.00%	80	2.26 亿	7%	九旭、白云山、沈阳药大	国家医保
	华蟾素注射液	1.00%	60	0.40 亿	2%	三九	国家医保

数据来源：中国药学会样本医院数据 上海证券研究所

（2）止咳、小儿类产品

公司的止咳、小儿类产品，主要走 OTC 线，公司是国内最早一批 OTC 品牌企业。受基药强行推广影响，公司 OTC 业务所在的部

分乡镇卫生院和私人诊所市场丢失,而基层市场正是公司 OTC 业务的覆盖重点以及利润最大的终端。为此,公司在 OTC 板块进行了大幅调整,产品推广终端实行三条线并行策略。三条线分别是乡镇卫生院、连锁药店和神通医药网,对乡镇卫生院进行全方位跟踪和覆盖,通医药网是神奇制药今年 3 月 1 日新上线的网络平台,主要销售公司自己生产的 OTC 产品,首要注册对象包括全国的私人药房、私人诊所。截至目前,神通医药网的注册对象已经超过 4000 家,“今年全年的注册目标是 1.2 万家。

2014 年上半年,部分药店由于未通过或尚在申请新版 GSP 中,导致经销商到终端药店各个环节都不愿意存货,影响了神奇药业 OTC 产品在上半年的销售业绩,但到了 7 月份,很多药店陆续通过新版 GSP,神奇药业业绩所受的影响会逐步消除。

表 4 止咳、小儿类产品情况

收入	所属子公司	品名	2014H	2013	2012	2011	2010
止咳类 (OTC)	神奇	枇杷止咳颗粒 (9 袋)	2122	10884	8,343.51	8,765.94	11,541.58
			-17.24%	30.45%	-4.82%	-24.05%	
	神奇	枇杷止咳颗粒 (12 袋)	974	5244	4,966.42	2,968.72	716.83
			-45.10%	5.59%	67.29%	314.15%	
	神奇	强力枇杷露 (120ml)	2353	6644	8,029.36	6,453.39	6,217.32
			9.22%	-17.26%	24.42%	3.80%	
	神奇	枇杷止咳胶囊 (24 粒)	1469	4809	4,763.40	4,125.96	4,207.14
			-14.35%	0.95%	15.45%	-1.93%	
		止咳类合计	6919	27581	26103	22314	22683
				5.66%	16.98%	-1.63%	
小儿类 (OTC)	神奇	小儿咽扁颗粒 (8g)	749	1458	1,454.10	1,181.67	688.06
			40.07%	0.26%	23.05%	71.74%	
	神奇	小儿氨酚烷胺颗粒 (6g)	874	2727	3,194.11	3,030.22	1,686.60
			15.13%	-14.63%	5.41%	79.66%	
	神奇	复方桔梗枇杷糖浆	0	1821	1,214.99	1,506.96	884.66
				49.84%	-19.37%	70.34%	
		小儿类合计	1623	6005	5863	5719	3259
				2.42%	2.52%	75.46%	
毛利率	所属子公司	分类	2014H	2013	2012	2011	2010
止咳类	神奇	枇杷止咳颗粒 (9 袋)	76.91%	74.96%	76.19%	76.33%	78.12%
	神奇	枇杷止咳颗粒 (12 袋)	76.65%	74.32%	78.09%	72.27%	64.61%
	神奇	强力枇杷露 (120ml)	61.32%	57.00%	54.51%	58.52%	61.21%
	神奇	枇杷止咳胶囊 (24 粒)	70.79%	71.65%	74.70%	74.42%	
	神奇	小儿咽扁颗粒 (8g)	45.02%	37.55%	55.14%	53.68%	62.93%
小儿类	神奇	小儿氨酚烷胺颗粒 (6g)	77.20%	65.98%	74.12%	66.91%	66.71%
	神奇	复方桔梗枇杷糖浆	0.00%	81.98%	54.45%	70.40%	72.47%
销售价格	所属子公司	分类	2012	2011	2010		
止咳类	神奇	枇杷止咳颗粒 (9 袋)	6.61	5.95	5.98		

	神奇	枇杷止咳颗粒 (12 袋)	8.38	7.18	7.26
	神奇	强力枇杷露 (120ml)	5.16	5.25	5.28
	神奇	枇杷止咳胶囊 (24 粒)	6.73	6.61	6.67
	神奇	小儿咽扁颗粒 (8g)	9.95	10.16	10.25
小儿类	神奇	小儿氨酚烷胺颗粒 (6g)	6.48	5.50	5.46
	神奇	复方桔梗枇杷糖浆	8.49	7.10	6.82

数据来源：公司公告 上海证券研究所

(3) 其他品类

皮肤用药珊瑚癣净、风湿、类风湿关节炎用药金乌铜鼓胶囊是销售规模上亿的产品。

珊瑚癣净（脚癣一次净）是公司的发家产品，功能主治：杀菌、止痒。用于脚癣、手癣、指（趾）甲癣。产品特性：独特的浸泡制剂，分散度大，吸收快，能迅速发挥药效。深层杀菌，铲除潜伏真菌。30 分钟一次浸泡即可。国家医保目录产品，国家中药保护品种。该品种增长相对稳定。

金乌骨通胶囊是苗药产品，全国独家品种。主治：滋补肝肾，祛风除湿，活血通络。用于肝肾不足，风寒湿痹、骨质疏松、骨质增生引起的腰腿酸痛、肢体麻木等症。是 OTC 甲类品种。该产品 2012、2013 年收入持续下降。

抗抑郁药物精乌胶囊为全国独家品种，是近几年导入市场的 OTC 药品。功能主治：补肝肾，益精血，壮筋骨。用于失眠多梦，耳鸣健忘，头发脱落及须发早白。精乌胶囊 2010 年投入市场，产品疗效受到市场认可，该类产品销量增长迅速，。

心血管用药主要包括君之堂生产的银丹心泰滴丸与金桥药业生产的银盏心脉滴丸两个品种，都进入了国家医保目录（乙类），2013 年银丹心泰滴丸收入规模 3789 万元，收入增速下降较多。银盏心脉滴丸收入基数较低。

头疼类药品全天麻胶囊，主要是全天麻胶囊（36 粒）主治眩晕、头痛、肢体麻木，且主要在医院进行销售。该产品国内批文有 3 家，但是国内关于天麻和天麻素类的其他批文非常多（估计要 500 个文号），经过一定阶段的市场竞争，产品增速保持平稳，近几年维持在 5000 万左右的销售。

表 5 其他品类产品线概览

收入	所属子公司	品名	2014H	2013	2012	2011	2010
皮肤	金桥	珊瑚癣净	6698	10756	9,458.57	10,128.45	7,928.41
			19.68%	13.71%	-6.61%	27.75%	
心脑血管用药	柏强	银丹心泰滴丸	2988	3789	5,423.72	3,016.89	0
				-30.15%	79.78%		

2014 年 10 月 28 日

	柏强	银盖心脉滴丸 120 丸			503	209	84
风湿、类风湿关节炎	柏强	金乌骨通胶囊	6273	8200	10,904.43	11,076.66	8,005.28
				-24.80%	-1.55%	38.37%	
抗抑郁药物	柏强	精乌胶囊	0	3943	2,641.90	774.69	101.98
				49.24%	241.03%	659.65%	
头疼类非处方药药品 (OTC)	柏强	全天麻胶囊	2330	3785	5,882.64	5,569.94	4,499.46
				-35.66%	5.61%	23.79%	
毛利率	所属子公司	品名	2014H	2013	2012	2011	2010
皮肤	金桥	珊瑚癣净	77.63%	77.66%	79.57%	73.50%	70.17%
心脑血管用药	柏强	银丹心泰滴丸	87.66%	86.22%	85.74%	70.47%	0
		银盖心脉滴丸 120 丸					
风湿、类风湿关节炎	柏强	金乌骨通胶囊	79.53%	78.03%	77.87%	80.02%	84.64%
抗抑郁药物	柏强	精乌胶囊	0.00%	82.40%	43.30%	60.25%	71.55%
头疼类非处方药药品	柏强	全天麻胶囊	64.84%	56.61%	71.64%	55.64%	64.32%
价格	所属子公司	品名	2014H	2013	2012	2011	2010
心脑血管用药	柏强	银丹心泰滴丸			17.01	8.90	6.04
	柏强	银盖心脉滴丸 120 丸			12.94	10.11	6.19

数据来源：公司公告 上海证券研究所

(4) 新产品上线

预计公司今年就会将氨基酸(8)维生素(11)胶囊、夜宁糖浆、杜仲双降袋泡茶（药品文号）等可向大健康领域拓展的产品推向市场。

杜仲双降袋泡茶的功能主治为“降血脂、降血压”，相比临床常用化学药品，具有安全性高、可同时有效降低血脂和血压的特点。市场上杜仲类产品多为保健品（保健茶），不同规格价格多在 40-80 元之间，神奇药业的杜仲双降袋泡茶剂为处方药，预测期定价为 47.01 元/盒。该产品在治疗心血管疾病的药品中属唯一植物药茶剂，剂型新、市场接受面广，具有良好的市场前景。

夜宁糖浆，【功能主治】养血安神。用于心血不足所致的失眠、多梦、头晕、乏力；神经衰弱。我国城镇化率逐年提升，人们的生活节奏逐步加快，压力随之而来，越来越多的人群因压力而导致神经衰弱

氨基酸(8)维生素(11)胶囊作为口服营养制剂，主要用于各种疾病所致的低蛋白血症的辅助治疗、提高术后免疫力、补充营养等。目前市场主要产品为南京圣和药业有限公司的复方氨基酸胶囊、深圳万和制药有限公司的复方氨基酸（8-11）胶囊，不同规格的产品定价多在 45 元-75 元之间，神奇药业氨基酸（8）维生素（11）胶囊为处方药，参考市场同类产品定价为 21.37 元/盒。该产品同类的

国产口服制剂生产商较少，市场需求量大，具有良好的市场前景。

(5) 储备产品丰富

呼吸线有独家品种咳平胶囊、独家产品枇杷润肺止咳膏等

抑郁精神类产品有独家产品复方四维女贞子胶囊等；

心血管类储备独家维E三油胶丸、排毒降脂胶囊、等

OTC头痛类相关产品有2个厂家的国家医保品种清脑降压胶囊和独家蓝芷安脑胶囊；

儿科产品线中助消膏独家产品、中药抗病毒独家产品口鼻清喷雾剂、独家产品小儿清毒糖浆。

口腔线有牙痛宁滴丸等3个独家产品

消化线也有复方枸橼酸铋钾甲硝唑胶囊和消积通便胶囊等3个独家产品；

肝病领域也有肝复颗粒、复方丹桅颗粒等3个中药独家产品。

三、财务分析

3.1 公司盈利能力分析

从公司的盈利能力来看，公司的毛利率水平处于较高水平，净利率水平也相对较高，净利率水平2014上半年有较大幅度提升，主要是由于毛利率水平的提高。从费用率看，公司的销售费用率水平较高，2014上半年年销售费用率为50.34%，处于同类公司高位，这与公司的销售导向相关。

表6 毛利率水平比较

	毛利率	2014H1	2013	2012	2011
600594	益佰制药	81.48	82.16	81.48	82.82
600566	洪城股份	83.78	84.90	22.67	30.56
600535	天士力	37.54	36.54	30.66	29.96
600557	康缘药业	73.73	74.67	75.20	72.33
002603	以岭药业	64.94	66.65	68.21	68.38
600613	神奇制药	80.74	74.17	83.61	81.35

数据来源：wind 上海证券研究所

表7 净利率水平比较

	净利率	2014H1	2013	2012	2011
600594	益佰制药	13.34	15.48	15.04	14.07
600566	洪城股份	17.39	16.45	(21.65)	3.30
600535	天士力	13.40	10.51	8.52	9.74
600557	康缘药业	13.14	13.48	12.62	12.32

002603	以岭药业	13.08	9.81	11.27	23.25
600613	神奇制药	16.33	12.18	12.38	13.94

数据来源: wind 上海证券研究所

表 8 销售费用率比较

	销售费用率	2014H1	2013	2012	2011
600594	益佰制药	56.29	54.87	55.43	57.04
600566	洪城股份	55.25	56.52	11.49	8.66
600535	天士力	14.12	13.98	12.75	11.97
600557	康缘药业	40.80	42.21	42.17	40.49
002603	以岭药业	39.17	45.52	44.72	32.66
600613	神奇制药	50.34	49.24	55.21	54.99

数据来源: wind 上海证券研究所

表 9 管理费用率比较

	管理费用率	2014Q1	2013	2012	2011
600594	益佰制药	7.29	6.15	6.80	6.66
600566	洪城股份	8.13	8.93	21.74	13.34
600535	天士力	5.44	7.33	5.21	5.93
600557	康缘药业	13.29	14.54	15.52	15.48
002603	以岭药业	9.89	10.51	13.16	9.38
600613	神奇制药	8.99	9.29	13.70	9.24

数据来源: wind 上海证券研究所

表 10 财务费用率比较

	财务费用率	2014Q1	2013	2012	2011
600594	益佰制药	1.48	1.31	0.92	1.14
600566	洪城股份	0.05	0.52	7.73	5.03
600535	天士力	2.14	1.33	1.00	0.99
600557	康缘药业	2.71	2.51	2.93	2.44
002603	以岭药业	-0.48	(1.37)	(2.64)	(0.32)
600613	神奇制药	0.04	1.36	0.51	0.53

数据来源: wind 上海证券研究所

3.2 公司增长能力分析

从报表来看,公司今年的收入和净利润增长幅度较大,主要是由于公司进行重组,新并表公司带来的增长、按照追溯后业绩来看,公司近几年收入增长率平均维持在 20%左右的水平,净利润同比增长 25%-30%左右。

表 11 收入同比增长

	收入同比增长	2014Q1	2013	2012
600594	益佰制药	20.88	23.63	18.35

600566	洪城股份	17.32	27.47	(33.46)
600535	天士力	13.07	18.80	41.56
600557	康缘药业	17.93	17.18	23.77
002603	以岭药业	32.95	51.04	(15.59)
600613	神奇制药	117.45	88.40	32.10

数据来源: wind 上海证券研究所

表 12 扣非后净利润增长

	净利润同比增长 (扣非)	2014Q1	2013	2012	2011
600594	益佰制药	27.82	30.60	23.92	33.68
600566	洪城股份	31.03	35.87	(839.00)	(32.46)
600535	天士力	41.36	37.52	40.87	21.08
600557	康缘药业	25.81	23.70	36.17	(4.82)
002603	以岭药业	31.28	41.32	(61.12)	34.72
600613	神奇制药	208.17	604.43	17.25	

数据来源: wind 上海证券研究所

表 13 经营活动现金净流量增长

	经营活动现金净流量增长	2014Q1	2013	2012	2011
600594	益佰制药	(26.54)	100.42	3.67	140.21
600566	洪城股份	17.57	33.28	6468.06	(99.20)
600535	天士力	124.96	(23.39)	205.85	(65.79)
600557	康缘药业	12.81	82.98	135.19	(45.80)
300026	红日药业	(36.59)	(5.66)	327.10	(22.94)
600613	神奇制药	(134.24)	49.00	97.30	

数据来源: wind 上海证券研究所

四、盈利预测及估值定价分析

盈利预测主要假设:

表 14 收入预测

公司名称	分类	2016E	2015E	2014E	2014H
止咳类	神奇 枇杷止咳颗粒 (9 袋)	11314	10775	9796	2122
		5%	10%	-10%	-17.24%
	神奇 枇杷止咳颗粒 (12 袋)	4759	4326	3933	974
		10%	10%	-25%	-45.10%
	神奇 强力枇杷露 (120ml)	8843	8039	7308	2353
		10%	10%	10%	9.22%
	神奇 枇杷止咳胶囊(24 粒)	4999	4761	4328	1469
		5%	10%	-10%	-14.35%
	止咳类合计	29914	27901	25365	6919
		7%	10%	-8%	
小儿类	神奇 小儿咽扁颗粒 (8g)	2817	2449	2041	749

			15%	20%	40%	40.07%
	神奇	小儿氨酚烷胺颗粒 (6g)	3630	3300	3000	874
			10%	10%	10%	15.13%
	神奇	复方桔梗枇杷糖浆	1762	1602	1456	0
			10%	10%	-20%	
		小儿类合计	8208	7351	6497	1623
			12%	13%	8%	
抗肿瘤用药	柏强	斑蝥酸钠维生素 b6 注射液	68688	49063	32709	18421
			40%	50%	120%	
	金桥	斑蝥酸钠	17519	13476	10367	4104
			30%	30%	35%	50.00%
		合计	86208	62540	43075	22525
			38%	45%	91%	
皮肤	金桥	珊瑚癣净	15617	14197	12907	6698
			10%	10%	20%	19.68%
心脑血管用药	柏强	银丹心泰滴丸	10245	7881	6062	2988
			30%	30%	60%	
	柏强	银盖心脉滴丸 120 丸	0	0	0	
风湿、类风湿关节炎	柏强	金乌骨通胶囊	15876	14433	13121	6273
			10%	10%	60%	
抗抑郁药物	柏强	精乌胶囊	4921	4100	3154	0
			20%	30%	-20%	
头疼类非处方药药品	柏强	全天麻胶囊	5954	5413	4921	2330
			10%	10%	30%	
其他			13182	10985	9154	5330
			20%	20%	45%	48.84%
		柏强主要产品	105684	80890	59966	30011
			31%	35%	73%	
		神奇主要产品合计	38123	35252	31862	8542
			8%	11%	-5%	
		金桥主要产品合计	33137	27674	23273	10802
		营业收入合计	190125	154801	124256	54685
			22.8%	24.6%	33.7%	

数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 15 毛利率预测

毛利率	所属子公司	分类	2016E	2015E	2014E	2014H
止咳类	神奇	枇杷止咳颗粒 (9 袋)	76.00%	76.00%	76.50%	76.91%
	神奇	枇杷止咳颗粒 (12 袋)	76.50%	76.00%	76.00%	76.65%
	神奇	强力枇杷露 (120ml)	61.00%	61.00%	61.00%	61.32%
	神奇	枇杷止咳胶囊(24 粒)	70.00%	70.00%	70.00%	70.79%
		止咳类合计				

小儿类	神奇	小儿咽扁颗粒 (8g)	45.00%	45.00%	45.00%	45.02%
	神奇	小儿氨酚烷胺颗粒 (6g)	75.00%	75.00%	75.00%	77.20%
	神奇	复方桔梗枇杷糖浆	70.00%	70.00%	70.00%	0.00%
		小儿类合计				
抗肿瘤用药	柏强	斑蝥酸钠维生素 b6 注射液	90.00%	90.00%	90.00%	92.53%
	金桥	斑蝥酸钠	82.00%	82.00%	82.00%	82.32%
皮肤	金桥	珊瑚癣净	77.00%	77.00%	77.00%	77.63%
心脑血管用药	柏强	银丹心泰滴丸	87.00%	87.00%	87.00%	87.66%
		银盏心脉滴丸 120 丸				
风湿、类风湿关节炎	柏强	金乌骨通胶囊	79.00%	79.00%	79.00%	79.53%
抗抑郁药物	柏强	精乌胶囊	81.00%	82.00%	82.00%	0.00%
头疼类非处方药 药品	柏强	全天麻胶囊	65.00%	65.00%	65.00%	64.84%
		其他	65.00%	65.00%	65.00%	68.27%
		综合毛利率	80.18%	79.35%	78.39%	80.93%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

预测 2014 年-2016 年公司的 EPS 为：0.425、0.552、0.706 元，净利润同比增长分别为：69.39%、30.12%、27.87%。

五、投资建议

神奇制药拥有丰富的产品线，尤其是抗肿瘤用药斑蝥系列产品有较强优势，产品增长迅速，依然处在高速增长期，而且产品价格逐年提升，毛利率也维持在较高水平。我们认为未来该产品系列依然能够保持强劲增长。主要在于以下几个方面：1、肿瘤发病率提高；2、医保覆盖增加；3、口服品种斑蝥酸钠片带来新增量；4、营销整合。预计斑蝥酸钠系列产品今年销售收入近 4 亿元，该产品系列未来发展前景光明，在未来几年内将此系列产品做成销售收入为 10 亿元以上产品系列。

公司其他产品线，增长稳定，而且拥有大量储备品种，2014 年将氨基酸(8)维生素(11)胶囊、夜宁糖浆、杜仲双降袋泡茶（药品文号）等可向大健康领域拓展的产品推向市场。

预测公司 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 1.89 亿元、2.45 亿元、3.14 亿元,按总股本 7.8145 亿股,对应 EPS 分别为 0.425 元、0.552 元、0.706 元。

表 16 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	929.18	1242.56	1548.01	1901.25
年增长率	503.37%	33.73%	24.58%	22.82%
归属于母公司的净利润	111.54	188.93	245.85	314.37
年增长率	714.06%	69.39%	30.12%	27.87%
每股收益(元)	0.251	0.425	0.552	0.706
PER (X)	74.06	43.72	33.60	26.28

注:按最新股本 44506 万股计算

表 17 财务和估值数据

单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	148.25	154.00	929.18	1242.56	1548.01	1901.25
增长率(%)	40.07%	3.88%	503.37%	33.73%	24.58%	22.82%
归属母公司股东净利润	17.55	13.70	111.54	188.93	245.85	314.37
增长率(%)	209.38%	-21.95%	714.06%	69.39%	30.12%	27.87%
每股收益(EPS)	0.039	0.031	0.251	0.425	0.552	0.706
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.127	0.166	0.212
每股经营现金流	-0.007	-0.025	0.168	1.174	-0.442	1.397
销售毛利率	78.92%	79.16%	74.17%	78.39%	79.35%	80.18%
销售净利率	12.93%	9.81%	12.18%	15.42%	16.11%	16.77%
净资产收益率(ROE)	9.17%	6.68%	6.25%	9.85%	11.76%	13.61%
投入资本回报率(ROIC)	10.67%	7.00%	51.01%	11.94%	18.57%	17.29%
市盈率(P/E)	470.56	602.86	74.06	43.72	33.60	26.28
市净率(P/B)	43.17	40.28	4.63	4.31	3.95	3.58
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.007	0.009	0.011

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	148.25	154.00	929.18	1242.56	1548.01	1901.25
减:营业成本	31.25	32.09	240.02	268.47	319.70	376.80
营业税金及附加	2.53	2.59	14.42	19.29	24.03	29.51
营业费用	84.81	86.50	457.53	621.28	774.00	950.63
管理费用	11.48	14.94	86.30	111.83	139.32	171.11
财务费用	-0.06	-0.06	12.64	-10.58	-11.29	-13.28
资产减值损失	-1.81	0.96	-5.19	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	1.03	0.00	1.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	21.09	16.98	125.07	232.27	302.24	386.48

加：其他非经营损益	1.46	1.57	12.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	22.55	18.55	137.21	232.27	302.24	386.48
减：所得税	3.39	3.45	24.08	40.65	52.89	67.63
净利润	19.16	15.10	113.13	191.62	249.35	318.85
减：少数股东损益	1.61	1.40	1.59	2.69	3.50	4.48
归属母公司股东净利润	17.55	13.70	111.54	188.93	245.85	314.37
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	14.95	5.65	291.31	667.89	359.15	850.27
应收和预付款项	113.26	127.62	702.47	432.15	980.73	753.86
存货	9.70	14.46	84.58	50.93	110.44	79.75
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10.40	10.40	22.32	22.32	22.32	22.32
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	84.23	86.06	334.79	374.80	354.80	329.80
无形资产和开发支出	0.02	0.01	520.86	504.14	487.42	470.69
其他非流动资产	1.15	0.96	0.93	0.53	0.12	0.12
资产总计	233.70	245.16	1957.26	2052.75	2314.98	2506.82
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	22.20	18.55	143.00	103.55	190.18	157.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	2.25	2.25	2.25	2.25
负债合计	22.20	18.55	145.25	105.80	192.43	159.74
股本	147.90	147.90	445.06	445.06	445.06	445.06
资本公积	23.97	23.98	1058.44	1058.44	1058.44	1058.44
留存收益	19.47	33.17	282.15	414.40	586.50	806.56
归属母公司股东权益	191.35	205.06	1785.65	1917.90	2090.00	2310.06
少数股东权益	20.14	21.55	26.36	29.05	32.55	37.03
股东权益合计	211.50	226.61	1812.01	1946.96	2122.55	2347.09
负债和股东权益合计	233.70	245.16	1957.26	2052.75	2314.98	2506.82
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	-3.32	-11.13	74.87	522.47	-196.54	621.83
投资性现金净流量	-1.05	-1.03	7.61	-100.00	-50.00	-50.00
筹资性现金净流量	0.00	0.00	214.11	-45.89	-62.20	-80.71
现金流量净额	-4.37	-12.17	296.59	376.58	-308.74	491.12

数据来源：wind, 上海证券

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。