

香雪制药 (300147)

强烈推荐

行业：中药

战略性布局饮片“三全”，未来高成长可期

公司自上市以来，积极外延扩张和整合，已形成了较完善的中药大健康产业链布局。尤其是公司致力于在中药饮片领域打造的“三全”，即全产业链、全品类、全渠道，未来有望使公司成为这一前景广阔的行业中的领导者。未来有望在中药饮片、中成药、保健品直销等领域多点开花，业绩高成长可期。

投资要点：

◇ 公司上市以来利用上市平台的优势，先后收购了沪谯药业、化州中药厂等优质标的，已初步形成“中药材种植—中药饮片生产—中成药制造—医药流通”的“中药大健康产业链”业务布局。目前主要有中药饮片、抗病毒口服液、橘红系列、板蓝根颗粒四大产品系列。

◇ 在中药饮片行业快速发展、空间广阔，行业集中度未来将提升的大背景下，公司着力于打造中药饮片“三全”，即全产业链、全品类、全渠道。目前公司的“三全”布局已经初步成型，有望成为未来行业领导者。

◇ 抗病毒口服液省外拓展空间大，随着渠道终端的恢复和基层渠道的挖掘，未来增速有望回升。橘红系列作为治疗寒咳的稀缺特效品种，收购完成后，利用公司的渠道优势迅速放量，预计未来两年仍能保持30%以上的高速增长，有望成为另一个超5亿的大品种。

◇ 保健品直销具爆发潜质，前瞻布局前沿研发。保健品自13年底取得直销牌照后，经过14年的调整，未来在低基数下有望高增长。公司研发投入持续增长，目前公司在细胞治疗、RNA干扰技术等前沿领域处于国内外先进水平。

◇ 我们预计2014-2016年归属于母公司净利润分别为2.10亿元、2.99亿元、4.09亿元，当前股价对应15、16年EPS的PE分别为35.1和25.8倍。鉴于公司在中药饮片、中成药、保健品直销等领域多点开花，业绩有望获得高成长，并且公司中药饮片“三全”布局基本成型，未来有望成为饮片行业的龙头；给予目标价26.39元，对应15年45倍PE。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

◇ **风险提示：**收购标的整合失败的风险，产品推广失败的风险

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1261	1613	2025	2571
收入同比(%)	57%	28%	26%	27%
归属母公司净利润	158	210	299	407
净利润同比(%)	48%	32%	43%	36%
毛利率(%)	41.1%	39.6%	41.4%	42.4%
ROE(%)	9.9%	12.0%	14.6%	16.6%
每股收益(元)	0.31	0.41	0.59	0.80
P/E	66.25	50.01	35.07	25.75
P/B	6.53	5.98	5.11	4.26
EV/EBITDA	40	34	23	17

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：池陈森

S0960114060018

0755-82026729

chichensen@china-invs.cn

6-12个月目标价：26.39

当前股价：20.57

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	510
流通股本(百万股)	508
总市值(亿元)	106
流通市值(亿元)	106
成交量(百万股)	14.41
成交额(百万元)	304.13

股价表现



相关报告

目 录

一、 公司简介：从单一品种到中药大健康产业链	4
二 打造中药饮片“三全”，有望成为未来行业整合的龙头	6
1. 中药饮片行业前景广阔、行业集中度有望提升	6
2. 中药饮片“三全”布局初步成型，有望成为未来行业领导者	6
三 感冒类中成药增长稳健，橘红系列有望成为另一个抗病毒口服液	8
1. 抗病毒口服液省外扩张空间大，未来增速有望回升	8
2. 橘红系列有望成为下一个抗病毒口服液	10
3. 板蓝根系列原料成本回落，毛利逐渐恢复	11
四 保健品直销具备爆发潜质，前瞻布局前沿研发	12
1. 保健品直销具备爆发潜质	12
2. 重视研发体系建设，前瞻布局前沿研发	13
五 盈利预测	14
六 风险提示	15

图目录

图 1 公司股权结构图.....	4
图 2 公司中药大健康产业链布局.....	5
图 3 中药饮片行业规模近年快速增长.....	6
图 4 公司中药饮片全产业链布局.....	7
图 5 零售终端感冒类中成药、化药竞争格局.....	8
图 6 2013 年零售终端感冒类中成药市场竞争格局.....	9
图 7 2013 年抗病毒口服液零售终端竞争格局.....	9
图 8 公司抗病毒口服液收入增长情况.....	9
图 9 公司橘红系列销售收入、毛利增长情况.....	11
图 10 板蓝根原料价格走势.....	12
图 11 公司板蓝根毛利率变化.....	12
图 12 安利中国区直销业务增长情况.....	13
图 13 公司历年研发投入持续加大.....	13

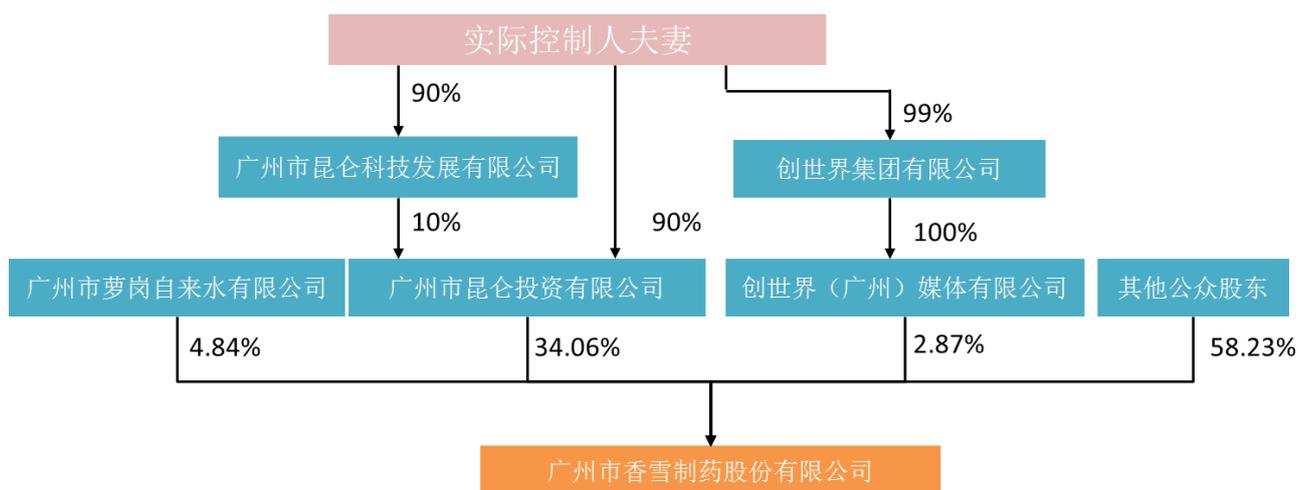
表目录

表 1 公司上市以来的重要投资.....	5
表 2 公司橘红系列产品情况.....	10
表 3 2012 年我国止咳化痰类中成药前十大品牌市场份额.....	10
表 4 公司 5 种直销产品情况.....	12
表 5 公司分业务收入及毛利预测.....	15

一、公司简介：从单一品种到中药大健康产业链

公司于 1997 年在原广州市萝岗制药厂基础上设立,2010 年在创业板上市。自上市以来,通过内生增长和外延扩张两方面并举,公司从原来的以抗病毒口服液单一品种为主导的感冒类中成药生产企业,借助上市平台,通过积极外延扩张和整合,逐步发展形成了较为完善的中药大健康产业链的战略布局。实际控制人夫妻通过昆仑投资和创世界媒体共持有 36.93%的公司股权。

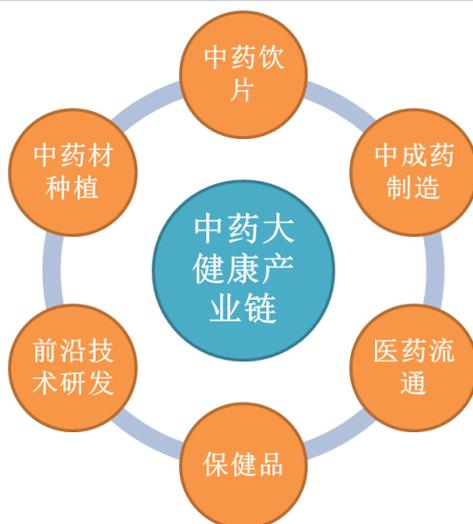
图 1 公司股权结构图



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司上市以来利用上市平台的优势,先后收购了亳州市沪谯药业有限公司、广东化州中药厂制药有限公司、广东九极生物科技有限公司等优质标的,进一步丰富产品线,延伸产业链。目前公司已经初步构建以中药饮片、抗病毒口服液、板蓝根颗粒、橘红系列四大产品系列为主导,保健用品、医疗器械及软饮料等有效补充的产品体系,在此基础上,公司积极布局上游中药材生态种植基地、投资下游医药流通企业,目前已初步形成“中药材种植—中药饮片生产—中成药制造—医药流通”的“中药大健康产业链”业务布局。

图 2 公司中药大健康产业链布局



资料来源：中国中投证券研究总部

表 1 公司上市以来的重要投资

产业布局	标的公司	时间	投资方式
中药饮片	亳州市沪淮药业有限公司	2013 年 6 月	70%股权
	湖南春光九汇现代中药有限公司	2012 年 12 月	7.98%股权
保健品	广东九极生物科技有限公司	2011 年 4 月	100%股权
	广东九极日用保健品有限公司	2011 年 12 月	增资
橘红系列产品	广东化州中药厂制药有限公司	2012 年 8 月	100%股权
	广东清平制药有限公司	2011 年 4 月	100%股权
医药流通	山西新亿群药业有限公司	2011 年 4 月	购买部分资产
医疗器械	广州白云医用胶有限公司	2012 年 12 月	52%股权
天然产物及其延伸物	广州白云医用胶有限公司	2012 年 5 月	45%股权
质对照品	中山优诺生物科技发展有限公司	2011 年 11 月	90%股权
生物医药	广州纳泰生物医药科技有限公司	2011 年 11 月	增资
中药饮片及医疗产业	长城神农资产管理计划	2013 年 3 月	25%股权
并购整合	宁夏隆德县六盘山中药资源开发有限公司	2014 年 1 月	投资劣后级，占比 16.67%
中药材种植	宁夏隆德县六盘山中药资源开发有限公司	2013 年 3 月	投资设立，持股 70%
	云南香格里拉健康产业发展有限公司	2012 年 10 月	投资设立，持股 50%
	四川香雪制药有限公司	2012 年 8 月	投资设立，持股 100%
	山西安泽连翘中药材开发有限公司	2012 年 8 月	投资设立，持股 100%
	抚松长白山人参市场投资发展有限公司	2014 年 7 月	25%股权

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

公司上市以来积极融资来支持其战略布局。公司于 2012 年 11 月发行了公司债融资 5.4 亿元，票面利率为 7.80%。此外，公司计划通过配股解决公司中短期资金瓶颈，本次配股预计募集资金总额不超过 16 亿元，扣除发行费用后，将全部用于偿还银行贷款和补充流动资金，其中不超过 6 亿元用于偿还银行贷款。通过配股融资可以降低公司

财务费用并有利于公司加快在中药饮片等领域的并购和整合，从而弥补配股造成的摊薄。

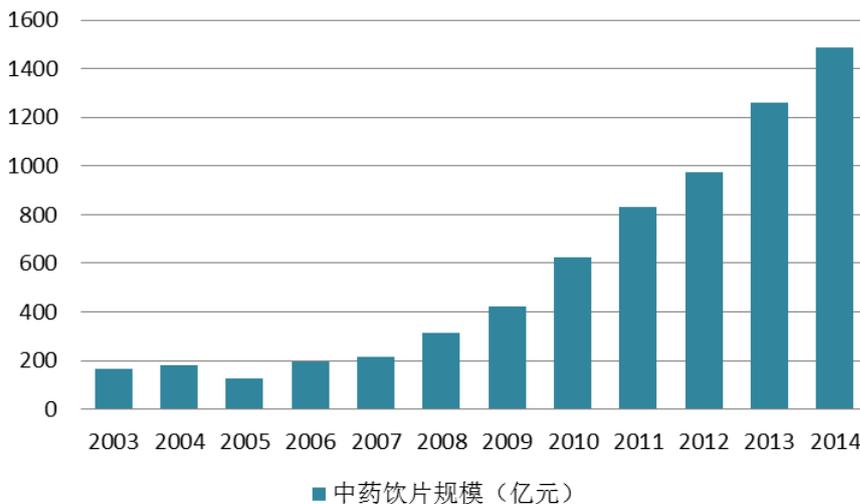
公司 15 年 1 月初成立了集合资产管理计划用于购买和持有公司股票，董事长认购 38.85% 份额，董事、监事和高级管理人员认购的份额比例不超过 45%，参与计划员工总人数不超过 650 人。该计划所购买标的股票的锁定期为 12 个月，计划存续期 24 个月。该计划的推出，体现了公司管理层和员工对于公司的发展信心，也将参与计划的管理层和员工的利益同公司股价直接挂钩，起到了良好的激励作用。

二、打造中药饮片“三全”，有望成为未来行业整合的龙头

1. 中药饮片行业前景广阔、行业集中度有望提升

近年来，随着中药饮片被列入医保和基药目录，以及行业整体的不断规范，中药饮片行业迎来了快速发展期。到 2014 年，中药饮片市场规模已经超过 1400 亿元，利润总额近 100 亿元。2009 年至 2013 年的五年里行业平均增速超过 30%，高于医药工业整体增速。中药饮片行业未来受药品降价影响小，预计未来仍能保持高于医药工业的增长速度。

图 3 中药饮片行业规模近年快速增长



资料来源：WIND，中国中投证券研究总部

未来中药饮片行业集中度有提升的趋势。中药饮片行业真正规范化、产业化的时间不长，目前行业中中小企业众多，行业内尚无市场份额超过 10% 的领导企业。根据 CFDA 统计，截至 2013 年 12 月，我国有 1580 家企业获得中药饮片 GMP 资格认证，规模以上生产企业 777 家，大多数规模较小。随着未来行业不断规范，标准不断提高，行业的集中度有望得到提升。近期的中药材价格下跌，也导致一些小企业经营困难，客观上为行业整合提供了较好的机会。公司作为积极整合者，又有上市平台之优势，有望在未来成为行业整合的龙头。

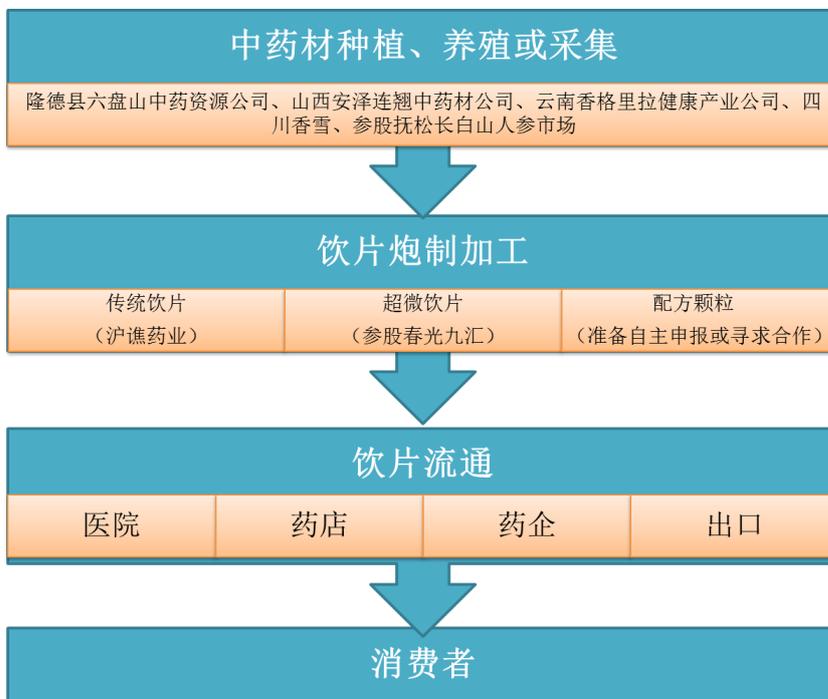
2. 中药饮片“三全”布局初步成型，有望成为未来行业领导者

请务必阅读正文之后的免责条款部分

在中药饮片行业快速发展、行业集中度提升的大背景下，公司着力于打造中药饮片“三全”，即全产业链、全品类、全渠道。目前公司的“三全”布局已经初步成型，未来有望成为这一前景广阔的行业中的领导者。

- ◇ **中药饮片全产业链。**中药饮片基本可以概括为上游：从中药材种植、养殖或采集业中取得中药材；中游：对中药材进行炮制加工，形成中药饮片，用于进一步加工和终端消费；下游：通过医院、药店、药企、出口等渠道，中药饮片最终以饮片处方、中成药、保健品、食品等形式被消费者消费。公司在中药饮片全产业链均有所布局。上游的原料种植：主要从事大宗中药材的种植，公司在宁夏隆德等地建立了中药种植基地、在山西设立了全资连翘开发子公司，并参股万良长白山人参市场。中游的饮片加工：收购亳州沪谯药业、参股春光九汇，在四川南充建立中药材加工基地。下游的饮片渠道方面：公司在山西、重庆等地建立了销售公司。此外，公司仍在外延方面积极尝试中药饮片产业链的布局。

图 4 公司中药饮片全产业链布局



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

- ◇ **中药饮片全品类。**中药饮片的品类总共有 1000 多种，其中常用的饮片有 400 多种。目前沪谯药业生产的中药饮片品种有 900 种，品系 2000 多个；涉及中包装和小包装。中药饮片的主要类别有传统饮片、超微饮片和配方颗粒等；传统饮片方面，公司 2013 年 5 月收购了亳州沪谯药业；超微饮片方面，公司持有春光九汇部分股权（7.98%）；配方颗粒方面，由于国家政策的限制，目前公司无法直接进入配方颗粒领域，一方面公司在积极进行配方颗粒的研发以待政策放开后自主申请资质，另一方面公司在积极寻求有资质企业的合作机会。
- ◇ **中药饮片全渠道。**中药饮片的销售渠道主要有医院、药店、工业原料和出口。公司

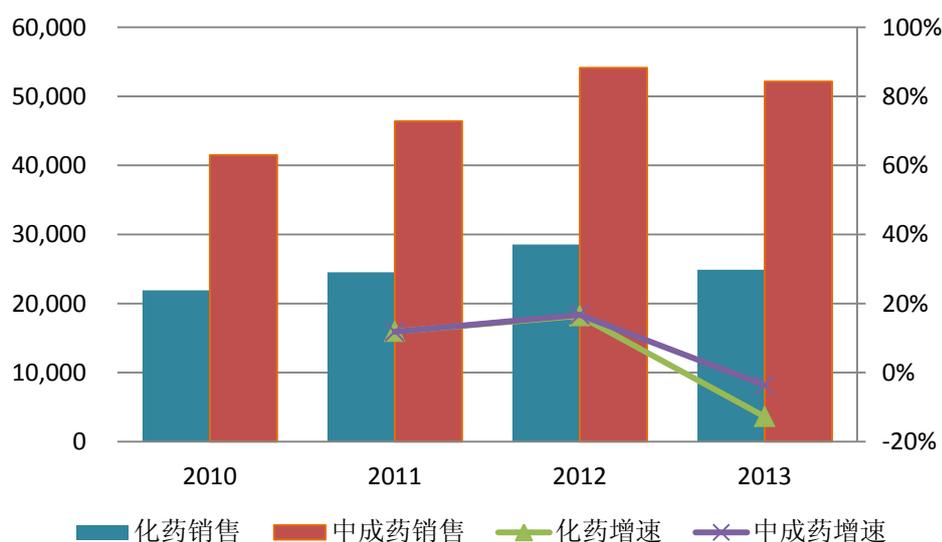
在山西、重庆等地建立了专门的销售公司，在产能分配上沪滇药业主要专供医院，母公司的饮片主要销往药店、工业原料和出口，基本形成了医院、药店、工业原料和出口的全渠道。目前公司的销售渠道以医院为主，其次是药店、药厂以及贸易出口。

三、感冒类中成药增长稳健，橘红系列有望成为另一个抗病毒口服液

1. 抗病毒口服液省外扩张空间大，未来增速有望回升

感冒是一种常见多发的疾病，我国每年有 10 多亿人至少患一次感冒，用药频率较高，并且常用药品多为非处方药。因此，感冒用药占据了药品市场尤其是 OTC 市场的一块大蛋糕，保守估计感冒用药市场超过 200 亿元。在零售终端感冒类用药销售中，中成药增速快于化药，市场份额不断上升，2013 年零售终端中成药、化药的比例大约为 2:1。

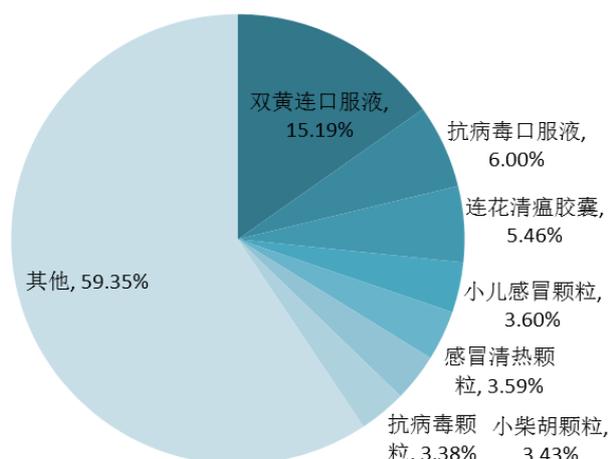
图 5 零售终端感冒类中成药、化药竞争格局



资料来源：米内网，中国中投证券研究总部

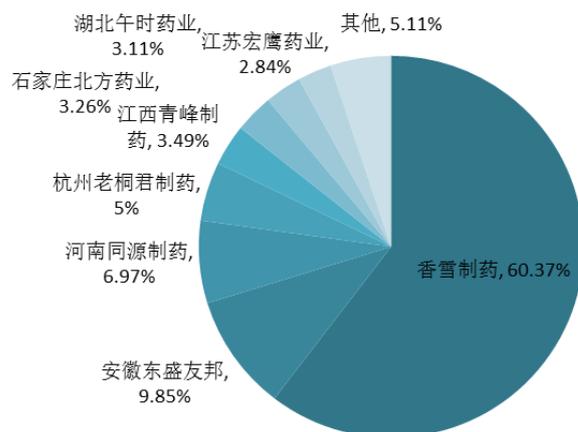
公司的感冒类中成药主要是抗病毒口服液和板蓝根系列。抗病毒口服液主治风热感冒、流感，是零售终端仅次于双黄连口服液的感冒类中成药第二大品种，占据约 6% 的市场份额。抗病毒口服液的生产厂家众多，主要竞争对手有辅仁药业、东盛友邦等。但是公司的抗病毒口服液采用“中药指纹图谱技术”进行质量控制，并且是唯一的优质优价产品。公司的抗病毒口服液凭借其品质、渠道、优质优价等优势，2013 年占据了零售终端抗病毒口服液约 60% 的市场份额。

图 6 2013 年零售终端感冒类中成药市场竞争格局



资料来源：米内网、中国中投证券研究总部

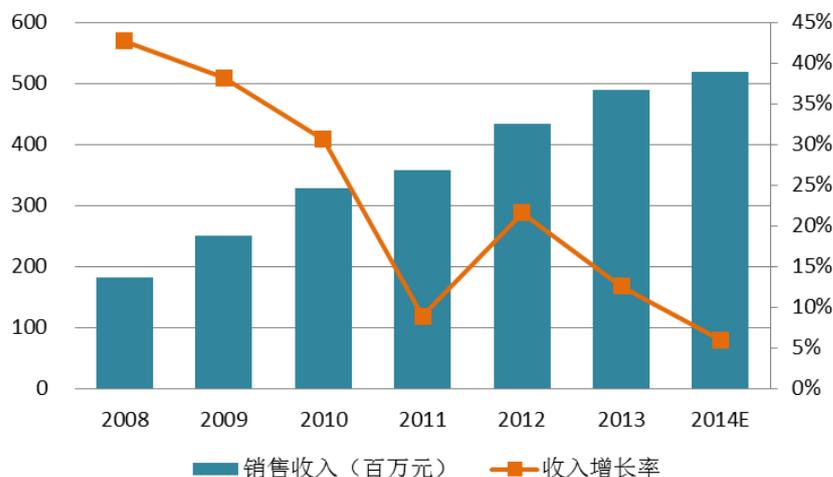
图 7 2013 年抗病毒口服液零售终端竞争格局



资料来源：米内网、中国中投证券研究总部

抗病毒口服液是公司第一大品种，2013 年销售收入和毛利分别达 4.9 亿元和 2.75 亿元，占公司主营业务收入的 38.9%和总毛利的 52.9%。2008 年至 2013 年公司的抗病毒口服液的复合增长率达到 21.92%，高于同期感冒类中成药的平均增速。2014 年预计保持 10%以内的稳定增长。公司正在连锁药店渠道更换规格（18 支装替换 12 支装），并有小幅度提价，同时正发力挖掘基层市场，预计 2015-2016 年增速将得到提升。

图 8 公司抗病毒口服液收入增长情况



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

公司的抗病毒口服液未来还有较大市场空间。

- 省外拓展空间大。**广东省内是公司抗病毒口服液的主要市场，目前广东省内收入占比近 60%。抗病毒口服液已进入了广东、江苏、上海、浙江等十几个省份的基药增补，未来随着省外市场的开发，抗病毒口服液有望成长为过 10 亿的品种。
- 口服液剂型服用方便，并且竞争品种少，具有一定优势。**感冒中成药市场份额前两位的双黄连口服液和抗病毒口服液都是口服液剂型；排名前列的其他品种都为颗粒剂或胶囊。
- 适应症扩展将进一步增加市场容量。**公司正进

行抗病毒口服液扩展手足口病、红眼病等适应症的研究,未来若能获批,将进一步增加市场容量。

2. 橘红系列有望成为下一个抗病毒口服液

2011年4月公司通过收购广东化州中药厂获得了橘红系列产品,化州中药厂从事橘红系列产品生产与销售有近30年历史。化州橘红是化州市之地道药材,具有独特的健胃行气、化痰止咳的药用效果,曾作为明清两朝的宫廷贡品。化州中药厂地处化州,拥有地道药材之便,并拥有最全的橘红系列产品。公司的橘红系列产品全都是医保品种及处方、OTC双跨品种,大多数品种竞争格局良好,其中橘红痰咳液为独家品种并进入广东、北京、广西等地的基药增补。

表 2 公司橘红系列产品情况

药品名	医保目录	处方/OTC	生产批文	基药增补	国家中药保护品种
橘红痰咳液	甲类	双跨	独家	广东、北京、广西基药增补	是
橘红痰咳煎膏	甲类	双跨	2家	广东、北京基药增补	是
橘红梨膏	甲类	双跨	2家		是
橘红枇杷片	乙类	双跨	4家		
橘红痰咳颗粒	甲类	双跨	13家	广西、宁夏基药增补	

资料来源：SFDA、中国中投证券研究总部

咳嗽为呼吸系统疾病的常见症状,随着自然环境和气候的变化,咳嗽的发病率呈上升趋势。据国家卫生部门统计,我国每年有近3亿人感染呼吸系统疾病,其中咳嗽患者达5000多万人,城乡居民咳嗽患病率在15%以上,止咳化痰类药物有着广阔的市场空间。目前我国止咳化痰类药物市场以中成药为主,2007年-2012年中成药占比均在75%左右,且比重不断增加。根据南方所的统计,2012年市场整体销售规模为80.30亿元,预计2015年超过100亿元。我国止咳化痰类中成药除念慈菴蜜炼川贝枇杷膏占据20%以上的市场份额之外,其他品牌的市场份额并不高,品牌优势不明显,疗效确切、定价合理、竞争格局良好的品种有望获得更大的市场空间。

表 3 2012年我国止咳化痰类中成药前十大品牌市场份额

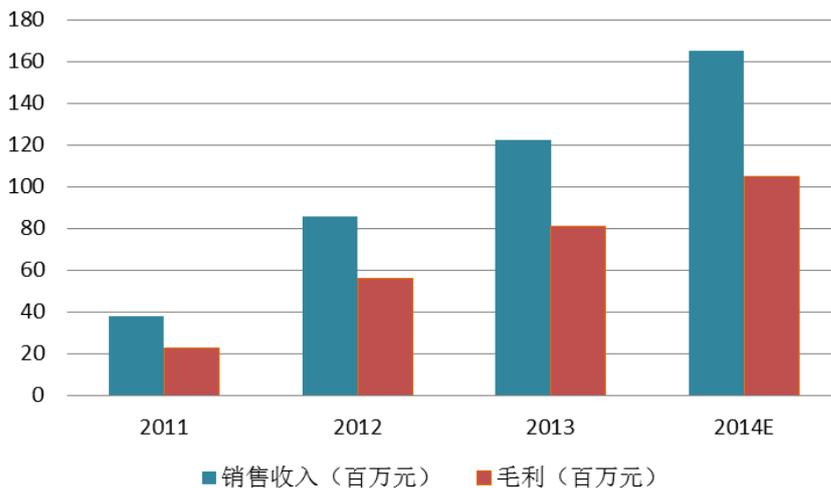
药品名	生产厂商	市场份额
念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	香港京都念慈菴总厂有限公司	21.2%
急支糖浆	重庆太极实业(集团)股份有限公司	5.3%
肺力咳合剂	贵州健兴药业有限公司	4.6%
百令胶囊	浙江杭州中美华东制药有限公司	3.8%
咳速停糖浆	贵州百灵企业集团制药股份有限公	3.5%
小儿肺热咳喘口服液	黑龙江五常葵花药业有限公司	3.4%
小儿消积止咳口服液	山东鲁南制药厂	3.3%
止咳宝片	广东台城制药股份有限公司	3.3%

复方鲜竹沥液	江西济民可信药业有限公司	2.1%
小儿清肺化痰颗粒	神威药业有限公司	1.8%

资料来源：米内网、中国中投证券研究总部

咳嗽有寒咳、热咳之分，止咳用药应对症使用才有好的疗效。目前市场上销量居前的川贝枇杷膏、急支糖浆等均是治疗热咳的药物；而橘红是治疗寒咳的特效中药，是市场上较稀缺的治疗寒咳的药品。国内治疗热咳的念慈菴蜜炼川贝枇杷膏销售已经超过 20 亿元，其他知名的热咳治疗药品销售也在 2 亿元以上，我们看好公司的橘红系列作为寒咳治疗特效药品未来成长为超 5 亿元的大品种。橘红系列产品进入公司后，利用公司的渠道优势迅速放量，近两年取得 50% 以上的复合增长。2013 年销售收入突破 1 亿元，达到 1.22 亿元；在 OTC 行业整体不景气的背景下，2014 年预计仍能保持 35% 左右的增长速度。**我们认为，橘红系列作为治疗寒咳的稀缺特效品种，未来两年仍能保持 30% 以上高速增长，有望成为另一个抗病毒口服液。**

图 9 公司橘红系列销售收入、毛利增长情况



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

3. 板蓝根系列原料成本回落，毛利逐渐恢复

板蓝根系列前几年受到原材料成本上涨的影响，毛利率曾一度下滑至 8% 左右，2012 年以来随着原材料价格回落，毛利逐渐恢复至 25% 以上。预计板蓝根未来保持稳定增长，稳定贡献业绩。

图 10 板蓝根原料价格走势



图 11 公司板蓝根毛利率变化



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

四、保健品直销具备爆发潜质，前瞻布局前沿研发

1. 保健品直销具备爆发潜质

公司于 2011 年以 3750 万元收购了九极生物，并增资 6500 万元，进军保健品领域。九极生物于 2013 年 10 月底获得商务部批准的直销经营许可，首批获批广东 28 个区为直销区域，5 种保健品为直销产品。

表 4 公司 5 种直销产品情况

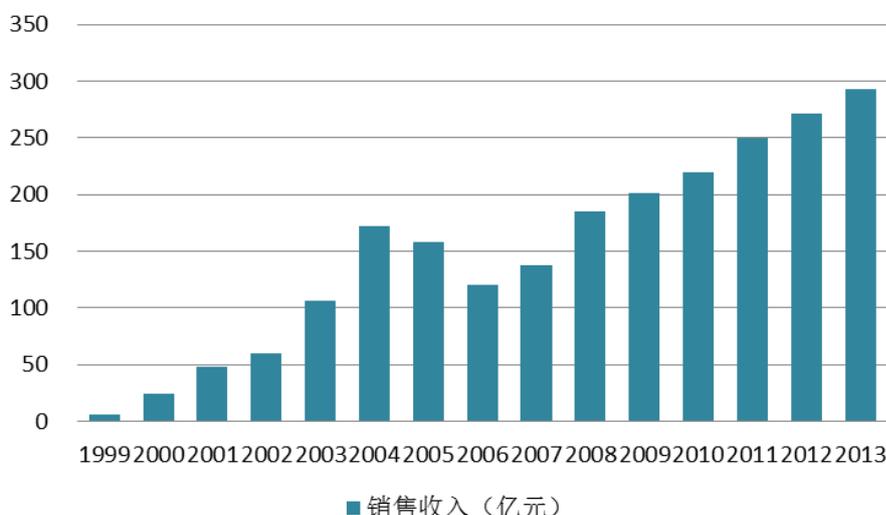
产品名称	保健功能	主要原料	主要功效成分	适宜人群
九极牌丽延口服液	延缓衰老	熟地、当归、黄芪、女贞子、枸杞子、桑椹子、大枣、大豆提取物、葡萄籽提取物	大豆异黄酮	中老年女性
九极牌欣泰口服液	辅助降血脂	银杏叶、薤白、香菇、沙棘、茯苓、山楂、荷叶	舒脉素	血脂偏高者
九极牌安泰口服液	免疫调节	酸枣仁、薏苡仁、决明子、百合、甘草	酸枣仁总皂甙	睡眠状况不佳者
九极牌益康口服液	免疫调节	香菇、金针菇、茯苓、银耳、枸杞子、桑椹子、菊花、决明子、甘草	免疫多糖	免疫力低下者
九极牌绮丽口服液	抗疲劳	大枣、龙眼肉、黄芪、枸杞子、桑椹子、核桃肉、酸枣仁、薏苡仁、莲子、水解珍珠粉、甘草	阿魏酸	中青年女性的易疲劳者

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司的保健品直销业务具有爆发潜力。行业内龙头安利年销售额近 300 亿元，完美、无限极等年销售额超过 100 亿。九极生物取得直销牌照之后，经过 2014 年的重新整合，2015 年开始有望实现腾飞。2013 年保健品业务收入才 2000 多万元，预计 2014 年可以达到 4-5 千万。除已有直销产品外，公司正在积极申报一些新品种，同时也计划

通过收购来扩充产品线。未来随着产品线不断完善，直销渠道逐渐成熟，直销业务有望迎来爆发。

图 12 安利中国区直销业务增长情况

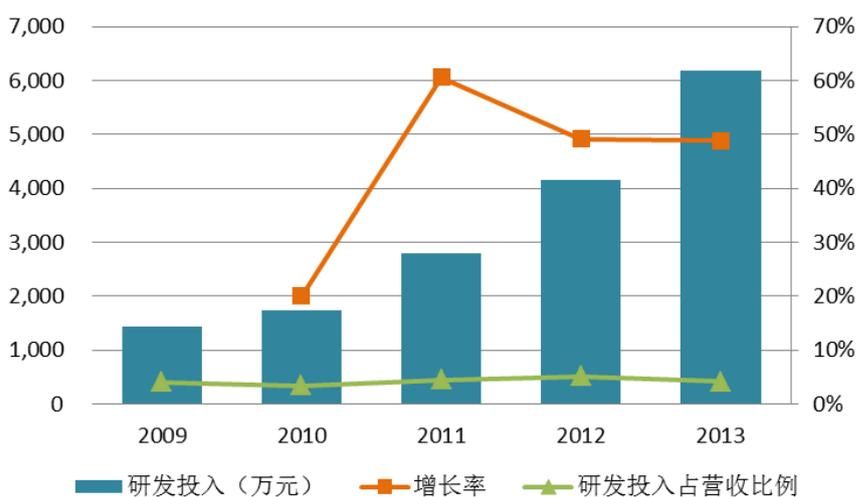


资料来源：《中国直销》，中国中投证券研究总部

2. 重视研发体系建设，前瞻布局前沿研发

公司将新产品研发作为打造企业核心竞争力、推动公司持续发展的重要战略。上市以来公司的研发投入持续加大，2013 年度研发投入达到 6,189.56 万元，占营业收入的 4.19%。目前，公司在细胞治疗、RNA 干扰技术等前沿领域处于国内外先进水平。

图 13 公司历年研发投入持续加大



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

公司在细胞治疗领域属于国际先进水平。公司的两个团队分别由美国肿瘤免疫治疗专家 Cassian Yee 教授和国家千人计划特聘专家李懿博士牵头。公司的 TCR 项目因前沿性、创新性入选广东省引进创新团队项目，获政府资助 2000 万元。公司的 TCR 治

疗技术是完全的个体化治疗：主要针对实体肿瘤（如肺癌、肝癌等）确诊的病人并且接受手术治疗、化疗无效的人群，抽取病人血液，应用公司的特异性抗原筛选库，筛选分离出最有效的 T 细胞，在体外扩增后，重新输入病人体内。2014 年 3 月公司与广州 458 医院，签订了技术合作合同。458 医院有全军肝病中心，目前正在临床实验，若项目成功，该医疗技术将可以直接用于临床。预计 2017 年该治疗技术可以在临床上投入使用，未来的应用空间十分广阔。

RNA 干扰技术是近十多年兴起的技术，其技术特点是针对疾病发生时，机体异常高表达的基因进行“敲低”，从而抑制疾病进展。其机理明确、研发速度快于常规化学药品。公司的注射用科特拉尼已提交临床申请，是国内首个应用 RNA 干扰（RNAi）技术的小干扰核酸新药，属于 1.1 类化学新药。通过科特拉尼的研发，公司将建立起 siRNA 药物研制平台，对开发有效 siRNA 药物提供良好研究基础。

2012 年公司获得 Kinex 公司的抗癌新药 KX02 的大中华区、新加坡地区合作研发授权。KX02 是一种亲脂性、能通过血脑屏障和作用机理清晰的抗肿瘤化合物，能作为靶向治疗脑胶质瘤的小分子药物。目前 KX02 已被美国 FDA 列为孤儿药，有机会免做临床三期。KX02 项目已于 2013 年年底拿到 FDAI 期的临床准入，目前正进行临床 I 期的病人招募，预计 2015 年上半年开始临床 I 期。若临床实验顺利进行，有望于 2018 年底获批新药。由于 CFDA 不能使用原料药进行临床实验，目前在国内的临床实验还未开展。

五、盈利预测

对公司的盈利预测基于以下关键假设：

1. 不考虑配股、可能的外延因素的影响

2. 抗病毒口服液经过 2014 年的调整后，渠道终端恢复、省外扩张带来收入增速回升，2014-2016 年收入增速分别为 6%、20%、15%，毛利率因小幅提价略有提升。

3. 中药饮片随着沪谯药业新增产能释放和整合，保持高速增长，2014-2016 年收入增速分别为 145%、40%、45%，毛利率略有提升。

4. 橘红系列突破亿元大关后，继续快速放量，2014-2016 年收入增速分别为 35%、40%、35%，毛利率较 2013 年有所下降。

5. 板蓝根保持稳健增长，2014-2016 年收入增速分别为 5%、10%、10%，毛利率因原材料降价较 2013 年有所上升。

6. 保健品自 2013 年底取得直销牌照后，经过 2014 年的调整，未来在低基数下保持高增长，2015-2016 年收入增速分别为 70%、80%，毛利率因规模效应而有所上升。

表 5 公司分业务收入及毛利预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
抗病毒口服液					
收入	434.71	489.54	518.91	622.7	716.1
增速	21.7%	12.6%	6.0%	20.0%	15.0%
成本	181.17	214.81	232.73	266.83	299.69
毛利	253.53	274.73	286.18	355.87	416.41
毛利率	58.32%	56.12%	55.15%	57.15%	58.15%
中药饮片					
收入	-	166.36	407.58	570.61	827.38
增速	-	-	145.0%	40.0%	45.0%
成本	-	115.48	282.90	390.35	557.74
毛利	-	50.89	124.68	180.26	269.64
毛利率	-	30.59%	30.59%	31.59%	32.59%
橘红系列					
收入	85.53	122.17	164.92	230.89	311.71
增速	123.2%	42.8%	35.0%	40.0%	35.0%
成本	29.25	40.83	59.74	83.63	112.90
毛利	56.28	81.33	105.19	147.26	198.81
毛利率	65.80%	66.57%	63.78%	63.78%	63.78%
板蓝根					
收入	87.41	100.74	105.77	116.35	127.98
增速	13.1%	15.2%	5.0%	10.0%	10.0%
成本	73.68	75.05	75.53	83.09	91.39
毛利	13.73	25.68	30.24	33.26	36.59
毛利率	15.70%	25.50%	28.59%	28.59%	28.59%
保健品					
收入	-	-	45.24	76.91	138.43
增速	-	-	-	70.0%	80.0%
成本	-	-	22.89	35.07	58.97
毛利	-	-	22.35	41.84	79.46
毛利率	-	-	49.40%	54.40%	57.40%
其他产品					
收入	181.56	379.62	185.77	213.64	245.69
增速	28.8%	109.1%	-51.1%	15.0%	15.0%
成本	126.56	293.04	127.08	146.14	168.06
毛利	55.00	86.58	58.70	67.50	77.63
毛利率	30.29%	22.81%	31.60%	31.60%	31.60%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

我们预计 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 2.10 亿元、2.99 亿元、4.09 亿元，EPS 分别为 0.41 元，0.59 元，0.80 元，当前股价对应 15、16 年 EPS 的 PE 分别为 35.1 和 25.8 倍。考虑到公司在中药饮片、中成药业务、直销业务等多点开花，业绩有望获得高成长，并且公司中药饮片“三全”布局基本成型，未来有望成为饮片行业的龙头；给予目标价 26.39 元，对应 15 年 45 倍 PE。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

六 风险提示

我们认为需要关注以下风险：

- (1) 收购标的整合失败的风险：公司的外延扩张速度较快，面临着收购标的整合不成功的风险。
- (2) 产品推广失败的风险：公司的保健品直销业务推广具有不确定性，抗病毒口服液、橘红系列在新渠道的推广具有不确定性

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1498	1341	1585	1914
现金	761	300	300	300
应收账款	320	404	507	643
其它应收款	26	33	41	52
预付账款	97	170	207	258
存货	225	350	426	531
其他	69	84	104	129
非流动资产	1977	2441	2794	3162
长期投资	18	68	68	68
固定资产	914	1367	1761	2128
无形资产	171	168	198	228
其他	875	838	768	739
资产总计	3475	3782	4379	5076
流动负债	1018	1213	1437	1640
短期借款	354	672	805	913
应付账款	154	203	247	308
其他	510	338	384	420
非流动负债	747	688	728	768
长期借款	180	110	150	190
其他	567	578	578	578
负债合计	1765	1901	2165	2408
少数股东权益	105	129	163	210
股本	392	510	510	510
资本公积	843	725	725	725
留存收益	372	519	817	1225
归属母公司股东权益	1605	1752	2051	2458
负债和股东权益	3475	3782	4379	5076

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	328	-86	280	371
净利润	171	234	333	454
折旧摊销	43	49	67	84
财务费用	52	32	58	70
投资损失	0	-1	0	0
营运资金变动	22	-415	-186	-248
其它	40	15	9	12
投资活动现金流	-578	-510	-416	-449
资本支出	319	344	372	402
长期投资	-17	149	0	0
其他	-277	-17	-45	-47
筹资活动现金流	-290	135	136	78
短期借款	-120	318	134	108
长期借款	40	-70	40	40
普通股增加	91	118	0	0
资本公积增加	-67	-118	0	0
其他	-235	-113	-38	-70
现金净增加额	-540	-461	0	0

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1261	1613	2025	2571
营业成本	743	975	1188	1480
营业税金及附加	11	11	14	18
营业费用	159	191	230	292
管理费用	115	160	180	221
财务费用	52	32	58	70
资产减值损失	5	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	1	0	0
营业利润	177	244	355	490
营业外收入	21	26	29	31
营业外支出	4	4	4	5
利润总额	195	266	379	516
所得税	24	32	46	63
净利润	171	234	333	454
少数股东损益	13	24	34	47
归属母公司净利润	158	210	299	407
EBITDA	272	325	479	643
EPS (元)	0.40	0.41	0.59	0.80

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	57.4%	27.9%	25.5%	27.0%
营业利润	41.1%	37.5%	45.5%	38.0%
归属于母公司净利润	47.7%	32.5%	42.6%	36.2%
获利能力				
毛利率	41.1%	39.6%	41.4%	42.4%
净利率	12.5%	13.0%	14.8%	15.8%
ROE	9.9%	12.0%	14.6%	16.6%
ROIC	9.8%	8.7%	10.9%	12.5%
偿债能力				
资产负债率	50.8%	50.3%	49.4%	47.4%
净负债比率	33.66	41.64	45.51	47.03
流动比率	1.47	1.11	1.10	1.17
速动比率	1.25	0.81	0.80	0.84
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.44	0.50	0.54
应收账款周转率	5	4	4	4
应付账款周转率	6.41	5.46	5.28	5.33
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.41	0.59	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	-0.17	0.55	0.73
每股净资产(最新摊薄)	3.15	3.44	4.02	4.82
估值比率				
P/E	66.25	50.01	35.07	25.75
P/B	6.53	5.98	5.11	4.26
EV/EBITDA	40	34	23	17

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

池陈森,中国中投证券研究总部医药行业研究员,上海交通大学生物技术、会计学双学士,经济学硕士,2 年医药相关行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.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