

精华制药（002349）——“医药全覆盖，定增促转型”

谨慎推荐

报告要点

2015年4月20日

- **经营结构调整致收入下降** 2014年,公司实现营业收入5.8亿,较上年减少21.1%;实现归属于母公司股东净利润3946.8万,较上年同期增加10.9%;实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润2586.46万元,较上年同期减少23.19%。**业绩低于预期** 主要原因:中药材和中药饮片因经营结构调整及GMP认证滞后,导致2014年相对2013年大幅下滑57.6%;化工医药中间体同比下降17.7%;中药制剂处于营销结构调整期,小幅下滑6.2%。
- **增资万年长药业** 为开拓公司化学原料药业务新的增长点,公司以自有资金5500万元增资万年长药业,其中846万元计入万年长药业注册资本,其余4654万元计入其资本公积。本次增资完成后,公司持有万年长药业22%的股权。
- **涉足生物制药产业** 公司出资近一亿元布局生物制药产业,控股江苏金丝利药业有限公司,参股中美福源生物技术(北京)制药有限公司。金丝利药业“注射用重组人白介素-2”为生物制药领域应用较广的品种;福源生物在研项目“注射用重组人血清白蛋白/干扰素融合蛋白”已进入I期临床阶段,该项目对应的产品为治疗类生物制品1类新药。
- **非公开发行** 公司向南通产控、咎圣达及核心高管发行6000万股,价格11.59元/股;完成后国资持股比例从41.3%降至35.6%,二股东咎圣达及其控制的综艺投资从16.5%增至30.0%。本次募集资金总额为6.95亿元,募集资金净额为6.84亿元,主要用于补充流动资金。其中注册资本为6000万元,资本公积为6.24亿元。
- **精华制药2015年营业收入预测为8.16亿元,同比增长41.2%,归属母公司净利润为0.70亿元,同比增长76.7%。折合2015年EPS为0.27,对应动态市盈率为137.0倍。我们认为公司主营产品发展潜力大,在研产品品质优秀,销售能力强,经营性结构优化;增资万年长药业、涉足生物药领域均有较强盈利预期,且外延性并购可期,故给予公司“谨慎推荐”评级。**

证券分析师—许希晨

执业资格证书: S0600512080001
021-63123162
jenny1727@gmail.com

证券分析师—洪阳

执业资格证书: S0600513060001
0512-62938572
Hongyang614@gmail.com

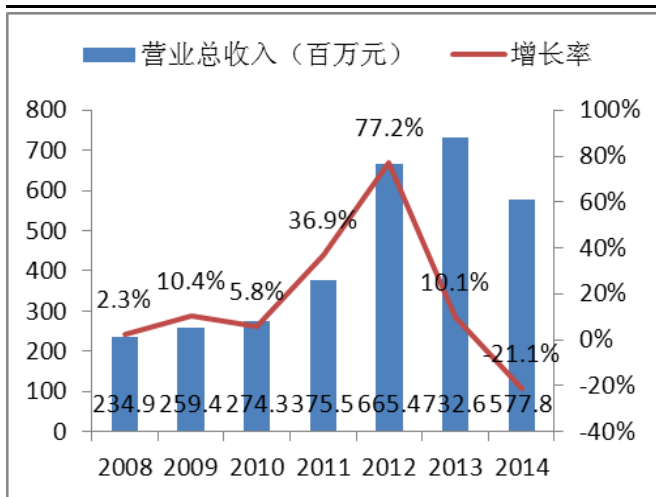
相关报告

精华制药(002349) 调研报告
——“定增时点是核心变量!”

一、经营结构调整致收入下降

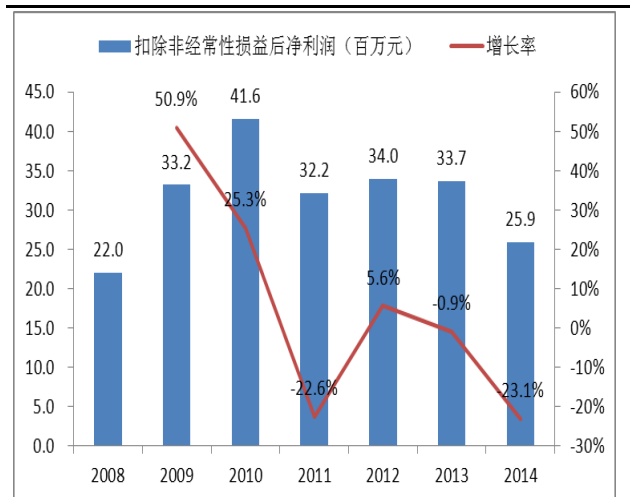
2014年，公司实现营业收入5.78亿，较上年同期减少21.14%，实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润2586.46万元，较上年同期减少23.19%。

图表 1: 2008-2014 年精华制药营业收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

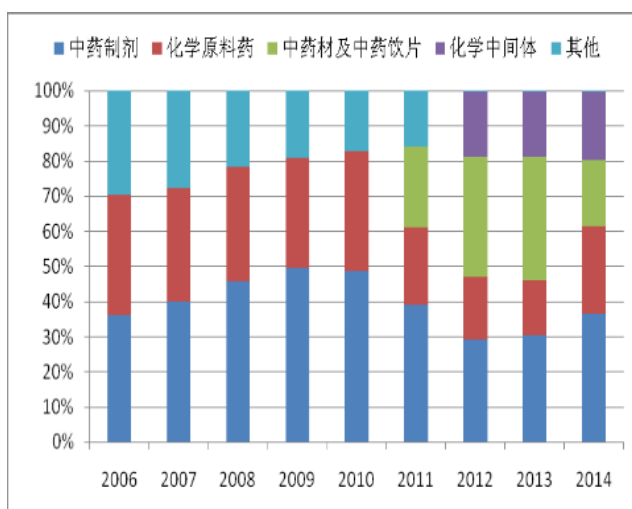
图表 2: 2008-2014 年精华制药扣除非经常性损益后净利润及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

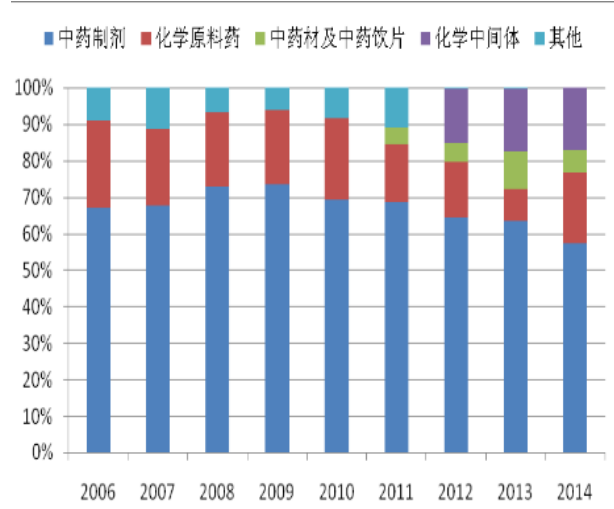
2014年，公司实现主营业务收入5.74亿元，较上年同期减少21.49%。中药制剂收入占主营业务收入的36.06%，化学原料药及中间体收入占主营业务收入的24.75%，化工医药中间体收入占主营业务收入的19.48%，中药材及中药饮片收入占主营业务收入的18.79%。

图表 3: 2006-2014 年精华制药收入结构



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 4: 2006-2014 年精华制药利润结构



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司业绩低于预期主要来自以下三方面：

第一，中药材和中药饮片因经营结构调整及 GMP 认证滞后，导致 2014 年相对 2013 年大幅下滑 57.6%；

第二，化工医药中间体同比下降 17.69%；

第三，中药制剂处于营销结构调整期，小幅下滑 6.16%。

二、战略布局

公司近年来制定了“以中成药为重点，以特色原料药及医药中间体和新型化学制剂为两翼，涉足生物制药产业”的发展战略。围绕该战略，公司对现有经营结构进行了调整。

2.1 中药制剂：

公司重点中成药产品有：王氏保赤丸、季德胜蛇药片、正柴胡饮颗粒、大柴胡颗粒、金荞麦片、晕可平颗粒、固本咳喘片等。

其中王氏保赤丸、季德胜蛇药片和大柴胡颗粒为公司独家产品；王氏保赤丸、正柴胡饮颗粒、金荞麦片、晕可平颗粒、固本咳喘片五个品种被列为国家二级中药保护品种。

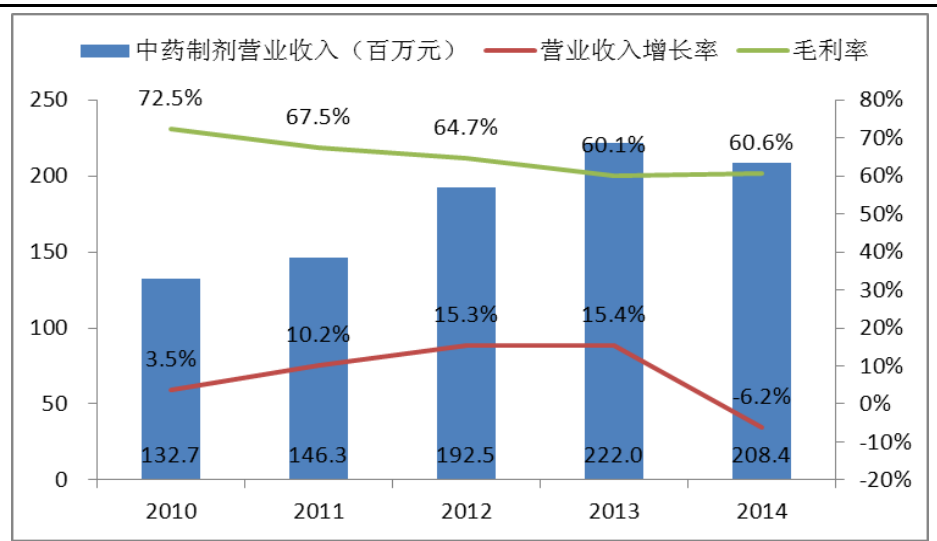
图表 5：精华制药主要中药制剂产品基本情况

| 品种 | 专利 | 竞争情况 | 医保/基药 |
|--------|----------------------------|------|-------|
| 王氏保赤丸 | 国家保密品种，国家二级中药保护品种，省非物质文化遗产 | 独家 | 乙类 |
| 季德胜蛇药片 | 国家保密品种，省非物质文化遗产 | 独家 | 甲类，基药 |
| 正柴胡饮颗粒 | 国家二级中药保护品种 | 非独家 | 甲类，基药 |
| 大柴胡颗粒 | | 独家 | 乙类 |
| 金荞麦片 | 国家二级中药保护品种 | 非独家 | 乙类 |
| 晕可平颗粒 | 国家二级中药保护品种 | 非独家 | 江苏医保 |
| 固本咳喘片 | 国家二级中药保护品种 | 非独家 | 乙类 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2014 年中药制剂营业收入 2.1 亿，较 2013 年同比减少 6.2%。

图6：2010-2014年精华制药中药制剂营业收入（百万元）、增长率及毛利率变化情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

多个独家品种有待挖掘。

王氏保赤丸主治小儿胃肠道疾病，横向来看，江中健胃消食片销售额约 13 亿元，汉森四磨汤也达到约 4 亿元；

正柴胡饮颗粒是全国基药类独家品种，对应呼吸系统常见病，易产生 5 亿规模品种；

金荞麦片清热解毒，为绿色抗生素；

季德胜蛇药片为国家绝密品种，全国基药独家，有望成为类似于片仔癀的品种——中药及衍生品并重；

2012年推出的大柴胡颗粒对应胆囊炎、糖尿病等，为潜在大品种。

► 王氏保赤丸

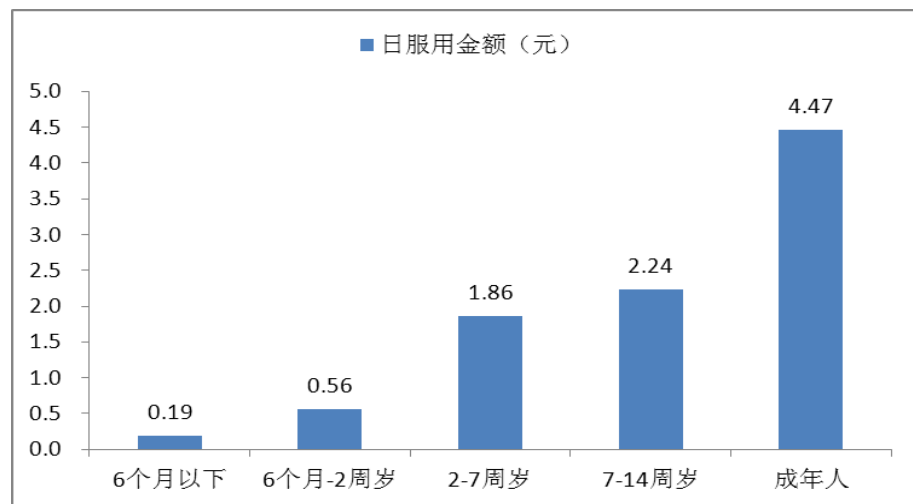
南通牌王氏保赤丸，系根据清代道光年间，通州著名中医王庐卿祖传秘方，由其嫡孙北京中医药大学终身教授王绵之先生监制的纯中药制剂。在儿科中成药市场具有较高的知名度，为国家医保目录（儿科）产品，国家中药保护品种，江苏省非物质文化遗产目录，公司独家品种。

该药对于小儿呼吸、消化系统等有特效，国药大师朱良春先生曾誉之“诚儿科圣药也”。此外该药对于成人高脂血症、痰多咳喘、慢性胃炎、消化不良、便秘等也有良效。

王氏保赤丸 2014 年进入国家低价药物目录，可以在日服用金额 5 元内自主定价。2014 年最新中标均价为 2.24 元/60 丸。

用法用量：6 个月以内婴儿每服 5 粒，6 个月至 2 周岁，每超过一个月加 1 粒，2~7 岁每超过半岁加 5 粒，7~14 岁每次服 0.15g，成人每次服 0.3g，轻症一日 1 次，重症一日 2 次或遵医嘱。

图表 7: 王氏保赤丸不同年龄阶段日服用金额 (元)

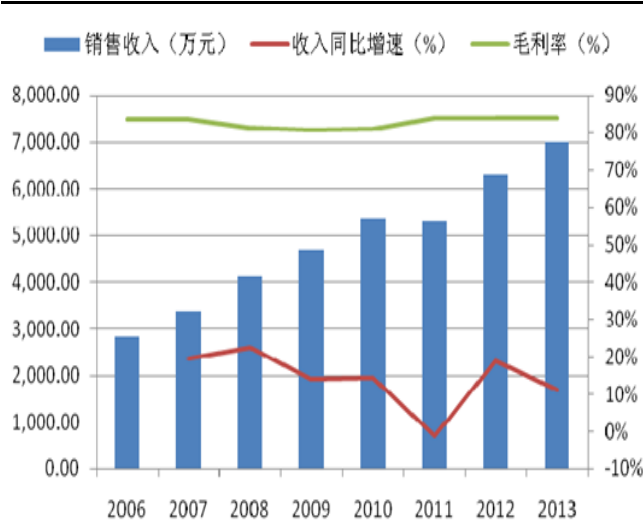


资料来源: 东吴证券研究所 注: 每个年龄段取服用数量均值计算, 按轻症计

从 2015 年 1 月起, 王氏保赤丸在江苏省内医保支付取消“限儿童”, 意味着成人服用王氏保赤丸也可以纳入医保范围, 受益人群可以大规模扩增。

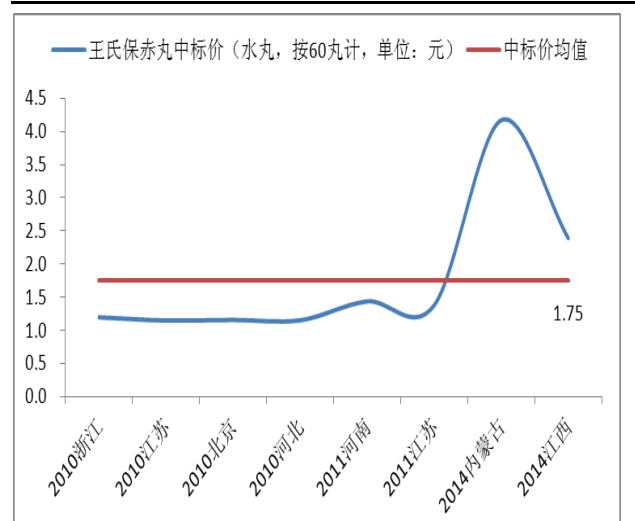
王氏保赤丸销售收入由 2008 年的 4124 万元增长到 2013 年的 7000 万元左右, 年均增速 11%, 主要来自于内生性增长, 较为平稳缓慢, 其销售区域主要集中在江浙沪及华北, 其他区域市场几乎空白, 我们认为通过加强销售网络布局, 王氏保赤丸有望实现二次腾飞。

图表 8: 2006-2013 年王氏保赤丸销售收入 (万元)、增速及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 9: 2010-2014 年王氏保赤丸中标价 (元) 及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

我们测算王氏保赤丸 2014 年销售收入约 6500 万, 2015 年销售

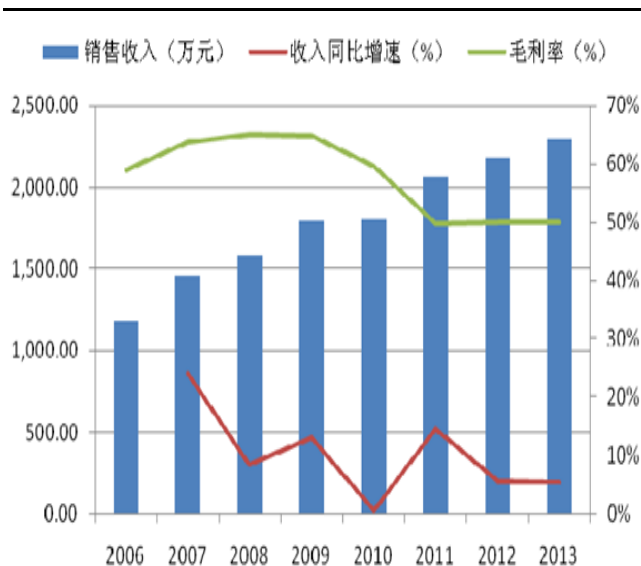
收入有望实现 20% 的增长。

公司申请的"王氏保赤丸作为制备治疗高血脂症、高粘滞血症、高血糖、高血压药物的应用"已于 2008 年 6 月获得国家发明专利，目前公司正在积极进行该适应症方向的研发和临床试验。

► 季德胜蛇药片

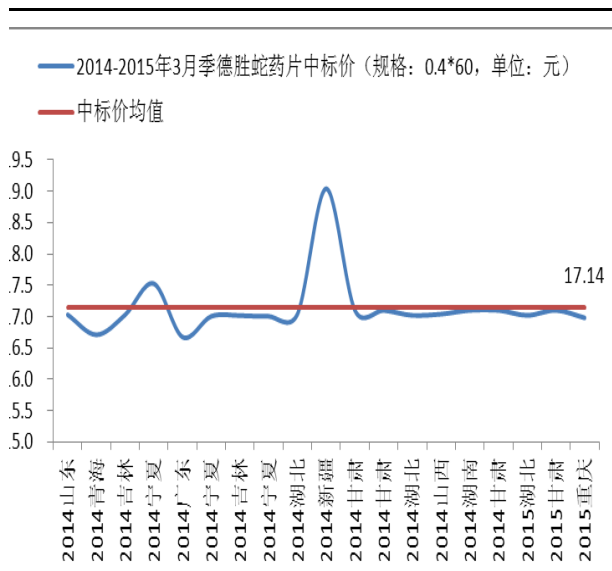
季德胜蛇药片为公司独家产品，被列入江苏省非物质文化遗产，国家绝密配方，进入 2012 版基药目录。2015 年已中标省份有湖北、甘肃和重庆。2014-2015 年 3 月，0.4g*60 片规格中标价均值为 17.14 元，价格维护良好。由于蛇伤非高概率事件，我们预计未来该药传统适应症带来的增速稳定。

图表 10: 2006-2013 年季德胜蛇药片销售收入 (万元)、增速及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 11: 2014-2015 年 3 月季德胜蛇药片中标价及均值情况 (元)



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

季德胜蛇药片 2008 年收入为 1584 万元，2013 年依旧维持在 2000 万元左右，增速缓慢，正是因为治疗领域狭窄限制了产品发展，使得销售收入原地踏步。

为了盘活精品老中药，季德胜蛇药片深度开发也在有序进行：

- 1) 拓展适应症，带状疱疹新功能的开发取得突破；
- 2) 剂型拓展，2013 年底完成季德胜蛇药凝胶剂的生产工艺研究、中试样品制备等工作；
- 3) 衍生品开发，已开发出季德胜健肤水、香皂、草本洗液等系列产品。

图表 12: 季德胜健肤水女士款抗皱抗衰老 (灵芝)



资料来源: 公司网站

图表 13: 季德胜健肤香皂通用款卸妆 (洋甘菊+皂角)



资料来源: 公司网站

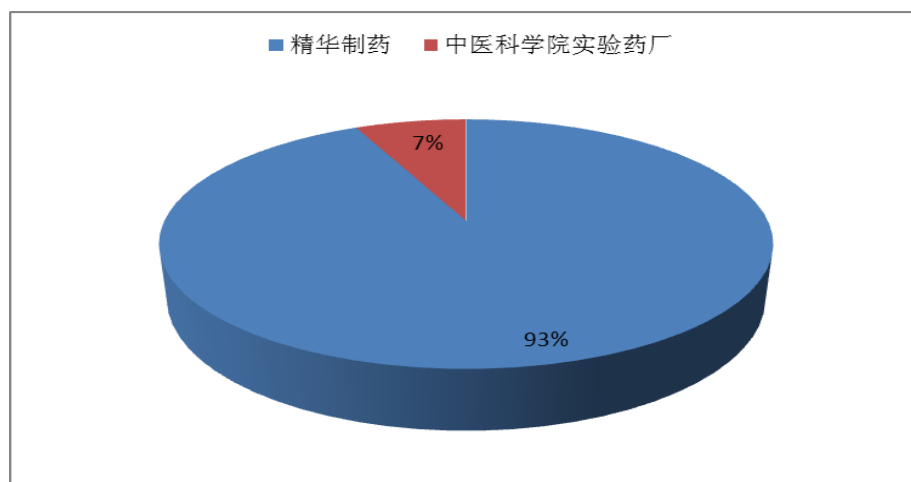
随着季德胜蛇药二次开发的顺利进行, 预计将迎来该品种新的增长点。我们测算季德胜蛇药片 2014 年销售收入约 2150 万, 2015 年有望实现 10% 的增长。

► 正柴胡饮颗粒

正柴胡饮颗粒系中国中医研究所科研人员依据明代名医张景岳解表平散代表方“正柴胡饮”, 运用现代科学方法研制而成。该药具有解热消炎、镇静、镇痛、抗病毒、抑制流感病毒、防治病毒性肺炎、提高人体免疫力等作用。正柴胡饮颗粒为江苏省高新技术产品, 被列入国家级火炬计划、国家基本药物目录、全国中医院急诊科室备用药。

中成药感冒用药的主力品种金莲清热泡腾片、莲花清瘟颗粒、感冒清热颗粒、疏风解热胶囊、双黄连口服液等是清热解毒类药物, 适用于风热感冒; 而正柴胡饮颗粒主用于外感风寒性感冒, 在同类产品中处于优势地位。目前全国仅有精华制药和中国中医科学院实验药厂生产正柴胡饮颗粒。

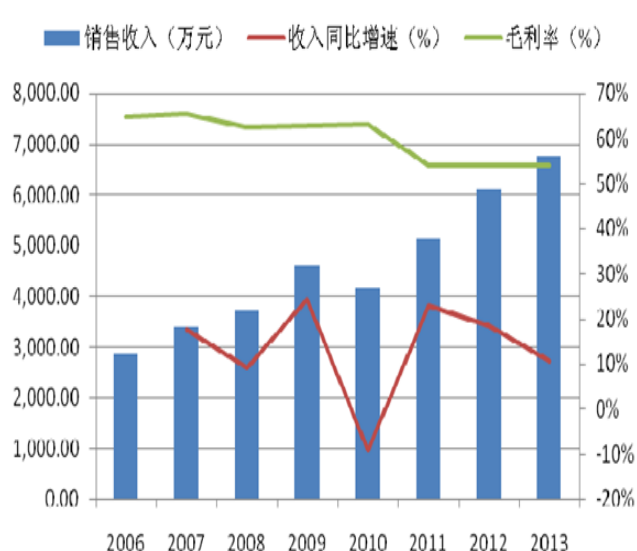
图表 14: 正柴胡饮颗粒 2013 年竞争格局



资料来源: 南方所, 东吴证券研究所

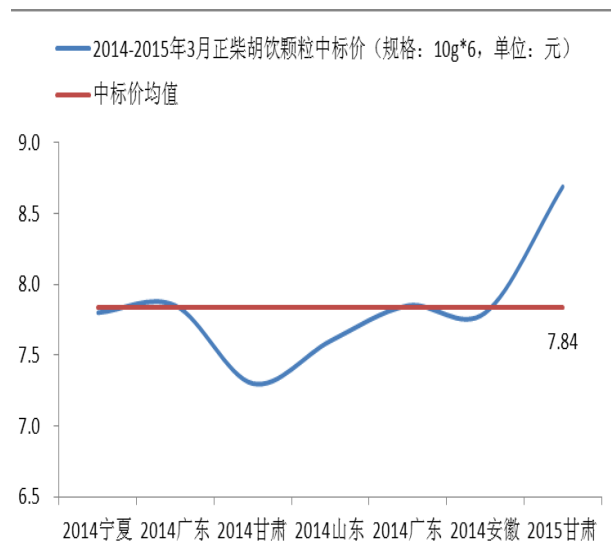
正柴胡饮颗粒 2008 年销售收入 3698 万元, 2013 年收入在 6500 万元左右, 年均增速在两位数以上。进入 2012 版基药目录, 有望继续保持两位数以上的增长。正柴胡饮颗粒 2015 年中标的省份有江苏、甘肃和重庆。2014 年-2015 年 3 月 10g*6 规格产品中标价维持良好, 呈上升趋势, 均值为 7.84 元。

图表 15: 2006-2013 年正柴胡饮颗粒销售收入 (万元)、增速及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 16: 2014-2015 年 3 月正柴胡饮颗粒中标价及均值情况 (元)



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

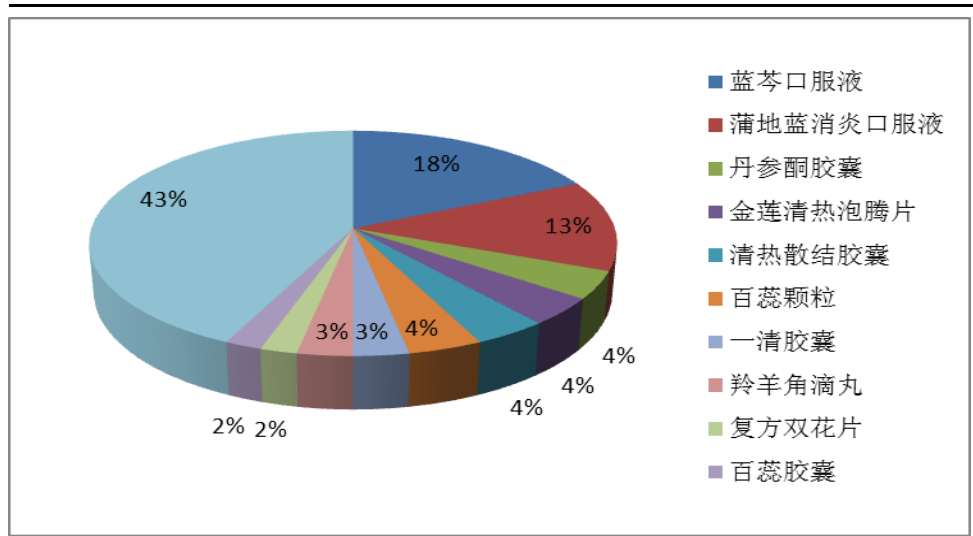
我们测算正柴胡饮颗粒 2014 年销售收入约 6500 万元, 2015 年有望实现 20% 的增长。

➤ 金荞麦片

1981 年江苏省卫生厅在南通召开金荞麦片的成果鉴定会，认为金荞麦及其制剂为我国首先发掘和研制成功的一种新型抗感染药物，被誉为中药抗生素。疗效肯定，副作用小，长期服用不易产生细菌耐药性，具有学术意义和推广应用价值。

金荞麦片清热解毒，排脓祛瘀，祛痰止咳平喘。清热解毒类产品主要有蓝芩口服液、蒲地蓝消炎口服液等。蒲地蓝消炎口服液为济川药业独家产品，2014 年销售额约 12 亿。

图表 17: 清热解毒类口服药竞争格局



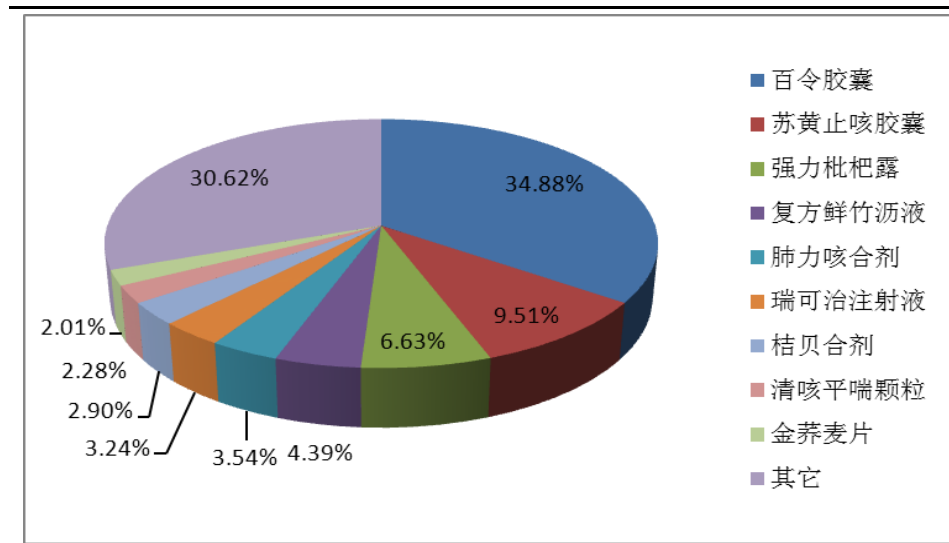
资料来源：南方所，东吴证券研究所

金荞麦片主要用于急性肺脓疡、急慢性气管炎、喘息型慢性气管炎、支气管哮喘及细菌性痢疾。目前，在中成药市场中，主要有复方甘草片和念慈菴蜜炼川贝枇杷膏二者销量一直稳居同类产品前列，不足之处是以上两种产品在治疗呼吸系统疾病领域主要集中在止咳功效方面，与其相比，金荞麦片的应用范围更加广泛，未来发展空间更大。

现代研究显示，金荞麦除了具有治疗肺脓疡的作用外，还具有抗肿瘤、降血糖和血脂、增强免疫力、抗突变、抗过敏、保护化学肝损伤等作用，对慢性支气管炎、支气管扩张、慢性阻塞性肺病、肺炎、肺癌、细菌性痢疾、溃疡性结肠炎等疾病也有一定疗效。

2014 年城市公立医院止咳祛痰平喘药物市场中金荞麦片占比 2.01%，仍有上升空间。公司为拥有剂型最多的厂商，就目前的招标政策而言，具有较好的竞争格局。在新一轮的招标中 30 片*1 盒规格，已经中标湖南（12.81 元）和重庆（14.1 元），湖南省降价明显。

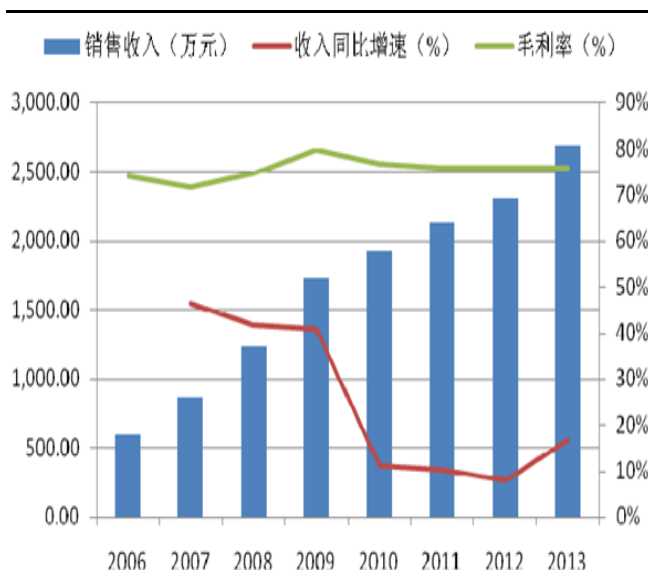
图表 18: 2014 年城市公立医院止咳祛痰平喘药市场格局



资料来源: 南方所, 东吴证券研究所

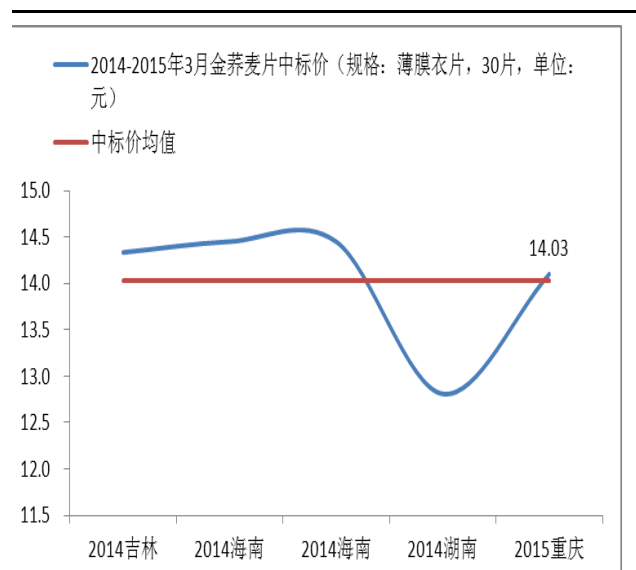
2008 年金荞麦片销售收入 1229 万元, 2013 年为 2500-3000 万元之间, 年均复合增速在两位数。公司上市募集项目之一的金荞麦胶囊(片剂)技术改造项目已通过 GMP 现场检查认证并取得 GMP 证书, 但由于投产时间不久, 故产能及销售能力暂未完全释放, 所以效益较小。我们认为 2014 年公司金荞麦片销售收入约 2500 万, 2015 年销售收入有望实现 20% 的增长。

图表 19: 2006-2013 年金荞麦片销售收入(万元)、增速及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 20: 2014-2015 年 3 月金荞麦片中标价及均值情况 (元)

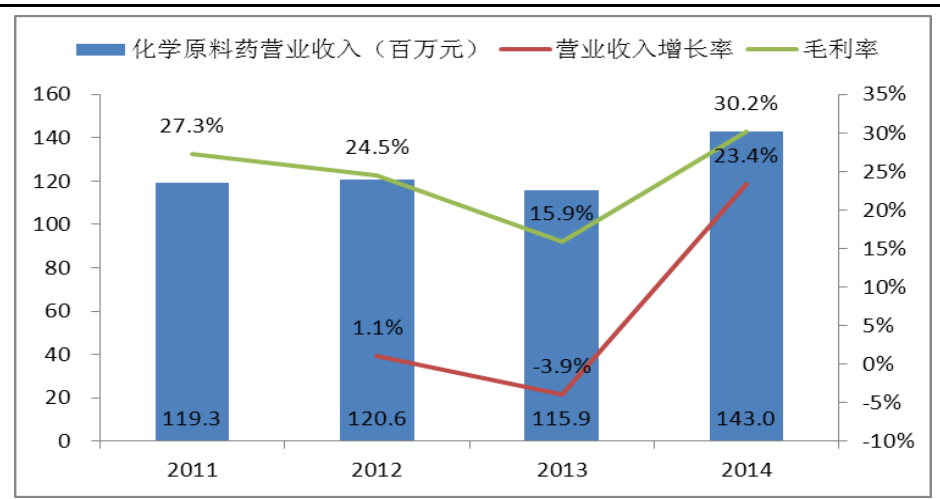


资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

2.2 原料药:

公司 2014 年化学原料药营业收入 1.4 亿元,较 2013 年同比增长 23.4%, 毛利率 30.2%, 较 2013 年大幅提升 89.9%。

图表 21: 2011-2014 年化学原料药营业收入 (百万元)、增长率及毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

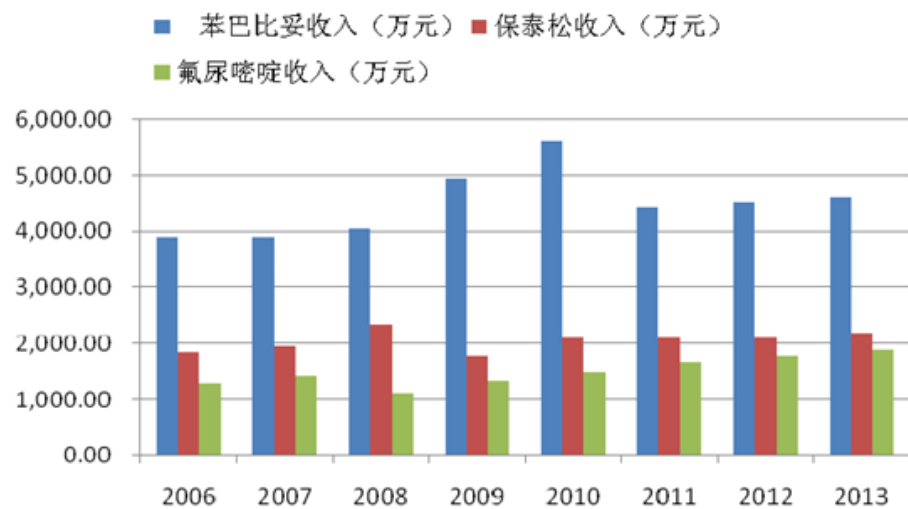
► 公司原有产品

公司化学原料药主要有苯巴比妥、氟尿嘧啶、保泰松等,三个产品年收入在 8000 万元左右,销售收入保持稳中略升。其中苯巴比妥为公司独家生产, 氟尿嘧啶通过了美国 FDA 认证, 苯巴比妥、保泰松等四个产品获得了欧洲 COS 认证。

公司苯巴比妥的合成技术为公司自主开发而成,且是国内唯一批量生产厂商, 约占全球苯巴比妥总产量的 60%。

氟尿嘧啶是化学原料药, 已经通过美国 FDA 认证, 具有抗肿瘤作用, 非独家生产, 市场占有率 90%以上, 但盈利能力不强。保泰松为化学原料药, 主治风湿性关节炎、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎, 获得欧洲 COS 认证, 非独家, 国内市场占有率 80%以上。

图表 22: 2006-2013 年原料药销售收入 (万元) 情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

➤ 增资万年长药业

为开拓公司化学原料药业务新的增长点, 积极参与目前全球最大的降血脂药物阿托伐他汀、瑞苏伐他汀的产业链整合, 公司以自有资金 5500 万元增资万年长药业, 其中 846 万元计入万年长药业注册资本, 其余 4654 万元计入其资本公积。本次增资完成后, 公司持有万年长药业 22% 的股权。

万年长药业是降血脂药物阿托伐他汀钙原料药重要的医药中间体生产商, 阿托伐他汀钙原料药医药中间体占其总销售额近 80%, 新产品瑞苏伐他汀相关原料药中间体产品也已具有产业化的技术能力。投资入股万年长药业可以使公司较快切入他汀类降血脂药物原料药及其医药中间体产业。万年长药业已进入良性发展轨道, 但目前发展资金不够充裕, 是公司较好投资切入时机。

万年长药业 2013 年营业总收入 6162.6 万元, 净利润 327.6 万元; 2014 年 1-11 月营业总收入 8307.4 万元, 净利润 1078.6 万元。

图表 23: 万年长药业 2014 年 1-11 月、2013 年利润表情况表 (万元)

| 项目 | 2014 年 1-11 月 | 2013 年 |
|-------|---------------|----------|
| 营业总收入 | 8,307.40 | 6,162.62 |
| 营业利润 | 1,209.00 | 279.86 |
| 利润总额 | 1,261.10 | 325.84 |
| 净利润 | 1,078.55 | 327.60 |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

江苏万年长药业有限公司业绩对赌目标：乙方 2015 年度实现净利润不低于 2500 万元；2016 年度实现净利润不低于 3900 万元。当乙方实现年度税后净利润 \geq 3900 万元时，协议各方一致同意，自乙方该年度内累计税后净利润达到 3900 万元的月份结束之日起 3 个月内启动甲方整体收购或控股乙方事项。

2.3 涉足生物制药产业

公司出资近一亿元布局生物制药产业，控股江苏金丝利药业有限公司，参股中美福源生物技术（北京）有限公司，推进生产基地建设，研发、培育具有竞争优势的国家一类生物制药新品种。

► 金丝利药业

金丝利药业现有主要产品“注射用重组人白介素-2”为生物制药领域应用较广的品种，金丝利药业具备了发展生物制药产业的较好基础。投资入股金丝利药业是公司进军生物制药领域的良好契机，符合公司战略发展方向。

2014 年 9 月，公司与金丝利药业司签订《增资协议》，公司以自有资金 7,778.5 万元增资金丝利药业，增资完成后，精华制药拥有金丝利药业 49% 股权，为金丝利药业第一大股东，金丝利药业纳入精华制药合并报表范围。

金丝利药业产品分为药品类和保健品类。药品类细分为化学药品和生物药品；保健品类细分为营养素系列、草本植物系列和生物精华系列。

图表 24：金丝利药业产品分类

| 产品大类 | 细分类别 | 产品名称 |
|------|--------|--|
| 药品 | 化学药 | 氢溴酸右美沙芬、注射用阿奇霉素、注射用泮托拉唑钠、注射用奥美拉唑钠、注射用胸腺五肽、注射用更昔洛韦、注射用甘草酸二铵 |
| | 生物药 | 注射用重组人白细胞素-2 |
| 保健品 | 营养素系列 | 天然维生素 E 软胶囊 |
| | 草本植物系列 | 特级虫草胶囊、特级灵芝孢子油、特级灵芝破壁孢子粉等 |
| | 生物精华系列 | 蛹虫草胶囊、圣鲨角鲨烯胶囊、鲨鱼软骨粉胶囊、蜂胶软胶囊等 |

资料来源：公司网站

金丝利药业主要在研产品包括注射用奥硝唑和注射用亚叶酸钙。

图表 25: 金丝利药业在研产品

| 药品名称种 | 注册分类 | 申请类型 | 办理状态 |
|---------|------|------|------|
| 注射用奥硝唑 | 化药 6 | 仿制 | 在审评 |
| 注射用亚叶酸钙 | 化药 6 | 仿制 | 在审评 |

资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

► 福源生物

福源生物有一定的生物医药在研项目储备。其在研项目“注射用重组人血清白蛋白/干扰素融合蛋白”已进入 I 期临床阶段, 该项目对应的产品主要用于慢性病毒(乙肝、丙肝、戊肝)严重感染性疾病的治疗, 为治疗类生物制品 1 类新药。福源生物拥有 22.5% 权益的天津福盈生物科技有限公司在研项目“注射用重组人血清白蛋白/粒细胞刺激因子融合蛋白”已进入 II 期临床阶段, 该项目对应的产品主要用于由于放疗、化疗及严重感染引起的粒白细胞低下症的治疗, 为治疗类生物制品 1 类新药。公司投资入股福源生物是公司进军生物制药领域的良好契机, 符合公司战略发展方向。

关于福源生物在研项目:

1、除 rHSA/GCSF 项目和长效重组人血清白蛋白/胰高血糖素样肽-1 或长效胰岛素类融合蛋白药物外(因两项目的权益已归属于天津福盈生物制药有限公司, 福源生物拥有其 22.5% 的权益), 若福源生物拟转让其目前的在研项目(包括该项目涉及的临床试验批文、新药证书、商标、专利等), 则精华制药或其指定方在同等条件下享有优先受让权, 受让价格为每个项目市场公允价格的 9 折。

2、若 rHSA/GCSF 项目和 GLP 项目权益拥有方(即天津福盈生物科技有限公司)未来不计划对上述两项目成果产业化的, 则上述两项目成果在同等条件下可优先由精华制药或其指定的企业受让并产业化, 精华制药或其指定的企业应具备相应的生产条件, 具体事宜届时由天津福盈生物科技有限公司与精华制药或其指定方另行签订协议。除以上两项目外, 福源生物其他在研项目申请药品注册批件时且在精华制药行使优先受让权后, 由精华制药或其指定的企业作为唯一药品生产企业, 届时精华制药或其指定的企业应具备相应的生产条件。

2.4 转让及出售:

► 森萱化工

2014 年 7 月, 公司控股子公司森萱化工收到全国中小企业股份转让系统有限责任公司《关于同意江苏森萱医药化工股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》, 主要内容如下: “同意森

萱化工股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。森萱化工申请挂牌时股东人数未超过 200 人，按规定中国证监会豁免核准森萱化工股票公开转让，并将森萱化工挂牌后纳入非上市公众公司监管”。

森萱化工 2014 年营业收入 1.4 亿元，净利润 769 万元，主要财务指标占上市公司的比例较低。森萱化工本次挂牌对上市公司维持独立上市地位、持续盈利能力无重大影响。本公司未来 3 年存在通过全国中小企业股份转让系统增持或减持所持有的森萱化工股份的可能，但尚未形成明确的增减持计划。

➤ 兄弟制药

兄弟制药产品单一，人力成本及采购成本较高，市场竞争优势不明显，其现有维生素 B1 原料药工艺技术需要通过继续投入进行提升，截至目前维生素 B1 产品的生产、销售上尚未形成规模，公司对其发展可进一步提供的支持相对有限。

2014 年 6 月，公司与兄弟科技签订了《股权转让合同》，同意将公司持有的兄弟制药 100%股权转让给兄弟科技，转让价格为 1758 万元。

本次交易完成后，产生净利润 582 万元（未扣除交易产生的相关税费），对公司年度利润产生积极影响。出售获得的资金可用于补充公司流动资金，有利于改善财务结构。本次交易符合公司利益，不会对公司的正常运作和业务发展造成不利影响。

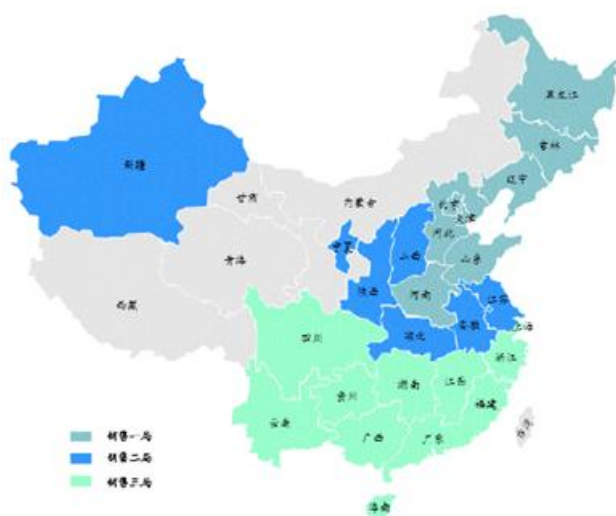
三、销售

公司内部积极调整营销策略，深化“小老板”工程，建立领导挂钩制度，强化示范带动作用，树立示范典型，对重点区域深耕细作，全面落实基层营销模式，强化地方基药和低价药物王氏保赤丸的上量销售，王氏保赤丸有望成为中药制剂第一个过亿品种。

过去公司营销范围以江苏和上海为主，模式以自营为主，考核机制未理顺。经过新团队的布局，已形成以上海江苏为主的销售二局、华北东北为主的销售一局和南方为主的销售三局，尤其是正柴胡饮颗粒进入基药目录后，对全国范围的代理商进行了招商，已形成全国范围、区域分块的格局，从无序到有序。

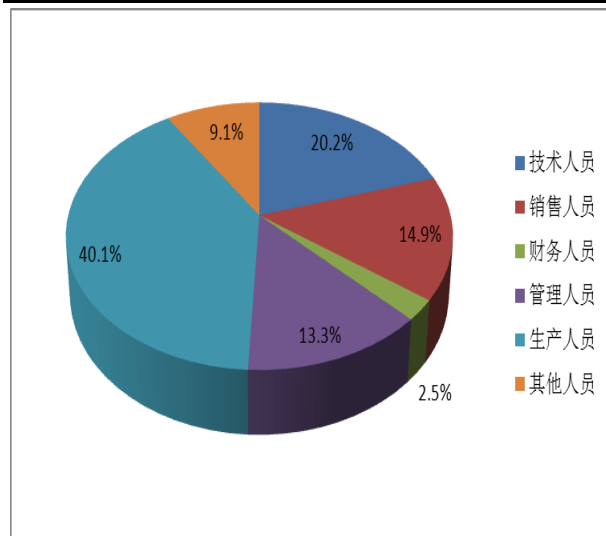
根据 WIND 中药板块上市公司 2013 年年报数据显示，2013 年平均销售人员数量为 1314 人、平均销售人员数量占总员工数量比例为 40%；公司 2014 年营销人员 204 人，占公司员工总数的 14.9%，低于行业平均水平。

图表 26: 公司销售网络布局



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

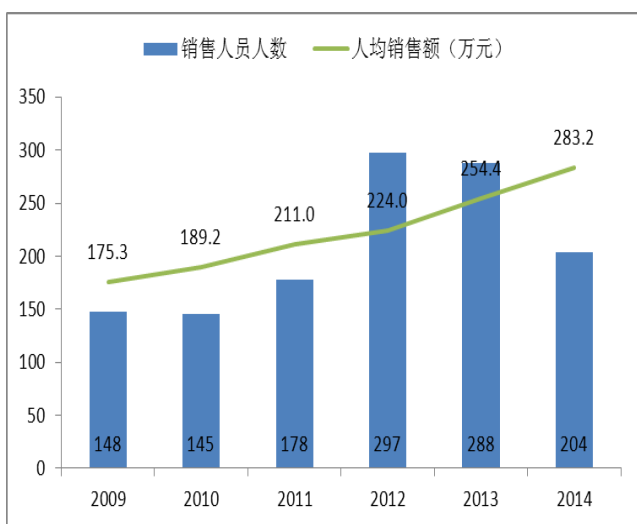
图表 27: 公司员工专业结构



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

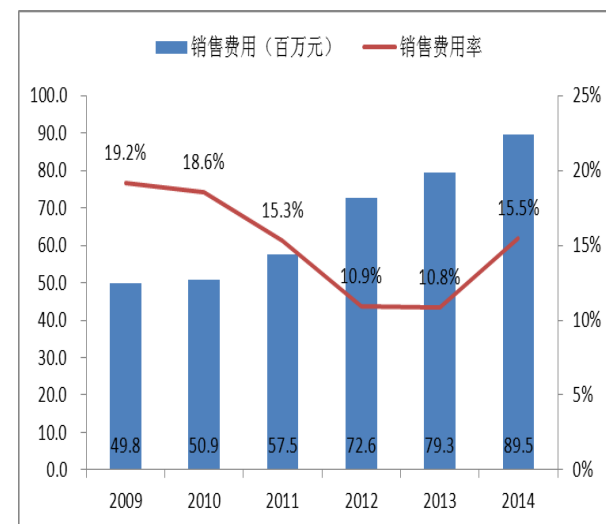
2009-2014 年公司人均销售额由 175.3 万元增长至 283.2 万元, 增长稳定, 显示出公司销售培训体系已发展完善, 未来助力药品收入腾飞可期。公司 2014 年销售费用 0.89 亿元, 销售费用率 15.5%, 销售费用率较 2013 年增长 43.5%。

图表 28: 2009-2014 年公司销售人员人数及人均销售额(万元)变化情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 29: 2009-2014 年公司销售费用及销售费用率分析



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

根据公司制定的发展规划, 公司计划未来三年形成中药制剂产品全国性的销售网络。计划未来三年里, 每年新增销售人员 100 人, 按 2014 年至 2016 年单位销售人员费用相比 2013 年年均增长约 20%, 预计 2014 年-2016 年新增销售费用 12030 万元。

四、 研发

公司在研新药倍他替尼为 1.1 类新药，参股公司研发的注射用重组人血清白蛋白/干扰素融合蛋白为治疗类生物制品 1 类新药，后期发展空间广阔。倍他替尼是由美国 Aspedia LLC 公司研发的品种，主要治疗领域为肺癌，处于在研过程中。Aspedia LLC 公司是美国专业从事药物设计、前瞻性药物筛选的研发机构。公司拟与 Aspedia LLC 公司及其关联方签订《技术开发（合作）合同书》，以出资 1000 万元及未来销售提成的方式受让倍他替尼国内及港澳地区独占的专利使用权。

2015 年 3 月，公司收到国家食品药品监督管理局下发的倍他替尼原料药、倍他替尼（片剂，20mg）、倍他替尼（片剂，5mg）《药品注册申请受理通知书》。

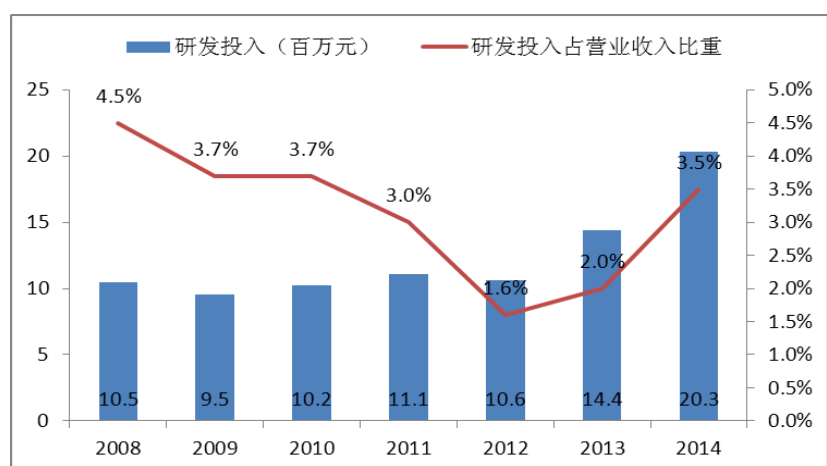
图表 30: 《药品注册申请受理通知书》具体内容

| 药品名称 | 剂型 | 申请人 | 申报阶段 | 受理号 |
|------|---------|------------------|------|---------------|
| 倍他替尼 | 原料药 | 公司, 苏州韬略生物科技有限公司 | 临床 | CXHL1500435 苏 |
| 倍他替尼 | 片剂,20mg | 公司, 苏州韬略生物科技有限公司 | 临床 | CXHL1500436 苏 |
| 倍他替尼 | 片剂,5mg | 公司, 苏州韬略生物科技有限公司 | 临床 | CXHL1500437 苏 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司研发投入不断加大，投入资金由 2008 年的 1051.8 万元增加至 2014 年的 2031.3 万元。

图表 31: 精华制药研发投入变化情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

根据已签订的研发协议，以及对未来研发投入资金的预测，预计

公司未来新增费用化研发支出为 1.7 亿元。

五、非公开发行:

公司向南通产控、咎圣达及核心高管发行 6000 万股, 价格 11.59 元/股; 完成后国资持股比例从 41.30% 降至 35.62%, 二股东咎圣达及其控制的综艺投资从 16.50% 增至 30.00%, 核心高管 500 万股, 占 1.92%。该等股份已于 2014 年 12 月 29 日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司完成预登记托管手续, 于 2015 年 1 月 6 日在深圳证券交易所上市。本次公司募集资金总额为 6.95 亿元, 扣除发行费用 1158 万元后, 募集资金净额为 6.84 亿元, 主要用于补充流动资金。其中注册资本为 6000 万元, 资本公积为 6.24 亿元。

图表 32: 发行对象与发行人关联关系及认购数量 (万股)

| 发行对象 | 与发行人关联关系 | 认购数量 (万股) |
|------|-----------------------------|-----------|
| 咎圣达 | 咎圣达系发行人第二大股东南通综艺投资有限公司实际控制人 | 4,500 |
| 南通产控 | 发行人控股股东, 发行完成后仍为控股股东 | 1,000 |
| 朱春林 | 发行人董事长 | 248 |
| 周云中 | 发行人董事、总经理 | 122 |
| 杨小军 | 发行人副总经理、董事会秘书、财务负责人 | 38 |
| 孙海胜 | 发行人副总经理 | 36 |
| 徐跃 | 发行人副总经理 | 20 |
| 曹燕红 | 发行人副总经理 | 20 |
| 吉正坤 | 发行人工会主席 | 11 |
| 宋峰 | 发行人副总经理 | 5 |
| 合计 | | 6,000 |

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

本次非公开发行股票后, 随着募集资金的到位, 公司的股本及净资产均将大幅增长, 但由于募集资金投资拟用于补充流动资金, 补充流动资金后拟用于支持业务规模的快速发展、研究开发支出以及拓展销售渠道。

六、投资建议及估值分析

盈利预测基础:

- 2014 年中药制剂营业收入 2.1 亿元，2015 年增长 20%；
- 2014 年化学原料及中间体营业收入 1.4 亿元，2015 年增长 15%；
- 2014 年化工医药中间体营业收入 1.1 亿，2015 年收入下降 3%；
- 2014 年中药材及中药饮片营业收入 1.1 亿元，2015 年增长 130%；
- 2015 年公司减持森萱化工 33%的股权；
- 2015 年万年长药业贡献利润 550 万元。

我们预测精华制药 2015 年营业收入为 8.16 亿元，同比增长 41.2%，归属母公司净利润为 0.70 亿元，同比增长 76.7%。折合 2015 年 EPS 为 0.27，对应动态市盈率为 137.0 倍。

我们认为公司主产品发展潜力大，在研产品品质优秀，销售能力强，经营性结构优化；增资万年长药业、涉足生物药领域均有较强盈利预期，且外延性并购可期，故给予公司“谨慎推荐”评级。

七、 风险因素：

福源生物为研发型企业，各新品种正处于研发阶段，预计研发周期较长，短期投资回报有限。

若倍他替尼上市，则会给公司带来相当可观的收益。若研发失败，也会带来相应的损失。

附表 1: 精华制药主要财务数据及估值 (百万元)

| 资产负债表 | 2013 | 2014 | 2015E | 利润表 | 2013 | 2014 | 2015E |
|--------------------|-------------|-------------|--------------|-----------------|-------------|-------------|--------------|
| 流动资产 | 257.8 | 273.8 | 186.9 | 营业收入 | 732.6 | 686.3 | 816.1 |
| 现金 | 135.8 | 866.3 | 778.1 | 营业成本 | 521.7 | 354.5 | 421.4 |
| 应收账款 | 178.1 | 135.2 | 188.4 | 营业税金及附加 | 6.7 | 4.1 | 6.4 |
| 存货 | 153.4 | 185.3 | 133.6 | 营业费用 | 79.3 | 89.5 | 113.4 |
| 非流动资产 | 548.8 | 668.9 | 714.6 | 管理费用 | 74.3 | 82.0 | 96.1 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | 4.7 | 7.0 | 7.6 |
| 固定资产 | 356.3 | 390.3 | 376.4 | 投资收益 | 0 | 7.0 | 5.6 |
| 无形资产 | 99.5 | 121.8 | 132.7 | 营业利润 | 39.2 | 39.8 | 56.7 |
| 资产总计 | 1070.8 | 1886.6 | 1924.5 | 营业外收入 | 14.4 | 12.8 | 17.6 |
| 流动负债 | 257.8 | 273.8 | 209.7 | 营业外支出 | 10.8 | 1.5 | 6.3 |
| 短期负债 | 75.0 | 118.0 | 0 | 利润总额 | 42.8 | 51.1 | 73.5 |
| 应付账款 | 127.2 | 75.6 | 89.3 | 净利润 | 40.7 | 40.6 | 71.0 |
| 预收款项 | 4.8 | 5.4 | 6.1 | 少数股东权益 | 5.1 | 1.2 | 0 |
| 负债总计 | 329.0 | 352.0 | 372.7 | 归属母公司净利润 | 35.6 | 39.5 | 69.8 |
| 少数股东权益 | 72.0 | 151.3 | 151.3 | 重要财务估值指标 | 2013 | 2014 | 2015E |
| 资本公积金 | 273.6 | 897.4 | 897.4 | 每股收益 (元) | 0.14 | 0.15 | 0.27 |
| 负债和股东权益总计 | 1070.8 | 1886.6 | 1924.6 | 每股净资产 | 2.58 | 5.32 | 5.49 |
| 现金流量表 (百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 每股经营现金 | -0.3 | 0.2 | 0.3 |
| 经营活动现金流 | -61.7 | 37.9 | 53.8 | 每股股利 | 0.04 | 0.04 | 0.05 |
| 投资活动现金流 | -43.5 | -23.7 | -54.7 | PB | 14.8 | 7.2 | 6.9 |
| 资本支出 | -40.1 | -10.4 | -53.2 | ROE | 5.3% | 2.9% | 4.3% |
| 筹资活动现金流 | 69.3 | 721.3 | 346.8 | ROIC | 5.8 | 3.5 | 3.9% |
| 资本公积增加 | 18.7 | 623.8 | 0 | 市盈率 | 69.6 | 112.2 | 137.0 |
| 股利分配 | -10 | -10 | -12 | 总股本 | 200 | 200 | 260 |

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,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,需征得东吴证券研究所同意,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

看好: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%~5%;

看淡: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

公司投资评级:

强烈推荐: 预期未来6个月内强于大盘指数20%以上;

推 荐: 预期未来6个月内强于大盘指数10%以上;

谨慎推荐: 预期未来6个月内强于大盘指数5%以上;

观 望: 预期未来6个月内相对大盘指数-10%~10%;

卖 出: 预期未来6个月内弱于大盘指数10%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>