

景峰医药 (000908)

蜕变已完成，风云会再起

增持 (首次覆盖)

2015年9月25日

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

联系人 桑月

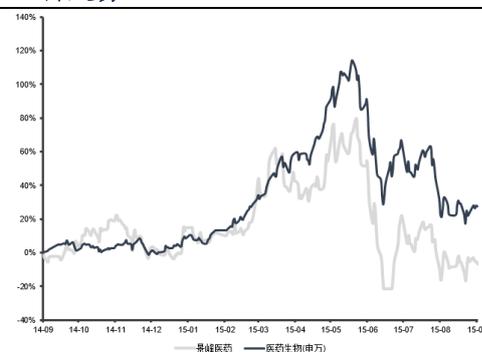
0512-62938261

sangy@dwzq.com.cn

投资要点

- **借壳成功，前景看好：**2014年12月，上海景峰制药通过借壳天一科技上市成为景峰医药，产品以处方药为主。我们认为此次重组上市后，景峰医药将充分利用资本市场优势，做大产品规模，并通过外延丰富现有产品线、延伸产业链，未来发展前景可期。
- **主营业务稳健：**2015年上半年，公司实现营业收入9.64亿元，同比增长22.68%；实现归属于母公司所有者净利润1.09亿元，同比增长16.25%；实现扣除非经常性损益后净利润1.04亿元，同比增长17.83%。2015年上半年公司制药行业实现营业收入9.32亿元，同比增长18.63%，新增医疗服务行业实现营业收入2733.56万元。其中注射剂实现营业收入8.07亿元，同比增长20.90%；固体制剂实现营业收入1.11亿元，同比增长6.50%。
- **主产品销售增速放缓：**公司致力于医药产品的研发、制造与销售，主营业务定位于心脑血管用药和骨科用药两大领域，主要产品为参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液，产品的疗效范围以心脑血管疾病和骨科疾病为主。我们测算2014年参芎葡萄糖注射液销售收入约12-15亿，预计2015年增长10%-15%；2014年玻璃酸钠注射液销售收入约4.5-5.5亿，预计2015年增长15%-25%。增速较2014年均有所放缓。
- **获脂质体产业整合平台，业绩弹性可期：**上半年公司完成对德泽药业53%股权的收购，2015年4月完成工商变更登记，纳入合并报表范围。德泽药业2014年1-10月营收规模1.66亿元，净利润3133.76万元，我们预计上半年榄香烯注射液营业收入为0.8-1.2亿元，合并报表收入约0.4-0.6亿元。考虑到榄香烯注射剂10亿级成长空间及金港药业脂质体产业平台，我们认为德泽药业发展潜力巨大，并表后业绩弹性可期。
- **积极布局医疗服务平台：**公司完成对成都金沙医院有限公司的收购，向医疗服务领域迈出了第一步。我们认为公司通过多年耕耘，在医药领域拥有丰富资源，预计未来公司将在四川、贵州等地逐步建设医疗服务平台，充分利用现有医生等资源，而医疗服务平台我们认为会倾向“小综合，强专科”的特色专科医院，专业科室有望契合公司优势领域，如心脑血管、骨科等领域。
- **盈利预测及估值：**我们预计景峰医药(000908)2015-2018年营业收入分别为24.45亿、28.50亿、32.78亿、37.69亿，实现净利润2.94亿、3.47亿、4.06亿、4.71亿，EPS分别为0.37、0.43、0.51、0.59，对应2015-2018年PE为37.16倍、31.48倍、26.91倍、23.20倍。我们认为景峰医药(000908)销售实力强大，主产品参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液销售相对稳健，榄香烯注射剂10亿级成长空间，借助公司销售平台有望实现快速增长。公司积极延伸产业链布局医疗服务平台，成立并购基金，外延预期强烈，大股东增持彰显发展信心，然而考虑到德泽药业整合风险及中药注射剂招标降价风险，我们给予公司“增持”评级。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.66
一年最低/最高价	11.34/27.00
市净率	5.58
流通A股市值(百万元)	3406

基础数据

每股净资产(元)	2.45
资产负债率(%)	34.29
总股本(百万股)	800
流通A股(百万股)	247

相关报告

1. 历史沿革—蜕变之路，借力资本市场快速发展

景峰医药（000908）前身为 1993 年 5 月设立的上海麦迪克医学科技开发部。1993 年 9 月，经上海麦迪克医学科技开发部股东会决议通过，企业名称由“上海麦迪克医学科技开发部”变更为“上海麦迪克医学科技公司”。

2003 年 4 月，经上海麦迪克医学科技公司股东会决议通过，全体股东将持有的股权以 1420 万元的价格转让给贵州益佰制药股份有限公司和叶湘武。此次股权转让后，上海麦迪克医学科技公司改制为有限责任公司，并更名为上海贝信医药有限公司，股权结构如下：

图表 1：2003 年股权转让后上海麦迪克医学科技公司股权结构

股东名称	出资金额（万元）	出资比例
贵州益佰制药股份有限公司	540	90%
叶湘武	60	10%
合计	600	100%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2003 年 9 月，上海贝信医药有限公司更名为上海佰加壹医药有限公司。

2009 年 1 月，贵州益佰制药股份有限公司与自然人叶湘武签订《股权转让协议》，贵州益佰制药股份有限公司将其持有的上海佰加壹医药有限公司全部股权（占总股本的 97.02%）转让给叶湘武，转让价格为 9903 万元。

2010 年 1 月，上海佰加壹医药有限公司名称变更为上海景峰制药有限公司。

2014 年 12 月，上海景峰制药通过借壳天一科技上市成为景峰医药，产品以处方药为主，其前十大股东所持股权情况如下：

图表 2: 景峰医药前十大股东股权结构

股东名称	股东性质	公司或个人背景	持股比例
叶湘武	境内自然人	景峰制药董事长兼总经理	19.49%
中国长城资产管理公司	国有法人	国有独资	11.67%
刘华	境内自然人	景峰制药副总经理	5.02%
简卫光	境内自然人	景峰制药副总经理	5.02%
李彤	境内自然人	景峰制药副总经理	5.02%
张慧	境内自然人	叶湘武配偶	3.86%
叶高静	境内自然人	叶湘武女儿	3.86%
南海成长精选(天津)股权投资 基金合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	股权投资	3.22%
维梧百通投资管理咨询(上 海)有限公司	境内非国有法人	股权投资	2.99%
维梧睿璟投资管理咨询(上 海)有限公司	境内非国有法人	股权投资	2.33%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们认为通过此次重组上市, 景峰医药将充分利用资本市场优势, 做大产品规模, 并通过外延丰富现有产品线、延伸产业链, 未来发展前景可期。

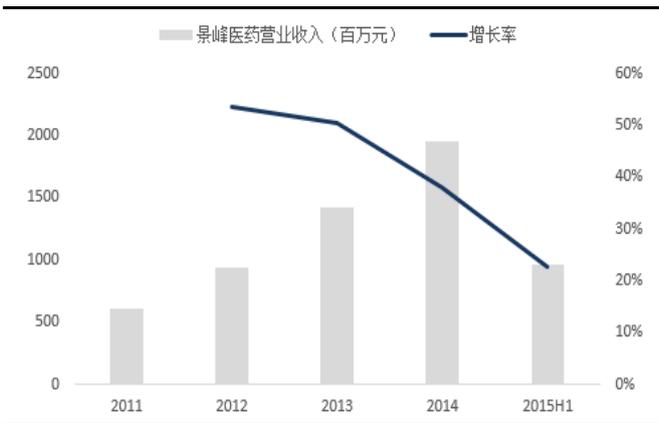
2. 财务数据分析—业绩稳健, 主产品增速放缓

公司致力于医药产品的研发、制造与销售, 主营业务定位于心脑血管用药和骨科用药两大领域, 主要产品为参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液, 产品的疗效范围以心脑血管疾病和骨科疾病为主。

2.1 业绩稳健增长, 德泽并表添弹性

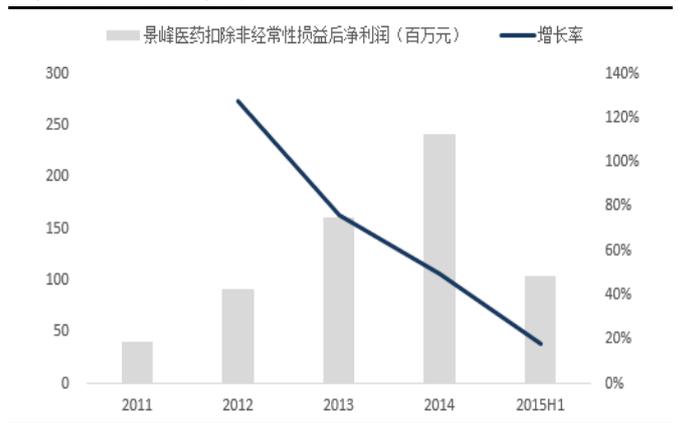
2015 年上半年, 公司实现营业收入 9.64 亿元, 同比增长 22.68%; 实现归属于母公司所有者净利润 1.09 亿元, 同比增长 16.25%; 实现扣除非经常性损益后净利润 1.04 亿元, 同比增长 17.83%。

图表 3: 2011-2015H1 景峰医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 4: 2011-2015H1 景峰医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

根据公司重组报告书, 2014、2015、2016、2017 年度合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润、母公司及子公司扣除非经常性损益后的净利润预测情况如下:

图表 5: 景峰医药扣除非经常性损益后净利润预测数据 (单位: 万元)

公司名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
景峰制药合并报表	20930.78	28123.45	35738.93	43938.67
景峰制药母公司	5713.36	7535.49	9897.04	12634.88
景峰注射剂 (母公司持股 100%)	13242.97	17961.78	22504.91	26980.92
景峰医药 (母公司持股 100%)	738.14	726.88	715.06	702.64
景诚制药 (母公司持股 70%)	1236.32	1899.31	2621.93	3620.22

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

由于公司持有景诚制药 70% 的股权, 故上表中景诚制药 2014、2015、2016、2017 年扣非后净利润以按照其预测扣非后净利润乘以 70% 列示。

2014 年公司扣除非经常性损益后净利润预测值为 2.09 亿, 实际实现扣除非经常性损益后净利润 2.41 亿元, 目标超额完成。

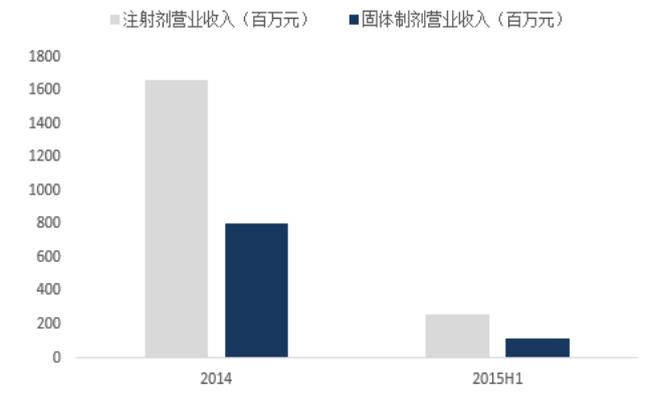
另外, 上半年公司完成对泽德药业 53% 股权的收购, 2015 年 4 月完成工商变更登记, 纳入合并报表范围。德泽药业 2014 年 1-10 月营收规模 1.66 亿元, 净利润 3133.76 万元, 考虑到榄香烯注射剂 10 亿级成长空间及金港药业脂质体产业平台, 我们认为德泽药业发展潜力巨大, 并表后业绩弹性可期。

2.2 分产品数据分析—注射剂增速放缓

2015 年上半年公司制药行业实现营业收入 9.32 亿元, 同比增长

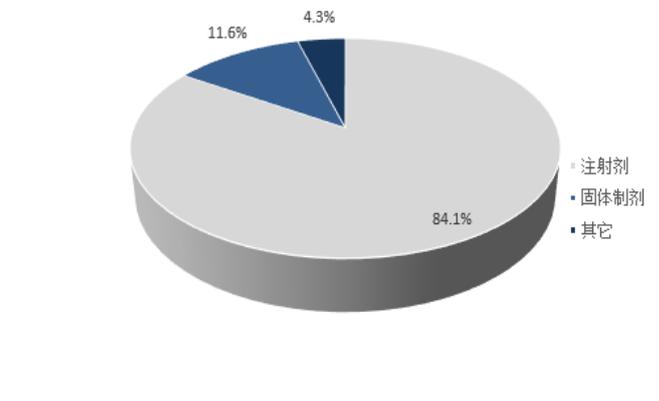
18.63%，新增医疗服务行业实现营业收入 2733.56 万元。其中注射剂实现营业收入 8.07 亿元，同比增长 20.90%；固体制剂实现营业收入 1.11 亿元，同比增长 6.50%。

图表 6: 2014-2015H1 景峰医药注射剂及固体制剂营业收入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 7: 2015H1 景峰医药分产品营业收入结构图



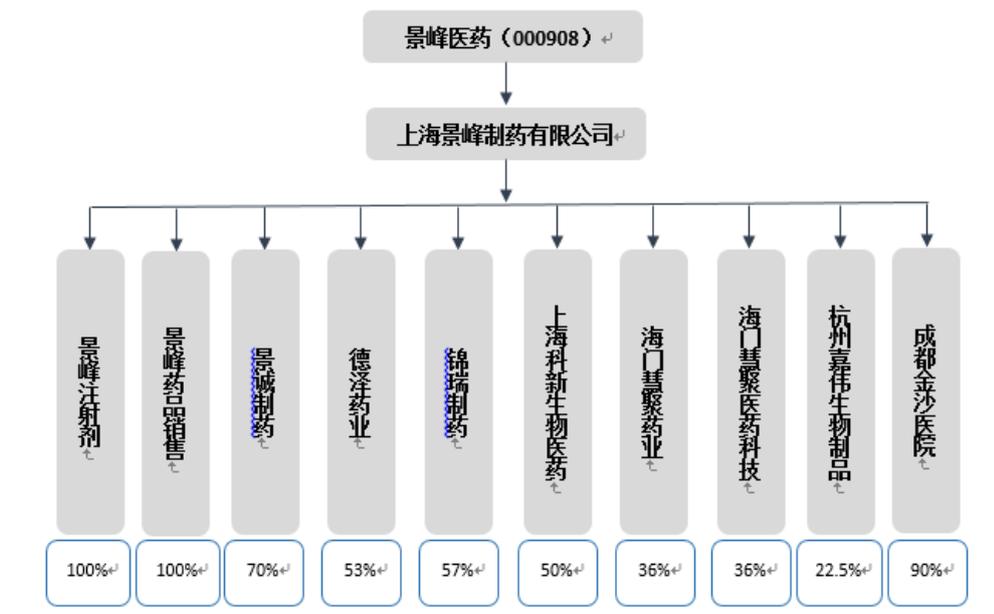
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计上半年榄香烯注射液营业收入为 0.8-1.2 亿元，合并报表收入约 0.4-0.6 亿元，扣除榄香烯注射液并表影响，我们测算上半年公司注射剂营业收入增长率约 12%-15%，增速放缓。

3. 主要子公司、孙公司简介—版图的扩张

上海景峰制药有限公司为公司全资子公司，贵州景峰注射剂有限公司、贵州景峰药品销售有限公司为上海景峰制药有限公司全资子公司，贵州景诚制药有限公司为上海景峰制药有限公司持股 70% 的子公司。2015 年上半年，公司完成对大连德泽药业 53% 股权收购，大连德泽药业成为公司控股孙公司，公司版图进一步扩张。

图表 8：景峰医药经营结构图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主要子公司及孙公司简要分析如下：

图表 9：景峰医药主要子公司、孙公司分析

公司名称	股权比例	所处行业	主要产品或服务	2015H1 营业收入 (万元)	2015H1 净利润 (万元)
上海景峰制药有限公司	100%	制药	玻璃酸钠注射液等	13886.68	2944.73
贵州景峰注射剂有限公司	100%	制药	参芎葡萄糖注射液等	55088.59	6106.98
贵州景峰药品销售有限公司	100%	药品流通	药品流通	11766.98	511.01
贵州景诚制药有限公司	70%	制药	心脑血管胶囊等	10048.74	914.99
大连德泽药业有限公司	53%	制药	榄香烯注射液等	7566.01	213.78

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

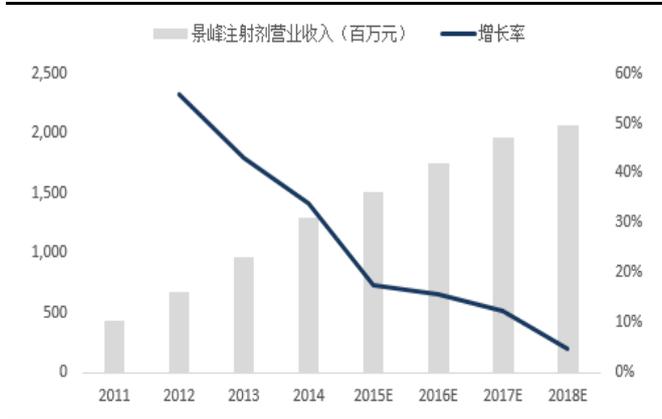
3.1 贵州景峰注射剂有限公司—公司主要生产基地

贵州景峰注射剂有限公司成立于 1990 年，注册资本 8000 万元，法定代表人为叶湘武，经营生产、销售大容量注射剂、小容量注射剂、冻干粉针剂、丸剂（浓缩丸）（含中药提取）以及相关技术的进出口业务。

公司各子公司中，景峰注射剂是最主要的生产基地，目前景峰注射剂主要生产销售参芎葡萄糖注射液，同时生产销售乐脉丸、金鸡丸等产品。根据重组报告书内容，景峰注射剂 2015-2018 年主营业务收入的预测值分别为 15.14 亿、17.53 亿、19.69 亿和 20.63 亿元，净利润预测值分别

为 1.80 亿、2.25 亿、2.70 亿和 2.92 亿元。2015 年上半年，景峰注射剂实现营业收入 5.51 亿元，实现净利润 6106.98 万元。我们认为景峰注射剂 2015 年营收及净利润有望实现预测值，但存在一定压力。

图表 10: 2011-2018E 景峰注射剂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 11: 2011-2018E 景峰注射剂净利润及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2 贵州景峰药品销售有限公司

贵州景峰药品销售有限公司成立于 2006 年，注册资本 200 万元，法定代表人为叶湘武，经营销售中成药、化学药制剂、抗生素业务。

景峰药品销售目前主要销售景峰注射剂生产的参芎葡萄糖注射液。根据重组报告书内容，景峰药品销售 2015-2018 年主营业务收入的预测值分别为 1.52 亿、1.52 亿、1.52 亿和 1.52 亿元，净利润预测值分别为 726.88 万、715.05 万、702.64 万和 689.61 万元。2015 年上半年，景峰药品销售实现营业收入 1.18 亿元，实现净利润 511.01 万元，我们认为景峰药品销售 2015 年有望超额完成预期营收及净利润值。

图表 12: 2011-2018E 景峰药品销售有限公司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 13: 2011-2018E 景峰药品销售有限公司净利润及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3 贵州景诚制药有限公司—10 亿级心脑血管成长可期

景诚制药成立于 1993 年, 注册资本 5100 万元, 其中景峰制药持股 70%, 香港康瑞德公司持股 30%。主要经营生产医药保健品(国家允许生产的)、研究和发 展医药保健新技术新产品、销售本企业自产产品业务。

景诚制药销售产品涵盖喷雾剂、胶囊剂、颗粒剂三大类, 涉及心脑血管用药、抗肿瘤疼痛药、妇科炎症用药、外伤镇痛和手足癣用药、儿童感冒用药及消炎利胆用药等。目前主要从事心脑血管宁、通迪胶囊、妇平胶囊、冰梳伤痛气雾剂、儿童回春颗粒等产品的生产和销售。其中心脑血管宁胶囊为心脑血管独家品种、全国医保乙类产品, 2014 年上半年销售收入 4857 万元, 目前覆盖面小, 未来仍有非常大的空间, 我们认为借助景峰医药(000908)强大销售能力, 心脑血管宁胶囊未来有望成长为上 10 亿大品种。

图表 14: 景诚制药心脑血管宁胶囊示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

图表 15: 景诚制药通迪胶囊示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

根据重组报告书内容,景诚制药 2015-2018 年主营业务收入预测值分别为 4.19 亿、5.28 亿、6.40 亿和 7.45 亿元,净利润分别为 1996.53 万、3832.97、5210.29 万和 6222.69 万元。2015 年上半年,景诚制药实现营业收入 1.00 亿元,实现净利润 914.99 万元。根据上半年景诚制药营收、净利润情况,我们分析认为景诚制药 2015 年全年净利润有望完成预测值,但营业收入方面存在一定压力。

图表 16: 2011-2018E 景诚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 17: 2011-2018E 景诚制药净利润及增长率情况



资料来源:公司公告,东吴证券研究所

公司收购景诚制药前,景诚制药销售力量薄弱,主要依靠代理模式进行销售,产品的招标、开发、终端推广、学术品牌活动等工作全部交由代理商完成,相应营销费用也全部由代理商承担,景诚制药通过代理销售方式的销售单价较低。

公司收购景诚制药后,景诚制药积极组建营销队伍,充分整合配送渠道,成立学术部推进产品学术研究和终端推广,逐步降低通过代理销售的比例,提高自营和外包销售比例,自营和外包销售模式下产品的销售推广依赖于自身的终端渠道、学术资料、培训等资源,产品销售单价较高。

3.4 大连德泽药业有限公司

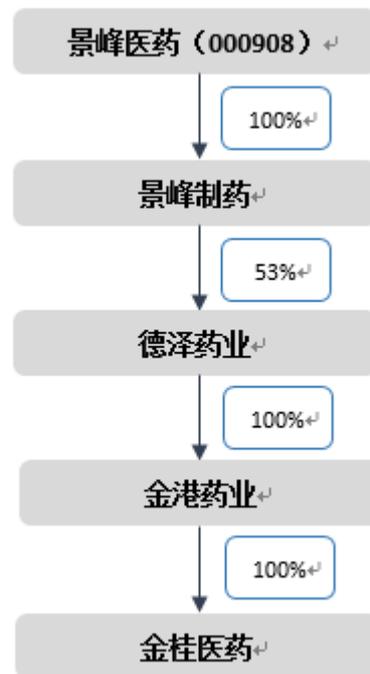
公司全资子公司上海景峰制药有限公司自筹资金以受让股权加增资的一揽子方式取得大连德泽药业有限公司 53% 股权,合计投资人民币 4.77 亿元。此次交易完成后,景峰制药将控股德泽药业,并通过其间接控股大连华立金港药业有限公司和杭州金桂医药有限公司(金桂医药为金港药业全资子公司)。

截止 2015 年 4 月 15 日,德泽药业以及大连华立金港药业有限公司

相继收到大连市工商行政管理局发出的《工商变更登记核准（备案）通知书》，完成工商变更登记，并取得了大连市工商行政管理局颁发的《营业执照》。目前景峰制药已持有德泽药业 53% 的股权，金港药业已完成法人独资的工商登记手续，成为德泽药业全资子公司，从而景峰制药间接持有金港药业 53% 的股权。

此次交易完成后，德泽药业将纳入公司合并报表范围，交易完成后的股权关系如下：

图表 18：收购德泽药业 53% 股权后股权关系图

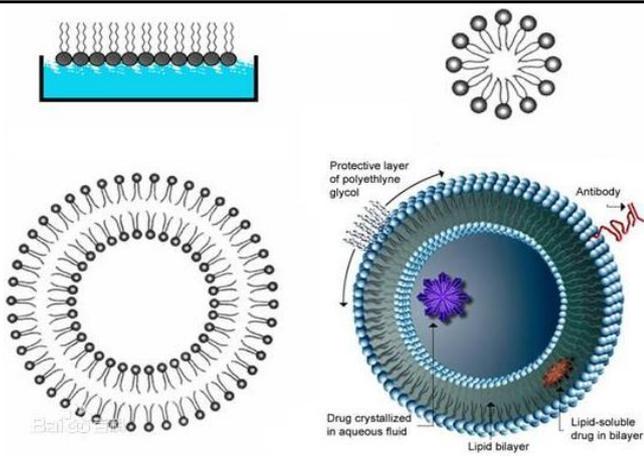


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

脂质体（liposome）是一种人工膜。在水中磷脂分子亲水头部插入水中，脂质体疏水尾部伸向空气，搅动后形成双层脂分子的球形脂质体，直径 25~1000nm 不等。脂质体可用于转基因，或制备的药物，利用脂质体可以和细胞膜融合的特点，将药物送入细胞内部。

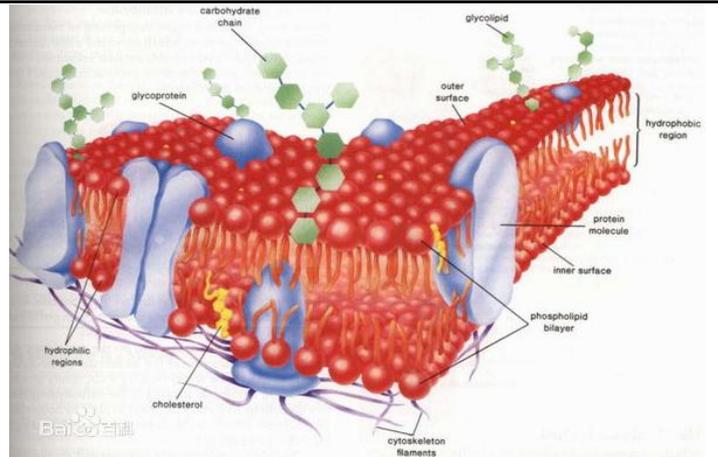
脂质体(药剂学定义): 系指将药物包封于类脂质双分子层内而形成的微型泡囊体。

图表 19: 脂质体结构示意图



资料来源：百度百科，东吴证券研究所

图表 20: 细胞膜结构示意图



资料来源：百度百科，东吴证券研究所

脂质体特点:

- 靶向性和淋巴定向性: 肝、脾网状内皮系统的被动靶向性;
- 缓释作用;
- 降低药物毒性;
- 提高稳定性。

根据 BCC 的研究, 脂质体药品的全球市场总值于 2012 年约为 15 亿美元及预期于 2017 年前按 33.7% 的复合年均增长率增加至 66 亿美元。

3.4.1 绿叶制药 (02186) 脂质体及靶向给药技术平台

绿叶制药脂质体及靶向给药技术平台专注于肿瘤靶向给药技术及脂质体技术的创新, 目前已建立起中国第一条自动化脂质体生产线。脂质体给药系统可通过以下方式, 解决众多与传统肿瘤用药方式有关的难题:

- 改善若干类型药物的溶解性;
- 保护药物化合物免于在活跃的生理环境下降解;
- 被动靶向免疫系统细胞;
- 提供持续释放;
- 利用位点排斥机制;
- 使用位点特异靶向;
- 改善亲水或电荷化合物进入细胞的渗透效果。

为支持长效及缓释技术以及脂质体及靶向给药平台，绿叶制药于 2010 年成立「长效和靶向制剂国家重点实验室」。该实验室经科技部批准，为专注于长效及缓释技术的唯一一个国家重点实验室。

力扑素为绿叶制药的专利制备紫杉醇类制剂，运用创新的脂质体给药剂，用于若干类癌症的化学治疗。根据 IMS 的统计，2014 年中国肿瘤科药品的市场总值为人民币 569 亿元，以及按收入计算，力扑素为 2014 年中国第二大最普遍采用的国产抗癌药品，同时亦为 2014 年中国最普遍采用的紫杉醇类产品，市场份额约为 42.6%。截至 2014 年 12 月 31 日，力扑素为首个及唯一获批准全球销售的紫杉醇类脂质体产品。

3.4.2 金港药业—脂质体产业平台

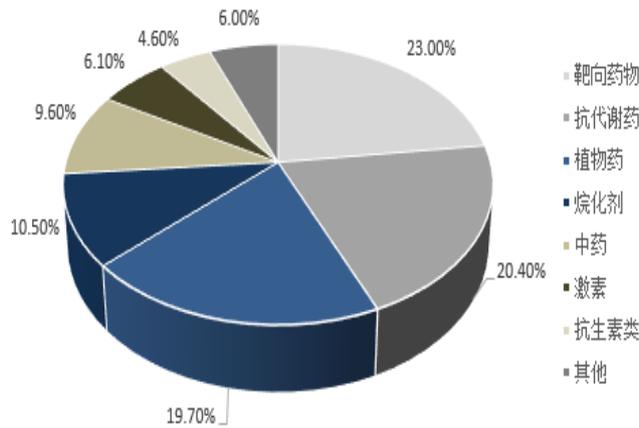
通过此次交易，景峰制药将我国抗肿瘤植物药及治疗性乳剂产业化摇篮——金港药业整合进入公司产业平台。

金港药业是我国抗癌天然药物及靶向制剂脂质体产业化摇篮和龙头企业。金港药业创新建成全世界第一条脂质体靶向抗癌药产业化生产线，比欧美早 6 年。其目前拥有年生产能力 1.5 亿支小容量注射液车间及年生产能力 1458 万支的口服液车间，通过国家 GMP 认证，生产设备处于国内领先水平。

金港药业拥有的国家注册品种榄香烯注射液、榄香烯口服乳是独家生产的中国原研专利药、国家抗肿瘤新药，已进入全国医保用药目录，属于国家“九五”、“十五”、“十一五”攻关项目，是经循证医学评价证实对肺癌、肝癌、脑瘤、鼻咽癌、食管癌、胃癌、骨转移癌、白血病、癌性胸腹水等恶性肿瘤安全有效的抗肿瘤植物药。

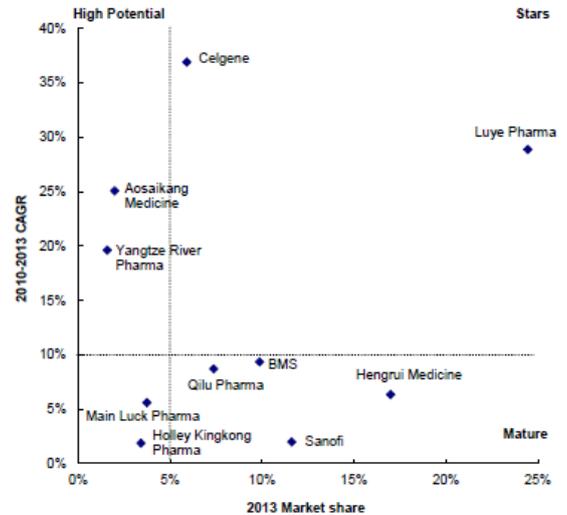
德泽药业拥有榄香烯注射液、榄香烯口服乳具有广阔的市场前景和发展潜力。2013 年抗肿瘤植物药的市场份额为 19.70%，仅次于靶向抗肿瘤药物和抗代谢药物，其 2013-2013 年复合增长率达 10%。

图表 21: Market Share of Major Anti-Cancer Drug Categories of 2013



资料来源: Citi Research and Pharma Database, 东吴证券研究所

图表 22: Market Share of Leading Plant Alkaloids Manufacturers



资料来源: Citi Research and Pharma Database, 东吴证券研究所

2013 年金港制药 (Holley Kingkong Pharma) 市场份额为 3.4%，2010-2013 年复合增长率为 2%，与绿叶制药 (02186)、恒瑞医药 (600276) 等企业相比，尚处市场开拓阶段。2013 年金港制药销售收入同比增长 13%，2014 年上半年销售收入同比增长 24%，在植物碱类抗肿瘤药物生产企业中增速位居前列，未来借助上市公司平台，我们认为金港制药营收规模将实现进一步快速增长。

图表 23: Anti-Cancer Drugs - Plant Alkaloids Leading Manufactures (植物碱类)

企业名称	2013 市场份额	2010-2013 年复合增长率	2013 年同比增长	2014H1 同比增长
绿叶制药	24.5%	29%	18%	21%
恒瑞医药	17.0%	6%	9%	8%
赛诺菲	11.6%	2%	-12%	-12%
百时美施贵宝	9.9%	9%	5%	4%
山东齐鲁制药	7.4%	9%	-1%	-11%
塞尔基因	5.9%	37%	20%	28%
深圳万乐药业	3.7%	6%	-2%	13%
大连金港制药	3.4%	2%	13%	24%
奥赛康药业	2.0%	25%	-24%	10%
扬子江药业	1.6%	20%	-5%	5%

资料来源: Citi Research and Pharma Database, 东吴证券研究所

景峰制药管理团队具有多年医药行业经验，在市场准入、销售渠道、学术及品牌营销等方面具有较强的销售资源整合能力，销售团队在之前为浙江康莱特集团有限公司提供抗肿瘤药营销顾问服务中表现突出，竞争力强。

德泽药业目前产品进入新农合目录较少，且主要销往北京、上海和浙江的三级医院，医院覆盖数量较低。通过本次交易，公司获得脂质体产业整合平台，德泽药业获得上市平台的资金、资本运作等方面的支持，为脂质体类产品的资源整合、脂质体类产品研发、脂质体类产品引进等创造了良好条件。公司将以金港药业为平台，“树立榄香烯行业领导地位，打造脂质体药物第一品牌”，我们认为前景可期。

3.5 成都金沙医院有限公司—医疗服务第一步

成都金沙医院有限公司成立于 2014 年 6 月，注册资本 1000 万元，经营预防保健科、呼吸内科专业、消化内科专业、神经内科专业、心血管内科专业、内分泌专业、老年病等专业。金沙医院又名成都妇女儿童医院、成都金沙骨科医院，是按二级甲等医院设置，属国家卫生行政部门注册认可的大型综合性医院；是成都市非营利性医院、成都市 120 急救网络医院、成都市、区医保定点医院、成都市少儿互助基金定点医院；同时也是青羊区首家惠民医院。

图表 24：成都金沙医院示意图



资料来源：百度百科，东吴证券研究所

2014 年景峰制药支付人民币 5130 万元合并成本收购成都金沙医院有限公司 90% 的权益，2015 年 3 月景峰制药完成对成都金沙医院有限公司 10% 少数股权的收购，本次收购完成后，金沙医院成为景峰制药全资子公司，公司的全资孙公司。

2014 年金沙医院实现销售收入 2558.08 万元,实现净利润 42.32 万元; 2015 年上半年公司医疗服务实现营业收入 2733.56 万元, 毛利率为 17.46%。

公司完成对成都金沙医院有限公司的收购, 向医疗服务领域迈出了第一步。我们认为公司通过多年耕耘, 在医药领域拥有丰富资源, 预计未来公司将在四川、贵州等地逐步建设医疗服务平台, 充分利用现有医生等资源, 而医疗服务平台我们认为会倾向“小综合, 强专科”的特色专科医院, 专业科室有望契合公司优势领域, 如心脑血管、骨科等领域。

4. 主要产品分析

公司目前主要生产和销售治疗心脑血管疾病的参芎葡萄糖注射液、治疗骨科疾病的玻璃酸钠注射液, 除此之外, 还拥有榄香烯注射液、榄香烯口服乳、心脑宁胶囊、乐脉丸、通迪胶囊、妇平胶囊等销售增长迅速、市场前景广阔的产品, 前述产品已成为公司产品线的重要补充。

图表 25: 景峰医药主要产品基本情况分析

药品名称	药品分类	OTC/处方药	医保	基药	新农合
参芎葡萄糖注射液	化药	处方药	26个省份增补医保(乙类)	贵州基药	20个省份
玻璃酸钠注射液	化药	处方药	国家医保(乙类)	贵州、上海基药	19个省份
镇痛活络酊	中成药	OTC	15个省份增补医保(乙类)	否	9个省份
心脑宁胶囊	中成药	处方药	国家医保(乙类)	贵州基药	11个省份
通迪胶囊	中成药	处方药	广东、广西、湖北、贵州、宁夏、上海医保(乙类)	否	5个省份
妇平胶囊	中成药	处方药	广东、广西、湖南、贵州、上海医保(乙类)	否	贵州、上海
儿童回春颗粒	中成药	处方药	天津医保(乙类)	贵州基药	贵州、天津
乐脉丸	中成药	处方药	国家医保(乙类)	贵州基药	17个省份
金鸡丸	中成药	处方药	贵州、安徽、广西医保(乙类)	贵州基药	6个省份

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司产品具有较高毛利率的特点, 2011-2014 年 6 月综合毛利率均在 83% 以上, 主要产品参芎葡萄糖注射液 2011 年、2012 年、2013 年、2014 年 1-6 月毛利率分别为 87.87%、86.04%、87.90%、89.58%; 主要产品玻璃酸钠注射液 2011 年、2012 年、2013 年、2014 年 1-6 月毛利率分别为

79.97%、80.41%、80.98%、80.68%。

图表 26: 景峰医药主要产品毛利率情况

药品名称	2014 年 1-6 月	2013 年	2012 年	2011 年
参芎葡萄糖注射液	89.58%	87.90%	86.04%	87.87%
玻璃酸钠注射液	80.68%	80.98%	80.41%	79.97%
其他	75.38%	70.17%	54.46%	41.63%
综合	86.03%	84.79%	83.94%	84.87%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

根据南方医药经济研究所数据, 景峰医药各产品所在细分市场容量 2019 年将扩充为 2012 年的 1.84~3 倍, 具体情况如下表所示:

图表 27: 景峰医药各产品细分市场容量分析

药品类型	产品名称	所在细分市场	2012 年市 场规模	2019 年预测市 场规模	市场容量扩 充倍数
心脑血管用药	参芎葡萄糖注射液	心脑血管中药注射剂 市场	451 亿元	1010 亿元	2.2 倍
	乐脉丸、心脑宁	心脑血管口服中成药 市场	332 亿元	918 亿元	2.77 倍
骨科用药	玻璃酸钠注射液	骨科关节腔注射用凝 胶市场	11.74 亿元	32.30 亿元	2.75 倍
	镇痛活络酊	骨伤科外用中成药市 场	65 亿元	168 亿元	2.58 倍
止痛用药	通迪胶囊	口服肿瘤中成药止痛 药市场	24 亿元	72 亿元	3 倍
妇科用药	妇平胶囊、金鸡丸	妇科炎症中成药市场	69 亿元	127 亿元	1.84 倍

资料来源: 南方医药经济研究所, 东吴证券研究所

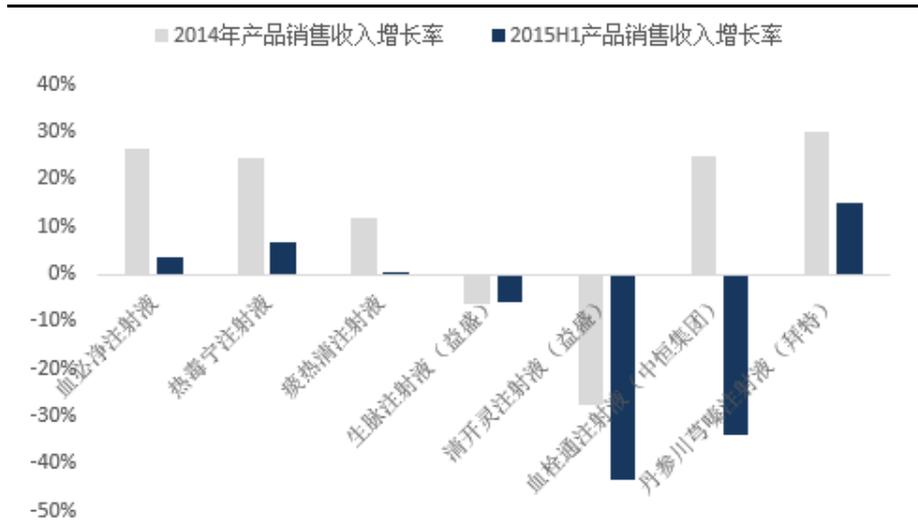
4.1 参芎葡萄糖注射液—基数大, 增速放缓

参芎葡萄糖注射液是含有化药单体及中药提取物的复方制剂, 剂型为 100ml 规格大容量注射剂, 产品含盐酸川芎嗪 100mg, 丹参素 20mg, 能够减少血小板聚集, 降低血液粘度, 加速红细胞流动, 扩张冠状动脉, 以达到改善心脑血管循环的目的, 其在心血管、脑血管、皮肤、消化、肾病、肿瘤、呼吸和骨科等临床领域均有广泛应用。目前该产品已经进入 26 个省医保目录、20 个省的新农合招标采购目录。

4.1.1 中药注射剂产品面临增长压力

2015 年上半年，国内主要中药注射剂品种销售收入增长率较 2014 年均呈现较大幅度下降。其中，血必净注射液 2014 年销售收入同比增长 26.5%，2015 年上半年同比增长 3.48%；中恒集团血栓通注射液 2014 年销量同比增长约 25%，2015 年上半年销量同比下滑约 34%；贵州拜特丹参川芎嗪注射液 2014 年销售收入增长率为 30% 以上，2015 年上半年保持近 15% 的增长，增速良好。

图表 28：主要中药注射剂产品 2014、2015H1 销售收入增长率对比图



资料来源：各公司公告，东吴证券研究所
注：血栓通注射液为销量数据

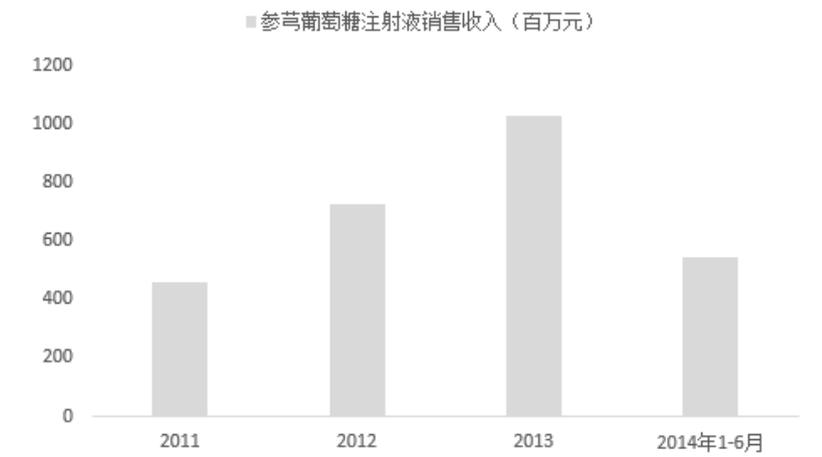
我们分析中药注射剂销售下滑主要原因有：

- 增速下滑是医药行业的整体趋势；
- 公众、媒体、医院对中药注射液不良反应的关注，国家药监总局的药品不良反应监测年度报告中，关于中药注射剂的部分更是被反复引用；
- 随着医改政策推进，限制输液病种名单，药占比、医保控费等都对中药注射液带来影响。

4.1.2 参芎葡萄糖注射液增速放缓

2011 年、2012 年及 2013 年，参芎葡萄糖注射液销售收入分别达 4.58 亿元、7.24 亿元及 10.25 亿元，2012 年、2013 年增长率分别为 58.19%、41.66%。我们测算参芎葡萄糖注射液 2014 年销售收入为 12-15 亿元，2015 年上半年销售收入为 5-7 亿元，同比增长约 10%-15%，增速放缓。我们预计 2015 年参芎葡萄糖注射液有望实现 10%-15% 的增长。

图表 29：2011-2014 年 6 月参芎葡萄糖注射液销售收入情况



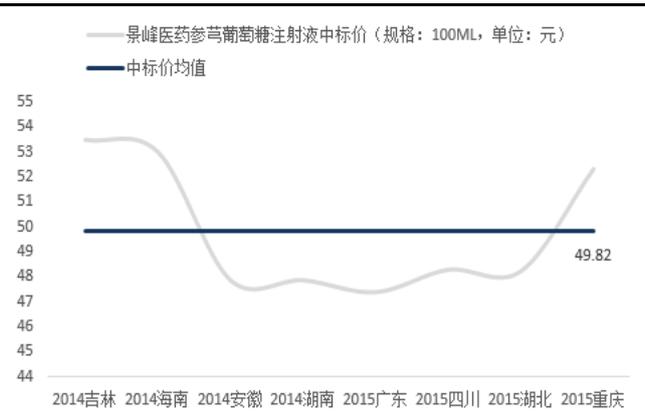
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

参芎葡萄糖注射液细分市场属于心脑血管中药注射剂市场，根据南方医药经济研究所的研究数据，预计 2012 至 2019 年我国心脑血管中药注射剂市场销售额将由 451 亿元增长至 1010 亿元，景峰注射剂生产的参芎葡萄糖注射液 2012 年市场份额为 2.86%，市场排名第七。

参芎葡萄糖注射液有两家获批生产企业，分别为贵州景峰注射剂有限公司和吉林四长制药有限公司。根据产品的主要功效和成分构成，参芎葡萄糖注射液主要竞争品种为心脑血管中药注射剂品种，包括广西梧州制药（集团）股份有限公司生产的血栓通注射剂；山东步长制药有限公司生产的丹红注射液；黑龙江牡丹江友搏药业有限责任公司生产的疏血通注射液；黑龙江珍宝岛制药有限公司生产的血塞通注射剂；上海绿谷制药有限公司生产的注射用丹参多酚酸盐注射液等。

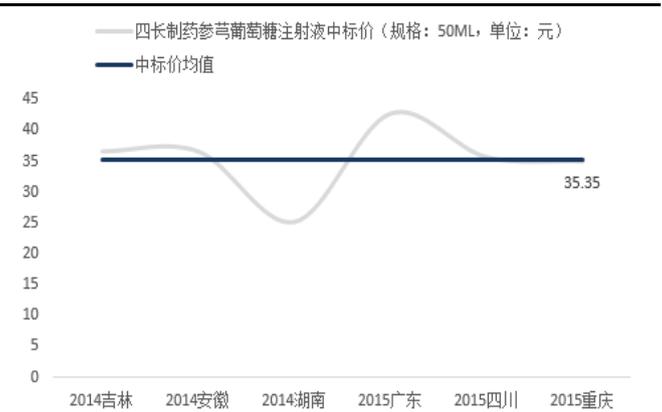
2014-2015 年 8 月公司参芎葡萄糖注射液 100ML 规格中标价均值为 49.82 元，且近期呈现上升趋势；2014-2015 年 8 月四长制药参芎葡萄糖注射液 50ML 规格中标价均值为 35.35 元。2015 年四长制药中标情况与公司相比，湖北省未中标。

图表 30: 2014-2015 年 8 月景峰医药参芎葡萄糖注射液中标价情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

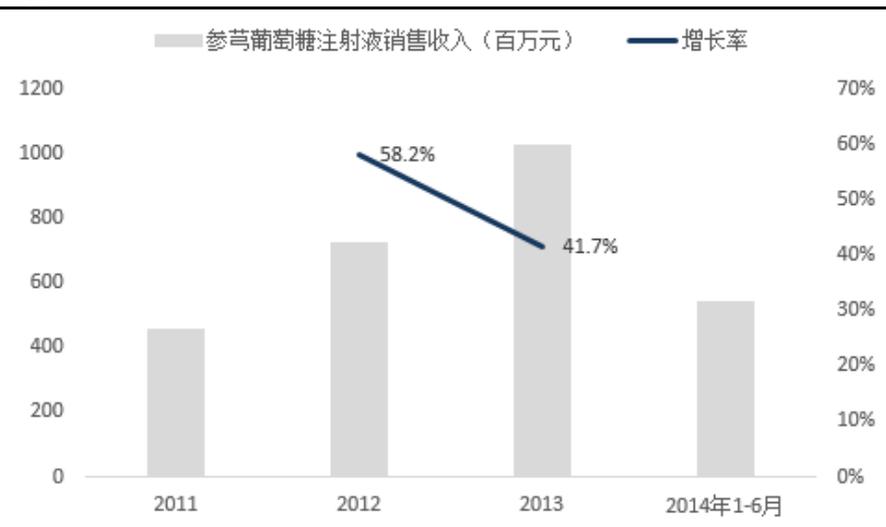
图表 31: 2014-2015 年 8 月四长制药参芎葡萄糖注射液中标价情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

2009 年以来, 景峰注射剂为开拓市场, 在扩大公司销售队伍规模的同时, 加强和代理商合作, 借力代理商的市场终端资源, 全面启动省会及地州县三级、二级医院的市场开拓, 以拓展销售网络, 通过代理模式销售比例呈增长趋势, 至 2012 年达到高峰。随着景峰注射剂主要产品基本上覆盖全国主要的大中型医院和部分县级医院, 景峰注射剂自 2013 年开始销售转型, 加大自营模式的力度, 逐步降低代理模式的份额, 控制通过代理销售的规模, 对销售参芎葡萄糖注射液的景峰药品销售的年度销售规模控制为约 800 万瓶。预计未来景峰药品销售有限公司销售的参芎葡萄糖注射液产品数量在景峰制药整体销售规模中占比将逐步降低。

图表 32: 随景峰注射剂营销转型参芎葡萄糖注射液销售收入及增长率变化



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2 玻璃酸钠注射液

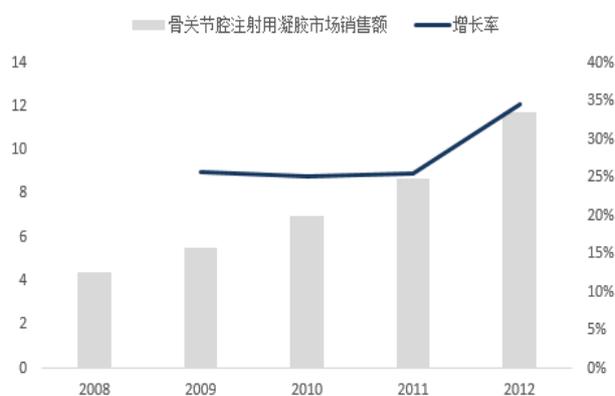
玻璃酸钠注射液主要用于重塑关节内环境和轻中度骨性关节炎，能够润滑关节腔、增加关节活动度、吸收微小粒子和特殊残渣、限制炎症介质扩散从而达到改善关节内环境的作用。同时该产品具有术后防粘连的功效，生物相容性较好。玻璃酸钠注射液为全国医保产品，目前该产品已经进入全国 19 个省的新农合招标采购目录。

治疗骨关节炎的常用药物有四类：镇痛剂、NSAIDs（非甾体类抗炎药）、关节腔内注射类固醇激素和骨科关节腔注射用凝胶。目前我国治疗骨关节炎的药物中，市场份额最高的是 NSAIDs，其次是关节腔注射用凝胶，最后是镇痛剂和注射激素。目前，NSAIDs 的市场份额正在逐渐萎缩，关节腔注射用凝胶市场增长快速。玻璃酸钠注射液细分市场属于骨科关节腔注射用凝胶市场。景峰制药生产的玻璃酸钠注射液 2012 年市场份额为 24.97%，市场排名第二。

骨关节炎是最常见的一种关节疾病。全世界有 3.6 亿骨关节炎患者。我国约 1.2 亿人正在经受着骨关节炎的折磨，60 岁以上老人中，就有一半以上的人患有该病。女性发病率高于男性。近年来，由于人口老龄化程度提高和骨关节炎的高患病率，我国骨科关节腔注射用凝胶市场规模迅速扩大，2008 至 2012 年间，我国骨科关节腔注射用凝胶市场销售额由 2008 年的 4.42 亿元增长至 2012 年的 11.74 亿元，年复合增长率达 27.65%。

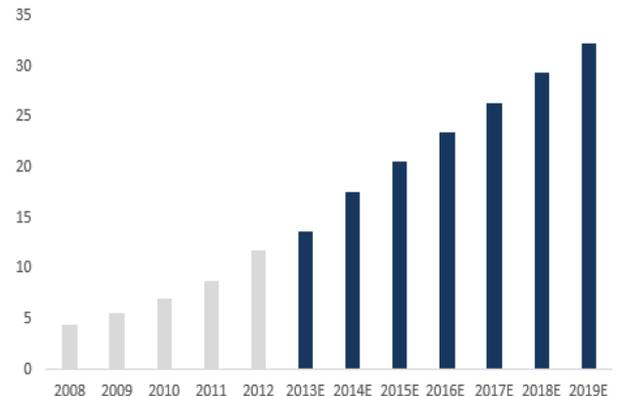
作为一个渐入老龄化社会的人口大国，中国已进入骨关节炎发病的普遍流行时期，预计至 2019 年我国骨关节炎患病率将上升至约 7%，以 2019 年中国拥有 13.85 亿人口计算，其中约有 9695 万人患有骨关节炎疾病。根据南方医药经济研究所的研究数据，预计 2012 至 2019 年我国骨科关节腔注射用凝胶市场销售额将由 11.74 亿元增长至 32.30 亿元，为 2012 年的 2.75 倍，复合增长 15.5%。

图表 33: 2008-2012 年我国骨科关节腔注射用凝胶市场销售额变化分析 (单位: 亿元)



资料来源: 南方医药经济研究所, 东吴证券研究所

图表 34: 2013-2019 年我国骨科关节腔注射用凝胶市场发展预测 (单位: 亿元)

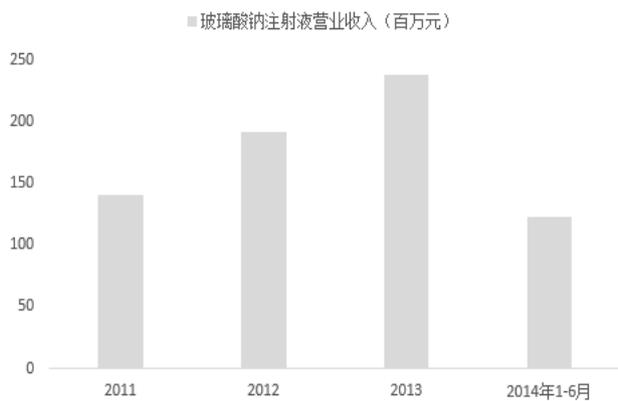


资料来源: 南方医药经济研究所, 东吴证券研究所

公司玻璃酸钠注射液近年来销售收入增长迅速，2011 年、2012 年及 2013 年销售收入分别达 1.41 亿元、1.91 亿元及 2.37 亿元，2012 年、2013 年增长率分别为 35.82%、24.00%。

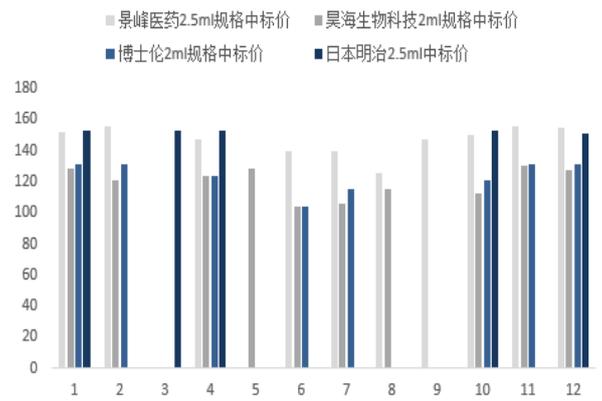
公司生产的玻璃酸钠注射液主要竞争对手为山东博士伦福瑞达制药有限公司、上海昊海生物科技股份有限公司、日本生化学工业株式会社。2014-2015 年 8 月公司生产的 2.5ML 规格玻璃酸钠注射液中标价均值为 146.81 元，除广东省外，其它省份中标价格维护良好。2014-2015 年 8 月昊海生物科技生产的 2ML 规格玻璃酸钠注射液中标价均值为 119.67 元，中标价格维护良好。2014-2015 年 8 月博士伦福瑞达生产的 2ML 规格玻璃酸钠注射液中标价均值为 123.70 元，中标价较同规格昊海生物科技高，中标省份较景峰医药、昊海生物科技少。2014-2015 年 8 月日本明治制药株式会社小田原工厂生产的 2.5ML 规格玻璃酸钠注射液中标价均值为 152.15 元，中标价较同规格景峰医药高，其中标省份最少，价格维护最好。

图表 35: 2011-2014 年 6 月景峰医药玻璃酸钠注射液销售收入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 36: 2014-2015 年 8 月景峰医药、昊海生物、博士伦、日本明治玻璃酸钠注射液中标价情况



资料来源：药智网，东吴证券研究所

我们测算 2014 年公司玻璃酸钠注射液销售收入约 4.5-5.5 亿元，2015 年上半年销售收入约 2-3 亿元，预计 2015 年玻璃酸钠注射液有望实现 15%-25% 的增长。

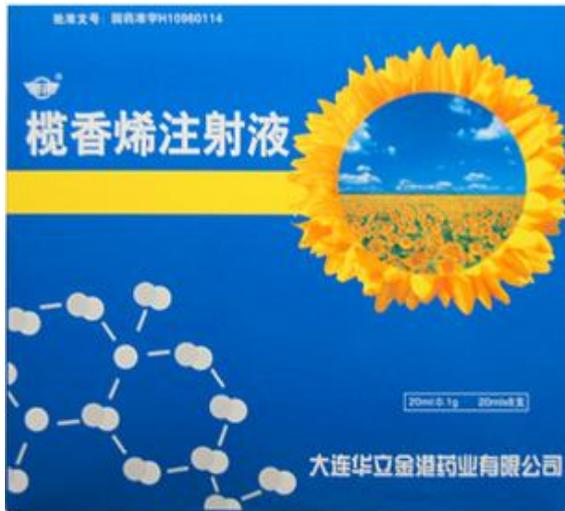
玻璃酸钠注射液的销售瓶颈在于该产品需骨科医生进行注射，一定程度上限制了玻璃酸钠注射液的广泛应用，公司在研品种 HA1（交联玻璃酸钠注射液）为骨关节炎长效预防及治疗产品、玻璃酸钠新技术产品；HA2（玻璃酸钠曲安奈德复方注射剂）为骨关节炎长效治疗产品、玻璃酸钠升级产品，两者均为公司独家产品，国家一类新药，注射周期为半年一次，且价格与玻璃酸钠注射液半年使用价格相近，如 HA1、HA2 可顺利实现生产销售，我们认为将打破现有市场格局及实现产品销售收入大

幅增长。

4.3 榄香烯脂质体系列产品

金港药业榄香烯产品分为榄香烯注射液（20ml，100mg 规格，价格 170 元/支）及榄香烯口服乳（20ml，200mg 规格，价格 226 元/支）两种剂型，不同剂型可满足不同使用需求，榄香烯口服乳易服用且携带方便，可用于患者出院后治疗，与榄香烯注射液具有一定协同性。

图表 37: 榄香烯注射液示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 38: 榄香烯口服乳示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

4.3.1 榄香烯注射液

榄香烯脂质体注射液是从姜科植物温郁金中提取的抗癌有效成分的单方制剂，剂型为 20ml:100mg 的小容量注射液，主要成分为 β -榄香烯，并有少量的 γ 、 δ -榄香烯。与中药抗肿瘤药物相比，榄香烯注射液具有分子式和分子量明确，作用机理明确的优势。其分子式为 $C_{15}H_{24}$ ，分子量为 204.35，主要生物学活性为降低肿瘤细胞有丝分裂能力，诱发肿瘤细胞凋亡，抑制肿瘤细胞的生长。

因榄香烯化学结构式中只含碳元素和氢元素，不含常见化疗药物的蒽环苯环等毒性基团，不会引起骨髓抑制，血小板下降，以及心、肝、肾功能的损害。榄香烯注射液是脂质体剂型，能靶向性选择肿瘤细胞，对肿瘤细胞的 IC50 值为 20-50 μ g/ml，对外周血白细胞（人体正常细胞）IC50 值大于 250 μ g/ml，故榄香烯在杀伤肿瘤细胞的情况下，对人体正常细胞无损失作用。

药理实验表明，腹腔注射榄香烯乳对肿瘤细胞的 DNA、RNA 及蛋白质合成有明显的抑制作用。该药还能直接作用于细胞膜，使肿瘤细胞破裂，可以改变和增强肿瘤细胞的免疫原性，诱发和促进机体对肿瘤细胞的免疫反应。该产品结构与紫杉类抗肿瘤植物药类似，但无毒性基团，分子量只有紫杉醇的 1/4,80% 经过肺脏代谢，能通过血脑屏障，并渗透到骨组织，适应症广，用法多，合并放化疗对肺癌、肝癌、鼻咽癌、骨转移癌、脑瘤等恶性肿瘤具有增强疗效、降低毒副作用的效果；同时榄香烯可以用于介入、腔内以及癌性胸腹水的治疗。

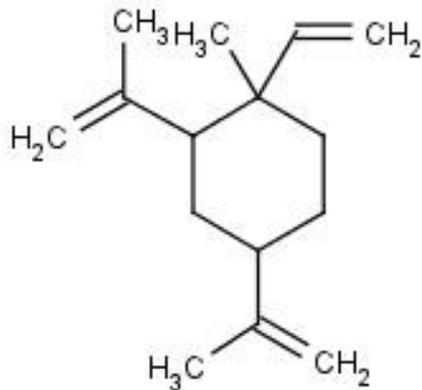
生物碱类抗肿瘤药物中，榄香烯 2013 年市场份额为 3.5%，位列第三，2010-2013 年复合增长率 3%，2013 年同比增长 16%，2014 年上半年同比增长 37%，增速最快。

图表 39: Top-Selling Anti-Cancer Drugs - Plant Alkaloids (植物碱类)

药品名称	2013 市场份额	2010-2013 年复合增长率	2013 年同比增长	2014H1 同比增长
紫杉醇	49.3%	15%	5%	13%
多西他赛	42.3%	5%	-1%	-1%
榄香烯	3.5%	3%	16%	37%
长春瑞滨	2.0%	-7%	-8%	-11%
长春地辛	0.8%	12%	7%	4%
羟喜树碱	0.8%	-8%	-15%	-7%
依托泊苷	0.5%	9%	7%	10%
托泊替康	0.5%	-17%	-19%	-35%

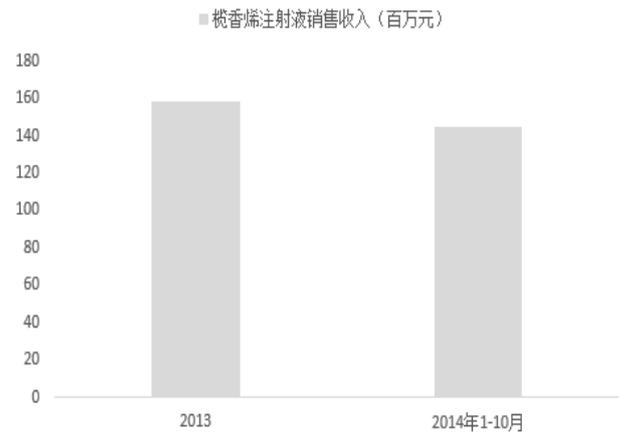
资料来源：Citi Research and Pharma Database，东吴证券研究所

榄香烯属国家医保西药乙类产品，已进入 8 个省的新农合招标采购目录。2014 年 1-10 月，榄香烯注射液实现销售收入 1.45 亿元，预计 2015 年上半年实现销售收入 1 亿元左右，全年有望实现销售收入 2-3 亿元。考虑到榄香烯注射剂 10 亿级成长空间及金港药业脂质体产业平台，我们认为随着榄香烯产品整合入公司的混合制营销模式，未来 2-3 年榄香烯注射液将得到快速发展。

图表 40: β -榄香烯结构式

资料来源: 中国化工制造网

图表 41: 2013-2014 年 10 月榄香烯注射液销售收入



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

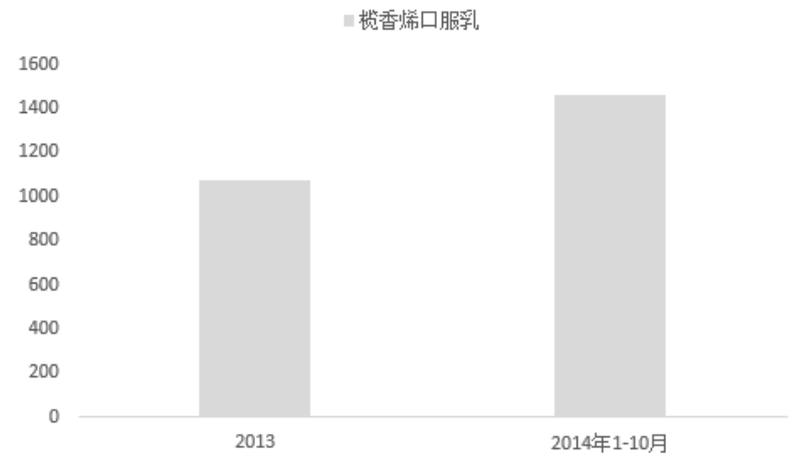
4.3.2 榄香烯口服乳

榄香烯口服乳是从姜科植物温郁金中提取的抗癌有效成分的单方制剂, 榄香烯脂质体口服乳跟所有的抗肿瘤口服剂型相比是目前唯一脂质体剂型的口服抗肿瘤药物, 规格为 20ml:200mg, 主要成分为 β -榄香烯, 并有少量的 γ 、 δ -榄香烯, 与榄香烯注射剂相比, 具有携带方便、易服用等特点, 用于病人出院后治疗使用, 与榄香烯注射剂具有一定协同作用。

榄香烯口服乳具有分子式和分子量明确, 作用机理明确的优势, 其分子式: $C_{15}H_{24}$, 分子量: 204.35, 主要生物学活性为降低肿瘤细胞有丝分裂能力, 诱发肿瘤细胞凋亡, 抑制肿瘤细胞的生长。本品用于胃癌、食管癌、贲门癌、肠癌等消化道肿瘤的治疗, 以及消化道、呼吸道、妇科及头颈部肿瘤围手术期化疗, 术后复发、转移的预防用药, 并可用于各种胃癌、食道癌、肠癌、肝癌等恶性肿瘤的癌前病变防治。

目前该产品属国家医保西药乙类, 已进入内蒙古的新农合招标采购目录。2014 年榄香烯口服乳实现销售收入 1464.45 万元, 随着榄香烯产品整合入公司的混合制营销模式, 我们认为榄香烯产品将得到快速发展。

图表 42：2013-2014 年 10 月榄香烯口服乳销售收入



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.4 积极外延，丰富产品线

景峰制药主要产品包括参芎葡萄糖注射液及玻璃酸钠注射液，2011 年、2012 年、2013 年、2014 年 1-6 月上述两类产品的销售收入占景峰制药营业收入的比例分别为 97.43%、96.96%、88.95% 和 84.86%，景峰制药主要产品市场竞争优势明显，主营业务相对集中。

为解决公司产品结构单一问题，公司积极寻求收购产品品种与公司发展战略和主营业务相符的制药公司，丰富产品种类；另一方面，公司通过自身的研发，积极申报新产品生产批件以获得后续品种，2015 年上半年公司合计已报生产品种达到 12 个，已报临床品种 5 个。

公司 2008-2015 年各年度主要新增产品情况如下：

图表 43：2008-2015 年景峰医药各年度主要新增产品情况

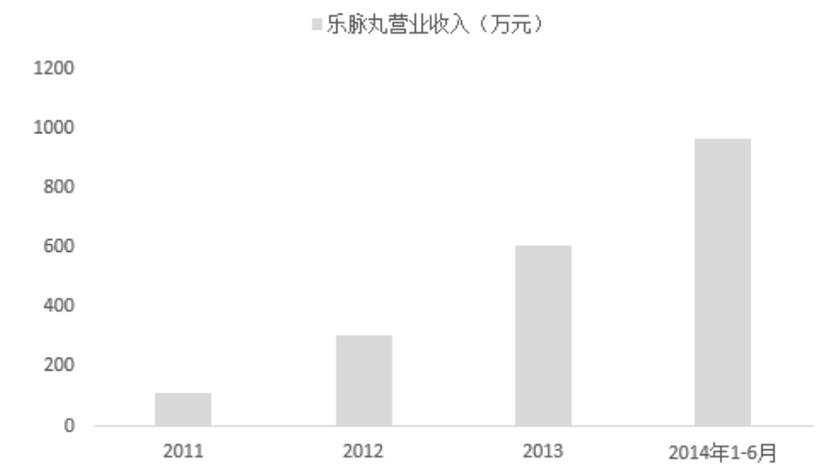
时间	产品	说明
2008	参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液、镇痛活络酊、玻璃酸钠原料药、骨筋丸胶囊	-
2013	乐脉丸、金鸡丸、盐酸纳洛酮注射液、心脑宁胶囊、通迪胶囊、妇平胶囊、冰棍伤痛气雾剂、儿童回春颗粒、复方柳唑气雾剂、消炎利胆胶囊、医用透明质酸钠凝胶	新增
2014	注射用克林霉素磷酸酯、注射用单磷酸阿糖腺苷	新增
2015	榄香烯注射液、榄香烯口服乳、血康口服液、精苓口服液	新增

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

目前公司已拥有较为丰富的产品品种且产品前景良好。其中镇痛活络酊、心脑宁胶囊、通迪胶囊、妇平胶囊、冰棍伤痛气雾剂、复方柳唑气雾剂等 6 种产品为公司独家产品。乐脉丸是国家首批微丸剂型工艺产

品，被行业喻为心脑血管口服注射剂；心脑宁胶囊选用多味贵州高原天然道地药材，品质优良，是景诚制药全国独家产品、国家专利产品；镇痛活络酊主治舒筋活络，是景峰制药母公司的全国独家产品；通迪胶囊为纯植物镇痛剂，是景诚制药全国独家产品、国家专利产品；妇平胶囊也是景诚制药的全国独家专利产品。

图表 44：2011-2014 年 6 月乐脉丸销售收入情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

另外，德泽药业血康口服液是国家中药保护品种，具有明显的调解机体免疫功能，增强机体代谢，加速血浆复钙时间，促进血小板生成，升高血小板，改善血小板形态，对原发性和继发性血小板减少症以及各种出血症疗效确切，使用方便；精苓口服液为独家产品，能改善脑血液循环，增加脑细胞能量代谢，抗急性脑缺氧，调节单胺类神经递质的浓度，提高思维能力，增强记忆力，集中注意力，减少多动、冲动，有补益心肾、养血调肝、健脑益智之功效，主要用于治疗儿童多动症、智力低下、注意力不集中、自闭症、孤独症等儿童智力结构缺陷症，并对成人脑功能性退化、老年性痴呆、血管性痴呆具有良好疗效。上述两个产品亦作为公司产品梯队的重要后备力量。

5. 混合制营销模式助力产品增长

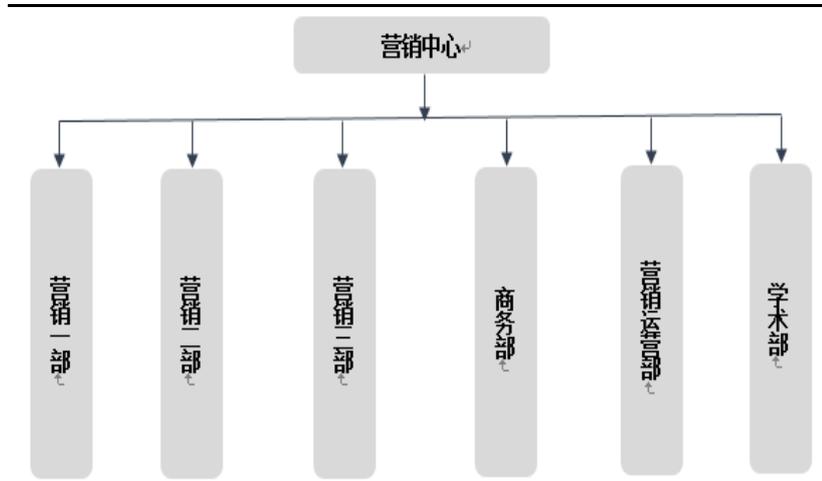
公司在市场准入、销售渠道、学术及品牌营销、财务结算统一控制的前提下，终端销售采取充分资源整合的涵盖自营、外包和代理的混合型销售模式。

在自营模式下，公司利用自建终端销售队伍进行产品的专业学术推广，外包模式下公司将专业学术推广工作外包给职业销售代表，上述两种模式下，产品的销售推广依赖于公司终端渠道、学术资料、培训等资

源。在公司终端资源相对薄弱的地区，公司与医药销售公司进行合作推广产品，以代理模式销售产品。目前自营、外包营业收入占整体营业收入比重约 70%，代理销售模式收入约占整体收入的 30%。根据公司规划，未来公司将更多地采用自营和外包方式进行产品销售，代理模式比重将逐渐下降，然而我们认为未来公司产品在渠道下沉方面仍需依靠代理模式的资源优势，短期内并不会完全取消代理销售模式。

营销网络的建立健全是医药企业提升自身竞争力的重要手段之一。经过多年的发展，公司已经形成由营销一部、营销二部、营销三部、商务部、营销运营部及学术部六个部门组成的营销中心。

图表 45：景峰医药营销结构图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司加大市场准入队伍建设，建立专门研究政府政策趋势和监管要求的市场准入队伍，大幅扩展主要产品中标省份、进入医保目录、新农合目录的范围，为公司拓展潜在市场奠定良好的基础。

2014 年公司参芎葡萄糖注射液已进入 26 个省医保目录、20 个省的新农合目录、销售渠道已覆盖超过 6000 家医院；玻璃酸钠注射液为全国医保产品、进入全国 19 个省的新农合目录、已覆盖超过 3500 家医院。

公司除继续拓展主打产品参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液市场准入外，还将利用已有的市场准入优势，拓展其他产品进入更多的省级行政区医保目录和新农合目录，同时，积极拓展医院终端网络，增加药品医院覆盖率，实现公司药品销售收入的持续增长。目前公司乐脉丸、心脑宁胶囊已经进入全国医保目录，镇痛活络酊、通迪胶囊、如平胶囊分别进入 15 个、6 个、5 个省份医保目录；乐脉丸、心脑宁胶囊、镇痛活络酊、通迪胶囊、如平胶囊分别进入 17 个、11 个、9 个、5 个、2 个省份新农合目录。

图表 46: 景峰医药主要产品市场准入情况

药品名称	医保	基药	新农合
参芎葡萄糖注射液	26个省份增补医保（乙类）	贵州基药	20个省份
玻璃酸钠注射液	国家医保（乙类）	贵州、上海基药	19个省份
镇痛活络酊	15个省份增补医保（乙类）	否	9个省份
心脑宁胶囊	国家医保（乙类）	贵州基药	11个省份
通迪胶囊	广东、广西、湖北、贵州、宁夏、上海医保（乙类）	否	5个省份
妇平胶囊	广东、广西、湖南、贵州、上海医保（乙类）	否	贵州、上海
儿童回春颗粒	天津医保（乙类）	贵州基药	贵州、天津
乐脉丸	国家医保（乙类）	贵州基药	17个省份
金鸡丸	贵州、安徽、广西医保（乙类）	贵州基药	6个省份

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

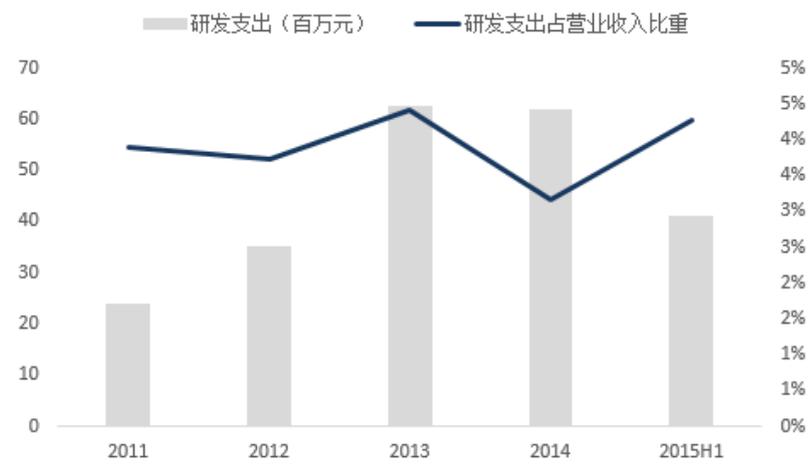
公司目前尚面临各产品销售网络覆盖程度不均衡、县级以下医院覆盖率较小等问题，随着公司产品品种的丰富，营销网络的扩充及整合，未来有望在增加各产品销售终端的覆盖度的同时进一步提升公司品牌的知名度和影响力。

6. 研发投入大，在研产品质优

公司坚持可持续发展道路，高度重视研发建设投入，除设立专门的研发部门，建立自身研发团队，还积极联合复旦大学、上海中医药大学、中科院上海药物研究所、北京协和医院、GarbylanBiosurgery、华南生物工程中心等知名高校、专业研究机构构建深度合作关系，形成产学研一体的研发体系，并结合公司生产、营销体系，着重于将研发成果转化为产能。

2015年上半年公司研发投入4117.41万元，同比增长118.15%，占营业收入比重的4.27%。

图表 47：2011-2015H1 景峰医药研发支出情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年上半年，公司在研主要产品涵盖心脑血管、骨科、医疗器械、抗病毒、抗肿瘤、糖尿病的等多个疾病治疗领域，合计已报生产品种达到 12 个，已报临床品种 5 个。

图表 48：景峰医药主要在研产品情况

产品领域	主要产品	研发进度	备注
心脑血管	黄芪甲苷葡萄糖注射液	已报生产	用于冠心病治疗，国家一类新药，独家心脑血管注射剂
骨科	HA1	临床前研究	骨关节炎长效预防及治疗产品，国家一类新药，玻璃酸钠新技术产品
	HA2	临床前研究	骨关节炎长效预防及治疗产品，国家一类新药，玻璃酸钠新技术产品
抗病毒	恩替卡韦片	已报生产	乙肝治疗药物
过敏性哮喘	AAFP(重组人免疫球蛋白和Fc融合蛋白注射液)	一期临床	治疗哮喘。不仅取得中国专利，还取得美国、澳大利亚、日本专利。生物制品一类新药。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2014 年 3 月，贵州省食品药品监督管理局受理公司黄芪甲苷项目报生产资料，并完成项目工艺质量研究、药理毒理研究、临床试验基地的现场核查，2014 年 6 月，贵州省食品药品检验所完成该产品的标准复核，2014 年底该项目报生产资料寄送国家食品药品监督管理局，并确定按特殊审批品种审评。

玻璃酸钠注射液的销售瓶颈在于该产品需骨科医生进行注射，一定程度上限制了玻璃酸钠注射液的大幅销售，公司在研品种 HA1（交联玻璃酸钠注射液）为骨关节炎长效预防及治疗产品、玻璃酸钠新技术产品；

HA2(玻璃酸钠曲安奈德复方注射剂)为骨关节炎长效治疗产品、玻璃酸钠升级产品,两者均为公司独家产品,国家一类新药,注射周期为半年一次,且价格与玻璃酸钠注射液半年使用价格相近,如 HA1、HA2 可顺利实现生产销售,我们认为将打破现有市场格局及实现产品销售收入大幅增长。

为配合公司生化药、中药、医疗健康、医疗器械四大板块战略集群的发展思路,公司研发触角开始伸向生物及医疗器械新产品的开发领域。公司孙公司杭州嘉伟生物制品有限公司是中国医用透明质酸钠生物制品领域起步较早的生产企业之一,专业生产医用透明质酸钠凝胶和医用交联透明质酸美容针剂。我们认为公司未来有望在玻尿酸、透明质酸等化妆品领域有所涉猎,同时公司亦有望研发中小型医疗设备等产品。

7. 对外投资

公司为抓住医药行业的整合机会,紧密围绕公司的发展战略,加力产品并购,以及上下游的整合,拟参与设立【**股权投资基金合伙企业(有限合伙)(以工商注册核准名称为准)】。

该基金的目标认缴出资总额为人民币 5 亿元;其中公司或公司全资子公司拟出资不超过 1.8 亿元人民币作为有限合伙人之一参与股权投资基金;公司全资子公司上海琦景投资管理有限公司出资 300 万元,作为股权投资基金普通合伙人;公司董事、副总经理刘华作为有限合伙人拟与股权投资基金管理团队共同设立【GP2】(暂定名)出资 200 万元参与投资股权投资基金,并作为股权投资基金的普通合伙人;公司董事长、总经理叶湘武等其他高级管理人员及部分员工拟以直接出资或成立有限合伙企业间接出资等方式出资 1000-4000 万元,作为有限合伙人之一参与到股权投资基金;其他投资方作为其他有限合伙人参与到股权投资基金。

股权投资基金专注投资于制药、医疗服务、医疗器械、移动医疗等大健康领域企业,以股权投资为主,并以投资新三板企业及战略伙伴企业在 A 股市场定增为补充。经营范围为:从事对未上市企业的投资,对已上市公司非公开发行股票的投资及相关咨询服务,股权投资,企业管理及投资咨询,资产管理;投资管理。(以工商登记为准)

此次投资是公司发展模式创新,将在充分发挥各方优势、实现共赢,有利于公司抓住医药行业的整合机会,紧密围绕公司的发展战略,加力产品并购,实现上下游的整合,巩固和提高公司的行业地位,有利于公司长远发展和战略实现。

8. 大股东增持

基于对公司内在价值的判断和未来发展前景的信心，同时稳定公司股价，维护全体股东利益。叶湘武先生通过“万家共赢~兴业银行---景峰 1 号资产管理计划”增持公司股份 528.03 万股，增持均价约 14.26 元，增持总金额 7528.68 万元，增持变动数占公司总股本的 0.66%。长城公司通过“长城国瑞证券长诚 1 号定向资管计划”增持公司股份 894.73 万股，增持均价约 12.99 元，增持总金额 11621.63 万元，增持变动数占公司总股本的 1.12%。

9. 盈利预测

- 2014 年参芎葡萄糖注射液销售收入约 12-15 亿，预计 2015 年增长 10%-15%；
- 2014 年玻璃酸钠注射液销售收入约 4.5-5.5 亿，预计 2015 年增长 15%-25%；
- 2014 年 1-10 月榄香烯注射液销售收入 1.45 亿，预计 2015 年实现销售收入 2-3 亿元。

我们预计景峰医药（000908）2015-2018 年营业收入分别为 24.45 亿、28.50 亿、32.78 亿、37.69 亿，实现净利润 2.94 亿、3.47 亿、4.06 亿、4.71 亿，EPS 分别为 0.37、0.43、0.51、0.59，对应 2015-2018 年 PE 为 37.16 倍、31.48 倍、26.91 倍、23.20 倍。

我们认为景峰医药（000908）销售实力强大，主产品参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液销售相对稳健，榄香烯注射液 10 亿级成长空间，借助公司销售平台有望实现快速增长。公司积极延伸产业链布局医疗服务平台，成立并购基金，外延预期强烈，大股东增持彰显发展信心，然而考虑到德泽药业整合风险及中药注射剂招标降价风险，我们给予公司“增持”评级。

10. 风险提示

- （1）药品价格下降的风险；
- （2）经营成本上升的风险；

(3) 德泽药业整合风险;

(4) 新产品开发的风险。

景峰医药 (000908) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	1932	2178	2456	2812	营业收入	2445	2850	3278	3769
货币资金	983	867	982	1013	营业成本	465	576	693	817
应收账款	753	883	921	935	营业税金及 附加	37	44	50	57
存货	195	205	215	225	销售费用	1257	1417	1585	1788
非流动资产	1539	1824	2133	2402	管理费用	267	302	341	385
长期股权投资	124	124	124	124	财务费用	41	55	70	82
固定资产	352	435	487	579	投资收益	3	4	5	6
无形资产	702	723	758	784	营业利润	381	460	544	646
在建工程	116	139	157	176	营业外净收 入	12	12	12	12
资产总计	3534	3783	3977	4150	利润总额	393	472	556	658
流动负债	976	1113	1320	1478	所得税费用	62	78	94	121
短期借款	512	678	813	924	少数股东损 益	37	47	56	66
应付账款	153	289	421	588	归属母公司 净利润	294	347	406	471
非流动负债	302	411	523	642	EBIT	395	479	562	663
长期借款	185	185	185	185	EBITDA	413	362	431	495
其他	174	198	207	223	重要财务估 值指标	2015E	2016E	2017E	2018E
负债总计	1235	1456	1675	1912	EPS	0.37	0.43	0.51	0.59
少数股东权益	102	122	145	169	每股净资产	2.57	2.82	3.14	3.39
归属母公司股 东权益	2078	2254	2466	2785	ROIC(%)	15.4%	16.2%	17.4%	18.4%
负债和股东权 益总计	3367	3599	3876	4021	ROE(%)	14.8%	15.4%	16.2%	17.1%
现金流量表(百 万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	净利润率(%)	12.02%	12.18%	12.40%	12.4%
经营活动现金 流	85	104	115	109	ROA(%)	10.1%	10.9%	11.4%	11.7%
投资活动现金 流	-643	-575	-689	-643	资产负债率	32.2%	34.8%	33.6%	37.5%
筹资活动现金 流	967	785	698	856	收入增长率	24.89%	16.59%	15.43%	15.12%
现金净增加额	574	489	543	598	PE	37.16	31.48	26.91	23.20
折旧和摊销	30	40	50	60	PB	5.1	4.8	4.6	4.5
投资损失					P/S	5.9	5.3	5.0	4.6

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。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。

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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

