

新总裁新战略， 业绩略超预期

昆药集团（600422）

推荐 维持

核心观点：

1. 前三季度净利润增速略超预期

2015 年前三季度公司实现营收 33.25 亿元（+8.91%），实现归属于母公司净利润 3.11 亿（+58.76%），归属于母公司扣非后净利润 2.81 亿（+71.9%），收入和净利润持续改善。受益于主要原材料三七价格持续走低和组织架构调整，公司整体毛利率继续增加至 37.47%（提升 5.68 个百分点）。公司处于营销变革的阶段，对内调整销售架构，完善激励机制激发员工动力，对外调整营销模式，细化招商策略取代省级代理，对收入及净利润的增长产生了积极的作用。

2015 年 Q3 公司收入 11.36 亿元（+13.14%），归母净利润 0.90 亿（+68.86%），归母扣非净利润 0.80 亿（+77.78%），收入和利润增速持续提升。

2. 新总裁上任突出新战略定位，转型中孵育口服药大品种，以产品集群方式推动品种多渠道发展

（一）三七总皂苷类持续高增长，其中注射剂型受益于中恒渠道变动，血软胶囊成增长新亮点

血塞通冻干粉针受益于中恒人事变动带来的渠道增长。今年三七总皂苷中药注射剂受招标降价和医保控费影响，行业整体略下滑，但昆药和珍宝岛因中恒渠道转换而因此受益。中恒集团的血栓通一度为销售额最高的三七总皂苷类品种，但今年受控制人变动等影响，前三季度销量同比下滑 51%。

血塞通软胶囊销售额同比高速增长，是公司未来重点孵育的口服药大品种。该产品用于预防脑卒中，生物利用度好、含量高，在口服剂型中性价比高。心脑血管用药在我国都被纳入处方药管理，但该品种从适应症和人群来看非常适合 OTC 推广方式，有望借助互联网子公司构建医生社群和患者社群，更好拓宽渠道应用。血软胶囊此前受制于成本较高而滞后推广，但近年随着三七价格的显著下降而获得更多关注。血软胶囊目前在全国只进入了 15 个省医保，未来增长空间大。

（二）昆中药持续增长

昆中药预计前三季度增速逾 20%，高增长得益于营销和品牌改革及成梯队的产品贡献。昆中药有共 14 个独家品种，其中 3 个过 5000 万的主打品种，分别为舒肝颗粒（销售额过亿）、板蓝清热颗粒（5000 万左右）和清肺化痰丸（5000 万左右）；7 个销售额在 2000-5000 万之间的二线品种。公司由过去只注重 OTC 过渡到加强医院产品线；品牌力借助于昆中药获得明显提升；公司加强昆中药管理，队伍有所扩充。

分析师

李平祝

lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

霍辰伊

huochenyi@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.10.30

A 股收盘价(元)	33.67
A 股一年内最高价(元)	51.50
A 股一年内最低价(元)	23.59
上证指数	3382.56
市净率	3.93
总股本(亿股)	3.94
实际流通 A 股(亿股)	3.40
流通 A 股市值(亿元)	115

相关研究

（三）新总裁上任突出公司新战略定位，定增过会稳固大股东股权结构

戴晓畅于9月11日起受聘为公司新任总裁，原总裁袁总另有任用。戴总有生物和化学的专业背景，也有中药现代化的经验，于2005年加入公司，任贝克诺顿总经理，将贝克诺顿营销范围扩充国内和东南亚市场。戴总的上任是公司国际化战略的集中体现，夯实公司的新战略定位“聚焦心脑血管、专注慢病领域内的国际化药品提供商”。公司在国际化方向有两个主要平台，其中贝克诺顿定位为公司化药和生物药国际化的平台，青蒿素类产品依托非洲和东南亚等渠道发力国际植物药市场。公司将以植物药为核心，以仿制药再创新和生物药国际化为发展方向，在心血管、糖尿病、肿瘤等治疗领域提供国际化的产品和服务。

公司定增近期获通过，**大股东华方医药持股比例由18.9%升至30.1%**，大股东的掌控力有效提升。华立集团自2002年掌管昆药以来，开展持续将公司做好的体制，保证股权结构稳定，内部激励机制完善，对公司的稳定健康发展有长远意义。

（四）屠呦呦获诺贝尔医学奖，我国青蒿素类产品在国际抗疟市场有望逐步发力

我国药学家屠呦呦获今年诺贝尔医学和生理学奖，是对我国新药研发和国力的认可，有望推动青蒿素类产品的国际化。华立集团提早布局青蒿素产业链，推动产业整合发展。自2000年起，华立便陆续入主重庆武陵山制药厂、湖南吉首制药厂、北京科泰、昆明制药等企业。2004年WHO正式把青蒿素列为一线指导用药，华立集团的青蒿素类抗疟药也进入WHO目录，但由于没有通过PQ认证，导致制剂始终更无法进入国际大宗采购。2006年，华立集团已整合成功从种植到国际营销的全球最完整的产业链。2010年，华立青蒿素类抗疟药已在非洲40余国注册、销售，在10多个国家建立销售机构，并在坦桑尼亚设立制药工厂。

2014年华立集团出资12.5亿增资昆药集团，其中2.5亿收购华方科泰。华方科泰控制着湘西华方制药、重庆华方武陵山制药、浙江华立南湖制药等公司，主要从事青蒿素类抗疟药品的研发、提取、生产和销售，目前青蒿草的种植面积达10万亩，青蒿素和蒿甲醚的产能均超100吨，是全球最大的抗疟药原料药生产基地和种植青蒿素原料的最大组织者和管理者。昆药集团由此解决与同一大股东华方医药旗下资产同业竞争的问题，有望集中精力聚焦国际市场。目前昆药集团的独家品种蒿甲醚注射液，以及华方科泰的双氢青蒿素哌喹片这两个产品正在申请WHO的PQ认证，有望在明年通过。拿到PQ认证后，我国企业生产的制剂产品有望进入国际大宗采购。昆药也有望借助华方科泰在非洲和东南亚有优质的销售渠道，扩充在国际市场的产品覆盖。

（五）涉足新领域，外延并购预期强

今年年初，公司计划出资 6.87 亿元用于开展投资并购项目，目前额度尚余，因此公司有很强的外延并购预期。

今年公司投资创业型小公司 Rani，涉及新型大分子给药制剂糖针胶囊，形成糖尿病用药协同圈。该项目是美国偏早期的类型，涉及**新型大分子给药技术**，其能将原来需皮下或静脉注射的药物转变为口服给药，药物可在**肠壁肌肉注射给药**，有**方便、安全、副作用低**的特点。该产品目前成功率 95%，成功率达 99% 后便可申报 FDA，5-7 年获批上市。其**主要原理**是在一个肠溶性胶囊中设计一个针头和两个气室，针头包裹药品并由可消化的麦芽糖制成，两个气室分别含氢氧化钠和柠檬酸，胶囊到肠道后随 pH 升高逐步被溶解，酸碱反应导致内部微型气球结构膨胀，将麦芽糖针推至肠壁，实现肌肉注射给药的效果。

昆药将成为糖针胶囊在中国的唯一推广方。新型大分子给药系统的布局，与公司目前布局的糖尿病领域有明显协同效用（胰岛素等大分子用药），与长效 GLP-1 等在研药物形成产品集成。

Rani 公司是公司在美国投资新领域的第一个项目，**公司未来将围绕新的剂型、治疗领域、医疗技术等，持续关注投资并购机会，打造更高的壁垒。**

（六）成立昆药集团医院，借互联网医疗打造病管理闭环

今年 9 月，公司设立昆药集团医院，打造“云联网+大健康”的线下平台。昆药集团医院是由昆药职工医院改造而来，投资 500 万，用于云平台以及公司一定范围的临床研究平台。

今年 8 月公司在北京投 1000 万设立昆药互联网子公司，专注于**互联网慢病领域的医生导流和患者社群**，目前主要开展医生社群和患者社群，更针对于未来公司的销售和产品定位。

医生社群：定位于做医生端的学术推广或用药指导等，相当于营销手段的互联网化。

患者社群：针对口服类药物的患者社群用药指导和患者社群培育。

昆药不仅是医药工业企业，也是医药销售企业，有着众多代理商和营销网络，**对医生患者社群的连接比纯互联网公司**有优势。公司目前仍在探索如何将网络社群转化为收入，未来将会有更多动作。

3、业绩预测

业绩预测：预计 2015-2017 年净利润分别为，4.5 亿、5.7 亿和 7.1 亿，对应 PE26、20 和 16 倍。转型收购、销售改革和股权激励是推动公司发展的三驾马车，三七价格持续走低有望保证公司高利润。我们长期看好公司的管理能力和发展潜力，给予“推荐”评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn