公司研究

2015 年 10 月 23 日

深度报告

贵州百灵（002424）

——苗药龙头，为人类健康护航

投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	14.1 亿股
流通股本	5.45 亿股
ROE（最新）	7.46%
每股净资产	1.71 元
当前股价	25.52 元

长城国瑞证券研究所

分析师：

潘永乐
panyongle@xmzq.com.cn

执业证书编号：
S0200512010001

联系电话：0592-5813105

地址：厦门市莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼
长城国瑞证券有限公司

投资要点：

◆公司始终围绕“强化在苗药领域的龙头地位，力争成为中成药领域具有核心竞争力的企业”的战略目标进行发展，目前以独家苗药产品银丹心脑通软胶囊、咳速停糖浆及胶囊和非苗药独家产品金感胶囊、维 C 银翘片为主要盈利产品，是全国最大的苗药研制生产企业。

◆公司明星产品银丹心脑通软胶囊 2015 年 H1 实现销售收入 2.42 亿元，同比增长 16.35%。在银丹作为公司独家产品入围新版基药目录之后，随着公司营销资源积极向银丹倾斜，银丹的销量处于稳步增长的格局，2014 年同比增长 13.17%，2015 年 H1 同比增长 16.35%。面对目前产品处于供不应求的状况，公司已公告投建 50 亿粒软胶囊生产线扩建计划。

◆公司着力培育发展的另一个核心产品——糖宁通络胶囊已经进入了收获期。作为糖尿病治疗特效苗药的糖宁通络胶囊于 2014 年 8 月 27 日收到《医疗机构制剂注册批件》，2014 年 12 月 30 日贵州百灵中医糖尿病医院收到《医疗机构执业许可证》。“医院＋制剂”的模式已经初步形成。今年以来，糖宁通络胶囊陆续被贵州省纳入医保及新农合范畴，对公司推广糖宁通络胶囊带来了积极的因素。同时，公司通过调剂使用的方式，已将糖宁通络的使用范围从公司自有医院拓展到遵义医学院、贵州职工医院、贵州中建医院等省内其他医院，拓宽了糖宁通络的销售渠道。

◆公司积极与高校等研究机构合作开展糖宁通络的进一步研发工作。公司目前与中国医学科学院药用植物研究所、香港

相关报告：

贵州百灵（002424）：进入基药是亮点，收购秘方带来想象空间_2013.12.11
贵州百灵（002424）：两大重磅新药是未来最大看点_2014.11.04
贵州百灵（002424）：努力拓展药品品类，积极完善产品结构_2014.12.31
贵州百灵（002424）：多点出击、药品储备再下一城_2015.03.12

大学、四川大学华西医院等合作进行糖宁通络的进一步研发项目。同时，与四川大学、贵州大学三方合作建设了“现代苗药创新技术研究院”并设立了“贵州省现代苗药科技创新基金”，进一步加大对公司产品的技术支持力度。

◆积极拥抱“互联网＋”。公司与腾讯、贵州省卫生信息中心合作，于 2015 年 5 月 25 日签署了《贵州“互联网＋慢性病医疗服务”战略合作协议》。并在此基础上，与腾讯进一步签署了《百灵医患管理平台技术服务协议》和《血糖仪采购框架协议》，通过采购腾讯的“腾爱.糖大夫”血糖仪并结合到公司自身的诊疗渠道之中，与腾讯在互联网医疗领域建立了深度合作关系。在“互联网＋”方面公司除了与腾讯合作之外，子公司贵州百灵中医糖尿病医院还被贵州省列入贵州省远程医疗试点单位。

◆积极开展其余新药研发。化药 1.1 类新药替芬泰已获得美国专利，表柔比星脂质体（粉针剂）也处于临床前研究阶段。虽然新药研发存在周期长、风险大的特点，但公司积极储备新药品种，侧面反映了公司可持续发展的经营理念。

投资建议：

在公司现有核心品种银丹心脑通规模稳定增长的前提假设下，不考虑糖宁通络胶囊未来对公司业绩可能带来的大幅提 升，我们预计公司2015、2016年的EPS分别为0.27、0.33元，对应P/E分别为94.51倍、77.33倍。以目前A股市场中药行业平均25.54倍的P/E水平来看，公司当前的估值水平略高。但考虑到已经开始作为医院制剂进行销售的糖宁通络胶囊未来对公司的业绩贡献，以及公司估值未来存在较多的催化剂因素，因此我们继续维持其“买入”的投资评级。

风险提示：银丹心脑通销售增速不及预期；糖宁通络胶囊推广情况不及预期。

目录

1 公司基本背景.....4
2 银丹心脑通持续稳定放量支撑公司估值.....6
3 糖宁通络异军突起，未来公司战略围绕其展开.....7
3.1 糖宁通络的起源与医疗机理.....7
3.2 公司积极推进糖宁通络的后续研发.....7
3.3 糖尿病医院陆续开建、“医疗+制剂”模式初步成型.....8
3.4 与腾讯合作，积极切入互联网医疗.....8
4 可持续发展，积极推进其余新药研发.....9
5 投资建议.....9
6 盈利预测.....10

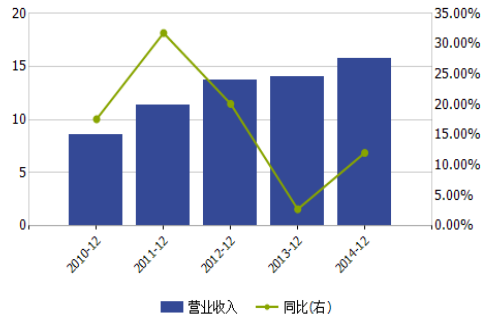
1 公司基本背景

公司于 2010 年 6 月上市，主要从事苗药的研发、生产和销售，辅以中药材种植及销售。在公司现有的产品体系中，独家苗药产品银丹心脑通软胶囊、咳速停糖浆及胶囊和非苗药独家产品金感胶囊、维 C 银翘片都为公司主要盈利产品，在心脑血管类、咳嗽类、感冒类中成药市场中都占有一定的市场份额。公司已成为贵州省新医药产业骨干企业和全国最大的苗药研制生产企业。

2013 年 3 月 15 日，国家卫生部发布了《国家基本药物目录》（2012 年版），该目录将自 2013 年 5 月 1 日起施行。公司及子公司共计 29 个品种 43 个品规入选，其中，银丹心脑通软胶囊为独家品种独家剂型入选。公司拥有较为完善的产品结构，一线品种银丹心脑通软胶囊，属于心脑血管类药物，近几年销售规模实现稳定增长。二线品种维 C 银翘片、咳速停糖浆及胶囊和金感胶囊覆盖了感冒类药物、咳嗽类药物等市场，已占有一定的市场份额；三线品种康妇灵胶囊、泌淋清胶囊、经带宁胶囊、小儿柴桂退热颗粒、消咳颗粒、复方一枝黄花喷雾剂等产品覆盖了妇科类药物、泌尿系统类药物、小儿类药物、咽喉类药物等市场，报告期内通过营销整合和市场开发，销售额一直处于快速增长态势，市场影响力逐步提升。根据国家发展改革委于 2014 年 5 月 8 日发布的《关于改进低价药品价格管理有关问题的通知》（发改价格[2014]856 号）（以下简称“通知”），公司及子公司产品黄连上清片、牛黄解毒片、一清颗粒、板蓝根颗粒、护肝片、强力枇杷露、香砂六君丸、六味地黄丸、元胡止痛片、消炎利胆片、益母草膏、藿香正气水、杞菊地黄丸、诺氟沙星胶囊、阿莫西林胶囊、头孢氨苄胶囊、川芎嗪注射液等 31 个产品进入《国家发展改革委定价范围内的低价药品清单》。公司及全资子公司产品入选低价药品清单，相关品种将得到更加广泛的应用，对公司产品的市场拓展将产生积极影响。

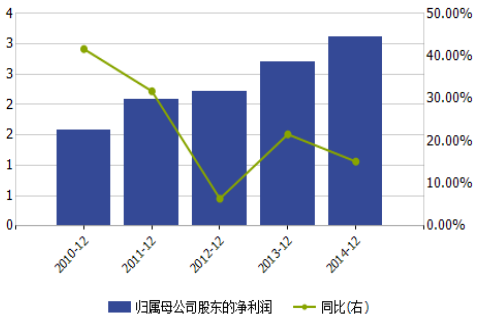
2015 年上半年，公司实现营业总收入 81354.87 万元，较上年同期增长 17.97%；营业成本 33090.16 万元，较上年同期增长 16.37%；销售费用、管理费用、财务费用合计 25643.82 万元，较上年同期增长 11.15%；实现归属于上市公司股东的净利润 17970.54 万元，较上年同期增长 35.54%。

图 1：营业收入及增长率



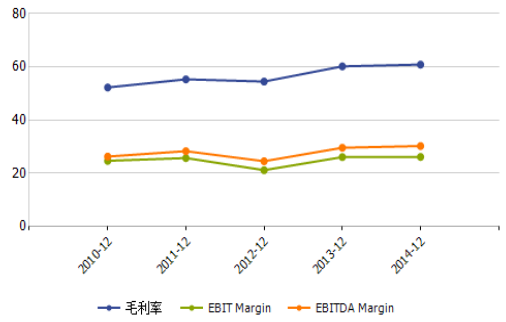
数据来源：WIND 资讯、长城国瑞证券研究所

图 2：净利润及增长率



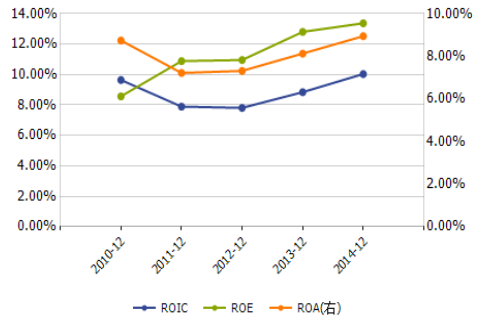
数据来源：WIND 资讯、长城国瑞证券研究所

图 3：经营利润率



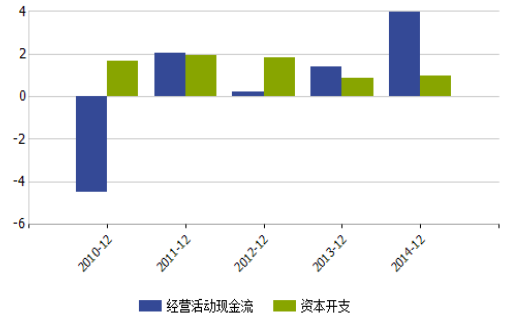
数据来源：WIND 资讯、长城国瑞证券研究所

图 4：投资回报率



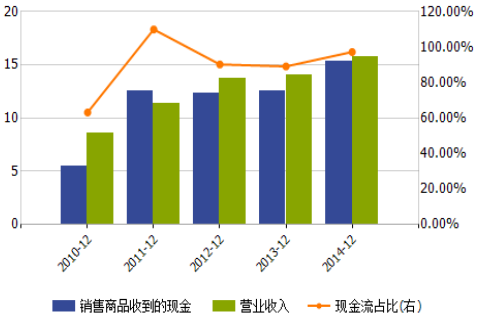
数据来源：WIND 资讯、长城国瑞证券研究所

图 5：资本开支活动与现金流



数据来源：WIND 资讯、长城国瑞证券研究所

图 6：现金收入比

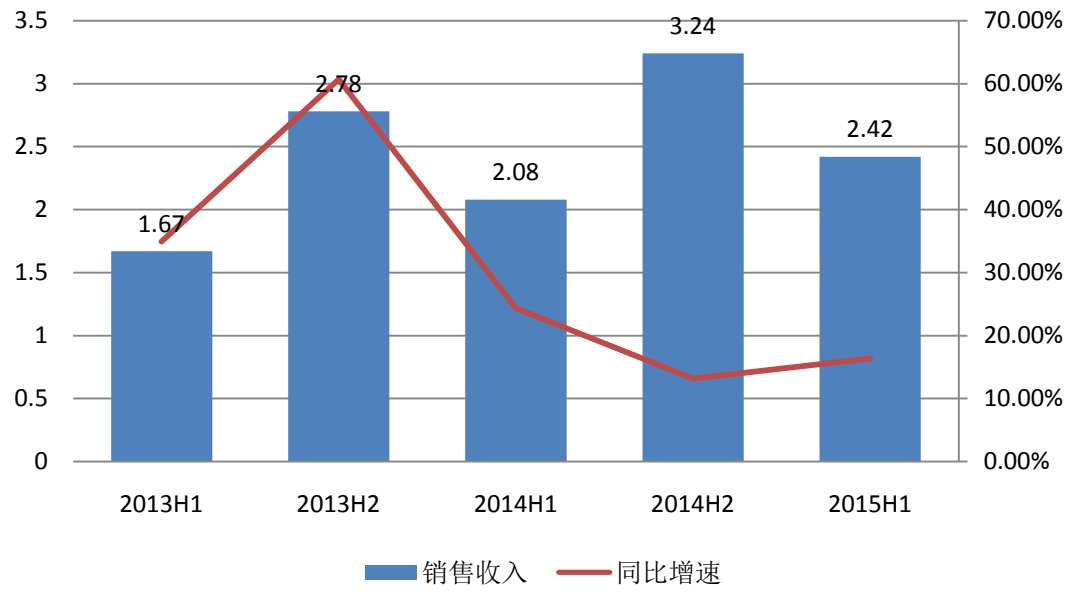


数据来源：WIND 资讯、长城国瑞证券研究所

2 银丹心脑通持续稳定放量支撑公司估值

公司明星产品银丹心脑通软胶囊 2015 年 H1 实现销售收入 2.42 亿元，同比增长 16.35%。在银丹作为公司独家产品入围新版基药目录之后，随着公司营销资源积极向银丹倾斜。2014 年公司大力开展了基本药物的市场开发，抓住了国家支持推广基本药物使用的契机，在辽宁、黑龙江、广东、青海、四川、安徽、湖南、贵州、天津、上海、北京等 19 个省市地区完成了基本药物招投标工作，保证了银丹的销量处于稳步增长的水平。2014 年银丹销量同比增长 13.17%，2015 年 H1 增速进一步提升至 16.35%。面对目前银丹心脑通产品处于供不应求的状况，公司已公告投建 50 亿粒软胶囊生产线扩建计划。

图 7：银丹心脑通软胶囊销售收入及同比增速（右轴）



数据来源：公司定期报告、长城国瑞证券研究所

我们从累计 5 个半年度周期公司的银丹心脑通软胶囊的销售数据可以看出，公司上半年的销售收入一般略低，下半年略高，这与该药品销售的结算周期有较大关联。单独将上半年或下半年的销售数据进行对比可以发现，公司的银丹心脑通销售目前处于一个稳步增长的状况，随着市场占有率的提升，同比增速有所放缓，但销售收入的绝对值仍在增长。我们判断，经过市场扩张初期的高增长之后，目前银丹心脑通的同比增速维持在 15%左右仍是属于可再平衡的水平。我们预测今年 2015H2 公司银丹心脑通的销售收入预估为 3.72 亿元，2015 年全年可达到

6.15 亿元。结合目前公司药品销售平均 61%的毛利率水平，我们预计银丹心脑通 2015 年将为公司带来毛利 3.75 亿元左右。

3 糖宁通络异军突起，未来公司战略围绕其展开

公司目前将糖尿病特效药糖宁通络作为未来的主力药品加以培育，更多是看到了糖尿病广阔的治疗市场。根据国际糖尿病联盟（IDF）的最新统计，2013年全球糖尿病在20～79岁成人中的患病率为8.3%，患者人数已达3.82亿，中国2013年糖尿病的患病人数为9840万，居全球首位，并预计，到2035年中国的糖尿病患病人数将达到1.43亿。而根据全国糖尿病普查最新数据显示，中国糖尿病人达1.14亿，占全球1/3，50%的成年人处于糖尿病前期。糖尿病人的人数众多，且无法根治，导致糖尿病治疗市场空间巨大。商业信息公司GBI Research最新的研报显示，全球2 型糖尿病市场预计将以10.2%的复合年增长率增长，从2012年的204亿美元增长至2019年的388亿美元。而根据全球领先的制药与医疗保健顾问公司Decision Resources最新报告，中国Ⅱ型糖尿病治疗市场，将每年增长10%，并在2017年达到35亿美元。目前，中国是继美国、日本之后的全球第三大Ⅱ型糖尿病治疗市场。

3.1 糖宁通络项目的起源

公司在 2013 年 4 月 15 日与原秘方拥有人杨国顺、杨爱龙签订《苗药合作开发协议》。公司在签署协议后立即开展了糖尿病秘方的临床前研究工作，并依照该秘方制成胶囊制剂，命名为糖宁通络胶囊。经过中国医学科学院药用植物研究所实验发现，糖宁通络胶囊具有显著的降糖效果，并可改善糖代谢和脂质代谢，延缓糖尿病引起的并发症。之后，公司投入了大量资源进入了糖宁通络胶囊的研发过程中。

3.2 公司积极推进糖宁通络项目的后续研发

公司积极与高校等研究机构合作开展糖宁通络项目的进一步研发工作。公司目前与中国医学科学院药用植物研究所、香港大学、四川大学华西医院等合作进行糖宁通络的进一步研发项目。同时，与四川大学、贵州大学三方合作建设了“现代苗药创新技术研究院”并设立了“贵州省现代苗药科技创新基金”，进一步加大对公司产品的技术支持力度。糖宁通络项目在活性成分的研究中也取得了突破

性的进展。通过与相关研究单位的合作，成功合成并衍生了近 100 个化合物，并成功申请了国内和国际专利。

3.3 糖尿病医院陆续开建、“ 医疗+制剂 ” 模式初步成型

作为糖尿病治疗特效苗药的糖宁通络胶囊于 2014 年 8 月 27 日收到《医疗机构制剂注册批件》，2014 年 12 月 30 日贵州百灵中医糖尿病医院收到《医疗机构执业许可证》。“ 医院＋制剂 ” 的模式已经初步形成。在公司自有的贵州百灵糖尿病医院设立之后，公司还与湖南普善堂投资公司合资成立了贵州百灵中医糖尿病（长沙）医院；与云南白药集团中药资源有限公司签订合资成立糖尿病专科医院的意向书，并与中国人民解放军总医院签订《非标制剂合作协议书》，将“ 医院＋制剂 ” 的模式在各个地区有步骤地陆续推广。

今年以来，糖宁通络胶囊陆续被贵州省纳入医保及新农合范畴，对公司推广糖宁通络胶囊带来了积极的因素。同时，公司通过调剂使用的方式，已将糖宁通络的使用范围从公司自有医院拓展到贵州电力职工医院、贵航贵阳医院、遵义医学院附属医院、贵州职工医院、贵州中建医院等省内其他医院，拓宽了糖宁通络的销售渠道。2015H1 公司中医糖尿病医院共接待患者 2800 余人次，医院总收入 220 万元，其中糖宁通络销售金额为 184 万元。通过 “ 医院＋制剂 ” 的模式，公司糖宁通络的销售渠道已经初步推开。

3.4 与腾讯合作，积极切入互联网医疗

在“ 互联网＋ ”的浪潮中，公司也在积极地拥抱“ 互联网＋ ”。公司与腾讯、贵州省卫生信息中心合作，于 2015 年 5 月 25 日签署了《贵州“ 互联网＋慢性病医疗服务 ” 战略合作协议》。并在此基础上，与腾讯进一步签署了《百灵医患管理平台技术服务协议》和《血糖仪采购框架协议》，通过采购腾讯的 “ 腾爱.糖大夫 ”血糖仪并结合到公司自身的诊疗渠道之中，与腾讯在互联网医疗领域建立了深度合作关系。

在“ 互联网＋ ”方面公司除了与腾讯合作之外，子公司贵州百灵中医糖尿病医院还被贵州省列入贵州省远程医疗试点单位。在此基础上，公司中医糖尿病医院将能够有效利用现代信息技术，发挥远程医疗服务的优势，为广大患者提供远程医学信息和更便捷的医疗服务。

4 可持续发展，积极推进其余新药研发

在糖宁通络之外，公司仍在积极推进其余新药研发。目前公司主要推进的是替芬泰项目和表柔比星脂质体项目的研发工作。

在替芬泰项目上，公司顺利完成了化药 1.1 类新药替芬泰（原料药及制剂，原 Y101 项目）全部临床前研究工作，并于 2013 年 12 月 20 日和 2014 年 1 月 21 日分别收到国家食品药品监督管理总局下发的原料药及制剂的《药物 I 期临床试验批件》。2014 年 5 月在苏州大学附属第一医院顺利启动临床试验工作。

在表柔比星脂质体项目上，公司与江西本草天工科技有限责任公司（中药固体制剂制造技术国家工程研究中心）合作开发本项目以来，双方一直保持着密切的联系，合作氛围良好。目前该项目处于临床前研究阶段，前期研究工作的结论表示表柔比星脂质体长循环工艺可行；脂表柔比星含量稳定、包封率高；药物稳定性良好。表柔比星脂质体在体内和市售表柔比星粉针剂比较，半衰期延长，体内分布发生变化。制成脂质体后能显著提高表柔比星在肝癌、肺癌、结肠癌、白血病肿瘤组织中的分布，抑瘤率显著增加。我们认为，虽然新药研发存在周期长、风险大的特点，但公司积极储备新药品种，侧面反映了公司可持续发展的经营理念。

5 投资建议

在公司现有核心品种银丹心脑通规模稳定增长的前提假设下，不考虑糖宁通络胶囊未来对公司业绩可能带来的大幅提升，我们预计公司 2015、2016 年的 EPS 分别为 0.27、0.33 元，对应 P/E 分别为 94.51 倍、77.33 倍。以目前 A 股市场中药行业平均 25.54 倍的 P/E 水平来看，公司当前的估值水平略高。但考虑到已经开始作为医院制剂进行销售的糖宁通络胶囊未来对公司的业绩贡献，以及公司估值未来存在较多的催化剂因素，因此我们继续维持其“买入”的投资评级。

6 盈利预测

表1：盈利预测

关键指标	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万)	1405.33	1574.67	1800	2300
增长率(%)	2.76	12.05	14.31	27.78
归属母公司股东净利润(百万)	269.60	310.48	381.02	465.70
增长率(%)	21.58	15.16	22.72	22.23
EPS（元）	0.57	0.66	0.27	0.33
基准股本(百万股)	470.40	470.40	1411.20	1411.20
ROE（%）	10.95	13.56	15.78	19.30

数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入：相对强于市场表现20％以上；
增持：相对强于市场表现10％～20％；
中性：相对市场表现在－10％～＋10％之间波动；
减持：相对弱于市场表现10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好：行业超越整体市场表现；
中性：行业与整体市场表现基本持平；
看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。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作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。