

信邦制药 (002390)

全产业链推进，圈地贵州市场 增持（首次）

2015年11月20日

投资要点

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

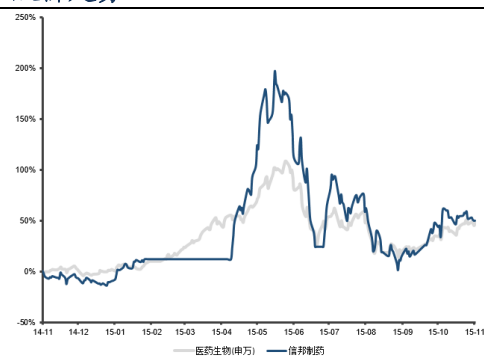
S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

- **全产业链布局:** 公司为业务覆盖制药、医药流通和医疗服务的全产业链医药医疗公司。其中，药品制造包括中药及生物药，医药流通包括快速批发、医院销售和医药零售业务，医疗服务包括公司旗下医院及互联网医疗平台。
- **规模扩张，业绩高增长:** 2015年前三季度，公司实现营业总收入28.69亿元，同比增长84.27%；实现归属于上市公司股东净利润为1.31亿元，同比增长51.76%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润1.26亿元，同比增长57.55%
- **中药板块:** 我们预计2015年前三季度益心舒胶囊实现销售收入1.4-1.8亿元；脉血康胶囊实现销售收入1.4-1.8亿元；六味安消胶囊实现销售收入4000-5000万元。受招标降价等因素影响，我们预计公司今年中药制剂板块收入将增长5%-10%。
- **收购中肽生化，丰富产品线:** 公司拟向Ucpharm（香港）、琪康国际、杭州海东清、森海医药、金域投资等合计9名交易对方发行股份购买其持有的中肽生化100%股权。中肽生化2015年上半年实现营业收入9990.0万元，净利润3569.9万元，扣非后净利润3058.8万元，净利率达35.7%。
- **医药流通业务快速拓展:** 我们预计科开医药母公司2015年前三季度实现营业收入约9-10亿元，利润率为3%-5%；盛远医药前三季度实现营业收入4.0-4.5亿元，利润率1%左右；卓大医药前三季度实现营业收入1.8-2.2亿元，利润率1%左右；信邦药业前三季度实现收入4-5亿元。
- **医疗服务资源—争夺市场关键:** 我们预计2015年前三季度贵州省肿瘤医院实现营业收入4-5亿元，利润约2000-3000万元；白云医院实现营业收入2.4-2.8亿元；乌当医院实现营业收入1.0-1.2亿元，亏损500-700万；安顺医院营业收入约3500-4500万元，利润约150-250万元。我们认为优质医疗服务资源是公司圈地贵州市场的关键。
- **盈利预测及投资评级:** 我们预测信邦制药(002390)2015-2018年营业收入分别为45.7亿、65.8亿、89.5亿和115.7亿元，归属母公司净利润为2.0亿、2.7亿、3.9亿和5.9亿元。折合2015-2018年EPS分别为0.16元、0.22元、0.31元和0.47元，对应动态市盈率分别为85.0倍、61.2倍、42.5倍和28.4倍。公司全产业链布局，中药板块稳健增长，2016年中肽生化并表带来利润增量；医药流通板块依托医院资源快速发展，有望贵州称雄；医疗服务板块积极推进，病床数增加带来收入提升；“贵医云”平台有望形成覆盖全省的医疗联合体，潜力巨大。同时考虑到存在较强外延预期，故我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 政策风险、渠道整合风险、利润低于预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.31
一年最低/最高价	7.79/26.65
市净率	6.66
流通A股市值(百万元)	9768

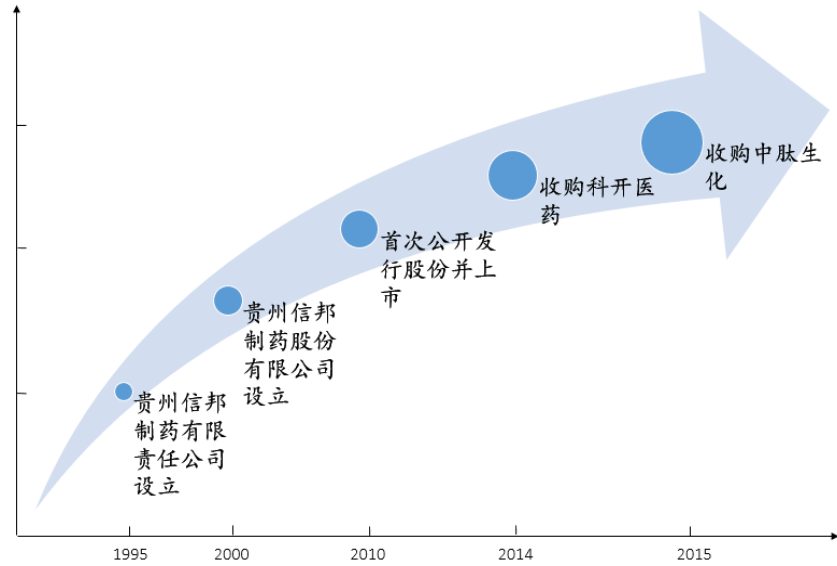
基础数据

每股净资产(元)	2.00
资产负债率(%)	58.44
总股本(百万股)	1251
流通A股(百万股)	734

1. 全产业链布局—药品制造、医药流通及医疗服务

贵州信邦制药股份有限公司成立于1995年，注册地为贵州省黔南州罗甸县，管理总部设于贵阳市。2010年4月16日，公司在深圳证券交易所成功挂牌上市，股票代码：002390。

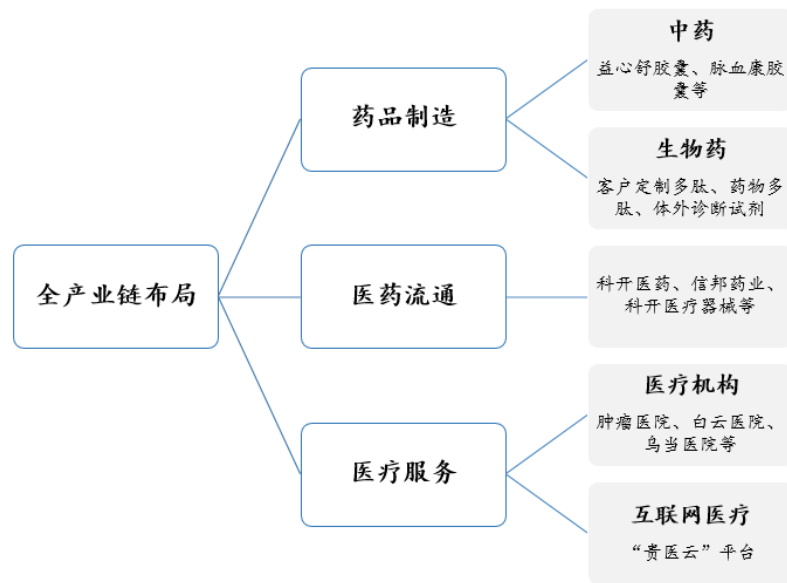
图表 1: 信邦制药历史沿革



资料来源：东吴证券研究所

信邦制药（002390）为业务覆盖制药、医药流通和医疗服务的全产业链医药医疗公司。其中，药品制造包括中药及生物药，医药流通包括快速批发、医院销售和医药零售业务，医疗服务包括公司旗下医院及互联网医疗平台。

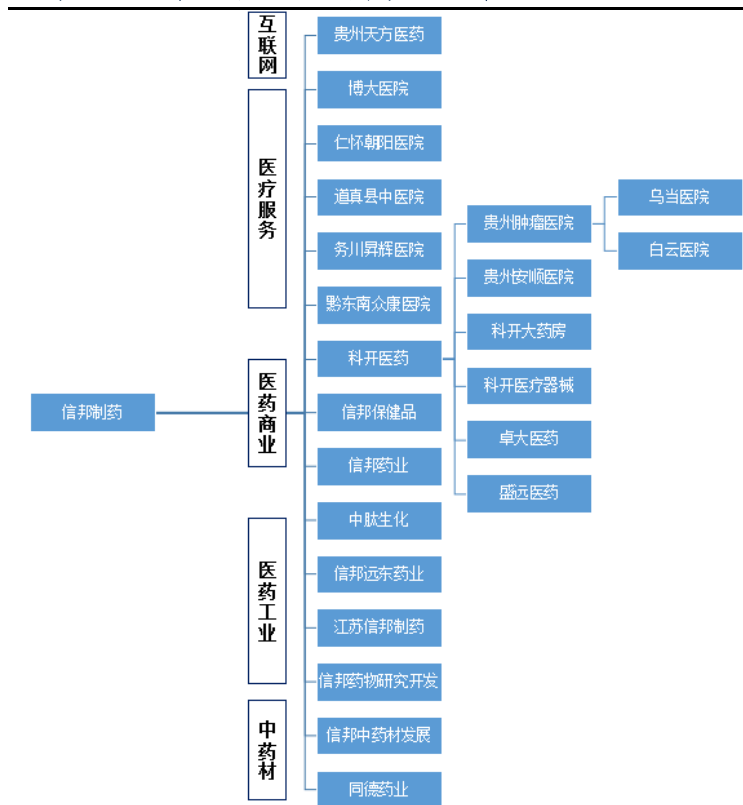
图表 2: 信邦制药产业链布局示意图



资料来源：东吴证券研究所

公司药品制造业务公司主要包括信邦制药、中肽生化等；医药流通业务公司主要包括科开医药、信邦药业等；医疗服务业务公司主要包括公司旗下医院及互联网医疗平台。

图表 3: 信邦制药各子公司在产业链中位置示意图



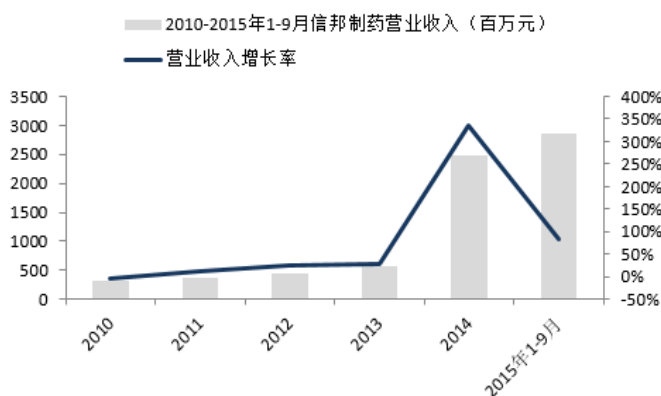
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

注：务川昇辉医院尚在筹备中

2. 经营业绩—规模扩张，业绩高增长

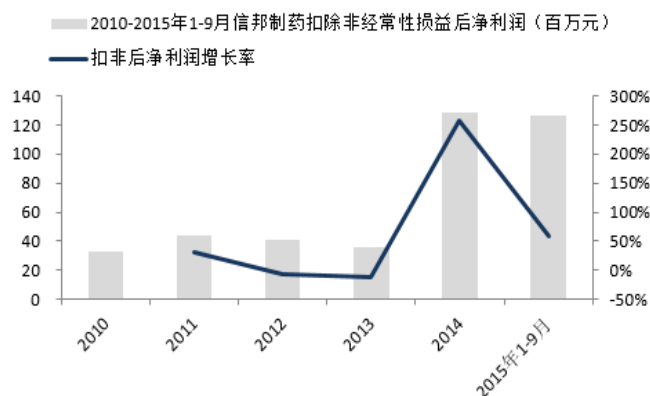
2015 年前三季度，公司实现营业总收入 28.69 亿元，同比增长 84.27%；实现归属于上市公司股东净利润为 1.31 亿元，同比增长 51.76%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润 1.26 亿元，同比增长 57.55%。

图表 4: 2010-2015 年 1-9 月信邦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 5: 2010-2015 年 1-9 月信邦制药扣除非经常性损益后净利润及增长率情况

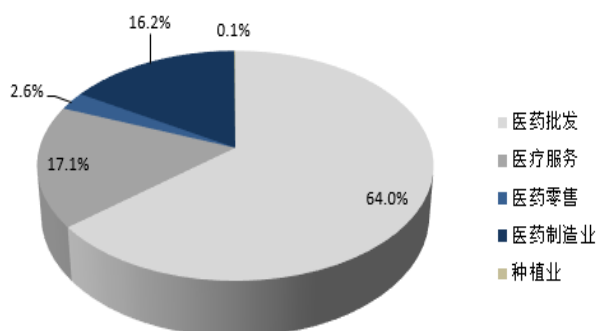


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

其中, 2015 年上半年公司医药批发业务实现营业收入 11.4 亿元, 占主营业务收入的 64.0%; 医疗服务业务实现营业收入 3.0 亿元, 占主营业务收入的 17.1%; 医药零售业务实现营业收入 4681.1 万元, 占主营业务收入的 2.6%; 医药制造业务实现营业收入 2.9 亿元, 占主营业务收入的 16.2%。医药批发业务占据主导。

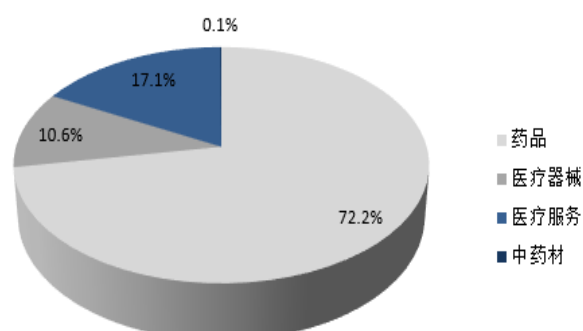
2015 年上半年公司药品销售实现营业收入 12.9 亿元, 占主营业务收入的 72.2%; 医疗器械销售实现营业收入 1.9 亿元, 占主营业务收入的 10.6%; 医疗服务实现营业收入 3.0 亿元, 占主营业务收入的 17.1%; 中药材业务实现营业收入 181.7 万元, 占主营业务收入的 0.1%。

图表 6: 2015H1 信邦制药分行业营收占比情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 7: 2015H1 信邦制药分产品营收占比情况



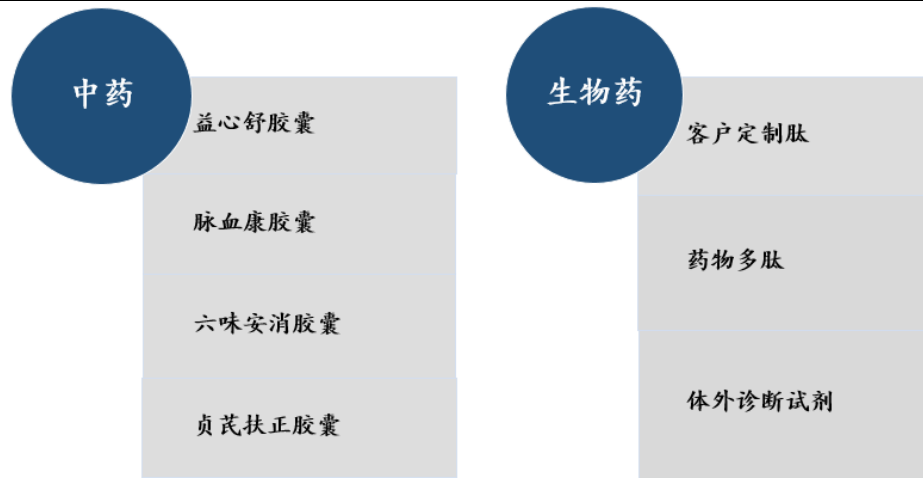
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 医药制造—立足之本

在收购中肽生化之前, 公司主要从事中成药的研发、生产和销售,

医药制造为公司立足之本；在收购中肽生化后，公司医药制造业务主要分为中药与生物药两大板块。

图表 8：信邦制药医药制造两大板块示意图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

制药领域，公司的主要发展思路为：

- 依托公司既有制药业务体系，继续保持对公司既有中成药品种的支持和投入，进一步增强渠道能力，在保持公司核心药品在优势地区销售市场份额的基础上不断拓展新的地区性市场空间；
- 通过收购或兼并等方式补充公司现有药品品种短板或增添新的品种，进入新的药品细分市场，进一步横向拓展公司的药品覆盖范围；
- 通过自建等方式涉足中成药原料种植行业，进一步纵向拓展公司产业链深度，为保证公司制药业务开展的稳定性提供必要保障。

3.1 中药板块—传统优势领域

中药板块为公司传统优势领域，现拥有 17 个国家基药目录品种，益心舒胶囊、脉血康胶囊、银杏叶片、六味安消胶囊、贞芪扶正胶囊 5 大主力品种首次入选；另外，公司拥有 3 个国家优质优价品种，分别为银杏叶片、护肝宁片、贞芪扶正胶囊，其中益心舒胶囊为公司独家剂型品种。

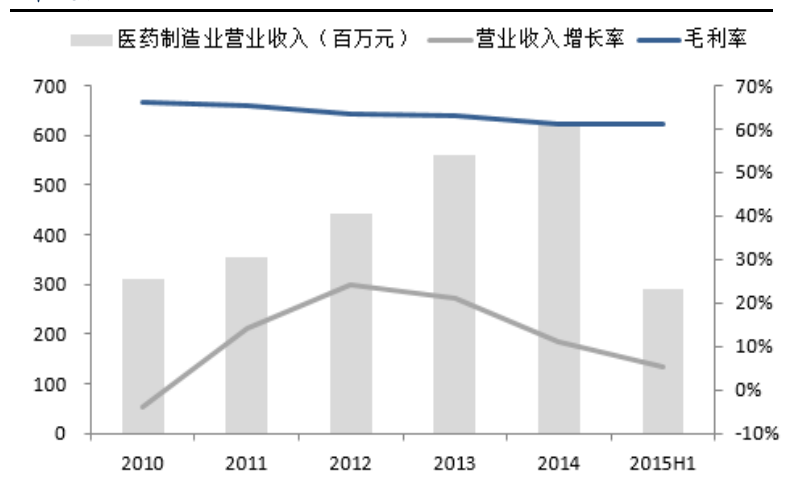
图表 9: 信邦制药主要产品分析

药品名称	功能	主治病证	产品优势
益心舒胶囊	益气复脉, 活血化瘀, 养阴生津	用于气阴两虚, 心悸脉结代, 胸闷不适等症状者	独家剂型品种, 国家医保乙类、新版基药目录产品
脉血康胶囊	破血, 逐瘀, 通脉止痛。	用于癥瘕痞块, 血瘀经闭, 跌打损伤	国内 1 家竞争, 国家医保乙类、新版基药目录
六味安消胶囊	和胃健脾, 导滞消积, 行血止痛	主治胃痛胀满, 消化不良, 便秘, 痛经	国内 2 家竞争, 新版基药目录产品
贞芪扶正胶囊	补气养阴	用于久病虚损, 气阴不足	国内 2 家竞争, 国内医保乙类、新版基药目录产品
银杏叶片	活血化瘀通络	用于淤血阻络引起的胸脾心痛等; 脑梗死等	厂家众多, 国家医保乙类、新版基药目录产品
护肝宁片	清热利湿, 益肝化瘀, 舒肝止痛	用于急性肝炎及慢性肝炎	厂家众多, 国家医保乙类、新版基药目录产品

资料来源: 东吴证券研究所

2015 年上半年, 公司医药制造业营业收入为 2.90 亿元, 较上年同期增长 5.37%, 毛利率为 61.00%, 占公司总营业收入比重的 16.23%。

图表 10: 2010-2015H1 信邦制药医药制造业营业收入及毛利率变化



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.1.1 益心舒胶囊

益心舒胶囊由人参(生晒参)、丹参、黄芪、麦冬、川芎、五味子、山楂七味药组成。

益心舒胶囊由宋代李杲著《内外伤辨惑论》的生脉饮(人参、麦冬、五味子)基础上增加黄芪、丹参、川芎和山楂四味药而成。益心舒胶囊不仅增强益气复脉、养阴生津的功效, 同时增加活血祛瘀、行气止痛的

作用。能治疗冠心病引起的胸闷、胸痛等实症，对伴随的气短、心悸、出汗、口干、头晕乏力等虚症也有明显疗效，虚实同治、全面提高患者生活质量。

方中生晒参性味甘平，微苦稍寒，滋补作用温和，不上火，适宜长期服用，无咽干、口苦、失眠、烦躁、大便不通等不良反应。

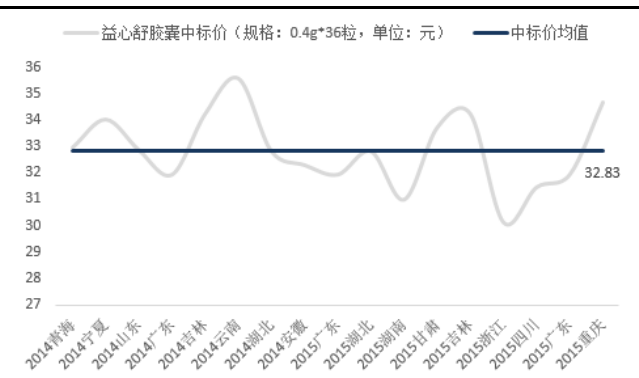
益心舒胶囊为公司独家剂型品种，国家医保乙类及新版基药目录产品。2014-2015 年 10 月 0.4g*36 粒规格产品中标价均值为 32.83 元，中标价格略呈下降趋势。

图表 11: 益心舒胶囊示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

图表 12: 2014-2015 年 10 月益心舒胶囊中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

益心舒胶囊为公司主打产品,我们推测其 2014 年销售收入超 2 亿元, 2015 前三季度销售收入 1.4-1.8 亿元, 全年有望实现 5%-15% 的增长。

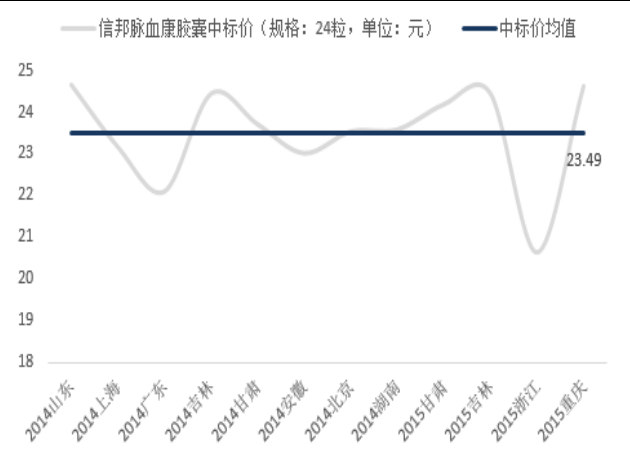
3.1.2 脉血康胶囊

脉血康胶囊破血逐瘀、通脉止痛, 用于癥瘕痞块, 血瘀经闭, 跌打损伤等症, 为国家医保乙类产品, 新版基药目录产品。脉血康胶囊国内有 2 家获批生产药企, 分别为贵州信邦制药股份有限公司和重庆多普泰制药有限公司。

2014-2015 年 10 月, 公司脉血康胶囊中标价均值为 23.49 元, 2015 年以来中标价格波动较大, 2015 年已中标省份有甘肃、吉林、浙江和重庆。

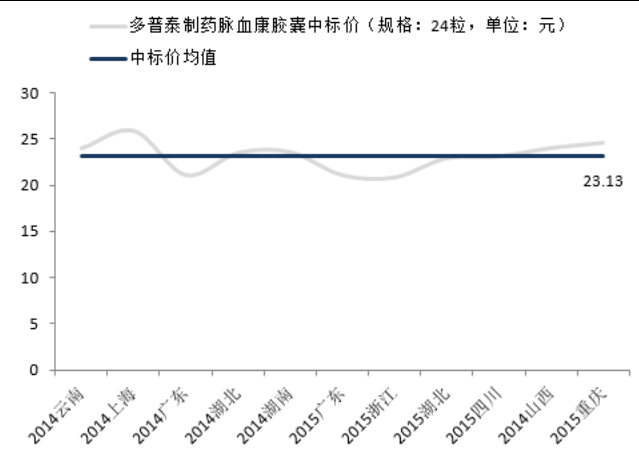
2014-2015 年 10 月, 多普泰脉血康胶囊中标价均值为 23.13 元, 中标价维护良好, 2015 年已中标省份有广东、湖北、浙江、四川、山西和重庆。

图表 13: 2014-2015 年 10 月信邦制药脉血康胶囊中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

图表 14: 2014-2015 年 10 月多普泰脉血康胶囊中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

脉血康胶囊同为公司主打产品, 我们推测 2014 年公司脉血康胶囊营业收入为 1.9-2.0 亿元, 2015 前三季度销售收入 1.4-1.8 亿元, 全年有望实现 5%-15% 的增长。

3.1.3 六味安消胶囊

六味安消胶囊来自蒙、藏族经典验方。组方奇特, 主要成分包括大黄、诃子、山柰、土木香、碱花、寒水石, 组方中, 大黄和诃子, 一泻一收, 以奏祛邪而不伤正之功。山柰、土木香性温以佐寒水石之寒凉, 免伤脾胃; 碱花制酸和胃。诸药共建, 调合脾胃补养功能, 和胃健脾、消积导滞、行血祛瘀止痛功效。六味安消胶囊不仅对食管、胃有促动力作用, 对肠也有明显增进蠕动作用, 全面调理(脾)胃肠功能, 胃肠同治。

六味安消胶囊国内共 3 家获批生产企业, 分别为贵州信邦制药股份有限公司、江西博士达药业有限责任公司和江西银涛药业有限公司。

2015 年 1 月至 2015 年 10 月公司六味安消胶囊 0.5g*48 粒规格产品中标价均值为 22.65 元, 显著高于竞品中标价均值。

2015 年 1 月至 2015 年 10 月江西银涛药业有限公司六味安消胶囊 0.5g*48 粒规格产品中标价均值为 19.71 元。

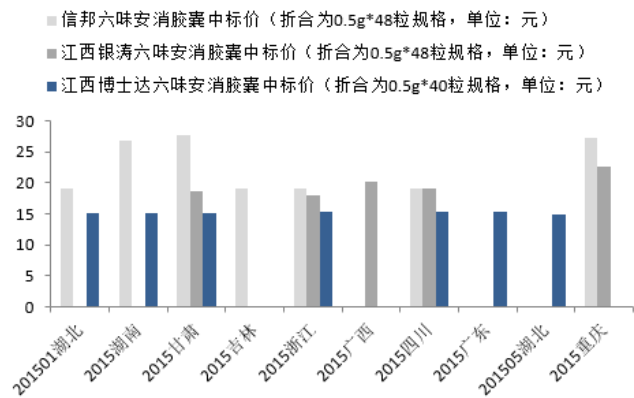
2015 年 1 月至 2015 年 10 月江西博士达药业有限责任公司六味安消胶囊 0.5g*40 粒规格产品中标价均值为 15.25 元。

图表 15: 六味安消胶囊示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

图表 16: 2015 年 1 月-2015 年 10 月信邦制药、江西银涛、江西博士达六味安消胶囊中标价情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

六味安消胶囊为公司老产品, 我们推测其 2014 年销售收入约 6000 万元, 2015 前三季度销售收入 4000-5000 万元, 全年有望实现 5%-15% 的增长。

3.1.4 银杏叶片

公司的银杏叶片 19.2mg 规格为国内首家研制的品种。能有效防治冠心病心绞痛, 且防治缺血性脑血管疾病 (脑梗死、脑血栓形成、腔隙性脑梗塞、短暂性脑缺血发作) 疗效确切。自 1995 年上市以来, 该产品疗效显著, 安全性好, 未见不良反应和副作用。

2014 年度, 公司银杏叶片销售收入约 1 亿元, 占当年营业收入的 4.12%, 对同期毛利率的影响为 1.91%, 2015 年第一季度, 公司银杏叶片销售收入约 1600 万元, 占同期营业收入的 1.92%, 对同期毛利率的影响为 1.15%。

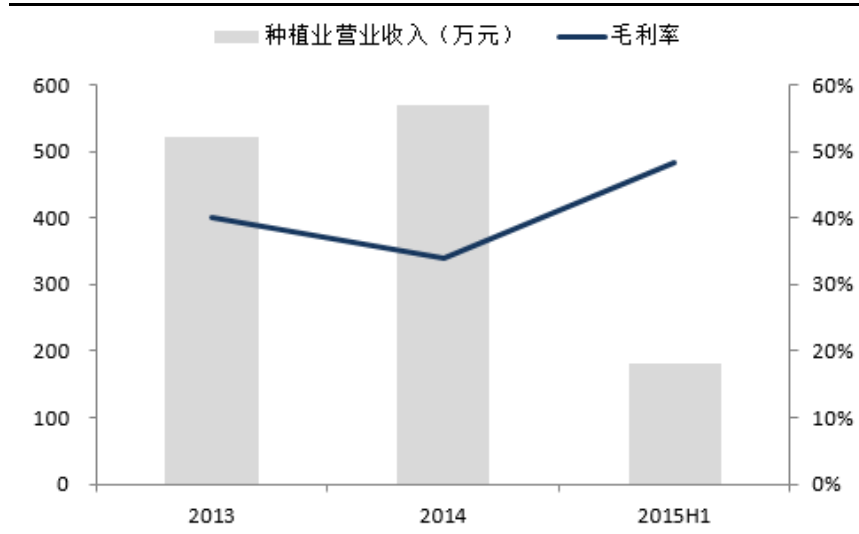
受银杏叶提取物事件的影响, 我们预计公司银杏叶片全年收入 0.8-1 亿元左右。

综上分析, 我们认为今年中药制剂板块因受药品招标政策等影响, 收入增速会一定程度放缓, 预计全年销售收入较去年增长 5%-15%。

3.1.5 中药材

2015 年上半年公司中药材毛利率为 48.3%, 营业收入为 181.7 万元, 较上年同期下降 32.4%, 占公司总营业收入比重为 0.1%。

图表 17: 2013-2015H1 公司种植业营业收入及毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

为保证中药材、中药饮片质量和价格的稳定以及临床疗效的稳定, 公司自 2002 年起开展中药材规范化种植基地建设。目前, 已在铜仁、黔南、毕节等地建设中药材种植基地, 种植何首乌、太子参、丹参、麦冬等 50 余个中药材品种, 带动 10 万户农民种植中药材 20 余万亩。

公司在松桃县建设良种繁育基地 500 亩, 在石阡县建设丹参、银杏、麦冬基地 8000 余亩。2012 年在铜仁投资 680 万元设立贵州信邦中药材发展有限公司, 针对公司需求量较大的中药材进行规范化种植。2013 年公司与江苏省中医院共同投资成立贵州同德药业有限公司, 在贵州铜仁建设中药饮片生产基地。2015 年 2 月同德药业通过 GMP 认证, 并已投入生产。

同德药业中药材生产线产值设计几个亿级别, 目前在进行小量生产和市场推广。因为面临市场开发等问题, 预计 2015 年利润体现不明显, 2016 年盈利预期较强。

同德药业的顺利投产将为公司和江苏中医院及江苏贵州两省中医医疗机构和制药企业提供稳定可控中药饮片供应, 后期将逐步向全国市场拓展, 增加公司收益, 完善产业链。

另外, 江苏省中医院专家对同德药业的产品品质进行考察指导, 公司有望争取申报优质优价产品。同时配方颗粒技术公司也有储备, 我们预计公司会在政策放开时抢占部分市场。

3.1.6 营销体系

公司营销系统遵循市场发展规律，不断探索与创新营销管理模式，拥有成熟的营销网络及稳定的营销队伍。在以自营队伍销售为主的基础上增加省级推广合作和终端外包的营销模式，最大限度发挥各种市场资源的作用，推动公司销售迈向新台阶。

公司在全国建立办事处七十余个，并将市场网络由省会城市、中心城市不断向地县级城市纵深拓展，对现有市场容量大、增长潜力好的办事处实行产品线管理，并采取招商、代理等多种方式扩大销售渠道，增强市场覆盖率，加强对现有市场的深度开发，提升各单产品的销量。

3.2. 生物药板块—丰富产品线，营收添助力

公司拟向 Ucpharm（香港）、琪康国际、杭州海东清、森海医药、金域投资、Healthy Angel 等合计 9 名交易对方发行股份购买其持有的中肽生化 100% 股权，并向金域投资、新晖投资、嘉兴海东清、丰信投资、汇融金控等非公开发行股票募集配套资金不超过 19.2 亿元。

此次发行股份购买资产发行价格为 7.75 元/股，募集配套资金发行价格为 8.35 元/股。

公司通过收购中肽生化，进一步丰富制药业务产品线，提升医疗服务能力，同时填补诊断试剂业务空白，带动医药流通业务发展，有助于进一步实现公司全产业链协同发展的战略规划。

3.2.1 中肽生化—多肽类及体外诊断试剂业务

中肽生化有限公司成立于 2001 年，是一家致力于多肽类试剂和医药中间体的集研究、开发和生产于一体的高新技术企业。

图表 18: 中肽生化示意图



资料来源: 中肽生化官网, 东吴证券研究所

图表 19: 中肽生化员工风采



资料来源: 中肽生化官网, 东吴证券研究所

中肽生化主要业务包括多肽类业务和体外诊断试剂业务。

➤ 多肽类业务

中肽生化多肽业务包括客户定制多肽和药物多肽。

客户定制多肽业务是为制药企业或研发机构提供合成多肽的定制化服务, 主要根据客户对于肽链结构、纯度及数量等要求进行合成、修饰和纯化, 因此主要采取订单化的生产模式。

中肽生化药物多肽业务是客户定制多肽业务的延伸, 药物多肽业务采取与客户“合作申报”的业务模式, 由客户向监管机构申报制剂注册, 中肽生化申报原料药注册, 在注册批准后, 中肽生化作为唯一或者少数原料药供应商之一为其提供多肽原料药, 从而与客户形成了很强的业务粘性。

图表 20: 客户定制多肽和药物多肽主要特点及用途分析

产品类别	主要研发阶段	用途	生产环境标准	需求特点
客户定制多肽	临床前阶段	主要用于临床前药物筛选, 不作用于人体	非 GMP 标准	项目数量多, 单个订单的需求量小
药物多肽	临床试验、新药申报和新药获批上市后的商业化	主要用于临床试验和应用	GMP 标准	项目数量较少, 单个订单需求量大

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

➤ 体外诊断试剂业务

体外诊断试剂业务实行以销定产的生产模式, 以市场需求为导向, 根据订货合同和以往的销售数据, 结合库存情况, 编制不同层次的生产计

划。

中肽生化获得的国内药品和体外诊断试剂产品批准主要包括醋酸亮丙瑞林、胸腺五肽等。

图表 21: 中肽生化所获国内药品和体外诊断试剂产品批准简介

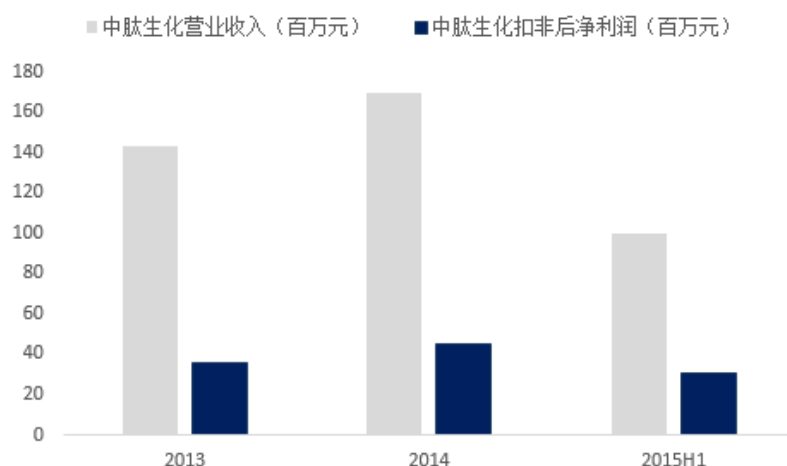
类型	产品名称	批准文号	有效期
药品	醋酸亮丙瑞林	国药准字 H20090283	2019.07.01
	胸腺五肽	国药准字 H20066729	2016.06.15
体外诊断试剂	吗啡检测试纸条 (胶体金法)	国食药监械(准)字 2013 第 3400837 号	2017.06.17
	甲基安非他明检测试剂盒 (胶体金法)	国食药监械(准)字 2012 第 3401500 号	2016.12.03
	氯胺酮检测试剂盒 (胶体金法)	国食药监械(准)字 2013 第 3401575 号	2017.10.09
	四氢大麻酚酸检测试剂盒 (胶体金法)	国食药监械(准)字 2013 第 3401574 号	2017.10.09
	二亚甲基双氧安非他明检 测试剂盒(胶体金法)	国食药监械(准)字 2013 第 3401573 号	2017.10.09

资料来源: 东吴证券研究所

3.2.2 经营状况

中肽生化经营情况良好, 2014 年实现营业收入 1.7 亿元, 净利润 5499.8 万元; 实现扣非后净利润 4552.5 万元。2015 年上半年实现营业收入 9990.0 万元, 净利润 3569.9 万元, 扣非后净利润 3058.8 万元, 净利率达 35.7%。

图表 22: 2013-2015H1 中肽生化营业收入及扣非后净利润情况

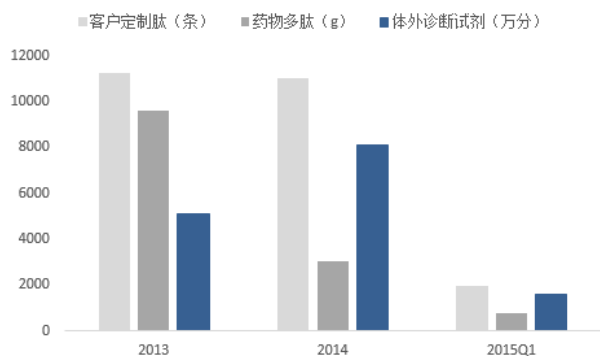


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

其中, 2014 年销售客户定制肽 1.1 万条, 药物多肽 3057.6g, 体外诊断试剂 8083.1 万份; 2015 年 1-3 月销售客户定制肽 1972 条, 药物多肽 756.7g, 体外诊断试剂 1568.8 万份。

营收方面, 2014 年客户定制肽实现销售收入 4087.3 万元, 药物多肽实现销售收入 1742.8 万元, 体外诊断试剂实现销售收入 1.1 亿元; 2015 年上半年, 客户定制肽实现销售收入 2128.2 万元, 药物多肽实现销售收入 1392.0 万元, 体外诊断试剂实现销售收入 6249.6 万元。

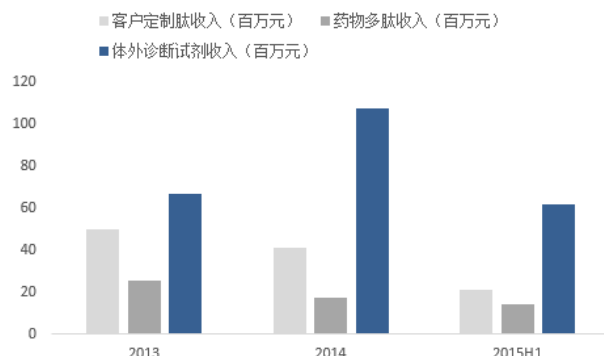
图表 23: 中肽生化主要产品销量情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 中肽生化的多肽产品是根据客户需求进行定制化制备, 单个订单从毫克到公斤级不等, 且每个客户所需多肽的序列千差万别, 不同结构的序列制备难度、合成步骤和耗费时间差别很大, 无法以单一的产出重量来衡量整个多肽类产品的生产能力。

图表 24: 中肽生化主要产品收入情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

根据《贵州信邦制药股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》盈利预测内容, 2015 年中肽生化预计实现净利润 8182.3 万元, 2016 年预计实现净利润 1.1 亿元, 2017 年预计实现净利润 1.4 亿元, 利润补偿期间三年累计预测净利润 3.3 亿元。

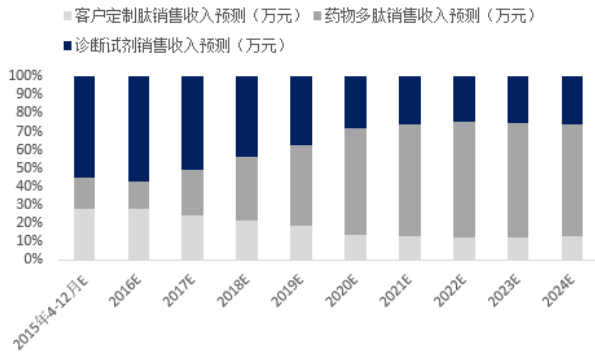
图表 25: 中肽生化的预测净利润数 (万元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	利润补偿期间三年累计预测净利润数
中肽生化预测净利润数	8182.29	10,642.32	13824.66	32,649.27

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

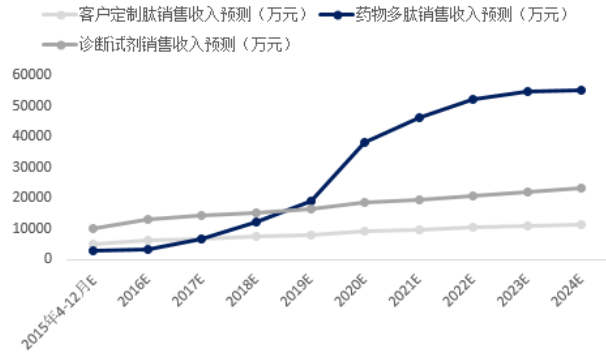
其中, 预计 2015 年 4-12 月客户定制肽实现销售收入 5163.2 万元, 药物多肽实现销售收入 3082.3 万元, 诊断试剂实现销售收入 1.0 亿元。

图表 26: 中肽生化主要产品销量情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 27: 中肽生化主要产品收入情况

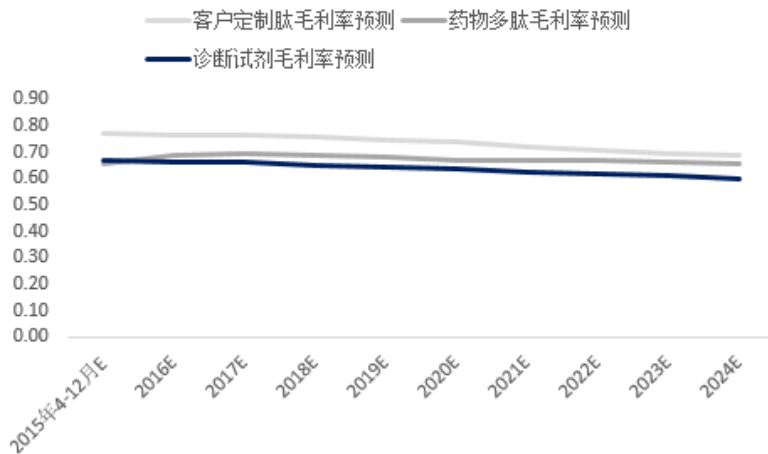


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

由主要产品营收变化曲线可发现, 客户定制肽及诊断试剂销售呈稳步上升趋势, 而药物多肽将在 2020 年实现快速增长, 而后在高位保持稳定增长。我们分析药物多肽在 2020 年前后实现较高增长与所仿制药物 (如艾塞那肽等) 专利到期有关。

另外, 根据《贵州信邦制药股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》内容, 2015 年-2024 年客户定制肽毛利率预计由 76.9% 下降至 68.8%; 药物多肽毛利率预计由 65.5% 上升至 69.3% 后下降至 65.4%; 诊断试剂毛利率预计由 66.7% 下降至 60.1%。

图表 28: 2015-2020 中肽生化产品毛利率预测



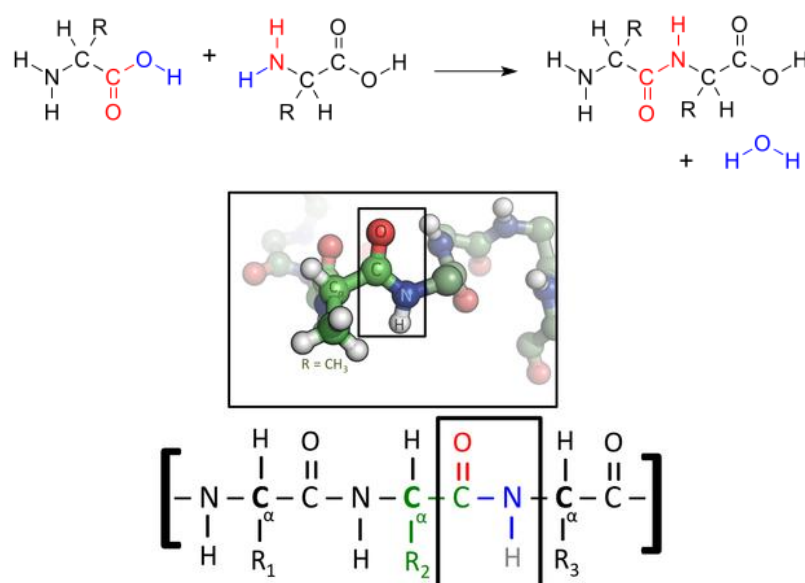
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2.3 多肽行业一小生态，大前景

多肽是氨基酸通过肽键相互连接形成的一类化合物。最简单的肽由两个氨基酸组成，称为二肽，其中含有一个肽键。根据多肽中氨基酸残基数目不同，分别称之为三肽、四肽、五肽等。

多肽药物是指通过化学合成、基因重组和动植物中提取的具有特定治疗作用的多肽，是多肽在医药领域的具体应用。多肽药物具有高活性、低剂量、低毒性等特点，被广泛应用于内分泌系统、免疫系统、消化系统、心血管系统、血液系统和肌肉骨骼系统等。

图表 29: 多肽的形成和肽键的结构

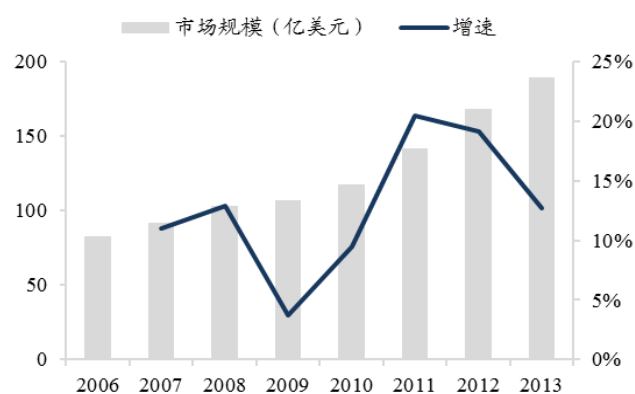


资料来源: QuickWiki, 东吴证券研究所

➤ 多肽药物市场——增长快、成长空间大

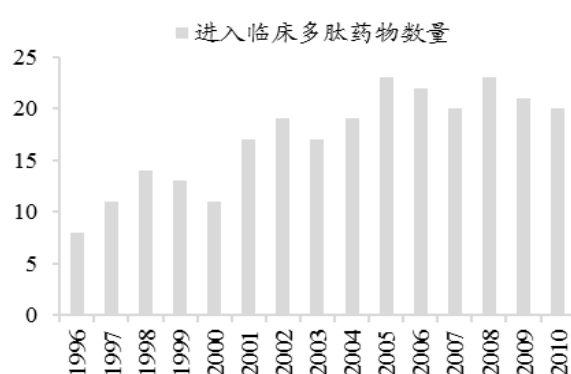
从 2000 年开始，每年进入临床试验和获批上市的多肽药物数量大幅增加，平均每年有 2 个新多肽药物上市，同时平均每年有 20 个多肽药物进入临床试验。不同多肽药物的大量上市促进了全球多肽药物市场的迅速扩容。2013 年全球多肽药物市场规模达到 189 亿美元，占全球医药市场的 2%，整体规模不大，但多肽药物市场年复合增长率保持在 8%~10%，是全球医药市场平均增速的两倍。预计至 2018 年，全球多肽药物市场规模将达到 254 亿美元。

图表 30: 近年全球多肽药物市场规模情况



资料来源: Lona 公司, 东吴证券研究所

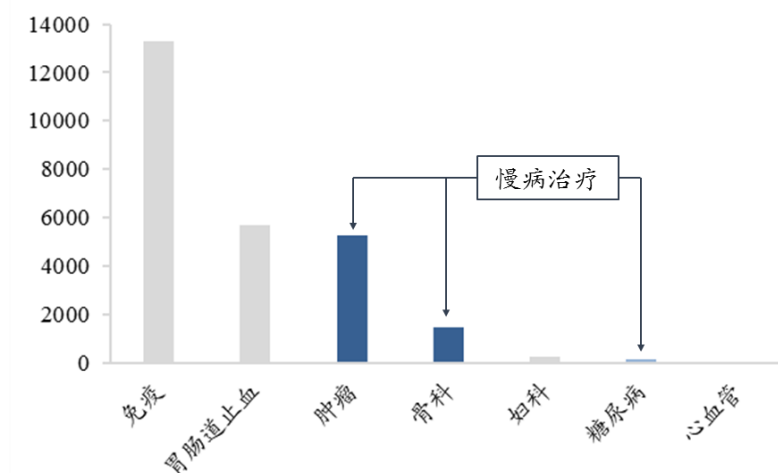
图表 31: 1996-2010 每年进临床研究多肽药物数量



资料来源: 2012 年多肽药物市场报告, 东吴证券研究所

我国多肽药物市场亦发展迅猛, 市场规模已达到 260 亿元, 年复合增长率接近 30%。目前国内现已上市多肽药物有 30 种左右, 主要分布在免疫、胃肠道止血、肿瘤、骨科、妇科、糖尿病和心血管等七大领域。其中, 免疫药物一家独大, 占国内市场 50%以上; 胃肠道止血和肿瘤领域次之, 各占 20%左右; 骨科、妇科、糖尿病、心血管市场较小, 合计占市场总额的 7%。

图表 32: 国内多肽药物市场销售额分布 (单位: 百万元)



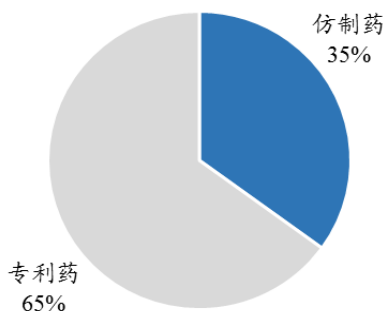
资料来源: PDB 数据库, 东吴证券研究所

► “专利悬崖效应”催生庞大的非专利药市场

多肽药物普遍价格较昂贵, 因此主要市场在北美和欧洲等发达国家, 占全球市场的 60%以上。在我国, 国外品牌占据多肽药物大部分市场份额, 而国产多肽药物则以仿制国外已过专利保护期或未在我国申请专利的多肽药物为主。

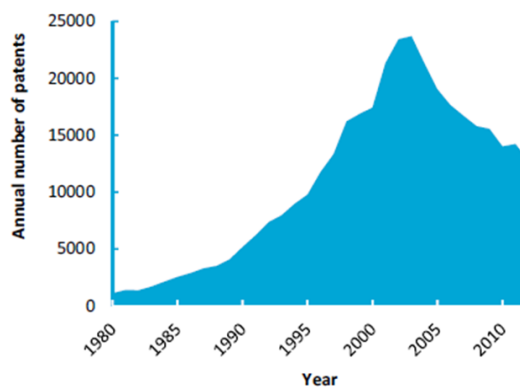
从全球来看，2000 年以后，多肽新药研发和专利申请数量到达高峰，多肽类药物多个重磅级产品预计将于 2014 至 2021 年专利到期，催生出庞大的非专利药市场。

图表 33: 多肽专利药和仿制药市场分布



资料来源: 东吴证券研究所

图表 34: 1980-2012 年注册多肽药物专利数量



资料来源: EuPA Open Proteomics,4(2014),58-69

目前多肽仿制药占全球多肽药物市场总量的 35%，仿制药的集中上市势必对专利药物的销售造成一定冲击，也为国内多肽药物公司的发展提供契机，同时，由于多肽药物仿制技术难度较大、原料药成本较高，多肽仿制药价格可以达到专利药物价格的 70%~80% 左右，利润回报比小分子化学药更为丰厚。

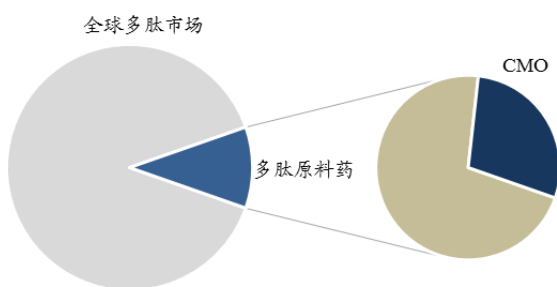
中肽生化多肽原料药研发平台和多肽制剂研发平台重点研究方向即为专利即将到期且市场规模较大的专利药，如艾塞那肽等，为抢占首仿药、仿制药及其原料药市场份额，获取高额的市场回报提供技术保障。

► 外包成趋势

相比于仅有 8-10 个制备步骤的一般小分子药物，合成需要数十步，甚至上百步化学反应的多肽药物，其生产成本无疑是昂贵的。跨国制药企业为了降低多肽创新药的开发成本、缩短开发周期，将多肽药物研发生产外包的驱动力更强。

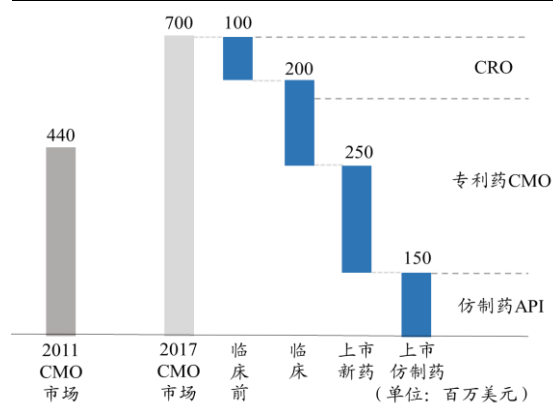
根据 Lonza 公司数据来看，多肽药物 2011 年全球市场规模为 117 亿美元，其中多肽原料药的市场规模 10 亿美元，需要多肽原料药 1400kg。外包代工生产多肽原料药市场 4.4 亿美元，接近市场总额的一半。按照 6.5% 左右的年复合增长率估算，2017 年全球外包生产多肽原料药的市场规模约为 7 亿美元。多肽原料药的外包生产业务具有明确的市场分工，已形成了 CRO、CMO 和原料药 API 的三级梯队。

图表 35: 多肽药物市场分布



资料来源: Lonza 公司, 东吴证券研究所

图表 36: 多肽 CMO 原料药市场分布



资料来源: Lonza 公司, 东吴证券研究所

中国是全球多肽原料药 CMO 和 CRO 制造基地。中肽生化、吉尔生化、翰宇药业等国内优秀多肽 CRO、CMO 企业已实现多肽原料药的大规模出口销售, 国内多肽原料药生产业务占全球市场的 40% 以上。

图表 37: 多肽原料药外包市场分布

行业	客户	用途	订单要求	市场规模	代表公司
CRO	小型新药公司、科研机构	临床前 临床 I 期	一般少于 0.5kg, 种类数量繁多	1.3 亿美元	中肽生化 翰宇药业
专利药 CMO	大型新药研发公司	临床研究 注册	1~10kg	4.2 亿美元	Bachem、Lonza Zealand、 Polypeptide
仿制药 API	中小型仿制药公司	仿制药生产	10kg 以上	1.5 亿美元	中肽生化 翰宇药业 安科生物

资料来源: 东吴证券研究所

中肽生化是国内最早从事多肽 CRO/CMO 业务的生物医药公司, 产品包括客户定制多肽和药物多肽, 主要为国内外医药企业新药、仿制药的研制、生产提供多肽及多肽原料药定制服务, 中肽生化多肽业务客户主要为北美、欧洲的大型医药企业以及国内多肽药物生产商。

中肽生化将多肽类业务的市场划分为美国地区和非美地区两个区域, 其中美国地区销售和客户服务由中肽生化的境外子公司 CPC 负责, 其它全球业务则由母公司市场部门直接负责。

目前美国地区收入占中肽生化营业总收入的 90% 左右。对于非美地区, 中肽生化的市场、技术和客户服务人员联合进行项目开发和客户维护, 通过展会、研讨会、重点类型客户专项突破等方式相结合, 将公司在多肽领域的综合服务实力向潜在客户进行展示。

► 多肽药物制剂和给药器械为核心的市场

根据 Lonza 公司数据，2011 年全球多肽药物市场规模 117 亿美元，其中原料药业务市场仅占 10 亿美元，制剂业务占市场规模的 90% 以上。多肽药物制剂和给药器械才是多肽药物最核心的市场。

从市场分布来看，国内多肽药物市场以初级产品为主，还未进入成熟期。国内规模较大的多肽制剂公司主要有翰宇药业、双成药业、海南中和、北京世桥和成都地奥五家公司，其中前两家为上市公司，海南中和为上市公司海南中和集团的医药子公司。

国内多肽制剂企业的产品相似度很高，集中在胸腺五肽、胸腺法新、生长抑素等大宗多肽品种，同业竞争比较激烈。产品以免疫和急救止血药物为主，普遍采用普通的粉针液剂型，少数产品有水针剂预填充注射器。近期国内上市新品种主要是阿托西班、依替巴肽等。

图表 38: 国内主要多肽制剂企业

公司	主要产品
翰宇药业	胸腺五肽、生长抑素、去氨加压素、特利加压素
双成药业	胸腺法新、生长抑素、胸腺五肽
海南中和	胸腺五肽、胸腺法新、生长抑素、去氨加压素
北京世桥	胸腺五肽、降钙素
成都地奥	胸腺法新、胸腺五肽
仁会生物	重组人胰高血糖素类多肽-1 (7-36)

资料来源：东吴证券研究所

目前，中肽生化亦在积极延伸产业链，转型多肽药物制剂生产，我们认为凭借中肽生化强大的研发团队（“国家千人计划”特聘专家 1 名，浙江省“千人计划”特聘专家 5 名，高层次的海外归国人才组成中肽生化研发团队核心）及科研实力，未来有望在多肽药物制剂市场抢占份额。

3.2.4 体外诊断—需求推动市场规模成长

体外诊断产业在国际上统称为 IVD (In-Vitro Diagnostics) 产业，即在人体之外通过对人体的血液等组织及分泌物进行检测获取临床诊断信息的产品和服务。体外诊断行业又可进一步分为体外诊断试剂、体外诊断仪器和检测耗材（如采血管），其中体外诊断试剂属于生物制品。

➤ 诊断试剂分类

按检测原理或检测方法分，诊断试剂主要有生化诊断试剂、免疫诊断试剂、分子诊断试剂、微生物诊断试剂、尿液诊断试剂、凝血类诊断试剂、血液学和流式细胞诊断试剂等，其中生化、免疫、分子诊断试剂为我国诊断试剂主要的三大类品种。

图表 39: 中肽生化两类多肽产品主要特点和用途简介

类别	检测原理	用途
生化诊断试剂	通过各种生物化学反应或免疫反应测定体内生化指标的试剂，主要用于配合手工、半自动、全自动生化分析仪等仪器进行检测	主要用于测定酶类、糖类、脂类、蛋白质和非蛋白氮类、无机元素类、肝功能等指标
免疫诊断试剂	通过抗原与抗体相结合的特异性反应进行测定的试剂	主要应用于传染性疾病、内分泌、肿瘤、药物检测、血型鉴定等
分子诊断试剂	主要是对与疾病相关的蛋白质和各种免疫活性分子以及编码这些分子的基因进行测定的试剂	主要用于肝炎、性病、肺感染性疾病、优生优育、遗传病基因、肿瘤等检测。主要用于肝炎、性病、肺感染性疾病、优生优育、遗传病基因、肿瘤等检测

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

免疫诊断试剂从结果判断的方法学上又可分为放射免疫（RIA）、胶体金、酶联免疫（ELISA）、间接免疫荧光（TRFIA）、化学发光（CLIA）等试剂，具体产品特点及用途如下：

图表 40: 中肽生化两类多肽产品主要特点和用途简介

类别	特点及用途
放射免疫试剂	对环境污染较大,目前在国际市场上已被淘汰,国内还有少量使用
胶体金试剂	目前最快速方便的免疫学检测技术之一,特别适合于医院的急诊化验室、监护病房、门诊即时检验,以及家庭、社区医疗、医师诊断和事故现场等医院外的即时检验、大批量时间紧的检测和面积普查等
酶联免疫试剂	具有成本低、可大规模操作等特点
化学发光试剂	灵敏度高、特异性强,可用于半定量和定量分析,主要用于其他方法目前较难测定的一些项目

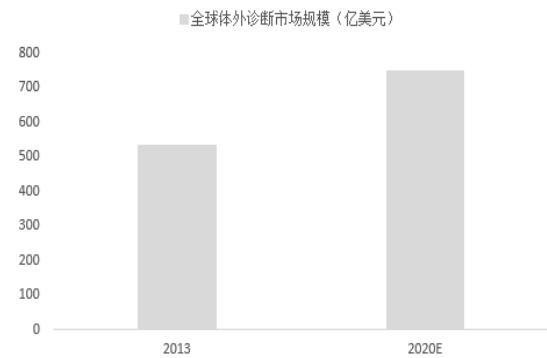
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

中肽生化的体外诊断试剂按上述分类方法，属于免疫类中的胶体金试剂。胶体金诊断试剂最大的特点是快速方便，胶体金诊断产品不需要专业的临床检验师操作，可以省去诸多标本预处理、样本送检、繁琐的设备检测、数据处理以及传输流程等步骤，直接快速的得到可靠的结果，具有许多大型检测设备不具备的时间优势，尤其在急诊或者抢救病人的时候，为医生的进一步施救赢得宝贵时间。

► 国内外体外诊断行业持续发展，市场需求巨大

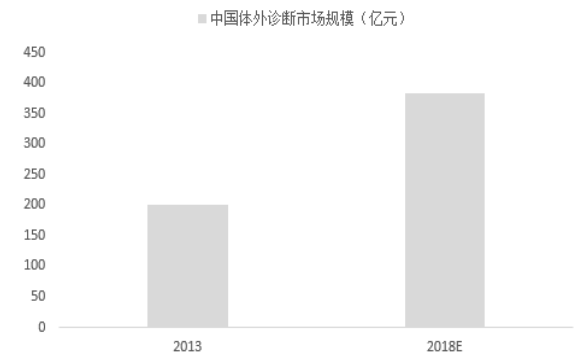
根据美国联合市场研究（Allied Market Research）机构发布的报告显示，2013 年全球体外诊断市场规模为 533.2 亿美元；到 2020 年，全球体外诊断市场将达 746.5 亿美元，年复合增长率为 5.34%。

图表 41: 全球体外诊断市场规模



资料来源：Allied Market Research，东吴证券研究所

图表 42: 中国体外诊断市场规模



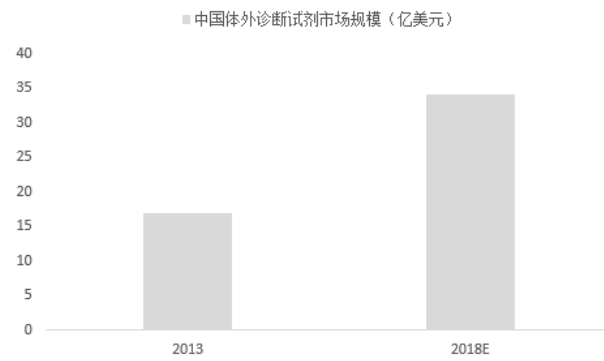
资料来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

近年来，我国高度重视生物技术及其产业化发展，在国家行业政策扶持下，国内体外诊断行业获得了快速的发展。根据前瞻产业研究院发布的《2014-2018 年中国体外诊断行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》显示，2013 年我国体外诊断市场规模已经接近 200 亿元。由于医院市场需求占到体外诊断需求总量的 90% 以上，未来我国体外诊断行业将受益于诊疗人次数和人均检查费用的增长，预计规模增速将保持在 16%-18% 的较高水平，预计到 2018 年我国体外诊断行业规模将在 384 亿元左右，体外诊断试剂市场前景广阔。

► 国内体外诊断行业一对标欧洲，发展空间大

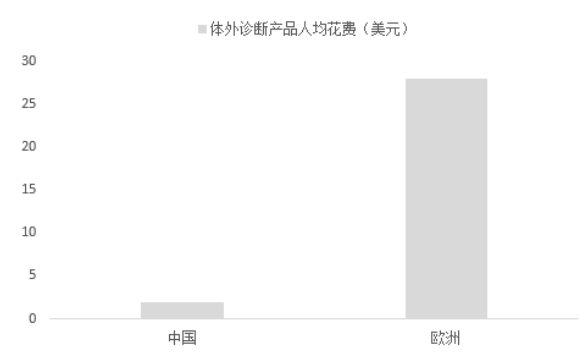
国内体外诊断行业起步较晚，相较发达国家，呈现出基数小、增速快的特点。根据 Kalorama Information 于 2014 年 8 月出版的第 9 版体外诊断行业市场报告，2013 年，中国体外诊断试剂市场约 17 亿美元，预计 2018 年达到 34 亿美元，年均增长率为 15%。我国 IVD 用户主要包括 2 万多家医院、7 万家基层卫生机构、450 家血站和体检中心以及正在兴起的临床检验独立实验室，约 90% 的市场集中在医院客户。

图表 43: 中国体外诊断试剂市场规模



资料来源: Kalorama Information, 东吴证券研究所

图表 44: 中国与欧洲体外诊断产品人均花费



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

作为国内 IVD 产品和服务主要终端的中国医院市场正在迅速膨胀, 2012 年底, 中国拥有超过 2.2 万家医院。但是, 2013 年, 中国在体外诊断产品上的花费人均每年仅 2 美元, 与欧洲平均值的 28 美元相比, 差距巨大。行业未来市场增长空间巨大。

► 国内体外诊断试剂行业竞争格局及主要企业

根据 IVD 专委会提供的数据显示, 目前我国体外诊断试剂生产企业约 300 至 400 家, 其中规模以上企业近 200 家, 但年销售收入过亿元的企业仅约 20 家, 企业普遍规模小、品种少, 实力较强的综合性企业还较少, 行业排名靠前的企业主要是在某一领域具备竞争优势。

目前国内含有体外诊断业务的上市公司和医药公司主要如下:

A. 上海科华生物工程股份有限公司

科华生物创立于 1981 年, 主营业务涵盖体外诊断试剂、医疗检验仪器、检验信息技术、真空采血系统等四大领域, 是国内规模最大的医疗诊断用品产业基地。2004 年在深圳证券交易所上市(股票代码 002022)。

B. 中生北控生物科技股份有限公司

中生北控是国有资本控股的高新技术企业, 中国科学院持有 23.84% 股份, 其以蛋白质产业为主业, 包括体外诊断(IVD)产品和蛋白质药物的研发、生产、销售及其售后服务。前身是北京中生生物工程高技术公司, 成立于 1988 年, 是中国科学院生物物理研究所的所办国有企业。2006 年 2 月 27 日, 中生北控在香港联交所创业板上市(股票代码 08247)。

C. 北京利德曼生化股份有限公司

利德曼创始于 1997 年 11 月, 是一家在生物化学、体外诊断试剂和医

疗器械 领域拥有核心竞争力的多元化企业。该公司总部位于北京经济技术开发区。注册资本 15,360 万元,主要诊断试剂种类有肝功类、肾功类、血脂与脂蛋白类、血糖类、心肌酶类等,具体产品包括肌酸激酶 MB 同工酶诊断试剂、腺苷脱氨酶诊断试剂和低密度脂蛋白胆固醇诊断试剂等。2012 年 2 月 16 日,利德曼在深圳证券交易所创业板上市(股票代码 300289)。

D.北京九强生物技术股份有限公司

九强生物成立于 2001 年,目前的主要诊断试剂种类有肝功类、肾功类、血脂类和糖代谢类等。产品覆盖生化诊断试剂的大多数项目,主要产品包括胱抑素 C、同型半胱氨酸、总胆汁酸(TBA)、载脂蛋白 A1、载脂蛋白 B、酶法钾、酶法钠等诊断试剂。同时,还代理销售英国朗道公司、德国西门子公司及少量其他国外厂家生产的体外诊断试剂,代理销售日本大塚电子株式会社、荣研化学株式会社、德国西门子公司及少量其他国外厂家生产的体外诊断分析仪器。2014 年在创业板上市(股票代码 300406)。

➤ 中肽生化

2005 年,中肽生化开始进入体外诊断试剂领域,开发出多款通过美国 FDA 和欧盟 CE 认证的毒品和早孕检测试剂,并以设立在美国境内本土化运营的 UCP 公司为支点,迅速打开了美国市场。

中肽生化体外诊断试剂主要用于毒品(药物滥用)检测,检测方式以尿液检测为主,是全球拥有毒品检测种类最齐全的厂商之一,近年来销售额快速增长。此外,中肽生化还取得了妊娠、心肌、肿瘤、传染病检测等非毒品类检测产品的欧盟 CE 认证,为下一步产品线的丰富与完善做好了充分的准备。

中肽生化分子诊断试剂产品开发平台将重点开发用于筛选靶向药物治疗方案的伴随诊断试剂及提供相应的诊断服务,从而使公司进军高端体外诊断试剂市场,提高公司产品的附加值。

目前,中肽生化的体外诊断试剂产品除国内的少量订单外,绝大多数是在美国地区通过经销商渠道进行销售。UCP 作为中肽生化体外诊断试剂的境外运营主体,负责经销商的维护和市场信息搜集,并将市场需求信息反馈至中肽生化。

未来,中肽生化国内诊断试剂市场开拓可借助信邦制药(002390)已有销售网络实现快速上量,产品虽需在国内注册审批后才能上市,但

我们预计速度会比较快。

3.2.5 小结

相对于整个生物制药行业来说，多肽药物行业方兴未艾，同时，由于多肽药物的研发技术难度高，作为与其配套的多肽定制研发生产行业的进入门槛很高，因此，竞争对手相对较少，定制研发生产企业拥有较强的议价能力。

同时，中肽生化的业务发展路径是由国外向国内延伸，创新药向仿制药市场拓展，与大多数国内定制研发企业从国内仿制药到国际仿制药、再到国际创新药的发展路径不同，这一发展路径帮助中肽生化利用国际创新药市场积累的技术和市场优势，反哺国内市场，形成了独特的核心竞争力和市场竞争壁垒。

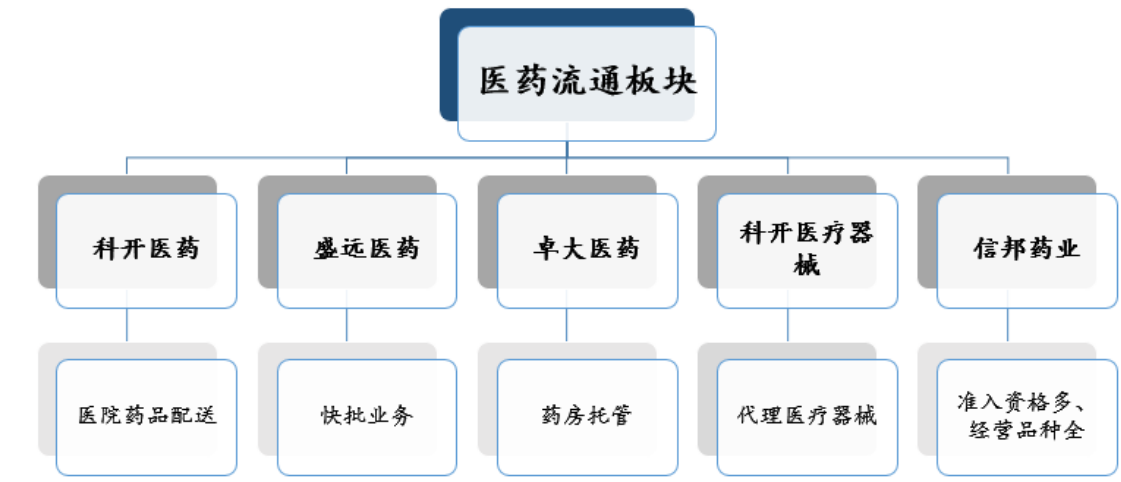
另外，中肽生化体外诊断试剂业务基于前沿技术水平和稳定产品质量，取得美国 FDA 和欧盟 CE 认证，近年来销售额快速增长。我们认为，通过收购中肽生化，提升估值，丰富产品线，未来业绩有望快速稳健提升。

4. 医药流通—深耕贵州医药流通市场

公司深耕贵州医药流通市场多年，所从事医药流通业务包括快速批发业务、医院销售业务和医药零售业务，在贵州省医药流通市场占据重要地位。公司从事医药流通业务的子公司主要包括科开医药、信邦药业及科开医药旗下子公司盛远医药、卓大医药等。其中：

- 科开医药主要为贵医附院及下属医院进行药品配送；
- 盛远医药主要运营快批业务，不针对终端，目前有上千个品种，400 多家产品总代理；
- 卓大医药主要业务在毕节、黔西南地区，以药房托管为特色；
- 信邦药业是省医药商业获得市场准入资格最多、经营品种最全的医药商业公司之一。

图表 45: 信邦制药医药流通板块结构图



资料来源: 东吴证券研究所

全业态+全产品的流通业务:

公司流通业务业态方面包括快批、纯销、零售, 产品方面包括药品、医疗器械、中药饮片等。

科开医药的创新商业模式在流通企业中独树一帜, 通过下游掌握的医院资源, 从而获取对上游工业企业的议价能力, 下游的医院数量越多、规模越大, 对上游工业企业的话语权也越强, 同时公司积极进行药房托管、零售扩张、加快在贵州全省渠道和终端的布局。公司构造起全产品线, 全产业链一体化的医药流通新模式。

4.1 科开医药

科开医药主营业务为医药流通和医疗服务, 主要从事医药、医疗器械批发、零售和医疗服务业务, 是贵州省内实力较强的地区性医药流通和医疗服务企业。

科开医药总部位于贵阳市修文县扎佐镇医药工业园区, 总占地面积约 50 亩, 标准 GSP 库房 3908 m²。目前, 公司主要流通业务网点分布在贵阳市、遵义市、安顺市、凯里市、毕节市, 成为一家集药品经营销售和医疗服务为主, 药品零售、医疗器械、医疗设备为辅的综合性大型医药战略集团。

科开医药母公司销售按种类分为西药、中药、计生、生物类四大类, 主要销售客户为贵医系统内医院, 其次为系统外其他药品经销商, 另有少量的消毒服务、利息收入等。其中主要依托贵阳医学院附属医院、贵阳二附院、贵州省肿瘤医院、白云医院、乌当医院等积极开展供应链业

务。

2014 年，科开医药的主要收入来源于贵医附院、白云医院和乌当医院的药品、耗材销售和劳务费用，共计 72167 万元，占公司总收入的比重为 29.1%。我们预计随着科开医药的供应链管理进一步延伸到公司旗下的 7 家医院，以及贵州省肿瘤医院、白云医院床位数的增长，科开医药的收入规模将大幅增长。

图表 46: 2014 年科开医药有限公司主要收入来源分析

医院名称	药品、耗材销售 (万)	消毒服务 (万)	合计 (万)	占营收比
贵阳医学院附属医院	54877	540	55417	22.3%
贵阳医学院附属白云医院	12043	90	12133	4.9%
贵阳医学院附属乌当医院	4596	30	4626	1.9%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计科开医药母公司 2015 年前三季度实现营业收入约 9-10 亿元，利润率为 3%-5%。根据《贵州信邦制药股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》内容，张观福、丁远怀、安怀略、马懿德为重组的利润补偿方。利润补偿方对科开医药资产评估报告中 98.25% 股份对应的利润补偿期间预测净利润数进行承诺，预测净利润数如下：

图表 47: 科开医药的预测净利润数 (万元)

项目	2014	2015	2016	2017
科开医药预测净利润数	7768.74	8811.29	9657.69	10037.81
标的资产对应的承诺净利润数	7632.78	8657.10	9488.68	9862.15

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

注：以上数据均为扣除非经常性损益后的净利润。

4.2 盛远医药

盛远医药为医药批发企业，严格按照 GSP 标准要求进行药品的采购、保管、配送。目前盛远医药经营占地面积 600 多平米，拥有 4000 多平米高标准的仓储设施，其中阴凉库 3000 平米，其他耗材、器械、危险品等库房 1000 平米。

近年来，盛远医药取得较大发展，主营业务从单一的市场代理分销发展到市场、医院两块业务并进的经营模式—通过市场业务提升公司业务规模，医院业务提高企业的盈利能力。公司规模不断扩大，经营品种

从市场快销品到医院基本药物和各类西药，数量不断增多。

2014 年 8 月，科开医药收购盛远 100% 股权，于 2014 年 9 月 30 日纳入合并范围，10-12 月实现营业收入 1.04 亿元，净利润 196.88 万元，归属于上市公司股东净利润 196.88 万元。我们预计盛远医药 2015 年前三季度实现营业收入 4.0-4.5 亿元，利润率 1% 左右。

为进一步扩大盛远医药的经营规模，提升公司的盈利能力，科开医药于 2015 年初对盛远医药进行增资扩股，增资额为 7912 万元人民币，增资后盛远医药的注册资本变更为 1 亿元。

4.3 卓大医药

卓大医药是一家医药流通企业，以药房托管为特色。卓大医药通过与县级医院深度合作，已经托管多个县级医院药房，包括龙里县、贵定县、习水县、安龙县、普定县、修文县等。目前，长期合作医院 12 家，配送医院共计 38 家。采购品种 100 多个，主要配送市场在遵义、毕节、黔东南、贵阳。

科开医药于 2014 年 4 月完成对卓大医药的增资扩股，取得 70% 股权，并于 2014 年 4 月 30 日纳入合并范围。卓大医药 2014 年 5-12 月实现营业收入 1.66 亿元、净利润 275.43 万元，归属于上市公司股东净利润 192.80 万元。我们预计卓大医药 2015 年前三季度实现营业收入 1.8-2.2 亿元，利润率 1% 左右。

2015 年 4 月，科开医药对卓大进行增资，按控股比例 70% 出资 5763.33 万元人民币，增资后卓大医药的注册资本变更为 1 亿元。

4.4 科开医疗器械

贵州科开医疗器械有限公司是科开医药全资子公司，成立于 2011 年，专业代理各种医疗器械产品，与国内外知名医疗设备制造企业建立战略合作关系并保持长期广泛的合作。科开医疗器械长期代理山东威高集团的医疗产品。公司业务已经辐射到贵阳市各大医院及各大地州县市，包括凯里、安顺、黔西、铜仁等。

为扩大科开医疗器械的经营规模，提高市场竞争力，提升盈利能力，科开医药于 2015 年 6 月对医疗器械公司进行增资扩股，增资额为 9000 万元人民币，增资后科开医疗器械的注册资本将变更为 1 亿元。

2014 年度，科开医疗器械实现收入 3.2 亿元，净利润 1441.6 万元。我们预计 2015 年前三季度科开医疗器械实现收入 2.7-3.2 亿元。

4.5 信邦药业

贵州信邦药业有限公司为拥有 60 多年药品批发历史的老企业“贵阳市医药有限公司”和“贵州信邦药业有限公司”整合而成，现有员工 70 余人。

公司主要经营 3000 余品种，并建立覆盖全省的纯销、批发的市场网络。公司是省医药商业获得市场准入资格最多、经营品种最全的医药商业公司之一。在全省医药商业企业中享有一定的知名度和社会影响力，是贵州地区医药商品销售、市场占有率较大的商业批发企业之一。

2014 年，信邦药业实现收入 1.8 亿元，净利润 268 万。预计前三季度实现收入 4-5 亿元。

2014 年 4 月公司对信邦药业进行增资扩股，增资后信邦药业的注册资本由 100 万元人民币变更为 10100 万元人民币。

4.6 贵州科开大药房

贵州科开大药房有限公司成立于 2009 年 7 月 30 日，经营品种 2000 余种。科开大药房从成立初的两家药店：贵州科开大药房有限公司（总店）和贵州科开大药房有限公司贵医路店，经过五年发展，目前旗下共拥有七家药店。其中有六家药店已开通市医保，一家药店开通省医保。

科开大药房设立在医院附近，方便患者购买非医保品种用药，也便于承接医院中流出的处方，目前已经初步形成覆盖公司既有下属医院和主要合作医院的医药零售网络。

图表 48: 科开医药



资料来源: 东吴证券研究所

图表 49: 科开大药房 (贵医路店)



资料来源: 东吴证券研究所

2014 年 9 月科开大药房总店通过新版 GSP 认证, 成为贵阳市第二家通过新版 GSP 认证的药店。

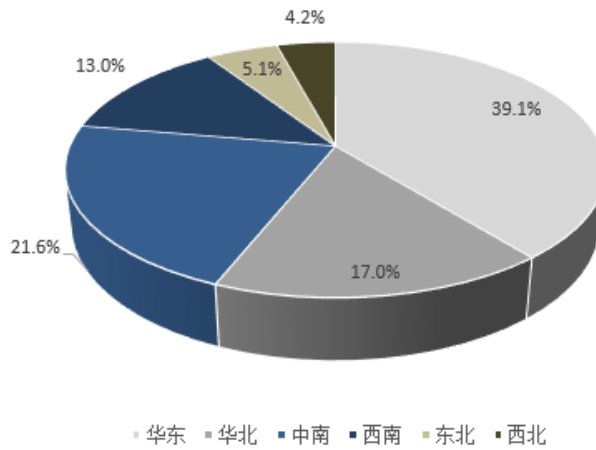
随着“医药分开”政策的深入推广, 医院门诊药房的社会化是未来趋势。随着业务网络和下属医院数量的不断扩张, 我们判断科开大药房未来将设立更多零售门店, 预计每年增加 2-3 家, 从而进一步增强公司的零售业务与医疗服务业务的协同性。

4.7 贵州省医药流通市场分析

2014 年全国药品流通市场销售规模继续提高, 增长幅度有所降低。全年药品流通行业销售总额 15021 亿元(含税值, 包括七大类医药商品), 同比增长 15.2%, 增速较 2013 年下降 1.5 个百分点, 其中药品零售市场规模 3004 亿元, 扣除不可比因素同比增长 9.1%, 增幅回落 2.9 个百分点。

2014 年, 全国六大区域销售总额比重分别为: 华东 39.1%、华北 17.0%、中南 21.6%、西南 13.0%、东北 5.1%、西北 4.2%; 销售额居前 10 位的省市依次为: 北京、上海、广东、浙江、江苏、安徽、山东、重庆、河南、云南; 10 省市销售额占全国销售总额的 64.3%, 同比下降 0.3 个百分点。

图表 50: 医药流通区域分布图

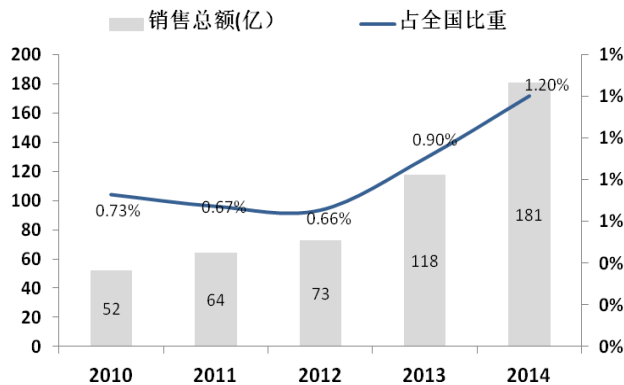


资料来源: 药品流通行业统计分析报告, 东吴证券研究所

2014 年, 贵州省医药流通总规模 180.64 亿元, 其中药品销售占比 71%。总额位列全国 31 个省的第 24 位, 占全国流通市场的 1.2%。药品销售 128.26 亿元, 占全国销售总量的 1.16%。

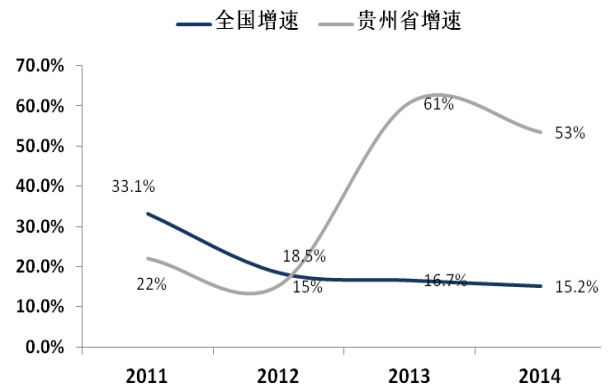
虽然贵州省流通规模较东南部地区小, 但增速快。2010-2014 年, 贵州省医药销售规模从 52.07 亿增长到 180.64 亿元, 复合增长率达到 36.5%, 与此同时全国流通市场复合增长率为 20.7%, 贵州省流通行业增速远远高于全国平均增速。

图表 51: 贵州省医药销售总额变化



资料来源: 药品流通行业统计分析报告, 东吴证券研究所

图表 52: 贵州省医药流通增速变化



资料来源: 药品流通行业统计分析报告, 东吴证券研究所

4.8 医药流通优势

我们分析信邦制药 (002390) 医药流通体系主要具有以下优势:

- 拥有科开医药、信邦药业、科开医疗器械、科开大药房、卓大医药、盛远医药等多家医药流通公司, 积累了丰富的渠道资源并建

立起覆盖省内多家知名医院和医药流通公司的医药流通销售网络，配送网络不断扩大和延伸，通过股权投资、经营权等方式对供应链进行管理，从而实现盈利增长；

- 科开医药以公司拥有的医院为终端依托，以较强的营销能力为后盾，在与上游制药企业进行全省总代资格谈判、采购价格协商等方面具有强大优势；
- 科开大药房目前在贵阳地区拥有 7 家医药零售门店，已经初步形成覆盖公司既有医院和主要合作医院的医药零售网络，未来有望进一步增加门店数量，继续打造科开大药房的专业形象。

扩大规模，建设现代医药物流

随着科开医药业务规模的扩大，医疗服务及医药流通业务涉及的知名医院、销售终端和网络不断向省内各县市地区延伸，公司医药配送体系及物流设施已经无法满足业务扩张的需要，公司急需完善现有的医药配送体系，建设现代化医药物流配送中心。

科开医药现代医药物流项目总投资 6800.0 万元，建设周期为 24 个月，拟通过新增医药仓储及医药运输设备来完善现有的医药配送体系，增强公司及子公司医药配送能力。

4.9 有望成为贵州省领先物流企业

暂处流通行业第三梯队

从 2014 年全国医药流通企业收入规模排名来看，我们将流通行业企业大致分为三个梯队，第一梯队以全国性医药商业企业为主，主营收入规模一般在 200 亿以上，如中国医药集团、华润医药集团、上海医药、九州通等；第二梯队以区域性医药商业企业为主，这类企业的特征都是立足本省，辐射周边地区，如浙江英特（140 亿）、山东瑞康（78 亿）、福建鹭燕（63 亿）、嘉事堂（55 亿）、桐君阁（47 亿）等；第三梯队企业比较分散，区域特征明显，工商结合型企业较多，收入规模在 10-50 亿之间。

图表 53: 国内流通企业梯队分布区

	代表	特点	收入规模
第一梯队	中国医药、上海医药、	国药控股分销、配送网络覆盖全国 29 个省、市、自治区的 133 个地级以上城市，占全国地级以上城市的 40%。 上海医药的分销网络以中国经济最发达的华东、华北、华南三大重点区域为中心辐射全国各地，公司分销服务以医院纯销为主，并与全球 40 多家跨国药企开展合作。	>200 亿
第二梯队	浙江英特、山东瑞康、	浙江英特公司以药品、中药、生物器械三大业务为主营业务，以医药专业分销、现代物流、电子商务、生产加工和终端零售为主要经营业态，销售网络遍布浙江、辐射华东 瑞康医药以直销山东省全部医疗机构为主营业务，以商业分销为补充，目前已建立起覆盖全省 17 地市的营销网络。	50-150 亿
第三梯队	浙江珍诚医药在线、武汉人福医药	公司依托自主开发并运营的 B2B 电子商务平台——“医药在线”，以现代医药物流配送体系为支撑，主要向浙江省及其周边省市的第二、第三终端提供药品、医疗器械等产品的分销配送	10-50 亿

资料来源：东吴证券研究所

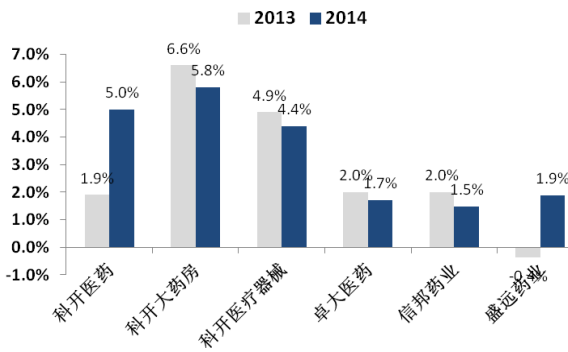
2014 年，科开医药商业业务实现收入 12.2 亿，排名全国医药批发企业主营业务收入 100 强的第 95 位，在贵州省内的销售占比达到 6.6%。净利润 9262 万，去除医疗服务净利润部分，实际净利润 6048 万左右，净利率约为 5%。信邦药业收入 18218 万，净利润 268 万。

我们预计 2015 年前三季度公司医药商业收入 20-22 亿元，全年有望实现收入 28-32 亿元。以此规模划分，公司大致处于流通企业的第三梯队。

净利率提升空间大

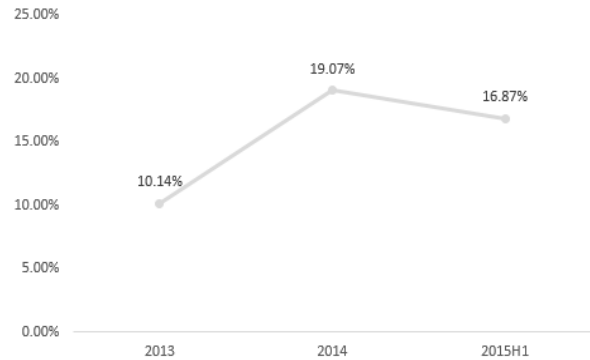
2014 年，卓大医药、信邦药业、科开医疗器械的营业收入均实现了大幅增长，盛远药业扭亏为盈，表明上市公司对于商业的整合颇有成效。从净利率来看，卓大医药、盛远医药、信邦药业的净利率都未超过 2%，而科开医疗器械和科开大药房的净利率水平较高。参考同样是医院供应链管理的凤凰医疗的净利率水平，我们认为公司未来商业的净利率水平还有很大的提升空间。

图表 54: 科开医药



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 55: 凤凰医疗净利率



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

有望跻身第二梯队, 贵州省内争第一

我们预计 2015 年公司医药流通业务有望实现收入 28-32 亿元, 同时净利率也有所提高。我们认为公司医药流通业务有望在贵州省确立领先地位, 并跻身第二梯队。理由如下:

1) 贵州省内除大型商业企业子公司, 没有已显著在本省形成垄断优势的物流企业, 而科开医药在全省医药商业企业中享有一定知名度和社会影响力, 是贵州地区医药商品销售、市场占有率较大的商业批发企业之一。预计 2015 年科开医药在贵州省医药商业市场占有率将提升到 10% 以上, 长期有望提升至 20-30%;

2) 公司未来将继续深入开展对旗下已有医院的供应链管理业务, 同时, 积极探索药房托管、药事服务等创新模式、扩大零售门店数量, 从而提高对上游提高议价能力和谈判能力, 增加代理品种数量, 扩大医药流通规模, 提高净利率水平;

3) 公司将加大医疗器械和中药饮片业务的投入, 丰富品类, 提高规模的同时也提高净利率;

4) 2014 年公司过增资扩股方式, 取得贵州卓大医药有限责任公司 70% 股权; 通过收购少数股东股权及增资扩股方式, 取得贵州信邦药业有限公司 100% 股权, 依托上市公司资金优势, 我们判断公司还会继续加强对省内流通企业的并购与整合。

5) 医药流通企业的资金实力直接影响业务规模, 据统计, 2014 年 179 家药品批发企业对医疗机构平均应收账款周转天数为 122 天, 应收账款总额高达 587.07 亿元, 占对公立医疗机构销售总额的 37.6%。而公司通过向下属子公司注资以及为子公司提供贷款担保方式, 使得各子公司能够顺利开展业务。

综上，我们认为未来公司流通业务有望在贵州省确立领先地位，并跻身第二梯队。预计公司将用 5 年左右时间完成 100 亿流通收入，数额约占贵州全省药品销售总额的三分之一。而优质医疗服务资源则是公司圈地贵州市场的关键。

5. 医疗服务：掌握核心医生资源，圈地贵州市场

公司医疗资源主要包括贵州省肿瘤医院、白云医院、乌当医院、安顺医院等。其中白云医院、乌当医院为非营利性医院。在公司旗下众多医院中，目前仅贵州省肿瘤医院和安顺医院的收入合并报表范围。

我们分析公司医疗服务资源主要有以下优势：

1) 公司拥有贵州省肿瘤医院、白云医院、乌当医院、安顺医院等医疗机构，还对黔东南州众康医院、仁怀新朝阳医院、六枝博大医院、道真县中医院等多家医疗机构进行投资，稳步推进医疗服务板块的规模增长。其中贵州省肿瘤医院是贵州省唯一的三甲肿瘤专科医院，白云医院是有较高知名度三级综合医院，在贵州省已形成了一定品牌效应；

2) 医院拥有床位数逾 3500 张，医疗机构具有各自特色学科、专家团队及职能分工，已建立起具有明显竞争优势的优质医院网络；

3) 经过多年积累，已形成较为完善的医疗卫生人才培养体系，拥有较为稳定的管理和业务高端人才队伍，摸索出一套较为成熟且行之有效的医疗运营模式；

4) 由公司开发运营的“贵医云”平台已投入使用，形成集患者、医生、药师为一体的数据、服务云平台，通过互联网和移动互联网将健康管理和医疗服务全方位覆盖，可为用户提供优质、便捷、高效的医疗健康服务。

5.1 医院—集群效应、品牌效应

5.1.1 贵州省肿瘤医院

贵州省肿瘤医院是中国西部放疗协会副理事长单位，集医、教、研、预防、保健、康复、宁养为一体，为贵州省三级甲等肿瘤医院，是一家营利性医院。贵州省肿瘤医院拥有 50 余年历史的放化疗治疗肿瘤体系、多位著名专家领衔的外科及外科微创体系、享誉全国的介入和妇外治疗体系，现设有脑外科、胸外科、妇瘤外科、介入科、等 31 个临床科室，

影像科、病理科、检验科、肺功能室、核医学科等 11 个医技科室。贵州省肿瘤医院的发展目标是成为西南地区一流的三级甲等肿瘤医院。

贵州省肿瘤医院原有 1000 张床位，今年综合病区 300 张新床位投入使用（投入使用约 3 个月，病床使用率达 80% 以上），预计明年贵州省肿瘤医院新大楼将增加 500 张床位，长期目标 2500 张床位。

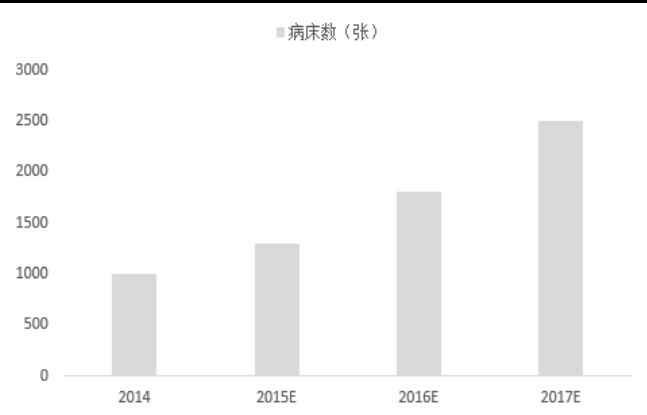
2014 年贵州省肿瘤医院实现营业收入 5.2 亿元，净利润 3214.1 万元，净利率为 6.2%。我们预计 2015 年前三季度贵州省肿瘤医院实现营业收入 4-5 亿元，利润约 2000-3000 万元。

图表 56: 贵州省肿瘤医院示意图



资料来源：东吴证券研究所

图表 57: 贵州省肿瘤医院病床数数量预测



资料来源：东吴证券研究所

5.1.2 白云医院

白云医院是科开医药下属的民办非企业单位（法人），为非营利性医院，是一所集医疗、教学、科研、预防保健、健康管理为一体的高标准、高起点的非营利性三级综合医院，是省、市医保及新农合定点医疗机构，是贵阳医学院“十二五”教学实习基地重点建设对象之一。

白云医院设有骨科、胸外科、小儿外科、妇产科、心内科、肾内科、内分泌科、介入科、神经外科、神经内科等 27 个临床科室，影像科、检验科、口腔科、介入手术室、胃镜室、肠镜室、纤支镜室等 11 个医技科室。白云医院的发展目标是“国内知名、省内一流”的高标准的三级甲等综合医院，作为科开医药旗下控股医院的人才培养和储备基地。

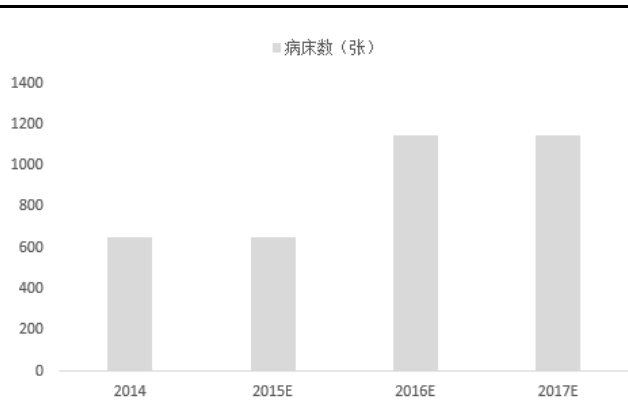
白云医院 2014 年营收约 3 亿元，现有床位 600-700 张，目前正建设二期项目，二期工程项目建成后，预计明年增加 500 张床位。我们预计前三季度白云医院实现营业收入 2.4-2.8 亿元。

图表 58: 白云医院示意图



资料来源: 东吴证券研究所

图表 59: 白云医院病床数数量预测



资料来源: 东吴证券研究所

5.1.3 乌当医院

乌当医院是由赤天化集团、贵州省肿瘤医院和贵州东山创立投资发展有限公司共同投资设立的事业单位法人。科开医药通过贵州省肿瘤医院持有乌当医院 45% 的股权，剩余股权未来有望继续收购。

乌当医院是一家非营利性综合医院，2013 年 10 月开始营业，其发展目标是成为以乳腺疾病中心、神经医学科/癫痫中心、肝胆疾病中心、泌尿外科、妇科、产科、新生儿科、重症医学科等为重点发展学科的三级甲等综合医院。

2014 年乌当医院收入约 1.3 亿，亏损 1000 多万，预计 2015 年前三季度收入 1.0-1.2 亿元，亏损 500-700 万。我们分析亏损原因主要在于运营时间短，未进入正常盈利轨道，有望明年实现盈亏平衡。

乌当医院现有床位 500 张，使用约 400 张，故预计暂无新增床位安排。

图表 60: 乌当医院揭牌仪式现场



资料来源: 东吴证券研究所

图表 61: 贵医安顺医院



资料来源: 东吴证券研究所

另外, 我们分析公司倾向于将白云医院、乌当医院改制成为营利性医院, 目前政策也鼓励改制, 但医院由非盈利性改为盈利性质主要面临如下障碍:

- 需卫计委批准 (不存在大的障碍)
- 补交税费 (主要障碍)

补交税费对医院盈利能力有影响, 且当下白云医院、乌当医院盈利均为负值, 考虑此种情况, 我们推测短期内公司不会对白云、乌当进行改制。

5.1.4 安顺医院

安顺医院是一家二级营利性综合医院, 为科开医药控股子公司, 是科开医药与孟楠合资成立的营利性医院。目前公司持有 90% 股权。医院设有内科、外科、外二科、神经内科、核医学科、影像科、检验科、血透室等一级学科。

2014 年安顺医院收入约 5000-6000 万, 预计 2015 年前三季度收入约 3500-4500 万元, 利润约 150-250 万元。安顺医院现有床位 300 张, 尚未满员运营, 预计会有后续床位新增计划。

5.1.5 其它医院

黔东南众康医院: 已经达到可使用状态, 然而人员招聘、设备、申请医保等工作还在进行过程中, 尚未正常营业, 预计年底可以实现营业;

仁怀朝阳医院: 已搬入新院, 一期开放 220 张床位, 未来计划扩张 280 张, 达到 500 张床位数量;

博大医院: 目前正在建设过程中, 预计明年开业, 规划 415 张床位;

务川沈辉医院: 尚在筹备阶段;

精神病医院: 目前尚未有实质投入, 主要因精神病院体量比较小, 又是专科医院, 预计未来视众康医院发展情况决定单独设立还是放在众康医院内作为一个科室;

道真医院: 公司与道真医院不存在股权关系, 仅购买了资产, 进行经营权转移, 未来道真的收入和利润与公司没有直接关系, 但有望从药品配送和房租中受益。

5.1.6 医疗服务业务迎来最佳发展时机

净利率偏低仅是暂时的

公司前三季度并表收入(贵州省肿瘤医院和安顺医院)约 4.5-5.0 亿, 利润率约 5%-6%, 净利率偏低。

图表 62: 医院营收、利润情况预测

医院	营业收入(亿元)	利润(万元)	利润率
贵州省肿瘤医院	4.2-4.6	2300-2900	6%
白云医院	2.4-2.8	亏损(预计亏损不大)	-
乌当医院	0.9-1.3	亏损 400-800 万	-
安顺医院	0.3-0.5	150-250	5%

资料来源: 东吴证券研究所

我们分析公司目前利润率较低的原因主要有如下两方面:

➤ 费用成本高, 包括人力成本、耗材、行政费用等。

2014 年起公司以预算方式进行费用管理, 然而费用方面耗材、行政费用可进行压缩, 人员投入方面却不同: 医院的性质决定医护人员需提前储备、培养, 过度压缩人力费用易致使人才流失。

➤ 人员数量高于病床数所需数量。

公司人才培养主要在贵州省肿瘤医院和白云医院进行。贵州省肿瘤医院现有约 1200 名员工（较病床数实际需求多出 200-300 人），白云医院现亦有几百名员工。

人才提前储备的优势在于：2016 年底贵州省肿瘤医院投入 500 张病床时，无需要增加 500 张病床对应医护人员数量，预计只需增加 200 人左右即可。

公司目前床位数 3500-4000 张，预计 2017 年将实现床位 6000-6500 张。我们认为短期内公司在外延收购新医院的步伐上可能放缓，转而将工作重点放在将现有医院做深作细，以期在人员储备与医院运营达到平衡后，净利润率得到显著提升。

政策助力，医疗服务行业迎来最佳发展机遇

中国的医疗体制改革继续深化，中国政府不仅对私营资本举办医疗机构给予更大的支持，而且颁布一系列新的鼓励政策。在公立医院改革领域，私营资本可以通过独资、合资、合作、联营、租赁等途径，采取特许经营、公建民营、民办公助等方式，参与基础设施建设和运营管理。中国国务院于 2014 年 5 月 13 日发布《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》，确定以公立医院改革为重点，保基本、强基层等的改革要求，深入推进医疗、医保、医药三医联动，全面深化医疗系统重点领域和关键环节改革，强化机制建设解决医改难题。重点工作任务中提出加快推进公立医院改革及积极推动社会办医两项重点工作，鼓励各地政府积极、灵活地引入社会资本参与公立医院改革，与之呼应，各级政府亦出台多项政策推动公立医院改革工作，为中国医疗体系改革的深化，加快社会资本参与公立医院改革营造良好的政策环境及发展基础。

此外，国家卫生计生委于 2014 年 10 月 28 日发布《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015- 2020 年）》，进一步提出截至 2020 年，中国每千常住人口医疗卫生机构床位控制在六张，其中社会办医院不低于 1.5 张，为社会资本参与医疗机构建设预留充分发展空间。

医疗扩张与贵州省医疗服务需求契合

从贵州省经济水平及医疗服务水平看，贵州省整体经济水平较为落后，医疗服务的增长空间很大。随着全民医保的推进，尤其是新农合政策的实施，医院用药可报销的范围、比例增大，医疗服务需求将不断释

放。2012 年贵州省医疗卫生机构每千人拥有的床位数仅有 3.05 张，远低于全国每千人拥有 4.24 张床位的平均水平，贵州省医疗服务需求空间巨大，医院未来的盈利能力会不断增强。

科开医药在贵州省内不断投资设立医院，一定程度上解决贵州省医疗资源紧张的现状，发挥一定社会效应；另一方面，医院未来的发展空间巨大，通过医疗服务收入以及配售权均会给科开医药带来良好的回报。

通过上述分析，我们认为在政策助力及贵州省实际需求的推动下，公司医疗服务业务迎来最佳发展时机。

5.2 互联网平台推广—如虎添翼

基于移动互联网对医药行业的影响和冲击以及公司现有的全产业链优势，公司积极布局移动互联网医疗，通过移动互联网医疗改变健康管理方式、改善就医体验、购药方式、提高医疗服务效率，降低医疗费用，使患者享受安全、便利、优质的服务。

图表 63: 信邦制药布局互联网平台进程

时间	特点
201504	收购贵州天医药方健康云服务有限公司 70% 股权
201505	与贵阳医学院附属医院签订共建“贵医云”平台战略合作协议
201506	与贵州联科卫信科技有限公司签订共同拓展“贵医云”平台合作协议

资料来源：东吴证券研究所

5.2.1 受让贵州天医药方 70% 股权

2015 年 4 月，公司出资 201.7 万受让贵州朗信投资有限公司持有的贵州天医药方健康云服务有限公司 70% 的股权，同时出资 589.30 万元对贵州天医药方增资扩股，共计出资 700 万元。

5.2.2 与贵医附院共建“贵医云”平台

为巩固贵医附院在贵州省内医学领域中的领军地位，率先在贵州省内利用移动互联网和云计算技术树立“互联网+大健康”平台的标杆，同时拓展贵医附院、公司旗下医疗机构的服务区域，公司 2015 年 5 月与贵阳医学院附属医院签订了《贵阳医学院附属医院与贵州信邦制药股份有限公司共建“贵医云”平台战略合作协议》。

贵医附院在贵州省内知名度高，年门诊量 158 万人次，推广“贵医云”渠道优势显著。公司与贵医附院合作建立云平台，能够利用贵医附院的声誉资源和患者资源，加快患者与基层医院与患者对“贵医云”的接受速度，使得贵医云平台更好更快的发展。

5.2.3 与联科卫信签订合同：渠道进一步下沉

联科卫信主要从事医疗健康信息化系统开发、推广实施和运行维护，自 2010 年起一直承担基于云计算的基层医疗机构信息化应用平台的开发、推广实施和运行维护工作。

为尽快建设“贵医云”平台，形成覆盖全省的医疗联合体，打通贵医体系与县、乡镇、社区医疗机构的数据共享、医疗业务协同和双向转诊通路，下沉优质医疗资源，公司与联科卫信一致协商决定共同拓展“贵医云”平台。

公司此次与联科卫信合作，主要看重联科卫信在基层医疗机构的布局。公司本身拥有 10 家医院，其中 3 家三级医院，6 家二级医院，1 家一级医院，再加上联科卫信布局的 9 个地州（市）近 1000 家基层医疗机构，有望打造“乡镇、社区医疗机构-县级医院-三级医院”的医疗业务协同和双向转诊通路。

5.2.4 “贵医云”模式

贵医云核心目标是整合贵州省三甲医院的医生资源，采用“互联网+”的发展思路，将医生放在云端，通过网络服务延伸到贵州省各个角落，包括家庭、社区、药店和乡村卫生院等，覆盖贵州 4300 万人群，体现“互联网+”高效、普惠的精神。

图表 64: 贵医云示意图



资料来源：贵州网，东吴证券研究所

“贵医云”平台具有如下优势：

- 贵医云平台进行服务的医生来自贵州省多家知名医院(含三甲医院)的在职医生，具有丰富临床经验，且线上线下同时服务的模式，易赢得患者信任；
- 公司拥有 7 家运营中的医院，线下资源丰富，线下资源与互联网平台协同，更好地发挥医疗资源效用，提升盈利预期；
- 未来通过与联科卫信合作，可实现覆盖近 1000 家基层医疗机构，解决贵州地区患者覆盖问题；
- 贵医云是国内第一个采用实时音视频进行移动医疗的平台，贵医云采取的音视频模式加上给医生上传图片(伤口，报告，影像，药品等)的功能，基本上形成和线下一样的完整的就诊流程；
- 贵医云还是目前第一个全免费、不限时的移动医疗应用，真正让用户体会大数据、云平台带来的高效和免费“新生活”。

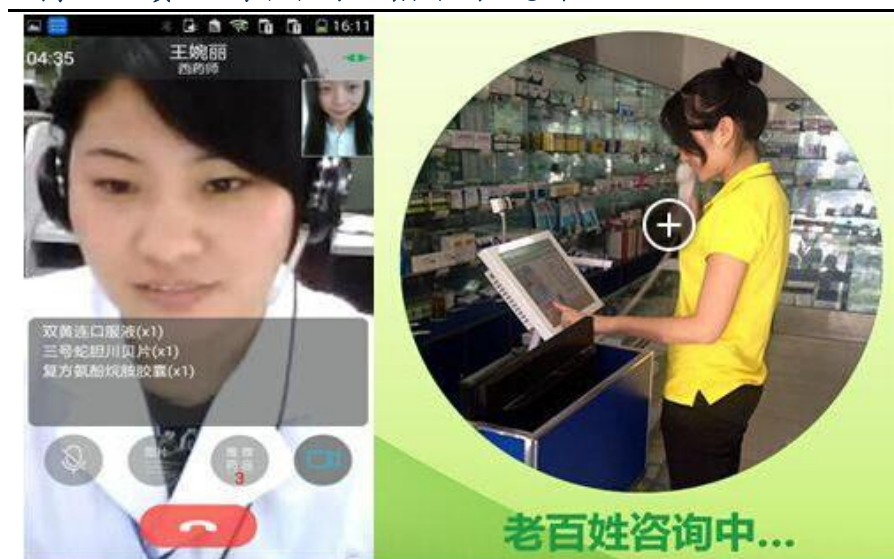
目前贵医云平台中，白云医院医生 24 小时在岗，贵州省肿瘤医院正在筹备，仁怀医院等项目亦积极推进中。

为满足不同用户群体的需求，贵医云服务渠道打通线上线下四个渠道：

- 家里——用户可以在家里通过手机连接云端医生进行咨询；
- 社区——老年用户可以在社区健康中心通过终端连接医生进行咨询；

- 药店——先咨询后用药，在购药的时候可以先咨询医生建议，保证用药安全；
- 乡村卫生院——乡村医生接诊病人时，遇到不懂的地方，可以马上在线连接三甲医院在云端服务的医生，进行远程诊断指导。

图表 65: 贵医云手机咨询及药店咨询示意图



资料来源：贵州网，东吴证券研究所

5.2.4 线下资源+互联网，做强潜力大

贵医云平台包括医生—患者—药店、问诊—处方—拿药、医生—医生远程会诊、教育，以及医院用药大数据等流程功能。

“贵医云”APP 目前已经上线，问诊咨询、预约挂号功能都已经实现，未来有望实现在线支付以及远程医疗等功能。

图表 66: “贵医云” APP 界面图-1



资料来源: 贵医云 APP, 东吴证券研究所

图表 67: “贵医云” APP 界面图-2



资料来源: 贵医云 APP, 东吴证券研究所

公司着力为贵医附院实现互联网端和移动互联网端的互联互通，形成有效的资源共享机制，逐步在全省范围内将县、乡镇级和社区医院以及省内大型药店接入“贵医云”平台，从而形成以贵阳医学院附属医院为核心，包括贵州省肿瘤医院、贵医白云分院、贵医乌当分院、贵医安顺分院等，覆盖贵州省全境的云端医疗联合体。

目前，白云医院已接入贵医云平台，贵州省肿瘤医院等接入平台已在积极推进过程中。未来随着与联科卫信的合作，有望形成覆盖全省的医疗联合体，打通贵医体系与县、乡镇、社区医疗机构的数据共享、医疗业务协同和双向转诊通路，下沉优质医疗资源，切实解决贵州地区患者覆盖问题。

综上分析，我们看好“贵医云”平台未来的发展及所具有积极意义，然而如何理顺平台业务价值链公司尚在积极探索，且平台的建设及推广需一定时间及成本，故我们认为“贵医云”平台运营初期可能处于亏损状态。

6. 盈利预测

盈利预测基础:

- 2015 年中药制剂销售收入同比增长 5%-10%;

- 2015 年医药流通收入 29-33 亿元;
- 2015 年医疗服务收入 6.0-8.0 亿元;
- 2015 年零售业务收入 0.9-1.3 亿元。

我们预测信邦制药（002390）2015-2018 年营业收入分别为 45.7 亿、65.8 亿、89.5 亿和 115.7 亿元，归属母公司净利润为 2.0 亿、2.7 亿、3.9 亿和 5.9 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 分别为 0.16 元、0.22 元、0.31 元和 0.47 元，对应动态市盈率分别为 85.0 倍、61.2 倍、42.5 倍和 28.4 倍。

公司全产业链布局，中药板块稳健增长，2016 年中肽生化并表带来利润增量；医药流通板块依托医院资源快速发展，有望贵州称雄；医疗服务板块积极推进，病床数增加带来收入提升；“贵医云”平台有望形成覆盖全省的医疗联合体，潜力巨大。同时考虑到存在较强外延预期，故我们给予公司“增持”评级。

7. 风险提示

- (1) 政策风险
- (2) 渠道整合风险
- (3) 利润低于预期风险

信邦制药 (002390) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表					利润表				
	2015E	2016E	2017E	2018E		2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	4028	4784	5673	6457	营业收入	4572	6578	8953	11574
货币资金	1032	2237	2589	2983	营业成本	3587	5213	7488	9737
应收账款	1184	2377	2896	3592	营业税金及 附加	25	32	43	57
存货	893	1145	1487	1752	销售费用	361	452	585	724
非流动资产	2273	2586	2834	3172	管理费用	189	227	256	287
长期股权投资	-	-	-	-	财务费用	98	100	105	110
固定资产	832	894	956	1033	投资收益	0	0	0	0
无形资产	183	202	231	274	营业利润	260	380	545	693
在建工程	211	245	287	310	营业外净收 入	0	0	0	0
资产总计	5864	6123	6455	6784	利润总额	260	380	545	693
流动负债	2938	3152	3375	3768	所得税费用	52	80	113	149
短期借款	1846	1564	1678	1339	少数股东损 益	18	28	40	53
应付账款	1326	1647	1870	2159	归属母公司 净利润	196	272	392	587
非流动负债	62	65	68	72	EBIT	435	641	883	1032
长期借款	-	-	-	-	EBITDA	571	769	997	1254
递延收益	45	48	43	32	重要财务估 值指标	2015E	2016E	2017E	2018E
负债总计	2938	3157	3356	3792	EPS	0.16	0.22	0.31	0.47
少数股东权益	110	145	190	235	每股净资产	2.90	3.35	4.67	6.32
归属母公司股 东权益	2987	3352	3789	4021	ROIC(%)	10.43	9.77	8.32	8.14
负债和股东权 益总计	6023	6754	7663	8920	ROE(%)	7.12	9.98	12.35	14.79
现金流量表(百 万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	净利润率(%)	4.2	4.2	4.4	5.1
经营活动现金 流	-78	123	175	246	ROA(%)	7.13	10.56	11.45	13.01
投资活动现金 流	-121	-43	76	-38	资产负债率	57.2	54.3	49.9	45.1
筹资活动现金 流	1937	1629	756	2385	收入增长率	84.4	43.9	36.1	29.3
现金净增加额	477	648	832	879	PE	84.95	61.22	42.48	28.37
折旧和摊销	20	23	27	31	PB	11.2	10.3	9.6	9.2
投资损失	-5	-5	0	-2	PS	8.5	6.7	4.9	3.0

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>

