

贵州百灵 (002424)

2015年11月18日

苗药龙头，由药而医，多点布局 增持（首次）

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

盈利预测与估值	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,575	1,813	2,105	2,508
同比(+/-%)	12.0%	15.2%	16.1%	19.1%
净利润(百万元)	310	350	383	423
同比(+/-%)	15.2%	12.8%	9.5%	10.4%
每股收益(元)	0.66	0.74	0.82	0.90
毛利率(%)	59.4%	59.2%	58.8%	58.4%
净资产收益率(%)	13.4%	14.0%	14.3%	14.6%
市盈率(P/E)	41.30	36.63	33.44	30.29
市净率(P/B)	5.52	5.14	4.77	4.42

投资要点

- **稳固的苗药龙头地位:** 民族文化的传承和自然资源的丰富,使得公司在苗药的开发上具有得天独厚的优势。上市5年以来,苗药品种由初期的6种达到了如今的17种,公司一直保持着苗药销量的领先地位,现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。
- **银丹心脑血管软胶囊持续放量:** 银丹心脑血管是公司的主要盈利产品,截止2015年上半年,实现销售收入2.42亿元,较上年同期增长16.35%。随着我国心脑血管用药市场规模的快速增长,以及公司医院销售渠道的开发,该产品的市场地位将逐步得到提高,发展前景看好,加上公司50亿粒软胶囊产能的扩建,未来还有较大市场空间和上升潜力。
- **拓展糖宁通路、开办糖尿病医院推动公司由药而医:** 截止目前,糖宁通路已获批在省内11家医疗机构调剂使用,明年会继续加大调剂使用范围。公司近期签订的多项协议有利于拓展糖宁通路,特别是与腾讯的合作,对公司估值的提升有积极的促进作用。公司将利用互联网,结合腾讯“腾爱·糖大夫”血糖仪,开发“百灵糖尿病医院医患管理平台”系统,实现患者档案的电子化管理,在贵州省内深入开展慢性病管理工作。目前,糖宁通路项目已与香港大学、四川大学华西医院等展开合作。另外,公司已经在贵阳市开设一家百灵中医糖尿病医院,并计划在长沙市新设第二家医院,正在逐步实现“药”而优则“医”。
- **积极研发,多点布局:** 公司将快加研发项目的推进,在多个病种都有布局。重点研发项目为糖宁通路、替芬泰以及表柔比星脂质体等。其中,替芬泰为乙肝治疗化学药,获得美国专利,目前正处于一期临床实验阶段;表柔比星脂质体为抗生素类抗肿瘤药,正处于临床前研究阶段。
- **盈利预测:** 我们看好明年银丹心脑血管在存量上的突破以及糖宁通路在增量上的实现,预计公司2015/2016/2017年EPS为0.74/0.82/0.90,对应PE为36倍/33倍/30倍。首次给予“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 银丹心脑血管软胶囊销量下滑;糖宁通路胶囊市场推广不及预期;研发项目迟滞等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.78
一年最低价/最高价	21.02 / 112.97
市净率	4.0
流通A股市值(百万元)	14593.1

基础数据

每股净资产(元)	1.74
资产负债率(%)	31.24
总股本(百万股)	1411.20
流通A股(百万股)	29.35

目 录

1. 稳固的苗药龙头地位	4
1.1. 公司概况	4
1.2. 产品结构图	4
1.3. 近期业绩情况	5
2. 银丹心脑血管软胶囊持续放量	6
2.1. 银丹心脑血管软胶囊产品介绍	6
2.2. 我国心脑血管用药市场规模的快速增长	7
2.3. 公司医院销售渠道的开发	7
2.4. 市场地位将逐步得到提高，发展前景看好	8
2.5. 投资建设软胶囊 50 亿粒生产线扩建项目，加速产能扩张	9
3. 拓展糖宁通络、开办糖尿病医院推动公司由药而医	10
3.1. 糖宁通络胶囊	10
3.1.1. 研发由来及产品介绍	10
3.1.2. 糖尿病患者人数逐年递增，药品市场空间巨大	11
3.1.3. 获得《医疗机构制剂注册批件》	11
3.2. 拓展糖宁通络胶囊，开发医患管理平台	12
3.2.1. 签订各项协议，推动互联网+	12
(1) 与云南白药签订《集团战略合作协议》	12
(2) 与贵州省卫生信息中心、腾讯达成了“互联网+慢性病医疗服务”战略合作	12
(3) 与腾讯签订《百灵医患管理平台技术服务协议》与《血糖仪采购框架协议》	13
(4) 总结：“医院+大数据”的新格局	14
3.2.2. 校企合作，协同创新	14
3.3. 开办糖尿病医院，切入医疗服务产业	14
3.3.1. 百灵中医糖尿病（贵阳）医院	15
3.3.2. 百灵中医糖尿病（长沙）医院	15
3.3.3. 开办糖尿病医院的意义	15
4. 积极研发，多点布局	15
4.1. 替芬泰（原 Y101）项目	15
4.2. 表柔比星脂质体项目	16
5. 盈利预测	16
6. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 贵州百灵实地调研图.....	4
图表 2: 贵州百灵历史沿革.....	4
图表 3: 主要产品及用途.....	4
图表 4: 2008-2015Q3 营业总收入及增长率.....	5
图表 5: 2008-2015Q3 归属于母公司股东的净利润及增长率.....	5
图表 6: 2015H1 分行业营收占比情况.....	6
图表 7: 2015H1 分产品营收占比情况.....	6
图表 8: 银丹心脑血管软胶囊.....	6
图表 9: 我国医院心脑血管病人出院人次数及增长率统计图.....	7
图表 10: 占比同期所有住院病种出院总人次数统计图.....	7
图表 11: 公司 OTC 销售模式.....	8
图表 12: 公司市场营销人员占比.....	8
图表 13: 银丹心脑血管软胶囊中标价.....	8
图表 14: 2013H1-2015H1 银丹心脑血管软胶囊销售收入及增速.....	9
图表 15: 银丹心脑血管软胶囊销量保守预测.....	10
图表 16: 糖宁通络胶囊.....	10
图表 17: 糖宁通络胶囊可调剂使用医疗机构名单及情况.....	11
图表 18: 《集团战略合作协议》.....	12
图表 19: 《贵州“互联网+慢性病医疗服务”战略合作协议》.....	13
图表 20: 《百灵医患管理平台技术服务协议》、《血糖仪采购框架协议》.....	13
图表 21: 腾爱·糖大夫 微信智能血糖仪套装.....	14
图表 22: 腾爱·糖大夫 微信智能血糖仪套装.....	14

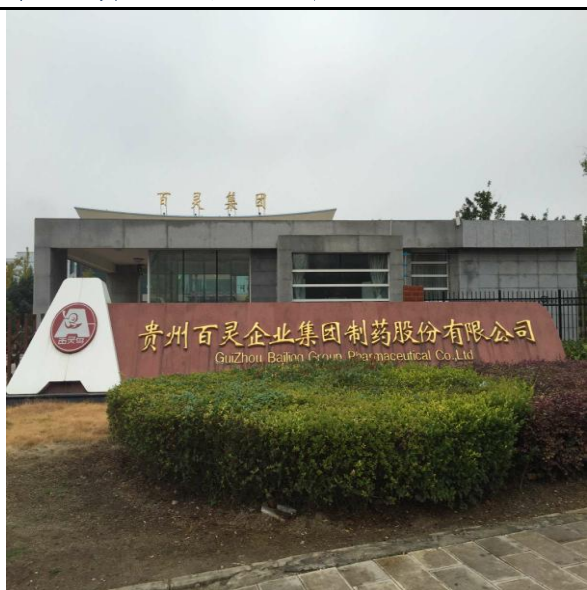
1. 稳固的苗药龙头地位

1.1. 公司概况

公司地处贵州省中部安顺地区，贵州省是我国四大地道药材基地之一，素有“夜郎无闲草，黔地多灵药”之说，中药材种类仅次于云南、四川、广西三地。全国重点普查的 363 个重要中药品种中，贵州就有 326 种，占 89.8%。

民族文化的传承和自然资源的丰富，使得公司在苗药的开发上具有得天独厚的优势。上市 5 年以来，苗药品种由初期的 6 种达到了如今的 17 种，公司一直保持着苗药销量的领先地位，现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。

图表 1: 贵州百灵实地调研图



资料来源：东吴证券研究所

图表 2: 贵州百灵历史沿革

1970 年：贵州省安顺市制药厂成立

1996 年：安顺宏伟实业有限公司整体购买安顺制药厂产权

1996 年：姜伟等受让安顺制药厂整体产权

2003 年：更名为贵州百灵制药有限公司

2005 年：更名为贵州百灵企业集团制药有限公司

2007 年：整体变更设立股份公司

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 产品结构图

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，近几年销售规模实现持续稳定的增长，已经成为公司的明星产品。二线品种维 C 银翘片、咳速停糖浆及胶囊和金感胶囊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获得了较快的增长。

图表 3: 主要产品及用途

产品结构	产品名称	所属细分行业	产品优势	2014 年营业收入 (亿元)
一线品种	银丹心脑通软胶囊	心脑血管类用药	活血化瘀、行气止痛、消食化滞。用于气滞血瘀引起的胸痹，症见胸痛，胸闷，气短，心悸等；冠心病心绞痛，高脂血症、脑动脉硬化，中风、中风后遗症见上述症状者。	5.03

二线品种	咳嗽停糖浆 (及胶囊)	止咳化痰 类用药	补气养阴, 润肺止咳, 益胃生津。 用于感冒及慢性支气管炎引起的 咳嗽, 咽干, 咯痰, 气喘。	约 2.2
二线品种	维 C 银翘片	感冒类用 药	辛凉解表, 清热解毒。用于流行 性感冒引起的发热头痛、咳嗽、 口干、咽喉疼痛。	约 1.8
二线品种	金感胶囊	感冒类用 药	清热解毒, 疏风解表。用于普通 感冒、流行性感冒, 外感风热症, 症见发热, 头痛, 鼻塞, 流涕, 咳嗽, 咽痛。	约 0.7

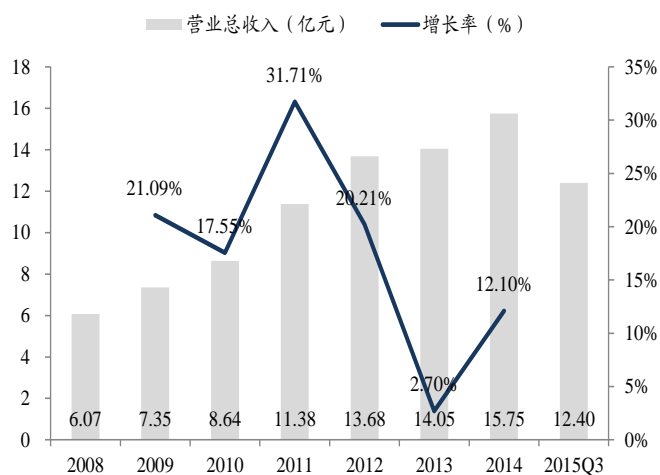
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 近期业绩情况

2015 年上半年, 公司实现营业总收入为 8.14 亿元, 同比增长 17.97%; 营业利润为 2.04 亿元, 同比增长 27.64%; 归属于母公司股东的净利润 1.80 亿元, 同比增长 35.54%。

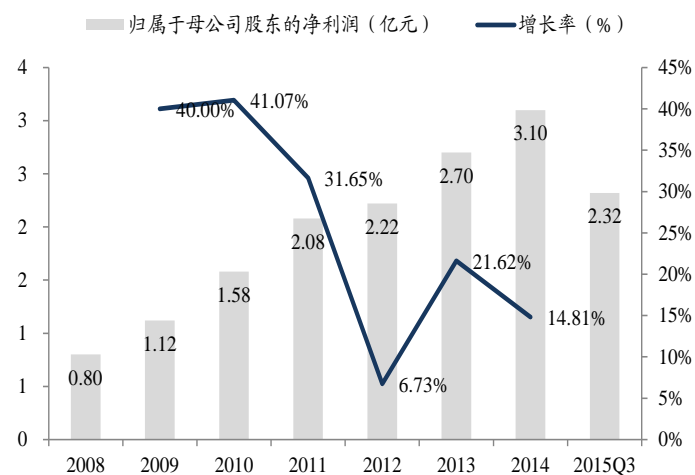
第三季度, 公司实现营业收入 4.27 亿元, 同比增长 32.66%; 实现归属于上市公司股东扣非后净利润 5052.73 万元, 同比增长 21.84%。前 9 个月, 公司实现营业收入 12.40 亿元, 同比增长 22.64%; 实现归属于母公司股东的净利润为 2.32 亿元, 同比增长 32.61%。

图表 4: 2008-2015Q3 营业总收入及增长率



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

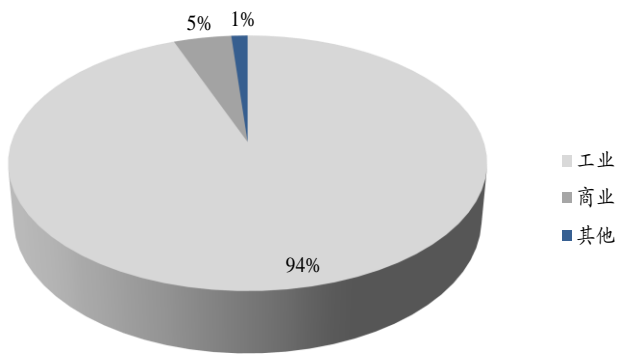
图表 5: 2008-2015Q3 归属于母公司股东的净利润及增长率



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

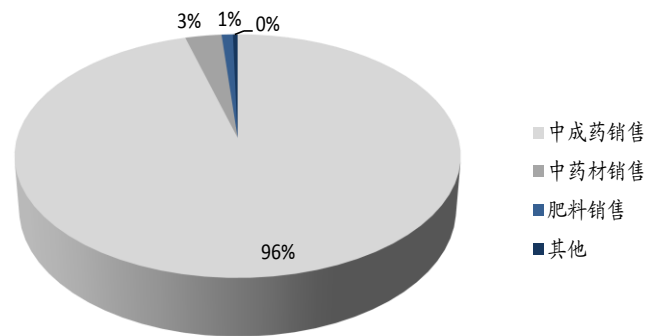
2015 年上半年, 公司中成药销售实现营业收入 7.77 亿元, 占主营业务收入的 95.62%; 中药材销售实现营业收入 0.25 亿元, 占主营业务收入的 3.05%。

图表 6: 2015H1 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 分产品营收占比情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 银丹心脑血管软胶囊持续放量

2.1. 银丹心脑血管软胶囊产品介绍

银丹心脑血管软胶囊属于治疗心脑血管疾病的处方药, 主要中药材成分有丹参、银杏、三七、山楂、绞股蓝、灯盏花、冰片等。它与传统治疗心脑血管病的药品有明显不同, 遵循“四位一体”的理念, 即从心、脑、血管和血液等四方面出发, 针对发病的内因从整体着手治疗心脑血管病, 对心脑血管疾病的多种症状具有全面治疗作用, 避免了普通药物的组方缺陷, 心脑血管同治, 疗效全面。

图表 8: 银丹心脑血管软胶囊



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

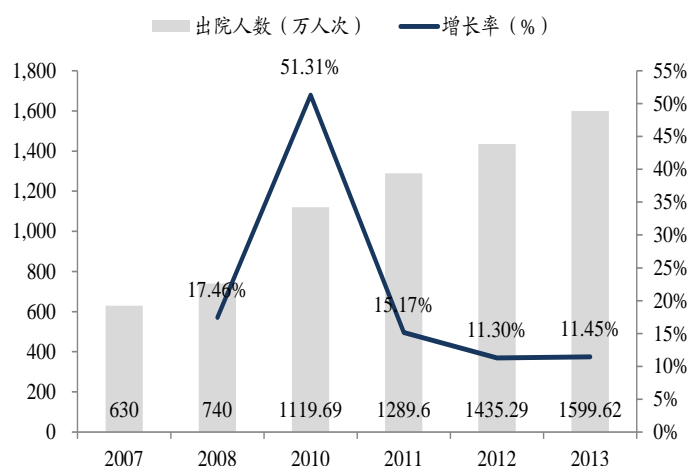
2.2. 我国心脑血管用药市场规模的快速增长

心脑血管疾病在所有的疾病类别中，是发病率较高、治疗难度较大的一种疾病类型。该品种所在的我国心脑血管类药品市场容量巨大，近几年来在我国药品市场均排名第二，仅次于抗感染药。

据 Wind 统计，我国医院心脑血管病人出院人次数逐年递增，2007 年为 630 万人次；2013 年为 1599.62 万人次，年复合增长率为 16.80%。如果按照每年 10% 的增长率，2015 年将达到 1935.54 万人次。

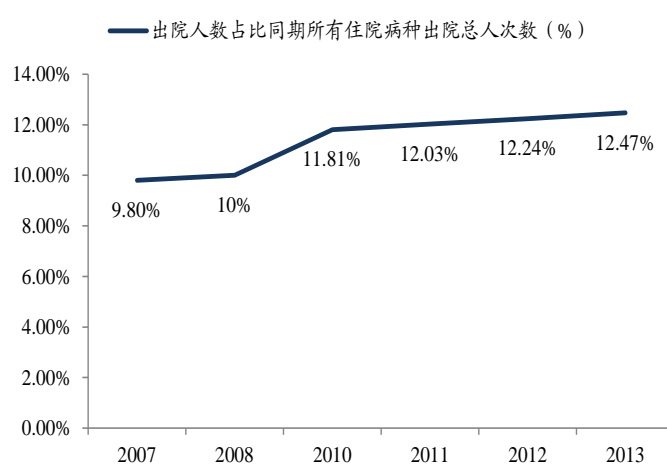
同时，我国医院心脑血管病人出院人次数占比同期所有住院病种出院总人次数也逐年增长，2007 年为 9.80%；2013 年为 12.47%，上升 2.67 个百分点。

图表 9: 我国医院心脑血管病人出院人次数及增长率统计图



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 10: 占比同期所有住院病种出院总人次数统计图



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

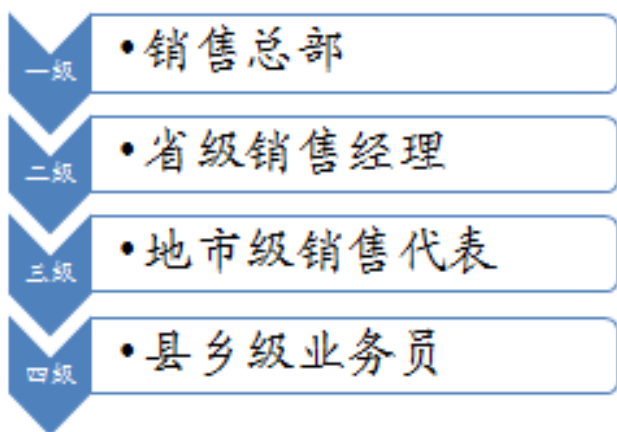
据南方所数据显示，2007 至 2009 年我国医院市场整体心脑血管药物市场规模由 700 亿增长到 983 亿，符合增长率近 20%，如果按照每年 10% 的增长率，到 2015 年将达到 1741.44 亿。我国心脑血管药物现有市场基数非常大，市场呈现较快的上升态势，预计未来心脑血管用药市场前景良好。

2.3. 公司医院销售渠道的开发

公司 OTC 销售采取销售总部、省级销售经理、地市级销售代表、县乡业务员四级管理体系。为了加快现有产品的发展，公司不断丰富销售模式，增加销售手段，制订新的销售队伍激励政策，通过深入贯彻一、二级分销制，有效利用商业公司网络等方式，加强自建销售队伍的发展。

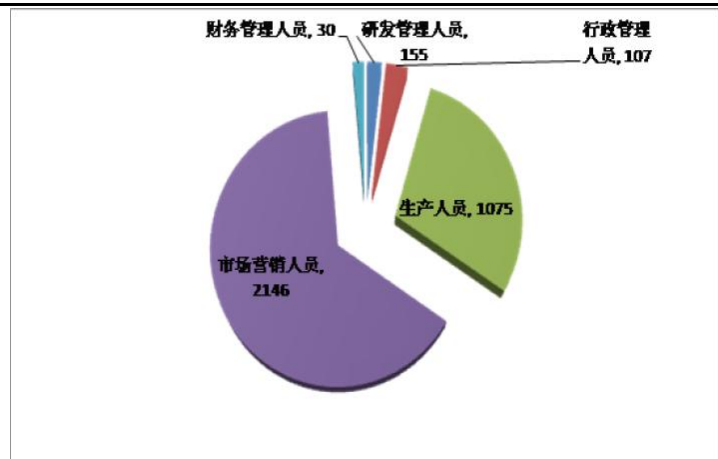
2014 年年报显示，公司共有在册市场营销人员 2146 人，占员工总数 3503 人的 61.26%。报告期内，公司实现营业总收入 157,467.22 万元，人均销售额为 73.38 万元。

图表 11: 公司 OTC 销售模式



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

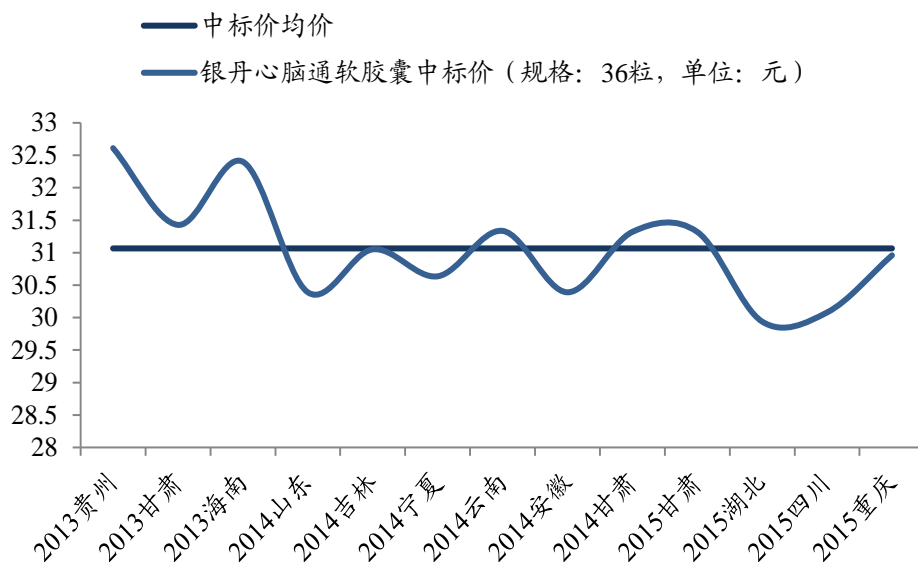
图表 12: 公司市场营销人员占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

截止 2015 年半年报, 公司已开发二级以上医院 3100 多家, 其中三级医院 1100 多家。已在全国各省市地区建立了 1500 多家一、二级商业, 与全国 80% 以上的终端客户建立了业务关系, 客户群体达到 30 多万家。同时签约终端零售药店 VIP 客户 6 万余家, 随着相关政策指导下的药店连锁化趋势, 公司通过与全国各地连锁药房的不断互动, 已经与全国百强以及各省十强的连锁药房建立了不同程度的合作, 这一丰富的客户资源将会成为公司未来快速发展的良好平台。据不完全统计, 2013-2015 年 11 月, 银丹心脑血管软胶囊中标价均价为 31.06 元, 2014 年以来中标价格波动比较平稳, 2015 年已中标省份有广东、湖南、甘肃、湖北、四川、重庆等。

图表 13: 银丹心脑血管软胶囊中标价

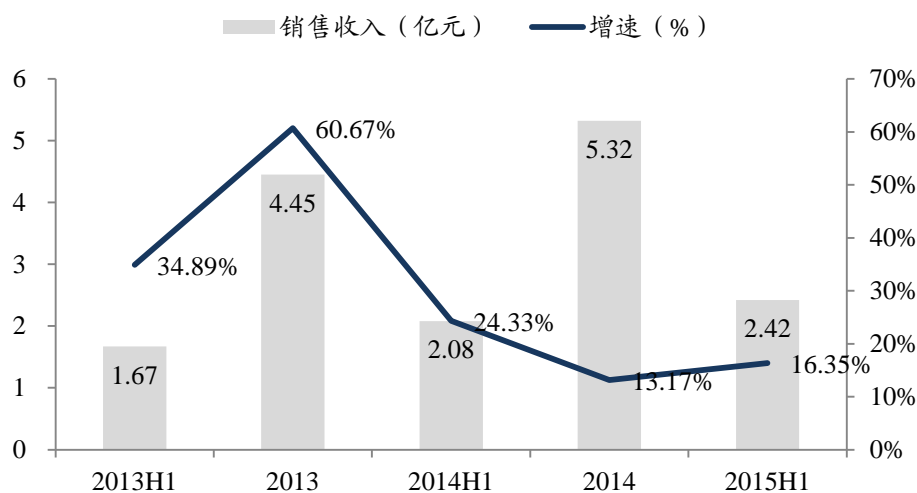


资料来源: 药智数据, 东吴证券研究所

2.4. 市场地位将逐步得到提高, 发展前景看好

2005-2006 年，银丹心脑血管软胶囊成功完成市场初步开发阶段，凭借其显著的竞争优势，2007 年银丹心脑血管软胶囊销售收入较 2006 年增长达到 242.90%；2008 年银丹心脑血管软胶囊进入了市场深度开发阶段，2008 年实现销售收入 9,958.20 万元，年度增长率达到 133.47%。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，银丹心脑血管软胶囊为独家品种独家剂型入选。截止 2015 年上半年，公司明星产品银丹心脑血管软胶囊实现销售收入 2.42 亿元，继续保持稳定增长，较上年同期增长 16.35%。但总体上看，增速逐年放缓。

图表 14: 2013H1-2015H1 银丹心脑血管软胶囊销售收入及增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

随着我国心脑血管用药市场规模的快速增长，以及公司医院销售渠道的开发，该产品的品牌影响力将不断得到提升，预计在未来几年仍将保持高速增长的势头，市场地位将逐步得到提高，发展前景看好，加上公司 50 亿粒软胶囊产能的扩建，未来还有较大市场空间和上升潜力。

2.5. 投资建设软胶囊 50 亿粒生产线扩建项目，加速产能扩张

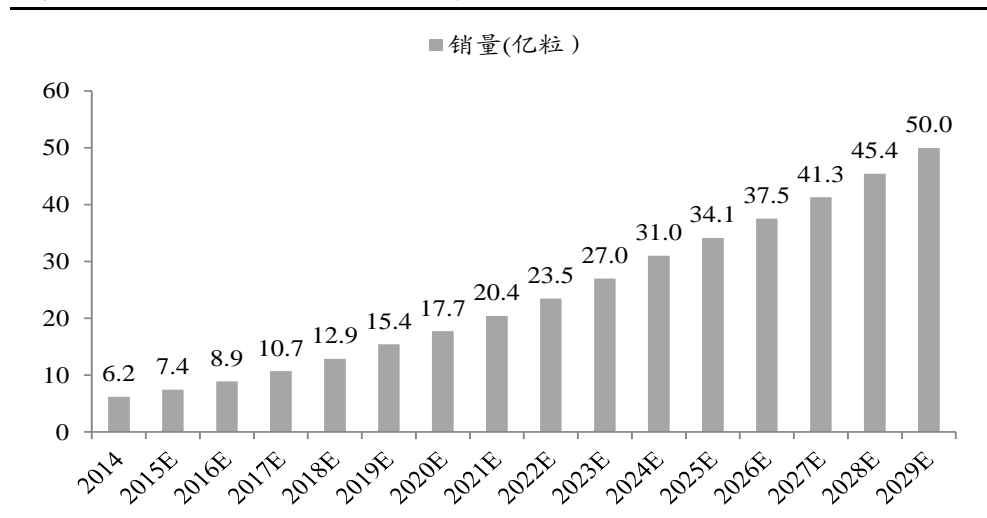
面对目前产品处于供不应求的状况，2015 年 7 月 7 日，公司第三届董事会第二十三次会议审议通过《关于使用部分超募资金投资建设软胶囊 50 亿粒生产线扩建项目的议案》，公司决定在现有综合制剂车间第 3 层，使用超募资金 13,190.69 万元投资建设软胶囊 50 亿粒生产线扩建项目，项目建设周期 22 个月。

公司的软胶囊生产线主要针对银丹心脑血管软胶囊。公司原先设计产能为 12 亿粒，2014 年实际产能 7 亿粒，目前尚未饱和。50 亿粒项目建成后，对公司软胶囊产能的提升有巨大的促进作用，由于设备先进性问题，原先的生产线可能不再投入生产。

根据上文统计过的银丹心脑血管软胶囊中标价均价为 31.06 元，按规格 36 粒/盒，每粒约 0.86 元，2014 年销售收入 5.32 亿元，销量约为 6.2 亿粒。不考虑其他软胶囊产品，假设银丹心脑血管软胶囊的销量 2015-2019 年每年呈 20% 的增速；2020-2024 年每年呈 15% 的增速；

之后每年呈 10% 的增速，保守预测，产能完全被消化需要比较长的周期。

图表 15: 银丹心脑血管胶囊销量保守预测



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

3. 拓展糖宁通络、开办糖尿病医院推动公司由药而医

3.1. 糖宁通络胶囊

3.1.1. 研发由来及产品介绍

2013 年 4 月，贵州百灵以 500 万元购得治疗糖尿病的苗药秘方，随后在此秘方基础上开始了糖宁通络胶囊的新药研发。

糖宁通络胶囊主要由科沃罗曲、车前草、山银花和仙鹤草经过提取制备而成，其主要的化学成分为绿原酸等有机酸类和木樨草苷等黄酮类化合物。糖宁通络胶囊具有显著的降糖效果，并可改善糖脂代谢，延缓糖尿病引起的微血管病变，显著改善视网膜、肝脏、肾脏病变；并对糖尿病心脏病变也有一定的改善作用。

图表 16: 糖宁通络胶囊



资料来源: 贵州百灵中医糖尿病医院网站, 东吴证券研究所

3.1.2. 糖尿病患者人数逐年递增，药品市场空间巨大

糖尿病是一个日益严峻的全球性问题，国际糖尿病联盟(IDF)数据指出，全球约有 3.82 亿成年人患有糖尿病，这一数字预计在未来 25 年内将上升至 5.92 亿。据统计目前中国糖尿病患者数量高达 1.14 亿，IDF 预计到 2030 年中国糖尿病患者将增加 4000 多万，达到 1.54 亿人，每年的医疗费用约为 280 亿美元。在我国的糖尿病患者中，II 型糖尿病占了大多数的病例。长期的临床实践和观察证实，糖宁通络胶囊对 II 型糖尿病患者具有良好的疗效。

3.1.3. 获得《医疗机构制剂注册批件》

2014 年 8 月 27 日，公司收到贵州省食品药品监督管理局下发的《医疗机构制剂注册批件》，糖宁通络软胶囊获批准作为医疗机构制剂在医院内生产使用，制剂有效期暂定为 24 个月。截止目前，糖宁通络已获批在省内 11 家医疗机构调剂使用，单月的调剂数量为 13,000 盒，6 个月的总调剂数量为 78,000 盒，按照 120 元/盒（规格：48 粒/盒），销售收入约为 936 万元。根据 2015 年半年报，糖宁通络销售金额为 184 万，销量约在 15,000 盒左右。公司明年会继续加大调剂使用范围。

图表 17: 糖宁通络胶囊可调剂使用医疗机构名单及情况

批件号	调剂数量	使用范围	使用期限	有效期限
2015030	1000 盒/月	遵义医学院附属医院	6 个月	本批件 2015 年 11 月 22 日前一次性使用
2015075	2000 盒/月	贵州省职工医院	6 个月	本批件 2016 年 1 月 7 日前一次性使用
2015076	500 盒/月	贵州中建医院	6 个月	本批件 2016 年 1 月 7 日前一次性使用
2015077	1000 盒/月	贵州电力职工医院	6 个月	本批件 2016 年 1 月 27 日前一次性使用
2015088	1000 盒/月	贵航贵阳医院	6 个月	本批件 2016 年 1 月 31 日前一次性使用
2015104	1000 盒/月	中国贵航集团三〇二医院	6 个月	本批件 2016 年 2 月 28 日前一次性使用
2015105	1000 盒/月	安顺市西秀区虹山人民医院	6 个月	本批件 2016 年 3 月 16 日前一次性使用
2015106	500 盒/月	贵阳市云岩区东山社区卫生服务站	6 个月	本批件 2016 年 3 月 8 日前一次性使用

2015110	1000 盒/月	贵阳市云岩区中东社区卫生服务中心	6 个月	本批件 2016 年 3 月 24 日前一次性使用
2015111	2000 盒/月	安顺市人民医院	6 个月	本批件 2016 年 4 月 26 日前一次性使用
2015112	2000 盒/月	铜仁市人民医院	6 个月	本批件 2016 年 4 月 26 日前一次性使用

资料来源：东吴证券研究所

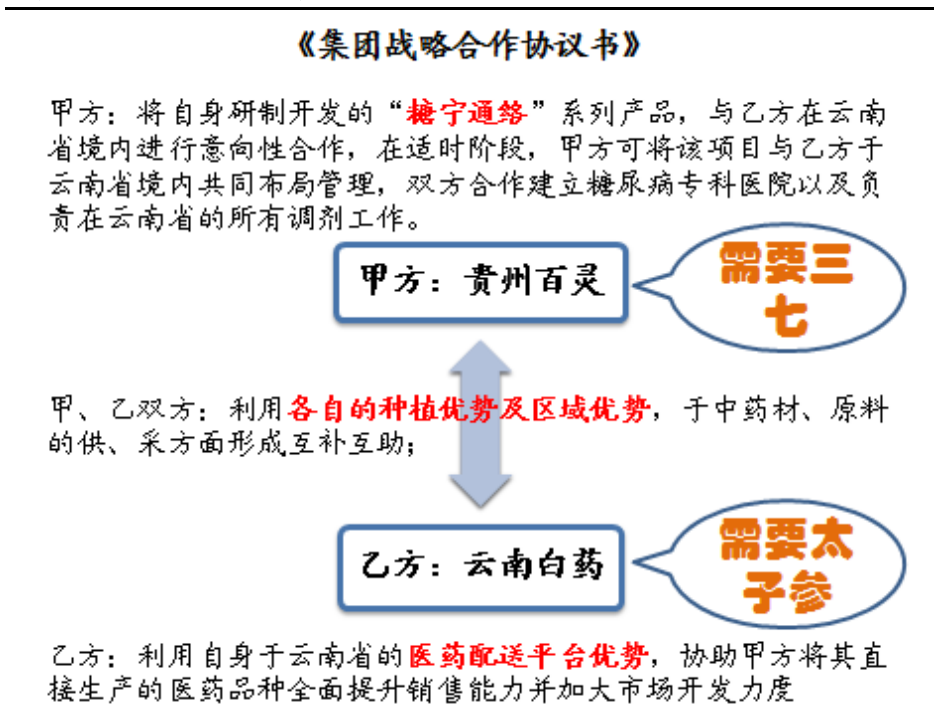
3.2. 拓展糖宁通络胶囊，开发医患管理平台

3.2.1. 签订各项协议，推动互联网+

(1) 与云南白药签订《集团战略合作协议》

2015 年 5 月 8 日，公司与云南白药经友好协商签订了《集团战略合作协议》，共同致力于中国民族医药发展、大健康产业的开发。协议有效期为五年，自 2015 年 5 月 8 日至 2020 年 5 月 8 日为本协议商定合作方案的执行期限。自此真正实现资源共享、优势互补。

图表 18: 《集团战略合作协议》

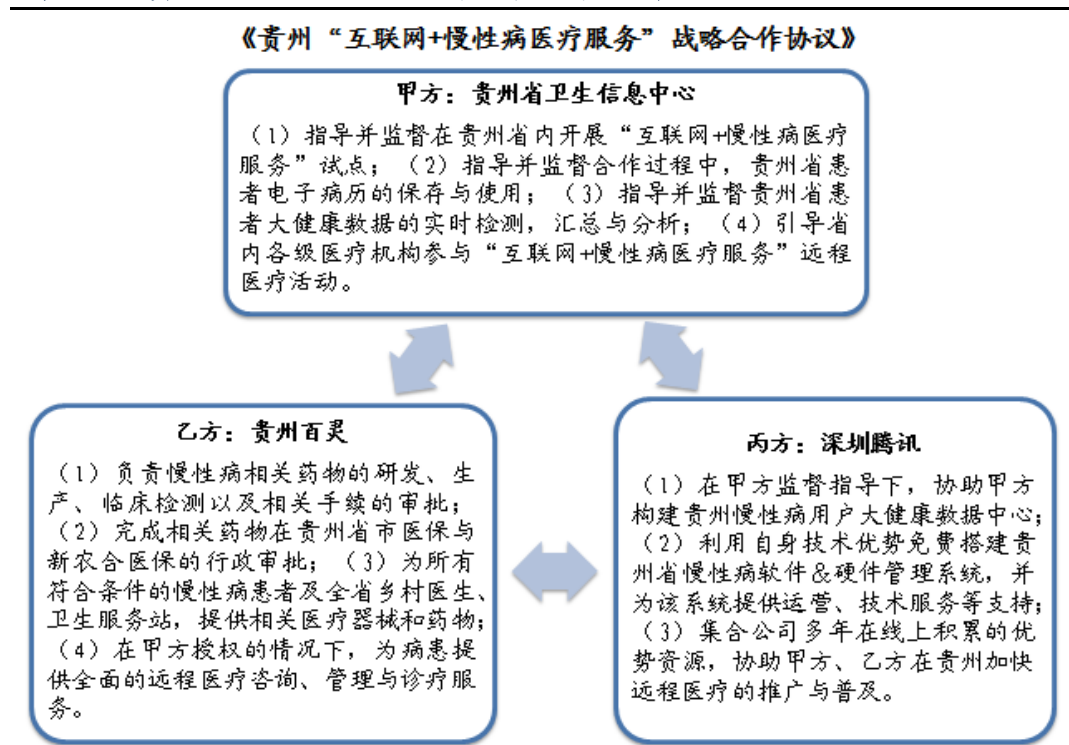


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

(2) 与贵州省卫生信息中心、腾讯达成了“互联网+慢性病医疗服务”战略合作

公司于 2015 年 5 月 25 日与贵州省卫生信息中心、深圳市腾讯计算机系统有限公司签订《贵州“互联网+慢性病医疗服务”战略合作协议》。

图表 19:《贵州“互联网+慢性病医疗服务”战略合作协议》



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

(3) 与腾讯签订《百灵医患管理平台技术服务协议》与《血糖仪采购框架协议》

2015 年 7 月 8 日，经友好协商，鉴于公司与腾讯双方在各自领域内的资源与优势，公司与腾讯签订《百灵医患管理平台技术服务协议》与《血糖仪采购框架协议》。

图表 20:《百灵医患管理平台技术服务协议》、《血糖仪采购框架协议》

《血糖仪采购框架协议》：甲方向乙方销售定制版ROM的“**腾爱·糖大夫**”血糖仪（ROM定制内容由双方协商约定）。本框架合同项下的血糖仪采购总量为100,000台（壹拾万台）。血糖仪采取分批交付的形式，具体的交付时间以双方盖章确认的订单为准。



《百灵医患管理平台技术服务协议》：乙方委托甲方为乙方开发“**百灵糖尿病医院医患管理平台**”系统（以下简称“**医患管理平台**”，并为乙方提供相关云存储服务，帮助乙方实现患者档案的**电子化管理**，且对医患管理平台提供相关运营和技术支持服务。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

(4) 总结：“医院+大数据”的新格局

各项协议的签订有利于公司拓展糖宁通络胶囊的市场。特别是与腾讯签订的协议对公司估值的提升有积极的促进作用。公司将利用互联网，结合腾讯“腾爱·糖大夫”血糖仪，开发“百灵糖尿病医院医患管理平台”系统，实现患者档案的电子化管理，在贵州省内深入开展慢性病管理工作，形成“医院+大数据”的新格局。

图表 21: 腾爱·糖大夫 微信智能血糖仪套装



资料来源：腾讯网站，东吴证券研究所

图表 22: 腾爱·糖大夫 微信智能血糖仪套装



资料来源：东吴证券研究所

目前，“腾爱·糖大夫”血糖仪 2.0 发布在即，“糖宁通络+智能设备”会进入更多人的视线。随着远程医疗服务工作的不断深入，将进一步增强公司在中药治疗糖尿病领域的服务能力 and 竞争优势，推进“互联网+”在慢性病医疗服务方面的普及，对公司研发项目的开展以及居民健康管理都有着积极的促进意义。目前公司尚处于数据积累阶段，等数据积累到一定程度，“百灵糖尿病医院医患管理平台”系统的价值会逐步体现，公司将根据今后的运作情况来确定具体的盈利模式，未来可能会对服务和数据进行收费。

3.2.2. 校企合作，协同创新

目前，该项目已与香港大学、四川大学华西医院等展开合作。公司于 2015 年 1 月 26 日与香港大学签订《合作研究合同》，将委托香港大学研究开发“糖宁通络胶囊治疗糖尿病及并发症作用机理的研究”项目。于 2015 年 9 月 6 日与四川大学华西医院签订《合作研究合同》。双方一致认为将紧跟成方制剂临床研究情况，根据《药品注册管理办法》化药 1.1 类新药的要求，以对抗高血糖引起的糖尿病和糖尿病引起的并发症为适应症，开展全新作用靶点的新药成药性研究工作。目前相关研究工作进展顺利。

3.3. 开办糖尿病医院，切入医疗服务产业

3.3.1. 百灵中医糖尿病（贵阳）医院

2015 年 9 月 19 日，贵州百灵中医糖尿病（贵阳）医院正式开业，目前处于试营业阶段。医院开设床位 100 张，设有糖尿病专科、心内科、中医科、肾内科、眼科、神经内科、影像科、检验科等临床科室。现有医务人员 100 多人，其中高级职称 15 人，中级职称 25 人、汇聚全省及全国知名中医于一堂，与全国多家医学院校、知名医院、医药企业组成战略联盟，共同为攻克糖尿病而努力。

3.3.2. 百灵中医糖尿病（长沙）医院

2015 年 1 月 6 日，贵州百灵与湖南善普堂投资管理有限公司签订“贵州百灵中医糖尿病（长沙）医院投资协议”，该项目总投资为 2500 万元，全部资金由善普堂投入，贵州百灵持股 70%，善普堂持股 30%。预计贵州百灵中医糖尿病（长沙）医院将于 2016 年初开业。

长沙糖尿病医院所用的糖宁通络医疗机构制剂由长沙医院委托公司生产，公司将优先满足长沙糖尿病医院的制剂供应。公司提供给长沙糖尿病医院的糖宁通络医疗机构制剂的价格制订依据为：制剂生产成本价加上委托加工费用，双方认可价格后每季末进行结算，当人工材料等因素导致成本上升，经双方确认后可以进行调整。

3.3.3. 开办糖尿病医院的意义

贵阳医院作为自建的项目，长沙医院作为合作开展的项目，两个项目的建设情况是公司目前的重点。2015 年半年报显示，百灵中医糖尿病（贵阳）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，预计下半年会迎来业绩的高峰。

借糖尿病新药切入医疗服务产业，逐步实现“药”而优则“医”。公司未来会继续扩大专科医院的数量，落实向全国各大省会城市推广糖尿病医院的战略发展规划。随着苗医药一体化项目（中医糖尿病项目）的不断发展，既有利于提高公司的竞争力和持续盈利能力，增加新的业绩增长点。同时又能够通过医院临床治疗病例的收集为糖宁通络项目的研发工作积累充足的资料。

4. 积极研发，多点布局

公司将快加研发项目的推进，在多个病种都有布局。重点研发项目为糖宁通络、替芬泰以及表柔比星脂质体等。其中，替芬泰为乙肝治疗化学药，表柔比星脂质体为抗生素类抗肿瘤药。

4.1. 替芬泰（原 Y101）项目

1999 年国家自然科学基金资助贵州省中科院天然产物化学重点实验室教授梁光义展开课题，研究贵州具有抗肝炎作用的苗药马蹄金中活性成分进行了研究，发现马蹄金素先导化合物，并以此为基础启动了 1.1 类化药新药“替芬泰”的研制。目前该项目正在进行 I 期临床试验，

各项研究工作进展顺利,已于 2015 年 5 月 5 日获得美国专利授权,专利号: NO.US 9,023,809 B2。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,相关工作进展顺利。

4.2. 表柔比星脂质体项目

公司于 2014 年 3 月 26 日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)签订《技术开发(合作)合同》,合同合作双方将共同参与“化药 5 类新药表柔比星脂质体(暂定名)”开发项目的研究开发。表柔比星也称表阿霉素,其粉针剂目前广泛运用于临床中使用,属于抗生素类抗肿瘤药。本研发项目是将表柔比星制作成表柔比星脂质体的研究。表柔比星脂质体是按化药 1 类新药审评、按化药 5 类新药申报的品种。目前该项目处于临床前研究阶段,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。

5. 盈利预测

盈利预测基础:

1) 2014 年,中成药销售营业收入 15.54 亿元,较上年同期增长 13.24%,2015 年预计增长 10%~15%。

2) 2014 年,中药材销售营业收入 899.26 万元,较上年同期减少 19.24%,2015 年预计变化不大。

3) 2015 年,饮料、口服液等销售营业收入 556.75 万元,较上年同期减少 54.84%,2015 年预计增长 10%~20%。

4) 2014 年,肥料销售营业收入 535.51 万元,较上年同期减少 28.66%,2015 年增长较快,预计增长 80%~90%。

5) 2014 年,其他营业收入 122.23 万元,较上年同期增长 6.16%,2015 年预计变化不大。

公司将快加研发项目的推进,包括糖宁通络、替芬泰、表柔比星脂质体等重点研发项目,充分利用自身的技术创新体系,结合科研院所、高等院校和企业“产、学、研、用”方面的资源,与四川大学和贵州大学签订《合作建设“现代苗药创新技术研究院”协议书》,增强公司在药物研发方面的核心竞争力。我们看好明年银丹心脑通在存量上的突破以及糖宁通络在增量上的实现,预计公司 2015/2016/2017 年 EPS 为 0.74/0.82/0.90,对应 PE 为 36 倍/33 倍/30 倍。首次给予“增持”的投资评级。

6. 风险提示

银丹心脑通胶囊销量下滑;糖宁通络胶囊市场推广不及预期;研发项目迟滞等。

单位: 百万元

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2636.5	2790.3	3050.5	3411.6	营业收入	1574.7	1813.5	2105.0	2507.5
现金	661.8	772.8	699.5	600.0	营业成本	616.2	716.7	840.3	1011.0
应收款项	1041.7	993.7	1153.4	1374.0	营业税金及附加	22.5	23.6	27.4	32.6
存货	726.0	785.5	920.9	1107.9	营业费用	392.5	456.6	535.2	644.0
其他	207.0	238.4	276.7	329.6	管理费用	144.7	174.6	221.3	288.0
非流动资产	928.7	971.1	993.2	1006.8	财务费用	35.5	24.5	22.7	25.4
长期股权投资	0.0	-8.8	-17.6	-26.4	投资净收益	8.9	6.0	6.0	6.0
固定资产	647.9	705.4	742.4	770.9	其他	-0.7	-3.8	-3.8	-3.8
无形资产	184.8	178.7	172.5	166.3	营业利润	371.5	419.6	460.2	508.6
其他	95.9	95.9	95.9	95.9	营业外净收支	5.6	6.0	6.0	6.0
资产总计	3565.2	3761.5	4043.8	4418.4	利润总额	377.1	425.6	466.2	514.6
流动负债	1177.0	1198.5	1289.1	1451.8	所得税费用	62.1	70.2	76.9	84.9
短期借款	751.6	700.0	700.0	736.9	少数股东损益	4.6	5.3	5.8	6.4
应付账款	123.2	143.3	168.1	202.2	归属母公司净利润	310.5	350.1	383.5	423.3
其他	302.2	355.2	421.0	512.7	EBIT	410.5	448.1	487.0	538.1
非流动负债	40.3	37.2	34.1	31.0	EBITDA	474.5	517.9	568.7	630.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	40.3	37.2	34.1	31.0	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	1217.3	1235.7	1323.2	1482.7	每股收益(元)	0.66	0.74	0.82	0.90
少数股东权益	26.1	28.9	32.0	35.4	每股净资产(元)	4.94	5.31	5.72	6.17
归属母公司股东权益	2321.8	2496.8	2688.6	2900.2	发行在外股份(百万股)	470.4	470.4	470.4	470.4
负债和股东权益总计	3565.2	3761.5	4043.8	4418.4	ROIC(%)	11.0%	12.1%	12.7%	12.8%
					ROE(%)	13.4%	14.0%	14.3%	14.6%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	60.9%	59.2%	58.8%	58.4%
经营活动现金流	395.8	447.4	232.3	191.4	EBIT Margin(%)	26.1%	24.7%	23.1%	21.5%
投资活动现金流	-59.4	-109.8	-113.8	-116.2	销售净利率(%)	19.7%	19.3%	18.2%	16.9%
筹资活动现金流	-395.0	-226.6	-191.7	-174.8	资产负债率(%)	34.1%	32.9%	32.7%	33.6%
现金净增加额	-58.5	111.0	-73.2	-99.5	收入增长率(%)	12.0%	15.2%	16.1%	19.1%
折旧和摊销	64.0	69.8	81.7	92.6	净利润增长率(%)	15.2%	12.8%	9.5%	10.4%
资本开支	-68.6	-118.6	-122.6	-125.0	P/E	41.30	36.63	33.44	30.29
营运资本变动	35.4	14.8	-246.0	-337.9	P/B	5.52	5.14	4.77	4.42
企业自由现金流	435.4	340.1	119.8	79.0	EV/EBITDA	29.59	27.14	24.88	22.68

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>

