

太安堂 (002433) \ 医药生物

——产业链布局清晰，医药电商一骑绝尘

投资建议: **增持**
首次覆盖
当前价格: 14.55元
目标价格: 18元

投资要点:

➢ **公司产品资源比较丰富，主链条持续完善。**

公司品牌历史悠久，拥有包括软膏剂、丸剂等18个剂型的371个药品生产批件，25个独家品种和特色品种，品种资源数量与九芝堂、佛慈制药等区域性中药老字号处于同等水平。公司上市后积极转型，目前已经初步形成了上游（中药饮片和人参）、中游（心脑血管、不孕不育、皮肤等药品系列）、下游（医药电商和连锁药店）等产业链格局。

➢ **心脑血管、不孕不育等中成药成长性良好，拓展空间较广阔。**

心脑血管药主要品种心宝丸已达到上亿元收入规模，具备明显价格竞争优势，在基层市场放量可期；心灵丸、丹田降脂丸等二线品种营销加强后，未来均有望成为上亿元级别品种。麒麟丸在治疗不孕不育疾病方面疗效突出，2014年收入额接近2亿元，目前覆盖1000多家医院，在重点医院占据男科用药主流地位，未来有望成为销售额5亿元以上的主导品种。

➢ **收购康爱多，医药电商业务领先行业，增长势头强劲。**

康爱多的发展优势主要体现在多样化线上平台、丰富的供应链合作资源、庞大的用户数量、成熟稳定的团队和人才储备等方面，2015年上半年在天猫医药馆销售额排名上升至首位，市场份额达到9%。未来处方药网售解禁和医保对接是医药电商行业快速发展的重要前提，国内潜在市场规模可达2000亿元以上。目前康爱多主要经营药品、计生品种、医疗器械等，未来政策放开后有望明显受益。

➢ **盈利预测和投资建议。**

我们预计公司2015-17年EPS为0.32、0.40和0.48元，同比分别增长25%、25%和21%，目前股价对应PE分别是45、36和30倍。公司未来存在较强外延式扩张预期，成长性较好。参考同类公司估值，给予2016年45倍PE，对应目标价18元，给予增持评级。

➢ **风险提示**

反商业贿赂政策影响；网上处方药销售放开政策进度低于预期。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	727/675
流通A股市值（百万元）	9,821
每股净资产（元）	5.13
资产负债率（%）	16.00
一年内最高/最低（元）	23.93/9.23

一年内股价相对走势



余方升 分析师
执业证书编号: S1110515040001
电话: 021-50769201
邮箱: yufsh@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	785	1228	2120	2884	3584
增长率（%）	52%	56%	73%	36%	24%
EBITDA（百万元）	201	274	307	389	451
净利润（百万元）	133	186	233	291	351
增长率（%）	51%	40%	25%	25%	21%
EPS（元/股）	0.18	0.26	0.32	0.40	0.48
市盈率（P/E）	80.83	56.75	45.46	36.35	30.08
市净率（P/B）	5.35	2.85	2.70	2.52	2.34
EV/EBITDA	50	37	33	26	22

数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

微信关注天风研究

正文目录

主业清晰，产品资源较为丰富.....	4
中成药业务成长性值得期待.....	5
心宝丸在心脑血管领域具备明显价格竞争优势.....	6
整合宏兴集团，提升中成药实力.....	8
不孕不育药市场潜力大，麒麟丸拓展空间广阔.....	10
皮肤药业务竞争加剧，关注新品上量.....	11
中药材类领域看好人参和饮片业务前景.....	13
收购康爱多，进军医药电商市场.....	15
股权激励和向控股股东增发增强发展动力.....	17
财务分析.....	18
盈利预测和投资建议.....	20
风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 公司主要产品线.....	4
图表 2: 公司及控股子公司情况.....	5
图表 3: 与公司类似的中药老字号产品批文情况.....	6
图表 4: 公司心脑血管产品历年销售收入（左轴）及增速.....	6
图表 5: 2006-2013 年样本医院心脑血管中成药市场规模（单位：亿元）.....	7
图表 6: 心宝丸历年销售收入及增速.....	7
图表 7: 心脑血管中成药日最大服用量价格对比.....	8
图表 8: 宏兴集团资产框架.....	8
图表 9: 宏兴集团主要独家品种情况.....	9
图表 10: 2014 年样本医院降脂类中成药竞争格局.....	9
图表 11: 麒麟丸主要竞品对比.....	10
图表 12: 麒麟丸历年销售收入及增速.....	11
图表 13: 2007-2014 年公司皮肤药销售收入及增速.....	12
图表 14: 抗真菌类皮肤药零售终端竞争格局.....	12
图表 15: 中国人参进销量及市场存量情况.....	13
图表 16: 2007 年以来红参（小抄）价格走势.....	13
图表 17: 2007 年以来白芍价格走势.....	14
图表 18: 康爱多经营模式.....	15
图表 19: 天猫医药馆重点旗舰店销售额排名.....	16
图表 20: 医药电商有关重要政策.....	16
图表 21: 康爱多销售收入预计.....	17
图表 22: 康爱多竞争优势.....	17
图表 23: 公司限制性股票激励计划方案.....	18
图表 24: 公司 2015 年计划定向增发方案.....	18
图表 25: 历年公司销售收入.....	19
图表 26: 历年公司归属于母公司所有者净利润.....	19
图表 27: 公司分项业务收入比重.....	19
图表 28: 公司分项业务经营利润比重.....	19
图表 29: 公司历年三项费用率情况.....	20
图表 30: 公司历年经营活动现金流情况（单位：百万元）.....	20

图表 31: 公司主营收入和成本预测 (单位: 百万元)	21
图表 32: 可比同类上市公司估值 (2015 年 11 月 30 日)	22
图表 33: 公司财务预测表 (单位: 百万元)	23

主业清晰，产品资源较为丰富

太安堂品牌历史悠久，始创于明隆庆元年 1567 年，其医药核心技术源自太医院。2000 年，第十三代传人柯树泉创办制药企业，先后收购太安堂制药、雷霆国药，尤其是在 2011 年底收购潮州市杉原投资有限公司间接控股宏兴集团获得其 203 个药品批文后，公司的产品线得到了很大补充。

近年来，公司在原有优势产品—中药皮肤药的基础上，通过丰富自身产品结构，拓展原有储备的潜力品种，逐渐形成皮肤病类（消炎癣湿药膏、解毒烧伤膏等）、心血管疾病类（心宝丸、心灵丸、丹田降脂丸等）、不孕不育症（麒麟丸）三大优势系列药品格局。同时，通过自主研发创新、产业整合等形式扩充产品线，充实公司在呼吸科疾病、儿科保健、健康保健、妇科疾病等领域药物品种，加强完善公司中药特效药产品线。截至目前，公司形成了以中成药、中药饮片、人参业务、连锁药店和医药电子商务等主营业务。

图表 1：公司主要产品线

产品分类	主要产品名称
皮肤药	消炎癣湿药膏、克痒敏醑、解毒烧伤膏、依诺沙星乳膏、酮康唑乳膏、复方酮康唑发用洗剂、复方醋酸地塞米松乳膏、蛇脂维肤膏、皮宝霜、肤特灵霜等
不孕不育	麒麟丸
心脑血管	心宝丸、心灵丸、通窍益心丸、冠心康片、冠心康胶囊、解毒降脂片、参七脑康胶囊、丹田降脂丸等
妇科	调经白带丸、千金止带丸、妇科白凤口服液、乌鸡白凤丸、乌金丸、痛经丸、十二太保丸、参茸保胎丸等
儿科	复方鸬鹚菜散、保和口服液、天黄猴枣散、保婴散、健儿消食口服液、小儿退热口服液、小儿健脾散等
呼吸科	白绒止咳糖浆、散痰宁糖浆、解热消炎胶囊、复方川贝止咳糖浆、舒咳枇杷糖浆、银菊感冒片、荆菊感冒片、翠莲解毒片、羚羊感冒胶囊、通宣理肺丸、桑菊感冒片、银翘解毒片（银翘解毒丸）等
消化系统	复方胆通片（复方胆通胶囊）、莲胆消炎片、葛根芩连片、保和丸（保和片、保和口服液）、陈夏六君子丸、香砂六君丸、安胃片、利胆片等
其它药品	祛痹舒肩丸、痔瘘舒丸、滋肾宁神丸、长春宝口服液（长春宝丸）、古楼山跌打酒（古楼山跌打丸）、千金茶、龟鹿宁神丸、茸坤丸、舒筋活络丸、加味藿香正气丸、上清丸等
中药材	中药饮片，人参等

资料来源：公司资料，天风证券研究所

公司的实际控制人现为柯树泉，其通过控股第一大股东太安堂集团（持有 69.35% 的股权）间接持有公司 28.22% 的股权；此外，与柯树泉为父女关系的柯少芳持有公司 5.48% 的股权。同时公司控股的子公司比较多，但基本按产品和业务划分清晰，整个运营体系比较有效。

图表 2: 公司及控股子公司情况

公司全称	注册地	业务性质	与上市公司关系	经营范围	持股比例
广东太安堂药业股份有限公司	汕头	中成药制造	母公司	外用药膏、胶囊、丸剂	
上海金皮宝制药有限公司	上海	医药生产	全资子公司	药物研究、开发, 软膏剂、乳膏剂、中药提取车间生产, 化妆品生产	100%
上海太安堂医药药材有限公司	上海	医药销售	全资子公司	销售中成药、化学药、抗生素、生化药品、生物制品, 化妆品, 医疗器械(一类)等	100%
上海太安堂电子商务有限公司	上海	电子商务	全资子公司	电子商务经营	100%
上海太安堂大药房连锁有限公司	上海	销售	全资子公司	药店经营	100%
广东皮宝药品有限公司	广州	医药销售	全资子公司	批发: 中药材(收购)、中成药、抗生素、化学药制剂、中药饮片、化妆品、消毒剂、保健食品剂	100%
潮州市杉源投资有限公司	潮州	投资	全资子公司	包装印刷行业, 服装行业, 房地产行业, 医药行业、食品行业投资等	100%
广东宏兴集团股份有限公司	潮州	药品生产销售	控股子公司	新药研究开发, 销售中药材, 中成药, 化学药制剂, 抗生素原料药, 抗生素制剂等	86.34%
汕头市太安堂药品有限公司	汕头	药品销售	全资子公司	批发: 中成药、化学药制剂、抗生素原料药、抗生素制剂	100%
太安堂亳州中药饮片有限公司	亳州	中药饮片生产	全资子公司	中药材加工贸易	100%
抚松太安堂长白山人参产业园有限公司	抚松	中药饮片生产	全资子公司	中药材加工贸易	100%

资料来源: 公司资料, 天风证券研究所

中成药业务成长性值得期待

目前公司拥有包括软膏剂, 丸剂等 18 个剂型的 371 个药品生产批件, 25 个独家品种和特色品种, 品种资源数量与九芝堂、佛慈制药等区域性中药老字号处于同等水平。

图表 3: 与公司类似的中药老字号产品批文情况

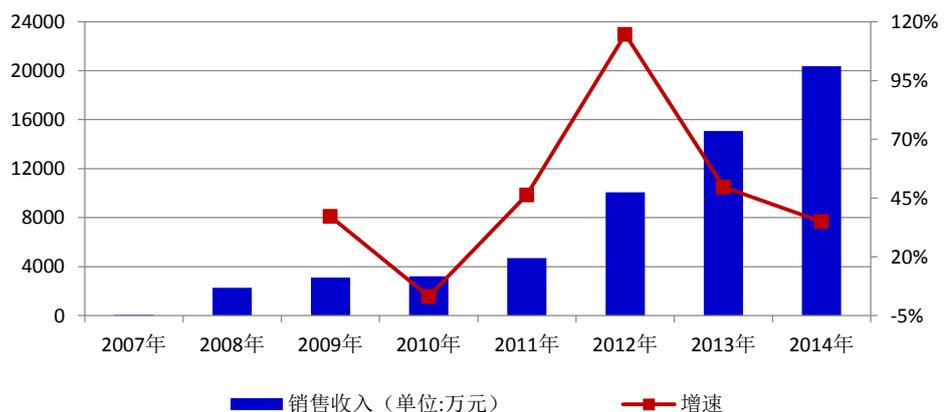
公司	品牌历史	产品情况
太安堂	始创于明隆庆元年即 1567 年, 其医药核心技术源自太医院。	公司拥有软膏剂、丸剂等 18 个剂型的 371 个药品品种的生产批件, 其中有 3 个国家中药保护品种, 22 个药品独家品种, 97 个药品被列入基本药物目录, 175 个药品被列入医保目录。主要产品为消炎痹湿药膏、心宝丸、麒麟丸等。
同仁堂	创建于清康熙八年 (1669 年), 自雍正元年 (1723 年) 正式供奉清皇宫御药房用药, 历经八代皇帝, 长达 188 年。	同仁堂股份公司拥有 800 多个药品文号, 其中包括安宫牛黄丸、牛黄清心丸、大活络丸、乌鸡白凤丸等品牌名药。另外同仁堂科技拥有 200 多个药品文号。
九芝堂	前身“劳九芝堂药铺”创建于 1650 年, 中国著名老字号之一。	公司拥有 338 个药品生产批文, 30 多个独家品种。主要产品为驴胶补血颗粒、六味地黄丸、斯奇康注射液、健胃愈疡片、补肾固齿丸、裸花紫珠片等。
佛慈制药	1929 年, 创始人玉慧观在上海创立, 是我国第一家采用“中药西制”的方式生产浓缩丸的企业。	有 462 个药品生产批号, 目前常年生产 152 种产品, 产品剂型以浓缩丸为主。主要产品为六味地黄丸、逍遥丸、桂附地黄丸、知柏地黄丸、参茸固本还少丸等。

资料来源: 各公司网站, 天风证券研究所

心宝丸在心脑血管领域具备明显价格竞争优势

公司的心脑血管产品在 2011 年之前主要是指心宝丸, 收购宏兴集团后, 获得了心灵丸、通窍益心丸、冠心康片和胶囊、解毒降脂片、参七脑康胶囊、丹田降脂丸、复方丹参片等多个相关品种。

图表 4: 公司心脑血管产品历年销售收入 (左轴) 及增速



来源: 公司年报, 天风证券研究所

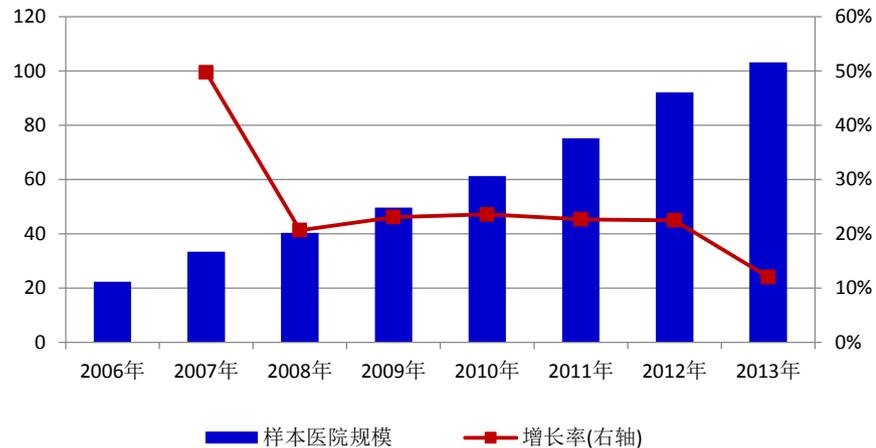
随着我国人口的增长、人口老龄化的加速、经济的持续发展和人民生活水平的提高、新医改的稳步推进, 我国医药市场总体需求将呈稳步增长趋势。心脑血管患病人数逐年上升, 将是心脑血管药物市场规模快速增长的主要驱动力。

中国医药工业信息中心数据显示, 2013 年我国心脑血管药物市场规模超过了

1600 亿元，2011-2013 年年均复合增长率约 19%。其中中成药市场规模 2011 年达到 306 亿元，2013 年则上升至 476 亿元，年均增长率在 20% 以上。

从南方医药经济研究所数据来看，2013 年心脑血管样本医院销售规模达到了约 100 亿元，年均复合增长率约 24%，占临床用中成药 30% 多份额。

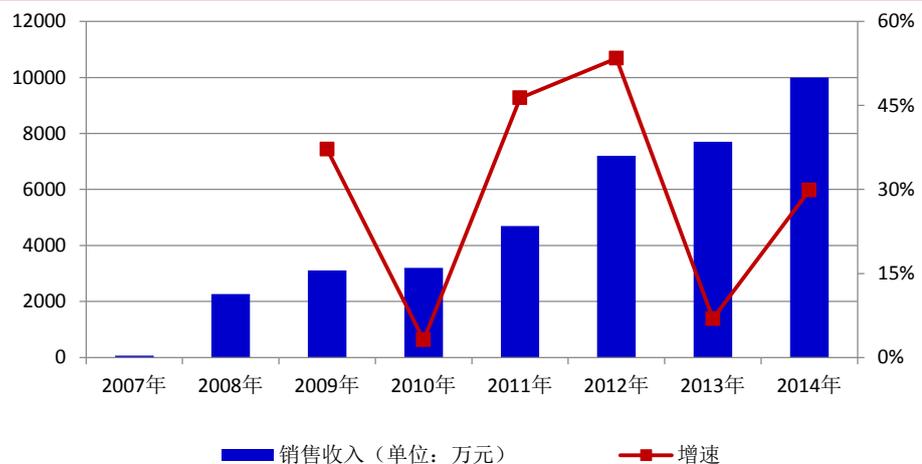
图表 5: 2006-2013 年样本医院心脑血管中成药市场规模 (单位: 亿元)



来源: 南方医药经济研究所, 天风证券研究所

心宝丸主要原料为洋金花、鹿茸、人参、附子、肉桂、田七、麝香、蟾酥等，可用于治疗冠心病、心功能不全、心律失常等心血管疾病，**特别是在治疗心功能不全方面有显著的疗效**，属于国家医保乙类药，国内仅有太安堂和广东心宝制药 2 家生产。目前心宝丸已进入了山东、河北、吉林、新疆等 4 省基药目录，在乡镇卫生院等第三终端有较大拓展潜力，销售逐渐放量。2013 年营收为 7000 多万元，2014 年估计约为 1 亿元规模，未来可望成为 3-5 亿元级别品种。

图表 6: 心宝丸历年销售收入及增速



来源: 南方医药经济研究所, 天风证券研究所

该产品有明显价格优势，日最大服用量价格仅为 2 元多，比国内同类中成药竞品均价低 72.51%。为此公司制定相应的营销策略，避开与竞品在一线城市的竞争，主要在二线城市社区医院以及广大乡村地区进行推广，初步取得了成效。随着公司产能

的释放和营销网络的逐渐加强，今后心宝丸的市场份额有望持续上升。

图表 7: 心脑血管中成药日最大服用量价格对比

产品名称	产品规格 (片)/盒	零售单价 (元)	最大服用量 粒(片)/日	日最大服用量单 价(元/日)	2014 年销售收入	生产厂家
通心络胶囊	24	29.8	9	11.17	10 多亿元	以岭药业
舒血宁(银杏叶片)	24	38.3	6	9.58	——	晨牌药业等
养心氏片	48	29	15	9.06	——	上海医药
脑心通胶囊	36	33	9	8.25	10 多亿元	步长药业
天保宁(银杏叶片)	18	28.7	6	9.57	约 2 亿元	康恩贝等
复方丹参滴丸	100	16.9	30	5.07	20 多亿元	天士力
心可舒片	48	19.8	12	4.95	2.8 亿元	沃华医药
地奥心血康	20	12	6	3.6	约 6 亿元	成都地奥
其它药品平均	——	26.8	——	8.04	——	——
心宝丸	20	7.7	12	2.21	约 1 亿元	太安堂

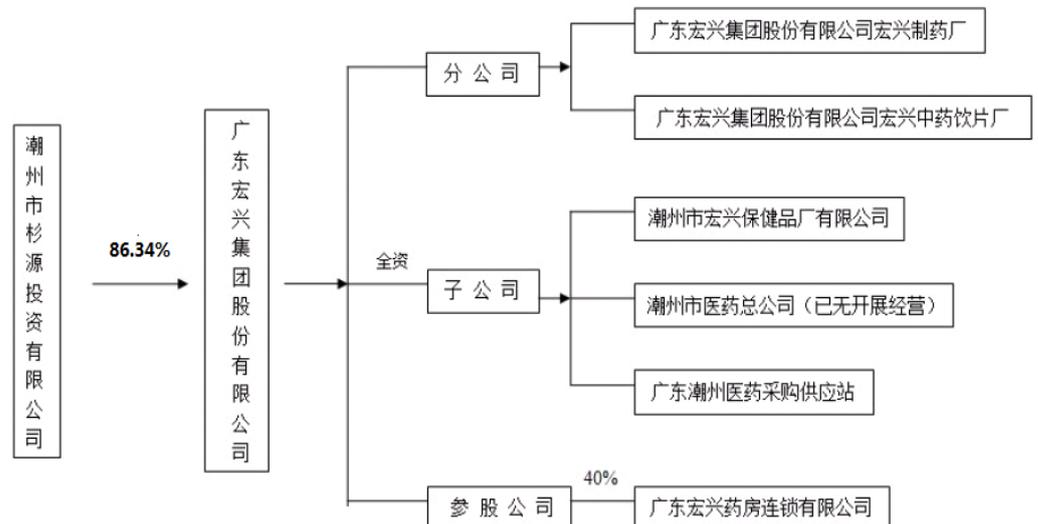
来源：太安堂招股说明书，天风证券研究所

整合宏兴集团，提升中成药实力

2011 年 12 月初，公司以 13600 万元收购潮州彬源投资 100% 股权，从而间接控股宏兴集团 52.40% 股份。之后公司通过持续增资，对其持股比例增加到 86.34%。

宏兴集团前身始创于清康熙年间(1662)，建国前名称为“宏兴药行”，1956 年，“宏兴药行”、“紫吉庵药店”、“大娘巾卫生馆”合并成立公私合营宏兴制药厂，后转为地方国营潮州市宏兴制药厂，1992 年成为广东省最早进行股份制改造的企业之一，正式命名广东宏兴集团股份有限公司。

图表 8: 宏兴集团资产框架



来源：公司资料，天风证券研究所

作为一家从事中药生产、销售、科研的专业制药集团，宏兴集团拥有中成药、保健品、中药饮片三个生产基地，其中中成药、中药饮片基地通过 GMP 认证。主要生产片剂、胶囊剂等 7 个剂型，共 203 个药品生产批准文号，其中列入 OTC 的共有 128 个品种，列入医保的共有 94 个品种：包括丹田降脂丸、心灵丸、滋肾宁神丸、参七脑康胶囊、复方鹧鸪菜散、调经白带丸等多个国家独家品种。2014 年公司销售收入达 1.97 亿元，贡献净利润约 3962 万元，较收购时候有明显的提升。

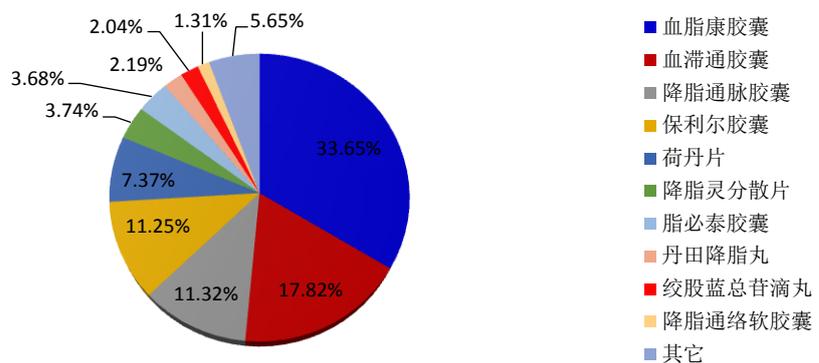
图表 9：宏兴集团主要独家品种情况

品种	原材料	适应症	医保情况
心灵丸	麝香、牛黄、熊胆、蟾酥、珍珠、冰片、三七、人参、水牛角干浸膏。	活血化瘀，益气通脉，宁心安神。用于胸痹心痛，心悸气短，头痛眩晕等症，以及心绞痛、心律失常及伴有高血压病者。	北京医保
丹田降脂丸	丹参、田七、人参、当归、川芎、泽泻等	降低血清脂质，改善微循环，用于高脂血症。	医保乙类
参七脑康胶囊	人参、三七、川芎、红花、何首乌、丹参	益气活血，滋补肝肾，用于气虚血瘀肝肾不足型缺血性中风恢复期，症见半身不遂，舌强言蹇，手足麻木，头痛眩晕，气短乏力，耳鸣健忘。	——
复方鹧鸪菜散	鹧鸪菜、盐酸左旋咪唑	驱虫消积，用于小儿蛔虫病。	——

数据来源：公司资料，天风证券研究所

现代中药药理研究表明，宏兴集团的主要品种丹田降脂丸具有明显的降血脂、抗血小板凝集的作用，可有效的调节患者脂类代谢，治疗高脂血症临床疗效较好。南方医院经济研究所数据显示，该品种样本医院市场份额从 2011 年的 1.16% 提升至 2014 年的 2.19%。2013 年销售收入约为 4000 万元，未来有较大增长潜力。

图表 10：2014 年样本医院降脂类中成药竞争格局



数据来源：南方医药经济研究所，天风证券研究所

心灵丸主要用于胸痹心痛、心绞痛等适应症，属于北京医保品种，但由于以前没有跟进营销，销量不大，2013 年销售收入约为 3000 万元，未来有望成为上亿元级别品种。其它如参七脑康胶囊、复方鹧鸪菜散、滋肾宁神丸等也存在一定的开拓空间。

不孕不育药市场潜力大，麒麟丸拓展空间广阔

受工作压力增大、环境污染、生活方式不健康、晚婚晚育等因素的影响，我国已婚夫妇的不孕不育发生率已经由上世纪 80 年代中期的 3% 激增到目前的 15%，人数超过 5000 万。世界卫生组织预测，21 世纪不孕不育将成为仅次于肿瘤和心血管疾病的第三大疾病。据 CMH HealthData Ltd 统计，2008 年我国不孕不育药物市场的需求已达到 30 亿元以上。如果按照 10% 的治疗率和人均 2000 元的费用来测算，目前国内不孕不育药物潜在市场达到 100 亿元，孕育着巨大的市场机会。

目前西医的主要治疗方式是使用促卵泡素药物，通过运用辅助生殖技术治疗，但是存在激素类药物副作用较大和一定技术风险等隐患。

麒麟丸为国家二级中药保护品种，由公司独家生产，可用于治疗男女两性因肾脾两虚、肝肾不足引起的生殖功能及性功能减退等疾病。其采用口服的方式治疗男子不育症或女子不孕症，实施技术风险较小，不存在卵巢过度刺激综合征，最大限度的保护母体及胎儿的安全。目前正在申请 FDA 临床认证。

2015 年 1 月，“太安堂麒麟丸制作技艺”被列入第四批“国家级非物质文化遗产代表性项目名录扩展项目名录”，将进一步奠定公司在生殖健康和优生优育细分领域中的优势地位。作为独家品种，公司议价能力较强，目前 30g*3 瓶/盒装零售价约 198 元，原材料成本比较稳定，毛利率保持约 49% 水平。

图表 11：麒麟丸主要竞品对比

品种	麒麟丸	复方玄驹胶囊	龙鹿胶囊
原材料	何首乌、淫羊藿、党参、锁阳等中药材	黑蚂蚁、淫羊藿、枸杞子、蛇床子	人参、鹿茸、淫羊藿、狗鞭、驴鞭、熟地黄、山茱萸、五味子（酒蒸）等
适应症	补肾填精，益气养血。适用于肾虚精亏，血气不足，腰膝酸软，倦怠乏力，面色不华，男子精液清稀，阳萎早泄，女子不孕症见有上述症候者。	治疗肾虚，性功能障碍，类风湿性关节炎，阳虚，肾阳虚，阳痿。	用于元气亏虚，精神萎靡，食欲不振；男子阳衰，精寒无子，遗精阳痿，举而不坚；女子宫寒，久不孕育。
生产厂家	太安堂	浙江施强	天津和治
价格及疗程费用	口服一次 6 克，一日 2-3 次，疗程 4 周，3 个月一个周期，30g*3 瓶价格 198 元。一个疗程费用约 1000 元，一个周期约 3000 元。	一次 3 粒，一日 3 次，疗程 4 周，54 粒规格 130 多元。一个疗程费用约 600 多元。	一次 3~5 粒，一日 3 次，疗程 3 周，30 粒价格 120 元。一个疗程费用约 1000 元。

资料来源：根据相关资料整理，天风证券研究所

2007 年底，子公司太安堂制药开始生产并销售麒麟丸，初期由于缺乏有效的营销网络，其销售一直处于停滞不前的状态。公司上市后，对该产品进行了重点投入，使得麒麟丸的销售快速增长，2012 年同比大幅增长 129% 达到 1 亿多元，2014 年则增长至约 1.8 亿元规模，占到公司营收比例约 15%。

图表 12: 麒麟丸历年销售收入及增速



来源: 南方医药经济研究所, 天风证券研究所

公司力争通过专业化临床学术推广及扩大科室应用, 将麒麟丸从男科使用逐步向妇科、生殖中心、泌尿科、计生中心、保健科推广, 现已积极开展临床研究。为此公司制订的战略是近期拓展不孕不育市场, 形成了孕前(麒麟丸)、孕中(调经白带丸和参茸保胎丸)、孕后(产后补丸)的产品线, 中期拓展适应性腺机能减退市场, 长期拓展抗衰老市场, 从而构筑不孕不育-优生优育-养生保健链条。随着国家全面二胎政策的放开, 未来妇科和生殖中心市场的机会比较大。

目前麒麟丸由处方药事业部专门运作, 销售人员约 290 人, 主要在北京、上海等一线城市进行学术推广, 覆盖 1000 多家医院, 在重点医院占据男科用药主流地位, 如北京第三医院等销量情况较好, 未来有望成为销售额 5 亿元以上的主导品种。此外, 生殖健康 APP 平台“有了么”预计近期上线, 专注于不孕不育领域, 将整合患者、医生资源, 有利于公司品牌及销量的提升。

皮肤药业务竞争加剧, 关注新品上量

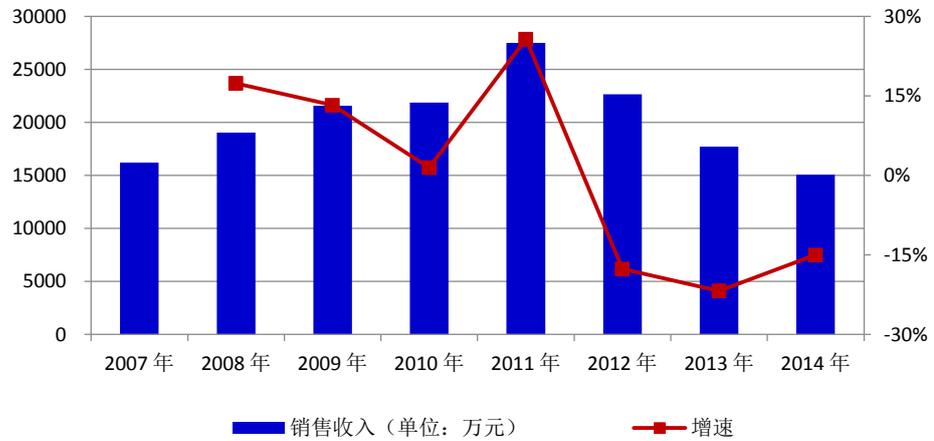
由于现代生活节奏加快, 生活压力增大, 加之各种环境因素刺激作用, 我国皮肤病人群不断扩大, 患病率逐年增高。目前, 我国药品零售市场上销售的皮肤科外用药有 521 个品种, 其中中成药占 20%。从功效来看, 销售量最大的皮肤病类药品集中在治疗由细菌、真菌、球菌等致病菌引起的感染性皮炎和因食物、花粉等引起的过敏性皮炎的药品, 其中用于治疗真菌感染引起的皮肤病药品占外用药市场约 50% 份额。

皮肤病作为慢性病, 患者接受药物治疗的周期一般较长。如果长期使用西药治疗, 会因为皮肤耐受性的增强而影响治疗效果, 副作用较大。中药由于具有毒副作用小、原药材自然、价格相对低廉、善于治疗慢性病等优点, 成为越来越多的患者治疗皮肤病的首选。中药皮肤外用药可以在一定程度上满足人们对于治疗效果和治疗成本的要求, 其占整个皮肤病外用药市场的份额将会逐步扩大。

据南方医药经济研究所统计, 我国 2009 年皮肤药市场销售额为 119 亿元, 2013

年和 2014 年分别达到 166 和 185 亿元，年均增速约 10%，市场容量逐步扩大。其中中药份额约 20%，即 2014 年市场需求约 37 亿元。

图表 13: 2007-2014 年公司皮肤药销售收入及增速



来源：公司年报，天风证券研究所

公司的皮肤药业务，主要包括消炎癣湿药膏、解毒烧伤膏、肤特灵、皮宝霜、克痒敏醑等产品，总体收入 2011 年达到最高值，约为 2.75 亿元。但之后由于公司发展重心变化、销售调整、渠道投入减少等因素，2012 年以来营收呈现下滑态势。

其中，主营产品消炎癣湿药膏因为原药材自然、不含激素，不存在皮肤萎缩、耐受性差等西药常见的副作用，具备疗效独特，简单易用等优点，受到患者青睐。从南方医药经济研究所零售终端数据来看，2010 年消炎癣湿药膏占抗真菌类占比达到 3.5%。但近年市场份额有一定幅度下降，估计销售收入保持在 1 亿元左右。

图表 14: 抗真菌类皮肤药零售终端竞争格局

品种	2010 年份额	生产厂家
复方酮康唑	27.53%	西安杨森等
硝酸咪康唑	24.28%	西安杨森
复方苦参水杨酸	6.02%	成都金鼎药业和湛江一禾药业等
联苯苄唑	5.91%	拜耳医药等
曲安奈德益康唑	4.88%	福建太平洋制药
特比萘酚	4.74%	中美史克和滇虹药业等
皮宝消炎癣湿药膏	3.50%	太安堂
珊瑚癣净	3.47%	贵州神奇制药
曲咪新	3.14%	顺德顺峰药业和天门科田药业等
酮康他索	2.99%	顺德顺峰药业
其它	13.55%	

数据来源：南方医药经济研究所，天风证券研究所

值得关注的还有皮宝霜，公司最初创业时就是靠其打天下，属于纯中药皮肤外用，原料为地肤子、蛇床子等，没有激素和副作用，用于治疗各种癣、过敏皮炎等，

效果较好。目前皮宝霜属于消字号批文，公司过去 10 多年时间累计投入数千万元费用，后续将有望拿到药字号批文。作为国内唯一的中药皮肤药，皮宝霜被公司今后计划定位高端，做医院市场，未来有望扭转皮肤药业务逐年萎缩的态势。此外，2015 年 1 月获批的蛇脂参黄胶囊，具有杀虫止痒、清热燥湿等功效，有利于进一步丰富公司产品线。

美妆方面，主要是“柯医师”系列的蛇脂维肤膏、皮肤之宝、粉刺霜等。一方面“健肤”，针对问题肌肤；另一方面是“亮肤”，主打美容市场，充分发挥人参、毫白芍等药材价值。目前美妆产品主要通过连锁药店和网上电商渠道销售，规模较小。

中药材类领域看好人参和饮片业务前景

随着公司中药生产业务持续较快增长，这将带来较大的原材料自身需求。特别是心血管类药系列品种，包括心宝丸、心灵丸、通窍益心丸、参七脑康胶囊、丹田降脂丸等将对人参等药材有较大的需求，所以建设有关药材基地显得尤为必要，以确保药材供应质量和数量，有利于降低生产成本。

▶ 长白山人参项目

我国是世界人参主产地，而吉林是我国人参的主产区。有关资料显示，吉林年产量鲜参量约 1.5 万吨(折合干品约为 3600 吨)，占全国产量的约 85%，世界产量的 70%。根据吉林省人民政府于 2010 年 7 月 19 日发布了《关于振兴人参产业的意见》，提出吉林省人参产业发展目标：“到 2012 年参业产值实现 200 亿元，2015 年参业产值实现 400 亿元，2020 年参业产值实现 1000 亿元。”随着世界性的“回归自然”潮流的兴起，人参具有药用和保健的双重功效，迎合了市场的需求，这为人参在药品和保健品领域的深度开发，提供了更广阔的发展空间。

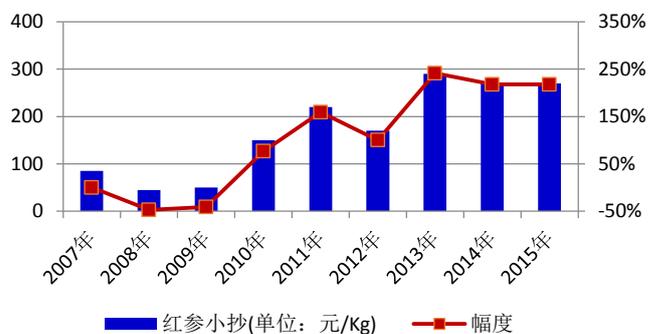
商务部数据显示，我国人参销量和销售额已从 2011 年的 9029 吨和 40 亿元增至 2013 年的 15533 吨和 115 亿元，同比增长分别为 72%和 188%。销量保持稳定增长的同时，总体市场供给偏紧，使得人参价格呈现攀升的趋势。

图表 15: 中国人参进销量及市场存量情况

年份	市场进货量 (吨)	销售数量 (吨)	销售额 (万元)	市场存量 (吨)
2011	12039	9029	400000	3009
2012	11992	10168	434645	1829
2013	16990	15533	1154084	1456

来源：商务部，天风证券研究所

图表 16: 2007 以来红参(小抄)价格走势



来源：康美中药网，天风证券研究所

2013 年 2 月，公司投资 15036 万元建设吉林抚松人参产业基地。2014 年 9 月，

在原有投资基础上，公司再次投入 40119 万元，建设长白山人参品牌产业基地。该项目将建设 5 万亩山参培育种植示范基地，其中未种山参林地种植和已种山参林地分别投入 10000 和 8000 万元，引导当地广泛种植，形成产业链；同时将建设太安堂人参研发及质控中心、人参仓储及物流平台等，完善人参加工生产线。预计项目于 2016 年建成，投资回收期约 6 年。

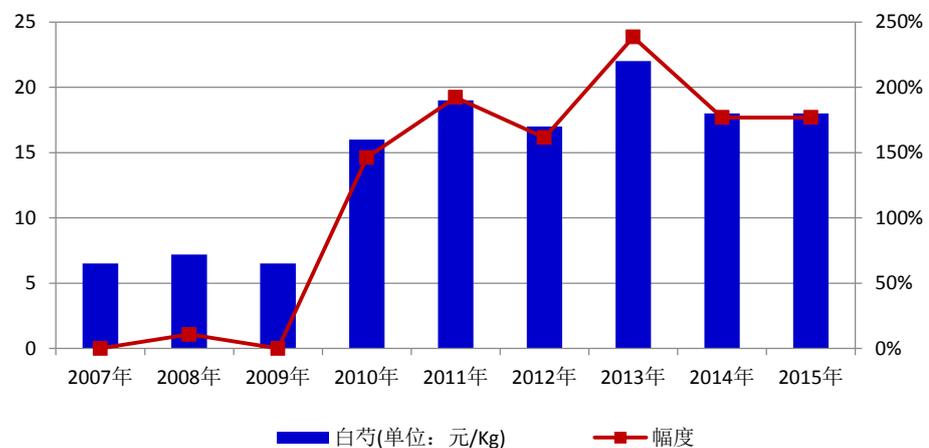
销售规模方面，公司于 2013 年注册成立抚松太安堂，取得经营人参产品资质，当年实现收入约 8000 万元。2014 年收入约 1.7 亿元，主要为野山参业务，采取自行采挖加工并销售，因此净利率较高，超过 50%，给公司贡献了较多的净利润。我们预计未来新项目建成后，公司人参经营收入有望逐渐增加。

➤ 亳州中药材项目

白芍主要成分芍药苷有抗菌、解热、抗炎增加冠状动脉流量，改善心肌营养血流，扩张血管，对抗急性心肌缺血，抑制血小板聚集，镇静、镇痛、解痉、抗溃疡，调节血糖等作用，因此被广泛用于中药饮片、中成药、保健品生产。作为常用家种大宗药材，需求量巨大，据有关资料统计，目前白芍年需求量为 12000-15000 吨。

白芍主产地安徽亳州，种植面积占全国 85% 以上。而近年国内产量仅有 2000 多吨，使得市场呈现供不应求现象，价格上涨趋势比较明显。目前统货价格为 18 元/Kg，较 2007 年以来上涨约 1.8 倍。

图表 17: 2007 年以来白芍价格走势



来源：康美中药网，天风证券研究所

2013 年，公司投资 20081 万元建设亳州中药产业基地项目。2014 年，公司再次投资 40138 万元征地 200 亩，建设“太安堂（亳州）中药材特色产业园”，打造“亳白芍”基地。公司将充分利用亳州中药集散地的优势，大力发展名贵药材如人参、鹿茸、芍药、山药等和安徽道地药材的加工产业，有效确保公司特色药材的供应和药材产品质量。该项目预计 2015 年底建好，2016 上半年投产，投资回收期约 8 年。

中药饮片收入方面，2012 年公司收购生产销售中药饮片业务的亳州太安堂后，2013 年逐步拓展经营，实现销售约 1.1 亿元。2014 年饮片贸易达到了约 5 亿元，收入有明显增加，但毛利率较低，不到 20%。2016 年“亳白芍”项目投产后，加工业

务占比上升，毛利率有望得到提升。

总体来看，公司将通过建设重点药材生产基地，打造大健康产业链，形成从上游原材料—中药生产—健康保健品为一体的产业链布局，从而实现公司的发展战略。

收购康爱多，进军医药电商市场

2014年9月，公司决定使用35000万元募资收购广东康爱多连锁药店100%股权。收购条件中：管理层承诺康爱多2014-2017年度销售收入分别不低于2.8亿元、6.4亿元、11.5亿元和14.5亿元，净利润分别不低于500万元、800万元、2000万元和3000万元。

康爱多成立于2010年7月，主要集中在OTC药品、保健品、家用医疗器械、计生用品等类目的建设和经营，实现网络线上销售交易、提供售前售后药事服务。旗下拥有自建交易网络平台“康爱多网上药店”、入驻第三方交易网络平台等5家大型电商网站旗舰店、微信及支付宝等APP，具有一定的品牌效应。

图表 18：康爱多经营模式



来源：公司资料，天风证券研究所

至2014年3月，康爱多在自建系统内实现了交易服务、会员问询及自助服务、药事跟踪药师服务，并与天猫建立了长期稳定的良好合作关系，借助天猫平台的快速发展，2013和2014年销售规模在天猫医药馆居前三位。截至2015年6月，在医药馆内25类目店铺排行第一，属医药馆类目鳌头数量第一家。近期“双十一”当天，康爱多合计销售额超过6200万元，其中天猫医药馆突破3000万元，稳居首位。目前康爱多有广州越秀先烈南路分店、佛山顺德大良分店、东莞石碣振康药店、东莞东城振康药店以及东莞石龙振康药店等5家线下实体店。

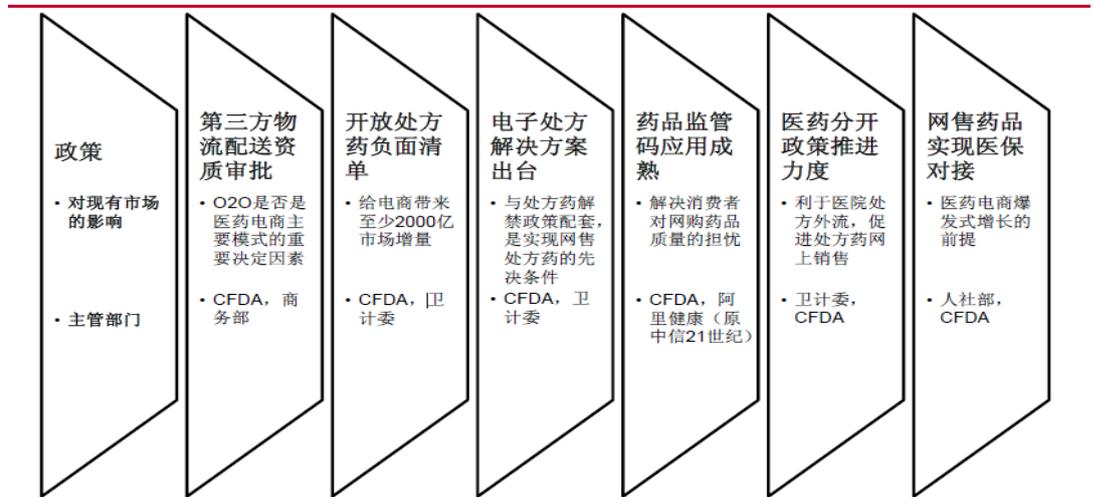
图表 19: 天猫医药馆重点旗舰店销售额排名

2014 年	销售额 (亿元)	市场份额	2015 年 1-6 月	销售额 (亿元)	市场份额
华源	2.74	7.49%	康爱多	1.98	9.00%
康爱多	2.67	7.30%	七乐康	1.58	7.16%
七乐康	2.58	7.05%	华源	1.22	5.55%
百秀	1.77	4.84%	健客	0.82	3.71%
昂生	1.74	4.75%	海王星辰	0.79	3.57%
海王星辰	1.42	3.88%	昂生	0.78	3.55%
健客	1.11	3.03%	德生堂	0.69	3.14%
华佗	1.06	2.90%	壹号	0.66	3.00%
亚洲	0.83	2.27%	华佗	0.57	2.57%
嘉定	0.78	2.13%	九洲	0.50	2.27%
合计	16.7	45.63%	合计	9.57	43.5%

数据来源: 天猫医药馆, 天风证券研究所

从市场空间来看, 2014 年国内医药电商销售额约为 68 亿元, 占比不到 1%, 其中大部分为医疗器械等产品, 与美国网售占 30%比例相差很远。而处方药占药品比例高, 利润率较高, 因此未来处方药网售解禁和医保对接是医药电商行业快速发展的重要前提, 国内潜在市场规模可以达到 2000 亿元以上。目前康爱多主要经营药品、计生品种、医疗器械等, 未来政策放开后有望明显受益。

图表 20: 医药电商有关重要政策



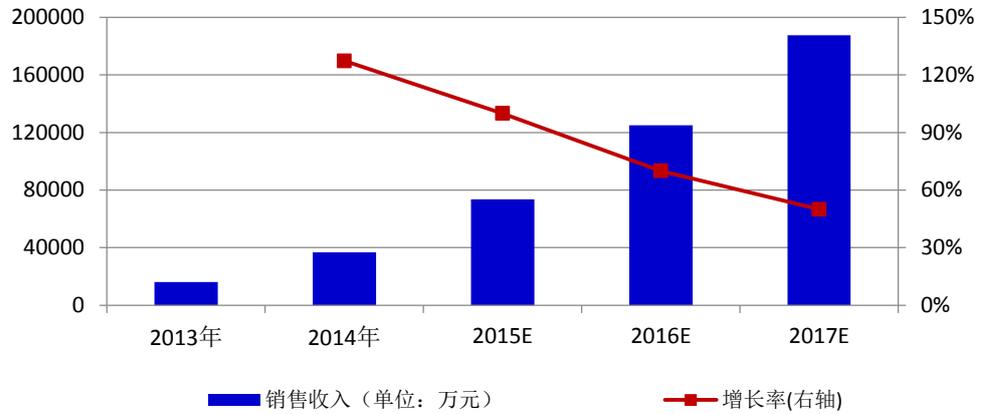
来源: 食品药品监督管理局、卫计委等, 天风证券研究所

康爱多在多样化线上平台、供应链合作资源、团队和专业人才储备方面具有较强的竞争优势。母公司太安堂的药妆产品及 300 多个药品可以通过康爱多进行线上推广和销售, 实现较好的协同效应。2015 年将开始启动 O2O 项目, 联合药企, 从 B 端医疗机构和医生入手, 然后通过医生来吸引患者流量。

从 2014 年来看, 康爱多已实现销售收入约 4 亿元, 同比增长 127%, 超过了承诺基数。增资扩股后, 其经营实力得到加强, 2015 年前 3 季度收入已经达到 4.7 亿

元，全年规模有望继续翻番。该公司现有员工约 1000 人，正拟申请在新三板挂牌，计划引进战略投资者，在广东加大药店 O2O 布局，为后续发展提供新的助力。

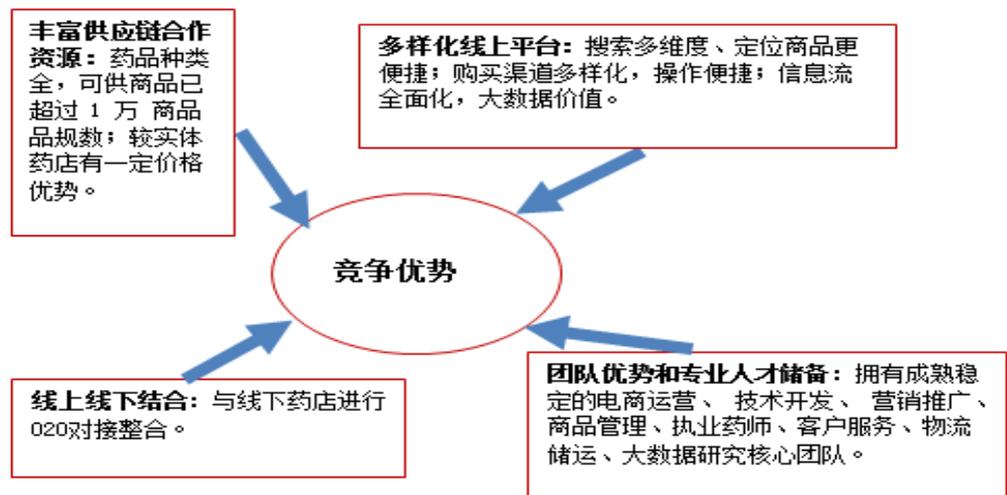
图表 21: 康爱多销售收入预计



来源: 公司公告, 天风证券研究所

另外, 2014 年初, 公司收购了联华复星 36 家药店, 并更名为“上海太安堂大药房连锁”, 加上其它收购的一些药店, 主要是作为品牌宣传的窗口, 以国医馆的形式提升品牌形象。

图表 22: 康爱多竞争优势



来源: 公司公告, 天风证券研究所

股权激励和向控股股东增发增强发展动力

2014 年 11 月, 公司发布了限制性股票激励计划草案, 2015 年 1 月 7 日, 公司完成了 529.7 万股首期限限制性股票授予, 并预留 65 万股, 授予价格为 6.46 元。

图表 23: 公司限制性股票激励计划方案

方面	内容
有效期及解锁期	激励计划的有效期为 48 个月，激励对象获授的首次限制性股票自授予日起满 12 个月后分 3 期（次）解锁，每次解锁的比例分别为 30%: 30%:40%。
解锁条件	以 2014 年业绩为基准，2015-2017 年公司营业收入较 2014 年增长分别不低于 50%、105%、195%（即年均复合增长率约 43%），净利润增长不低于 30%、70%、145%（即年均复合增长率约 35%）。
摊销成本	激励成本费用合计 1968 万元，2015-2017 年分别约为 1255、510 和 203 万元。

数据来源：公司公告，天风证券研究所

2015 年 1 月 20 日，公司董事会审议了向控股股东太安堂集团增发方案，计划募资 50000 万元用于补充流动资金。另外，太安堂集团于当年 7 月 7 日在二级市场以均价 11.33 元增持 264.05 万股，占公司总股本的 0.36%，并承诺视情况继续增持，体现了对公司未来发展的较强信心。

图表 24: 公司 2015 年计划定向增发方案

方面	内容
发行对象及数量	向太安堂集团发行股票的数量不超过 4529 万股（含 4529 万股）
发行价格	定价基准日（2015 年 1 月 20 日）前 20 个交易日均价的 90%，即 11.04 元/股
募集资金数额	募集资金总额不超过 50000 万元
锁定期安排	在深圳证券交易所上市之日起 36 个月内不得转让
募集资金用途	扣除发行费用后将全部用于补充公司经营所需的流动资金

数据来源：公司公告，天风证券研究所

此次增发未来完成后，将有利于增强控股股东控制权（太安堂集团持股比例将上升至超过 32%），加强公司资金实力，保障主营业务的持续增长和整体发展战略的稳步推进，驱动外延式延伸，推动公司向大健康产业目标发展。

财务分析

公司的规模成长比较迅速，2008 年营收只有 2.44 亿元，到 2014 年已经增加到约 12.28 亿元，年均复合增长率达到 30.92%。归属于母公司净利润 2008 年为 0.38 亿元，到 2014 年达到 1.86 亿元，年均复合增长率为 30.17%。公司预计 2015 年业绩增长区间为 15%-35%，仍然延续了较好的成长性。

图表 25: 历年公司销售收入



来源: 公司年报, 天风证券研究所

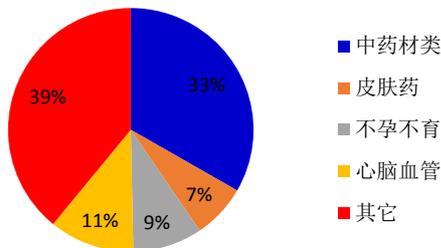
图表 26: 历年公司归属于母公司所有者净利润



来源: 公司年报, 天风证券研究所

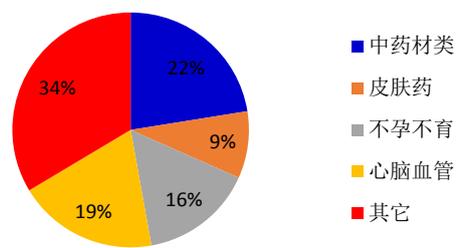
分产品方面, 从 2015 年上半年数据来看, 中药材, 皮肤药、不孕不育、心脑血管药品、医药电商构成了公司主营业务。其中, 人参饮片等中药材类收入占比为 33%, 但由于毛利率比较低, 仅为 22%, 毛利润占比不高。而不孕不育和心脑血管收入占比分别为 9%和 11%, 但由于较高的毛利率, 毛利润占比分别达到 16%和 19%。皮肤药收入和利润占比都为最低, 不到 10%。其它类主要是医药电商业务, 收入占比最大, 达到 39%, 毛利占比 34%。但电商前期需要投入较多, 费用率较高, 给公司贡献的净利润很小。

图表 27: 公司分项业务收入比重



来源: 公司 2015 年中报, 天风证券研究所

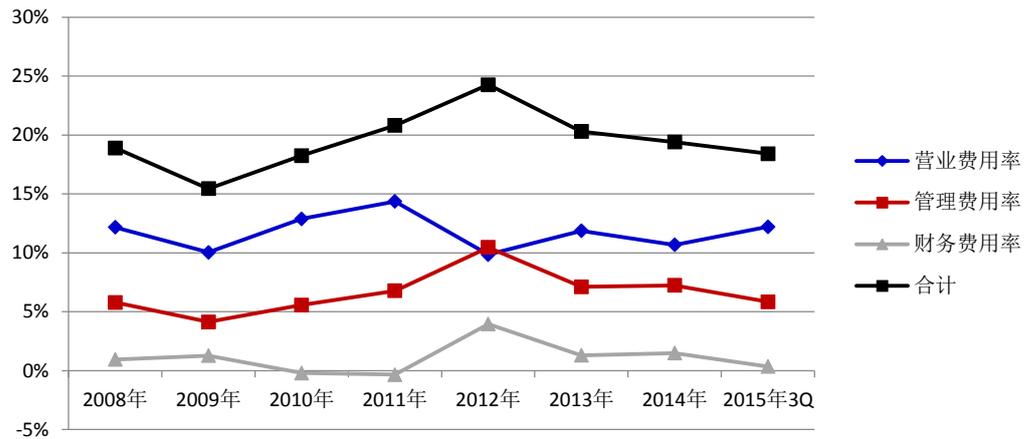
图表 28: 公司分项业务经营利润比重



来源: 公司 2015 年中报, 天风证券研究所

费用率方面, 三项费用率总体保持在 20%上下水平, 波动不明显。营业费用率变动区间在 10-15%之间。管理费用率总体有一定幅度上升, 是由于公司折旧、工资薪酬等因素增加所致。财务费用率由于公司上市后持续募集资金, 货币资金状况较好, 资产负债率比较低, 因此支出的相关费用较少。

图表 29：公司历年三项费用率情况



来源：公司年报，天风证券研究所

公司经营性活动现金流净额大部分年份都为负数，主要是随着销售规模的扩大，公司采购原材料和药品较多及支付的费用增加较多所致。2013 年以来现金流净额缺口较为明显，存在较强的融资需求。

图表 30：公司历年经营活动现金流情况（单位：百万元）



来源：公司年报，天风证券研究所

盈利预测和投资建议

总体来看，公司受行业政策负面影响较小，主营产业链布局较为完善，并积极拓展电商和药店等下游销售渠道，经营发展势头比较良好。

基于以下假设条件，我们对公司主营收入和成本进行了预测：

(1) 药品业务

麒麟丸医院市场拓展顺利推进，毛利率保持稳定，国家二胎政策的放开有利于市场需求的释放，预计可达到稳快增速；

心宝丸属于低价药品，进入了部分地方基药目录，未来逐渐放量可期。整体心脑血管业务有望达到 20% 增速；

皮肤药主要看蛇脂参黄软膏等新品情况，整体下滑的势头有望扭转。

(2) 中药材类

2014 年起主要指人参种植销售。公司主要经营野山参业务。未来新项目建成后，经营收入将逐步增加。

(3) 药品批发零售

之前主要指中药饮片贸易。2015 年由于医药电商康爱多的完全并表，收入将会大幅增加，但毛利率也比较低。预计今后 3 年年均增速超过 50%。但考虑到前期市场培育需要加大投入因素，预计电商业务短期对利润贡献较小。

我们预计公司 2015-17 年营业收入分别为 21.20、28.84 和 35.84 亿元，实现净利润 2.33、2.91 和 3.51 亿元，对应 EPS 为 0.32、0.40 和 0.48 元，同比分别增长 25%、25% 和 21%。

图表 31：公司主营收入和成本预测（单位：百万元）

营业收入	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015E	2016E	2017E
药品批发、零售							
收入				498.05	1,245.13	1,867.69	2,427.99
成本				408.14	933.91	1,400.86	1,821.12
毛利				89.91	311.22	466.83	606.88
毛利率(%)				18.05	25.00	25.00	25.00
中药材类							
收入			194.28	169.20	203.04	243.65	280.20
成本			153.09	76.47	130.00	162.50	195.00
毛利			41.19	92.73	73.04	81.15	85.20
毛利率(%)			21.20	54.81	35.97	33.31	30.41
中成药制造及其他							
收入	417.07	517.41	584.15	556.80	671.99	773.09	876.03
成本	240.28	279.47	300.57	283.33	337.36	386.11	435.81
毛利	176.78	237.93	283.58	273.47	334.64	386.98	440.22
毛利率(%)	0.42	0.46	0.49	49.11	49.80	50.06	50.25
① 皮肤病类							
收入	274.98	226.45	177.12	150.55	150.03	157.53	165.40
成本	162.76	132.21	105.62	90.33	90.24	94.75	99.49
毛利	112.22	94.24	71.50	60.23	59.79	62.78	65.92
毛利率(%)	40.81	41.62	40.37	40.00	39.85	39.85	39.85
② 不孕不育类							
收入	46.17	105.77	149.96	179.95	215.94	248.33	285.58
成本	24.81	50.34	72.87	86.35	103.66	119.20	137.08
毛利	21.35	55.42	77.09	93.60	112.29	129.13	148.50
毛利率(%)	46.26	52.40	51.41	52.01	52.00	52.00	52.00
③ 心脑血管类							

收入	46.93	100.73	150.79	203.57	260.57	312.68	359.58
成本	21.93	46.41	73.96	96.15	122.45	146.94	168.99
毛利	25.00	54.32	76.83	107.42	138.11	165.73	190.59
毛利率(%)	53.26	53.93	50.95	52.77	53.00	53.00	53.00
④其他							
收入	48.99	84.46	106.28	22.73	45.46	54.55	65.46
成本	30.78	50.51	48.12	10.50	21.01	25.21	30.25
毛利	18.21	33.95	58.16	12.22	24.45	29.34	35.21
毛利率(%)	37.16	40.19	54.72	53.78	53.78	53.78	53.78
总销售收入	417.07	517.41	778.43	1224.05	2,120.16	2,884.42	3,584.22
总销售成本	240.28	279.47	453.66	767.94	1,401.26	1,949.47	2,451.93
毛利	176.78	237.93	324.77	456.11	718.90	934.96	1,132.29
平均毛利率	42.39%	45.98%	41.72%	37.26%	33.91%	32.41%	31.59%

数据来源：公司年报，天风证券研究所 注：中药类项目 2013 年和 2014 年统计口径有区别

公司成长性较为突出，未来存在较强外延式扩张预期。传统药品业务参考同类公司估值，给予 2016 年 35 倍 PE，加上康爱多约 30 亿元估值来算，对应目标价约 18 元，给予增持评级。

图表 32：可比同类上市公司估值（2015 年 11 月 30 日）

代码	名称	股价	EPS				PE			
			14 年	15E	16E	17E	14 年	15E	16E	17E
002603	以岭药业	18.92	0.31	0.42	0.52	0.64	61.03	45.05	36.38	29.56
600222	太龙药业	7.84	0.06	0.15	0.23	0.29	130.67	52.27	34.09	27.03
300147	香雪制药	22.88	0.3	0.37	0.49	0.63	76.27	61.84	46.69	36.32
002317	众生药业	12.5	0.31	0.43	0.57	0.69	40.32	29.07	21.93	18.12
600085	同仁堂	26.59	0.58	0.66	0.78	0.93	45.84	40.29	34.09	28.59
平均值							70.83	45.70	34.64	27.92

数据来源：WIND，天风证券研究所

风险提示

反商业贿赂政策影响；网上处方药销售放开政策进度低于预期。

图表 33: 公司财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2782	2925	2964	3150	营业收入	1228	2120	2884	3584
现金	677	424	288	358	营业成本	768	1401	1949	2452
应收账款	237	416	562	701	营业税金及附加	7	15	20	24
其他应收款	16	19	27	37	营业费用	131	286	375	466
预付账款	90	188	245	319	管理费用	89	142	187	233
存货	1448	1682	1560	1471	财务费用	18	18	30	22
其他流动资产	314	196	282	264	资产减值损失	15	11	13	12
非流动资产	1711	1952	2283	2379	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	726	856	1002	1054	营业利润	204	247	310	376
无形资产	334	435	599	731	营业外收入	4	5	5	5
其他非流动资产	651	660	683	594	营业外支出	0	1	0	1
资产总计	4493	4877	5248	5529	利润总额	208	251	314	380
流动负债	568	852	954	914	所得税	15	19	23	28
短期借款	140	539	475	273	净利润	192	233	291	351
应付账款	294	236	370	503	少数股东损益	6	0	0	0
其他流动负债	134	77	108	137	归属母公司净利润	186	233	291	351
非流动负债	151	31	33	32	EBITDA	274	307	389	451
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	0.26	0.32	0.40	0.48
其他非流动负债	126	6	8	7					
负债合计	719	883	986	946	主要财务比率				
少数股东权益	71	71	71	71	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
股本	721	727	727	727	成长能力				
资本公积	2431	2431	2431	2431	营业收入	56.4%	72.7%	36.0%	24.3%
留存收益	551	765	1032	1354	营业利润	33.0%	21.5%	25.4%	21.2%
归属母公司股东权益	3703	3922	4190	4512	归属于母公司净利润	40.2%	24.8%	25.1%	20.9%
负债和股东权益	4493	4877	5248	5529	获利能力				
					毛利率	37.4%	33.9%	32.4%	31.6%
					净利率	15.2%	11.0%	10.1%	9.8%
					ROE	5.0%	5.9%	6.9%	7.8%
					ROIC	6.3%	6.0%	7.1%	8.2%
					偿债能力				
					资产负债率	16.0%	18.1%	18.8%	17.1%
					净负债比率	25.46	63.86%	50.72	31.54%
					流动比率	4.90	3.43	3.11	3.45
					速动比率	2.35	1.46	1.47	1.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.35	0.45	0.57	0.67
					应收账款周转率	5	6	5	5
					应付账款周转率	4.26	5.29	6.43	5.61
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.26	0.32	0.40	0.48
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.37	-0.43	0.50	0.65
					每股净资产(最新摊薄)	5.10	5.40	5.77	6.21
					估值比率				
					P/E	56.75	45.46	36.35	30.08
					P/B	2.85	2.70	2.52	2.34
					EV/EBITDA	37	33	26	22

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的6个月内，预期股价绝对收益20%以上为“买入”、10%-20%为“增持”、-10%-10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的6个月内，预期行业指数相对于沪深300指数，涨幅5%以上为“强于大市”、-5%-5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-50769201	(8621)-50155671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦18楼 (201204)