

仟源医药（300254）

并购转型成功，掘金二胎政策红利 增持（首次）

2015 年 12 月 24 日

盈利预测与估值

项目	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	652.5	759.5	885.7	1,098.2
同比（%）	2.6%	16.4%	16.6%	24.0%
归属母公司净利润（百万元）	39.7	45.9	53.2	63.9
同比（%）	-3.1%	15.5%	16.0%	20.0%
毛利率（%）	67.4%	65.2%	64.1%	62.5%
摊薄每股收益（元）	0.23	0.26	0.31	0.37

投资要点

- **大集团大并购战略，转型之路顺畅：**为降低抗感染药品的业务比重，公司先后收购海力生制药、杭州保灵集团、恩氏基因等企业，打造出覆盖孕妇保健、儿童用药、基因保存等多领域产业格局。仟源医药 2015 年前三季度实现总营业收入 4.76 亿元，同比增长 3.28%，归属上市公司股东净利润 3029 万元，同比下降 3.45%。2015H1 泌尿系统药物、保健食品、儿童用药三块业务实现营收及毛利合计分别为 1.21 亿元、9476 万元，营收及毛利分别占比 39%、45.8%，公司已实现业务转型。
- **抗感染药物业务毛利稳定提升，泌尿系统特色药物业绩突出：**公司将美诺西林钠舒巴坦钠毛利率较高的青霉素复方制剂推进医院的策略已获得成功。2013-2014 公司抗感染药物的毛利率上升稳定至 62-65%，2014 年抗感染药物板块销售收入稳定在 2.1 亿元。2014 年公司以盐酸坦洛新缓释胶囊和磷霉素氨丁三醇散为主的泌尿系统药物销售额占总销售收入的 20%，达 1.3 亿元。仟源医药的磷霉素氨丁三醇散市场份额约为 69%，市场竞争优势明显。
- **掘金二胎政策红利，并购进入孕妇、儿童健康业务：**公司先后收购海力生制药、杭州保灵集团、恩氏基因等企业，打造出覆盖孕妇保健、儿童用药、基因保存等多领域产业格局。2014 年浙江海力生制药、杭州保灵集团(包括杭州澳医保灵)、分别实现营业收入 2.3 亿元、1.74 亿元，对应净利润分别为 1744 万元、1618 万元。伴随着二胎政策的落实，公司以维生素 AD 滴剂、保灵孕宝口服液等重点品种为基础，发展妇幼健康产业，基因保存和环境污染检测成为新的增长点。
- **盈利预测与投资建议：**在完成系列收购后，公司原有业务基础上布局孕婴保健产品及技术服务领域，能够为孕产妇及婴幼儿提供从孕期到婴幼儿期的全套健康解决方案。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.23、0.26、0.31，对应 PE 为 148.9 倍、128.9 倍、111.1 倍，我们给予公司“增持”评级（首次）。
- **风险提示：**（1）公司治理结构风险；（2）市场激烈竞争导致产品降价风险。

证券分析师 洪阳

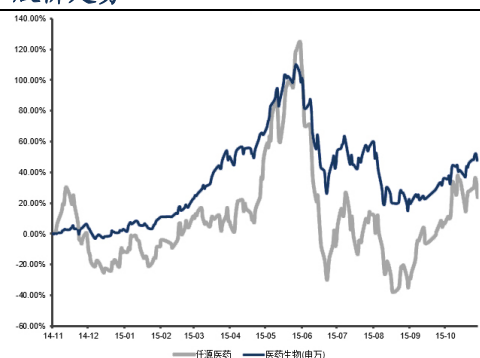
执业资格证书号码：

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价（元）	34.00
一年最低价/最高价	65.48 / 16.77
市净率	7.4
流通A股市值(百万元)	3568.0

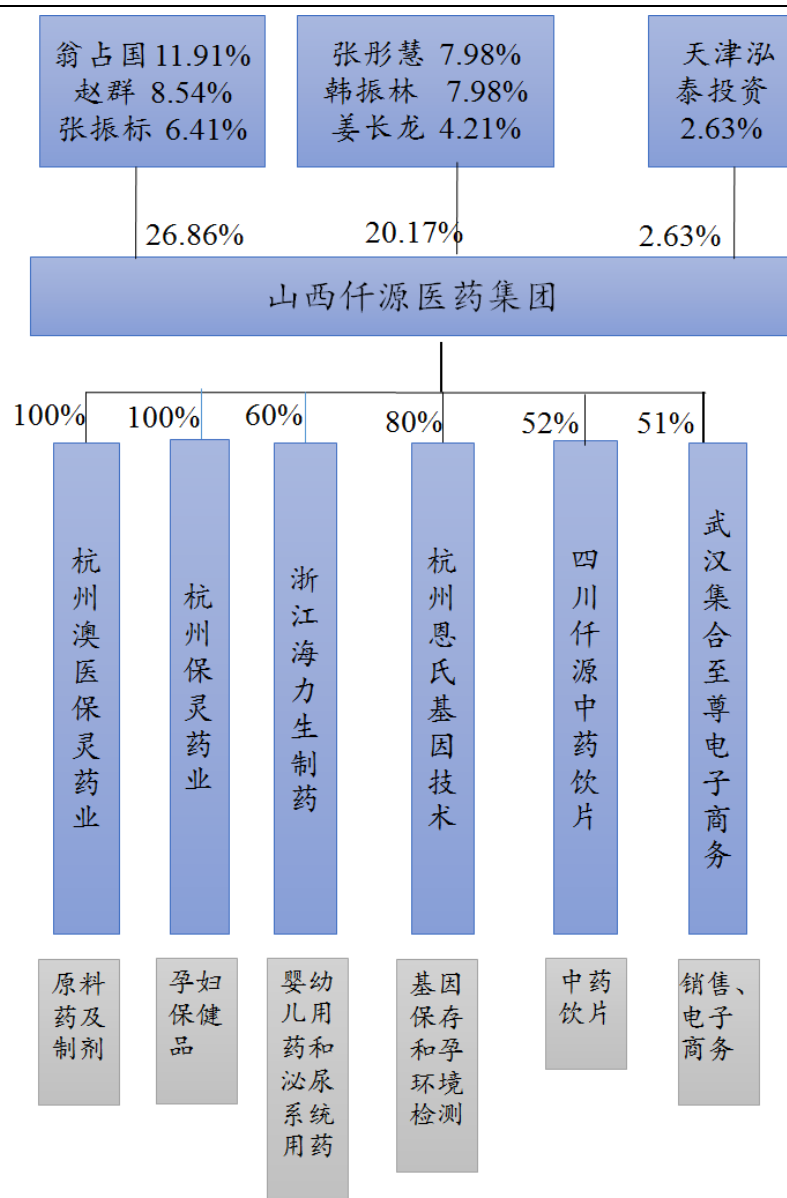
基础数据

每股净资产（元）	4.57
资产负债率（%）	27.20
总股本（百万股）	174.00
流通A股（百万股）	105.00

1. 大集团大并购战略，转型之路顺畅

仟源医药在上市之初以抗生素为主业，随着抗生素产业发展出现瓶颈，公司不断通过外延式并购和投资等手段，降低抗感染药品的收入比重，打造覆盖特色抗生素、母婴保健、儿童用药、基因保存等多领域产业格局，逐步进入以妇幼为特色的健康服务产业。目前翁占国、赵群、张振标为仟源医药一致行动人，三位一致行动人合计持有公司 26.86% 的股份，为公司共同的实际控制人。

图表 1：山西仟源医药集团公司结构

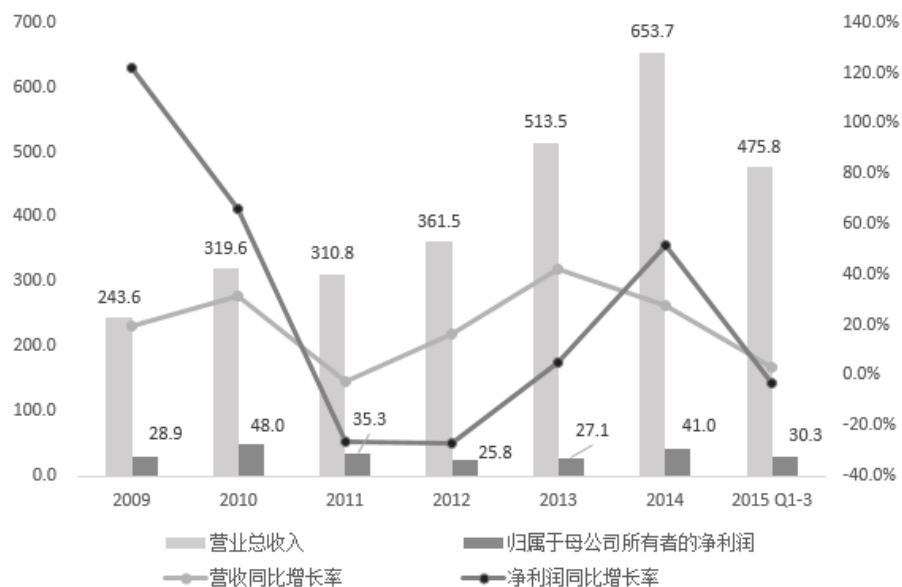


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

仟源医药 2015 年前三季度实现总营业收入 4.76 亿元，同比增长 3.28%，归属上市公司股东净利润 3029 万元，同比下降 3.45%。2014 年 12 月公司收购杭州恩氏基因技术发展有限公司 80% 股权并在 2015 年开始

计入财务报表，公司新增了 DNA 基因保存及孕环境检测服务业务收入。

图表 2：仟源医药历年营收及净利润一览



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司为实现外延收购策略，公司筹划了定增项目、并购基金及企业投资管理公司。2014 年 9 月，公司与上海磐霖资产管理有限公司签署设立产业并购基金之战略合作协议，该项产业基金的存续期为 5 年，规模超过 2 亿元。2015 年 5 月公司控制人、公司高管共同成立规模达 1.36 亿元的泓泰投资管理合伙企业，其中翁占国、赵群、张振标控制人作为普通合伙人参与，此外韩振林、俞俊贤、张彤慧、左学民等仟源医药高管，恩氏基因高管陈枢青，澳医保灵高管庞孝铨、虞英民，海力生制药高管朱海波都作为有限合伙人参与了投资公司。并购基金和投资管理公司的成立，凝聚了公司控制人和高管，为公司的定增及并购业务打造了资金和团队平台。

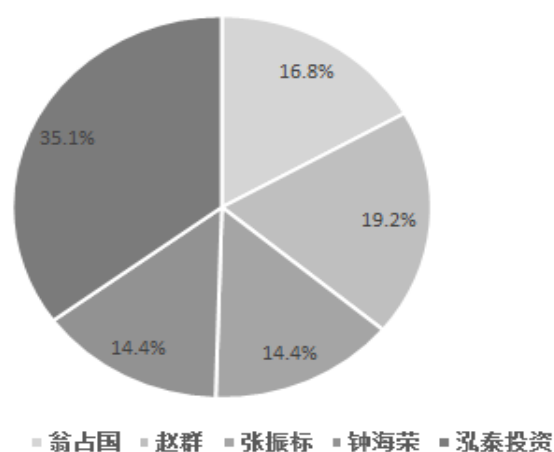
图表 3：仟源医药并购基金简介

公司角色	公司作为为优先级有限合伙人和劣后级有限合伙人认缴出资
投资领域	专注于医疗健康产业投资，主要投资医疗器械；医药，保健品等
公司资金规模及分配形式	总规模超过 2 亿元，公司资金总额占总规模的 30%
认缴比例	公司优先级认缴资金/劣后级认缴资金≤ 45: 55

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

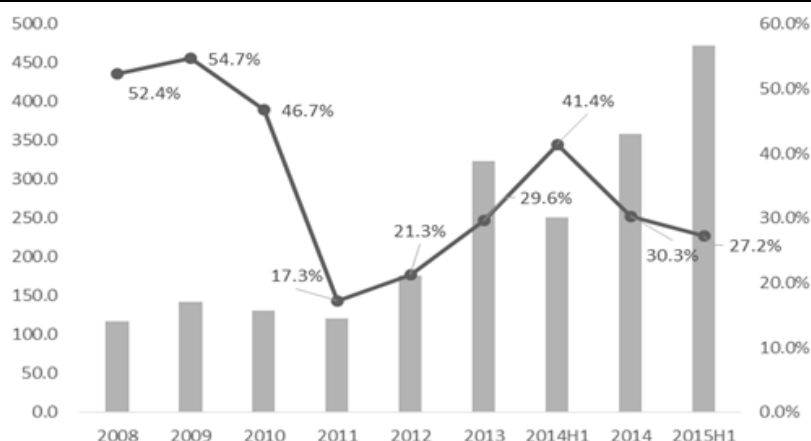
2015 年 6 月仟源医药的非公开发行股票方案获批通过，公司定增 A 股 1303 万股，发行价格为 15.425 元/股，合计定增规模为 2.01 亿元，锁定期为三年。本次公开发行的对象主要是公司高管，除翁占国、赵群、张振标三位控制人外，保灵集团总经理兼澳医保灵集团董事长钟海荣、公司高管成立的有限合伙企业泓泰投资都参与此次定增。本次非公开发行增强了实际控制人的控制权，发行后公司实际控制人及其一致行动人合计持股比例提升至 29.47%。另外非公开发行补充公司营运资金，为公司后续并购及其业务发展提供资金保障。

图表 4: 非公开发行参与者出资金额比例一览



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 5: 公司历年资产负债率一览



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

为积极对抗感染药物市场发生的变化、化解行业政策风险、调整产品结构，从 2012 年起公司在外延收购上不断拓展。

2012 年 3 月，公司收购了浙江海力生制药有限公司 60% 股权，进入了婴幼儿用药和泌尿系统用药领域；

2013 年 9 月，公司收购了杭州保灵集团有限公司 80% 股权，进入了孕妇保健品领域；

2014 年 9 月，公司与上海磐霖资产管理有限公司签署设立产业并购基金之战略合作协议，积极抓住国内医疗健康产业并购重组快速发展的机遇，为公司未来发展储备更多并购标的，并为加快公司产业布局提供平台；

2014 年 12 月，公司收购了杭州恩氏基因技术发展有限公司 80% 股权，进入基因保存和孕环境检测领域；2015 年 3 月公司以现金 1144 万元收购四川省广汉中药饮片公司 52% 股权；2015 年 9 月收购并增资武汉集合至尊电子商务；2015 年 11 月收购无锡联合利康临床检验所，通过收购该医学独立实验室，拓展在涉及孕检、新生儿相关的医学检验业务。

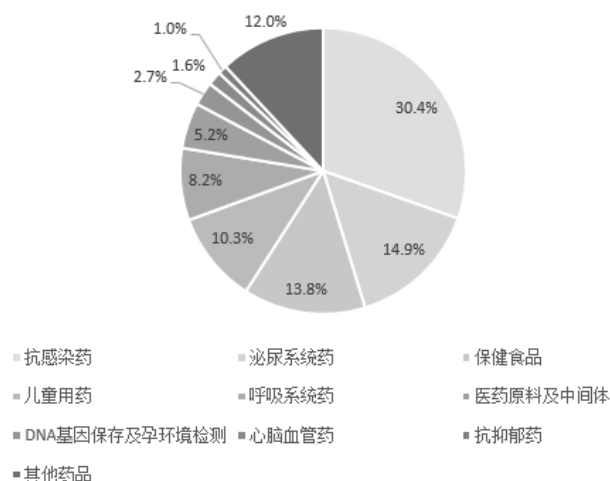
图表 6: 仟源医药近年外延收购一览

时间	收购标的及内容	备注
2012 年 3 月	使用超募资金 1.5 亿元收购浙江海力生制药 60% 股权	进入了婴幼儿用药和泌尿系统用药领域
2013 年 9 月	公司与与翁占国、韩振林等共同以 2.96 亿元收购杭州保灵集团 80% 股权、75% 的杭州澳医保灵(2015 年被全资收购)	进入了孕妇保健品领域
2014 年 9 月	与上海磐霖资产设立产业并购基金	加速产业外延扩张
2014 年 12 月	收购杭州恩氏基因技术发展 80% 股权	进入基因保存和孕环境检测领域
2015 年 3 月	以现金 1144 万元收购四川省广汉中药饮片公司 52% 股权	进入中药饮片的生产和销售领域
2015 年 9 月	收购及增资武汉集合至尊电子商务	完善公司产品的电商销售渠道
2015 年 11 月	不高于 3000 万元收购无锡联合利康临床检验所	收购医学独立实验室, 拓展医学检验业务

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

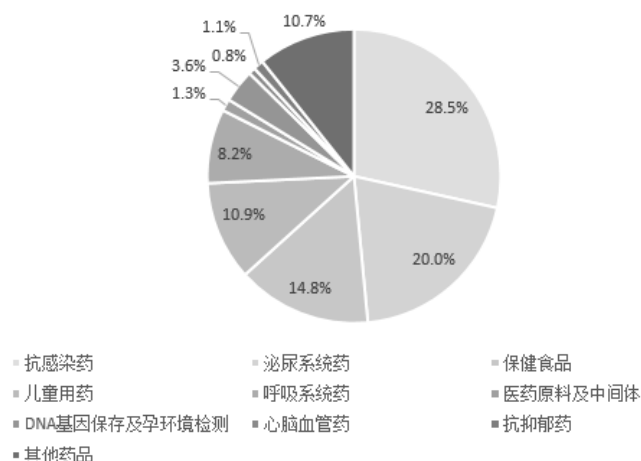
公司重点关注抗感染、泌尿、孕婴等核心产品线, 公司突破了原有的抗感染主业, 在泌尿、儿童药、孕婴等方面有业绩进展。2015H1 公司抗感染药营收为 9452 万元, 营收和毛利占比分别为 30.4%、28.5%, 仍然是公司收入及利润最高的单项业务, 但收入占比已经同比下降了 7.5%。同时通过外延并购获得的磷霉素氨丁三醇散为主的泌尿系统药物、孕妇保健用药、儿童用药增长较快。2015 上半年泌尿系统药物、孕妇保健用药、儿童用药三块业务, 实现营收及毛利合计分别为 1.21 亿元、9476 万元, 营收及毛利分别占比 39%、45.8%。以盐酸坦洛新缓释胶囊和磷霉素氨丁三醇散为主的泌尿系统药物销售额和毛利占比分别为 14.9%、20%, 以保灵孕宝口服液和维生素 AD 滴剂为主的保健品和儿童用药销售收入、毛利分别占比 24.2%、25.8%。泌尿系统药物、保健食品、儿童用药三块业务在销售及利润贡献上都已经超过公司原有主营的抗生素业务, 公司已经实现业务转型。

图表 7：2015H1 各业务收入占比一览



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 8：2015H1 各业务毛利占比一览

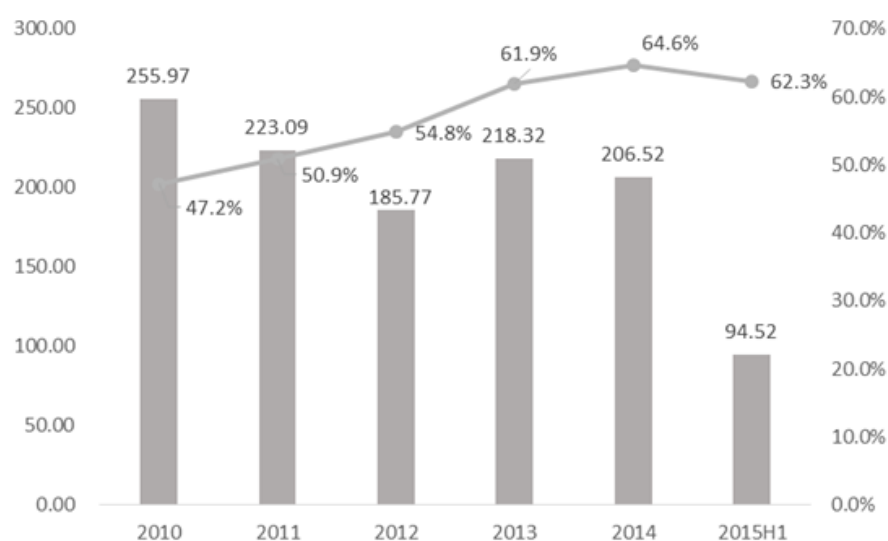


资料来源：公司网站，东吴证券研究所

2. 抗感染药物稳定毛利提升，泌尿系统特色药物业绩突出

因为近年的限抗政策，公司的抗生素业务在 2010-2012 年业绩下滑，在 2010-2012 年，由于受 50/35(三级医院购进抗菌药物品种不超过 50 种，二级医院不超过 35 种)政策的影响，医院和经销商都会精挑品种，在此情况下，仟源医药只得把毛利率比较高的重点产品，例如“美诺西林钠舒巴坦钠”推进医院，这一策略在困难时期起到很好的效果，2013 年企稳并增长 14%，公司抗感染药物的毛利率逐渐上升，2014 年开始稳定在 62-65%。2014 年抗感染药物板块销售收入稳定在 2.1 亿元，与 2013 年相当。

图表 9：仟源医药抗感染药物销售收入及毛利率一览



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

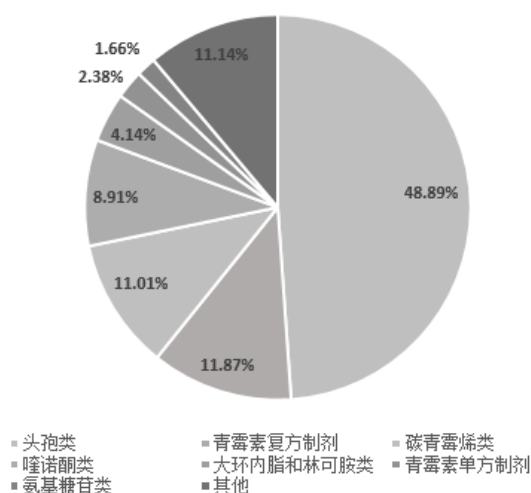
仟源医药的青霉素复方制剂美洛西林钠舒巴坦钠及磷霉素氨丁三醇是公司在抗感染领域最为重要的两个品种。在三代和四代头孢菌素类、喹

诺酮类和碳青霉烯类的临床应用受到越来越严格限制的情况下，青霉素类药物与 β 内酰胺酶抑制剂组成的复方制剂，因对耐药细菌具有较好的疗效，又具备基础用药的特征，有望成为上述严格受限品种的替代品种。从 2014 年前三季度主流医院的抗生素市场品种结构来看，青霉素复合制剂的市场份额占到 11.87%，仅次于头孢类位于第二位，超过喹诺酮类和碳青霉烯等其它类别的抗生素，并且其市场份额近年来有逐年上升的趋势。

而在青霉素复方制剂的品种中，哌拉西林/他唑巴坦几乎占据了复方制剂市场的半壁江山，处于青霉素复方制剂市场绝对领导地位。哌拉西林舒巴坦、美洛西林舒巴坦分列 2、3 位。哌拉西林舒巴坦市场份额有所下降。美洛西林舒巴坦增长率是最高的，同时市场份额也有所增长。阿莫西林克拉维酸钾和阿莫西林舒巴坦继续下降。

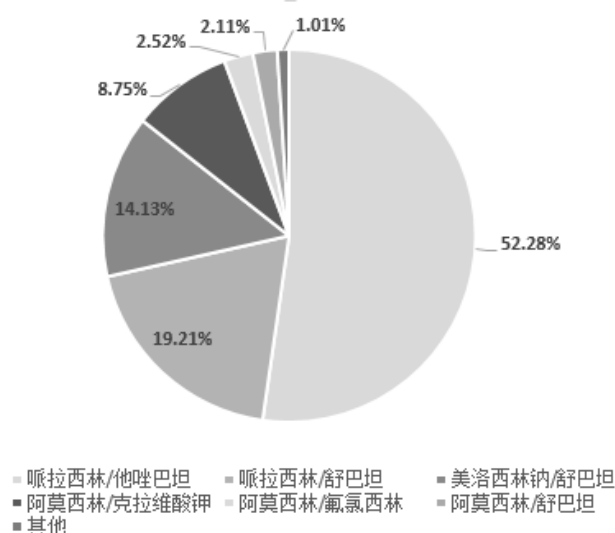
再从主流的医药生产厂商上看，根据南方所的数据，大部分主流厂商的样本医院 2014 年前三季度青霉素复合制剂销售额较 2013 年均有所上升，同时前十名企业的样本医院销售额份额加大。2014 年 Q1-Q3 仟源医药在主流医院市场中的排名第 6 位，市场份额基本保持在 5.37% 之间，销售额有所增长。

图表 10: 2014Q1-Q3 主流医院各类抗生素市场份额一览



资料来源：南方所，东吴证券研究所

图表 11: 2014Q1-Q3 青霉素复方制剂竞争格局



资料来源：南方所，东吴证券研究所

磷霉素氨丁三醇散是 09 年新进入医保目录的一个品种，并于 2012 年新进国家基本药物目录，用于治疗尿路感染，在欧洲市场有非常广泛的应用。欧洲泌尿外科协会在 2011 年版《泌尿系统感染指南》中将其升级为单纯性膀胱炎的一线首选经验用药。磷霉素氨丁三醇散对 5 种最常见的尿路病原菌的耐药率均不到 10%，完全可作为临床经验用药，并且磷霉素作为一种基础抗生素，在分级目录中属于“非限制使用”级别，门诊、病房均可使用。目前尿路感染治疗药物市场集中度不高，磷霉素氨丁三醇散以其显著的疗效优势，很有可能成为未来尿路感染治疗的主流药物，潜在市场规模非常巨大。磷霉素氨丁三醇散目前全国只有东北制药集团沈阳第一制药、湖南华纳及仟源医药三家企业生产，剂型独特竞争压力小。

经过四年的市场推广，仟源医药的磷霉素氨丁三醇散已经在主流医院有了较高的覆盖率和销售量。据 CFDA 南方所 16 城市样本医药数据，

2014 年前三季度的样本医院购药金额已达到 1723 万元。其中，仟源医药约占 69% 的市场份额，市场占有率第一。在覆盖率上，磷霉素氨丁三醇散已经覆盖了 16 座城市中 11 座。目前磷霉素氨丁三醇散的潜在市场容量仍然很大，且尚处在产品生命周期的导入期。公司运用“精准化创值招商模式”对磷霉素氨丁三醇散进行全国的市场推广，成效显著。公司将以盐酸坦洛新缓释胶囊和磷霉素氨丁三醇散为主的泌尿系统疾病的治疗解决方案作为公司一大战略特色并着重进行推广，2014 年公司以盐酸坦洛新缓释胶囊和磷霉素氨丁三醇散为主的泌尿系统药物销售额占总销售收入的 20%，达 1.3 亿元。

图表 12：泌尿系统药物销售额销售收入及毛利率一览

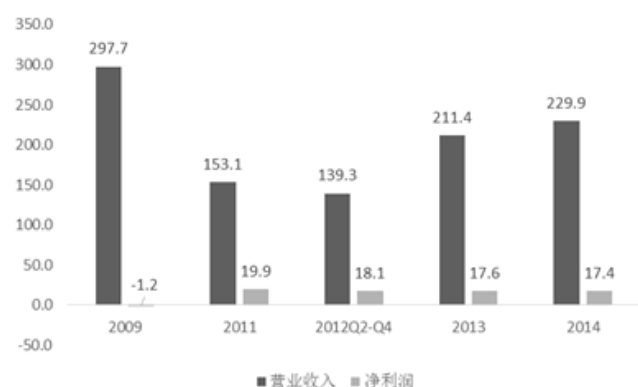


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 掘金二胎政策红利，并购进入孕妇、儿童健康业务

为积极应对限抗政策的负面影响，仟源医药布局并购战略。2012 年 3 月，公司收购了浙江海力生制药有限公司 60% 股权，仟源医药逐渐进入儿童用药和泌尿外科领域。海力生药业主要进行天然海洋药物、天然矿产药物、化工合成药物的销售和开发，拥有维生素 AD 滴剂、盐酸坦洛新缓释胶囊、辅酶 Q10 胶丸等多个儿童用药、泌尿系统用药等领域品种，其中改性钠基蒙脱石目前还在做 II 期临床，主要是从过去胃药增加新适应症——“腹泻”。2014 年浙江海力生制药销售额及净利润分别 2.29 亿元、1760 万元。

图表 13: 2009-2014 年海力生营业额及净利润一览



资料来源: 南方所, 东吴证券研究所

图表 14: 海力生重点品种一览

品种名称	治疗领域
鱼肝油软囊滴剂 (贝特令)	增强儿童免疫功能
角鲨烯鱼油制剂	抗肿瘤药物
复方氨基葡萄糖缓释胶囊	骨关节炎
蒙脱石散 (肯特令)	腹泻
盐酸坦洛新缓释胶囊 (齐索)	前列腺肥大
盐酸左西替利嗪 (强溢)	过敏性疾病
复方他唑巴坦冻干粉针剂 (康得力)	高效抗菌素
辅酶 Q10 软胶囊	抗氧化

资料来源: 南方所, 东吴证券研究所

2013 年 9 月, 公司收购了杭州保灵集团有限公司 80% 股权。保灵集团拥有包括保灵孕宝口服液、保灵孕妇钙咀嚼片、保灵孕多维片等孕妇保健品及抗过敏药物依巴斯汀片、治疗青光眼药物醋甲唑胺片等药品, 其中孕妇保健品具有较好的市场份额和发展前景。通过收购保灵集团, 仟源医药获得进军孕妇保健品行业的发展平台, 并进一步优化产品结构。2014 年 12 月, 公司收购了杭州恩氏基因技术发展有限公司 80% 股权, 进入基因保存和孕环境检测领域。恩氏基因以基因制备技术和人体环境检测技术为核心, 以孕环境检测和婴儿基因保存为主营业务。

通过 2012-2014 年的两次收购, 仟源医药突破原有抗感染业务市场发展限制, 形成以保灵集团的孕妇保健品业务及浙江海力生制药的儿童产品业务支撑, 并通过终端销售、产品覆盖上实现在孕妇、儿童用药领域产品的系列化及市场协同效应。收购恩氏基因和无锡联合利康临床检验所后, 公司借助二胎政策红利及基因技术发展的东风, 仟源医药将从单一的孕婴产品服务扩展到孕婴技术服务的综合性发展平台。

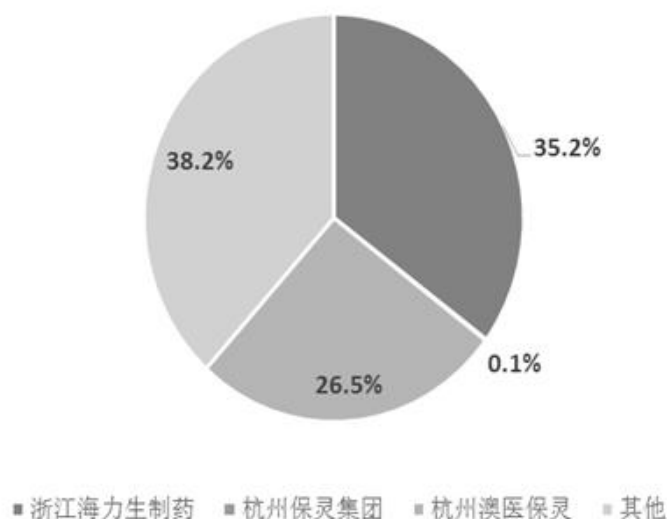
图表 15: 仟源医药目前医药健康产业链一览



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2014 年浙江海力生制药、杭州保灵集团(包括杭州澳医保灵)、分别实现营业收入 2.3 亿元、1.74 亿元，对应净利润分别为 1744 万元、1618 万元。两家公司合计占 2014 年仟源医药收入的 61.7%、净利润的 80%，已经成为仟源医药的支柱收入和利润来源。

图表 16: 仟源医药 2014 年子公司销售额占比一览



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

➤ 二胎政策红利下，深挖孕妇保健、儿童用药市场潜力

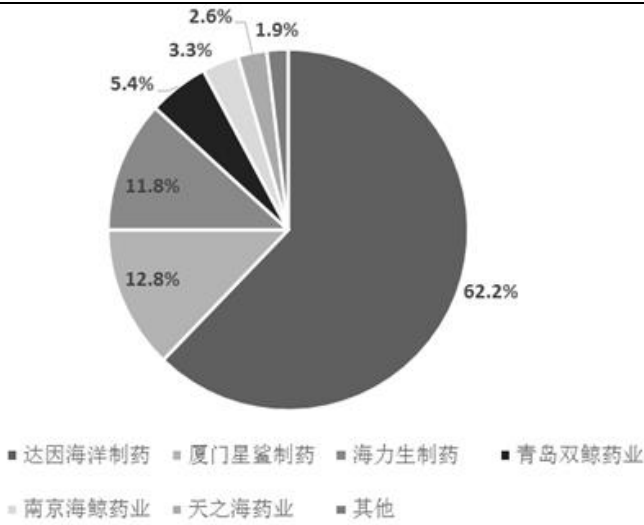
随着国家放开“二胎”政策，全国新生儿的数量不断上升，2014 年新生儿已约 1800 万，预计 2014-2018 年孕婴市场整体消费水平将以 45% 的速度逐年递增，孕婴领域有着相当广阔的市场前景和市场容量。公司孕婴产品主要包括海力生制药的维生素 AD 滴剂、保灵集团拥有包括保灵孕宝口服液、保灵孕妇钙咀嚼片、保灵孕多维片等孕妇保健品以及恩氏基因的婴儿基因保存产品等。

维生素 AD 滴剂产品的替代品种非常多，但由于维生素 AD 滴剂产品有在孕期营养补充方面有提高孕产妇抵抗力、促进钙铁吸收、促进产后恢复等多方面的作用及平民的价格，在未来一段时间，其被替代的威胁很小。部分区域从 2011 年开始已逐步将儿保、产检等基础检查落到社区及基层医疗机构，预计维生素 AD 滴剂在基药市场将保持较高的增长率。

维生素 AD 滴剂生产厂家较多，产业集中度较高，前 6 家规模以上生产企业产值规模占全国的 90% 以上。目前市场上销售居前的除海力生的贝特令外，主要厂家还有山东达因制药、厦门星鲨制药、青岛双鲸制药等。2012 年贝特令的销售额达 3796 万元，毛利率 79.18%。海力生的贝特令市场占有率从 2012 年至 2014 年前 3 季度始终维持在 11% 以上，2014 年贝特令的市场占有率为 11.8%，排名第三。未来维生素 AD 滴剂(贝特令)的增长逻辑在于：1、二胎政策全面放开后，今后 5 年我国在将迎来新一轮婴儿潮，每年预计新生儿数量将接近 2000 万。维生素 AD 滴剂系列产品市场容量将进一步扩充。2、并购重组后，贝特令的销售模式多元化，推广力度更大。海力生制药一直采用自主推广为主的销售模式，但海力生的自主推广模式在营销网络的覆盖面上略显不足。仟源医药收购海力生之后，将整合母公司和海力生的营销网络资源，建立结合市场化运作、

灵活高效且具有自主管控能力的扁平化市场营销体系。

图表 17: 2014 年维生素 AD 市场份额占比一览



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

保灵集团妇幼保健品种也是未来公司在二胎政策红利下受益品种。保灵集团拥有包括保灵孕宝口服液、保灵孕妇钙咀嚼片、保灵孕多维片等孕妇保健品。保灵孕宝口服液上市于 1989 年, 产品历史悠久, 市场口碑良好, 在细分市场处于领先地位。保灵孕宝口服液可用于治疗儿童和妇女的缺铁性贫血。在我国两岁以内儿童缺铁性贫血发病率超过 10%, 妊娠期妇女缺铁性贫血发病率可达 19.28%, 缺铁性贫血在我国的市场规模超过 10 亿元。保灵孕宝口服液每日药物费用约为 9-10 元。保灵集团产品以 OTC 为主, 保灵孕宝口服液市场主要集中于基层医疗市场, 2012 年保灵孕宝口服液销售额达 1 亿元, 毛利率 72.4%。保灵集团还推出了保灵孕宝营养液, 2012 年该品种年销售额超过 1 千万元。保灵集团还拥有孕妇钙咀嚼片、孕多维片、孕宝营养液等一系列孕期保健食品, 在孕期保健食品行业拥有一定的知名度。

图表 18: 保灵集团孕妇保健品一览

产品外观	品种名及文号	功能
	保灵孕宝口服液 国食健字 G20050021	改善营养性贫血、增强免疫力 营养性贫血及免疫力低下的孕妇
	保灵孕宝营养液 国食健字 G20040431	改善孕妇营养性贫血
	保灵孕妇钙咀嚼片 国食健字 G20050456	补充钙和维生素 D3
	保灵孕多维片 国食健字 G20050196	补充多种维生素及矿物质

资料来源：公司网站，CFDA，东吴证券研究所

仟源医药在孕妇产保健领域，发挥优势，深挖潜力品种，整合母公司和保灵集团的研发资源，整合临床科室销售资源，寻找、激发原有保灵集团的品种增长点，提高终端的影响力和产出，使保灵集团妇幼产品营销获得高成长。

➤ 布局新兴蓝海，基因保存和环境污染检测有望成为下一个增长点

2014 年 11 月，仟源医药以 1 亿元的价格收购恩氏基因 80% 股权，仟源医药由此进入基因保存和环境污染检测的新兴领域。2013 年恩氏基因销售收入为 2995 万元，净利润为 748 万元。恩氏基因的常温固态基因保存技术已申请专利保护，该技术能够保存人类出生时最原始的基因。据汤森路透的报告显示，到 2025 年，出生时进行基因测绘将成为常规检测，而考虑到目前基因测序的成本和费用都较高，恩氏基因独有的婴儿基因常温固态保存技术保存了人类出生时最原始的基因，通过纯化、固定、封存等工艺过程，适宜长久保存的，包含了保存人特定时点的基因信息状态的基因物质。当有需要时，可以用作上述技术和应用的被检对象，获取有价值的信息，为未来基因检测和基因解读等个性化治疗及诊断提供了有利条件。

图表 19：恩氏基因技术两项基因保存相关专利

专利名称	专利号	专利申请日 (法律状态)	权利人
人体基因组 DNA 样本的制备方法	ZL03108990.9	2003-4-16 (已授权)	陈枢青、陈亦胜、历朝龙
人体基因组 DNA 样本的制备封存方法及封存装置	ZL03110067.8	2003-4-18 (已授权)	陈枢青、陈亦胜、历朝

资料来源：谷歌专利，公司公告，东吴证券研究所

目前国内基因保存业务竞争环境良好，恩氏基因技术公司是目前国内唯一一家提供专业婴儿基因保存的服务机构。恩氏基因目前有两项基因保存相关专利，拥有一定技术优势。相比于竞争激烈的基因扩增检验，基因保存涉及技术要求少，成本相对较低。在进入壁垒上分析，虽然公司拥有基因保存的技术，但是 DNA 保存这个技术门槛不高，临床上病发后基因可以不选取保存的婴儿基因进行对比，而直接检测患者的基因，和正常人群数据库或者外周血和唾液基因组进行对照，婴儿基因保存的市场认知度还有待提高，

但婴儿基因保存业务为公司未来拓展孕妇儿童诊断等业务提供了市场接入口。在监管方面，基因保存业务属于大健康技术服务范畴，未列入政府注册证和生产许可证管理范围，也未列入卫生行政部门的医药监管范围，所受监控基因扩增检验业务较少。目前基因保存在合理的市场推广下还是会拥有一定的市场前景，并为公司下一步业务拓展做市场基础。

图表 20: 基因保存业务和基因扩增业务对比一览

对比项目	基因保存	基因扩增检验
相关技术	《人体基因组 DNA 样本的制备方法》和《人体基因组 DNA 样本的制备封存方法及封存装置》两项专利, 实现基因完整常温保存 100 年以上	聚合酶链反应技术 (PCR), 限制性片段多态性技术 (RFLP)、基因芯片技术、定量 PCR 技术和 Sanger 基因测序技术和二代测序技术
监管	大健康技术服务范畴, 非医学临床检验技术, 未列入政府注册证和生产许可证管理范围, 也未列入卫生行政部门的医药监管范围。收费价格由企业成本、供需决定	1、“临床基因扩增检验实验室资质”认定; 2、基因检测用品(包括基因测序仪及相关诊断试剂和软件)进行注册管理; 3、明确规定检测的用途
应用	保存健康基因, 所保存基因取特定时间段细胞, 特别是婴儿期细胞, 包含了保存人特定时点的基因信息状态的基因物质。当有需要时, 可以用作上述技术和应用的被检对象, 获取有价值的信息。	医学临床(乙肝 DNA 检测、 β -地中海贫血分析、耳聋基因检测、唐氏筛查), 司法领域

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

恩氏基因成立于 2007 年, 主要从事人体基因纯化、保存和检测等相关服务和产品开发。婴儿基因保存是通过采集婴儿口腔黏膜上皮细胞, 经过高科技生物技术处理, 提取、纯化细胞核中的基因组 DNA, 并将基因组 DNA 进行保存, 制作好再进行常温保存可以保存 100 年。一个婴儿基因保存收费是 4960 元, 毛利率较高。目前该业务成熟覆盖浙江少数城市的 10-20 家医院。

2015 年以来公司通过自营与招商两种模式进行运作, 自营已经建立了近 50 人左右的队伍, 在多个省做样板医院; 并对于招商公司收取一定的代理费用等, 公司集中在杭州对其进行专业的培训, 并帮助其市场营销、医院上量。孕环境检测学术界比较认可, 公司想在推广模式和定价上进行探索, 结合互联网手段进行运作。目前签约的全国各省区经销商覆盖的医院已超过 200 家, 未来目标是超过 500 家, 这些医院一般为妇幼保健院及二甲、三甲医院, 有一定出生率的市场基础。参照公司 2013-2014 年的平均覆盖 20 家医院总计每年达到 1000-2000 万元的市场, 预计 2016-2017 年覆盖 200 家医院总计销售额可稳定在 1-2 亿元, 未来 3 年后将覆盖 500 家医院将可能实现近 4 亿元销售额。DNA 保存业务基础上, 公司在积极布局妇幼检测的业务, 2015 年 11 月收购无锡联合利康临床检验所, 获得医学独立实验室, 拓展医学检验业务。基因保存只是公司涉足基因检测的入口, 未来公司会以此为基础, 公司在通过内部研发和外部合作方式更深入介入基因检测领域, 同时也为基因保存用户进一步提供更多更优质的后续服务。

在完成对恩氏基因整合和收购后, 公司已经在孕婴保健产品及技术服务领域形成了产品系列。从备孕环境检测服务到孕期的孕妇保健食品, 再到新生儿出生后的基因保存服务及维生素补充药品, 仟源医药能够为孕产妇及婴幼儿提供从备孕到婴幼儿期的全套健康解决方案。

4. 盈利预测

关键假设:

1、我们预计 2015 年仟源医药实现营业收入 6.53 亿元, 同比增长 2.59%, 到 2016 年总营收预计可达 7.60 亿元, 同比增加 16.4%。

2、仟源医药的营收根据收入来源可分为抗感染药物、泌尿系统用药、保健品、儿童用药、DNA 基因保存及孕环境检测服务等关键部分。预计 2015-2016 年抗感染药物收入分别为 1.81 亿元和 1.96 亿元; 预计 2015-2016 年泌尿系统用药收入分别为 1.36 亿元和 1.65 亿元; 预计 2015-2016 年保健品收入分别为 1.03 亿元和 1.22 亿元; 预计 2015-2016 年儿童用药收入分别为 5860 万元和 7030 万元。预计 DNA 基因保存及孕环境检测服务 2015-2016 年收入达到 1500 万元和 1800 万元。

3、我们预计公司 2015-2016 年归属母公司净利润分别为 3970 万元和 4590 万元, 分别同比增长-3.1%和 15.5%, 对应 EPS 为 0.23 和 0.26。

5. 投资建议

在完成系列收购后, 公司原有业务基础上布局孕婴保健产品及技术服务领域, 能够为孕产妇及婴幼儿提供从备孕期到婴幼儿期的全套健康解决方案。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.23、0.26、0.31, 对应 PE 为 148.9 倍、128.9 倍、111.1 倍, 我们给予公司“增持”评级(首次)。

6. 投资风险

- 1、公司治理结构风险;
- 2、市场激烈竞争导致产品降价风险。

图表 13: 公司盈利假设性预测

产品	项目	2014A	2015E	2016E	2017E
抗感染药	收入(百万元)	206.5	181.2	195.7	205.5
	增长率	-5.4%	-12.2%	8.0%	5.0%
泌尿系统用药	收入(百万元)	109.9	136.2	164.8	201.1
	增长率	46.3%	24.0%	21.0%	22.0%
保健品	收入(百万元)	109.9	103.0	121.5	144.6
	增长率	227%	-6.3%	18.0%	19.0%
儿童用药	收入(百万元)	56.7	58.6	70.3	84.3
呼吸系统药	收入(百万元)	39.2	44.2	49.1	54.5
医药原料及中间体	收入(百万元)	24.8	31.3	30.7	30.0
DNA 基因保存及孕环境检测服务	收入(百万元)	17.7	15.0	18.0	21.6
其他	收入(百万元)	89.1	98.01	127.4	165.6
总收入	收入	636.0	652.5	759.5	885.7
	增长率	27.3%	2.6%	16.4%	16.6%

资料来源: 东吴证券研究所

仟源医药(300254)主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表 (百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	306.3	330.8	360.6	418.3	营业收入	652.5	759.5	885.7	1098.2
现金	168.8	182.3	198.7	230.5	营业成本	569.5	655.0	759.1	933.7
应收款项	144.8	156.4	170.5	197.7	营业税金及附加	8.7	10.0	11.5	13.9
存货	79.6	86.0	93.7	108.7	销售费用	191.4	208.6	227.4	263.8
预付款项	7.8	8.5	9.2	10.7	管理费用	104.5	110.7	117.4	136.2
非流动资产	963.8	980.7	1078.8	1251.4	财务费用	7.8	8.2	8.7	10.0
长期股权投资	34.3	35.2	36.3	36.5	投资净收益	-0.3	0.2	0.2	0.3
固定资产	272.3	282.6	298.7	308.4	资产减值损失	5.0	5.0	5.0	5.0
无形资产	84.5	85.1	89.6	94.2	营业利润	74.2	94.5	115.1	150.7
其他	2.9	3.2	3.6	3.9	营业外净收支	2.5	2.5	2.5	2.5
资产总计	1270.1	1311.5	1439.4	1669.7	利润总额	76.7	97.0	117.6	153.2
流动负债	302.0	326.1	355.5	412.4	所得税费用	7.6	9.7	11.8	15.3
短期借款	83.1	89.9	94.6	101.5	少数股东损益	2.60	2.88	3.20	3.78
应付账款	54.3	60.2	65.9	70.1	归属母公司净利润	39.7	45.9	53.2	63.9
其他	82.6	86.9	90.6	97.1	EBIT	56.0	65.6	76.5	93.1
非流动负债	85.0	86.3	91.2	98.7	EBITDA	82.3	93.4	106.4	124.7
长期借款	70.0	75.1	79.8	81.4					
其他	15.0	11.2	11.4	17.3					
负债总计	387.0	412.4	446.7	511.1					
少数股东权益	85.6	87.1	96.2	112.3					
归属母公司股东权益	797.5	811.9	896.5	1046.3					
负债和股东权益总计	1184.5	1224.4	1343.2	1557.4					
现金流量表 (百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	重要财务与估值指标	2015E	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	30.1	33.6	37.0	44.4	每股收益(元)	0.23	0.26	0.31	0.37
投资活动现金流	-141.2	-125.1	-102.6	-99.6	每股净资产(元)	4.57	4.67	5.15	6.01
筹资活动现金流	121.8	131.2	135.6	139.5	发行在外股份(百万股)	174	174	174	174
现金净增加额	10.7	39.7	70.0	84.3	ROIC(%)	7.20%	7.90%	7.93%	8.10%
折旧和摊销	26.3	27.8	29.9	31.6	ROE(%)	4.50%	5.11%	5.36%	5.52%
无形资产摊销	13.1	13.6	14.1	15.2	毛利率(%)	67.40%	65.20%	64.10%	62.50%
长期待摊费用摊销	0.75	0.78	0.81	0.87	股息率	0.68%	0.76%	0.91%	1.09%
现金及现金等价物净增加额	10.7	39.7	70.0	84.3	销售净利率(%)	6.08%	6.04%	6.01%	5.82%
					资产负债率(%)	30.47%	31.45%	31.03%	30.61%
					收入增长率(%)	2.60%	16.40%	16.60%	24.00%
					净利润增长率(%)	-3.10%	15.50%	16.00%	20.00%
					P/E	147.8	130.8	109.7	91.9
					P/B	7.4	7.3	6.6	5.7
					EV/EBITDA	76.2	67.1	59.0	50.7

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>