

香雪制药（300147）

发力中药材板块，新常态下求突围 增持（首次）

2016 年 3 月 7 日

投资要点

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码：

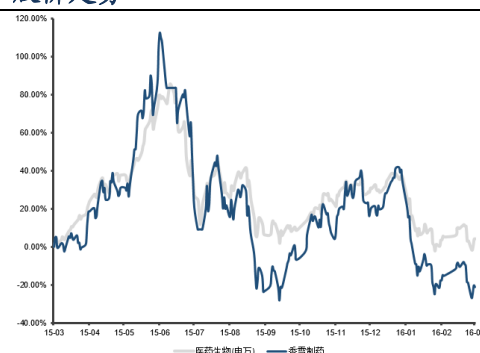
S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

- **2015 年业绩略有下滑：**2015 年，公司实现营业收入 14.50 亿元，比上年同期减少 4.85%；实现归属于上市公司股东净利润 1.81 亿元，比上年同期减少 8.27%；基本每股收益为 0.28 元，比上年同期减少 12.50%。我们分析公司业绩略有下滑主要受整体经济持续下行、医药行业增速放缓、市场竞争加剧等因素影响。
- **发力中药材板块：**面对医药行业的机遇与挑战，公司发力中药材板块，加速外延并购，已完成中药资源全产业链布局，我们认为中药材板块不受招标降价影响，发力中药材板块，有望使公司业绩在医药产业新常态下脱颖而出。
- **搭建中药资源全产业链：**“长城神农中药饮片及医疗产业整合专项资产管理计划”专门为中药饮片及医疗产业并购整合服务；山西安泽连翘中药材公司和抚松长白山人参市场则从源头对中药材进行把控；沪谯药业、安徽德昌药业饮片公司、湖北天济中药饮片公司主要进行饮片生产销售；云南香格里拉健康产业公司、四川香雪制药和宁夏隆德县六盘山中药资源公司则布局 GAP 种植基地，对中药材进行上游把控。由此，公司中药资源全产业链布局完成。
- **中药制剂稳健增长：**2015 年上半年，公司抗病毒口服液实现营业收入 2.39 亿元，同比增长 7.94%；橘红系列产品实现销售收入 9146.02 万元，同比增长 8.98%。我们认为随着省外扩张的推进，公司产品有望进一步拓展市场份额。另外，OTC 方面，公司聘用在中美史克、滇虹药业有丰富营销经验的周建兵担任销售副总，营销有望革新。我们预计 2016 年公司中药制剂有望实现 5%-15% 的增长。
- **研发创新：**2015 年上半年，公司与 458 医院合作开展的特异性 T 细胞过继免疫治疗实体肿瘤项目完成一期临床，处于临床实验室数据资料整理阶段；公司与苏州圣诺生物医药技术有限公司共同研制的小核酸新药注射用科特拉尼完成临床前研究进入国家食药监局审评中心快速评审通道。
- **盈利预测及投资评级：**我们预测 2016-2018 年公司实现营业收入分别为 20.4 亿、25.5 亿和 31.8 亿元，实现归属于上市公司股东净利润分别为 2.74 亿、3.30 亿和 4.59 亿元，对应 EPS 分别为 0.42 元、0.50 元和 0.69 元，对应 PE 分别为 35.4 倍、29.4 倍和 21.1 倍。香雪制药（300147）主营业绩稳健，营销模式成熟，组建新公司开拓处方药市场有望推动产品新一轮销售增长；中药资源全产业链完成布局，通过整合升级有望成为中药饮片龙头企业之一；考虑到 TCR 项目在获得临床应用资质后，经济效益有望逐渐体现，故我们首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**原材料供应及价格波动风险、渠道整合风险、行业政策风险。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	14.69
一年最低/最高价	41.96/13.00
市净率	2.87
流通 A 股市值（百万元）	9691

基础数据

每股净资产（元）	5.11
资产负债率（%）	23.34
总股本（百万股）	661
流通 A 股（百万股）	660

目录

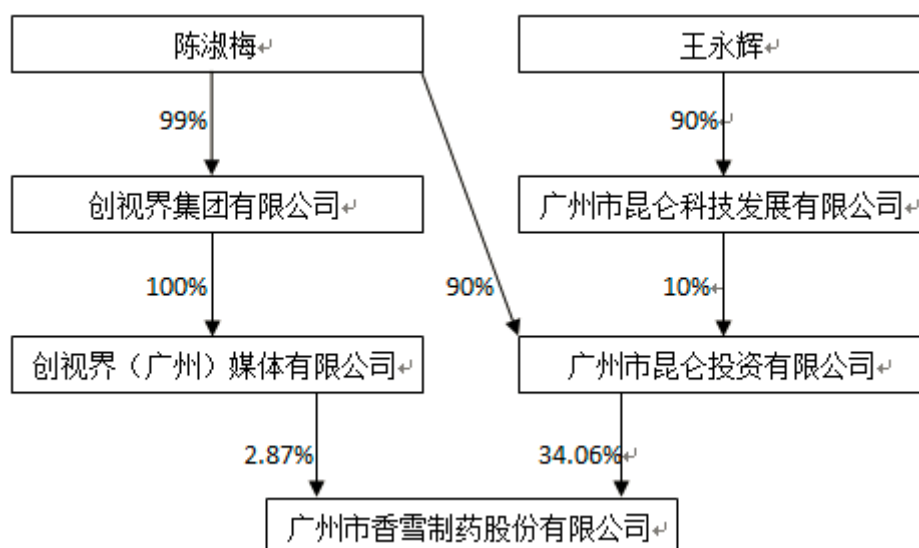
1. 四轮驱动业绩稳健增长	3
2. 对标康美药业（600518），布局中药资源全产业链	5
2.1. 中药饮片市场分析	5
2.2 “康美模式”——全产业链平台型企业	6
2.3 香雪制药中药材板块——产业链布局完成，待整合升级	8
2.3.1 中药资源版图扩张	9
2.3.2 版图进一步扩张——拟收购安徽德昌、湖北天济中药材公司	11
2.3.3 备战配方颗粒	12
2.3.4 产业链布局完成，待整合升级	12
3 中药制剂——营销升级助力新一轮增长	13
3.1. 抗病毒口服液	14
3.2. 橘红系列	16
3.3 保健品及软饮料	18
3.4 产能扩建	19
3.5 开拓天然药物非处方药欧洲市场	20
4. 营销建设——模式不断创新	21
4.1 区域性拓展	22
5. 研发创新	23
5.1 T 细胞受体（TCR）疗法	24
6. 积极外延	26
6.1 收购广州梧桐富鑫投资管理有限公司 50% 出资额	26
6.2 合资成立广州香雪康万达精准医疗投资管理有限公司	26
6.3 参股优质客户创美药业	27
6.4 发起设立花城银行	28
7. 员工持股计划	28
8. 盈利预测	29
9. 风险提示	29

1. 四轮驱动业绩稳健增长

香雪制药（300147）由广州市萝岗制药厂整体改制设立而来，主营业务为药品、医疗器械医用耗材和保健品等产品的生产与销售，目前主要产品包括抗病毒口服液、板蓝根颗粒、小儿化食口服液、橘红系列医药产品及中药饮片产品、快速医用胶 508 系列、九极系列保健品和亚洲沙士汽水等。

公司第一大股东为广州市昆仑投资有限公司，持股比例为 34.06%。王永辉先生为公司董事长，陈淑梅女士控股昆仑投资 90% 股权，与王永辉先生为夫妻关系。

图表 1：香雪制药与实际控制人之间产权及控制关系

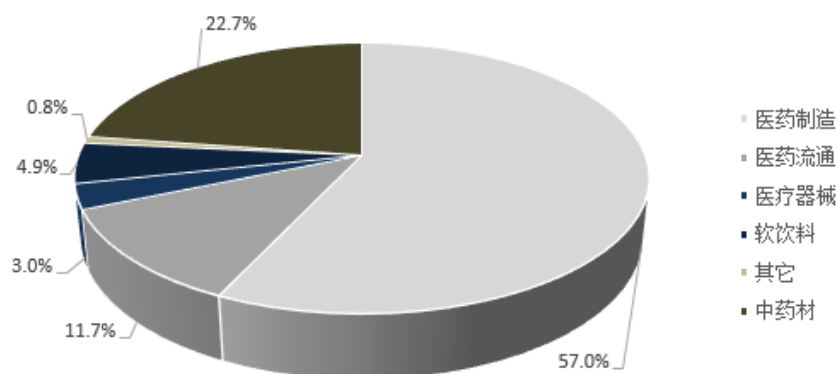


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主营业务包括医药制造、医药流通、医疗器械、软饮料、中药材等。2014 年，公司医药制造业务收入占主营业务收入比重的 57.0%；中药材业务收入占主营业务收入比重的 22.7%；医药流通业务收入占主营业务收入比重的 11.7%；医疗器械收入占主营业务收入比重的 3.0%；软饮料业务收入占主营业务收入比重的 4.9%。

医药制造（主要为中药制剂）和中药材业务收入占主营业务收入比重的 79.7%，为公司主要业务板块。

图表 2: 香雪制药主营业务收入占比图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

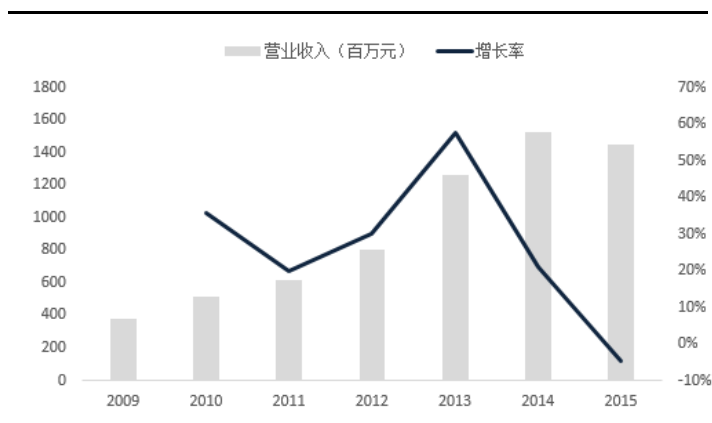
► 业绩稳健增长

上市以来，公司不断完善“中药大健康产业链”战略布局：截至 2014 年底，公司设立、对外投资的控股及参股公司数量达 32 个，分布于英国、香港、广东、四川、重庆、云南、安徽、宁夏、山西、吉林等省份（自治区），经营业务范围扩展到中药材种植、生产制造、医药流通、仓储物流、保健品和产品的研发等领域。同时，通过深化区域营销网络建设，初步建立起全国性经销商渠道网络，经销商群体、销售人员进一步增加，管理跨度明显增大。

2014 年，公司实现营业收入 15.24 亿元，同比增长 20.84%；实现归属于上市公司股东净利润 1.97 亿元，同比增长 24.36%；实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益后净利润 1.83 亿元，同比增长 24.71%。

2015 年，公司实现营业收入 14.50 亿元，比上年同期减少 4.85%；实现归属于上市公司股东净利润 1.81 亿元，比上年同期减少 8.27%；基本每股收益为 0.28 元，比上年同期减少 12.50%。

图表 3: 2009-2015 年香雪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 4: 2009-2015 年香雪制药归属于上市公司股东净利润及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2015 年公司归属于上市公司股东净利润比 2014 年同期下降 8.27%，分析原因主要受整体经济持续下行、医药行业增速放缓与市场竞争加剧等因素的影响。

面对医药行业的机遇与挑战，公司坚持内生性增长、外延性拓展、商业模式创新和前沿领先技术四轮驱动的发展战略，全力推进营销改革，强化终端拉动，实施精细化管理，确保可持续发展。

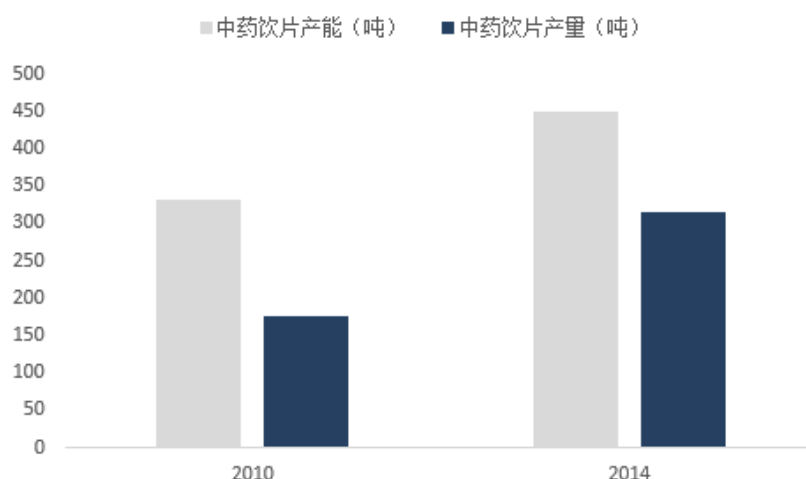
公司发力中药材板块，加速外延并购，布局中药资源全产业链。我们认为中药材板块不受招标降价影响，发力中药材板块，有望使公司业绩在医药产业新常态下脱颖而出。

2. 对标康美药业（600518），布局中药资源全产业链

2.1 中药饮片市场分析

中药饮片作为中药产业链条重要一环，自 2010 年以来，无论是在生产规模还是生产能力上，都达到有史以来的高值：中药饮片产能从 2010 年的 332 吨提升到 2014 年 450 吨；年产量则从 2010 年的 175 吨上升到 2014 年的 315 吨。

图表 5：中药饮片行业产能及产量情况



资料来源：医药网，东吴证券研究所

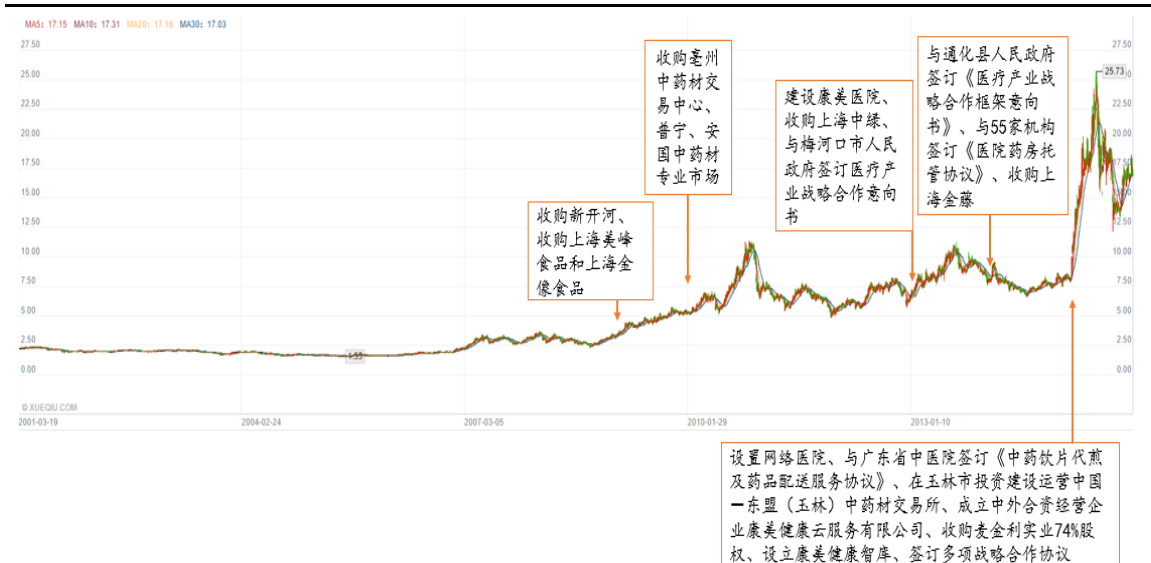
根据工信部统计数据，2014 年中药饮片营收 495.63 亿元，同比增长 15.72%，增幅高于化学药品和生物药品。从利润率角度分析，中药饮片利润率为 7%，与化学制剂和生物制剂超过 10% 的利润率相比还有很大差距。

从零售药店销售情况分析，中药材及中药饮片在药店的销售规模占比一直在 10% 以内，但是与化学药和中成药相比，近几年中药材及中药饮片销售额增幅明显大于成药，销售额从 2011 年的 96 亿元增长到 2014 年的 183 亿元，年平均增长率为 23.7%。

2.2 “康美模式”——全产业链平台型企业

上市之初，康美药业以化学药物生产经营为主；2002 年投资建设中药饮片生产基地，增加中药、医疗器械业务；2009 年末收购上海美峰食品有限公司和上海金像食品有限公司，以快消食品和保健品切入华东市场；2010 年康美药业收购亳州中药材市场，增加专业市场物业管理业务；2013 年康美医院进入试运营阶段，康美药业与吉林梅河口市人民政府签订《医疗产业战略合作框架意向书》，进军医疗领域，积极探索大健康产业发展模式；2014 年以来，康美药业启动互联网+中医药，进一步强化虚拟与实体市场的结合力度，实现医药流通领域、信息化医疗服务领域的创新。

图表 6：康美药业并购事件及市值关系图



资料来源：东吴证券研究所

康美中药业务板块主要包括中药饮片生产销售和中药材贸易。

➤ 中药饮片

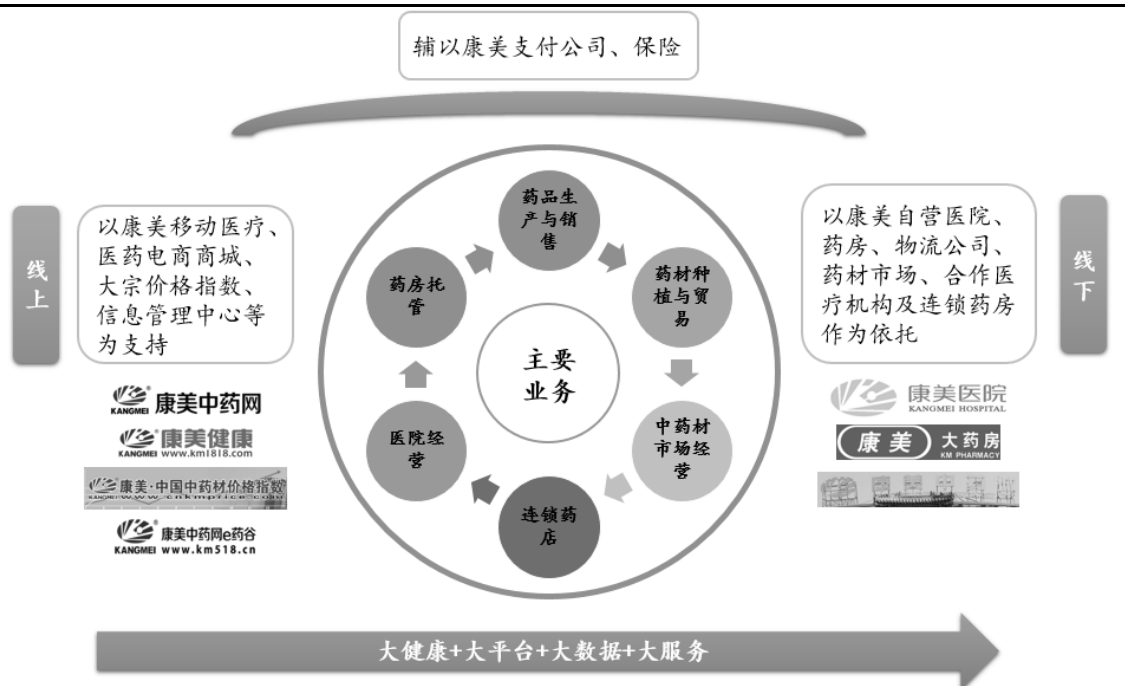
2015 年上半年，康美继续拓展医院运营、药房托管及医药终端市场等业务渠道，积极提升中药饮片产能，通过产业链各环节业务的协同效应，带动中药饮片业务持续增长。2015 年上半年，康美中药饮片营业收入 14.85 亿元，同比增长 15.44%。

➤ 中药材贸易

康美以道地药材产地为源头，以中药材专业市场和大宗药材交易平台为平台，将实体市场和虚拟市场相结合，与药材种植户、贸易商以及生产厂商形成战略合作关系，主要销售模式为自有品牌经销与销售。公司中药材贸易业务将通过全面研判中药材重点经营品种价格走势，及时调换品种、调整长中短期业务参与模式，并努力推动从中药材贸易商向中药材供应服务商的角色转变。2015 年上半年，中药材贸易营业收入 37.60 亿元，同比增长 2.77%。

通过不断并购扩张，康美药业现已形成涵盖药品生产与销售、药材种植与贸易、中药材市场经营、连锁药店、医院经营、药房托管等环节的业务体系，现市值已达到 639 亿元。

图表 7: 康美药业产业平台模式图



资料来源：东吴证券研究所

康美药业战略清晰，主营业绩稳健，上市以来，营收及扣非后净利润年复合增长率分别为 31.4% 和 38.1%，未来“移动医疗+城市中央药房”的智慧药房模式将成为饮片和医药商业业务的重要增长动力，同时，康美健康云服务平台对“B2B（康美 e 药谷）+B2C（康美健康网、天猫医药馆、京东医药馆等）+O2O（智慧药房+社区健康）+互联网医疗（康美网络医院等）”四位一体业务的整合在资金的支持下有望加速推进，康美药业千亿市值可期。

2.3 香雪制药中药材板块—产业链布局完成，待整合升级

公司中药资源全产业链布局主要分三方面：

一是中药资源的布局，目前公司在宁夏隆德、云南迪庆已建立中药材种植基地，为中药资源上游布局提供有利保障；

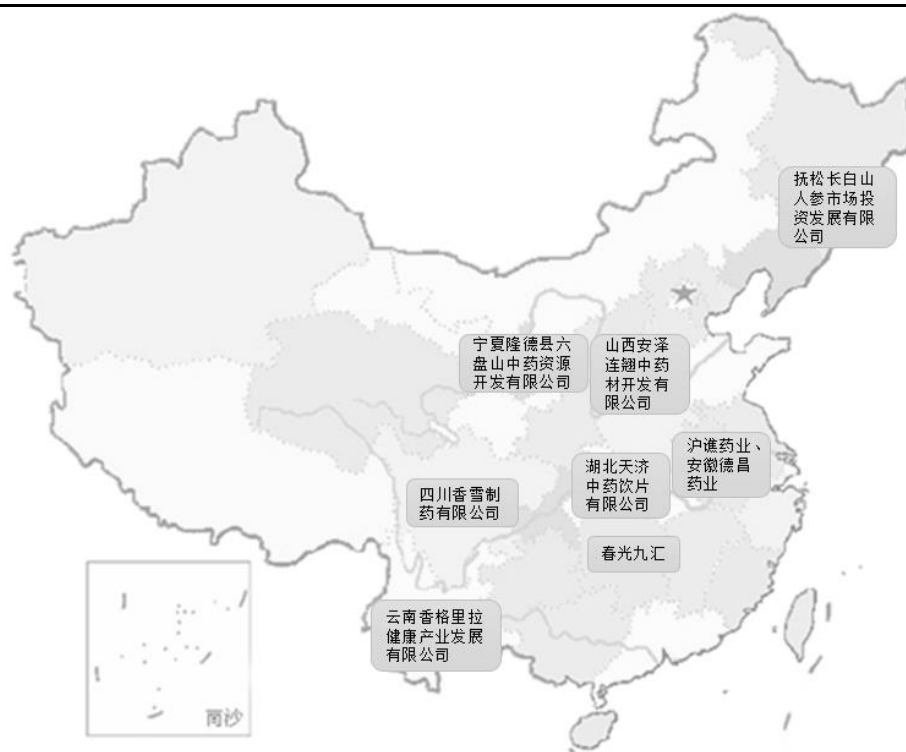
二是品种的布局，中药饮片主要分为几大类：传统饮片、超微饮片、配方颗粒等。目前公司已经拥有传统饮片、超微饮片和最细粉，而配方颗粒是公司暂缺的一类品种，待国家政策放开后预计公司将自主申请资质；

三是渠道的布局，中药饮片主要渠道是医院，其次是药店、药厂以及贸易出口。预计公司未来将积极开拓医院等销售渠道，逐渐转移重心至渠道布局、整合方面。

2.3.1 中药资源版图扩张

上市以来，借力资本市场优势，公司中药资源版图呈不断扩张趋势：

图表 8：香雪制药中药材板块布局示意图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2012 年，公司设立云南香格里拉健康产业发展有限公司，布局中药材 GAP 种植基地；设立四川香雪制药有限公司，合作建设南充中药产业化基地项目，加速布局中药材 GAP 种植基地；收购春光九汇 7.98% 股权，参股中药超微饮片龙头企业。

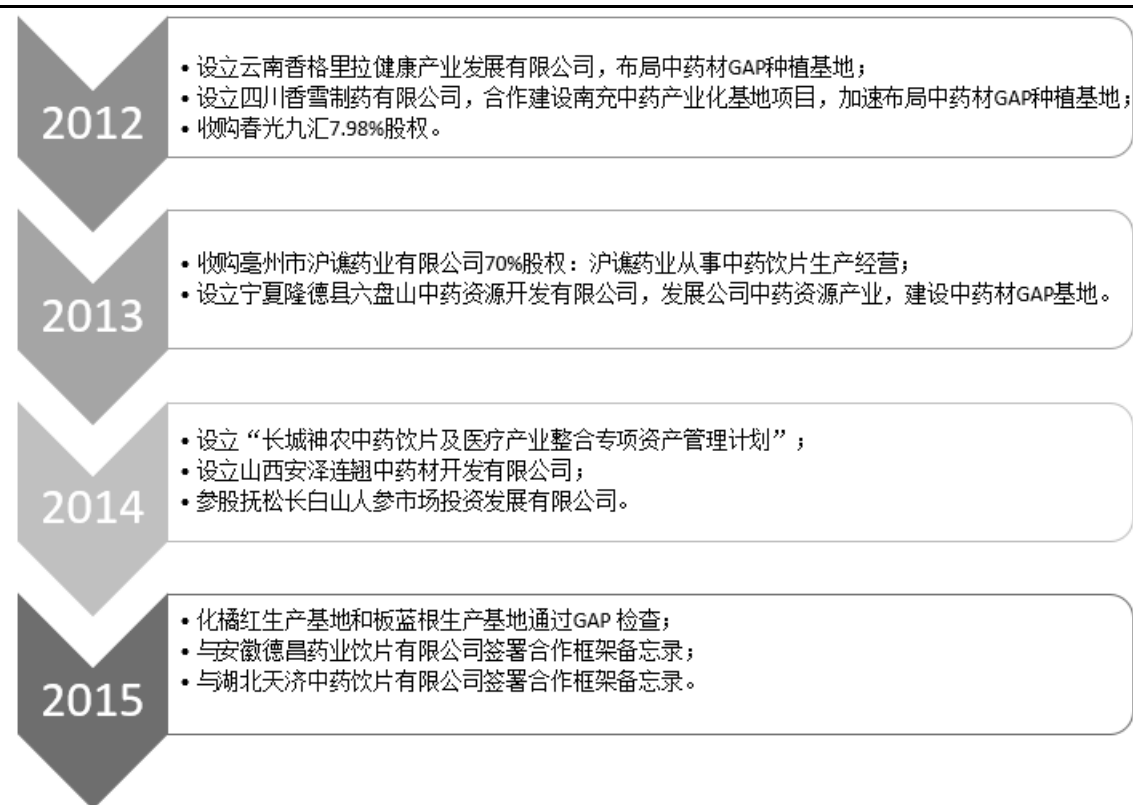
2013 年，公司收购亳州市沪淮药业有限公司 70% 股权；设立宁夏隆德县六盘山中药资源开发有限公司，发展公司中药资源产业，建设中药材 GAP 基地。

2014 年，公司与子公司神农资本及中国长城资产管理公司合作投资设立“长城神农中药饮片及医疗产业整合专项资产管理计划”，该资产管理计划是专门为中药饮片及医疗产业并购整合服务的金融产品，未来资产管理计划管理人将精选具有独特业务优势、符合公司战略发展方向的优质标的进行股权收购、资产收购或参股投资，为公司未来有节奏、有规划的外延式扩张储备优质的项目资源。此外，公司为充分发挥道地中药资源优势，发展公司中药资源产业，加快中药大健康产业链布局，先后投资设立山西安泽连翘中药材开发有限公司和参股抚松长白山人参市场投资发展有限公司：一方面将直接提升公司综合盈利能力和竞争实力，

另一方面,将实现公司在中药资源领域中的产业布局,为未来可持续发展提供新的助力。

2015 年,公司化橘红生产基地和板蓝根生产基地通过 GAP 检查;与安徽德昌药业饮片有限公司签署合作框架备忘录;与湖北天济中药饮片有限公司签署合作框架备忘录,中药资源版图进一步扩张。

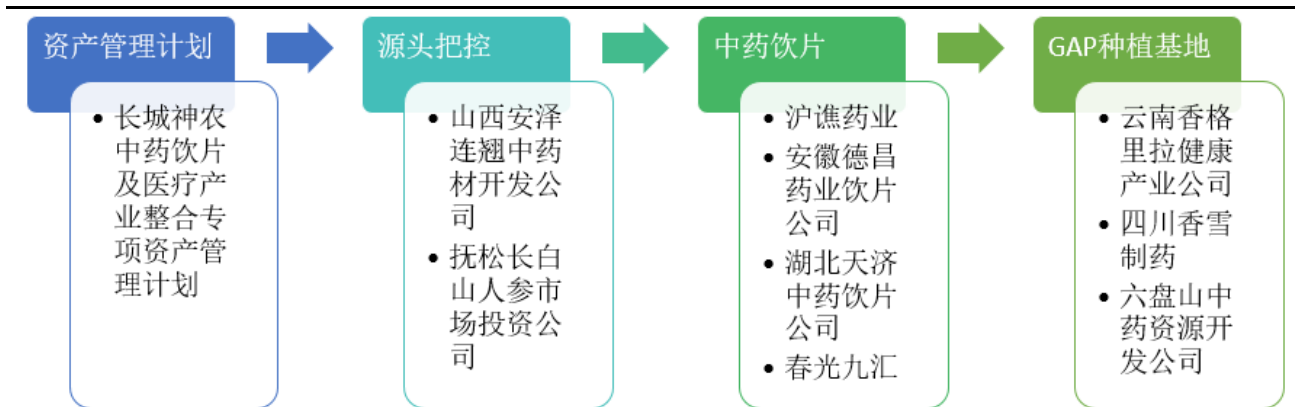
图表 9: 香雪制药中药材板块扩张示意图



资料来源:公司公告,东吴证券研究所

其中,“长城神农中药饮片及医疗产业整合专项资产管理计划”专门为中药饮片及医疗产业并购整合服务;山西安泽连翘中药材公司和抚松长白山人参市场则从源头对中药材进行把控;沪谿药业、安徽德昌药业饮片公司、湖北天济中药饮片公司主要进行饮片生产销售;云南香格里拉健康产业公司、四川香雪制药和宁夏隆德县六盘山中药资源公司则布局 GAP 种植基地,对中药材进行上游把控。由此,公司中药资源全产业链布局完成。

图表 10: 香雪制药中药资源全产业链布局示意图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3.2 版图进一步扩张—拟收购安徽德昌、湖北天济中药材公司

➤ 拟收购安徽德昌药业饮片公司 60%股权

2015 年 11 月，公司就计划投资安徽德昌药业饮片有限公司并取得其 60% 股权事宜，与葛德州、孙伟及安徽德昌药业饮片有限公司签署《合作框架备忘录》。

业绩承诺与补偿

葛德州、孙伟保证德昌药业来三年业绩增长率不低于 15%，业绩承诺的指标包括主营业务收入，扣除非经常性损益后的净利润和经营活动产生的现金净流量三个指标，每年考核。业绩承诺的基数及补偿条款根据双方签署的正式协议具体确定。

德昌药业建成年产中药饮片 30000 吨、有机饮片 500 吨、中药提取 1000 吨、二氧化碳超临界萃取 5 吨的生产能力，拥有中药材、中药饮片、中药提取、健康食品四大品类 800 多品种 1000 多个规格。

德昌药业 2012 年销售收入 3.9 亿，利税 2000 余万，是安徽省农业产业化龙头企业，安徽省高新技术企业，已形成基地种植、炮制提取、国内外销售的完整产业链条。

公司拟投资安徽德昌药业饮片有限公司，有助于公司拓展中药饮片市场，扩大中药饮片领域的市场份额，进一步丰富公司产品品种，优化产品结构，增强公司后续发展动力。

► 拟收购湖北天济中药饮片公司 55%股权

2015 年 11 月，公司就计划投资湖北天济中药饮片有限公司并取得其 55% 股权事宜，与纪青松、韩素英、孙燕、蔡家胜及湖北天济中药饮片有限公司签署《合作框架备忘录》。

业绩承诺与补偿

纪青松、韩素英、孙燕、蔡家胜保证整合后的湖北天济未来三年业绩增长率不低于 10%-15%，业绩承诺的指标包括扣除非经常性损益后的净利润和经营活动产生的现金净流量两个指标，每年考核。业绩承诺的基数及补偿条款根据双方签署的正式协议具体确定。

湖北天济中药饮片有限公司是湖北省武汉市生产、销售规模较大的中药材、中医饮片企业，在武汉区域的中药饮片行业占据一定地位，拥有较稳固的大型医院客户群，中药饮片销量在武汉市排名均处于前列。公司拟投资湖北天济中药饮片有限公司，有助于公司拓展中药饮片市场，迅速形成在湖北省中药饮片业务的基础，通过渠道整合，形成优势互补的原材料供应体系，协同发挥公司的供应链、生产、技术、管理及资本等优势，增强公司后续发展动力。

2.3.3 备战配方颗粒

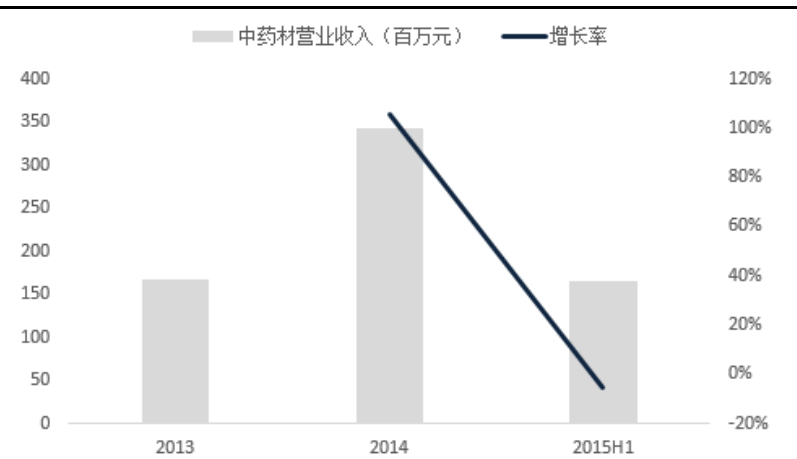
中药配方颗粒市场规模在过去十年间急速增长，年均复合增长率近 50%。即便如此，中药配方颗粒在我国中成药市场中的占比尚不足 2%，有巨大的提升空间。此外，中药配方颗粒的技术门槛不高，且平均毛利率高达 70%，因而我国中药配方颗粒市场前景广阔。

公司研发部门积极开展中药配方颗粒工艺和质量标准研究，备战新蓝海，未来有望在配方颗粒市场抢占份额，进一步提升公司竞争力。

2.3.4 产业链布局完成，待整合升级

2015 年上半年，公司中药材业务实现营业收入 1.65 亿元，较上年同期减少 5.27%。

图表 11: 中药材业务营收及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们分析沪谯药业受上半年亳州中药饮片市场综合整治影响, 净利润下滑 5%-10%, 三季度后有望好转, 全年中药材板块净利润有望实现 10%-20% 的增长。

公司中药资源产业链已搭建完成, 借助“长城神农中药饮片及医疗产业整合专项资产管理计划”, 未来有望不断充实、完善。借鉴康美药业 (600518) 经验, 同时结合公司自身发展情况, 我们认为公司未来需要在以下方面发力:

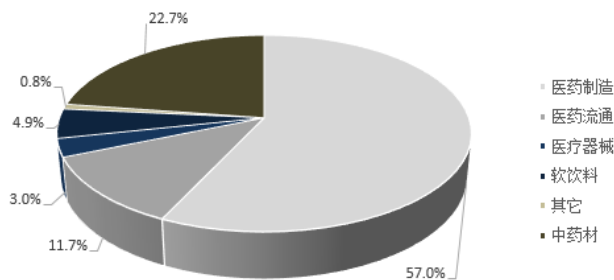
- 整合营销渠道。公司产业链尚处不断完善阶段, 营销渠道需要不断整合以提升销售效率、加速产业规模扩张;
- 拓展医院运营、药房托管及医药终端市场等业务渠道, 通过产业链各环节业务的协同效应, 带动中药饮片业务持续增长;
- 发展线上业务, 实现实体市场和线上市场协同发展;
- 积极备战配方颗粒, 抢占市场先机;
- 推进产业升级, 推动公司从中药材贸易商向中药材供应服务商的角色转变, 适应市场需求发展。

中药饮片行业面临洗牌, 行业整合加速, 公司提前布局, 积极探索新业务、新模式, 通过不断完善产业链, 未来有望成为中药饮片行业龙头企业之一。

3. 中药制剂—营销升级助力新一轮增长

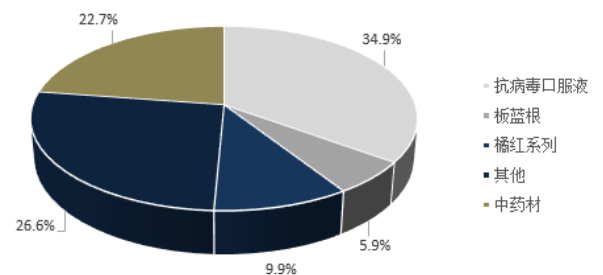
公司主要产品包括抗病毒口服液、板蓝根、橘红系列等。2014 年，公司抗病毒口服液收入占主营业务收入比重的 34.9%，板蓝根收入占主营业务收入比重的 5.9%，橘红系列收入占主营业务收入比重的 9.9%。

图表 12: 2014 年香雪制药分行业收入比重图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 13: 2014 年香雪制药分产品收入比重图



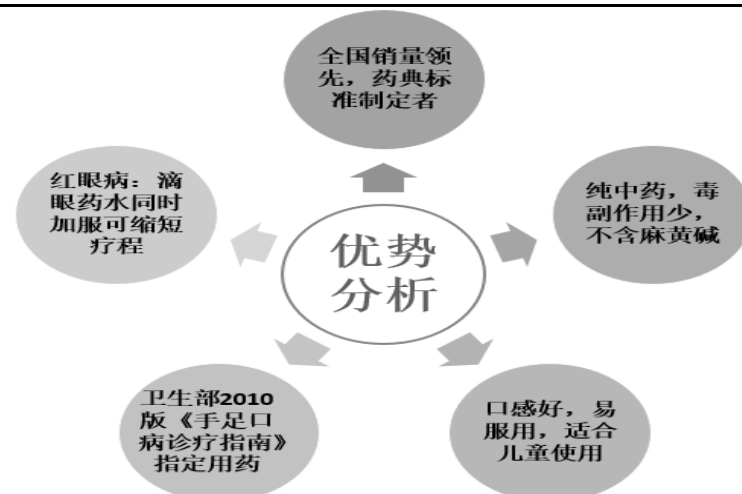
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1 抗病毒口服液

公司主导产品之一抗病毒口服液为纯天然植物配方，主要成分为板蓝根、石膏、芦根、地黄、郁金、知母、石菖蒲、广藿香、连翘等九味药材，清热祛湿、凉血解毒，用于风热感冒，温病发热及上呼吸道感染，流感、腮腺炎病毒感染疾患。

抗病毒口服液是公司首创的国家级新药，为 2010 版《手足口病诊疗指南》指定用药，公司参与编制的抗病毒口服液国家标准纳入《中国药典》（2010 版）。

图表 14: 抗病毒口服液优势分析

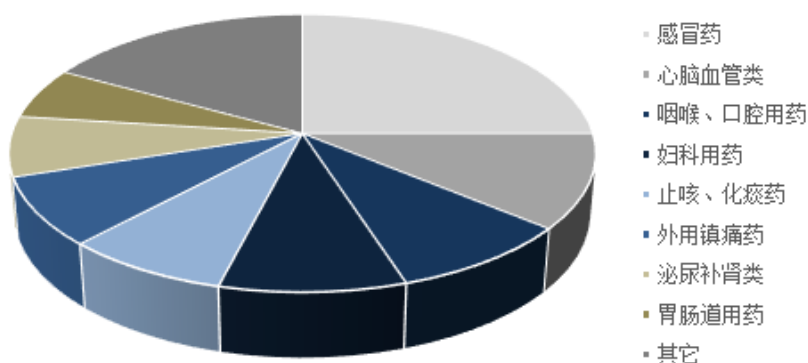


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2014 年中国药品零售市场中成药的市场集中度低于化学药，TOP100 品种的市场规模达 482 亿元，占整个零售市场中成药规模的 50% 左右。中成药 TOP100 品种最多的品类是感冒药，有 25 个。

2014 年中国药品零售市场感冒药的总体规模约 221 亿元，中成药感冒药市场规模就达 174 亿元，占整个感冒药市场的 79%。而这 25 个中成药 TOP100 品种中的感冒药市场规模合计 123 亿，占中成药感冒药市场的 69%。

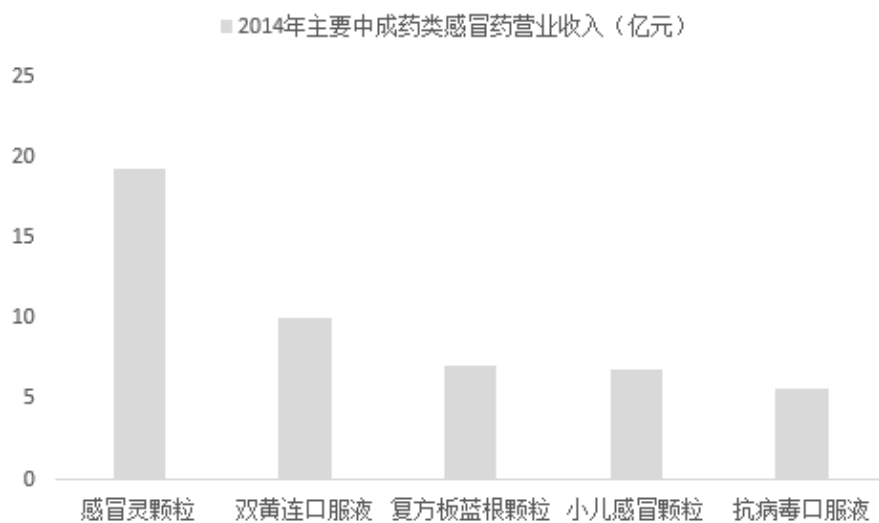
图表 15: 2014 年中国药品零售市场中成药 TOP100 品种的细分品类分布



资料来源：新康界，东吴证券研究所

2014 年中国药品零售市场，感冒灵颗粒实现销售收入 19.27 亿元；双黄连口服液销售收入 10.00 亿元；复方板蓝根颗粒实现销售收入 7.01 亿元；小儿感冒颗粒实现销售收入 6.83 亿元；抗病毒口服液实现营业收入 5.68 亿元。

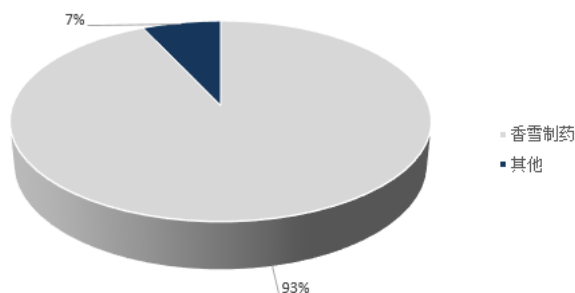
图表 16: 2014 年中国药品零售市场中成药 TOP100 品种的细分品类分布



资料来源：新康界，东吴证券研究所

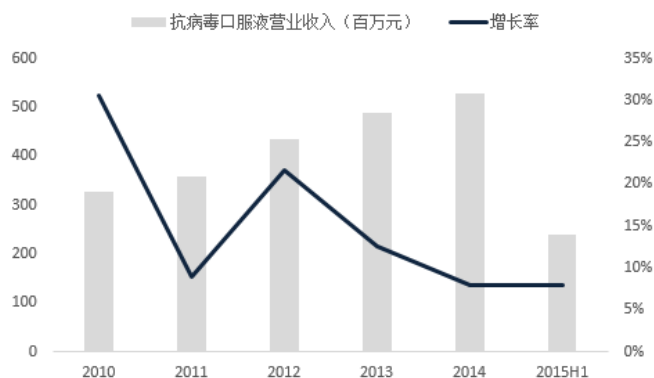
PDB 数据显示,2014 年,公司抗病毒口服液实现营业收入 5.28 亿元,占抗病毒口服液市场份额的 93%。2015 年上半年,公司抗病毒口服液实现营业收入 2.39 亿元,同比增长 7.94%。

图表 17: 2014 年香雪制药抗病毒口服液市场份额情况



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

图表 18: 2010-2015H1 香雪制药抗病毒口服液收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2014 年,公司抗病毒口服液收入 5.28 亿元,在抗病毒口服液市场处于主导地位,占中国药品零售市场感冒药总体规模的 2.4%,占中国药品零售市场中成药感冒药市场规模的 3.0%。

我们认为随着公司省外扩张的推进,抗病毒口服液有望进一步拓展市场份额,预计 2016 年公司抗病毒口服液有望实现 5%-15% 的增长。

2015 年 11 月,公司收到加拿大卫生署核发的天然健康产品证书,获得上述证书意味着公司生产的抗病毒口服液获得在加拿大市场销售的准入,将有助于拓展公司产品走向国际市场,对公司抗病毒口服液产品推广有积极的影响。

3.2 橘红系列

公司橘红系列包含橘红痰咳液、橘红痰咳煎膏等产品。

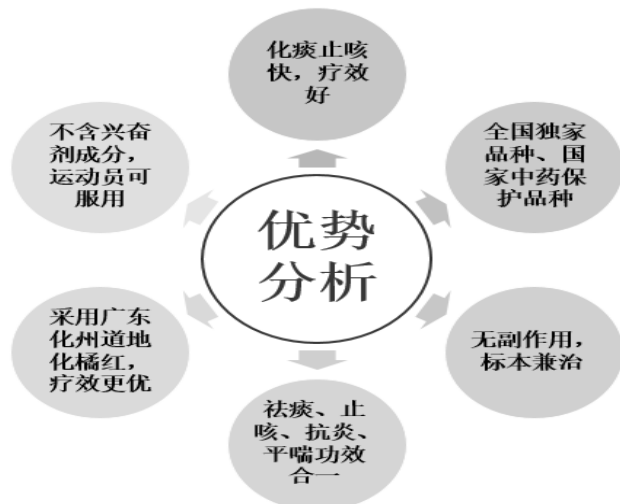
橘红痰咳液为专治痰咳的治疗型中药产品,理气化痰,润肺止咳,用于痰浊阻肺所致的咳嗽、气喘、痰多,感冒、支气管炎,咽喉炎见上述证候者。橘红痰咳液为全国独家品种、国家中药保护品种,采用广东道地化橘红,疗效更优。

橘红痰咳煎膏加用麦芽糖甘缓补中、性较和缓,多用于慢性疾病,药性较温和,对小孩、老年及虚证咳嗽痰多患者更为适宜。

2015 年上半年,橘红系列产品实现销售收入 9146.02 万元,同比增

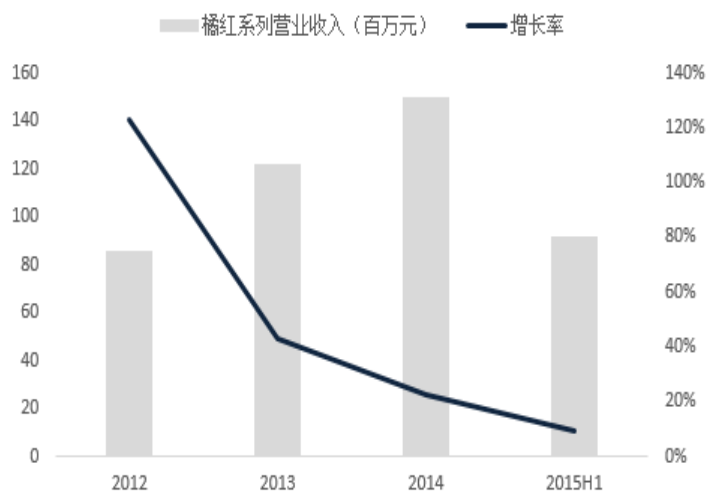
长 8.98%。

图表 19: 橘红痰咳液优势分析



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 20: 2012-2015H1 香雪制药橘红系列收入及增长情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

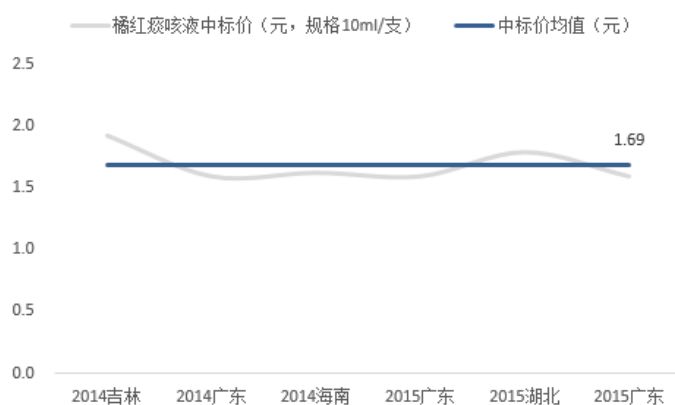
橘红痰咳液分含糖型和无糖型。2014-2016 年 2 月，含糖型中标价相对稳定，中标价均值为 1.69 元/支。

图表 21: 橘红痰咳液示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 22: 2014-2016 年 2 月橘红痰咳液含糖型中标情况



资料来源：药智网，东吴证券研究所

公司推出的无蔗糖型橘红痰咳液具有以下特点：

- 采用麦芽糖醇代替蔗糖，抑制体内脂肪过多积聚
- 适合糖尿病患者、老年人、害怕肥胖的患者服用

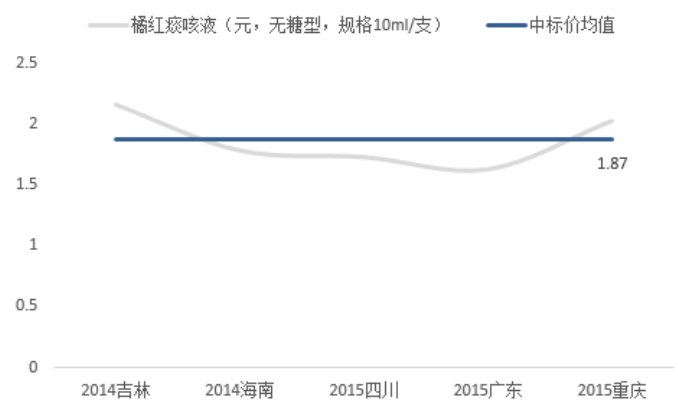
2014-2016 年 2 月，橘红痰咳液无糖型中标价均值较含糖型高，均值为 1.87 元/支。

图表 23: 橘红痰咳液无糖型示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

图表 24: 2014-2016 年 2 月橘红痰咳液无糖型中标情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

我们认为随着公司省外扩张的推进, 橘红系列产品有望进一步拓展市场份额, 预计 2016 年公司橘红系列产品有望实现 10%-20% 的增长。

3.3 保健品及软饮料

2011 年, 公司收购广东九极生物科技有限公司 100% 股权, 九极生物的主营业务为保健食品的生产和销售, 现阶段业务还包括保洁用品系列、美容护肤系列。

2013 年, 九极生物获得商务部批准的直销经营许可和对直销经营业务服务网点的核查备案, 九极生物首批获批广东 28 个区为直销区域, 5 种保健品 (丽延口服液、欣泰口服液、安泰口服液、益康口服液、绮丽口服液) 为直销产品。九极生物直销牌照的获得, 有利于增强公司的竞争力, 对未来的经营成果将产生正面影响。

图表 25: 九极牌丽延口服液示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

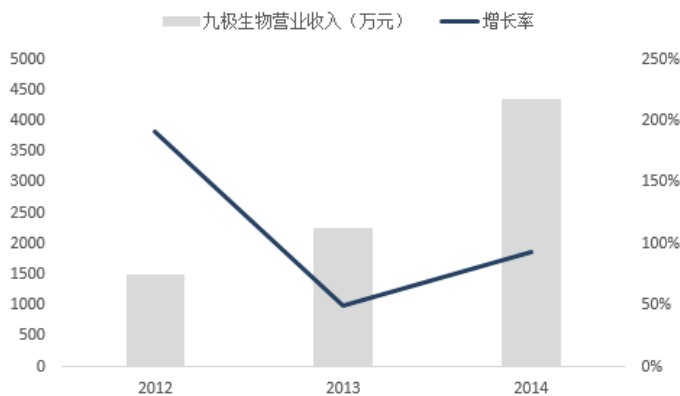
图表 26: 欣泰口服液示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

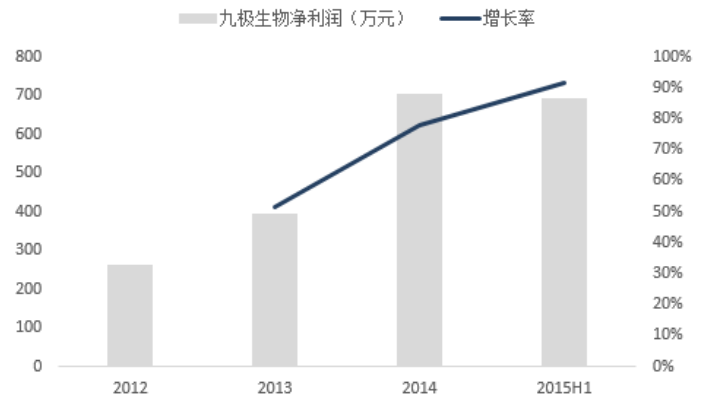
2015 年上半年, 九极生物实现净利润 694.0 万元, 同比增长 91.45%。我们预计 2015 年九极生物利润有望实现 90%-100% 的增长。

图表 27: 九极生物营收增长图



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 28: 九极生物净利润增长图



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司软饮料业务主要包含金典沙士、亚洲沙士、亚洲碧柠等产品。

2014 年公司软饮料销售量为 357.7 万箱, 同比增长 4.0%; 实现销售收入 7347.1 万元, 同比增长 3.7%; 实现利润 2567.5 万元, 同比增长 10.3%。

图表 29: 软饮料收入及增长率变化情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 30: 金典沙士示意图



资料来源: 公司网站, 东吴证券研究所

3.4 产能扩建

公司全资子公司广东香雪药业有限公司拟在广东五华经济开发区设立广东香雪药业有限公司五华分公司, 并以项目公司为项目实施主体在广东五华经济开发区投资 2 亿元建设医药健康产品生产基地, 以扩大公司在华南地区的生产能力, 有效满足市场需求, 消除产能瓶颈。项目计划购置土地约 138 亩, 建设周期初步预计为 36 个月。

图表 31: 项目设计及生产能力情况

剂型	产品	设计生产能力（万片或万粒）
片剂	珍菊降压片	80000
	硝苯地平片	70000
	小儿氨酚黄那敏片	18000
	合成鱼腥草素片	28000
	骨刺镇痛片	8000
胶囊剂	甲硝唑芬布芬胶囊	25000
	头孢羟氨苄胶囊	24000
	合计	253000

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

该项目拟在广东省五华经济开发区建设一个集药品、保健食品研发、生产、销售、物流于一身的医药健康产品产业园区。项目建成达产后，预计年销售收入约 2.0 亿元；净利润约 3000 万元；投资回收期约 6-7 年。

图表 32: 项目建成后盈利预测

指标名称	指标值
达产后年销售收入（亿元）	2.0
达产后年营运成本及费用（亿元）	1.6
达产后年利税总额（万元）	4000
达产后年净利润（万元）	3000
投资回收期（年）	6-7

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年 10 月，广东香雪药业有限公司五华分公司完成设立相关工商登记手续并取得五华县工商行政管理局颁发的《营业执照》。

3.5 开拓天然药物非处方药欧洲市场

公司与英国 Phynova Group Ltd 于 2015 年 10 月签订《投资意向备忘录》，公司拟投资 500 万英镑，与 Phynova 在天然药物非处方药在欧洲市场的研发、审批、注册和产业化进行共同合作。

公司致力于实现中药现代化和国际化，此次与 Phynova 公司在中药相关产品的研发、生产及营销达成合作意向，有利于公司拓展欧洲市场的业务范围，完善海外市场战略的布局，协同发挥公司的供应链、生产、技术、管理及资本等优势，增强公司后续发展动力；同时也将带动公司相关产品的销售，为公司创造效益，符合公司的发展需要和长远规划。

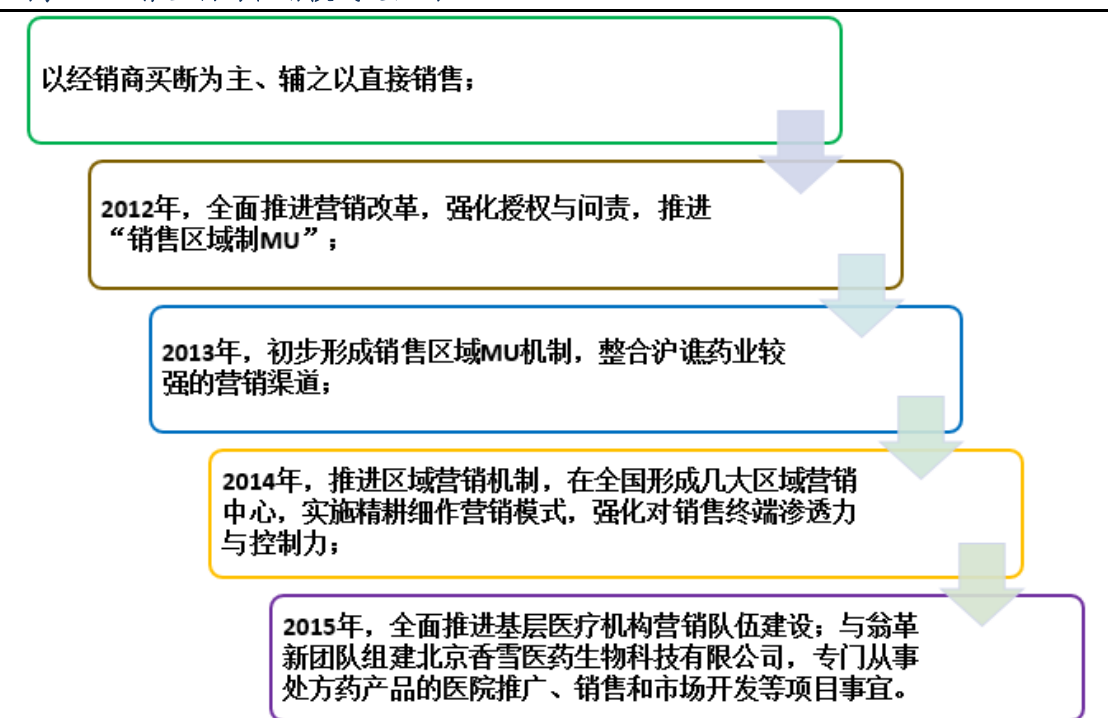
4. 营销建设—模式不断创新

上市初，公司销售模式为以经销商买断为主、辅之以直接销售：

- 经销商买断，即公司的产品直接销售给经销商，公司与经销商之间进行货款的结算，而经销商再通过其销售渠道将药品销售给医院、药店、诊所等零售终端，最终由零售终端把产品销售给消费者。
- 采取直接销售方式的产品主要是子公司白云医用胶生产的医用胶系列产品和公司少部分其他产品。其中，医用胶系列产品主要直销到医院，小部分其他产品则直接由公司销售到终端药店，再由药店销售给消费者。

2012 年，公司全面推进营销改革，强化授权与问责，推进“销售区域制 MU”；2013 年，初步形成销售区域 MU 机制，通过收购沪谿药业，强化营销渠道，发挥协同效应；2014 年，公司积极推进区域营销机制，加强积极分销系统，在全国形成几大区域营销中心，在各区域内组建针对不同营销环节的专业团队，实施精耕细作的营销模式；2015 年，公司全面推进基层医疗机构营销队伍建设，加大向第三终端的网络拓展，并与翁革新团队组建北京香雪医药生物科技有限公司，专门从事处方药产品（包括公司旗下的中药饮片产品、现有中西药产品、新增的处方药产品以及生物技术临床应用）的医院推广、销售和市场开发等项目事宜。

图表 33：香雪制药营销模式变化图



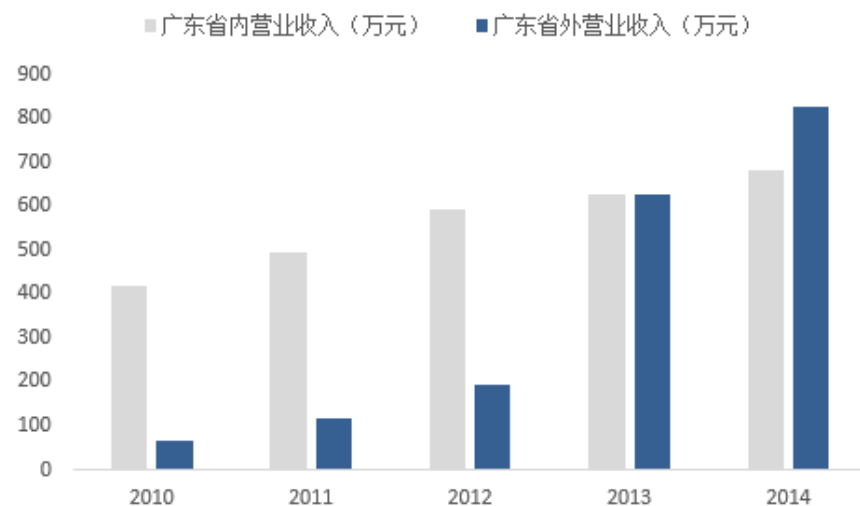
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

北京香雪医药生物科技有限公司的设立，将积极推动公司在处方药领域的全面布局，未来对公司处方药在全国范围内的医院开发、渠道建设、合作模式的探索都建具有长远的意义。合资公司组建后，将通过多种合作模式开展构建全国的各级销售网络，使公司处方药产品得以开发进入更多医疗机构。同时将分梯队组建直属办事处，负责大型主流商业渠道的对接、合作与管理。伴随处方药业务的成长，公司未来还将逐步建设专业的临床学术推广队伍，在负责产品专业知识教育普及的同时，组织开展卓有成效的系列产品上市后再评价工作。而且，伴随着合资公司自营团队和销售网络的成长，对未来的生物技术临床应用将打下良好的渠道基石，有利于公司今后经营业绩的均衡、稳定和健康增长。

4.1 区域性拓展

香雪制药（300147）扎根广东省，近年来省外拓展不断发力。2013 年，广东省内外销售持平，2014 年，广东省内实现营收收入 6.83 亿元，同比增长 8.68%；国内广东省外实现营业收入 8.28 亿元，同比增长 32.38%，销售规模远超广东省内。

图表 34：2010-2014 年香雪制药广东省内外营收对比图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

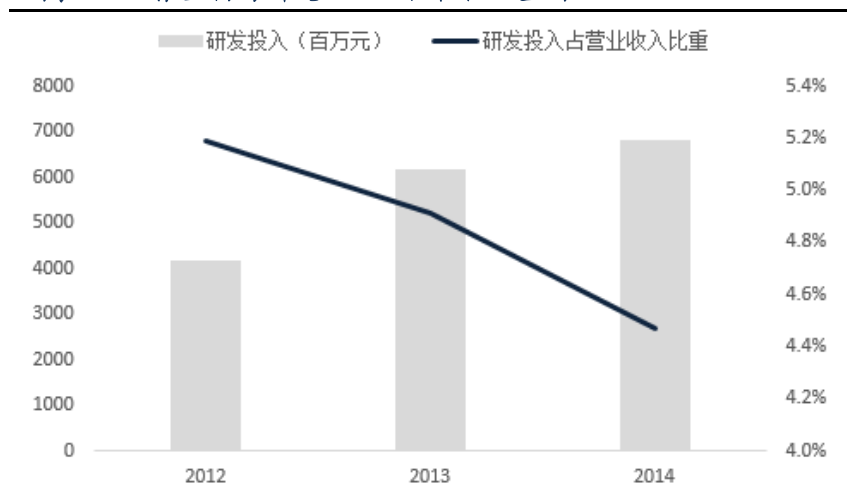
对比可知，近年来广东省内营收增长趋于平稳，省外扩张进展迅速，验证公司营销模式的卓有成效。

据商务部公布的《2014 年药品类区域销售统计表》可知，广东省年药品类销售总额为 867.3 亿元，占全国药品类销售总额的 7.83%。而截至 2014 年，公司广内省内销售收入占比达 45.2%。由此我们测算，公司省外销售尚有 10 倍左右发展空间。

5. 研发创新

在技术研发方面，公司加大研发投入，加快新产品研发及在研产品的申报与审批，提升技术创新水平。2014 年，公司研发投入金额为 6807.0 万元，占总营业收入的 4.47%。

图表 35：香雪制药研发投入及占营收比重图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年上半年，公司与 458 医院合作开展的特异性 T 细胞过继免疫治疗实体肿瘤项目完成一期临床，处于临床实验室数据资料整理阶段；公司与苏州圣诺生物医药技术有限公司共同研制的小核酸新药注射用科特拉尼完成临床前研究进入国家食药监局审评中心快速评审通道；公司全资子公司香雪剑桥中药国际研究中心向英国药品及健康产品管理局（简称“MHRA”）提交用于缓解感冒及流感的板蓝根产品注册申请，并收到 MHRA 下发的《药品注册申请受理通知书》。

图表 36: 截至 2015 年上半年香雪制药在研项目进展

研究项目	研究进度	类别	运用领域	对公司未来发展的影响
组分中药—双龙保心方新药的开发	已完成临床前药效学研究, 正在进行临床前毒理研究	新药研发	心血管病的治疗	增加公司中药产品品种、丰富公司产品结构
用于治疗脑胶质瘤的小分子药物 KX02 新药的研发	临床前研究阶段	新药研发	恶性脑胶质瘤的治疗	是公司新药开发和技术创新的重要组成部分, 丰富公司产品结构
用于皮肤创伤无疤痕愈合的 siRNA 新药 (STP705) 的研发	国家食品药品监督管理局临床研究审评阶段	新药研发	STP705 能够有效抑制受损组织细胞内致炎症因子表达, 加快伤口愈合速度, 减少愈后疤痕生成	丰富公司产品结构
抗病毒口服液增加手足口病适应症及不良反应监测研究	完成 10,000 多例医院集中监测	现有产品的深层次开发	抗病毒口服液产品的二次开发及安全性评价	抗病毒口服液产品的二次开发及安全性评价
高亲和性 T 细胞受体 (TCR) 生物药的研制	临床基础研究阶段	新型医疗技术的研发	实体肿瘤细胞免疫治疗	肿瘤临床治疗创新技术

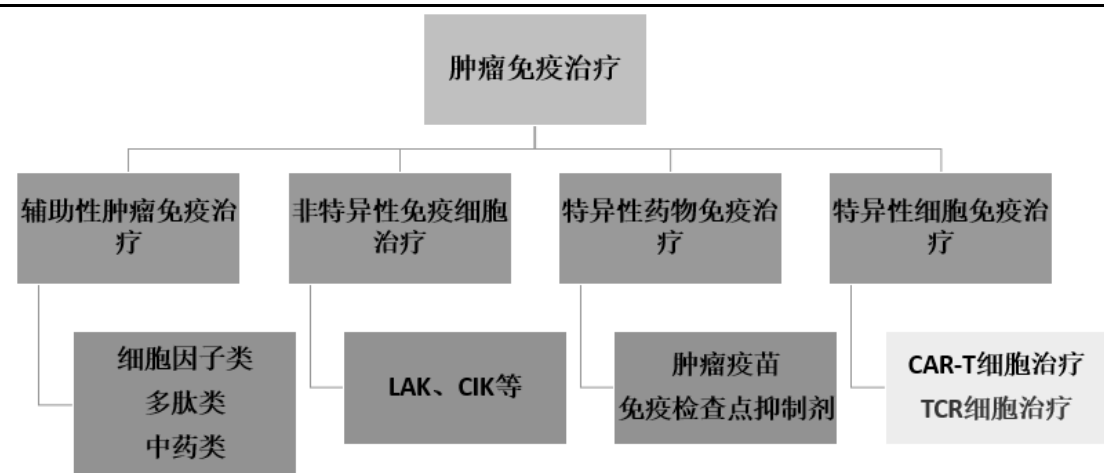
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.1 T 细胞受体 (TCR) 疗法

2014 年, 公司与解放军第 458 医院合作建立特异性 T 细胞治疗新技术临床研究中心, 临床技术研究阶段总投资不低于 1300 万元, 合作期限为 8 年。同年, 公司“高亲和性 T 细胞受体 (TCR) 介导的抗肿瘤过继免疫创新科研团队”入选第四批广东省引进创新创业团队, 获得政府资助额度为 2000 万元。

“高亲和性 T 细胞受体 (TCR) 介导的抗肿瘤过继免疫创新科研团队”由公司引进的美国肿瘤免疫治疗专家 Cassian Yee 教授和国家千人计划特聘专家李懿博士牵头, 主要是进行开发以具有高亲和性 TCR 专利为核心技术的特异性 T 细胞过继免疫临床治疗的技术和方法, 该治疗技术主要是针对以肺癌、肝癌和黑色素瘤为主的恶性实体瘤细胞进行高效靶向杀伤, 达到清除肿瘤的目的。

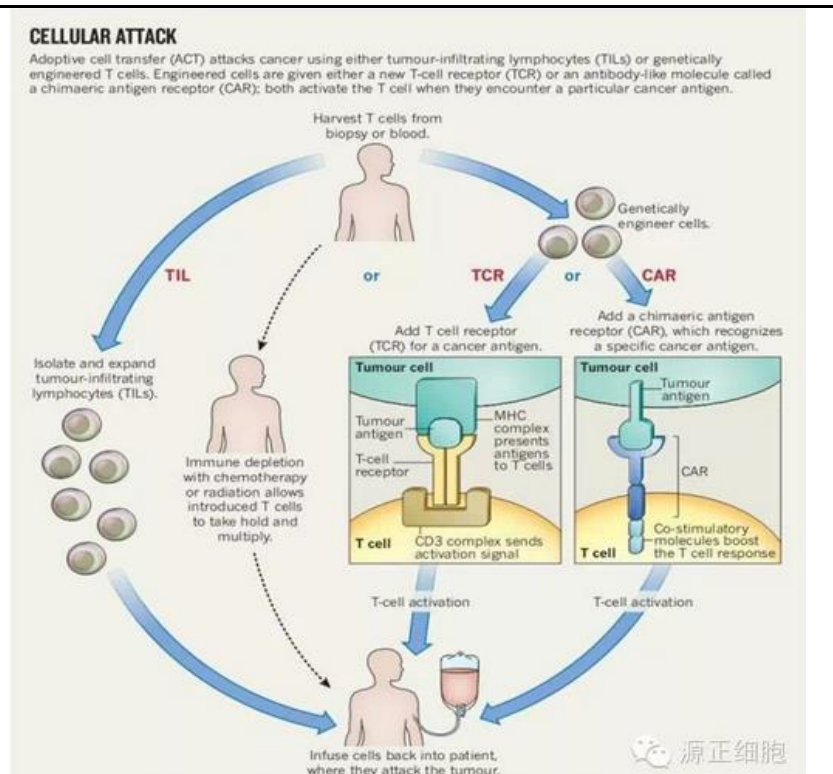
图表 37: 肿瘤免疫治疗分类



资料来源：东吴证券研究所

TCR 疗法将患者体内普通 T 细胞分离出来，利用基因工程技术引入新的基因，使转基因 T 细胞表达能够识别癌细胞的 TCR，回输到患者体内从而杀死肿瘤细胞的治疗方法。TCR 是 T 细胞表面的特异性受体，与 CD3 结合形成 TCR-CD3 复合物，通过识别并结合 MHC 呈递的抗原从而激活 T 细胞，促进 T 细胞的分裂与分化。TCR 的作用机制是向普通 T 细胞中引入新的基因，使得新的 T 细胞能够表达 TCR 从而有效识别肿瘤细胞，引导 T 细胞杀死肿瘤细胞。TCR 疗法在黑色素瘤治疗上取得突破性进展，同时也在肝癌、乳腺癌、卵巢癌等治疗中取得一定成效。

图表 38: TIK、TCR、CAR 技术示意图



资料来源：生物探索，东吴证券研究所

TCR 细胞治疗的优点是可以获得各类肿瘤抗原特异性受体从而治疗各种肿瘤，缺点是会攻击带有与肿瘤相同抗原的正常细胞，并且插入的 TCR 与体内 MHC 特异性结合难度大，导致实际肿瘤特异性结合能力不强，在临床应用中还需要进一步改善。

图表 39: TCR、CAR-T 技术比较

种类	适应症	特点	代表公司
TCR	黑色素瘤、肺癌、肝癌、直肠癌等	适应症广泛，特异性较普通细胞治疗有一定提升，与患者免疫系统兼容性较差，临床实用灵活性较差	Kite Pharma 、 Adaptimmune
CAR-T	淋巴瘤与白血病	特异性高、治疗效果好，与机体免疫系统兼容性仍然存在问题，副作用大、技术成熟度低、适应症窄	Novartis 、 Kite Pharma 、 Juno Therapeutics

资料来源：Wind，东吴证券研究所

2015 年上半年，特异性 T 细胞过继免疫治疗实体肿瘤项目已完成一期临床，处于临床实验室数据资料整理阶段。我们预计公司 2-3 年后申报临床应用资质，申报成功后有望以第 458 医院为平台推广，在获得临床应用资质后，项目经济效益将逐渐体现。

6. 积极外延

6.1 收购广州梧桐富鑫投资管理有限公司 50% 出资额

2015 年 9 月 25 日，公司与广州富鑫创业投资有限公司、广东梧桐亚太创业投资有限公司在广东省广州市签订《出资额转让协议》，公司拟以自有资金出资 15 万元收购广州富鑫创业投资有限公司、广东梧桐亚太创业投资有限公司持有的广州梧桐富鑫投资管理有限公司 50% 出资额。

公司此次投资梧桐富鑫是搭建新生物医疗产业投资并购重组、资源整合的投资管理平台，一方面可以通过参与相关投资事项的管理与决策，为公司后续资本运作积累管理人才和经验；另一方面，梧桐富鑫将主要投资于生物与新医药的战略性新兴产业和高新技术改造提升传统产业领域，能为公司自身产业链延伸及战略转型升级提供优质的项目储备。

目前，公司已完成上述出资额的收购，梧桐富鑫也已完成了工商变更登记手续，并取得广州市工商行政管理局颁发的《企业法人营业执照》。

6.2 合资成立广州香雪康万达精准医疗投资管理有限公司

2016 年 2 月 23 日，公司与杭州康万达医药科技有限公司签署《系统化引导精准免疫治疗平台合作协议书》，拟与康万达以共同出资方式成立“广州香雪康万达精准医疗投资管理有限公司”，公司将持有合资公司 60% 的股权。

合资公司的经营目的是整合双方在技术、资金、人才等各方面资源的优势，搭建精准免疫治疗等创新治疗方法领域的投资并购重组、资源整合的投资管理平台，并计划通过该平台发起和募集设立专项基金，同时以合资公司为平台创建企业化管理的国家级细胞免疫治疗研究院，制定系统免疫治疗国家标准，扩大免疫治疗的范围及规模，创新免疫治疗方法和模式。

公司本次与康万达出资成立合资公司，通过整合公司细胞免疫技术单元、临床基地及康万达系统免疫理论和研究成果等资源，依托各自优势资源与影响力进行深度合作，为合资公司在精准治疗产业的优质项目挖掘培育、市场进入与认可、标准的制定以及未来的资本退出提供有力保障。有助于加快推进公司在精准治疗产业发展战略，提高和巩固公司在行业内地位，对公司发展具有重要的战略意义。

6.3 参股优质客户创美药业

2015 年 12 月，公司全资子公司香雪集团（香港）有限公司与创美药业股份有限公司和国泰君安证券（香港）有限公司签署《基础配售协议》，香雪香港同意作为基石投资者参与创美药业 H 股在香港联合交易所的首次公开发行，认购数目相当于可按发售价购入总额 3000 万港元的发售股份。本次投资总额不超过 3100 万港元（包括经纪佣金、香港联交所交易费及证监会交易征费等）。

创美药业专注医药流通服务，共分销 5000 多种产品，包括西药、中成药、保健产品、中药材、中药饮片和医疗器械等，是华南地区领先的分销商之一，也是公司长期合作的优质客户。

截至 2015 年 6 月 30 日，创美药业的资产总额 17.1 亿元人民币，净资产为 2.4 亿元人民币。2015 年度 1-6 月份，创美药业实现营业收入 16.4 亿元人民币，净利润为 2523.4 万元人民币。

假设发售价为 8.10 港元（即创美药业招股说明书所述发售价范围的中间价），香雪香港将予购买的 H 股股份总数为 370.4 万股 H 股，相当于

(1) 根据全球发售初步提呈发售的发售股份约 13.2% (假设不行使超额配股权); 或 (2) 紧随全球发售完成后创美药业已发行股份的 3.4% (假设不行使超额配股权)。

我们认为香雪香港运用自有资金参与医药行业内优质企业的香港全球发售, 在提高资金使用效率的同时, 有助于公司与行业内优质企业建立更好的沟通与合作关系, 有助于进一步推进公司主营业务的健康发展, 为公司未来发展创造有利条件。

6.4 发起设立花城银行

公司拟与金发科技股份有限公司及广州市其他民营企业尝试联合设立花城银行股份有限公司, 花城银行拟定注册资本人民币 50 亿元, 公司拟以自有资金人民币 6.75 亿元投资入股花城银行, 认购花城银行 13.5% 的股份 (上述投资额和持股比例仍需有关主管部门审批, 在材料申报、审批乃至最终核准的过程中可能进行调整, 公司投资总额不超过 7.5 亿元)。

此次对外投资参与发起设立民营银行, 正值金融改革推动民营银行发展的历史时刻, 民营银行面临巨大的发展机遇和良好前景, 花城银行的成立将促进金融改革、建立多层次的金融市场, 建立公司立体金融服务生态体系, 有针对性的提供多种渠道的金融配套服务。通过整合公司自身优势及资源, 推动金融资本与实业资本融合发展, 拓宽公司融资渠道, 盘活公司可用资源, 推动公司业务发展, 延伸市场的价值链, 形成新的利润增长点, 保证公司发展战略规划的实现。

7. 员工持股计划

为进一步优化和完善薪酬激励机制, 公司于 2014 年启动第一期员工持股计划的相关工作, 公司设立香雪制药第一期员工持股计划, 并全额认购由托中信建投证券股份有限公司设立的中信建投香雪财富 1 号集合资产管理计划的次级份额。

截至 2015 年 6 月 18 日, “中信建投香雪财富 1 号集合资产管理计划”通过二级市场购买和大宗交易方式共计买入公司股票 781.0 万股, 占公司总股本 1.18%, 购买均价为 30.84 元, 总购入金额为 2.41 亿元。公司第一期员工持股计划所购买的股票锁定期为 2015 年 6 月 19 日至 2016 年 6 月 18 日。

8. 盈利预测

盈利预测基础:

- 2014 年抗病毒口服液实现营业收入 5.28 亿元, 2015 年同比增长 -5%-5%;
- 2014 年橘红系列产品实现营业收入 1.50 亿元, 2015 年同比增长 5%-15%;
- 2014 年中药材产品实现营业收入 3.43 亿元, 2015 年同比增长 -10%-5%。

根据公司业绩快报, 2015 年公司实现营业收入 14.50 亿元, 实现归属于上市公司股东净利润 1.81 亿元, 基本每股收益为 0.28 元, 对应 PE 为 52.5 倍。

我们预测 2016-2018 年公司实现营业收入分别为 20.4 亿、25.5 亿和 31.8 亿元, 实现归属于上市公司股东净利润分别为 2.74 亿、3.30 亿和 4.59 亿元, 对应 EPS 分别为 0.42 元、0.50 元和 0.69 元, 对应 PE 分别为 35.4 倍、29.4 倍和 21.1 倍。

香雪制药 (300147) 主营业绩稳健, 营销模式成熟, 组建新公司开拓处方药市场有望推动产品新一轮销售增长; 中药资源全产业链完成布局, 通过整合升级有望成为中药饮片龙头企业之一; 考虑到 TCR 项目在获得临床应用资质后, 经济效益有望逐渐体现, 故我们给予公司“增持”评级。

9. 风险提示

- (1) 原材料供应及价格波动风险
- (2) 渠道整合风险
- (3) 行业政策风险

香雪制药（300147）主要财务数据及估值（百万元）

资产负债表	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	879	1268	1375	1509	营业收入	1450	2040	2550	3182
货币资金	158	190	227	184	营业成本	805	1142	1437	1726
应收及预付	503	729	867	973	营业税金及 附加	12	18	23	29
存货	239	290	354	417	销售费用	209	298	375	479
非流动资产	2486	2836	3378	3902	管理费用	166	205	257	318
长期股权投资	53	65	65	65	财务费用	56	60	64	69
固定资产	1589	1974	2345	2773	投资收益	10	10	10	10
无形资产	329	467	698	823	营业利润	212	327	404	571
在建工程	468	629	921	1145	营业外净收 入	20	25	25	20
资产总计	3476	3837	4235	4652	利润总额	232	352	429	591
流动负债	648	835	1067	1274	所得税费用	31	48	58	80
短期借款	345	297	435	539	少数股东损 益	20	30	41	52
应付账款	509	537	598	635	归属母公司 净利润	181	274	330	459
非流动负债	604	857	1023	1248	EBIT	1450	435	526	617
长期借款	0	500	500	800	EBITDA	805	470	573	689
其它非流动负 债	45	50	58	67	重要财务估 值指标	2015E	2016E	2017E	2018E
负债总计	1457	1678	1923	2332	EPS	0.28	0.42	0.50	0.69
少数股东权益	148	178	217	135	每股净资产	5.11	6.32	7.12	8.34
归属母公司股 东权益	1712	1987	2395	2779	ROIC(%)	10.6	11.7	12.5	13.8
负债和股东权 益总计	3138	3986	4673	5489	ROE(%)	10.4	13.5	14.9	16.8
现金流量表(百 万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	净利润率(%)	12.5%	13.5%	12.9%	14.4%
经营活动现金 流	603	675	893	648	流动比率	1.36	1.31	1.24	1.21
投资活动现金 流	-183	-275	243	357	资产负债率	28.93	32.56	35.22	34.97
筹资活动现金 流	-619	-378	127	-533	存货周转率	4.06	40.8	4.09	4.10
现金净增加额	-173	53	-89	75	PE	52.5	35.4	29.4	21.1
折旧和摊销	70	88	105	123	PB	5.2	5.5	4.8	5.0
投资损失	0	0	0	45	EV/EBITDA	28.9	25.3	21.6	18.4

数据来源：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>