

日期：2016年11月22日

行业：医药制造业



分析师：魏贊

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC证书编号: S0870513090001

研究助理：杜臻雁

Tel: 021-53686162

E-mail: duzhenyan@shzq.com

SAC证书编号: S0870115070022

IPO询价区间 RMB6.06-6.06元

上市合理估值 RMB8.80-10.56元

**基本数据 (IPO)**

发行数量不超过 (百万股)	47.43
发行后总股本 (百万股)	189.72
发行方式	网上定价
保荐机构	华西证券

**主要股东 (IPO 前)**

高帆	35.66%
华金天马	15.72%
周战	10.09%

**收入结构 (Y2015)**

第三方合作药品	69.63%
自主生产药品	30.35%
技术转让收入	0.02%

**自主研发与合作开发相结合的优秀制药企业****■ 投资要点****公司简介**

公司成立于2007年底，专业从事化学药（原料药和制剂）以及中成药的研发、生产和销售。公司始终坚持研发驱动的经营理念，拥有包括多项国内首仿药物专利和获奖专利在内的21项发明专利、8项新药证书及21项药品生产注册批件，形成了以冠心病用药为主，糖尿病、风湿骨关节病、生殖内分泌系统以及神经系统用药为辅，藏药开发为特色的发展格局。独家经销包括中药和化药在内的具备较强市场竞争力的医药产品，与知名医药企业建立起长期合作关系。

**盈利预测**

我们预计2016-2018年归于母公司净利润增速22.40%、23.68%和29.05%，相应的稀释后每股收益为0.32元、0.40元和0.52元。

**公司估值**

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司16年每股收益30倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为20%的公司合理估值区间为8.80-10.56元，相对于2015年的静态市盈率（发行后摊薄）为33.38-40.06倍。

**定价结论**

预计募集资金总额28,742.58万元，计划发行股份不超过4,743万股，对应每股发行价为6.06元，对应15、16年PE为22.98、18.77。

**■ 数据预测与估值：**

至12月31日(¥.百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	290.73	347.00	439.47	535.40	656.54
年增长率	31.49%	19.35%	26.65%	21.83%	22.63%
归属于母公司的净利润	32.37	50.03	61.24	75.74	97.74
年增长率	64.27%	54.54%	22.40%	23.68%	29.05%
(发行后摊薄) 每股收益	0.17	0.26	0.32	0.40	0.52

数据来源：公司招股说明书上海证券研究所

报告编号：DZY16-NSP14

首次报告日期：2016年11月22日

## 一、行业背景

### 1.1 公司所处的行业及其简况

公司成立于 2007 年底，专业从事化学药（原料药和制剂）以及中成药的研发、生产和销售。公司始终坚持研发驱动的经营理念，拥有包括多项国内首仿药物专利和获奖专利在内的 21 项发明专利、8 项新药证书及 21 项药品生产注册批件，形成了以冠心病用药为主，糖尿病、风湿骨关节病、生殖内分泌系统以及神经系统用药为辅，藏药开发为特色的发展格局。

公司在糖尿病、心血管疾病等老年慢性病症治疗领域具备竞争优势，在乳腺增生疾病、妇产科用药、风湿骨关节疾病、消化道疾病、过敏反应用药和抗生素领域以自主研发或合作开发等方式建立起丰富的药品线。自主研发的国内首仿药米格列醇片适用于糖尿病的治疗；与上海医药子公司合作开发的瓜蒌皮注射液适用于心脑血管疾病，为全国独家品种；自主生产销售的红金消结片、醋氯芬酸肠溶片、多潘立酮片与蒙脱石散、氯雷他定片以及阿奇霉素胶囊，分别适用于乳腺增生、风湿骨关节炎、消化道疾病、过敏反应以及细菌感染；与圣诺制药合作的国内首仿药卡贝缩宫素注射液适用于选择性硬膜外或腰麻下剖腹术后预防子宫收缩乏力和产后出血；与西安利君合作的，公司拥有药品专利和商标的盐酸纳美芬注射液主要适用于麻醉后复苏或鸦片类药物中毒引起的呼吸抑制。

此外，公司还与知名医药企业建立长期合作关系，独家总经销小儿热速清口服液、注射用头孢噻肟钠等具备较强市场竞争力的医药产品。

表 1 公司主要产品分类

分类		按治疗领域及特点细分		
	维奥制药	糖尿病	米格列醇片	
自主生产药品	维奥制药	乳腺增生疾病	红金消结片	
	维奥制药	抗炎和抗风湿	醋氯芬酸肠溶片	
	上海医药	冠心病	瓜蒌皮注射液	
第三方合作药品	圣诺制药	妇产科	卡贝缩宫素	
	西安利君	阿片受体拮抗剂	盐酸纳美芬注射液	

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

### 1.2 行业增长前景

#### 医药行业状况

医药产业作为国民经济的重要组成部分，长期以来一直保持较快的增长速度，随着我国经济的持续发展，人们对身体健康的重视程度不断提高，对医药产品的需求也逐步上升。从行业总体发展情况来看，医药工业总产值从 2010 年的 12,350 亿元增长到 2014 年的 25,798 亿元，年复合增长率达到 20.22%。由于医药内需保持相对稳定，化学药品制剂工业总产值呈增长趋势，由 2010 年的 3,474 亿元增长至 2014 年的 6,666 亿元，年复合增长率达到 17.70%。中药行业也呈现良好的发展态势，中成药工业总产值由 2010 年的 2,614 亿元增长至 2014 年的 6,141 亿元，年复合增长率达到 23.80%。

### 糖尿病用药市场情况

糖尿病是当前威胁人类健康最严重的慢性非传染性疾病之一，2015 年中国糖尿病患者人数较 2013 年增加 1,120 万，达 1.096 亿，居全球首位。目前国内最主要的糖尿病口服化学药是酶抑制剂类，维奥制药生产的米格列醇片即属于此类。酶抑制剂类糖尿病口服化学药市场销售额由 2013 年的 56.85 亿元增长至 2015 年的 79.08 亿元，年复合增长率为 17.94%，高于我国糖尿病口服化学药的整体增速。同时，市场份额稳步提升，由 2013 年的 42.66% 增长至 2015 年的 44.54%。预计 2021 年我国酶抑制剂类糖尿病口服化学药市场规模将达到约 192.76 亿元，2016 年至 2021 年复合增长率约 15.92%。

### 乳腺增生疾病用药市场情况

乳腺增生是一种乳腺组织异常增生性疾病，在我国女性中发病率极高，乳腺增生的治疗对中成药有着稳定的临床需求，其中，气滞血瘀型乳腺增生中成药在乳腺增生中成药中的市场份额在 50% 以上。维奥制药生产的红金消结片即为适用于气滞血瘀型乳腺增生中成药。预计 2021 年我国该型乳腺增生中成药用药市场销售额将达到约 27.18 亿元，2016 年至 2021 年复合增长率约 11.43%。

### 抗炎和抗风湿类化学药市场情况

2013 年至 2015 年，我国抗炎和抗风湿类化学药市场销售额不断上升，其可细分为三个类别，其中非甾体类抗炎和抗风湿药的市场销售额最大，由 2013 年的 96.96 亿元增长至 2015 年的 131.52 亿元，2013 年至 2015 年复合增长率为 16.47%，为治疗骨关节炎和风湿病的主流化学药物。维奥制药生产的醋氯芬酸肠溶片即为非甾体类抗炎和抗风湿化学药。随着我国人口老龄化问题日益严重，医疗改革、政策的推动和鼓励，以及人们对骨骼疾病关注度的提高，将

推动对抗炎和抗风湿类药品需求的快速增长，预计 2021 年市场规模为 266.05 亿元，2016 年至 2021 年复合增长率为 11.86%。

### 冠心病用药市场情况

冠心病是一种由冠状动脉器质性狭窄或阻塞引起的心肌缺血缺氧或心肌坏死的心脏病，在我国的发病率很高，而中成药在心血管疾病治疗方面具有一定优势，公司销售的瓜蒌皮注射液为适用于痰浊阻络证冠心病的注射类中成药。冠心病中成药市场呈现较好的发展态势，销售额由 2013 年的 507.56 亿元增长至 2015 年的 594.34 亿元，2013 年至 2015 年复合增长率为 8.21%，预计 2021 年市场销售额约 379 亿元，2016 年至 2021 年复合增长率约 5.01%。

### 妇产科缩宫素用药市场情况

2015 年我国出生人口约 1,655 万人，二胎政策全面放开后，预计每年新生儿新增 250 万人左右。据统计，我国 2006 年至 2012 年剖腹产率为 27%。为预防选择性硬膜外或腰麻下剖腹产手术后可能产生的子宫收缩乏力和产后出血，临幊上常用缩宫素类药物。假设每名剖腹产妇使用 1-2 支缩宫素类产品，按此测算，预计我国每年缩宫素类产品的用药量约为 500 万至 1,000 万支，市场规模约 20 亿元。卡贝缩宫素注射液属于国家医保乙类药物，随着我国育龄妇女初产年龄推迟、剖腹产率上升及巨大胎儿增多，卡贝缩宫素注射液可能成为妇产科的常规和预防性用药，具有良好的市场前景。

### 阿片受体拮抗剂用药市场情况

阿片受体拮抗剂主要用于拮抗麻醉性镇痛剂引起的呼吸抑制，麻醉催醒，抗休克，治疗酒精中毒和依赖，吗啡类药物中毒等。当前临幊上应用的阿片受体拮抗剂主要有纳美芬、纳洛酮和纳曲酮。公司销售的阿片受体拮抗剂即为盐酸纳美芬注射液。近三年纳美芬的市场份额不断扩大，一直处于市场领导地位，市场销售额由 2013 年的 10.22 亿元增长至 2015 年的 13.50 亿元，2013 年至 2015 年复合增长率 14.93%，是阿片受体拮抗剂市场增长的主要推动力量，预计 2021 年该类别用药市场规模约 34.29 亿元，2016 年至 2021 年复合增长率约 8.06%。

## 1.3 行业竞争结构及公司的地位

公司主要收入及利润来源于六种药品，其中，适用于冠心病等心脑血管疾病的瓜蒌皮注射液在公司的主营业务收入中占有举足轻重的地位。2013 年到 2016 年 6 月，瓜蒌皮注射液销售收入占公

司主营业务收入比例分别为 57.25%、61.57%、57.59% 和 53.51%，毛利占比分别为 72.42%、70.97%、63.04% 和 59.66%。

### 瓜蒌皮注射液特性及市场竞争情况

近几十年，冠心病痰浊阻络证占冠心病人群的比例从 10.23% 增长至 24.25%，公司与上海医药第一生化合作的瓜蒌皮注射液是目前国内唯一的冠心病痰浊阻络证中药注射剂，具有抗心肌缺血、改善微循环、调节血脂等作用，主要适用于冠心病，也可用于心梗病、缺血性脑病、高脂血症、高黏血症、糖尿病合并下肢血管病变等，已有 15 个省区将其列为医保乙类品种。

临床研究表明，瓜蒌皮注射液用于治疗不稳定型心绞痛和脑梗死的总有效率均超过 9 成，而且目前尚未出现因使用瓜蒌皮注射液而出现严重不良反应的事件。2013 年至 2015 年，瓜蒌皮注射液在我国心脑血管疾病中成药注射剂的市场份额逐渐提升，分别是 1.11%、1.37% 和 1.46%，三年复合增长率为 17.95%。

表 2 我国心脑血管疾病中成药注射剂市场竞争情况

排名	品名	证型	销售额（亿元）			市场份额			2013-2015 复合增长率
			2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	
1	丹红注射液	心血瘀阻证	38.97	44.71	51.56	14.74%	15.82%	18.36%	15.02%
2	丹参川芎嗪注射液	/	36.92	42.25	46.58	13.96%	14.95%	16.59%	12.32%
3	参麦注射液	气阴两虚证	41.99	42.47	42.31	15.88%	15.03%	15.06%	0.38%
4	红花黄色素注射液	心血瘀阻证	19.75	24.43	24.47	7.47%	8.65%	8.71%	11.31%
5	丹参酮 II A 磷酸钠注射液	/	21.24	24	22.67	8.03%	8.49%	8.07%	3.31%
14	瓜蒌皮注射液	痰浊阻络证	2.94	3.87	4.09	1.11%	1.37%	1.46%	17.95%

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

近年来，国家食品药品监督管理总局开展中药注射剂的安全性再评价工作，进一步提高了中药注射剂的质量和安全性标准，这一举措客观上提高了中药注射剂的审批门槛。医药生产企业研发治疗痰浊阻络证冠心病的中药注射剂，从临床前药理毒理研究、临床 I、II、III 期试验再到申报生产取得生产批件，一般需要 8-10 年的时间，且具有投入高、风险大的特点，能否通过审批存在较大的不确定性，因此瓜蒌皮注射液作为治疗痰浊阻络证冠心病的唯一中药注射剂在一定时期内不可替代。

## 1.4 公司的竞争优势

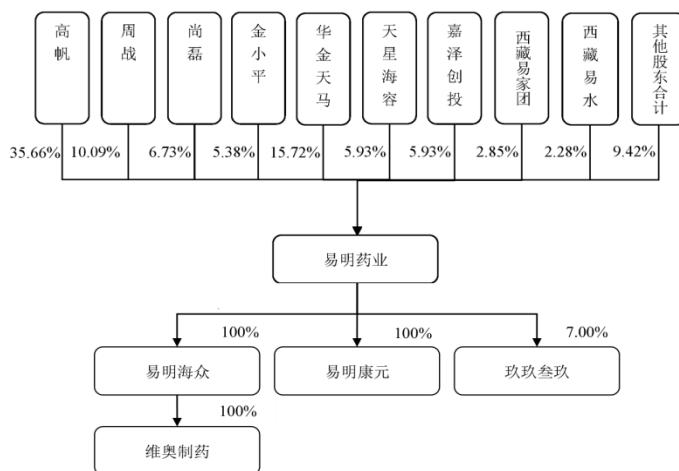
公司主要的竞争优势有：**1) 重点经营品种突出优势：**公司重点经营药品品种突出，自主生产的药品主要为米格列醇片，第三方合作药品主要为瓜蒌皮注射液、卡贝缩宫素注射液、盐酸纳美芬注射液，2016年1-6月上述四个品种的合计销售额占公司销售总额的比例为76.93%；**2) 研发优势：**公司已取得21项发明专利，目前在研药品品种8项，主要集中于糖尿病、心血管疾病以及骨关节炎和抗风湿等公司擅长且具有市场优势的领域；**3) 营销优势：**公司在全国建立了五个销售大区，通过在剂型、规格、生产工艺等方面的差异化，及“一省一策、一地一策、一院一策”的灵活销售策略和学术营销等方式，加强公司产品在各省、自治区、直辖市药品集中招标采购过程中的竞争优势；**4) 生产管理和质量控制优势：**公司主要生产线均已通过了新版GMP认证，公司高度重视产品的质量，每一个环节都严格按照GMP的要求及公司质量标准的规定实施；**5) 团队优势：**公司在多年经营过程中形成了高效的管理模式，管理团队分工明确，确保了公司较高的决策效率和较强的执行能力，为公司未来发展奠定了基础。

## 二、公司分析及募集资金投向

### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司前身易明有限成立于2007年底，于2014年整体变更为西藏易明西雅医药科技股份有限公司。本次发行前，公司董事长高帆持有占公司总股本35.66%的股份，为公司的控股股东和实际控制人。

图1 发行前股东结构图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

## 2.2 公司收入和净利润保持稳定增长

2013 年度、2014 年度和 2015 年度，公司分别实现营业收入 22,110.78 万元、29,072.62 万元和 34,699.54 万元，三年复合增长率为 25.27%。2016 年 1-6 月，公司实现营业收入 19,896.45 万元。

2013 年度、2014 年度和 2015 年度，公司分别实现净利润 2,182.32 万元、3,385.68 万元和 5,002.99 万元，三年复合增长率为 51.41%。2016 年 1-6 月，公司实现净利润 2,457.75 万元。

## 2.3 综合毛利率逐年上升

2013 年度、2014 年度、2015 年度和 2016 年 1-6 月，公司综合毛利率分别为 58.90%、65.17%、69.09% 和 69.22%，综合毛利率较高并呈上升趋势，得益于公司主要核心产品市场需求旺盛以及前期推广营销效果的逐渐显现。

表 3 同行业上市公司毛利率对比

公司名称	股票代码	2016年1-6月	2015年度	2014年度	2013年度
益佰制药	600594	79.67%	80.85%	81.90%	82.16%
佐力药业	300181	63.78%	68.65%	82.50%	86.86%
康缘药业	600557	74.88%	74.69%	74.82%	74.67%
众生药业	002317	68.51%	63.67%	60.46%	58.55%
振东制药	300158	41.19%	45.66%	43.73%	49.35%
益盛药业	002566	74.41%	73.48%	67.56%	73.71%
同业可比上市公司指标算术平均值		67.07%	67.83%	68.56%	70.88%
同业可比上市公司指标中位数		71.46%	71.07%	71.38%	74.19%
易明医药指标		69.22%	69.09%	65.17%	58.90%

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

## 2.4 募集资金投向

公司本次拟公开发行 4,743.00 万股人民币普通股 A 股，占发行后总股本的 25.00%，实际募集资金扣除发行费用后总额为 25,182.58 万元，将分别投资于小容量注射剂生产线及配套仓库和研发中心项目、青稞茶系列健康产品新建项目和营销网络整合及建设项目。

表 4 本次募集资金投资项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金	项目经济效益指标
1	小容量注射剂生产	29,600.00	25,182.58	从投资财务指标分析，本项目包括小容量注射剂生产线及配套仓库建设和研发中心

线及配套仓库和研  
发中心项目

2	青稞茶系列健康产 品新建项目	3,148.00
3	营销网络整合及建 设项目	4,980.00
	合计	37,728.00
		25,182.58

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

建设两部分，其中研发中心的建设不会直接产生利润。小容量注射剂生产线及配套仓库部分的项目计算期 10 年，其中前两年为建设期，投产前两年生产负荷率分别为 60%、80%，第 5 年开始满负荷生产。满负荷生产时年销售收入 8,000.00 万元，项目建成后（以 8 年计算）年均利润总额 2,458.45 万元，净利润 2,089.69 万元。项目总投资收益率 9.86%，财务内部收益率 7.70%（所得税后），盈亏平衡点以产能利用率表示为 48.13%。

从投资财务指标分析，本项目计算期 15 年，其中前 1.5 年为建设期，生产期 13.5 年，生产期第 1-2 年生产负荷率分别为 30%、60%，第 3 年开始满负荷生产。满负荷生产时年销售收入 3,920.00 万元，项目建成后（以 13.5 年计算）年均利润总额 803.26 万元，年均净利润 682.81 万元。项目总投资收益率 23.81%，财务内部收益率 18.97%（所得税后），盈亏平衡点以产能利用率表示为 63.83%。

本项目计划投资 4,980.00 万元，在全国各省区设立销售办事处，建设营销信息化系统，在三年内建立起更加完善、覆盖全国的营销网络，以配合公司产能扩大、经营药品品种数量增多的需求，进一步提升公司整体竞争力。本项目实施完成后，将对新产品的快速和成功上市提供有力的保障。

### 三、财务状况和盈利预测

#### 3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

##### 期间费用率稳定

2013 年度、2014 年度、2015 年度和 2016 年 1-6 月，公司期间费用总额占营业收入的比重分别为 52.04%、52.80%、54.34% 和 55.58%，基本稳定并略有上升。

表 5 公司近年期间费用情况（单位：万元）

项目	2016年1-6月		2015年度		2014年度		2013年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	8,982.17	45.14%	15,553.45	44.82%	12,348.14	42.47%	8,262.25	37.37%
管理费用	1,837.75	9.24%	3,187.69	9.19%	2,858.11	9.83%	3,266.77	14.77%
财务费用	238.91	1.20%	114.69	0.33%	145.53	0.50%	-21.72	-0.10%
合计	11,058.82	55.58%	18,855.83	54.34%	15,351.78	52.80%	11,507.30	52.04%

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2015 年度和 2016 年 1-6 月，公司销售费用占同期营业收入的比例略高于同行业可比上市公司平均水平和中位数指标，且逐年上升，主要系：1) 可比上市公司营销网络建设已相对成熟，推广费率相对较低，公司部分产品仍处于成长期，营销网络建设和市场开拓的投入较大；2) 公司采用专业化、精细化的经销商代理销售模式，在选择优质经销商代理销售的同时，公司自建营销团队和营销网络建设，加大专业化临床学术推广力度，深化了终端市场对公司各主要经营品种的认识。营销团队建设投入以及学术推广力度的加大，导致销售费用增加，也相应促进了公司销售收入的增长。

表 6 同行业上市公司销售费用率对比

公司名称	股票代码	2016年1-6月	2015年度	2014年度	2013年度
益佰制药	600594	54.18%	61.91%	55.35%	54.87%
佐力药业	300181	40.76%	42.63%	49.29%	54.96%
康缘药业	600557	43.01%	43.07%	42.57%	42.21%
众生药业	002317	30.96%	33.44%	33.23%	32.86%
振东制药	300158	25.23%	30.14%	29.25%	30.57%
益盛药业	002566	55.80%	55.25%	46.11%	52.59%
同业可比上市公司指标算术平均值		41.66%	42.47%	44.41%	44.68%
同业可比上市公司指标中位数		41.89%	43.44%	42.85%	47.40%
易明医药指标		45.14%	44.82%	42.47%	37.37%

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

### 主要资产周转能力指标良好

2013 年度、2014 年度、2015 年度和 2016 年 1-6 月，公司应收账款周转率分别为 16.01、18.73、8.75 与 6.53 次，公司应收账款周转速度总体较快，高于同行业可比上市公司的平均水平，主要原因是公司主要经营品种竞争力较强，销售信用控制较好，应收账款回款情况良好，应收账款账期结构合理，坏账比例低。2015 年度和

2016年1-6月，公司应收账款周转率有所下降，但仍高于同行业可比公司，主要系随着销售规模的增长以及销售结构（专业化、精细化的销售代理模式销售比例的增加）的转变，应收账款相应增加所致。

**表 7 同行业上市公司应收账款周转率对比**

公司名称	股票代码	2016年1-6月	2015年度	2014年度	2013年度
益佰制药	600594	10.62	13.70	14.93	20.27
佐力药业	300181	3.56	4.55	6.71	11.09
康缘药业	600557	2.94	2.97	2.90	2.81
众生药业	002317	6.18	5.97	5.76	7.34
振东制药	300158	2.51	3.65	4.18	3.98
益盛药业	002566	4.98	4.79	4.73	3.76
同业可比上市公司指标算术平均值		5.13	5.94	6.54	8.21
同业可比上市公司指标中位数		4.27	4.67	5.25	5.66
易明医药指标		6.53	8.75	18.73	16.01

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2015年度和2016年1-6月，公司存货周转率均为2.80，较2013年度、2014年度有所降低，但仍高于同行业可比上市公司平均水平，公司存货管理控制良好。主要原因是：1)各公司经营模式有所不同；2)各公司具体生产品种不同，生产工艺及周期存在差异；3)各公司对市场变化及发展趋势的判断存在差异，具体销售、采购及存货管理策略不同。

**表 8 同行业上市公司存货周转率对比**

公司名称	股票代码	2016年1-6月	2015年度	2014年度	2013年度
益佰制药	600594	2.98	2.28	2.09	2.80
佐力药业	300181	1.74	1.55	1.62	1.75
康缘药业	600557	4.12	4.29	4.93	5.44
众生药业	002317	2.85	3.63	3.93	4.04
振东制药	300158	3.42	3.38	3.94	4.32
益盛药业	002566	0.15	0.16	0.30	0.50
同业可比上市公司指标算术平均值		2.54	2.55	2.80	3.14
同业可比上市公司指标中位数		2.92	2.83	3.01	3.42
易明医药指标		2.80	2.80	3.47	3.10

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

### 3.2 盈利预测及主要假设

1) 公司的主导产品销售稳定增长；

2) 毛利率水平保持稳定。

基于以上假设，我们预计 2016-2018 年归于母公司净利润增速 22.40%、23.68% 和 29.05%，相应的稀释后每股收益为 0.32 元、0.40 元和 0.52 元。

## 四、风险因素

### 4.1 瓜蒌皮注射液业务合作及依赖风险

瓜蒌皮注射液在公司的主营业务收入中占有举足轻重的地位。瓜蒌皮注射液为公司与上海医药子公司合作开发产品。若未来瓜蒌皮注射液的销售下滑或竞争力下降，将对公司的盈利能力产生不利影响。

### 4.2 产能闲置风险

募集资金投资项目达产后，公司每年将新增小容量注射剂产能 400 万支及青稞茶系列健康产品产能 3,400 万袋。但目前公司能够生产的小容量注射剂品种仅有盐酸纳美芬注射液，尽管公司已制定上述产品开发和市场开拓计划，但未来小容量注射剂生产线投产后，短期内仍存在阶段性闲置的可能。此外，青稞茶系列健康产品为公司新产品，公司在项目立项前对该产品市场前景进行了充分调研和全面论证，但公司仍面临着市场开拓的风险。

### 4.3 税收优惠政策调整风险

目前，公司及子公司享受一定的税收优惠政策，特别是母公司作为注册在西藏的医药企业，较内地企业享有更为优惠的税收政策，税收优惠提升了公司的利润水平。如未来国家相关税收优惠政策发生变化，公司及子公司不再享受企业所得税及其他税收优惠政策，将对公司的利润水平造成不利影响。

### 4.4 政府补助政策调整风险

目前，公司及子公司享受一定的政府补助，特别是母公司作为注册地在西藏的医药企业，享有拉萨经济技术开发区返还的企业发展金。如未来政府补助相关政策发生变化，公司及子公司不再享受政府补助相关政策，将对公司的利润水平造成不利影响。

## 4.5 产品被替代、淘汰风险

随着科学技术的发展、医疗技术的进步、药品研究的深入，药品将不断更新换代，新药品替代、淘汰现有药品是医药行业发展的趋势。若未来在公司主要产品的适用领域出现疗效更好、安全性更高的药品，公司主要经营品种存在被替代、淘汰的风险。

## 4.6 “两票制”推行带来的风险

随着“两票制”在全国的推行，公司根据政策变化，与上海医药适时调整了福建省的销售方式，公司不再直接对福建省客户销售，但公司仍负责该产品在福建省的市场推广服务工作，并由公司指定客户按照公司确定的数量直接从上海医药子公司第一生化进行采购，公司向上海医药子公司信谊医药按支收取该产品的推广服务费。

该模式下，公司不再确认瓜蒌皮注射液产品的销售收入，对于第一生化直接销售给福建省客户的瓜蒌皮注射液产品所对应的瓜蒌皮原材料，公司在销售给第一生化时直接确认原材料销售收入，同时，公司确认推广服务费收入。原材料销售毛利和推广服务费收入保证了公司在调整业务模式后的盈利水平。未来若其他综合医改试点省份推行与福建省相同或相似的“两票制”政策，公司第三方合作品种及其它经销品种在该等省份的业务模式将参考福建省现行模式作相应调整。若公司不能根据“两票制”政策变化适时调整业务模式，公司第三方合作品种及其它经销品种的经营将受到不利影响。

## 五、估值及定价分析

### 5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的2015年业绩和2016、2017年预测业绩的均值，同行业可比上市公司16年、17年平均动态市盈率为42.67倍、31.87倍，16年、17年可比上市公司市盈率行业中值分别为29.30倍、25.09倍。

表 9 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
益佰制药	600594	16.68	0.24	0.58	0.70	88.65	28.86	23.85
佐力药业	300181	11.25	0.14	0.17	0.20	85.36	65.56	55.09

康缘药业	600557	18.71	0.71	0.64	0.75	35.47	29.27	25.09
众生药业	002317	13.32	0.40	0.45	0.56	32.95	29.30	23.75
振东制药	300158	22.30	0.22	0.37	0.71	90.21	60.38	31.59
益盛药业	002566	14.22	-	-	-	-	-	-
同业可比上市公司指标算术平均值	-	0.34	0.44	0.58	66.53	42.67	31.87	
同业可比上市公司指标中位数	-	0.24	0.45	0.70	85.36	29.30	25.09	
易明医药指标	-	0.37	0.31	0.37	14.35	17.12	14.35	

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预计募集资金净额 25,182.58 万元，假定募集资金净额符合预期，发行费用 3,560.00 万元，预计募集资金总额 28,742.58 万元，计划发行股份不超过 4,743 万股，对应每股发行价为 6.06 元，对应 15、16 年 PE 为 22.98、18.77。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 16 年每股收益 30 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 8.80-10.56 元，相对于 2015 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 33.38-40.06 倍。

## 六、附表

**附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)**

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>一、营业总收入</b>	<b>290.73</b>	<b>347.00</b>	<b>439.47</b>	<b>535.40</b>	<b>656.54</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>261.17</b>	<b>302.39</b>	<b>365.69</b>	<b>444.15</b>	<b>538.78</b>
营业成本	102.27	107.25	130.57	155.57	184.90
营业税金及附加	4.04	4.42	4.39	5.35	6.57
销售费用	123.48	155.53	193.36	235.58	288.88
管理费用	28.58	31.88	39.55	47.65	58.43
财务费用	1.46	1.15	-4.39	-2.68	-3.28
资产减值损失	1.34	2.16	2.20	2.68	3.28
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.40	0.85	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>29.97</b>	<b>45.46</b>	<b>73.78</b>	<b>91.25</b>	<b>117.76</b>
加: 营业外收入	12.62	11.71	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.05	1.05	0.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	<b>42.53</b>	<b>56.12</b>	<b>73.78</b>	<b>91.25</b>	<b>117.76</b>
减: 所得税	8.68	6.09	12.54	15.51	20.02
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>33.86</b>	<b>50.03</b>	<b>61.24</b>	<b>75.74</b>	<b>97.74</b>
减: 少数股东损益	1.48	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>32.37</b>	<b>50.03</b>	<b>61.24</b>	<b>75.74</b>	<b>97.74</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.17</b>	<b>0.26</b>	<b>0.32</b>	<b>0.40</b>	<b>0.52</b>

资料来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

魏贊 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。