



儿科拳头产品省外拓展助成长，静待创新药研发突破

2018.02.13

分析师：唐爱金 李安飞(研究助理)
电话：020-88836115 020-88836115
邮箱：tangaij@gzgzhs.com.cn li.anfei@gzgzhs.com.cn
执业编号：A1310516100001

● **自有产品业务发展迅速，多款儿科独家产品处于市场导入期，放量在即**
公司业务分为代理和自有产品，2013 年自有产品开始起步销售，到 2016 年已实现营收和毛利分别为 5.74 亿和 4.56 亿，分别占公司总营收及毛利比重的 45.9%和 70%。公司自有产品主要为儿科用药和慢性病用药，克林霉素分散片(凯莱林克)为拳头产品，多款儿科独家产品如馥感啉口服液、芬香清解口服液、参柏洗液新上市，处于市场导入期，放量在即。

● **拳头产品克林霉素分散片(凯莱林克)剂型优势突出，适用于儿童，省外市场大力拓展有望持续 25-30%高速增长**

独家剂型的盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片(凯莱林克)目前占公司自有业务营收的 63.8%，该产品具有易溶于水、味甜等特点，相较其他剂型的产品极大地提高了儿童和吞咽困难老年人的用药依从性。2016 年该产品营收 3.9 亿元，2014-2016 年复合增长 24.1%；2016 年以前该产品在全国 12 个省市中标，2016 年和 2017 年两年新中标省市 11 个；未来 2-3 年公司儿科凯莱林克新标市场拓展，有望持续 25-30%高速增长。

● **代理业务多为区域独家代理，有望维持 18%以上的增长。**

公司 2016 年代理业务营收和毛利分别为 6.76 亿元(同比+22.8%)和 1.95 亿元(同比+12.2%)，分别占公司营收和毛利的 54.1%和 30%。代理业务主要为公司独家代理，2016 年独家代理业务营收占代理业务 91%。独家代理产品包括注射用丹参多酚酸盐、苯磺酸氨氯地平分散片(公司拥有产品专利)等，均为慢性病等大病种治疗性用药。公司有望凭借区域独家代理权以及产品自身的临床价值，代理业务营收有望维持 18-20%的增长。

● **“自主创新+外部联合开发”的研发体系，创新药研发项目储备丰富**

公司逐渐建立研发体系，走自主创新和与外部联合开发的道路，成立广东省生化制剂工程中心等科研合作平台，为公司研发和创新提供持续保障。公司承担 16 项科技项目，其中包括一项国家重大专项。公司目前拥有 4 项创新药、2 项改良新药和 4 项仿制药在研项目。治疗领域涵盖恶性肿瘤、高血压、消化等病种领域。随着公司研发管线逐步丰富和推进，公司长远发展有保障。

● **盈利预测与估值：**

我们预测公司 2017-2019 年实现营业收入 15.62 亿、19.15 亿和 23.4 亿，同比增长 25%、23%和 22%；净利润 1.68 亿、2.04 亿和 2.52 亿，同比增 22%、21%和 24%。目前 48.2 亿市值对应 PE 为 28.6/23.5/19。考虑公司独家儿童药新标市场拓展和多款重磅产品新进市场及研发储备，给予公司 18 年 30 倍 PE，对应股价 38.4 元/股，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

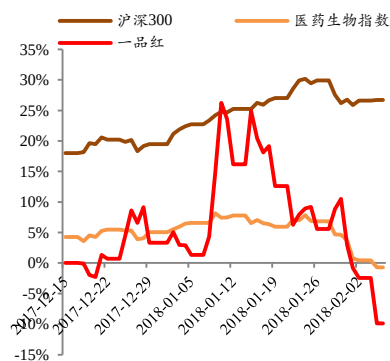
● **风险提示：**自有产品市场拓展不及预期，两票制落地影响公司代理业务。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1250.84	1561.59	1914.65	2340.24
同比(%)	21.64%	24.84%	22.61%	22.23%
归属母公司净利润	137.35	168.24	204.30	252.62
同比(%)	127.32%	22.49%	21.43%	23.66%
ROE(%)	51.14%	38.22%	31.67%	28.98%
每股收益(元)	0.86	1.05	1.28	1.58
P/E	26.24	28.56	23.52	19.02
P/B	10.81	8.87	6.44	4.81
EV/EBITDA	1.08	20.21	16.70	13.53

强烈推荐(首次)

现价：31.29
目标价：38.4
股价空间：22.7%

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
一品红	-11.08	27.45	27.45
医药生物	-6.79	-8.98	3.90
沪深 300	3.27	5.42	15.28

基本资料

总市值	48.2 亿
总股本	1.6 亿
流通股比例	100%
资产负债率	44.74%
大股东	广东广润集团
大股东持股比例	42.5%

相关报告



目录

目录	2
图表目录	3
1. 专注儿科和慢性病用药的“研产销一体”制药企业	4
1.1 从药品营销转型为“研产销一体”的现代制药企业	4
1.2 公司是民营制药企业，营收及利润规模稳健高成长	4
2. 专注儿科和慢病用药，多款产品处于上市导入期，放量在即	6
2.1 公司产品主要为儿科及慢性病用药	6
2.2 儿科用药占自有产品 86%，儿童药产品群多数处于市场导入期	7
2.3 拳头产品凯莱林克 24% 稳健增长，第二梯队馥感啉口服液及益气健脾口服液正高速增长	8
2.4 慢性病用药稳定增长，关注后续新品上市和省外拓展	9
3. 拳头产品克林霉素（凯莱林克），独家剂型适用于儿童优势突出	9
3.1 凯莱林克剂型优势突出，依从性好适用于儿童，市场占比持续提升	10
3.2 一品红的凯莱林市场占比逐年提升，复合增速高达 24%	11
3.3 凯莱林克近两年新中标省份 11 个，省外市场拓展推动产品放量	11
4. “省外拓展+学术推广”推动自有产品 50% 高增长，驱动业绩成长	12
4.1 高毛利的自有产品 50% 高速增长，占比公司营收持续提升	12
4.2 “学术推广+省外拓展”有望推动自有产品高增长	13
4.3 独家代理业务保持 20% 左右平稳增长，两票制执行面临短期渠道调整	14
5. 公司长远发展看“自主创新+外部联合开发”的研发体系，已储备多项创新药研发项目	16
6. 业务拆分和盈利预测	17
7. 投资建议	18



图表目录

图表 1.	公司发展历程分为 4 个阶段，从代理转为研产销一体的制药企业.....	4
图表 2.	公司为民营控股企业和参控股公司	5
图表 3.	公司近年的主营业务收入及增长情况	5
图表 4.	公司近年的净利润及增长情况	5
图表 5.	公司儿科用药主要品种	6
图表 6.	公司慢病用药主要产品	6
图表 7.	公司儿科用药营收及增长情况	7
图表 8.	自有产品营收构成中儿科用药占比高	7
图表 9.	公司儿童药产品群发展阶段示意图：多数产品处于市场导入期，前景广阔.....	7
图表 10.	公司凯莱林克近年销售额及增长情况.....	8
图表 11.	公司凯莱林克近年销售量及增长情况.....	8
图表 12.	公司馥感淋口服液近年销售情况.....	8
图表 13.	公司益气健脾口服液近年销售情况.....	8
图表 14.	公司慢病用药营收和增长情况.....	9
图表 15.	公司慢病用药营收构成	9
图表 16.	公司儿科用药主要品种营收贡献.....	9
图表 17.	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片 vs. 同类别竞品优势比较	10
图表 18.	样本医院克林霉素各剂型市场格局.....	11
图表 19.	样本医院克林霉素销售额及增长情况.....	11
图表 20.	样本医院克林霉素的厂商格局.....	11
图表 21.	凯莱林克全国每年新中标情况.....	12
图表 22.	公司近年的主营业务收入构成.....	12
图表 23.	公司近年自有产品和代理产品毛利贡献.....	12
图表 24.	公司自有产品近年营收及增长情况.....	13
图表 25.	公司自有产品近年毛利及增长情况.....	13
图表 26.	自有产品毛利率较高且保持平稳增长.....	13
图表 27.	2016 年公司自有产品销售渠道分布格局.....	14
图表 28.	公司自有产品营收区域分布格局.....	14
图表 29.	公司代理销售的重要产品	15
图表 30.	公司代理业务营收和增长情况.....	15
图表 31.	独家代理业务逐渐成为代理业务主要营收来源.....	15
图表 32.	公司代理业务营收构成	15
图表 33.	2016 年公司代理业务销售渠道分布.....	15
图表 34.	公司研发体系建设	16
图表 35.	公司承担多项国家级和省市级科研项目	16
图表 36.	公司重要的研发储备项目	17
图表 37.	公司业绩拆分和盈利预测	17

1. 专注儿科和慢性病用药的“研产销一体”制药企业

1.1 从药品营销转型为“研产销一体”的现代制药企业

一品红药业股份有限公司(一品红)成立于 2002 年,目前是一家以医药研发、生产、销售为核心业务的现代化医药企业。自成立以来,公司业务发展迅速,其发展主要经历了四个阶段:

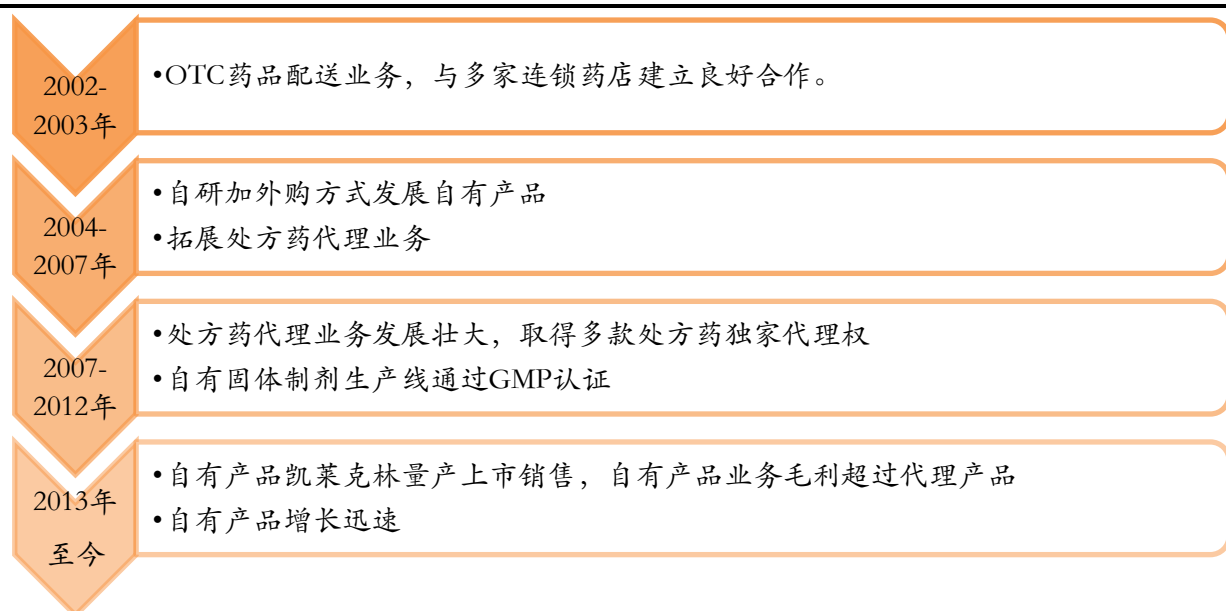
1)第一阶段(2002 年至 2003 年),本阶段公司主要从事 OTC 药品的配送业务;在此期间,公司与国内多家连锁药店建立了良好的合作关系。

2)第二阶段(2004 年至 2007 年),公司代理业务开始往处方药拓展转移;同时,公司利用自身在药品代理上积累的对临床用药需求的洞察经验,开始采取自研结合外购的方式发展自有产品。

3)第三阶段(2007 年至 2012 年),公司处方药代理业务发展壮大,取得多款处方药如注射用丹参多酚酸盐等重磅产品的广东省独家代理权;自有产品研发上取得多款产品注册批文,同时公司第一条固体制剂生产线通过 GMP 认证。

4)第四阶段(2013 年至今),公司自有的重磅产品凯莱林克(盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片)量产并上市销售,自有产品业务贡献的毛利开始超过代理产品业务。

图表1. 公司发展历程分为 4 个阶段,从代理转为研产销一体的制药企业



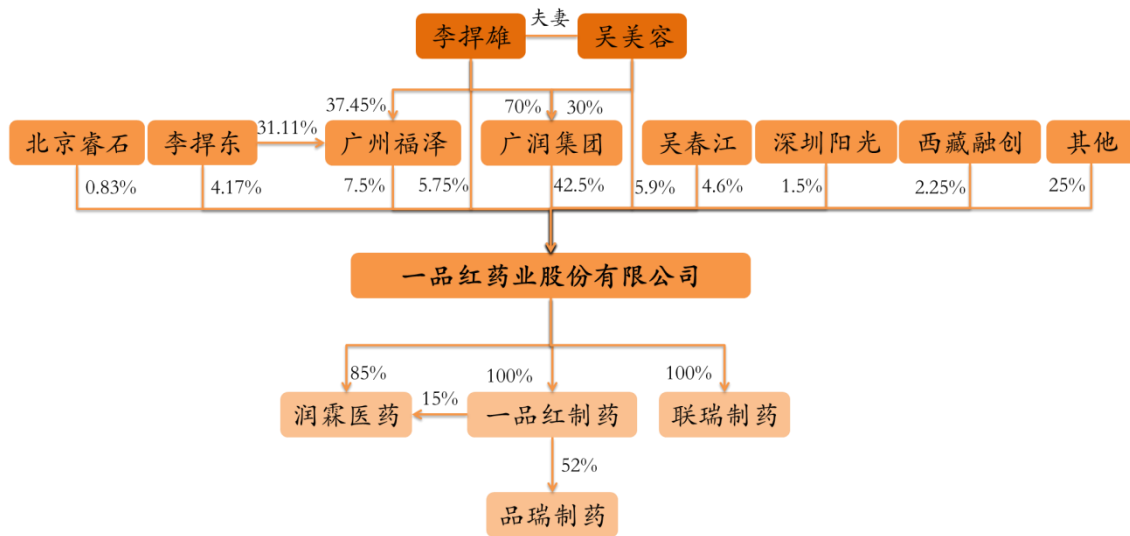
资料来源:招股说明书,广证恒生

1.2 公司是民营制药企业,营收及利润规模稳健高成长

公司实际控制人为李捍雄和吴美容夫妇,两人直接或间接持有公司 56.96% 的股份;其余前五大股东及持股如下:李捍东 6.5%,吴春江 4.6%,西藏融创 2.25%。公司整体股权较为集中。

公司下辖三家全资子公司和一家控股子公司,全资子公司一品红制药目前主要负责公司化学药、中药产品研发、生产和销售;联瑞制药、润霖制药和品瑞制药均从事药品研发、生产和销售业务。

图表2. 公司为民营控股企业和参控股公司

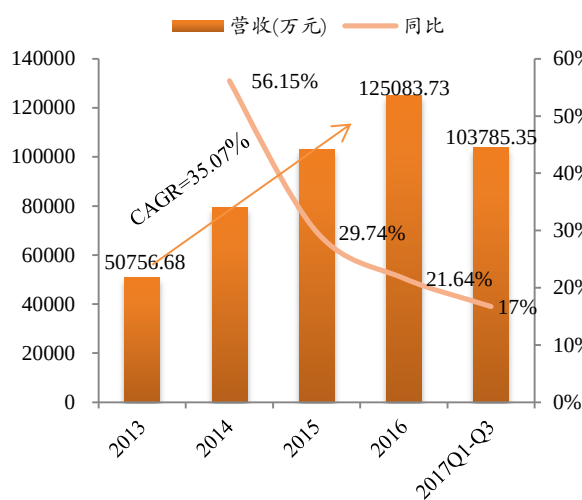


资料来源：招股说明书，广证恒生

公司营收三年复合增速 35% 及利润规模三年复合增速 60%，稳健高增长

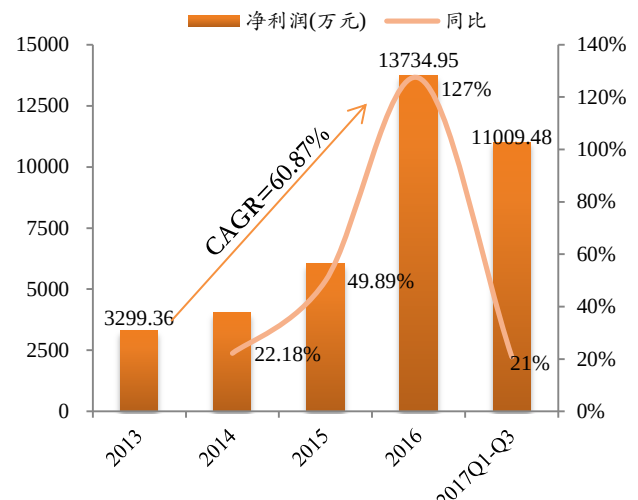
公司主营业务收入从 2013 年的 5.08 亿元增长至 2016 年的 12.51 亿元，年复合增长率 35.07%；归母净利润从 2013 年的 3299.36 万元增长至 2016 年的 1.37 亿元，年复合增长率高达 60.87%。2017 年前三季度营业收入和净利润分别为 10.38 亿元和 1.1 亿元，分别同比增长 17% 和 21%。

图表3. 公司近年的主营业务收入及增长情况



资料来源：招股说明书，广证恒生

图表4. 公司近年的净利润及增长情况



资料来源：招股说明书，广证恒生



2. 专注儿科和慢病用药，多款产品处于上市导入期，放量在即

2.1 公司产品主要为儿科及慢性病用药

公司自有产品公司目前拥有 94 个品种 133 个自有药品批文，主要为儿科及慢性病用药。

儿科用化学药主要有盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片/颗粒；中成药主要有馥感啉口服液、益气健脾口服液、芬香清解口服液、复方香薷水口服液和参柏洗液等独家品种。

图表5. 公司儿科用药主要品种

类别	产品名称	特点	适应症
化学药	盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片	林可酰胺类抗生素，公司独家分散片剂型	革兰氏阳性菌和厌氧菌引起的各类感染
	盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒	林可酰胺类抗生素	
中成药	馥感啉口服液	公司独家品种	清热解毒，止咳平喘，益气疏表。用于小儿气虚感冒所引起的发热、咳嗽、气喘、咽喉肿痛。
	益气健脾口服液	公司独家品种	健脾益气，和胃化食。用于脾胃虚弱证的辅助治疗，症见不思饮食，食后腹胀，神倦乏力，面色不华，大便不调；儿童症见自汗，盗汗，消化不良，伤食，脾虚痞积。
	芬香清解口服液	公司独家品种，2009 年以来唯一一个治疗上呼吸道感染的儿童专用中药新药	疏散风热，清泻里热，解毒利咽。用于小儿上呼吸道感染表里俱热证，症见发热、鼻塞、流涕、咳嗽、咽红肿痛、便秘、口干烦躁、舌红苔黄、脉滑数等者。
	参柏洗液	公司独家品种	清热燥湿，杀虫止痒。用于慢性湿疹，阴痒，带下的治疗。

资料来源：招股说明书，CFDA，广证恒生

慢性病用药产品主要有化学药产品注射用脑蛋白水解物(III)、注射用促肝细胞生长素、注射用乙酰谷酰胺、氨氯地平分散片和中成药产品康肾颗粒、尿清舒颗粒和回心康片等。

图表6. 公司慢病用药主要产品

慢病用药	适应症
注射用脑蛋白水解物(III)	用于颅脑外伤、脑血管病后遗症伴有记忆减退及注意力集中障碍的症状改善。对脑功能不全有辅助改善作用，也用于蛋白质缺乏、神经衰弱病人以及对一般蛋白质消化吸收障碍的病例。
注射用促肝细胞生长素	各种重型病毒性肝炎(急性、亚急性、慢性重症肝炎的早期或中期)的辅助治疗。
注射用乙酰谷酰胺	用于脑外伤性昏迷、神经外科手术引起的昏迷、肝昏迷及偏瘫、高位截瘫、小儿麻痹后遗症、神经性头痛和腰痛等。
苯磺酸氨氯地平分散片	高血压，冠心病。
康肾颗粒	补脾益肾，化湿降浊。用于脾肾两虚所致的水肿，头痛而晕，恶心呕吐，畏寒肢倦，轻度尿毒症见上述证候者。

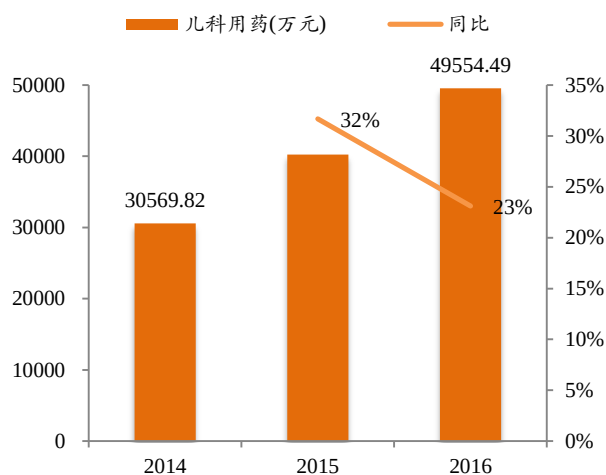
尿清舒颗粒	清热利湿，利水通淋。用于湿热蕴结所致淋症，小便不利，淋漓涩痛，慢性前列腺炎属上述证候。
回心康片	益气活血，镇静平肝。用于气虚血瘀，肝阳上亢引起的胸痹，眩晕，症见胸痹，胸闷，心悸、头晕等症，冠心病，高血压属上述证候者。

资料来源：招股说明书，CFDA 广证恒生。(注：苯磺酸氨氯地平分散片为公司自有专利，委托黑龙江澳利达奈德制药有限公司生产并由公司独家代理)

2.2 儿科用药占自有产品 86%，儿童药产品群多数处于市场导入期

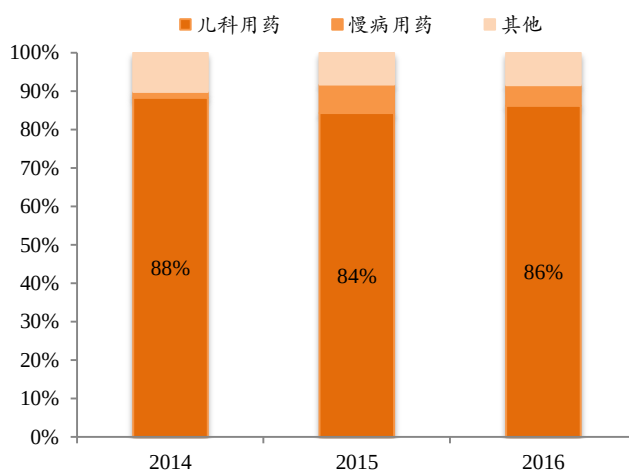
公司儿科用药收入超高增长，2014 年 3 亿增长至 2016 年的 4.95 亿，占公司自有产品营收超 80%，2016 年达 86%，是公司自有产品的主要收入来源。

图表7. 公司儿科用药营收及增长情况



资料来源：招股说明书，广证恒生

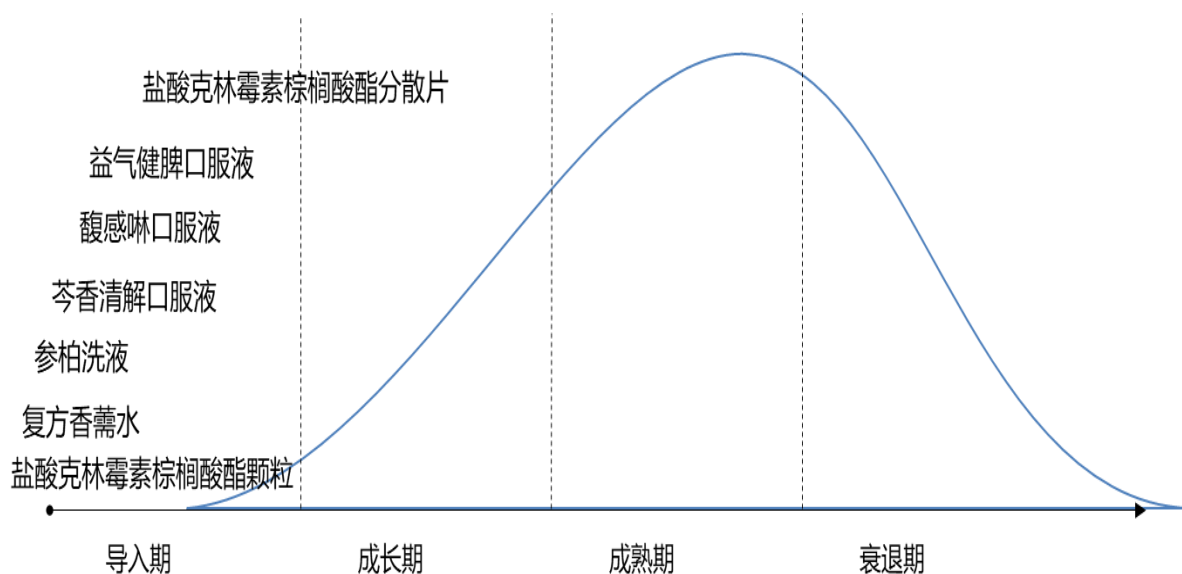
图表8. 自有产品营收构成中儿科用药占比高



资料来源：招股说明书，广证恒生

公司儿科类中成药主要有克林霉素(凯莱林克)、馥感啉口服液(Rx&OTC)、益气健脾口服液(OTC)、芩香清解口服液(Rx)和参柏洗液(外用)。目前在售的为馥感啉口服液和益气健脾口服液；芩香清解口服液和参柏洗液为公司 2016 年新获批产品，目前正在大力推向市场，处于市场导入期，成长性很好。

图表9. 公司儿童药产品群发展阶段示意图：多数产品处于市场导入期，前景广阔

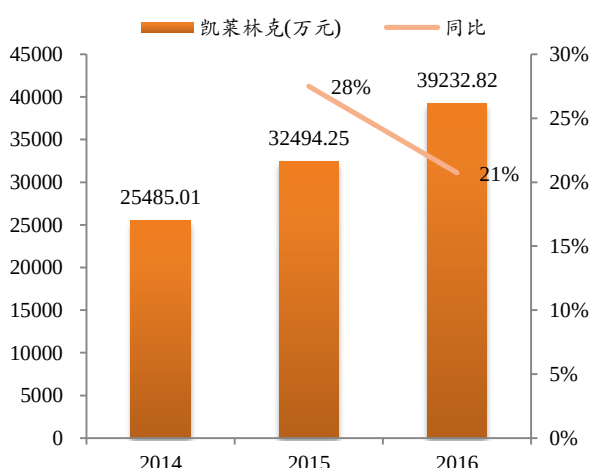


资料来源：招股说明书，广证恒生

2.3 拳头产品凯莱林克 24%稳健增长，第二梯队馥感淋口服液及益气健脾口服液正高速增长

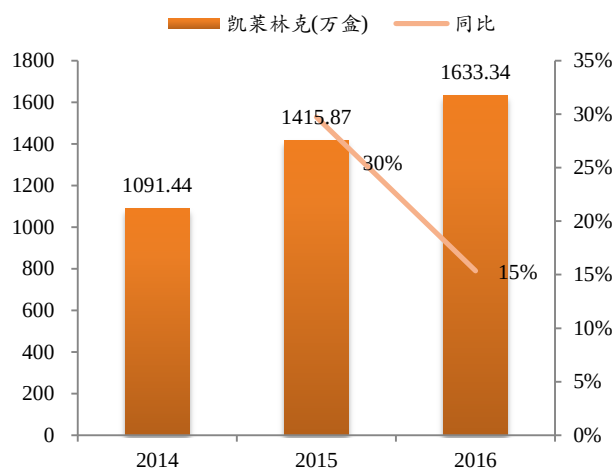
克林霉素分散片(凯莱林克)2014 年销售额为 2.55 亿元，2016 年增长至 3.92 亿元，二年复合增长率 24%；从销售量分析，2014 年凯莱林克所有规格合计销售 1091.44 万盒，2016 年增长至 1633.34 万盒，复合增长 22%。

图表10. 公司凯莱林克近年销售额及增长情况



资料来源：招股说明书，广证恒生

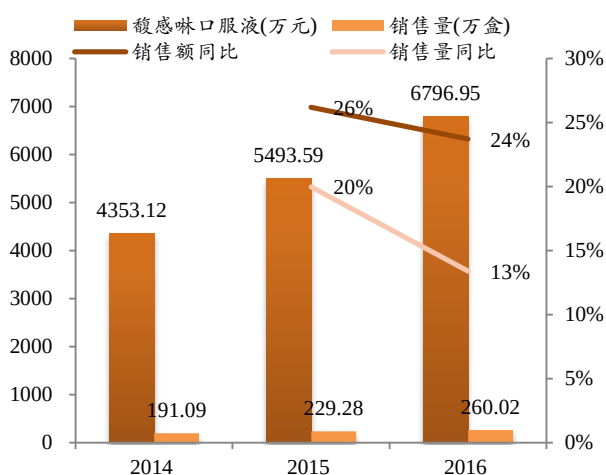
图表11. 公司凯莱林克近年销售量及增长情况



资料来源：招股说明书，广证恒生

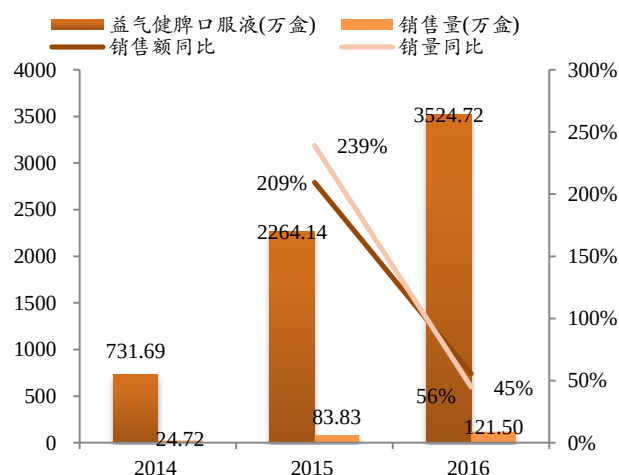
馥感淋口服液 2014 年销售额 4353.12 万元，2016 年增长至 6796.95 万元，复合增长 25%，2016 年销售 260.02 万盒，同比增长 13%。益气健脾口服液 2014 年销售额为 731.69 万元，2016 年增长至 3524.72 万元，复合增长 119%，2016 年销售 121.5 万盒。公司这两款产品属于 OTC 类中成药，其中馥感淋口服液为全国独家品种，随着消费升级和 OTC 类药物取消最高限价，未来 2-3 年，馥感淋口服液有望保持 20% 以上的增长，益气健脾口服液有望保持 30-50% 的增长速度。

图表12. 公司馥感淋口服液近年销售情况



资料来源：招股说明书，广证恒生

图表13. 公司益气健脾口服液近年销售情况



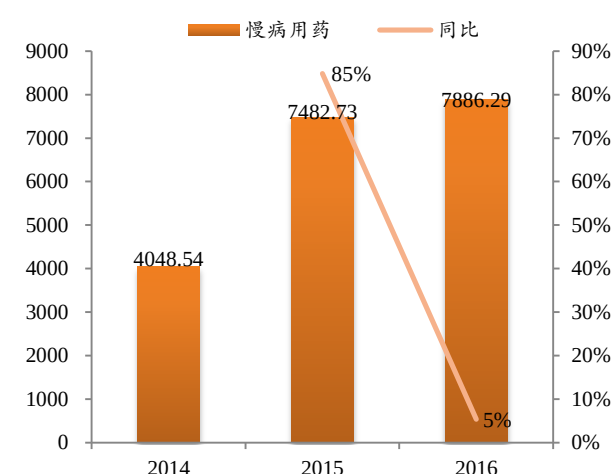
资料来源：招股说明书，广证恒生

芬香清解口服液，用于治疗小儿上呼吸道感染的中成药处方药。该产品是 2009 年以来获批的唯一一个治疗上呼吸道感染的中成药新药。参柏洗液，针对小儿湿疹的外用洗剂。2016 年公司获得芬香清解口服液和参柏洗液的量产品批文，两者适应症上呼吸道感染和湿疹均为小孩常见疾病，市场空间较大。公司正通过学术营销方式大力推广新品，有望成为公司未来重磅产品。

2.4 慢性病用药稳定增长，关注后续新品上市和省外拓展

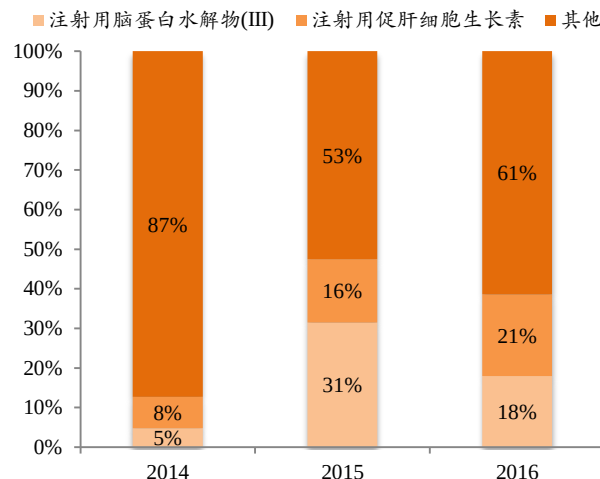
2014 年公司慢病用药营收 4048.54 万元，2016 年 7886.29 万元，同比增长 5%，2014-2016 年复合增长 40%。产品营收构成分析，注射用脑蛋白水解物(III)和注射用促肝细胞生长素两个单品销售额较大，2016 年分别占公司慢病用药营收的 18%和 21%，由于上述两款产品均属于辅助用药范畴，近年销售增长较缓慢。我们认为公司慢病用药随着新品上市和区域市场拓展，未来 2 年有望维持 5%左右的平稳增长。

图表14. 公司慢病用药营收和增长情况



资料来源：招股说明书，广证恒生

图表15. 公司慢病用药营收构成

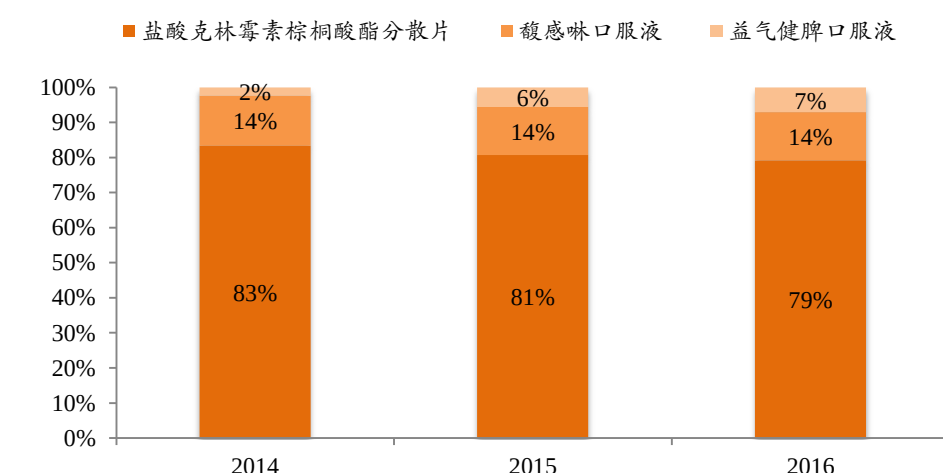


资料来源：招股说明书，广证恒生

3. 拳头产品克林霉素 (凯莱林克)，独家剂型适用于儿童优势突出

克林霉素属于抑制细菌蛋白合成的林可酰胺类抗生素，属于抑菌剂类抗生素，临床用于革兰氏阳性菌和厌氧菌引起的各种感染。公司拳头产品凯莱克林克林霉素是公司目前儿科用药拳头品种，2016 年占整个儿科用药营收的 79%。

图表16. 公司儿科用药主要品种营收贡献



资料来源：招股说明书，广证恒生



3.1 凯莱林克剂型优势突出，依从性好适用于儿童，市场占比持续提升

克林霉素是唯一入选第六版 WHO 儿童药基药目录的林可酰胺类抗生素，目前上市的克林霉素有口服和注射两种类型；其中口服剂主要有以下几种剂型：胶囊剂、片剂、分散片、颗粒剂和干悬混剂。一品红拥有全国独家的分散片剂型，相对于普通片剂、胶囊剂等固体制剂，分散片具有服用方便，可在水中迅速崩解，味甜，对小孩和吞咽困难的老人而言，其用药依从性远高于其他口服制剂。

图表17. 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片 vs. 同类竞品优势比较

化学名	盐酸克林霉素棕榈酸酯	克林霉素磷酸酯	盐酸克林霉素
规格剂型	分散片 37.5mg/片, 75mg/片	片剂或者胶囊 150mg/片	片剂或者胶囊 150mg/片
性状	白色或类白色无定型粉末，有特殊气味	白色或几乎白色粉末，味苦，有轻微的吸湿性	白色结晶性粉末；味苦；无臭
口感	略甜	苦味	苦味
儿童用量	儿童日剂量为 8~25mg/kg（一般感染 8~16mg/kg，重症感染 17~25mg/kg），体重 10kg 以下幼儿每次服药应不少于 37.5mg（半片）	小儿每日每公斤体重 10~20mg	4 周或 4 周以上小儿，一日按体重 8~16mg/kg
生物利用度	96.7±11.3%	97.8±5.4%	90%
服用方式	吞服、咀嚼含吮、冲服	吞服	吞服
药物经济学&一致性评价	有	无	无

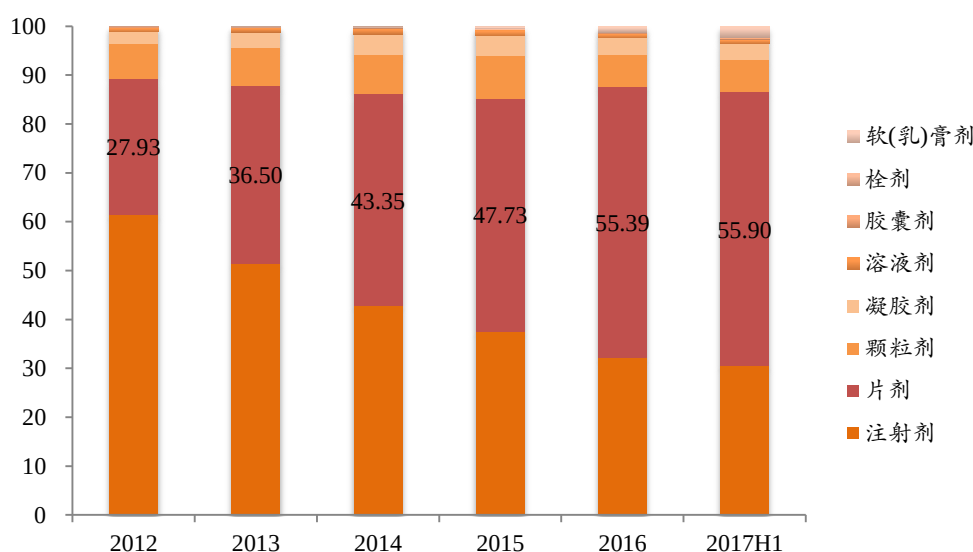
资料来源：CNKI，公司公告

凯莱林克优势突出，根据样本医院数据库分析，近年片剂实现了对注射剂型的显著替代

- 盐酸克林霉素棕榈酸酯入选多国指南，在 2017 版国家医保目录给予“克林霉素棕榈酸酯”通用名单列
- 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片口感好，提高儿童用药依从性
- 盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片可以吞服、咀嚼含吮，或在温水中溶解，而且不受食物影响，可与牛奶、果汁混合。便于儿童精准给药。
- 药物经济学研究证实，盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片经济性优于同类产品。一致性评价报告显示，质量与原研产品一致。

近年来克林霉素片剂剂型实现了对注射剂型的替代，根据城市样本医院统计数据从剂型格局分析，克林霉素片剂销售占比逐年上升，2012 年克林霉素片剂仅占比 29.93%，2016 年其占比上升至 55.39%，2017 年上升至 55.9%。正实现片剂对注射剂剂型的显著替代。

图表18. 样本医院克林霉素各剂型市场格局



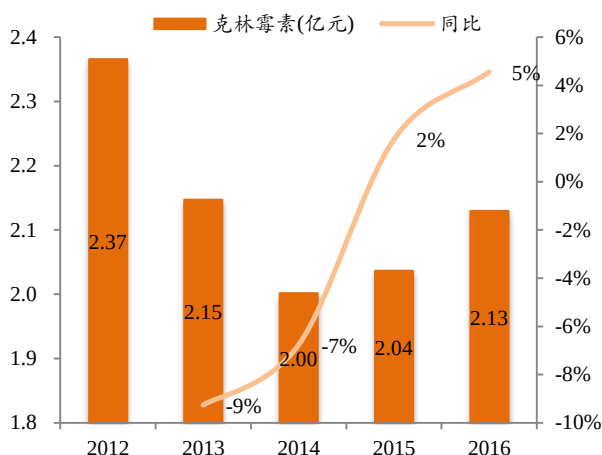
资料来源: PDB, 广证恒生

3.2 一品红的凯莱林市场占比逐年提升, 复合增速高达 24%

根据城市样本医院统计数据, 2012 年样本医院克林霉素销售额为 2.37 亿元, 由于抗生素行业政策影响, 2012-2014 年克林霉素样本医院销售额持续下滑, 2014 年销售额下滑至 2 亿元; 2015 年开始有缓慢上升趋势, 2016 年样本医院销售额 2.13 亿元, 同比增长 5%。

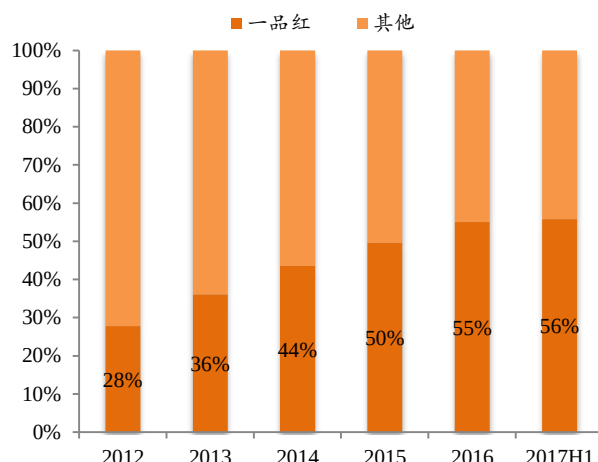
从样本医院终端格局分析, 一品红的克林霉素(凯莱林)市场占比逐年提升, 2012 年其占比仅 28%, 2016 年上升至 55%, 2017 年上半年占比上升至 56%。

图表19. 样本医院克林霉素销售额及增长情况



资料来源: PDB, 广证恒生

图表20. 样本医院克林霉素的厂商格局

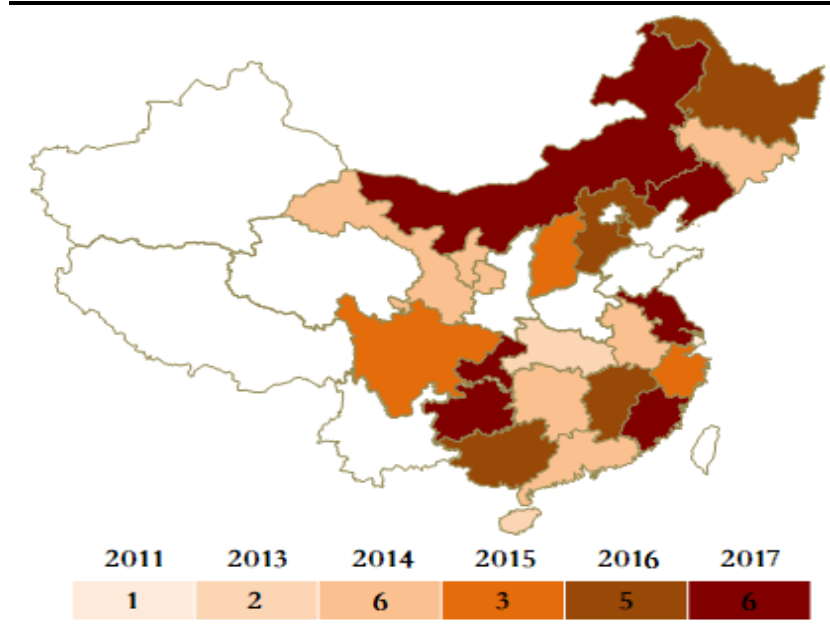


资料来源: PDB, 广证恒生

3.3 凯莱林克近两年新中标省份 11 个, 省外市场拓展推动产品放量

从凯莱林克在全国范围的中标情况分析, 2011 年至 2015 年, 公司共在全国 12 个省市中标。2016 年新增 5 省中标, 2017 年新增 6 省中标。我们认为, 随着新中标省份执行标的, 公司凯莱林克顺利拓展新的区域市场, 凯莱林克凭借儿童高依从性的独家分散片剂型, 未来 2-3 年有望维持 25%以上的增速增长。

图表21. 凯莱林克全国每年新中标情况



资料来源：南方所，广证恒生

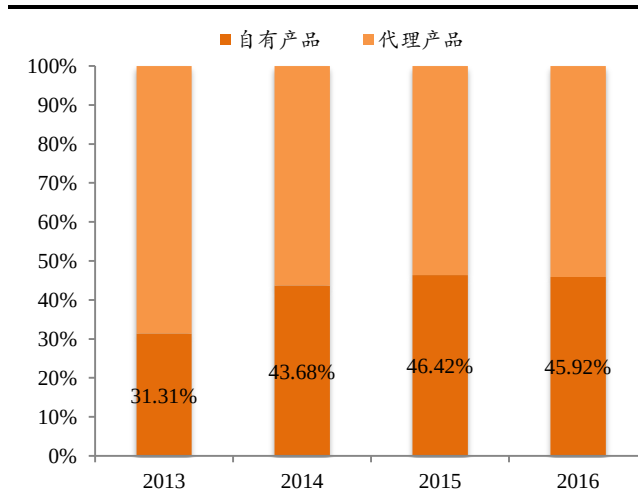
4. “省外拓展+学术推广”推动自有产品 50% 高增长，驱动业绩成长

4.1 高毛利的自有产品 50% 高速增长，占比公司营收持续提升

公司自有产品 2016 年占比营收比重提升至 45.9%，毛利贡献提升至 70.03%

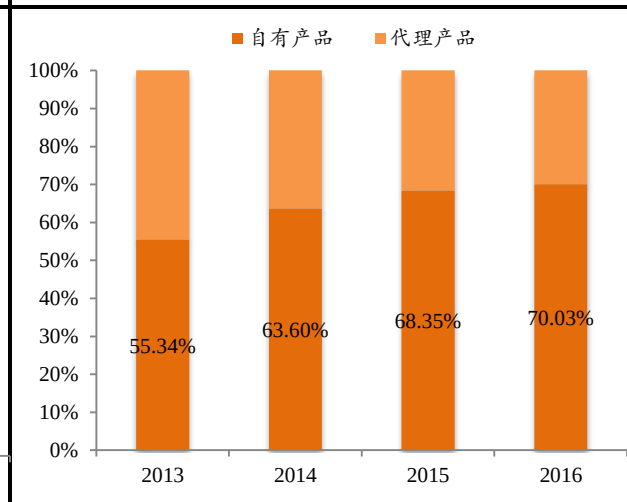
目前，公司主营业务主要由两部分构成：自有产品业务和处方药代理销售业务。营收端，公司自有产品营收占比逐年提升，2013 年占比仅 31.31%，2016 年增长至 45.92%。毛利端，2013 年公司重磅产品凯莱林克(盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片)量产并上市销售，当年公司自有产品毛利占比 55.34%，首次超过代理产品的毛利占比。此后，自有产品毛利占比逐年提升，2016 年该比例达到 70.03%。

图表22. 公司近年的主营业务收入构成



资料来源：招股说明书，广证恒生

图表23. 公司近年自有产品和代理产品毛利贡献

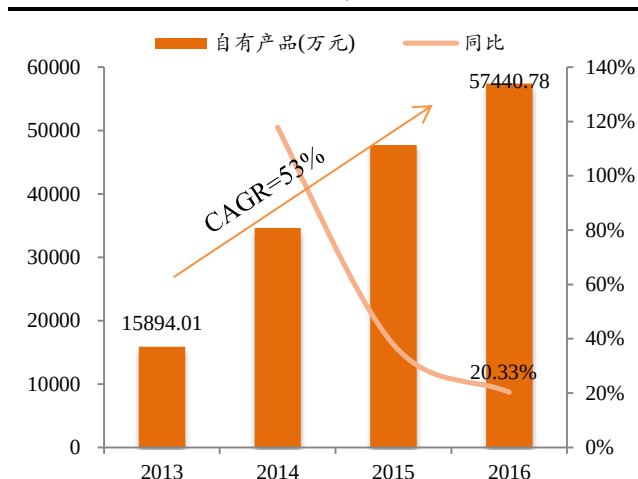


资料来源：招股说明书，广证恒生

公司自有产品 2013-2016 年营收复合增速达 53%，毛利复合增速 51%

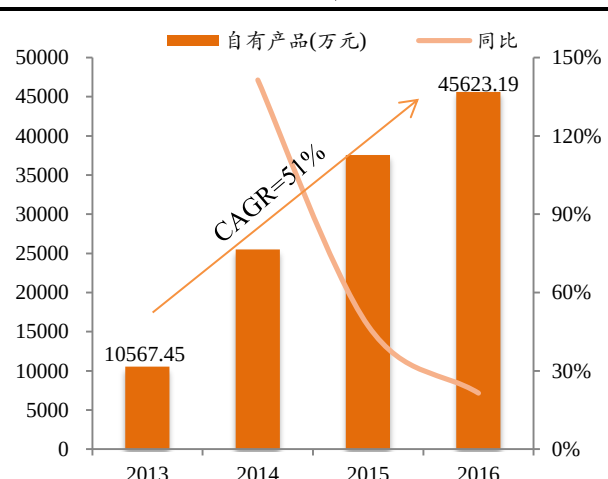
2013 年至 2016 年公司自有产品主营业务收入和毛利高速增长,2013 年自有业务营收 1.59 亿元,2016 年 5.74 亿元,三年复合增长率高达 53%;2013 年自有业务毛利 1.06 亿元,2016 年 4.56 亿元,三年复合增长率为 51%。

图表24. 公司自有产品近年营收及增长情况



资料来源：招股说明书，广证恒生

图表25. 公司自有产品近年毛利及增长情况

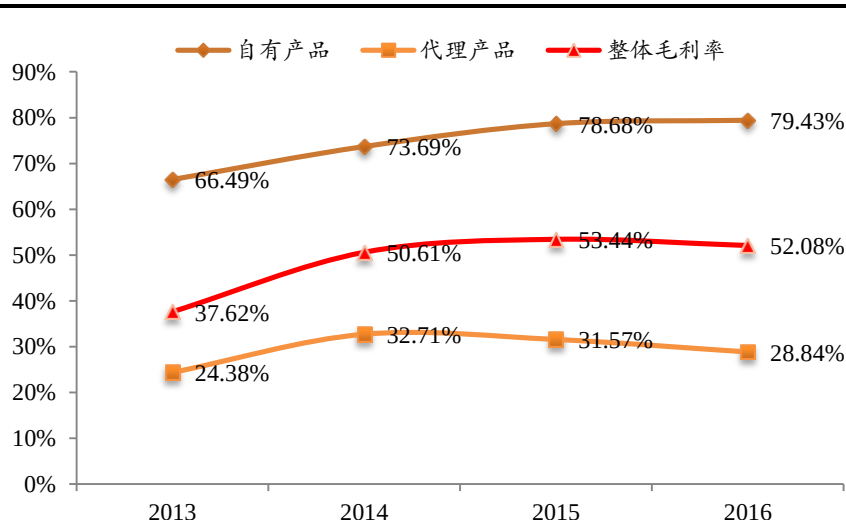


资料来源：招股说明书，广证恒生

自有产品毛利率约 79%，显著高于代理产品毛利率约 30%水平

2013 年公司自有产品毛利率为 66.49%，2016 年增长至 79.43%；自有产品毛利率的提升和营收贡献占比提高，促使公司整体毛利率从 2013 年 37.62%增长至 2016 年的 52.08%。代理产品由于行业政策影响，近两年其毛利率有所下滑，从 2014 年的 32.71%下滑到 2016 年的 28.84%。我们认为目前公司自有产品已成为公司业绩的主要来源，受益于独家儿科品种，其毛利率将保持稳定，其业绩贡献将持续增长。

图表26. 自有产品毛利率较高且保持平稳增长



资料来源：招股说明书，广证恒生

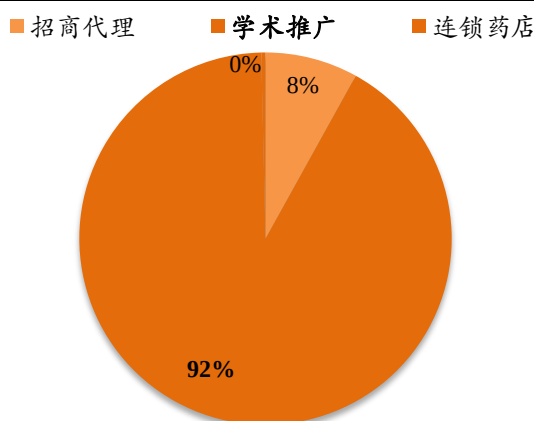
4.2“学术推广+省外拓展”有望推动自有产品高增长

学术营销推广自有产品，顺应政策发展趋势

公司自有产品营销渠道分析,2016 年公司自有产品营收中 92%来自于学术推广,其余部分来自于招商代理渠道和连锁药店渠道。从 2013 年自有生产线开始量产,公司自有产品采取学术推广的营销模式并实现了快速增长,该模式是当前以及未来“两票制”、“营改增”等行业政策调整和执行下制药企业的最佳营销

选择，有利于公司自有产品现阶段和未来持续增长。

图表27. 2016 年公司自有产品销售渠道分布格局

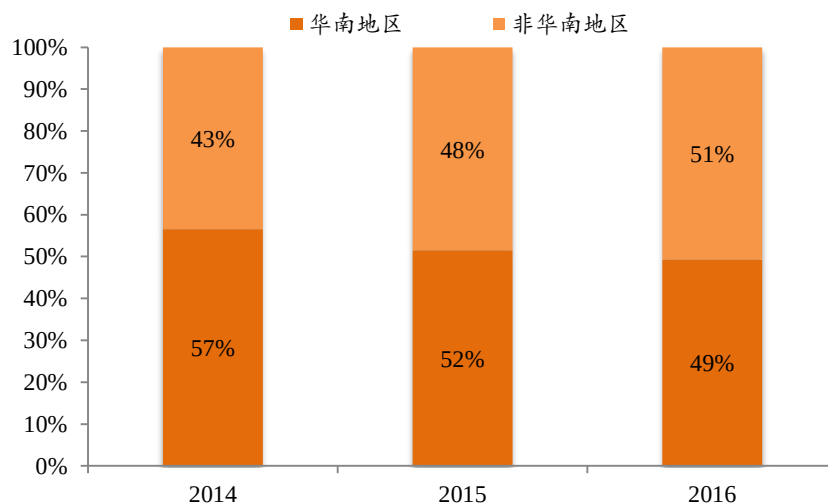


资料来源：招股说明书，广证恒生

自有产品向华南以外区域拓展，有望推动自有产品放量增长

公司代理产品业务区域基本分布在华南地区，依托公司在华南地区的营销积淀销售迅速增长，因此公司自有产品业务最初大部分集中在华南区域。2013 年自有产品开始量产，2014 年自有产品 57% 的营收来自华南地区，近年非华南地区占比逐年提升，2016 年提升至 51%，但目前公司自有产品业务的区域集中度仍然较高。我们认为，公司自有产品向华南以外区域拓展，有望推动公司自有产品放量。

图表28. 公司自有产品营收区域分布格局



资料来源：招股说明书，广证恒生

4.3 独家代理业务保持 20% 左右平稳增长，两票制执行面临短期渠道调整

公司最初从事药品代理销售业务，2016 年其药品代理业务营收占公司总营收比例为 54.07%。目前公司拥有多款产品的全国或区域独家代理权，主要代理产品有：氨氯地平分散片，注射用单唾液酸四己神经节苷脂钠、注射用炎琥宁、注射用丹参多酚酸盐，其余代理品种包括注射用前列地尔干乳剂、注射用兰索拉唑、丹参川芎嗪注射液、益气复脉胶囊等。

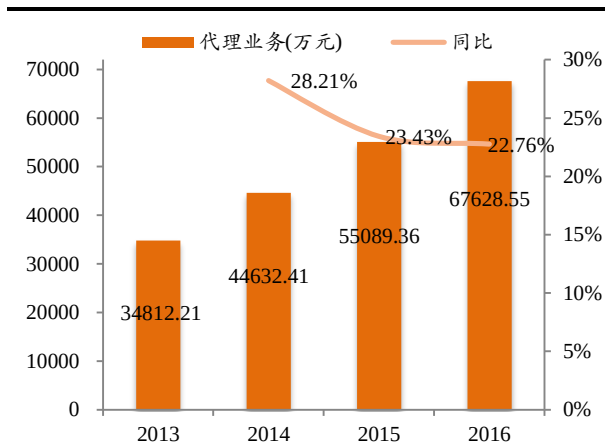
图表29. 公司代理销售的重要产品

代理产品	特点	适应症
苯磺酸氨氯地平分散片	公司拥有产品专利，黑龙江澳利达奈德制药生产	高血压，冠心病
注射用单唾液酸四己糖神经节苷脂钠	齐鲁制药生产，公司为广东省独家代理商	用于治疗血管性或外伤性中枢神经系统损伤；帕金森氏病。
注射用炎琥宁	重庆药友制药有限责任公司产品，公司为广东省独家代理商	适用于病毒性肺炎和病毒性上呼吸道感染。
注射用丹参多酚酸盐	上海绿谷制药有限公司，公司为广东省独家代理商	活血、化瘀、通脉，用于冠心病稳定型心绞痛。

资料来源：招股说明书，广证恒生

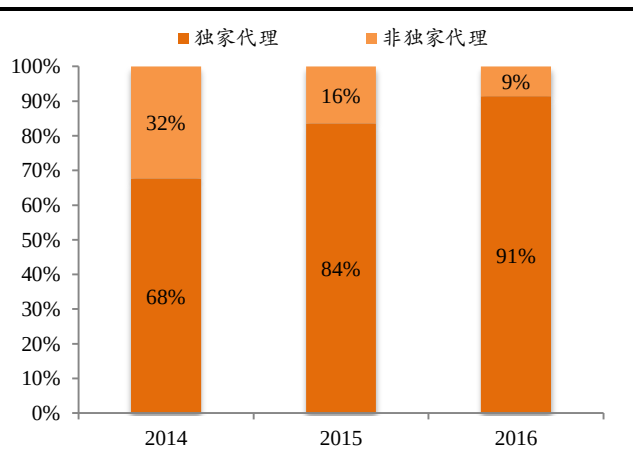
2013年，公司代理业务营收3.48亿元，2016年增长至6.76亿元，复合增长25%。代理业务营收构成分析，公司独家代理业务营收占代理业务营收比例从2014年的68%上升至2016年的91%。公司代理业务主要营收来源于独家代理业务。

图表30. 公司代理业务营收和增长情况



资料来源：招股说明书，广证恒生

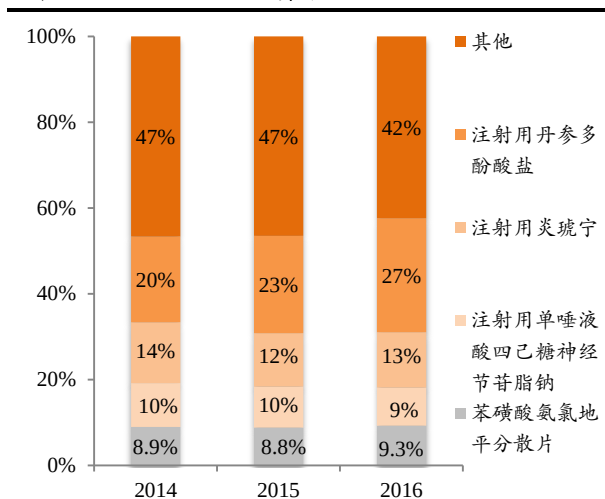
图表31. 独家代理业务逐渐成为代理业务主要营收来源



资料来源：招股说明书，广证恒生

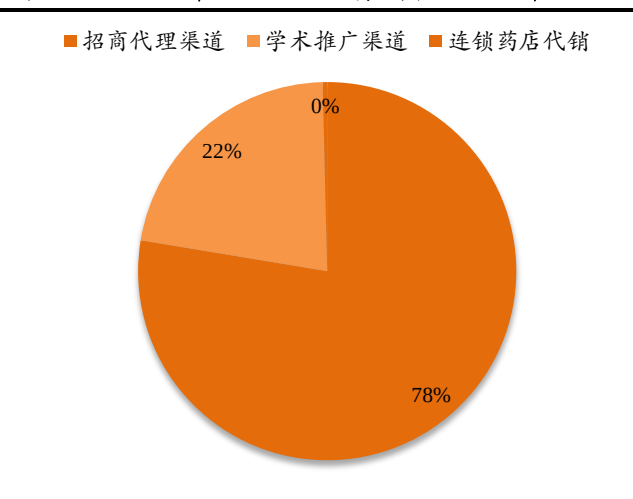
从代理业务各产品营收贡献分析，2016年独家代理品种注射用丹参多酚酸盐营收占代理业务营收的27%，是公司目前代理产品中营收贡献最大的单品。按代理产品销售渠道分析，2016年，公司代理的产品中78%的营收来源于再次代理，22%来源于公司学术营销。

图表32. 公司代理业务营收构成



资料来源：招股说明书，广证恒生

图表33. 2016年公司代理业务销售渠道分布



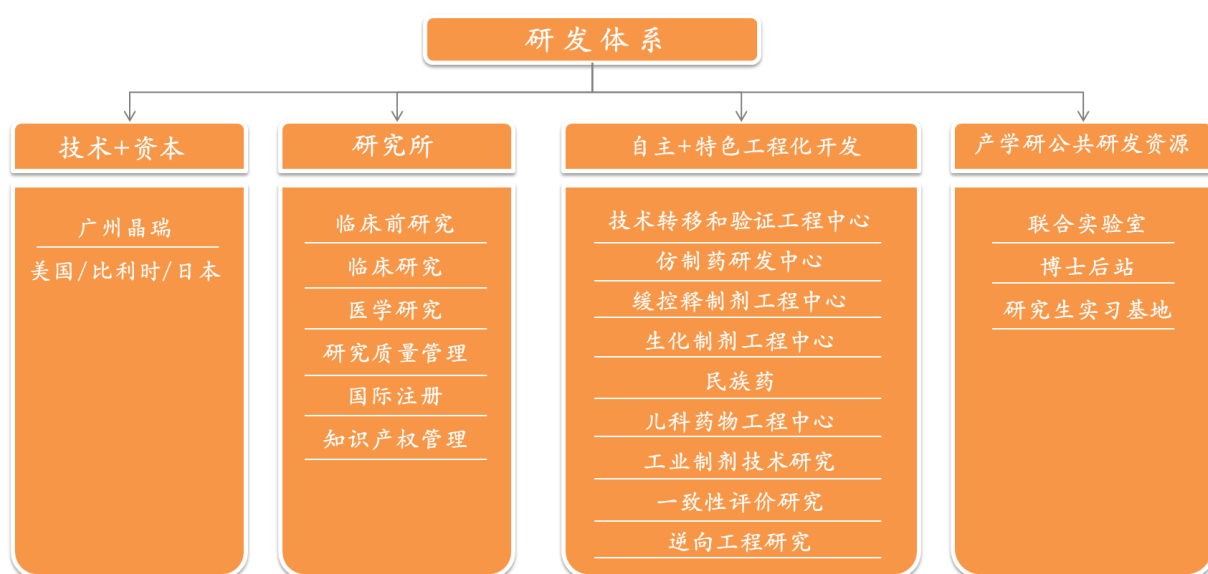
资料来源：招股说明书，广证恒生

公司代理业务主要为独家代理业务，在原有区域市场具有一定的优势；而其代理产品中 78% 的营收来源于再次代理渠道，我们认为，未来随着地方两票制落地执行，公司代理业务可能将面临短期的渠道调整期，但是其区域独家代理的优势有望使营收增速维持 20% 左右。

5. 公司长远发展看“自主创新+外部联合开发”的研发体系，已储备多项创新药研发项目

公司从医药营销起步，积累资源向外购买优质产品和技术，逐步成长为拥有自有产品的药品生产和营销型企业。目前，公司逐渐建立研发体系，走自主创新和与外部联合开发的道路，成立广东省生化制剂工程中心、省级企业技术中心、博士后创新实践基地等科研合作平台，为公司的研发和创新提供持续保障。

图表34. 公司研发体系建设



资料来源：公司资料，广证恒生

目前公司承担 16 项科技项目，其中包括一项国家重大专项，七项省级项目和八项广州市级项目。研发元素从无到有，逐渐拥有一定水平的研发团队和平台。

图表35. 公司承担多项国家级和省市级科研项目

级别	项目	数量
国家级	2017 年国家重大专项 儿童用药品种及关键技术研发	1 项
省级	广东省重大专项项目	3 项
	广东省技术改造专项	2 项
	广东省专利产业化实施项目	2 项
市级	广州市企业技术中心建设项目	1 项
	广州市战略新兴产业技改专项	1 项
	广州市专利技术实施示范项目	1 项

	广州市科技计划项目	3 项
	广州市商委生物外包服务建设项目	2 项

资料来源：公司资料，广证恒生

在研发储备项目上，公司目前拥有 4 项创新药、2 项改良新药和 4 项仿制药在研项目。治疗领域涵盖恶性肿瘤、高血压、消化等主要病种领域。随着公司研发管线逐步丰富，公司长远发展有保障。

图表36. 公司重要的研发储备项目

项目名称	注册分类	制剂形式	疾病领域
CAT3	创新药	片剂	抗肿瘤
DK01	创新药	片剂	抗肿瘤
TJNT	创新药	片剂	抗耐药菌 MRSA
MTKW	创新药	肠溶片	抗病毒
XBDP	仿制药	缓释片	降压
JSTALDP	仿制药	片剂	降压
QLDE	改良型新药	注射剂	动脉闭塞症等
CCXD	改良型新药	注射剂	肿瘤
YLSLC	仿制药	胶囊	消化
SLFSN	仿制药	片剂	镇痛

资料来源：公司资料，广证恒生

6. 业务拆分和盈利预测

我们对公司未来三年盈利进行预测，假设前提有：

- 1) 自有产品业务:**2017 年/2018 年/2019 年营收分别为 7.5 亿元、9.6 亿元和 12.1 亿元，同比增长 30.56%、27.68%和 26.49%。
- 2) 代理业务:** 2017 年/2018 年/2019 年营收分别为 8.12 亿元、9.57 亿元和 11.29 亿元，同比增长 20%、18%和 18%。

图表37. 公司业绩拆分和盈利预测

主营业务收入（万元）		2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
自有产品业务	收入	15,894.01	34,618.36	47,734.71	57,440.78	74,995.83	95,751.77	121,116.00
	同比增长		117.81%	37.89%	20.33%	30.56%	27.68%	26.49%
	毛利率	66.49%	73.69%	78.68%	79.43%	79.00%	78.20%	76.50%
代理业务	收入	34812.21	44632.41	55089.36	67628.55	81162.68	95713.44	112908.35
	同比增长		28.21%	23.43%	22.76%	20%	18%	18%
	毛利率	24.38%	32.71%	31.57%	28.84%	28.00%	26.00%	25.80%
营业收入合计	收入	50,706.22	79,250.77	102,824.07	125,069.33	156,158.51	191,465.21	234,024.35
	同比增长		56.29%	83.17%	21.63%	24.86%	22.61%	22.23%
	毛利率	37.62%	50.61%	53.44%	52.08%	52.49%	52.11%	52.04%

资料来源：公司公告，广证恒生



7. 投资建议

公司从药品区域代理营销起步，通过外购和内部研发逐渐拥有多个化药和中成药品种，2013 年公司自有产品实现自有生产线量产并上市销售。2016 年，公司自有产品贡献营业收入比例为 45.2%，毛利占比为 70.03%。

(1) 自有产品在公司学术营销推广下，2016 年实现营收 5.74 亿元，同比增长 20.33%，2014 至 2016 年复合增长 53%。自有产品主要为儿科用药和慢病用药，2016 年儿科用药营收占比自有产品业务营收 86%。目前主要儿科用药为抗感染药品盐酸克林霉素棕榈酸酯分散片，公司该产品为全国独家剂型产品，可在水中迅速崩解后服用，味甜，提高了儿童用药依从性。目前该产品主要在广东省等部分区域市场销售，2016-2017 年全国新中标 11 省市，未来随着区域市场的拓展，该产品有望保持 25%-30% 的增速增长。其余多款儿科用独家中成药品种新进市场，有望为公司儿科产品业务贡献新的增量。慢病用药目前主要为辅助用药，未来 2-3 年在公司强大的营销队伍下有望保持 5% 左右的增长速度。

(2) 代理业务 2016 年营收 6.76 亿元，同比增长 22.76%，2014 至 2016 年复合增长 25%。目前代理约为以独家代理为主，2016 年独家代理业务营收占比 91%。2016 年公司代理业务营收中 78% 来源于再次代理，未来随着地方两票制落地执行，公司这部分业务可能面临销售渠道调整，但考虑主要产品均为公司独家代理且公司自身的营销属性，届时公司代理业务有望保持 18%-20% 的增长速度

综上所述，我们预测公司 2017-2019 年实现营业收入 15.62 亿、19.15 亿和 23.4 亿，同比增长 25%、23% 和 22%；净利润 1.68 亿元、2.04 亿元和 2.52 亿元，同比增长 22%、21% 和 24%，目前 48.2 亿市值对应 2017-2019 年 PE 为 28.6/23.6/19.1。考虑公司独家儿童药新标市场拓展和多款重磅产品新进市场及研发储备，给予公司 18 年 30 倍 PE，对应股价 38.4 元/股，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。



附录： 公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	405.41	545.76	726.42	937.89	营业收入	1250.84	1516.44	1778.78	2073.95
现金	94.25	173.39	288.74	430.02	营业成本	599.39	720.66	845.10	980.78
应收账款	114.38	124.24	154.19	174.85	营业税金及附加	11.24	13.63	15.99	18.64
其它应收款	18.03	28.11	29.31	36.30	营业费用	371.63	450.55	528.49	616.19
预付账款	56.33	53.76	71.23	77.92	管理费用	105.98	128.49	150.72	175.73
存货	99.57	141.90	153.39	185.57	财务费用	18.04	14.42	13.25	11.25
其他	22.85	24.37	29.56	33.23	资产减值损失	2.92	2.92	2.92	2.92
非流动资产	346.91	404.09	437.02	485.14	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.18	0.00	0.00	0.00
固定资产	165.41	190.11	208.43	229.20	营业利润	141.80	185.78	222.32	268.46
无形资产	155.61	176.82	197.19	221.85	营业外收入	23.83	23.83	23.83	23.83
其他	25.90	37.17	31.40	34.09	营业外支出	1.45	1.45	1.45	1.45
资产总计	752.32	949.85	1163.44	1423.03	利润总额	164.19	208.17	244.70	290.84
流动负债	122.68	147.34	156.89	175.30	所得税	28.35	35.94	42.25	50.21
短期借款	27.87	43.93	35.90	39.92	净利润	135.84	172.23	202.46	240.63
应付账款	13.27	20.06	21.12	25.90	少数股东损益	-1.51	-0.98	-1.70	-1.70
其他	81.54	83.34	99.88	109.48	归属母公司净利润	137.35	173.21	204.16	242.33
非流动负债	293.14	293.79	295.37	295.91	EBITDA	210.14	251.01	290.39	337.94
长期借款	290.84	291.76	292.66	293.57	EPS (摊薄)	1.14	1.44	1.70	2.02
其他	2.30	2.03	2.71	2.35					
负债合计	415.82	441.13	452.26	471.21	主要财务比率				
少数股东权益	3.27	2.29	0.59	-1.11	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	120.00	120.00	120.00	120.00	成长能力				
资本公积	52.95	52.95	52.95	52.95	营业收入增长率	0.22	0.21	0.17	0.17
留存收益	160.28	333.49	537.65	779.98	营业利润增长率	0.75	0.31	0.20	0.21
归属母公司股东权益	333.23	506.44	710.60	952.93	归属于母公司净利润增长率	1.27	0.26	0.18	0.19
负债和股东权益	752.32	949.85	1163.44	1423.03	获利能力				
					毛利率	0.52	0.52	0.52	0.53
现金流量表					净利率	0.11	0.11	0.11	0.12
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	0.51	0.41	0.33	0.29
经营活动现金流	146.01	162.09	201.47	231.72	ROIC	0.23	0.22	0.21	0.19
净利润	135.84	173.21	204.16	242.33	偿债能力				
折旧摊销	31.44	28.42	32.44	35.85	资产负债率	0.55	0.46	0.39	0.33
财务费用	18.04	14.42	13.25	11.25	净负债比率	0.77	0.76	0.73	0.71
投资损失	-0.18	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.30	3.70	4.63	5.35
营运资金变动	-42.61	-52.50	-47.46	-55.59	速动比率	2.49	2.74	3.65	4.29
其它	3.46	-1.46	-0.92	-2.12	营运能力				
投资活动现金流	-28.38	-85.59	-65.71	-84.13	总资产周转率	1.81	1.78	1.68	1.60
资本支出	-28.55	-41.48	-38.35	-44.53	应收账款周转率	13.25	12.71	12.78	12.61
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	40.88	43.24	41.05	41.72
其他	0.18	-44.11	-27.35	-39.60	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-55.65	2.64	-20.42	-6.30	每股收益(最新摊薄)	1.14	1.44	1.70	2.02
短期借款	-32.13	16.07	-8.03	4.02	每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.35	1.68	1.93
长期借款	-5.08	0.92	0.90	0.91	每股净资产(最新摊薄)	2.78	4.22	5.92	7.94
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积金增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	37.48	29.72	25.22	21.24
其他	-18.44	-14.34	-13.29	-11.23	P/B	15.45	10.17	7.24	5.40
现金净增加额	61.98	79.15	115.35	141.29	EV/EBITDA	1.08	21.17	17.87	14.94

数据来源： 港澳资讯、 公司公告、 广证恒生

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。