



## 数百年历史沉淀, 厚积薄发

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 产品独特、定位明确且梯队合理, 适用人群拓展后市场空间可达百亿级; 2) 公司对渠道布局力度大且将持续, 预计终端数量年均增长超过 50%, 将打开产品增长的渠道瓶颈; 3) 员工持股对销售员工覆盖份额大幅提升, 且控股股东增持现价增持, 对公司前景信心较强; 4) 公司当前 PEG 约 0.8, 为品牌中药行业最低, 且市值低于可比公司 1/3 以上, 具有比较优势。
- **百年老字号药企, 产品成长空间大。** 公司约 500 年历史不断代传承, 用料精细与坚守传统炮制技术, 为行业标准的严格践行者, 市场形象明确。其产品梯队布局合理, 有望逐步接力放量。1) 核心产品龟龄集、定坤丹当前适用人群数量均较小, 如能打开新适用人群, 龟龄集峰值有望突破 8 亿元, 定坤丹峰值有望突破 10 亿元。预计 2018 年龟龄集增速或超过 25%, 定坤丹增速或超过 60%; 2) 二线品种安宫牛黄丸、牛黄清心丸消费者市场教育较好, 依靠公司品牌协同, 销售规模或突破 5 亿元。预计安宫及牛黄清心丸在 2018 年增速均将超过 100%; 3) 三线品种如保婴散、六味地黄丸、甘露消渴胶囊等 10 余个, 收入规模或突破 1 亿元, 在新产能投建完成后均将陆续上市贡献业绩。我们预计公司 2018-2020 年收入复合增速或超 40%, 进入稳定而快速的发展阶段。
- **继续推动产品渠道扩张, 产品间协同作用明显。** 公司继续强化与全国及区域龙头商业、百强连锁药店的合作。2017 年公司管理及覆盖的药店终端超过 10 万家, 医院终端 4000 家, 实现了数量 50% 以上增长。目前药店终端还有约 80% 空白市场、医院终端还有约 60% 空白市场, 预计 2020 年将实现行业全覆盖。且已覆盖终端潜力还将继续释放, 进而拉动产品销售增长。公司对精品中药业务推广继续加强, 做好药形象逐渐树立, 产品间协同效应体现明显, 以品牌、学术推广带动经典国药销量快速增长。随着对产品市场推广加强, 公司 2017Q4 现金流已经回正, 应收账款增速放缓, 预计经营质量改善趋势仍将继续。
- **产能问题即将解决, 打开新的增长空间。** 公司现有产能约 20 亿, 预计 2018 年新产能建设完成后将提升 4 倍以上。其不仅将对 2018 年承诺业绩增长提供支撑, 同时也将新产品上市打下基础, 我们预期西黄丸、甘露消渴胶囊、保婴散、小儿咳喘灵等新品在产能释放后将陆续上市, 或将延续定坤丹销售增长趋势。且养生酒在产能释放后或大幅贡献业绩, 预计 2020 年收入规模超 1.5 亿元, 单品种峰值或超过 10 亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年净利润复合增速约为 58%, 给予公司 2018 年 55 倍估值, 对应目标价约为 70 元/股。我们认为随着公司对产品的推广力度增加, 及终端渠道布局数量快速增长, 业绩增速或有超预期表现, 长期看好, 维持“买入”评级。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1168.68	1893.58	2606.71	3537.51
增长率	24.73%	62.03%	37.66%	35.71%
归属母公司净利润(百万元)	236.80	449.23	656.02	925.37
增长率	92.82%	89.71%	46.03%	41.06%
每股收益 EPS(元)	0.67	1.27	1.86	2.62
净资产收益率 ROE	12.64%	18.49%	21.26%	23.07%
PE	86.70	45.70	31.29	22.19
PB	10.37	8.45	6.65	5.12

数据来源: Wind, 西南证券

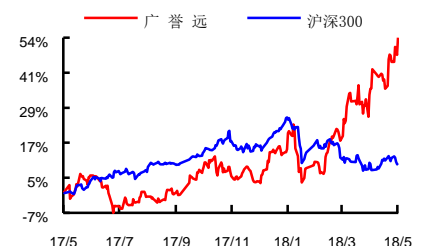
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力  
执业证号: S1250515090002  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzli@swsc.com.cn

分析师: 张肖星  
执业证号: S1250517080003  
电话: 021-68415020  
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	3.53
流通 A 股(亿股)	2.68
52 周内股价区间(元)	35.21-58.14
总市值(亿元)	205.30
总资产(亿元)	25.29
每股净资产(元)	5.57

### 相关研究

1. 广誉远(600771): 渠道扩张效果明显, 传统中药快速增长 (2018-04-23)
2. 广誉远(600771): 业绩超预期, 继续看好公司发展 (2018-01-30)
3. 广誉远(600771): 收入增长稳定, 看好公司前景 (2017-10-22)
4. 广誉远(600771): 业绩增速符合预期, 员工持股计划落地 (2017-08-22)

## 投资要件

### 关键假设

- 1、终端拓展继续推进，2018-2020 年终端数量复合增速超过 50%，预计 2020 年实现药店及医院终端全覆盖；
- 2、产能及原材料不受限，预计龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、龟龄集系列酒在 2018-2020 年复合增速分别约为 25%、48%、70%、52%、70%。
- 3、核心产品毛利率稳定，原材料涨价因素可以通过产品提价及提升生产效率平滑。

### 区别于市场观点

1、市场认为公司应收账款较大，收入增长全靠压货。我们认为公司产品上市时间短，渠道铺货需要，将逐渐改善。现阶段应收账款大的主要原因如下：首先是由于医药行业的特殊性，回款周期普遍较长，医院为 3-6 个月，连锁药店 45 天左右。其次是公司大多数产品为先货后款，为典型代销模式；第三即是产品市场推广时间短，比如定坤丹水蜜丸启动上市时间是 2016 年 3 月，渠道及终端铺货需要导致应收账款较多。现在区域连锁单月销量已经从几百盒提升到几千盒，随着公司品牌力的提升，其终端动销好转，预期也将逐渐改善。

2、市场认为公司产品属于中药，对其疗效质疑较高，成长不具备长期性。我们认为这是对中药行业的普遍质疑，但中药在治未病，以及慢病保养等方面性价比较高，随着政策推进落地，市场预期将有好转。中医药理念是个性化下药，即使是症状相似而发病原因不同，其用药也大不相同，可以说是最早的“个性化治疗”。消费升级将使得消费群体逐渐接受中医药理念，以及终端拓展使得个性化诊疗成为现实，进而使得中药有更大的增长空间。

3、市场认为公司估值太高，我们认为公司估值从 PEG 角度看实际并不高。2017 公司表现估值 2018 年 46 倍，处于品牌中药行业中位数水平。但其 2018-2020 年净利润复合增速约为 58%，当前 PEG 仅为 0.8，为品牌中药行业最低。

### 股价上涨的催化因素

核心产品提价超预期、终端拓展数量超预期、产品适应人群拓展进度超预期。

### 估值和目标价格

我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.27 元、1.86 元、2.62 元，对应市盈率分别为 46 倍、31 倍、22 倍。从绝对估值看公司每股内在价值约 2.42 元，考虑到公司处于发展初期，现金流较差，绝对估值不能反映市场对于公司成长的真实预期，故建议按照相对估值来进行考虑，考虑可比公司情况，给予公司的目标价为 70 元/股，维持“买入”评级。

### 投资风险

产品销售或不达预期、终端拓展或不及预期、产能建设进度或低于预期、原材料供应及价格波动风险。

## 目录

<b>1 公司概况：数百年历史沉淀，上升势头强劲</b> .....	<b>1</b>
1.1 历史：品牌中药新秀企业，五百年历史厚积薄发 .....	1
1.2 技术：用料精细与炮制技术传承，行业标准的严格践行者 .....	2
1.3 产品：公司产品线丰富，挖掘潜力较大 .....	4
1.4 销售：公司销售能力强，终端动销逐渐好转 .....	8
<b>2 行业概况：消费升级、终端拓展为其增长外因</b> .....	<b>10</b>
2.1 消费角度：收入及消费群体增加，消费升级拉动增长 .....	10
2.2 品牌角度：中药品牌化为行业趋势，产品间协同打开增长空间 .....	12
2.3 渠道角度：药店及国医馆终端数量增加利好中医药发展 .....	14
<b>3 产品概况：强大的产品梯队，极具爆发潜力</b> .....	<b>17</b>
3.1 龟龄集：定位偏差逐渐扭转，亚健康人群数量庞大 .....	17
3.2 定坤丹：为妇科大组方，其适应症较广 .....	21
3.3 安宫牛黄丸：价格梯队较好，全力抢占高端市场 .....	24
3.4 牛黄清心丸：拓展适用人群，增长空间较大 .....	26
<b>4 盈利预测</b> .....	<b>28</b>
4.1 关键假设 .....	28
4.2 收入分拆 .....	28
<b>5 估值分析</b> .....	<b>30</b>
5.1 绝对估值 .....	30
5.2 相对估值 .....	31
<b>6 风险提示</b> .....	<b>32</b>

## 图目录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 龟龄集产品历史所获荣誉.....	1
图 3: 定坤丹产品历史所获荣誉.....	1
图 4: 全国道地药材产区.....	3
图 5: 公司中药材种植基地建设情况.....	3
图 6: 龟龄集鹿茸炮制使用的醋膏晾晒工艺.....	3
图 7: 定坤丹姜炭炮制工艺.....	3
图 8: 核心产品产品日服用金额(元).....	5
图 9: 核心产品适用人群覆盖情况.....	5
图 10: 传统中药与精品中药增长收入情况(百万元).....	6
图 11: 传统与精品中药毛利率占比情况(2017 年).....	6
图 12: 传统中药收入及毛利率变化情况.....	6
图 13: 精品中药及毛利率变化情况.....	6
图 14: 公司收入增长情况(按季度).....	8
图 15: 公司重点销售省份.....	8
图 16: 公司销售人员单人销售金额(万元).....	9
图 17: 行业单人销售比较(万元/人, 2017 年).....	9
图 18: 收入增速与销售回收现金流对比(百万元).....	9
图 19: 应收账款及其增长情况.....	9
图 20: 城镇居民可支配收入及增长情况.....	10
图 21: 我国各年龄段人数占比.....	10
图 22: 中美日财富阶层结构.....	10
图 23: 2006-2017 年高净值人群规模.....	10
图 24: 我国高收入人群健康状况.....	11
图 25: 高收入人群感兴趣的话题(2016-2017 年变化).....	11
图 26: 居民购买非处方药动机分析.....	12
图 27: 胡润品牌价值制药企业排行榜(2017 年).....	12
图 28: 中西药独家品种占比情况.....	12
图 29: OTC 的差异化定位.....	12
图 30: 2010 年至今东阿阿胶主要产品价格上涨倍数.....	13
图 31: 片仔癀销量增长情况.....	13
图 32: 公司广告费用投入情况(百万元).....	13
图 33: 公司广告投入领域.....	13
图 34: 居民两周内购药次数占比.....	14
图 35: 家庭支出与自购药物次数、金额的关系.....	14
图 36: 国内实体药店终端销售额及增速.....	14
图 37: 零售市场各类产品销售额比重.....	14
图 38: 药店行业连锁率提升情况.....	16
图 39: 连锁药店单店收入与国医馆对比(万元).....	16

图 40: 终端数量变化情况 .....	16
图 41: 终端覆盖情况 .....	16
图 42: 补益类产品销量占比 .....	18
图 43: 肾阳虚药品市场份额 .....	18
图 44: 中老年男性年龄构成及占人口总数比例 .....	19
图 45: 亚健康人群按年龄段分布 .....	19
图 46: 龟龄集销售收入增长情况 .....	19
图 47: 龟龄集传统与精品收入占比情况 .....	19
图 48: 养生酒市场格局 .....	20
图 49: 龟龄集酒增长情况 .....	20
图 50: 市场养生酒价格情况 .....	20
图 51: 定坤丹各种剂型占比 (2017) .....	22
图 52: 定坤丹水蜜丸增速 .....	22
图 53: 安宫牛黄丸医院市场销量份额 .....	24
图 54: 安宫牛黄丸价格分布 (元) .....	24
图 55: 公司安宫牛黄丸系列销售情况 .....	25
图 56: 公司安宫牛黄丸传统及精品占比情况 .....	25
图 57: 公司牛黄清心丸系列销售情况 .....	27
图 58: 公司牛黄清心丸传统及精品占比情况 .....	27

## 表 目 录

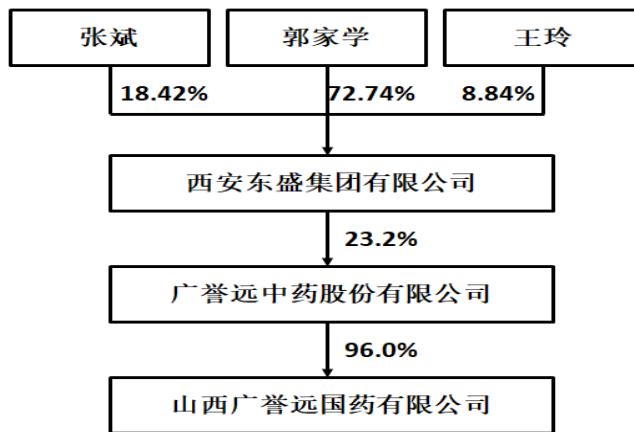
表 1: 各阶段资本运作概况.....	2
表 2: 山西广誉远核心技术人员.....	4
表 3: 公司核心产品情况.....	4
表 4: 新产能规划与预计销售收入.....	7
表 5: 其他销量较小或已有批号但未生产销售的品种.....	7
表 6: 大参林(603233)产品毛利率及公司整体净利润率情况.....	15
表 7: 零售连锁药店中中药类收入占比变化情况.....	15
表 8: 龟龄集成份及功效.....	17
表 9: 龟龄集各适应症领域市场销售空间估计.....	18
表 10: 定坤丹成份及功效.....	21
表 11: 定坤丹八大组方构成.....	21
表 12: 中国城市零售药店中成药妇科用药(2016年).....	22
表 13: 定坤丹各适应症领域市场销售空间估计.....	23
表 14: 安宫牛黄丸成分及其功效.....	24
表 15: 允许使用天然麝香的安宫牛黄丸.....	25
表 16: 安宫牛黄丸各适应症领域市场销售空间估计.....	25
表 17: 牛黄清心丸成份及功效.....	26
表 18: 牛黄清心丸各适应症领域市场销售空间估计.....	27
表 19: 公司主营业务收入分拆与预测.....	28
表 20: 绝对估值假设条件.....	30
表 21: FCFE 估值结果.....	30
表 22: FCFE 估值敏感性分析.....	30
表 23: 可比公司估值情况.....	31
附表: 财务预测与估值.....	33

# 1 公司概况：数百年历史沉淀，上升势头强劲

## 1.1 历史：品牌中药新秀企业，五百年历史厚积薄发

公司历史悠久距今约 500 年，为我国传统品牌中药新秀企业。公司控股股东为东盛集团，实际控制人为郭家学。子公司山西广誉远国药为其核心资产，目前对其持股比例约为 96%，剩余 4% 为晋中市国有资产经营公司持有。且根据 2016 年重组方案约定，2018 年子公司山西广誉远国药承诺其经营性净利润不低于 4.3 亿元。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

山西广誉远拥有龟龄集、定坤丹处方及制作工艺为国家级秘密技术，且龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸制作技艺同时为国家非物质文化遗产，数量居行业前列，产品竞争力强。

图 2：龟龄集产品历史所获荣誉



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：定坤丹产品历史所获荣誉



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司近 500 年发展，历史曲折。近年来又经历了 1998 年成立山西广誉远，2003 年改制后东盛科技（其后改名为广誉远）受让 95% 山西广誉远股权。中间又经历了东盛集团、长城资产分别持股 20%，2015 年 11 月东盛欠款及利息还清，回购长城资产的 20% 广誉远股权等曲折历史。中间间隔数月，迫于资金压力又将 18% 股权权转让给鼎盛金禾、磐鑫投资，股权结构变为东盛科技 55%、东盛集团 22%，鼎盛金禾 10%、磐鑫投资 8%、以及晋中资产

5%。随后公司进行重大资产重组，发行股票收回东盛集团、鼎盛金禾、磐鑫投资合计 40% 股票，并募集资金。至此上市公司完成对山西广誉远少数股权收购，公司发展进入新阶段。

**表 1：各阶段资本运作概况**

	事项	涉及股份数量	时间	购买价格	锁定期	解禁时间
大股东	重大资产重组	约 2794 万股	2016/12/23	25.43 元	36 个月	2019/12/22
	二级市场增持	已通过信托计划购买 653 万股	-	约 45 元	12 个月	-
高管	非公开发行增持	由广誉远董事长、总裁和部分中层管理人员认购 720 万股	2015/7/28	18.80 元	36 个月	2018/7/27
员工激励	员工持股一期	通过信托计划购买 230 万股	2016/5/10	25.78 元	12 个月	2017/5/9
	员工持股二期	通过信托计划购买 620 万股	2017/12/6	40.23 元	12 个月	2018/12/5

数据来源：公司公告、西南证券整理

公司在 2015 年以来资本运作频繁，目前基本解决了高管持股、员工激励以及少数股权等问题。山西广誉远在 2016-2018 年对赌业绩分别为 1.3 亿元、2.3 亿元以及 4.3 亿元，大股东对发展前景看好。2018 年为公司重要年份，将面临高管非公开发行增持解禁、二期员工持股解禁、以及定增对赌业绩等事件。目前员工激励把全环节的核心骨干均已覆盖，一线销售员工积极性较高，我们认为将对其产品销售形成正反馈。

## 1.2 技术：用料精细与炮制技术传承，行业标准的严格践行者

中成药行业发展面临较大压力，首先是有医保控费的因素，但分析其主要原因还是质量和疗效市场质疑较多。我们认为中医作为我国传统文化重要组成部分，理论和实践历史悠久，且临床基础数量多，是经得起市场检验的。但中成药因为各生产企业的原材料来源及炮制工艺差别，是导致出现质量与疗效质疑的最主要原因。目前国家对中药材源头加大质量管理力度，在 4 年间累计共收回 70 余张中药饮片企业 GMP 证书，我们预计未来监管仍将趋严。公司在加强药材质量以及炮制工艺控制方面，坚守行业及传统标准。

**严格把控药材质量。**在药材领域，道地药材概念深入人心，这也是长期中药临床总结的结论。主要指在特定地域通过特定生产过程所产的药材，如东北人参、青藏冬虫夏草、云南三七、甘肃当归等。目前道地药材价格均较高且涨价趋势明显，以人参为例，其价格从 350 元最高上涨到超过 800 元，即使价格回落后也比 2012 年最低价格高出 20% 以上。我们认为主要原因是市场对于道地药材的需求增加，背后的潜在逻辑为消费升级。

为了保证药效，公司均采用道地药材，如山东济南的阿胶、四川的黄连、贝母、麝香，陕西的当归、大黄，宁夏的枸杞等。同时对药材质量等级要求较高，在精品中药领域表现尤为突出，比如精品龟龄集选用六年生高丽红参之天参，鹿茸选用 5 年以上梅花鹿或马鹿之二杠三岔茸尖，海马要求体长 20 公分以上；精品安宫牛黄丸选用 58 万元/公斤的天然牛黄入药，胆红素含量高达 50%，而国家标准要求天然牛黄胆红素含量只有 35% 左右等。

为了满足产能扩大对原材料需要，公司自己也建设建立人参、鹿茸、枸杞、西红花、地黄、肉苁蓉、麻黄等九大养植基地。还在云南已经建了犀牛养殖基地作为储备，业内少有；在云南和广东也都建立了穿山甲养殖驯化基地，保证现有产品的原材料供给。



图 4：全国道地药材产区



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司中药材种植基地建设情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品制作过程的古法炮制也是其特色。龟龄集中鹿茸炮制使用的醋膏，需要晾晒三年，20斤出1斤；淫羊藿先剪去边刺，采用鲜牛奶浸泡至透后，再经过九蒸九晒进行炮制；枸杞炮制使用蜜制法等。

图 6：龟龄集鹿茸炮制使用的醋膏晾晒工艺



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：定坤丹姜炭炮制工艺



数据来源：公司公告，西南证券整理

定坤丹的煨干姜炭炮制工艺，获得业内广泛赞誉。姜炭炮制用煨炭锅，合理控制火候，使其“炭而存其性”，且煨炭时所用的土，要产自阳坡的黄土，经过三年日晒才能使用。组方中“熟地”的传统炮制前后要经过九蒸九晒，达到“黑如漆、亮如油、甜如蜜、香如饴”。安宫牛黄丸中朱砂、雄黄分别研磨成粉，水飞成极细粉，阴干，为行业独家技术；珍珠则是将其放入豆腐并蒸适当时间，经特殊炮制成粉。

公司药材炮制均由经验丰富的老药工把关，每道工序都由有着几十年从业经验并有师承经历的人操作。目前具有传承人资格的共有 9 位，包含了国家、省级、县市级制作技艺传承人，对于技艺传承采用师徒传授模式，有利于公司产品质量延续以及产能规模扩大。

**表 2：山西广誉远核心技术人员**

姓名	出生年	技艺领域
蔚向前	1957 年	安宫牛黄丸市县级传承人
柳惠武	1955 年	国家级非物质文化遗产龟龄集/定坤丹传统制作技艺代表性传承人，安宫牛黄丸省级传承人，八宝玉枢丸市级传承人，麝雄至宝丸县级传承人
郝晋琪	1964 年	安宫牛黄丸县级传承人
李建春	1966 年	山西省定坤丹传统制作技艺代表性传承人
李建东	1970 年	龟龄集市县级传承人
孟庆珊	1953 年	晋中市定坤丹传统制作技艺代表性传承人
高占龙	1965 年	太谷县定坤丹传统制作技艺代表性传承人
杨兆恒	1972 年	太谷县定坤丹传统制作技艺代表性传承人
杨致国	1969 年	太谷县龟龄集传统制作技艺代表性艺人

数据来源：公司公告、西南证券整理

我们认为，公司在生产过程中对质量的把控严格，符合消费者对中成药的市场认知，依靠其精益求精选原材料，遵古炮制如法制作的生产风格，行业领先，其疗效能得到消费者认可，也为其树立品牌做好基础。

### 1.3 产品：公司产品线丰富，挖掘潜力较大

公司主业为药品及养生酒生产、销售等，其产品线又可以分为传统中药系列、精品中药系列以及养生酒系列。其控股子公司山西广誉远拥有药品注册批件 104 个和保健食品注册批件 1 个，其中 OTC 品种为 63 个、被列入国家《医保目录（2009 版）》78 个、被列入《国家基本药物目录（2012 年版）》33 个。目前在产在销的核心产品有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等，具体如下表所示。

**表 3：公司核心产品情况**

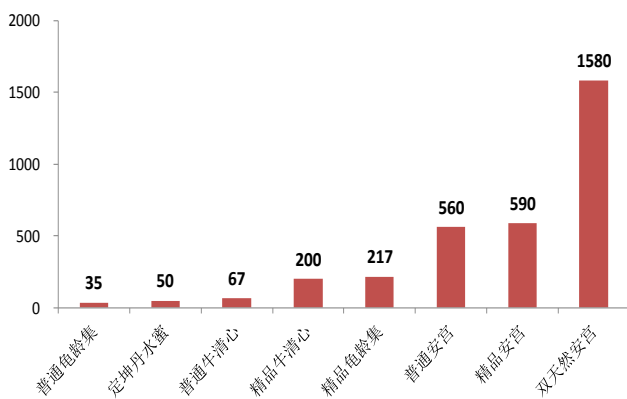
分类	产品名	图样	功能	销售规模 (亿元)
传统中药系列	龟龄集		强身补脑，固肾补气，增进食欲。用于肾亏阳弱，记忆减退，夜梦精溢，腰痠腿软，气虚咳嗽，五更溏泻，食欲不振。	3.9
	定坤丹（大蜜丸）		滋补气血，调经舒郁。用于气血两虚、气滞血瘀所致的月经不调、行经腹痛。	1.1
	定坤丹（水蜜丸）		滋补气血，调经舒郁。用于月经不调，行经腹痛，崩漏下血，赤白带下，贫血衰弱，血晕血脱，产后诸虚，骨蒸潮热。	2.8
	安宫牛黄丸		清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血等。	1.3
	牛黄清心丸		清心化痰，镇惊祛风。用于风痰阻窍所至的头晕目眩、痰涎壅盛、神志混乱、言语不清及惊风抽搐、癫痫。	0.3
精品中药系列	龟龄集		强身补脑，固肾补气，增进食欲。用于肾亏阳弱，记忆减退，夜梦精溢，腰痠腿软，气虚咳嗽，五更溏泻，食欲不振。	0.7
	定坤丹口服液		滋补气血，调经舒郁。用于气血两虚、气滞血瘀所致的月经不调、行经腹痛。	0.06

分类	产品名	图样	功能	销售规模(亿元)
	安宫牛黄丸		清热解毒,镇惊开窍。用于热病,邪入心包,高热惊厥,神昏谵语;中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血等。	0.2
	安宫牛黄丸(双天然)		同上	0.2
	牛黄清心丸		清心化痰,镇惊祛风。用于风痰阻窍所至的头晕目眩、痰涎壅盛、神志混乱、言语不清及惊风抽搐、癫痫。	0.15
养生酒	龟龄集酒		延缓衰老、抗疲劳	0.2
	加味龟龄集酒		补脑固肾,强壮机能,延年益寿。用于气虚血亏,健忘失眠,食欲不振,腰酸背痛,阴虚阳弱,阳痿早泄,宫冷腹痛,产后诸虚。	—
	精品加味龟龄集酒		同上	—

数据来源:公司官网、西南证券整理

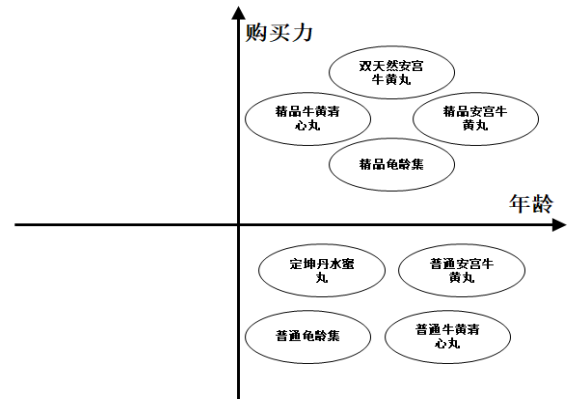
从公司产品线来看,其梯度明确,质量与价格分明,能满足不同消费能力人群。按照日服用金额划分,安宫牛黄丸系列属于第一梯队,但其内部价格也有分层,比如高品质的双天然安宫是普通的约3倍;其次是精品中药的龟龄集和牛黄清心丸,日服用金额在200元附近;最后是传统中药领域的龟龄集、定坤丹及牛黄清心丸,日服用金额均在100元以下。根据消费者年龄段情况来看,以待孕以及中老年人为主,低年龄人群几乎没有覆盖。随着后期保婴散、银翘解毒片、感冒清热颗粒上市后,可以完成全年龄段覆盖。

图8:核心产品日服用金额(元)



数据来源:公开信息,西南证券整理

图9:核心产品适用人群覆盖情况



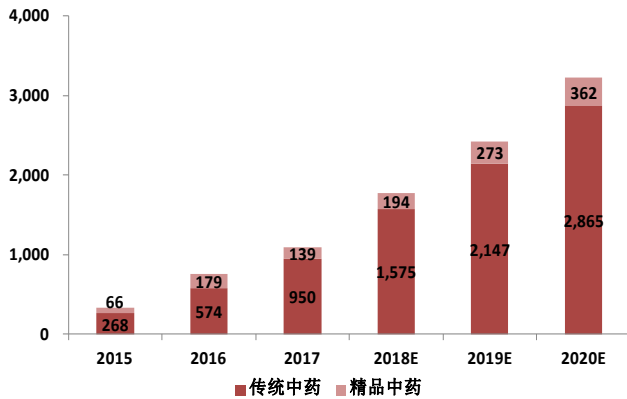
数据来源:西南证券整理

公司2017年传统中药、精品中药分别约为9.5亿元、1.4亿元,同比增速分比约为66%、-22%;精品中药收入下滑原因有两个,其一是产能限制,公司优先保障市场畅销产品供应,产能向传统中药的定坤丹和安宫牛黄丸倾斜,像精品中药的定坤丹口服液几乎处于停产;其二是原材料限制,重点体现在天然麝香,导致2017年双天然安宫牛黄丸停产,何时复产还需要跟踪。

从毛利角度看,传统与精品毛利润占比约为9/1,传统中药利润占比扩大,直接原因是由于产品收入结构变化导致。公司药品板块的收入贡献及利润贡献仍以传统中药为主,精品

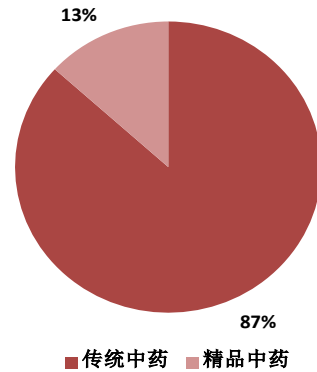
中药主要以提升公司品牌为主要目的。且随着终端推广加强，我们预计 2018 年传统中药、精品中药分别约为 16.4 亿元、1.9 亿元，同比增速约为 73%、39%，在产能及原材料充足的背景下，精品中药恢复性增长概率较大，且预计未来 3 年复合增速分别约为 44%、37%。

图 10: 传统中药与精品中药增长收入情况 (百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

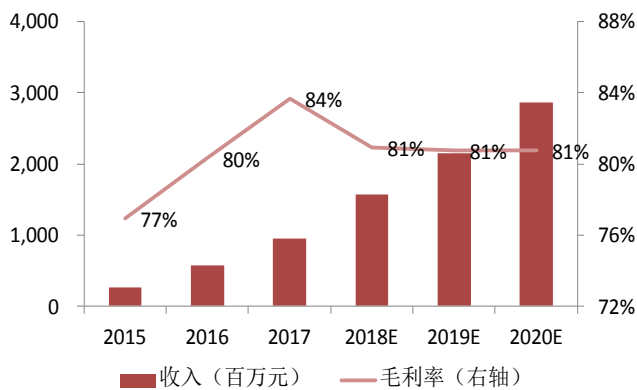
图 11: 传统与精品中药毛利润占比情况 (2017 年)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

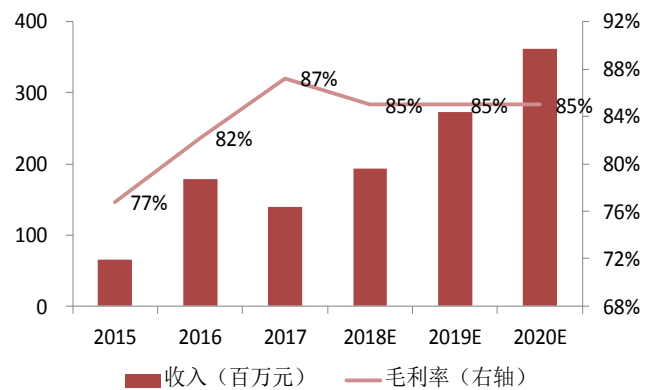
我们对于传统中药未来趋势判断为收入维持快速增长，毛利率将进入稳定趋势。主要原因为传统中药短期收入增速、毛利率变化主要受到定坤丹收入波动影响较大，2017 年定坤丹水蜜丸增速超过 100%，单品收入占比超过 25%，而该产品在 2017 年进行了供货价上提，毛利率维持稳定。但后期牛黄清心丸及定坤丹大蜜丸销量增加，会使得整体毛利率逐渐平稳；我们对于精品中药未来趋势判断为收入维持快速增长，整体毛利率波动不大维持在 85% 附近，原因为该板块整体毛利率均较高，产品间差异不明显。

图 12: 传统中药收入及毛利率变化情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 精品中药及毛利率变化情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

虽然公司产品丰富，短期仍受制于产能不足的压力，不能实现产品的全面上线。2015-2017 年通过新增丸剂生产线、前处理熟地烘箱、新增人员和班次、新增库房及配套设施等，对原有产能进行挖潜改造。2017 年将定坤丹产能提高 52%，安宫牛黄丸、牛黄清心丸产能提高 550%，顺利完成 2017 年生产任务。虽然通过生产线改造解决了短期产能，保证龟龄集、定坤丹等核心传统国药产品的生产，但长期增长还是需要看新产能的投产情况。我们预计新产能 2018 年下半年开始贡献业绩，届时定坤丹口服液、以及龟龄集酒均将上线生产，能赶上 2018Q4 销售旺季市场销售。

**表 4: 新产能规划与预计销售收入**

序号	品名	规格	现有产能 (2016)	新建产能	单位
一	龟龄集养生酒车间				
	龟龄集养生酒	250ml	85	500	万瓶
	龟龄集养生酒	500ml		2,000	万瓶
龟龄集养生酒	700ml	100		万瓶	
二	龟龄集酒剂车间				
	加味龟龄集药酒	500ml		350	万瓶
	龟龄集药酒	250ml		300	万瓶
三	中药丸剂大楼				
	安宫牛黄丸	3g	1500	200	万丸
	牛黄清心丸	3g		1,300	万丸
	定坤丹	10.8g		4,000	万丸
	定坤丹水蜜丸	7g	1300	5,000	万瓶
	其它普药大蜜丸	9g		3,000	万丸
	其它水丸、浓缩丸	10g		2,000	万瓶、袋
四	综合制剂大楼				
	定坤丹口服液	10ml		3,000	万支
	龟龄集	0.3g	3600	10,000	万粒
	片剂	0.25g		25,000	万片
	颗粒剂	10g		30,000	万袋
	散剂	2g		3,000	万袋

数据来源: 公司测算、西南证券整理

在公司后备的产品梯队中多以普药为主 (或有独家经典名方未公开, 还需要查证), 且大多数属于医保 OTC 品种, 在单品种盈利上虽然低于四大核心产品, 但多品种开发协同作用明显, 有利于公司突破收入瓶颈, 巩固公司在连锁终端的品牌力。

**表 5: 其他销量较小或已有批号但未生产销售的品种**

序号	批准文号	品种名称	剂型	规格	医保	基药	OTC
1	国药准字 Z14021272	银翘解毒丸	丸剂 (大蜜丸)	每丸重 9g	是	是	是
2	国药准字 Z14021755	小儿咳喘灵口服液	合剂	每支装 10ml	-	-	是
3	国药准字 Z14020685	参苓白术散	散剂	每袋装 6g	是	是	是
4	国药准字 Z14021694	保婴夺命散	散剂	每袋装 0.6g	-	-	-
5	国药准字 Z14020692	清胃黄连丸	丸剂 (水丸)	每袋装 9g	是	-	是
6	国药准字 Z14020499	羚翘解毒丸	丸剂 (大蜜丸)	每丸重 9g	是	-	是
7	国药准字 Z14020672	六味地黄丸	丸剂 (大蜜丸)	每丸重 9g	是	是	是
8	国药准字 Z14020674	牛黄解毒丸	丸剂 (大蜜丸)	每丸重 3g	是	是	-
9	国药准字 Z14020675	牛黄上清丸	丸剂 (大蜜丸)	每丸重 6g	是	是	是
10	国药准字 Z14020686	感冒清热颗粒	颗粒剂	每袋装 12g	是	是	是
11	国药准字 Z14021413	甘露消渴胶囊	胶囊剂	每粒装 0.3g	是	-	-
12	国药准字 Z14021722	小儿化毒散	散剂	每袋装 0.6g	是	是	-

数据来源: 公司公告、西南证券整理

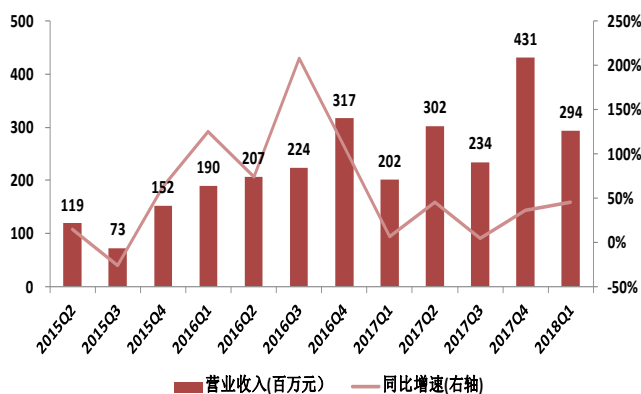
我们认为：公司产品线放在全行业来看也是极具竞争优势，既有赚钱品种也有“赚”品种，且产品单日的消费价格梯队合理也能全方位覆盖各消费层次。行业内竞争时，公司以质产品量和疗效为核心突破，以价格进行定位强化，寻找差异化机会。且在产能建好后，公司的产品梯队将更加立体，将产品布局由“点”向“面”最后向“群”推进，且后备产品也能借助公司品牌协同作用迅速打开市场，或复制定坤丹系列销售历史业绩。

## 1.4 销售：公司销售能力强，终端动销逐渐好转

公司 2017 年营业收入约为 12 亿元，同比增速约为 25%。其中医药工业约为 11 亿元，同比增速约为 44%，收入高速增长的主要原因为销售渠道扩张，目前公司管理及覆盖的药店终端超过 10 万家，医院终端 4000 家，同比均实现了翻倍增长。医药商业约为 0.5 亿元，同比下滑约为 62%，主要是受行业政策影响战略调整，对整体收入及利润影响较小。公司收入的季节性特征比较明显，Q4 收入占比在 2015-2017 均在 30% 以上，主要原因是 Q4 为其销售旺季，公司同时对终端推广力度加大，行业内其他公司如同仁堂、东阿阿胶均有同样现象。

目前公司重点销售区域为西北、华中、华东、西南等地，其中西北地区收入占比约为 30%，主要原因为属于传统销售重点布局地区。销售较好的省份有山西、浙江、广东、云南等，其中山西约有 1.5 亿元。从销售区域上看，公司仍有较大的省外市场可以拓展。

图 14：公司收入增长情况（按季度）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：公司重点销售省份

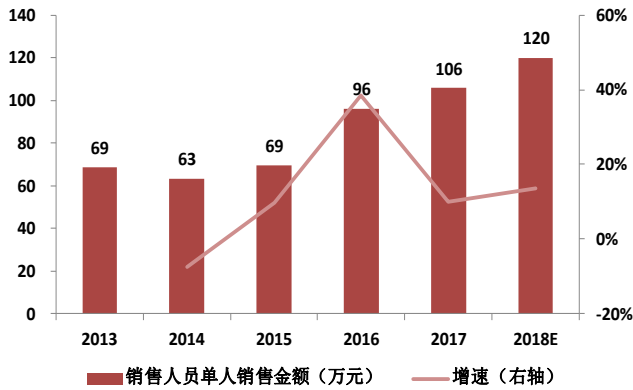


数据来源：公司公告，西南证券整理

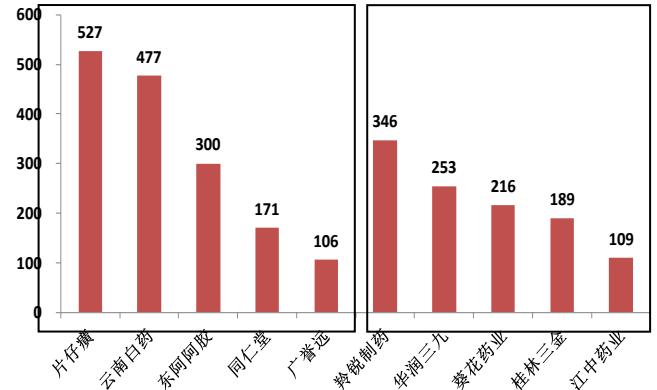
公司 2017 年销售人员约 1000 人，预计 2018 年将达到 1500 人，且预计后期龟龄集酒销售人员增长较快或超过 3000 人。从单人销售情况来看，2017 年达到约 106 万销售收入。从行业比较来看，低于品牌中药行业平均水平，与 OTC 中药行业平均水平接近。我们认为公司产品上市时间较短且产品线厚度较弱，且销售领域仍处于开始属于锻炼队伍，故短期单人销售金额不高。但随着“品牌力提升+产品群丰富+销售队伍能力提升”，预计后期单人销售金额将呈现逐渐增加趋势，2018 年或能达到 120 万以上。我们假设公司销售队伍单人销售能力达到 200 万，略高于同仁堂，且销售人员数量超过 1500 人，则其销售队伍能支撑的销售峰值空间将达到 30 亿元。

从目前队伍中人员经验结构比较合理，其中老东盛集团销售人员经验丰富，有运作“白加黑”等的成功案例，数量约 200 多人，且后期新进人员逐渐成熟。目前 OTC 渠道仍是销售重点布局领域，负责 OTC 的有 600-800 人，商务分销队伍约有 200 人左右，覆盖范围为全国。前者主要负责大型社会单体验店渠道的管理和维护，我们假设每人负责 50 家，则最

高能把控约 4 万家大型社会单体店，约占行业销售规模约 80%；后者主要负责经销商渠道管理和维护，其中也包括对连锁药店的销售管理。

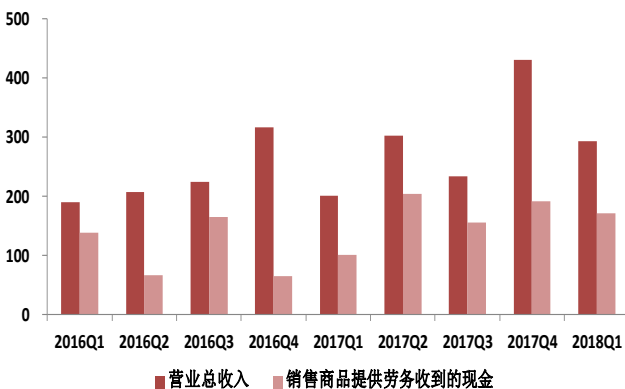
**图 16：公司销售人员单人销售金额（万元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

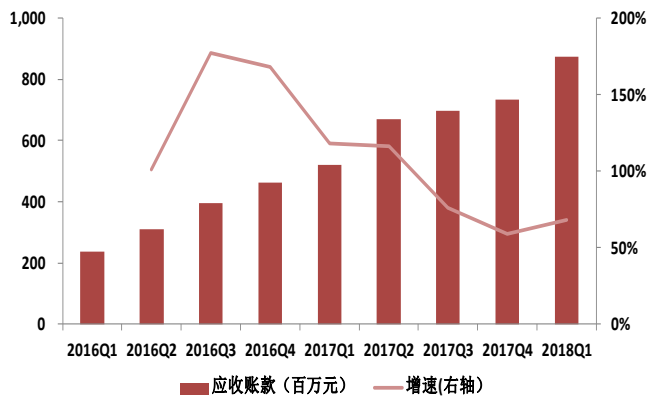
**图 17：行业单人销售比较（万元/人，2017 年）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

截至 2018Q1 公司应收账款为 8.7 亿，同比大幅增长近 70%。2018Q1 新增应收账款约为 1.4 亿元，但同期收入增加额约为 2.9 亿元，部分商品未取得现金流回，故市场对于公司应收账款及现金流质疑较多，但考虑公司对广告及研发投入较多，故现金流短期为负较为正常。应收账款金额较大其主要原因有两点：首先是由于医药行业的特殊性，回款周期普遍较长，调研发现医院回款大于零售终端，医院为 3-6 个月，连锁药店 45 天左右，其他零售终端为 2-3 个月。根据细分情况来看，公司应收账款主要集中在 1 年期，基本属于终端回款慢所致。其次是公司大多数产品为先货后款，为常见的代销模式。而同仁堂、云南白药、东阿阿胶等应收账款也较大，但属于先款后货且品牌较强，故这些公司的应收账款比例较稳定，我们预计随着公司品牌力加强其应收账款较多的现象也将逐渐改善。

**图 18：收入增速与销售回收现金流对比（百万元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 19：应收账款及其增长情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

2017 年公司应收款周转天数 184 天，远高于中药行业平均水平（云南白药仅 16 天）。但我们认为，随着公司业务规模的快速扩大、OTC 战略的不断深化，应收账款短期压力大属于正常，且定坤丹水蜜丸启动上市时间是 2016 年 3 月，现在区域连锁单月销量已经从几百盒提升到几千盒，终端动销好转，预期现金流及应收账款将逐渐改善。

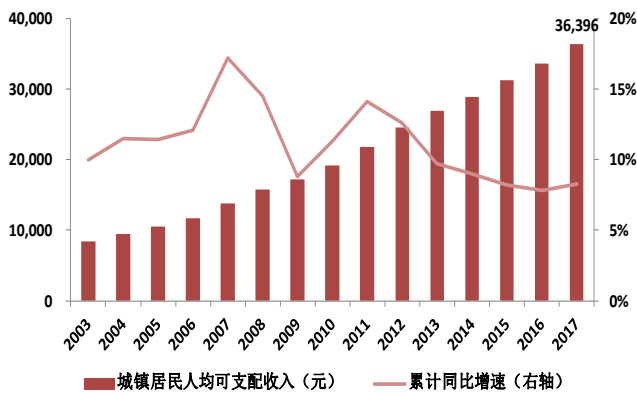
## 2 行业概况：消费升级、终端拓展为其增长外因

国家政策出台《中医药法》，保护行业发展及鼓励中药创新。在消费升级、健康意识提升、分级诊疗、新医保目录执行、覆盖终端数量增加等行业背景下，品牌中药前景较好。

### 2.1 消费角度：收入及消费群体增加，消费升级拉动增长

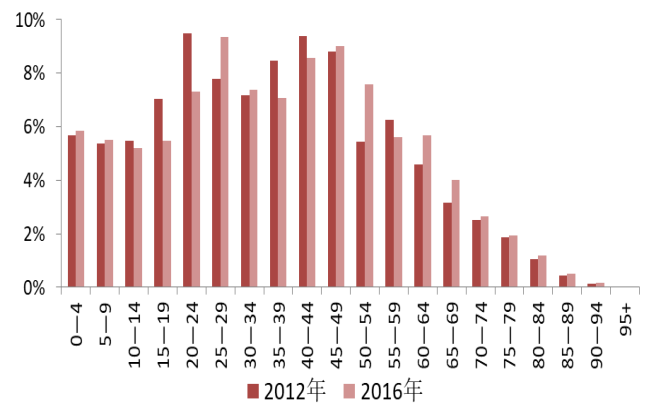
近年来随着我国经济维持快速增长，居民收入增加。2017年城镇居民人均可支配收入约为3.6万，同比增长约8.3%。与此同时，居民消费性支出结构发生变化，食品、服装等传统的物质型消费向教育、医疗保健、旅游等高端服务型消费转变，且在同类产品消费中更追求产品质量和品牌，消费升级趋势明显。

图 20：城镇居民人均可支配收入及增长情况



数据来源：wind，西南证券整理

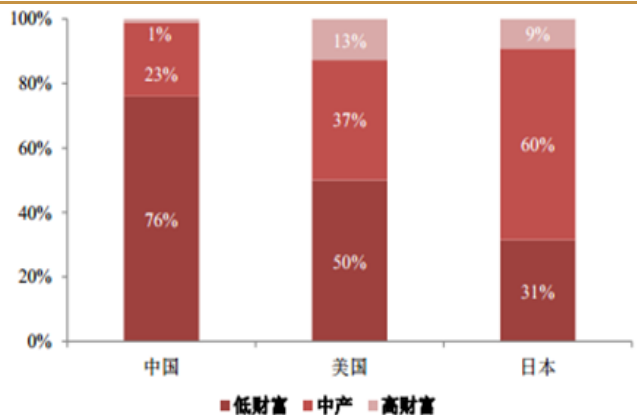
图 21：我国各年龄段人数占比



数据来源：wind，西南证券整理

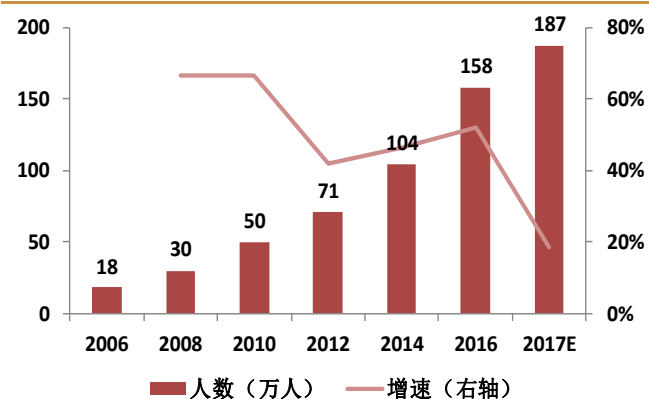
“50+”消费人群占比逐年提升，银发经济占比将逐渐提升。这部分人群子女经济上基本上独立，且经历改革开放后经济大潮，消费欲强烈。该群体的消费更多地倾向于养生保健。

图 22：中美日财富阶层结构



数据来源：社科院、西南证券整理

图 23：2006-2017 年高净值人群规模



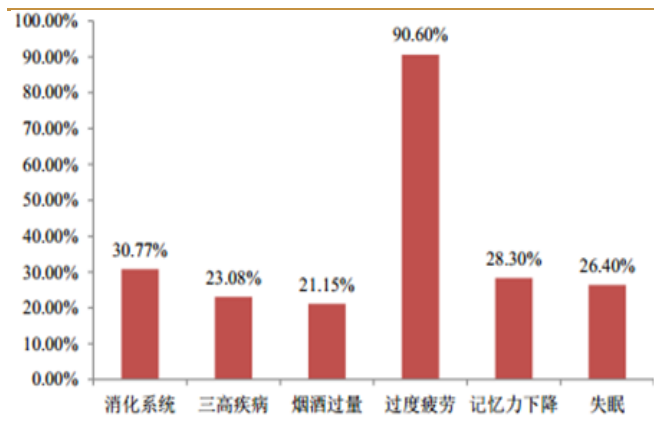
数据来源：前创汇，西南证券整理

- 根据社科院数据，我国中产以上收入群体占比接近 1/4，尽管低于美国及日本水平 1/2 以上，但随着社会发展这部分人群还将增加。估算我国达到中产阶段以上人数总数约为 3.5 亿，则远超美国及日本。

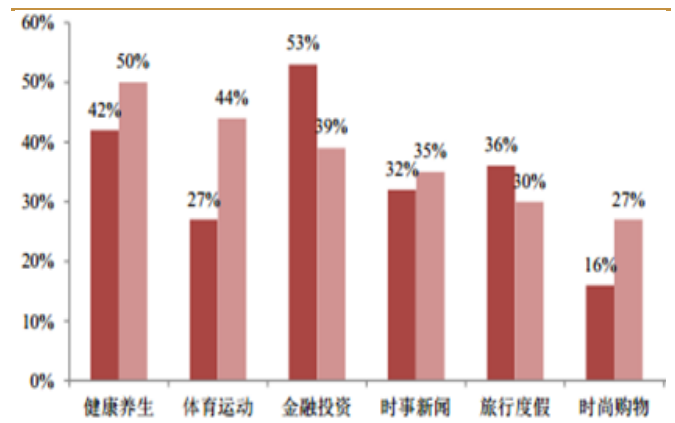


- 根据前创汇估算, 2017 年高净值人群(个人可投资资产超过 1000 万资产)将达到 187 万人, 在 2016 年-2017 年其结构也发生明显变化, 及 5000 万以上人群数量出现快速增长。
- 根据瑞信研究院《全球财富报告》, 我国家庭财富年增速约为 12%, 未来年仍将以 6% 以上速度增长。目前百万富翁已经超过 200 万人, 超高净值人群已接近 2 万人, 数量分别排全球第五、第二。

据调查, 高收入人群健康状态较差, 其心脑血管、肿瘤患病几率均高出平均水平, 且过度疲劳、亚健康等已经成为最常见状态。目前, 高收入群体对于健康等相关话题比较关心, 预计将带动相关产业发展。我们认为高消费人群对健康的态度转变将导致消费升级速度加快, 且会对整个社会群体形成示范效应, 促进对养生保健等消费习惯的形成。

**图 24: 我国高收入人群健康状况**


数据来源: 2016 高收入人群调研、西南证券整理

**图 25: 高收入人群感兴趣的话题(2016-2017 年变化)**


数据来源: 高收入人群健康白皮书、西南证券整理

居民可支配收入增加, 且高净值人群数量快速增加, 都将给品牌中药发展带来机遇。消费升级将使得居民对健康领域消费投入增加, 而中医药具有“治未病”及保健养生功能, 能满足消费者对健康的投入需求。品牌中药由于消费者接受程度高, 且具有稀缺等属性, 属于消费升级的直接受益领域。且对于高消费人群而言, 传统品牌中药除疗效确切之外, 且产品具有的品牌及稀缺属性更能满足其对于自身定位需求。

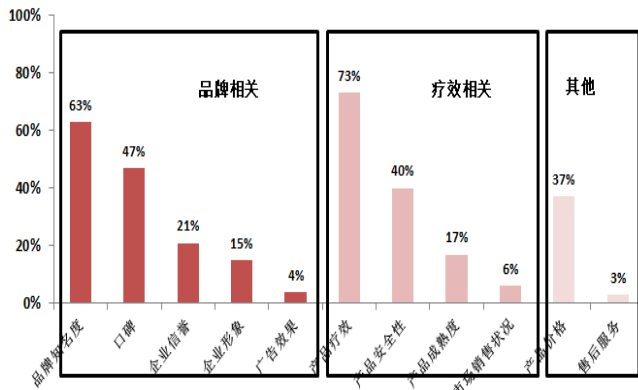
公司产品线同时具有精品及传统中药, 如龟龄集精品 60 粒\*3 瓶约为 19000 元, 平均 110 元/粒, 日服用金额约为 200 元, 能满足自身定位需要。但同时也有普通装 30 粒/瓶约为 528 元, 日服用金额为 40 元, 由于公司产品宣传均走高端路线, 该类药品在保健领域仍能占据高端客户群体。我们假设按照广誉远中档价格产品的日服用金额在 200 元左右计算, 目前仅计算 187 万高收入人群, 按照 10% 渗透率计算,  $187 \text{ 万} * 10\% * 200 \text{ 元} * 4 \text{ 次/月} * 12 \text{ 月} = 18 \text{ 亿元}$ 。如果再考虑中等收入人群, 以及高收入人群渗透率提升、月服用次数提升等因素, 我们预计其针对公司的现有产品其消费市场空间还将扩大到 100 亿级。

根据公司中成药的产品属性, 龟龄集、安宫牛黄丸及牛黄清心丸消费人群主要集中在高年龄组, 产品中人群覆盖相对年龄组较低的为定坤丹, 后期随着保婴散、小儿咳喘灵等产品上市后, 覆盖人群将持续向低年龄组扩展, 且小儿消费者为消费升级的重要人群, 预计其又将打开新的增长空间。

## 2.2 品牌角度：中药品牌化为行业趋势，产品间协同打开增长空间

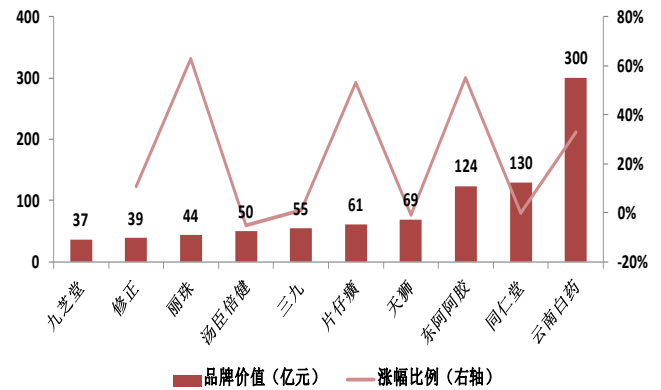
在 OTC 领域，药品同质化现象十分普遍，同样成分、疗效药品有数个乃至更多不同品牌的产品在售，且同类产品的价格、成本和疗效大相径庭。受专业知识限制，绝大多数的消费者对 OTC 药品的选择以购买知名品牌为主，故 OTC 行业的品牌消费特点较突出，中药品牌化为行业趋势。从相关研究结果来看，患者对于常见病种如感冒等领域的 OTC 药品知晓率较高，对于产品的知名度和疗效，是其购买时最主要的考虑因素。影响其后续购买的原因多在于效果不佳、质量不好，以及有其他更好的替代品等原因。

图 26：居民购买非处方药动机分析



数据来源：《居民非处方药购买行为的调查分析》、西南证券整理

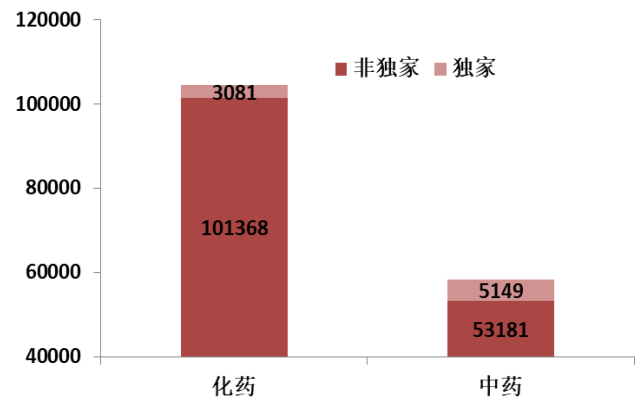
图 27：胡润品牌价值制药企业排行榜（2017 年）



数据来源：胡润网站、西南证券整理

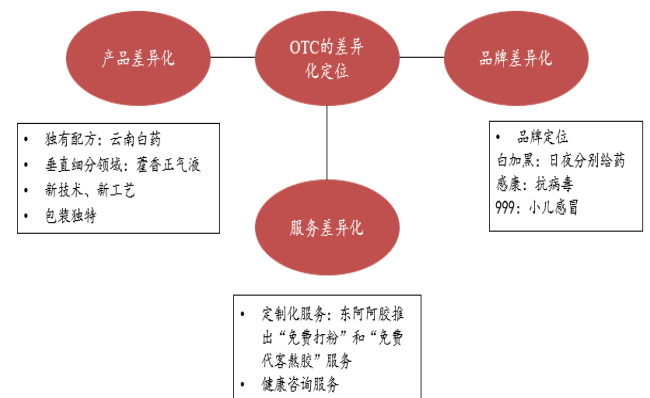
由于中成药的产品属性，配方独特等使得行业内独家品种较多。这种天然的差异化属性，使得中成药其竞争对手仿制难度较大，进而形成品牌的差异化。目前各企业品牌影响力主要体现在其定位，如东阿阿胶定位于滋补、云南白药定位于止血、同仁堂定位于传统经典、片仔癀定位于肝病领域。公司目前在不孕不育领域的品牌力逐渐形成，2017 年推“好孕中国”计划，效果较好，不仅产品疗效对症且消费者对价格接受度较高。我们估计公司的产品定位后期将向保健养生领域进行拓展。

图 28：中西药独家品种占比情况



数据来源：药智网、西南证券整理

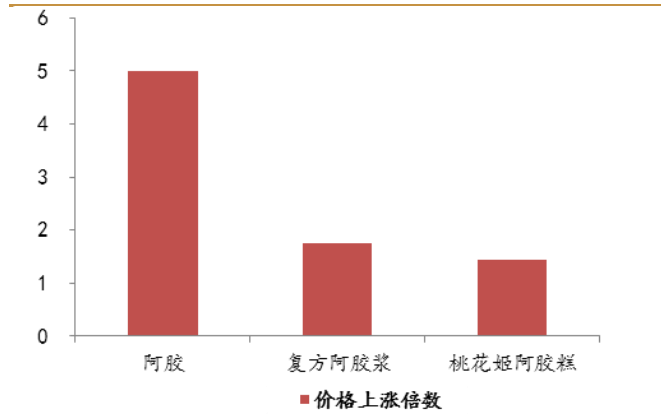
图 29：OTC 的差异化定位



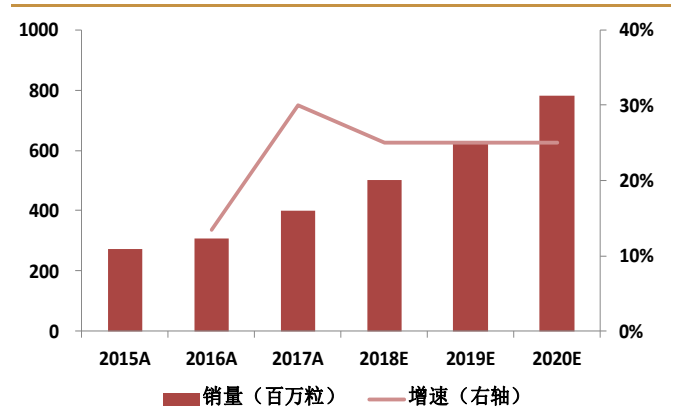
数据来源：西南证券

随着品牌的知名度越高，消费者认可度、忠诚度也会越高，提价后客户流失的比率较小。如东阿阿胶的阿胶块价格上涨约 5 倍，但单品收入仍维持稳定增长；而片仔癀则提价后

仍保持销量快速增长, 预计 2018-2020 年都将维持在 25% 左右销量增长。此外品牌力的提升也将带动周边产品销售, 如云南白药在止血领域的龙头地位、葵花药业的小葵花系列、健民集团的龙牧系列、太极集团的藿香正气口服液等, 其策略均为利用传统优势进行品类聚焦, 再带动品类周边品种共同成长。公司的品牌力提升也将带动后续的产品群销量快速增长。

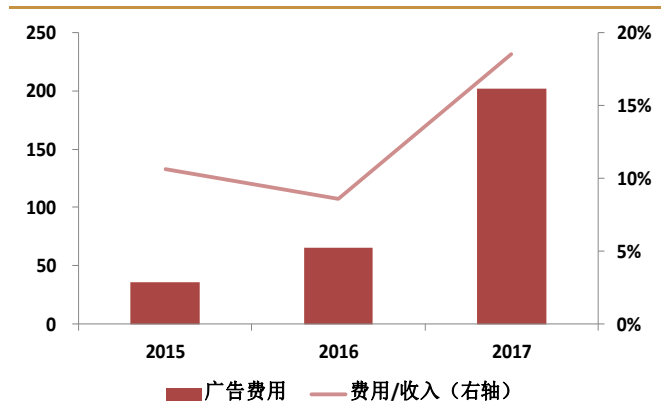
**图 30: 2010 年至今东阿阿胶主要产品价格上涨倍数**


数据来源: 西南证券整理

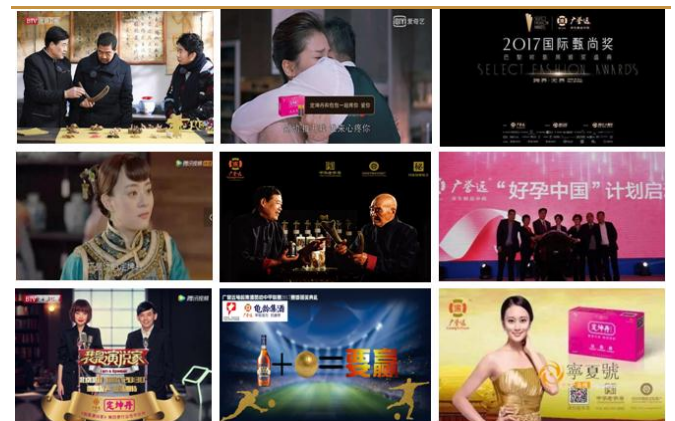
**图 31: 片仔癀销量增长情况**


数据来源: 西南证券整理

提升品牌除了产品差异定位外, 广告投入也很重要。但目前行业内由于广告费用投入边际效用递减以及广告法趋严, OTC 品牌壁垒逐渐提高, 需要更加精准化。公司 2017 年在品牌建设的投入力度明显加大, 广告费用投入约为 2 亿元, 同比增长接近 20%。传统媒体以央视及江苏卫视、湖南卫视、浙江卫视、北京卫视等为主, 楼宇广告以分众传媒为主, 同时通过央视《品牌中国》、《非遗中国行》、北京卫视《非凡匠心》等播出系列宣传品牌历史, 江苏卫视《非诚勿扰》冠名、对《那年花开月正圆》、《欢乐颂》的电视广告植入等增加公司曝光度。后期将在广告投入的渠道上更加精准, 更加贴近终端消费群体, 比如加大楼宇、移动终端等。我们估计 2018 年公司在楼宇、移动等这段广告费用投入或增加 1 倍以上。

**图 32: 公司广告费用投入情况 (百万元)**


数据来源: 西南证券整理

**图 33: 公司广告投入领域**


数据来源: 西南证券整理

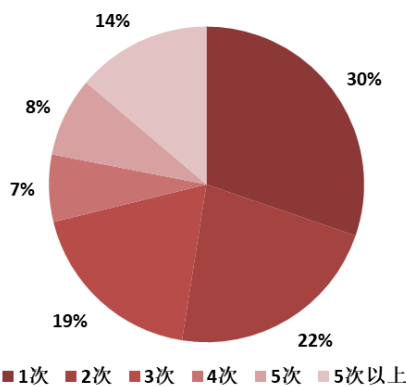
我们认为: 中药品牌化为行业趋势, OTC 公司对于各类广告投入既是必须也是有效的。其不仅有助于提升品牌价值, 增强经销商的信心, 也有助于零售终端吸引客流, 与零售药店签约也将更加容易。2018 年连锁药店签约金额较 2017 年增长 2 倍以上, 且主动签约现象较 2017 年更为普遍, 我们认为主要和公司广告投入、品牌力提升是密切相关的, 预期持续的广告投入将继续带动公司产品销量增长。

## 2.3 渠道角度：药店及国医馆终端数量增加利好中医药发展

中医药在零售市场增长的主要驱动力是自我诊疗范围扩大。对患者而言不仅完成药物治疗，而且能免去了上医院看病，节省了时间和费用，同时也让患者对自己病症的治疗和自身健康有更多的自主权，最终达到“治未病”。

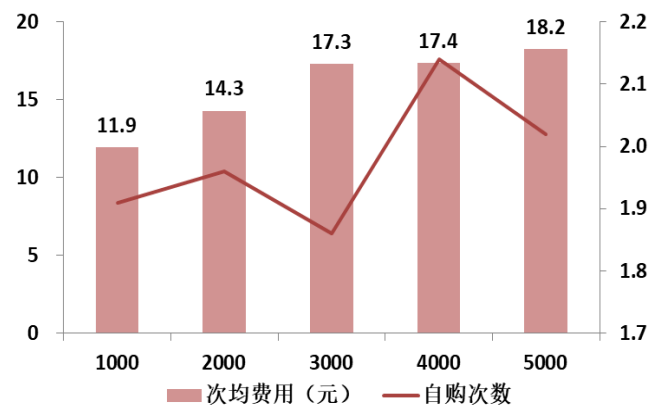
根据相关研究，两周内自购药物人次超过2次的占比约为52%，且购物次数及金额变化与家庭支出正相关。从年龄段来看，青年、中年、老年人自我药疗行为倾向逐步增强；我们认为随着老龄化人口逐渐增加，自我药疗也将成为普遍现象，消费终端逐渐靠近消费者，重心将从医院向零售转移，进而也将带动零售市场的中成药销售。

图 34：居民两周内购药次数占比



数据来源：农村居民自购药物行为的影响因素分析、西南证券整理

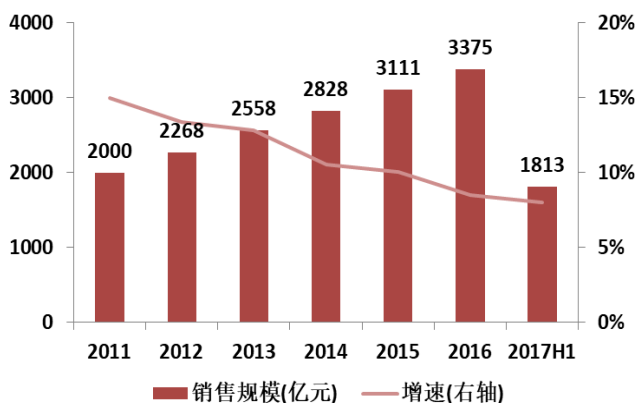
图 35：家庭支出与自购药物次数、金额的关系



数据来源：农村居民自购药物行为的影响因素分析、西南证券整理

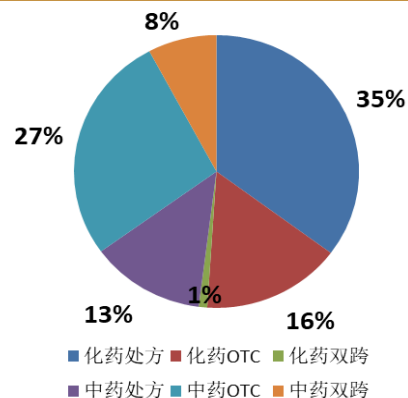
零售市场终端主要包括药店，及诊所等。药店是当前中成药 OTC 的主要销售渠道。根据艾美仕数据显示，在城市药店销售排名前十以中成药 OTC 企业居多。从南方所数据来看，国内零售市场销售额增速稳健。2017H1 约为 1813 亿元，同比增长约为 8%，其中化药处方、中药 OTC 两大类占比居前，分别约为 35%、27%。我们估算中药 OTC 类产品 2017 年在零售终端销售规模或超过 1000 亿元，预期增速还将维持在 10% 左右。

图 36：国内实体药店终端销售额及增速



数据来源：南方所、西南证券整理

图 37：零售市场各类产品销售额比重



数据来源：南方所、西南证券整理

随着广告投入边际效应递减，连锁药店等零售渠道推广将成为 OTC 品牌的必争之地，规模及集中度提升将推动企业品牌继续强化。品牌中药、中药饮片等单品种的净利润较高，同时也有利于提升整个门店的品牌形象。**我们认为：零售药店出于盈利目的，对中成药推广也会加强力度。**

**表 6：大参林 (603233) 产品毛利率及公司整体净利润率情况**

	2013	2014	2015	2016	2017
中西成药	33%	36%	36%	36%	35.0%
参茸滋补药材	39%	37%	41%	40%	40.3%
中药饮片	24%	26%	27%	26%	29.3%
保健品	67%	69%	70%	69%	——
医疗器械	63%	61%	65%	65%	——
净利润率	5%	6%	8%	7%	——

数据来源：公司公告、西南证券整理

比如益丰药房强化了以中药饮片为主导品类的“恒修堂”自主品牌建设，重点加大中药饮片、中药养生品、滋补品专柜等产品的品种结构优化、品质等级提升、营销方式创新。2017 年中药品类同比增速约为 43%，对公司整体业绩拉动较大。

**表 7：零售连锁药店中中药类收入占比变化情况**

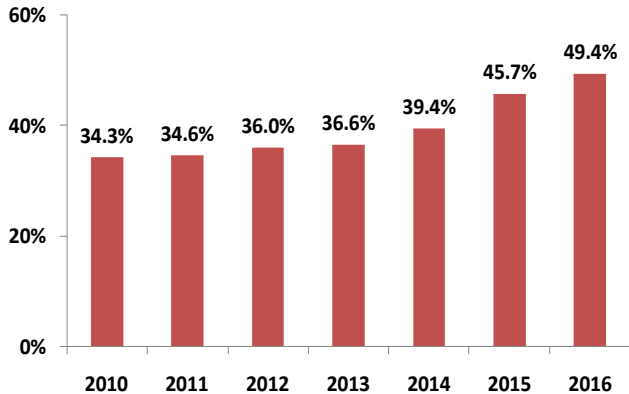
	2014	2015	2016	2017	复合增速	当前趋势
大参林	8.86	9.43	10.35	12.24	11.4%	中药收入维持高增速，收入占比基本持平
收入占比	19.5%	17.9%	16.5%	16.5%		
老百姓	3.73	4.05	5.67	7.0	23.3%	中药收入维持高增速，收入占比提升
收入占比	9.5%	8.9%	9.3%	9.3%		
益丰药房	2.0	3.35	4.49	6.43	47.6%	中药收入占比提升
收入占比		11.8%	12.0%	13.4%		

数据来源：公司公告、西南证券整理

中医药在基层的传播，除了零售终端外，我们认为还有中医诊所（含国医馆）、中医门诊部、中医医院等机构。其中国医馆作为专注于中医药领域的服务属性较强的终端，与大众化的中医诊所区别在于名老中医坐诊数量较多，推行国医馆将对中医药行业发展意义明显。

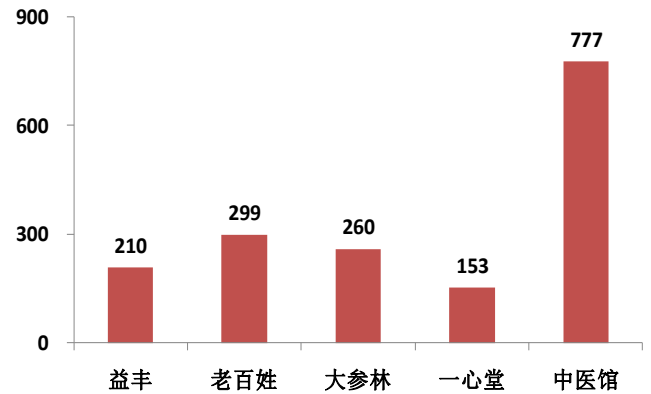
目前国家政策对于国医馆的开设支持态度明确。地方如云南、贵州都明确 2020 年乡镇均开设国医馆，安徽省也提出了几乎全省乡镇均要覆盖的目标。从开设情况来看，除同仁堂、叶开泰等老字号医馆外，近些年来新成立的国医馆也呈现快速成长趋势。其中连锁数量较大的有四川德仁堂约 100 多家、广东和顺堂 60 余家、圣爱国医馆 23 家、湖南九芝堂 20 余家、广誉远 10 余家等。国医馆还将呈现大规模开设趋势，比如红日药业、康美药业等均有布局。此外由于药店行业集中度提升，企业将逐渐转为盈利考核而非单纯的规模扩张，单店收入及利润压力较大。由于国医馆单点店收入远高于药店，故部分药店向国医馆转型也是大趋势。

图 38: 药店行业连锁率提升情况



数据来源: 智研咨询、西南证券整理

图 39: 连锁药店单店收入与国医馆对比 (万元)

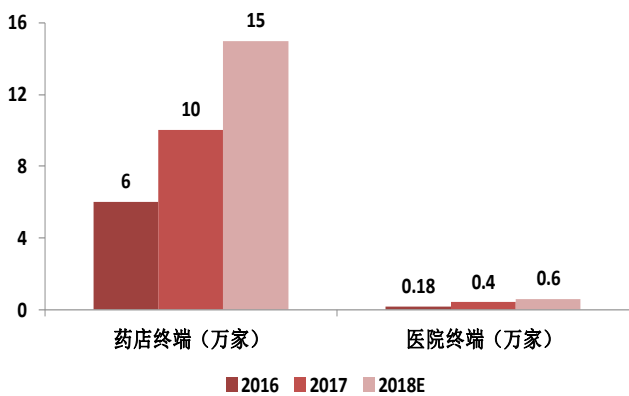


数据来源: 公司公告、2016 年国医馆发展蓝皮书、西南证券整理

国医馆的诊疗是基本上按照中医理念进行的。其中以自制成药、膏方等为药物加工特色，同时结合冬病夏治、中药节等促销手段。由于中医药理念是个性化下药，即使是症状相似而发病原因不同，其用药也大不相同，可以说是最早的“个性化治疗”。我们认为：零售药店满足患者自我诊疗需要，而中医诊所（国医馆）则是满足患者对个性化治疗的需要。随着这药店及国医馆这两大终端渠道的快速发展，必将拉动中医药行业快速发展。

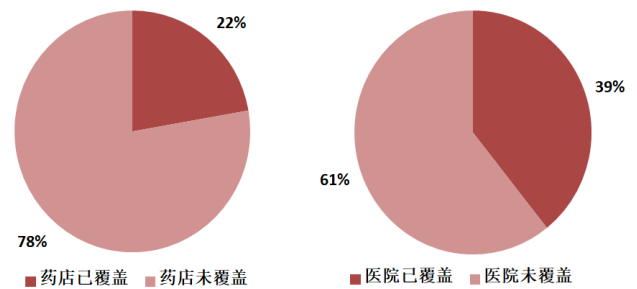
公司对于终端渠道布局极为重视，2017 年收入约为 9.5 亿元，同比增速约为 66%，我们分析其主要原因就是渠道扩张。该现象在品牌中药领域较为普遍，如同仁堂、片仔癀、东阿阿胶的发展均采用该种模式。目前公司在终端布局药店管理终端近 30000 家，覆盖终端 10 万家，医院管理终端 4000 家。2017 年终端数量增速超过 50%，预计 2018 年覆盖数量维持 50% 以上增长，如维持该增速，则在 2020 年前后将完成行业终端全覆盖。

图 40: 终端数量变化情况



数据来源: 西南证券整理

图 41: 终端覆盖情况



数据来源: 西南证券整理

我们估算公司对全行业零售终端预计覆盖比例在 20-25%，医院终端覆盖比例在 40% 左右，剩余至少 60% 以上空间未覆盖。2017 年医院端销售额约为 4 亿元，零售销售额约为 10 亿元，我们判断零售终端覆盖比例上升将带动产品销量快速增长。此外公司积极自建终端，现有 100 多家专卖店，多集中于百货商超以及交通枢纽位置。同时还开设 10 余家国医馆，目前深圳、杭州、大连、山西国医馆已经开始盈利，随着规模扩大，将对公司精品中药销售以及品牌建设有促进作用。

### 3 产品概况：强大的产品梯队，极具爆发潜力

公司核心产品有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等，均为经典名方，不仅适用人群有待继续扩大，且销售覆盖的空白区域仍较大。

#### 3.1 龟龄集：定位偏差逐渐扭转，亚健康人群数量庞大

龟龄集为公司独家产品，属于江西、宁夏等地 2017 版医保目录乙类。其始于明朝，距今 500 余年，最初为宫廷用药。其原材料组成及成药过程特点鲜明，具体有如下几点：

- **用材珍贵。**主要有红参、鹿茸、海马、枸杞子、丁香、穿山甲、雀脑、牛膝、锁阳、熟地黄、补骨脂、菟丝子、杜仲、石燕、肉苁蓉、甘草、天冬、淫羊藿、大青盐、砂仁等二十多种珍贵药材，保证药材道地的基础上，优中选优。而精品龟龄集用料又更为珍贵，红参选择 6 年生，单价高达 28000 元/公斤，鹿茸选用 15000 元/公斤，4 倍于普通价格；海马则选用体长在 20cm 以上的海马，用料等级又大幅提升。

表 8：龟龄集成份及功效

定位	原料	功能主治
君	人参	大补元气,补脾益肺,生津,安神益智
	鹿茸	补肾阳,益精血,强筋骨,调冲任
臣	海马	补肾壮阳、舒筋活络、消炎止痛、镇静安神、止咳平喘
	淫羊藿	补肾壮阳,祛风除湿
	雀脑	壮阳、益精、补肾、强腰
	锁阳	补肾、益精、润燥
	杜仲	补肝肾,强筋骨,安胎
	补骨脂	补肾壮阳,固精缩尿,温脾止泻,纳气平喘
	菟丝子	滋补肝肾、固精缩尿、安胎、明目、止泻
	肉苁蓉	补肾阳,益精血,润肠道
佐	丁香	温中降逆,散寒止痛,温肾助阳
	砂仁	化湿开胃,温脾止泻,理气安胎
	熟地	补血养阴,填精益髓
	天冬	养阴清热,润肺滋肾
	枸杞	滋补肝肾,益精明目
	炮山甲	活血散结,通经下乳,消痈溃坚
	牛膝	逐瘀通经,补肝肾,强筋骨,利尿通淋,引血下行
石燕	除湿热,利小便,退目翳	
使	甘草	脾益气,清热解毒,祛痰止咳,缓急止痛,调和诸药
	大青盐	泻热,凉血,明目,润燥

数据来源：公司公告，西南证券整理

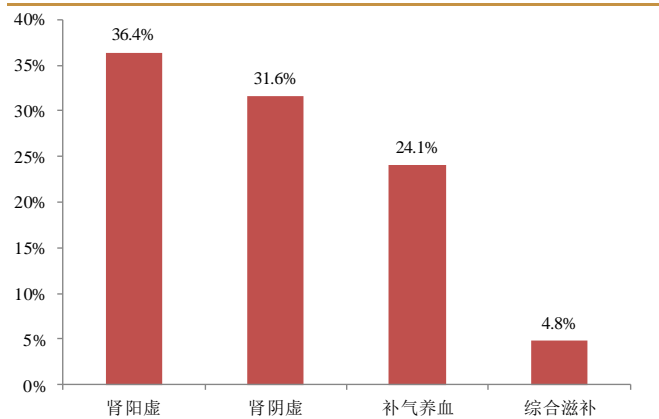
- **炮制过程繁琐。**老陈醋炮制鹿茸，其中老陈醋要晾晒三年；牛乳炮制淫羊藿，九蒸九晒；地黄九蒸九晒；诸多不一一叙述，有意者搜索相关文献。

➤ **升炼环节独特。**银制锅具，全流程 36 天，具体过程保密。

龟龄集的治疗功能为强身补脑，固肾补气，增进食欲。其主要用于肾亏阳弱，记忆减退，夜梦精溢，腰痠腿软，气虚咳嗽，五更溏泻，食欲不振等适应症。具体概括为补肾益气，在不孕不育领域的效果明显，且适用于各类亚健康人群及中老年人保健养生。**我们认为龟龄集未来的增长点主要为两点：其一是适用人群数量增加；其二是终端销售加强。**

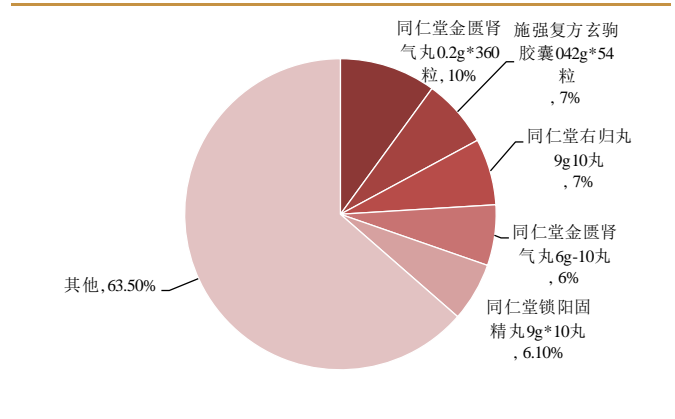
**前期定位固化，逐渐转向大健康领域。**按照划分，龟龄集属于肾阳虚类产品，症状主要是起夜、失眠、易出汗、精力下降等症状，年龄多集中在 25 岁-50 岁。肾阳虚产品的销量占补气补血销量比例超过 36% 为最大，其余为肾阴虚及补血类产品。细分行业内单品最大的为同仁堂金匱肾气方，行业占比约为 10%。但龟龄集由于在治疗男性不孕不育领域效果明显，原理为增加内分泌功能，提升精子活力。且该领域宣传针对性强，市场接受度高，使得龟龄集在壮阳定位太过固化。根据临床研究发现，龟龄集同时在改善学习记忆能力、增强肢体感觉的灵敏性和活动的灵活性以及延缓衰老等领域也有较好效果。

图 42: 补益类产品销量占比



数据来源：百分点电商数据与用户行为在线分析、西南证券整理

图 43: 肾阳虚药品市场份额



数据来源：百分点电商数据与用户行为在线分析、西南证券整理

从适用人群数量上划分，我们可以大致分为三大类，及不孕不育男性患者、亚健康人群（含肾阳虚）、在老年人保健。根据资料，目前我国不孕不育男性患者只有 2500 万人，但中老年男性约为 5.6 亿人，亚健康人群数量约为 9.8 亿人。如果扩大适应症人群，将带来龟龄集销售空间扩大。

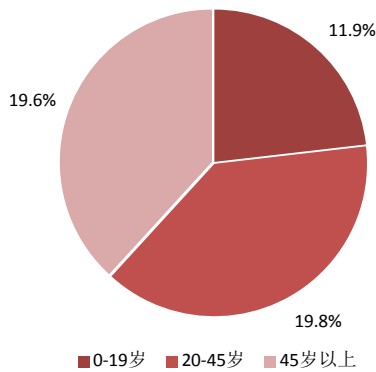
表 9: 龟龄集各适应症领域市场销售空间估计

年龄段	症状	人群数量	渗透率	单瓶金额	建议服用疗程	空间规模
适婚年龄	不孕不育男性患者	2500 万人	10%	11 元	2 粒/次*1 次/天*30 天	16.5 亿元
青年	肾阳虚男性人群	1.7 亿人	5%	11 元	2 粒/次*1 次/天*30 天	56.1 亿元
30 岁以上	亚健康调养	9.8 亿人	1%	11 元	2 粒/次*1 次/天*30 天*2 个月	129.3 亿元
45 岁以上	中老年人保健	5.6 亿人	1%	11 元	2 粒/次*1 次/天*30 天*4 个月	147.8 亿元

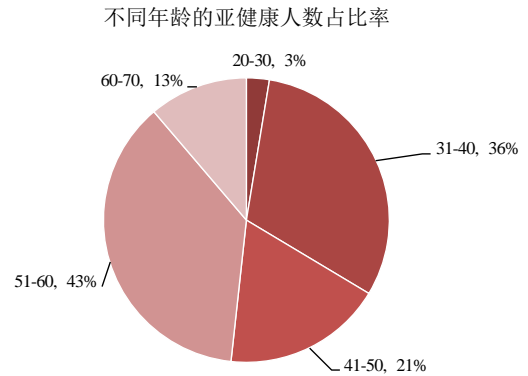
数据来源：西南证券

高收入人群健康状况较差，其心脑血管、肿瘤患病几率均高出平均水平，且过度疲劳、亚健康等已经成为最常见的状态。同时公司产品定价较高，或成为该部分人群定位首选，市场空间或超过 100 亿元。



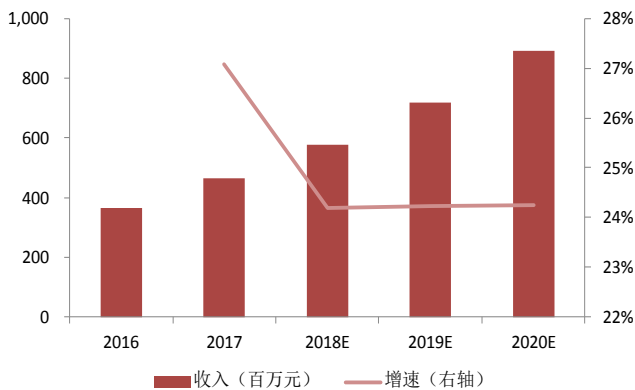
**图 44: 中老年男性年龄构成及占人口总数比例**


数据来源: wind、西南证券整理

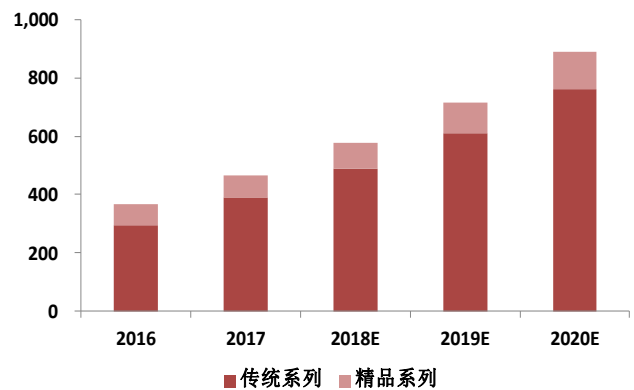
**图 45: 亚健康人群按年龄段分布**


数据来源: 2002-2016 年全国中医药统计摘编、西南证券整理

龟龄集系列目前销售渠道有医院及零售终端两部分。医院端主要代理商在不孕不育科室推广, 公司负责学术和商务会议; 零售终端主要是公司进行直接推广, 以渠道让利和现场推广活动模式进行。公司在 2017 年大力推进“好孕中国”公益计划, 目前已覆盖全国 126 个地级市、90 家连锁、3000 余家药店, 惠及备孕人群 600 余万人。按照其包装为 1 盒龟龄集配 2 盒定坤丹, 该人群销售峰值预计超过 10 亿元。我们对龟龄集系列药品预计 2018-2020 年收入复合增速超过 25%, 2020 年收入或超过 8 亿元。

**图 46: 龟龄集销售收入增长情况**


数据来源: 2002-2016 年全国中医药统计摘编、西南证券整理

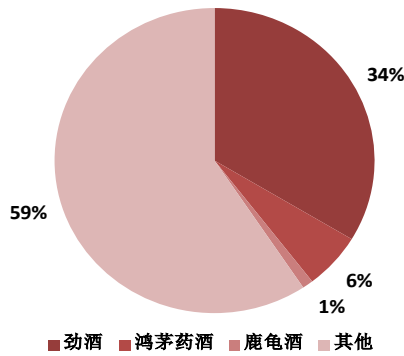
**图 47: 龟龄集传统与精品收入占比情况**


数据来源: 2002-2016 年全国中医药统计摘编、西南证券整理

龟龄集系列除药品外, 公司还开发了龟龄集系列酒。其中龟龄集酒为食品准字, 允许在商超、饭店、药店等多渠道销售, 而加味龟龄集酒属于药品准字, 只允许在药店渠道销售。据调查, 目前我国酒类市场规模接近 9000 亿, 养生酒仅有 270 亿左右, 占比还不到 3%。而在国际市场上, 养生酒大类的消费量占酒类消费总量的比例约为 12%, 如按照海外消费情况推算, 我国养生酒规模应该达到千亿以上, 预计未来几年行业增速均在 30% 以上。

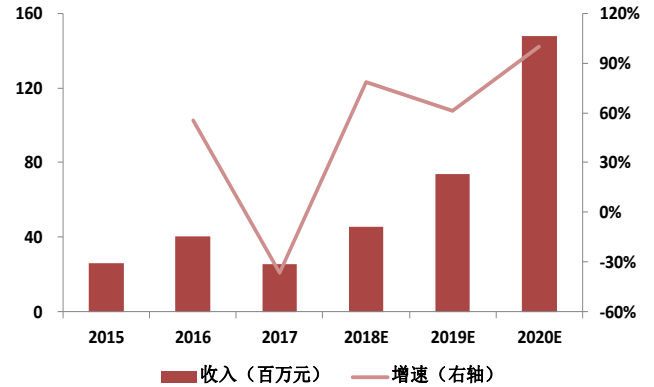
目前市场上养生酒主要有劲酒、鸿茅药酒、鹿龟酒、国公酒、龟龄集酒等。其中劲酒市场份额约为 34% 为最大, 整个市场仍是较为分散, 约 59% 处于小品种堆积状态。近期鸿茅药酒危机公关失败, 预计将新增部分空白市场, 公司的龟龄集系列酒具有后发优势。

图 48: 养生酒市场格局



数据来源: 公开信息、西南证券整理

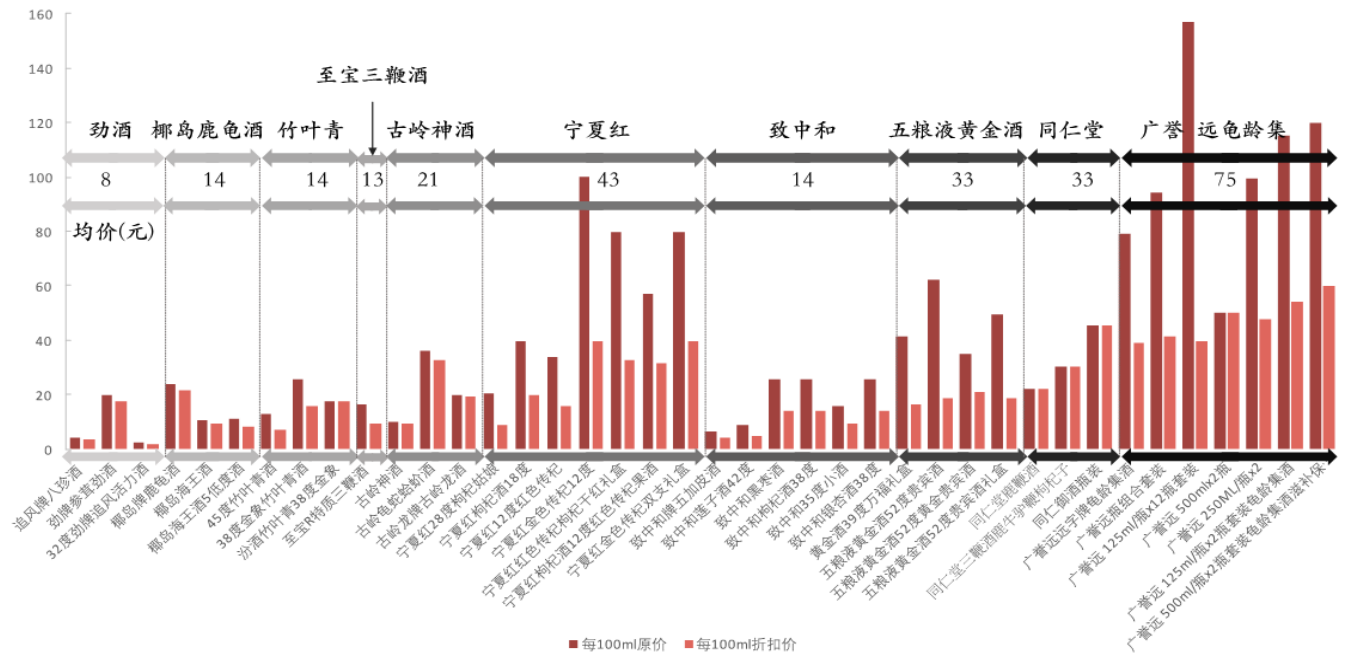
图 49: 龟龄集酒增长情况



数据来源: 公司公告、西南证券整理

公司养生酒采取是线上线下结合模式, 线上持续加大新零售等平台投入, 线下在初期围绕温台、太晋、深莞、闽南、苏南、胶东等区域重点市场, 以餐饮、团购、夜店、电商为主, 药店为辅, 开展多种形式的营销推广活动。2017 年养生酒约为 2500 万元, 同比下滑 36%, 主要原因为产能限制以及销售队伍调整。目前公司已经引入快消品行业专业团队组织和运营体系, 将组建新的营销团队, 并对产品进行全新定位。目前在温州月销售额预计能在 100 万以上, 说明养生酒在新市场还是有增长潜力。且公司的白酒已经拿到生产许可证, 对质量, 供应等均较之前有保障。

图 50: 市场养生酒价格情况



数据来源: 公开信息, 西南证券整理

同时与市场上其他同类产品比较, 公司产品价格定位较高。我们认为其优势有两点: 首先是能保证经销商利润空间, 渠道销售的积极性更强; 其次是能明确产品定位, 与商务白酒消费群体对接, 占据高端消费人群。我们认为龟龄集酒系列有成长为大品种的潜力, 2018 年产能释放后及队伍搭建完成后将逐渐放量, 预计 2020 年收入或超过 1.5 亿元。

### 3.2 定坤丹：为妇科大组方，其适应症较广

定坤丹为公司核心产品，属于2017版国家医保目录乙类。其始于清朝，距今300年，最初也为宫廷用药。其药材有红参、鹿茸、西红花、三七、白芍、熟地黄、当归、阿胶等，辅料选用为蜂蜜。

表 10：定坤丹成份及功效

定位	原料	功能主治
益气养血	红参	大补元气,补脾益肺,生津,安神益智
	阿胶	补血、滋阴、润肺、止血
	熟地	补血养阴,填精益髓
	当归	补血调经,活血止痛,润肠通便
活血通络	西红花	活血通经,祛瘀止痛
	三七	化瘀止血,活血定痛
	鸡血藤	行气补血,调经,舒筋活络
	延胡索	活血,行气,止痛
疏肝理气	柴胡	解表退热,疏肝解郁,升举阳气
	香附	疏肝解郁,调经止痛,理气调
	白芍	养血敛阴,柔肝止痛,平抑肝阳
	乌药	行气止痛,温肾散寒
补肾健脾	鹿茸	补肾阳,益精血,强筋骨,调冲任
	杜仲	补肝,强筋骨,安胎
	枸杞	滋补肝肾,益精明目
	白术	益气健脾,燥湿利水,止汗,安胎

数据来源：公司网站，西南证券整理

除用药及炮制讲究外，组方构成丰富也是其特色。从具体组方来看，包括四君子汤、四物汤、八珍汤、十全大补汤、八珍益母丸、逍遥散、柴胡疏肝散、理中汤等八大名方，为目前市场上综合调理最全的妇科用药。

表 11：定坤丹八大组方构成

方剂名称	方剂出处	方剂组成	主治领域
四物汤	《仙授理伤续断秘方》——唐·蔺道人	白芍、当归、熟地黄、川芎	凡伤重肠内有瘀血者用此
四君子汤	《太平惠民和剂局方》——宋·陈师文等	人参、白术、茯苓、炙甘草	治气虚，脏腑怯弱，心腹胀满，全不思食，肠鸣泄泻等
八珍汤 (八珍散)	《瑞竹堂经验方》——元·沙图穆秀克	白芍、当归、熟地黄、川芎、人参、白术、茯苓、炙甘草	治月水不调，脐腹疼痛，全不思食，脏腑怯弱，泄泻，小腹坚痛，时作寒热。此药调畅营卫，滋养气血，能补虚损。
十全大补汤	《太平惠民和剂局方》——宋·陈师文等	人参、肉桂、川芎、熟地黄、茯苓、白术、炙甘草、黄芪、川芎、当归、白芍	治男子、妇人诸虚不足，五劳七伤，不进饮食，久病虚损
八珍益母丸	《古今医统大全》——明·徐春甫	益母草、人参、白术、茯苓、炙甘草、当归、川芎、白芍、熟地黄	专治气血两虚，脾胃并弱，饮食少思，四肢无力，月经不调，腰疼腹胀等

方剂名称	方剂出处	方剂组成	主治领域
逍遥散	《太平惠民和剂局方》——宋·陈师文等	甘草、当归、茯苓、白芍、白术、柴胡、生姜、薄荷	治血虚劳倦，五心烦热，肢体疼痛，头目昏重等。
柴胡舒肝散	《医学统旨》——明·叶文龄	陈皮、柴胡、川芎、香附、枳壳、芍药、炙甘草	治怒火伤肝，左胁作痛，血苑于上
理中丸	《伤寒杂病论》——东汉·张仲景	人参、干姜、炙甘草、白朮	霍乱，头痛发热，身疼痛等。

数据来源：中国中医科学院、西南证券整理

目前妇科用药零售市场约为 52 亿元，同比增速约为 2%，为红海市场。单品种最大的为妇科调经用药气血和胶囊约为 4.8 亿元，市场份额约为 9.2%。零售前十大妇科用药主要以针对性治疗为主，缺少以调理为主的产品，定坤丹市场潜力巨大。

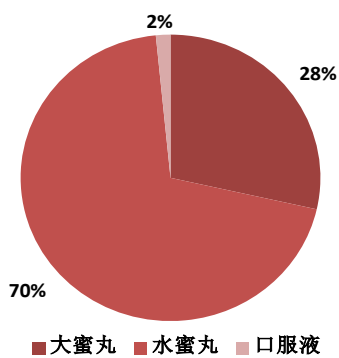
**表 12：中国城市零售药店中成药妇科用药（2016 年）**

排名	产品名称	销售额	增长率	市场份额	是否独家	亚类
1	气血和胶囊	48271	-7.50%	9.17%	独家	妇科调经药
2	洁尔阴洗液	23129	1.79%	4.39%	独家	妇科炎症用药
3	逍遥丸	21573	0.33%	4.10%	非独家	妇科调经药
4	驴胶补血颗粒	19039	6.33%	3.62%	非独家	妇科调经药
5	消糜栓	17809	-0.53%	3.38%	非独家	妇科炎症用药
6	保妇康栓	17019	3.07%	3.23%	独家	妇科炎症用药
7	妇科千金片	16401	9.07%	3.12%	独家	妇科炎症用药
8	乌鸡白凤丸	13995	6.34%	2.66%	非独家	妇科调经药
9	妇炎康片	13213	-2.21%	2.51%	非独家	妇科炎症用药
10	红核妇洁洗液	13136	23.89%	2.50%	独家	妇科炎症用药

数据来源：米内网、西南证券整理

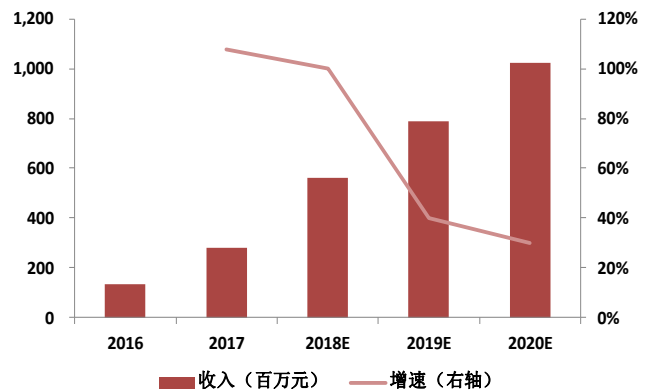
定坤丹目前市场上共有 12 家企业生产，其中山西广誉远定坤丹市场份额占比 90% 以上。该系列包括主要有定坤丹（大蜜丸）、定坤丹水蜜丸以及定坤丹口服液，其中定坤丹口服液为独家品种因为产能原因处于停产状态，大蜜丸 6g 主要在医院终端销售，大蜜丸 10.5g 以及水蜜丸剂型主要在零售终端销售。

**图 51：定坤丹各种剂型占比（2017）**



数据来源：公开信息、西南证券整理

**图 52：定坤丹水蜜丸增速**



数据来源：公开信息、西南证券整理

定坤丹按照中药分类是妇科用药-扶正剂，主要起调节免疫功能的作用。在同类目录下的竞争品种主要是乌鸡白凤丸、八珍益母系列。目前乌鸡白凤丸市场销售规模最大的同仁堂，估计其整个市场总规模估计超过 10 亿，定坤丹系列目前整体规模约 4.5 亿元，与对标产品相比还有约 60% 的空间差距。我们认为定坤丹系列未来增长点主要有两个，首先是销售区域以及覆盖终端数量增加，其次是适用人群拓展。

- **终端覆盖。定坤丹（大蜜丸）**虽然已覆盖全国各个省区的医院、连锁药店及非连锁药店，覆盖面较广，但是销量较好的区域有陕西、河南等省区，其余像黑龙江、辽宁、湖北、湖南、河北、重庆及四川等省区的增长空间仍较大。后期将在学术推广上加大投入，还可以利用医院的带动实现零售市场的销售，推进医院上量策略的实施。**定坤丹（水蜜丸）**为传统大蜜丸的剂型改良版，之前以医院市场为主，但在 2016 年全面转为零售市场。目前继续加强与全国各个省区重点连锁的合作，设立重点形象店专柜，做好品牌形象工作，同时对全国各大连锁组织培训，重点为北京、上海、广州、陕西、四川、河南、山东及辽宁等地区的推广。
- **适应症人群拓展。**定坤丹主治滋补气血，调经舒郁，主要用于气血两虚、气滞血瘀所致的月经不调、行经腹痛。其适用人群可以分为痛经、月经不调等经期综合征人群，备孕及不孕不育人群，产后调养护理人群，更年期人群，从年龄段来看基本上进行了全覆盖。目前定坤丹临床研究主要在痛经、不孕、月经不调等方面，公司在市场上的主推领域为经期综合征，以及备孕人群特别是不孕不育患者。根据我们的推算，如不考虑人群重合仅这两大领域空间规模或超过 500 亿元。如果能拓展到更年期综合征领域，预计市场空间还能达到千亿级别。

表 13：定坤丹各适应症领域市场销售空间估计

覆盖年龄段	症状	人群数量	渗透率	单瓶金额	建议服用疗程	空间规模
适龄	痛经	90%*50%女性；30542 万人	5%	49.5 元	1 瓶*2 次/天*8 天*3 个月	363 亿元
	月经不调	17%*50%女性；5769 万人	5%	49.5 元	1 瓶*2 次/天*10 天*3 个月	86 亿元
产前	不孕不育女性患者	2500 万人	10%	49.5 元	1 瓶*2 次/天*21 天*3 个月	156 亿元
产后	产后恶露及腹痛	1700 万人	5%	49.5 元	1 瓶*2 次/天*14 天	12 亿元
	产后气血亏虚	1700 万人	5%	49.5 元	1 瓶*2 次/天*21 天	18 亿元
中年	更年期综合征	15%女性；10181 万人	5%	49.5 元	1 瓶*2 次/天*21 天*3 个月	310 亿元

数据来源：西南证券

从分析来看，定坤丹目前销售收入约为 4.5 亿元，上述最小适应症的空间峰值都未达到，看见增长空间仍较大。2017 年通过推进“好孕中国”公益计划已覆盖全国 126 个地级市、90 家连锁、3000 余家药店，惠及备孕人群 600 余万人。保守估计人均消费 1 盒定坤丹水蜜丸，其销售规模可达到 8 亿以上。

2018 年大蜜丸产能将释放，预计其医院端增速维持 20-30% 增长；水蜜丸继续推动零售终端推广预计有翻倍增长；口服液在新产能建好后，将恢复生产。我们估计 2018 年增速仍将维持较快，预计或超过 70%，随着渠道扩张继续，预计 2018-2020 年定坤丹系列收入复合增速约为 48%。

### 3.3 安宫牛黄丸：价格梯队较好，全力抢占高端市场

安宫牛黄丸为中医药经典名方，属于国家医保目录甲类品种。其主要成分有牛黄、麝香、犀牛角（现已用水牛角替代）及其他药材。主要功能为清热解毒、开窍宁心，可用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血等。在养生方面，对于日常体内多痰湿、湿热、淤血之人，终端推广策略是建议可在惊蛰、夏至、霜降、冬至节气服用。

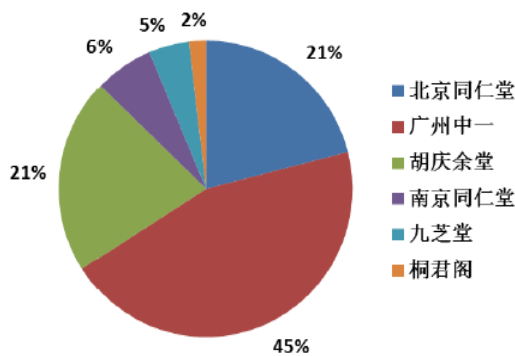
表 14：安宫牛黄丸成分及其功效

名称	主治功能
牛黄	解热、解毒、定惊
犀角	清热，凉血，定惊，解毒
麝香	开窍醒神,活血通经,消肿止痛
珍珠	葆春延衰、改善睡眠、治疗溃疡、养肝明目、辅助降压
黄连	清热燥湿，泻火解毒
黄芩	清热燥湿、泻火解毒、止血、安胎
冰片	开窍醒神,清热止痛

数据来源：公司网站、西南证券整理

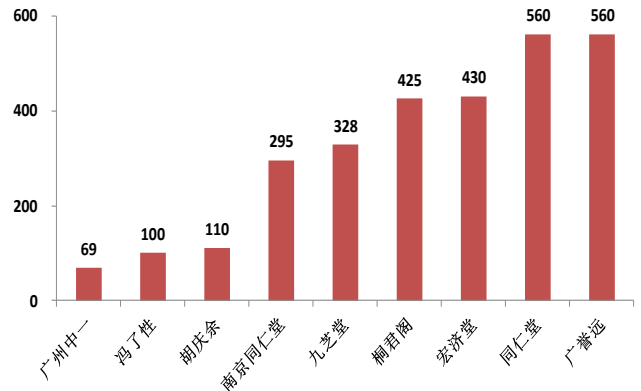
目前市场上有安宫牛黄丸批文的厂家有 121 家，竞争激烈。市场主流品牌为同仁堂、中一、胡庆余、桐君阁、广誉远、南京同仁堂等，在医院市场中，中一和同仁堂居行业前列，销量市占率分别约为 45%、21%。安宫牛黄丸按照分类属于内科用药-开窍剂-清热开窍，分类中的竞品有脑醒净注射液、紫雪颗粒等产品。

图 53：安宫牛黄丸医院市场销量份额



数据来源：IMS、西南证券整理

图 54：安宫牛黄丸价格分布（元）



数据来源：已换算为同等规格、康爱多、西南证券整理

行业其中被评为国家非遗技艺为同仁堂和广誉远；且由于天然麝香严格执行配额制，行业内安宫牛黄丸使用资格为同仁堂、广誉远、龙晖、南京同仁堂；且具体从产品价格也能看出安宫牛黄丸有明确的梯队分布，第一梯队为同仁堂和广誉远。

**表 15: 允许使用天然麝香的安宫牛黄丸**

序号	药品名称	生产企业
1	安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、局方至宝丸	北京同仁堂集团公司
2	安宫牛黄丸、牛黄清心丸、西黄丸	山西广誉远国药有限公司
3	安宫牛黄丸、西黄丸	龙晖药业有限公司
4	安宫牛黄丸、牛黄清心丸	南京同仁堂药业有限公司

数据来源: 西南证券整理

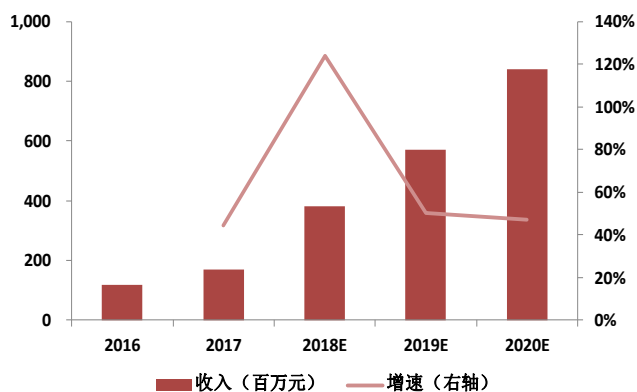
安宫牛黄丸临床使用广泛, 其具体可用于中风、肺性脑病、病毒性脑炎、重型颅脑损伤、急性脑梗死、新生儿缺氧缺血性脑病、小儿热性惊厥、婴幼儿肺炎、新生儿黄疸、重症肝炎、全身炎症反应综合征, 还可用于哮喘、癫痫、紫癜、胰腺炎、忧郁症、尿毒症、肝昏迷、糖尿病、急性肾炎、中毒性菌痢、恶性组织增生、脑膜炎后遗症、脑外伤综合征、大脑发育不全、急性淋巴细胞性白血病等。

**表 16: 安宫牛黄丸各适应症领域市场销售空间估计**

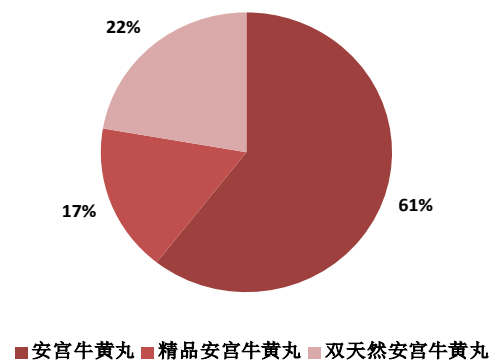
覆盖年龄段	症状	人群数量(万人)	渗透率	单粒金额(元)	建议服用疗程	空间规模
全年龄段	脑损伤	20	20%	560	1粒/天*7天	1.6亿元
	脑梗死	65	70%	560	1粒/天*7天	17.8亿元
婴幼儿	婴幼儿肺炎	1000	2%	560	1粒	1.1亿元
全年龄段	重症肝炎	100	30%	560	1粒/天*7天	11.8亿元
中老年	中风热闭患者	150	80%	560	1粒/天*3天	20.2亿元
中老年	中老年人养生保健	5.6	5%	560	1粒/天*3天*4季	1881.6亿元

数据来源: 西南证券

安宫牛黄丸市场教育已经充分, 为中药行业的黄金单品, 企业间的差异主要体现在用材及生产工艺。公司安宫牛黄丸制作技艺为国家非遗项目, 特点如下: 1) 具备使用天然麝香资格, 领先于行业。2) 用料高端, 对于牛黄胆红素含量及麝香中麝香酮含量要求均高于国家标准, 详见前文; 3) 产品定价高已经抢占高端精品中药市场。

**图 55: 公司安宫牛黄丸系列销售情况**


数据来源: IMS、西南证券整理

**图 56: 公司安宫牛黄丸传统及精品占比情况**


数据来源: 公司公告、西南证券整理

公司安宫牛黄丸 2017 年销售收入约为 1.7 亿元，同比增速约为 150%。其中 60% 收入占比为普通安宫牛黄丸，其余有精品和双天然安宫牛黄丸。整体来看，双天然安宫牛黄丸增速略低于预期，主要是由于原材料限制，预计 2018 年有恢复性增长。传统安宫牛黄丸增速较快主要原因为公司加大宣传力度，且竞争对手控货等因素影响。我们判断 2018 年公司仍将加大安宫牛黄丸的市场推广力度，预计增速或超过 100%，在 2018-2020 年收入复合增速超 70%。

### 3.4 牛黄清心丸：拓展适用人群，增长空间较大

公司生产的牛黄清心丸为局方，属于山西等地医保目录乙类产品。其最早源自大医张仲景经典著作《金匱要略》中的“薯蓣丸”，后收录在《太平惠民和剂局方》，被称为“中药凉茶”。其成份含有牛黄、黄芩、阿胶、人参、人工麝香、水牛角浓缩粉等名贵药材。

表 17：牛黄清心丸成份及功效

定位	原料	功能主治	定位	原料	功能主治
清	牛黄	解热、解毒、定惊，清心等	调	当归	补血调经、活血止痛、润肠通便
	羚羊角	平肝熄风，清肝明目，清热解毒		川穹	活血行气，祛风止痛
	水牛角浓缩粉	清热凉血，解毒，定惊		白术（炒）	益气健脾，燥湿利水，止汗，安胎
	冰片	开窍醒神，清热止痛		茯苓	利水渗湿，健脾，宁心
	朱砂	清心镇惊，安神解毒		六神曲（炒）	消食和胃
	黄芩	清热燥湿、泻火解毒、止血、安胎		干姜	温中散寒，回阳通脉，温肺化饮
	麝香	开窍醒神，活血通经，消肿止痛	肉桂	补火助阳，散寒止痛，温经通脉，引火归原	
	蒲黄（炒）	止血，化瘀，利尿	人参	大补元气，补脾益肺，生津，安神益智	
	白薇	清热解毒，消痈散结，敛疮生肌	甘草	补脾益气，祛痰止咳，缓急止痛，清热解毒和诸药	
	柴胡	解表退热，疏肝解郁，升举阳气	闪耀	益气养阴，补脾肺肾，固精止带	
	防风	祛风解表，胜湿止痛，止痉	大枣（去核）	补中益气，养血安神	
	大豆黄卷	解表祛暑，清热利湿	阿胶	补血，滋阴，润肺，止血	
	桔梗	宣肺，祛痰，利咽，排脓	麦冬	养阴润肺，益胃生津，清心除烦	
	苦杏仁（炒）	止咳平喘，润肠通便	白芍	养血敛阴，柔肝止痛，平抑肝阳	
雄黄	解毒，杀虫				

数据来源：公司网站，西南证券整理

目前市场上牛黄清心丸生产企业约为 71 家，甚至包括很多化药企业也有生产，主要生产厂家有北京同仁堂、达仁堂等，预计山西广誉远牛黄清心丸产品市场份额占比不到 5%。牛黄清心丸按照中药医保目录分类属于内科用药-开窍剂-清热开窍，与安宫牛黄丸分类相同。同理于安宫牛黄丸，我们认为产品差异主要在原材料选用及炮制工艺上。

牛黄清心丸的功能为清心化痰，镇惊祛风。用于风痰阻窍所致的头晕目眩、痰涎壅盛、神志混乱、言语不清及惊风抽搐、癫痫。适应症有中风后遗症、亚健康、脱发、牙龈肿痛、高血压等。如高血压领域可与化药联用，作用快速，且可改善睡眠质量；同时在小儿热性惊厥时，既能退热又能止惊，还能预防热性惊厥发生。目前该产品使用人群主要为养生保健，未扩展到高血压患者及亚健康人群，预期适用人群扩大将带来销量增长。

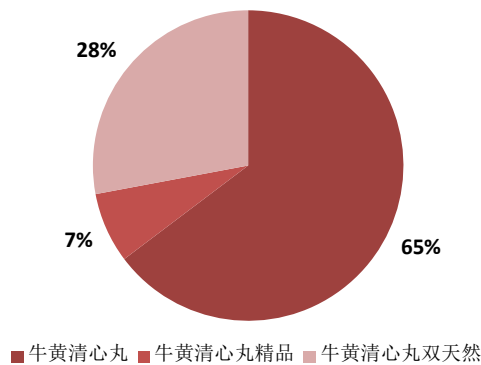


**表 18: 牛黄清心丸各适应症领域市场销售空间估计**

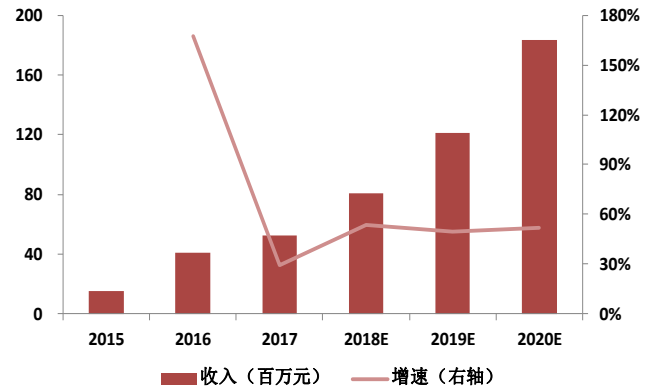
覆盖年龄段	症状	人群数量	渗透率	单粒金额	建议服用疗程	空间规模
中老年	中风后遗症	50 万人	20%	67	1 粒/天*8 天*12 月	6.4
全年龄段	亚健康人群	9.8 亿人	1%	67	1 粒/天*4 天*12 月	315.2
中老年	高血压患者	3 亿人	5%	67	1 粒/天*8 天*12 月	964.8
30 岁以上	养生保健	10 亿人	1%	67	1 粒/天*4 天*12 月	321.6

数据来源: 西南证券

公司牛黄清心丸系列分为三大类, 分别为传统、精品和双天然, 其中双天然指的是天然牛黄和天然麝香, 收入占比中双天然占比约为 28%, 传统收入占比约为 65%。考虑到其原材料麝香资源紧缺, 我们判断未来趋势还是传统收入增长为主。

**图 57: 公司牛黄清心丸系列销售情况**


数据来源: 公司公告、西南证券整理

**图 58: 公司牛黄清心丸传统及精品占比情况**


数据来源: 公司公告、西南证券整理

牛黄清心丸系列在 2017 年收入约为 0.5 亿元, 同比增速约为 29%, 增速下滑明显。主要原因为双天然牛黄清心丸受原材料影响而停产, 且公司销售及产能主要集中在核心单品定坤丹及龟龄集, 全年对牛黄清心丸预期不高。我们认为随着公司新建产能增加, 以及销售队伍对二线产品覆盖力度加强, 牛黄清心丸将成为其中增长较快品种, 预计 2018-2020 年该产品复合增速约为 52%。

## 4 盈利预测

### 4.1 关键假设

1) 终端拓展继续推进, 2018-2020 年终端数量复合增速超过 50%, 预计 2020 年实现药店及医院终端全覆盖;

2) 产能及原材料不受限, 预计龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、龟龄集系列酒在 2018-2020 年复合增速分别约为 25%、48%、80%、52%、70%。

3) 核心产品毛利率稳定, 原材料涨价因素可以通过产品提价及提升生产效率平滑。

### 4.2 收入分拆

根据对公司基本面分析, 我们认为公司收入增长在销售终端拓展的背景下, 将迎来快速增长。其未来增长点主要为传统中药高增长、精品中药稳定增长、以及养生酒放量。综合考虑对 2018-2020 年主营业务的增长情况判断如下:

1) 传统中药业务。该业务涉及的产品有龟龄集、定坤丹大蜜丸及水蜜丸、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等, 预计 2018-2020 年四大传统系列的收入复合增速分别为 25%、47%、89%、50%, 期间毛利率分别约为 90%、75%、85%、65%。综合预计传统中药 2018-2020 年收入复合增速约为 44%, 毛利率约为 81%。

2) 精品中药业务。该业务涉及的产品有龟龄集、定坤丹口服液、安宫牛黄丸及双天然安宫牛黄丸、牛黄清心丸及双天然牛黄清心丸等, 预计 2018-2020 年四大精品系列的收入复合增速分别为 20%、108%、39%、54%, 期间毛利率分别约为 92%、80%、80%、80%。综合预计精品中药 2018-2020 年收入复合增速约为 49%, 毛利率约为 85%, 毛利率维持稳定。

3) 养生酒。该业务主要包括龟龄集酒及加味龟龄集酒, 预计 2018-2020 年收入复合增速分别为 65%、171%, 预计 2020 年收入规模约为 1.5 亿元。板块毛利率约为 62%。其余如医药商业整体收入收缩, 但对利润影响不大。

4) 期间费用整体平稳。由于公司为品牌及渠道投入带动产品销售, 销售费用将持续增长, 但收入规模扩大后费用率有下降趋势。预计 2018-2020 年间销售费用率分别为 40%、39%、38%; 2018-2020 年管理费用率分别为 10%、9%、8%。

表 19: 公司主营业务收入分拆与预测

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	419.19	928.80	1,166.51	1,890.05	2,601.86	3,530.93
yoy		121.57%	25.59%	62.03%	37.66%	35.71%
营业成本	88.14	189.30	232.49	360.29	504.55	697.64
毛利率	78.97%	79.62%	80.07%	80.94%	80.61%	80.24%
传统中药						

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	267.55	573.65	949.96	1,640.27	2,245.06	3,011.30
yoy		114.41%	65.60%	72.67%	36.87%	34.13%
成本	61.67	112.96	155.25	310.46	428.27	573.85
毛利率	76.95%	80.31%	83.66%	81.07%	80.92%	80.94%
<b>精品中药</b>						
收入	65.93	178.86	139.40	193.75	272.70	361.74
yoy		171.29%	-22.06%	38.99%	40.75%	32.65%
成本	15.30	31.88	17.79	27.74	44.16	63.66
毛利率	76.79%	82.18%	87.24%	85.00%	85.00%	85.00%
<b>养生酒</b>						
收入	25.87	40.24	25.63	45.73	73.79	147.58
yoy		55.55%	-36.31%	78.40%	61.37%	100.00%
成本	11.17	16.73	9.73	17.98	28.00	56.01
毛利率	56.82%	58.41%	62.04%	60.69%	62.05%	62.05%
<b>医药商业</b>						
收入	59.84	136.05	51.52	10.30	10.30	10.30
yoy		127.36%	-62.13%	-80.00%	0.00%	0.00%
成本	27.73	49.72	21.94	4.12	4.12	4.12
毛利率	53.66%	63.45%	57.41%	60.00%	60.00%	60.00%

数据来源: wind、西南证券

综合分析,我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.27 元、1.86 元、2.62 元,对应市盈率分别为 46 倍、31 倍、22 倍。

## 5 估值分析

### 5.1 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 3%；
- 2)  $\beta$  系数选用中药（申万分类）行业最近 12 个月  $\beta$  值的算术平均；
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 20：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	3%
无风险利率 Rf	3.61%
市场组合报酬率 Rm	7.83%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	15%
$\beta$ 系数	0.83
债务资本成本 Kd	5.43%
债务资本比重 Wd	3.92%
股权资本成本 Ke	7.11%
WACC	7.01%

数据来源：wind、西南证券

表 21：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
核心企业价值	1539.10
净债务价值	685.96
股票价值	853.14
每股价值	2.42

数据来源：wind、西南证券

表 22：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	WACC				
	6.81%	6.91%	7.01%	7.11%	7.21%
2.8%	2.49	2.32	2.17	2.02	1.88
2.9%	2.62	2.45	2.29	2.14	1.99
3.0%	2.76	2.59	<b>2.42</b>	2.26	2.10
3.1%	2.91	2.73	2.55	2.38	2.22
3.2%	3.07	2.87	2.69	2.51	2.35

数据来源：wind、西南证券

从绝对估值看，公司每股内在价值约 2.42 元。

## 5.2 相对估值

我们选择业内 4 家品牌中药云南白药、同仁堂、片仔癀、东阿阿胶作为估值参考。

**表 23: 可比公司估值情况**

公司代码	公司简称	总市值	净利润 (亿元)				PE			GAGR	PEG
			2017A	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
000538.SZ	云南白药	1,218	31.44	35.39	40.56	46.61	34	30	26	14.00%	2.5
600085.SH	同仁堂	564	10.17	11.41	13.03	14.85	49	43	38	13.40%	3.7
600436.SH	片仔癀	724	8.07	10.64	14.41	19.5	68	50	37	34.20%	2.0
000423.SZ	东阿阿胶	368	20.44	23.26	26.49	29.97	16	14	12	13.60%	1.2
平均值		659	719	—	—	—	42	34	28	—	2
<b>600771.SH</b>	<b>广誉远</b>	<b>205</b>	<b>2.37</b>	<b>4.5</b>	<b>6.32</b>	<b>8.85</b>	<b>46</b>	<b>31</b>	<b>22</b>	<b>57.50%</b>	<b>0.8</b>

数据来源: wind、西南证券整理

- 从市值角度看, 公司当前市值约为 205 亿元, 与可比公司相比仍较低, 仅约为同仁堂 1/3、片仔癀 2/7、云南白药 1/6, 市值天花板较高;
- 从 PE 角度看, 可比公司在 2018 年估值中位数为 46 倍, 平均值为 42 倍, 公司表现估值水平与品牌中药行业平均水平相当。且由于公司至改名大力发展中成药业务开始于 2013 年, 销售增长较快的定坤丹水蜜丸上市时间为 2016 年, 相比同类企业起步较晚, 对比表现估值意义不大。公司终端开发数量处于快速增长, 我们判断公司是处于发展初期阶段, 需要同时结合 PEG 参考;
- 从 PEG 角度看, 公司当前 PEG 约为 0.8, 远低于云南白药、同仁堂以及片仔癀, 为行业最低水平。保守估计, 参考东阿阿胶的 PEG 情况, 由于公司 3 年净利润复合增速约为 58%, 我们认为可以给公司 55 倍目标估值, 对应市值约为 247 亿元。

综合考虑, 我们给予公司的目标股价为 70 元/股, 维持“买入”评级。

## 6 风险提示

1) **产能建设不达预期风险。**子公司山西广誉远生产线 GMP 认证审核预约时间为 8 月,但不排除中间发生影响生产线认证的不可控因素,比如国家政策变化等,所以仍存在着产能建设不达预期风险。但通过生产线调配,完成 2018 年业绩承诺问题不大,如持续低于预期可能对 2019 年及以后的增长产生影响;

2) **终端拓展不及预期风险。**公司近年来对终端的拓展速度较快,2017 年同比增长超过 50%,且计划 2018 年仍将继续加大投入。但由于终端拓展涉及到销售人员增加、对各地相关政策的把握等,故仍存在着低预期可能;

3) **产品销售不达预期风险。**公司产品处于销售初期,且上量速度较快,但终端消化情况仍处于逐渐改善。如果出现渠道铺货速度大于终端消费速度,或产生负面影响,或使得产品销售不达预期;

4) **产品质量及品牌风险。**为行业普遍存在的风险,鸿茅药酒事件或对行业及公司产品销售产生不利影响,但从目前来看,公司还是按照药品经营法规进行;

5) **原材料供应及价格波动风险。**公司产品对牛黄、麝香等药材需求量较大,多属于稀缺,不仅供给紧张且价格波动也较大,或多生产形成瓶颈;

6) **其他不可预知风险,**如市场波动等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1168.68	1893.58	2606.71	3537.51	净利润	250.31	449.23	656.02	925.37
营业成本	205.81	360.96	505.49	698.94	折旧与摊销	11.36	15.98	15.98	15.98
营业税金及附加	22.06	36.15	49.58	67.28	财务费用	4.15	12.41	33.33	50.29
销售费用	515.87	776.37	1016.62	1344.25	资产减值损失	1.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	145.73	208.29	260.67	318.38	经营营运资本变动	-706.45	-626.39	-704.66	-907.99
财务费用	4.15	12.41	33.33	50.29	其他	255.17	-10.24	-9.95	-9.98
资产减值损失	1.79	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-183.67</b>	<b>-159.02</b>	<b>-9.28</b>	<b>73.67</b>
投资收益	5.78	10.00	10.00	10.00	资本支出	-293.91	-100.00	-350.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-278.85	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-572.76</b>	<b>-90.00</b>	<b>-340.00</b>	<b>10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>279.88</b>	<b>509.40</b>	<b>751.02</b>	<b>1068.38</b>	短期借款	68.67	169.84	453.93	59.70
其他非经营损益	24.54	19.11	20.77	20.30	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>304.43</b>	<b>528.51</b>	<b>771.79</b>	<b>1088.67</b>	股权融资	-31.23	0.00	0.00	0.00
所得税	54.11	79.28	115.77	163.30	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	250.31	449.23	656.02	925.37	其他	31.47	-12.41	-33.33	-50.29
少数股东损益	13.51	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>68.91</b>	<b>157.43</b>	<b>420.59</b>	<b>9.41</b>
归属母公司股东净利润	236.80	449.23	656.02	925.37	<b>现金流量净额</b>	<b>-687.52</b>	<b>-91.59</b>	<b>71.31</b>	<b>93.08</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	280.95	189.36	260.67	353.75	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1075.22	1614.38	2243.28	3080.25	销售收入增长率	24.73%	62.03%	37.66%	35.71%
存货	182.36	320.50	448.91	620.83	营业利润增长率	56.29%	82.00%	47.43%	42.26%
其他流动资产	310.53	503.14	692.63	939.95	净利润增长率	62.64%	79.47%	46.03%	41.06%
长期股权投资	7.53	7.53	7.53	7.53	EBITDA 增长率	54.49%	82.06%	48.82%	41.77%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	511.49	606.52	951.55	946.57	毛利率	82.39%	80.94%	80.61%	80.24%
无形资产和开发支出	98.21	88.31	78.41	68.51	三费率	56.97%	52.66%	50.28%	48.42%
其他非流动资产	51.33	50.23	49.12	48.02	净利率	21.42%	23.72%	25.17%	26.16%
<b>资产总计</b>	<b>2517.62</b>	<b>3379.97</b>	<b>4732.10</b>	<b>6065.41</b>	ROE	12.64%	18.49%	21.26%	23.07%
短期借款	110.00	279.84	733.77	793.47	ROA	7.18%	9.94%	13.29%	13.86%
应付和预收款项	302.42	476.39	654.01	915.84	ROIC	17.26%	19.54%	20.72%	22.29%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.28%	28.40%	30.70%	32.07%
其他负债	125.08	194.38	258.94	345.34	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>537.49</b>	<b>950.61</b>	<b>1646.72</b>	<b>2054.65</b>	总资产周转率	0.50	0.64	0.64	0.66
股本	353.11	353.11	353.11	353.11	固定资产周转率	21.37	36.33	55.28	83.86
资本公积	1753.79	1753.79	1753.79	1753.79	应收账款周转率	1.95	2.14	2.08	2.03
留存收益	-193.08	256.16	912.18	1837.55	存货周转率	1.45	1.43	1.31	1.31
归属母公司股东权益	1913.83	2363.06	3019.08	3944.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	55.85%	—	—	—
少数股东权益	66.30	66.30	66.30	66.30	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1980.13</b>	<b>2429.36</b>	<b>3085.38</b>	<b>4010.76</b>	资产负债率	21.35%	28.12%	34.80%	33.87%
负债和股东权益合计	2517.62	3379.97	4732.10	6065.41	带息债务/总负债	20.47%	29.44%	44.56%	38.62%
					流动比率	3.67	2.86	2.26	2.47
					速动比率	3.30	2.51	1.98	2.16
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	295.39	537.78	800.33	1134.64	每股收益	0.67	1.27	1.86	2.62
PE	86.70	45.70	31.29	22.19	每股净资产	5.61	6.88	8.74	11.36
PB	10.37	8.45	6.65	5.12	每股经营现金	-0.52	-0.45	-0.03	0.21
PS	17.57	10.84	7.88	5.80	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	68.79	38.27	26.19	18.45					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn