

合理价格

29.7元-34.65元

## 二线品种发力增长 提升回报率

——贵州百灵（002424）新股分析报告——

研究员

王剑辉

执业证号：S1250200010075

电话：010-57631186

邮箱：wjhui@swsc.com.cn

发行上市资料

合理发行价格	29.7-34.65元
发行股数(万股)	3700
申购日期	5月24日
发行后总股本(万股)	14700
主承销商	宏源证券

主要观点:

**合计价格区间 29.7元-34.65元** 我们预计2010-2012年,公司净利润同比增长30.4%、26.7%和17.4%,IPO之后每股收益为0.99元、1.26元和1.47元,给予30-35倍市盈率,对应合理价格区间为29.7元-34.65元;

**成熟产品贡献稳定收益** 公司是一个以苗药品牌主导,多元化品种发展的地区性企业;一线产品如咳速停糖浆(及胶囊)和维C银翘片都属于较为成熟的品种,在相应领域具有一定的市场地位和品牌,是公司稳定收入增长和品牌推动的立柱;

**二线品种发力,贡献毛利润** 目前增长较快的二线品种,如银丹心脑通软胶囊和金感胶囊是未来增长的动力,是公司主要推广的品种,两款药对应的都是大治疗领域,具有一定的成长空间,并且由于百灵在成功运作一线品种后,建立的营销网络,我们认为两款品种的增长不但给公司整体带来了较快的收入贡献,毛利的贡献将更加明显(07-09年,两款产品的毛利占比分别为14.4%、27.5%、29.8%和7.05%、10.6%和11.27%),从而整体提升回报率;

**募集情况** 公司拟发行3700万股,募集资金35075.11万元,募集过后,股本将增加至14700万股;主要是对子公司天台山药业GMP生产线的扩张,涉及片剂和颗粒剂的产能扩张,拟扩产对象为维C银翘片和二线品种银丹心脑通胶囊和金感胶囊;

**风险提示** 公司的一线品种和主打二线品种均处在市场竞争激烈的领域,除了产品疗效以外,营销渠道的支持产品收入增长的关键;公司多年在OTC市场的运营,已建立了一定的渠道网络,但仍面临其他竞争者的强势挤压,公司的扩产后的市场销售面临一定的压力。

## 1. 投资要点

### 要点简述

- 一线品种稳步增长，为公司持续获得较稳定的收入；
- 地处国内中药材基地贵州，药材成本较低；
- 二线高毛利品种发力，持续提升公司整体回报率，抵消降价风险；
- “百灵”为全国知名品牌，具有较强的全国网络营销能力；
- 民营控股，成本控制依然是优势。

### 主要假设

- 一线品种咳速停糖浆（及胶囊）产品较为成熟，并且市场规模有限，基本呈一个稳步增长的态势；维C银翘片虽然产品也较为成熟，但由于领域市场规模较大，并且公司仍继续扩产，挤压对手和医改扩容，该品种依然能实现25%的收入增长；
- 二线品种发力，银丹心脑血管软胶囊和金感胶囊收入增长在30%以上；
- 各项费率基本保持相同比例；

### 主要风险

- 产品上量后面临降价；
- 相关产品竞争激烈，销售或不能达到预期；

表格 1 主要收入构成预测

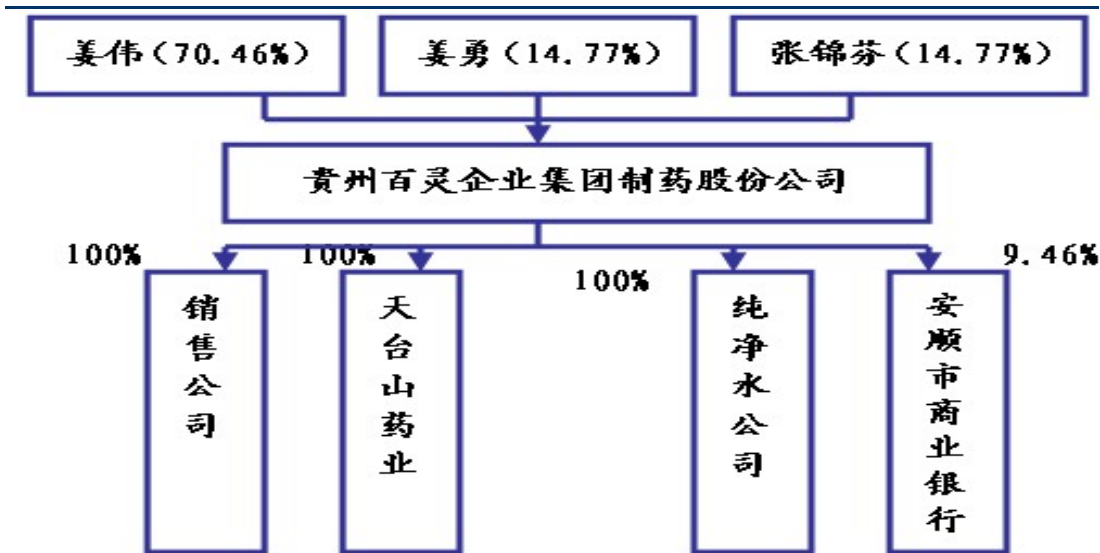
(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
咳速停糖浆（及胶囊）	13895.08	18870.30	18678.37	20546.21	21573.52	22652.19
增长率		35.81%	-1.02%	10.00%	5.00%	5.00%
银丹心脑血管胶囊	4265.34	9958.20	12454.22	16190.49	21857.16	27321.45
增长率		133.47%	25.06%	30.00%	35.00%	25.00%
维C银翘片	13310.55	19057.99	26150.47	32688.09	40860.11	51075.14
增长率		43.18%	37.22%	25.00%	25.00%	25.00%
金感胶囊	2050.51	4169.72	5036.51	6547.46	8839.08	11490.80
增长率		103.35%	20.79%	30.00%	35.00%	30.00%
其他收入	11098.91	8679.71	11132.21	12325.58	14734.61	17638.15
<b>营业收入合计（万元）</b>	<b>44620.39</b>	<b>60735.92</b>	<b>73451.78</b>	<b>88297.82</b>	<b>107864.46</b>	<b>130177.72</b>
收入增长率		36.12%	20.94%	20.21%	22.16%	20.69%
<b>综合毛利率</b>	<b>48.64%</b>	<b>46.69%</b>	<b>45.83%</b>	<b>46.24%</b>	<b>46.26%</b>	<b>45.41%</b>

数据来源：西南证券研发中心

## 2. 公司基本情况

公司前身是贵州省安顺制药厂，03 年通过国有股权转让，设立变更至贵州百灵制药厂，于 2007 年改制为贵州百灵股份公司。

图表 1 公司股权结构简单



数据来源：公司招股书

贵州百灵是我国最大的苗药生产和研发企业之一，主要从事止咳化痰用药、感冒用药、心脑血管用药等中成药的生产与销售，主要产品为咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片、银丹心脑血管软胶囊、金感胶囊等；全资子公司天台山药业生产主要涉及片剂、胶囊剂、软胶囊剂等 12 种机型，其中入选《国家基本药物目录》的品种 48 个，入选《医保目录》的品种 44 个；公司现拥有药品发明专利 16 项、尚有 18 项药品发明专利申请已获得受理，正处于审查公示阶段。

## 3. 业务分析

公司目前两款苗药，咳速停糖浆（及胶囊）和银丹心脑血管通胶囊是毛利的主要来源，感冒药维 C 银翘片收入最高，但毛利较低，在公司的主打产品中，毛利贡献不是最突出的。

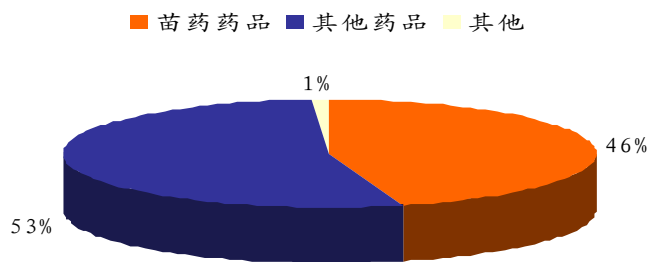
表格 2 主要产品情况

药品名	药品类型	用药领域	生产厂家	医保情况
咳速停糖浆（及胶囊）	中成药	呼吸系统	独家	否
银丹心脑血管通胶囊	中成药	心脑血管	独家	乙类
维 C 银翘片	中西结合	感冒	多家	乙类
金感胶囊	中成药	感冒	独家	否
姜酚胶丸	中成药	风湿类	独家	否

数据来源：公司网站 西南证券研发中心

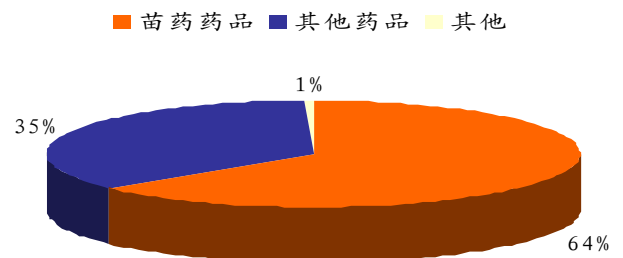
由于苗药独家品种较多，整体毛利率高于非苗药产品，毛利贡献较为明显。

图表 2 2009 年收入结构



数据来源: 公司招股书

图表 3 2009 年毛利结构

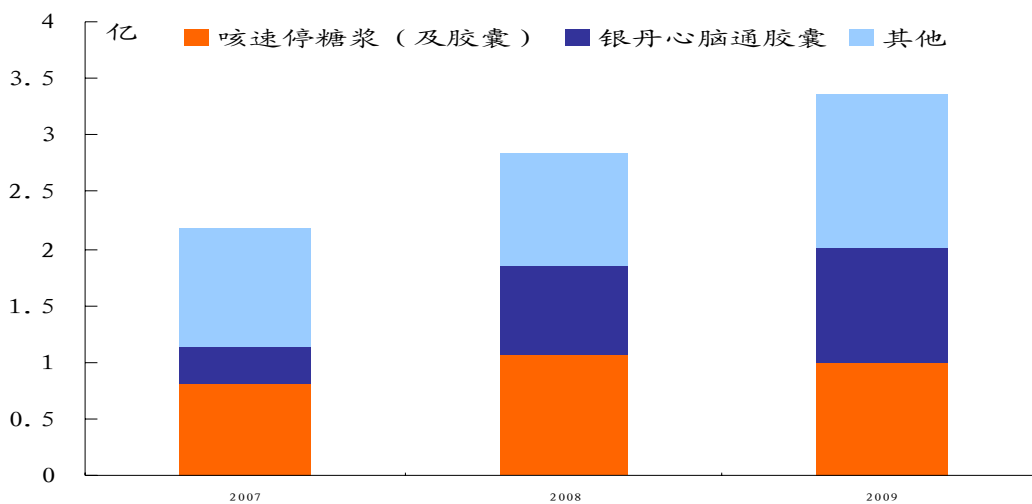


数据来源: 公司招股书

## 苗药

公司目前主打的苗药产品为咳速停糖浆（及胶囊）和银丹心脑血管通胶囊，09 年收入分别占比 25.6%和 17.1%，毛利贡献突出，分别占比 29.75%和 29.83%。

图表 4 两款苗药毛利贡献占比较大

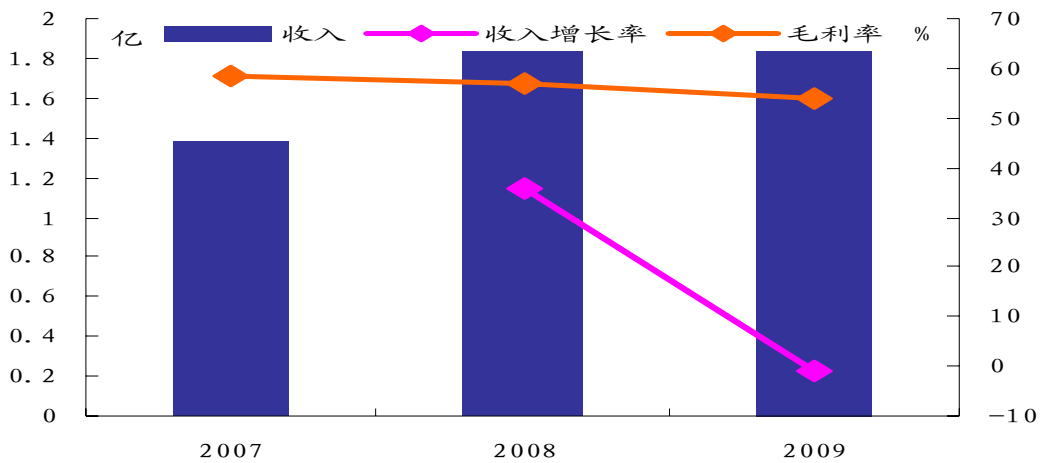


数据来源: 公司招股书

### 咳速停

该产品是公司早期的主导产品，04 年销售已过亿，在同类糖浆剂感冒产品排到第四位，已经是一个较成熟的品种。并且，作为糖浆剂感冒用药已基本形成品牌化格局，市场较为成熟，增量使用范围已经很小。因此，该产品基本上维持一个稳步增长态势。

图表 5 咳速停糖浆（及胶囊）收入情况

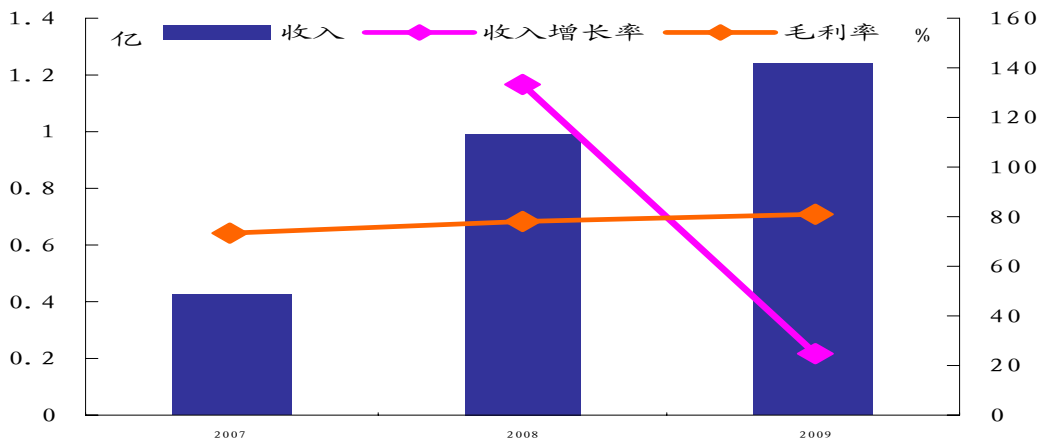


数据来源：公司招股书

### 银丹心脑血管软胶囊

是公司具有发明专利的独家苗药产品，此次重点扩产，推广销售的品种，未来增量收入的主要贡献者之一。

图表 6 银丹心脑血管软胶囊收入情况



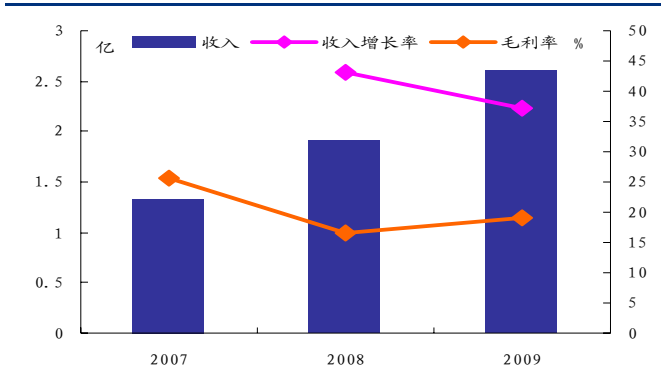
数据来源：公司招股书

该产品上市相对较晚，早前属于公司的二线品种。由于近几年，心脑血管病逐渐成为现代生活的高发病种，用药市场规模持续快速增长，并且中成药在心脑血管病上的优势逐渐明显，而公司的银丹心脑血管软胶囊相比同类产品，销售基数低，因此，在近三年的销售复合增长率达到，远超公司其他产品和行业增长水平。由于该产品治疗领域，在未来较长的时间里，仍然是规模最大，增长速度最快的药品市场领域，该产品拥有随较多的增长空间，但是，虽然市场领域大，产品集中度低，但在一定程度上，国内已形成了以复方丹参滴丸、步长脑心通胶囊等品牌产品，各种心脑血管用药竞争激烈，我们认为维持在 30%-35% 的收入增长较为合理。

## 非苗药

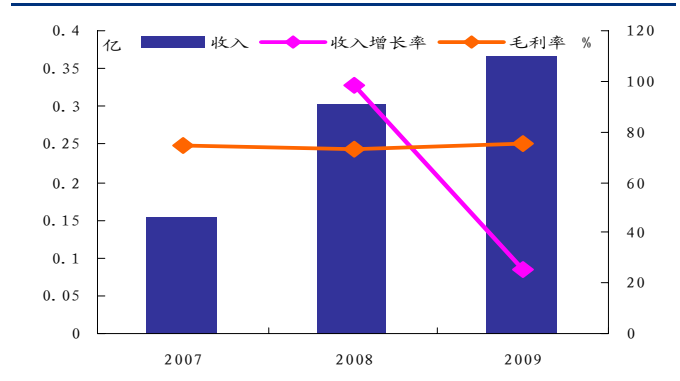
公司目前非苗药主打产品为两款感冒药维 C 银翘片和金感胶囊，是公司此次扩产的目标品种之一。

图表 7 维 C 银翘片收入情况



数据来源：公司招股书

图表 8 金感胶囊收入情况



数据来源：公司招股书

感冒用药也是一个充分竞争的用药市场，容量大，品牌多，领域市场增长相对较为缓慢，单个产品的收入增量除了产品价格的提升以外，对竞争对手的市场份额挤压是一个收入增长的主要来源之一。

在产品上，虽然国内维 C 银翘片的生产厂家众多，但公司的产品在该品种有较明显的品牌优势，市场地位稳固。并且，相对同类产品，公司的维 C 银翘片日服用价格，有利于公司进军增在扩容的基层医疗市场，但是我们预计公司该产品已经较为成熟，销售基数也已上到规模，后期增速主要倚重领域用药的整体增长。

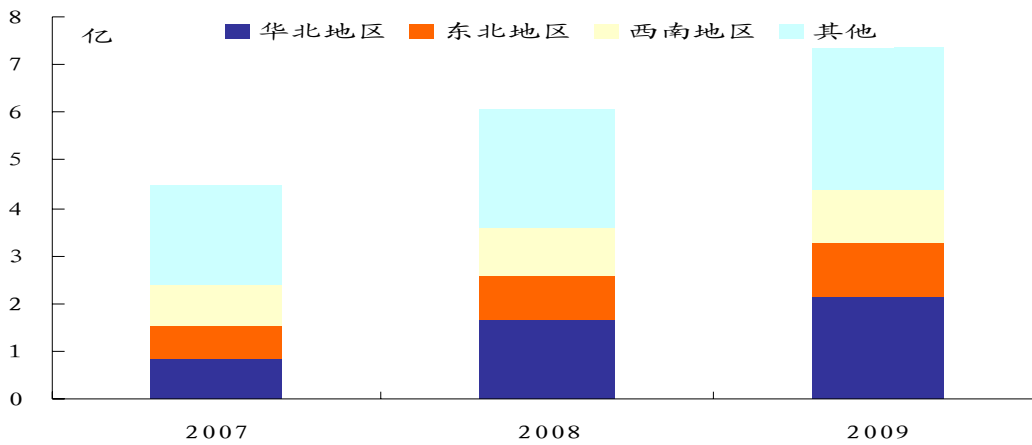
另外一款金感胶囊感冒用药，我们认为其增长速度应当快于已经较为成熟的维 C 银翘片，首先因为其基数较低，另外该产品毛利率高达 75%，是加大推广销售的一个重要的原因。

## 销售情况

公司经过十多年的发展，较成功的运营了咳速停糖浆和维 C 银翘片两款非处方药，在 OTC 市场具有一定的网络规模，全国主要省会城市均有设点，华东、华北和本区域（西南）为主要的收入片区。

处方药市场方面，主攻二甲以上医院，银丹心脑血管软胶囊的快速增长，说明了公司在医院市场的营销也已经见到了初步成效，未来有进一步增量可期。

图表 9 全国主要销售片区情况



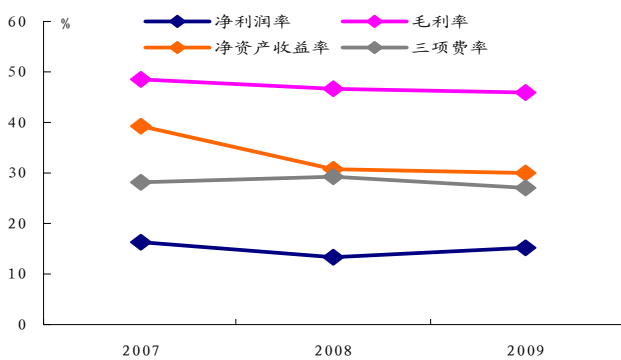
数据来源: 公司招股书

## 4. 财务分析

公司为了解决产能瓶颈, 短期借款较高, 而净资本降低, 从而使得公司净资产回报率远高于同类企业 (较好的企业一般在 15%-20%)。在 IPO 融资成功之后, 这一指标应当会有所降低。

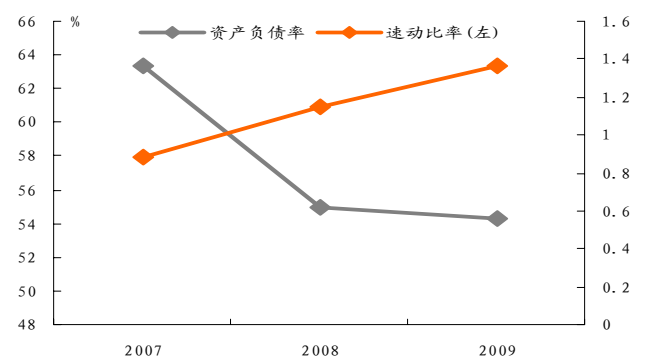
主打产品的毛利率不高, 净利率水平基本维持在 15% 左右, 属于行业较好的水平。此次 IPO 募集之后, 公司加大银丹心脑血管软胶囊和金感胶囊的产能, 毛利率的提升, 有望使净利率水平提高。

图表 10 盈利能力情况



数据来源: 公司招股书

图表 11 资产负债率将继续下降



数据来源: 公司招股书

## 5. 募集情况

公司拟发行 3700 万股，募集资金 35075.11 万元，募集过后，股本将增加至 14700 万股；主要是对子公司天台山药业 GMP 生产线的扩张，主要涉及片剂和颗粒剂的产能扩张。

表格 3 募集投资情况

项目名称	投资总额	建设周期
天台山药业 GMP 生产线建设项目	22000	3 年
GAP 种植基地建设项目	4859.78	2 年
技术中心建设项目	4984.63	1 年
营销网络建设项目	3230.7	3 年
合计	35075.11	

数据来源：公司招股书

表格 4 拟扩产品种

	投产前	投产后	产能增长
维 C 银翘片 (亿)	50	135	92.86%
金感胶囊 (亿)	2	12	500%
银丹心脑血管软胶囊 (亿)	2	12	500%
姜酚丸 (亿)	0	1.9	--

数据来源：公司招股书

目前的主打产品，仍是此次产能扩张增产的对象，都是属于大领域的产品。其中，银丹心脑血管胶囊和金感胶囊属于高毛利的品种，扩产后将使得公司整体盈利水平提升。

## 6. 投资建议

公司是一个以苗药品牌主导，多元化品种发展的地区性企业。一线产品如咳速停糖浆（及胶囊）和维 C 银翘片都属于较为成熟的品种，在相应领域具有一定的市场地位和品牌，是公司稳定收入增长和品牌推动的立柱。

目前增长较快的二线品种，如银丹心脑血管软胶囊和金感胶囊是未来增长的动力，是公司主要推广的品种，两款药的对应的都是大治疗领域，具有一定的成长空间，并且由于百灵在成功运作一线品种后，建立的营销网络，我们认为两款品种的增长不但给公司整体带来了较快的收入贡献，毛利的贡献将更加明显（07-09 年，两款产品的毛利占比分别为 14.4%、27.5%、29.8% 和 7.05%、10.6% 和 11.27%），从而整体提升回报率。

我们预计公司 2010-2012 年，公司净利润同比增长 30.4%、26.7% 和 17.4%，IPO 之后每股收益为 0.99 元、1.26 元和 1.47 元，给予 30-35 倍市盈率，对应合理价格区间为 29.7 元-34.65 元。



资产负债表 (百万)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	35	205	520	405	268	营业收入	607	735	883	1079	1302
应收票据	150	185	223	272	328	营业成本	324	398	475	580	711
应收账款	110	99	119	145	175	营业税金及附加	6	7	9	11	13
预付款项	53	96	148	211	288	销售费用	123	144	169	204	246
其他应收款	18	17	21	25	31	管理费用	39	41	45	52	59
存货	99	90	107	131	160	财务费用	15	13	15	15	18
固定资产	75	75	74	126	189	营业利润	99	131	171	217	255
在建工程	3	10	13	71	88	税前利润	97	131	171	217	255
无形资产	29	31	30	29	28	减: 所得税	17	20	26	33	38
资产总计	583	820	1262	1425	1564	净利润	80	112	146	185	217
短期借款	217	281	201	151	38	归母公司净利润	80	112	146	185	217
应付票据	8	43	52	63	77	基本每股收益	0.73	1.02	0.99	1.26	1.47
应付账款	56	47	55	68	83	稀释每股收益	0.73	1.02	0.99	1.26	1.47
预收款项	8	4	-2	-9	-17	<b>财务指标</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
应交税费	20	34	49	59	72	<b>成长性</b>					
长期借款	28	32	32	32	32	营收增长率	36.1%	20.9%	20.2%	22.2%	20.7%
负债合计	321	445	392	370	292	EBIT 增长率	19.3%	25.5%	28.8%	24.6%	17.6%
股东权益合计	263	374	871	1055	1272	净利润增长率	11.7%	39.1%	30.4%	26.7%	17.4%
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>盈利性</b>					
净利润	80	112	146	185	217	销售毛利率	46.7%	45.8%	46.2%	46.3%	45.4%
折旧与摊销	9	12	15	20	27	销售净利率	13.2%	15.2%	16.5%	17.1%	16.6%
经营活动现金流	-40	125	74	80	97	ROE	30.6%	29.8%	16.7%	17.5%	17.0%
投资活动现金流	-4	-7	-15	-130	-105	ROIC	18.79%	17.87%	14.34%	15.92%	17.27%
融资活动现金流	-25	54	260	-65	-130						
现金净变动	-70	173	319	-115	-138						
期初现金余额	18	35	205	520	405						
期末现金余额	-51	208	524	405	268						

## 西南证券投资评级说明

---

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

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

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

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

## 免责声明

---

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。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。我公司及其雇员对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。我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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>