

众生药业 (002317)

“普”渡众生 “中”成正果

买入 / 首次评级

股价：RMB35.07

分析师

钱晓宇

SAC 执业证书编号:S1000200010062

+755-82492237 qianxy@lhqz.com

联系人

孙超

0755-82125057 sunchao@lhqz.com

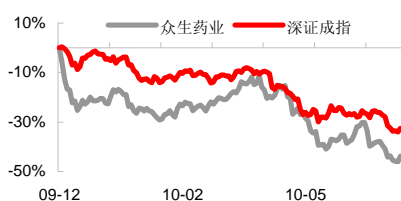
- 向全国市场进军的特色药企。**公司目前是一家以华南为主要营销区域的民营药企，主营复方血栓通、众生丸、清热祛湿颗粒等特色中药，兼营头孢拉定胶囊、硫酸铝混悬液等化学普药。复方血栓通、众生丸等主力产品正在向全国市场进军。
- “普”渡众生，“中”成正果。**公司对化学普药采取了维持的经营策略，而以高毛利率成长性更好的中成药业务作为战略重点，中成药既是公司当前收入利润的主要来源，也决定着公司的未来。
- 心脑血管品种高速增长。**复方血栓通系列占公司总收入 41.4%，07~09 年销售收入复合增长 32.4%，至 09 年达 2.28 亿元，成为公司绝对的王牌产品。脑栓通胶囊是公司增速最快的产品，09 年收入在 08 年 900 万元的基础上增长超 120%达 2000 多万元，即将成为公司一线主力品种。
- OTC 品种增长稳定。**2007~2009 年间，其中主要品种众生丸复合增速接近 20%，09 年收入 9553 万元；清热祛湿颗粒复合增速接近 15%，09 年收入 2326 万元。
- 省外市场扩张初见成效，已成为业务增长主要地区。**09 年广东省外收入近 1.5 亿元，占总收入提升至 26.4%，同比增速 38.4%，远高于省内收入 7.35% 的增速。
- 研发投入扩充公司产品线。**国内医药企业研发费用的投入平均占销售收入总额的 2% 左右，而作为一家小型药企，众生药业研发投入保持在营业收入的 5% 左右，后续健行颗粒、口康凝胶等产品将进一步丰富公司产品线。
- 新产能释放为公司发展提速。**因部分产品受制于产能瓶颈，2009 年业务增速放缓，募投新产能将于明年年中完全达产，有望为公司发展提速。
- 盈利预测与估值。**我们预计随着新产能的投放、省外市场进一步拓展以及新兴主力产品的增长，公司未来三年有望实现 35% 甚至更高的业绩增速，而当前股价尚未合理反映公司价值。首次覆盖给予“增持”评级。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	120
流通 A 股(百万股)	30
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	1036

最近 52 周与大势对比走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	551.6	141.9	666.5	809.8	1012.3
(+/-%)	13.9	n/a	20.8	21.5	25.0
归属母公司净利润(百万元)	100.4	22.4	155.2	201.7	266.9
(+/-%)	34.9	n/a	54.7	29.9	32.3
EPS(元)	0.84	0.19	1.29	1.68	2.22
P/E(倍)	41.3	45.5	25.9	19.9	15.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

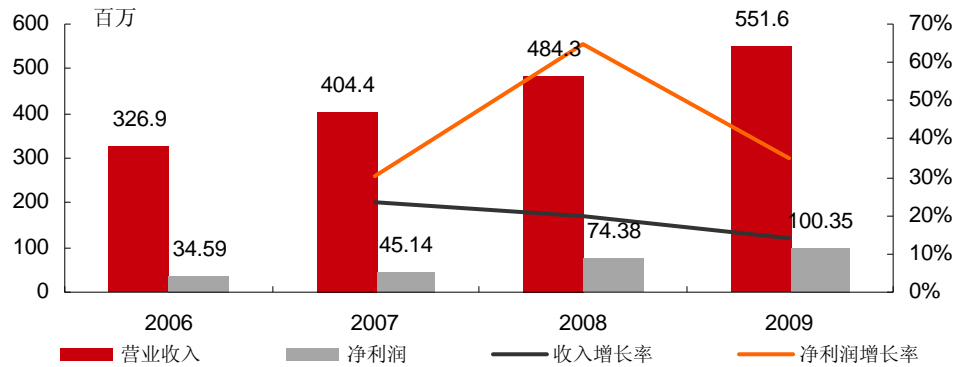
目 录

成长型民营药企	3
中成药业务是主要盈利来源	4
心脑血管病用药市场持续扩容	4
复方血栓通系列 - 王牌产品保持高速增长	5
复方血栓通保持高速增长	5
心脑血管领域发力赶超	5
快速发展的心脑血管市场	6
眼底病霸主地位不可动摇	8
脑栓通 - 跻身一线产品行列	9
高速增长跻身一线品种	9
脑中风用药市场分析	9
中风用中成药市场增长迅速	10
OTC 品种稳定增长	11
众生丸 - 健步增长的“二当家”	11
清热祛湿颗粒 - 中规中矩稳定增长	13
省外扩张初见成效	13
重视研发投入, 产品线逐渐丰富	14
新产能释放为公司发展提速	15
盈利预测及估值讨论	15
风险提示	16
公司省外销售增长低于预期	16
新产能未按计划达产	16
中药材超预期涨价	16

成长型民营药企

公司是一家以华南地区为主要营销区域的民营药企，产品以复方血栓通、众生丸、清热祛湿颗粒等特色中药为主，也兼营头孢拉定胶囊、硫糖铝混悬液等化学普药。2006~2009年公司营业收入由3.27亿增长到5.52亿，复合增速19.05%，而净利润由3459万增长到1亿，复合增长率高达42.62%。

图 1、公司收入和净利润保持增长

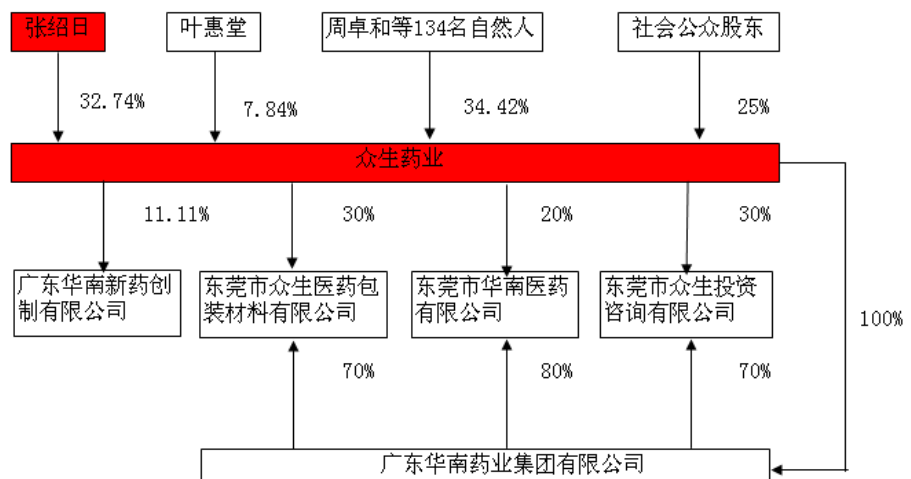


资料来源：招股说明书、2009 年年报、华泰联合证券研究所

2009 年因为部分产品受制产能瓶颈原因，公司收入增速放缓，但通过优先高毛利率产品生产策略，净利润增长率仍然达到 34.9%。

目前张绍日先生持有公司上市后 32.74% 股份，是公司实际控制人。公司管理层均持有公司股票，管理层利益取向与公司发展目标趋于一致。

图 2、公司股权结构

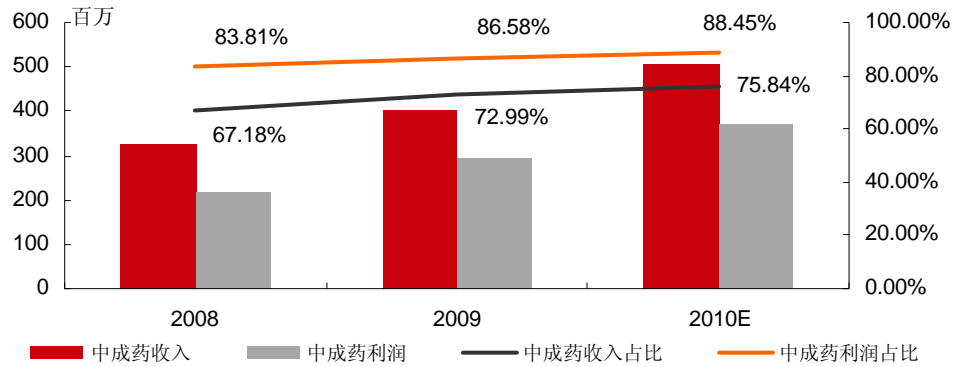


资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

中成药业务是主要盈利来源

以复方血栓通、众生丸、清热祛湿颗粒、脑栓通为主要产品的中成药业务具备较高毛利率，是公司发展的重点。2009年中成药业务收入占比达到73%，中成药业务利润占比则达到86%以上。

图3、中成药业务收入、利润占比逐年提升



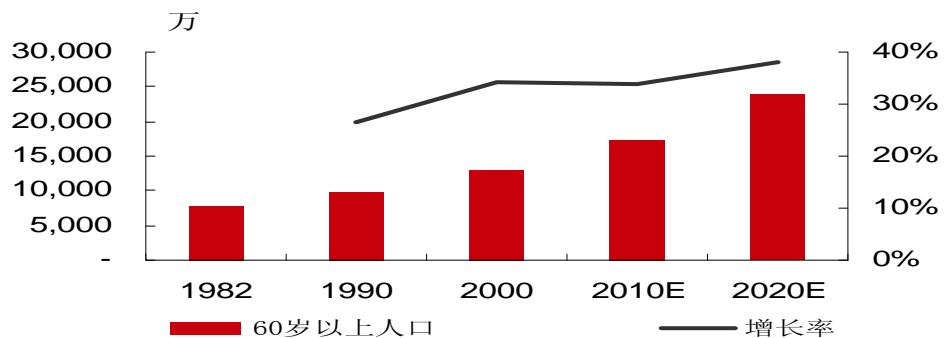
数据来源：公司2009年报、华泰联合证券研究所

公司化学普药品种毛利率较低，近年一直稳定保持着一定生产销售规模，收入占比则呈逐年下降趋势。

心脑血管病用药市场持续扩容

心脑血管病作为一种常见的慢性疾病，需要长期用药。目前心脑血管疾病的患病人数逐年上升，老龄人口数量增加是心脑血管疾病用药市场规模迅速增长的核心推动力。《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》指出，中国是世界上老年人口最多的国家，占全球老年人口总量的五分之一。中国社会从2001年进入快速老龄化阶段，年均增速达3.28%，远高于人口增速0.66%，老龄人口将持续增长到2051年达到峰值，之后会一直维持3亿~4亿人规模。

图4、中国60岁以上人口增长情况



资料来源：2009年卫生统计年鉴、SFDA、华泰联合证券研究所

由于心脑血管疾病患者的发病率与人口年龄增长呈高度正相关关系,持续增加的老齡人口,将带来心脑血管用药市场的持续扩容。

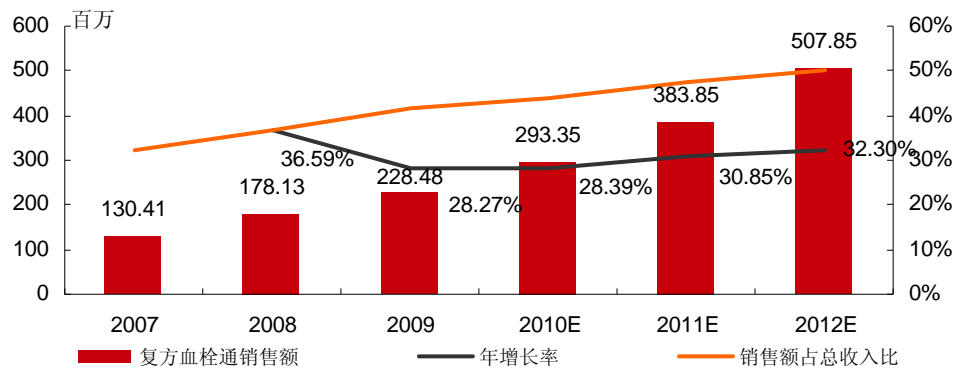
复方血栓通系列 - 王牌产品保持高增长

复方血栓通系列产品为公司的核心产品,主要对应于心脑血管市场,同时应用于眼底病治疗领域。

复方血栓通保持高速增长

复方血栓通过去三年销售收入占比由 32.25% 上升至 41.42%, 销售额复合增长率达 32.36%, 是公司的王牌品种。作为国内心脑血管三七类制剂中唯一利用指纹图谱质量技术进行质量控制的产品, 复方血栓通具备疗效优势, 在心脑血管市场上表现出很好的发展潜力。

图 5、复方血栓通系列销量及增长预测



数据来源: 招股说明书、公司 2009 年年报、华泰联合证券研究所

另一方面, 公司对复方血栓通营销坚持自建销售队伍, 采用专业学术推广模式, 力争 2010 年新增处方药办事处 39 处, 覆盖医院由目前 1800 余家扩大至 3000 家。作为省外市场营销的重点品种, 2009 年复方血栓通在省外市场的增长率达到了 38% 以上, 远远高于省内销售额增长, 省外销售份额逐年提高, 目前已达 40% 以上, 正由一个区域性品牌成长为一个全国性品牌, 有望在高增长背景下继续提速。

心脑血管领域发力赶超

根据 SFDA 南方医药经济研究所的数据, 复方血栓通在 2008 年我国心脑血管中成药市场份额排行榜上位列第十六位。

表 1、2008 年我国心脑血管中成药市场份额排名

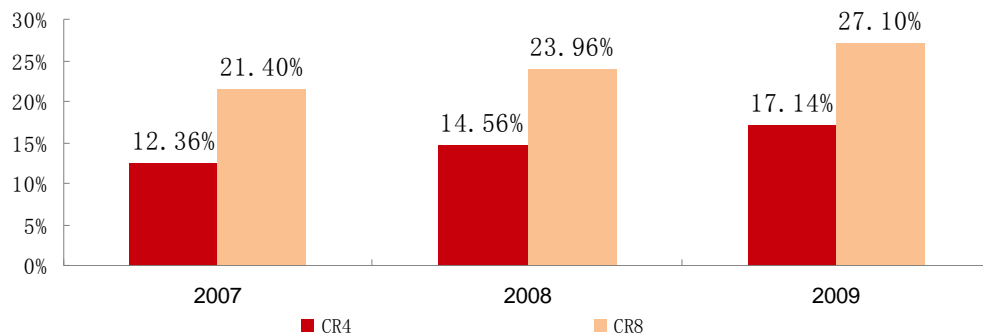
排名	品种	生产厂家	市场份额
1、	复方丹参滴丸	天津天士力制药	4.94%
2、	步长脑心通胶囊	陕西咸阳步长制药	2.91%
3、	通心络胶囊	河北以岭药业	2.66%
4、	脉络宁注射液	南京金陵药业	2.22%
5、	银杏叶片	扬子江药业集团	1.82%
6、	速效救心丸	天津中新药业	1.79%

7、	地奥心血康胶囊	成都地奥集团	1.79%
8、	丹红注射液	陕西咸阳步长制药	1.63%
9、	参麦注射液	石家庄神威药业	1.16%
10、	麝香保心丸	上海和黄药业	1.13%
16、	复方血栓通胶囊	广东众生药业	1.02%
	其他		76.95%
	合计		100%

资料来源：SFDA、招股说明书、华泰联合证券研究所

据南方所标点信息九城市样本医院数据库数据显示，从2007~2009年心脑血管中成药品牌市场集中度看，采购额排名前4位合计(CR4)的市场份额依次为12.36%、14.56%和17.14%，前8位品牌合计(CR8)的市场份额依次为21.40%、23.96%和27.10%。根据市场集中度指数CR8判断值： $20\% \leq CR8 < 40\%$ ，可判断我国心脑血管疾病用药中成药市场集中度属于低集中竞争型，市场竞争较为激烈。

图6、我国心脑血管中成药市场竞争分析



资料来源：SFDA、华泰联合证券研究所

从2007~2009年心脑血管疾病中成药前4位品牌和前8位品牌的市场集中度看，市场正逐步走向集中，排名靠前的品种将取得更多市场份额。而在竞争激烈的市场环境下，2006~2008年复方血栓通市场排名逐年攀升，由2006年的第18位上升至2008年的第16位，市场份额也保持着上升趋势，由2006年的0.79%提升至2008年的1.02%，表现出很好的市场竞争力。

表2、复方血栓通胶囊市场排名逐年攀升

2006		2007		2008	
销售排名	市场份额	销售排名	市场份额	销售排名	市场份额
18	0.79%	17	0.77%	16	1.02%

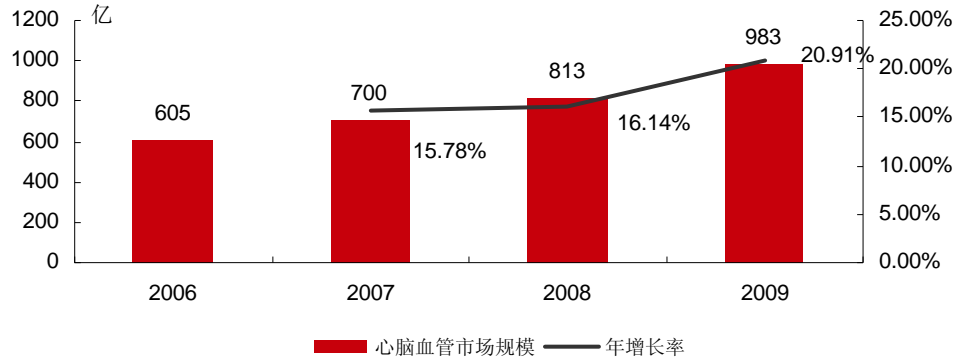
资料来源：SFDA、华泰联合证券研究所

快速发展的心脑血管市场

心脑血管药物在全球范围内是第一大类药物，约占药品总规模的20%；而在我国，心脑血管药虽属于第二大类药物，但却超过全国药品销售总额的20%。

目前我国心脑血管药物在我国药品市场规模中仅次于抗感染药物，位居第2位，2007年市场规模达到了700亿元，2008年为813亿元，2009年上升至983亿元，市场总体发展非常成熟。近3年的市场规模年均复合增长率达到18.55%，并且市场规模成长有加速趋势。

图 7、我国心脑血管药品市场规模成长加速



数据来源：SFDA、华泰联合证券研究所

在心脑血管疾病用药中化学药占据主导地位，比重达到了66.34%，中成药占了33.66%。近几年，心脑血管中成药在整个心脑血管用药所占比重逐年上升，而化学药的所占比重则呈逐年下降的态势。中药相对于化学药物，更擅长治疗慢性疾病、适宜病后调理，心血管治疗领域属于中医药传统优势领域。在京沪津穗等特大及中型城市，中药类心血管病制剂早已“东风压倒西风”，成为医药市场上的主导品种。

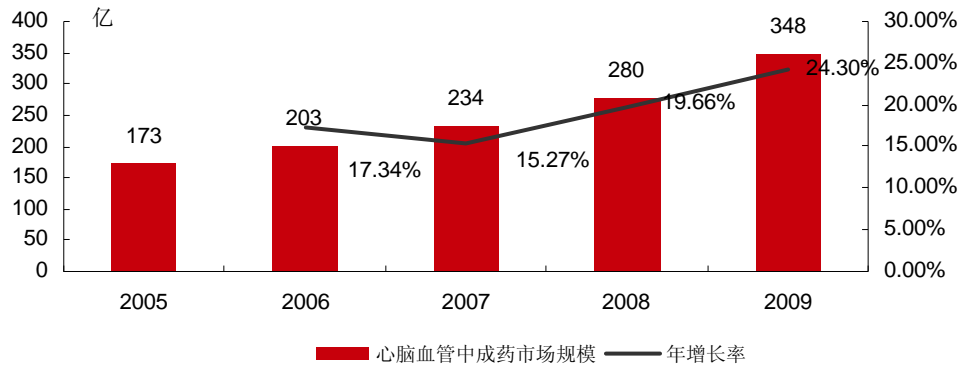
表 3、2008 年我国四大城市心血管治疗剂中药类与西药类产品销售金额比例

城市	中药类治疗剂	西药类治疗剂
上海	86%	14%
北京	68%	32%
广州	82%	18%
天津	72%	28%

数据来源：健康网、华泰联合证券研究所

2005-2009年以来我国心脑血管中成药市场规模逐年增长，2009年市场规模已经达到348亿元。近三年来的复合年平均增长率达到21.94%，高于整个心脑血管用药市场18.50%的复合年平均增长率，更高于心脑血管化学药市场16.73%的复合年平均增长率。

图 8、心脑血管中成药市场增速加快



数据来源: SFDA、华泰联合证券研究所

眼底病霸主地位不可动摇

另一方面,复方血栓通是国家医保目录唯一用于治疗眼底病的中成药,目前市场占有率超过 22%,是眼底病领域无可争议的**第一品牌**。

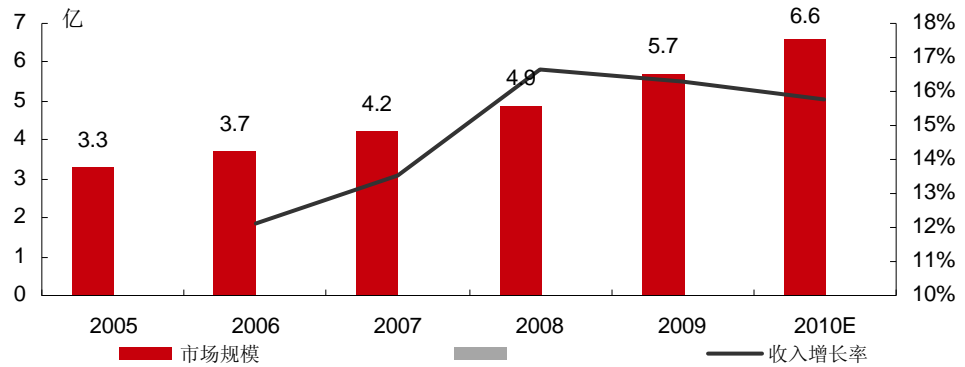
表 4、2008 年我国眼底病用药市场份额排名

排名	品种	市场份额	备注
1、	复方血栓通胶囊	22.27%	中成药
2、	复方樟柳碱	9.94%	植物神经调节药物
3、	血栓通注射液	7.72%	中成药
4、	维生素 E 烟酸酯胶囊	5.36%	心脑血管用药
5、	复方丹参滴丸	4.25%	中成药, 心脑血管用药
6、	银杏叶片	3.11%	中成药, 心脑血管用药
7、	安步乐克	3.01%	抗血栓药
8、	胰激肽原酶肠溶片	2.99%	抗血栓药
9、	妥拉唑林	2.98%	抗血栓药
10、	明目地黄丸	2.57%	眼科用药
	其他	35.8%	
	合计	100%	

资料来源: SFDA、招股说明书、华泰联合证券研究所

眼底病是指视网膜、视神经、脉络膜等眼球后半部组织的疾病。2005 年我国眼底病用药的市场规模约有 3.3 亿元,至 2008 年市场规模增加到了 4.9 亿元左右,市场规模相对较小,复合增长率保持 15%左右,2010 年市场规模约有 6.6 亿元。

图 9、眼底病市场规模稳步增长



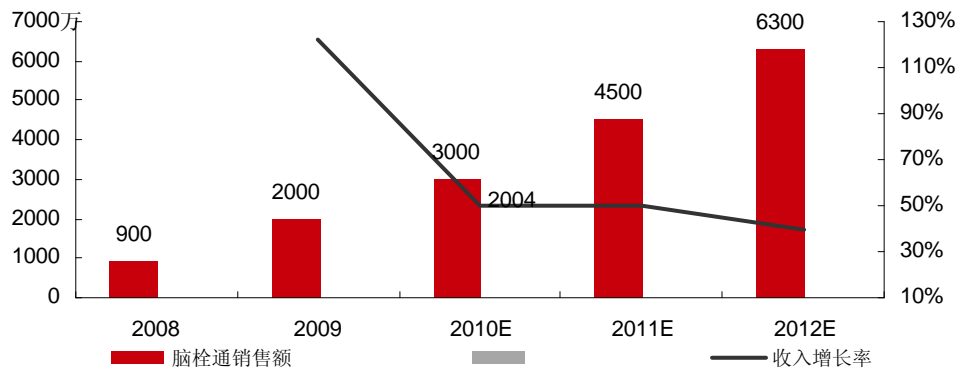
资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所

脑栓通 - 跻身一线产品行列

高速增长跻身一线品种

脑栓通 2005 年上市，主要用于脑卒中（中风）的治疗。脑栓通 2008 年销量达到 900 万，2009 年全年销量超过 2000 万，增长超过 120%，从其组方和应用领域看，属于公司应优先发展的高毛利率产品。公司对脑栓通品种给予大品种定位，从市场容量和脑栓通的发展速度分析，该品种具备成为大品种的潜力条件。根据 2009 年相对于 2008 年销售额增长 1100 万元以上，我们预计未来三年脑栓通能够保持每年 50% 以上增长速度，2010 年销量达到 3000 万以上，将跻身公司一线品种行列。

图 10、脑栓通销售额及增速预测

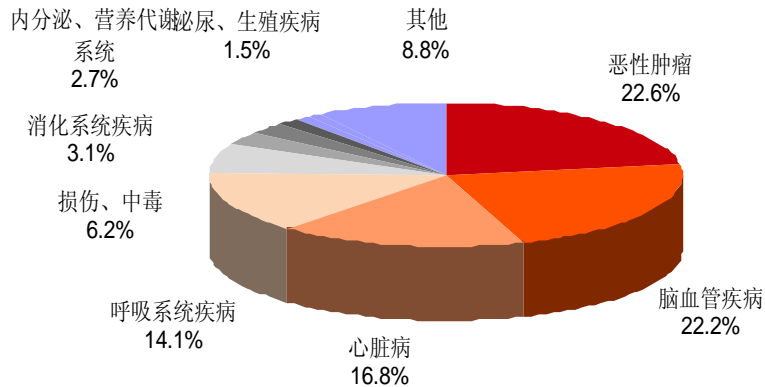


资料来源：华泰联合证券研究所

脑中风用药市场分析

脑卒中在我国城乡居民全部死因的构成比中已居前列，其发病率和死亡率在我国高于心血管病。据统计，我国现有脑血管病患者 700 多万人，每年新发生脑卒中超过 200 万；每年死于脑卒中约 150 万，存活的卒中患者中约四分之三留有不同程度的残疾，重度致残率达 40% 以上。在我国，平均每 15 秒钟就有一个脑卒中新发病例，每 21 秒就有 1 人死于脑卒中。每年造成的经济损失高达 400 亿元，已成为严峻的公共卫生问题。

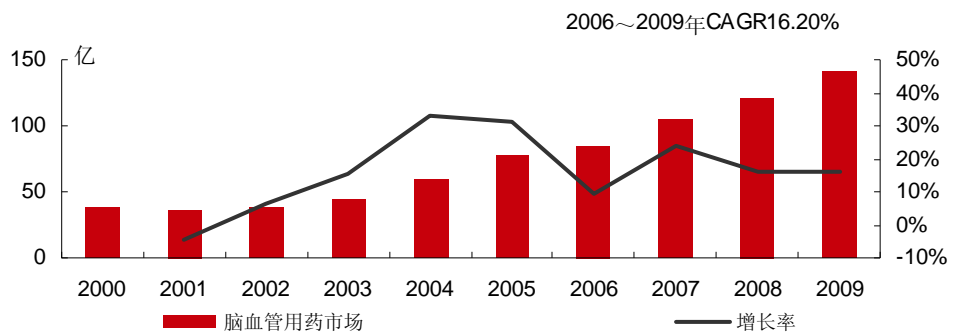
图 11、我国居民常见疾病死因排名



资料来源：卫生部、华泰联合证券研究所

随着老年人口的增加，中风用药市场也呈现快速增长的趋势。据 SFDA 南方医药经济研究所统计数据显示：我国中风用药市场规模 2006 年高达 84.4 亿元，约占整个药品市场的 2.92%。世界卫生组织研究也表明我国脑卒中发生率正在以每年将近 9% 的速度在上升。

图 12、脑血管病用药市场规模



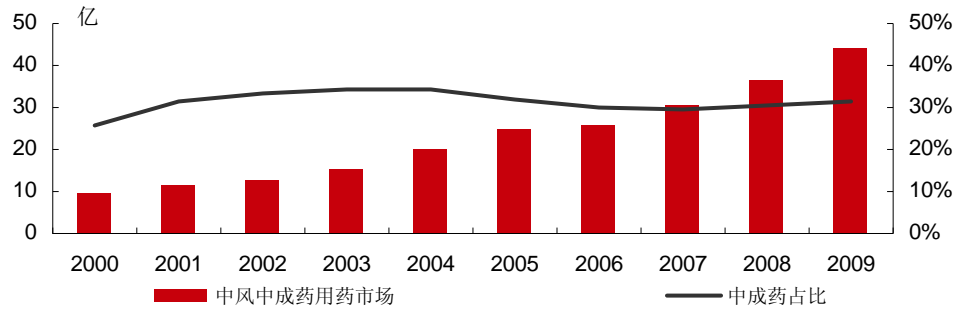
数据来源：SFDA、华泰联合证券研究所

*2007~2009 年数据按照蒋孙明《中风用药市场分析》CAGR16.20%测算，低于宗云岗《潜力巨大脑血管病市场》“脑血管病药市场在整个心脑血管病用药市场中占到约 20% 的份额”估计。

中风用中成药市场增长迅速

中风用中成药市场规模占整个中风用药市场份额的 30% 左右。2006 年中风用中成药市场规模达 25 亿元，年复合平均增长率达 20.21%。而整个中风用药市场规模年复合平均增长率为 16.19%，可推算中风用中成药市场增长速度高于化学药市场。

图 13、中风用中成药市场规模



数据来源：SFDA、华泰联合证券研究所

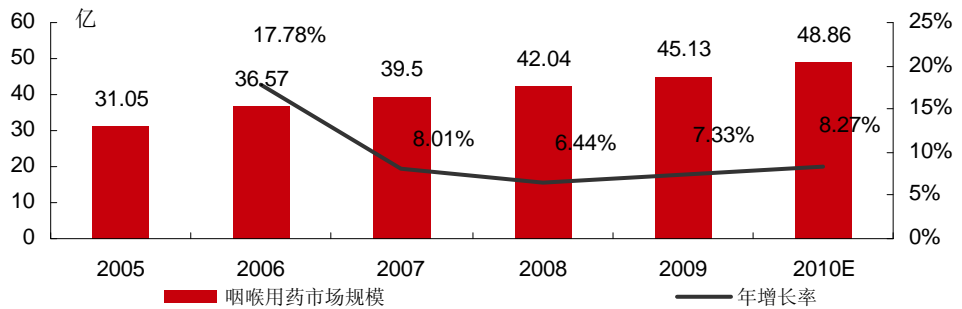
*2007~2009 年按照年增长 20.21% 测算（蒋孙明《中风用药市场分析》）

OTC 品种稳定增长

众生丸 - 健步增长的“二当家”

众生丸主要用于咽喉炎的治疗。咽喉炎是由细菌引起的一种疾病，咽喉疾病用药作为国内 OTC 市场的主流产品之一，拥有众多的用药人群和广阔的市场空间。据 SFDA 南方医药经济研究所数据库显示：2005 年-2008 年我国咽喉用药的市场规模由 31.05 亿元上升至 2008 年的 42.04 亿元，每年的市场增长率均在 6% 以上，其中 2008 年的销售额增长率达到 6.44%，四年的平均增长率达到 10.63%。

图 14、我国咽喉用药市场规模及 2009~2010 年规模预测



数据来源：SFDA、招股说明书、华泰联合证券研究所

在咽喉用药市场，前 10 位品牌市场集中度为 65.30%。其中：化学药品牌仅 1 个，中成药品牌 9 个，中成药在该细分市场占据着绝对优势，众生丸目前拥有 3.3% 的市场份额，排名第六。

表 5、2009 年咽喉用药市场排名

排名	品名	生产产家	份额
1、	金嗓子喉宝	广西金嗓子药业有限公司	25.7%
2、	慢咽舒宁颗粒	山西桂龙医药有限公司	10.7%
3、	西瓜霜喷剂	广西桂林三金药业股份有限公司	6.2%
4、	西瓜霜清咽喉片	广西桂林三金药业股份有限公司	4.3%
5、	复方草珊瑚含片	江西江中药业股份有限公司	3.9%
6、	众生丸	广东众生药业股份有限公司	3.3%
7、	咽立爽口含蜜丸	贵州黄果树立爽药业有限公司	3.2%
8、	意可贴	广东深圳太太药业股份有限公司	3.1%
9、	西瓜霜润喉片	广西桂林三金药业股份有限公司	2.5%
10、	黄氏响声丸	江苏无锡山禾药业股份有限公司	2.4%

资料来源：2009 年度中国药品零售市场发展蓝皮书、华泰联合证券研究所

众生丸在 2006 年至 2009 年销售额排名由第 10 位上升至第 6 位，市场份额由 2.05% 逐步提高至 3.30%，提升非常明显。公司在众生丸的营销上采取立足省内，向省外扩张，在强势销售区域投放广告的策略。营销网络的建设和广告投放效应将帮助众生丸进一步提高销售额排名及其市场份额。

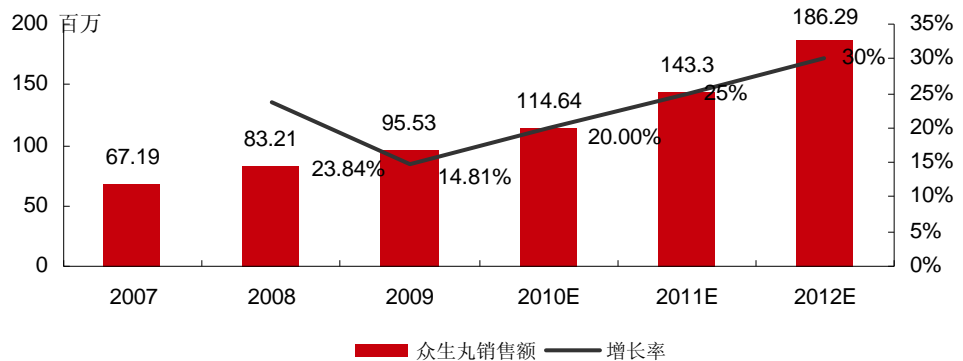
表 6、众生丸市场份额及排名保持上升态势

产品	2006		2007		2008		2009	
	销售排名	市场份额	销售排名	市场份额	销售排名	市场份额	销售排名	市场份额
众生丸	10	2.05%	10	2.05%	8	2.80%	6	3.30%

资料来源：SFDA、华泰联合证券研究所

众生丸 2009 年全年收入 9553.32 万元，受制产能瓶颈增速有所下滑。2007~2009 年复合增速接近 20%，随着省外市场的开拓和新产能的逐步释放，预计今后几年增速将保持在 20% 以上并逐渐加快。

图 15、众生丸销售额及未来三年预计销售收入

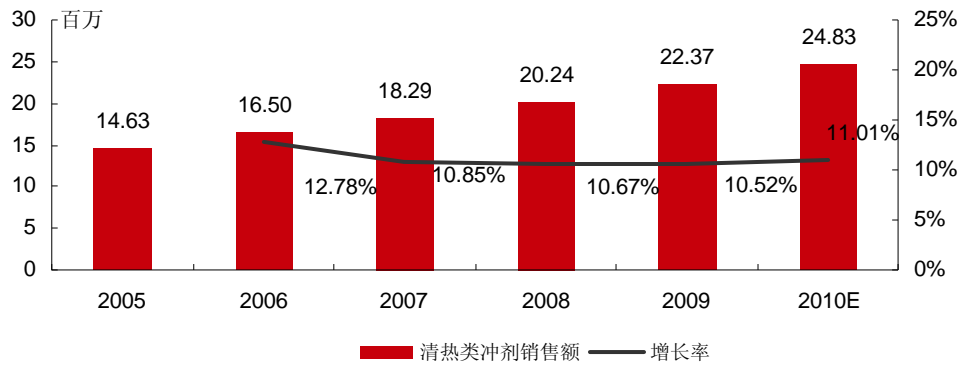


数据来源：公司招股说明书、2009 年年报、华泰联合证券研究所

清热祛湿颗粒 - 中规中矩稳定增长

近四年我国清热冲剂类中成药市场规模总体上呈上升趋势,市场规模保持 10%左右增长速度。2008 年我国清热冲剂类中成药总的市场规模达到 20.24 亿元,预计这一数值在 2009 年上升到 22.37 亿元,2010 年将会接近 25 亿元。

图 16、清热类冲剂销售额及预计销售额



数据来源: 公司招股说明书、华泰联合证券研究所

2006~2008 年清热祛湿颗粒在我国清热冲剂类中成药前十大品牌中市场份额均排名第十, 市场份额保持在 1.5%左右。

表 7、2008 年我国清热类冲剂前十大品牌

排名	品种	生产厂家	市场份额
1、	夏桑菊颗粒	广州星群药业	13.21%
2、	广东凉茶颗粒	广州王老吉药业	10.35%
3、	板蓝根颗粒	白云山和记黄埔	9.44%
4、	板蓝根颗粒	四川蜀中制药	7.27%
5、	板蓝根颗粒	北京同仁堂	4.72%
6、	清开灵颗粒	白云山明兴	4.67%
7、	口炎清颗粒	白云山和记黄埔	3.72%
8、	板蓝根颗粒	广州香雪制药	3.16%
9、	板蓝根颗粒	上海雷允上	1.76%
10、	清热祛湿颗粒	广东众生药业	1.53%

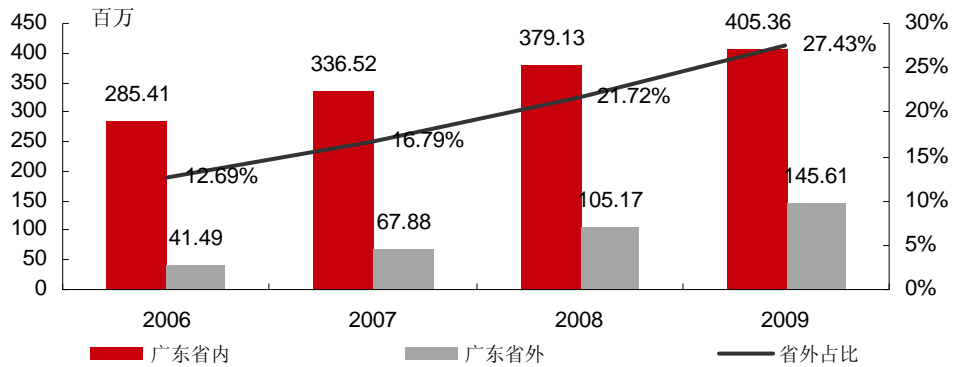
资料来源: 招股说明书、华泰联合证券研究所

清热祛湿颗粒在其应用领域及受众方面具有一定的特点,该品种今后的营销重点应该依然放在华南区域,我们保守预计该品种将跟随行业保持 10%左右的稳定增长。

省外扩张初见成效

公司 2001 年开始积极开拓省外市场,近年初见成效,2006 年~2009 年省外收入复合增长率约 52.0%,同期省内复合增长率为 12.4%,省外市场销售收入占比逐年提升,目前已接近公司总收入的 30%,公司正由一个区域性药企向全国性药企转型。

图 17、2006~2009 年省内外收入及省外收入占比逐年提升



资料来源：招股说明书、公司年报、华泰联合证券研究所

重视研发投入，产品线逐渐丰富

国内医药企业研发费用的投入平均占销售收入总额的 2%，而作为一家小型药企，众生药业研发投入保持在营业收入的 5% 左右水平，健行颗粒、口康凝胶等产品将进一步充实产品线。

表 8、公司目前研发项目进展情况

序号	项目名称	进展情况	达成目标
1、	健行颗粒	临床试验阶段	取得新药证书和药品批准文号
2、	口康凝胶	临床试验阶段	取得新药证书和药品批准文号
3、	众生丸二次开发	药学研究阶段	取得药品注册批件
4、	复方血栓通胶囊增加 治疗糖网新适应症	临床前研究阶段	取得药品新适应症批件
5、	滴通鼻炎水喷雾剂	取得临床试验批件，临床 试验阶段	取得药品批准文号
6、	脑栓通颗粒	中药 8 类，正在国家药 监局药品审评中心审评	取得药品批准文号
7、	清热祛湿颗粒	中药品种保护审评委员 会审批	取得中药品种保护证书
8、	复方血栓通胶囊	中药品种保护审评委员 会审批	取得中药品种保护证书
9、	众生丸	中药品种保护审评委员 会审批	取得中药品种保护证书
10、	众生胶囊	中药保护品种申报阶段	取得中药品种保护证书
11、	众生片	中药保护品种申报阶段	取得中药品种保护证书
12、	复方血栓通片	中药保护品种申报阶段	取得中药品种保护证书

资料来源：公司招股说明书、华泰联合证券研究所

健行颗粒是第一个专门用于治疗帕金森症的中成药。中国 65 岁以上老年人帕金森病的患病率为 1.7%。而随着老龄化程度的加剧，患病率将进一步攀升。中国内地目前帕金森病人已有 200 万，占全国老年人口的 1%，每年新增病例 10 万人。临床试验中健行颗粒效果显著而副作用较小，上市后应用前景广泛。

口康凝胶具有清热解毒、散风降气、芳香避秽之功效，对口腔炎症、异味、咽干、咳嗽等不适有康复保健作用，适用于口腔溃疡、口腔炎症、口疮等。有望延伸众生丸和清热祛湿颗粒的优势领域。

新产能释放为公司发展提速

公司募投新产能计划明年年中完全达产，新产能投产有望为公司发展提速。

表 9、公司募投项目

项目	现有产能 (亿粒/ 吨)	项目达产 后产能(亿 粒/吨)	产能新增 (亿粒/每 吨)	产能增长 率(%)	募集资金 投入(万)	预计投产 日期
复方血栓通 胶囊技术 改造项目	2.12	5.1	2.98	140.57	16532	2011.07.01
众生丸技术 改造项目	10.23	26.06	15.83	154.74	10236	2011.07.01
清热祛湿冲 剂技术改 造项目	700	1550	850	121.43	2710	2011.07.01
营销网络建 设技术改 造项目					3100	2013.07.01
科研技术中 心建设技 术改造项目					2000	2012.07.01

资料来源：招股说明书、2009 年度业绩说明会、华泰联合证券研究所

盈利预测及估值讨论

假设 2010~2012 年复方血栓通保持 30%左右的增长速度；脑栓通 2010、2011 年保持 50%左右的增长，毛利率 80%；众生丸三年增长分别为 20%、25%、30%，毛利率达到 62.5%；清热祛湿颗粒保持 10%增长。

表 10、主营业务收入及成本预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入					
复方血栓通	17812.92	22847.88	29335.37	38384.72	50785.34
众生丸	8320.80	9553.32	11463.98	14329.98	18628.97
脑栓通	900.00	2000.00	3000.00	4500.00	6300.00
清热祛湿颗粒	2309.13	2326.70	2559.37	2815.31	3096.84
其他中成药	3193.06	3532.04	4191.65	4849.15	6321.35
中成药合计	32535.91	40259.94	50550.38	64879.16	85132.49
化学药	15742.65	14837.35	16000.00	16000.00	16000.00
其他	151.94	62.99	100.00	100.00	100.00

合计	48430.50	55160.28	66650.38	80979.16	101232.49
营业成本					
复方血栓通	2878.57	3091.32	3960.28	5181.94	6856.02
众生丸	3929.08	3821.33	4585.59	5373.74	6985.86
脑栓通	180.00	400.00	600.00	900.00	1260.00
清热祛湿颗粒	1311.35	1133.57	1241.29	1337.27	1501.97
其他中成药	2676.14	2382.06	3359.83	3540.85	4419.61
中成药合计	10975.14	10828.28	13382.99	16333.80	21023.46
化学药	11659.01	10308.99	11200.00	11200.00	11200.00
其他	72.29	30.46	48.00	48.00	48.00
合计	22706.44	21167.72	24630.99	27581.80	32271.46
毛利率					
复方血栓通	83.84%	86.47%	86.50%	86.50%	86.50%
众生丸	52.78%	60.00%	60.00%	62.50%	62.50%
脑栓通	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
清热祛湿颗粒	43.21%	51.28%	51.50%	51.50%	51.50%
其他中成药	16.19%	32.56%	19.84%	26.98%	30.08%
化学药	25.94%	30.52%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	52.42%	51.65%	52.00%	52.00%	52.00%

资料来源：招股说明书、2009 年年报、华泰联合证券研究所

公司目前主营的中成药品种特点鲜明，增长趋势良好，具备很强的市场竞争力；二线品种中也有具备高增长性的潜力品种。省外市场的积极开拓初见成效，有望为公司业绩提供强劲的增长动力。我们预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 1.29、1.68、2.22 元，剔除超募资金利息后 2010~2012 年 EPS 分别为 0.91、1.29、1.78 元。综合未来三年公司约 35% 的业务增长以及中期发展态势的判断，我们认为年内合理价值约 40.61 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

公司省外销售增长低于预期

公司目前仍在进行销售队伍的建设，华南地区成功的营销经验未必能复制到其他地区，目前省外销售额增长高于省内增长，但仍然存在省外营销推广进展不顺利，销售增长低于预期的可能性。

新产能未按计划达产

新产能按时达产是公司突破产能瓶颈的关键，如果新产能未按计划达产，可能会影响到公司业绩的增长。

中药材超预期涨价

公司主要生产成本来源于原料中药材，若中药材涨价超过公司成本控制范围，有可能会影响到公司产品毛利率。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com