



## 贵州百灵（002424）：经营渐入佳境 未来成长可期

医药行业研究员：宋文昭 执业证书编号：S0990511010004 报告日期：2011年 3月 4日

## 一、公司简介

公司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和金感胶囊等。作为我国最大的苗药企业之一。目前公司拥有的获得发明专利的苗药产品数量和2009年OTC类苗药产品销售额均位居全国第一，拥有的获得药品批准文号的苗药产品数量和2009年单品种苗药销售额位居全国第二。

公司前身为1970年成立的贵州省安顺制药厂，2007年12月整体变更设立贵州百灵企业集团制药股份有限公司。董事长姜伟先生是公司的控股股东，目前持有贵州百灵52.73%的股份，是公司的实际控制人。此外，公司下属有三个全资子公司和一个参股公司。

## 二、主导产品分析

## 1、银丹心脑血管软胶囊

银丹心脑血管软胶囊是公司自主开发的独家苗药制剂，拥有发明专利，是国家医保品种。银丹心脑血管软胶囊上市时间较短，2009年销售收入为1.25亿元，近三年年复合增长率达到109.32%，呈现出明显快速增长的势头，是目前市场上具有很大成长潜力的产品。预计10年公司银丹心脑血管软胶囊实现销售收入2亿元，同比增长近50%，超出市场预期。

银丹心脑血管的优势主要在于其活性成分的含量与配伍。目前治疗心脑血管疾病的主流中成药按活性成分，大致有四大类型：丹参类、银杏叶类、灯盏细辛类、动物药类。银丹心脑血管软胶囊是目前国内唯一能够同时拥有其中三类且经过了临床验证的药物，提取丹参酮IIA、银杏总黄酮、灯盏花素、三七总皂等有效成份，使药物作用明确，疗效增强。银丹心脑血管放弃了易产生燥热和肠胃刺激的动物类成分，如全蝎、蜈蚣等，降低了药物副作用。

我们认为银丹心脑血管未来几年仍将保持较快增长，理由在于：

1) 心血管药市场大，独家品种机会多，而银丹的基数目前仍较低。按目前SFDA统计的主流品种增长情况看，终端销售金额在3、4亿才会出现增速放缓，而银丹09年的金额为2.25亿，成长空间充足。

2) 公司上市募集资金投产使产能瓶颈得到极大释放。

3) 营销变革将提高银丹的收入和毛利水平。公司前几年主要依靠代理商拓展市场，目前公司逐步开始培养自己的营销团队，以学术推广进一步开拓市场，预计将把其收入贡献比例提高至40%，目前出厂价仅为销往用药终端价格的20-30%，价格调整空间大，毛利水平可以维持。

## 2、咳速停糖浆（及胶囊）

目前国内止咳化痰用药市场中成药占据80%以上的份额。我国城乡居民咳嗽患病率为15.36%，约计有19000万人，其中约有73%的消费者会直接到药店购买止咳化痰药品，OTC成为药品销售的主要渠道，品牌对消费者购买行为的影响巨大。

我国止咳化痰中成药市场比较成熟，已经形成一系列知名品牌且各个优势品牌所形成的竞争地位已比较稳固，市场占有率近三年基本没有发生大的变化。其中市场领导品牌京都念慈庵生产的蜜炼川贝枇杷膏市场规模过10亿元，市场占有率超过23%，竞争优势明显，远远领先于其他品牌。排名第二的太极急支糖浆市场规模超过4亿元。止咳化痰中成药市场集中度比较高，前八个品牌市场份额之和接近60%，市场大品牌优势明显。公司的咳速停糖浆（及胶囊）产品市场占有率近三年一直稳定在5%以上，市场地位比较稳固。预计10年公司实现咳速停糖浆（及胶囊）销售收入近2亿，主要是咳速停胶囊的增量，咳速停糖浆与09年基本持平。

## 3、VC 银翘片

在我国感冒药市场前十大品牌中，公司维C银翘片的零售价格非常低，日均最大服用单价仅1元不到，而其他感冒药在2-10元不等。目前在市场上销售维C银翘片的厂家共有40多个，公司生产的维C银翘片以其质优价廉加上有效的营销措施，成为维C银翘片市场的最大品牌。随着我国医改的深入，城市社区和农村市场将持续扩容，而上述市场对药

品价格比较敏感，因此维C 银翘片的市场前景较好。2009 年公司在整个维C 银翘片市场的占有率达到48.40%，市场地位稳固，品牌优势明显。佛山德众药业的维C 银翘片在市场中排名第二，其余单个品牌的市场份额均不到3%，处于市场补缺者的地位。10年公司维 C 银翘片收入略有降低，主要由于VC 银翘片的不良反应事件受波及，11 年应该会恢复。

#### 4、金感胶囊

金感胶囊属于中西结合复方药，其组方包括对乙酰氨基酚、盐酸金刚烷胺等西药成份和金银花、穿心莲、连翘等中药成份，治疗病症广。06 年推出后市场表现良好，09 年收入达5000 万。金感胶囊毛利率高，07-09 年毛利率保持在75%左右，对公司毛利贡献逐年提升，是公司重点潜力品种。金感胶囊作为公司另一OTC 感冒药，与VC 银翘片有良好的渠道协同性。而作为独家品种，金感胶囊相对VC银翘片定位更高端，对中重度感冒疗效更好。预计10 年仍能保持较快增速，销售收入有望达到7000 万，12 年有望成为销售过亿的大品种。

表1：公司主要产品功能及主治领域

药品名称	所属细分行业	具体用途
银丹心脑血管软胶囊	心脑血管类用药	活血化瘀、行气止痛，消食化滞。用于气滞血瘀引起的胸痹，症见胸痛，胸闷，气短，心悸等；冠心病心绞痛，高脂血症、脑动脉硬化，中风、中风后遗症见上述症状者。
咳速停糖浆（及胶囊）	止咳化痰类用药	补气养阴，润肺止咳，益胃生津。用于感冒及慢性支气管炎引起的咳嗽，咽干，咯痰，气喘。
维C 银翘片	感冒类用药	辛凉解表，清热解毒。用于流行性感冒引起的发热头痛、咳嗽、口干、咽喉疼痛。
金感胶囊	感冒类用药	清热解毒，疏风解表。用于普通感冒、流行性感冒，外感风热症，症见发热，头痛，鼻塞，流涕，咳嗽，咽痛。

资料来源：公司公告 英大证券研究所整理

表2：公司主要产品收入构成（单位：百万元）

产品分类	2007年		2008年		2009年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
维C 银翘片	133.11	29.83%	190.58	31.38%	261.5	35.60%
咳速停糖浆（及胶囊）	138.96	31.14%	188.71	31.07%	186.78	25.43%
银丹心脑血管软胶囊	42.65	9.56%	99.58	16.40%	124.54	16.96%
金感胶囊	20.51	4.60%	41.7	6.87%	50.37	6.86%

资料来源：公司公告 英大证券研究所整理

### 三、竞争优势分析

#### 1、研发能力强

公司比较重视研发，研发费用逐年递增，明显高于同类中成药企业。公司在研的品种众多，其中包括：银丹心脑血管、VC 银翘片、金感胶囊等优势品种的二次开发；抗乙型肝炎新药 Y101 和治疗老年痴呆新药X002等开创性的原研新药以及其他特色苗药品种：如复方远枣宁神胶囊、白花清妇炎颗粒等。

在研品种中，抗乙型肝炎药 Y101 值得重点关注。Y101 是公司于贵阳中医学院、天津药物研究所、解放军302 医院合作开发的一类化学新药，其化学成分为马蹄金提取物马蹄金素的人工合成衍生物，具有出色的抗乙型肝炎活性，目前已申请到2 项中国专利和1 项美国专利，其化学实体用于乙肝治疗受到专利保护。目前将申报临床。Y101 临床前研究结果显示其有望成为乙肝治疗领域的全新品种，也是国内唯一的抗乙型肝炎一类新药，如果顺利推出，市场前景将非常可观。

#### 2、产品储备丰富

公司深挖苗药资源，大力开发苗药品种，已成功研制并推出咳速停、银丹心脑血管、金感胶囊等优秀苗药产品，并获得相关发明专利16项。目前公司正在积极推出姜酚胶丸（软胶囊剂）、小儿柴桂退热颗粒、骨力胶囊、胆炎康胶囊等独家新药，有望复制金感胶囊的快速成长路径，是未来的潜力产品。其中，即将面市的姜酚胶丸是口服抗风湿中成药。09年我国抗风湿药总体市场规模57.10亿元，近4年CAGR为12.89%。其中，中成药的市场规模5.12亿元，CAGR为15.47%。目前口服中成药市场缺乏大品牌，市场成熟度不高，但同时市场空间比较大，这给具有独特疗效的后起产品提供了巨大的市场机会。

### 3、积极进取的管理团队且执行力强

公司管理团队具有极强的开拓进取精神，激励机制到位，员工收入水平远远高于当地平均水平，同时进行严格的管理和考核，造就了公司超强的执行力强。

### 4、进军中药材种植 完善产业链

从2010年12月开始，公司旗下医药销售公司与贵州三元太宝、六枝特区农民专业合作社分别合作了1万亩的太子参委托种植，另外还与紫云县惠农种植养殖农民专业合作社合作了1万亩山银花委托种植项目。公司全面进军中药材对于公司中药产业链的延伸和新利润增长点的开辟都有积极作用。11年预计太子参贸易将增厚公司每股收益0.32元左右。

由于百灵的中药材种植都是与当地种植经验丰富的合作社等机构签订委托种植合同，由当地合作社进行日常田间管理，公司主要负责种苗、种肥、技术支持和销售等，合作高效率，中药材种植模式可以大规模复制。贵州是中国中药材种植的主要区域之一，我们判断，太子参、山银花只是开始，未来百灵有可能将涉足更多的贵州道地中药材种植。这将是一块持续且不断增大的利润来源。

## 四、风险提示

#### 1、产品进入壁垒低，毛利率下滑。

公司主导产品咳速停糖浆（及胶囊）和维C银翘片都属于成熟产品，进入壁垒不高，竞争激烈，未来毛利率有下滑可能。

#### 2、新药研发风险。

公司重磅级产品——治疗乙肝的一类新药Y101，目前还在临床前的早期。

#### 3、医院营销风险。

公司先前的业务立足于OTC的品牌苗药，目前产品（如银丹心脑血管软胶囊）已经拓展到需要学术推广的医院用药，未来学术推广需要一个过程。

## 五、盈利预测

公司通过对苗药资源的深入挖掘，不断完善产业链，并成功开发了多个优势品种。未来几年公司将在现有主导产品的支撑下实现持续快速的发展。我们看好公司高效的管理团队、良好的产品梯队和品种资源，我们预计公司2010年-2012年全面摊薄每股收益0.68元、1.21元和1.52元，给予公司买入评级。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

## 行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

## 公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

## 评级说明：

### 1. 投资建议的比较标准

- ◇ 投资评级分为股票评级和行业评级。
- ◇ 以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

- ◇ 报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准