

**买入 首次**
**仟源医药 (300254)**
**2015 年 1 月 22 日**

## 绝地转型，扬帆起航

**1 月 21 日收盘价 29.62 元，12 个月目标价 50 元**

医药行业高级分析师：刘宇

SAC 执业证书编号：S085051201000

021-23219608

[liuy4986@htsec.com](mailto:liuy4986@htsec.com)

医药行业首席分析师：周锐

SAC 执业证书编号：S0850513110003

0755-82780398

[zr9459@htsec.com](mailto:zr9459@htsec.com)

医药行业核心分析师：余文心

SAC 执业证书编号：S0850513110005

0755-82780398

[ywx9461@htsec.com](mailto:ywx9461@htsec.com)

自从限抗政策执行以来，公司原有主业抗生素受到抑制，但自 2013 年已企稳；并购海力生和保灵集团，进入儿童产品和孕妇保健品领域；2014 年收购杭州恩氏基因，进入基因保存以及环境污染物检测业务。

目前，仟源医药**主业由四部分构成**：特色抗生素（母公司）、儿童药及泌尿系统用药（海力生）、孕妇保健品（保灵）、基因保存（恩氏基因）。

**已从传统抗生素企业转型为聚焦于孕妇、儿童产业的公司；另一个维度的变化就是以制药工业为基础，逐渐涉足健康服务产业。**公司与上海磐霖资本成立并购基金，我们认为意在谋求产业并购；从公司近三次并购看，项目质量趋好；公司在妇幼药品领域经营多年，营销团队成熟，因此，我们看好公司对恩氏基因的潜力挖掘，打开了健康服务业务的空

间。不考虑并购，预计 2014-2016 年 EPS 为 0.33 元、0.62 元、0.85 元，目前市值 39.6 亿元，考虑到公司转型刚刚开始，恩氏基因进入了我们估计有数亿元利润空间的市场（公司 2013 年净利润为 2711 万元），我们看好公司未来的发展，给予 12 个月目标价 50 元，对应 2016 年 PE 为 59 倍，首次给予“买入”评级。

### 1、股权结构合理，团队决策能力强

**表 1 前五大股权结构（2014 三季报）**

排名	股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例（%）	股本性质
1	翁占国	1540	11.51	限售流通 A 股，A 股流通股
2	张彤慧	1155	8.63	限售流通 A 股，A 股流通股
3	韩振林	1155	8.63	限售流通 A 股，A 股流通股
4	赵群	1027	7.67	A 股流通股
5	张振标	770	5.76	限售流通 A 股，A 股流通股

资料来源：2014 年三季报，WIND，海通证券研究所

（1）公司发起人股 2014 年 8 月 19 日已解禁，翁占国、赵群、张振标续签一致行动人协议，合计持有公司股份约 3337 万股，占公司股本总额的 24.94%，虽每个人的股权比较低，但三人共同拥有公司的控制权，是有实际控制人的公司。因此，我们认为仟源将是主要股东实现价值的平台。

(2) 9月25日公告,向翁占国、赵群、张振标、钟海荣和泓泰投资,共计五名特定对象发行不超过2080万股,价格18.61元,总金额3.87亿元。

除翁占国、赵群、张振标外,钟海荣为子公司保灵集团总经理兼保灵集团子公司澳医保灵董事长,泓泰投资为翁占国控制的有限合伙企业,由公司实际控制人和公司及子公司十一名管理层人员设立,其中包括核心企业恩氏基因陈枢青。**本次非公开发行涉及了对仟源、保灵、恩氏未来经营发展至关重要的核心人物。**因此,我们认为,从管理层角度分析,如果本次非公开发行成功,将增大仟源转型成功的概率和未来发展空间。

表2 泓泰投资合伙人名单

序号	合伙人姓名	性质	认缴出资额(万元)	占比	在公司任职情况
1	翁占国	普通合伙人	374	2.74%	公司董事长
2	赵群	普通合伙人	187	1.37%	公司副董事长、总裁
3	张振标	普通合伙人	187	1.37%	公司董事、副总裁;兼任海力生制药总经理
4	韩振林	有限合伙人	3740	27.40%	公司董事、副总裁
5	陈枢青	有限合伙人	2431	17.81%	公司总裁技术顾问
6	左学民	有限合伙人	1870	13.70%	公司副总裁;兼任澳医保灵总经理
7	俞俊贤	有限合伙人	1870	13.70%	公司副总裁、财务总监、董事会秘书
8	张彤慧	有限合伙人	935	6.85%	公司董事
9	庞孝铨	有限合伙人	561	4.11%	澳医保灵副总经理
10	尹晗	有限合伙人	561	4.11%	公司总裁助理
11	施蛟	有限合伙人	374	2.74%	海力生制药副总经理
12	顾宝平	有限合伙人	187	1.37%	公司销售总监
13	虞英氏	有限合伙人	187	1.37%	澳医保灵总工程师
14	朱海波	有限合伙人	187	1.37%	海力生制药副总经理
	合计		13651	100%	

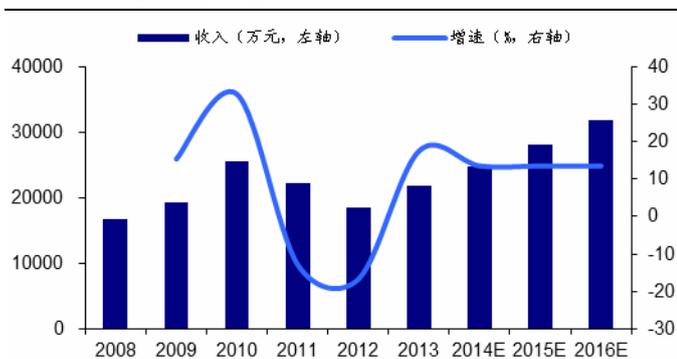
资料来源:2014年非公开发行预案,海通证券研究所

## 2、母公司特色抗生素业务自2013年已企稳

因限抗政策,公司抗生素业务受到限制,2011、2012年收入下滑,2013年企稳并增长14%;同时,公司抗生素模块毛利率逐年增长;我们认为,限抗政策影响最坏的时候已经过去,每年将保持稳定增长。

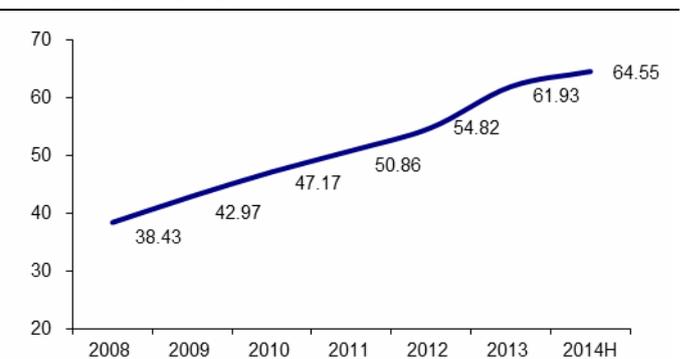
我们认为,正因为原有主业已无大的发展空间,才会倒逼公司转型。

图1 母公司抗生素业务自2013年企稳



资料来源:定期报告,WIND,海通证券研究所

图2 公司抗生素业务毛利率变化(%)

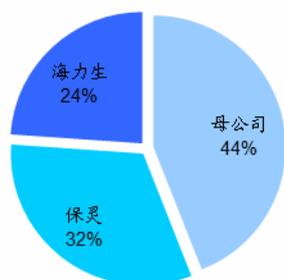


资料来源:定期报告,海通证券研究所

### 3、孕妇、儿童产业已成主体

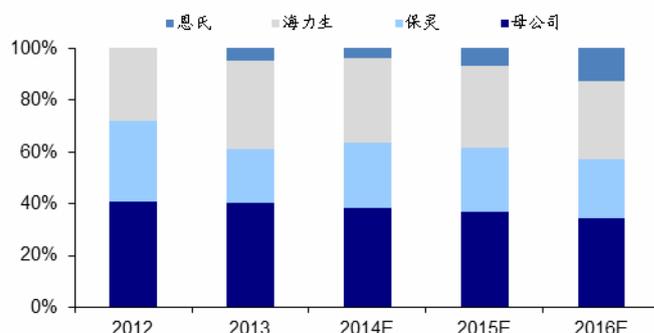
公司近两年分别收购杭州保灵和海力生，进入孕妇保健品、儿童药领域，根据我们的预测，目前两块业务的利润贡献总额已超过母公司抗生素业务。因此，未来的关注重点在孕妇和儿童领域的业务情况。

图 3 公司净利润构成（2014E）



备注：数据为 2014 年预测的乘以股权比例后的权益值  
资料来源：定期报告，WIND，海通证券研究所

图 4 公司收入构成



备注：2013 年保灵收入为估算值  
资料来源：定期报告，WIND，海通证券研究所

（1）保灵集团的主要产品包括保灵孕宝口服液、保灵孕妇钙咀嚼片、保灵孕多维片等孕妇保健品及抗过敏药物依巴斯汀片、治疗青光眼药物醋甲唑胺片等药品。

保灵孕宝口服液于 1989 年上市，产品历史悠久。“怀孕了就喝保灵孕宝”，“保灵孕宝健康两代人”已经深入人心。改善营养性贫血、增强免疫力。

缺铁性贫血是我国也是世界上最常见的贫血，尤其是儿童及育龄期妇女。两岁以内儿童缺铁性贫血发病率达 10-48.3%，妊娠期妇女高达 19.28%，占全部贫血的 50%。保灵孕宝口服液剂型针对妇女和儿童，具有 10-20 亿元市场空间。公司采取代理制，在营销改善的推动下有望放量。

（2）海力生制药主要从事海洋、矿产等药物的研发、生产与销售等。公司具备多个潜在大品种，如复合辅酶 Q10。

公司维生素 AD 滴剂申请单独定价，虽没有在预期时间内拿下，但该品种具备较大潜力；行业标杆达因生物（主营维生素 AD 滴剂）2013 年净利润 2.4 亿元，而海力生 2013 年的净利润才 1759 万元。

改性钠基蒙脱石是全球创新药物，属国家一类新药，临床用于治疗慢性胃炎、急慢性腹泻及胃溃疡，列入省重大科技专项和技术创新项目，目前处于临床 II 期。

### 4、进入基因保存领域，新业务模式

公告收购杭州恩氏基因 80% 股权，恩氏基因成立于 2007 年，主要从事人体基因纯化、保存和检测等相关服务和产品开发。到目前为止，恩氏基因已为近 10 万家庭的孩子保存婴儿基因。

#### （1）基因保存具有巨大的市场基础，具备技术与市场的协同效应

婴儿基因保存是从婴儿口腔黏膜上皮细胞中分离、提取、纯化细胞核中的 DNA，并通过生物技术的方法来进行 DNA 保存的一种技术。

意义在于保存个体基因的最初状态，提供成年后进行纵向对照的可能，从而发现病变情况；保存完好的初始基因相当于“有待开启的宝藏”，未来可能存在的应用包括个性化治疗及诊断。

据我们对医院的调研，一例收费约 3000 元，目前才覆盖浙江少数城市 10-20 家医院；仟源原本在孕妇和儿童产品领域具备较好的市场基础，而恩氏也刚起步，具备协同效应，能够迅速帮助恩氏做大市场；恩氏基因 2013 年净利润约 749

万元，按 15 家医院计，每家医院产生 50 万元净利润，即使按初步覆盖 800 家医院计，能够产生 4 亿元净利润。因此，恩氏基因提供了较大的业绩弹性。

因公司初始团队是以科学家为首的技术人才，市场投入较少，2014 年经过体系调整，业务短期受到影响，但我们估计 2015 年将恢复，并在仟源的支持下，营销实力大大增强。

## （2）潜在新增长点：环境污染物质内暴露检测

恩氏基因全资子公司爱贝亚检测主要从事人体环境污染物质内暴露检测技术研发和产品开发，为育龄妇女的孕环境进行检测和干预保健，其“基于多种环境污染物质人体内暴露的共检方法及其检测系统”获 2014 年科技部科技型中小企业创新项目。

随着环境污染加剧，以及家人生活习惯影响，育龄妇女的孕环境面临很大挑战，对影响育龄妇女的因素进行检测并干预是个潜在的新增长点。

## 5、成立并购基金

根据公告内容，与上海磐霖资本成立总规模 3 亿元的产业并购基金，通过导入仟源医药与磐霖资本的行业资源和金融资源，对被投资企业实施整合与重组，待企业价值提升后，主要通过并购退出方式获取投资收益。

公司将分别作为优先级有限合伙人和劣后级有限合伙人认缴出资额，作为优先级有限合伙人认缴部分不超过公司总认缴出资额的 45%，其余公司认缴出资额均作为劣后级有限合伙人认缴部分，公司总认缴出资额在基金总规模中的占比为 30%。

产业基金专注于医疗健康产业投资，主要投资医疗器械；医药，包括生物医药、特色中药和特色化学药；保健品等。

## 6、盈利预测及投资评级

不考虑并购，预计 2014-2016 年 EPS 为 0.33 元、0.62 元、0.85 元，目前市值 39.6 亿元，考虑到公司转型刚刚开始，恩氏基因进入了一个我们估计有数亿元净利润空间的市场（公司 2013 年净利润为 2711 万元），我们看好公司未来的发展，参考可比公司估值，给予 12 个月目标价 50 元，对应 2016 年 PE 为 59 倍，首次给予“买入”评级。

表 3 公司收入结构拆分（万元）

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>母公司</b>					
收入	21913	24998	28372	32202	36550
增速	-29.49%	14.07%	13.50%	13.50%	13.50%
<b>其他</b>					
收入	14237	26354	43432	55795	70131
增速		85.11%	64.80%	28.47%	25.69%
<b>总收入</b>					
收入	36150	51351	71804	87998	106680
增速	16.32%	42.05%	39.83%	22.55%	21.23%

资料来源：公司定期公告，收购报告书，海通证券研究所

**表 4 利润表预测（万元）**

	2013	2014E	2015E	2016E
收入	51351	71804	87998	106680
增速	42%	40%	23%	21%
成本	17812	23533	27140	31254
毛利率	65%	67%	69%	71%
销售费用	18875	22818	27922	33900
管理费用	9433	18032	21329	25880
财务费用	40	292	-726	-918
投资收益	49	0	0	0
营业利润	4124	6443	11511	15594
营业外收入	176	78	89	101
营业外支出	26	20	23	26
利润总额	4274	6501	11577	15669
所得税	766	1033	1526	1841
净利润	3508	5467	10051	13828
归属于母公司净利润	2711	4418	8304	11418
EPS（元）	0.20	0.33	0.62	0.85

资料来源：WIND，海通证券研究所

**表 5 可比公司估值比较**

可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE			
		2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
千山药机	37.00	0.46	0.56	0.84	-	80.43	66.07	44.05	-
中源协和	45.90	0.02	0.10	0.39	0.83	2295.00	459.00	117.69	55.30
冠昊生物	56.66	0.33	0.41	0.53	0.66	171.70	138.20	106.91	85.85
通策医疗	50.95	0.63	0.76	1.00	1.32	80.87	67.04	50.95	38.60
姚记扑克	18.99	0.32	0.35	0.41	0.48	60.29	54.26	46.32	39.56
<b>平均</b>						<b>537.66</b>	<b>156.91</b>	<b>73.18</b>	<b>54.83</b>

 备注：股价按 2015 年 1 月 21 日收盘价，所选可比公司以基因检测、细胞治疗及妇幼医疗服务为主  
 资料来源：WIND，海通证券研究所

## 7、不确定因素

（1）公司对所收购的企业的整合效果存在不确定因素，保灵和海力生在进入仟源前后的业绩增长情况是否能达到预期存在不确定性；

（2）恩氏基因的业绩爆发时点不确定，我们虽然看好恩氏基因的空间，从而给公司的业绩带来较高的弹性，但具体是 2015 年还是 2016 年能够上规模不确定，我们在公司未来业绩测算过程中，考虑到了恩氏基因带来的增量，提醒投资者注意风险。

## 信息披露

### 分析师声明

医药行业：周锐、余文心、刘宇、王威、郑琴

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：开元投资、精华制药、人福医药、众生药业、昆明制药、洪城股份、康缘药业、爱尔眼科、复星医药、和佳股份、科华生物、恒瑞医药、康缘药业、众生药业、片仔癀等。

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。