

增持 维持

众生药业 (002317)

2014年11月18日

药品招标有望加快，放量和成本逻辑继续

11月17日收盘价 20.89，6个月目标价 26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

医药行业核心分析师：余文心
SAC 执业证书编号：S0850513110005
ywx9461@htsec.com
0755-82780398

医药行业首席分析师：周锐
SAC 执业证书编号：S0850513110003
0755-82780398
zr9459@htsec.com

就过去一年三七价格持续下降，基本药物招标采购等与公司业绩密切相关的一些问题，我们进行了研究跟踪，主要观点如下：

(1) 因种植面积增加，炒作因素消退，三七价格持续下跌，从而提升公司主要产品复方血栓通胶囊的毛利率，提供了业绩弹性，认为 2015 年将会体现得更加明显；(2) 在基药招标缓慢的情况下，复方血栓通胶囊省外拓展、适应症增加，保持了高增长，如果 2015 年 6 月大部分省份完成招标，将带来放量；(3) 围绕眼科及老年退行性疾病，产品线逐渐丰满，利用在眼科的优势，具备协同效应，形成具特色的眼科产业链平台；(4) 股权激励费用 2015 不再增加，影响较小；(5) 公司深耕于眼科和老年退行性疾病，是能产生大品种的区域，公司具备优势，不排除收购兼并以补充产品线。

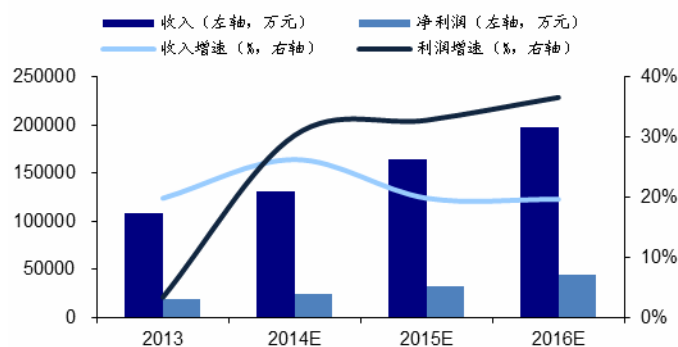
不管是行业政策、原料价格、还是产品线布局，都在积极变化，现在是中长线布局的好时候。预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.66 元、0.88 元、1.20 元，维持目标价 26 元不变，对应 2015 年 30 倍，维持“增持”评级。

1、三七价格下跌提供业绩弹性

(1) 复方血栓通胶囊是公司主打产品，原料成本主要为三七

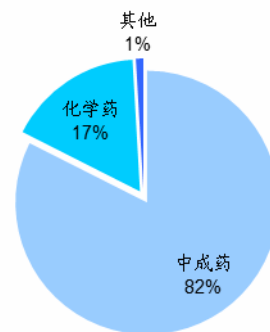
公司 2013 年总收入 10.90 亿元，其中中成药销售 8.95 亿元，主要为复方血栓通系列，复方血栓通是公司的主打产品。

图 1 收入增速及预测



资料来源：定期报告，海通证券研究所

图 2 中成药销售占比 (2013 年)



资料来源：定期报告，海通证券研究所

(2) 三七价格快速下跌，毛利率逐渐提升

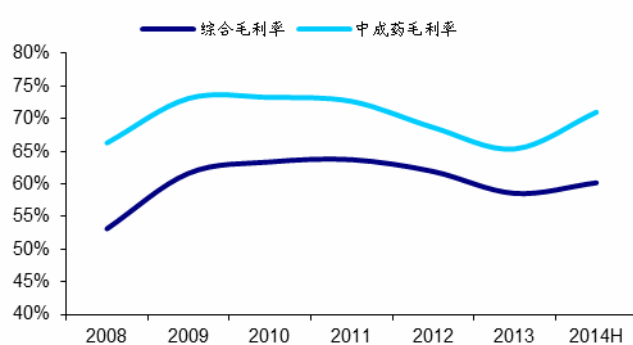
2013年中成药的毛利率为65.36%，原料成本主要为三七（约占80-90%），每年使用量300-500吨，因此，三七的价格波动直接影响了成本高低。

图3 三七价格走势（元/公斤）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图4 公司毛利率变化



资料来源：定期报告，海通证券研究所

(3) 三七价格弹性

因三七种植面积增加、及炒作因素消除，2013年10月开始，三七价格开始快速下跌，根据WIND的数据，三七（60头）价格已从最高870元/公斤下跌到180元/公斤。公司库存较低，采购随行就市，从市场价到采购、生产、销售，反映到报表上的毛利率提升有一个过程，估计3-6个月，因此，我们认为2015年成本下跌提供了业绩弹性。

表1 三七价格弹性

三七年均价 (元/公斤)	净利润贡献 (万元)	EPS 增量 (元)	EPS2014 (元)	EPS2015 (元)
100	9600	0.26	0.92	1.14
150	7600	0.21	0.87	1.09
200	5600	0.15	0.82	1.03
250	3600	0.10	0.76	0.98
300	1600	0.04	0.71	0.93
350	-400	-0.01	0.65	0.87
400	-2400	-0.07	0.60	0.82

备注：假设平均三七消耗量400吨
资料来源：公司定期公告，海通证券研究所

2、复方血栓通胶囊基药放量，新适应症二次开发

我们认为基药放量逻辑仍能继续，如果2015年6月前基药招标工作基本完成，2015年放量是大概率事件。

(1) 独家基药品种：

复方血栓通胶囊（片）进入2012版国家基本药物目录，胶囊为众生独家；适应症对应大病种，主要用于眼科、心血管科、神经内科，官方适应症描述为用于血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，症见视力下降或视觉异常、眼底瘀血征象、神疲乏力、咽干、口干；以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛，症见胸闷、胸痛、心悸、心慌、气短、乏力、心烦、口干。

(2) 适应症拓展：

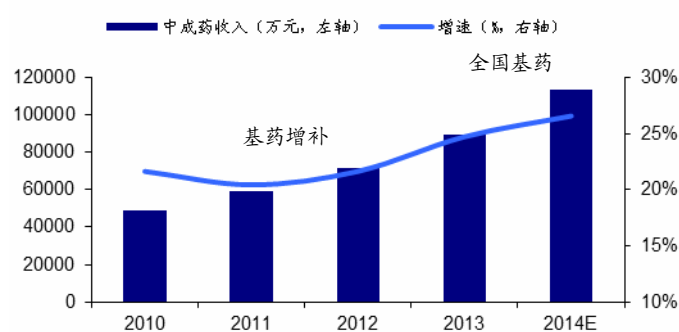
目前眼科、心内、神经及其他的收入结构大致为各 1/3, 预计对心内科的渗透将加强(大市场、集中度低), 由于糖尿病患者后期大概率发生眼底血管疾病, 在内分泌科室的应用也在加强。近期获批进行增加功能主治的临床试验, 适应症为缺血性中风(脑梗死)血瘀兼气阴两虚证, 同时增加临床使用疗程。

(3) 基药放量:

新一轮基药招采工作已于 2013 年中期开始, 目前公司已在北京、广东、上海、青海、山东等省份中标, 随着采购工作的开始, 血栓通放量在即; 上一轮复方血栓通胶囊进入了广东、安徽、湖南、广西、新疆五省的基药增补, 因此, 放量的看点主要在广东省外, 尤其是上海、山东等用药大省。

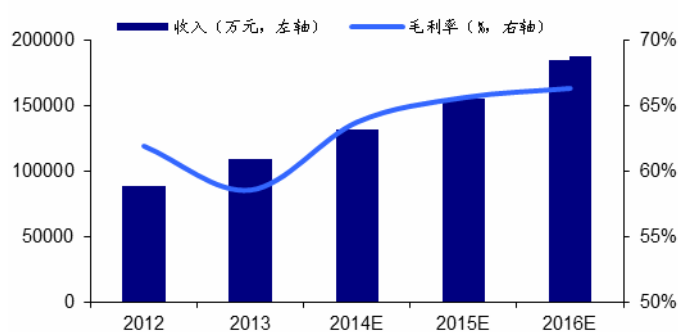
过去 4 年, 公司中成药销售模块收入规模一直保持在 20% 以上增长, 且有加速趋势, 2013 年增长了 25%, 我们认为主要为复方血栓通胶囊为主贡献。目前已加大代理力度, 占领市场, “抢时间、广覆盖、结同盟、促增长”。

图 5 基药增补和全国基药驱动公司中成药收入增长加速



资料来源: 定期报告, 海通证券研究所

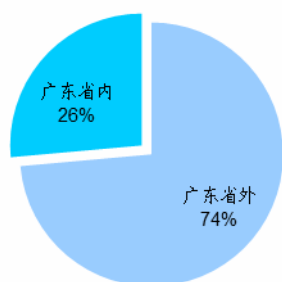
图 6 公司收入及毛利率假设



资料来源: 定期报告, 海通证券研究所

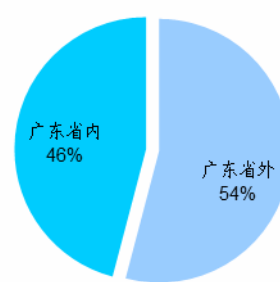
除此以外, 复方血栓通胶囊的两个维度的布局将驱动继续高增长: 横向的省内外区域布局、二级以上医院及基层医院布局。省外是增量重点。广东省是公司传统的销售大省, 随着基药政策推进, 及营销拓展, 公司产品在省外多个省份增长迅速, 目前省外销售已超过省内。纵向格局包括二级以上医院、基层医院、以及 OTC 零售。

图 7 省内外销售 (2009)



资料来源: 定期公告, 海通证券研究所

图 8 省内外销售 (2013)



资料来源: 定期报告, 海通证券研究所

3、二线品种上规模, 平台效应

复方血栓通胶囊已近 10 亿元规模, 在眼科领域已具备一定优势, 随着适应症拓展及科室拓展, 公司的平台效应越来越明显, 我们认为, 公司血栓通等二线品种, 以及后续品种中将出现几个大品种。

（1）脑血栓通有望成为第二个血栓通

脑栓通胶囊也是公司的独家品种，是 2009 年全国医保乙类，**血栓通主要在眼科和心血管科，脑栓通主要针对脑血管，与血栓通有协同效应**，是 5-10 亿元的潜力品种。估计 2013 年脑栓通收入规模近 8000 万元，已在上规模加速增长阶段，预计 2014 年已超过 1 亿。

从适应症来看：脑栓通胶囊处方独特，成份有蒲黄、赤芍、郁金、天麻、漏芦。活血通络，祛风化痰。主要针对脑血管，用于风痰瘀血痹阻脉络引起的缺血性中风病中经络急性期和恢复期。复方血栓通胶囊主要用于眼科和心血管科，分别是用于血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛。

（2）其他品种

目前已过亿的 OTC 品种众生丸，适应症为清热解毒，活血凉血，消炎止痛，对应大病种，但竞品较多，因名称问题，定位不明确，影响销售进一步突破，已进入稳定低增长阶段，预计 2014 年销售额突破 1.5 亿元。

口康凝胶已经进入 III 期临床试验总结；健行颗粒已经完成与相关部门和专家关于 III 期临床试验的前期沟通，目前正在安全性再评价工作。

公司自八达制药购买了冻干粉针资产，估计逐步引入高端制剂产品，充分利用产品技术转移的政策机会，加快引入其他冻干粉针制剂，进一步完善公司产品结构。

4、产品线丰满的平台型公司

公司深耕于眼科和老年退行性疾病，是能产生大品种的领域，公司具备优势。除目前产品线，自研、转让、收购将会成为制药公司普遍采用的方式。

（1）自研：自行研发产品的周期长、风险大，因此，公司除现有产品二次开发外，与产学研合作，控制风险，增加成功率，每年投入约 5% 的费用在研发上面。**健行颗粒健行颗粒主要用于治疗轻、中度帕金森病**，已经临床实验 5 年，已过二期，目前正就安全性和有效性进行评价，准备进行三期。

（2）转让：公司获得富马酸氯马斯汀口服液的药品补充申请批件，系纽迪西亚制药（无锡）转让，药品批文转让符合大方向，对公司是个机遇。

（3）并购：过去两年医药行业并购活跃，并购的关键看是否符合公司的战略，能否产生协同效应，我们认为公司较注重产业链及跨领域融合。公司已经收购了益康、湖北凌晟，增加了冻干粉针、中药原料、化学原料。

2012 年 7 月公司以 6000 万元购买了八达制药所拥有的冻干粉针剂相关资产，本次收购完成后，**公司将增加冻干粉针剂生产线**，符合公司未来的战略。

2013 年以 8000 万元对湖北凌晟进行收购及增资，获得了 51% 股权，完善了公司上游原料的布局。

2013 年以 3000 万元对沾益县益康中药饮片公司进行增资，获得 51% 股权，进一步拓展公司在中药饮片及中药材种植的业务领域。

从以上三个案例看，重在产业链布局及新剂型产能的打造，不排除未来将出现几个冻干粉针的产品以符合八达产能的布局。

5、股权激励利益一致

2014 年 5 月 19 日公司向 126 名激励对象授予限制性股票 871.80 万股，分三年解锁，比例分别为 30%、30%、40%，授予价格 10.76 元/股，以 2013 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润作为固定计算基数，2014 年、2015 年、2016 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长率分别达到或超过 18.00%、40.00%、70.00%。

2014-2017年的股权激励费用分别为2963.15万元、2920.82万元、1396.91万元、338.65万元，2014年和2015年费用绝对值相当，2015年比例下降，对净利润的影响有限。

6、盈利预测与投资评级

公司聚焦于眼科及老年退行性疾病产业链，已形成眼科用药的平台，行业整合将带来协同效应。

三七价格下跌，对业绩的弹性越来越明显，2015年将集中体现；血栓通的基药放量逻辑，省外拓展，渠道下沉，二次开发，驱动该产品尚处于成长期；脑栓通等二线产品放量上规模，有望成为大品种；自研、批文转让、收购将成为未来公司补充产品线一大手段。

预计2014-2016年EPS分别为0.66元、0.88元、1.20元，参考同类公司估值给予2015年30倍市盈率，对应目标价26元，维持“增持”评级。

表2 分产品预测数据(万元)

	2013	2014E	2015E	2016E
中成药	89479.29	108606.87	139914.79	169734.03
YOY	24.73%	21.38%	28.83%	21.31%
毛利率	65.36%	71.79%	75.14%	76.41%
化学药	18069.97	19876.97	21864.66	24051.13
YOY	11.83%	10.00%	10.00%	10.00%
其他	1453.51	2180.27	3270.40	4088.00
合计	109002.77	130664.11	165049.85	197873.16
YOY	22.97%	19.87%	26.32%	19.89%
毛利率	58.55%	64.23%	67.76%	70.09%

资料来源：公司定期公告，海通证券研究所

表 3 利润表预测 (万元)

	2013	2014E	2015E	2016E
收入	109003	130664	165050	197873
增速	23%	20%	26%	20%
成本	45187	47693	53450	63128
毛利率	59%	64%	66%	66%
销售费用	35821	42286	57870	69378
管理费用	8688	13378	16077	17169
财务费用	-1836	-653	-495	-198
投资收益				
营业利润	20930	27375	36438	50014
营业外收入	1104	1323	1671	2003
营业外支出	236	283	357	428
利润总额	21798	28416	37752	51589
所得税	3061	3990	5301	7244
净利润	18737	24426	32451	44345
归属于母公司净利润	18770	24469	32508	44423
EPS (元)	0.51	0.66	0.88	1.20

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 4 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
以岭药业	31.14	0.43	0.69	0.95	1.22	72.42	45.13	32.78	25.52
武汉健民	30.41	0.63	0.82	1.03	1.27	48.27	37.09	29.52	23.94
洪城股份	21.32	0.52	0.68	0.88	1.13	41.00	31.35	24.23	18.87
香雪制药	19.87	0.4	0.5	0.67	0.88	49.68	39.74	29.66	22.58
天士力	41.59	1.07	1.38	1.75	2.23	38.87	30.14	23.77	18.65
平均						50.05	36.69	27.99	21.91

备注: 股价按 2014 年 11 月 14 日收盘价

资料来源: WIND, 海通证券研究所

7、不确定因素

- (1) 基药招标采购进度不确定;
- (2) 三七价格走势及其对业绩影响。

信息披露

分析师声明

医药行业：周锐、余文心、刘宇、江琦、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：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	股票投资评级	买入
	增持	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	中性	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持
	中性	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	减持	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		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。