



“五位一体”模式助推未来稳健发展

2011年12月3日

推荐/首次

医药行业

调研快报

——以岭药业（002603）调研快报

陈恒	执业证书编号：S1480510120015
----	-----------------------

联系人：杨帅	电话：010-66554019 Email: yangshuai@dxzq.net.cn
--------	--

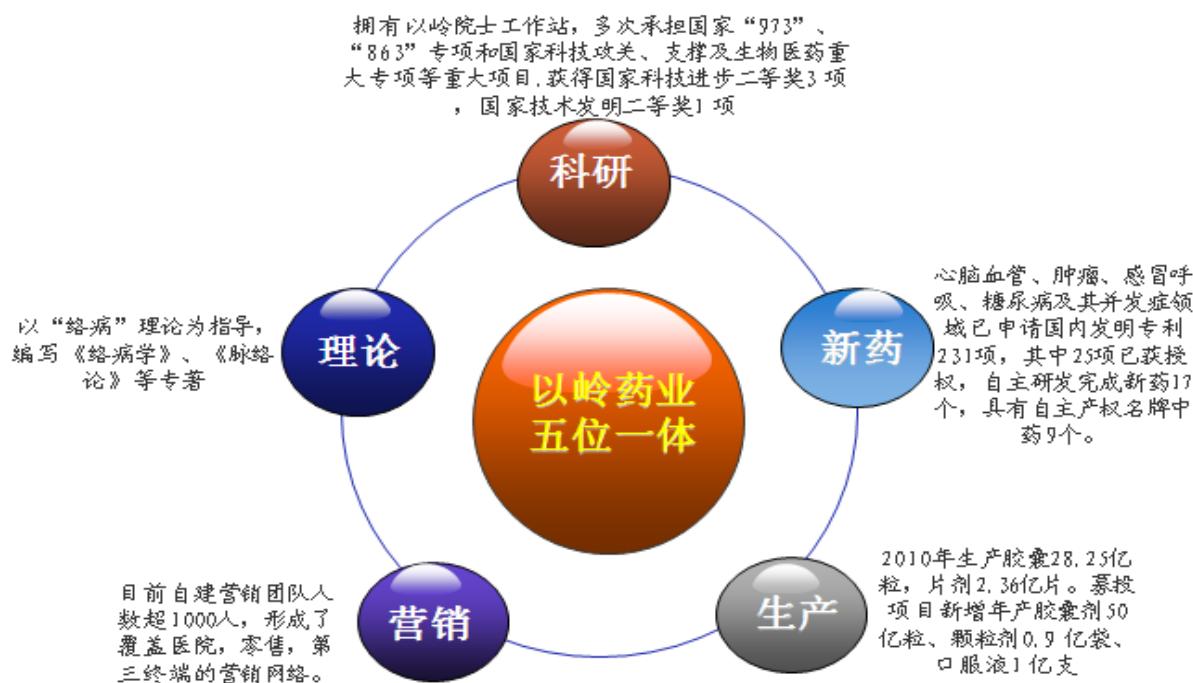
事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点1：“理论—科研—新药—生产—营销”五位一体发展模式铸就龙头地位

在今年医药行业整体收入及净利润增速同比下滑，行业政策偏紧的大背景下，以岭药业实现了前三季度收入增长31.05%，净利润同比增长43.10%的优良业绩。我们认为公司属科研及销售能力都较强的创新型中药企业。公司“理论—科研—新药—生产—营销”五位一体经营模式，成功的实现了理论科研系统化与产品市场化的对接，“络病理论”既指导了新药的研发及生产，又成为公司在进行产品学术营销时的主要的理论依据。公司以“络病理论”为核心，覆盖了心脑血管，肿瘤，感冒呼吸及糖尿病并发症等所有中医治疗优势病种。作为以研发，生产，销售独家品种为主的中成药企业，在产品定价及市场竞争方面都有显著的优势，我们认为与主要生产“通用名”产品的中药企业相比，公司的学术影响力及产品推广能力更强，市场拓展空间将会更大，收入及业绩增速也将会更快。

图1：以岭药业“五位一体”发展模式



资料来源：东兴证券整理

观点 2：第三终端及 OTC 市场渗透力逐渐加强，主要产品天花板尚远

2010 年公司的三个大品种通心络胶囊及参松养心胶囊及莲花清瘟系列产品分别实现了 9.2 亿，5.6 亿元及 0.75 亿元，总和共占比公司总销售收入的 94%。我们认为这几个大品种的市场空间远未饱和：1.通心络作为目前基本药物目录独家品种，基层销售量只占到总销售收入的 20%，未来借力公司 600 人的基层销售队伍及 400 人的社区销售推广队伍，通心络通过销售渠道的下沉，产品还有较大的增长空间；另外若该品未来扩大在脑血管疾病神经内科等科室的推广也将使该品市场空间得到大幅度的提升。2.参松养心胶囊主治心律失常，在此疾病领域，中成药竞品数量相对较少（主要为步长的稳心颗粒），参松在十五个省市进入了基本药物目录的增补版，目前公司对于该产品也开展了医院与基层市场的同步推广，我们认为该产品还有较大的增长潜力，今年预计增长在 20% 左右。3.莲花清瘟颗粒：2010 年销售收入 7500 万元，同比下降 85%。主要是由于 2010 年去除了 2009 年甲流疫情爆发销售渠道中存有的较多库存，销售收入基数较低，导致 2011 年销售收入同比有了较快的增长。莲花清瘟目前公司在 OTC，处方药及基层市场三个渠道积极推动，并在未来可能将拓展肺炎等主治适应症，预计今年销售收入在 3 亿元左右，趋于平稳和正常，未来由于抗生素化药的限制使用政策，莲花清瘟有望由于抗生素的治疗替代作用迎来新一轮的增长，我们预计每年的增速在 30% 以上。

观点 3：新老梯队丰富完备，“多元化”产品群未来将打开成长空间

公司目前产品的主要收入来源于心脑血管和感冒呼吸疾病的治疗药物，但新产品梯队的储备相当丰富，各疾病病种均有三种以上的在研储备品种正在临床或临床前的研发阶段。我们预计明年糖尿病及并发症治疗领域周络通胶囊，芪黄名目胶囊等产品有望获得生产批件，与已上市产品津力达颗粒形成特色互补治疗产品群。另外，泌尿系统治疗领域也有望有新品上市。公司现有及在研的疾病治疗领域已达 6 个，临床阶段的新品数量已超过十个，企业增长空间及潜力巨大。

表 2：以岭药业主要现有及在研品种

疾病领域	产品名称	主治病症	当前状态	2010 年销售收入及预计今年销售收入
心脑血管	通心络	冠心病，脑梗塞	已上市	2010 年 9.2 亿，预计今年约 10.6 亿
	参松养心胶囊	心律失常	已上市	2010 年 5.6 亿，预计今年约 6.5 亿
	芪苈强心胶囊	慢性心衰	已上市	2010 年 2900 万，预计今年约 7000 万
感冒呼吸	莲花清瘟胶囊	感冒	已上市	2010 年 7500 万，预计今年约 3 亿元
	莲花急支片	急性支气管炎	二期临床	-----
	莲花定喘片	慢性支气管炎	二期临床	-----
糖尿病及并发症	津力达颗粒	II 型糖尿病	已上市	-----
	周络通胶囊	糖尿病周围神经病变	完成三期临床	-----
	芪黄名目胶囊	糖尿病眼底病变	完成三期临床	-----
肿瘤用药领域	养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	已上市	-----
	参灵蓝胶囊	肿瘤辅助用药	已上市	-----
精神神经系统用药	枣椹安神口服液	失眠	已获得生产文号	-----

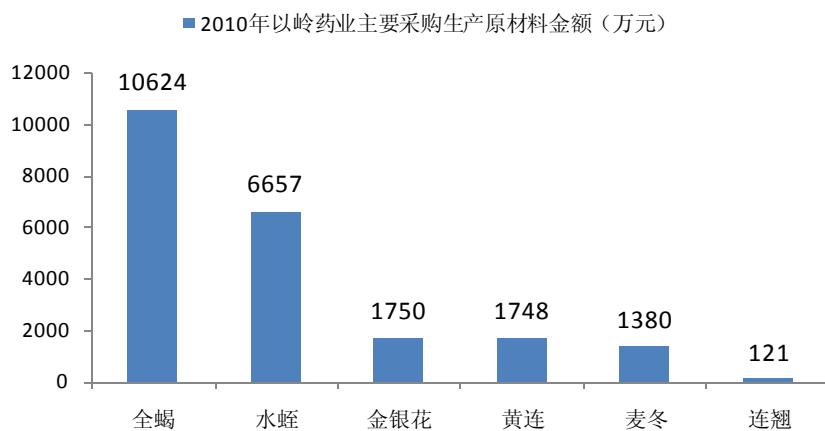
	百灵安神片	失眠	二期临床	-----
	解郁除烦胶囊	抑郁症	二期临床	-----
泌尿系统	前列舒胶囊	前列腺增生	申请生产文号	-----
	柴芩通淋片	泌尿系统感染	三期临床	-----
	复方蝉花片	间质性肾炎	完成临床前研究	-----

资料来源：公司招股说明书 东兴证券整理

观点 4：预计未来或将布局主要原材料上游，实现完整产业链一体化

公司目前生产主要原材料为全蝎，水蛭，黄连，麦冬，金银花等动物，植物药材。公司对于目前主需的动物性原材料水蛭正在与南京农业大学合作，开展养殖项目，未来有望实现自给自足。我们预计随着公司上市及募集资金的到位，公司有可能进一步加强产业链上游—生产主要原材料养殖及种植基地项目的自建，逐步实现原材料的自给自足，以抵御价格和药材质量的风险，并实现产品批次间质量及疗效的均一，稳定，可控。

图 2：2010 年以岭药业主要生产原材料采购金额



资料来源：公司招股说明书 东兴证券整理

结论：

以岭药业是一家研发与销售能力均较强的企业，现有主要产品尚有较大的市场深度及广度拓展空间，在研新品涉及病种广泛且针对某一病种已基本实现产品群效应。我们预计公司近几年将会一直保持稳速增长的态势。我们预测 2011~2013 年 EPS 分别为 1.07 元、1.38 元、1.73 元，目前股价对应 PE 分别为 36 倍，28.2 倍和 22.5 倍，给予“推荐”评级。

表 2：以岭药业盈利预测和估值

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,649.32	2,185.52	2,694.97	3,272.76
(+/-)%	1.04%	32.51%	23.31%	21.44%
经营利润(EBIT)	400.88	617.83	784.79	964.46
(+/-)%	6.97%	54.12%	27.02%	22.89%
净利润	315.56	453.84	587.32	735.86
(+/-)%	6.18%	43.82%	29.41%	25.29%
每股净收益(元)	0.740	1.068	1.382	1.731

资料来源：东兴证券

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究3年。

联系人简介

杨帅

北京协和医学院硕士，2010年加盟东兴证券。

苏进进

北京协和医学院硕士，2010年加盟东兴证券

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。
-