

致力于品牌建设的慢性病治疗领域 中药龙头

投资要点:

- **络病理论统观全局擅长慢性疾病治疗:** 慢性病不仅是未来疾病的发展趋势,更是医疗资源消耗的主要疾病谱类别。慢性病的治疗讲究全局观、系统观与中国传统医药的治疗理念吻合。吴以岭教授继承和发展的络病理论,是祖国传统医学在治疗实践中创新发展的优秀成果。
- **坚持学术营销建立品牌优势,渠道下沉拓基层市场:** 公司坚持学术营销,在高端医院市场已经树立了良好的品牌形象,是公司的核心竞争力之一。循证医学研究为公司的学术推广提供了很好的支持。此外,公司在国家大力扶持基层医疗服务市场的前提下适时进行渠道下沉,未来基层市场将为公司带来新的增长空间。
- **主要产品终端销售有望维持较快增速:** 公司目前的优势领域在心脑血管用药,预计2012年通心络胶囊在渠道下沉和销售科室拓展的双重因素下增速可达11%;参松养心胶囊在细分市场竞品较少,增速将达20%;芪苈强心胶囊凭借渠道优势放量可期,收入将过亿元。莲花清瘟经过10年去库存后恢复增长,12年有望维持20%的增速。
- **研发实力雄厚,具备持久发展能力:** 公司具有研发高效的优势,产品储备丰富,目前正在向糖尿病等领域拓展市场,未来会不断有专利新产品推出,提升公司估值。
- **预测与估值建议:** 我们认为,在络病理论指导下,公司已经在心脑血管用药领域树立了良好品牌,并不断向感冒用药、抗肿瘤及糖尿病用药等领域拓展。预计2012~2013年EPS分别为1.37元、1.70元,对应PE21.8倍和17.5倍,维持“谨慎推荐”评级。
- **主要风险因素:** 基层市场开发进度低于预期的风险;原材料价格波动的风险。

主要财务指标

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,649.32	1,953.21	2,360.99	2,805.41	3,248.93
收入增长率%	1.04%	18.43%	20.88%	18.82%	15.81%
EBITDA(百万元)	396.14	548.29	742.99	922.82	1,069.88
净利润(百万元)	315.03	454.07	581.87	722.95	835.60
摊薄EPS(元)	0.88	1.07	1.37	1.70	1.97
PE	40.19	27.93	21.80	17.54	15.18
EV/EBITDA	26.87	20.19	14.90	11.75	9.57
PB	9.85	3.43	2.99	2.59	2.24
ROIC	22.84%	10.55%	12.87%	13.92%	13.98%

资料来源: 中国银河证券研究部

以岭药业 (002603.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师

黄国珍 行业分析师

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 ☎: (8610) 8357 4110

✉: guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据 时间 2012.03.30

A股收盘价(元)	29.84
A股一年内最高价(元)	38.87
A股一年内最低价(元)	29.01
上证指数	2252.16
市净率	3.43
总股本(万股)	42500.00
实际流通A股(万股)	6500.00
限售的流通A股(万股)	36000.00
流通A股市值(亿元)	19.40

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、看好公司的一体化发展模式，学术营销和专利产品开发是公司两大核心竞争力

络病理论是公司的基础，公司在此基础上创立了“理论-临床-教学-新药-产业”一体化发展模式，促进创新药物研发，并指导公司的学术营销。营销和研发是公司两大核心竞争力：

1) 公司建立了以络病理论学术推广为中心的独特学术营销模式，通过对络病学理论的推广，吸引临床专家、医生研究络病，通过理论推广来影响医生的用药习惯，为不断上市的新产品建立了良好的营销通路。公司已经为公司在高端医院市场树立了良好的品牌形象，优势领域在心脑血管和呼吸系统用药，未来还将向糖尿病等领域复制成功经验。

2) 在络病理论指导下公司具有高效的研发实力，目前共有 10 个专利新药，30 多个在研品种，未来会不断有专利新产品推出拓展产品领域。公司注重产品品质，循证医学试验的开展为产品学术推广起到了良好的推动作用。

2、主要大品种收入增长驱动因素

预计通心络胶囊 12 年可维持 13% 的增速：1) 通心络胶囊销售重点在高端医院，未来渠道下沉将带来新的增长空间；2) 销售科室从心内科向神经内科和内分泌科拓展。预计参松养心胶囊 12 年收入增速 20%：针对心率过慢以及快慢兼有疗效较好，且所处市场竞争较小。预计芪苈强心胶囊 12 年收入将过亿：一方面公司在心脑血管领域的渠道已经成熟，另一方面西药在心衰治疗领域副作用较大。

预计连花清瘟 12 年增速可达到 20%，其中胶囊剂经过 2010 年的去库存过程后，收入增速逐渐恢复，未来将稳定增长；此外，公司在 2010 年 9 月推出的颗粒剂适宜老人和小孩服用，主攻高端市场，拓展了销售渠道。

我们与市场不同的观点:

市场普遍对公司产品在基层市场的销售前景持谨慎态度，我们看好公司渠道下沉带来的产品市场扩容。

估值与投资建议:

我们认为，在络病理论指导下，公司已经在心脑血管用药领域树立了良好品牌，并不断向感冒用药、抗肿瘤及糖尿病用药等领域拓展。预计 2012~2013 年 EPS 分别为 1.37 元、1.70 元，对应 PE21.8 倍和 17.5 倍，维持“谨慎推荐”评级。

股价表现的催化剂:

- 1、专利新产品获批上市。
- 2、产品循证医学试验结果良好。

主要风险因素:

基层市场开发进度低于预期的风险；原材料价格波动的风险。

目 录

一、络病理论统观全局擅长慢性疾病的治疗.....	1
（一）吴以岭教授继承和发展了络病理论	1
（二）络病学理论擅长慢性疾病治疗.....	1
（三）络病理论指导公司产品开发.....	1
二、学术营销奠定良好品牌形象，渠道下沉拓展基层市场.....	2
（一）坚持学术营销奠定品牌基石	2
（二）渠道下沉拓展基层市场	4
（三）网络不断完善、营销日益精细化.....	5
三、心脑血管用药是公司的优势领域.....	7
（一）中成药在冠心病用药领域有较大价值	7
（二）公司心脑血管产品具有良好的疗效且很经济	8
四、拓展领域市场空间广阔.....	12
（一）呼吸系统用药	12
（二）糖尿病及并发症用药	13
（三）其他领域.....	13
五、研发实力雄厚，后劲绵长.....	15
（一）研发高效保证持久发展	16
（二）注重系统性研发提升产品品质.....	17
六、盈利预测与估值.....	18
七、风险因素.....	19
插图目录	21
表格目录	21

一、络病理论统观全局擅长慢性疾病的治疗

（一）吴以岭教授继承和发展了络病理论

公司的实际控制人是吴以岭教授。吴以岭教授是中国工程院院士、中医络病学学科创立者和学科带头人，一直致力于中医络病理论和临床应用研究，并首次系统构建“络病证治”理论体系和络病学说，为络病学学科建立奠定了理论基础。

吴以岭教授创立国家中医药管理局中医络病学重点学科，建立国家中医药管理局络病重点研究室，建立中华中医药学会络病分会及多省市专业委员会，主编《络病学》专著，《络病学》高校教材在国内二十余家高校及国外院校开课，为络病理论的推广做出了巨大贡献。

（二）络病学理论擅长慢性疾病治疗

心脑血管疾病、糖尿病等慢性病的发病率逐年提升，慢性病正日益成为影响我国人民群众身体健康的首要疾病类别，消耗了绝大部分的医疗资源。慢性病领域药品开发具有较高的市场价值。络病理论讲究全局观和系统治疗，与慢性病的发病机理吻合。

络病理论是中医学术体系的独特组成部分，是指导难治性疾病辨证治疗的临床应用理论。络病属中医学病理概念，并非一个独立病种，而是广泛存在于多种难治性疾病中的病理状态和病理过程。清代名医叶天士提出“久病入络”、“久痛入络”，明确指出各种慢性疾病随病程迁延最终均会发展到络病阶段，并运用通络治疗胸痹心痛（冠心病心绞痛）、中风（脑血管病）、癥积（恶性肿瘤）等疑难杂病取得了显著疗效。古人的论述和用药经验提示络病理论指导冠心病、脑血管病、恶性肿瘤等严重危害人类健康的慢性重大疾病治疗，对于准确把握上述疾病的发病规律，确立更具针对性的治法药物，提高临床治疗水平具有独特的学术价值和临床指导意义。

（三）络病理论指导公司产品开发

络病理论是公司的基础，公司在此基础上创立了“理论-临床-教学-新药-产业”一体化发展模式，借鉴现代科学技术发展中医络病理论，提高临床疗效，促进创新药物研发，并指导公司的学术营销。

在临床研究的基础上，公司围绕新药研发的处方制定、制备工艺、质量控制、药效评价、安全评价、临床评价等关键技术环节建立研发创新平台。公司根据络病理论创新研发的国家专利新药 10 个，集中在心脑血管病、肿瘤、感冒呼吸系统疾病、糖尿病及其并发症等领域，专利药物通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊、养正消积胶囊、连花清瘟胶囊、津力达颗粒列入国家医保目录，其中通心络胶囊同时列入国家基本药物目录，为公司的快速发展奠定了基础。公司在研项目 30 余项，大多将于未来三年获得新药证书和生产批件，形成了良好的产品梯队。

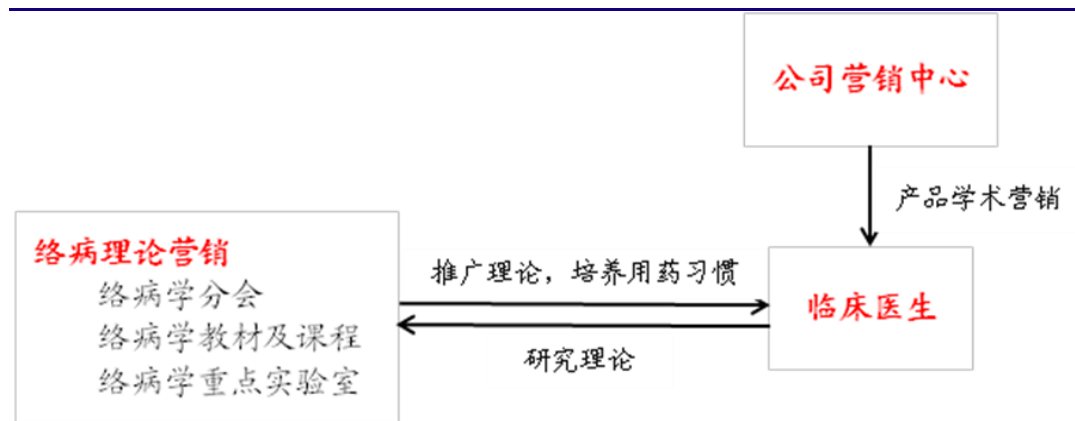
二、学术营销奠定良好品牌形象，渠道下沉拓基层市场

（一）坚持学术营销奠定品牌基石

独特的学术营销模式

营销模式：公司建立了以络病理论学术推广为中心的独特学术营销模式，公司通过对络病学理论的推广，吸引临床专家、医生研究络病、研究络病治疗的创新药物，并在各地建立络病学分会，通过理论推广来影响医生的用药习惯。络病理论学术营销与处方医生、医院、卫生行业管理者建立了良好的沟通渠道，为不断上市的新产品建立了良好的营销通路。

图 1：以络病理论为指导的学术营销模式



资料来源：公司资料 中国银河证券研究部

络病理论营销是公司学术营销中独特的一环。公司通过对络病学理论的推广，吸引临床专家、医生研究络病、研究络病治疗的创新药物，与处方医生、医院、卫生行业管理者建立了良好的沟通渠道，为不断上市的新产品建立了良好的营销通路；此外，公司面对消费者还建立了完善的健康教育体系、通过网络化的社区健康教育，推广公司创编的“中华通络操”、成立心脑血管健康俱乐部等活动，向消费者传达产品信息，促进患者主动购买，带动公司销售。公司的络病理论学术推广营销特点使营销模式实现了从产品经营发展到品牌经营的跨越。

循证医学研究奠定临床应用基础

由于中成药临床疗效的证据级别普遍较低，中成药推广缺乏充分的临床试验研究，因此西医对中成药的接受程度还较低。循证医学的兴起为中药的发展提供了便利条件。

循证医学是上世纪九十年年代在临床医学领域内迅速发展起来的一门新兴学科，其核心思想是“任何医疗卫生方案、决策的确定都应遵循客观的临床科学研究产生的最佳证据”。循证医学着重于对临床研究和临床实践的真实性与有效性的评价，抛开医学基本原理的探讨，淡化医学本身的学科归属。它摆脱了传统西医只看原理、推理的旧模式，转为以结果为导向，对于一些虽然不能纳入现代科学体系的医学理论，不能用现代科学知识解释其机理的疗法和药物，但临床确能行之有效也承认其应用价值。

实践证明，循证医学的兴起对中药推广起了很好的支持作用（表 1）。

表 1: 循证医学研究对中成药的推广有很好的支持作用

公司	产品	循证医学项目	方法	结论	完成时间	成果
以岭药业	通心络胶囊	通心络对于急性心梗的疗效的循证医学研究	由北京阜外心血管病医院主持的、中国各地 9 家医院共同完成的随机双盲、多中心循证医学研究	通心络胶囊明显减少急性心梗无复流、改善心功能	2009.8	2010 年收入增速 28%
以岭药业	参松养心胶囊	参松养心胶囊抗心律失常循证医学研究	由北京阜外医院、北京朝阳医院、南京医科大学一附院牵头的 32 家大型综合性三甲医院开展的临床循证医学研究	参松养心胶囊治疗室性早搏明显优于西药的慢心律、治疗阵发性房颤疗效与心律平相当,但改善症状明显优于心律平,对目前尚无针对性治疗药物的缓慢性心律失常疗效确切,可明显提高心室率	2008.9	2009 年收入增速 86%
天士力	芪参益气滴丸	芪参益气滴丸对心肌梗死二级预防的循证医学研究	由天津中医药大学校长张伯礼院士主持,在 5 年多的时间里,在 3500 余例心肌梗死患者中开展中医药循证医学研究,每位患者平均随访达 37 个月。	芪参益气滴丸和肠溶阿司匹林对心梗患者的两极预防效果相当。基础研究表明,芪参益气滴丸除具有血小板抑制作用,尚有稳定动脉粥样硬化斑块及心肌保护作用。	2010.7	2011 年收入增速预计 60%

资料来源: 中国银河证券研究部

值得注意的是,在临床药物的使用上,基于终点事件观察,循证医学提供更加合理建议,既包括优点,也包括不足,因此对中药来说既是机遇也是挑战。公司敢于下大力气做循证医学试验,也从侧面反映了公司对自有产品的信心。公司目前仍有四个循证医学再评价项目,主要内容包括通心络胶囊治疗急性脑梗死、芪苈强心胶囊对慢性心衰患者长期预后评价、参松养心胶囊治疗伴窦性心动过缓的室性早搏患者临床疗效和养正消积胶囊改善恶性肿瘤患者生活质量的循证医学研究。

表 2: 公司正在进行的循证医学项目一览

产品	循证医学项目	预计完成时间
通心络胶囊	通心络胶囊治疗急性脑梗死临床疗效的循证医学临床研究	2013.03
参松养心胶囊	参松养心胶囊治疗室性早搏患者临床疗效的循证医学研究	2012.07
参松养心胶囊	参松养心胶囊治疗窦性心动过缓患者临床疗效的循证医学研究	2013.05
芪苈强心胶囊	芪苈强心胶囊对慢性心衰患者长期预后评价的循证医学临床研究	2012.09
养正消积胶囊	养正消积胶囊改善恶性肿瘤患者生活质量的循证医学临床研究	2012.06

资料来源: 中国银河证券研究部

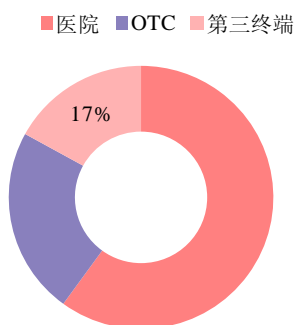
我们认为,公司持续的学术营销已经为公司奠定了坚实的品牌基础,并在心脑血管用药、呼吸系统用药领域建立了较高的品牌壁垒。若未来将要完成的循证医学研究结果较好,预计会为公司产品带来新一轮快速增长,看好长期发展。

（二）渠道下沉拓展基层市场

基层医疗市场潜力较大，药品销售金额未来将提速

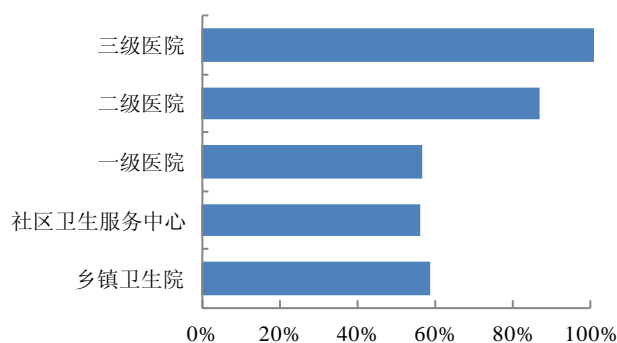
自 2009 年开始的新一轮医改以“保基本、强基层、建机制”为基本原则，将医疗资源下沉，是的基层市场的重要性日趋显现。2010 年，医院、OTC 和第三终端(基层市场)的药品收入比重分别为 60%、23%和 17%，目前第三终端比重较小，具有较大的潜力。

图 2：各终端药品 2010 年收入占比



资料来源：中国银河证券研究部

图 3：各级医疗机构 2010 年病床使用率



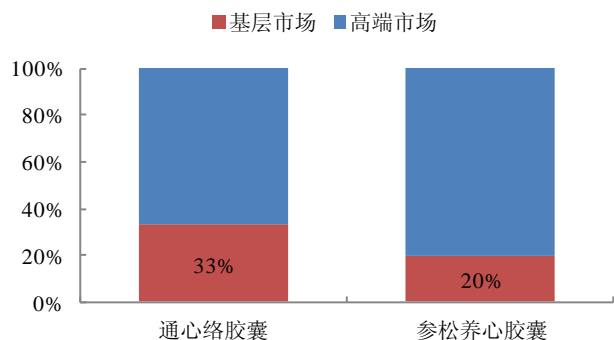
资料来源：中国银河证券研究部

随着国家基本药物制度的建立，以及医保报销制度对基层医疗机构的倾斜，基层医疗市场药品销售将逐步提升。

基层市场的开发为公司产品提供新的增长空间

公司擅长高端学术营销，过去营销重点集中在大中城市的二、三级医院，通心络胶囊等主打产品均主攻高端市场，基层市场销量占比还较低，因此相对而言基层用药量较少是其一个薄弱环节。

图 4：公司主要产品基层市场销售占比还较少



资料来源：中国银河证券研究部

在基层市场日趋重要的大环境下，公司也在同步建设基层营销队伍，目前公司城乡部共有营销人员 600 多人，另外还有 600 编外人员，基层销售网络已经覆盖了基层市场的大部分终端。我们看好公司在基层市场的前景：

1) 公司主要品种已进入基本药物目录、医保等，且适合基层使用。通心络胶囊于 2010 年进入国家基本药物目录，而参松养心胶囊也入选了 15 个省市的基药增补目录。

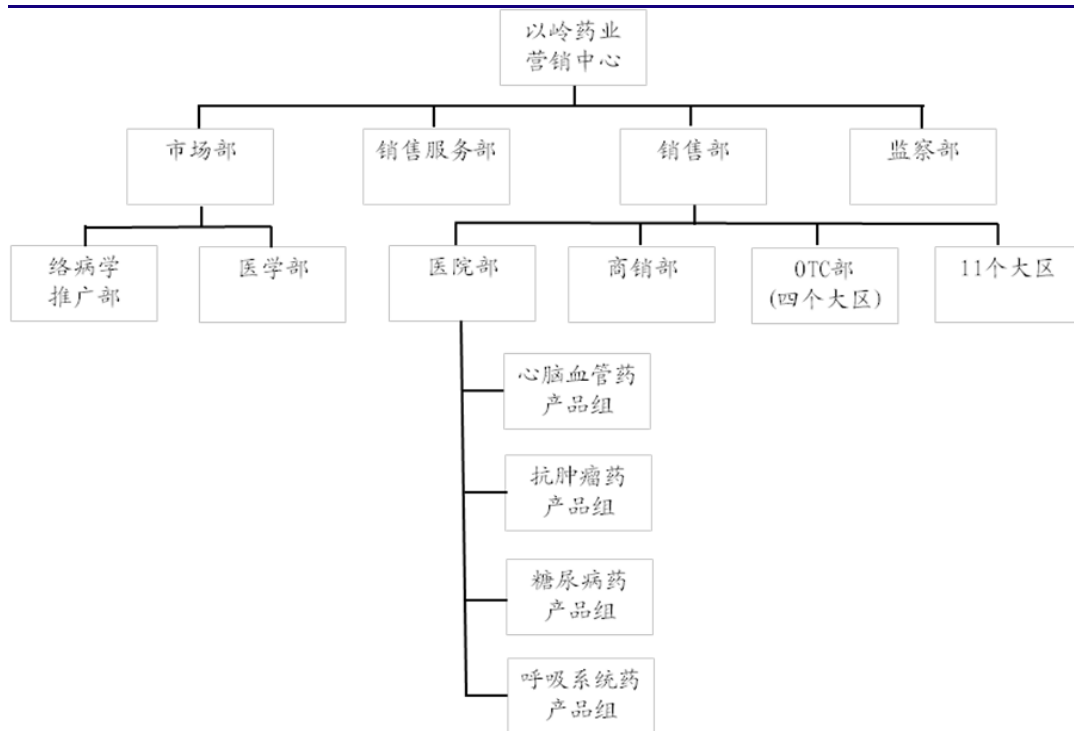
2) 基层医务工作者也有学术培训的需求。公司以络病理论学术推广为主线、以络病专业委员会为平台，建立了国家级-省级-地市（县）三级学术网络体系，通过学术下基层，对基层医务工作者的培训和教育，提高了络病理论在基层的认知度。

目前公司基层医院的销售占总收入比重不到三成，我们认为未来基层市场的开发将为公司产品提供新的增长空间。

（三）网络不断完善、营销日益精细化

公司营销中心设置医院部、零售部、商销部、市场部、国际贸易部，在全国各省市均设有办事机构。公司优势领域在心脑血管用药，也已经建立起较为完善的营销网络，在全国各省市均设有办事机构，近 2,000 人的营销队伍中大部分从事心脑血管用药的营销。未来公司的营销网络会不断完善，随着后续专利新产品陆续进入市场，现有的营销网络已不能满足未来市场的需求。公司计划针对专利新产品和专利 OTC 中药产品两个方向实施营销网络扩建计划。

图 5：公司营销体系构架



资料来源：公司资料 中国银河证券研究部

抗肿瘤、糖尿病、呼吸系统专利药产品组

在专利新产品方面，通过抗肿瘤药物（养正消积胶囊）、糖尿病治疗药物（津力达颗粒、周络通胶囊、芪黄明目胶囊）、呼吸系统治疗药物（连花清瘟胶囊/颗粒、连花定喘片、连花急支片）三个新产品组营销网络建设项目，进一步加强营销网络和营销队伍的建设力度，将专业

学术营销网络全面覆盖三级医院和二级医院。公司计划在全国省会及重点城市增设销售办事处，并配备业务推广人员，加大产品市场覆盖的深度和广度，确保项目给公司带来稳定收益。三个产品线各配备 100-300 名业务推广人员，到 2013 年，三个产品组计划共计新增 600 名业务推广人员，为公司陆续上市的专利新药提供支持。

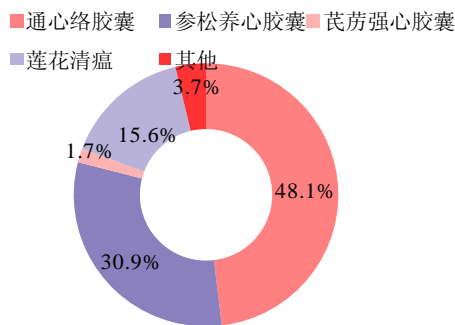
专利 OTC 中药产品营销网络

八子补肾胶囊、连花清瘟胶囊、枣椗安神口服液是公司拥有发明专利的 3 个 OTC 品种。本项目的建设计划以广州、北京、上海、福州、大连、青岛、西安等 16 个城市作为一级销售城市，覆盖区域内的 80 个中等城市作为二级销售城市。人员编制从目前的 200 人增加到 300 人，销售人员直接覆盖药店从目前的 24,000 家增加至 36,000 家。通过加强零售网络渠道建设的投入，拓展 OTC 产品的覆盖网络，提升零售终端的单位产出能力。

三、心脑血管用药是公司的优势领域

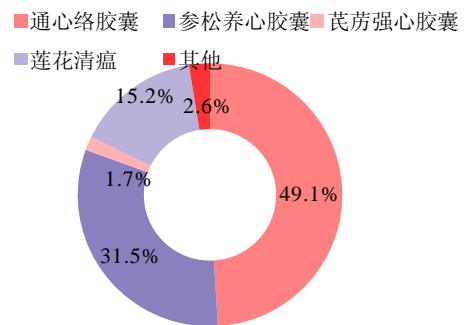
公司以发展创新中医药为主题，在络病理论指导下，围绕心脑血管病、肿瘤、感冒呼吸系统疾病、糖尿病及其并发症等发病率高、市场用药量大的四大类国家重点防治的重大疾病，开发系列特色专利中药，在医药行业形成了独具特色的产品布局优势，其中心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域已经处于行业领先地位。

图 6：公司分产品收入占比



资料来源：中国银河证券研究部

图 7：公司分产品毛利占比



资料来源：中国银河证券研究部

（一）中成药在冠心病用药领域有较大价值

冠心病的致病因素复杂多样

冠心病全称是冠状动脉硬化性心脏病（Coronary artery heart disease, CHD），是以冠状动脉粥样硬化为病理基础导致心脏供血供氧障碍，从而引发一系列临床症候群的一类疾病统称。按照疾病发展的进程可以依次呈现出心绞痛、严重者可以发生心肌梗塞，如果不加以有效治疗和控制，最终将导致心力衰竭使得心脏彻底失去“泵”的功能，从而带来病人的死亡。

冠心病根本病变是血管内皮细胞在致病因子的作用下发生的粥样硬化改变，但其致病因素复杂多样。诸如血脂异常，血压升高，体重超重，内分泌失调都是冠心病的风险因素。临床上不仅要对症治疗，如扩张冠脉，还需要针对潜在的风险因素进行治疗，方能达到治本的目标。

中医讲究辨证施治与全局观擅长“治本”

化学药通过体内受体的介导发挥其药理效果。对于致病因子多元化的心血管疾病，常常需要联合用药来达到“治本”的目的。相比之下，中医辨证施治讲究全局观，更适合需要全身调理的疾病类型。

中成药与化药配合使用能降低长期服药患者副作用与维持用药疗效

一方面，在心血管领域化学药需要中药进行配合从而达到减少耐药性，保持敏感性的目的。举例而言，硝酸酯类药物虽能扩张冠脉，但长期使用后疗效逐渐下降，此时就需要加大剂量。但与此伴随的是副作用大幅上升，药效却难以维持。此时换做中成药进行治疗往往能达到好的效果。因为中成药往往通过多“靶点”发挥其药理性能，不会过度消耗某一类受体。另一方面，

对于需要长期服药的心血管患者,化学药长期服用后的副作用使得选用中成药对其治疗显得难以或缺。

(二) 公司心脑血管产品具有良好的疗效且很经济

通心络胶囊

通心络胶囊是应用络病理论研发出治疗心脑血管病的代表药物,是公司的核心产品,2011年贡献收入占比达到 48%,适用于治疗冠心病、脑梗死及糖尿病所致微血管病变,同类竞品主要有复方丹参滴丸、脑心通胶囊等(表3)。

表 3: 通心络胶囊及主要竞品对比

品名	生产商	主要成分	规格	适应症	用法用量	终端价格	日服用费用	政策
通心络胶囊	以岭药业	人参、水蛭、全蝎、土鳖虫、蜈蚣、蝉蜕、赤芍、檀香、降香、乳香、酸枣仁、冰片。	30 粒/盒	用于冠心病心绞痛证属气虚乏、血瘀络阻者。	口服,一次 2~4 粒,一日 3 次、四周为一疗程	24	4.8	基本药物、医保甲类
复方丹参滴丸	天津天士力制药	丹参、三七、冰片。	150 粒/盒	活血化瘀、理气止痛,用于胸中憋闷、心绞痛。	口服或舌下含服,一次 10 丸,一日 3 次,4 周为一个疗程;或遵医嘱。	18.9	3.8	基本药物、医保甲类
脑心通胶囊	陕西咸阳步长制药	黄芪、丹参、桃仁、红花、乳香、地龙、全蝎等十六味。	36 粒/盒	用于中风所致半身不遂、肢体麻木、口眼歪斜、舌强语蹇及胸痹所致胸闷、心悸、气短等。	口服,一日 3 次,每次 4 粒,或遵医嘱。	26	8.7	医保乙类
银杏叶片	扬子江药业集团	银杏叶提取物	24 片/盒	用于瘀血阻络引起的胸痹心痛、中风、半身不遂,舌强语蹇。	口服,一次 2 片,一日 3 次;或遵医嘱。	24	6.0	医保乙类
地奥心血康胶囊	成都地奥集团	每粒含甾体总皂苷 100mg	20 粒/盒	用于预防和治疗冠心病,心绞痛以及瘀血内阻之胸痹、眩晕、气短、心悸、胸闷或痛等。	口服,一次 1~2 粒,一日 3 次	8.4	1.3	基本药物、医保甲类
速效救心丸	天津中新药业	川芎、冰片	60 粒*2 瓶	行气活血,祛瘀止痛,增加冠脉血流量,缓解心绞痛。适用于冠心病,心绞痛。	含服,一次 4-6 粒,一日 3 次;急性发作时,一次 10-15 粒	20	2.0	基本药物、医保甲类

资料来源:中国银河证券研究部

尽管收入规模已经约 10 亿元,我们认为通心络仍可维持 10-15%的增速,基于以下原因:

1) 渠道下沉带动基层市场:

根据 SFDA 南方经济所数据,2009 年通心络在心脑血管中成药中的市占率为 2.44%,排名第三位;而样本城市二三级医院心脑血管中成效的销售数据显示,通心络在这一市场居行业领先地位,市场占有率排名第一(表 4)。该统计结果体现出的排名的差异,反映了通心络胶囊的独特竞争优势:以学术营销的方式重点覆盖一线城市二、三级医院市场,从而保持了在该市场的持续领先地位。

表 4: 心脑血管口服中成药在样本城市二三级医院销售占比

序号	心脑血管口服中成药	2008 年	2009 年	2010 年 1-11 月
1	通心络胶囊	12.1%	10.3%	8.7%
2	银杏叶片	9.3%	9.5%	8.3%
3	复方丹参滴丸	9.9%	8.3%	7.4%
4	脑心通胶囊	6.4%	6.8%	7.3%
5	复方血栓通胶囊	5.2%	5.6%	5.1%
6	参松养心胶囊	1.7%	3.6%	4.6%
7	稳心颗粒	3.4%	3.4%	4.1%
8	三七通舒胶囊	2.2%	3.2%	3.6%
	总计	52.2%	50.7%	49.1%

资料来源: 公司招股说明书 中国银河证券研究部

通心络胶囊目前销售主要集中高端医院, 基层市场销售占比约 1/3。未来公司会重点拓展基层市场。除了原有的社区部负责拓展社区医院外, 公司还成立了 600 人的城乡部。考虑到随着基本药物制度的建设, 基层市场的潜力将会进一步释放, 基本药物制度的实施必将促进其基层的广覆盖, 总用量将会明显提升, 潜在需求将被充分释放。

2) 适应症推广扩大使用范围:

通心络适用于治疗冠心病、脑梗死及糖尿病所致微血管病变, 但目前接近一半的销售仍集中在心内科, 在神经内科以及内分泌科还未重点推广。

表 5: 通心络胶囊的适应症一览

产品	科室	销售占比	适应症	循证医学研究
通心络胶囊	心内科	47%	冠心病	通心络对于急性心梗的疗效的循证医学研究 (已完成)
	神经内科	21%	脑梗死	通心络胶囊治疗急性脑梗死临床疗效的循证医学临床研究 (正在进行)
	内分泌科	11%	糖尿病所致微血管病变	无

资料来源: 中国银河证券研究部

在神经内科, 通心络的主要竞品为活血化瘀类的中药。活血化瘀类药物主要针对的是脑血管病的高危因素, 但很多并未能针对血管自身病变。通心络胶囊作为络病理论的代表方药, 不仅能够显著改善脑血管病的高危因素, 更重要的是能够保护血管内皮功能, 抑制动脉粥样硬化进展, 稳定易损斑块。目前通心络治疗急性脑梗死循证医学研究项目正在按计划有序推进。

在糖尿病并发症的治疗方面, 通心络对糖尿病所致血管病微血管病变取得显著的临床疗效。目前我国糖尿病的发病率已经达到 10.6%。但众多患者仅仅关注血糖的高低, 而未真正关注糖尿病所致血管病微血管并发症。目前糖尿病微血管病变的治疗药物为醛糖还原酶抑制剂、糖基化终产物抑制剂、血管紧张素转换酶抑制剂等。此类药物更多的只是对症治疗, 针对糖尿病微血管病变的药物比较缺乏的。通心络胶囊针对糖尿病微血管病变, 不仅可以改善其所引起的临床症状, 而且能够保护微血管内皮、保护微血管完整性, 从而达到治疗效果。

我们认为通心络胶囊在神经内科和内分泌科的应用潜力还很大, 未来会是产品很好的增长点。

参松养心胶囊

参松养心胶囊主要用于心律失常的治疗，以络病学说研究的‘三维立体网络系统’探讨冠心病心律失常的中医病理机制及治疗，组方补、养、敛三法并用，多途径、多环节、多靶点阻断心律失常发生，对快速心率失常、缓慢性心率失常、快慢综合症均具有良好疗效，2011年销售收入约6亿元。

表 6: 治疗心律失常的主要中成药一览

品名	生产商	主要成分	规格	适应症	用法用量	终端价格	日服用费用	政策
参松养心胶囊	以岭药业	人参、麦冬、山茱萸、丹参、炒酸枣仁、桑寄生、赤芍、土鳖虫、甘松等	36粒/盒	益气养阴，活血通络，清心安神。用于治疗气阴两虚，心络瘀阻引起的冠心病室性早搏，症见心悸不安、气短乏力，动则加剧，胸部闷痛，失眠多梦，盗汗，神倦懒言等。	口服，一次2~4粒，一日3次。四周为一疗程，或遵医嘱。	31	2.6	医保甲类
步长稳心颗粒	山东步长制药有限公司	党参、黄精、三七、琥珀、甘松。	9袋/盒	益气养阴，定悸复脉，活血化瘀。主治气阴两虚兼心脉瘀阻所致的心悸不宁，气短乏力，头晕心烦，胸闷胸痛。适用于各种原因引起的早搏、房颤、窦性心动过速等心律失常。	开水冲服，一次一袋，一日三次，疗程四周，或遵医嘱。	27.5	9.2	医保乙类

资料来源：中国银河证券研究部

心率失常可分为快速型和缓慢型两类，前者包括心房纤维性颤动、心房扑动、阵发性室上性心动过速、室性心动过速和过早搏动等；后者包括窦性心动过缓、房室传到阻滞等。心率失常严重影响心脏的泵血功能，需及时治疗。目前临床治疗心率过快的主要用药有胺碘酮、普萘洛尔、利多卡因等，参松养心胶囊一般作为补充或协同用药；对于心率过慢和快慢兼有，西医缺乏安全有效的药品（除非缓慢到需要用阿托品等治疗），尤其是慢快兼有的心律失常目前药物治疗是空白，参松养心胶囊具有较好的疗效。

有数据显示，快速性心律失常中需要治疗的早搏约39%，近3500万；心房颤动的病人≥35岁近1000万；缓慢性心律失常患者我国发病人数达430多万，每年新发的有50多万，其中占心律失常患者14%的病态综合征中有2/3的患者是慢快兼有。从以上数据来看，缓慢性心律失常患者在逐年增加。公司于2008年启动了全国大规模、多中心循证医学研究，并在2009年发布结果。参松养心胶囊具有快慢兼治、整合调节的特色。我们认为，尽管所处细分领域市场容量有限，但由于竞品较少（表7），该产品有望保持20%左右的增速。

此外，参松养心胶囊目前在基层市场的销售占比约为20%，该产品已进入15个省市基本药物增补目录，未来在基层市场的拓展也将稳步进行。

表 7: 心律失常西药常用药物

症状	西医常用药物
心率过快	胺碘酮、普萘洛尔、利多卡因等
心率过慢	无（除非慢到需要用阿托品等）
快慢兼有	无

资料来源：中国银河证券研究部

芪苈强心胶囊

芪苈强心胶囊用于治疗慢性心衰。慢性心衰是各种心脏病的最终结局，发病率逐年增高且死亡率居高不下，药物治疗进展缓慢，现有治疗心衰的西药耐受性、安全性受到挑战，药物治疗遇到了瓶颈期，寻求新的治疗方法迫在眉睫。

慢性心功能不全主要的病理生理基础是心排出量不足。心排出量不足除了由心脏收缩性降低外，可由心脏负荷加重所引起。对于慢性新功能不全的治疗，除治疗原发病外，目前广为采用的是以改善心脏功能为主的综合疗法。治疗药物主要为强心苷类，也包括非强心苷类正性肌力药及某些减低心脏负荷的药物，但各类药物均有不同程度的副作用。

表 8: 慢性心衰主要治疗药物一览

类别	作用机理	代表药物	主要副作用
利尿药	减少循环血量，降低血压	氯噻酮、丁苯氧酸、氨苯喋啶	离子紊乱，不改善预后
B 受体拮抗剂	降低心肌收缩力，减轻心肌耗氧量	倍他乐克	改善预后，但用量难以把握，个体差异大
强心类药物	增加心肌收缩力	西地兰、地高辛等	不改善预后
血管紧张素转换酶抑制剂		贝那普利、厄贝沙坦等	改善心衰中神经内分泌紊乱的原始病根，但有咳嗽，头晕等副作用。单价高，患者经济负担重
硝酸酯类		单硝酸异山梨酯（利尿剂的一种）	改善冠脉循环，单价较高

资料来源：中国银河证券研究部

芪苈强心胶囊上市后，公司围绕该产品治疗慢性心衰的机制进行了多方位的研究，同时与治疗慢性心衰四大类药物—利尿剂、ACE 抑制剂、 β -受体阻滞剂、洋地黄制剂进行对照研究，芪苈强心既能强心、利尿、扩血管，改善血流动力学及心衰症状，又能抑制心室重构，改善心衰的生物学基础及长期预后，标本兼治。

考虑到该领域目前尚无理想的治疗药物，以及公司在心血管领域的学术推广能力，我们认为芪苈强心胶囊有望快速放量，预计 12 年收入将过亿元。此外，公司正在开展芪苈强心胶囊对慢性心衰患者长期预后评价的循证医学临床研究，预计今年能够完成试验，若结果符合预期，将是产品销售提升的良好催化剂。

四、拓展领域市场空间广阔

(一) 呼吸系统用药

在感冒药市场上，化学药见效快，疗效确定；中成药毒副作用小，其疗效得到广大消费者认可，因此中药感冒药将成为今后市场消费的重点。同时我国感冒药市场集中度比较低，前十大品牌的市场份额总和不足 40%，单一品牌的市场占有率均不超过 10%，竞争比较激烈。

表 9: 抗感冒中成药零售市场排名

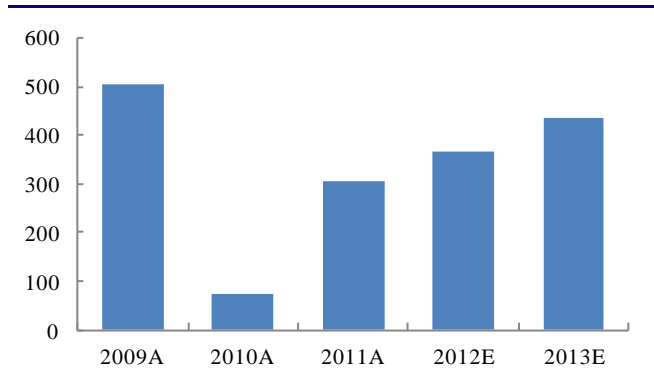
抗感冒中成药	2009 年上半年	2009 年下半年	2010 年上半年
999{感冒灵颗粒}	3.34%	2.91%	2.86%
双黄连口服液{哈药集团三精制药}	3.50%	3.50%	2.56%
抗病毒口服液{广州香雪制药}	2.14%	4.01%	2.26%
清开灵软胶囊{石家庄神威药业}	1.81%	2.48%	2.02%
莲花清瘟胶囊{石家庄以岭药业}	0.06%	0.22%	1.59%
藿香正气口服液{太极集团涪陵制药厂}	1.11%	2.27%	1.58%
清热解毒{双黄连口服液}	2.40%	2.17%	1.54%
牛黄解毒片{北京同仁堂集团}	0.07%	0.05%	1.42%
板蓝根颗粒{广州白云山制药}	2.08%	2.04%	1.22%
感冒清热颗粒{北京同仁堂集团}	1.97%	1.21%	1.14%
总计	18.48%	20.86%	18.19%

资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部

莲花清瘟将保持较高增速

莲花清瘟胶囊（OTC）是对多种流感病毒有杀灭作用的专利新药，同时可抑制病毒感染后引起的细菌交叉感染，增强人体免疫功能，2010 年收入 7500 万元，同比下降 85%。下降的主要原因是 2009 年甲流爆发，经销商大量进货，渠道囤积了大量产品，以至于 2010 年基本都是在消化库存。2011 年该产品收入恢复到正常水平，全年收入约 3 亿元。我们预计 12 年增速可达到 20-30%。

图 8: 莲花清瘟收入将逐渐恢复到正常水平



资料来源：中国银河证券研究部

我们认为，在感冒药市场上，化学药见效快，疗效确定；中成药毒副作用小，其疗效得到广大消费者认可，因此中药感冒药将成为今后市场消费的重点。公司的产品在非典期间已经树立了良好的品牌形象，未来将维持较快增长。

此外，公司于 2010 年 9 月取得**连花清瘟颗粒剂**的生产批文，颗粒剂相对胶囊有易于服用、适用人群广等特点，主打高端市场。我们认为颗粒剂的推出进一步拓展了连花清瘟系列的渠道，带动销售。

（二）糖尿病及并发症用药

据《中国卫生产业》，2009 年我国中药糖尿病药市场容量约为 20 亿元，年增长率在 14% 左右。公司在糖尿病及其并发症领域拥有**津力达颗粒**、**通心络胶囊**、**周络通胶囊**、**芪黄明目胶囊**等产品。

表 10: 公司糖尿病及并发症领域产品

产品	适应症	目前状态
津力达颗粒	II 型糖尿病	已上市
通心络胶囊	糖尿病所致微血管病变	已上市，但内分泌科销量较少
周络通胶囊	糖尿病周围神经病变	完成三期临床
芪黄明目胶囊	糖尿病眼底病变	完成三期临床

资料来源：公司资料 中国银河证券研究部

公司的 II 型糖尿病专利新药**津力达颗粒**去年上市，是公司力推的产品之一。目前多数中药治疗糖尿病局限在糖尿病症状的控制，**津力达颗粒**不但改善糖尿病症状的发生、发展，而且还具有保护 β 细胞功能，增加 β 细胞的数目，减少胰岛素抵抗，改善糖耐量异常；与西药合用可减少西药的用量，减少副作用的发生。该产品已进入医保乙类，预计未来会有不错的增长。

此外，公司围绕糖尿病的相关并发症正在开发多个产品。糖尿病微血管病变可造成心脑血管病、周围神经病变、眼底病变、肾脏病变、糖尿病足等严重并发症，是导致糖尿病患者致残甚至死亡的主要因素，所以，防治糖尿病除控制血糖外，并发症是治疗糖尿病的核心和重点。除了**通心络胶囊**外，公司针对糖尿病周围神经病变研发了**周络通胶囊**，针对糖尿病眼底病变研发了**芪黄明目胶囊**，两者均已完成三期临床。公司目前也在加紧糖尿病药产品组营销网络的建设，我们看好公司未来在糖尿病及并发症领域的市场拓展。

（三）其他领域

在**肿瘤用药**领域公司已经上市了**养正消积胶囊**，主要用于肿瘤的辅助治疗，与化疗药合用有助于提高化疗疗效，明显改善脘腹胀满、纳减食少、形体消瘦、神疲乏力等证候，减低化疗药骨髓抑制，扶助脾肾先后天之本，以提高生存质量为目的，体现了中医“以人为本”的治疗观。**养正消积胶囊**配合介入治疗原发性肝癌在增效减毒、增强免疫、改善证候、提高生存质量方面疗效显著。**肿瘤辅助用药领域**：**养正消积胶囊**主要用于肿瘤的辅助治疗，与化疗药合用有助于提高化疗疗效，明显改善脘腹胀满、纳减食少、形体消瘦、神疲乏力等证候。2010 年收入只有几十万元，公司已加强了对该产品的运作，预计会有不错的销量。

表 11: 公司肿瘤领域产品

产品	适应症	目前状态
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

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究部

此外, 公司在**精神神经系统、泌尿系统**也开发成功和正在研发系列产品, 使公司专利新药系列越来越齐全, 为市场开发提供专利产品支撑。

表 12: 公司精神神经系统领域产品

产品	适应症	目前状态
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

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究部

表 13: 公司精神神经系统领域产品

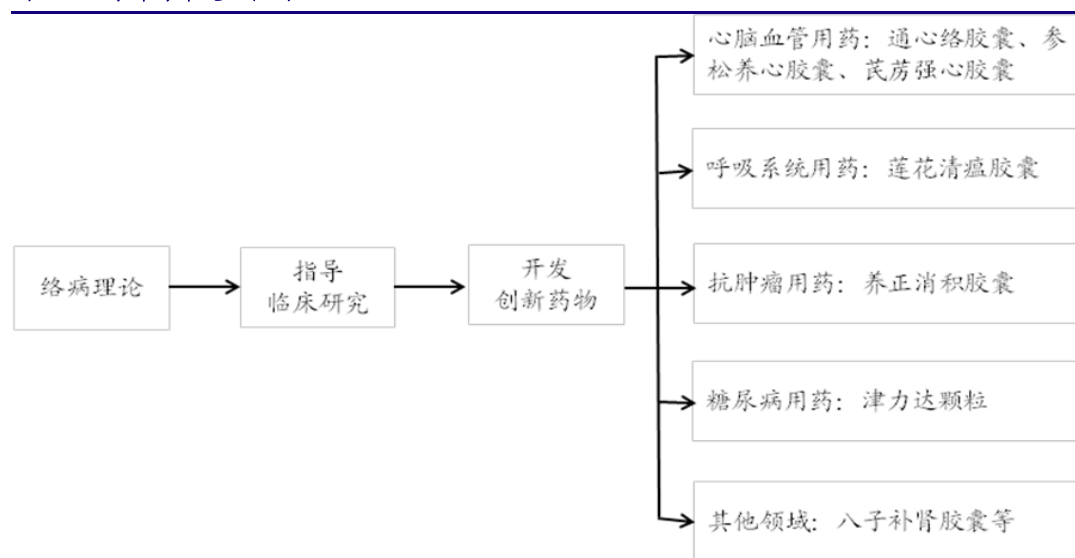
产品	适应症	目前状态
夏荔芪胶囊	前列腺增生	已上市
柴苓通淋片	泌尿系统感染	三期临床
复方蝉花片	间质性肾炎	完成临床前研究

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究部

五、研发实力雄厚，后劲绵长

研发模式：公司以络病理论为指导，建立了“理论+临床+新药”一体化的新药研发模式，在继承了前人对络病学研究成果基础上，按照中医学术自身发展规律对络病学说进行了全面系统研究，初步建立“络病证治”体系，首次形成系统络病理论，建立了络病学新学科。应用络病理论指导心脑血管病、肿瘤、感冒呼吸系统疾病、糖尿病及其并发症等重大疾病的临床研究，为指导新药研发提供理论支撑。**以络病理论为指导带动特色新药开发是公司的持久发展的动力。**

图 9：公司新药开发流程图



资料来源：公司资料 中国银河证券研究部

研发平台：公司的研发平台有河北研究院、北京研究院、以岭生物。河北研究院是公司的核心研发中心，公司主要产品，如通心络胶囊、参松养心胶囊、莲花清瘟胶囊、芪苈强心胶囊等均为河北研究院研发成果或在河北研究院做后续研发；北京研究院目前还不是公司的利润中心，报告期内总体体现为亏损；以岭生物主要从事高端化学药（激素）的研发，未来将作为公司对新特化学药领域的开拓窗口，目前还处于产品研发及生产线建设期。

表 14：公司研发平台一览

研发中心	研究方向	主要成果
石家庄研发中心	主要开展复方中药、组分中药、中药单体的新药研发。	开发了公司主要产品：如通心络胶囊、参松养心胶囊、莲花清瘟胶囊
北京大兴研发中心	研发具有自主知识产权的创新植物药、保健食品、膳食补充剂。	还未贡献利润
北京密云研发中心	研发在欧美注册的激素及抗肿瘤仿制药，同时研发具有自主知识产权的仿创药和化药新制剂。	还处于产品研发期

资料来源：公司资料 中国银河证券研究部

(一) 研发高效保证持久发展

公司以络病理论指导难治性疾病治疗研究，系统研究心脑血管病、感冒呼吸系统疾病、肿瘤、糖尿病及其并发症等多种难治性疾病的防治规律，带动了具有自主知识产权新药研发。公司具有高效的研发能力，共自主研发完成新药 18 个，其中具有自主知识产权新药 10 个，覆盖心脑血管疾病、感冒呼吸疾病、肿瘤、糖尿病及其并发症等发病率与死亡率均居前列的重大疾病领域，研发能力在国内同类型企业中居领先地位。

公司收入主要来源于具有自主知识产权的新药，主要产品通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊、连花清瘟胶囊等。高效的研发能力保证了公司的可持续发展，为公司增长不断注入新动能。

表 15: 公司具有自主知识产权的产品一览

领域	产品	适应症	目前状态
心脑血管系列	通心络胶囊	冠心病、脑梗塞	已上市
	参松养心胶囊	心律失常	已上市
	芪苈强心胶囊	慢性心衰	已上市
感冒呼吸疾病领域	连花清瘟胶囊	感冒	已上市
	连花急支片	急性支气管炎	二期临床
	连花定喘片	急性支气管炎	二期临床
糖尿病及其并发症领域	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
	芪黄明目胶囊	糖尿病眼底病变	完成三期临床
肿瘤领域	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	枣椗安神口服液	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
泌尿系统用药	夏荔芪胶囊	前列腺增生	已上市
	柴苓通淋片	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：公司资料 中国银河证券研究部

公司的研发投入与同类企业相比一直处于较高水平，研发费用占总收入比重一直稳定在 4% 左右。我们认为，正是高效的研发能力为公司提供了持久发展的动力，公司可以通过不断推出专利新产品来提供新的增长点。

表 16: 公司研发投入一直处于较高水平

单位：万元	2008	2009	2010	2011
科研费用支出	2908	4011	6725	8217
总收入	93,856	163,233	164,932	195,321
研发费用占总收入比重	3%	2%	4%	4%

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

（二）注重系统性研发提升产品品质

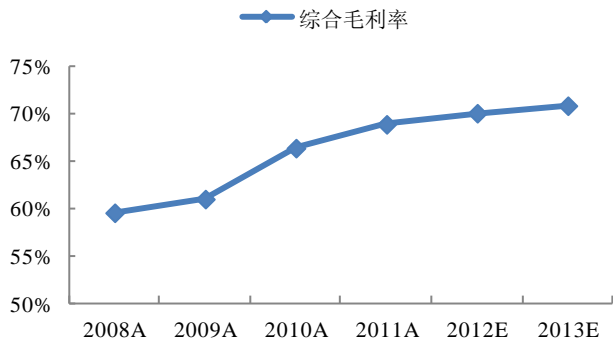
创新中药研发由中医理论创新、原创性组方研究、生产工艺、质量控制、药理药效、安全性评价、作用机制研究等多个关键技术环节组成，只有将中药研发全过程的这些关键技术环节整合配套，形成系统的综合性创新药物研发体系，才能使企业创新工作不断深入、研发能力不断提高。

目前中药新药的研发普遍存在水平较低，基础研究薄弱，工艺技术落后以及制剂质量可控性差等问题，与世界先进的天然药物生产水平依然有较大差距，因此进行中成药的二次研究与开发是非常必要的。2010 年 10 月 9 日，工信部、卫生部、国家食品药品监督管理局也联合印发了《关于加快医药行业结构调整的指导意见》，提出在中药领域要借鉴国际天然药物发展经验，加快中成药的二次研究与开发，优先发展具有中医药治疗优势的治疗领域的药品。

公司非常注重产品的二次开发，针对主导产品均有二次开发计划，二次开发通过提升产品的生产工艺，能够有效降低生产成本，促进产品竞争力和盈利能力的进一步提高。例如公司 2010 年通过新增超细粉回收系统及喷雾干燥二次收粉系统等使收率得到提高，当年综合毛利率相对于 2009 年提高了 6 个百分点。

未来公司还将针对大产品参松养心胶囊和连花清瘟胶囊的二次开发，提升产品的生产工艺，降低生产成本，促进产品竞争力和盈利能力的进一步提高。

图 10：工艺改善可有效提升公司产品毛利率



资料来源：公司资料 中国银河证券研究部

六、盈利预测与估值

我们认为，在络病理论指导下，公司已经在心脑血管用药领域树立了良好品牌，并不断向呼吸系统用药、抗肿瘤及糖尿病用药等领域拓展。我们看好公司的学术营销能力，以及在基层市场的布局。预计 2012~2013 年 EPS 分别为 1.37 元、1.70 元，对应 PE21.8 倍和 17.5 倍，维持“谨慎推荐”评级。

表 17: 公司分产品收入预测

单位: 百万元			2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
心脑血管用药	通心络胶囊	收入	717	921	940	1,043	1,147
		同比增速	12%	28%	2%	11%	10%
	参松养心胶囊	收入	366	564	604	724	833
		同比增速	86%	54%	7%	20%	15%
	芪苈强心胶囊	收入	0	28	34	118	159
		同比增速	0%	0%	20%	250%	35%
呼吸系统用药	连花清瘟	收入	506	75	304	365	438
		同比增速	672%	-85%	304%	20%	20%
糖尿病及并发症	津力达	收入	0	0	0	10	60
		同比增速	0%	0%	0%	0%	500%
OTC	八字补肾胶囊等	收入	0	0	0	10	50
		同比增速	0%	0%	0%	0%	400%
其他		收入	34	61	73	91	118
		同比增速	27%	77%	20%	25%	30%
合计		收入	1,632	1,649	1,953	2,361	2,805
		同比增速	74%	1%	19%	21%	19%

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

七、风险因素

基层市场开发进度低于预期的风险。目前公司销售主要集中在高端医院，在基层市场的销售占比还较小，未来基层市场的开发是保证公司利润增速的重要因素之一，若基层市场开发进度低于预期，将影响公司利润增速。

原材料价格波动的风险。

附表 1: 以岭药业 (002603.SZ) 财务报表预测

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	403	1962	1975	2213	2840	营业收入	1649	1953	2361	2805	3249
应收票据	28	401	485	576	667	营业成本	555	618	707	817	949
应收账款	168	185	223	265	307	营业税金及附加	22	26	31	37	42
预付款项	83	277	317	366	425	销售费用	571	638	756	884	1023
其他应收款	1	31	37	44	51	管理费用	154	183	189	224	260
存货	210	327	374	432	502	财务费用	6	(6)	0	(0)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	(5)	5	5	5	5
固定资产净额	533	540	704	1034	1237	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	42	219	400	290	0	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	247	264	260	257	253	营业利润	346	490	672	838	970
递延所得税资产	7	11	11	11	11	营业外净收入	23	43	10	10	10
资产总计	1771	4225	4793	5495	6300	税前利润	369	533	682	848	980
短期借款	160	155	155	155	155	所得税	54	78	101	125	144
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	315	454	582	723	836
应付账款	87	73	83	96	112	归属母公司净利润	316	454	582	723	836
预收款项	45	29	35	41	48	少数股东损益	(1)	0	0	0	0
应付职工薪酬	21	18	20	23	27	基本每股收益	0.88	1.07	1.37	1.70	1.97
应交税费	143	37	37	37	37	摊薄每股收益	0.88	1.07	1.37	1.70	1.97
其他应付款	64	16	16	16	16	财务指标					
一年内到期的非	0	46	53	61	71	成长性					
长期借款	46	47	47	47	47	营业收入增长率	1%	18%	21%	19%	16%
长期应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	1%	41%	39%	24%	15%
专项应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	6%	44%	28%	24%	16%
其他非流动负债	99	103	108	115	121	盈利能力					
负债合计	680	524	555	592	634	毛利率	66%	68%	70%	71%	71%
所有者权益合计	1091	3702	4238	4903	5666	净利率	19%	23%	25%	26%	26%
现金流量表						EBITDA/营业收入	24%	28%	31%	33%	33%
净利润	315	454	582	723	836	ROE	29%	12%	14%	15%	15%
折旧与摊销	0	0	65	80	96	ROIC	23%	11%	13%	14%	14%
经营活动现金流	312	454	456	584	693	估值指标					
投资活动现金流	0	0	(404)	(295)	(5)	PE	41	28	22	18	15
融资活动现金流	0	0	(39)	(50)	(61)	P/S	7	7	5	5	4
净现金流	312	454	12	239	627	P/B	10	3	3	3	2
期初现金余额	211	403	1962	1975	2213	EV/EBITDA	27	21	15	12	10
期末现金余额	523	857	1975	2213	2840	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 以络病理论为指导的学术营销模式	2
图 2: 各终端药品 2010 年收入占比	4
图 3: 各级医疗机构 2010 年病床使用率	4
图 4: 公司主要产品基层市场销售占比还较少	4
图 5: 公司营销体系构架	5
图 6: 公司分产品收入占比	7
图 7: 公司分产品毛利占比	7
图 8: 连花清瘟收入将逐渐恢复到正常水平	12
图 9: 公司新药开发流程图	15
图 10: 工艺改善可有效提升公司产品毛利率	17

表格目录

表 1: 循证医学研究对中成药的推广有很好的支持作用	3
表 2: 公司正在进行的循证医学项目一览	3
表 3: 通心络胶囊及主要竞品对比	8
表 4: 心脑血管口服中成药在样本城市二三级医院销售占比	9
表 5: 通心络胶囊的适应症一览	9
表 6: 治疗心律失常的主要中成药一览	10
表 7: 心律失常西药常用药物	10
表 8: 慢性心衰主要治疗药物一览	11
表 9: 抗感冒中成药零售市场排名	12
表 10: 公司糖尿病及并发症领域产品	13
表 11: 公司肿瘤领域产品	14
表 12: 公司精神神经系统领域产品	14
表 13: 公司精神神经系统领域产品	14
表 14: 公司研发平台一览	15
表 15: 公司具有自主知识产权的产品一览	16
表 16: 公司研发投入一直处于较高水平	16
表 17: 公司分产品收入预测	18
附表 1: 以岭药业 (002603.SZ) 财务报表预测	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

黄国珍，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn