

以岭药业 (002603.SZ)

中药行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

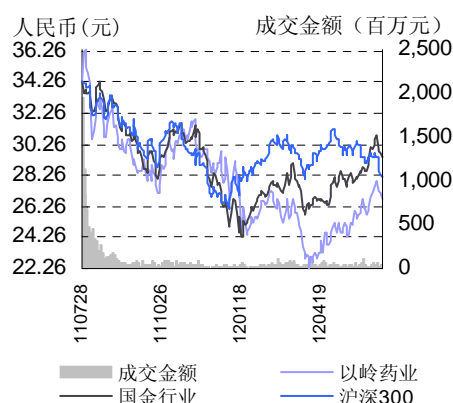
市价(人民币): 27.50 元

专注络病理论, 多领域放光彩;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	84.50
总市值(百万元)	14,773.85
年内股价最高最低(元)	36.37/22.26
沪深 300 指数	2454.92
中小板指数	4460.52



相关报告

1. 《明星产品稳定增长, 成本下降明显》, 2012.4.25

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

叶苏 联系人
(8621)60753906
yesu@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.940	1.170	0.976	1.178	1.426
每股净资产(元)	3.03	8.71	9.85	11.25	12.97
每股经营性现金流(元)	0.83	-0.96	3.36	1.54	1.88
市盈率(倍)	N/A	32.81	28.17	23.34	19.28
行业优化市盈率(倍)	54.88	33.60	32.39	32.39	32.39
净利润增长率(%)	6.18%	43.89%	18.77%	20.72%	21.03%
净资产收益率(%)	28.92%	12.27%	12.88%	13.62%	14.29%
总股本(百万股)	360.00	425.00	552.50	552.50	552.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中医为体、西医为用的中药特色企业:** 通过发扬独特的中医学络病理论进行产品的研发和销售, 不仅销售产品, 而且将络病医学理论发扬光大并进行创新, 并以中医为体、西医为用的模式通过循证医学方法证实产品疗效, 独特的学术营销让公司占据市场优势。多个品种的循证医学还在进行中, 此前已经验证每一个产品对应病症的循证医学结果公布即带动该产品销量大幅上升;
- **独树一帜的络病理论研究带动产品研发:** 公司现在已经拥有优势突出的 9 个专利品种上市, 涵盖发病率高、用药量大的心脑血管、肿瘤、糖尿病等领域; 还有几十个络病创新理论开发的新药储备;
- **主导产品奠定销售基础, 后续替补产品带动增量销售:** 通心络销售已经近 10 亿, 占据该领域较大的市场份额; 5 亿元的大品种梯队正在形成中, 连花清瘟、参松养心和芪苈强心三个品种是公司未来的主力品种; 陆续上市的若干个新品将成为收入增长的力量;
- **基层市场放量值得期待:** 公司产品疗效显著, 价格适中; 目前的 80% 的销售主要集中在相对高端的三级医院, 随着需求的下沉, 公司也在逐步加强基层市场的渠道建设, 基层市场将是未来重要的增长点;

投资建议

- 我们认为公司是中药特色企业之一, 通过独特的络病理论创新进行研发和学术营销, 运用中医为体、西医为用模式开展循证医学验证产品疗效和拓展新适应症, 产品覆盖多个大病种, 新药储备丰富。目前主要的销售几种在一二线城市, 基层市场的拓展值得期待。

估值

- 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为 0.976 元、1.178 元和 1.426 元, 对应 2012 年 PE28 倍, 给予“增持”投资评级。

风险

- 中药材价格波动的风险。
- 药品降价的风险。
- 创新中药研发失败的风险。

内容目录

专注络病理论创新，发扬辨证施治的中药企业	4
甲流感冒药奠定收入高基数，收入和利润增速回升	4
心脑血管类药物是公司核心产品	5
循证医学再评价推动药品销售增长	6
中医理论博大精深，络病医学独放异彩	7
心脑血管用药市场空间大，三大产品笑傲江湖	8
通心络胶囊：“络以通为用”的明星产品	8
参松养心胶囊：心率失常快慢兼治	10
芪苈强心胶囊：治疗心力衰竭的潜力品种	10
基层市场的放量值得期待	11
络病施症，多领域齐发展	12
连花清瘟胶囊：定位于中药抗生素，前景可期	12
养正消积胶囊：肿瘤辅助用药	14
OTC 产品：八子补肾胶囊市场潜力大	14
研发实力雄厚，在研系列丰富	14
中药材价格稳中有降	15
盈利预测与投资建议	16
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：主要产品渗入五大领域	4
图表 2：甲流感冒药奠定高基数，收入增速放缓	5
图表 3：净利润增速放缓	5
图表 4：毛利率稳步提升	5
图表 5：心脑血管类药物是收入的主要来源	6
图表 6：通心络是心脑血管药物的重点产品	6
图表 7：循证医学再评价项目	6
图表 8：公司股权结构图	7
图表 9：心脑血管用药规模已经达到千亿	8
图表 10：心脑血管中成药用药增速快于西药	8
图表 11：通心络组方原理	9
图表 12：样本医院心血管中成药用药格局	10
图表 13：通心络市场份额在样本医院心脑血管口服中成药中居首位	10
图表 14：复方丹参滴丸在进入基层市场之后销售增长加快	11

图表 15: 心脑血管类主要口服中成药对比	12
图表 16: 中药类感冒药市场格局	13
图表 17: 全球主要地区糖尿病患者发展趋势	14
图表 18: 公司的研发投入位居行业的前列	15
图表 19: 多领域的在研产品群	15
图表 20: 公司主要产品的中药材成分	16
图表 21: 动物类中药材价格平稳有降	16
图表 22: 植物类中药材价格稳中有降	16
图表 23: 盈利预测拆分	17

专注络病理论创新，发扬辨证施治的中药企业

- 公司成立于 1994 年，由河北医药研究所下属黄帝制药厂变更而来，由中国工程院院士吴以岭一手创建，专注于络病理论的创新发展，以市场为导向，创立了“理论-科研-新药-生产-营销”五位一体的运营模式，并建立了以中医络病理论创新为指导的新药研发体系。
- 吴以岭院士极力推崇络病理论辨证施治的纲领，完善了现代“络病证治”体系，大力推动中药产业化。以络脉为依托，运用络病理论并结合西医学，公司研发了若干个现代中药，覆盖心脑血管疾病、肿瘤、呼吸系统、神经系统、糖尿病及其并发症五大重症疾病领域。

图表1：主要产品渗入五大领域

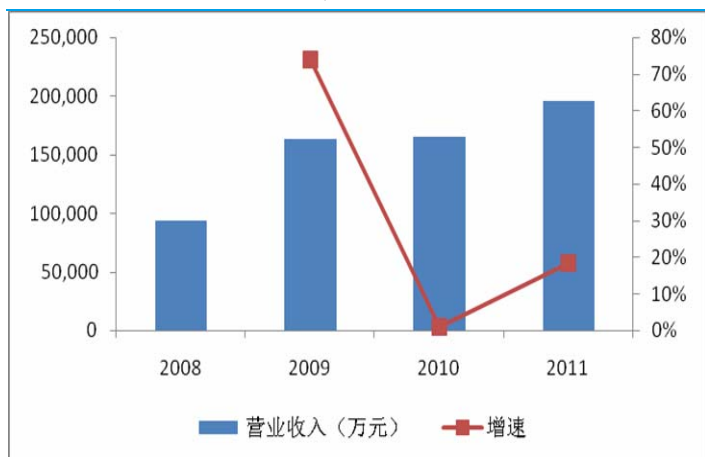
创新专利药					
产品线	医保情况	基药情况	产品线	医保情况	基药情况
心脑血管病系列			肿瘤系列		
通心络胶囊	甲类	基药目录	养正消积胶囊	乙类	NA
参松养心胶囊	甲类	16省基药	参灵蓝胶囊	NA	NA
芪苈强心胶囊	乙类	NA			
神经系统系列			呼吸系统系列		
枣椗安神口服液	NA	OTC	连花清瘟胶囊	乙类	15省基药
糖尿病系列			其他		
津力达颗粒	乙类	NA	八子补肾胶囊	NA	OTC

来源：公司资料 国金证券研究所

甲流感冒药奠定收入高基数，收入和利润增速回升

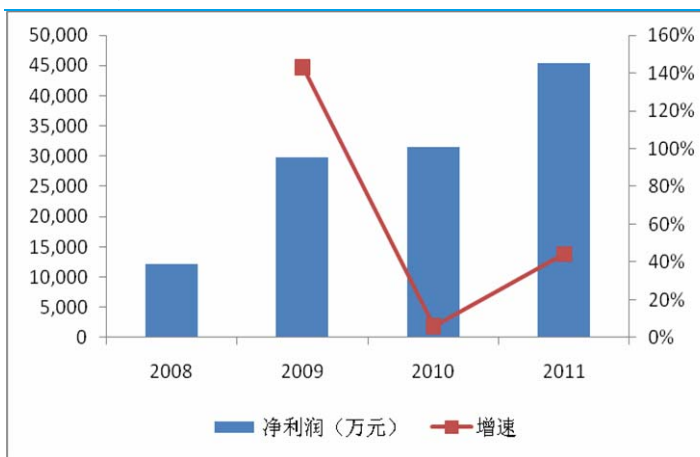
- 公司以心脑血管类和感冒类创新中药为先导，并不断加大肿瘤、糖尿病等领域的开发，以通心络、参松养心胶囊为主导的心脑血管疾病用药取得非常快速的增长。
- 2009 年因甲流爆发，公司治疗病毒性感冒的连花清瘟胶囊因良好的抗病毒效果获得了巨大的机遇，连花清瘟胶囊有效的抗击甲流、禽流感病毒、手足口等多种病毒为公司应对传染性公共卫生事件树立良好的形象，当年连花清瘟销售收入超过 5 亿，也确立了公司在抗感冒药领域的领先地位。
- 2010 年甲流消退之后销售恢复正常，整体收入增速放缓，2010 年公司实现销售收入 16.49 亿元，其中连花清瘟胶囊销售仅 7500 万元。2011 年连花清瘟胶囊在消化了前期的库存之后重新恢复增长，全年实现销售收入 3 亿元。
- 2011 年公司的多个产品销售取得快速增长，甲流事件性机会所带来的收入高基数影响逐步消退；加之上市之后借资本市场力量改善营销，公司回归 U 型增长的轨道，全年销售收入 19.53 亿，净利润 4.54 亿。2008-2011 年收入复合增长 27.64%，净利润复合增速 54.87%。

图表2: 甲流感冒药奠定高基数, 收入增速放缓



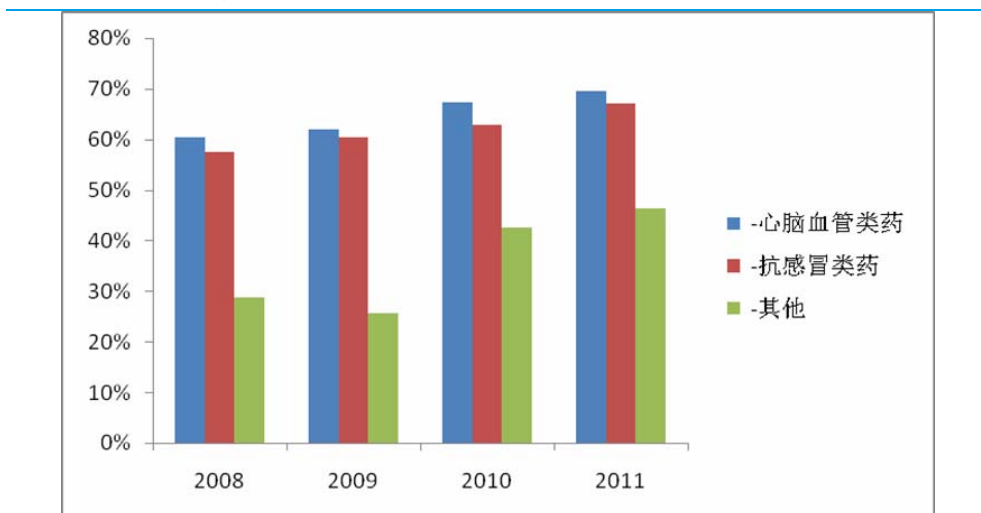
来源: 招股书 公司年报 国金证券研究所

图表3: 净利润增速放缓



- 公司产品毛利率呈现逐年上升的趋势。公司主要中药材原料价格相对平稳, 随着公司销售规模的扩大, 产品的生产进一步体现了规模经济, 毛利率稳中向上。

图表4: 毛利率稳步提升

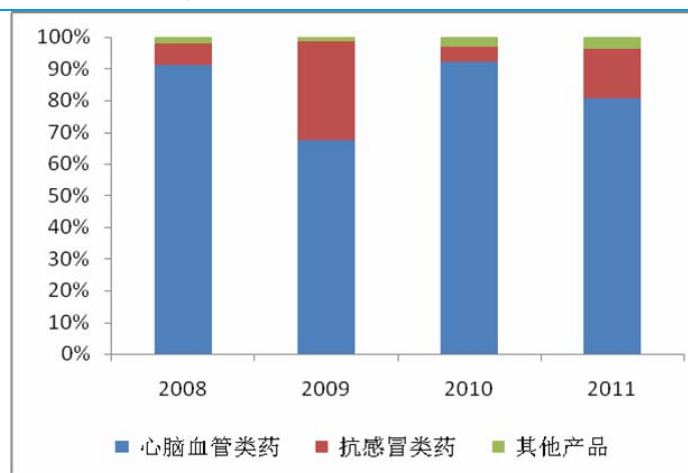


来源: 招股书 公司年报 国金证券研究所

心脑血管类药物是公司核心产品

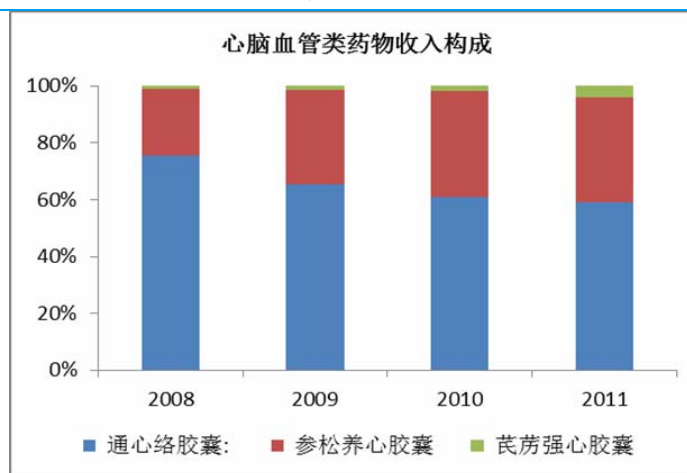
- 心脑血管药物是公司最核心的收入来源, 以通心络胶囊和参松养心胶囊为主。心脑血管药物毛利率也高于抗感冒药物和其他产品, 为公司贡献主要的利润。
 - 2011 年通心络胶囊全年销售额已经接近 10 亿, 成为心脑血管领域口服中成药的佼佼者。
 - 参松养心胶囊销售额 5.6 亿元, 在心脑血管口服中成药细分领域排名第六。
 - 芪苈强心胶囊则处于市场培育期, 治疗慢性心衰循证医学研究已经启动, 将为芪苈强心胶囊治疗慢性心衰提供权威的临床科学依据, 市场的扩张指日可待。

图表5：心脑血管类药物是收入的主要来源



来源：招股书 国金证券研究所

图表6：通心络是心脑血管药物的重点产品



循证医学再评价推动药品销售增长

- 循证医学是目前国际公认的评价药物临床疗效的标准，采用国际公认的循证医学方法及指标对其临床疗效进行客观评价，不仅使研究结果能被医学界普遍认可和接受，提升产品的品牌学术内涵，也能够推动市场销售的快速增加。
- 多个品种的循证医学还在进行中，此前已经验证每一个产品对应病症的循证医学结果公布即带动该产品销量大幅上升；我们认为，随着参松养心、芪苈强心、养正消积胶囊的循证医学再评价项目的陆续推进，能够带动公司这几个二线品种的销量的大幅增长。
 - 参松养心胶囊是经循证研究证实既能治疗室性早搏，防治阵发性房颤，又能治疗缓慢性心律失常，具有多离子通道阻滞与非离子通道干预的整合调节作用。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，同类竞争品种很少。参松养心胶囊的循证医学研究2008年启动，2009年公布结果，2009年、2010年度参松养心胶囊的销售收入分别较上年同期增长了85.50%和53.97%。
 - 莲花清瘟胶囊在2009年甲流期间由国内9家大型传染病医院、疾控中心联合开展循证医学研究，在流行性感冒方面验证了良好的疗效，当年销售额即达到5亿。甲流疫情结束后，2011年仍然取得了3亿的销售额，在感冒药领域占据一席之地。

图表7：循证医学再评价项目

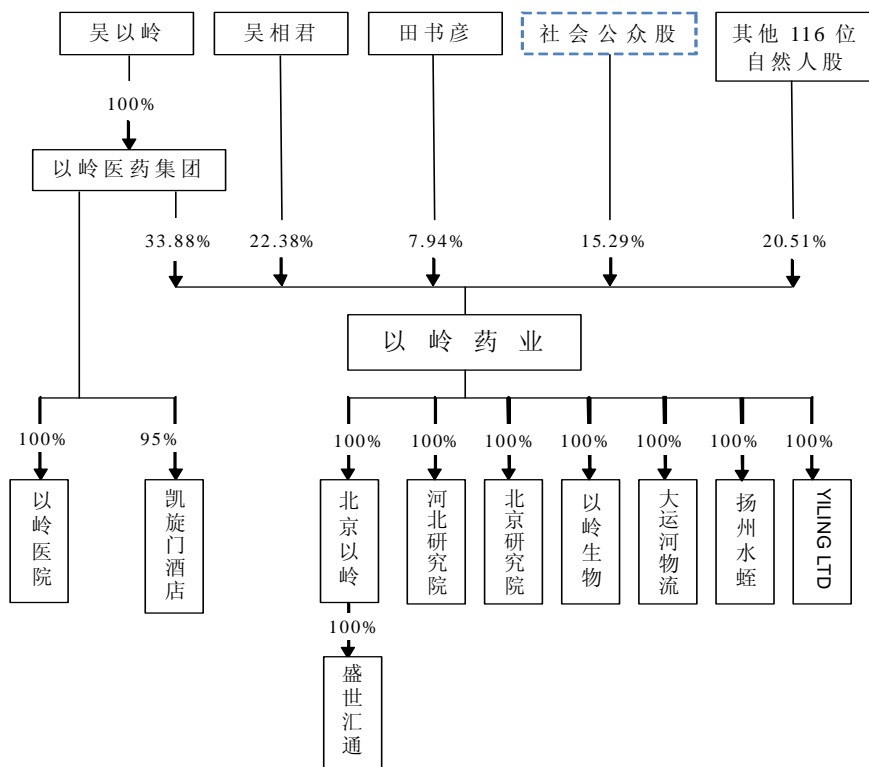
序号	产品	研究内容	预计完成时间
1	通心络胶囊	治疗急性脑梗死的循证医学研究	2013年
2	芪苈强心胶囊	对慢性心衰患者长期预后评价的循证医学研究	2012年
3	参松养心胶囊	治疗伴窦性心动过缓的室性早搏患者临床疗效的循证医学研究	2012年
4	养正消积胶囊	改善恶性肿瘤患者生活质量的循证医学研究	2012年

来源：公司资料 招股书 国金证券研究所

公司的股权结构集中，经营稳定

- 公司股权结构稳定，吴以岭通过以岭医药集团控制公司33.88%的股份，实际控制人是吴以岭、吴相君和吴瑞，吴氏家族合计持有公司58.77%股份，股权结构集中。

图表8: 公司股权结构图



来源：招股书 国金证券研究所

中医理论博大精深，络病医学独放异彩

- 络病学属于中医病理概念，并非一个独立的病种，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。
- 络病理论形成于先秦时期的《黄帝内经》，东汉张仲景《伤寒杂病论》奠定了络病临床证治的基础，清代叶天士提出“久病入络，久痛入络”的千古名言，明确指出各种慢性疾病最终发展到络病阶段，并运用通络治疗冠心病、心绞痛、中风、肿瘤等多种疑难杂症，络病学发展成为中医重要的病机理论。
- 由于“重经轻络”的历史原因，络病学没有像五脏六腑理论、脾肾学说等发展成为系统、完整的学术体系，也没有被临床医生熟练掌握和广泛运用。
- 吴以岭院士运用中医络病理论探讨心脑血管病的中医机理和治疗取得了突破性的进展，通心络胶囊研制成功并广泛运用于临床取得显著疗效，开创了不同于活血化瘀治疗的新途径；参松养心胶囊则显示出整合调节的特色优势，再次证明了络病学说的重大价值。
- 络病理论形成诸多成果。经众多科研院所数百名专家几年的合力攻关，络病理论在基础研究领域取得突破，临床研究疗效确切，指导应用影响广泛。2010 年国家 973 计划项目顺利通过验收，首次建立脉络学说，大大推动络病学学科分支的发展。
- 上个世纪 80 年代初以来，在吴以岭等学者的推动下，络病理论及临床应用研究取得了一系列成果，并荣获国家科学技术进步二等奖，初步建立络病证治体系，首次形成系统络病理论，成为近年来中医学学术领域的热点。吴以岭主编的《络病学》课程在全国 40 多个高等院校开

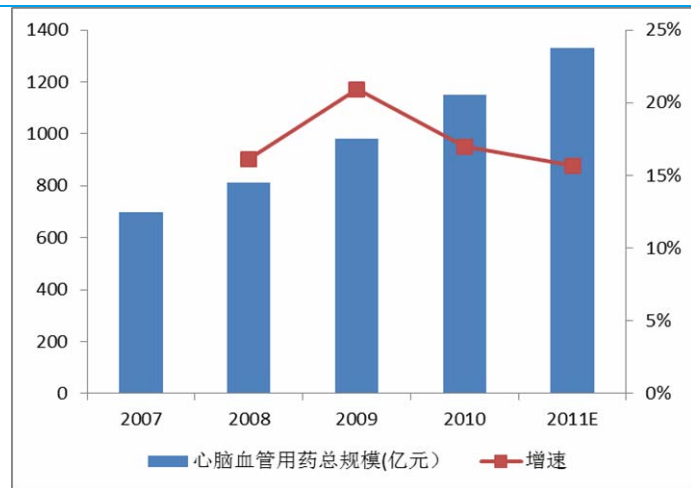
设，成为医生了解络病理论的指导专著；由人民卫生出版社出版的英文版《络病学》在新加坡中医学院开课，并全球 60 多个国家图书馆进行收藏，成为我国对外中医学术交流的代表。

- 2004 年中国中医药学会络病分会成立，是经中华中医药学会和民政部正式批准成立的我国第一个以络病理论研究为核心的全国性二级学会。随后全国 16 省相继成立络病专业委员会。自 2004 年以来，络病分会在全国举办了一系列的络病学术研讨会，每年参会人数多达数万人。
- 从 2005 年开始，一年一度的国际络病学大会顺利举行，历届国际络病学大会先后在韩国、国内的北京、南京、天津、广州、郑州多个城市举行，开展心脑血管、呼吸系统、内分泌系统、肿瘤等多个领域的中医学学术盛会，推动络病学科向现代化和国际化发展。2012 年第八届国际络病大会参会人数近 2000 人，包含众多国内著名院士专家、来自美国、韩国等地的学者，共同推进中医理论的发展。

心脑血管用药市场空间大，三大产品笑傲江湖

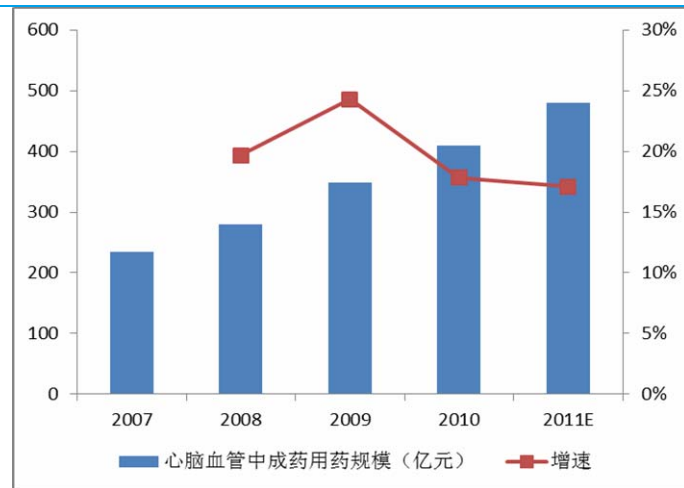
- 心脑血管药物在全球范围类是第一大药物，我国属于第二大类药物。我国民众心脑血管患病疾病呈现快速增长的趋势，国家有关部门的统计数据显示，1993 年到 2008 年心脑血管疾病患病人数年均增长 8.4%，经医生明确诊断为心脑血管疾病的患者达 1 亿多人。随着老龄化社会的推进，心脑血管疾病的患病率还在不断的上升，市场成长空间巨大。
- 心脑血管用药销售额已经达到千亿元，约占全国药品销售总额的 20%，2007-2009 年市场规模复合增速 18.55%。其中中成药用药约占整个市场的 35%，增长速度快于西药。

图表9：心脑血管用药规模已经达到千亿



来源：医药经济报 国金证券研究所

图表10：心脑血管中成药用药增速快于西药



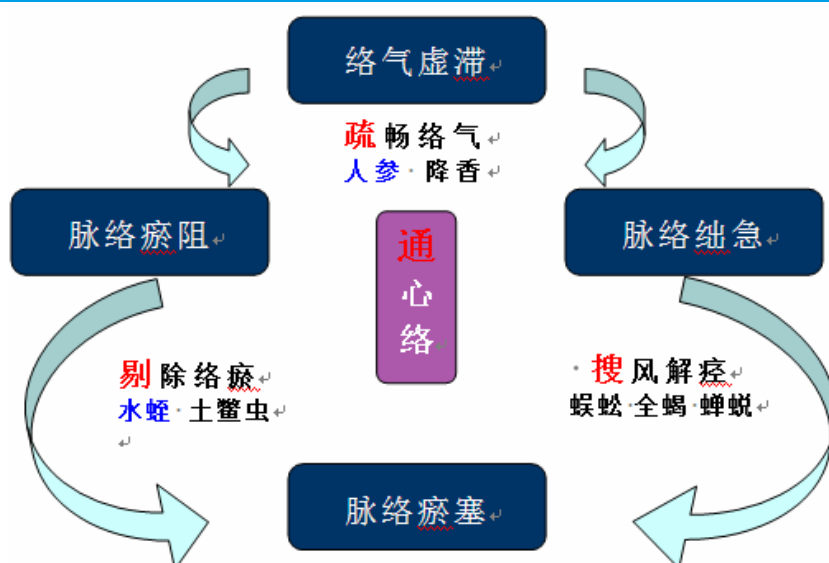
通心络胶囊：“络以通为用”的明星产品

- 依据络病学理论，“脉络-血管系统”是脉络系统的有机组成部分，中医定义的络病因所处部位不同而表现为心、脑、血管等不同疾病。络病中的络气郁滞、虚滞引起的脉络调节稳态异常是血管病变发生的基础，由此演变出各种动脉粥样硬化、血管痉挛、心肌梗死、脑梗死等等。
- 冠心病心绞痛已经成为严重危害人类健康的疾病之一，也位列于人类死亡原因前列，数据显示心绞痛病人每年死亡率是 4% 左右，8 年内将有 30% 的病人死亡。
- 通心络药物采用“搜剔疏通”的治疗理念，依据“络以通为用”的治疗原则，将辛味通络、虫药化淤、搜风通络、藤药通络、络虚通补等不同类别

的药物应用于血管病变，大大扩展了中医治疗血管病变的视野，在治疗冠心病心绞痛等方面开辟新的研究领域，并于 2000 年荣获国家科学技术进步二等奖。

- 通心络在生产工艺上进行技术革新，河北以岭医药研究院和清华大学合作，开展了一系列超微粉技术理论及其在中成药中的应用研究，项目被列入国家发改委“国家高新技术产业化示范工程”和国家科技部“十五”攻关计划，目前已获得 8 项国家专利，建立的虫类药超微粉碎粒度质控标准，已被批准为国家药品标准，研究成果“虫类药超微粉碎（微米）技术及应用”荣获 2007 年国家技术发明奖二等奖，为国内外众多中医药学专家所瞩目。
- 通心络采用人参、水蛭、全蝎、檀香、土鳖虫、蜈蚣、蝉蜕等几种虫类药经过加工制成，用于冠心病心绞痛属心气虚乏、血瘀络阻证。症见胸部憋闷，刺痛、绞痛，固定不移，心悸自汗，气短乏力，舌质紫暗或有瘀斑，脉细涩或结代。

图表11：通心络组方原理



来源：公司资料 国金证券研究所

- 临床疗效显著。通心络胶囊已经广泛运用于冠心病心绞痛、缺血性脑血管病、动脉粥样硬化脑供血不足、急性脑梗死等各类病症，临床疗效显著，甚至优于同类化学药品。
 - 药理学研究表明，通心络可明显改善犬急性心肌缺血程度，缩小心肌梗塞范围，增加冠脉血流量，改善心肌供血供氧，改善左室功能，同时对垂体后叶素所致大鼠冠脉痉挛性心肌缺血有明显的改善作用，对氯仿所致小鼠室性心律失常有明显的防治作用，并可明显降低高脂大鼠的血脂水平。
 - 多年的临床实践表明，通心络胶囊在改善血管内皮功能和稳定易损斑块、改善缺血区微血管超微结构、增加血管密度等方面具有显著效果，而且相比化学药几乎没有不良反应出现。
- 在样本医院所有心血管中成药用药统计中，中药注射剂仍然是主流的用 药，但通心络胶囊依然成为医院的重点产品。目前通心络全国销售额已经 接近 10 亿，在该领域占有较大的市场份额。
- 由于卓越的临床疗效，通心络胶囊成为样本医院心脑血管领域口服中成药 中销量最大的品种。虽然近三年来市场份额有所下降，但是还是占据口服 用药的首位，2010 年市场份额 8.7% 左右。

图表12：样本医院心血管中成药用药格局

心血管疾病用药	2010占比	2009占比	07年增速	08年增速	09年增速
银杏叶注射液	16.77%	15.60%	75.50%	16.60%	23.70%
丹红注射液	8.94%	8.41%	634.20%	94.50%	20.70%
银杏叶片	5.22%	5.83%	24.60%	11.40%	13.40%
参麦注射液	4.43%	5.20%	24.50%	2.40%	8.30%
通心络胶囊	3.91%	4.69%	24.90%	11.60%	0.90%
丹参川芎嗪注射液	3.64%	2.94%	996%	271.60%	142.20%
复方丹参滴丸	3.62%	3.89%	11.40%	5.40%	0%
银杏达莫注射液	3.42%	5.38%	85.90%	19.70%	0.80%
丹参酮A磺酸钠注射液	3.40%	3.52%	36.40%	8.00%	36.00%

来源：招股书 国金证券研究所

图表13：通心络市场份额在样本医院心脑血管口服中成药中居首位

序号	心脑血管口服中成药	2008	2009	2010年1-11月
1	通心络胶囊	12.10%	10.30%	8.70%
2	银杏叶片	9.30%	9.50%	8.30%
3	复方丹参滴丸	9.90%	8.30%	7.40%
4	脑心通胶囊	6.40%	6.80%	7.30%
5	复方血栓通胶囊	5.20%	5.60%	5.10%
6	参松养心胶囊	1.70%	3.60%	4.60%
7	稳心颗粒	3.40%	3.40%	4.10%
8	三七通舒胶囊	2.20%	3.20%	3.60%
	总计	52.20%	50.70%	49.10%

来源：招股书 国金证券研究所

参松养心胶囊：心率失常快慢兼治

- 参松养心胶囊是依据络病理论研制出来的专利新药，主要成分是人参、麦冬、山茱萸、丹参、炒酸枣仁、桑寄生、赤芍、土鳖虫、甘松、黄连、南五味子、龙骨等，具有益气养阴、活血通络的功效。
- 参松养心胶囊是我国第一个启动循证医学研究抗心律失常的中成药，经过大规模的临床研究证实，参松养心胶囊对快速心率失常、慢性心率失常、快慢综合症均有良好疗效，快慢兼治的显著性使得同类竞争产品很少。也验证了参松养心胶囊在抗心律市场作用方面优于心律平、美西律，与胺碘酮疗效无显著性差异，而且副作用更小，在治疗室早、房早、房颤等方面取得较好疗效。由于在我国首先开展了中药抗心律失常的循证医学研究，因此“参松养心胶囊治疗心律失常应用研究”获得 2009 年度国家科技进步二等奖。
- 参松养心胶囊是公司的第二大品种，年销售额接近 6 亿，样本医院心脑血管口服中成药市场份额排名第六，并且有不断上升的趋势。参松养心胶囊是未来有望与通心络齐名的重点产品，目前二级以上医院的渗透率并不高，随着后续循证医学再评价的推进，产品的认知将有望进一步提升。

芪苈强心胶囊：治疗心力衰竭的潜力品种

- 心力衰竭是各类心脏病的严重阶段，发病率高，5 年存活率与恶性肿瘤相仿。有关调查显示心力衰竭住院率只占同期心血管疾病的 20%，但死亡率却高达 40%。

- 芪苈强心胶囊是吴以岭根据络病理论，以气虚血瘀立法，采用益气温阳、祛瘀利水为治则所组成的方剂。用于治疗慢性收缩性心力衰竭，可以改善心功能，缓解临床症状，提高左心室射血分数，还能够利水消肿、保钾排钠，安全性好，有望成为慢性心力衰竭用药的重磅品种。
- 芪苈强心胶囊在研发阶段就被列为国家“863”重大专项、国家“十一五”支撑计划项目，临床研究表明在改善心衰症状、特别是抑制心室重构方面疗效显著。
- 芪苈强心胶囊上市 4 年，目前还处于非常新的品种，2011 年销售额近 4000 万。随着药品进入国家医保目录，伴随公司营销的深入和医保范围扩大，终端销售的放量指日可待。

基层市场的放量值得期待

- 通心络拥有优越的疗效和性价比。对比同类心脑血管口服中成药，经过多年的临床和市场考验，产品疗效已经被广泛验证；并且通心络产品的价格适中，与主要心脑血管口服中成药的价格差异不大。
- 公司目前的产品主要在相对高端的三级医院和一二线城市推广，我们认为，通心络等药品有良好的治疗效果，定价也适中，同样适合在基层医院进行推广，随着公司销售渠道的建设完备，基层市场的放量值得期待。
- 基层市场有助于公司产品的二次飞跃。例如天士力的复方丹参滴丸基层市场打开后产品销售实现翻番；2005 年以前复方丹参滴丸主要在城市进行销售，销售额一直稳定在 8-9 亿元。2006 年 3 月开始布局新农合市场，2007 年一季度即创出销售高峰，2009 年作为独家品种进入基药目录，覆盖了 1300 多个县，销售额达到 12 亿；2011 年覆盖了 2000 县，覆盖率达到 85%，销售额已经突破 16 亿。

图表14：复方丹参滴丸在进入基层市场之后销售增长加快



来源：天士力历年年报 国金证券研究所

图表15：心脑血管类主要口服中成药对比

心脑血管口服中成药	适应症	主要成分	用量	日均花费
通心络胶囊	益气活血，通络止痛。用于冠心病心绞痛证属气虚乏、血瘀络阻者。症见胸部憋闷，刺痛、绞痛，固定不移，心悸自汗，气短乏力，舌质紫暗或有瘀斑，脉细涩或结代。亦用于脑梗塞恢复期，证属中风中经络，气虚血瘀络阻型。症见半身不遂，偏身麻木，口舌歪斜，言语不利等症	人参、水蛭、全蝎、土鳖虫、蜈蚣、蝉蜕、赤芍、冰片等	口服，一次2~4粒，一日3次。四周为一疗程	6-12元
银杏叶片	活血化瘀通络。用于瘀血阻络引起的胸痛、心痛、中风、半身不遂、舌强语蹇；冠心病稳定型心绞痛、脑梗塞	银杏叶提取物	一次2片，一日3次	6元
复方丹参滴丸	活血化瘀、理气止痛，用于胸中憋闷、心绞痛	丹参、三七、冰片	一次10粒，一日三次，疗程28天	5元
脑心通胶囊	益气活血、化瘀通络。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。	黄芪、丹参、桃仁、红花、乳香、地龙、全蝎等十六味	一日3次，每次4粒	9元
复方血栓通胶囊	活血化瘀，益气养阴。用于治疗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、口干等症	三七、黄芪、丹参、玄参	一次3粒，一日3次	11元
参松养心胶囊	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	人参、麦冬、山茱萸、丹参、炒酸枣仁、桑寄生、赤芍、土鳖虫、甘松、黄连、南五味子、龙骨	一次4粒，一日3次	12元
稳心颗粒	主治气阴两虚兼心脉瘀阻所致的心悸不宁、气短乏力、头晕心悸、胸闷胸痛，适用于心律失常，室性早搏，房性早搏等	党参、黄精、三七、琥珀、甘松	一次1袋，一日3次。疗程4周	9元
三七通舒胶囊	活血化瘀，活络通脉，改善脑梗塞、脑缺血功能障碍，恢复缺血性脑代谢异常，抗血小板聚集，防止血栓形成，改善微循环，降低全血粘度，增强颈动脉血流量，主要用于心脑血管栓塞性疾病，主治中风、半身不遂、口舌歪斜、言语蹇涩、偏身麻木。	三七三醇皂苷	一次一粒，一日3次，4周为一个疗程	11元

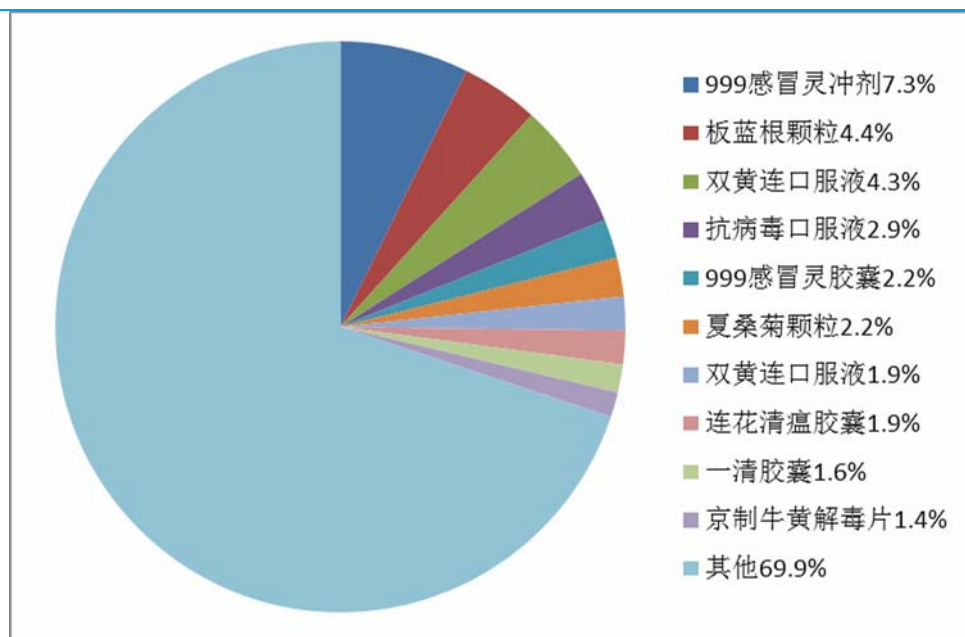
来源：海虹医药网 国金证券研究所

络病施症，多领域齐发展

连花清瘟胶囊：定位于中药抗生素，前景可期

- 感冒是一种常见病和多发病，几乎人人都会在不意间患上感冒，症状相对较轻时大多数患者采取自行购买的措施进行治疗，感冒药的 OTC 零售市场非常广阔。
 - 近年来流感频发和气候环境多变的各种因素，促进了感冒用药市场的发展。目前感冒药 OTC 总体市场规模已经达到 200 多亿，市场每年保持 15-20% 的增长。
 - OTC 感冒药整体市场集中度低，品牌竞争比较激烈，化学药类和中成药类各占半壁江山。公司的连花清瘟胶囊销售势头良好。

图表16: 中药类感冒药市场格局



来源: 南方所《中国非处方药行业发展蓝皮书》2010, 国金证券研究所

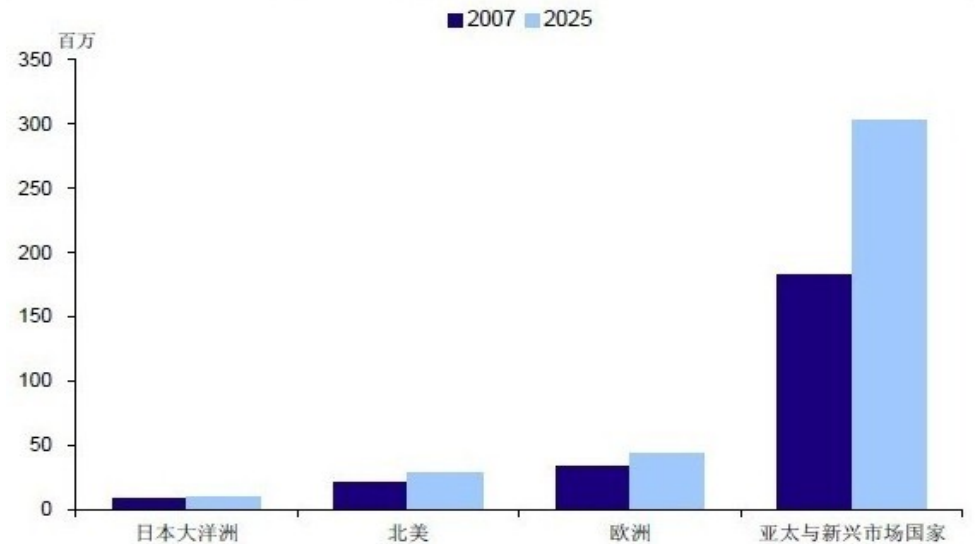
- 连花清瘟胶囊的卓越疗效已经被市场广泛验证, 可用于治疗普通感冒和流感, 具有广谱抗病毒的作用, 还可以抑制病毒感染后引起的细菌交叉感染, 增强人体免疫功能, 并具有退热抗炎、止咳化痰的作用。
- 2009 年甲类疫苗爆发期间, 因临床疗效优越和副作用小被卫生部列为《人感染甲型 H1N1 流感治疗方案》推荐用药, 市场占有率显著提升, 位列 2009-2010 年抗感冒中成药零售市场前 10 位, 当年销售额超过 5 亿。
- 2011 年连花清瘟胶囊被国家卫生部列为《流行性感冒诊断与治疗指南》推荐用药, 2012 年被国家中医药管理局列为《2012 年乙型流感中医药防治方案》推荐用药。“中药连花清瘟治疗流行性感冒研究”, 2011 年度荣获国家科技进步二等奖, 这是我国第一个获此荣誉治感冒抗流感的中成药。连花清瘟胶囊以它显著的疗效和独特的优势将在感冒药市场占有更大的份额。
- 2011 年, 公司针对 OTC 产品进行了多方位的改革, 平面媒体和电视媒体广告大面积铺开, 连花清瘟胶囊是公司 OTC 领域重点发展的品种, 上下联动取得了巨大的效果, 2011 年全年销售超过 3 亿, 在竞争异常激烈的抗感冒药领域取得一席之地。
- 我们认为, 由于我国对化药抗生素的消费过量, 国家也出台相应的抗菌药物管理办法限制化学类抗生素的使用, 中药抗生素迎来较好的发展时机, 连花清瘟胶囊的疗效已经被广泛验证, 发展前景可期, 有望成为公司未来重要的 OTC 大品种。

津力达颗粒: 糖尿病药物空间广

- 糖尿病是全球所面临的严峻挑战, 全球范围内发病率持续上升。美国平均每天有 4000 人诊断出患有糖尿病, 8% 的人受到糖尿病的威胁, 高于同期心血管疾病、中风和肿瘤引起的死亡率。
- 国际糖尿病联盟数据显示 2007 年全世界糖尿病患者人数为 2.46 亿, 每年 700 万新增患者, 2025 年糖尿病患病人数将达到 4 亿, 其中中国和印度占据绝大部分。《新英格兰医学杂志》提到目前中国糖尿病发病人数已经达到 9200 万人, 另有 1.48 亿糖尿病前期患者, 大大刷新了之前的所有统计。庞大的需求奠定了中国糖尿病药物市场高速增长的基础。

- 糖尿病的高发已经引起政府的高度重视，并将糖尿病列入新医改的重点领域，销售规模超过 100 亿，其中中药药物所占份额 20%左右，年增长率 14%。
- 公司新上市的津力达颗粒主要用于治疗 II 型糖尿病，在络病理论指导下用于调节 II 型糖尿病气阴两虚证，可明显降低血糖，改善糖耐量，改善胰岛素抵抗、调节血脂。我们认为，随着络病理论受到越来越多的关注和临床上表现出来的优异疗效，津力达颗粒的前景十分看好。

图表17：全球主要地区糖尿病患者发展趋势



来源：国际糖尿病联盟资料 国金证券研究所

养正消积胶囊：肿瘤辅助用药

- 恶性肿瘤已经成为我国第一大死因。每年新生肿瘤患者 200 多万人，其中恶性肿瘤占一半。我国抗肿瘤药物市场规模已经达到 400 亿元。
- 养正消积胶囊提出“散结通络”的理论，主要功效为健脾益肾、化痰解毒，可用于肿瘤的辅助治疗，改善患者的生存质量。以缓解症状、减轻痛苦、提高生活质量的为出发点，养正消积胶囊的适用人群非常庞大。

OTC 产品：八子补肾胶囊市场潜力大

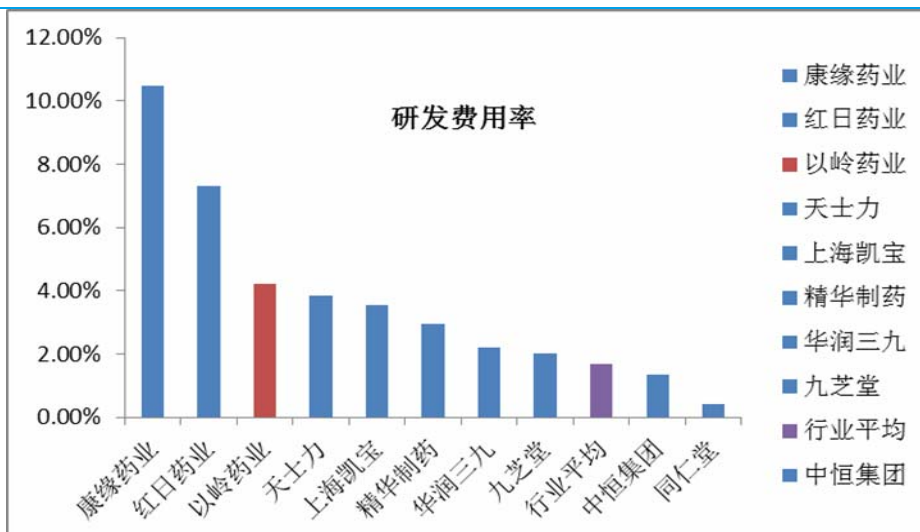
- 枣椹安神口服液主要用于神经衰弱、失眠、头晕等。中华医学会的调查显示我国睡眠质量不佳者超过 40%，2009 年镇静催眠药物市场规模达到 74 亿元，市场的扩展具有良好的基础。
- 八子补肾胶囊适用于肾阳不足所致的腰膝酸痛、头晕耳鸣、神疲健忘等。不同于六味地黄丸的滋阴补肾，八子补肾胶囊通补肾阴肾阳，重在补益肾精，适用人群更广。2009 年全国补肾药物零售规模达到 28 亿元，公司聘请一线明星张铁林代言产品，具有广阔的市场空间。

研发实力雄厚，在研系列丰富

- 公司下设有河北研究院、北京研究院从事药品的研发。公司的新药研发覆盖了感冒呼吸系统、神经系统、糖尿病系统、泌尿系统及其并发症等发病率高、用药人群广的重大疾病领域，各产品都为在络病理论指导下的创新专利中药。未来新药的推出将能不断的丰富公司的系列产品队伍，大大增强核心竞争力，树立络病领域的龙头地位。

- 公司牵头承担了国家“973”计划“络病理论指导血管病变防治基础研究”项目，先后多次承担国家“863”计划、国家科技部“十五”攻关、国家科技部“十一五”支撑、国家科技部重大新药创新专项、国家发改委重大专项、科技部国际科技合作计划、国家新药基金资助项目等国家级项目十余项。
- 公司的新药研发先后获得了国家科技进步二等奖 3 项、国家科学技术发明二等奖 1 项，多项省部级科技奖励，每年投入的研发费用高达数千万，研发技术人员 340 余人，历年研发支出均保持销售收入的 4% 左右，高于行业平均水平，行业研发平均投入不足 2%。

图表18: 公司的研发投入位居行业的前列



来源: WIND 国金证券研究所

图表19: 多领域的在研产品群

领域	产品	进度
呼吸系统系列	莲花定喘片	2期临床
	莲花急支片	2期临床
神经系统系列	解郁除烦胶囊	3期临床
糖尿病系列	周络通胶囊	报生产
	芪黄明目胶囊	报生产
泌尿系统系列	夏荔芪胶囊	报生产
	复方蝉花片	报临床
	柴岑通淋片	3期临床

来源: 公司资料 国金证券研究所

中药材价格稳中有降

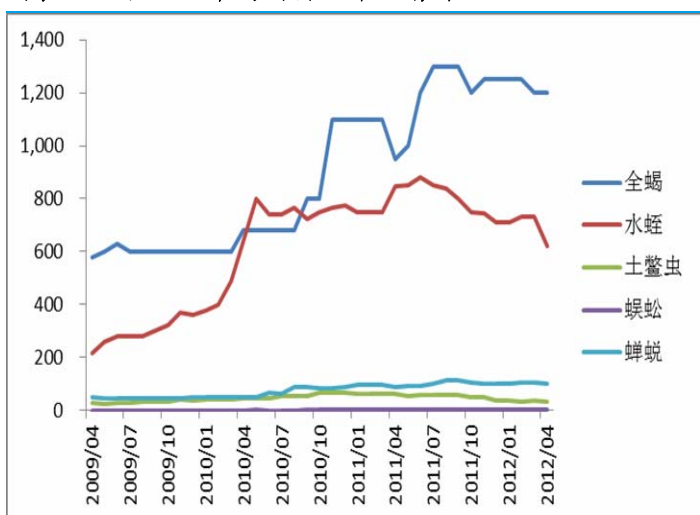
- 公司最主要的中药材原料为全蝎、水蛭、黄连、麦冬、金银花、连翘等。大多数动物类和植物类中药材经过 2011 年的价格上涨之后已经有所回落。如金银花、麦冬等价格下降显著，公司的成本压力不大。随着中药材价格的稳中有降，公司今年的综合毛利率水平仍有提升的空间。

图表20: 公司主要产品的中药材成分

通心络	人參、水蛭、全蝎、土鳖虫、蜈蚣、蝉蜕、赤芍、檀香、降香、乳香、酸枣仁、冰片
参松养心胶囊	人參、麦冬、山茱萸、丹參、炒酸枣仁、桑寄生、赤芍、土鳖虫、甘松、黄连、南五味子、龙骨
芪苈强心胶囊	黄芪、人參、附子、丹參、葶苈子、泽泻、玉竹、桂枝、红花、香加皮、陈皮
连花清瘟胶囊	连翘、金银花、炙麻黄、炒苦杏仁、石膏、板蓝根、绵马贯众、鱼腥草、广藿香、大黄、红景天、薄荷脑、甘草
养正消积胶囊	黄芪、女贞子、人參、莪术、灵芝、绞股蓝、炒白术、半枝莲、白花蛇舌草、茯苓、土鳖虫、鸡内金、蛇莓、白英、茵陈(绵茵陈)、徐长卿
八子补肾胶囊	菟丝子、枸杞子、五味子、蛇床子、金樱子、覆盆子、韭菜子、川楝子、淫羊藿、巴戟天、肉苁蓉、地黄、川牛膝、人參、鹿茸、海马

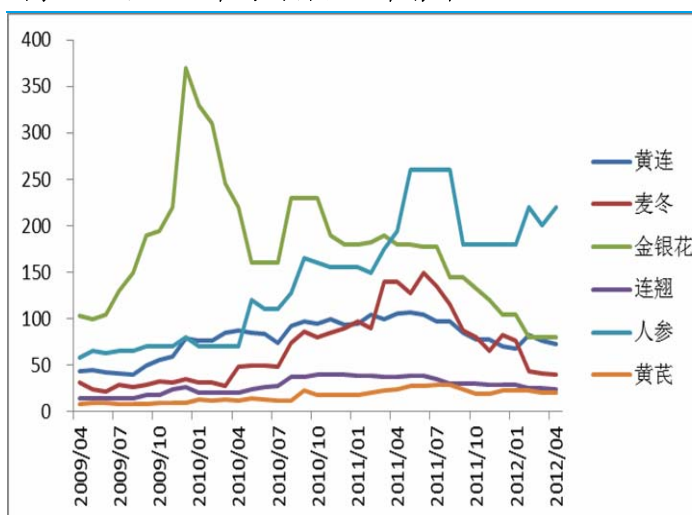
来源: 中国药典 公司资料 国金证券研究所

图表21: 动物类中药材价格平稳有降



来源: 中药材天地网 WIND 国金证券研究所

图表22: 植物类中药材价格稳中有降



盈利预测与投资建议

- 公司通过发扬独特的中医学络病理论进行产品的研发和销售, 不仅销售产品, 而且将络病医学理论发扬光大并进行创新, 并以中医为体、西药为用的模式通过循证医学方法证实产品疗效, 独特的学术营销让公司占据市场优势。多个品种的循证医学还在进行中, 此前已经验证每一个产品对应病症的循证医学结果公布即带动该产品销量大幅上升。
- 独树一帜的络病理论研究带动产品研发: 公司现在已经拥有优势突出的 9 个专利品种上市, 涵盖发病率高、用药量大的心脑血管、肿瘤、糖尿病等领域; 还有几十个络病创新理论开发的新药储备。
- 主导产品奠定销售基础, 后续替补产品带动增量销售: 通心络销售已经近 10 亿, 在该领域占有较大市场份额; 5 亿元的大品种梯队正在形成中, 连花清瘟、参松养心和芪苈强心三个品种是公司未来的主力品种; 陆续上市的若干个新品将成为收入增长的力量。
- 基层市场放量值得期待: 公司产品疗效显著, 价格适中; 目前的 80% 的销售主要集中在相对高端的三级医院, 随着需求的下沉, 公司也在逐步加强基层市场的渠道建设, 基层市场将是未来重要的增长点。
- 我们预测公司。2012-2014 年 EPS 为 0.976 元、1.178 元和 1.426 元, 对应 2012 年 PE28 倍, 给予“增持”投资评级。

图表23：盈利预测拆分

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
心脑血管	847	1097	1514	1575	1679	1937	2259
通心络	640	717	921	939	977	1124	1292
增长率				2%	4%	15%	15%
参松养心胶囊	198	366	564	598	646	723	832
增长率				6%	8%	12%	15%
芪苈强心	9	14	29	38	57	90	136
增长率				30%	50%	60%	50%
呼吸系统							
连花清瘟	66	506	75	303	424	594	802
增长率				304%	40%	40%	35%
其他专利药	25	30	60	55	110	235	330
养正消积胶囊				15	30	55	80
津力达				10	20	40	60
枣椗安神口服液				10	0	40	60
八子补肾				20	60	100	130
普药和制剂出口				20	30	45	60
收入合计	938	1633	1649	1953	2243	2811	3451
收入增速		74.09%	0.98%	18.43%	14.87%	25.30%	22.77%
毛利率	59.49%	60.97%	66.39%	68.37%	70.00%	72.00%	72.00%

来源：国金证券研究所

风险提示

- 中药材涨价的风险。公司原材料主要的构成为中药材，中药材的价格受到市场多方面因素的影响，价格波动将导致公司的产品成本发生变化。
- 药品降价的风险。公司的主导产品通心络胶囊进入国家基药目录和医保甲类目录，参松养心胶囊也进入医保甲类目录。进入医保目录的药品实施政府定价，药品降价的风险会影响企业的盈利水平。
- 创新中药的研发失败的风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,632	1,649	1,953	2,244	2,811	3,451
增长率		1.0%	18.4%	14.9%	25.3%	22.8%
主营业务成本	-637	-555	-618	-718	-928	-1,139
%销售收入	39.0%	33.6%	31.6%	32.0%	33.0%	33.0%
毛利	996	1,095	1,336	1,526	1,883	2,312
%销售收入	61.0%	66.4%	68.4%	68.0%	67.0%	67.0%
营业税金及附加	-20	-22	-26	-29	-37	-45
%销售收入	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-528	-571	-638	-731	-914	-1,111
%销售收入	32.4%	34.6%	32.7%	32.6%	32.5%	32.2%
管理费用	-102	-154	-183	-202	-239	-293
%销售收入	6.2%	9.3%	9.4%	9.0%	8.5%	8.5%
息税前利润（EBIT）	345	347	489	563	694	863
%销售收入	21.1%	21.0%	25.0%	25.1%	24.7%	25.0%
财务费用	-1	-6	6	36	33	24
%销售收入	0.1%	0.4%	-0.3%	-1.6%	-1.2%	-0.7%
资产减值损失	-4	5	-5	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	340	346	490	597	727	886
营业利润率	20.8%	21.0%	25.1%	26.6%	25.9%	25.7%
营业外收支	15	23	43	30	30	30
税前利润	354	369	533	627	757	916
利润率	21.7%	22.4%	27.3%	27.9%	26.9%	26.5%
所得税	-57	-54	-78	-88	-106	-128
所得税率	16.0%	14.6%	14.7%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	298	315	454	539	651	788
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	297	316	454	539	651	788
净利率	18.2%	19.1%	23.2%	24.0%	23.2%	22.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	298	315	454	539	651	788
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	38	44	65	84	97	107
非经营收益	2	-2	10	-12	-27	-27
营运资金变动	-19	-56	-936	818	-65	-68
经营活动现金净流	319	301	-407	1,429	657	801
资本开支	-211	-282	-178	-275	-329	-280
投资	0	-25	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-211	-307	-178	-276	-329	-280
股权募资	9	43	2,167	0	0	0
债权募资	-30	206	42	-304	0	1
其他	-2	-50	-64	-8	-59	-59
筹资活动现金净流	-23	200	2,146	-312	-59	-58
现金净流量	85	193	1,561	841	269	463

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	211	403	1,962	2,803	3,072	3,535
应收款项	379	197	617	344	431	529
存货	144	210	327	216	280	343
其他流动资产	195	83	277	110	141	173
流动资产	929	893	3,183	3,473	3,924	4,580
%总资产	61.5%	50.4%	75.3%	73.4%	72.1%	72.7%
长期投资	1	1	1	2	1	1
固定资产	486	623	764	1,003	1,279	1,495
%总资产	32.2%	35.2%	18.1%	21.2%	23.5%	23.7%
无形资产	91	247	267	250	237	225
非流动资产	581	878	1,043	1,256	1,519	1,723
%总资产	38.5%	49.6%	24.7%	26.6%	27.9%	27.3%
资产总计	1,509	1,771	4,225	4,729	5,443	6,303
短期借款	0	160	201	0	0	0
应付款项	514	196	118	285	362	444
其他流动负债	126	178	55	211	252	297
流动负债	641	534	374	497	614	741
长期贷款	0	46	47	47	47	48
其他长期负债	78	100	103	0	0	0
负债	719	680	524	544	661	789
普通股股东权益	788	1,091	3,702	4,186	4,781	5,514
少数股东权益	3	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,509	1,771	4,225	4,729	5,443	6,303

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	3.721	0.940	1.170	0.976	1.178	1.426
每股净资产	9.863	3.031	8.710	9.848	11.250	12.974
每股经营现金净流	3.984	0.833	-0.961	3.361	1.545	1.884
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	37.73%	28.92%	12.27%	12.88%	13.62%	14.29%
总资产收益率	19.69%	17.82%	10.75%	11.40%	11.96%	12.50%
投入资本收益率	36.52%	22.84%	10.55%	11.44%	12.37%	13.34%
增长率						
主营业务收入增长率	73.92%	1.04%	18.43%	14.87%	25.30%	22.77%
EBIT增长率	123.70%	0.63%	40.82%	15.18%	23.31%	24.26%
净利润增长率	143.36%	6.18%	43.89%	18.77%	20.72%	21.03%
总资产增长率	81.44%	17.34%	138.57%	11.92%	15.09%	15.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.8	37.1	32.9	33.0	33.0	33.0
存货周转天数	60.8	116.7	158.6	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	46.5	66.6	47.1	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	90.7	118.0	101.0	111.0	98.6	81.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.67%	-18.06%	-46.32%	-65.85%	-63.27%	-63.24%
EBIT利息保障倍数	322.7	56.2	-78.5	-15.6	-20.9	-35.9
资产负债率	47.63%	38.40%	12.40%	11.49%	12.15%	12.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	7	15
增持	0	0	0	6	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.43	1.41

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-04-25	增持	24.53	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B