



从循证医学角度看以岭， 国内先驱者、领导者

买入

——以岭药业（002603）深度研究报告——

内容摘要：

- 不同于市场观点。** 市场中认为络病学仅是营销手段。我们认为：络病理论源远流长，是中医药理论体系中的重要组成部分。运用络病理论开发出来的药品，其治疗疑难杂症的疗效得到充分肯定；同时市场中对循证医学的重要性认识不到位。我们认为：循证医学是在国际上西医中最为认可的药品再评价金标准，目前其是中药口服制剂成长为重磅产品的唯一途径。
- 循证医学是药品再评价的金标准。** 循证医学起源于西方国家的西医，循证医学是罗氏等跨国医药巨头成长的主要途径。现在很多国家都把循证医学做为医疗卫生决策的标准之一。我们认为：公司意识到循证医学的重要性，其重磅产品都是在循证医学的推动下成长起来。通心络、参松养心都是在循证医学的推动下成为心脑血管难得的中药口服制剂的大产品，未来2年公司将针对新产品、现有产品扩大适应症方面开展5个循证医学，历史证明：循证医学结果的公布将大幅刺激相关产品快速成长。
- 基药政策与循证医学结果公布刺激其产品快速增长。** 参松养心胶囊与连花清瘟胶囊很有可能进入新版基药目录，如果进入该目录将有利于其基层放量；通心络治疗颈动脉斑块、通心络治疗急性脑梗、参松养心治疗心功能不全伴室早搏、参松养心胶囊治疗窦缓伴早搏、养正消积提供肿瘤患者生活状态改善的循证医学结果的出台将加速相关的快速增长（今年芪苈强心胶囊循证医学结果的公布使其产品今年70%的增长，13年实现翻倍增长）。
- 估值分析与风险提示。** 我们预测：2012年、2013年、2014年的EPS分别为0.49元、0.71元、0.90元，对应PE分别为43X、29X、23X。其估值相对较为合理，但考虑到成长性，首次给予“买入”评级。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1649.3	1953.2	1562.6	2031.3	2478.2
增长率(%)	1.0%	18.4%	-20.0%	30.0%	22.0%
归属母公司股东净利润	315.6	454.1	268.6	377.0	486.9
增长率(%)	6.2%	43.9%	-40.9%	40.4%	29.1%
每股收益(EPS)	0.57	0.82	0.49	0.71	0.90
销售毛利率	66.4%	68.4%	66.0%	66.0%	65.5%
销售净利率	19.1%	23.2%	17.2%	19.4%	20.1%
市盈率(P/E)	---	---	43	29	23

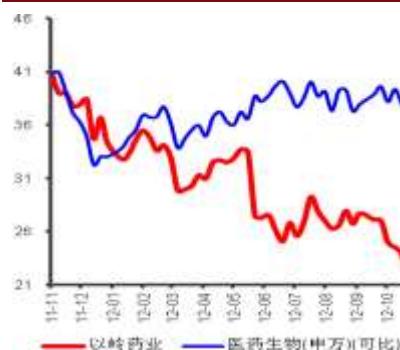
分析师

梁从勇
执业证号：S1250511110003
电话：010-57631180
邮箱：lcyong@swsc.com.cn

联系人

朱国广
电话：023-63812537
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(亿股)	5.53
流通A股(亿股)	0.85
52周内股价区间(元)	20-29.97
总市值(亿元)	117
总资产(亿元)	43.2
每股净资产(元)	6.91
当前价(元)	21.2
目标价	6个月 25 12个月 31

正文目录

1. 国内外循证医学概况.....	1
1.1 国外循证医学发展现状.....	1
1.2 中国循证医学发展现状.....	2
2. 临床医学模式转变-- 从经验医学到循证医学	3
3. 循证医学在国外应用与实践.....	4
4. 循证医学是西医医生相信中医的金标准	4
5. 心脑血管类产品循证医学的状况及其增速预测	5
5.1 通心络胶囊.....	6
5.2 参松养心胶囊.....	8
5.3 苓苈强心胶囊.....	10
6. 感染呼吸类产品循证医学状况及其增速预测	11
6.1 感染呼吸类市场概况.....	11
6.2 公司感染呼吸类产品概要.....	12
6.3 连花清瘟胶囊抗病毒特性较为明显.....	12
6.4 连花清瘟胶囊增长点分析.....	13
7. 糖尿病类产品循证医学状况及其增速预测	14
7.1 全球糖尿病类市场概况.....	14
7.2 中国成为糖尿病第一大国，糖尿病类药品市场被国外企业垄断	14
7.3 公司糖尿病类药品系列.....	16
8. 抗肿瘤类产品循证医学状况及其增速预测	17
8.1 全球抗肿瘤市场概况.....	17
8.2 国内抗肿瘤市场概况.....	18
8.3 公司抗肿瘤类产品系.....	18
8.4 养正消积胶囊现状及增长点分析	18
9. 公司产业链不断向上游拓展，保障较高毛利率	19
10. 公司估值分析与风险提示	21
10.1 公司估值较为合理 & 13年恢复性增长较为确定	21
10.2 风险提示	21

插图目录

图 1: 基础研究向应用性研究的转换过程	2
图 2: 循证医学实践图	2
图 3: 循证医学的应用	4
图 4: 以岭药业循证医学概况	5
图 5: 06-11 年心脑血管类样本医院销售规模及增长率	5
图 6: 11 年心血管类市场份额	5
图 7: 通心络胶囊销售终端分布	7
图 8: 11 年心血管类终端市场份额	7
图 9: 基层市场对复方丹参滴丸贡献时间周期	8
图 10: 通心络胶囊销售额预测及增长率	8
图 11: 参松养心胶囊销售额预测及增长率	9
图 12: 茂房强心胶囊销售额预测及增长率	11
图 13: 连花清瘟胶囊广谱抗病毒	13
图 14: 连花清瘟胶囊有效抑菌	13
图 15: 连花清瘟胶囊销售额预测及增长率	13
图 16: 全球糖尿病患者人数	14
图 17: 全球糖尿病药物市场规模	14
图 18: 全球药品市场销售额	14
图 19: 我国糖尿病发病率变化	15
图 20: 糖尿病、糖尿病前期在城市与农村的变化情况	15
图 21: 国内糖尿病市场规模及增长率	15
图 22: 国内糖尿病药品市场竞争格局	15
图 23: 2010 年全球肿瘤市场销售额及增长率	17
图 24: 2010 年全球抗肿瘤销售额排名前十的药品	17
图 25: 2010 年样本医院各类别药物销售增长率比较	18
图 26: 2003-2010 年中国抗肿瘤药物销售规模及增长率	18
图 27: 养正消积胶囊销售额预测及增长率	19
图 28: 公司产品成本构成	19
图 29: 成本中的直接材料构成	19
图 30: 近 3 年水蛭价格走势	20
图 31: 酸枣仁亳州市市场价格 (95 货 山东, 日)	20
图 32: 香加皮成都市市场价格 (统 山西, 旬) 日、元/公斤	20
图 33: 全蝎亳州市市场价格 (清水 西北, 日) 元/公斤	20
图 34: 柴胡成都市市场价格 (统根 甘肃, 日), 元/公斤	20
图 35: 全蝎亳州市市场价格 (清水 西北, 日) 元/公斤	20
图 36: 公司 PE-Band	22
图 37: 公司 PB-Band	22

表格目录

表 1: 循证医学发展渊源	1
表 2: 循证医学发展经历三阶段	2
表 3: 经验医学阶段与循证医学阶段	3
表 4: 循证医学在国际上的应用与实践	4
表 5: 心血管类产品系列	6
表 6: 通心络胶囊与复方丹参滴丸效果学术观点比较	6
表 7: 化药领域中治疗心律失常常用药物分类	8
表 8: 心力衰竭常用药分类	10
表 9: 感染药类市场占有率状况	11
表 10: 公司感染呼吸类产品系列概况	12
表 11: 连花清瘟胶囊产品特性	12
表 12: 国内糖尿病用药市场分类	16
表 13: 全球糖尿病药物市场规模	16
表 14: 公司抗肿瘤产线系列	18
表 15: 核心产品预测表	21
表 16: 报表预测 (单位:百万元):	22

1. 国内外循证医学概况

循证医学（Evidence-based Medicine, EBM）即遵循证据的医学，是国际临床领域近年来迅速发展起来的一种新的医学模式。其核心思想是：任何医疗决策的确定都应基于客观的临床科学研究依据；任何临床的诊治决策，必须建立在当前最好的研究证据与临床专业知识和患者的价值相结合的基础上。这是 David Sackett 教授对于循证医学的定义。这句话定义了临床医学的新模式，强调最佳证据、专业知识和经验、患者需求三者的结合，并且指出三者缺一不可，相辅相成，共同构成循证思维的主体。

1.1 国外循证医学发展现状

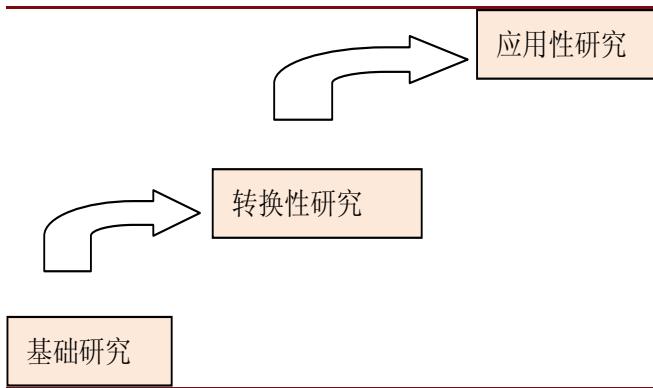
1.1.1 循证医学发展渊源

表 1：循证医学发展渊源

时间	姓名	国别	具体相关内容
公元前 460 年	希波克拉底	希腊	将观察性研究首次引入医学领域
1747 年	Lind	英国	首次治疗坏血病的对照试验，试验橘子、柠檬及其他干预的疗效
1816 年	Alexander Hamilton	英国	首次报道爱丁堡的一项大型对照试验，评价放血疗法的效果
1898 年	Fibiger	丹麦	通过半随机对照试验，验证血清治疗白喉的效果
1904 年	Pearson	--	接种肠热病疫苗与生存率之间的相关关系的研究，开创了将多个研究资料合并进行统计学分析的先例
1907 年	Gold Berger	--	鉴定伤寒菌尿症的文献中，制定特定标准选择、提取分析的资料以及统计学分析，成为 Meta-分析的雏形
1948 年	官方组织	英国	开展了世界上第一个临床随机对照试验(RCT)，肯定了链霉素治疗肺结核的疗效
1982 年	Thomas C Chalmers	瑞典	提出累计性 Meta-分析概念，即将每一项新的随机试验结果，累加到已知的针对某病某干预措施的随机临床试验 Meta-分析结果中
1987 年	Cochrane	英国	根据妊娠与分娩的 RCT 结果撰写的系统评价，成为 RCT 和系统评价真正的里程碑，同时指出其他专业也应遵循这种方法
1992 年底	官方组织	英国	国家卫生服务中心成立英国 Cochrane 中心，旨在促进和协调医疗保健方面 RCT 系统评价的生产和保存，以便依据最好的科学进展和研究结果服务于临床医疗、卫生管理和高层决策
1996 年	王家良	中国	中国循证医学/Cochrane 中心正式成立，出版了由王家良教授主编的中国第一部循证医学专著

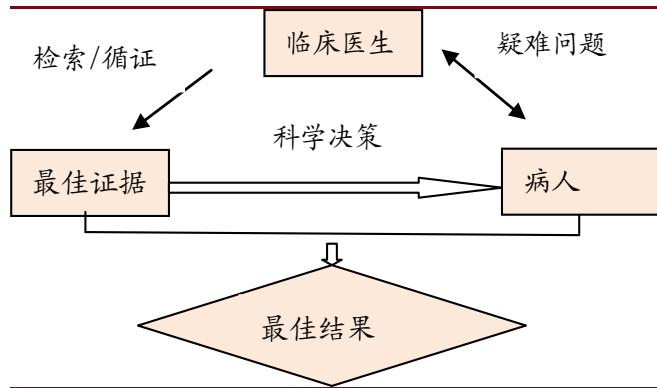
数据来源：西南证券研究发展中心整理

图 1：基础研究向应用性研究的转换过程



数据来源：西南证券研究发展中心整理

图 2：循证医学实践图



数据来源：西南证券研究发展中心

1.1.2 循证医学发展阶段

近年来，临床研究与实践进入了一个全新的时代，临床医学模式发生了巨大转变，即从经验医学到循证医学。循证医学是近年兴起的一门学科，是医学治疗学的决策指南和发展方向。总之，循证医学要求临床实践应以科学证据为指导，进行科学治病和客观研究。循证医学发展主要经历以下几个阶段。

表 2：循证医学发展经历三阶段

阶段	时间	具体相关内容
第一阶段	始于 1992 年	由加拿大人首先提出循证医学概念，当时是完全针对“如何评价临床多因性疾病及其综合性治疗的疗效”而提出。循证医学提出之初，非常强调对 RCT 的系统评价。但时至今日人们发现，大样本多中心 RCT 数量很少，而且有些情况下根本不可能做 RCT。此外，临床研究中存在着大量设有对照组的临床试验（CCT）。基于这样的现实，循证医学专家们正在研究怎样把 CCT 中的有效成分拿出来的方法学并予以权重。循证医学原来仅着眼于临床治疗，现在已逐渐扩展到诊断、中医药、外科和基础研究等各个领域。
第二阶段	20 世纪 90 年代中后期(1996 年-1998 年)	英国人运用循证医学理念、方法和证据进行政府决策，解决公共卫生、公共产品、公共服务和公共体系中的问题，提出了循证卫生保健的概念，将高级别证据用于社区人群和大众。
第三阶段	2000 年~中国 Cochrane 中心成立	中国 Cochrane 中心主任李幼平教授，根据循证医学的哲学理念，将其外延到各个需要证据决策的领域中，提出广义循证观，并定义广义的循证观三要素为：①凡事都要循证决策；②要与时俱进，根据新出现的高级别证据不断补充和完善现有评价；③后效评价，止于至善。2003 年该概念首次在 Cochrane 年会上提出，即被全世界循证医学同行认可。

数据来源：西南证券研究发展中心整理

1.2 中国循证医学发展现状

中国的循证医学尚处于起步阶段。从 20 世纪 80 年代起，我国连续派出数批临床医师到加拿大、美国、澳大利亚学习临床流行病学，有多名医师跟随 Dr. Sackett 查房，学习如何用流行病观点解决临床问题（循证医学的雏形），并在上海医科大学和华西医科大学分别建立了临床流行病培训中心，逐步开展相关工作。国内循证医学相关事迹如下：

- 1996 年，上海医科大学中山医院王吉耀教授在《临床》杂志上，发表了我国第一篇关于循证医学文章“循证医学的临床实践”；
- 1997 年，四川大学华西医院神经内科医生刘鸣教授，在 Cochrane 图书馆发表第一篇 Cochrane 系统评价“循证医学最好的证据”；
- 1996 年四川大学华西医院(原华西医科大学附属第一医院)引进循证医学和 Cochrane 系统评价，创建了中国循证医学/Cochrane 中心，1997 年 7 月获卫生部正式批准；
- 1999 年 3 月正式注册成为国际 Cochrane 协作网的第 14 个成员国之一，也是中国和亚洲的第一个中心。作为国际 Cochrane 协作网的成员之一和中国与国际协作网的唯一接口，该中心的主要任务是：建立中国循证医学临床试验资料库，为中国和世界各国提供中国的临床研究信息；开展系统评价、随机对照试验、卫生技术评估，以及循证医学有关的方法学研究，为临床实践和政府的卫生决策提供可靠依据；提供循证医学方法与技术培训，传播循证医学学术思想，推动循证医学在中国的发展。
- 2000 年 11 月，在广州成立广东省循证医学科技中心。目前国内已有 60 余种医学杂志发表循证医学文章。循证医学专著、循证医学普及读物、循证医学杂志、循证医学信息、循证医学网页等传播载体相继出台，为中国的循证医学迅速发展起到了重要的推动作用。

2. 临床医学模式转变—从经验医学到循证医学

临床医学经历了两个阶段即：经验医学阶段与循证医学阶段，这两阶段的差异主要体现以下几点：

表 3：经验医学阶段与循证医学阶段

	经验医学	循证医学
分水岭时间	上世纪 80 年代以前	上世纪 80 年代以后
临床诊断标准	临床实践大多以经验和推论为基础，即根据某一药物对某些临床指标的作用（不包含预后指标），如血压、血液动力学、血液生化指标、室性早搏或非持续性室性心动过速等的变化来推论其对疾病的治疗作用。	临床试验主要关注和评价的是一些预后指标，包括总病死率、心脑血管的重要事件（如 AMI、脑卒中、猝死、心力衰竭恶化加重而住院或需心脏移植等）、对生活质量的影响，以及卫生经济学的指标。
样本数量	临床疗效观察，仅需一个或少数几个中心，观察病例几十至几百名病人，在数周至数月内即可完成，即收集数据不系统、不全面。	大样本、双盲试验，样本较为系统、全面。
证据来源	动物实验、实验研究、零散临床研究、过时教科书。	临床研究
判效指标	中间指标	终点指标
诊断依据	基础研究	最佳临床证据研究
医疗模式	疾病/卫生为中心	患者为中心
病人对决策的影响	病人不参与决策	病人参与决策

数据来源：西南证券研究发展中心整理

3. 循证医学在国外应用与实践

近年来，随着国际循证医学运动的迅速发展，各国政府对循证医学支持的力度也越来越大。在美国有三个 Cochrane 中心加入了为全世界提供临床研究依据，使循证医学成为现实的国际 Cochrane 协作网。于 1997 年底，在联邦政府的支持下，由卫生保健政策研究所(AHCPR) 组织建立了 12 个循证实践中心(evidence based practice center)，其中一个在加拿大。其目的是对国家面临的重大医疗保健问题提供科学的答案。目前大约有 30% 以上的美国大学开设了循证医学课程。循证医学在其它发达国家医学也较为活跃，其在其它发达国家的实践如下表。

图 3：循证医学的应用

- 循证医疗 (Evidence-based health care)
- 循证决策 (Evidence-based decision-making)
- 循证外科 (Evidence-based surgery)
- 循证内科 (Evidence-based internal)
- 循证妇产科 (Evidence- based Gynaecology & obstetrics)
- 循证儿科 (Evidence-based pediatrics)
- 循证护理 (Evidence-based nursing)

数据来源：西南证券研究发展中心

表 4：循证医学在国际上的应用与实践

序号	国别	循证医学在世界主要国家的应用与实践
1	美国	美国的国立卫生研究所和卫生决策研究所利用循证医学决策；循证医学成为美国治疗指南的制定依据；美国 30%以上的大学开设 EBM 课程。
2	英国	英国的国家医学研究会利用循证医学决策；英国有关中风病房的循证医学影响了英格兰地区的卫生政策；循证医学结果帮助制定了防治骨质疏松的国家指南；制定了医疗保险政策。
3	澳大利亚	澳大利亚的国立卫生研究会利用循证医学决策；利用循证医学结果制定了晚期乳癌的治疗指南。
4	荷兰	在荷兰，循证医学成为治疗指南的制定依据。
5	丹麦	丹麦根据循证医学结果取消了对孕妇进行常规超声波检查的规定，节约了大量人、物和财力。
6	印度	印度利用循证医学建立了防治失明的国家项目评价标准。
7	加拿大	根据 CSR 结果修订了原定降低中风治疗费用，裁减医护人员的计划。

数据来源：西南证券研究发展中心

4. 循证医学是西医医生相信中医的金标准

循证医学是国际上公认的药品再评价的金标准，主要体现以下几点：

- **循证医学再评价是药品研究体系的重要组成部分。**根据药品的研发销售过程，药品研究体系可分为上市前研究和上市后再评价研究。上市后再评价研究是对已批准的药品在社会人群中的疗效、不良反应、用药方案及药物经济学等方面进行科学评价和估计，补充完善药品上市前评价的不足；
- **循证医学再评价是推动药品销售增长的重要策略。**药品的市场推广不同于一般产品，实现其市场销售不断增长需要借助持续深入的科学研究中产生的证据支撑。循证医学是目

前评价药物临床疗效的金标准。公司产品在前期研究中取得了丰硕成果，显示出良好的应用前景，但亟需通过循证医学研究对其临床疗效进行客观评价；

- 循证医学再评价是提升药品学术品牌内涵的重要途径。公司开展的循证医学研究内容均为国际医学界关注的热点和难点领域，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，同时受关注的热点与难点问题往往是西医治疗疗效欠佳或缺乏有效治疗药物的领域，更易于将产品的学术优势转化为市场优势，推动其市场销售的迅速增长。

总结。循证医学不仅是药品研究体系的重要组成部分，更是药品提升其学术品牌及推动其销售增长的主要途径。以岭药业是国内循证医学的起跑者、领导者、领先者，其与循证医学相关的部署具体如下。

图 4：以岭药业循证医学概况

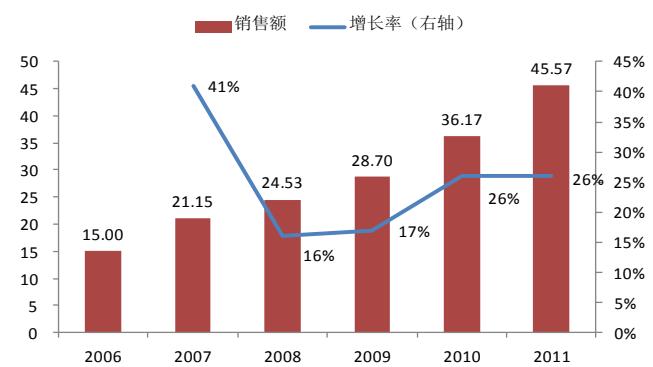
通心络治疗急性心梗 219 例临床研究 杨跃进 教授	参松养心胶囊治疗心律失常临床研究 曹克将 杨新春 教授	芪苈强心胶囊治疗慢性心衰 512 例 高润霖院士 张伯礼院士	连花清瘟胶囊治疗甲型 H1N1 临床研究 段钟平 院士
通心络治疗颈动脉斑块 1200 例临床研究 张运 教授	参松养心胶囊治疗心功能不全伴室早搏 460 例 黄从新 教授	参松养心胶囊治疗窦缓伴早搏 330 例 曹克将 教授	养正消积胶囊提高肿瘤患者生活质量研究 于金明 教授

数据来源：西南证券研究发展中心。注释：红色的边框为已经完成的循证医学，黑色边框为未完成的循证医学。

5. 心脑血管类产品循证医学的状况及其增速预测

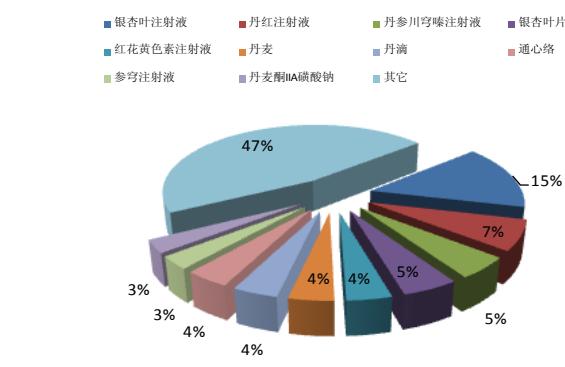
根据南方所数据显示，06-11 年样本医院心脑血管类复方增长率约 25.6%。但从剂型看，市场份额比较靠前的是中药注射液（如银杏叶注射液、丹红、血塞通等），口服剂型比较靠前的是银杏叶片、丹滴、通心络胶囊、银杏叶胶囊、参松养心胶囊、稳心颗粒、振元胶囊等。

图 5：06-11 年心脑血管类样本医院销售规模及增长率



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

图 6：11 年心血管类市场份额



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

公司以络病理论为指导开发出心脑血管类系列独家产品。首先开发的通心络胶囊锁定心血管类冠心病、心绞痛；然后根据冠心病的并发症心律不齐研发出参松养心胶囊；最后冠心病发展到最后将发展到慢性心衰，从而开发出芪苈强心胶囊。

表 5：心血管类产品系列

药品名称	适应症	医保类别	11 年销售规模	中标价	发改委规定最高零售价	日均经费
通心络胶囊	治疗冠心病心绞痛	国家医保甲类	约 9.6 亿	2010、8 月安徽招标价：26.6 元、北京招标价：27.47 元（0.26g, 30 粒/盒）	33.4 元	6 元
参松养心胶囊	治疗冠心病室性早搏	国家医保甲类	约 6 亿	上海招标价：25.83；北京招标价 26.02（400mg × 36 粒）	31.5 元	5 元
芪苈强心胶囊	用于冠心病、高血压病所致轻、中度充血性心力衰竭	国家医保乙类	约 0.6 亿	--	--	14 元

数据来源：西南证券研究发展中心

中药心血管药物多靶点、多效用的特点对于慢性心血管疾病的治疗具有特色，很多研究表明中药同时具有改善血流、舒张血管、抗凝抗血小板、调节血脂等化学药物单一成分不可能同时具有的特点，加上在我国良好的群众基础，近年样本医院呈现高增长的局面。

5.1 通心络胶囊

5.1.1 通心络胶囊与复方丹参滴丸的比较

通心络是公司最早上市的独家品种，其组方形成于 80 年代初期。根据“搜剔疏通”规律制定治法方药，后经不断优化最终以成药上市（国药准字 Z19980015），通心络为“络脉-血管系统病”代表方，主要用于缺血性心脑血管病的治疗。复方丹参滴丸在心血管领域口服剂型中销售规模最大（11 年约 16 亿），通心络胶囊与复方丹参滴丸疗效比较。

结论：通心络胶囊能显著地调节血脂作用，防止动脉硬化；其调脂作用较复方丹参滴丸显著；通心络胶囊和复方丹参滴丸治疗心绞痛的疗效均显著好于硝酸异山梨酯片，且有较弱的证据表明通心络胶囊的疗效优于复方丹参滴丸；通心络胶囊治疗冠心病心绞痛的疗效及安全性均优于复方丹参片。

表 6：通心络胶囊与复方丹参滴丸效果学术观点比较

序号	篇名	文章来源机构	时间	通心络胶囊与复方丹参滴丸的疗效比较
1	复方丹参滴丸与通心络治疗心绞痛的疗效比较	汕头大学医学院第一附属医院药剂科	2008-12-31	治疗 4 周后，两组药物均能显著地改善血液流变学各项指标，缓解病情，但复方滴丸对血脂三项（TC、TG、HDL-C）无明显变化（P>0.05）；通心络除能显著改善血液流变学各项指标外还能调节血脂水平（P<0.05）。结论：通心络胶囊能显著地调节血脂作用，防止动脉硬化；其调脂作用较复方丹参滴丸显著。提示通心络胶囊除能用于一般的冠心病治疗外，更适合应用于伴有高脂血症的冠心病患者。

2 通心络胶囊与丹参滴丸治疗冠心病心绞痛间接比较的系统评价 中国澳门特别行政区 澳门大学中华医药研究院 2011-8-25

3 比较通心络胶囊与复方丹参片治疗冠心病心绞痛有效性及安全性的系统评价 吉林大学第一医院二部心血管内科 2012-1-18

通心络胶囊对比消心痛的总体疗效 OR 为 3.66 [95%CI (2.67, 5.02)]，复方丹参滴丸对比消心痛的总体疗效 OR 为 2.38 [95%CI (1.90, 2.99)]。两者总体疗效 OR 有显著差别 ($W=521.5, P=0.04945$)。统计分析未发现可显著影响结果稳定性的因素。复方丹参滴丸和通心络胶囊不良事件发生率分别为 2.37% 和 2.11%。结论虽然纳入 RCT 的质量不高，但通心络胶囊和复方丹参滴丸治疗心绞痛的疗效均显著好于硝酸异山梨酯片，且有较弱的证据表明通心络胶囊的疗效优于复方丹参滴丸。

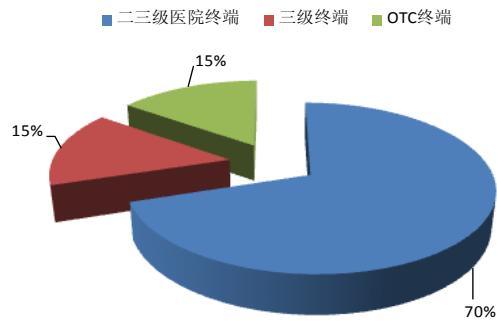
结果初检出文献共 196 篇，经筛选最终纳入 15 篇关于通心络胶囊对比复方丹参片治疗冠心病心绞痛的随机对照研究。心绞痛疗效：通心络组优于复方丹参片组 [$x^2=9.01, 95\%CI (4.75, 8.71), Z=12.03, P<0.01$]；心电图疗效：通心络组优于复方丹参片组 [$x^2=19.97, 95\%CI (2.88, 4.66), Z=10.54, p<0.01$]。结论通心络胶囊治疗冠心病心绞痛的疗效及安全性均优于复方丹参片。

数据来源：西南证券研究发展中心

5.1.2 通心络胶囊销售渠道现状

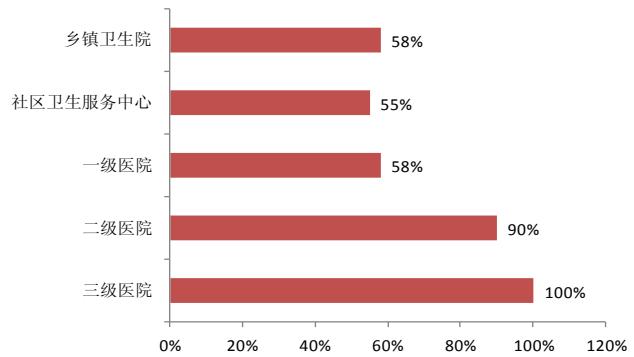
从市场角度看，通心络主要集中于三级和二级医院的心内科，其市场份额达到瓶颈，样本医院增速低于 10%。我们估算通心络在城市医院、基层（县乡）、OTC 的销售比例大约是 7: 1.5: 1.5，而复方丹参滴丸大约是各占 1/3。因此，该产品增长空间在于开发新市场，即基层市场。

图 7：通心络胶囊销售终端分布



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

图 8：11 年心血管类终端市场份额



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

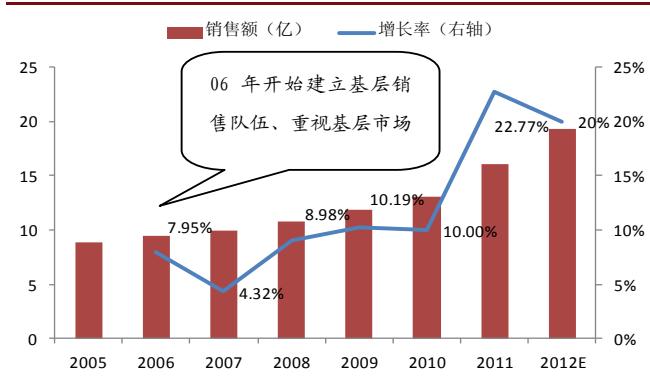
5.1.3 通心络增长点分析

➤ 治疗急性脑梗死的循证医学数据的出炉将加速其快速销售。药品的市场推广不同于一般产品，实现其市场营销不断增长需要借助持续深入的科学研究所产生的证据支撑。循证医学是目前评价药物临床疗效的金标准。在 09 年公布急性心梗死循证医学数据后，次年出现 28% 的高增长，显示出良好的应用前景。13 年 3、4 季度公布治疗急性脑梗、治疗颈动脉斑块的循证医学数据后扩大其适应症（其中通心络胶囊治疗脑梗死的适应症针对缺血卒中后的血管和神经保护，该结果出来后其将向神经内科拓展），将有望大幅刺激 13

年、14 年增长。

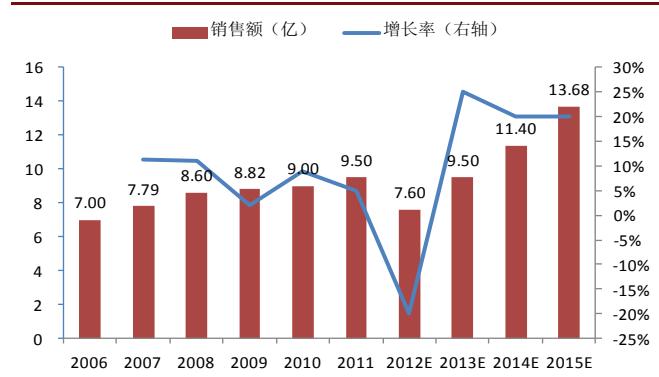
- 突破基层市场的短板，分享基药政策蛋糕。通心络虽为全国基药，但因 11 年前公司销售没有下沉到基层，通心络作为基本药物在基层市场销售量非常有限，主要是因为公司对基层市场的重视程度有关，但公司 11 年大力度推行渠道下沉，11 年基层市场销售占公司收入的约 20%，取得不错效果。我们认为：公司进攻基层市场的模式可以参考复方丹参滴丸。丹滴 06 年开始实行销售渠道的下沉抢占基层市场，到丹滴 11 年的二次增长需要 5 年时间。主要原因是国家 09 年才开始大规模推行基药政策。对于以岭药业，11 年开始公司建立 600 人的基层销售队伍，12 年 4 月已经覆盖 1500 个县，12 年年底有望覆盖 1800 个县。从而 13 年有望实现 15-18% 左右的增长。

图 9：基层市场对复方丹参滴丸贡献时间周期



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

图 10：通心络胶囊销售额预测及增长率



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

5.2 参松养心胶囊

5.2.1 心律失常药物概况

传统的心律失常治疗以化学药为主，由于心律失常的复杂性和心律失常药物作用的复杂性。化药不仅具有严重的心脏外毒性，而且有可能引发新的心律失常，甚至使原心律失常症状进一步恶化。一面是心律失常症状严重影响患者生活质量，一面是巨大的用药风险。用药还是不用药？心律失常的治疗者面临着哈姆雷特式的困境。

表 7：化药领域中治疗心律失常用药物分类

治疗心律失常的药物		主要药理机制	代表药品名称
第一类药物	膜抑制剂	有膜稳定作用能阻滞钠通道。抑制 0 相去极化速率，并延缓复极过程。	奎尼丁、美西律、恩卡胺、氟卡胺、乙吗胺等。
第二类药物	β 肾上腺素受体阻滞剂	β-受体阻断作用，而直接作用系细胞膜效应。具有与第一类药物相似的作用机理。	心得安、氨酰心安、美多心安、心得平、心得舒、心得静等
第三类药物	延长动作电位间期	通过肾上腺素能效应而起作用。具有延长动作电位间期和有效不应期的作用。	溴苄铵、乙胺碘呋酮
第四类药物	钙通道阻滞剂	通过阻断钙离子内流而对慢反应心肌电活动超抑制作用。	异搏定、硫氮卓酮、心可定等

第五类药物 洋地黄类药物

通过兴奋迷走神经而起作用的。

西地兰、毒毛旋花子甙 K+、地高辛等

数据来源：西南证券研究发展中心

中药治疗心律失常在疗效、安全性方面都好于化药，该领域中药主要有稳心颗粒与参松养心胶囊。参松养心于 2003 年上市，组方遵循络病理论按照，“络虚通补”原则确定参松养心组方。由于参松养心兼具多离子通道阻滞和调节自主神经改善传导的双重作用，所以对快速型和缓慢型心律失常均能发挥作用。作为我国第一个开展循证医学临床研究的中药抗心律失常药物，参松养心胶囊具有整合调节抗心律失常作用，它可以改善心肌供血，从而治疗心律失常的病理基础，通过调节心肌细胞自律性，改善心脏传导，调节心脏自主神经功能，改善心肌细胞代谢，发挥广谱抗心律失常作用。经过 1609 个病例 Meta 分析发现，参松养心胶囊引发心脏不良反应的发生率为 0%，是全面、有效、安全的心律失常治疗药物。

5.2.2 参松养心胶囊增长点分析

参松养心胶囊进入浙江、江苏、河南、河北、山东等 19 个省的地方基药目录，11 年销售额约 6.5 亿。12 年前 3 季度销售约 3 亿，全年同比下降约 18%。

- **循证医学结果出炉将引领其快速增长。**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，在 2008 年 9 月循证医学结果显示：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。其结论公布后次年增长 86%；参松养心治疗心功能不全伴室早搏、参松养心胶囊治疗窦缓伴早搏临床疗效的循证医学研究明年底将公布结果，该结果的公布将协助其突破 10 亿的销售规模。
- **参松养心胶囊进新基药概率较大，如果能进入将有利其在基层推广。**参松养心胶囊已经进入 19 个省的基药增补目录。09 年版基药近 307 种药物，无法满足实际医疗服务需求。现国家将扩大基本药物目录，药物品种很可能翻倍。年底或明年初新版基药目录很可能出台，如果参松养心胶囊进入新版基药目录将加速其基层市场推广。

图 11：参松养心胶囊销售额预测及增长率



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

5.3 茂房强心胶囊

5.3.1 心力衰竭用药市场概况

据统计普通人群患病率约为 1.0% ~ 2.0%，65 岁以上可达 6% ~ 10%。我国对 35 ~ 74 岁城乡居民共 15518 人随机抽样调查的结果：心衰患病率为 0.9%，按计算约有 400 万心衰患者，其中男性为 0.7%，女性为 1.0%，女性高于男性。

目前主流的心力衰竭治疗组合是 ACEI+beta 受体阻滞剂+利尿剂，其中 ACEI 类制剂作为内分泌抑制剂抑制血管紧张素转化酶，减少血管收缩，实现对心肌的保护；beta 受体阻滞剂可以抑制交感神经，减少心肌收缩；利尿剂可以降低液体潴留，迅速减轻症状。

表 8：心力衰竭常用药分类

治疗心律失常的药物		主要药理机制	代表药品名称
第一类药物	利尿剂	抑制肾小管特定部位钠或氯的重吸收，遏制心衰时的钠潴留，减少静脉回流和降低前负荷，从而减轻肺淤血，改善心功能，提高运动耐量	呋塞米、噻嗪类等
第二类药物	血管紧张素转换酶抑制剂	ACEI 是证实能降低心衰患者死亡率的第一类药物，也是循证医学证据积累最多的药物，美国慢性心力衰竭治疗指南认为，不管哪程度的 CHF，ACEI 都是治疗心力衰竭的基础药物	卡托普利、依那普利、赖诺普利、福辛普利等
第三类药物	β受体阻滞剂	一种很强的负性肌力药，以往一直被禁用于心衰的治疗。但是，在轻度心力衰竭中，β受体阻滞剂是很好的治疗剂，其有效性等同于 ACEI、ARB	酸美托洛尔、比索洛尔、卡维地洛等

数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

5.3.2 茂房强心胶囊现状

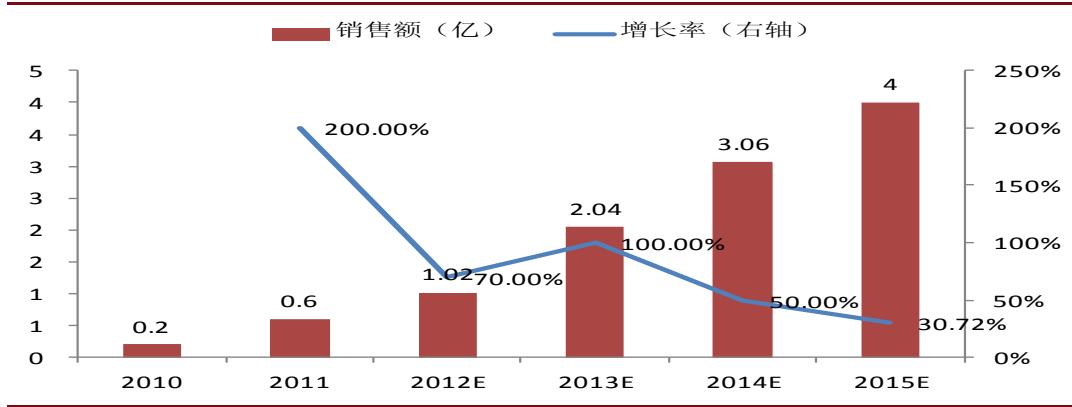
茂房强心胶囊是公司自主研发生产的专利创新中药，2004 年取得生产批号，2007 年开始进入市场。其属国家医保目录乙类品种，目前已进入 2 省市基本药物目录、14 省市新农合药物目录。其组方依据中医络病理论，同步调节人体“气+血+水”，与目前主流的心衰西医治疗机理实现完美对应，兼具 ACEI+beta 受体阻滞剂+利尿剂机理，体现了络病理论的科学之处。公司对新药获批后不是立即进行大规模市场推广而是首先攻克医保，其次做市场最为认可的循证医学，11 年销售近 6000 万。

5.3.3 茂房强心胶囊增长点分析

- **循证医学结果出炉将引领其快速增长。** 茂房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，循证医学研究是由高润霖院士、张伯礼院士、黄峻教授牵头，南京医科大学第一附属医院及中国医学科学院阜外心血管病医院为组长单位，联合国内 23 家综合三甲医院历时 15 个月完成的浩大工程，这是我国第一个运用循证医学证据评价慢性心衰疗效的中成药。循证医学研究结果显示，以岭药业茂房强心胶囊治疗组远远超过对照组。这表明茂房强心胶囊在逆转心衰进程，治疗心肌重构、改善患者预后等方面均有良好的治疗作用。有望促进该产品快速推广，成为临床中心衰的主流药物。茂房强心 11 年规模超过 6000 万，12 年销售额将突破 1 亿，13 年实现翻倍增长。

- 快速复制通心络胶囊与参松养心胶囊模式。芪苈强心胶囊是继通心络胶囊与参松养心胶囊的延续，现在看通心络与参松养心通过络病学、循证医学的学术推广模式是比较成功，我们有理由相信公司能够很容易的复制它们的模式取得不错的业绩。

图 12：芪苈强心胶囊销售额预测及增长率



数据来源：西南证券研究发展中心

6. 感染呼吸类产品循证医学状况及其增速预测

6.1 感染呼吸类市场概况

随着我国经济的高速发展，人民的生活水平显著提高以及大众健康意识的提高，就诊率和用药水平也稳步提升，这些都将带来我国感冒用药市场的稳步发展。预计我国感冒药市场容量未来几年仍将保持 10%以上的增长速度。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。

表 9：感染药类市场占有率状况

序号	药品名称	公司名称	2009年上半年	2009年下半年	2010年上半年
1	999 感冒灵颗粒	华润三九	3.34%	2.91%	2.86%
2	双黄连口服液	哈药集团三精制药	3.50%	3.50%	2.56%
3	抗病毒口服液	香雪制药	2.14%	4.01%	2.26%
4	清开灵软胶囊	神威制药	1.81%	2.48%	2.02%
5	连花清瘟胶囊	以岭药业	0.06%	0.22%	1.59%
6	藿香正气口服液	涪陵制药（太极集团）	1.11%	2.27%	1.58%
7	牛黄解毒片	同仁堂	0.07%	0.05%	1.42%
8	板蓝根颗粒	白云山	2.08%	2.04%	1.22%
9	感冒清热颗粒	同仁堂	1.97%	1.21%	1.14%

数据来源：南方医药经济研究所，西南证券研究发展中心

6.2 公司感染呼吸类产品概要

公司拥有的连花清瘟胶囊在感染类中药市场中具有较高的市场份额，同时公司也在积极储备相关产品（如下表）。我们认为：起初市场普遍认为，对于 OTC 类药品学术推广作用将不是很明显。事实证明并非如此，连花清瘟胶囊在学术的推动下快速成长。

表 10：公司感染呼吸类产品系列概况

序号	产品	适应症	研发进度	中标价	医保类型
1	连花清瘟胶囊	有感冒引起的发热或高热、恶寒、肌肉酸痛、鼻塞流涕、咳嗽、头痛、咽干咽痛、舌偏红、苔黄或黄腻等	已上市	0.35g*24规格的北京中标价 11.58 元/盒	国家医保乙类
2	莲花急支片	急性支气管炎	II 期临床		
3	连花定喘片	慢性支气管炎	II 期临床		

数据来源：南方医药经济研究所，西南证券研究发展中心

6.3 连花清瘟胶囊抗病毒特性较为明显

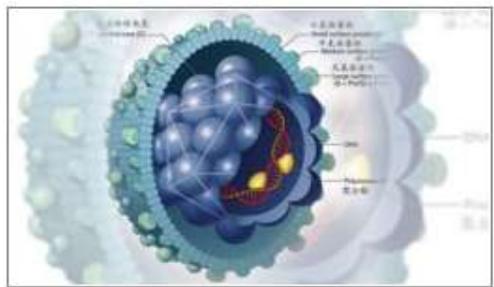
连花清瘟依据络病理论，对病毒性流感效果佳较好。同时国家权威实验室研究表明，连花清瘟胶囊具有广谱抗病毒作用，可以抑制杀灭包括流感病毒、副流感病毒、呼吸道合胞病毒、腺病毒、单纯疱疹病毒、SRAS 病毒，以及手足口病病毒在内的等多种流行病毒。

表 11：连花清瘟胶囊产品特性

序号	病毒名称	抗病毒机制
1	抗流感病毒和呼吸道常见病毒	连花清瘟胶囊对流感病毒甲 3 (A3)、副流感病毒 I 型 (HVJ)、呼吸道合胞病毒 (RSV)、腺病毒 3 型 (ADV3) 和 7 型 (ADV7)、单纯疱疹病毒 1 和 2 型 (HSV - 1, HSV - 2) 均显示出一定的抑制作用，对流感病毒甲 3 (A3)、副流感病毒 I 型 (HVJ)、呼吸道合胞病毒抑制作用强。每毫升含 0.1g-0.25g 生药的浓度范围内与禽流感病毒作用 10 分钟，对病毒的杀灭率可达 99.99%，有显著的杀病毒作用；在 0.5g-1g 生药的浓度范围内与禽流感病毒作用 10 分钟，对病毒的杀灭率可达到 100%，有完全杀病毒作用。
2	抗禽流感病毒	国家权威 P3 实验室在北京 SARS 流行期间从病人肺组织中分离出 SARS 病毒 BJ01 株和 Vero - E6 细胞研究体外抗病毒作用。结果表明，连花清瘟胶囊在 Vero - E6 细胞中对 SARS 病毒的抑制作用：抑制病毒的半数有效浓度 (IC50) 为 0.09mg/ml，对 SARS 病毒的治疗指数为 40.33；说明连花清瘟胶囊药物浓度大于 0.09mg/ml，可明显抑制 SARS 病毒。
3	抗 SARS 病毒	

数据来源：西南证券研究发展中心

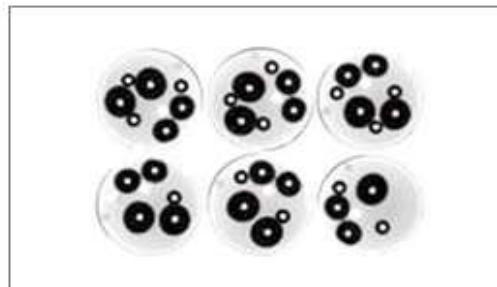
图 13: 连花清瘟胶囊广谱抗病毒



连花清瘟胶囊广谱抗病毒

数据来源：公告，西南证券研究发展中心

图 14: 连花清瘟胶囊有效抑菌



连花清瘟胶囊有效抑菌

数据来源：公告，西南证券研究发展中心

6.4 连花清瘟胶囊增长点分析

连花清瘟胶囊 12 年前 3 季度销售 2 亿，全年可能销售 3 亿与 11 年持平。其增长点如下：

- 假如连花清瘟胶囊进入基药后，将刺激该产品在基层市场的推广。连花清瘟胶囊入选卫生部《流行性感冒诊断与治疗指南》，受到国家高度重视，现为国家医保乙类。我们认为：基于当前连花清瘟胶囊的相关特性及公司的公关能力，其很可能进入新版基药目录。如果进入基药，其有望实现快速在基层市场放量。
- 疫情爆发或将再次引爆其快速增长。连花清瘟胶囊是目前唯一经循证医学研究评价证实治疗甲型 H1N1 流感疗效确切的中成药，众多研究均显示其在应对呼吸道病毒传染性公共卫生事件中具备特色优势，值得大力推广应用。我们认为：连花清瘟胶囊对抗禽流感、SARS 病毒具有确切的疗效，如果相关疫情再次爆发公司将是最受益者。

图 15: 连花清瘟胶囊销售额预测及增长率



数据来源：西南证券研究发展中心

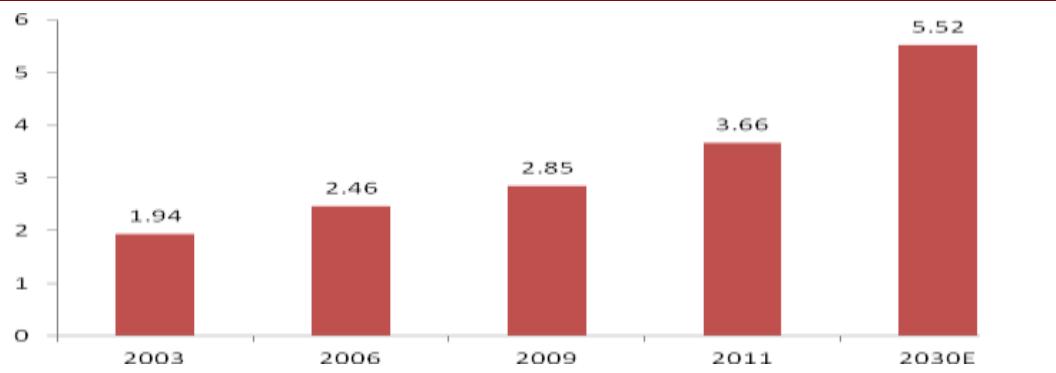
7. 糖尿病类产品循证医学状况及其增速预测

7.1 全球糖尿病类市场概况

全球糖尿病患者已达到 3.66 亿人，并预计 2030 年将达到 5.52 亿人，相当于每年增长近 1000 万人次，而且大约有 1.83 亿人不知自己患糖尿病。全球糖尿病患者从 2003 年的 1.94 亿人增加到 2011 年的 3.66 亿人，复合增长率达到了 8.26%。

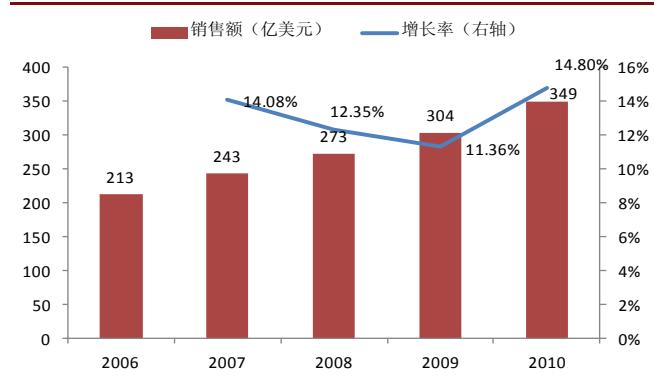
全球各地发病状况差异巨大，未来向发展中国家转移。由于人种及地区间的差异，世界各国糖尿病患病率和人数有很大差异。其中岛国及中东地区发病率显著高于其他地区。但是发病率和人数增加最快的是由穷到富急剧变化着的发展中国家。WHO 数据显示，2005 年近 80% 的糖尿病死亡病例发生在中低收入国家。同时 WHO 预测，至 2030 年发展中国家的 2 型糖尿病患者数可能占全球的 76%。特别是中国、印度、巴基斯坦等国家。

图 16：全球糖尿病患者人数



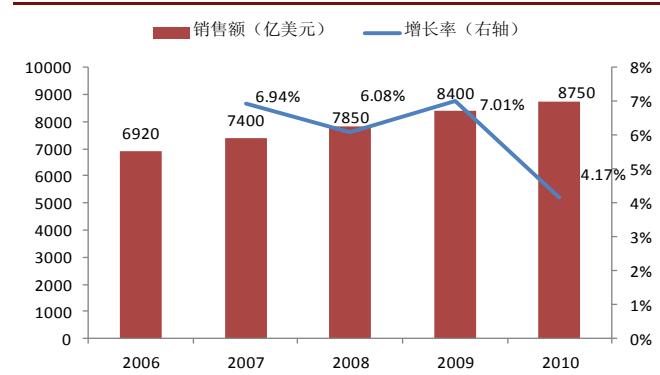
数据来源：西南证券研究发展中心

图 17：全球糖尿病药物市场规模



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

图 18：全球药品市场销售额



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

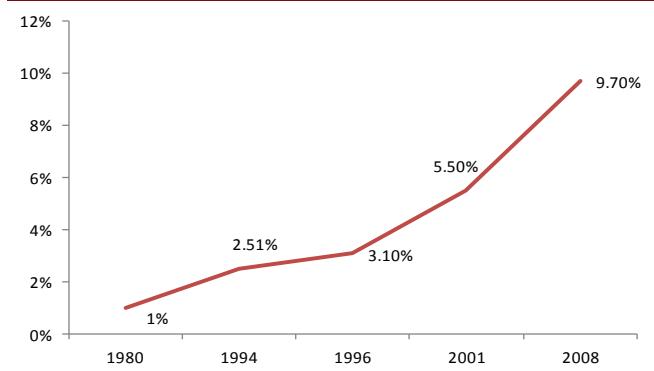
7.2 中国成为糖尿病第一大国，糖尿病类药品市场被国外企业垄断

据 CDS 的最新调查显示，我国糖尿病患者人数已达 9240 万，其中城市约 4930 万，农村约 4310 万，已是名副其实的糖尿病第一大国，且每年新增 120 万。估计我国 20 岁以上的成年人

糖尿病患病率为 9.7%，糖尿病前期患病率为 15.5%，相当于每 4 个成年人中就有 1 个高血糖状态者，更为严重的是我国 60.7% 的糖尿病患者未被诊断而无法及早进行有效的治疗。同时有 1.485 亿成年人处于糖尿病前期。

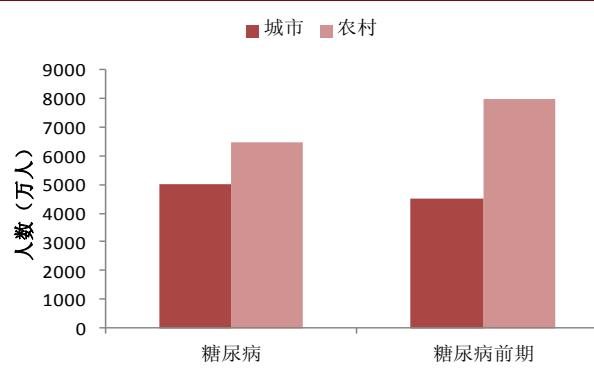
CDS 调查结果显示，我国居民糖尿病知晓率还很低，糖尿病的预防意识和诊治率低下，很多患者根本不知已患糖尿病。调查发现，城市的未诊断率为 52.5%，农村则高达 67.64%。而且农村患病人数已达到 4310 万，患病率为 8.2%，已非常接近城市患者的 4930 万。而且农村总体人口由于基数大，患病群体不容忽视，农村早期糖尿病已高达 8350 万。

图 19：我国糖尿病发病率变化



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

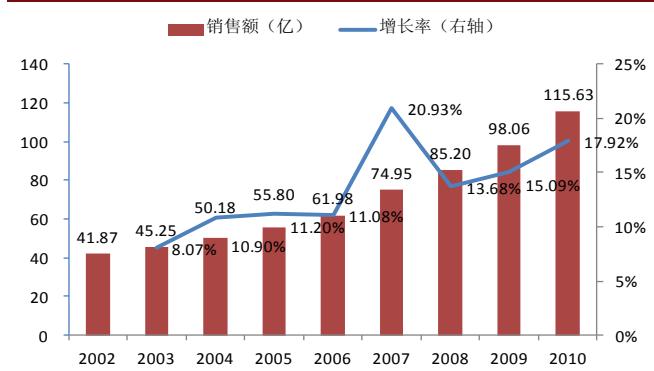
图 20：糖尿病、糖尿病前期在城市与农村的变化情况



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

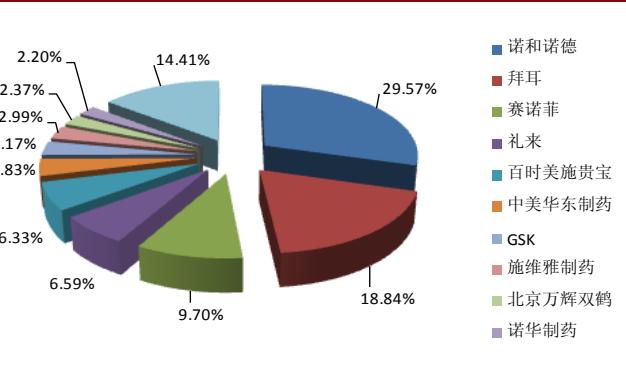
我国糖尿病药物市场与国际市场一样基本被几大外资巨头垄断，集中度非常高。2010 年市场份额排名前五位的均为外企，其中诺和诺德以 29.57% 的市场份额排名第一位，代表品种有胰岛素和瑞格列奈，且其市场份额逐年稳步增加；拜耳以 18.84% 的市场份额排名第二位，代表品种为阿卡波糖，其市场份额近年来有所下降；赛诺菲安万特以 9.70% 的市场份额排名于第三，代表品种为甘精胰岛素注射液，近年来市场增速较快；国内企业中只有中美华东制药和北京万辉双鹤药业挤进前十，分列第六和第九位。

图 21：国内糖尿病市场规模及增长率



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

图 22：国内糖尿病药品市场竞争格局



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

南方所样本医院数据显示，在口服类降糖药中， α -糖苷酶抑制剂和促胰岛素分泌剂占主导地位，两者市场份额不相上下，各占 37%。其次是双胍类和胰岛素增效剂，占分别占 13% 和 12%，其他类别只占 1%。

表 12：国内糖尿病用药市场分类

类别	代表药品	作用机制	医保类型
双胍类	二甲双胍、苯乙双胍	减少肝葡萄糖的输出，改善外周胰岛素抵抗而降低血糖。	口服常释剂型甲类，缓释剂型乙类
磺脲类	甲苯磺丁脲、格列齐特、格列喹酮、格列美脲	刺激胰岛 β 细胞分泌胰岛素，增加体内的胰岛素水平而降低血糖。	格列苯脲、格列吡嗪甲类；其他乙类
格列奈类	瑞格列奈、那格列奈、米格列奈钙	刺激胰岛素的早期分泌而降低餐后血糖。	乙类
噻唑烷二酮类	吡格列酮、罗格列酮	增加靶细胞对胰岛素作用的敏感性而降低血糖	乙类
α -糖苷酶抑制剂	艾塞那肽、利拉鲁肽	通过激动 GLP-1 受体而发挥降低血糖的作用。以葡萄糖浓度依赖的方式增强胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌，并能延缓胃排空，通过中枢性的食欲抑制来减少进食量。	乙类
GLP-1 类似物	艾塞那肽、利拉鲁肽	通过激动 GLP-1 受体而发挥降低血糖的作用。以葡萄糖浓度依赖的方式增强胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌，并能延缓胃排空，通过中枢性的食欲抑制来减少进食量。	艾塞那肽进入部分省份医保
DPP-IV 抑制剂	西他列汀、沙格列汀、维格列汀	通过抑制 DPP-4 而减少 GLP-1 在体内的失活，增加 GLP-1 在体内的水平。	未进
胰岛素类	动物胰岛素、重组人胰岛素、胰岛素类似物	外源胰岛素注入直接降低血糖浓度	动物胰岛素甲类、其他乙类
中药类	津力达颗粒、消渴丸、玉泉丸、金芪降糖片、参芪降糖片、糖脉康颗粒、降糖舒胶囊、糖尿乐胶囊	中药材中的多糖、皂苷、鞣质、黄酮及生物碱类等活性成分均具有显著降低血糖或明显改善糖尿病并发症的药理作用。	津力达颗粒、消渴丸乙类、玉泉丸甲类，其他乙类

数据来源：西南证券研究发展中心

7.3 公司糖尿病类药品系列

公司糖尿病领域已上市津力达颗粒，储备产品有周络通胶囊和芪黄明目胶囊，以上 3 个产品针对糖尿病和糖尿病不同的并发症，实现对糖尿病领域的全覆盖。津利达颗粒具保护恢复胰岛 β 细胞功能，改善胰岛素抵抗，调节糖脂代谢，改善临床症状的效果，治标与治本相结合。津力达颗粒虽然降糖效果良好，但是在西药主导糖尿病市场的格局下，很难在短期成为降糖主流产品。其 12 年前 3 季度销售额为 1400 万，公司规划未来 3 年销售额突破 5 亿。

表 13：全球糖尿病药物市场规模

序号	产品	适应症	所处阶段	医保类型	中标价
1	津力达颗粒	II 型糖尿病	已上市	国家医保乙类	规格：9g*9，31.14 元/盒
2	周络通胶囊	糖尿病周围神经病变	III 期临床结束	---	---
3	岐黄明目胶囊	糖尿病眼底病眼	III 期临床结束	---	---

数据来源：公告，西南证券研究发展中心

津力达胶囊相对于西医具有独特优势：

- **降低血糖不反弹。** 津力达颗粒能够保护胰岛 β 细胞，增强其分泌胰岛素的功能，可升高血液里胰岛素的含量。研究证实，符合 2 型糖尿病标准的糖尿病患者 470 例服用津力达

颗粒后平均 8 天左右，患者的空腹血糖、餐后 2 小时血糖和糖化血红蛋白都能保持在一个平稳的正常状态，能平稳降低血糖。中药治疗糖尿病的最大优势是降低血糖后不反弹，而且不会出现低血糖等副作用。

- **改善胰岛素抵抗。**津力达颗粒可以有效减少胰岛素抵抗现象，能明显降低血糖及糖化血红蛋白，显著改善糖耐量异常，促进血糖达标。中国中医科学院西苑医院通过研究发现，津力达颗粒能够减少胰岛素抵抗现象，重新让胰岛素正常发挥降糖作用。
- **降血脂并发症。**糖尿病患者往往血脂都很高，高血脂不仅会伤害胰岛 β 细胞，引起胰岛素分泌减少和胰岛素抵抗，还会和高血糖一起损伤人体血管，造成心脑血管病、肾病、眼底血管病变等各种并发症，所以降脂已经被公认为是糖尿病治疗主要手段之一。研究表明，津力达颗粒的最大特点就是能较好的降低胆固醇、甘油三酯，并能升高对人体健康有益的高密度脂蛋白，这对治疗糖尿病、预防并发症发生都有积极意义。

我们认为：随着针对糖尿病周围神经病变的周洛通胶囊与针对眼底病变的芪黄明目胶囊逐步上市，公司糖尿病类药品将很快形成完备的产品线。津力达胶囊增长主要有以下几个因素：对大领域产品公司以后仍会走循证医学路线，主要签于公司在循证医学领域中收到较好效果；公关基药、国家医保甲类等顺势抢占基层市场（相对于进口药，津力达胶囊等中药具有相对的价格等优势，进军基层市场更为有利）。

8. 抗肿瘤类产品循证医学状况及其增速预测

8.1 全球抗肿瘤市场概况

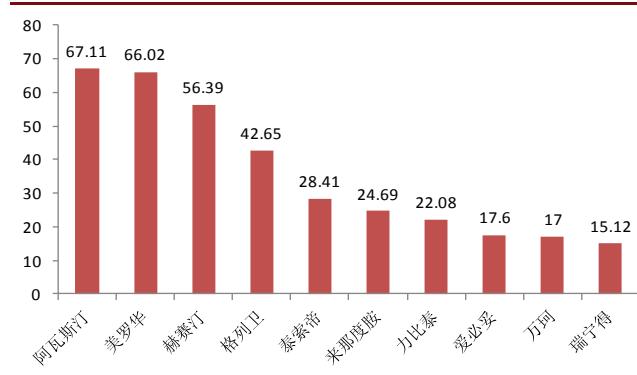
据 IMS 统计，抗肿瘤药自从 2007 年超越降血脂药后，一直是全球医药市场的领头羊，2010 年的销售额达到了 560 亿美元，但销售额增长幅度从 2006 年的 22.24% 下降到了 2008 年的 17.85%，再到 2010 年的 7%。

图 23：2010 年全球肿瘤市场销售额及增长率



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

图 24：2010 年全球抗肿瘤销售额排名前十的药品

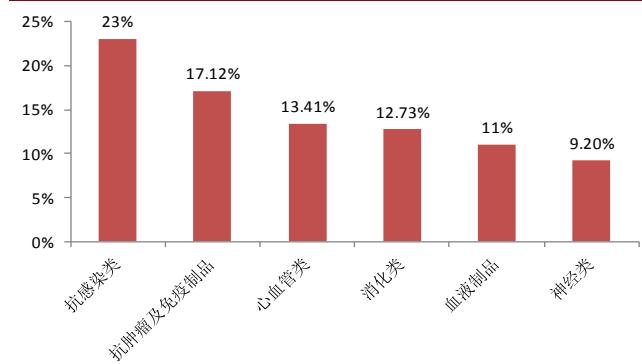


数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

8.2 国内抗肿瘤市场概况

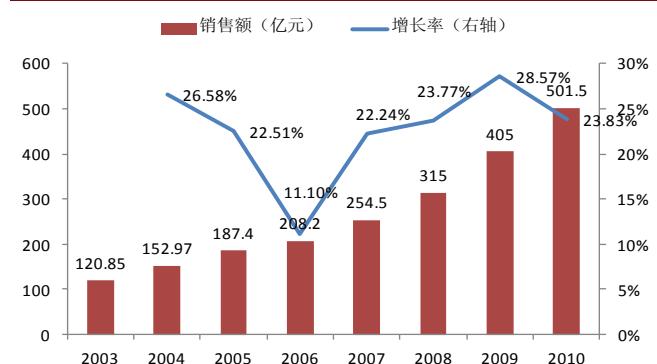
虽然全球抗肿瘤药市场增长速度放缓，中国肿瘤药物增长强劲。南方所数据显示，2010年增速为23.83%，2003-2010年复合增长率为22.33%，2010年市场规模已经达到501.5亿人民币；在所有药物类别销售额排名第二位，2010年样本医院销售占比17.12%，仅次于抗感染类药物。

图 25：2010 年样本医院各类别药物销售增长率比较



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

图 26：2003-2010 年中国抗肿瘤药物销售规模及增长率



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

8.3 公司抗肿瘤类产品系

目前肿瘤的治疗主要包括手术（早期发现为前提）、化疗（主要治疗方法）、放疗（辅助化疗）、靶向治疗（有对应的靶点）和中药等几类，化疗是最主要的治疗方案，由于化疗药物在杀伤肿瘤细胞的同时，也会对机体的造血、消化道、肝肾、免疫功能造成损伤，患者生存质量低下。肿瘤患者死亡的另一个重要原因在于饮食困难、营养不良等导致的极度消瘦；此外，有部分肿瘤病人由于各种原因选择放弃化疗，这部分病人多数会选择传统中药来改善症状。公司针对上述状况开发出产品系列。

表 14：公司抗肿瘤产线系列

序号	产品	适应症	所处阶段	医保类型	中标价
1	养正消积胶囊	抗肿瘤辅助治疗	已上市	国家医保乙类	规格：9g*9，31.14元/盒
2	参灵蓝胶囊	抗肿瘤辅助治疗	已上市	---	---

数据来源：公告，西南证券研究发展中心

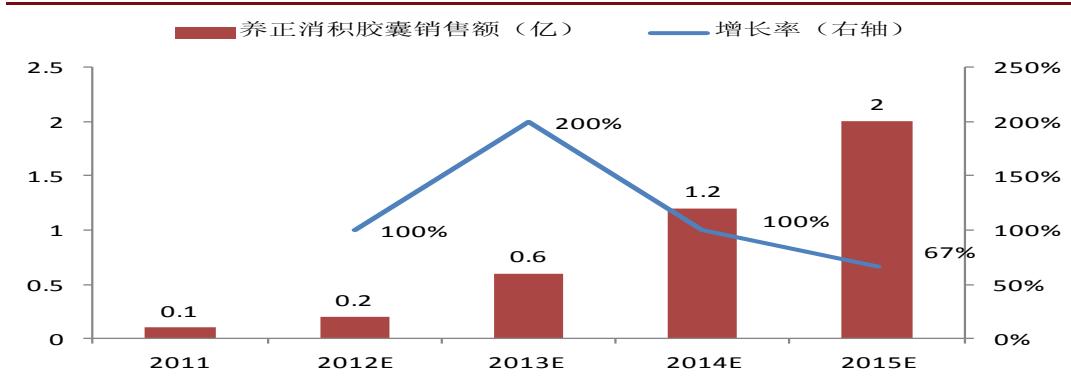
8.4 养正消积胶囊现状及增长点分析

养正消积胶囊增长点如下：

- **循证医学结果揭示将有利于该产品的学术营销。**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在近期将公布，该循证医学结果的公布将大幅刺激其快速销售。
- **养正消积胶囊可有效抑制肿瘤细胞侵袭转移。**对于恶性肿瘤患者而言，最可怕的莫过于肿

瘤出现转移扩散，因为这意味着肿瘤病变已经发展到晚期，也是肿瘤治疗失败的重要原因之一。英国卡迪夫大学医学院研究证实，中国抗肿瘤创新中药养正消积胶囊可有效抑制肿瘤细胞侵袭转移。我们认为：如果养正消积胶囊有效抑制肿瘤细胞侵袭转移得到证实，其可能成为抗肿瘤的一、二线用药以致提高其销售额。

图 27：养正消积胶囊销售额预测及增长率

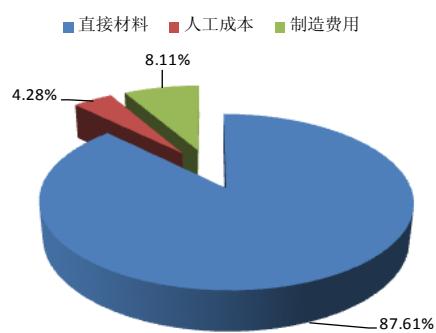


数据来源：西南证券研究发展中心

9. 公司产业链不断向上游拓展，保障较高毛利率

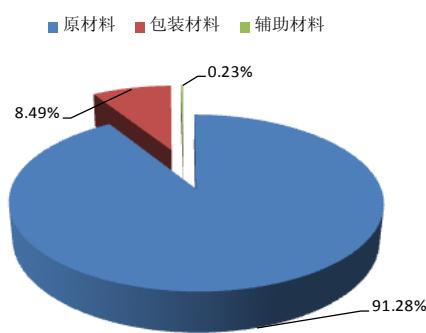
10 年公司综合毛利率为 69.39%，公司产品成本有以下 3 部分：直接材料、人工成本、制造费用，其中直接材料占据绝对比重；直接材料有 3 部分组成，即原材料、包装材料、辅助材料。通过产品成本的比例可以发现，影响毛利率的主要因素是原材料。

图 28：公司产品成本构成



数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

图 29：成本中的直接材料构成

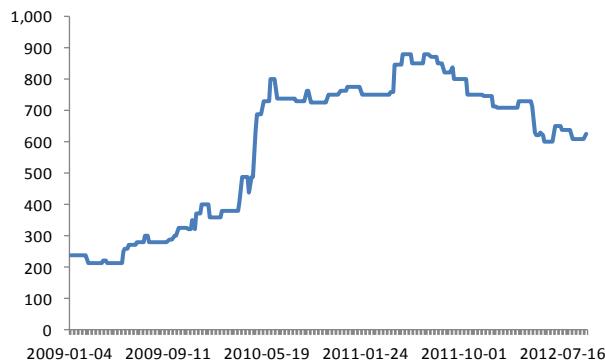


数据来源：南方所，西南证券研究发展中心

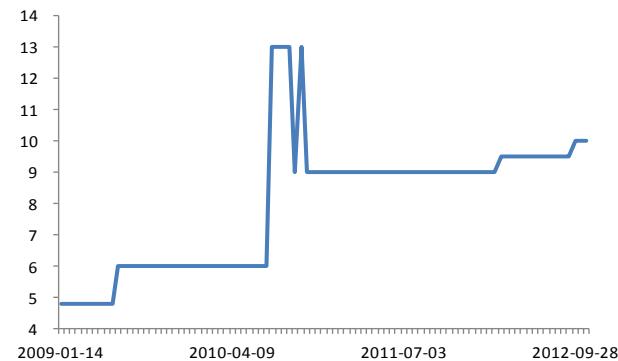
公司主导产品通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊的主要原材料为金银花、人参、水蛭、酸枣仁等，为了最小化使原材料对其毛利率产生影响，公司不断向上游延伸产业链，如主要原料药水蛭的养殖及野生中药材的种植。

- **水蛭大规模养殖，扩展 2500 亩。**面临水蛭价格快速上涨，公司使用募投资金 2911 万元扩大 2000 亩至 2500 亩专门用于水蛭大规模的养殖，现在水蛭能满足公司 30-40% 的需求。较好的缓解因水蛭价格上涨对公司毛利率的影响。

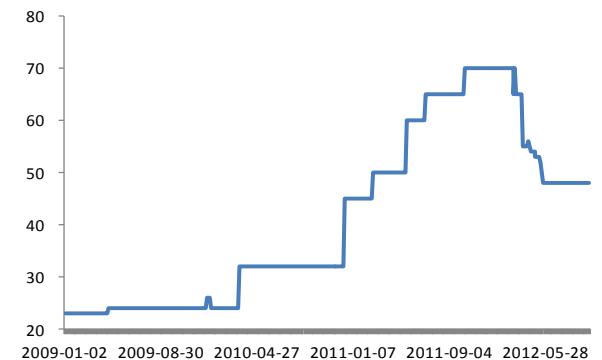
- 拟使用超募资金 4980.21 万元投资建设“中药材野生资源综合开发利用项目。建设中药材种养殖基地十万亩和一个中药材加工厂，开展当地野生中药材的开发以及连翘、酸枣仁、香加皮、蝎子、柴胡等中药材的种植、养殖和加工业务。5 年达产后实现年产干品连翘 1000 吨；酸枣仁 200 吨；香加皮 80 吨；全蝎 35 吨；柴胡 50 吨。将有利于缓解因原材料价格的变动压缩毛利率。

图 30：近 3 年水蛭价格走势


数据来源：聚源数据库，西南证券研究发展中心

图 32：香加皮成都市市场价格（统 山西，旬）日、元/公斤


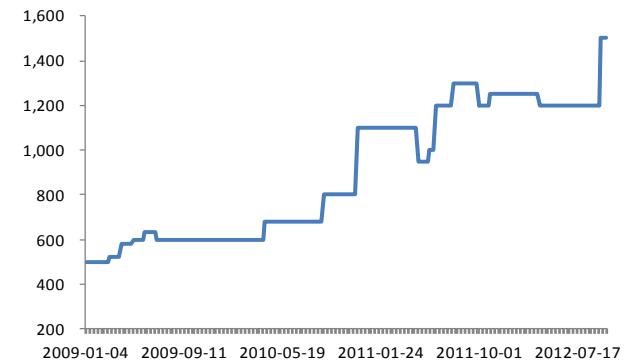
数据来源：聚源数据库，西南证券研究发展中心

图 34：柴胡成都市市场价格（统根 甘肃，日），元/公斤


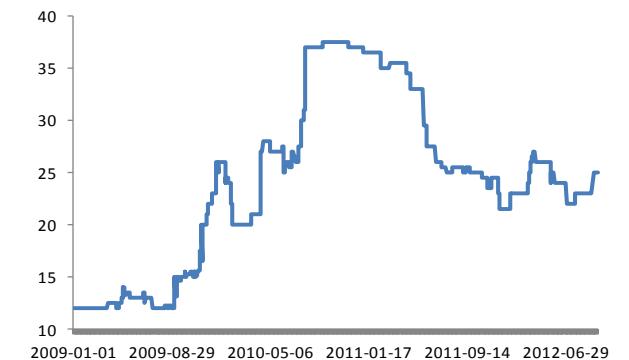
数据来源：聚源数据库，西南证券研究发展中心

图 31：酸枣仁亳州市市场价格（95 货 山东，日）


数据来源：聚源数据库，西南证券研究发展中心

图 33：全蝎亳州市市场价格（清水 西北，日）元/公斤


数据来源：聚源数据库，西南证券研究发展中心

图 35：全蝎亳州市市场价格（清水 西北，日）元/公斤


数据来源：聚源数据库，西南证券研究发展中心

10. 公司估值分析与风险提示

10.1 公司估值较为合理 & 13 年恢复性增长较为确定

我们预测：2012 年、2013 年、2014 年的 EPS 分别为 0.49 元、0.71 元、0.90 元，对应 PE 分别为 43X、29X、23X。现代中药代表天士力（600535）、康缘药业（600557）12 年 PE 分别为 36X、37X，公司估值略被高估，但我们认为：公司研发能力在络病学的指导下独具特色、循证医学与络病学是公司对医生具有教育权的法宝，再加上明年是毒胶囊事件后恢复性的增长，建议投资者积极关注。首次给予“买入”评级。

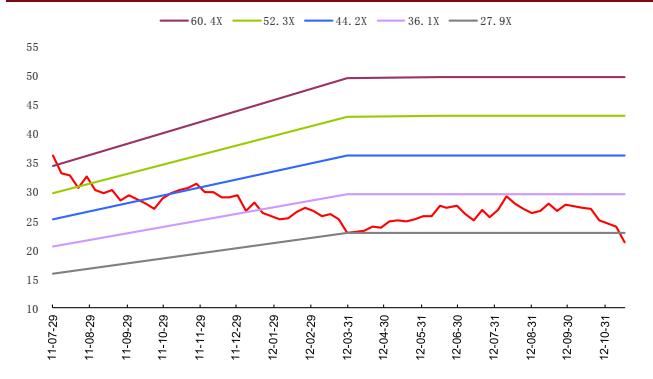
表 15：核心产品预测表

产品分类	药品名称	2010	2011	2012E	2013E	2014E
心脑血管类	通心络胶囊/片(亿)	9	9.45	7.56	9.45	11.34
	增长率	28%	5%	-20%	25%	20%
	参松养心胶囊(亿)	5.64	6.49	5.32	6.27	7.50
	增长率	55%	15%	-18%	18%	18%
感染类	芪苈强心胶囊(亿)	0.29	0.6	1.02	2.04	3.06
	增长率	37%	15%	70%	100%	50%
	连花清瘟胶囊(亿)	0.75	3	3	3.3	3.63
	增长率	---	300%	0%	10%	10%
抗肿瘤类	养正消极胶囊(亿)	---	---	0.2	0.6	1.2
	增长率	---	---	---	200%	100%
	八字补肾胶囊	---	---	0.1	0.3	0.6
	增长率	---	---	---	200%	100%
内分泌类	津力达胶囊(亿)	---	---	0.25	0.75	1.50
	增长率	---	---	---	200%	100%
	其它	0.19	0.22	0.23	0.26	0.29
	增长率	16%	16%	5%	10%	10%

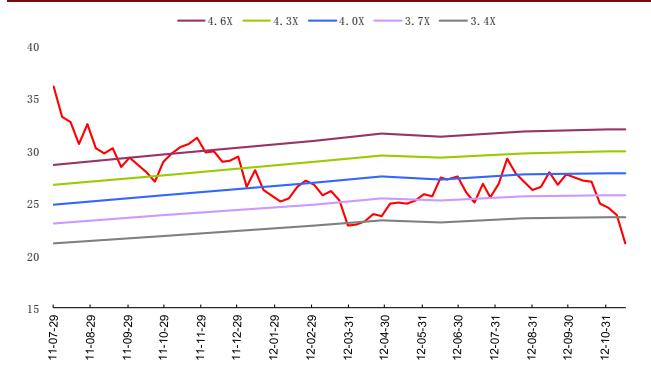
数据来源：西南证券研究发展中心

10.2 风险提示

- 1) 新产品开发进度可能低于市场预期；2) 二线产品芪苈强心胶囊销售放量速度低于预期；
- 3) 主要原材料涨价风险。尽管公司大规模种植水蛭，但仍无法满足公司需要。水蛭价格的上涨将对毛利率有所影响。

图 36: 公司 PE-Band


数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

图 37: 公司 PB-Band


数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

表 16: 报表预测 (单位:百万元):

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E												
	货币资金	应收和预付款项	存货	其他流动资产	长期股权投资	投资性房地产	固定资产和在建工程	无形资产和开发支出	其他非流动资产	资产总计	短期借款	应付和预收款项	长期借款	其他负债	负债合计	股本	资本公积	留存收益	归属母公司股东权益	少数股东权益	股东权益合计
货币资金	1962	3176	4170	5413	营业收入	1953.21	1562.57	2031.34	2478.23												
应收和预付款项	893	689	757	734	减: 营业成本	617.69	531.27	690.66	854.99												
存货	327	288	301	297	营业税金及附加	25.54	24.52	24.86	24.75												
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	638.01	625.03	771.91	916.95												
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用	183.12	171.88	223.45	272.61												
投资性房地产	1	0	0	0	财务费用	-6.23	-68.40	-103.16	-136.74												
固定资产和在建工程	759	145	-619	-1399	资产减值损失	5.49	2.08	3.22	2.84												
无形资产和开发支出	264	202	257	308	加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00												
其他非流动资产	19	33	30	32	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00												
资产总计	4225	4533	4896	5384	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00												
短期借款	155	157	156	156	营业利润	489.59	278.28	423.88	545.85												
应付和预收款项	173	240	218	225	加: 其他非经营损益	0.00	2.09	3.47	3.01												
长期借款	47	42	28	12	利润总额	532.50	314.57	462.38	583.61												
其他负债	149	122	130	127	减: 所得税	9.00	10.00	11.00	12.00												
负债合计	524	561	532	521	净利润	454.07	268.40	394.44	497.89												
股本	425	425	425	425	减: 少数股东损益	0.00	-0.18	-0.12	-0.14												
资本公积	2150	2150	2150	2150	归属母公司股东净利	454.07	268.58	394.56	498.03												
留存收益	1127	1395	1790	2288	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E												
归属母公司股东权益	3702	3970	4365	4863	经营性现金净流量	-478.89	26.15	400.55	520.07												
少数股东权益	0	0	0	0	投资性现金净流量	-213.15	184.42	-225.83	-222.25												
股东权益合计	3702	3970	4365	4863	筹资性现金净流量	2213.26	25.91	99.16	117.29												
负债和股东权益合计	4225	4531	4896	5383	现金流量净额	1962.50	3176.42	4170.26	5412.67												

数据来源: 贝格数据, 西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>