



调节睡眠、辅助调节血糖功能饮料空间巨大

买入

——以岭药业(002603)事件点评——

事件：

公司董事会于2013年1月31日召开第四届董事会第二十五次会议，审议通过了《关于投资建设保健饮品项目的议案》。该项目总投资4800万元，达产后可新增3.5万吨保健饮品生产能力。

点评：

1. 政策为国内保健品发展“保驾护航”

2011年12月31日，国家发改委、国家工信部联合发布了《食品工业“十二五”发展规划》，把营养保健食品列入重点发展行业，对其发展方向和目标，以及产业布局做了规划。规划中明确了“营养与保健食品”“十二五”发展目标为“到2015年产值达到1万亿元，年均增长20%，形成10家以上产品销售收入在100亿元以上的企，百强企业的生产集中度超过50%”。这是国家首次将营养与保健食品列入食品工业五年重点发展之列，并且提出了“发展到万亿规模，超过国内生产总值的2%”的纲领性要求，意味着国家期望在未来5年内将营养与保健食品行业发展成为国家支柱产业。

2. 改善睡眠、调节血糖保健功能性饮料市场空间广阔

我国睡眠质量问题及血糖偏高人群所研发的功能性饮料，目标市场具有受众广、范围大、集中程度高的特点。近年在我国功能性饮料市场增长迅猛。功能性饮料的销售额从2000年的8.4亿，激增到2005年的30亿人民币。到2011年为止，功能性饮料的销售额已接近300亿人民币，平均每年以两位数的高速在增长。

| | 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) | — | — | 50 | 34 | 27 |

股价以1月31日为准

分析师

梁从勇
执业证号：S1250511110003
电话：023-63812537
邮箱：lcyyong@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) | 20.60-29.26 |
| 总市值(亿元) | 135.97 |
| 总资产(亿元) | 43.20 |
| 每股净资产(元) | 6.91 |
| 当前价(元) | 24.55 |
| 6个月目标价 | 30 |
| 12个月目标价 | 34 |

3、我国中药保健食品现状

中医药是中华民族智慧的结晶，为中华民族的繁衍生息和健康做出了不可磨灭的贡献，其特征恰与未来医学强调防重于治，提倡养生保健的发展方向高度契合。因此，中医药保健服务及产业发展前景广阔。在中医药保健服务产业中，中药保健品（保健食品及具有保健作用的药品）占有较高的市场份额。

图 1：保健食品、中药保健品初次注册申请数量



数据来源：药审中心、西南证券研究发展中心

图 2：中药保健品、保健食品初次注册申请数量比例



数据来源：药审中心、西南证券研究发展中心

4、近 5 年中药保健食品种类统计

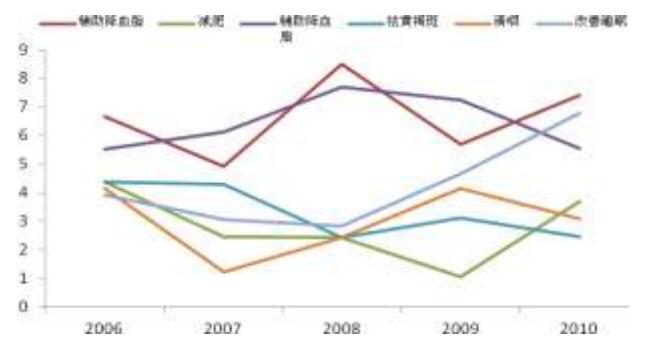
近五年中药保健食品种类统计观察 2006-2010 年批准的中药保健食品（纯中药及含中药成分）的种类，主要以增强免疫力、缓解体力疲劳、辅助降血脂、辅助降血糖、改善睡眠、保肝、改善记忆、减肥、通便、祛黄褐斑、清咽、缓解视疲劳、改善营养性贫血、保护胃粘膜、增加骨密度为主，其他尚有延缓衰老、祛痤疮、抗辐射、促消化、排铅、耐缺氧、促进泌乳等，但数量较少。将每年份中药保健食品的保健应用方向（种类）占该年中药保健食品数量的比例进行统计，以分析各类中药保健品的开发应用现状及发展方向。

表 1：2006-2010 年 SFDA 批准的中药保健食品种类及比例统计(%)

| 年份 | 增强免 疫力、缓 解疲劳 | 辅助 降血 脂 | 辅助 降血 糖 | 减肥 | 祛黄 褐斑 | 清咽 | 改善 睡眠 | 增加 骨密 度 | 保 肝 | 改善营 养性贫 血 | 缓解 通便 | 辅助 降血 压 | 改善 记忆 力 | 保护 胃粘 膜 | 其它 | |
|----|--------------------|---------------|---------------|------|----------|------|----------|---------------|--------|-----------------|----------|---------------|---------------|---------------|------|------|
| 06 | 48.05 | 6.67 | 5.52 | 4.37 | 4.37 | 4.14 | 3.91 | 3.68 | 3.45 | 2.76 | 2.07 | 2.07 | 1.38 | 0.69 | 5.52 | |
| 07 | 53.37 | 4.91 | 6.13 | 2.45 | 4.29 | 1.23 | 3.07 | 1.84 | 6.76 | 3.68 | 0.61 | 1.23 | 1.23 | 1.84 | 1.23 | 6.13 |
| 08 | 48.58 | 8.5 | 7.69 | 2.43 | 2.43 | 2.43 | 2.83 | 2.02 | 3.24 | 4.05 | 2.02 | 1.21 | 2.02 | 1.62 | 1.62 | 7.29 |
| 09 | 53.89 | 5.7 | 7.25 | 1.04 | 3.11 | 4.15 | 4.66 | 1.55 | 3.63 | 2.59 | 0.52 | 1.04 | 2.07 | 2.07 | 0 | 6.74 |
| 10 | 50.96 | 7.41 | 5.56 | 3.7 | 2.47 | 3.09 | 6.79 | 1.85 | 6.17 | 1.23 | 3.09 | 3.09 | 2.47 | 1.23 | 1.85 | 4.94 |

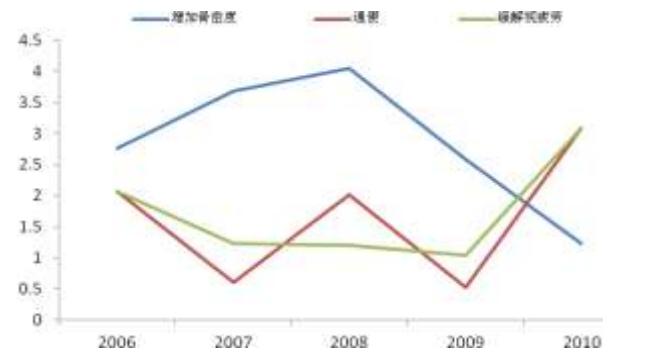
数据来源：SFDA，西南证券研究发展中心

图 3：降血压、降血脂、减肥等占中药保健食品注册申请比重



数据来源：SFDA，西南证券研究发展中心

图 5：增加骨密度、通便、缓解视疲劳占中药保健食品注册申请的比重

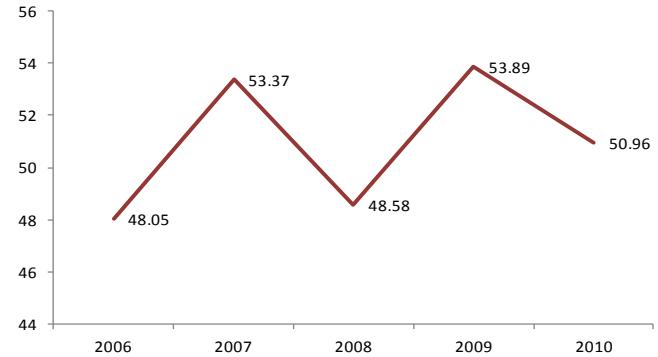


数据来源：SFDA，西南证券研究发展中心

5、中药保健品市场前景分析

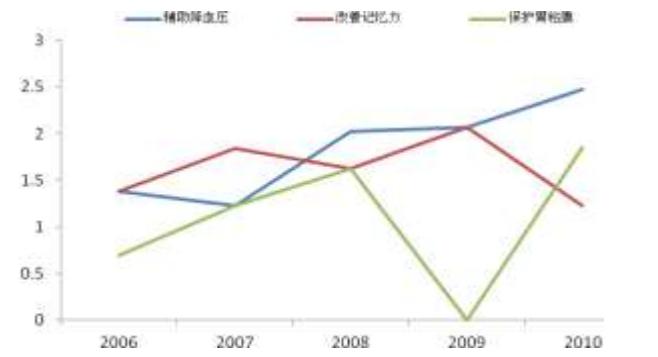
- 随着人们观念的转变，对中药保健品的消费将逐步增强。过去人们的观念上重治疗、轻预防，对中医药保健认识不足，很多与人们日常生活息息相关的中医药保健产品还没有充分开发利用。但随着人们对疾病的预防意识（即治未病意识）逐步增强，将在很大程度上加大对中药保健品的需求。
- 人均可支配收入水平的提高是加大中药保健品消费的物质基础。在人们物质基础比较匮乏的情况下，人们只能是重治疗轻预防（尤其是对大病致贫的家庭）。但我国人均可支配收入从 2000 年的 6280 元/年到提高 2011 年的 21809 元/年。随着人均物质基础的提高，人们对中药保健品的增强将是自然的过程。中药保健品市场空间将逐步被打开，市场空间巨大。
- 哪类中药保健品可能异军突起？随着我国人口结构的老龄化，其中高血压、高血脂、高血糖将是常见病。所以辅助降血脂中药保健品将快速上涨；随着人们生活节奏的加快失眠将是人类亚健康的头号元凶。据统计有 27% 的人有睡眠障碍问题，因此睡眠障碍类中药保健品的占比将快速提升。

图 4：增强免疫力、缓解疲劳占中药保健食品注册申请的比重



数据来源：SFDA，西南证券研究发展中心

图 6：辅助降血压、改善记忆力等占中药保健食品注册申请的比重



数据来源：SFDA，西南证券研究发展中心

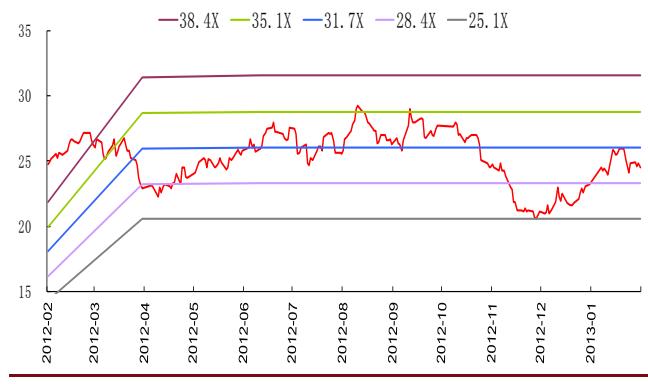
6、公司涉足保健品的核心竞争力

我们认为：中药保健品企业能否成功主要取决于公司的知名度、品牌，而公司知名度的提升主要取决于营销手段，其中营销手段的最终目的就是提高销售者对公司品牌的认知度。以下主要是营销手段的主要切入点：

- **坚持品牌产品的质量佳、功效好、疗效持久、地道药材、制作工艺创新等基础功能。**我们认为：以岭牌怡梦、津力旺功能饮料都是专利产品，同时其自给的中药材基地能够保障产品质量。
- **营销手段及销售渠道的建设、控制是决定保健品成功与否的最关键因素。**我们认为：通过无数个成功案例发现，营销手段是保健品成功核心因素。公司通过处方药已经树立很强的品牌效应，今后连花清瘟胶囊与保健品在广告方面将发挥协同效应；由于保健品与处方药销售渠道不同，前者主要集中在药店与商超。公司可以通过对连花清瘟胶囊的销售，在药店方面积累丰富的经验，但商超渠道对公司将有一定挑战。

我们认为：以岭药业涉足保健品领域受到市场质疑，它不是处方药专业化生产而是多元化经营，但公司涉足功能性饮料行业市场空间大、增速快，同时公司具有本身的竞争优势：如专利、品牌、药店渠道等。公司必将从中分一杯羹。

图 7：公司 PE-Band



数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

图 8：公司 PB-Band



数据来源：Wind，西南证券研究发展中心

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 | 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，仅限内部使用，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

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦7楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

北京

地址：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

主要研究人员联系方式

| 姓名 | 电子邮件 | 研究领域 | 姓名 | 电子邮件 | 研究领域 |
|-----|---------------------|--------|-----|---------------------|------|
| 许维鸿 | xwh@swsc.com.cn | 业务总监 | 徐永超 | xychao@swsc.com.cn | 建筑建材 |
| 崔秀红 | cxh@swsc.com.cn | 副总经理 | 贺众营 | hzy@swsc.com.cn | 建筑建材 |
| 张仕元 | zsy@swsc.com.cn | 宏观研究 | 申明亮 | shml@swsc.com.cn | 有色金属 |
| 刘 峰 | liufeng@swsc.com.cn | 宏观研究 | 梁从勇 | lcyyong@swsc.com.cn | 农林牧渔 |
| 张 刚 | z_ggg@tom.com | 首席策略研究 | 李 辉 | lihui@swsc.com.cn | 食品饮料 |
| 马凤桃 | mft@swsc.com.cn | 基金研究 | 潘红敏 | phm@swsc.com.cn | 餐饮旅游 |
| 李 慧 | lih@swsc.com.cn | 交通运输 | 苏晓芳 | sxfang@swsc.com.cn | 通信行业 |