

# 以岭药业 (002603.SZ) 中药行业

评级：增持 维持评级

公司点评

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

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

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

## 增收不增利，2013年仍然是营销投入年；

### 事件

2013年1-3月公司营业收入5.8亿，同比增长31.88%；归属上市公司股东净利润6990万，同比下降14.34%；归属上市公司股东扣非后净利润7009万，同比下降11.79%；基本每股收益0.13元。公司同时预告2013年1-6月净利润变动幅度-10%-0。

### 评论

**收入较快增长，销售费用和管理费用高企导致增收不增利：**本期收入实现32%的增长，主要产品通心络、连花清瘟、芪苈强心实现大幅增长，其中连花清瘟胶囊受益于流感爆发销售增长显著；成本可控，毛利率基本与上期持平，但由于学术推广活动力度加大和研发投入增加，销售费用和管理费用同比增长65.73%和51.43%，利润增长受到压制。

**2012年度费用高，2013年仍然处于营销投入年：**2012年整体收入下降15%，固定费用的摊销并未同步下降，加上2012年的营销投入和研发费用增长较快，管理费用率和销售费用率合计高达58%，对利润的压制很大；新品种推广正当其时，芪苈强心胶囊、养正消积胶囊和津力达颗粒从2012年开始都进入重点推广期，夏荔芪胶囊获得国家新药，学术营销营销费用有所增长。一般情况下，专利新品的盈亏平衡需要3年左右的时间，2013年仍然处于营销投入年，整体费用率仍然将处于较高水平。

**城乡队伍组建陆续完善，三个核心独家产品进入基药目录，基层市场空间显现：**公司2011年开始组建城乡队伍，全国县级单位的市场覆盖正在完善，伴随三个核心产品通心络、参松养心、连花清瘟进入新版国家基药目录，单品种均有望在未来3-5年的时间实现销售额翻倍。

**借鉴天士力的发展道路，基层市场的空间大：**2011年以前公司营销重学术、轻基层，通过络病理论学术营销，通心络、参松养心等产品在大城市大医院认知度很高，具备很强的临床基础，自上而下通过三甲医院的处方带动OTC的销售，但基层市场的整体覆盖面低，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。与通心络有一定竞争关系的天士力复方丹参滴丸则较早的开拓了基层市场，销售额约为通心络的两倍，其中基层市场占半壁江山。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。

**产品力强，中医为体、西医为用的特色销售模式奠定长期发展基础：**围绕络病理论，公司开发了一系列心脑血管、糖尿病、肿瘤领域的特色产品，并通过国际公认的循证医学验证产品疗效，已完成的若干项循证医学实验均证明公司产品疗效不亚于主流的中药或化学药疗效。大病种、多产品奠定公司长期的发展基础。

**开拓国际制剂市场和大健康产业，产出有待时间检验：**公司国际制剂车间已经通过欧盟认证并等待FDA认证，同时将启动FDA产品的注册，中成药的国际注册将进一步夯实产品力。公司已经获得保健品生产资质，以慢性疾病的预防保健为突破口，发展大健康产业，市场运作还需要时间检验。

### 投资建议

我们认为公司是中医为体、西医为用的中药特色企业，围绕络病理论进行药品研发和学术营销，大病种、多产品具备长期的发展潜力，核心产品进基药，基药放量值得期待。我们预测公司2013-2015年EPS为0.55元、0.74元和0.96元，同比增长62%、35%和30%，从短期看，公司估值较高，维持“增持”评级。

### 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
2	2012-06-28	增持	26.70	31.23
3	2013-03-18	增持	26.05	N/A

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

### 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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**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形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靠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	北京	深圳
电话：(8621)-61038271	电话：010-6621 6979	电话：0755-33516015
传真：(8621)-61038200	传真：010-6621 6793	传真：0755-33516020
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518026
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)