

# 迎业绩拐点，销售费用弹性大

买入 上调

## 投资要点：

- 公司迎业绩拐点，业绩增速加快，预计全年销售收入同比增加 50%
- 公司强于产品研发和学术推广，基层医院推广加速
- 盈利预测，提高评级至买入，看点在于销售费用对公司业绩弹性

## 报告摘要：

- **公司迎业绩拐点，主要产品增速加快，预计全年销售收入超过 26 亿，同比增加 50%以上。**公司上市时期渠道压货较多导致库存过高，整个 12 年都在做清理库存的工作；同时去年毒胶囊事件也影响了公司的终端销售，这两个因素从去年年底都逐渐消除，今年二季度开始，公司业绩已经出现同比正增长，环比利润增长超过 30%。公司同时加强了产品在脑内科、心内科以及基层市场的推广，上半年增速超预期。公司现有销售人员 4800 人，仅上半年基层队伍就增 800 人达到 2500 人。主要心脑血管产品增速都在 50% 左右，莲花清瘟胶囊增速 100% 以上达 3 亿元左右，基层销售加速达 60% 以上，由于去年下半年基数低，下半年增速会加快。
- **产品均是具有专利保护的原研中药，公司强于产品研发和学术推广。**有 6 个品种都在做询证医学研究，芪苈强心去年 9 月份实验结果良好。通心络正在做急性脑梗的询证医学研究，预计下半年将有结果。吴以岭院士作为络病学的创始人，络病学作为重点学科已在 40 多所高校开课。公司也拥有强大的院士资源，设立了院士工作站。公司的产品研发获批能力和学术营销在上市公司中都是出类拔萃的，产品均是具有专利保护的原研中药品种，壁垒高，竞争力突出。
- **盈利预测，提高评级至买入。**预计 13-15 年 EPS 分别为 0.59、0.81 和 1.08，对应估值分别为 54、40 和 30 倍，短期估值较贵。2013 年公司的医药工业销售收入是天士力的 56% 左右，而总市值和净利润仅仅是天士力的 30% 左右，主要原因在于公司短期在队伍建设、医院销售过程中费用率过高。上半年 4 亿元的销售费用中，1.5 亿元是开拓医院费用，0.8 亿元为广告费用，随着未来销售人员的稳定，这两块费用的弹性空间非常大。公司产品获批能力强，长期看点还是在于公司的研发能力和产品线潜力，提高评级至买入。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1953.21	1648.68	2584.00	3630.00	4770.00
增长率 (%)	18.43	-15.59	56.73	40.48	31.40
归母净利润(百万)	454.07	185.81	334.54	453.50	608.35
增长率 (%)	43.89%	-59.08%	80.05%	35.56%	34.15%
每股收益	0.807	0.330	0.594	0.806	1.081
市盈率	39.86	97.40	54.10	39.91	29.75

## 医药研究组

### 分析师：

卫雯清(S1180512080003)

电话：010-88085985

Email: weiwening@hysec.com

### 研究助理：

王晓峰

电话：010-88085990

Email: wangxiaofeng@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《汉森制药：产能即将释放，业绩将加速》

2013/7/24

《医药行业周报》

2013/7/21

《关注半年报业绩超预期个股》

2013/7/14

《13年下半年策略报告》

2013/7/14

《泰格医药：与美国 VIVUS 公司签署第一期合同》

2013/7/8

《益佰制药：收购百祥药业，品种进一步丰富》

2013/6/16

## 目录

投资逻辑 .....	4
一、由吴以岭教授一手创立，精华在于络病学理论.....	5
二、主要品种多入选基药目录和医保目录，研发能力突出.....	6
(一) 通心络胶囊和参松养心胶囊均入选国家基药目录 .....	6
通心络胶囊主要用于冠心病心绞痛属心气虚乏、血瘀络阻症 .....	6
参松养心胶囊以络病理论为指导，以“整合调节一心律失常干预新策略”为组方依据 .....	7
(二) 连花清瘟胶囊多次入选甲流诊疗方案 .....	8
(三) 其他潜力品种亮点多 .....	9
(四) 在研品种丰富，核心竞争力在于品种研发能力 .....	10
(五) 原材料成本保持稳定 .....	11
三、毒胶囊事件影响逐渐弱化，预计中药降价影响不大.....	12
四、重视多样营销，积极进行营销团队建设.....	13
五、股权激励对象达 141 人，保证公司未来三年稳定发展.....	14
六、盈利预测和评级 .....	14

## 插图

图 1: 公司股权结构图 .....	5
图 2: 公司历年收入和同比增长 .....	6
图 3: 公司历年利润和同比增长 .....	6
图 4: 以岭药业 2012 药品零售终端竞争格局 .....	6
图 5: 2010-2012 年通心络胶囊零售终端竞争格局 .....	6
图 6: 2012 年感冒-感冒类企业零售终端竞争格局 .....	8
图 7: 公司核心竞争力 .....	10
图 8: 中药上市公司 2012 年研发支出在工业收入中比重 .....	11
图 9: 水蛭价格走势 .....	12
图 10: 通心络胶囊 0.26*30 与最高零售价差别 .....	12
图 11: 参松养心胶囊 0.4g*36 各地中标价格 .....	12
图 12: 公司销售费用率 .....	13
图 13: 公司产品毛利率水平 .....	13

## 表格

表 1: 公司主要产品 .....	5
表 2: 零售用心脑血管-抗心绞痛、冠心病用药 2012 年度竞争格局（零售） .....	7
表 3: 连花清瘟胶囊入选方案 .....	9
表 4: 2012 年零售终端感冒药药品主要品种对比 .....	9
表 5: 在研品种 .....	11
表 6: 医药上市公司对比 .....	13
表 7: 股权授予对象 .....	14
表 8: 股权行权条件 .....	14
表 9: 分产品预测 .....	15

## 投资逻辑

公司是吴以岭院士创办的民营中成药企业，30年来专注于络病学理论，以其为指导的人才及优势产品成为公司的核心竞争力。公司主导产品都为发病率高死亡率高的大品种领域，包括心脑血管疾病、感冒呼吸疾病、肿瘤、糖尿病及其并发症。

主要产品增速加快，预计全年销售收入超过26亿元。公司近五年来收入平稳增长，但在去年业绩出现下滑。2012年公司实现营业收入16.48亿元，较11年19.53亿元同比下滑16%，实现净利润1.86亿元，较11年净利润4.54亿元下滑60%，一方面上市时期渠道压货较多导致库存过高，整个12年都在做清理库存的工作；另一方面，公司产品以胶囊制剂为主，如通心络胶囊、参松养心胶囊等，而12年4月爆发的毒胶囊事件也影响了公司的终端销售。从去年年底开始，这两个因素都逐渐消除，今年二季度开始，公司业绩已经出现同比正增长，环比利润增长超过30%。公司同时加强了产品在脑内科、心内科以及基层市场的推广，上半年增速超预期。公司现有销售人员4800人，仅上半年基层队伍就增800人达到2500人，其中主要心脑血管产品增速都在50%左右，莲花清瘟胶囊增速100%以上达3亿元，基层销售加速达60%以上，由于去年下半年基数低，下半年增速会加快。

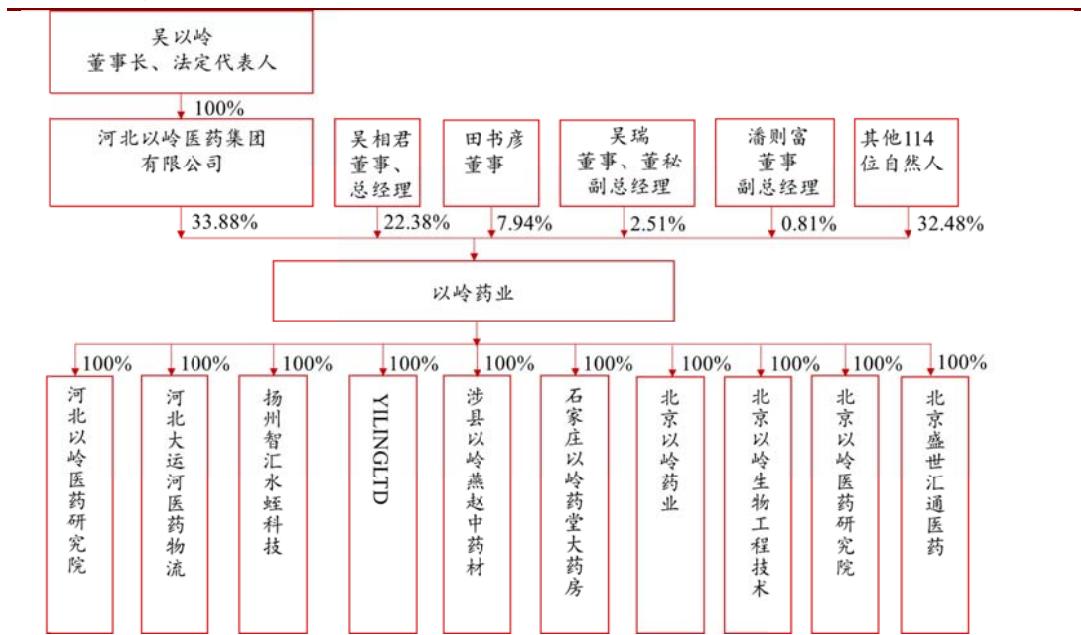
公司强于产品研发和学术推广，有6个品种都在做循证医学研究，芪苈强心去年9月份公布了实验结果，治疗组患者NT-proBNP水平降低远远超过了对照组，明显改善了心衰患者的心脏功能。通心络正在做急性脑梗的循证医学研究，预计下半年将有结果。吴以岭院士作为络病学的创始人，络病学作为重点学科已在40多所高校开课。公司也拥有强大的院士资源，设立了院士工作站，与其他院士有很强的维护关系。公司的产品研发获批能力和学术营销在上市公司中都是出类拔萃的，产品均是具有专利保护的原研中药品种，壁垒高，竞争力突出。

预计13-15年EPS分别为0.59、0.81和1.08，对应估值分别为54、40和30倍，短期估值较贵。对比2013年公司与天士力的医药工业销售收入，公司销售收入是天士力的56%左右，销售人员和天士力相当，而总市值和净利润仅仅是天士力的30%左右，主要原因就是因为公司短期在队伍建设、医院销售过程中费用率过高。上半年4亿元的销售费用中，1.5亿元是开拓医院费用，8000万为广告费用，随着未来销售人员的稳定，这两块费用的弹性空间非常大。公司产品均为独家中药保护品种，加上公司产品获批能力特别强，因此，公司长期看点还是在于公司的研发能力和产品线潜力，提高评级至买入。

## 一、由吴以岭教授一手创立，精华在于络病学理论

公司是由中国工程院院士吴以岭教授一手创建，以络病理论创新带动专利中药研发的医药企业。30年来吴院士专注于络病学理论，并用理论创新带动中医药产业化，运用现代高新技术研发现代中药、西药、和生物药，国家专利新药覆盖心脑血管疾病、感冒呼吸疾病、肿瘤、糖尿病及其并发症等重大疾病领域。新版国家基药目录中公司的通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊均作为独家产品入选，二线品种芪苈强心胶囊、养正消积胶囊和津力达颗粒也列入国家医保目录，所有产品都是根据络病理论开发，因此均是具有专利保护的原研中药品种，竞争力突出。

图 1：公司股权结构图



发行人实际控制人为吴以岭、吴相君和吴瑞。吴以岭教授通过持有以岭医药集团 100% 股权持有公司 33.88% 股权，吴相君先生和吴瑞女士分别持有以岭药业 22.38% 和 2.57% 的股权，公司在 2011 年 7 月于深交所上市。

表 1：公司主要产品

产品	功效	主治	医保情况	基药情况
通心络胶囊	益气活血，通络止痛	冠心病，脑梗塞	国家甲类	国家 2012
参松养心胶囊	益气养阴，活血通络，清心安神	冠心病，心律不齐	国家甲类	国家 2012
芪苈强心胶囊	益气温阳，活血通络，利水消肿	冠心病，慢性心衰	国家乙类	否
养正消积胶囊	健脾益肾、化瘀解毒	化疗辅助用药	国家乙类	否
莲花清瘟胶囊	清瘟解毒，宣肺泄热	治疗流行性感冒属热毒袭肺证	国家甲类	国家 2012
津力达颗粒	益气养阴，健脾运津	II型糖尿病	国家乙类	否

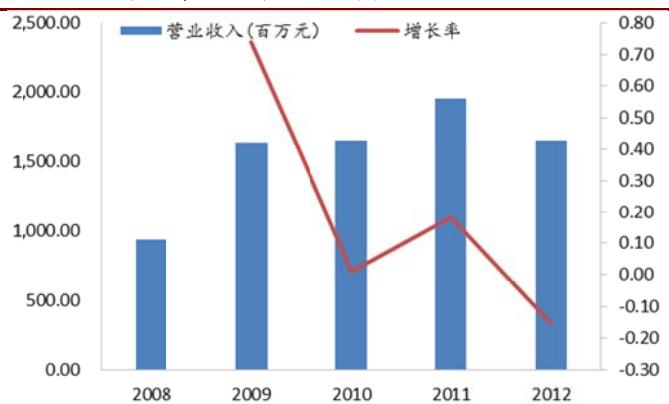
资料来源：宏源证券

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变迁均会发展到络病阶段，而络病理论在中医发展学术史上从未受到重视和深入研究。吴以岭院士在上世纪 80 年代通过提出疾病发病机制与治法的新观点，应用络病理论创新促进了心脑血管、心律失常、慢性心衰的病因病机创立了络病学理论，获得 2006 年国家科技进步

二等奖，也成为近年来中医学术研究的热点。

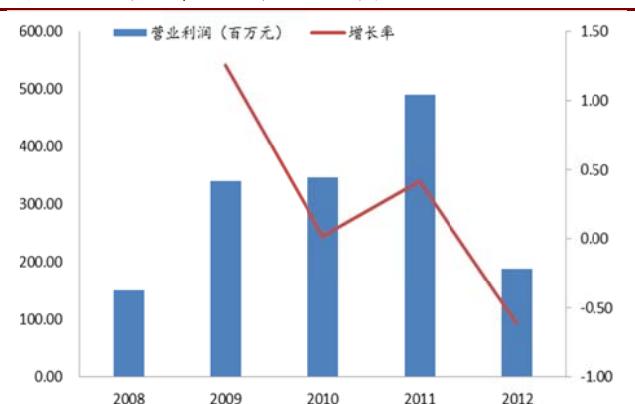
公司近五年来收入平稳增长，但在去年业绩出现下滑。2012年公司实现营业收入16.48亿元，较11年19.53亿元同比下滑16%，12年实现净利润1.86亿元，较11年净利润4.54亿元下滑60%，一方面上市时期为了冲业绩向渠道压货导致库存过高，整个12年都在做清理库存的工作；另一方面，公司产品以胶囊制剂为主，如通心络胶囊、参松养心胶囊等，而12年4月爆发的毒胶囊事件也影响了公司的终端销售。而从去年年底开始，这两个因素都逐渐消除，今年二季度开始，公司业绩已经出现同比正增长，环比利润增长也超过30%。

**图2：公司历年收入和同比增长**



资料来源：公司公告，宏源证券

**图3：公司历年利润和同比增长**



资料来源：公司公告，宏源证券

## 二、主要品种多入选基药目录和医保目录，研发能力突出

### （一）通心络胶囊和参松养心胶囊均入选国家基药目录

通心络胶囊主要用于冠心病心绞痛属心气虚乏、血瘀络阻症

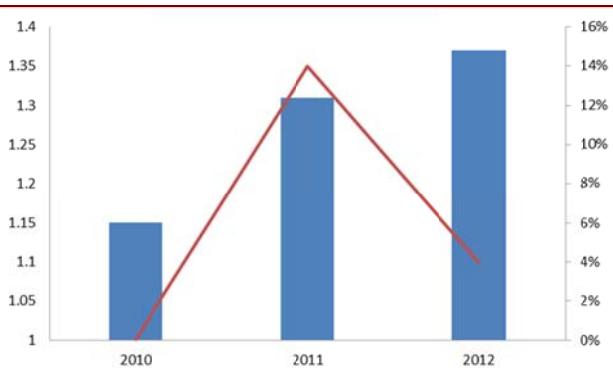
通心络胶囊入选09年和12年版基药目录，12年销售收入7亿元，占到公司工业销售收入的40%以上，对应11年8亿元销售收入同比下降20%以上，主要是毒胶囊事件影响和之前的库存清理。通心络产品分为两种规格，其中30粒规格销售额占比90%以上，包括几乎全部供应农村市场的规格；40粒仅供应个别地区。

**图4：以岭药业2012药品零售终端竞争格局**



资料来源：米内网，宏源证券

**图5：2010-2012年通心络胶囊零售终端竞争格局**



资料来源：公司公告，宏源证券

通心络胶囊以医院渠道销售为主，占比达到70%以上，而农村和社区医院的收入占比分别为15%和15%，农村地区公司大部分以承包方式覆盖了约1500个县。科室分布上，心内科室贡献占医院销售总额的85-90%，神内、脑内、老年等科室近年也有一定增量，但数量较小。

通心络未来产品增长空间主要来自于在大医院如神经内科、内分泌科的新科室的推广；另一方面新的适应症拓展，例如治疗颈动脉斑块的循证医学实验的完成（预计13年底）；通心络作为基药品种也同样能够享受基药扩大使用范围和比例之后带来的增长。

**表2：零售用心脑血管-抗心绞痛、冠心病用药2012年度竞争格局（零售）**

生产厂家	功能主治	日服金额	是否独家	销售总额12年	医保情况
1 银杏叶片	扬子药业、武汉健民等	冠心病、中风	4.4元	否	国家乙类
2 复方丹参滴丸	天士力	冠心病、心绞痛	4.5元	是	24亿元 国家甲类，基药
3 复方丹参片	华润三九、武汉健民等	冠心病、心绞痛	0.9元	否	国家甲类，基药
4 单硝酸异山梨酯	山东力诺制药等多家	冠心病、心绞痛	5.3元	否	国家乙类
5 银杏叶提取物	德国威玛舒培博士	血流循环障碍	10元	是	北京2010
6 通心络胶囊	以岭药业	冠心病、心绞痛	8.4元	是	7亿元 国家甲类，基药
7 盐酸曲美他嗪	江苏吴中医药等17家	冠心病、心绞痛	3.8元	否	国家乙类
8 速效救心丸	天津中新药业	冠心病、心绞痛	2.8元	是	7亿元 国家甲类，基药
9 稳心颗粒	山东步长制药	心律失常	8.3	是	10亿元 国家甲类，基药
10 参松养心胶囊	以岭药业	冠心病	9.5元	是	5亿元 国家甲类，基药

资料来源：宏源证券

### 参松养心胶囊以络病理论为指导，以“整合调节一心律失常干预新策略”为组方依据

参松养心胶囊是主治心律失常，心律失常的发生首先是存在发生心律失常的危险因素即有易感倾向的体质上，在此基础上，外部刺激，如心衰、心肌梗死等心肌缺血所致器质性心脏病，使心脏发生心肌重塑、动作电位改变，这时如果机体发生水电解质紊乱，遇到劳累、感染、药物作用等触发因素的刺激，就很可能发生心律失常。

我国每年能采用介入手段根治的心律失常患者总数大约在数万人，而实际患病人数远超此数。大多数患者仍然需要用一种或数种药物进行治疗。因此，药物实际上还是大多数心律失常患者的一线治疗方法。此外，抗心律失常药物可以用于第一次心律失常发作的终止及控制。介入治疗的前后使用药物，可以明显提高介入治疗的疗效。

心房颤动是最常见的心律失常之一，估计我国现有患病人数达1000万。根据2006年5月欧洲房颤会议估计，到2050年，在房颤病人中，≥75岁者将占2/3。对于绝大多数的心律失常疾病，目前药物治疗仍然是基本或首选的治疗方式。

目前临床应用的抗心律失常西药主要包括钠通道阻断剂、β受体阻断剂、钾离子通道阻断剂和钙离子通道阻断剂。尽管药物分类不同，其作用机制有差异，本质上是通过对各种心肌细胞离子通道功能的调节来起作用的。多数抗心律失常药物具有致心律失常副作用，甚至增加死亡率。β受体阻滞剂虽能降低死亡率，但可引起缓慢性心律失常。胺碘酮疗效确切但存在严重心外脏器毒副作用，限制长期服用。同西药相比，抗心律失常作用的中药不仅对心脏离子通道功能有影响，而且中药往往是复合药物，具有多离子通道靶点的作用，因而毒性低副作用小。

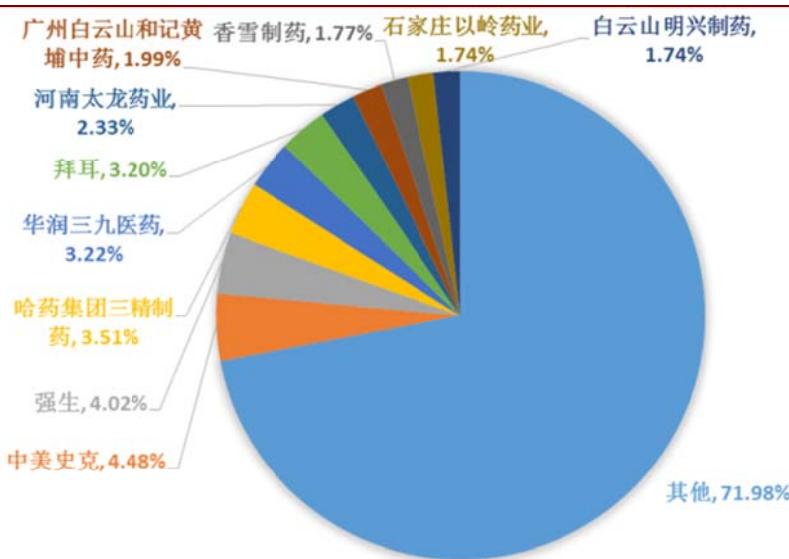
参松养心胶囊是吴以岭教授依据创新的络病理论研制而成的继通心络之后的通络药

物的第二个代表药；是唯一经循证医学研究证实，疗效卓越的抗心律失常中成药；是唯一具有多离子通道和非离子通道整合调节作用的抗心律失常中成药。唯一大规模、多中心、前瞻性、随机、双盲、与西药对照的抗心律失常中成药临床研究表明参松养心胶囊治疗快速性心律失常疗效卓越，室性早搏疗效优于美西律，治疗阵发性房颤疗效与普罗帕酮相当，治疗缓慢性心律失常疗效确切。是唯一经循证医学研究证实，疗效卓越的抗心律失常中成药。向临床医生、患者进行这些产品科技内涵的学术推广，不仅为临床提供了有效药物，也将促进市场快速发展。

## (二) 连花清瘟胶囊多次入选甲流诊疗方案

感冒是一种常见病和多发病，患病率非常高，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，感冒的就诊率和用药水平也越来越高，这些都将带来我国感冒用药市场的发展。对于感冒这样一种常见病与多发病，大多数患者采取自行买药的措施进行治疗，因此零售市场的发展空间巨大。

图 6：2012 年感冒-感冒类企业零售终端竞争格局



资料来源：米内网，宏源证券

连花清瘟胶囊的销售渠道 70%是在 OTC 渠道，具有广谱抗 SARS 病毒、禽流感病毒、甲流病毒、手足口病病毒等作用，能抑制细菌生物膜从而具有良好的抑菌作用，有助于解决耐药菌治疗难题，其治疗感冒和流行性感冒的确切疗效，这种广谱抗病毒作用使该药可用于多种流感，成为我国应对病毒类呼吸道传染性疾病的代表性中成药，多次被国家卫生部和中医药管理局列入多种流感诊疗方案和推荐用药。2010 年至今，连花清瘟胶囊的主营业务产品销售收入占比正逐年增长。2012 年产品收入 3 亿元左右，占公司总收入 18%。今年上半年由于入选《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案》，销售收入同比增长 100% 达 3 亿元，也是公司上半年业绩同比增长由负转正的重要原因。

比较一下 2012 年感冒类企业零售终端竞争格局，中美史克的康泰克由于广告和销售能力都比较出色，长期排名感冒类企业第一名。去年由于部分感冒药麻黄碱类物质含量达到 30mg，包括中美史克、海王药业、利君国际、浙江震元等生产的感冒药转为处方药管理，OTC 市场受到压制。

**表3：连花清瘟胶囊入选方案**

年份	入选方案
2005 年	卫生部《人流感诊疗方案》
2008 年	国家中医药管理局《关于在震区灾后疾病防治中应用中医药方法的指导意见》推荐用药
2009 年	卫生部《人感染甲型 H1N1 流感诊疗方案》及《中药饮片和中成药的储备品种》
2010 年	国家中医药管理局《风湿肺热病（非重症社区获得性肺炎）诊疗方案》
2011 年	卫生部《流行性感冒诊断与治疗指南》
2012 年	国家中医药管理局《乙型流感中医药防治方案》
2013 年	国家卫计委《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案》

资料来源：宏源证券

**表4：2012年零售终端感冒药药品主要品种对比**

公司	2012 年零售终端感冒药药品	是否含有伪麻黄碱	销售总金额
1 中美史克	康泰克	是	11 亿元
2 强生	强生	是	9.8 亿元
3 哈药集团三精制药	四季感冒胶囊	否	8.5 亿元
4 华润三九医药	复方氨酚烷胺胶囊、感冒灵颗粒	否	7.8 亿元
5 拜耳	白加黑	是	7.7 亿元
6 河南太龙药业	双黄连口服液	否	5.7 亿元
7 广州白云山和记黄埔中药	板蓝根颗粒	否	4.8 亿元
8 香雪制药	抗病毒口服液、板蓝根颗粒	否	4.3 亿元
9 石家庄以岭药业	连花清瘟胶囊	否	3.0 亿元
10 白云山明兴制药	清开灵胶囊	否	3.0 亿元

资料来源：米内网，宏源证券

### （三）其他潜力品种亮点多

#### 芪苈强心胶囊

近日在首届中西医血管病学大会上，芪苈强心胶囊的循证医学研究成果“登”上国际权威医学杂志《美国心脏病学会杂志》。该杂志编辑部对这项研究评价道：“中医药让衰竭的心脏更加强劲，该研究开启了心力衰竭治疗协同作用的希望之门。”

心力衰竭是各种心血管病的终末阶段。欧洲心脏病学会制定的心衰诊断首选指标为氨基末端 B 型利钠肽前体(NT-proBNP)，它也是评价心衰药物疗效的主要指标。患者血清中这一指标的水平越高，就说明心衰的程度越深。循证医学研究显示，芪苈强心胶囊治疗组患者 NT-proBNP 水平降低远远超过了对照组，明显改善了心衰患者的心脏功能，有效缓解患者心慌气短、不能平卧、尿少浮肿等症状。同时研究还表明，芪苈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作用。

以络病理论为指导研制的专利中药芪苈强心胶囊具有标本兼治慢性心衰的确切疗效，不仅具有强心、利尿、扩血管、改善血流动力学、较快改善慢性心衰症状的作用，同时可抑制 RASS 系统激活，抑制心室重构，改善心衰患者的长期预后。2012 年 9 月揭盲的“芪苈强心胶囊治疗慢性心衰的随机、双盲、多中心的临床循证医学研究”证实，该药对慢性心衰患者具有显著疗效，且可改善心功能，改善 6min 步行距离，改善符合重点事件发生率，成为我国目前唯一经循证医学证实治疗慢性心衰的有效专利中成药。张伯礼院士也表

示这次研究和这个品种均具有示范意义，目前该药已列入国家医保目录，为医保乙类品种。由于竞争品种少的原因，去年四季度摊货速度快，我们认为随着动物实验与临床循证医学结果的学术推广，产品潜力巨大。

### 养正消积胶囊

养正消积胶囊的实验与临床研究均取得对肿瘤治疗的良好结果。公司有专门的该药销售队伍，现在销售团队有 100 人。

### 津力达颗粒

津力达颗粒实验研究证实对二型糖尿病疗效确切，调节糖脂代谢紊乱，减少糖尿病并发症发生，适用于二型糖尿病降血糖和胰岛细胞修复。其销售队伍已分线独立，目前约 90 人。2012 全年销售收入为 2000 万，主要由三甲医院贡献收入，未来 3 年有望冲 5 亿。主要用于治疗糖耐量异常病症，另外还可以减少糖尿病并发症的产生。

### 八子补肾胶囊

OTC 产品八子补肾胶囊实验研究证实，具有改善体力、抗疲劳、抗氧化损伤、抗衰老、改善性机能、改善体育运动员大运动量的体力恢复等作用，该药是把道家养生文化的“精、气、神”与中医补肾养生有机结合研制而成的专利中成药，对中老年人过度疲劳、身体虚弱、腰酸腿软、夜尿频多、神疲健忘等症状具有明显改善作用，是多种亚健康与慢性病防治的良药。

### 枣椹安神口服液

OTC 产品枣椹安神口服液在改善睡眠质量、提高脑力效率、缓解压力紧张综合症引起的失眠、多梦、心烦、注意力不集中、头昏、脑力活动效率低等方面具有良好效果。

## （四）在研品种丰富，核心竞争力在于品种研发能力

图 7：公司核心竞争力

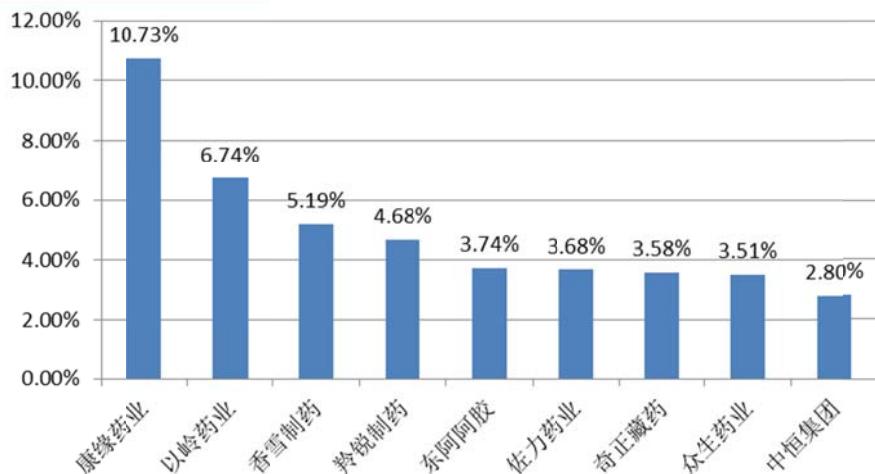


资料来源：宏源证券

公司长期以来注重新药开发和病理学术研究，在研品种丰富。公司的研发投入占比在上市公司中一直很高，近几年研发投入占销售收入比重不低于 6%，远高于国内同行平均水平，2012 年累计投入研发资金 1.11 亿元。100 多家局级中药重点实验室优秀实验室中，公司占据 20 家。同时，吴以岭院士作为络病学的创始人，络病学作为重点学科，已在 40

多家高校开课，甚至包括新加坡中医学院。公司也拥有强大的院士资源，设立了院士工作站，与其他院士有很强的维护关系。

**图 8：中药上市公司 2012 年研发支出在工业收入中比重**



资料来源：宏源证券

目前公司重点在研品种有周络通胶囊用于糖尿病周围神经病变，已完成三期临床研究。岐黄明目胶囊用于糖尿病眼底病变治疗，是公司第一个研发成功的新中药注射剂，已完成三期临床，即将报临床。治疗脑血管，感染性疾病两个品种在准备报临床。泌尿系统络病用药、妇科络病用药也在早期研究中。

**表 5：在研品种**

类别	名称	适应症	目前进展状况
中药六类	周络通胶囊	糖尿病周围神经病变	完成三期临床研究
中药六类	岐黄明目胶囊	糖尿病视网膜病变	完成三期临床研究，拟报药监局
中药六类	柴芩通淋片	用于治疗急性下尿路感染	正在进行三期临床试验
中药六类	解郁除烦胶囊	轻中度抑郁症	完成临床研究
中药六类	百灵安神片	失眠症	完成二期临床，进行三期临床试验的准备
中药六类	连花急支片	痰热壅肺型急性支气管炎	准备进行三期临床试验
中药六类	连花定喘片	治疗轻、中度慢性持续期支气管哮喘（热哮证）	正在进行临床预试验
中药六类	津力糖平片	二型糖尿病胰岛素抵抗与糖耐量异常	正在进行疗效初期试验

资料来源：丁香园，宏源证券

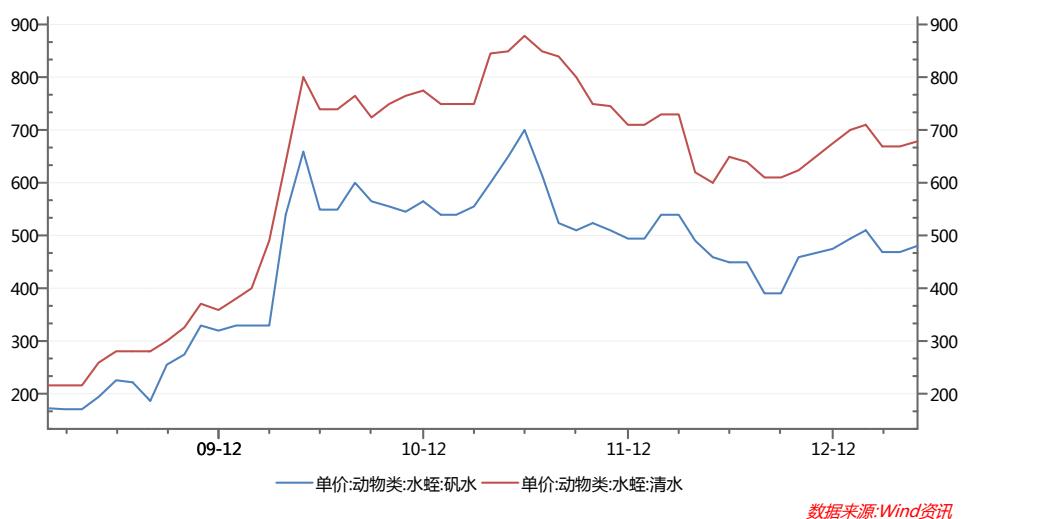
公司同时在做 6 个品种的询证医学实验，芪苈强心去年 9 月份公布了实验结果。通心络正在做急性脑梗的询证医学实验，预计下半年将有结果。公司品种正在做全面推进，由于现有治疗心律失常（参松养心）和心衰（芪苈强心）的竞争品种非常少，而无论中药或者西药都没有很好的治疗办法，而随着这几个品种询证医学结果的公布，公司产品未来推广将加快。

## （五）原材料成本保持稳定

公司重要原材料水蛭价格从 08 年大幅上涨之后，价格一直都保持平稳下跌趋势。公司在扬州拥有水蛭基地，由 2011 年 800 亩上涨至 2012 年 2000 亩左右，自给率也由 20% 上涨至现在的 30-40%。目前水塘量接近饱和，未来 2 年很难增加；公司未来将主要依靠

提升单亩水塘亩产水蛭量来保持或提升自给比例。

**图 9：水蛭价格走势**



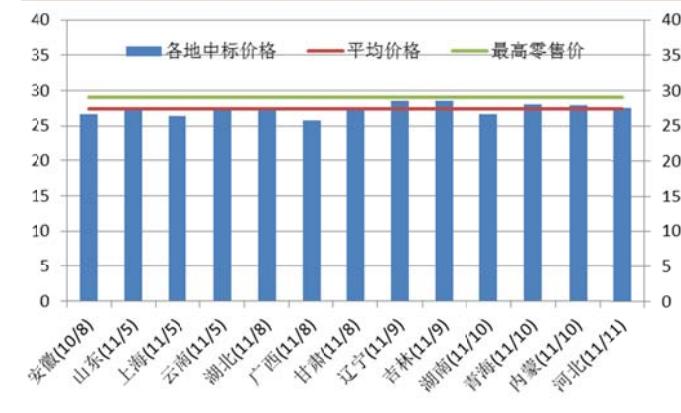
资料来源：宏源证券

### 三、毒胶囊事件影响逐渐弱化，预计中药降价影响不大

总体来看，公司胶囊品种的销售数量受毒胶囊事件的影响日趋减弱，库存清理已至合理水平，2012年9、10月份开始已基本恢复，预计2013年收入增速有望达到30%以上。考虑到四季度为销售旺季，收入将有大幅回升，但由于四季度进入公司既定的市场活动集中开展期，销售费用率预计仍将维持较高水平。

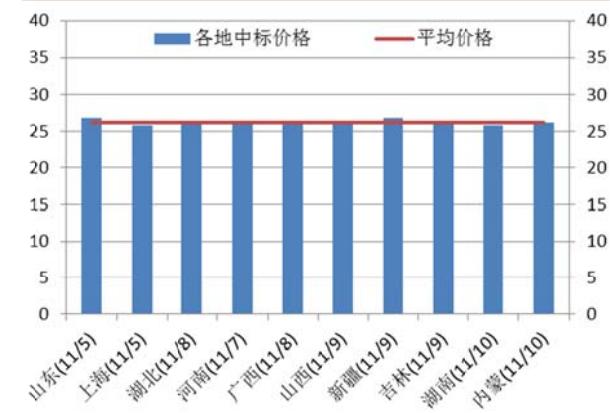
公司今年在安徽等各地的中标价格比之前下降了2%，影响不大。若中标价格下降10%之内是由公司自己承担，如果10%以上会与渠道调整收入分成。中药降价将成为下半年影响公司业绩的主要风险点，发改委若降价10%，都不会降至公司出厂价之下，对公司的业绩影响也不大。而连花清瘟胶囊为OTC产品，降价对其没有影响。

**图 10：通心络胶囊 0.26\*30 与最高零售价差别**



资料来源：wind，宏源证券

**图 11：参松养心胶囊 0.4g\*36 各地中标价格**



资料来源：公司公告，宏源证券

## 四、重视多样营销，积极进行营销团队建设

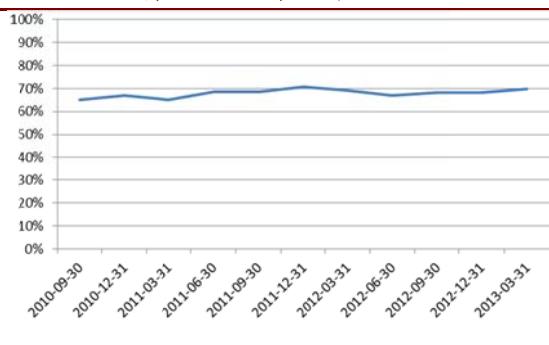
公司目前营销队伍有 4800 人，根据终端不同主要分为四个部门：医院部、OTC 部（主要是药店）、社区部（主要是城市社区医院）、城乡部（农村市场，包括县级医院、乡镇卫生院），目前销售网络建设已较为完备。公司正在积极进行渠道下沉的工作，今年继续扩招了 800 的基层销售队伍，之前覆盖的主要是二三级医院，未来重点发展地区定位在社区和城乡，现有基层队伍 2500 人左右，品种推广上以通心络为主，重点覆盖地区河北、吉林和江苏等地，重点考核城乡终端实际的销售数量。基层市场销售采取连业承包制，给承包商一定的费用和销售指标，超标给奖励。

**图 12：公司销售费用率**



资料来源：wind，宏源证券

**图 13：公司产品毛利率水平**



资料来源：公司公告，宏源证券

受去年下半年收入下滑影响，销售费用率单高达 50%以上，原因如下：一是三季度若干大的实验项目同时出结果，使得按进度推进的销售预算增加；二是毒胶囊事件后公司开展了一些学术公关活动，导致费用上涨。由于每年广告费都在四季度结算，预计今年四季度销售费用仍将维持在高水平。从销售费用组成来看，虽然灵活调整的部分下降，但固定费用并没有降。由于公司 13 年有 4 个新产品同时在做推广，因此 13 年销售费用率将不会低于 40%。

注重电视广告，积极加强和主流大型渠道、高端连锁药店的合作，在北京主要是与国药、九州通、嘉事堂大型配送商合作。近期公司调整广告策略，采取和各大卫视台合作的模式，同时加强产品的专业化学术推广，针对主导产品的新的市场卖点和已上市新产品加强市场推广力度，增强医生和患者对公司产品疗效的了解和信任。同时公司推动营销网络的建设，加强社区医院市场和基层市场的团队建设和空白市场的开发。

**表 6：医药上市公司对比**

	天士力	云南白药	以岭药业
销售收入（2013 年工业）	46 亿元	70 亿元	26 亿元
市值（2013 年 7 月 23 日收盘）	502.89 亿	728.70 亿	180.98 亿
净利润	11 亿元	20 亿元	3.3 亿元
销售费用率（2012 年年报）	12.7%	13.6%	44.7%
销售费用（2012 年年报）	11.85	18.64	7.37
销售人员（2012 年年报）	3100	1976	2268

资料来源：宏源证券

## 五、股权激励对象达 141 人，保证公司未来三年稳定发展

公司与 2013 年 6 月通过股权激励公告，向激励对象以定向发行新股的方式授予董事、高级管理人员、中层管理人员等 141 个激励对象 363.7 万份股票期权和 1159.2 万股限制性股票，本次授予激励对象的预留限制性股票的授予价格为每股 12.54 元。股票期权自授权日起满 24 个月后可以开始行权。考核期要求以 2012 年净利润 1.858 亿元为考核基数，自 2014 年起至 2016 年，净利润增长保底要求 85%、127% 和 180%，按照各期可行权数量和考核期考核指标完成率分期行权。同时要求每个考核年度的加权平均净资产收益率分别不得低于 6%、7% 和 8%。

**表 7：股权授予对象**

姓名	职务	股票期权份数（万）	限制性股票数量（万）	占激励额度的比例	占总股本的比例
1 潘泽富	董事、副总经理	36.3	0	2.38%	0.07%
2 郭双庚	董事	36.3	0	2.38%	0.07%
3 李晨光	董事	36.3	0	2.38%	0.07%
4 赵韶华	董事、副总经理	0	44	2.89%	0.08%
5 戴奉祥	副总经理、财务负责人	0	44	2.89%	0.08%
6 王卫平	副总经理	0	41.6	2.73%	0.08%
预留		0	118	7.75%	0.21%
中层管理、核心技术人员(135 人)		254.8	911.6	76.59%	2.11%
合计 (141 人)		363.7	1159.2	100.00%	2.76%

资料来源：wind，宏源证券

**表 8：股权行权条件**

考核期	2014 年	2015 年	2016 年
预设最大值 (A)	113%	161%	222%
预设及格值 (B)	85%	127%	180%
预设最大值对应 EPS	0.70	0.86	1.06
预设及格值对应 EPS	0.61	0.75	0.92

资料来源：wind，宏源证券

## 六、盈利预测和评级

预计 13-15 年 EPS 分别为 0.59、0.81 和 1.08，对应估值分别为 54、40 和 30 倍，短期估值较贵。对比 2013 年公司与天士力的医药工业销售收入，公司销售收入是天士力的 56% 左右，销售人员和天士力相当，而总市值和净利润仅仅是天士力的 30% 左右，主要原因就是因为公司短期在队伍建设、医院销售过程中费用率过高。上半年 4 亿元的销售费用中，1.5 亿元是开拓医院费用，8000 万为广告费用，随着未来销售人员的稳定，这两块费用的弹性空间非常大。公司产品均为独家中药保护品种，加上公司产品获批能力特别强，因此，公司长期看点还是在于公司的研发能力和产品线潜力，提高评级至买入。

**表9：分产品预测**

产品名称	2012年	2013E	2014E	2015E
通心络	7	9.8	12	14
参松养心	5.6	7.84	11	14
连花清瘟	3	5	7	9
芪苈强心	0.8	2	4	6
津力达	0.2	0.5	1	2
养正消积	0.1	0.4	0.7	1.5
八子补肾	0.07	0.3	0.6	1.2
合计	16.77	25.84	36.3	47.7
增速		54.08%	40.48%	31.40%

资料来源：wind，宏源证券

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>利润表</b>						
营业收入	1649.32	1953.21	1648.68	2584.00	3630.00	4770.00
减: 营业成本	554.70	617.69	524.04	835.86	1174.21	1542.97
营业税金及附加	22.49	25.54	21.20	34.08	47.88	62.91
营业费用	571.39	638.01	737.32	1033.60	1452.00	1884.15
管理费用	153.59	183.12	216.97	340.05	477.71	627.73
财务费用	6.18	-6.23	-43.52	-29.47	-31.63	-39.77
资产减值损失	-4.74	5.49	4.45	4.45	4.45	4.45
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	345.72	489.59	188.22	365.43	505.38	687.56
加: 其他非经营损益	23.04	42.92	28.01	28.15	28.15	28.15
<b>利润总额</b>	368.76	532.50	216.24	393.58	533.53	715.71
减: 所得税	53.74	78.43	30.43	59.04	80.03	107.36
<b>净利润</b>	315.03	454.07	185.81	334.54	453.50	608.35
减: 少数股东损益	-0.53	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	315.56	454.07	185.81	334.54	453.50	608.35
<b>资产负债表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
货币资金	230.84	1917.98	1508.18	1368.36	1699.88	2092.52
应收和预付款项	279.60	893.36	739.81	928.84	909.96	952.44
存货	210.13	326.75	455.66	527.70	646.51	896.46
其他流动资产	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
投资性房地产	1.28	0.93	0.87	0.75	0.62	0.50
固定资产和在建工程	622.88	764.38	1105.34	1363.68	1382.02	1280.35
无形资产和开发支出	246.85	263.81	340.67	302.59	264.52	226.44
其他非流动资产	0.00	3.19	3.51	1.76	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1591.59	4170.39	4154.05	4493.68	4903.50	5448.72
短期借款	160.00	155.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	196.00	117.95	108.95	148.98	152.65	153.05
长期借款	46.00	47.00	47.00	47.00	47.00	47.00
其他负债	98.55	148.80	153.13	153.13	153.13	153.13
<b>负债合计</b>	500.55	468.75	309.08	349.11	352.78	353.18
股本	360.00	425.00	552.50	552.50	552.50	552.50
资本公积	58.57	2149.96	2022.46	2022.46	2022.46	2022.46
留存收益	672.47	1126.68	1270.01	1569.61	1975.76	2520.58
<b>归属母公司股东权益</b>	1091.03	3701.64	3844.97	4144.58	4550.72	5095.54
<b>股东权益合计</b>	1091.03	3701.64	3844.97	4144.58	4550.72	5095.54
<b>负债和股东权益合计</b>	1591.59	4170.39	4154.05	4493.68	4903.50	5448.72
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
经营性现金净流量	302.92	-408.31	70.31	241.53	523.14	492.29
投资性现金净流量	-307.15	-177.88	-296.69	-376.07	-176.07	-76.07
筹资性现金净流量	199.69	2145.74	-236.91	-5.28	-15.55	-23.57
<b>现金流量净额</b>	195.46	1559.58	-463.26	-139.82	331.52	392.64

### 作者简介:

**卫雯清:** 宏源证券医药行业分析师, 中国科学技术大学生物医学硕士。主要研究覆盖公司有红日药业、戴维医疗、康缘药业、中新药业等。

### 机构销售团队

北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasyun@hysec.com
	赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。