

以岭药业(002603)中报点评

“

8月29日以岭药业公布2013年半年度报告，我们对其公布的主要信息简评如下：

1、公司实现营业总收入11.56亿元，同比增长64.53%；归属于上市公司股东的净利润1.52亿元，同比增长6.97%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为1.50亿元，同比增长9.79%。公司预计三季度净利润增幅在20%-50%。

2、心脑血管产品：我们预测上半年通心络、参松分别增长50%，芪苈强心增长65%。从全年来看，通心络、参松、芪苈强心有望实现收入9.5亿、7.5亿和1.4亿。全年心脑血管整体有望实现收入18.5亿，增长51%。

2. 呼吸产品：上半年受H7N9禽流感影响，连花清瘟发货量大增，上半年已实现3亿收入，相当于去年全年水平。我们预计下半年由于渠道中的存货需要消化，增速会放缓，但全年仍有望实现4亿以上收入，50%的增长。

3. 其他类产品：养正消积和津力达市场开拓势头良好，自二季度以来表现出明显增长态势。保健饮料开始销售，国际制剂发展良好。下半年上市夏荔芪胶囊和枣椹安神口服液，周络通和芪黄明目下半年有望获批。

4. 考虑到费用增加，我们调整公司盈利预测，预计公司2013年-2014年实现营业收入为24.85亿元、32.23亿元。同比增长51%和30%。归属于母公司净利润3.38亿元、4.58亿，同比增长76%，35%。折合每股收益0.60元(原预测0.63)，0.80(原预测0.87)元。对应13年PE52.5倍。

公司拥有独特的络病理论，是难以被复制和超越的内在精髓，是企业生命力之所在；公司拥有针对大病领域的产品群，临床具有差别化的定位和显著的特点，符合疾病谱演变方向和慢性病治疗需求，容易诞生大品种，一线、二线、在研产品梯队布局合理，推动公司持续性增长；公司拥有多元化和国际化的视野，开始向大健康领域和制剂出口、中药国际化发展。公司作为独具特色的中药股具备长期投资价值。短期估值偏高，给予公司“观望”评级。

2013年8月30日

分析师—许希晨
执业资格证书：S0600512080001
021-63123162
jenny1727@gmail.com

联系人-韩文静
18600581960
hanwj@mail.dwstock.net

一、定量分析

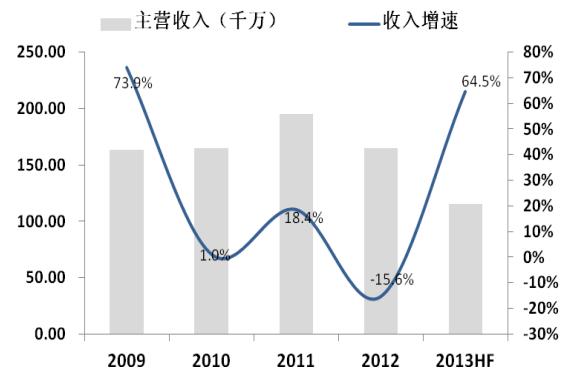
1、成长性分析

报告期，公司实现营业总收入 11.56 亿元，同比增长 64.53%；归属于上市公司股东的净利润 1.52 亿元，同比增长 6.97%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.50 亿元，同比增长 9.79%。公司预计三季度净利润增幅在 20%-50%。

从下图中可以看到公司从 2009 年以来，收入和利润呈现较大的波动性，其中收入在 2010 年和 2012 年分别仅增长 1% 和下滑 15%，主要是受到 09 年甲流疫情影响和 12 年毒胶囊事件影响。尤其是 2012 年，当年收入和净利润分别下滑 15% 和 60%。分季度数据来看，收入端已经先于利润端恢复，2013 年 1Q 和 2Q 的收入增速分别为 31% 和 119%！2013 年 1Q 和 2Q 的净利润增速则分别为 -14.3% 和 35.9%！

我们认为 2012 年很可能是公司近年来的业绩底，一是公司 11-12 年持续进行的渠道库存清理动作已经基本完毕，二是毒胶囊事件的负面影响也基本消除。由于 2012 年 3、4 季度是净利润下滑最严重的区间，因此 2013 年 3、4 季度利润增速有望逐季加速。

图表 1：以岭药业收入及增速

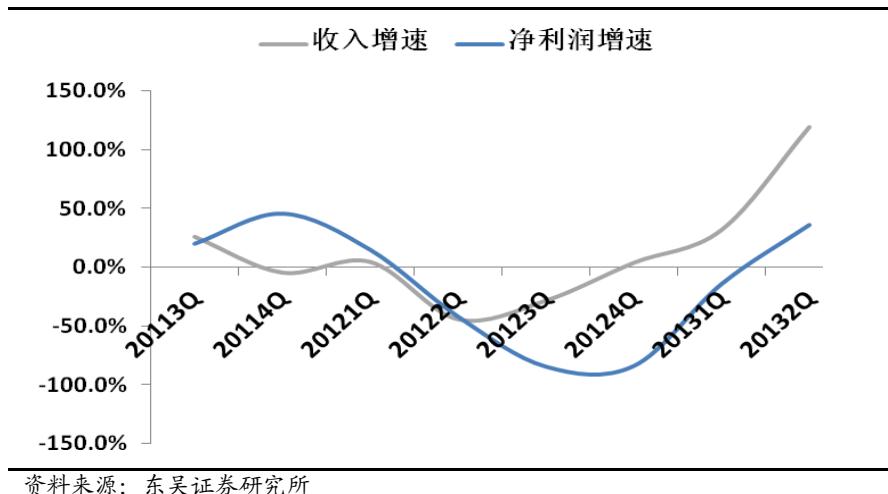


图表 2：以岭药业净利润及增速



资料来源：东吴证券研究所

图表 3：以岭药业单季度收入增速和净利润增速



2、盈利能力分析

公司 2013 年上半年主营业务销售毛利率为 69.0%，较去年同期上升了 0.7 个百分点，说明公司对成本的控制良好。公司生产成本的主要部分是中药原材料，约占成本的 84%。主要中药材为人参、水蛭、全蝎、金银花、连翘、蜈蚣、黄连、麦冬等。从我们观察的以上几种中药材的价格来看，今年以来基本保持平稳。但近期人参、连翘品种出现上涨势头，因此还需要观察。

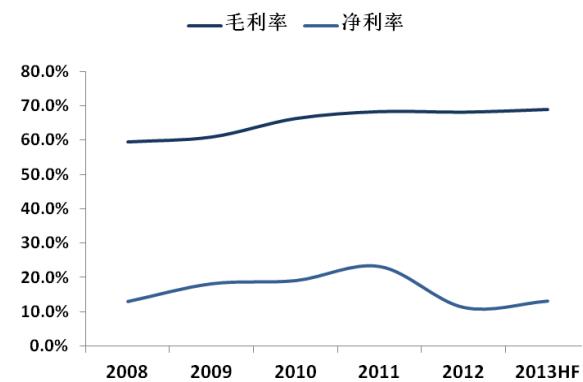
为加强对原材料的控制，公司在扬州建立了水蛭养殖基地，在涉县太行山开展“中药材野生资源综合开发利用项目”，建立了包括蝎子、连翘、酸枣仁等中药材在内的中药材种养殖基地，我们认为自给药材比重的上升，将会稳定或提升公司的毛利率水平。

上半年公司销售费用 5.0 亿，去年同期 2.3 亿，同比大幅增长 115%！其中一季度 2.6 亿、二季度 2.4 亿。从分项目来看，市场推广费 1.4 亿，较去年同期增长 300%，增加 1.06 亿，人工薪酬 9352 万，同比增长 22%。市场活动费 8914 万，同比增长 300%，广告宣传费 8225 万，同比增 50%，其它如差旅费、办公费也有较大增长。我们认为销售费用大增与公司正在开展的 5 个循证医学项目、补充销售队伍、加大学术推广力度和今年 1 月召开的第九届国际络病学大会有关。因此，从全年销售费用的分布来看，上半年的比重较高，下半年比重较小，但总体上仍然呈现大幅增长趋势。

上半年管理费用 1.18 亿，同比增长 42%，增加 3546 万。主要是研发费用 6260 万，同比增长 76%，工资薪酬 2101 万，同比增 29%。财务费用 -1781 万，较去年同期增加 459 万。

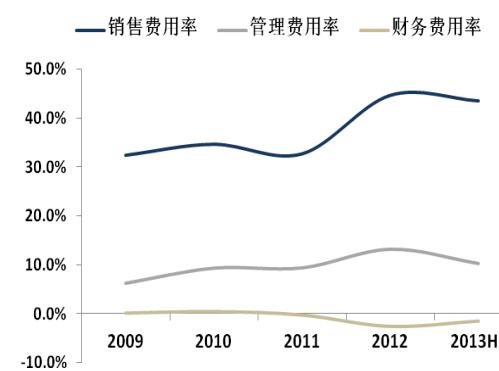
由于公司在销售和研发上投入大笔费用，因此尽管毛利率呈现稳中有升的状态，但净利率则呈现下降趋势，费用吞噬利润、增收不增利的现象是我们最大的担心。但是在前期市场导入和循证医学开展时，费用会较多，随着产品的逐步成熟，费用投入会下降，费用率的变化也会增加公司的业绩弹性。

图表 4：以岭药业毛利率情况



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 5：以岭药业三项费用率分析



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3、其它

- **经营活动现金流量净额：**经营活动现金净流量为 1.14 亿元。去年同期为 -4747 万元。主要是现金流入增长额大于经营性活动产生的现金流出的增长。
- **应收账款：**应收账款达到 1.36 亿，较年初减少 4200 万元，其中 1 年期以上占 99%，前 5 大客户应收占比 23%。
- **存货：**存货 5.1 亿，较年初增加 11%，其中主要是原材料 2.3 亿，库存商品 1.8 亿。
- **在建工程：**总额达到 7.04 亿，其中比较大的在建工程为新厂区建设 5.09 亿（也即募投项目——专利中药生产基地建设项目），软胶囊车间 5687 万（也即超募项目——软胶囊车间），其

它还有以岭生物制剂车间+配套、院士工作站等。由于中药生产基地建设项目和院士工作站项目都将于 2014 年 6 月底达到预定可使用状态，因此 2014 年的折旧压力较大。

二、定性分析

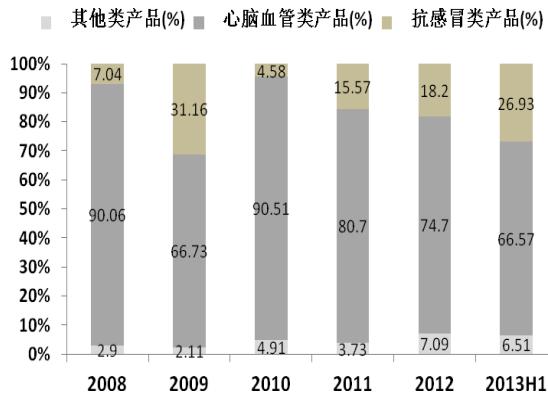
1、“以岭药业业务线分析”

公司是国内独具特色的中成药企业，“络病理论”作为公司独特竞争力，体现在产品、研发、营销各个环节。公司主要产品线是心脑血管领域和呼吸系统领域，2013年上半年心脑血管和呼吸分别贡献收入 7.69 亿和 3.11 亿，占比 66.6% 和 22.9%，从利润贡献看，分别贡献了利润的 66% 和 28%。其它类产品上半年贡献收入 7500 万，占比 6.5%，贡献利润 5.6%。其它类产品主要包括公司在肿瘤、糖尿病领域、补益类领域的新能源，目前整体销售体量还很小，占比不高。

分业务毛利率情况，心脑血管产品毛利率 68.28%，同比下降 0.52 个百分点，呼吸系统产品毛利率 73%，同比上升 2 个百分点，其它产品毛利率 59.55%，上升 3.41 个百分点。

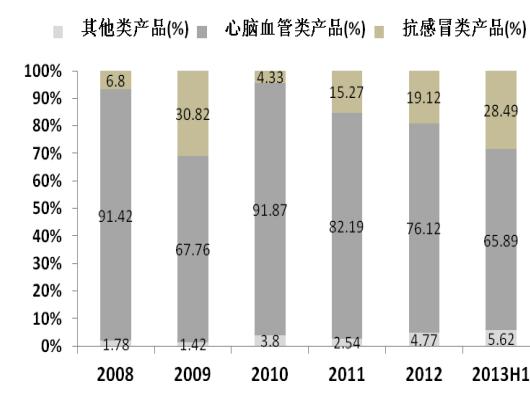
分业务增速情况，心脑血管产品线增长 51.53%，呼吸系统产品线由于受到上半年“H5N7 禽流感”影响，大幅增长 116%，已经达到去年全年销售额。其它类产品同比增长 48%。

图表 6：以岭药业营收结构图



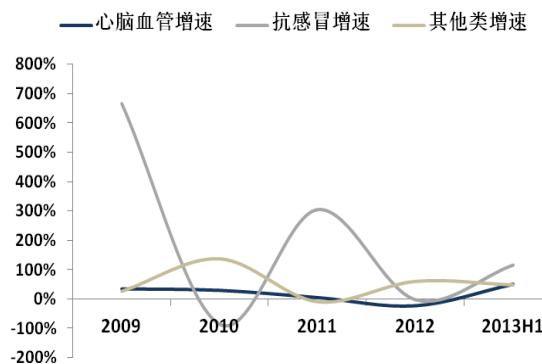
资料来源：东吴证券研究所

图表 7：以岭药业利润结构图



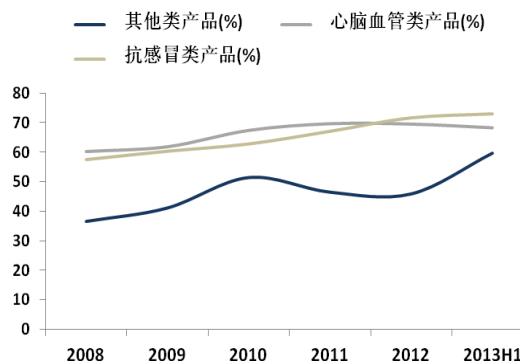
资料来源：东吴证券研究所

图表 8：以岭药业分业务增速



资料来源：东吴证券研究所

图表 9：以岭药业分业务毛利率



资料来源：东吴证券研究所

2、“心脑血管产品线”

公司心脑血管产品线主要是 3 个产品：通心络胶囊、参松养心和芪苈强心胶囊。上半年共实现收入 7.69 亿。由于受到毒胶囊事件影响，2012 年通心络销售下滑 31%，参松下滑 13%，芪苈强心增长 30%。我们预测上半年通心络、参松分别增长 50%，芪苈强心增长 65%。

通心络胶囊：通心络原先的销售主要面对二级以上医院，加之 10 年进入基药目录后，公司未给予足够的重视，基层队伍建设经历一些曲折，因此 11、12 年增速相当缓慢。公司目前心脑血管的销售队伍有 2 块，一个是在医院心脑血管条线的销售人员，有 600 多人，主要还是针对二级以上医院，通过学术做高端市场。另一块是从 11 年开始组建的基层销售队伍，目前城乡+社区队伍已经达到 2500 人，尤其是今年上半年大举扩张 800 人，主要负责基层地区产品规划、招标、增补、学术推广等任务。基层销售中有约 700-800 人是编外人员，估计主要是基层市场当地的优势经销商，可以更充分的发挥地缘优势。因此，随着下半年各省基药招标的陆续开展，14 年通心络在基层的快速放量值得期待。同时，通心络的 2 个循证医学正在积极开展，一是通心络治疗脑卒中于今年启动，二是通心络稳定动脉斑块研究正在进行 2 年病例随访观察，预计于 2014 年结束。循证医学完成后，对公司产品的上量又将增加推动力。

参松养心胶囊：抗心律失常方向用药，填补多项空白。唯一具有多离子通道和非离子通道整合调节作用，是快慢兼治的心律调节药。已经经过循证证实：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；参松养心胶囊治疗阵发性房颤疗效与普罗帕酮相当；参松养心胶囊治疗缓慢性心律失常疗效确切。在中药领域，目前，与参松养心类似的竞品只有步长的稳心颗粒，稳心颗粒 2012 年实现销售收入 11.8 亿元。通过二者的对比，我们发现，参松养心具有安全性好、剂型好、可用于慢性心律不齐、经过循证医学验证等优势。根据标点信息数据，二者在样本医院的销售额已经十分接近。参松目前也有 2 个循证在进行，一是窦性心动过缓伴室性早搏，二是轻中度收缩性心功能不全伴室性早搏，这两项都有望于 2013 年内结束。随着循证结果的发布，对参松的销售也有很好的促进。

芪苈强心胶囊：芪苈强心胶囊的循证医学于 2012 年 9 月结束，结果显示：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；此外，芪苈强心胶囊显著改善慢性心衰患者生活质量、改善心功能、显著提高左室射血分数、改善患者 6 分钟步行距离、降低复合终点事件（包括患者死亡、心衰加重再住院等）发生率均优于对照组。今年该研究成果 7 月又登上国际心脏病权威杂志《美国心脏病学会杂志》，在循证医学和学术推广的推动下，该品种有望快速增长。同时慢性心衰领域除地高辛、速尿等利尿、扩血管药物，缺乏副作用小，疗效突出的药物，竞争格局温和，芪苈强心 12 年销售 8000 万左右，未来有望在较小的基数上实现快速增长。

从全年来看，通心络、参松、芪苈强心有望实现收入 9.5 亿、7.5 亿和 1.4 亿。心脑血管整体有望实现收入 18.5 亿，增长 51%。

3、“呼吸系统产品线”

公司呼吸产品线领域主要是连花清瘟胶囊，今年上半年受 H7N9 禽流感影响，连花清瘟发货量大增，上半年已实现 3 亿收入，相当于去年全年水平。我们预计下半年由于渠道中的存货需要消化，增速会

放缓，但全年仍有望实现 4 亿以上收入，50%的增长。

莲花清瘟胶囊具有良好的广谱抗病毒作用，对副流感病毒 I 型、呼吸道合胞病毒、H1N1、H3N2、H5N1、H9N2、SARS 等多种病毒均有抑制杀灭作用，有望成为治疗病毒性感冒的一线用药。目前感冒药市场的市场容量为 200 亿左右，加上咽喉、止咳、清热解毒等品类总量达 500 亿，参考中药治疗感冒最大的 OTC 品种 999 感冒灵，2012 年销售额 14.5 亿。连花目前的体量仅 3-4 亿，还有很大的成长空间。

公司在呼吸领域的储备品种连花急支片，主治痰热壅肺型急性支气管炎，报告期正在进行 3 期临床病例入选工作。连花定喘片，主治治疗轻、中度慢性持续期支气管哮喘（热哮证），报告期已完成 IIa 期临床试验观察，正在进行数据统计分析。

4. “其它产品线”

“其它类产品线”主要包括公司处于导入期的产品，主要是肿瘤领域的养正消积胶囊、糖尿病领域的津力达颗粒、补益类 OTC 品种八子补肾胶囊等，还包括国际制剂、部分普药业务。

(1) 养正消积胶囊：市场开拓势头良好，自二季度以来表现出明显增长态势，养正消积目前适应症较窄，仅用于肝癌辅助治疗，正在进行循证医学“养正消积胶囊联合化疗治疗肺癌患者的循证医学研究”，预计于 2014 年完成。循证医学完成后，还可能增加小细胞肺癌等其它癌症的适应症。预计今年全年有望实现 3600 万收入，增长 80%。

(2) 津力达颗粒：2013 年 7 月，公司启动了“津力达颗粒治疗 II 型糖尿病”的循证医学研究。预计今年有望实现 4000 万收入，增长 80%。

(3) 八子补肾胶囊：八子补肾胶囊已在全国六千余家药店铺货，预计全年实现收入 1800 万，增长 50%。

(4) 国际制剂：国际制剂是公司未来重要规划点。公司建立了自有产品、临床样品、合同加工、国外产品引进四大类业务为主体的综合性国际业务体系；其中合同加工业务已经成为国内向欧美市场出口

制剂的先导型企业，2013 年合同加工订单超过 10 亿片，国际制剂车间实现满负荷生产。自有产品包括已购国外化药批文产品、专利品牌中药、专利品牌保健品和自研化药产品四大类。目前自有产品在英国、韩国、越南、加拿大等国家和地区已经全面铺开，美国 ANDA 项目已经正式启动，并将成为未来国际业务发展的主要动力。公司产品销售网络已经覆盖到英国、德国、西班牙、葡萄牙、美国、加拿大、新西兰、韩国、俄罗斯、加拿大等国家和地区，且以欧美规范制剂市场为主。公司已在英国、美国投资设立了子公司，未来将以自有品牌产品为核心业务，在当地进行自主营销，在海外建立营销网络。未来还有可能启动自有产品的美国 FDA 注册。今年上半年国外销售收入 317 万，预计今年该业务实现收入 1000 万左右。

(5) 健康饮料：

健康饮品怡梦和津力旺于六月上市销售，正按计划有序推进销售网络的建设，公司健康饮品先期计划在河北的石家庄、唐山、保定和北京、天津以及山西太原、河南郑州推广，通过经销商铺货的形式，从传统、现代、餐饮、特通等渠道进行产品的推广。公司并于 2013 年 6 月获得了西洋参软胶囊的生产资质，此外公司还有十余款保健食品正在研发过程中。预计今年两款饮料实现收入 2000 万左右。

5.新药上市

2013年下半年，公司将上市销售可用于治疗失眠多梦、睡眠质量不佳、头晕健忘、精神紧张、焦虑的枣椹安神口服液，这是中国第一个针对压力紧张综合症的药物，于去年获得新药证书的，可用于治疗轻、中度良性前列腺增生的夏荔芪胶囊也将在下半年上市销售。届时，公司十个专利中药将全部进入市场销售。

公司的糖尿病并发症领域药品——周络通胶囊和芪黄明目胶囊，分别处于准备申报生产资料和申报生产状态，预计有望于年内获得生产批件，后年上市销售。糖尿病并发症领域有广阔市场空间，且无领导品牌，竞争不激烈，公司两个新产品上市发展前景看好。

公司以“养精、通络、动形、静神”八字养生理念统领健康产品开发，积极开发具有良好市场前景的健康产品，并布局后续的市场推广。

图表 10：以岭药业产品线预测

	2012	2013	2014	2015
通心络胶囊	6.42	9.63	12.04	14.45
		50%	25%	20%
参松养心胶囊	5.06	7.59	9.87	12.33
		50%	30%	25%
芪苈强心胶囊	0.82	1.35	2.03	2.94
		65%	50%	45%
心脑血管合计	12.30	18.57	23.93	29.72
		51%	29%	24%
莲花清瘟胶囊	2.85	4.28	5.13	6.16
		50%	20%	20%
连花清瘟颗粒	0.15	0.25	0.36	0.47
		65%	45%	30%
呼吸合计	3.00	4.52	5.49	6.62
		51%	21%	21%
津力达颗粒	0.22	0.40	0.65	0.98
		80%	65%	50%
养正消积胶囊	0.20	0.36	0.59	0.89
		80%	65%	50%
八子补肾胶囊	0.13	0.20	0.26	0.36
		50%	35%	35%
枣椹安神口服液	0.00	0.02	0.08	0.16
夏苈芪胶囊	0.00	0.02	0.08	0.16
周络通胶囊	0.00	0.00	0.02	0.08
芪黄明目胶囊	0.00	0.00	0.02	0.08
解郁除烦胶囊	0.00	0.00	0.00	0.02
柴芩通淋片	0.00	0.00	0.00	0.02
怡梦+精力旺	0.00	0.20	0.50	1.00
国际制剂	0.04	0.10	0.20	0.25
其它+普药	0.59	0.71	0.78	0.86
“其它类”合计	1.18	2.00	3.19	4.85
		69.4%	59.6%	52.2%
合计	16.48	24.85	32.23	40.63
		50.8%	29.7%	26.1%

资料来源：东吴证券研究所

三、其它

股权激励——2013年6月27日，公司完成了向141名激励对象授予的363.7万份股票期权和1041.2万股限制性股票的授予登记。本激励计划首次授予的股票期权的行权价格为25.02元，限制性股票的授予价格为12.68元。行权考核年度为2014年-2016年，行权期考核目标为以2012年净利润为基数，分别增长最大值113%、161%和222%，及格值85%、127%、180%。也即利润2013-2014年复合增长率+34.54%为及格线，可以开始行权；+44.22%为满分线，可以完全行权。2015-2016年净利润增长率分别达到+22.65%（按2014年及格线为基础）和+23.42%为及格线，可以开始行权；+23.08%（按2014年满分线为基础）和+23.05%为满分线，可以完全行权。其本质是2013-2016年复合增长率+28.66%为及格线，+33.22%为满分线。股权激励费用共约1亿元，其中13年需摊销1896万，14年摊销3251万，15年摊销2688万。13年上半年摊销激励费用253万元，预计下半年还需摊销1500多万。

募投项目——“专利中药生产基地建设项目”所有土建施工已完成，目前前处理车间和制剂车间正在进行设备制作、安装调试和车间装修，提取车间正在进行设备调试，上述三个车间预计于今年年底前申请认证，生产基地的配套工程已基本完工。“院士工作站项目”建筑主体土建已完工，正在进行主体装修，预计2013年底可完成装修。以上2个项目于2014年6月30日达到可使用状态。“专利中药营销网络建设项目”报告期末完成了重庆、湖北的办事处用房购置，其它省份的购置事宜也正在按计划有序推进；地市级办事处和一级城市办事处的办公室租赁按募集资金计划执行。“企业信息化平台建设项目”有序开展，部分可在2014年完成。超募资金项目“5亿粒软胶囊车间”进度86.43%。由此预计2014年折旧压力非常大。

“一类新药合作开发项目”公司用超募资金与几家合作单位合作研究开发的一类创新药物中，苯胺洛芬注射液项目目前处于一期临床阶段，其他几个项目仍处于临床前药效、安全性评价阶段。

高管变动——董事、总经理李叶双因个人身体原因于 2013 年 04 月 08 日离职。

四、盈利预测及投资建议

考虑到费用增加，我们调整公司盈利预测，预计公司 2013 年-2014 年实现营业收入为 24.85 亿元，32.23 亿元。同比增长 51% 和 30%。归属于母公司净利润 3.38 亿元、4.58 亿，同比增长 76%，35%。折合每股收益 0.60 元（原预测 0.63），0.80（原预测 0.87）元。对应 13 年 PE52.5 倍。

公司拥有独特的络病理论，该理论从新的视角把握多种难治性疾病发展演变的内在规律，开辟了一套系统的新途径、新治法、新组方，并经过临床疗效的检验和证实，是难以被复制和超越的内在精髓，是企业生命力之所在；公司拥有针对大病领域的产品群，临床具有差别的定位和显著的特点，符合疾病谱演变方向和慢性病治疗需求，容易诞生大品种，一线、二线、在研产品梯队布局合理，推动公司持续性增长；公司拥有多元化和国际化的视野，开始向大健康领域和制剂出口、中药国际化发展。公司作为独具特色的中药股具备长期投资价值。短期估值偏高，给予公司“观望”评级。

五、风险提示

- 1.政策性降价的风险；
- 2.中药材价格大幅上涨风险；
- 3.家族管理风险；
- 4.由于产品导入期、新进保健品领域、折旧增加所导致的费用大幅上升风险；

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20%以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10%以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5%以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：0512-62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>