



买入

28% ↑
目标价格:人民币 20.00

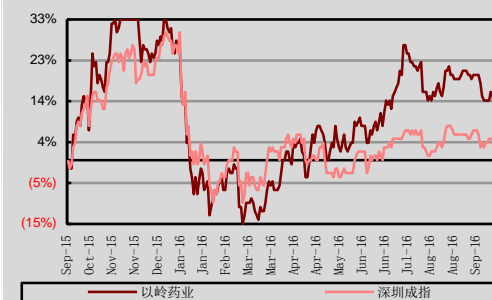
002603.CH

价格:人民币 15.64

目标价格基础:40 倍 16 年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(2.8)	(6.8)	3.4	14.1
相对深证成指	18.2	(4.0)	1.0	9.2

发行股数(百万)	1,128
流通股(%)	80
流通股市值(人民币 百万)	14,036
3 个月日均交易额(人民币 百万)	130
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
河北以岭医药集团有限公司	25

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 9 月 26 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 中药

王军*

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

*张威亚为本报告重要贡献者

以岭药业

核心专利品种稳定增长, 期待国际化和大健康发力

以岭药业专利中药、化生药、健康产业三大板块齐头并进, 公司“医、药、健、养”相结合的优势逐渐形成。中药板块优势突出, 心血管三大独家品种受益于基药市场扩容和基层医疗市场发展能够稳定增长, 前景广阔; 糖尿病、肿瘤等大病领域有产品推出处于市场开拓期。在中药板块逐渐形成以医保基药目录为核心支撑, 以处方药和 OTC 双轨运行作为优势的产品系列; 化生药板块制定国际化三步走战略, OEM 实现盈利, ANDA 产品研发进展顺利, 定增助力制剂国际化项目; 正式上线以岭健康城网, 在处方药网售政策逐步放开的背景下, 布局医疗 O2O。我们给予其买入的首次评级, 目标价格 20.00 元。

支撑评级的要点

- **创新络病理论带动中药产业化, 创立“理论-科研-新药-生产-营销”五位一体的运营模式, 获取差异化竞争优势。**公司致力于发展创新中药业, 建立起以络病理论为指导的创新中药研发-营销体系, 运用现代高新技术研发、生产科技中药, 坚持专业学术推广模式。同时, 公司积极开展各产品询证医学研究, 向医护人员传递最新的科研进展, 推动药品销售增长。中医络病理论学术创新赋予公司科技中药良好疗效和学术内涵, 形成公司独具优势的科技核心竞争力, 促使公司的专利产品快速进入市场并取得成功。
- **公司明星产品稳定增长, 新药逐步上市并形成系列药品, 覆盖心血管、糖尿病、呼吸、泌尿等慢性、常见病市场。**三大独家品种通心络、参松养心和芪苈强心胶囊对冠心病血管疾病常见适应症, 作为新版基药独家品种和医保品种, 在基药招标扩容背景下拥有广阔的市场前景; 莲花清瘟胶囊作为抗病毒的明星产品, 目前得到广泛的认可, 公司继续加强在 OTC 端的营销; FDA 临床二期前期准备工作完成, 进军中药国际化市场; 糖尿病、抗病毒领域将迎来新药上市, 与原有药品形成系列药品, 有望借助原有渠道和消费群体, 快速获取市场份额。
- **化生药板块制定国际化三步走战略, 已完成研发平台搭建, 业务发展迅速, 定增助力国际化进程。**公司从 2009 年起布局国际制药产业, 规划了起步化药制剂出口-海外加工&非专利药注册-专利药的国际化市场销售的三步走战略, 目前完成了研发平台的搭建, 国际市场制剂销售业务发展迅速。ANDA 产品研发顺利, 预计最快下半年有 ANDA 制剂产品获批进入市场。公司近期公布的非公开发行预案, 募集资金 13.3 亿元, 其中 8 亿用于化学制剂国际产业化项目。国际市场有望成为公司业绩新的增长点。
- **构建网络电商与地面实体相结合的交易平台, 发挥“医、药、健、养”相结合的资源优势, 打造一流的健康产业品牌。**大健康产业是公司未来发展的主要方向, 公司以“养精-通络-动形-静神”文化指导大健康产业发展, 涵盖中医保健品、保健饮料食品、医药电子商务、养生堂。以岭健康城线上电商线下实体相结合, 充分发挥公司“医、药、健、养”相结合的资源优势, 有望成为公司新的业绩增长点。

评级面临的主要风险

- 新药市场推广; 医药电商平台发展等不达预期; 招标降价超过预期; OTC 渠道开拓不顺。

估值

- 我们预计公司 2016-2018 年净利润增速分别为 31.7%、29.1%、24.3%。公司传统产品销量稳定, 新产品上市在即; 基层市场的扩张为新老药品带来更大的市场空间。大健康产业链布局和国际战略为公司带来更大的想象空间, 成为未来主要的利润增长点, 我们给予公司买入评级, 目标价格为 20.00 元, 对应 2016 年 39.76 倍的市盈率。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	2,921	3,185	4,006	5,207	6,456
变动(%)	17	9	26	30	24
净利润(人民币 百万)	354	430	567	732	910
全面摊薄每股收益(人民币)	0.629	0.382	0.503	0.649	0.807
变动(%)	45.2	(39.3)	31.7	29.1	24.4
全面摊薄市盈率(倍)	24.9	41.0	31.1	24.1	19.4
价格/每股现金流量(倍)	83.2	133.7	(135.7)	12.5	21.9
每股现金流量(人民币)	0.19	0.12	(0.12)	1.25	0.71
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.6	27.0	20.7	15.1	11.6
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.109	0.138	0.186
股息率(%)	0.6	0.6	0.7	0.9	1.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

投资摘要.....	3
络病理论传承者，业绩稳定增长	5
中药领域：络病理论带动中药研发，明星产品稳定增长， 新药逐步上市并形成系列药品	9
化生药“三步走”战略，开拓国际市场	22
大健康产业：完善保健产品,布局互联网医疗	23
风险因素.....	26
盈利预测和假设	27
研究报告中所提及的有关上市公司	29

投资摘要

以岭医药股份有限公司是一家优秀的中成药企业，以中医络病理论创新带动产品研发和营销。公司主营业务是专利中药的生产销售，主要中药产品覆盖了心脑血管系统、呼吸系统、糖尿病等临床发病率较高的大病种药物；并依托自身研发能力和客户资源布局大健康产业，推进中药国际化和制剂出口业务。

中药领域以络病理论带动新药研发，明星产品稳定增长，新药逐步上市并形成系列药品

心脑血管类药物：循证医学带来正面效应，基药扩容利好产品市场扩张。三大独家品种通心络、参松养心和芪苈强心胶囊对症心血管疾病常见的冠心病、心律失常和慢性心衰，均已进入国家医保目录，通心络和参松养心胶囊进入国家基药目录，芪苈强心胶囊也在部分省份属于地方增补基药。三种药品在国家基药扩容的政策背景下，都将维持较快增速。我们预测公司心血管系统药品 2016 年至 2018 年收入增速分别为 20%、25%和 15%。

呼吸系统药物：明星产品莲花清瘟保持高增长，期待同系列新产品上线。莲花清瘟作为公司的明星产品，近年受益于流感疫情的爆发而迅速发展，并被国家卫计委列入《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案（2014 年版）》用药。公司目前加强与大型连锁药店的合作以及市场推广的力度，未来将保持快速平稳的增长。此外，随着公司新药——连花急支片和连花定喘片的上市销售，公司将形成呼吸系统的系列产品线。我们预计 2016 年至 2018 年公司莲花清瘟胶囊收入增速分别为 40%、35%和 30%。

在研品种覆盖常见慢病，新品陆续上市有望成为新的增长点。针对糖尿病两大并发症-周围神经病变和视网膜病变研发的周络通胶囊和芪黄明目胶囊因国家对糖尿病药物的观察周期延长导致撤回注册申请，预计公司在补充临床数据后将重新申报，届时公司将形成对糖尿病用药的整体覆盖，有望在糖尿病药物市场的高速增长中占得一席之地；泌尿系统领域，柴苓通淋片完成三期临床；神经系统领域解郁除烦胶囊和百灵安神片均已完成三期临床试验。新产品陆续上市，有望形成公司新的业绩增长点。

化生药板块制定“国际化三步走”战略，已完成研发平台搭建，业务发展迅速，定增助力国际化进程。

公司从 2009 年起布局国际制药产业，规划了“起步化药制剂出口-海外加工&非专利药注册-专利药的国际化市场销售”的三步走战略，目前完成了研发平台的建设，搭建起国际化的研发、质量、生产、营销团队。公司贴牌加工、新药临床样品加工、自主研发 ANDA（即“简略新药申请”）三大业务模块得到了长足发展。固体口服制剂进入欧美规范市场，尤其进入 PICS 成员国，在国际制药领域获得了肯定，成为中国制剂出口规模最大的企业之一；ANDA（Abbreviative New Drug Application，简略新药申请）产品研发顺利，预计最快下半年有 ANDA 制剂产品获批进入市场。公司正在进行的非公开发行项目募集资金投向之一即为“国际制药化学制剂国际产业化项目”，助力制剂国际化。国际市场有望成为公司业绩新的增长点。

大健康产业链集合线上线下资源，打造中国健康产业第一品牌。

公司依托多年积累的创新优势、科研创新优势以及完善的医疗资源和产业资源，积极开发健康产品，布局大健康产业。公司子公司以岭健康城为公司运营大健康板块的主要平台，汇集健康管理中心、以岭健康商城、以岭药堂旗舰店。现在公司自有品牌接近 100 种，电商线上销售的保健品的品牌超过 6,000 种，产品种类比较丰富，线上线下相结合的立体营销网络保证了以岭健康产品销售进入快速通道。

小结：公司传统产品销量稳定，新产品上市在即；基层市场的扩张为新老药品带来更大的市场空间。大健康产业链布局和国际化战略为公司带来更大的想象空间，成为未来主要的利润增长点，我们预计公司 2016-2018 年净利润增速分别为 31.7%、29.1%、24.3%。我们给予公司 **买入** 评级，目标价为 20.00 元，对应 2016 年 40 倍的市盈率。

络病理论传承者，业绩稳定增长

公司概况

以岭药业股份有限公司是一家优秀的中成药企业，以中医络病理论创新带动产品研发，创建了“理论—科研—新药—生产—营销”五位一体的独特运营模式，以专利中药的生产销售为主营业务，专利产品覆盖心脑血管疾病、感冒呼吸疾病、恶性肿瘤疾病、糖尿病等大病种领域，同时积极布局化生药、大健康产业。公司主要收入来源于心脑血管类药物的销售，其中通心络和参松养心胶囊在二、三级医院已有较高覆盖率；此外，莲花清瘟胶囊因在 H7N9 等疫情中效果突出而被广泛认可，公司积极布局制剂出口业务。除药品外，公司积极布局健康产业链，现已拥有多种健康保健饮品，并同时探索互联网医疗。

公司发展历程

公司的前身为医药研究所下属的黄帝制药厂，创立于 1994 年，黄帝制药厂于 1996 年 12 月 23 日改制设立为以岭有限，并于 2001 年 8 月 28 日整体变更为以岭药业股份有限公司。

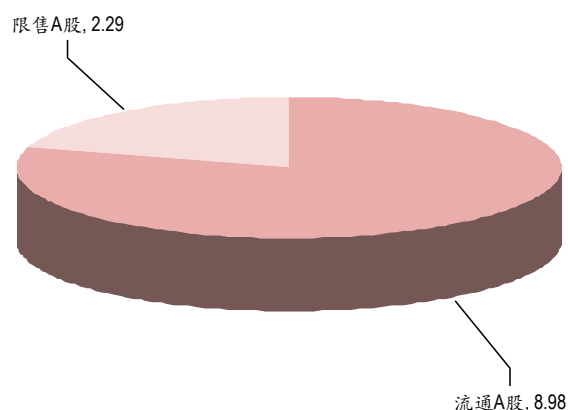
图表 1. 公司发展历程



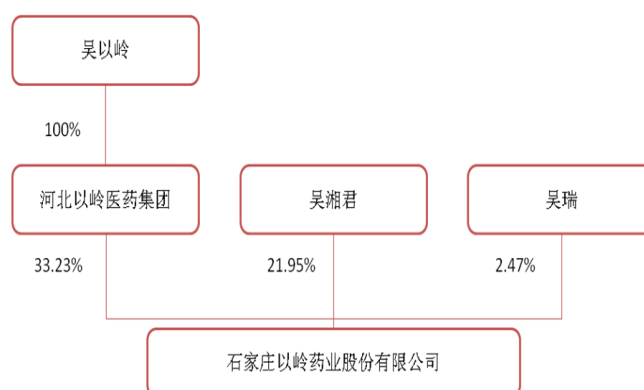
资料来源：公司资料，中银证券整理

公司股权结构及控股或参股公司

当前公司总股本 11.28 亿股，流通股 8.98 亿股，占总股本的 79.68%，受限流通股 2.29 亿股，占总股本的 20.31%。公司控股股东为河北以岭医药集团有限公司，持股总数 3.76 亿股，持股比例为 33.36%，实际控制人为吴以岭教授、吴相君和吴瑞。

图表 2. 公司股本结构 (亿股)


资料来源：公司公告、中银证券整理

图表 3. 公司股权结构


资料来源：公司公告、中银证券整理

控股股东——以岭医药集团成立于1999年1月28日，注册地为石家庄高新技术产业开发区，注册资本6,263.4万元，法定代表人吴以岭，主要从事中医药临床科研、技术咨询；实业项目的投资、管理和经营。

该公司实际控制人吴以岭，1949年出生，河北省中西医结合医药研究院院长、河北医科大学教授、博士生导师、中国工程院院士、中医络病学学科创立者和学科带头人、中医心血管病专家，担任中国中西医结合学会副会长、中华中医药学会副会长、中华中医药学会络病分会主任委员、全国政协委员、以岭医药集团执行董事及本公司董事长。

吴相君先生，1975年出生，中医专业硕士学位、英国格林威治大学工商管理硕士、副主任医师。自2005年起任公司营销中心总经理，2010年至2013年4月任公司常务副总经理兼营销中心总经理，2010年8月起任公司董事，2013年4月起任公司总经理。

吴瑞女士，1980年出生，国际商法专业，法学博士，历任以岭医药集团证券与投资事务部副经理。2010年8月起任公司副总经理、董事会秘书。

其中，吴相君为公司控股股东河北以岭医药集团有限公司董事长吴以岭之子，吴瑞为吴以岭之女

公司下属有北京以岭药业集团、以岭健康城科技有限公司、扬州智汇水蛭科技有限公司等主要子公司如下表所示，业务包括专利中药、健康保健产品、化生药和医药电商。

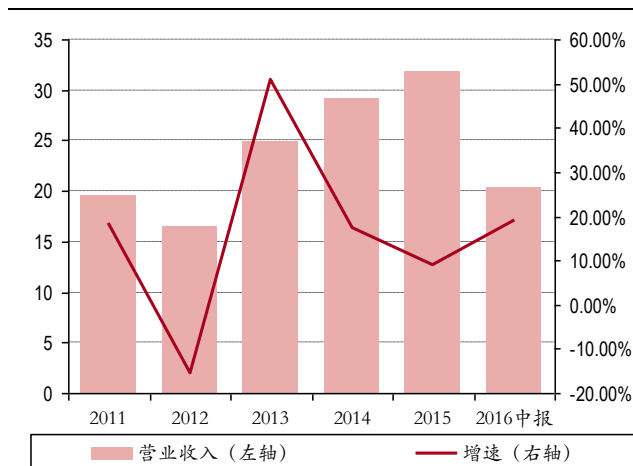
图表 4. 公司控股或参股子公司情况

公司名称	参控关系	持股比例	主营业务
北京以岭药业有限公司	子公司	100%	药品制造
以岭健康城科技有限公司	子公司	87.72%	保健食品研发
涉县以岭燕赵中药材有限公司	子公司	100%	中药材研发
扬州智汇水蛭科技有限公司	子公司	100%	养殖业务
北京以岭生物工程技术有限公司	子公司	100%	生物制药
YILING PHARMACRUTICAL, INC	子公司	100%	原料药、保健品、OTC
以岭万洲国际制药有限公司	子公司	100%	西药、中成药研发
北京盛世汇通医药有限公司	孙公司	100%	药品物流
故城县茂丰农业科技开发有限公司	子公司	100%	中药材种植加工销售
YILING LTD	子公司	100%	药品销售
河北以岭医药中药饮片有限公司	子公司	100%	科技开发
石家庄以岭中药饮片有限公司	子公司	100%	中药饮片研发
台湾以岭健康城科技有限公司	子公司	100%	中药批发、医疗器械批发
北京以岭医药研究院有限公司	子公司	100%	药品研发

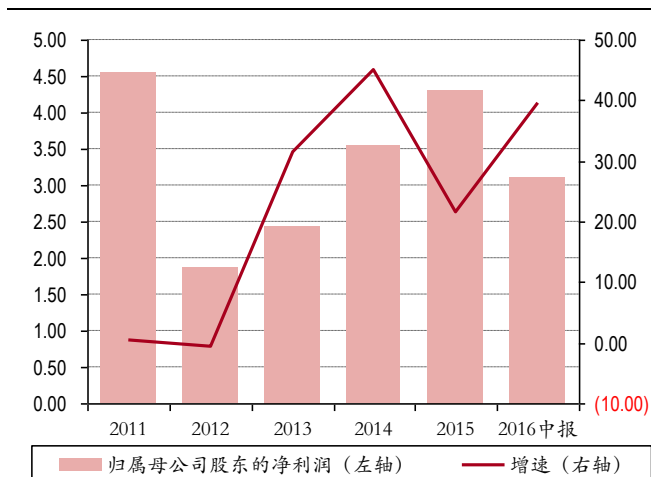
资料来源：万得、中银证券

公司经营状况

公司近 4 年来业绩保持稳定增长，2012 年-2015 年收入复合增速 12.92%，归属母公司净利润复合增速 27.56%。2016 年中报公司营业收入同比增 19.06%，扣非净利润同比增长 38.31%。

图表 5. 近年公司营收及增速


资料来源：公司公告、中银证券整理

图表 6. 近年公司净利润及增速


资料来源：公司公告、中银证券整理

公司的主营业务按行业分类可以分为中药、化生药和健康产业。中药是公司收入和利润的主要来源，2015 年实现营收 27.48 亿元，占全年营收的 86.28%。其中心脑血管类药物和抗感冒药是中药收入和利润的主要构成。2015 年，公司心脑血管类药物实现营业收入 21.4 亿元，占公司营收 67.27%；抗感冒类药物实现营业收入 5.97 亿元，占比 18.78%。

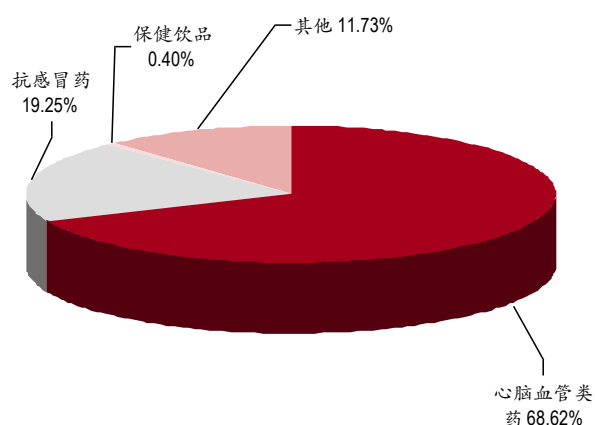
我们认为公司近年来利润维持稳定较高增长的主要原因是公司在中药板块逐渐形成了以医保保基药目录核心支撑，以处方药和 OTC 双轨运行为优势的产品系列，其中通心络、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊覆盖心血管不同的常见适应症，前两者均属于国家基药目录，后者在部分省份属于地方增补基药，市场空间广阔。现三种药品的销售主要集中在二三级医院，随着基层销售团队的建立，心血管系统药品逐渐向基层医疗机构和药店渗透，能进一步提高公司产品影响力，提升销量，在广阔的基层市场占据一定份额；莲花清瘟已经成为抗病毒感冒药领域明星产品，继续加强和连锁药店合作和医院的覆盖率，促进产品业绩高速增长。公司的明星品种具备长期增长潜力

图表 7. 公司主要产品

产品类别	主要产品
心脑血管类药	通心络、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊
抗感冒类药	莲花清瘟胶囊、莲花定喘片
大健康产业	6 家线下药店、以岭健康城网、保健饮品
化生药	-

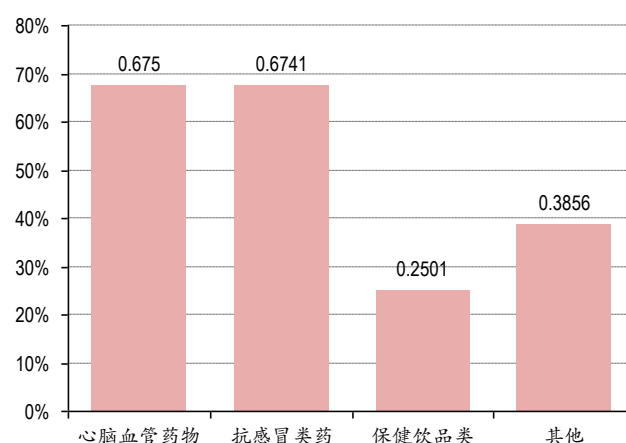
资料来源：公司资料，中银证券

图表 8. 公司主营业务构成



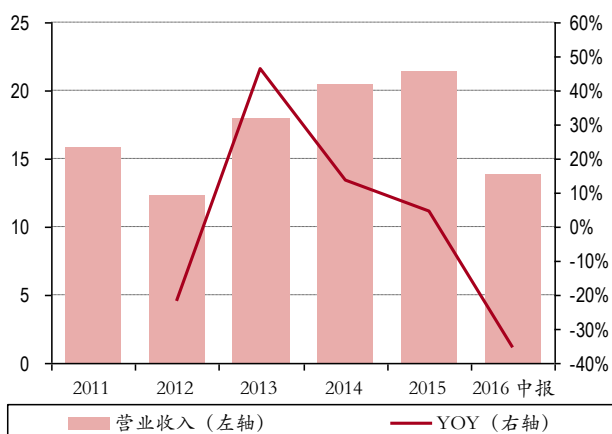
资料来源：公司公告、中银证券整理

图表 9. 2015 年公司主营业务毛利率



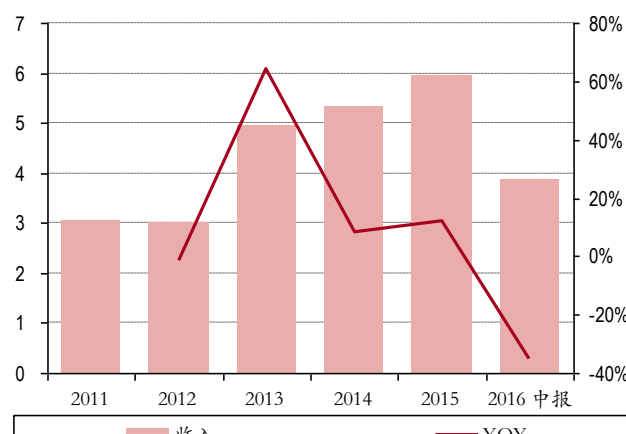
资料来源：公司公告、中银证券整理

图表 10. 近年来心血管药物收入及其增速



资料来源：公司公告、中银证券整理

图表 11. 近年来抗感冒类药收入及其增速



资料来源：公司公告、中银证券整理

中药领域：络病理论带动中药研发，明星产品稳定增长，新药逐步上市并形成系列药品

公司以络病理论学术创新带动专利中药研发，主要产品分布在心脑血管病、感冒呼吸疾病、恶性肿瘤、糖尿病、神经系统疾病等发病率高、市场用药量大病种领域。截至 2015 年年末，公司共有 10 个专利中药品种，其中治疗心脑血管病的通心络胶囊、抗心律失常的参松养心胶囊、治疗慢性心衰的芪苈强心胶囊、治疗肿瘤的养正消积胶囊、治疗感冒及流感的连花清瘟胶囊\颗粒、治疗糖尿病的津力达颗粒均已进入了国家医保目录，通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊\颗粒进入了《国家基本药物目录》（2012 年版），芪苈强心胶囊、津力达颗粒和养正消积胶囊在部分省份属于地方增补基药。

图表 12. 公司专利产品

疾病分类	药品	适应症	是否独家	国家医保	国家基药目录
心脑血管类	通心络	冠心病	是	是	是
	参松养心胶囊	抗心律失常	是	是	是
	芪苈强心胶囊	慢性心衰	是	是	地方增补
抗感冒药类	连花清瘟胶囊/颗粒	病毒性感冒、流感	是	是	是
抗肿瘤类	养正消积胶囊	治疗肿瘤	是	是	否
糖尿病	津力达	II 型糖尿病	是	是	否

资料来源：公司资料，中银证券

络病学术理论创新带动专利中药研发

络病理论是指导难治性疾病辨证治疗的临床应用理论，是中医学学术体系的独特组成部分。络病属中医学病理概念并非一个独立病种，广泛存在于多种难治性疾病中的病理状态和病理过程。

络病理论肇始于《黄帝内经》，该书首次提出“络”的概念，并奠定了络脉与络病的理论基础；临床证治奠基于《伤寒杂病论》，以《脏腑经络先后病脉证》作为外感热性病及内伤杂病的辨治总纲，首开辛温通络、虫药通络之先河；到清代名医叶天士提出“久病入络”、“久痛入络”及络病治法用药，始形成重要的病机理论，形成了中医络病学说发展的“三个里程碑”。

图表 13. 络病理论发展历程


资料来源：中银证券整理

吴以岭教授致力络病理论研究近 30 年，以其为首席科学家的科研团队，在络病防治临床实践的基础上，创造性地提出了络病理论研究的“三维立体网络系统”，首次提出“脉络-血管系统病变”概念，创新带动专利新药研发，形成了公司独具优势的科技核心竞争力。以络病理论为指导，初始干预目前高发的血管病变，阻断心脑血管发病事件链，在用中药消融斑块、稳定斑块，改善冠脉痉挛以及整合调节复杂性心律失常，标本兼治慢性心衰等取得一批研究成果，同时创新研究对于糖尿病并发微血管病变、脑中风、恶性肿瘤等也具有非常重要的价值，开辟了心、脑、肾从微血管病变防治开始，进而阻断重大疾病发生的有效新途径，诞生的国家创新药物通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊等均在我国心脑血管病的防治中发挥着重大作用，显示出了络病理论创新的巨大临床价值。公司围绕络病理论创新及新药研发先后荣获国际技术发明二等奖一项、国家科技进步二等奖四项，中医络病诊疗方法入选国家级非物质文化遗产名录。

络病理论指导学术推广，以岭药业从世界中医药联合会络病专业委员会、中华医学会络病分会，到每年一届的国际络病学大会、再到省级络病学会、地级络病分会，已经建立了较为完善的四级络病理论推广体系，为络病理论学术推广打造了良好的平台，有利的促进了通络药物的广泛应用；络病学会组织的蓬勃发展，形成了一大批认可通络药物的医师群体；循证医学评价，也为公司市场推广应用提供了西医专家认可的权威临床证据。

图表 14. 公司在研循证项目汇总

序号	循证医学项目	目前进度
1	参松养心胶囊治疗窦性心动过缓伴室性早搏的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床研究	正在进行中
2	通心络胶囊治疗缺血性脑卒中的随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床研究	正在进行中
3	养正消积胶囊改善晚期非小细胞肺癌患者化疗生活质量的随机、双盲、安慰剂平行对照多中心临床研究	正在进行中
4	津力达颗粒治疗 2 型糖尿病循证研究	正在进行中

资料来源：公司年报与公告 中银证券

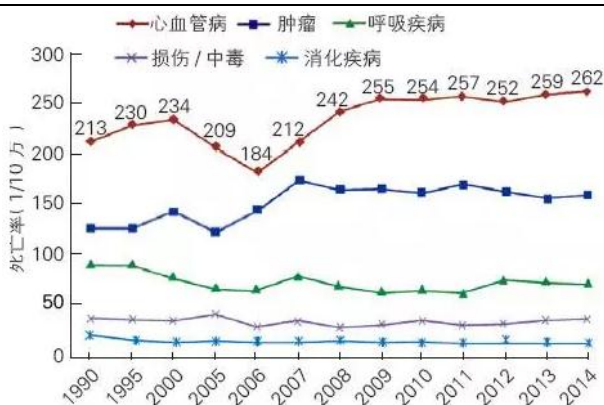
心脑血管类：三大品种对应不同细分病症，疗效突出，前景广阔

在吴以岭教授的带领，公司以络病理论学术创新带动新药研发，研制出治疗心脑血管病的通心络胶囊、治疗各种心律失常的参松养心胶囊、治疗慢性心衰的芪苈强心胶囊独家专利产品。这三大品种对应心脑血管领域不同适应症，目标人群庞大，且竞争格局良好；同时作为新版基药独家品种和医保品种，在基药招标扩容背景下拥有广阔的市场前景。

心脑血管领域市场空间大，中药治疗有优势

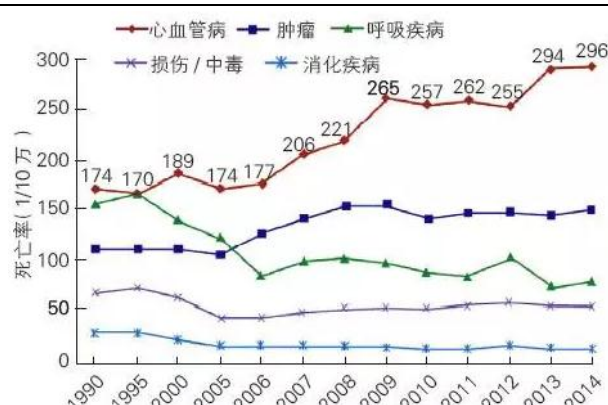
心脑血管疾病发病率&致死率攀升。根据国家心血管病中心公布的《中国心血管病报告 2015》，我国心血管病死亡率居于疾病死亡的首位，高于肿瘤及其他疾病，我国每 5 例死亡病例中，有 2 例死于心血管病。数据显示，2015 年，我国城市地区心血管病死亡率为 261.99/10 万人，其中心脏病死亡率为 136.21/10 万人、脑血管病死亡率为 125.78/10 万人（脑出血 52.25/10 万人、脑梗死 41.99/10 万人）。我国农村地区心血管死亡率为 295.63/10 万人，其中心脏病死亡率为 143.72/10 万人，脑血管死亡率为 151.91/10 万人（脑出血 74.51/10 万人，脑梗死 45.30/10 万人）。心血管病在我国城市居民疾病构成中占 42.51%，在农村占 44.60%。报告同时揭示，1980 至 2014 年间，我国心脑血管病患者出院人次数年均增加 10.10%，快于同期出院总人次数的年均增速（6.33%）。心脑血管病中，年均增速排位为脑梗死、缺血性心脏病，颅内出血、急性心肌梗死、高血压、高血压性心脏病及肾脏病。

图表 15. 1990 年-2014 年中国城镇居民主要疾病死亡率变化



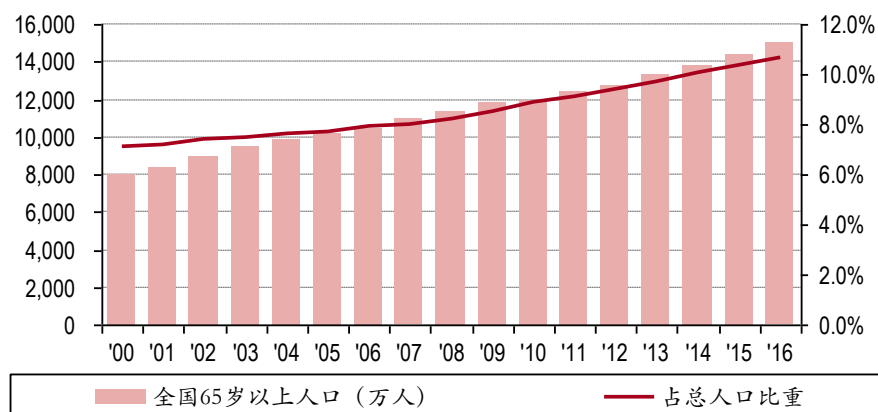
资料来源：中国循环杂志、中银证券整理

图表 16. 1990 年-2014 年中国农村居民主要疾病死亡率变化



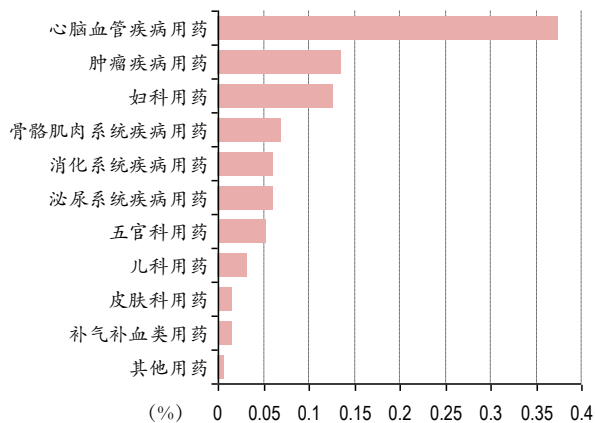
资料来源：中国循环杂志、中银证券整理

人口老龄化加速药品市场扩容。根据《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》指出，中国从 1999 年进入了老龄社会，是较早进入老龄社会的发展中国家之一。中国是世界上老年人口最多的国家，占全球老年人口总量的五分之一。从 2001~2020 年是快速老龄化阶段，这一阶段，中国平均每年将增加 596 万老年人口，年均增长速度达 3.28%，大大超过总人口年均 0.66% 的增长速度，人口老龄化进程明显加快，到 2020 年，老年人口将达到 2.48 亿。统计显示，60 岁以上人口慢性疾病的患病率是全部人口的 3.2 倍，老年人的药品消费占据药品市场消费的 1/2 以上，心脑血管疾病正是老年人群中的常见病。

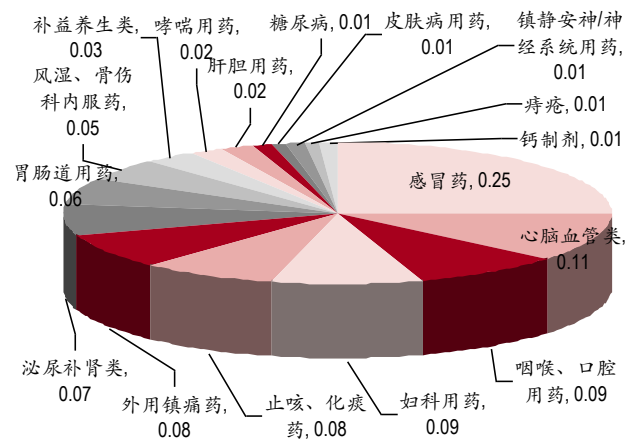
图表 17. 我国 65 岁以上人口及占比


资料来源：公司资料，中银证券

心脑血管药品市场空间大。以冠心病为例，在我国人群中患病率为 1.5-2%，65 岁以上人口患病率为 6%-10%，保守估算，我国每年新增 6,000 万冠心病患者。患病人数攀升带动了心血管疾病药品市场的快速发展。据统计，我国处方药销售额前 20 的药品中，超过一半来自心脑血管类用药，目前心脑血管药物在我国药品市场规模中仅次于抗感染药物，2012 年，我国心脑血管类药品市场总值已超过 1,400 亿元，约占国内药品市场总额的 17%。

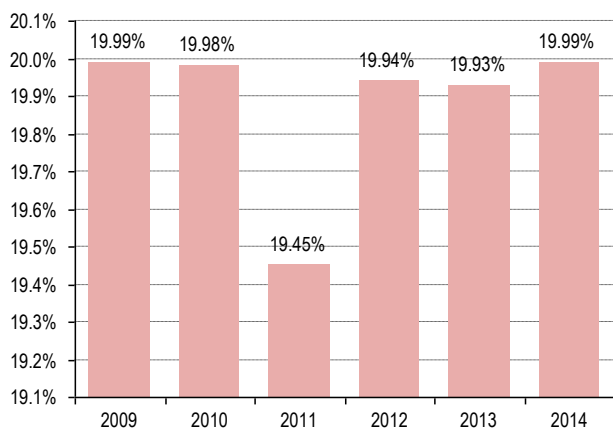
图表 18. 2015 年中国城市公立医院中成药市场各大类份额


资料来源：新康界，中银证券整理

图表 19. 2014 年中国药品零售市场中成药 TOP100 品种的细分品类分布


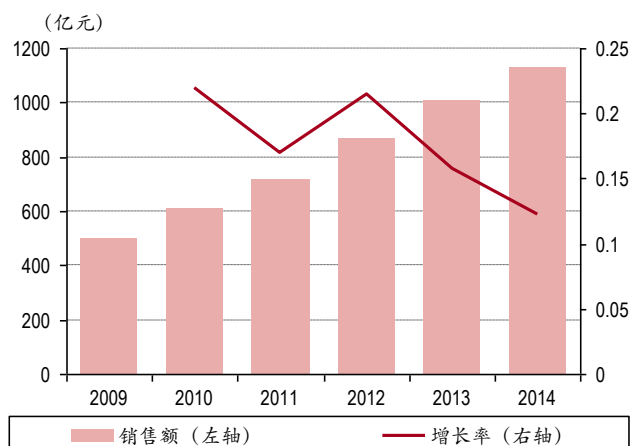
资料来源：新康界，中银证券整理

图表 20. 2009-2014 年心脑血管药物在我国医药总体市场的份额



资料来源：公司公告、中银证券整理

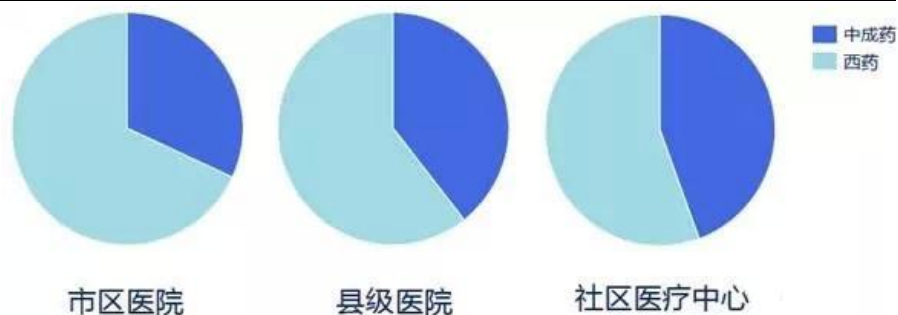
图表 21. 我国心脑血管中成药终端市场规模



资料来源：公司公告、中银证券整理

中成药优势明显。心脑血管疾病多为慢性疾病，中成药在治疗慢性疾病方面具有疗效良好、副作用少等优势。相较于西药仅针对某个单一病理环节发挥作用，中成药治疗心血管疾病通过作用多个病理环节、多途径、多靶点、层次积极干预，能取得更全面的疗效，且副作用少。从临床上看，中西医结合治疗是趋势；从患者角度，中国心脑血管疾病患者对中医和中药的认可度高。预计未来十年心脑血管疾病中成药市场年复合增长率将达到 14.5%。而且中成药的市场集中度远高于西药，排名前八的中成药厂家的市场份额达到 43%，形成低集中寡占型市场。中成药往基层医疗机构下沉明显，越往基层中成药使用比例越高。

图表 22. 中成药在各级医院使用占比



资料来源：公司资料，中银证券

广阔的心脑血管市场加上中药在该领域“疗效良好、副作用少”的巨大优势，心脑血管类中成药发展迅速。2009-2014 年，我国心脑血管中成药终端市场规模由 501.04 亿元上升至 1,130.2 亿元，6 年间年复合增长率 17.67%，2015 年心脑血管疾病中成药用药远超其他品种，占 37.42%。

通心络胶囊——络病理论代表药品，期待基层市场带来增量

通心络胶囊是应用络病理论和通络药物研发出的治疗心脑血管疾病的代表药物，以其降脂抗凝、保护血管、稳定斑块、治疗冠心病、心绞痛、心肌梗死、脑梗死等血管病变的确切疗效，获得国外专家的高度肯定和国内广大临床医生和患者的欢迎，通心络胶囊稳定斑块研究被《美国生理杂志》发表，其配发的编辑部评论题目是“传统中医药对现代医学的挑战”，指出“本研究为未来可能发展成冠心病心梗的患者点燃了希望之灯”。

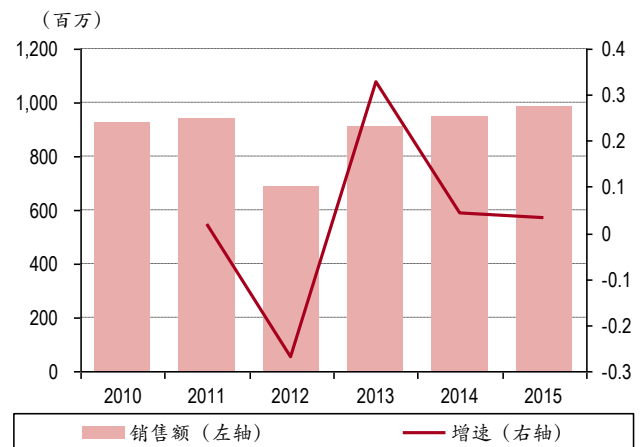
络病理论认为冠心病心绞痛其病位在心之络脉，中风病病位在脑络，通心络胶囊能够益气活血、通络止痛，益心气扶正以固本虚，活血通络搜风解痉以祛邪，心脑血管络畅通。因此，通心络能够很有效的治疗心病心绞痛、心血管内科和脑中风。

图表 23. 公司代表品种通心络胶囊



资料来源：公司官网、中银证券整理

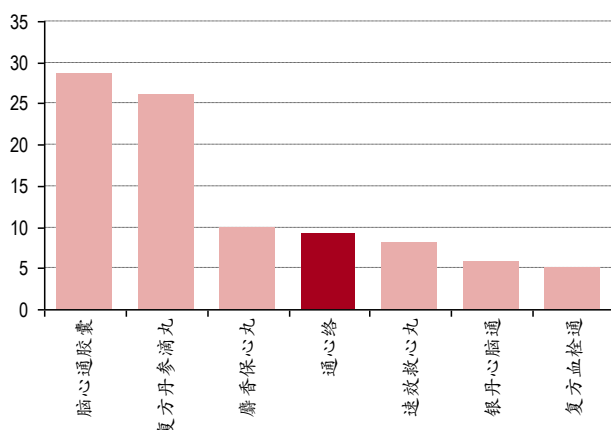
图表 24. 近年来通心络销售额及增速



资料来源：公司年报、中银证券整理

通心络胶囊是公司代表性品种，自 1998 年上市以来已成为冠心病用药领域的一线品种，早在 2012 年就实现销售收入过十亿。2011 年数据显示，在心脑血管口服中成药市场上，通心络以 4.99% 的市场占有率位居第三，在口服心脑血管中成药医院市场中排名第四，在北京、哈尔滨、沈阳、南京、西安、广州、成都、重庆、郑州九大城市心脑血管中成药市场排名中，通心络的市场份额为 1.95%。

与通心络疗效、覆盖人群类似的药物有天士力公司的复方丹参滴丸和陕西步长有限公司的脑心通，复方丹参滴丸和脑心通均已过 20 亿的大品种，通心络销量与其差距部分来源于基层市场的欠缺。

图表 25. 2015 年心脑血管类主要药品市场格局(亿元)


资料来源：公司官网、中银证券整理

图表 26. 心脑血管类主要中成药药品

药品名称	主治功能	主要成分	生产厂	医保/基药
复方丹参滴丸	冠心病、心绞痛	丹参、三七、冰片	天士力	医保甲类/国家基药
银丹心脑通	冠心病、中风、高血压、心绞痛	丹参、银杏片、三七、山楂	贵州百灵	医保乙类/国家基药
复方血栓通	缺血性视网膜静脉阻塞、稳定性劳累型心绞痛	三七、丹参、赤芍	众生药业	医保甲类/国家基药
脑心通胶囊	冠心病、中风、脑梗、心绞痛	丹参、黄芪、川芎、冰片	步长药业	医保乙类/国家基药
速效救心丸	冠心病、心绞痛	川芎、冰片	中新药业	医保甲类/国家基药
麝香保心丸	由心肌缺血引起的心绞痛、胸闷、心肌梗塞	麝香、牛黄、冰片、肉桂、苏合香、蟾酥	和黄药业	医保甲类/国家基药
通心络	冠心病、心绞痛、血瘀络阻	人参、水蛭、以岭、全蝎	以岭药业	医保甲类/国家基药

资料来源：公司年报、中银证券整理

通心络的销售渠道主要集中于城市二、三级医院，覆盖率 70%左右，未来仍有 30%的成长空间。随着医改的分级诊疗、优质医疗资源下沉等医改推进，基层市场相对更有发展空间。估算通心络在城市医院、基层、OTC 的销售比例大约是 7:3，从横向上来说，目前通心络主要应用科室为心内科，心内科占医院销售收入比例约为 85%-90%。目前，基层销售占公司整体销售的 20%，社区医院占总体销售 10%，在基层市场依然有较大的放量空间。

为扩大产品面向基层医疗机构销量，公司已从 2011 年开始建立基层销售团队，目前公司新产品营销中，二级以上医疗终端累计覆盖 8,000 余家，基层医疗终端累计覆盖 12,000 余家，对基层市场覆盖率的提升必然会带动通心络在基层市场的销量。我们预测通心络 2016 年至 2018 年收入增速分别为 5%、10% 和 15%。

参松养心胶囊——疗效和安全性优于化药，中成药竞品少

参松养心胶囊是应用络病理论防治心血管疾病研究的又一重大进展，以“整合调节—心律失常干预新策略”为组方，具有益气养阴，活血通络，清心安神的功效，开辟了从络病学说治疗冠心病心率市场的有效新途径。

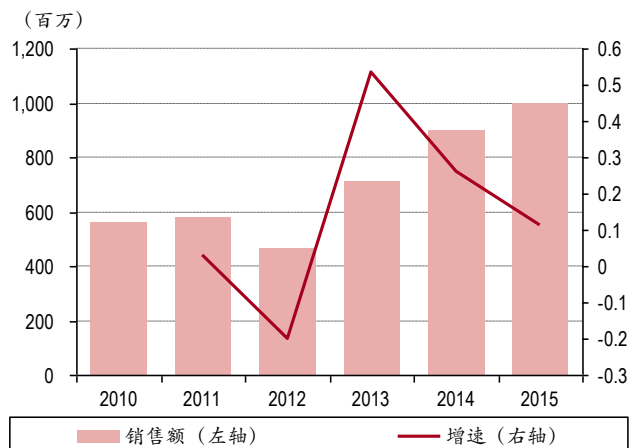
参松养心胶囊对各种心律失常均具有良好疗效，可用于冠心病心律失常、病毒性心肌炎心律失常、植物神经功能失调引起的心律失常、对伴有烦躁失眠的各种早搏效果更突出。1,476 例临床循证医学研究证实，参松养心胶囊有效治疗早搏、阵发性房颤，提高缓慢心率，未见心脏不良反应，明显缓解心慌、气短、失眠等临床症状，受到广大医生患者好评，二次购买率高。

图表 27. 公司代表品种通心络胶囊



资料来源：公司官网、中银证券整理

图表 28. 近年来参松养心胶囊销售额及增速



资料来源：公司年报、中银证券整理

相比较美托洛尔、美西律、普罗帕酮、胺碘酮等常用化药，患者能长期用药，解决了目前抗心律失常西药因致心律失常、恶化心功能等副作用限制心衰患者长期用药的窘境，疗效和安全性突出；中成药中同类竞品目前仅有步长制药的稳心颗粒。稳心颗粒主要治疗快速心律失常，而参松养心胶囊对快速型和缓慢型心律失常均有显著疗效。

图表 29. 参松养心胶囊竞品

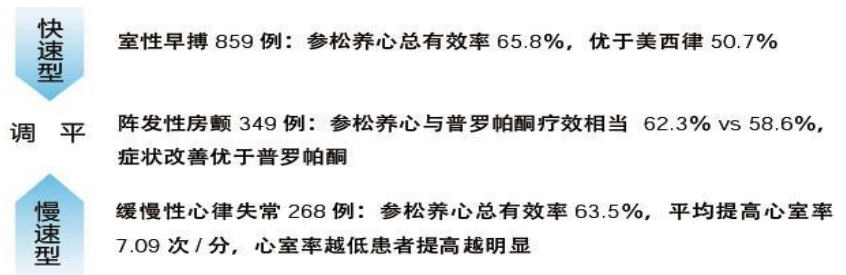
	参松养心胶囊	稳心颗粒
成分	人参、麦冬、山茱萸、丹参、炒酸枣仁、桑寄生、赤芍、土鳖虫、甘松、黄连、南五味子、龙骨	党参、黄精、三七、琥珀、甘松
功效主治	益气养阴，活血通络，清心安神。用于治疗冠心病室性早搏属气阴两虚，心络虚，心脉瘀阻所致的心悸不宁、气短痰阻证，症见心悸不安，气短乏力，动乏力、胸闷胸痛；室性早搏，房性早搏见上述症候者	益气养阴，活血化瘀。用于气阴两虚，心悸不宁，气短痰阻，症见心悸不安，气短乏力，动乏力、胸闷胸痛；室性早搏，房性早搏见上述症候者
剂型	胶囊剂	颗粒冲剂
厂商	以岭药业	步长药业
医保/基药	医保甲等/国家基药	医保乙等/国家基药

资料来源：公司年报与公告 中银证券整理

2011 年我国心脑血管疾病口服药销售排名中，参松养心胶囊市场占有率 3.07%，位列第五，参松养心胶囊的市场结构与通心络相似，主要集中在城市二、三级医院，今后将逐步拓展基层医院市场，我们预计在基药市场扩容和药品基层市场打开的背景下，2016 年至 2018 年产品收入增速分别为 20%、15%和 10%。

图表 30. 循证医学证明参松养心胶囊的有效性

研究单位：北京阜外医院、北京朝阳医院、南京医大一附院牵头的 32 家三甲医院



资料来源：中银证券整理

芪苈强心胶囊——抗心衰新秀，潜在的 10 亿大品种

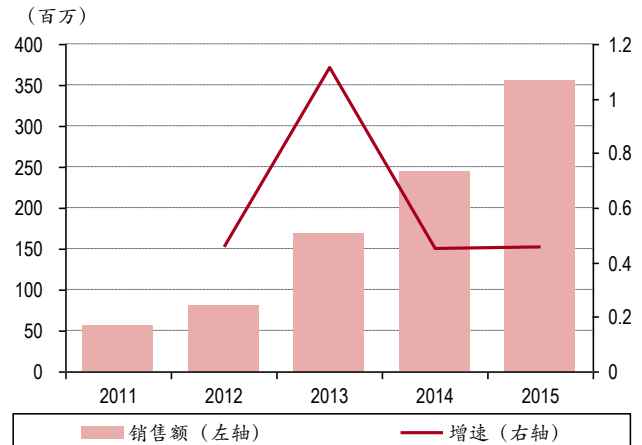
芪苈强心胶囊是以络病理论为指导研制的具有标本兼治慢性心衰的确切疗效的专利中药，确立了“益气温阳，活血通络，利水消肿”的治则，益气温阳治其本，辅以活血通络，使气旺血行络通，阻断血瘀络阻的病理中心环节，兼用利水消肿治其标。不仅具有强心、利尿、扩血管、改善血流动力学、较快改善慢性心衰症状的作用，同时可抑制 RASS 系统激活，抑制心室重构，改善心衰患者的长期预后。

图表 31. 公司专利品种芪苈强心胶囊



资料来源：公司官网、中银证券整理

图表 32. 近年来芪苈强心胶囊销售额及增速



资料来源：公司年报、中银证券整理

芪苈强心胶囊的显著临床效果主要表现在以下四方面：显著改善慢性心衰患者心慌气短、不能平卧、尿少水肿等临床症状；显著提高心衰患者的 Lee 氏心衰计分，减轻心衰的程度；显著改善心脏的收缩功能；显著提高心衰患者的生活质量。

“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。

图表 33. 芪苈强心胶囊疗效确切，获国内外一致认可

治疗优势	减少心肌细胞凋亡、自噬 促进心肌细胞增殖 改善心肌能量代谢 改善心功能，提高左室射血分数 增加心衰患者 6min 步行距离 减少复合终点事件发生率
疗效确切	强心作用与西药洋地黄类药（地高辛）疗效相当 降低肾脏水通道蛋白 2 优于西药速尿 抑制 AngII 优于西药雷米普利 抑制心室重构优于西药美托洛尔 降低明尼苏达生活质量评分 显著降低血清氨基末端 B 型利钠肽前体 NT-proBNP 水平，下降超过 30%
相关报告	<ul style="list-style-type: none"> ■ 《美国心脏病学会杂志》编辑部评论：“这项富有前景的研究已经打开了一扇如何利用最新科技研究传统中药活性成分在心力衰竭治疗中协同作用的大门，这是一个挑战，对此我们应该热烈拥抱。” ■ 《英国心脏病杂志》：早期临床研究显示中草药为心衰治疗带来新希望 ■ 《美国今日医学要闻》：中药复合物有助于增强衰竭心脏 ■ 芪苈强心胶囊被《美国心脏病学会杂志》评为 2013 年度学术亮点 ■ Highlights of the Year in JACC 2013：芪苈强心胶囊治疗慢性心衰多中心、随机、双盲、安慰剂平行对照研究证实了中药可靠的疗效，与西医联合治疗获得协同效应，使心力衰竭患者获得显著的疗效。

资料来源：公司官网，中银证券整理

在目前公司已有的销售渠道+未来基层销售渠道拓展的背景下，随着医院覆盖率的提高和基层放量，芪苈强心胶囊的销售收入将快速上升，我们预期 2015 年至 2017 年产品收入增速分别为 45%、40%和 35%。

莲花清瘟胶囊：优秀抗病毒中成药，开启国际化进程

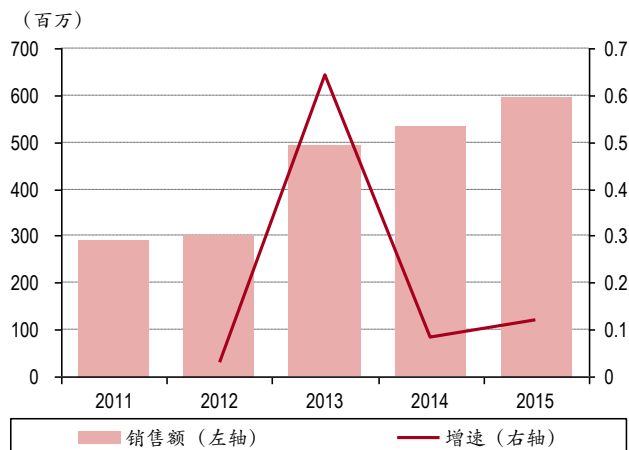
莲花清瘟胶囊是抗病毒领域的明星产品，以络病理论为指导探讨流行性感冒中医发病规律与治疗，提出“积极干预”治疗策略，将汉代《伤寒论》麻杏石甘汤、明代《瘟疫论》治疫病用大黄、清代《温病条辨》银翘散三朝名方荟萃为一方，用于感冒、流感早期症状效果尤为突出，具有广谱抗病毒、抑菌、抗炎退热、化痰止咳作用，该药在病毒类呼吸道公共卫生事件中发挥重要作用，成为国家有关部门控制流感储备用药，被列入卫生部《流行性感冒诊断治疗指南》、国家中医药管理局《乙型流感治疗方案用药》、国家卫计委《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案（2014 年版）》等推荐用药，是唯一获得国家科技进步二等奖的治感冒抗流感的专利中成药。

图表 34. 抗病毒感冒明星产品莲花清瘟



资料来源：公司官网、中银证券整理

图表 35. 近年来莲花清瘟胶囊胶囊销售额及增速



资料来源：公司年报、中银证券整理

循证医学证明临床验证药效确切

由中国中医研究院广安门医院为组长单位，中国中医研究院西苑医院、北京中医药大学东直门医院、河北医科大学第二医院为参加单位，对莲花清瘟进行了多中心临床研究。研究采用分层区组随机、双盲、阳性药平行对照方法共观察流感患者 440 例，其中试验组 330 例，对照组 110 例，疗程 3 天。结果表明，莲花清瘟胶囊可明显改善流感患者发热或高热、恶寒、肌肉酸痛、鼻塞流涕、咳嗽、头痛、咽干咽痛等临床症状和体征，用药 24 小时后患者平均体温明显下降，服药后降温起效时间为 3.98 小时，治疗 3 天后体温复常率为 93.5%，均明显优于对照组。

抗感冒类药物属于常用药,近年来随着国内流感疫情的频繁爆发,2012 年感冒用药市场规模已经接近 200 亿元,其中,中成药占据 50%,年增长率 20%。我国抗感冒药市场上产品众多,同类产品竞争激烈,单一品牌市场占有率不超过 10%,因此大品牌的感冒药往往更容易获取顾客。莲花清瘟胶囊作为卫生部、国家卫计委推荐用药,加之产品本身疗效显著,在市场中更具竞争力。莲花清瘟胶囊 2015 年销售额达 6.2 亿元,在 2016 年第一季度增速超过 50%,半年平均增速超过 40%。莲花清瘟胶囊在零售感冒药领域的市场份额,也由 2012 年的 2.12% 上升到 2015 年上半年的 2.87%;2015 年上半年,在感冒中成药领域,莲花清瘟胶囊占 5.54% 的市场份额,排名第二。随着公司处方药和 OTC 双线开拓发展,公司加大了与大型连锁药店的合作,以及广告费用等市场推广的投入,我们预计 2016 年至 2018 年公司的抗生素制剂收入增速分别为 45%、35% 和 30%。

开启中药国际化进程

在公司科研团队的不懈探索下,莲花清瘟胶囊于 2015 年 12 月成功通过了美国 FDA 注册的 IND (药品临床试验申报) 工作,正式开启了进军美国市场之旅。这是全球第一个治疗感冒和流感的复方中药的 IND 申请正式获得美国 FDA 批准。目前若能最终通过美国 FDA 注册,将为莲花清瘟胶囊走向国际市场打下基础,为公司其他专利中药产品通过国际注册并走向国际市场提供良好的借鉴。

目前，连花清瘟在美国的认证工作已经开始做实验的前期准备工作，预计 10 月-11 月份开始，预计到 17 年的 3 月份二期临床结束，17 年 10 月份开始 3 期，顺利的话，18 年三月结束，开始申报新药。

此外，呼吸系统领域还储备有连花急支片和连花定喘平，分别治疗急性支气管炎和哮喘，加上连花清瘟胶囊，在呼吸系统基本上覆盖了常见的疾病。

糖尿病领域：主症+并发症布局完整产品线

糖尿病是困扰全球的主要慢性疾病之一，目前全球患者高达 3.82 亿，其中中国糖尿病患者约 1 亿，是糖尿病高发国家。随着患病率的提高，近几年我国糖尿病药物市场保持了 15% 左右的增长率，2014 年我国糖尿病药物市场规模已接近 200 亿元，糖尿病未来市场空间巨大。

公司糖尿病主要产品为津力达颗粒，主要用于 II 型糖尿病的治疗，可明显降低血糖，改善糖耐量，明显增加肝细胞膜胰岛素受体数目，降低患者血糖和糖化血红蛋白，调节血脂，增加胰岛素敏感指数，改善临床症状。用以辅助降糖药物，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。该药目前处于市场开拓前期，2015 年实现销售收入 4,000 万元。

图表 36. 糖尿病治疗主要中成药

品牌名	主治功能	厂家	医保/基药	主要成分
参芪降糖颗粒	消渴症、2 型糖尿病	鲁南厚普制药	医保乙类	人参（茎叶）、山药、地黄、覆盆子、麦冬、茯苓、天花粉、泽泻、枸杞子。
糖脉康颗粒	2 型糖尿病、便秘	升和药业	医保乙类	黄芩，地黄，赤芍，葛根，桑叶，淫羊藿
消渴丸	气阴两虚型消渴病（2 型糖尿病）	中一药业	OTC 甲类、国家基药	葛根，地黄，黄芪，天花粉，玉米须，南五味子，山药，格列本脲
津力达颗粒	气阴两虚型（2 型糖尿病）	以岭药业	医保乙类、地方增补药	人参、黄精、苍术（炒）、苦参、麦冬、制何首乌、山茱萸、茯苓、佩兰、黄连、知母、淫羊藿（炙）、丹参、葛根、荔枝核

资料来源：公司网站、中银证券整理

公司针对二甲双胍联合津力达颗粒治疗 2 型糖尿病在中国中医科学院广安门医院等 6 家医院进行临床循证研究，研究结果表明，在饮食控制、运动治疗和二甲双胍稳定剂量的治疗基础上，联合使用津力达颗粒可使 2 型糖尿病患者的糖化血红蛋白得到更好地控制，津力达颗粒组在降低腰围，对于减缓并发症方面均有潜在的治疗优势，同时可提高胰岛β 细胞功能。

对于糖尿病患者来说，针对糖尿病治疗方法，目前主要采用降糖药物维持，难以根治。但糖尿病易发生心脑血管病变，动脉硬化的发生率可达 90%，糖尿病微血管病变可造成心脑血管病变、周围神经病变、眼底病变等严重并发症，是导致糖尿病患者致残甚至死亡的主要因素。所以，防治糖尿病除控制血糖外，并发症是治疗糖尿病的核心和重点，而目前市场上专门针对并发症的西药并不多，公司针对糖尿病两大并发症——周围神经病变和视网膜病变研发周络通胶囊和芪明目胶囊，与津力达颗粒搭配使用，疗效会更好。尽管因国家对糖尿病药物的观察周期延长导致撤回注册申请，预计公司在补充临川数据后将重新申报，届时公司将形成对糖尿病用药的整体覆盖，有望在糖尿病药物市场的高速增长中占得一席之地。

肿瘤系列：养正消积胶囊处于市场开拓期

目前公司主要的肿瘤类药物是养正消积胶囊，用以辅助化疗，减轻患者化疗的副作用，明显改善脘腹胀满、纳减食少、形体消瘦、神疲乏力等证候，降低化疗药骨髓抑制，同时扶助脾肾先后天之本，以提高生存质量为目的，体现了中医“以人为本”的治疗观。

养正消积胶囊以络病理论指导研发，首次提出“散结通络”治疗肿瘤的用药原则，与此同时，英国卡迪夫大学与以岭医药研究院共建了肿瘤研究中心，针对关于药品的循证医学研究“养正消积胶囊在改善晚期非小细胞肺癌患者化疗生活质量的随机、双盲、安慰剂平行对照多中心临床研究”进行研究并证实：养正消积胶囊有效抑制肿瘤转移，明显抑制肿瘤血管新生，抑制肿瘤细胞转移，改善中晚期肿瘤患者生存质量，服用该药 1-2 周后，食欲、饮食明显增加，体重增加，体力增强。研究结果在欧洲肿瘤年会上发布，在国际上引起广泛关注。

我们认为，养正消积胶囊上市时间较短，13 年正式开始进行市场推广，2015 年营收达 5,000 万，相比 2013 年肿瘤领域带来的 713 万元的营收有较大的增速。相比于市面上的抗肿瘤制剂品种，养正消积胶囊在疗效、服用方便程度上具有优势，有很大的市场成长空间。预计在未来三年，可大大增加市场覆盖率到上量阶段。养正消积胶囊目前暂不属于国家基药目录，但在部分省市中已被列入增补名单。

结论：传统产品增长稳定，拓展基层市场促进新产品营销

对于传统的心脑血管类药品，公司在二、三级医院已经有一定占有率。在原有渠道的基础上，三个新产品已累计覆盖 8,000 余家二级以上医院。同时营销网络建设项目的实施，进一步加强了营销网络和营销队伍的建设力度，全面提升新产品在基层医院的覆盖率，目前新产品基层医疗终端累计覆盖 12,000 余家，并在全国 30 个省会及重点城市设立了销售办事处。未来，新老产品在基层医疗市场的加速覆盖为公司持久盈利提供了保证。

化生药“三步走”战略，开拓国际市场

为了与国际接轨，公司从 2009 年开始布局国际制药产业，规划了“起步化药制剂出口-海外加工&非专利药注册-专利药的国际化市场销售”的三步走战略。2014 年公司整合现有国际业务部门，成立了全资子公司——以岭万洲国际制药有限公司，专门从事化生药板块相关业务，进一步提高专业化运营管理水平，提升化生药板块的决策和运营效率，面向国际市场进行开拓。公司已经在北京、石家庄建立了普通口服固体制剂、非细胞毒性口服固体制剂和性激素口服固体制剂研发生产基地，建立了激素类、抗肿瘤药物、控缓释剂的研发平台，掌握了多项控缓释技术，国际制药车间目前已经通过欧盟及加拿大、新西兰、澳大利亚、FDA 等认证，成为我国唯一同时通过欧美 GMP 认证的中药企业，是目前国内向欧美规范市场出口制剂最多的企业之一。

公司贴牌加工、新药临床样品加工、自主研发 ANDA（即“简略新药申请”）三大业务模块经过扎实的工作与市场开拓，已得到了长足发展。2014 年，公司化生药板块发展迅速，2014 年全年销售额突破亿元，相较 2013 年取得较大增长；目前万洲国际化药 ANDA 产品研发进展顺利，已申报 5 个 ANDA 产品，未来还将申报更多品种，如审批获得通过，将实现公司非专利制剂的国际销售，成为公司新的销售收入和利润增长点。

在国家支持中国制药“走出去”的大背景下，公司拟再投资 11 亿元，建设 8 万平米、产能为 200 亿片/粒的国际制药车间，通过研发、生产自主产品及贴牌生产的方式，向美国、欧盟等海外市场销售心脑血管疾病类、神经系统类、血液系统类、抗风湿类等化学仿制药。该项目建成后将进一步提高自身的制剂国际化发展能力，从而保障企业产品能够顺利开拓欧美等发达国家市场。

大健康产业：完善保健产品,布局互联网医疗

公司主营传统中药研发和销售,多年来积累了大量的科研经验和产业资源,近年来公司依托自身的优势资源,不断完善健康产业链,产品从单纯的药品销售扩张到保健饮品市场;同时紧跟医疗改革的步伐,布局互联网医疗 O2O。

政策启动,医药电商空间释放

我国互联网普及率已达 50%,网购规模增长迅速,互联网方便、快捷、低价的购物环境为人们所青睐。在药品领域,慢性病患者对于网购药品有较强的需求,而慢性病病程长、花费高,这决定了医药电商将有巨大的增长空间。

在目前的医药电商领域,以阿里为代表的互联网公司,以及以传统医药连锁为代表的嘉事堂、一心堂等传统医药企业纷纷布局医药电商。截至去年,中国药品电商市场规模已达 40 亿,年均复合增长率高达 300%。但从占比来说,我国网售药品仅占 0.35%,与美国的 30% 占比相差巨大,如此大的差距主要来源于两国不同的药品销售政策。

在美国,几乎所有药品都可以通过网络销售,并可享受医保支付;而我国只有非处方药可以通过网络购买,这使得占比 80% 的处方药难以在网上流通。但随着我国老龄化加快以及国家医改的深入,医保控费和医药分开的呼声越来越高,医药电商作为降低医药费用、促进医药分开的有效手段逐渐受到政策鼓励,今年年初出台的《互联网食品药品监督管理办法》已经放开处方药网售,未来随着医保支付等政策的补充,医药电商的市场空间有望从目前的近 2,000 亿非处方药,向近万亿处方药市场扩张。

各方争相进入医药电商领域

尽管处方药网售面临重重困境,但在医保控费、医药分开的正向压力下,药品网售符合未来政策方向,并已经吸引了互联网公司、零售药店等不同类型的企业加入。目前,医药电商领域的主要玩家包括传统的互联网企业、医药商业企业、工业企业和连锁药店,它们自身业务和优势的不同决定了它们在医药电商领域不同的发展模式。

1. 互联网企业

互联网的优势在于方便快捷、低价,在医药领域,其核心竞争优势在于帮助患者以更快的速度和更低的价格获得药品和服务。互联网企业在医药领域,进入较早、布局较全面的是阿里健康。

阿里作为平台型电商,其在医药领域的模式依旧是电商平台,通过向在平台经营的企业收取佣金盈利。具体到处方药,阿里的模式是患者拍照上传处方-商家竞价获取顾客-患者自主选择药店-药品配送或自取。

阿里的优势在于淘宝多年积累的电商用户资源,同时也有一定的商户资源,这可以为前期的流量导入带来优势。但阿里毕竟不是医药企业,药品相对于其他商品来说存在特殊性,方便、廉价的思维很难完全吸引患者的眼球,在前期的流量优势充分发挥之后,利润空间、药品安全、物流配送等问题将挑战其长期发展。

2. 商业企业/连锁药店

连锁药店和商业企业在医药电商领域的切入点和优势较为相似，商业企业的代表是嘉事堂、九州通，这类企业的优势在于充足的药企资源、线下药店和自有的专业物流配送体系。以嘉事堂为例，其自有的京西物流配送中心为其医药电商业务提供了有利的支持，同时，嘉事堂的集中采购模式让其可以低价获取药品，扩大利润空间。

相对而言，商业企业有天然的医药电商优势，但前期的流量导入是难点，目前商业企业大都通过自建官网+入驻京东等平台的方式获取流量，短期来看平台导入带来的用户将大于自建官网。

对于九州通、嘉事堂这样的商业企业来说，获取流量资源和用户认可相对困难，但其成本优势、物流优势将是它长期发展的优势。

3. 工业企业

工业企业以乐普医疗、以岭药业为代表，这类企业涉足医药电商最大的优势在于自有的药品品种和多年积累的医患资源，以岭医药为例，其自有的心脑血管类药品拥有大量的患者资源，这些资源可以有部分通过引导成为网络平台流量，降低了前期流量导入的难度。

而工业企业的不足在于物流体系的欠缺以及大规模流量难以获取，长远来看，工业企业或许需要借助第三方物流以及第三方流量平台来弥补自身的短板，发展存在较大的不确定性。

图表 37. 医药电商领域的不同模式

企业类型	优势	劣势
互联网企业	精通互联网思维，自有流量，前期可以快速获得用户	缺乏医药专业知识，上游议价能力弱
商业企业/连锁药店	专业的物流体系，已有客户沉淀的线下药店，上游议价能力强	前期流量导入困难
工业企业	自有产品，有一定的客户资源和信任度	前期流量导入困难，物流体系不完善

资料来源：中银证券

以岭健康城上线，采用自营+平台模式，多位一体化服务

公司于去年8月底上线以岭健康城网，采取自营+平台模式，既经营自有药品和保健品，又为其他品牌提供平台销售商品，并同时推出健康服务、健康学院等特色专区，力图打造一个完整的健康产业闭环。

商品品类齐全：以岭健康城网的商品包括中西成药、保健品、饮食、医疗器械、健康家居等，目前入驻平台的知名品牌包括同仁堂、三九药业、欧姆龙、苏泊尔等，品类覆盖全面；此外，公司充分利用自身在中药方面的优势，专门设立“国药精粹”、“小汤方”专区，并与广誉远、德昌祥等国内知名企业合作，主推中药、中成药产品。

购物模式多样：以岭健康城的购物模式多样，除了传统的网购之外，网站还推出了目前较为热门的闪购、天天购模式，闪购模式以单品为单位，限时限量抢购；天天购模式以品牌为单位，限时品牌优惠。

图表 38. 以岭健康城首页



资料来源：公司网站、中银证券整理

图表 39. 特色健康服务模式



资料来源：公司网站、中银证券整理

特色健康服务模式：以岭健康城网设有健康服务板块，为消费者提供健康资讯、增值服务和健康管理。主要服务包括寻医问药、自我诊断、健康旅游，并与好大夫等目前拥有一定用户基础的平台合作，旨在打造一个完整的健康服务平台。但从目前网站提供的服务来看，公司在健康服务领域的布局尚待完善，并且目前网站的流量有限，前期还需要有效的流量导入。公司主要的产品是心血管类中成药，并且经过 20 余年的发展，在二、三级医院已经拥有很高的市场占有率，拥有一定的医患基础，有助于公司前期打开市场。

风险因素

- 中药材原材料价格上涨，压缩产品利润空间
- 基层市场开拓不及预期，营业收入增长缓慢带来的风险
- 公司健康服务、医药电商业务不及预期带来的风险：主要的风险在于前期流量导入慢，网站流量不足难以盈利；以及线下药店盈利不及预期，O2O盈利模式不明朗带来的风险。

盈利预测和假设

盈利预测关键假设：

- 1) 公司的主要产品价格没有明显变化；
- 2) 原材料供应充足，价格保持稳定；
- 3) 公司新产品市场拓展顺利，基层市场开拓进度符合预期；
- 4) 公司以岭健康城网、线下药店发展符合预期；

公司传统产品销量稳定，新产品上市在即；基层市场的扩张为新老药品带来更大的市场空间。大健康产业链布局和国际战略为公司带来更大的想象空间，成为未来主要的利润增长点，我们预计公司 2016-2018 年净利润增速分别为 31.7%、29.1%、24.4%。我们给予公司买入评级，目标价为 24 元，对应 2016 年 40 倍的市盈率。

图表 40. 公司各业务情况预测

收入(百万)	2012Y	2013Y	2014Y	2015Y	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,647.97	2,488.86	2,920.51	3,180.68	4,000.66	5,200.67	6,448.13
同比增长 (%)		0.51	0.17	0.09	0.26	0.30	0.24
心脑血管	1,231.10	1,799.16	2,047.93	2,139.62	2,567.54	3,209.43	3,690.84
同比增长 (%)	(0.22)	0.46	0.14	0.04	0.20	0.25	0.15
毛利率(%)	69.50	66.56	66.32	67.50	68.00	0.67	0.65
呼吸系统	299.96	492.71	533.32	597.40	836.36	1,129.09	1,467.81
同比增长 (%)	(0.01)	0.64	0.08	0.12	0.40	0.35	0.30
毛利率(%)	71.64	72.10	69.31	67.41	67.00	66.00	65.00
保健饮料		7.26	10.14	10.92	12.56	15.07	18.84
同比增长 (%)			0.40	0.08	0.15	0.20	0.25
毛利率(%)		0.31		25.01	25.00	25.00	25.00
其他	116.91	189.73	329.12	432.74	584.20	847.09	1,270.63
同比增长 (%)	0.60	0.62	0.73	0.31	0.35	0.45	0.50
毛利率(%)	45.83	54.89	35.28	38.56	45.00	50.00	50.00

资料来源：万得、中银证券整理

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	2,921	3,185	4,006	5,207	6,456
销售成本	(1,113)	(1,204)	(1,491)	(1,939)	(2,404)
经营费用	(1,338)	(1,342)	(1,707)	(2,205)	(2,686)
息税折旧前利润	471	638	808	1,064	1,366
折旧及摊销	(86)	(145)	(163)	(231)	(324)
经营利润(息税前利润)	385	494	644	833	1,043
净利息收入/(费用)	8	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益/(损失)	17	6	14	13	12
税前利润	411	499	658	846	1,055
所得税	(56)	(73)	(96)	(120)	(152)
少数股东权益	0	(4)	(5)	(6)	(8)
净利润	354	430	567	732	910
核心净利润	355	423	558	720	896
每股收益(人民币)	0.629	0.382	0.503	0.649	0.807
核心每股收益(人民币)	0.629	0.375	0.495	0.639	0.794
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.109	0.138	0.186
收入增长(%)	17	9	26	30	24
息税前利润增长(%)	66	28	31	29	25
息税折旧前利润增长(%)	59	36	27	32	28
每股收益增长(%)	45	(39)	32	29	24
核心每股收益增长(%)	44	(40)	32	29	24

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	411	499	658	846	1,055
折旧与摊销	86	145	163	231	324
净利息费用	(8)	0	0	0	0
运营资本变动	(117)	(233)	(843)	(327)	250
税金	(56)	(76)	(96)	(120)	(152)
其他经营现金流	(209)	(203)	(12)	776	(671)
经营活动产生的现金流	106	132	(130)	1,406	805
购买固定资产净值	25	88	756	572	464
投资减少/增加	17	3	6	6	6
其他投资现金流	(395)	(196)	(1,513)	(1,144)	(928)
投资活动产生的现金流	(354)	(105)	(751)	(566)	(458)
净增权益	(56)	(113)	(123)	(156)	(210)
净增债务	0	50	833	117	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(4)	38	1,475	(103)	(221)
融资活动产生的现金流	(60)	2	2,238	(38)	(210)
现金变动	(308)	29	1,357	801	137
期初现金	710	402	431	1,788	2,589
公司自由现金流	(248)	27	(881)	839	347
权益自由现金流	(256)	77	(48)	957	347

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	821	500	2,115	2,589	2,725
应收帐款	437	658	658	2,077	967
库存	834	1,038	721	216	946
其他流动资产	151	127	693	137	831
流动资产总计	2,242	2,322	4,187	5,020	5,469
固定资产	1,966	2,734	3,288	3,577	3,675
无形资产	379	467	505	558	600
其他长期资产	460	164	217	282	221
长期资产总计	2,805	3,364	4,010	4,417	4,496
总资产	5,088	5,707	8,203	9,436	9,965
应付帐款	247	373	179	619	420
短期债务	0	50	147	500	500
其他流动负债	120	284	182	285	319
流动负债总计	367	707	508	1,404	1,239
长期借款	0	0	736	500	500
其他长期负债	167	172	164	167	168
股本	563	1,128	1,128	1,128	1,128
储备	3,991	3,823	5,661	6,237	6,937
股东权益	4,554	4,816	6,789	7,365	8,065
少数股东权益	0	12	7	1	(7)
总负债及权益	5,088	5,707	8,203	9,436	9,965
每股帐面价值(人民币)	8.08	4.27	6.02	6.53	7.15
每股有形资产(人民币)	7.41	3.86	5.57	6.04	6.62
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.71)	(0.34)	(0.80)	(1.41)	(1.53)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.1	20.0	20.2	20.4	21.2
息税前利润率(%)	13.2	15.5	16.1	16.0	16.1
税前利润率(%)	14.1	15.7	16.4	16.2	16.3
净利率(%)	12.1	13.5	14.2	14.1	14.1
流动性					
流动比率(倍)	6.1	3.3	8.2	3.6	4.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	1,516.5	2,147.4	2,777.8	3,475.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.8	1.8	6.8	3.4	3.6
估值					
市盈率(倍)	24.9	41.0	31.1	24.1	19.4
核心业务市盈率(倍)	24.9	41.7	31.6	24.5	19.7
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	31.8	53.3	40.4	31.3	25.2
市净率(倍)	1.9	3.7	2.6	2.4	2.2
价格/现金流(倍)	83.2	133.7	(135.7)	12.5	21.9
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	36.6	27.0	20.7	15.1	11.6
周转率					
存货周转天数	238.1	283.6	215.3	88.2	88.2
应收帐款周转天数	56.3	62.7	60.0	95.9	86.1
应付帐款周转天数	24.3	35.5	25.2	28.0	29.4
回报率					
股息支付率(%)	15.9	26.2	21.7	21.3	23.1
净资产收益率(%)	8.0	9.2	9.8	10.3	11.8
资产收益率(%)	6.8	7.8	7.9	8.1	9.2
已运用资本收益率(%)	2.0	2.3	2.3	2.3	2.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

天力士 (600535.CH/人民币 43.78, 未有评级)

嘉事堂(002462.CH/人民币 38.6, 未有评级)

九州通(600998.CH/人民币 23.59, 未有评级)

贵州百灵(002424.CH/人民币 22.57, 未有评级)

众生药业(002317.CH/人民币 12.99, 未有评级)

中新药业(600329.CH/人民币 16.9, 未有评级)

以 2016 年 9 月 27 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371