

基层放量+制剂出口推动业绩高增长

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 基层市场放量将带来业绩新一轮高增长: 公司从2012年开始建设基层销售渠道, 目前已有2000多人的销售队伍, 而且仍处于快速扩张阶段, 将推动心脑血管药物在基层快速放量, 通心络和参松养心胶囊有望突破20亿销售额, 芪苈强心胶囊有望突破20亿销售额。连花清瘟加强与大型连锁药店合作, OTC渠道销售快速增长; 2) 制剂出口业务即将迎来收获期: 公司已向美国FDA申报了5个ANDA产品, 陆续还有更多产品申报, 从2017年起将会陆续获批, 成为公司新的业绩增长点。
- **基层渠道逐步放量, 核心产品高增长可期。** 公司具有很强的学术推广能力, 通过金字塔型的学术推广网络: 络病学理论纲领+循证医学证据+广泛营销渠道推动业绩快速成长。从2012年开始, 公司重点开拓基层市场, 借助学术推广迅速布局, 目前已拥有2000多人的销售团队且仍处于快速扩张中, 基层渠道将推动心脑血管产品快速放量, 参照竞争品种, 通心络和参松养心胶囊的销售额均有望翻番突破20亿元。随着公司加大与九州通等大型连锁药店合作, OTC渠道放量十分明显, 如顺利在美国获批上市, 将迎来新一轮高速增长。降糖药和抗肿瘤药将复制心脑血管药物成功经验, 通过强大的学术推广能力和广泛的营销渠道迅速放量。
- **原研药专利到期带来仿制药市场扩容, 制剂出口前景广阔。** 预计全球2016-2018年期间将有销售额约1000亿美元的原研药专利到期, 带来全球仿制药市场高速扩容。2015年全球仿制药市场规模达到2933亿美元, 2019年有望突破4000亿美元, 年均复合增速达到8.7%, 远超5%的全球药品市场复合增速。原研药主要在欧美市场销售, 专利到期将吸引众多仿制药企业抢夺市场。公司从2009年开始启动制剂国际化战略: 1) 产品众多: 已向美国提交了5个ANDA产品的注册申请, 还有更多ANDA陆续申报; 2) 渠道广泛: 预计2017将获得在美国全部50个州销售药品的资格; 3) 产能扩张: 募投项目的年产200亿片/粒国际车间投产后将实现产能大幅度扩张。预计随着ANDA产品获批, 制剂出口业务将迅速放量, 成为公司新的业绩增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 如考虑非公开发行, 预计2016-2018年净利润复合增速为32%, 且鉴于核心产品增长稳定, 零售终端建设效果已经逐渐显现, 同时化生药板块及大健康也将是未来业绩增长点。参考公司业绩增长、历史估值水平及行业可比公司估值, 给予公司2017年32倍估值, 对应目标股价为21.44元。维持“买入”评级。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3184.75	3825.07	4511.16	5341.35
增长率	9.02%	20.11%	17.94%	18.40%
归属母公司净利润(百万元)	430.49	619.60	764.08	916.33
增长率	21.44%	43.93%	23.32%	19.93%
每股收益EPS(元)	0.35	0.51	0.62	0.75
净资产收益率ROE	8.84%	9.20%	10.32%	11.18%
PE	48	34	27	23
PB	4.32	3.12	2.84	2.57

数据来源: Wind, 西南证券

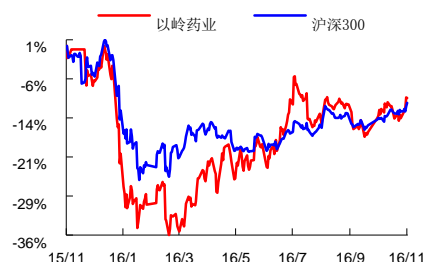
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.28
流通A股(亿股)	8.95
52周内股价区间(元)	12.18-19.05
总市值(亿元)	192.19
总资产(亿元)	62.30
每股净资产(元)	4.56

相关研究

1. 以岭药业(002603): 核心产品持续放量, 制剂出口为新亮点 (2016-10-27)
2. 以岭药业(002603): 参股海外器械标的, 加速布局大健康领域 (2016-09-13)

投资要件

关键假设

- 1、原材料价格保持在低位，心脑血管药物和抗感冒类药的毛利率分别保持在 70% 和 68%；
- 2、随着心脑血管患者增加和中成药认可度提高，未来 3 年心脑血管中成药行业保持 15% 的复合增速；
- 3、零售终端建设力度加大推动连花清瘟胶囊快速增长，2016-2018 年期间的销量复合增速不低于 35%；
- 4、假设非公开发行按照底价发行并在年内完成发行事宜。

我们区别于市场的观点

市场认为公司核心产品的销售收入缺少增长潜力，但我们认为公司产品在基层放量将带动业绩高增长。公司从 2012 年开始拓展基层渠道，拥有 2000 多人的销售队伍且仍在扩张中，目前已进入收获期，心脑血管药品在基层终端的销售快速增长。连花清瘟胶囊加大与老百姓、九州通等大型连锁药店合作，在 OTC 渠道正处于高速放量阶段。因此我们认为公司核心产品仍然具有较大的增长潜力。

市场认为短期内公司的制剂出口业务的发展前景有限，但我们分析其他企业的成功路径后认为制剂出口未来很可能成为公司新的业绩增长点。我们认为制剂出口业务做大做强的核心要素在于技术、产品、渠道、产能，公司都具有明显的优势。公司有技术（国内唯一获得欧美 GMP 认证的中药企业）、有产品（5 个 ANDA 已申报，后续还有更多 ANDA 产品陆续申报，且连花清瘟胶囊也进入了美国 II 期临床）、有渠道（预计 2017 年将获得美国全部 50 个州的药品销售许可）、有产能（募投项目拟建设年产 200 亿片/粒国际制药车间）。

股价上涨的催化因素

向美国 FDA 申报的 ANDA 产品获批上市；原材料价格持续下降；药品基层放量速度超预期；大健康产品销售超预期；非公开发行方案通过证监会审核。

估值和目标价格

如考虑非公开发行，预计公司 2016-2018 年净利润复合增速为 32%，且鉴于核心产品增长稳定，零售终端建设效果已经逐渐显现，同时化生药板块及大健康也将是未来业绩增长点。参考公司业绩增长、历史估值水平及行业可比公司估值，给予公司 2017 年 32 倍估值，对应目标股价为 21.44 元。维持“买入”评级。

投资风险

大健康进展或低于预期；产品销售或低于预期；零售终端覆盖进度或不及预期；非公开发行进度或不及预期。

目 录

1 中药创新企业，打造大健康平台	1
2 金字塔型学术+销售模式推动产品放量	4
2.1 络病理论为学术推广提供理论支撑	4
2.2 循证医学研究提供有效性和安全性论据	5
2.3 广泛的营销渠道迅速向全国延伸	7
3 多种大病独家品种，基层放量在即	9
3.1 大病领域独家易出大品种，公司多产品有望登榜	9
3.2 心脑血管领域：重磅品种频出，基层放量在即	13
3.3 感冒中成药领域：公司创新药的另一发力点	19
3.4 新领域持续延伸，产品梯队推动未来高增长	22
4 原研药专利到期，仿制药制剂出口正当时	26
4.1 千亿美元销售的原研药专利即将到期，仿制药市场高速扩容	26
4.2 欧美仿制药市场吸引国内企业大力拓展制剂出口业务	27
4.3 战略布局国际制药产业，制剂出口业务放量在即	29
5 大健康产业打开公司未来成长空间	30
6 盈利预测与估值	33
6.1 盈利预测	33
6.2 绝对估值	34
6.3 相对估值	35
7 风险提示	36

图 目 录

图 1：公司发展历史.....	1
图 2：公司股权结构.....	1
图 3：公司营业收入增长趋势.....	2
图 4：公司净利润增长趋势.....	2
图 5：心脑血管药物增长趋势.....	3
图 6：感冒类药物增长趋势.....	3
图 7：公司期间费用率变化趋势.....	3
图 8：公司毛利率及净利率变化趋势.....	3
图 9：公司中药产品学术推广模式.....	4
图 10：络病学理论发展历程.....	5
图 11：公司围绕络病理论取得的各项成就.....	5
图 12：公司产品推广策略.....	7
图 13：心脑血管中成药市场（亿元）.....	10
图 14：全国样本医院中药竞争格局.....	10
图 15：心血管疾病患病人数（百万人）.....	11
图 16：中国城乡居民心血管病死亡率变化（1/10 万）.....	11
图 17：中药在基层下沉趋势明显.....	12
图 18：治疗动脉硬化的最佳组合——金三角方案.....	13
图 19：通心络胶囊在微血管保护方面具有明显特点.....	13
图 20：通心络胶囊销售终端分布.....	14
图 21：通心络胶囊销售收入增长趋势.....	14
图 22：参松养心胶囊销售额及增长率.....	15
图 23：心律失常患者人数统计（万人）.....	15
图 24：循证医学证据显示参松养心胶囊的疗效优于化学药.....	16
图 25：芪苈强心胶囊销售收入增长趋势.....	18
图 26：国内样本医药抗心衰化学药市场规模.....	18
图 27：2007-2013 年我国感冒药市场规模（亿元）.....	20
图 28：2007-2013 年我国感冒药市场中成药占比.....	20
图 29：连花清瘟胶囊销售收入及增速.....	21
图 30：连花清瘟胶囊市占率提高.....	21
图 31：2013 年全球 20-79 岁糖尿病患者人群数量.....	23
图 32：2035 年全球 20-79 岁糖尿病患者人群数量分布.....	23
图 33：中国肿瘤患者发病率和死亡率变化趋势.....	24
图 34：中国抗肿瘤药物市场增长趋势.....	24
图 35：专利即将到期的原研药销售额预测.....	26
图 36：全球仿制药市场规模预测.....	26
图 37：2009-2015 中国医药进出口情况.....	27
图 38：2015 中国医药品出口产品结构.....	27
图 39：“医、药、健、养”一站式健康服务平台.....	30
图 40：以岭健康城为公司运营大健康板块的主要平台.....	30
图 41：公司大健康产业规划布局.....	31

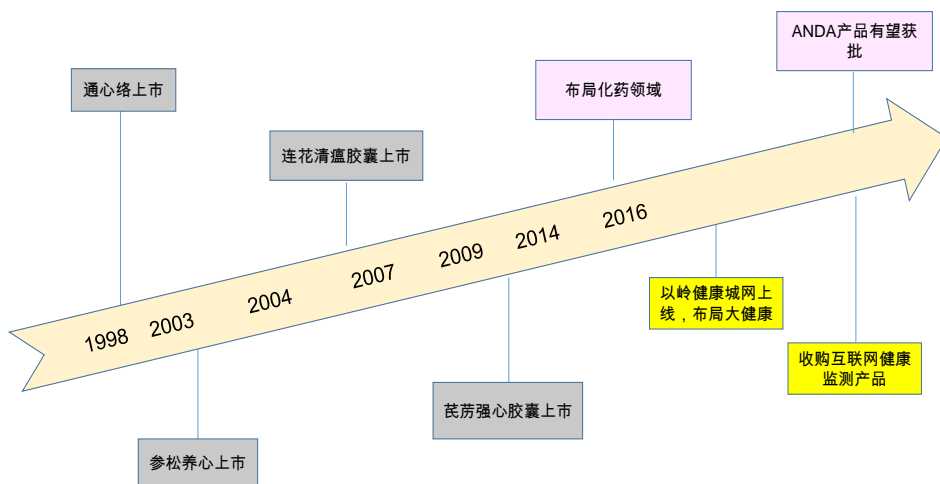
表 目 录

表 1：非公开发行前后公司股本结构变化	2
表 2：非公开发行募投项目	2
表 3：经验医学阶段与循证医学阶段	6
表 4：公司开展的循证医学研究项目	7
表 5：2015 年医院终端药品销售排名（红色为心脑血管药物）	9
表 6：公司独家产品一览	11
表 7：公司在心脑血管领域主要产品	12
表 8：城市等级医院与零售终端心脑血管口服中成药市场份额比较	12
表 9：通心络及其主要竞争品种的比较	14
表 10：抗心律失常化学药分类	16
表 11：参松养心与稳心颗粒学术观点比较	16
表 12：参松养心胶囊与稳心颗粒对比	17
表 13：成年人（35-74 岁）年龄别心力衰竭患病率（%）	17
表 14：心力衰竭常用治疗药物	18
表 15：治疗慢性心衰 512 例循证评价	19
表 16：公司感染呼吸类产品系列概况	20
表 17：连花清瘟胶囊在抗流感方面发挥了重要作用	21
表 18：9 个进入美国 FDA 临床研究的品种	22
表 19：公司糖尿病领域产品系列概况	22
表 20：国内糖尿病用药市场分类	23
表 21：肿瘤用药领域专利新药	25
表 22：获得美国 FDA 仿制药批准上市的国内主要企业	27
表 23：华海药业在 FDA 获批的药品品种	28
表 24：公司产品收入预测（百万元）	33
表 25：绝对估值假设条件	34
表 26：FCFF 估值结果	34
表 27：FCFF 估值敏感性分析	34
表 28：可比公司估值情况	35
附表：财务预测与估值	37

1 中药创新企业，打造大健康平台

公司是由石家庄以岭药业有限公司于2001年8月28日整体变更设立的股份有限公司，是国家创新型企业、中国制药工业50强。公司主要致力于中成药的研发、生产与销售，主打产品为通心络、参松养心、连花清瘟和芪苈强心胶囊等在络病理论上开发的创新中药。2009年起公司开始布局化药领域，逐步从代工转向制剂出口业务，并从2014年起布局医药电商和大健康领域。

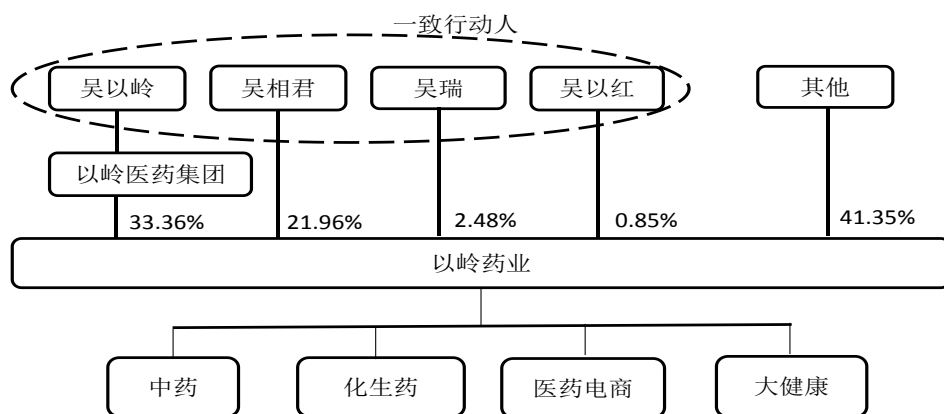
图1：公司发展历史



数据来源：公司公告，西南证券整理

吴以岭院士持股33.36%，吴以岭院士及其一致行动人共计持有公司58.65%的股权，为公司实际控制人。

图2：公司股权结构



数据来源：西南证券整理

公司拟非公开发行不超过9590万股，发行价格不低于13.62元/股，筹资金额不超过13.30亿元。目前非公开发行方案正在接受证监会审核。非公开发行完成后，吴以岭院士及其一致行动人持股比例为53.19%，仍为公司实际控制人。

表 1：非公开发行前后公司股本结构变化

	定增前持股比例	定增后持股比例
以岭医药集团	33.36%	30.25%
吴相君	21.96%	19.92%
吴瑞	2.48%	2.25%
吴以红	0.85%	0.77%
其他	41.35%	46.81%

数据来源：公司公告，西南证券整理

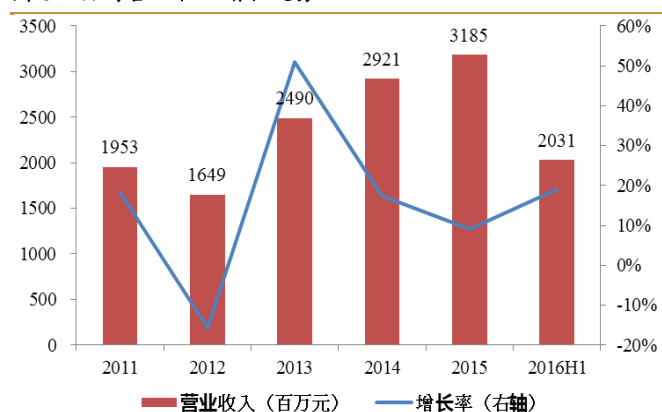
公司通过非公开发行募集的资金主要用于 1) 制剂出口产业化车间建设为 ANDA 制剂在美国获批上市后放量提供充足的产能；2) 连花清瘟胶囊国际注册项目，目前正处于 II 期临床，上市后有望成为重磅产品；3) 补充流动资金。

表 2：非公开发行募投项目

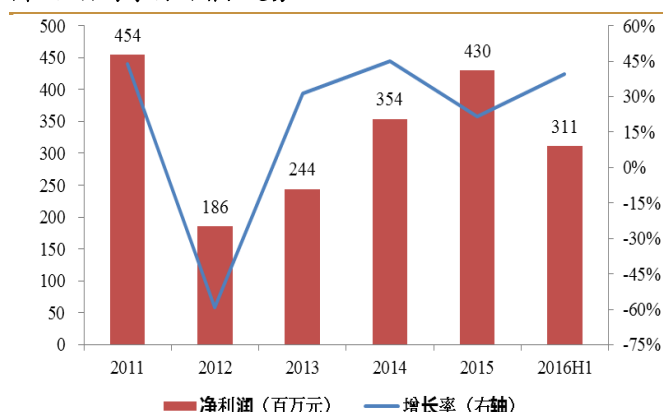
项目名称	投资总金额（亿元）	募投资金投入金额（亿元）
化学制剂国际产业化项目	11.04	8.00
连花清瘟胶囊国际注册项目	2.30	2.06
补充流动资金	3.00	3.00
合计	16.33	13.06

数据来源：公司公告，西南证券整理

2016H1 公司实现营业总收入 20.3 亿元（+19%），归母净利润 3.1 亿（+40%）。收入高速增长主要是因为基层渠道进入收获期推动心脑血管药快速增长，OTC 渠道及流感爆发推动连花清瘟迅速放量；利润增速高于收入增速主要是因为原材料价格下降明显，毛利率提升。

图 3：公司营业收入增长趋势


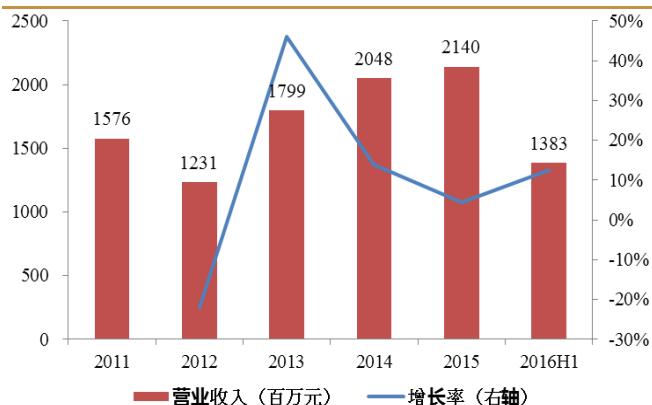
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司净利润增长趋势


数据来源：公司公告，西南证券整理

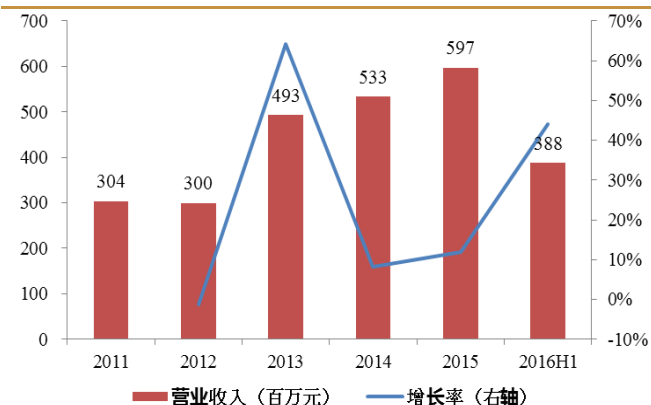
分业务来看，公司 2016 上半年心脑血管药物营收同比增长 12%；感冒药物上半年收入同比增长 44%，其中核心产品连花清瘟品牌放量明显。

图 5：心脑血管药物增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

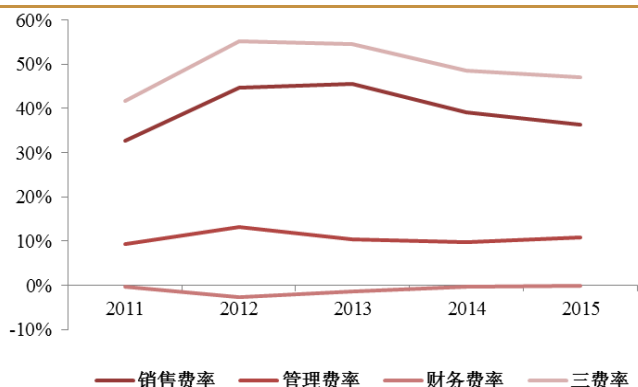
图 6：感冒类药物增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

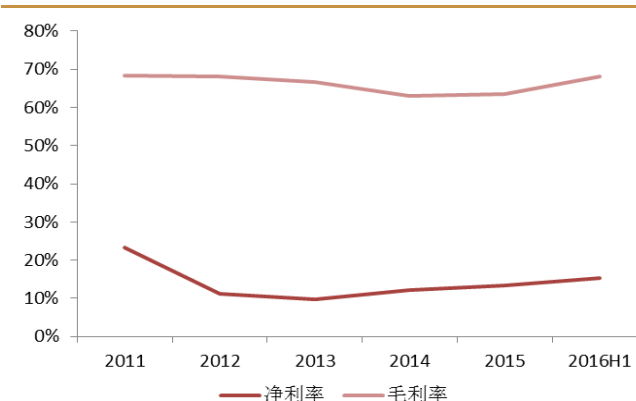
公司的期间费用率随着规模效应逐步提升略有下降。毛利率由于成本增加略有下滑，但2016年以来由于中药原材料降价的影响带来毛利率明显提升，2016H1公司的综合毛利率为68.19%（+4.70pp），净利率也因此而提升至15.19%（+2.13pp）。

图 7：公司期间费用率变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司毛利率及净利率变化趋势



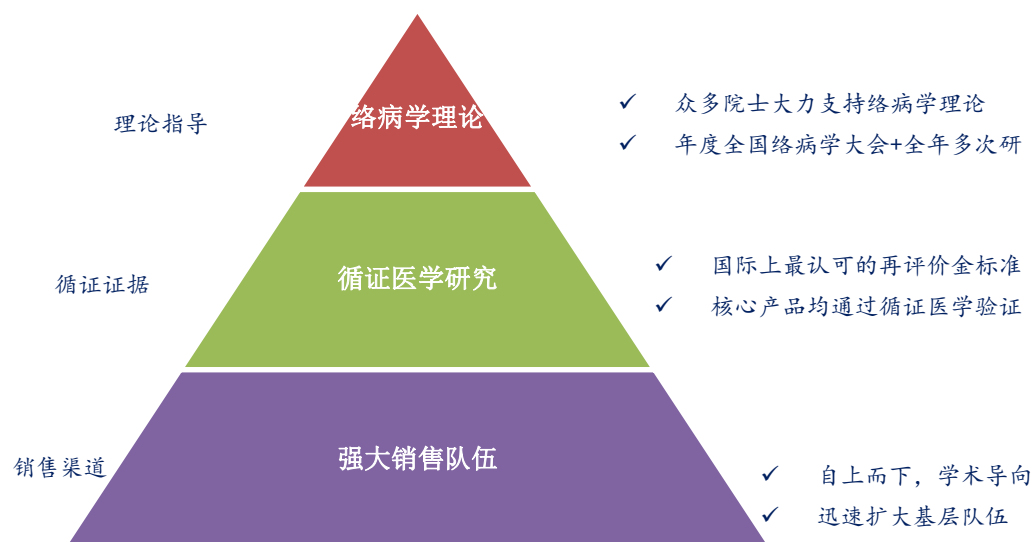
数据来源：公司公告，西南证券整理

总体来看，2016年以来公司营收和利润增速均出现明显提升，我们认为这主要是因为公司前期布局的基层营销渠道推动心脑血管中药在基层销售快速增长，渠道持续扩张带来连花清瘟胶囊高速放量，以及糖尿病和抗肿瘤药物进入良性发展期，未来仍将带动公司业绩持续高增长。

2 金字塔型学术+销售模式推动产品放量

正所谓酒香也怕巷子深，好产品也需要经过大力推广才能让更多医生和患者了解。公司充分发挥了自身优势，推动产品放量。公司以络病学为理论指导，通过循证医学论证产品有效性和安全性，再配备强大的销售队伍，保障公司业绩持续增长。

图 9：公司中药产品学术推广模式



数据来源：西南证券

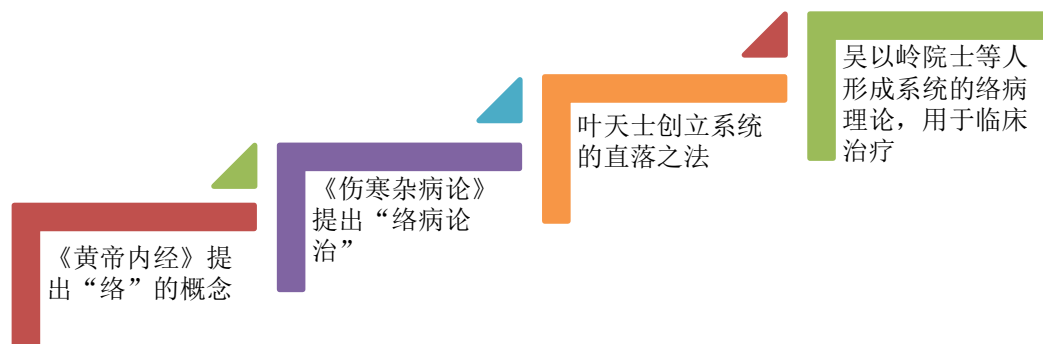
2.1 络病理论为学术推广提供理论支撑

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

《黄帝内经》率先提出“络”的概念，系统性阐述了经络系统的组成及其生理功能以及病理变化。《伤寒杂病论》进一步体现了“络病论治”的内容，指出经络受邪及络阻不通可能会导致某些疾病发生。清代名医叶天士提出了“久病入络”、“久痛入络”的观点，并详细阐述了络病的临床表现及用药规律，创立了系统的治络之法，在实际应用中取得了重大突破。近代以来，吴以岭院士等人在继承前人络病研究成果的基础上进行全面系统性研究，初步建立“络病论治”体系，首次形成了系统的络病理论并建立相关学科，在心脑血管病、肿瘤、呼吸系统疾病、糖尿病等领域发挥了重要的临床价值。

公司董事长吴以岭先生是中国工程院院士、中医络病学学科创立者和学科带头人、络病研究与创新中药国家重点实验室主任、国家中医药管理局络病重点研究室主任、中华中医药学会络病分会主任委员，是国内最知名的络病学专家。

图 10：络病学理论发展历程



数据来源：《络病学说的历程及现状》，西南证券整理

在吴以岭院士的带领下，公司围绕络病理论进行新药研发，提出了“络气虚滞、脉络瘀阻、脉络绌急”新观点，成功研制了针对冠心病、心律失常、慢性心衰的多款重磅产品，还有更多产品处于在研阶段。

图 11：公司围绕络病理论取得的各项成就



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 循证医学研究提供有效性和安全性论据

循证医学（Evidence-based Medicine, EBM）即遵循证据的医学，是国际临床领域近年来迅速发展起来的一种新的医学模式。其核心思想是：任何医疗决策的确定都应基于客观的临床科学研究依据；任何临床的诊治决策，必须建立在当前最好的研究证据与临床专业知识和患者的价值相结合的基础上。这是 David Sackett 教授对于循证医学的定义。这句话定

义了临床医学的新模式，强调最佳证据、专业知识和经验、患者需求三者的结合，并且指出三者缺一不可，相辅相成，共同构成循证思维的主体。

临床医学经历了两个阶段，即经验医学阶段与循证医学阶段。与经验医学相比，循证医学更强调用准确、明智且所能获得的最佳证据来解决临床问题，并充分考虑病人和需求，从而得到最佳的临床结果。

表 3：经验医学阶段与循证医学阶段

	经验医学	循证医学
分水岭时间	20 世纪 80 年代以前	20 世纪 80 年代以后
临床诊断标准	临床实践大多以经验和推论为基础，即根据某一药物对某些临床指标的作用(不包含预后指标)，如血压、血液动力学等的变化来推论其对疾病的治疗作用。	临床试验主要关注和评价的是预后指标，包括总病死率、心脑血管的重要事件(如 AMI、脑卒中、猝死等)、对生活质量的影響，以及卫生经济学指标。
样本数量	临床疗效观察，仅需一个或少数几个中心，观察病例几十至几百名病人，在数周至数月内即可完成，即收集数据不系统、不全面。	大样本、双盲试验，样本较为系统、全面。
证据来源	动物实验、实验研究、零散临床研究、过时教科书。	临床研究
判效指标	中间指标	终点指标
诊断依据	基础研究	最佳临床证据研究
医疗模式	疾病/卫生为中心	患者为中心
病人对决策影响	病人不参与决策	病人参与决策

数据来源：《CNKI》，西南证券整理

循证医学目前已成为国际上公认的药品再评价的金标准，主要体现在以下几点：

- **循证医学再评价是药品研究体系的重要组成部分。**药品上市后再评价研究是对已批准的药品在社会人群中的疗效、不良反应、用药方案及药物经济学等方面进行科学评价和估计，补充完善药品上市前评价的不足；
- **循证医学再评价是推动药品销售增长的重要策略。**药品的市场推广不同于一般产品，实现其市场销售不断增长需要借助持续深入的科学研究中产生的证据支撑。循证医学是目前评价药物临床疗效的金标准；
- **循证医学再评价是提升药品学术品牌内涵的重要途径。**采用国际公认的循证医学方法及指标对药品临床疗效进行客观评价，不仅使研究结果能被医学界普遍认可和接受，提升产品的品牌学术内涵，同时更易于将产品的学术优势转化为市场优势，推动其市场销售的迅速增长。

因此，循证医学不仅是药品研究体系的重要组成部分，有助于提高药品疗效和安全性的认可程度，更是提升学术品牌及推动其销售增长的主要途径。公司是国内循证医学的起跑者、领导者、领先者，核心产品均已通过循证医学对其疗效进行验证，还有更多产品在陆续开展循证医学研究，从而提高学术品牌和推动产品销售。

表 4：公司开展的循证医学研究项目

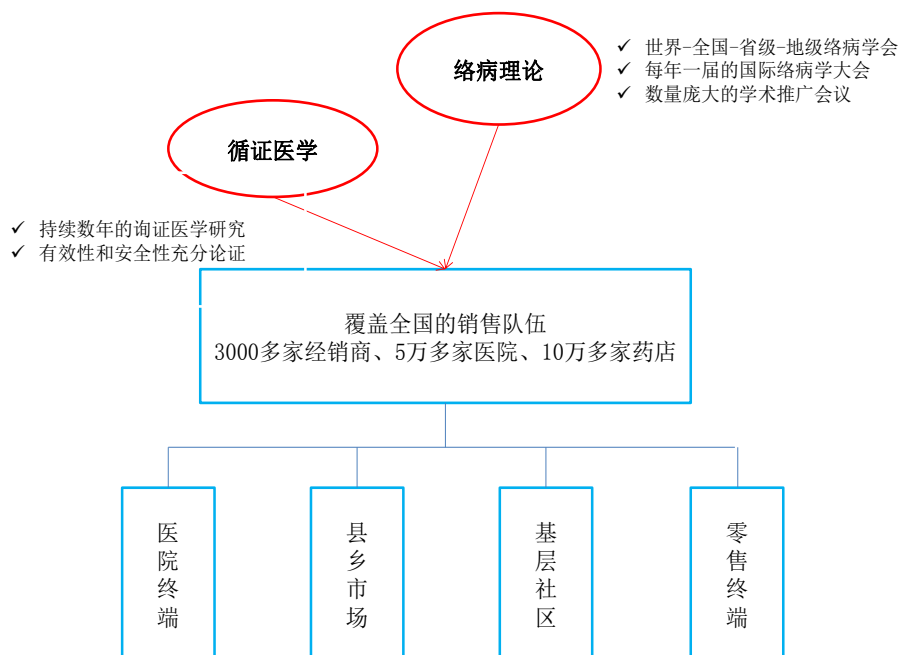
产品	适应症	研究进度
通心络	急性心梗介入治疗后心肌无复流	2009
	颈动脉斑块	2015
	缺血性脑卒中	进行中
参松养心	心律失常	2008
	轻中度心功能不全伴早搏	2014
	窦性心动过缓伴早搏	2015
芪苈强心	慢性心衰	2012
连花清瘟	甲型 H1N1 流行性感冒	2009
养正消积	晚期非小细胞肺癌	进行中
津力达	II 型糖尿病	进行中

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 广泛的营销渠道迅速向全国延伸

公司是国内产品推广做得最好的公司之一。在学术推广层面，公司拥有核心优势，即独特的络病理论基础，得到了国内外数名院士支持，并通过循证医学研究充分论证产品有效性和安全性，在国内召开了多次络病学研究论坛及相关产品研讨会，自三甲医院至基层医院的医生均高度认可公司在络病理论基础上开发的产品，公司新产品具有高度的学术认可度和品牌知名度。

图 12：公司产品推广策略



数据来源：西南证券

在学术推广的基础上，公司也在全国铺设了广泛的销售渠道，从学术推广转变为产品销售。目前公司已经建立了覆盖全国的营销网络和队伍，在全国设立一级经销商 100 余家、二级经销商 3000 余家，产品已经进入了全国 5 万多家医院和 10 万家药店销售。公司针对不同的销售终端采取差异化销售策略，有效促进了产品放量：

- **医院终端：**借助学术促销带动市场销售，通过国际性、全国性学术会议和新媒体，积极开展专利产品循证医学研究结果的推广；
- **县乡市场：**结合慢病防治走基层、健康乡村中国行等公益项目，提升基层医务人员诊疗水平，提高公司产品在医务人员中的知名度，促进医务人员对公司产品的了解；
- **基层社区：**借助“络病健教社区行”活动，努力提升消费者健康管理和保健意识，加强规范科学用药指导，增进患者对公司产品及公司品牌的认知度；
- **零售终端：**保持与全国大型零售连锁的战略合作，配合连锁药店，积极开展品牌宣传和店患教育，对公司产品进行推介，大力开展处方药零售药店分类分级会员管理服务及店患教育工作，重点做好全产品全药店终端覆盖工作。

总体来看，我们认为公司的金字塔型产品营销策略能够推动产品迅速放量：上有络病学研究提供理论纲领，中有循证医学研究提供有效性和安全性论证，下有覆盖全国的营销网络，高端学术推广+接地气的销售团队推动产品得到市场高度认可。在金字塔型学术推广模式下，公司的通心络、参松养心的销售收入均接近 10 亿元，其他核心产品也有望高速增长发展成 10 亿以上的重磅品种。

3 多种大病独家品种，基层放量在即

3.1 大病领域独家易出大品种，公司多产品有望登榜

IMS 数据显示 2015 年我国医院终端销售额排名前 20 的药品销售额均超过 20 亿元，这些药品均具有以下特征：

- 适应症领域均为**大病种慢病领域**，例如心脑血管、肿瘤、内分泌疾病。这类疾病通常情况下随着年龄的增加，发病率逐步提高，需要长期治疗和用药，易出大品种。
- 通常为**医保药品**。通常情况下，进入医保的药品意味着放量，所以进入医保的产品容易孕育出大品种。
- 大部分产品是**独家产品**，例如前 10 位中有 6 家独家产品。中药的独家品种类似于化药的原研药。其在定价上也更有优势，降价压力较小，随着中药材成本上升和国家对中药的扶植力度加大，其价格还有可能提升。在销售额前 20 中，有七个中药独家（类独家）品种，分别为血栓通、丹红、丹参多酚酸（类独家）、喜炎平、疏血通、康艾、川穹嗪。

表 5：2015 年医院终端药品销售排名（红色为心脑血管药物）

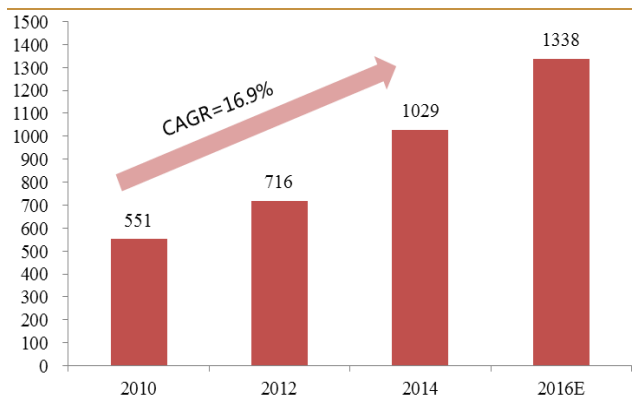
排名	药品	商品名	生产企业	销售额 (亿元)	适应症	是否独家	是否医保	分类
1	单唾液酸神经节苷酯	申捷	齐鲁制药	42.19	治疗血管性或外伤性 中枢神经系统损伤	否	非医保	西药
2	注射用血栓通(冻干)	血栓通	广西梧州	38.68	活血祛瘀	是	甲类	中成药
3	硫酸氢氯吡格雷片	波立维	赛诺菲	36.16	预防动脉粥样硬化血栓形成	否	乙类	西药
4	丹红注射液	倍通	步长制药	34.00	活血化瘀，通脉舒络	是	乙类	中成药
5	阿托伐他汀钙片	立普妥	辉瑞	33.65	降脂药	否	乙类	西药
6	小牛血清去蛋白注射液	奥德金	锦州奥鸿	32.23	改善脑部血液循环 和营养障碍性疾病	否	非医保	西药
7	注射用丹参多酚酸盐	丹参多酚酸盐	上海绿谷	31.08	冠心病	是	非医保	中成药
8	地佐辛注射液	地佐辛	扬子江	28.17	镇痛	是	非医保	西药
9	喜炎平注射液	喜炎平	青峰药业	26.66	清热解毒，止咳止痢	是	乙类	中成药
10	脑苷肌肽注射液	欧迪美	四环制药	26.57	中枢神经损伤	是	非医保	西药
11	吸入用布地奈德混悬液	普米克令舒	阿斯利康	25.53	支气管哮喘	是	乙类	西药
12	康艾注射液	康艾	长白山	25.41	肿瘤	是	非医保	中成药
13	氯化钠注射液	氯化钠	四川科伦	24.37	调节电解质平衡	否	甲类	西药
14	疏血通注射液	友搏	牡丹江友博	24.15	活血化瘀	是	乙类	中成药
15	丹参川芎嗪注射液	丹参川芎嗪	贵州拜特	24.03	闭塞性脑血管疾病	否	非医保	西药
16	奥拉西坦胶囊	欧来宁	石药	23.18	老年性痴呆	否	非医保	西药
17	注射用头孢他啶	头孢他啶	海南海灵	22.92	广谱抗生素	否	乙类	西药
18	注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠	舒普深	辉瑞	22.16	抗生素	否	乙类	西药
19	注射用五水头孢唑林钠	新泰林	华润九新	20.64	广谱抗生素	是	非医保	西药
20	异甘草酸镁注射液	天晴甘美	正大天晴	20.26	慢性病毒性肝炎	是	乙类	西药

数据来源：IMS，西南证券整理

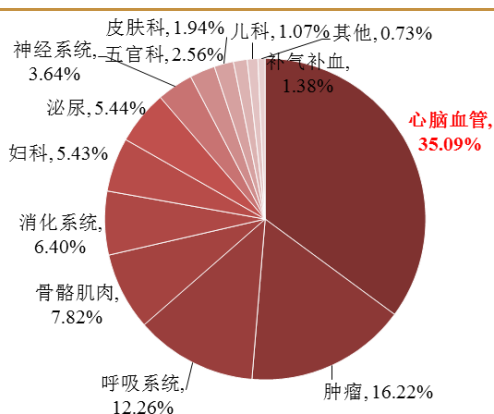
从市场规模来看，心脑血管药物在全球范围内是第一大类药物，约占全球药品总规模的20%。2013年我国心脑血管类药品市场总值已超过1600亿元，仅次于抗感染药物，位居2位，其市场规模超过全国药品销售总额的17%。庞大的市场也为药品销售提供了重要的发展机遇，也容易催生重磅产品。

从销售额排名前20的药品治疗领域来看，心脑血管类药物有8个，占比40%，是最容易出重磅品种的治疗领域。这8个心脑血管药物中，西药和中成药各占一半，中成药均为独家品种。可见在心脑血管领域，中成药具有较高的临床地位。

2010-2014年间，我国的心脑血管中成药市场规模从551亿元增长到1029亿元，CAGR达到16.9%，高于全国药品市场的复合增速15%。截止到2014年，心脑血管中成药为中成药临床终端用药第一大类。预计2016年全国心脑血管中成药市场将达到1338亿元，同比增速约为14%。

图 13：心脑血管中成药市场（亿元）


数据来源：米内网，西南证券整理

图 14：全国样本医院中药竞争格局


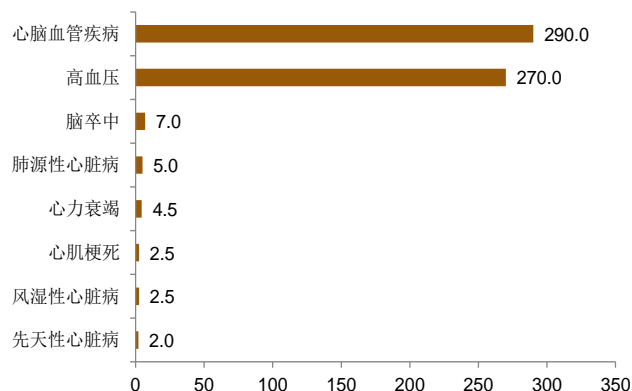
数据来源：米内网，西南证券整理

中成药在心脑血管用药领域中占有较大比重，主要原因有：

- 我国的用药习惯：国内认为活血祛瘀、通脉活络、改善心脑血管血液循环、调节血液粘稠度等药物适合作为慢性病的长期用药，中成药的多靶点、副作用小受到市场认可；
- 中药针对心脑血管疾病“慢性起病、急性发作、病后调养”的特性，具有相应的治疗方法和对应剂型，与化学药物相比毒副作用少，更适合心脑血管患者长期治疗与调养。

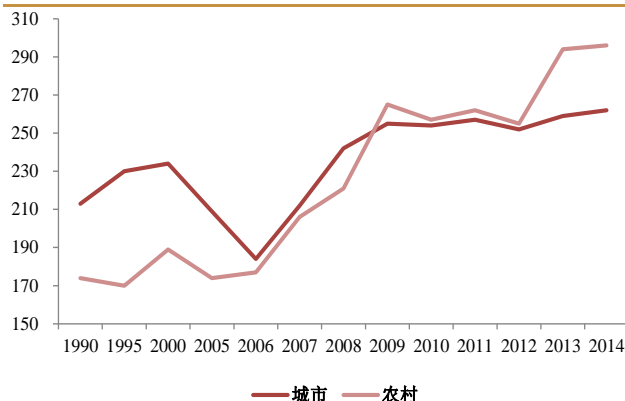
从驱动因素来看，老龄人口的增加和发病率的上升将推动市场的增长。《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》指出，2001年至2020年是快速老龄化阶段，到2020年，老年人口将达到2.48亿，在全国人口中比重不断扩大。老年人由于生理机能下降，心脑血管疾病的发病率远高于年轻人，心脑血管疾病已成为老年人首要死因。

图 15：心血管疾病患病人数（百万人）



数据来源：《中国心血管病报告 2013》，西南证券整理

图 16：中国城乡居民心血管病死亡率变化（1/10 万）



数据来源：《中国循环杂志》，西南证券整理

与此同时，我国的心血管疾病的患病率和死亡率也持续升高，城乡居民的心脑血管疾病死亡率都在逐步升高。据估计我国约有 2.9 亿心血管疾病患者，其中高血压 2.7 亿，脑卒中 700 万，心力衰竭 450 万，心肌梗死 250 万。我国每年死于心脑血管疾病的人数达到 350 万人，其中心脑血管疾病和脑血管疾病各占一半，2012 年国内由心脑血管疾病造成的死亡人数占总死亡人数的比例达到 41.06%，居各种病因之首。

公司战略布局心脑血管疾病、呼吸系统疾病、糖尿病等市场规模达数百亿的大病种领域，且目标患者人群数量众多、多为医保独家药品，具备发展成重磅品种的潜力。尤其是在心脑血管领域，公司的多款产品已覆盖了主要病种，具有良好的协同效应。

表 6：公司独家产品一览

产品	治疗领域	是否基药	是否医保	是否独家
通心络胶囊	心脑血管	基药	医保	是
参松养心胶囊	心脑血管	基药	医保	是
芪苈强心胶囊	心脑血管	非基药	医保	是
连花清瘟胶囊	感冒	基药	医保	是
津力达颗粒	糖尿病	非基药	医保	是
养正消积胶囊	肿瘤	非基药	医保	是
参灵蓝胶囊	肿瘤	非基药	非医保	是
枣椹安神口服液	失眠	非基药	非医保	是
夏荔芪胶囊	泌尿系统	非基药	非医保	是
八子补肾胶囊	泌尿系统	非基药	非医保	是

数据来源：公司公告，西南证券整理

心脑血管疾病是公司优势明显的治疗领域，拥有通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三个创新专利中药，治疗范围涵盖了缺血、心律失常、心衰三个最常见的适应症，已成为我国心脑血管病临床用药市场的主导产品。三大产品均瞄准心内科，能够发挥巨大的协同作用，带动销售额持续高速增长。

表 7：公司在心脑血管领域主要产品

产品	适应症	研发进度	中标价	医保类型
通心络胶囊	冠心病、脑梗塞	已上市	0.26g*30（重庆中标价 27.02 元/盒）	国家医保甲类
参松养心胶囊	心律失常	已上市	0.4g*36（重庆中标价 26.18 元/盒）	国家医保乙类
芪苈强心胶囊	慢性心衰	已上市	0.3g*36（重庆中标价 34.53 元/盒）	国家医保乙类

数据来源：药智网，西南证券整理

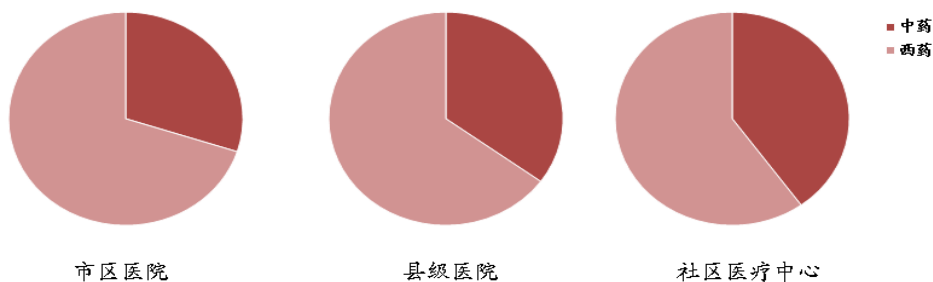
公司具有极强的学术推广能力，自上而下推广使得产品在医院终端迅速放量，但对基层市场的重视不足。以通心络为例，在医院终端的销售额排名第二，但在零售终端未进前五。随着通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊陆续进入国家基药目录，公司开始重视基层渠道建设，基层放量将成为新的业绩增长点。

表 8：城市等级医院与零售终端心脑血管口服中成药市场份额比较

排名	品种	生产厂家	市场份额	排名	品种	生产厂家	市场份额
城市等级医院				零售市场			
1	复方丹参滴丸	天士力	18.68%	1	复方丹参滴丸	天士力	7.09%
2	通心络胶囊	以岭药业	9.17%	2	脑心通胶囊	步长制药	3.97%
3	麝香保心丸	和黄药业	8.10%	3	速效救心丸	中新药业	3.57%
4	益心舒胶囊	信邦制药	3.51%	4	银杏叶片	海王药业	3.49%
5	速效救心丸	中新药业	3.29%	5	麝香保心丸	和黄药业	3.43%

数据来源：IMS, 南方所，西南证券整理

实际上，心脑血管中成药向基层医疗机构下沉的趋势十分明显，在基层医疗机构的销售占比明显高于市级和县级医院。因此基层渠道是心脑血管中成药销售的重要渠道，开拓基层市场有助于产品快速放量。

图 17：中药在基层下沉趋势明显


数据来源：MedSci，西南证券整理

进入基药目录有望帮助产品迅速打开庞大的基层药物市场。但由于我国的地域差距，各区域的招标政策差异，基药目录执行进度不一，公司进入基药目录的产品仍处于放量阶段。公司从 2012 年开始搭建基层销售团队，目前有 2000 多人且仍在持续扩张中。且从目前的销售比例来看，进入基药目录的产品估计只有 20% 左右的销售来自基层，未来仍有提升空间。总体来说，我们认为随着公司基层布局的不断拓展，进入基药目录的三大产品有望迎来高速增长。

公司目前拥有**通心络胶囊**、**参松养心胶囊**和**连花清瘟胶囊**的销售收入均有望超过 20 亿元。这三大产品聚焦心脑血管和呼吸系统疾病的大病种领域，且具备基药、医保覆盖、独家品种的身份，未来发展潜力巨大。芪苈强心胶囊和津力达颗粒属于医保独家产品，市场空间不低于 10 亿元，如未来能进入基药目录，也很可能突破 20 亿元。

3.2 心脑血管领域：重磅品种频出，基层放量在即

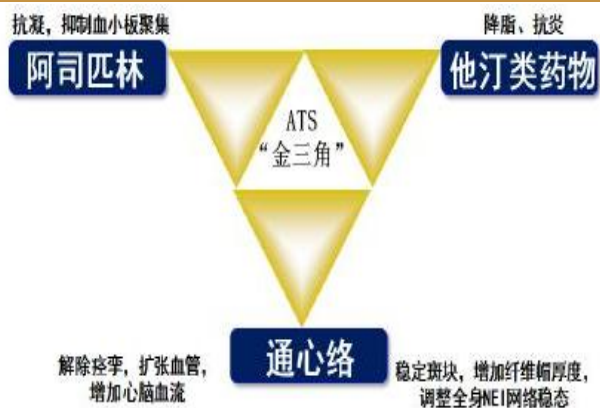
3.2.1 通心络胶囊

通心络胶囊是治疗冠心病、心绞痛等的专利新药，是公司的独家品种。通心络胶囊是络病理论创新指导心脑血管病治疗的代表性药物，可保护微血管、改善微循环血流灌注，解决微血管保护的世界性难题。通心络胶囊主治冠心病、心绞痛、心肌梗死、缺血性脑梗塞等。

通心络胶囊在微血管保护方面具有明显特点。通心络胶囊具有抗凝、降脂、抗炎、抗氧化、提高缺氧耐受性的功效，并且可以保护微血管结构与功能完整：

- **血液保护：**在抗凝抑栓方面，可以减少阿司匹林抵抗和用量，减少出血副作用；在降脂抗炎方面，与他汀联用可以协同增效。通心络与阿司匹林和他汀类联用是治疗动脉硬化的最佳疗法；
- **血管保护：**通心络胶囊在稳定易损斑块（容易发生破裂导致急性心梗、脑梗）方面的作用与他汀类药物疗效相当；
- **心肌保护：**通心络胶囊在治疗急性心梗促进缺血心肌恢复、改善心功能方面具有确切疗效，能够有效保护心肌。

图 18：治疗动脉硬化的最佳组合——金三角方案



数据来源：公司网站，西南证券整理

图 19：通心络胶囊在微血管保护方面具有明显特点



数据来源：公司网站，西南证券整理

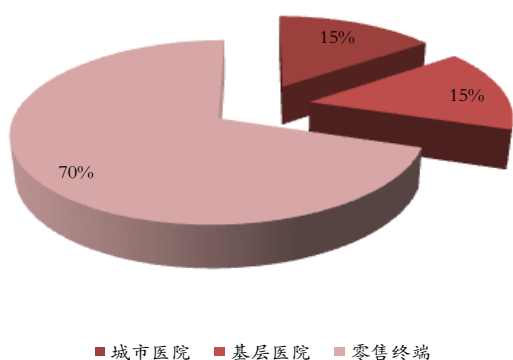
通心络疗效与市场两大龙头产品相当。在口服心脑血管中成药领域，通心络胶囊主要的竞争产品有天士力的复方丹参滴丸和步长制药的脑心通胶囊，二者均为治疗冠心病领域的龙头产品。三种产品均为医保、基药和独家产品，具备类似的大品种属性。

表 9：通心络及其主要竞争品种的比较

品名	通心络	复方丹参滴丸	脑心通
上市时间	1997	1994	1993
功效	益气活血、通络止痛	活血化瘀，理气止痛	益气活血、化瘀通络
适应症	冠心病、心绞痛、脑中风	冠心病、心绞痛	冠心病、心绞痛、脑中风
临床用药指南地位	一线用药	一线用药	一线用药
日用药金额	8.1 元	4.2 元	6.5 元
医保	甲类	甲类	乙类
基药	基药（2009）	基药（2009）	基药（2012）
独家	是	是	是
2015 年销售收入	9 亿	26 亿	28.6 亿
2015 年增长率	-3%	5%	14%

数据来源：各公司公告，西南证券整理

通心络未来的增长潜力主要来自基层市场。从疗效和临床地位来看，通心络胶囊、脑心通胶囊、复方丹参滴丸的疗效基本相当，且均属于一线用药，均属于基药、医保、独家品种。然而通心络的销售收入远低于脑心通胶囊和复方丹参滴丸，我们分析认为主要原因在于通心络胶囊上市和进入基药目录的时间较短，且营销策略以医院终端为主，基层销售渠道建设相对滞后有关，从 2012 年开始才重视基层销售。如从销售终端分布来看，通心络胶囊主要集中在三级和二级医院的心内科，通心络在城市医院、基层（县乡）、零售终端的销售比例大约是 7：1.5：1.5，而复方丹参滴丸大约是各占 1/3。可见通心络在基层渠道的销售还有巨大的增长空间。

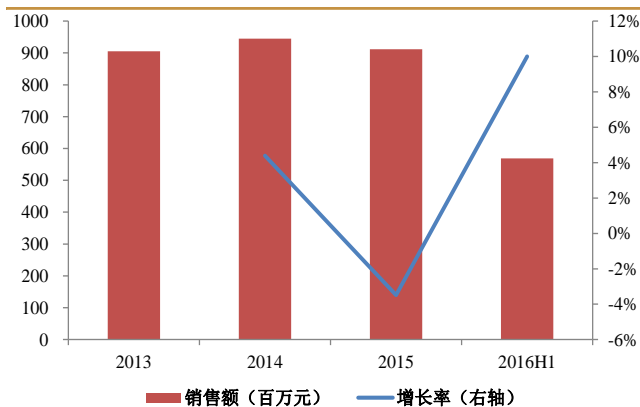
图 20：通心络胶囊销售终端分布


数据来源：南方所，西南证券整理

我们认为通心络胶囊对冠心病、心肌梗死的疗效确切，通过学术推广已经在医院终端形成了良好的口碑。随着基层销售渠道逐步完善，通心络胶囊基层放量有望带来新一轮增长期，未来销售收入有望突破 20 亿元。

3.2.2 参松养心胶囊

参松养心胶囊是以络病理论为指导，以“整合调节—心律失常干预新策略”为组方依据的治疗心律失常的专利新药。参松养心胶囊填补了窦缓伴早搏世界药物治疗空白，是唯一具有

图 21：通心络胶囊销售收入增长趋势


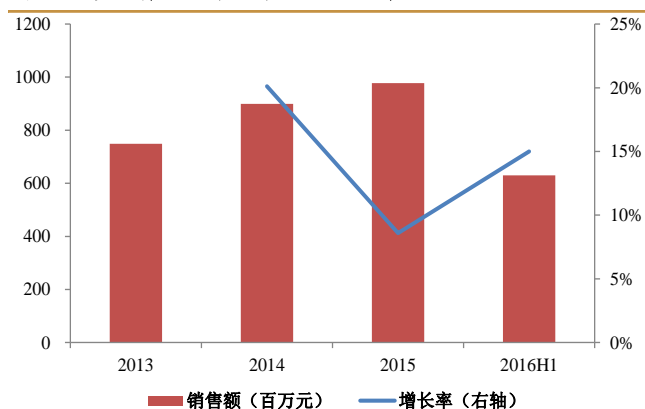
数据来源：公司公告，西南证券整理

多离子通道和非离子通道整合调节作用的治疗心律失常药物，也是唯一经过循证医学证实，安全有效治疗早搏、阵发性房颤、缓慢性心律失常的药物。参松养心胶囊可以有效治疗早搏、阵发性房颤，提高缓慢心律，未见心脏不良反应，明显缓解心慌、气短、失眠等临床症状。

抗心律失常药物市场还有巨大的空间。我国心律失常患者总人数约有 2000 万，抗心律失常药物的市场规模超过 50 亿元，但诊疗率低，市场空间还有待开拓。若以目前的常用低价药盐酸美西律片测算，以最近一次中标价为基准，每日人均用药费用在 1.7 元左右，市场空间在 124 亿左右；若以参松养心胶囊测算，日均人均消费在 6.5 元左右，市场空间在 475 亿左右。抗心律失常药物市场还有数倍的增长空间。

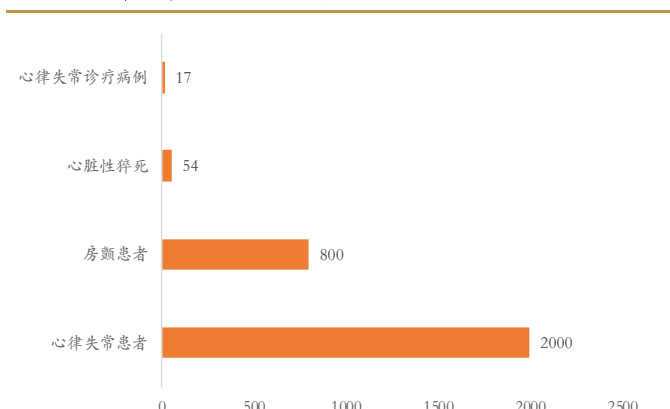
2015 年参松养心胶囊实现销售收入接近 10 亿元，增速估计在 15% 左右，但由于产品疗效和安全性优于化学药且基层逐步放量，未来还有巨大的增长空间。

图 22：参松养心胶囊销售额及增长率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：心律失常患者人数统计（万人）



数据来源：亚太心律学会，西南证券整理

参松养心胶囊是应用最广、最安全的抗心律失常中成药之一。传统的心律失常治疗以化学药为主，但是化学药不仅具有严重的心脏外毒性，而且有可能引发新的心律失常，甚至使原心律失常症状进一步恶化。而中成药治疗心律失常的疗效和安全性都优于化学药，已成为我国临床常用的抗心律失常药物。参松养心胶囊的主要优势包括：

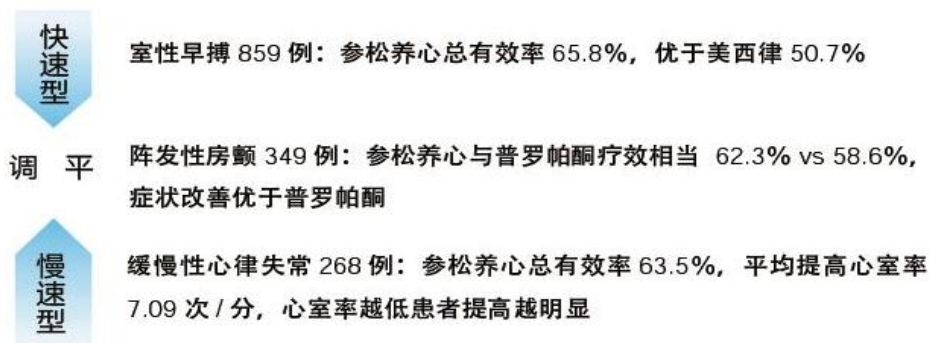
- 参松养心胶囊兼具多离子通道阻滞和调节自主神经改善传导的双重作用，**对快速型和缓慢型心律失常均能发挥疗效；**
- 参松养心胶囊可以整合调节抗心律失常和改善心肌供血，从而治疗心律失常的病理基础，通过调节心肌细胞自律性改善心脏传导，调节心脏自主神经功能，**发挥广谱抗心律失常作用；**
- META 分析（共包括 1609 个病例）显示参松养心胶囊引发心脏不良反应的发生率为 0%，**是全面、有效、安全的心律失常治疗药物；**
- **填补窦缓伴早搏世界药物治疗空白。**络病理论研究提出“整合调节——心律失常药物干预新策略”，指出心律失常的治疗要实现由“抗律”到“调律”的思维转变。参松养心胶囊不仅可提高缓慢心律，又可有效治疗早搏、阵发性房颤，且无心脏不良反应，填补了窦缓伴早搏世界药物治疗空白。

表 10：抗心律失常化学药分类

抗心律失常化学药	主要药理机制	代表药品名称
膜抑制剂	降低心肌细胞对 Na ⁺ 的通透性。抑制 0 相去极化速率，并延缓复极过程	奎尼丁、美西律、恩卡胺、氟卡胺、乙吗胺等。
β 肾上腺素受体阻滞剂	β -受体阻断作用，直接作用系细胞膜效应，具有与第一类药物相似的作用机理	心得安、氨酰心安、美多心安、心得平、心得舒、心得静等
延长动作电位间期	通过肾上腺素能效应发挥作用，延长动作电位间期和有效不应期	溴苄胺、乙胺碘呋酮
钙通道阻滞剂	通过阻断钙离子内流而抑制慢反应心肌电活动	异搏定、硫氮䇆卓酮、心可定等
洋地黄类药物	通过兴奋迷走神经而发挥作用	西地兰、毒毛旋花子甙 K ⁺ 、地高辛等

数据来源：《CNKI》，西南证券整理

图 24：循证医学证据显示参松养心胶囊的疗效优于化学药



数据来源：公司网站，西南证券整理

参松养心胶囊疗效与心律失常中成药龙头产品稳心颗粒相当。大量学术观点表明，两种药物在治疗心绞痛、室性早搏有效率方面相近。

表 11：参松养心与稳心颗粒学术观点比较

文献名称	文章来源机构	时间	疗效比较
稳心颗粒和参松养心胶囊在治疗冠心病心绞痛室性早搏中的比较	吉林省安图县医院	2012-01	两种药物治疗心绞痛、室性早搏有效率相近，但稳心颗粒组室性早搏显效率明显高于参松养心胶囊。
稳心颗粒和参松养心胶囊治疗冠心病室性期前收缩的疗效比较	暨南大学医学院附属第三医院	2010-05	稳心颗粒和参松养心胶囊均可有效改善室性期前收缩的临床症状，且安全。
参松养心胶囊结合稳心颗粒治疗急性心肌梗死的临床效果观察	北京安贞医院	2015	急性心肌梗死患者在稳心颗粒治疗基础上联合参松养心胶囊治疗效果理想，值得推广应用。

数据来源：《CNKI》，西南证券整理

参松养心胶囊于 2004 年上市，经过公司推广得力迅速发展成十亿级别的重磅品种，但仍然远低于同类药物。稳心颗粒是治疗心律失常的中成药龙头产品，销售额在 18 亿元左右。参松养心胶囊的销售额较低主要原因可能在于基层销售薄弱，随着基层营销渠道逐步扩张，未来还有巨大的增长空间。

表 12：参松养心胶囊与稳心颗粒对比

品名	参松养心胶囊	稳心颗粒
功效	益气活血、通络止痛	活血化瘀，理气止痛
适应症	快速、缓慢心律失常	快速心律失常
日用金额	6.8 元	8.2 元
医保	甲类	乙类
基药	是	是
独家	是	是
上市时间	2004	2001
进入基药时间	2012	2012
15 年销售额	10 亿	17.9 亿
15 年增速	15%	19%

数据来源：各公司公告，西南证券整理

参松养心胶囊与稳心颗粒类似，且适应症更广、日用药金额更低、医保甲类覆盖面更大。然而由于基层渠道未完全铺开，参松养心胶囊的销售额还远低于稳心颗粒。然而随着公司对基层渠道的逐渐开拓，我们认为，参松养心胶囊将持续高速增长，未来市场空间有望超过 20 亿元。

3.2.3 芪苈强心胶囊

芪苈强心胶囊是以络病理论为指导研制的具对慢性心衰具有标本兼治确切疗效的专利中药，不仅具有强心、利尿、扩血管、改善血流动力学、改善慢性心衰的作用，同时还可以抑制 RASS 系统激活、抑制心室重构、改善心衰患者的长期预后。

据统计，我国 35-74 岁人群的慢性心力衰竭患病率为 0.9%，且随着年龄升高，患病率也在逐步升高。55 岁以上人群的患病率已上升至 1.3%。

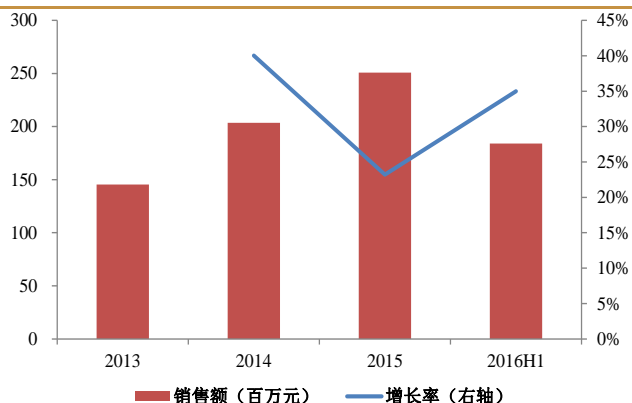
表 13：成年人（35-74 岁）年龄别心力衰竭患病率（%）

年龄组（岁）	调查人数	男性	女性	合计
35-44	6055	0.3	0.5	0.4
45-54	4255	0.6	1.3	1.0
55-64	3375	1.3	1.4	1.3
65-74	1823	1.1	1.5	1.3
合计	15518	0.7	1.0	0.9

数据来源：《中国心血管病报告 2013》，西南证券整理

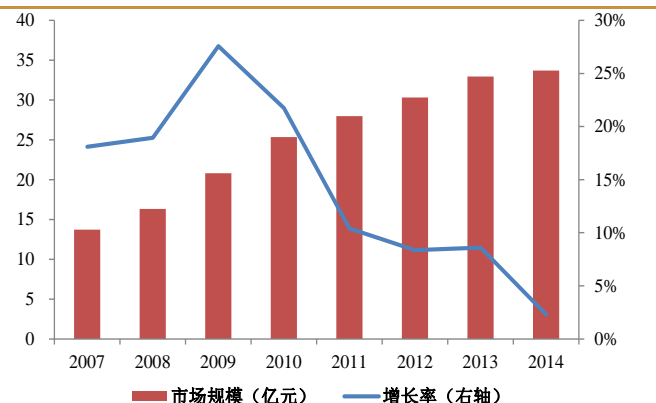
据米内网数据统计，2014 年国内样本医院心衰化药市场规模为 33.69 亿元，比上一年增长了 2.29%。由于心衰药物研发难度高，新药上市速度慢，市场保持缓慢增长。

图 25：芪苈强心胶囊销售收入增长趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：国内样本医药抗心衰化学药市场规模



数据来源：米内网，西南证券整理

目前主流的心力衰竭治疗组合是 ACEI+ β 受体阻滞剂+利尿剂，其中 ACEI 类制剂作为内分泌抑制剂可抑制血管紧张素转化酶，减少血管收缩，实现对心肌的保护； β 受体阻滞剂可以抑制交感神经，减少心肌收缩；利尿剂可以降低液体潴留，迅速减轻症状。

表 14：心力衰竭常用治疗药物

药物类型	主要药理机制	代表药品
利尿剂	抑制肾小管特定部位钠或氯的重吸收，遏制心衰时钠潴留，减少静脉回流和降低前负荷，从而减轻肺淤血，改善心功能，提高运动耐量	呋塞米、噻嗪类等
ACEI	降低心脏前后负荷，使外周血管和冠状血管阻力降低，增加冠脉血供，使心肌纤维化减少，心肌细胞凋亡减慢	卡托普利、依那普利、赖诺普利、福辛普利等
β 受体阻滞剂	通过抑制肾上腺素能受体，减慢心律，减弱心肌收缩力，降低血压，减少心肌耗氧量，防止儿茶酚胺对心脏的损害，改善左室和血管的重构及功能	酸美托洛尔、比索洛尔、卡维地洛等

数据来源：《CNKI》，西南证券整理

除了化学药以外，中药对心力衰竭患者也体现出明显疗效。芪苈强心胶囊是唯一经临床循证医学证实标本兼治慢性心衰的创新中药、唯一获国际权威杂志认可有效治疗慢性心衰的创新中药、唯一被中华医学会心衰诊断治疗指南中引用的创新中药，在心力衰竭临床治疗中具有较高的地位。

芪苈强心胶囊治疗心衰的循证医学证据得到了全球医学界的高度认可。芪苈强心胶囊对心衰的疗效主要体现在两个方面：

- 兼具强心、利尿、扩血管的作用，可以同时发挥利尿剂、血管紧张素转换酶抑制剂、 β 受体阻滞剂和强心药等四大类药物联合应用的效果，既能减轻患者痛苦又能减少医疗费用；
- 对心衰具有标本兼治的作用，能抑制神经内分泌过度激活和心室重构，控制心衰关键点，阻断心衰进程，提高患者的生存质量。

表 15：治疗慢性心衰 512 例循证评价

主研人	试验单位	结果
高润霖院士、张伯礼院士、黄峻教授、李新立教授、张健教授	以南京医科大学一附院、北京阜外心血管病医院为组长单位的 23 家三甲医院	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 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% 的比例远高于对照药物 ➢ 降低明尼苏达生活质量评分 ➢ 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

数据来源：公司网站，西南证券整理

芪苈强心胶囊缺少竞争对手。由于研发难度较高且新药进展缓慢，目前市场上缺乏服用安全、疗效显著的心衰治疗理想药物。随着芪苈强心胶囊的循证医学证据逐步得到临床认可，未来有可能成为心衰市场的主导用药。

从销售情况来看，2011 年芪苈强心胶囊销售额不足 6000 万，至 2015 年销售额约为 2.5 亿元，是公司心脑血管产品中增速最快的产品。芪苈强心胶囊上市时间相对较短，还处于高速增长阶段，未来的市场增量主要来自：1) 医院终端持续加强学术推广，疗效得到临床医生的高度认可；2) 基层市场逐步开发将带来持续增量。芪苈强心胶囊是医保乙类独家品种，且在心衰治疗领域缺少明显的竞争对手，借助公司强大的学术推广能力和基层渠道建设，未来有望发展成超过 10 亿的重磅品种。

我们认为公司强有力的学术推广能力促进心脑血管产品线高速增长，再加上产品进入基药目录后，大力开拓基层渠道建设，医院终端+基层终端齐头并进，将带动心脑血管药品的销售收入持续高增长。通心络胶囊和参松养心胶囊均有望突破 20 亿销售额，芪苈强心胶囊未来也将发展成 10 亿元以上的重磅品种。

3.3 感冒中成药领域：公司创新药的另一发力点

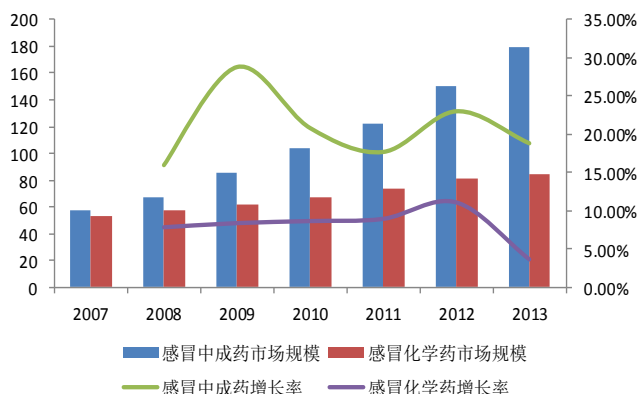
3.3.1 中成药在感冒药市场地位日益重要

感冒是我国患病率最高的疾病之一，国家卫生服务调查显示我国每年有 75% 的人至少患一次感冒，按全国人口 13 亿计算，全国每年感冒患病人数高达 9.75 亿人次。庞大的患者人群带来了巨大的市场潜力。我国抗感冒药品市场销售规模由 2007 年的 110.75 亿元增长至 2013 年的 263.48 亿元，年均复合增长率高达 15.54%，其中中成药的年均复合增长率达到 20.77%，明显高于感冒化学药 8.08% 的年均复合增长率。近年来，抗感冒中成药的市占率逐步提升，2013 年达到 68%。

中成药在抗感冒药物市场的重要性日趋重要，市场增速也更快，主要原因在于：

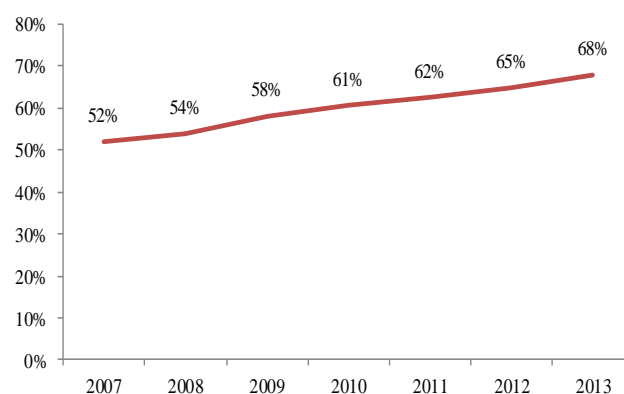
- 与化学药相比，中成药虽然起效较慢但毒副作用小且用药更加安全；
- 2003 年非典事件和 2009 年甲型 H1N1 流感事件显示中成药具有独特的抗病毒疗效，医生和患者对中成药的认可程度持续提升。

图 27：2007-2013 年我国感冒药市场规模（亿元）



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 28：2007-2013 年我国感冒药市场中成药占比



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

3.3.2 连花清瘟胶囊——治疗流行性感冒的代表性新药

公司依托络病理论，开发出了抗感冒药系列，得到了市场高度认可。连花清瘟胶囊是公司治感冒、抗流感领域的专利新药，具有广谱抗病毒、抑菌消炎的良好作用，对病毒性流感疗效好，可以抑制和杀灭流感病毒、副流感病毒、呼吸道合胞病毒、腺病毒、单纯疱疹病毒、SRAS 病毒、手足口病病毒等多种流行病毒。

表 16：公司感染呼吸类产品系列概况

产品	适应症	研发进度	中标价	医保类型
连花清瘟胶囊	感冒引起的发热或高热、恶寒、肌肉酸痛、鼻塞流涕、咳嗽、头痛、咽干咽痛、舌偏红、苔黄或黄腻等	已上市	0.35g*24 规格 (重庆中标价 11.56 元/盒)	国家医保乙类
连花急支片	急性支气管炎	完成 III 期临床		
连花定喘片	慢性支气管炎	II 期临床		

数据来源：药智网，西南证券整理

连花清瘟胶囊能够对呼吸系统发挥积极干预作用：

- 广谱抗病毒：如 H1N1、H3N2、H5N1、H9N2、SARS、EV71 等多种流行病毒；
- 抑菌抗炎：抑制金黄色葡萄球菌、表皮葡萄球菌甲氧西林耐药株等；
- 退热止咳化痰：降低三联菌苗所致发热症状，促进气管酚红分泌，延长氨水、枸橼酸钠致咳潜伏期；
- 调节免疫功能、提高康复能力：提高 T 淋巴细胞亚群 CD4+ 和 CD4+/CD8+ 水平，提高抗体水平。

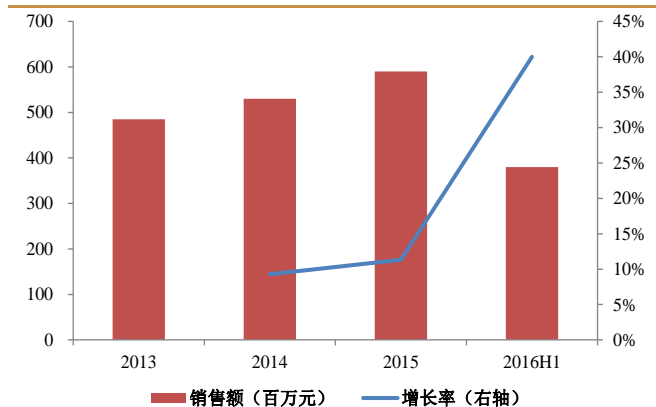
循证医学证据显示连花清瘟胶囊疗效好且价格低廉：北京佑安医院等 9 家三甲医院联合开展了“连花清瘟胶囊治疗甲型 H1N1 流感临床循证研究”。结果显示连花清瘟胶囊在退热、缓解鼻塞、流涕、咽痛、咳嗽、肌肉酸痛等流感症状方面优于达菲，且治疗费用低廉，仅为达菲的 1/8。

表 17：连花清瘟胶囊在抗流感方面发挥了重要作用

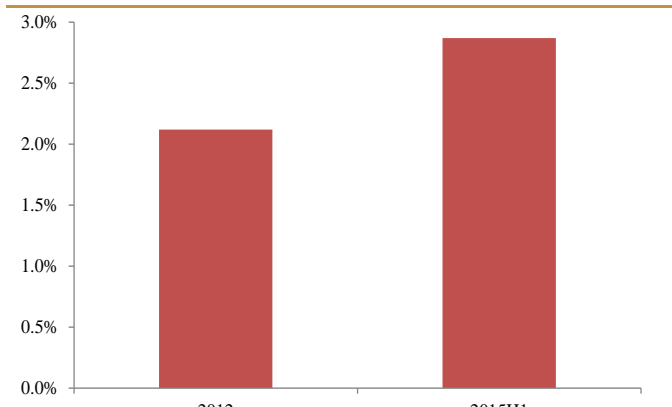
年份	事件
2005	卫生部《人禽流感诊疗方案》推荐用药
2009	卫生部《人感染甲型 H1N1 流感诊疗方案》推荐用药
2010	国家中医药管理局《风湿肺热病（非重症小区获得性肺炎）诊疗方案》
2011	卫生部《流行性感冒诊断与治疗指南》
2012	国家中医药管理局《乙型流感中医药防治方案》
2013-2014	卫计委《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案》推荐用药

数据来源：公司网站，西南证券整理

2015 年连花清瘟胶囊的销售收入 5.97 亿元，同比增长 12%；2016H1 实现销售收入超过 3.5 亿，同比增长约 44%，还处于高速增长阶段。连花清瘟胶囊远高于抗感冒药的市场增速，市占率也从 2012 年的 2.12% 上升到 2015 年上半年的 2.87%。

图 29：连花清瘟胶囊销售收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：连花清瘟胶囊市占率提高


数据来源：南方所，西南证券整理

连花清瘟胶囊是 OTC 甲类产品，携手大型连锁药店开拓市场。连花清瘟胶囊是 2003 年 SARS 期间是通过唯一绿色通道的药物，其在研发过程中就有一定的市场知名度，经过多年的大力推广和营销，已经在医生和患者心中树立了良好的口碑。近年来，公司营销重点从医院市场向 OTC 市场转移，重点开拓 OTC 市场。公司携手老百姓、九州通、乐仁堂等国内知名的大型连锁药店，借助这些全国性/区域性连锁药店广泛的营销渠道，有助于推动连花清瘟胶囊迅速放量。如公司在 7 月份联合中联大药房，汉口大药房，老百姓大药房，心连心大药房，金药堂大药房，美罗汇大药房 6 家连锁共 150 家销售渠道发起“连花清瘟胶囊卖一盒捐一盒”公益活动，在湖北捐赠了超过百万元的急需药品帮助暴雨受灾群众预防疾病。与连锁药店合作有助于推动连花清瘟胶囊在 OTC 迅速放量。

3.3.3 进入美国 II 期临床研究，中药国际化潜力大

2015 年 12 月，连花清瘟胶囊获准在美国开展 II 临床研究，是全球首个获批在美国开展临床研究的复方治感冒抗流感中药。如能顺利获批在美国上市，连花清瘟胶囊有望打开全球抗感冒抗流感市场，海外出口将成为连花清瘟胶囊未来发展的重要推动力。

表 18：9 个进入美国 FDA 临床研究的品种

产品	公司	适应症	临床阶段
复方丹参滴丸	天士力	心绞痛	III 期完成
桂枝茯苓胶囊	康缘药业	原发性痛经	II 期完成
扶正化瘀片	上海现代中医药科技发展有限公司	肝纤维化	II 期完成
杏灵颗粒	上海杏灵科技药业	冠心病、心绞痛	III 期
血脂康胶囊	绿叶制药	高血脂	II 期完成
威麦宁胶囊	华颐药业	肺癌	II 期
康莱特注射液	康莱特药业	非小细胞肺癌	III 期获批
连花清瘟胶囊	以岭药业	感冒抗流感	II 期
康莱特胶囊	康莱特药业	前列腺癌	II 期终止

数据来源：ClinicalTrials.gov，西南证券整理

我国传统中成药很难进入欧美发达国家市场，除了门槛较高，还有自身原因，主要是中药治病机理模糊，国际医学界争议较大。截止到目前，国内中药进入美国 FDA 临床研究的共有 9 个品种，其中天士力的复方丹参滴丸的 III 期临床试验揭盲在即，有望成为国内首个获批在美国上市的中药制剂，为我国中药产品打开新的增长空间。

我们认为，连花清瘟胶囊疗效好且价格低廉，随着市场认可度逐步提高，目前正处于高速增长阶段，随着基层渠道持续建设和中药国际化落地，将迎来新一轮高增长。

3.4 新领域持续延伸，产品梯队推动未来高增长

3.4.1 津力达颗粒：治疗 2 型糖尿病专利新药

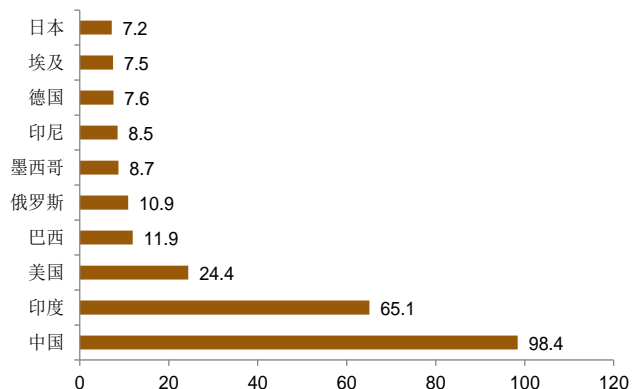
津力达颗粒是治疗 2 型糖尿病专利新药。津力达颗粒可明显降低血糖，改善糖耐量，增加肝细胞膜胰岛素受体数量，降低患者血糖和糖化血红蛋白水平，调节血脂，增加胰岛素敏感指数，改善临床症状。

表 19：公司糖尿病领域产品系列概况

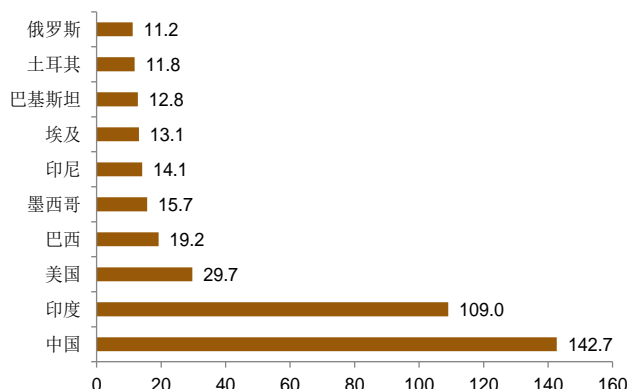
产品	适应症	研发进度	中标价	医保类型
津力达颗粒	II 型糖尿病	已上市	9g*9 规格的重庆中标价 31.65 元/盒	非医保
津力糖平片	II 型糖尿病	二期临床		

数据来源：药智网，西南证券整理

II 型糖尿病已成为人类健康的重大威胁，我国 18 岁以上成人中糖尿病患者数量高达 1.14 亿，约有 4.9 亿糖尿病前期人群。IDF 数据显示我国拥有全球最大的糖尿病患者人群，2013 年 20-79 岁的糖尿病患者数量就达到了 9840 万人，预计 2035 年将达到 1.4 亿。

图 31：2013 年全球 20-79 岁糖尿病患者人群数量


数据来源：IDF，西南证券整理

图 32：2035 年全球 20-79 岁糖尿病患者人群数量分布


数据来源：IDF，西南证券整理

庞大的糖尿病患者人群也带来了巨大的市场机遇。南方所数据显示 2014 年我国糖尿病药物市场规模已经达到 190 亿元，仍然保持 13% 的高速增长，市场仍在持续扩容。考虑到我国的糖尿病患者诊疗率和控制率低，未来市场空间至少不低于 1000 亿元。

从市场分布来看，我国的糖尿病药物市场以西药为主，中药仅作为辅助用药，市场份额极小。但从实际疗效来看，中药对糖尿病治疗能够发挥显著疗效，尤其是在早期干预阶段，中药能够发挥调理作用，从而恢复脏腑功能，这样既使血糖达标，又能阻止和延缓并发症的发生，明显提升患者生活质量。

表 20：国内糖尿病用药市场分类

类别	代表药品	作用机制
双胍类	二甲双胍、苯乙双胍	减少肝葡萄糖的输出，改善外周胰岛素抵抗而降低血糖。
磺脲类	甲苯磺丁脲、格列齐特、格列喹酮、格列美脲	刺激胰岛 β 细胞分泌胰岛素，增加体内的胰岛素水平而降低血糖。
格列奈类	瑞格列奈、那格列奈、米格列奈钙	刺激胰岛素的早期分泌而降低餐后血糖。
噻唑烷二酮类	吡格列酮、罗格列酮	增加靶细胞对胰岛素作用的敏感性而降低血糖。
α -糖苷酶抑制剂	艾塞那肽、利拉鲁肽	通过激动 GLP-1 受体而发挥降低血糖的作用。以葡萄糖浓度依赖的方式增强胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌，并能延缓胃排空，通过中枢性的食欲抑制来减少进食量。
GLP-1 类似物	艾塞那肽、利拉鲁肽	通过激动 GLP-1 受体而发挥降低血糖的作用。以葡萄糖浓度依赖的方式增强胰岛素分泌、抑制胰高血糖素分泌，并能延缓胃排空，通过中枢性的食欲抑制来减少进食量。
DPP-IV 抑制剂	西他列汀、沙格列汀、维格列汀	通过抑制 DPP-4 而减少 GLP-1 在体内的失活，增加 GLP-1 在体内的水平。
胰岛素类	动物胰岛素、重组人胰岛素、胰岛素类似物	外源胰岛素注入直接降低血糖浓度。
中药类	津力达颗粒、消渴丸、玉泉丸、金芪降糖片等	中药材中的多糖、皂苷、鞣质、黄酮及生物碱类等活性成分均具有显著降低血糖或明显改善糖尿病并发症的药理作用。

数据来源：《CNKI》，西南证券整理

津力达胶囊对糖尿病的疗效具有充分的循证医学证据。津力达颗粒的疗效主要体现在：

- 降低血糖不反弹。津力达颗粒能够保护胰岛 β 细胞，增强其分泌胰岛素的功能，可升高血液里胰岛素的含量。研究证实，符合 2 型糖尿病标准的糖尿病患者 470 例服用津力达颗粒后平均 8 天左右，患者的空腹血糖、餐后 2 小时血糖和糖化血红蛋白都能保持在一个平稳的正常状态，能平稳降低血糖。中药治疗糖尿病的最大优势是降低血糖后不反弹，而且不会出现低血糖等副作用。
- 改善胰岛素抵抗。津力达颗粒可以有效减少胰岛素抵抗现象，能明显降低血糖及糖化血红蛋白，显著改善糖耐量异常，促进血糖达标。中国中医科学院西苑医院通过研究发现，津力达颗粒能够减少胰岛素抵抗现象，重新让胰岛素正常发挥降糖作用。
- 降血脂防并发症。糖尿病患者往往血脂都很高，高血脂不仅会伤害胰岛 β 细胞，引起胰岛素分泌减少和胰岛素抵抗，还会和高血糖一起损伤人体血管，造成心脑血管病、肾病、眼底血管病变等各种并发症，所以降脂已经被公认为是糖尿病治疗主要手段之一。研究表明，津力达颗粒的最大特点就是能较好的降低胆固醇、甘油三酯，并能升高对人体健康有益的高密度脂蛋白，这对治疗糖尿病、预防并发症发生都有积极意义。

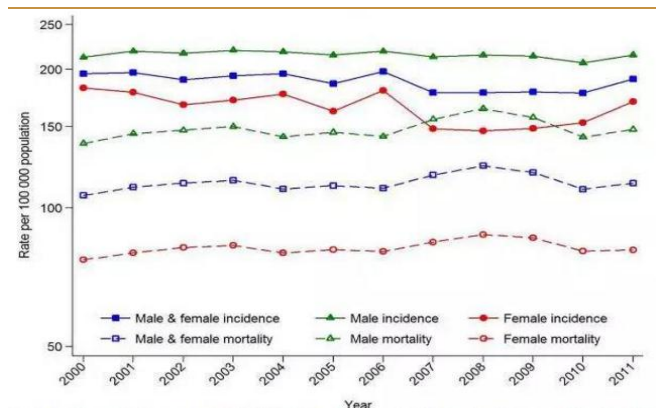
我们认为：津力达颗粒有充分的循证医学证据，随着学术推广逐步向前推进，未来市场潜力巨大，有望从目前的 7000 万左右发展成 5 亿以上的重磅品种。随着津力糖平片等其他糖尿病治疗药物陆续上市形成产品集群，糖尿病板块将迎来新一轮高速成长期。

3.4.2 养正消积胶囊：提高肿瘤患者生存质量

随着全球人口不断增长与老龄化的加剧，肿瘤已经成为人类健康的第一杀手。《2015 全球癌症统计》数据显示，2012 年全球约有 1410 万新发肿瘤患者，有 820 万肿瘤患者死亡，其中肺癌发病率为 180 万，占癌症发病人数的 13%，是癌症中诊断率最高的病种，也是全球男性、发达国家女性癌症死亡率最高的病种。

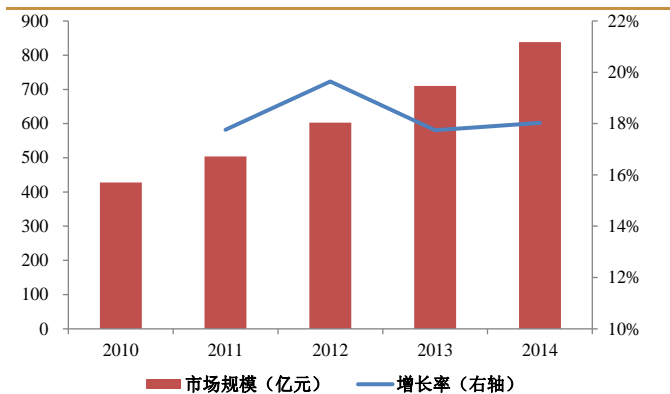
我国每年新发癌症病例约 312 万，因癌症死亡超过 200 万，这意味着每 1 分钟有 6 个人被确诊为癌症。目前全国癌症发病趋势严峻，发病率与死亡率呈持续上升趋势。抗肿瘤药物市场也出现高速增长，2014 年市场规模超过 800 亿元，同比增长 18%，远高于我国药品市场平均增速。

图 33：中国肿瘤患者发病率和死亡率变化趋势



数据来源：Cancer statistics in China 2015，西南证券整理

图 34：中国抗肿瘤药物市场增长趋势



数据来源：IMS，南方所，西南证券整理

公司积极开拓肿瘤治疗领域，目前已成功上市养正消积胶囊和参灵蓝胶囊，主要用于肿瘤的辅助治疗。

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，国内外专家研究证实，该药可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，成为肿瘤姑息治疗的首选用药。英国卡迪夫大学研究更是证实养正消积胶囊能有效抑制肿瘤在体内转移。

参灵蓝胶囊主治健脾补肾，化瘀解毒，适用于脾肾两虚，血瘀蕴毒型肿瘤患者放、化疗前后，可以改善精神倦怠，乏力懒言，形消瘦等症状。主要作用机制包括：1) 抑制血管新生——饿死肿瘤；2) 缩小肿瘤体积——杀灭肿瘤；3) 减少肿瘤转移——困死肿瘤。

表 21：肿瘤用药领域专利新药

序号	产品	适应症	研发进度	中标价	医保类型
1	养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	已上市	41.12 (0.39g * 36 粒)	医保
2	参灵蓝胶囊	肿瘤辅助用药	已上市	81.18 (0.4g*20)	非医保

数据来源：药智网，西南证券整理

由于公司介入肿瘤治疗领域的时间较短且产品比较单一，尚未形成明显的规模效应，随着更多新产品上市，学术推广和基层销售逐步加强，公司有望复制心脑血管药物的成功经验，成为新的业绩增长点。

我们认为公司遵循络病理论战略布局大病种，借助强有力的学术推广，通心络胶囊和参松养心胶囊都发展成 10 亿级别重磅品种，在基层拓展助力下向 20 亿销售额冲刺。公司产品线向糖尿病和肿瘤领域延伸，随着新产品陆续上市形成丰富的梯队，以及学术推广和基层销售加强从而获得临床医生高度认可，未来很可能带动公司业绩持续高增长。

4 原研药专利到期，仿制药制剂出口正当时

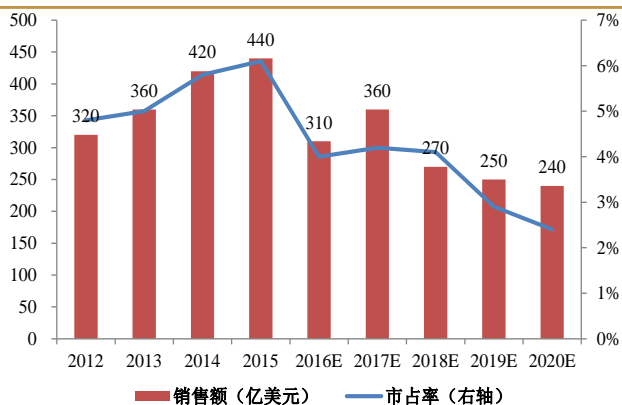
制剂出口是一种医药外贸业务，指药企加工或自主研发的药品制剂贴牌出口海外。近年来，传统原料药产品出口创汇能力下降，环保压力和家和低迷行使得愈来愈多的原料药企业加速向制剂转型，制剂出口业务愈发得到走国际路线的药企的精耕细作。随着人口老龄化逐步凸显、大量专利药的到期及我国仿制药水平的不断提升，仿制药的全球需求上升，我国制剂出口竞争力提升，“中国牌”制剂有望进入更多的国际规范市场。

4.1 千亿美元销售的原研药专利即将到期，仿制药市场高速扩容

从全球来看，随着新药研发时间延长、成本升高和成功率下降，再加上医保控费压力增大，为仿制药发展提供了良好的契机。不仅全球仿制药巨头通过大规模研发投入+外延并购进入全球制药企业前 20 强，2015 年销售收入达到 196.52 亿美元，在全球排名第 15 名；全球知名创新药企业也陆续宣布进军仿制药市场，如辉瑞与海正合作，礼来与南通亚联合作，诺华加大仿制药子公司山德士的投入，都希望通过仿制药来弥补原研药专利到期带来的销售收入锐减。

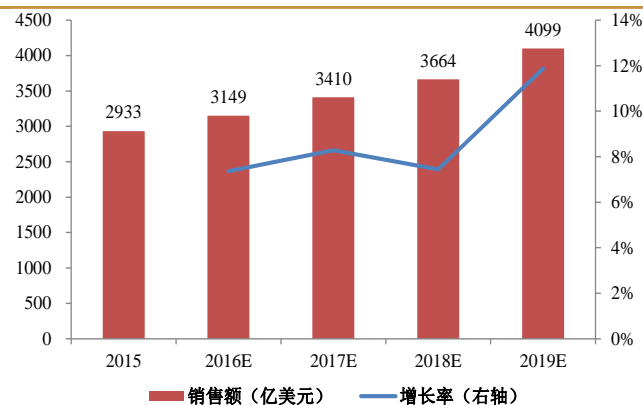
近年来，一大批原研药随着专利到期高峰到来将给仿制药打开巨大的市场空间。据 EvaluatePharma 预测，2015 年有销售额达到 440 亿美元的原研药专利到期，2016-2018 年期间将有销售额约 1000 亿美元的原研药专利到期。2015 年全球仿制药市场规模达到 2933 亿美元，据估计 2019 年有望突破 4000 亿美元，2016-2019 年期间的年均复合增速达到 8.7%，远超全球药品市场 5% 的复合增速。

图 35：专利即将到期的原研药销售额预测



数据来源：EvaluatePharma，西南证券整理

图 36：全球仿制药市场规模预测



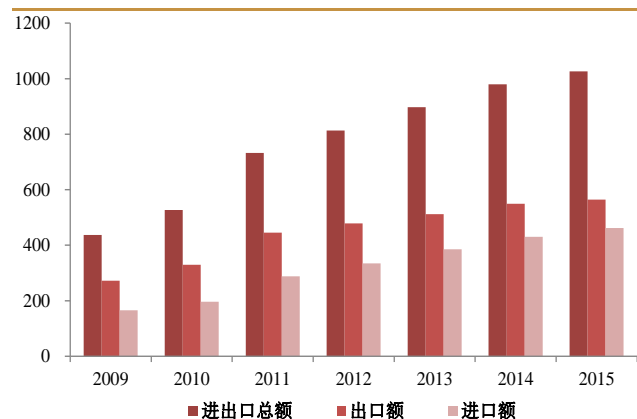
数据来源：TrendForce，西南证券整理

全球重磅原研药专利到期将给以欧美为主的市场带来巨大的仿制药市场增量，不仅吸引了国外巨头纷纷加大投入，也吸引了许多国内企业到国外申报仿制药积极拓展制剂出口业务。由于较高的技术壁垒，制剂生产到出口的市场准入条件也被抬高。欧美发达国家的有完善的法律和行政体系对药品的安全作出了详细的规定，其市场准入不仅仅包括了制剂生产线的认证还包括诸如原料药、环保等多种软件和硬件。

4.2 欧美仿制药市场吸引国内企业大力拓展制剂出口业务

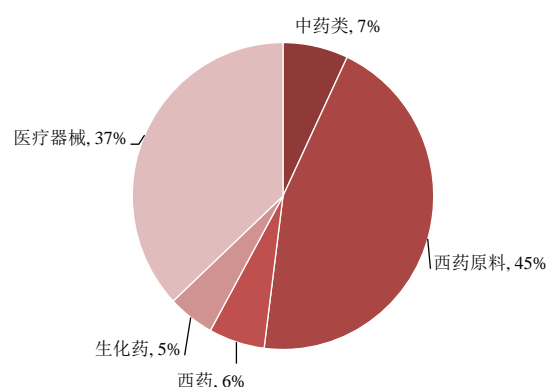
2015 年我国医药产品进出口贸易总额首次突破 1000 亿美元，其中出口额达到 564.4 亿美元。但在出口的医药中，制剂出口以原料药居多，占比达到 45%，真正的产成品比重较小，西药占比仅 6%，还有很大提升空间。

图 37：2009-2015 中国医药进出口情况



数据来源：中国医药保健进出口商会，西南证券整理

图 38：2015 中国医药品出口产品结构



数据来源：中国医药保健进出口商会，西南证券整理

另外，根据 CFDA 在 5 月 26 日最新发布文件的精神，“在中国境内用同一条生产线生产上市并在欧盟、美国或日本获准上市的药品，只需要药审中心对企业的原境内外上市申报资料进行审核以及审核查验中心对生产现场进行检查，审核后即视同通过一致性评价”。这意味着，在中国境内用同一条生产线生产上市并在欧、美、日上市的药品，可以直接免做一致性评价，从而抢占市场。无论是欧美庞大的仿制药市场还是国内政策导向都驱动国内企业加码制剂出口业务。

表 22：获得美国 FDA 仿制药批准上市的国内主要企业

企业名称	产品数量 (个)	治疗领域
华海药业	21	高血压、抑郁症、癫痫、心律失常、HIV、阿尔兹海默症
恒瑞医药	6	肿瘤、癫痫、麻醉
齐鲁制药	6	肿瘤、抗生素、精神分裂
石药欧意	4	糖尿病、咳嗽、阿尔兹海默症、术后疼痛
江苏联亚	4	避孕
人福普克	2	糖尿病、阿尔兹海默症
海正药业	2	肿瘤
豪森药业	2	肿瘤

数据来源：各公司公告，西南证券整理

华海药业是国内制药企业拓展国际市场的先导企业，在国际 GMP 认证、制剂以及原料药的海外注册、国际合作等领域处于国内同行业领先地位。2015 年华海药业的制剂出口收入估计接近 9 亿元，制剂出口业务高速增长主要取决于以下三个方面的原因：

- **严格管理，资质优良：**公司的汛桥固体制剂（片剂）生产车间于 2007 年通过 FDA 认证，是国内首家制剂通过美国 FDA 认证的企业，公司制剂已五次以“零缺陷”通过美国 FDA 的各项检查；
- **多产品齐发力抢占市场：**在产品海外注册方面，公司已有 22 个产品获得 ANDA 文号，其中 16 个产品已经在美国上市，多奈哌齐片、拉莫三嗪缓释片、氯沙坦钾片等产品市场占有率领先；12 个产品在欧盟 24 个国家获批上市；且后续还有 34 个品种在国外申报注册。公司在欧美发达国家获批上市的产品批文处于国内领先地位；

表 23：华海药业在 FDA 获批的药品品种

有效成分	原研公司	原研获批日期	剂型	适应症	状态	获批日期
奈韦拉平	勃林格殷格翰	1996/06/21	片剂	HIV-1	批准	2012/05/22
盐酸多奈哌齐	卫材	1996/11/25	片剂	阿尔茨海默	批准	2011/05/31
氯沙坦钾	默克	1995/04/14	片剂	高血压	批准	2011/06/06
拉莫三嗪	葛兰素史克	1994/12/27	缓释片	癫痫	批准	2013/01/18
盐酸安非他酮	葛兰素史克	1985/12/30	缓释片	抑郁	批准	2015/05/26
奥美沙坦酯氢氯噻嗪	第一三共	2002/04/25	片剂	高血压	暂时批准	
厄贝沙坦氢氯噻嗪	赛诺菲	1997/09/30	片剂	高血压	批准	2014/05/09
帕罗西汀	Apotex technologies	1992/12/29	片剂	抑郁症	批准	2014/10/31
赖诺普利	默克	1987/12/29	片剂	高血压	批准	2002/07/01
利培酮	杨森	1993/12/29	片剂	精神分裂症	批准	2011/11/29
缬沙坦	诺华	1996/12/23	片剂	高血压	批准	2015/06/09
缬沙坦氢氯噻嗪	诺华	1998/03/06	片剂	高血压	批准	2016/02/08
盐酸罗匹尼罗	葛兰素史克	1997/09/19	片剂	帕金森	批准	2008/05/05
左乙拉西坦	UCB INC	1999/11/30	缓释剂	癫痫	批准	2015/05/21
草酸右旋西酞普兰	森林实验室	2002/08/14	片剂	抑郁症	批准	2015/08/28
伊贝沙坦	赛诺菲	1997/09/30	片剂	高血压	批准	2012/09/27
厄贝沙坦氢氯噻嗪			片剂	高血压	批准	2014/05/09
赖诺普利氢氯噻嗪			片剂	高血压	批准	2002/07/01
酒石酸美托洛尔			片剂	心律失常等	停止上市	1995/04/27
奥芬止痛			片剂	镇痛	停止上市	1998/05/29
盐酸贝那普利	美国制药集团	1991/06/25	片剂	高血压	上市	2004/02/11

数据来源：FDA，企业报告，西南证券整理

- **持续提升制剂出口技术难度：**公司制剂出口从普通仿制药起家，但之后逐步向技术难度更高、附加值更高、复杂程度更高的特殊剂型发展，乃至在国外申报首仿。技术壁垒越高，竞争格局越好，更能享受超额收益。如华海药业目前有 7 个首仿申报，而且还在挑战强力毒素、帕罗西汀的产品专利。

4.3 战略布局国际制药产业，制剂出口业务放量在即

以岭药业是国内制药企业拓展国际市场的先导企业，公司在国际 GMP 认证、制剂以及原料药的海外注册、国际合作等领域处于国内同行业领先地位。制剂产品多条产品生产线已取得美国 FDA、德国汉堡等官方机构的 GMP 认证。

公司从 2009 年开始布局国际制药产业，制定了“三步走”的发展战略：从海外加工到非专利药注册，再到专利药的国际化市场销售。2014 年对国际制药业务进行整合成立了全资子公司万洲国际，建立了一支国际化的研发、质量、生产、营销团队。我们认为公司的制剂出口业务也具有类似优势，有望成为公司新的业绩增长点：

- **资质优良：**公司生产车间由国际化生物工程设计公司按照欧盟 GMP 和美国 FDA 标准进行概念设计和车间布局，多次通过美国、英国、加拿大、澳大利亚、新西兰等国家的 GMP 认证，成为我国唯一同时通过欧美 GMP 认证的中药企业，代工产品已出口至英国、加拿大、新西兰、德国等多个国家和地区，是目前国内向欧美规范市场出口制剂最多的企业之一。
- **在研产品众多：**截止到目前，公司已经申报向美国提交了 5 个 ANDA 产品的注册审批，后续还有更多 ANDA 产品将陆续申报。且公司的连花清瘟胶囊已获准进入美国 FDA 二期临床研究，成为全球第一个进入美国 FDA 临床研究的复方治感冒抗流感中药，获批为新药后有望迅速放量。
- **技术领先：**公司掌握了多项控缓释技术，完成了数十个技术转移项目和专利药、非专利药的国际化注册。贴牌加工、新药临床样品加工、自主研发 ANDA 三大业务模块已得到了长足发展。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。
- **渠道广泛：**公司已与美国 RxTPL 签订合作协议，可使用 RxTPL 药品批发商许可证在美国的 21 个州销售药品；子公司万洲国际已经完成美国 13 个州的批发商许可证注册，还在其余 16 个州申请批发商许可证的注册，目前进展十分顺利，预计到 2017 年，公司将拥有美国 50 个州的药品批发商许可证注册。广泛的营销渠道有望促进公司产品放量。
- **产能释放在即：**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化学仿制药，新车间的生产质量和产能扩张将为公司制剂出口业务打下坚实的基础。

随着公司在美国申报的 ANDA 产品和连花清瘟胶囊陆续获批，制剂出口业务有望迎来大爆发，推动公司业绩高速增长。

5 大健康产业打开公司未来成长空间

大健康板块是公司发展的重要战略发展方向，公司以“养精-通络-动形-静神”八字养生文化为理论基础指导，建立我国第一家“医、药、健、养”一站式健康服务平台。以岭健康城涵盖以岭药堂连锁、以岭健康商城、以岭健康城电商、河北以岭医院（大股东以岭医药集团旗下资产，托管了以岭健康城的健康管理中心）、以岭健康家园，产品汇集中华养生奇珍、国际健康精品、药品、保健品、精制中药饮片、养生中药配方、医疗器械、健康食品、饮料等，设立高端健身项目、现代化体检中心、睡眠中心、国际美容中心等。成为健康产品品种最全、规模最大、质量最好、服务最优的健康服务与健康产品销售平台，通过线上线下的无缝连接，实现以岭健康城、引领新健康的目标。

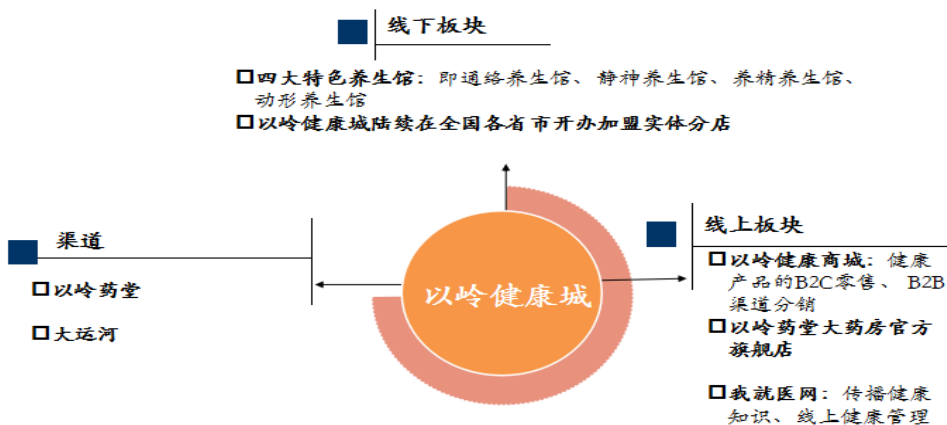
图 39：“医、药、健、养”一站式健康服务平台



数据来源：公司网站，西南证券整理

公司以以岭健康城为公司运营大健康板块的主要平台，旗下拥有健康管理中心、以岭健康商城、以岭药堂旗舰店等。

图 40：以岭健康城为公司运营大健康板块的主要平台



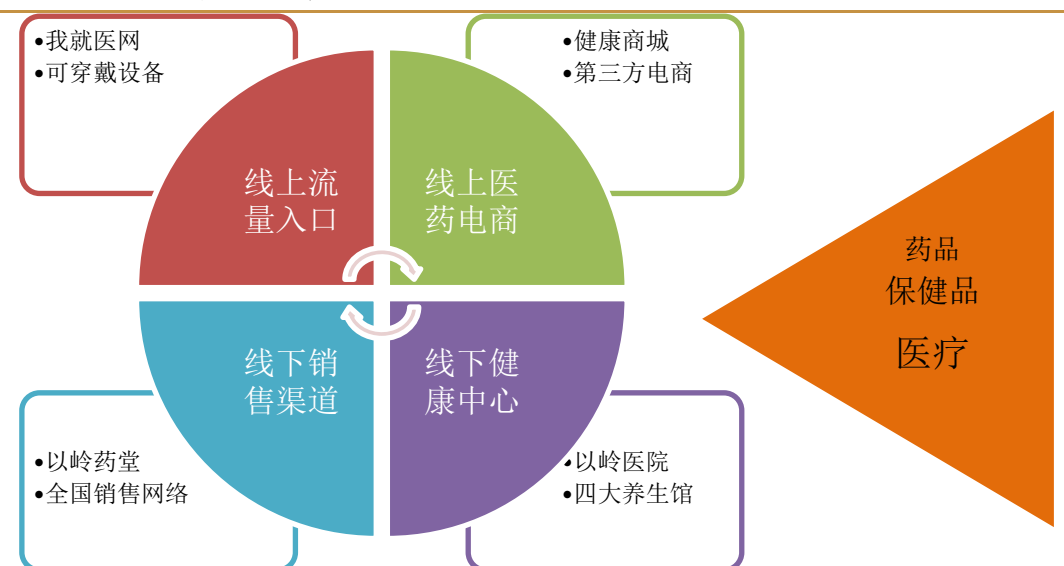
数据来源：公司公告，西南证券整理

- **线下健康管理中心：**设立四大特色养生馆，即通络养生馆、静神养生馆、养精养生馆、动形养生馆，以失眠疲劳为重点打造亚健康调理中心。中心由专家为顾客定制包括查体评估、药物调理、饮食调养一整套改善措施。养生馆未来将在各地开设加盟店，打造覆盖全国的健康管理中心。
- **线上以岭健康商城：**建立了“官网引流+旗舰分销+全网分销”的运营模式。以岭健康商城不仅汇集了公司自主研发的深受消费者欢迎的上百种吃、穿、住、行健康产品，如酸枣仁油软胶囊、保健饮品、保健枕等以岭健康精品，还集中了上万种中华养生奇珍、国际健康精品、绿色有机食品、健康生活装备，涵盖吃穿住行。以岭电商目前已搭建起基于健康产品的 B2C 零售、B2B 渠道分销、移动医疗健康管理服务、电话外呼及智慧云商四大服务平台，充分覆盖京东、天猫等主流电商产品经销平台、个人电商产品经销商，产品能够通过互联网迅速销往全国。
- **线下渠道以岭健康城：**拥有以岭药堂旗舰店，旗舰店统领石家庄多家以岭药堂连锁药店，严格按照国际药品经营质量管理规范(GSP)，重点放在中西药品、特色饮片、中药常见病小汤方的销售，与健康产品既严格区分市场，又形成统一的会员体系。

近年来，公司以以岭健康城为载体持续的进行外延并购，加速布局大健康领域。总体来看，公司投资方向主要是解决入口问题，通过智能可穿戴设备和就医平台获得患者流量，为公司后续开展线上+线下健康管理提供患者基础。

- **战略布局智能可穿戴设备，获得流量入口：**公司通过投资康康盛世、华英智联和 HealthWatch，获得了动态血压计、可穿戴心电监测仪、胎儿监测仪等产品，后续还有更多可穿戴设备在研发，未来有望借此覆盖更多患者人群，获得流量入口。
- **设立就医网，布局健康管理服务：**公司出资 5000 万元设立了就医网，通过 APP 开展互联网健康数据采集、健康信息咨询、健康管理服务等业务。

图 41：公司大健康产业规划布局



数据来源：西南证券整理

从公司大健康板块的战略布局来看，公司未来很可能会采取药品-保健品-医疗服务的发展路径：

- 药品领域：依托产品研发和学术推广优势，新老产品持续放量保证业绩高增长。
- 保健品领域：从 2015 年开始大力发展，经过 1 年时间培育，2016 年销售收入有望突破 1.5 亿元，其中酸枣仁油软胶囊、西洋参软胶囊、土元鸡蛋等核心产品都将达到数千万销售额。凭借公司在中药养生领域的深厚积累，后续还有更多保健品上市，有望成为新的业绩增长。
- 医疗服务领域：四大养生馆抓住现代人最主要的亚健康问题，提供一整套的评估、调理、保健等综合服务，未来将扩张到全国各大城市，逐步向医疗服务产业延伸。

我们认为，公司的医药健养的独特模式具有极强的生存力，能够充分整合公司资源，发挥线上流量渠道和线下产品销售的优势，从药品向保健品向医疗服务领域延伸，布局长远，为公司长期发展指明了方向。

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

根据对公司基本面分析，我们认为公司核心产品增长稳定，同时生化板块及大健康也将是未来业绩增长点。故对 2016-2018 年主营业务的关键假设如下：

1) 心脑血管类药。主要有通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊等产品，2016 年上半年心脑血管类药物的增速已经恢复。作为公司的核心品种其学术推广充分，且加强渠道建设也保证产品销量稳定增长，公司对心脑血管类药的成本控制较好，预计 2016-2018 年毛利率将维持在 70%左右；

2) 抗感冒类药。主打品种为连花清瘟胶囊，该品种将受益于公司对零售终端建设力度加大使得销量快速增长，同时预计 2016-2018 年毛利率维持在 68%左右；

3) 期间费用。预计 2016-2018 年间销售费率分别为 36%、35%、35%；管理费率为 9.5%、9.5%、9%。

表 24：公司产品收入预测（百万元）

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计						
收入	2490.2	2921.2	3184.8	3825.1	4511.2	5341.3
yoy		17%	9%	20%	18%	18%
成本	830.5	1077.7	1164.4	1323.8	1567.3	1867.0
毛利率	67%	63%	63%	65%	65%	65%
心脑血管类药						
收入	1799.2	2047.9	2139.6	2460.6	2829.6	3254.1
yoy		14%	4%	15%	15%	15%
成本	601.6	689.7	695.4	738.2	848.9	976.2
毛利率	67%	66%	68%	70%	70%	70%
抗感冒类药						
收入	492.7	533.3	597.4	836.4	1045.5	1306.8
yoy		8%	12%	40%	25%	25%
成本	137.5	163.7	194.7	267.6	334.5	418.2
毛利率	72%	69%	67%	68%	68%	68%
保健饮品类						
收入	7.3	10.1	10.9	21.8	43.7	87.4
yoy		40%	8%	100%	100%	100%
成本	5.0	11.2	8.2	14.2	28.4	56.8
毛利率	31%	-10%	25%	35%	35%	35%
其他						
收入	189.7	329.1	432.7	506.3	592.4	693.1
yoy		73%	31%	17%	17%	17%

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成本	85.6	213.0	265.9	303.8	355.4	415.8
毛利率	55%	35%	39%	40%	40%	40%

数据来源：wind，西南证券

6.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 3%；
- 2) β 系数选用中药（申万分类）行业最近 36 个月 β 值的算术平均；
- 3) 税率：保持 15% 稳定税率。

表 25：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	3%
无风险利率 R_f	2.76%
市场组合报酬率 R_m	30.76%
有效税率 T_x	15.00%
过渡期增长率	10.00%
β 系数	0.75
债务资本成本 K_d	2.55%
债务资本比重 W_d	0.28%
股权资本成本 K_e	23.76%
WACC	23.70%

数据来源：wind，西南证券

表 26：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
核心企业价值	3679.16
净债务价值	-2485.32
股票价值	6164.48
每股价值	5.47 元/股

数据来源：wind，西南证券

表 27：FCFF 估值敏感性分析

WACC \ 永续增长率	19.70%	21.70%	23.70%	25.70%	27.70%
2.0%	6.28	5.80	5.41	5.09	4.83
2.5%	6.33	5.84	5.44	5.11	4.84
3.0%	6.38	5.87	5.47	5.13	4.86

WACC	19.70%	21.70%	23.70%	25.70%	27.70%
永续增长率					
3.5%	6.44	5.91	5.49	5.15	4.87
4.0%	6.50	5.95	5.52	5.18	4.89

数据来源：wind，西南证券

从绝对估值看，公司每股内在价值约 5.47 元，考虑到绝对估值不能充分反映制剂出口和大健康业务带来的估值弹性，我们选择相对估值。

6.3 相对估值

我们根据公司的主业细分情况，分别选择业内 10 家企业作为估值参考，其中康美药业、云南白药、天士力为中药行业龙头；康恩贝、葵花药业、众生药业为现代口服中药企业；恒瑞医药、华海药业、京新药业、普洛药业为原料药及制剂出口标的。

表 28：可比公司估值情况

排名	代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB
					TTM	16E	17E	
	002603.SZ	以岭药业	179.4	179.4	34.6	28.4	22.8	3.6
	可比公司	最高值	1002.0	1002.0	55.5	44.2	34.1	9.1
		中位值	254.2	254.2	36.5	29.8	23.3	4.3
		平均值	377.7	377.7	38.2	30.7	25.0	4.9
1	600276.SH	恒瑞医药	1002.0	1002.0	41.3	36.6	29.7	9.1
2	600518.SH	康美药业	798.5	798.5	25.8	23.4	18.8	2.9
3	000538.SZ	云南白药	721.0	721.0	24.8	23.0	20.2	5.1
4	600535.SH	天士力	463.4	463.4	34.8	29.3	25.6	6.0
5	600521.SH	华海药业	254.2	254.2	54.5	44.2	34.1	6.5
6	600572.SH	康恩贝	170.7	170.7	55.5	26.9	23.2	4.0
7	002737.SZ	葵花药业	106.2	106.2	36.5	30.0	24.7	4.1
8	002317.SZ	众生药业	96.2	96.2	25.9	26.0	21.1	4.3
9	000739.SZ	普洛药业	87.9	87.9	46.3	37.8	29.1	3.6
10	002020.SZ	京新药业	77.0	77.0	36.8	29.8	23.3	3.3

数据来源：wind，西南证券

- 从市值角度看，公司当前市值为 186 亿元，处于行业中上平均水平；
- 从 PE 角度看，行业中位数为 30 倍，平均值为 31 倍，公司当前估值约为 28 倍，低于行业平均估值水平；
- 如考虑非公开发行，预计公司 2016-2018 年净利润复合增速为 32%，且鉴于核心产品增长稳定，零售终端建设效果已经逐渐显现，同时生化板块及大健康也将是未来业绩增长点。参考公司业绩增长、历史估值水平及行业可比公司估值情况，给予公司 2017 年 32 倍估值，对应目标股价为 21.44 元。维持“买入”评级。

7 风险提示

1) 大健康进展或低于预期

公司积极开展大健康布局，且产品多处于市场开拓阶段，Healthwatch 产品国内销售还需要注册等程序，存在对业绩影响低于预期风险。

2) 产品销售或低于预期

公司心脑血管系列产品收入占比超过 60%，由于该领域市场竞争激烈，产品销售或存在低于预期风险。

3) 零售终端覆盖进度或不及预期

公司大力拓展零售终端渠道，并与九州通、老百姓等大型连锁药店合作，但由于零售终端渠道建设及合作进度中存在不可控因素，覆盖进度或不及预期。

4) 非公开发行进度或不及预期

公司非公开发行进度需要经过证监会审批且后续还要通过竞价发行，存在非公开发行进度或不及预期的可能。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3184.75	3825.07	4511.16	5341.35	净利润	426.80	614.29	757.54	908.49
营业成本	1164.41	1323.78	1567.26	1867.04	折旧与摊销	165.99	236.78	236.78	236.78
营业税金及附加	39.99	47.43	56.17	66.41	财务费用	0.33	0.42	0.51	0.59
销售费用	1159.52	1377.03	1578.91	1869.47	资产减值损失	-15.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	342.36	363.38	428.56	480.72	经营营运资本变动	259.15	-414.47	-197.22	-375.36
财务费用	0.33	0.42	0.51	0.59	其他	-705.26	0.45	-0.23	0.04
资产减值损失	-15.13	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	131.88	437.47	797.38	770.55
投资收益	5.76	0.00	0.00	0.00	资本支出	-838.88	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	733.89	1.65	-0.26	-0.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-105.00	-28.35	-30.26	-30.37
营业利润	499.03	713.03	879.76	1057.11	短期借款	50.00	-50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.36	4.71	4.47	4.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	499.39	717.75	884.23	1061.21	股权融资	22.16	1306.11	0.00	0.00
所得税	72.58	103.46	126.69	152.72	支付股利	-56.34	-68.42	-98.47	-121.43
净利润	426.80	614.29	757.54	908.49	其他	-13.42	-0.80	-0.51	-0.59
少数股东损益	-3.69	-5.31	-6.54	-7.85	筹资活动现金流净额	2.40	1186.90	-98.98	-122.03
归属母公司股东净利润	430.49	619.60	764.08	916.33	现金流量净额	29.06	1596.01	668.13	618.15
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	430.59	2026.60	2694.74	3312.88	成长能力				
应收和预付款项	784.43	947.49	1075.63	1297.52	销售收入增长率	9.02%	20.11%	17.94%	18.40%
存货	1037.87	1127.55	1355.73	1606.92	营业利润增长率	21.72%	42.88%	23.38%	20.16%
其他流动资产	69.44	238.76	220.51	285.20	净利润增长率	20.40%	43.93%	23.32%	19.93%
长期股权投资	2.52	2.52	2.52	2.52	EBITDA 增长率	29.96%	42.82%	17.55%	15.88%
投资性房地产	3.25	1.60	1.87	2.24	获利能力				
固定资产和在建工程	2728.17	2566.79	2405.41	2244.03	毛利率	63.44%	65.39%	65.26%	65.05%
无形资产和开发支出	466.56	423.25	379.93	336.61	三费率	47.17%	45.51%	44.51%	44.01%
其他非流动资产	184.14	182.06	179.97	177.89	净利率	13.40%	16.06%	16.79%	17.01%
资产总计	5706.96	7516.62	8316.30	9265.81	ROE	8.84%	9.20%	10.32%	11.18%
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.48%	8.17%	9.11%	9.80%
应付和预收款项	490.28	547.24	653.40	777.34	ROIC	9.96%	12.90%	15.39%	17.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.89%	24.84%	24.76%	24.24%
其他负债	339.28	290.37	324.83	363.33	营运能力				
负债合计	879.56	837.61	978.23	1140.68	总资产周转率	0.59	0.58	0.57	0.61
股本	1127.65	1223.55	1223.55	1223.55	固定资产周转率	1.62	1.58	2.02	2.62
资本公积	1691.46	2901.67	2901.67	2901.67	应收账款周转率	11.08	11.10	11.52	11.35
留存收益	2131.14	2682.32	3347.93	4142.83	存货周转率	1.24	1.22	1.26	1.26
归属母公司股东权益	4815.61	6672.52	7338.13	8133.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.64%	—	—	—
少数股东权益	11.80	6.49	-0.05	-7.90	资本结构				
股东权益合计	4827.40	6679.01	7338.07	8125.13	资产负债率	15.41%	11.14%	11.76%	12.31%
负债和股东权益合计	5706.96	7516.62	8316.30	9265.81	带息债务/总负债	5.68%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.28	6.52	6.63	6.71
					速动比率	1.82	4.83	4.95	5.05
					股利支付率	13.09%	11.04%	12.89%	13.25%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.51	0.62	0.75
					每股净资产	3.95	5.46	6.00	6.64
					每股经营现金	0.11	0.36	0.65	0.63
					每股股利	0.05	0.06	0.08	0.10
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	665.35	950.23	1117.05	1294.48					
PE	48.43	33.65	27.29	22.75					
PB	4.32	3.12	2.84	2.57					
PS	6.55	5.45	4.62	3.90					
EV/EBITDA	28.05	19.63	16.10	13.42					
股息率	0.27%	0.33%	0.47%	0.58%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

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

行业评级

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

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 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn