



中药口服制剂稳健增长，化药及健康业务渐入收获期

2019.07.06

唐爱金(分析师)	冯俊曦 (研究助理)
电话:	020-88836115
邮箱:	tangaij@gzgzs.com.cn
执业编号:	A1310516100001

● 中成药板块：循证临床学术依据及二次开发为公司系列拳头产品持续稳健增长保驾护航

(1) 公司心脑血管类药物 2018 年收入 28.05 亿，其中通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊三大心脑血管口服中药制剂均开展了多项循证临床医学研究，并入选医学会等权威机构的临床指南或专家共识，临床疗效确切，相比竞品性价比优势突出，药性相对温和，副作用小，我们通过终端需求和竞争格局的分析，结合公司 18-19 年控货提价进入尾声，叠加公司营销渠道的进一步深化，心脑血管类产品合计有望近年复合 10% 左右增长。(2) 公司抗感冒类药物 2018 年收入 12.05 亿，其中连花清瘟颗粒剂/胶囊为抗流感的品牌中药品种，入选卫生部多个抗流感指南用药，是全球第一个获得美国 FDA 批准开展二期临床研究的大复方中药，目前正在二期临床入组中。(3) 公司其他产品如津力达颗粒在国内中成药糖尿病市场中，市占率第二 (16.4%)，临床研究数据证实降低血糖不反弹，改善胰岛素抵抗，降血脂效果；养正消积胶囊能有效改善肿瘤患者生存质量，抑制肿瘤体内转移，目前规模尚小，仍有较大成长空间。

● 化学药板块：践行“药品加工—仿制药—新药”三步走战略，合同加工业务初成规模，仿制药申报进入收获期，创新药开发持续开疆扩土

公司化学药板块现有四大业务，分别是合同生产加工、临床样品加工以及自有 ANDA (仿制药申请) 和创新药研发：(1) 在合同加工方面，公司通过合同加工的 4 个产品在新西兰占有率达 80%，5 个产品在英国市场占有率超过 60%，1 个产品市场占有率达到加拿大 40% 以上，公司成为中国制剂出口欧美规范市场规模较大的企业之一。(2) 在临床样品加工方面，公司已有十余个一类新药和特色仿制药项目方面的合作，并多次获得行业组织颁发的“中国新药临床样品加工代表性企业”称号，品牌影响力不断加强。(3) 在仿制药申报方面，公司目前在美国已完成 9 个 ANDA 产品的申报，其中 5 个品种已获得美国 FDA 批准；同时，公司注重中美两市场同步申报发展，在国内也已有 3 个品种完成申报工作。(4) 公司积极开拓新品种和研发创新药。目前公司已经启动“产品引进代理销售”业务，在中国和美国已签约部分代理品种，并已经在市场正式进行销售。而且公司计划投资原料药领域设立原料药厂，并计划开发 29 个原料药品种。公司的多项创新药项目进入临床试验状态，苯胺洛芬注射液已进入临床二期，芬乐胺片和 XY0206 片也相继进入临床一期。

● 大健康板块：以以岭健康城为平台，搭建线上线下一体化营销网络，静候重磅产品打造成效

以岭大健康板块围绕“名城-名店-名品”品牌战略，以以岭健康城为核心，打造医药健养”一站式、“吃住购游”一体化的健康服务平台。搭建线上与线下一体化营销平台，布局凯旋门大酒店、精品健康管理、健养中心与以岭药堂等精品实体店。在近几年的研发和投资孵化后，产品储备丰富近 300 种，目前进入重磅产品打造期，我们认为健康产品板块逐渐进入收获期。

● 估值：公司估值处于历史低位区域，具有估值提升空间

过去 5 年以岭药业的 PE 平均值为 40.2，当前 PE 为 22.3 (数据截止到 2019/6/26)，我们认为：目前估值没有与公司“口服中药持续稳健增长，化药及健康板块渐入收获期”而带来的成长性相匹配，估值具备提升空间。

● 盈利预测与估值：

根据公司现有业务情况，我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 0.57、0.66、0.76 元，对应 22、19、16 倍 PE，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：原料药提价不达预期；销售、研发进度不达预期；降价风险。

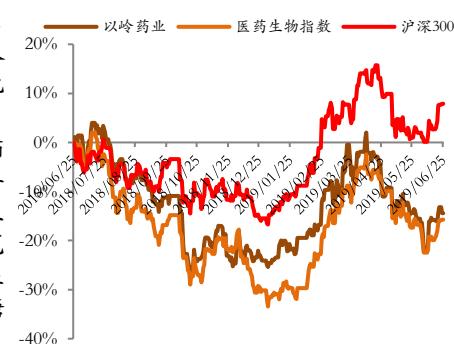
主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4814.56	5476.56	6248.21	7152.95
同比(%)	17.97%	13.75%	14.09%	14.48%
归属母公司净利润	599.22	691.88	792.99	914.40
同比(%)	10.82%	15.46%	14.61%	15.31%
每股收益(元)	0.50	0.57	0.66	0.76
P/E	25.12	21.76	18.98	16.46
P/B	1.99	1.86	1.73	1.59

强烈推荐(首次覆盖)

现价：	12.48
目标价：	14.5
股价空间：	15%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
以岭药业	-0.08	-8.32	11.75
医药生物	1.99	-3.96	21.38
沪深 300	6.88	3.81	26.80

基本资料

总市值 (亿元)	151
总股本 (亿股)	12.06
流通股比例	82.00%
资产负债率	11.57%
大股东	以岭医药科技有限公司
大股东持股比例	23.73%

相关报告

目录

目录	2
图表目录	3
1. 以岭药业：中药，化药+大健康协同发展	5
1.1 吴以岭院士家族控股的知名中药企业，布局化药、大健康协同发展	5
1.2 公司营收净利率稳步增长，2019Q1 短期业绩波动因主动控货提价	6
1.3 公司中药制剂营收占比超 85%，整体毛利率稳定在 63-68%	6
2. 中成药：循证临床学术依据及二次开发为拳头产品持续稳健增长保驾护航	8
2.1 多个心脑血管口服中成药重磅品种，居心血管中成药市场份额前列	9
2.1.1 通心络胶囊：“指南推荐+国内外医学界的广泛认可”助力稳健增长	14
2.1.2 参松养心胶囊：“临床疗效优异+适应症广”保障竞争优势	17
2.1.3 茜芳强心胶囊：心衰中成药先驱，疗效显著，相比化药药性温和	19
2.2 感冒类药物强势发力，连花清瘟系列产品主推业绩增长	20
2.3 糖尿病&抗肿瘤等其他产品优势突出，为业绩增长添亮点	23
2.3.1 津力达颗粒：中成药降糖药市占率第二，循证临床数据证实疗效	23
2.3.2 养正消积胶囊：改善肿瘤患者生存质量，抑制肿瘤体内转移	25
3. 化学药：践行“药品加工—仿制药—新药”三步走战略	27
3.1 合同加工业务初成规模，临床样本加工业务助丰富化药产品线	29
3.2 美国申报 ANDA 持续获突破，国内市场同步注册初见成效	29
3.3 新药研究进程加快，为公司长期发展储备	32
4. 大健康板块：以岭健康城为平台，线上线下一体化营销网络，静候重磅产品放量	33
4.1 大健康板块以岭健康城为平台，运营七大项康养业务	33
4.3 线上线下一体化营销引流+拓展客户群，打造以岭健康知名品牌	35
4.4 大健康保健产品储备丰富，潜力重磅放量可期，板块渐入收获期	36
5. 公司市值处于历史低位，估值存提升空间	38
6. 盈利预测与投资建议	39
7. 风险提示	40

图表目录

图表 1. 以岭药业控股股东为吴以岭家族成员，现重点布局了中药、化药、大健康板块.....	5
图表 2. 2011-2018 年公司营收复合增速 13.76% (单位: 亿元)	6
图表 3. 2011-2018 年公司扣分归母净利润复合增速 4.5%.....	6
图表 4. 2011-2018 年各业务板块收入规模 (单位: 亿元)	7
图表 5. 2011-2018 年各业务板块营收占比情况	7
图表 6. 以岭药业毛利率保持稳定，2018 年整体毛利率为 66.13%	7
图表 7. 公司期间费用率整体呈稳中下降趋势，2019 年 Q1 季度费用率为 36.8%.....	8
图表 8. 以岭药业中药产品可主要分为心血管类、抗感冒类、糖尿病和肿瘤等其他。	8
图表 9. 公司主打品牌品种概况	9
图表 10. 2011-2018 年公司心脑血管类药物营收毛利和增速.....	9
图表 11. 1990-2016 年中国农村居民主要疾病死亡率变化趋势	10
图表 12. 1990-2016 年中国城市居民主要疾病死亡率变化趋势	10
图表 13. 2010-2017 年中国 65 岁以上老年人口走势	10
图表 14. 2006-2017 年全国 65 岁以上人口比重变化	10
图表 15. 2018 年重点城市公立医院的中成药各大类年度销售市场份额	11
图表 16. 2014-2018 年重点城市公立医院心脑血管类中成药销售情况	12
图表 17. 2014-2018 年重点城市公立医院心脑血管类中成药占整体中药市场份额逐年下降	12
图表 18. 2018 年重点城市公立医院心血管疾病中成药竞争格局	12
图表 19. 2018 年重点城市公立医院心血管疾病中成药 (口服) 的竞争格局	13
图表 20. 2018 年重点城市公立医院心血管疾病中成药 (胶囊剂) 的竞争格局	13
图表 21. 通心络胶囊受国内多个权威协会推荐	14
图表 22. 2014-2018 年通心络胶囊在重点城市公立医院终端的销售情况	14
图表 23. 通心络的主要竞争产品对比	15
图表 24. 通心络胶囊与复方丹参滴丸的对比	15
图表 25. 2014-2018 年 3 种竞争产品在重点城市公立医院的销售情况 (单位: 万)	16
图表 26. 2014-2018 年 3 种竞争产品在重点城市公立医院的销售增长情况	16
图表 27. 2002-2016 年城乡地区冠心病死亡率变化趋势	17
图表 28. 2002-2016 年城乡地区急性心肌梗死死亡率变化趋势	17
图表 29. 参松养心胶囊被收录和推荐信息	17
图表 30. 循证医学临床数据证明参松养心胶囊的疗效	18
图表 31. 2014-2018 年参松养心胶囊在重点城市公立医院终端的销售情况	18
图表 32. 参松养心胶囊对竞产品稳心颗粒的疗效类似，性价比相当，医保覆盖面更全	18
图表 33. 2014-2018 年重点城市公立医院参松养心胶囊销售规模小于稳心颗粒 (单位: 万元)	19
图表 34. 茂房强心胶囊被收录和推荐信息	19
图表 35. 2014-2018 年茂房强心胶囊在重点城市公立医院的销售情况 (单位: 万元)	20
图表 36. 心力衰竭常用药物分类情况	20
图表 37. 2011-2018 年公司心脑血管类药物营收毛利和增速	21
图表 38. 2014-2018 年重点城市公立医院感冒类中成药市场销售情况	21
图表 39. 2018 年重点城市公立医院的感冒类中成药竞争格局	21
图表 40. 连花清瘟被列入各种抗流感指南	22
图表 41. 2014-2018 年连花清瘟 (胶囊剂&颗粒剂) 在重点城市公立医院的销售情况 (单位: 万元)	22
图表 42. 2014-2018 年津力达颗粒在重点城市公立医院的销售情况 (单位: 万元)	23
图表 43. 2018 年重点城市公立医院糖尿病用药 (中成药) 的市场竞争格局	24



图表 44.	2014-2018 年重点城市公立医院糖尿病用药（中成药）的市场竞争格局.....	24
图表 45.	津力达颗粒学术论证研究成果与结论.....	25
图表 46.	2014-2018 年养正消积胶囊在重点城市公立医院的销售情况（单位：万元）.....	26
图表 47.	2018 年重点城市公立医院肿瘤疾病中成药市场竞争格局.....	26
图表 48.	养正消积胶囊的临床研究成果	27
图表 49.	2014-2018 年以岭药业总研发支出变化趋势	28
图表 50.	2015-2018 年以岭国际万洲总资产	29
图表 51.	2015-2018 年子公司以岭国际万洲的净利润（单位：万元）	29
图表 52.	ANDA 产品 FDA 注册情况表	29
图表 53.	ANDA 产品国内同步注册进展情况	30
图表 54.	2018 年国内企业 ANDA 获批情况	30
图表 55.	2014-2018 年阿昔洛韦在重点城市公立医院的销售情况（单位：万元）	31
图表 56.	2018 年阿昔洛韦在重点城市公立医院的销售格局.....	31
图表 57.	2014-2018 年重点城市公立医院非洛地平缓释片销售情况	32
图表 58.	2018 年重点城市公立医院非洛地平缓释片竞争格局.....	32
图表 59.	2014-2018 年重点城市公立医院阿那曲唑片销售情况	32
图表 60.	2018 年重点城市公立医院阿那曲唑片竞争格局.....	32
图表 61.	多个化学一类新药的合作研发	33
图表 62.	“通络-养精-动形-静神”养生八字文化	33
图表 63.	大健康板块以以岭健康城科技公司为平台，参股我以岭药堂、凯旋门大酒店等子公司	34
图表 64.	“医药健养”一站式、“吃住购游”一体化的健康服务平台	34
图表 65.	2015-2018 年以岭健康城科技有限公司资产变化情况	35
图表 66.	2015-2018 年以岭健康科技有限公司营业收入情况	35
图表 67.	2015-2018 年以岭健康城科技有限公司归母利润情况	35
图表 68.	以岭健康城线上线下布局规划	36
图表 69.	公司健康产品&保健品储备丰富	36
资料来源：	以岭健康从电商平台&公司官网 广证恒生	37
图表 70.	2013-2018 年保健饮品营业收入（亿元）	37
图表 71.	以岭药业当前 PE (TTM) 为 22.37 (数据截止到 2019/6/26)	38
图表 72.	国内同类企业估值对比 (数据截止 2019/6/26)	38
图表 73.	以岭药业营收端拆分明细与预测	39



1. 以岭药业：中药，化药+大健康协同发展

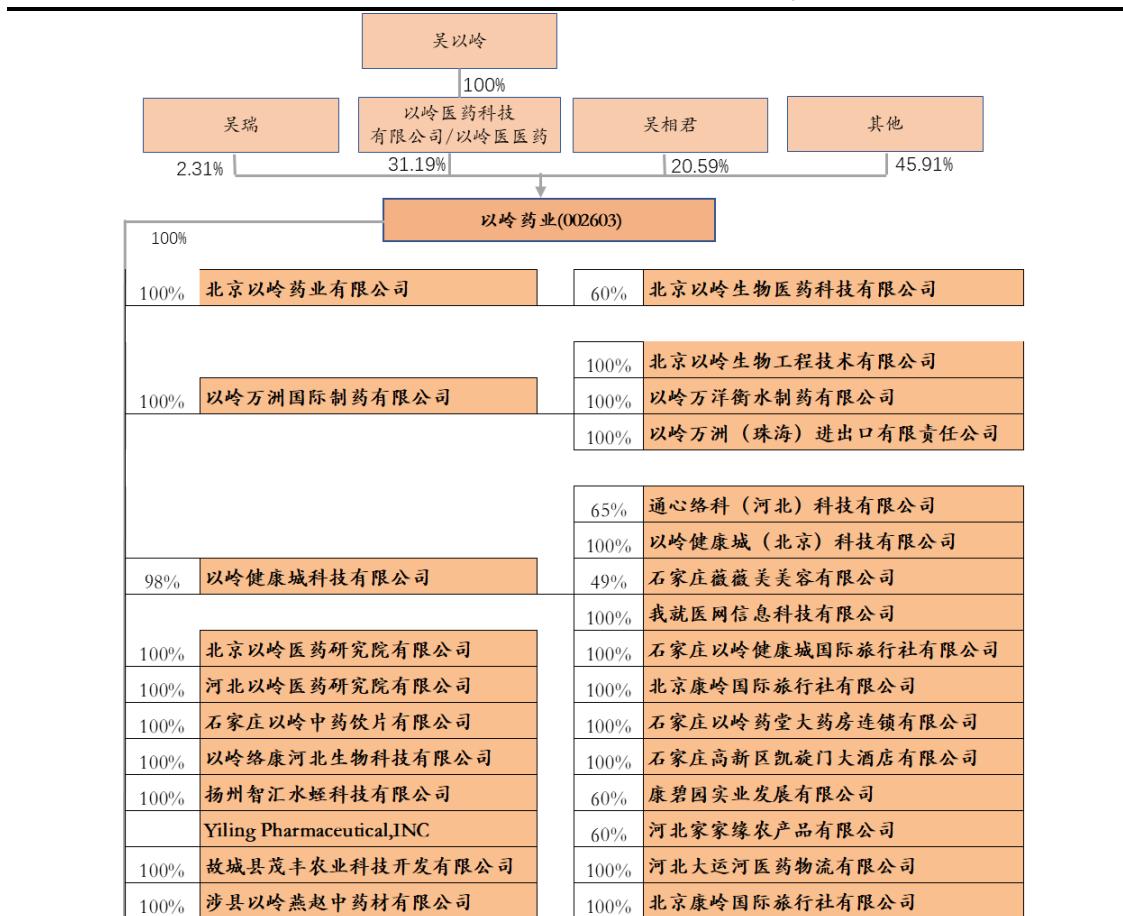
1.1 吴以岭院士家族控股的知名中药企业，布局化药、大健康协同发展

以岭药业成立于 2001 年，2011 年在深圳证券交易所挂牌上市。公司主营心脑血管通心络胶囊、参松养心胶囊等专利中药，并以中药为基础，积极构建专利中药、化药、健康产业协同发展、相互促进的医药健康产业格局。

公司实际控制人为吴以岭家族成员，第一大股东吴以岭通过医药科技有限公司+以岭医药间接持股 31.19%、吴相君直接持股 20.59%、吴瑞 (2.31%)，合计持股 54.09%。

公司旗下控股或参股子公司累计约 29 个，其中中药板块主要是以石家庄以岭、北京以岭药业为主体，以岭嵩县中药材、以岭中药饮片、扬州智汇水蛭为上游原材料业务，保障公司中药材的原材料供应；公司 2014 年成立以岭万洲国际制药公司，布局化药板块，旗下 3 家子公司，分别为北京以岭生物工程技术有限公司、以岭万洋衡水制药有限公司、以及以岭万洲（珠海）进出口有限责任公司；公司 2013 年开始布局大健康产业，设立子公司以岭健康城科技有限公司，旗下 11 个公司，分别为通心络科（河北）科技有限公司、以岭健康城（北京）科技有限公司、石家庄以岭健康城国际旅行社有限公司、石家庄以岭药堂大药房连锁有限公司、石家庄高新区凯旋门大酒店有限公司等子公司公司。

图表1. 以岭药业控股股东为吴以岭家族成员，现重点布局了中药、化药、大健康板块



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

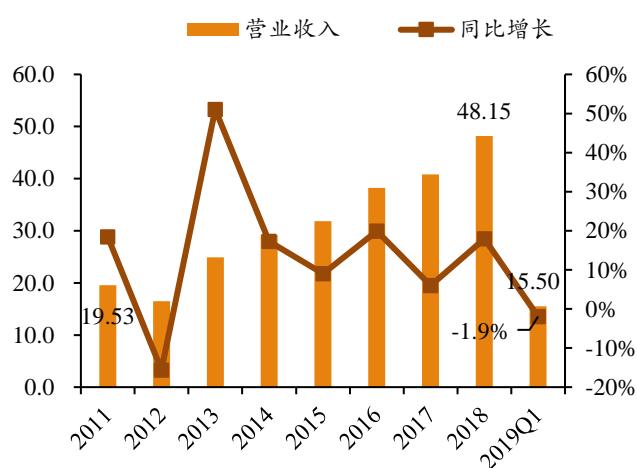
1.2 公司营收净利率稳步增长，2019Q1 短期业绩波动因主动控货提价

公司营业收入从 2011 年的 19.53 亿元增长到 2018 年 48.15 亿元，年复合增长约 13.76%，2019 年第一季度实现营收 15.50 亿元，同比增加-1.94%。

公司归母净利润从 2011 年的 4.54 亿元增长到 2018 年的 5.99 亿元，年复合增长约为 4.04%，扣非归母净利润从 2011 年的 4.18 亿元增长到 2018 年的 5.69 亿元，年复合增长率约为 4.50%，2019 年 Q1 归母净利润 2.88 亿元，同比增长-7.18%，扣非归母净利润 2.79%，同比增长-9.53%。

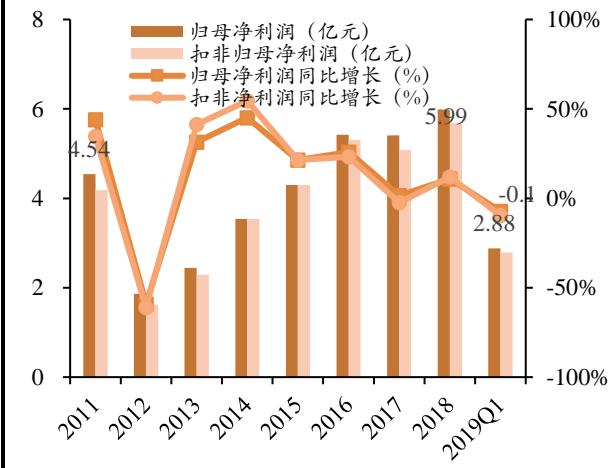
2019 年 Q1 业绩低增长的原因主要是原材料涨价和公司主动控货两大方面。其中，2018 年下半年至 2019 年 Q1 原材料涨价提高公司成本；部分地区医院二次议价，公司实行主动控货，造成短期业绩波动。

图表2. 2011-2018 年公司营收复合增速 13.76% (单位：亿元)



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表3. 2011-2018 年公司扣非归母净利润复合增速 4.5%
（亿元）

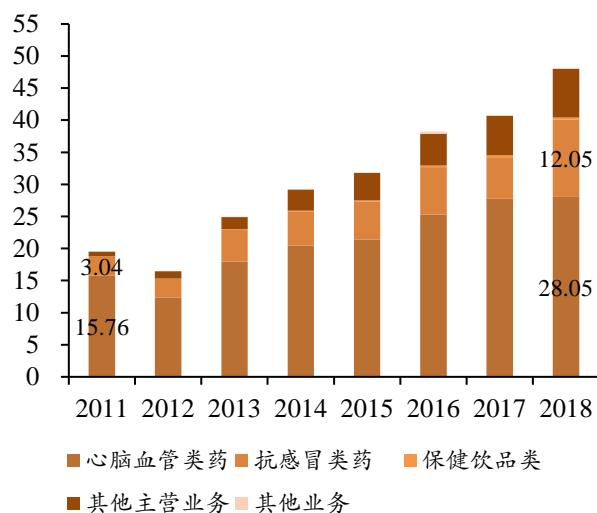
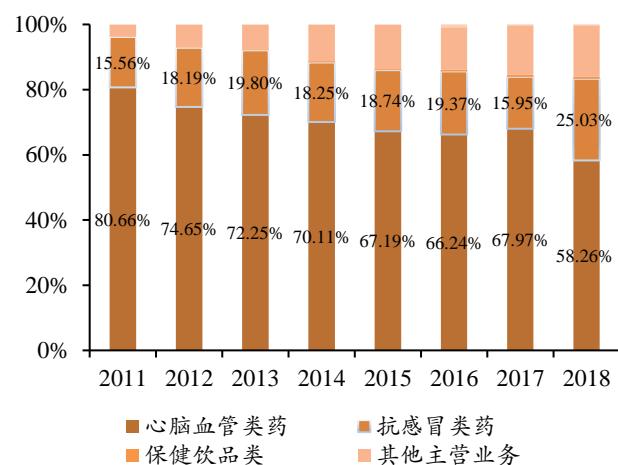


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

1.3 公司中药制剂营收占比超 85%，整体毛利率稳定在 63-68%

以岭药业的主营产品按领域分为心脑血管类药、抗感冒类药、保健饮品类、其他类等：

- **心脑血管类药**：营业收入从 2011 年的 15.76 亿元增长至 2018 年的 28.05 亿元，复合增长率为 8.58%，2018 年实现营收 28.05 亿元，占营业收入的 58.26%；
- **抗感冒类药**：营业收入从 2011 年的 3.04 亿元增长至 2018 年的 12.05 亿元，复合增长率为 21.74%，2018 年实现营收 12.05 亿元，占营业收入的 25.03%；
- **保健饮品类**：营业收入从 2013 年的 0.07 亿元增长至 2018 年的 0.30 亿元，复合增长率为 23.11%，2018 年实现营收 0.30 亿元，占营业收入的 0.62%。

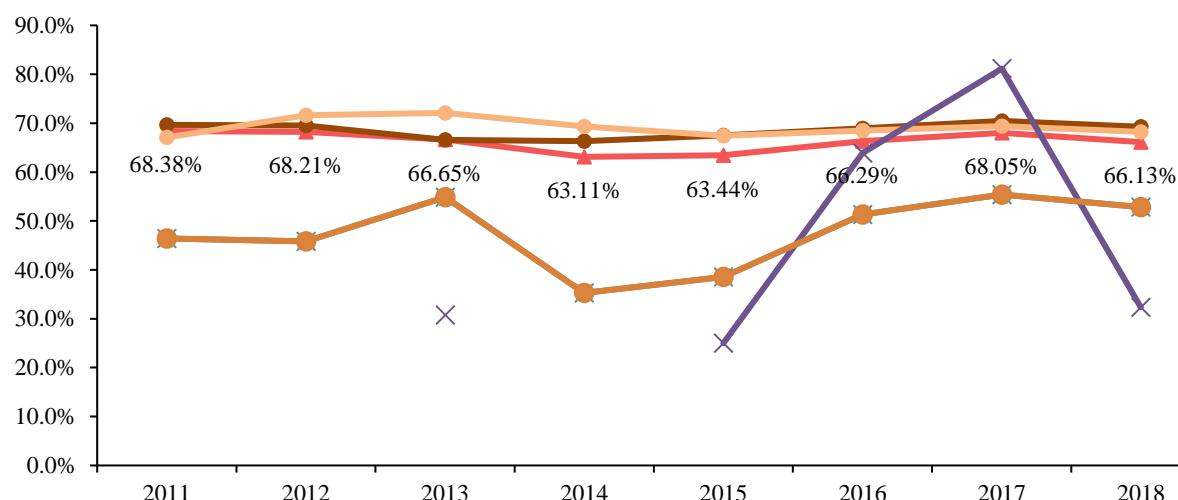
图表4. 2011-2018年各业务板块收入规模 (单位:亿元)

图表5. 2011-2018年各业务板块营收占比情况


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

过去8年，公司总体毛利率维持稳定在63-68%。主营占比较高的心脑血管类和抗感冒类药的毛利率较高，2018年分别达到69.29%和68.25%；保健饮品类为新开发的业务，营收规模小，毛利率波动较大，其他业务毛利率相对偏低。

图表6. 以岭药业毛利率保持稳定，2018年整体毛利率为66.13%

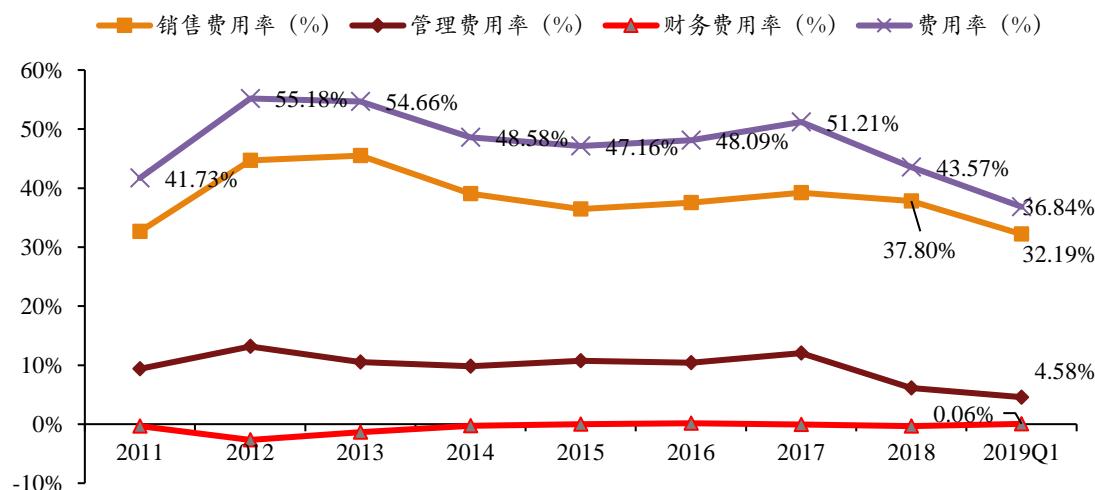
— 总体毛利 —● 心脑血管类药 —● 抗感冒类药 —● 保健饮品类 —●* 其他主营业务 —● 其他业务



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

公司期间费用率从2011年的41.73%下降至2019年Q1的36.84%。其中，2019Q1的销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为32.19%、4.58%和0.06%。公司销售费用率从2011年以来整体下降趋势（2012年受行业毒胶囊事件影响销售，导致销售费用率偏高），2018年流感疫情暴发公司销售费用率降低至37.8%；2019年Q1管理费用率同比下降39.92%，主要系由于公司继续优化组织架构和人员调整，分类别进行终端管理。

图表7. 公司期间费用率整体呈稳中下降趋势, 2019年Q1季度费用率为36.8%

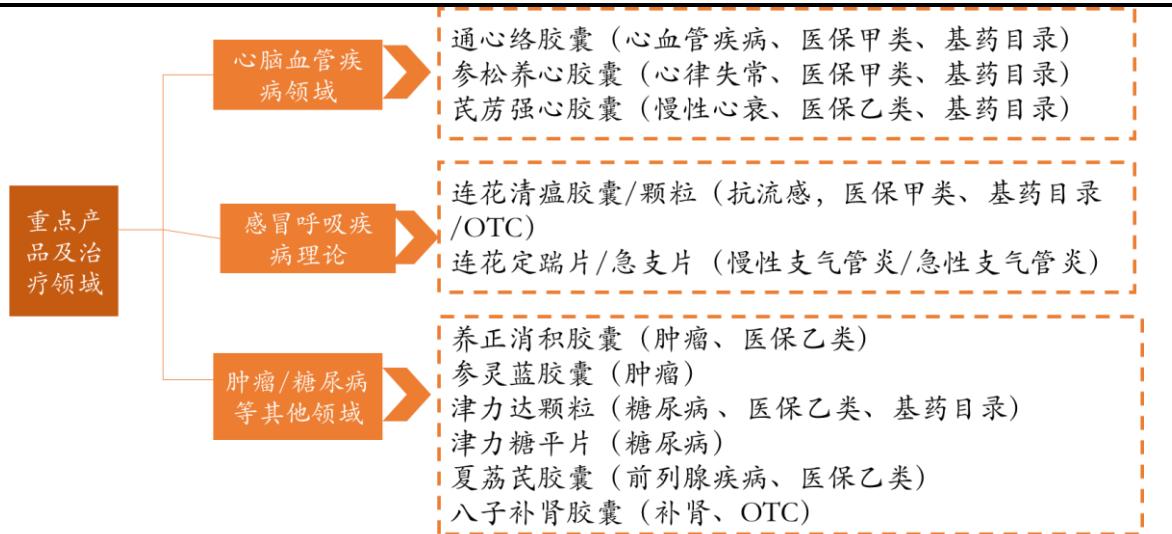


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

2. 中成药：循证临床学术依据及二次开发为拳头产品持续稳健增长保驾护航

公司产品丰富，中成药产品主要包括心脑血管类药物、抗感冒类药物、肿瘤类和糖尿病等其他药物。心脑血管类药物代表产品包括通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊；抗感冒类药物主要有连花清瘟胶囊（颗粒）、小儿感冒颗粒和银黄胶囊；糖尿病和肿瘤类等其他药物包括津力达颗粒、养正消积胶囊、参灵蓝胶囊、夏荔芪胶囊和八子补肾胶囊等。

图表8. 以岭药业中药产品可主要分为心血管类、抗感冒类、糖尿病和肿瘤等其他。



资料来源：公司官网、广证恒生

公司中成药板块，中药板块拳头产品为四大专利中药，即通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊和连花清瘟胶囊/颗粒。



图表9. 公司主打品牌品种概况

药物	适应症	特点	医保情况	中标价格	是否独家
通心络胶囊	主治冠心病、心绞痛、心肌梗死、缺血性脑梗塞等	能减少阿司匹林的抵抗；能稳定易损斑块；能促进缺血心肌恢复	胶囊剂，甲类，全国医保品种	胶囊：26.59 元（广东）260mg	是
参松养心胶囊	用于治疗冠心病室性早搏	对快速型和缓慢型心律失常均能发挥疗效；调节心脏自主神经功能，发挥广谱抗心律失常作用；填补窦缓伴早搏世界药物治疗空白	胶囊剂，甲类，全国医保品种	胶囊：17.66 元（广东）400mg	是
芪苈强心胶囊	用于冠心病、高血压病所致轻、中度充血性心力衰竭	兼具强心、利尿、扩血管的作用；对心衰具有标本兼治的作用	胶囊剂，乙类，全国医保品种	胶囊：32.87 元（广东）300mg	是
连花清瘟胶囊/颗粒	用于治疗流行性感冒	广谱抗病毒；抑菌抗炎；退热止咳化痰；调节免疫功能、提高康复能力	(1) 胶囊剂，甲类，全国医保品种 (2) 散剂、颗粒剂，甲类，全国医保品种	(1) 胶囊：11.35 元（重庆）350mg (2) 颗粒：14.59 元（广东）6g	是
津力达颗粒	用于Ⅱ型糖尿病气阴两虚证	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	散剂、颗粒剂，乙类，全国医保产品	颗粒：31.50 元（广东）9g	是
养正消积胶囊	适用于不宜手术的脾肾两虚、瘀毒内阻型原发性肝癌辅助治疗	辅助肿瘤的治疗，与化疗药合用能有效提高化疗疗效，明显改善脘腹胀满、神疲乏力等症候	胶囊剂，甲类，全国医保产品	胶囊：41.59 元（广东）390mg	是
夏荔芪胶囊	用于轻、中度良性前列腺增生症	可明显改善患者排尿无力，滴沥不尽，夜尿频多，小腹坠胀，腰膝酸软，倦怠乏力等症状；对于慢性前列腺炎引起的疼痛或不适症状也有很好的疗效。	胶囊剂，乙类，全国医保产品	胶囊：70.40 元（广东）450mg	是

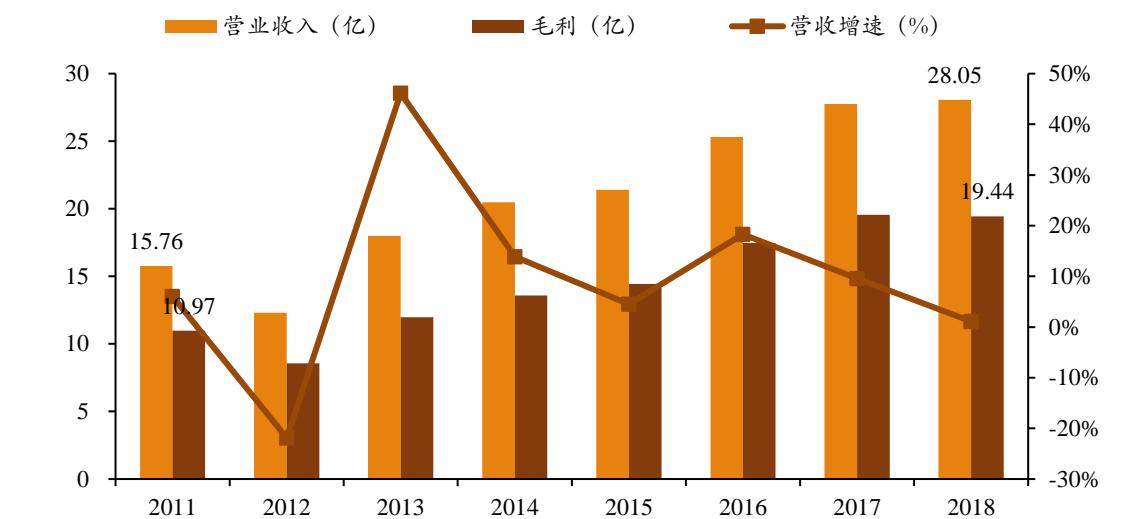
资料来源：公司官网、米内网、广证恒生

2.1 多个心脑血管口服中成药重磅品种，居心脑血管中成药市场前列

◆ 以岭药业心血管类药物 2018 年营收达 28.05 亿，7 年复合增速达 8.58%

以岭药业心脑血管类药物持续稳健增长，营收从 2011 年的 15.76 亿元增长到 2018 年 28.05 亿元，7 年复合增长约 8.58%；毛利贡献从 2011 年的 10.97 亿增长到 2018 年 19.44 亿元。

图表10. 2011-2018 年公司心脑血管类药物营收毛利和增速

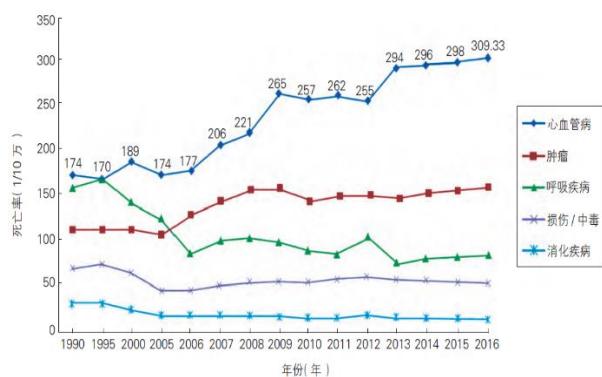


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

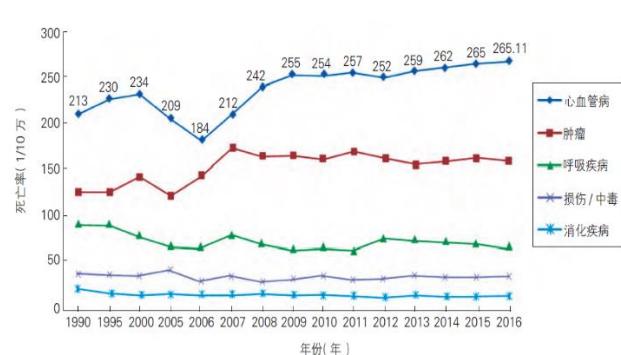
◆ 心血管类疾病死亡率高居不下，且持续呈上升趋势需求稳步上升

根据《中国心血管病报告（2018）》，心脑血管疾病引起的死亡率一直位居第一，且死亡率呈现出上升的趋势。从1990年起，农村居民心脑血管病的死亡率为174/10万，而到2016年，则上升到309.33/10万；而城市居民心脑血管病的死亡率则从213/10万增长到265.11/10万。因此，疗效好以及药性温和的药物是病人的刚需。

图表11. 1990-2016年中国农村居民主要疾病死亡率变化趋势



图表12. 1990-2016年中国城市居民主要疾病死亡率变化趋势



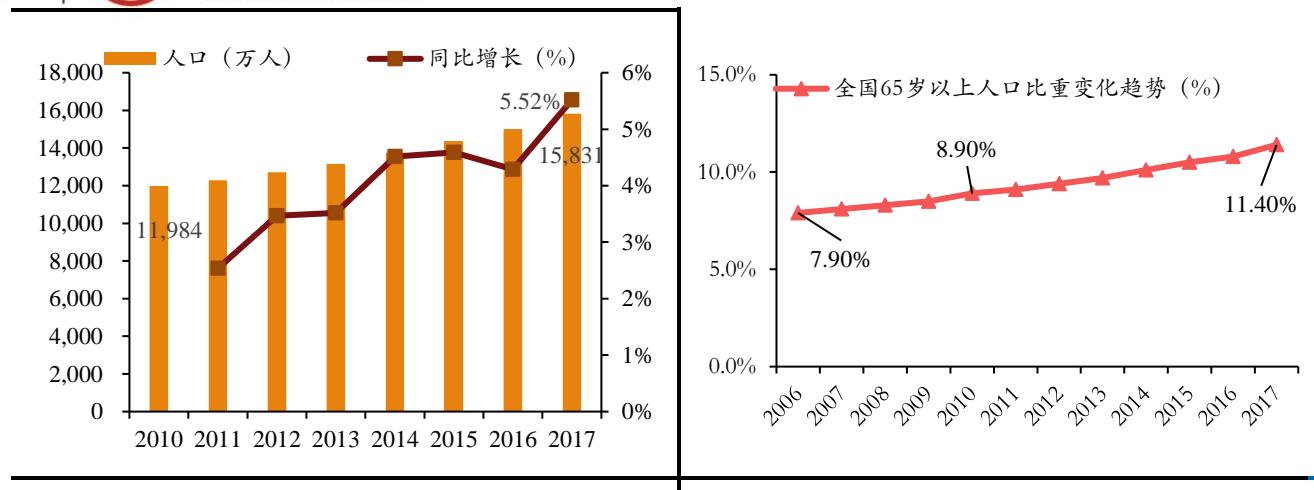
资料来源：《中国循环杂志》、广证恒生

据《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告（2018）》统计，2017年全国65岁以上的老年人口达到1.58亿人，占全国总人口的11.40%，同比增长5.52%。而2010年65岁以上的老年人口仅有1.2亿人，占总人口也才8.90%。从老年人口占比的变化趋势我们推测，未来老龄化人口占比将不断的提升，预计到2020年，老年人口达到2.48亿，老龄化水平达到17.17%，其中80岁以上老年人口将达到3067万人；2025年，六十岁以上人口将达到3亿。而心脑血管疾病和年龄有关，年龄越大发病的几率越大。随着中国人口老龄化逐渐加快，未来的心脑血管类药物的需求将稳步提升，心脑血管类药物的市场空间仍较大。

图表13. 2010-2017年中国65岁以上老年人口走势

资料来源：《中国循环杂志》、广证恒生

图表14. 2006-2017年全国65岁以上人口比重变化



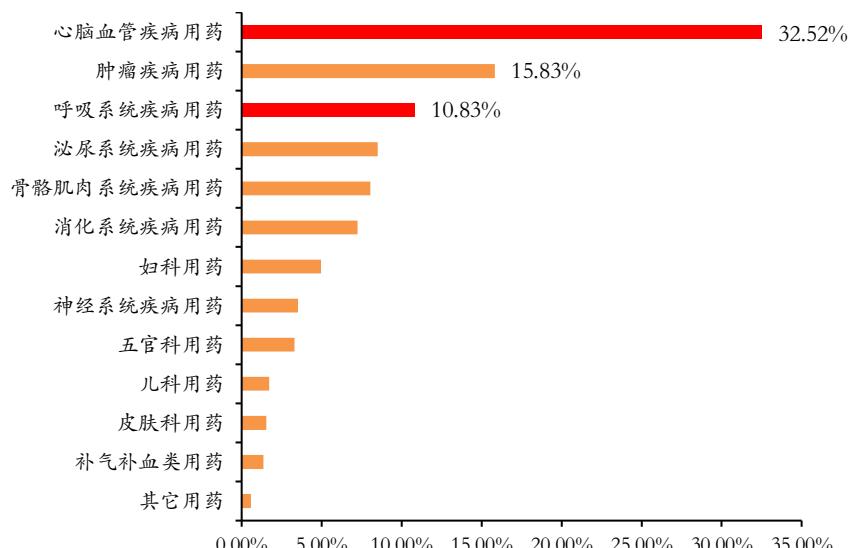
资料来源：智研咨询网、广证恒生

资料来源：智研咨询网、广证恒生

◆ 心脑血管疾病类中成药在中成药市场份额独占鳌头，受监管因素影响，市场规模近年来持续下降

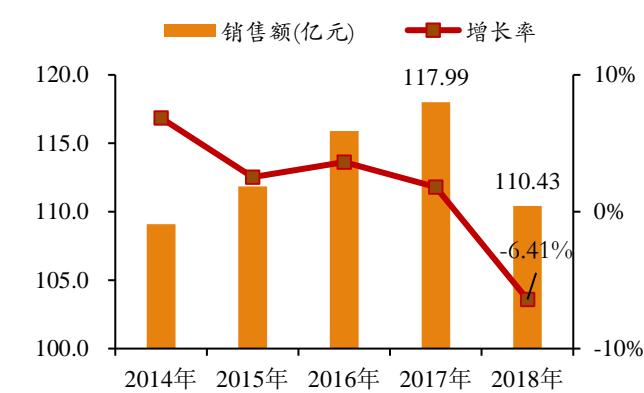
目前，心脑血管类药物在中成药销售市场中占份额最大。根据米内网的数据，2018年心脑血管疾病用药在国内重点城市公立医院中成药市场中占32.52%的市场份额，比肿瘤疾病用药（15.83%）远高出16.69%。

图表15. 2018年重点城市公立医院的中成药各大类年度销售市场份额

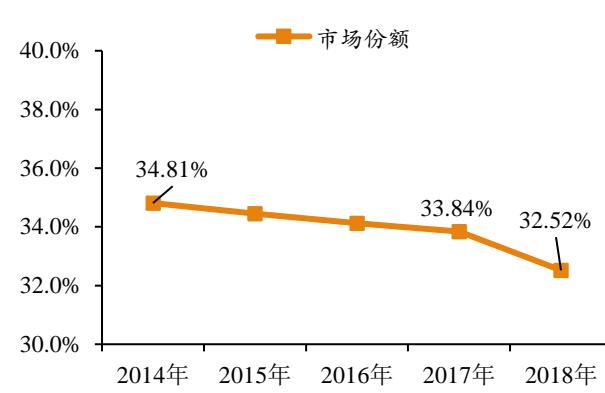


资料来源：米内网、广证恒生

受两票制、一致性评价等国家政策的冲击，以及国家药监部门对中药注射剂的监管越来越严格，重点城市公立医院心脑血管类中药在2018年销售额首次出现缩水，同比下降6.41%，为110.43亿元；心脑血管类中成药在整体中药市场的市场份额也同样出现小幅回落，其从2017年的33.84%下降到32.52%。

图表16. 2014-2018 年重点城市公立医院心脑血管类中成药销售情况


资料来源：米内网、广证恒生

图表17. 2014-2018 年重点城市公立医院心脑血管类中成药占整体中药市场份额逐年下降


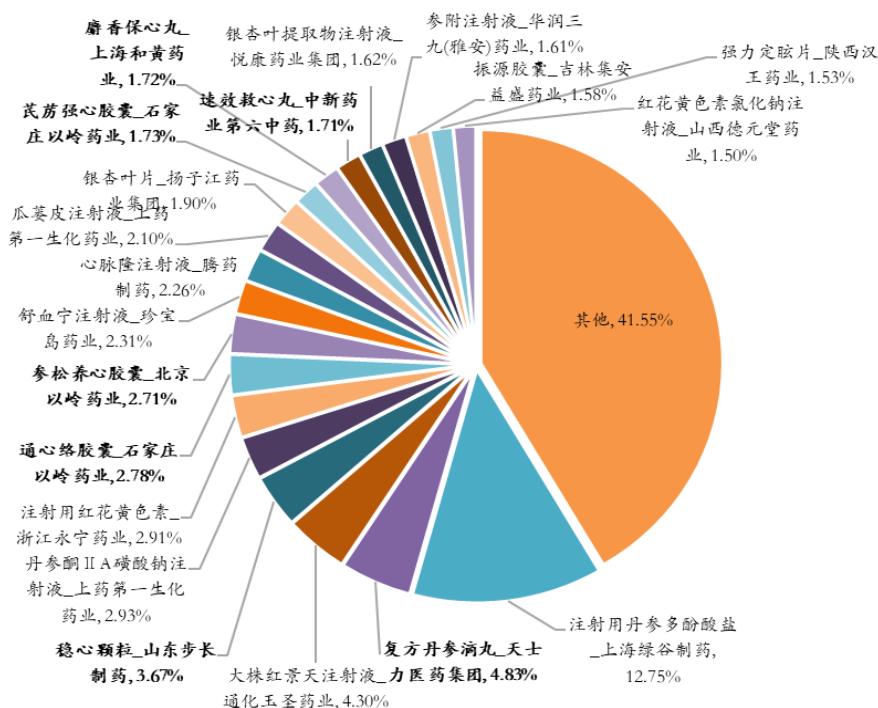
资料来源：米内网、广证恒生

◆ 国内公立医院的心血管类中成药竞争格局分散，市场规模排名靠前的主要以中药注射剂为主

2018年重点城市公立医院心血管疾病中成药市场呈“百花齐放”态势，目前还没有一种药物占绝对的统治地位，而且多种剂型并存（如注射剂、胶囊剂、颗粒剂、片剂以及丸剂）。其中，排名靠前的中成药有10种是注射剂，如上海绿谷制药的“注射用丹参多酚酸盐”占据最大份额，达12.75%。

以岭药业的3个独家中药品种均排前15名，其中通心络胶囊占2.78%（排名第7），参松养心胶囊占2.71%（排名第8），芪苈强心胶囊占1.73%（排名第13）。

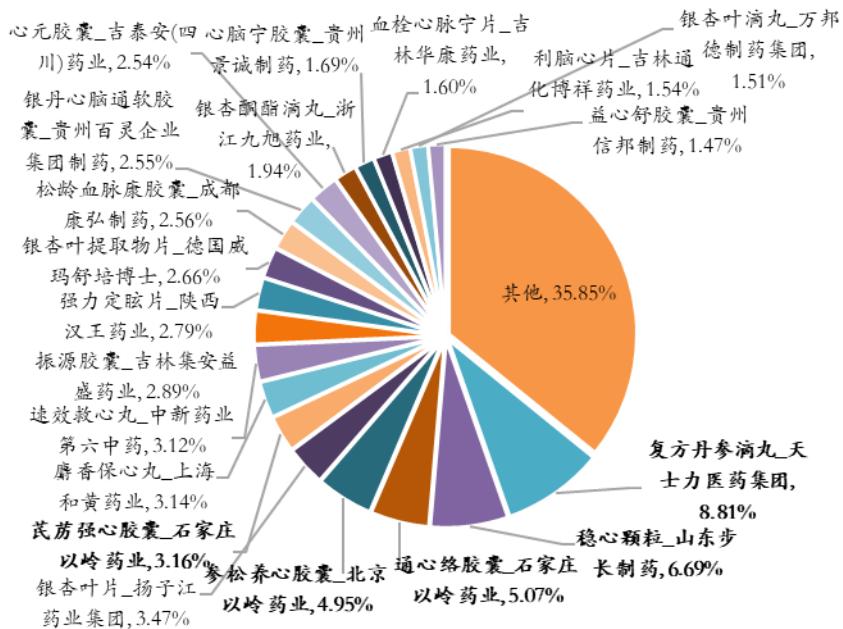
口服中成药看，以岭药业在心血管类用药的市场份额与天士力和步长制药仍有较大差距，天士力的“复方丹参滴丸”占据4.83%的市场份额，排名第2；而步长制药的“稳心颗粒”则占据着3.67%份额，排名第4。

图表18. 2018年重点城市公立医院心血管疾病中成药竞争格局


资料来源：米内网、广证恒生

从心血管口服中成药市场分析,2018年重点城市公立医院心血管疾病中成药市占率排名前3的分别是天士力的“复方丹参滴丸”(8.81%)、步长制药的“稳心颗粒”(6.69%)以及以岭药业的“通心络胶囊”(5.07%)。以岭药业的另外2个独家产品也排名靠前,参松养心胶囊以4.95%的市占率排名第4,芪苈强心胶囊则以3.16%排第6。

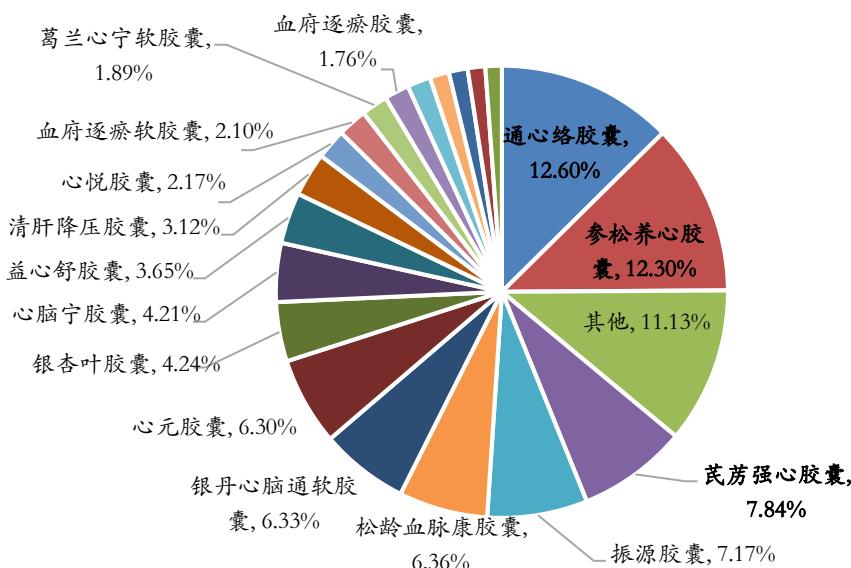
图表19. 2018年重点城市公立医院心血管疾病中成药(口服)的竞争格局



资料来源：米内网、广证恒生

从心血管疾病中成药的胶囊剂分析,以岭药业的3种创新药则占据绝大部分的市场份额(总份额达32.74%),其中通心络胶囊占12.60%,参松养心胶囊占12.30%,芪苈强心胶囊占7.84%。因此,以岭药业在心血管疾病中成药的胶囊剂领域走在市场前列,同时具备较强的竞争优势。

图表20. 2018年重点城市公立医院心血管疾病中成药(胶囊剂)的竞争格局





资料来源：米内网、广证恒生

2.1.1 通心络胶囊：“指南推荐+国内外医学界的广泛认可”助力稳健增长

通心络是以岭药业最早上市的品种，也是公司络病理论指导研发的首次实践，于 1998 年取得生产批文，上市 11 年来已成为冠心病用药领域的一线品种。目前，该产品已经被中华医学会、中国中西医结合学会、中华中医药学会以及中国老年医学会的专家共识中推荐，同时，其在治疗冠心病和脑中风的临床效果突出。

图表21. 通心络胶囊受国内多个权威协会推荐

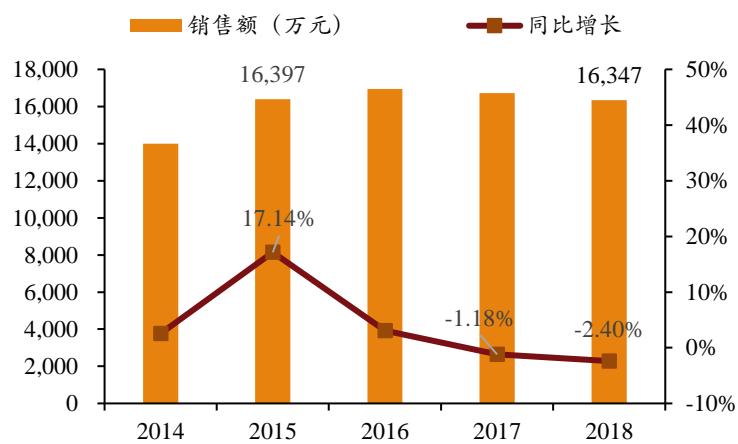
产品	单位	文件名称
通心络胶囊	中华医学会	《冠脉微血管疾病诊断和治疗的中国专家共识》2017
		《冠状动脉痉挛综合征诊断与治疗中国专家共识》2015
	中国中西医结合学会	《动脉粥样硬化中西医结合诊疗专家共识》2017
		《急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识》2014
		《慢性脑缺血中西医结合诊疗专家共识》2018
	中华中医药学会	《经皮冠状动脉介入治疗 (PCI) 术后胸痛中医诊疗专家共识》2014
		《经皮冠状动脉介入治疗围手术期心肌损伤中医诊疗专家共识》2017
	中国老年医学会	《高龄老年 (≥75 岁) 急性冠状动脉综合征患者规范化诊疗中国专家共识》2018

资料来源：公司年报、广证恒生

◆ 2014-2018 年通心络在重点城市公立医院的销售情况维持稳定

根据米内网数据库查询，通心络在重点城市公立医院终端销售规模约 1.63 亿，2015 年增速达 17%，2017-2018 年增速降低，分别为-1.18% 和 2.4%，这最主要是公司在部分地区主动控货提价。我们认为随着控货等偶然因素的消除，以及公司渠道的下沉，以及市场库存需求，通心络有望取得恢复性高增长。

图表22. 2014-2018 年通心络胶囊在重点城市公立医院终端的销售情况



资料来源：米内网、广证恒生

为提升产品在市场中的竞争优势，公司注重对已上市的品种进行了二次开发。公司在权威学术期刊《自然》杂志上发布“应用通心络干预颈动脉斑块的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床研究”，此前该杂志极少刊登中药研究论文。这也进一步验证了产品的确切疗效和作用机制，提升了产品的学术内涵，有助于学术优势转化成市场优势。

◆ 通心络胶囊的同类竞品分析对比：通心络相比竞品疗效略显优势，价格相当



在心血管疾病中成药内服领域，以岭药业面临着两个强劲的竞争对手：天士力（复方丹参滴丸）和步长制药（脑心通胶囊）。这3种产品在功效和适应症均类似，都属于医保产品，中标价格相差不大。

图表23. 通心络的主要竞争产品对比

药物	公司	功效	适应症	主要成分	医保情况	投标价格	日均费用	是否独家
通心络胶囊	以岭药业	益气活血、通络止痛	冠心病、心绞痛、血瘀络阻	人参、水蛭、全蝎	胶囊剂，甲类，全国医保品种	26.59元 (广东) 260mg	6.81元	是
复方丹参滴丸	天士力	活血化瘀，理气止痛	冠心病、心绞痛	丹参、三七、冰片	丸剂，甲类，全国医保品种	26.07元 (甘肃) 27mg	4.35元	是
脑心通胶囊	步长制药	益气活血、化瘀通络	冠心病、中风、脑梗、心绞痛	丹参、黄芪、赤芍	胶囊剂，乙类，全国医保品种	22.69元 (广东) 400mg	5.67元	是

资料来源：公司官网、米内网、广证恒生

通心络与复方丹参滴丸和脑心通胶囊在治疗适应症方面相似，国内部分临床研究表明，通心络在治疗冠心病、心绞痛方面疗效略显优势，而且通心络具有一定的调脂作用，适应症范围更广。

图表24. 通心络胶囊与复方丹参滴丸的对比

文章(发表时间)	结论	作者/单位
复方丹参滴丸与通心络胶囊治疗冠心病心绞痛的疗效比较 (2016年10月)	将80例冠心病心绞痛患者随机分为观察组(采用通心络胶囊治疗)和对照组(采用复方丹参滴丸治疗)，各40例。对比两组临床疗效及不良反应发生情况。文章发现，观察组总有效率95.0%显著高于对照组80.0%($P<0.05$)。观察组不良反应发生率7.5%显著低于对照组20.0%($P<0.05$)。因此，通心络胶囊治疗冠心病心绞痛疗效显著，安全性良好。	闻艺/天津市河北区王串场街社区卫生服务中心全科
通心络胶囊治疗冠心病心绞痛68例临床疗效 (2015年3月)	将68例冠心病心绞痛患者随机均分为两组，观察组均常规服用通心络胶囊，对照组口服复方丹参滴丸，两组均以4周为1个疗程，治疗后分析其临床疗效。结果发现，观察组与对照组患者临床症状改善情况总有效率分别为94.11%、82.35%，心电图改善总有效率分别为85.29%、58.82%，观察组均优于对照组($P<0.05$)。因此，通心络胶囊可有效改善心肌缺血、控制心绞痛的发作次数及心脏功能，治疗冠心病心绞痛更安全、有效	兰振业/广西德保县人民医院
复方丹参滴丸与通心络胶囊治疗心绞痛疗效比较 (2015年2月)	将160例心绞痛患者分为复方丹参滴丸组和通心络组各80例，前者采用复方丹参滴丸进行治疗，后者采用通心络胶囊进行治疗，观察比较两组患者的临床疗效。文章发现，治疗1个疗程后，两组患者血液流变学各项指标均有明显改善，但复方丹参滴丸组患者血脂三项(TG、TC、HDL-C)水平没有明显变化，通心络组患者三项血脂水平变化较明显。因此，通心络胶囊和复方丹参滴丸均具有改善血液流变学特征的作用，而其中通心络胶囊还具有一定调脂作用。	付燕等/罗田县人民医院



通心络胶囊与丹参滴丸治疗冠心病心绞痛间接比较的系统评价
(2011年8月)

文章系统评价了通心络胶囊与复方丹参滴丸治疗冠心病心绞痛的临床疗效，结果共纳入65个RCT，合计6969例患者。统计分析发现，复方丹参滴丸和通心络胶囊不良事件发生率分别为2.37%和2.11%。因此，有较弱的证据表明通心络胶囊的疗效优于复方丹参滴丸。

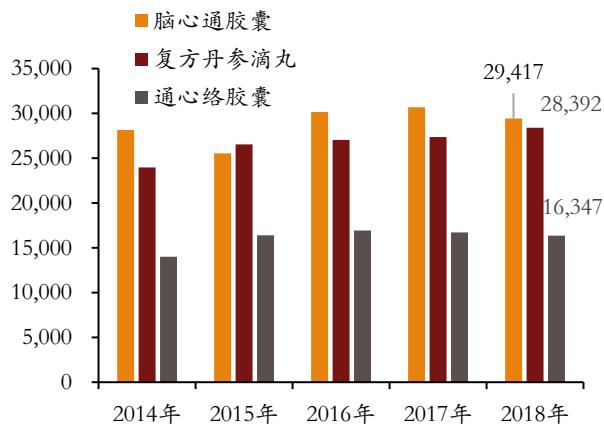
贾永亮等/澳门大学
中华医药研究所

资料来源：知网、广证恒生

◆ 通心络胶囊的同类竞品，销售规模较少，有较大增长空间

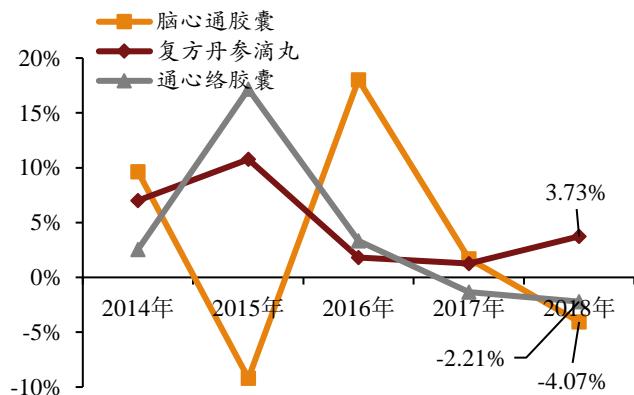
目前通心络在市场的销售规模相比于复方丹参滴丸和脑心通胶囊，仍有较大差距。根据米内网数据，在2018年重点城市的公立医院中，步长药业的脑心通胶囊销售收入为2.94亿，复方丹参滴丸则为2.83亿元，而通心络仅有1.63亿元。在增长方面，仅有复方丹参滴丸在2018年同比增长3.73%；脑心通则同比下降4.07%，通心络同比下降2.21%。

图表25. 2014-2018年3种竞争产品在重点城市公立医院的销售情况（单位：万）



资料来源：米内网、广证恒生

图表26. 2014-2018年3种竞争产品在重点城市公立医院的销售增长情况



资料来源：米内网、广证恒生

◆ 2002-2016年冠心病、急性心肌梗死死亡率持续上升，通心络胶囊成长前景广阔

根据《中国心血管病报告2018》，从2002-2016年，冠心病死亡率在城市和农村人口中均上升了，冠心病城市居民死亡率从39.56/10万人上升为113.46/10万人，农村则从27.57/10万人上升至118.74/10万人；急性心肌梗死引起城市居民的死亡率从16.46/10万人增长至58/10万人，而农村则从12.00/10万人增加到74.7/10万人。

随着冠心病和急性心肌梗死死亡率的上升，市场对心血管疾病类药物的需求也将快速增长。因此，通心络未来的市场成长大，并且随着公司二次开发的深入以及公司市场终端渠道的扩展，通心络在市场中的竞争优势有望进一步凸显。

图表27. 2002-2016 年城乡地区冠心病死亡率变化趋势


资料来源:《中国循环杂志》、广证恒生

图表28. 2002-2016 年城乡地区急性心肌梗死死亡率变化趋势


资料来源:《中国循环杂志》、广证恒生

2.1.2 参松养心胶囊:“临床疗效优异+适应症广”保障竞争优势

参松养心胶囊目前是唯一获得国家科技进步二等奖的治疗心律失常的中成药,也是唯一经临床循证医学证实安全有效治疗早搏、阵发性房颤、缓慢性心律失常的中成药。其填补窦缓伴室早药物治疗空白,被临床广泛应用。

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、对伴有心烦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。

目前参松养心胶囊也得到学术界和政府的广泛认可,如中华医学会《心房颤动:目前的认识和治疗建议(2018)》《室性心律失常中国专家共识(2016)》和卫健委于《心律失常合理用药指南(2016)》中将参松养心胶囊确认为指导用药。

图表29. 参松养心胶囊被收录和推荐信息

产品	单位	文件名称
参松养心胶囊	中华医学会	《心房颤动:目前的认识和治疗建议》2018
		《室性心律失常中国专家共识》2016
	国家卫健委	《心律失常合理用药指南》2016

资料来源:公司年报、广证恒生

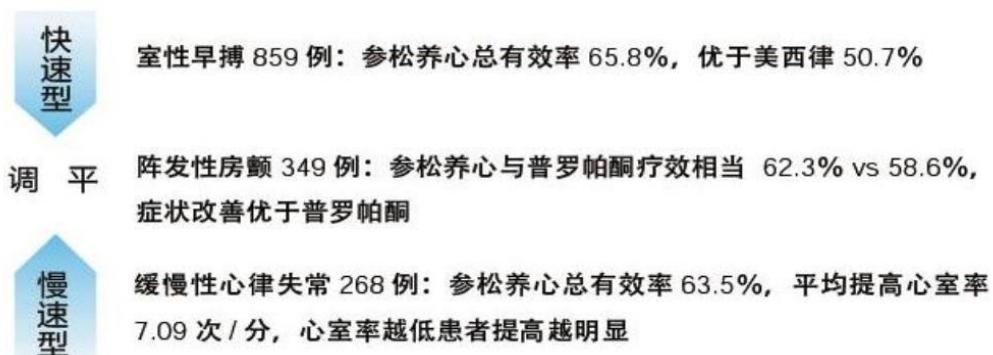
◆ 参松养心胶囊的临床疗效:适用于快速型和慢速型心律失常,药性相对温和

传统的心律失常治疗以化学药为主,由于心律失常的复杂性和心律失常药物作用的复杂性,常用的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。而参松养心胶囊作为一种创新的中成药,药性相对温和,解决了传统化药长期服用带来的副作用。

总体而言,参松养心胶囊适应症较宽泛,既可以用于快速型心律失常,也可用于慢速型心律失常,而且其副作用小,同时,循证医学评价证实,参松养心对各种心律失常均表现出超过现有西药的疗效。目前,“参松养心胶囊治疗窦性心动过缓伴室性早搏多中心、随机、双盲、安慰剂平行对照临床研究”临床研究文章已被《The Journal of Alternative and Complementary Medicine》杂志录用,证实参松养心胶囊的临床疗效。



图表30. 循证医学临床数据证明参松养心胶囊的疗效

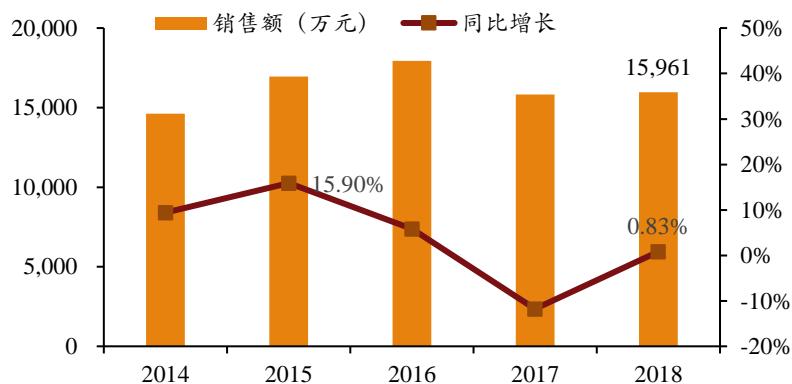


资料来源：公司官网、广证恒生

◆ 2014-2018 年参松养心胶囊在重点城市公立医院的销售情况维持稳定

根据米内网数据，参松养心胶囊在重点城市公立医院终端销售规模约 1.59 亿，2018 年增速为 0.83%，这主要是公司在部分地区主动控货提价。我们认为随着控货等偶然因素的消除，以及公司渠道的下沉，以及市场库存需求，参松养心胶囊有望取得恢复性高增长。

图表31. 2014-2018 年参松养心胶囊在重点城市公立医院终端的销售情况



资料来源：米内网、广证恒生

◆ 参松养心胶囊 VS 稳心颗粒：性价比突出，基层市场亟待开拓

参松养心胶囊的中成药同类竞品仅有步长制药的稳心颗粒。参松养心胶囊与稳心颗粒类似，适应症更广、日用药金额更低。

图表32. 参松养心胶囊对竞产品稳心颗粒的疗效类似，性价比相当，医保覆盖面更全

项目	参松养心胶囊	稳心颗粒
公司	以岭药业	步长制药
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
主要成分	人参、麦冬、山茱萸	党参、黄精、三七、琥珀、甘松
医保情况	胶囊类，甲类，全国医保品种	散剂、颗粒剂，乙类，全国医保品种
投标价格	17.66 元 (广东) 400mg	23.25 元 (广东) 9g

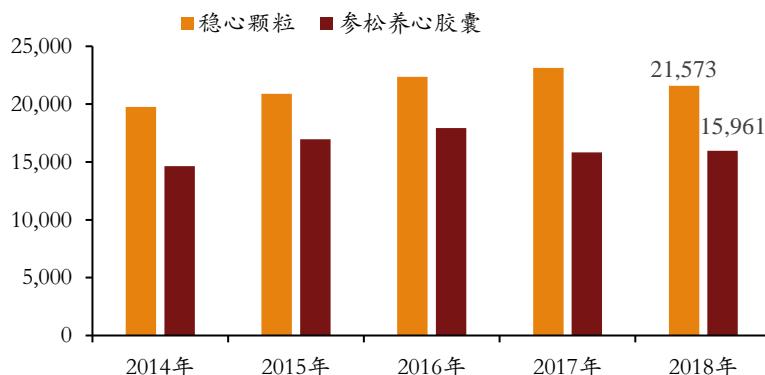


日用费用	4.42 元	7.75 元
是否独家	是	是

资料来源：公司官网、米内网、广证恒生

根据米内网数据，2018 年参松养心胶囊在重点城市公立医院终端销售为 1.60 亿元，低于稳心颗粒的 2.16 亿元。此外，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推动参松养心胶囊稳健增长。

图表33. 2014-2018 年重点城市公立医院参松养心胶囊销售规模小于稳心颗粒（单位：万元）



资料来源：米内网、广证恒生

2.1.3 茂房强心胶囊：心衰中成药先驱，疗效显著，相比化药药性温和

茂房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。

心力衰竭的治疗应包括防止和延缓心衰的发生，缓解临床心衰患者的症状，改善其长期预后和降低死亡率。茂房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。此外，茂房强心胶囊被中国中西医结合学会和中华医学会收录。2018 年 11 月，由中华医学会心血管病学分会心力衰竭学组、中国医师协会心力衰竭专业委员会、中华心血管病杂志编辑委员会组织完成的《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2018》发布，茂房强心胶囊被收录其中，成为新指南唯一推荐中成药。

图表34. 茂房强心胶囊被收录和推荐信息

产品	单位	文件名称
茂房强心胶囊	中国中西医结合学会	《慢性心力衰竭中西医结合诊疗专家共识》2014
	中华医学会	《中国心力衰竭诊断和治疗指南》2018
		《中国扩张型心肌病诊断和治疗指南》2018

资料来源：公司年报、广证恒生

◆ 茂房强心胶囊的治疗心衰临床疗效显著，2018 年销售规模超 5 亿，终端增速近 20%

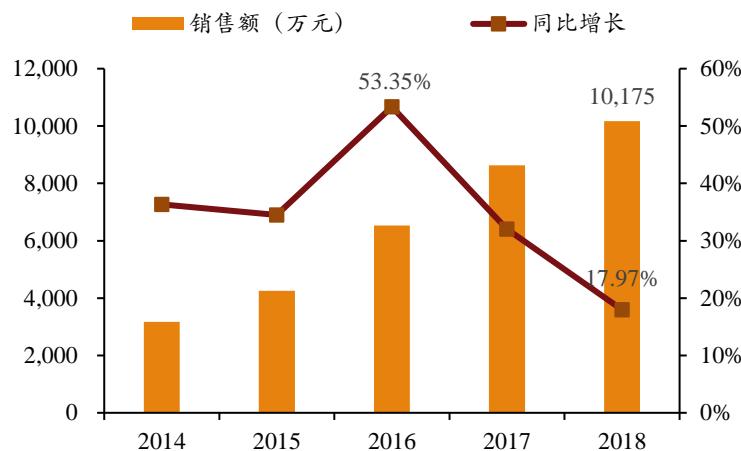
茂房强心胶囊的显著临床效果主要表现在 4 个方面：(1) 显著改善慢性心衰患者心慌气短、不能平卧、尿少水肿等临床症状；(2) 显著提高心衰患者的 Lee 氏心衰计分，减轻心衰的程度；(3) 显著改善心脏的收缩功能；(4) 显著提高心衰患者的生活质量。

茂房强心胶囊在 2018 年创造了超过 5 亿元的好成绩。根据米内网数据，茂房强心胶囊 2018 年在重点敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

样本城市公立医院的总销售额为1.02亿元，同比增长17.97%，仍处于较快增长通道，而这个增速也受到公司主动控货等偶然因素的影响。因此，我们相信，在偶然因素消除后，芪苈强心胶囊的增长会加快，预计芪苈强心胶囊有望继续冲击10亿大关，与通心络和参松养心胶囊平起平坐。

图表35. 2014-2018年芪苈强心胶囊在重点城市公立医院的销售情况 (单位: 万元)



资料来源：米内网、广证恒生

◆ 相比心力衰竭常用化学药物，芪苈强心胶囊药性更温和

心衰标准化治疗的药物包括：利尿剂、 β 受体阻滞剂、血管紧张素转换酶抑制剂等，但都有难以避免的副作用，比如，造成低血压、电解质紊乱、心衰恶化、头晕咳嗽等。相比之下，芪苈强心胶囊作为中药，药性相对温和，带来的副作用相对更少，药效更稳定，而且对心力衰竭也体现出明显疗效。

图表36. 心力衰竭常用药物分类情况

药物	治疗特点	药理机制	副作用	代表药物
利尿剂	基础药物，适合老年人、合并心力衰竭的高血压患者	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	易造成低血压、氮质血症和电解质紊乱，长期、大量使用导致电解质紊乱	呋塞米、氢氯噻嗪、吲达帕胺等
β 受体阻滞剂	治疗轻度心力衰竭	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	起效慢，低血压、体液潴留、心衰恶化和心动过缓或传导阻滞	美托洛尔、比索洛尔、卡维地洛等
血管紧张素转换酶抑制剂	适用于各种程度的心力衰竭，应用广泛	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	头晕、疲乏和味觉变化，血管紧张素转换酶抑制剂可能引发干咳	贝那普利、赖诺普利、福辛普利等

资料来源：知网、广证恒生

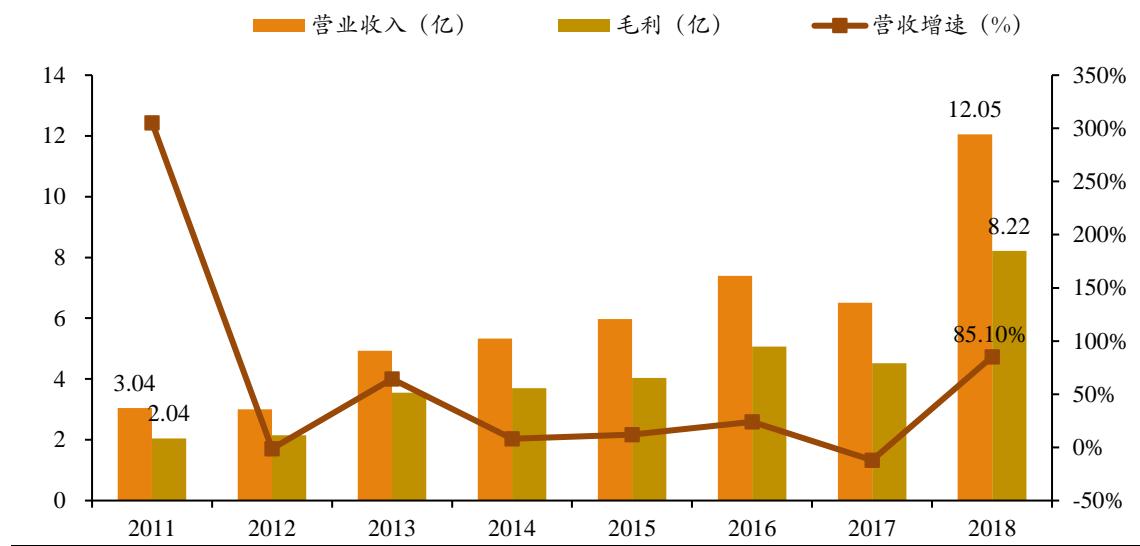
目前心衰市场主要是借用化学药，心衰药物中成药目前只有芪苈强心胶囊。由于研发难度较高且新药进展缓慢，目前市场上缺乏服用安全、疗效显著的心衰治疗理想药物。公司在结合国家重点研发计划——脉络学说营卫理论指导心血管事件链防治研究的同时，开始布局“芪苈强心胶囊对慢性心衰复合终点事件的评估研究”，随着芪苈强心胶囊的循证医学证据逐步得到临床认可，未来有可能成为心衰市场的主流用药，销售规模有望突破10亿元。

2.2 感冒类药物强势发力，连花清瘟系列产品主推业绩增长

◆ 以岭药抗感冒类药物2018年营收达12.05亿，7复合增速达21.74%

以岭药业抗感冒类药物，营收从2011年的3.04亿元增长到2018年12.05亿元，年复合增长约21.74%；其中2018年同比增长85%，毛利贡献从2011年的2.04亿元增长到2018年8.22亿元。

图表37. 2011-2018年公司心脑血管类药物营收毛利和增速

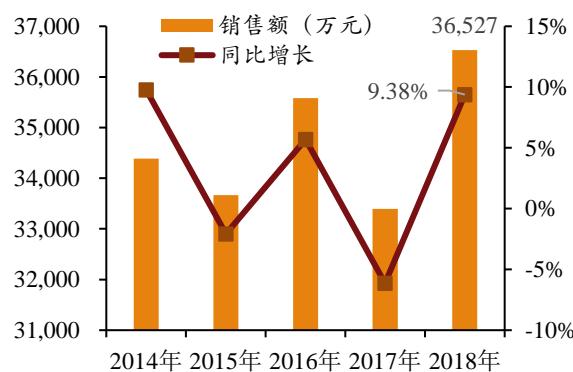


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

◆ 以岭药业居重点城市公立医院感冒类中成药市场份额首位，市占率约18.9%

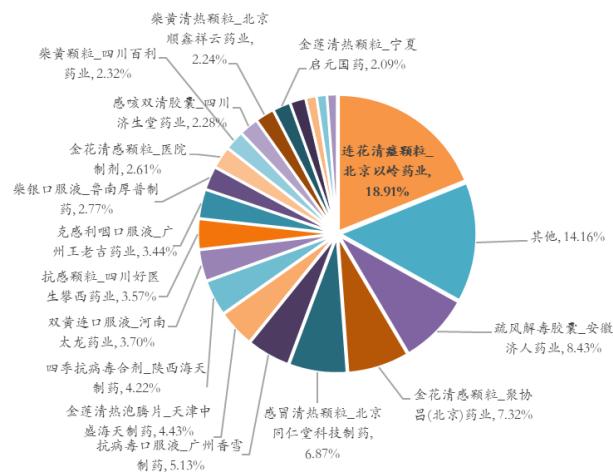
根据米内网数据，受流感的影响，重点城市公立医院样本数据中2018年感冒类中成药市场同比增长9.38%，总销售额达3.65亿元。其中，北京以岭药业在感冒类中成药中占主要地位，市占率达18.91%，比第二名（济人药业）高约10%。以岭药业在感冒类中成药市场中具备较强的竞争力。

图表38. 2014-2018年重点城市公立医院感冒类中成药市场销售情况



资料来源：米内网、广证恒生

图表39. 2018年重点城市公立医院的感冒类中成药竞争格局



资料来源：米内网、广证恒生

◆ 连花清瘟系列产品（胶囊&颗粒）循证医学证实临床疗效，被列入各种抗流感诊疗指南

连花清瘟胶囊是公司治感冒、抗流感领域的专利中药，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。



连花清瘟胶囊是 OTC 甲类产品，其在 2003 年 SARS 期间是通过唯一绿色通道的药物，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。

临床研究证实连花清瘟不仅对甲型 H1N1、H3N2、禽流感 H7N9、乙型流感病毒等流感病毒具有作用，而且对其他多种传染病病原体如副流感病毒、SARS、手足口病病毒、疱疹病毒等均有明显抑制作用，同时可抑制病毒感染后引起的细菌交叉感染，增强人体免疫功能，抗炎退热，止咳化痰。

经循证医学证实连花清瘟胶囊在病毒核酸转阴时间与达菲（磷酸奥司他韦）相当，退热及缓解症状明显优于达菲（磷酸奥司他韦），在疫区甲流防控中发挥重要作用，是应对呼吸道传染性公共卫生事件的代表性药物，临床应用广泛。连花清瘟胶囊已先后 17 次被列入国家卫健委、中医药管理局发布的甲型流感、乙型流感、禽流感等呼吸道疾病相关诊疗方案的用药推荐，为治疗相关疾病提供了权威的用药依据和指导性建议。

图表40. 连花清瘟被列入各种抗流感指南

年份	入选方案
2005 年	卫生部《人流感诊疗方案》
2008 年	中医药管理局《灾后疾病防治指导意见》
2009 年	卫生部《人感染甲型 H1N1 流感诊疗方案》
2011 年	卫生部《流行性感冒诊断与治疗指南》
2012 年	中医药管理局《乙型流感中医药防治方案》
2013-2014 年	卫计委《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案》
2014 年	中医药管理局《中医药治疗埃博拉出血热指导用药》
2015 年	卫计委《中东呼吸综合症病例诊疗方案》
2018 年	卫计委《流行性感冒诊疗方案(2018 年版)》

资料来源：公司网站、广证恒生

◆ 连花清瘟系列产品（胶囊&颗粒）的终端市场：

2018 年连花清瘟胶囊&颗粒在重点城市公立医院销售额 7,235 万，同比增长 39.08%。细分产品剂型，连花清瘟胶囊销售额 327 万，同比增长 57.97%；连花清瘟颗粒贡献 6,908 万元，同比增长 38.30%。连花清瘟系列产品的优异表现，有力带动了公司 2018 年主营业务收入和净利润的增长。

图表41. 2014-2018 年连花清瘟（胶囊剂&颗粒剂）在重点城市公立医院的销售情况（单位：万元）



资料来源：米内网、广证恒生

连花清瘟胶囊目前已成为我国第一个获得美国 FDA 开展二期临床研究的治疗流行性感冒的中药，是

全球第一个获得美国 FDA 批准开展二期临床研究的大复方中药。目前该项目仍处于病例入选阶段，但已完成过半入组目标。同时，公司引入国际人士加盟，推动公司产品在国际市场的扩张。

国内市场方面，公司持续强化学术推广，依托国家、省、市四级络病分会体系，重点锁定全国 10 万家药店进行全覆盖，未来公司产品市场覆盖率和占有率有望进一步提升。因此，我们预计连花清瘟胶囊+颗粒有望稳步快速增长。

2.3 糖尿病&抗肿瘤等其他产品优势突出，为业绩增长添亮点

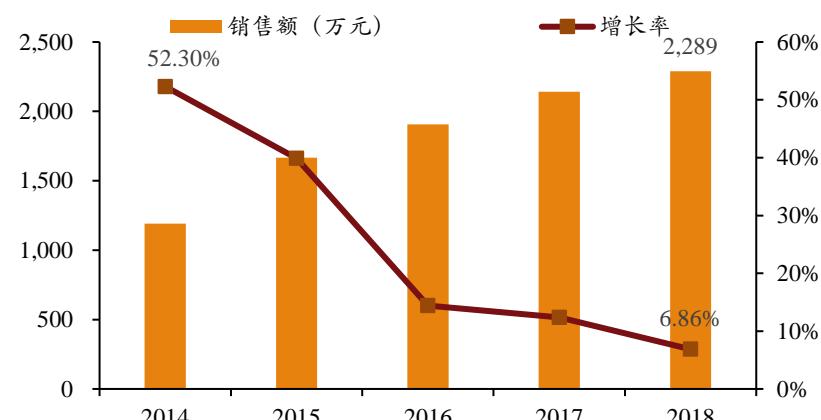
2.3.1 津力达颗粒：中成药降糖药市占率第二，循证临床数据证实疗效

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，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。实验研究证实其对二型糖尿病疗效确切，可调节糖脂代谢紊乱，并减少糖尿病并发症发生。

◆ 2014-2018 年重点城市公立医院糖尿病中成药市场销售规模稳健增长，竞争格局占优势

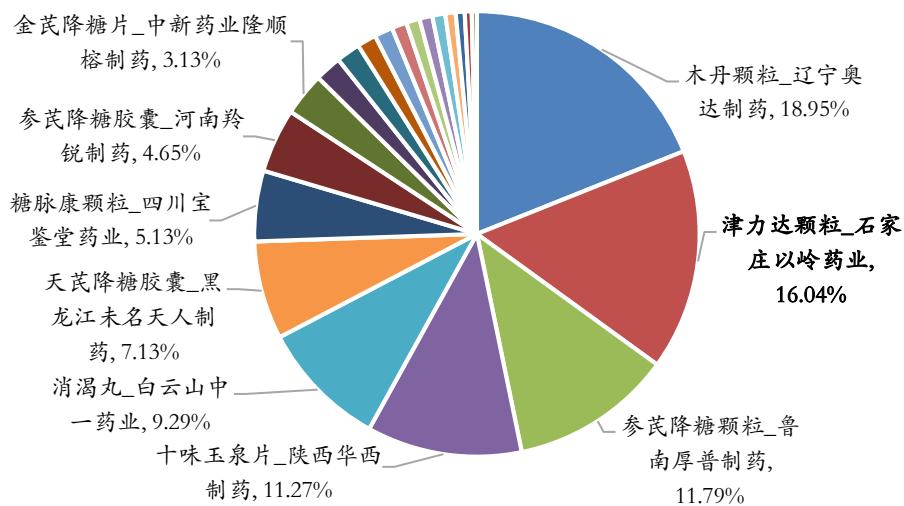
津力达颗粒从 2014 年开始就一直保持着迅猛的增速，2014 年增速达 52.30%，随后增速逐渐下降，2018 年津力达颗粒在重点城市公立医院的总销售额达 2,289 万元，同比增长 6.86%。津力达颗粒增速的回落符合正常增长规律，因为目前津力达颗粒已在糖尿病中成药市场占据 16.04% 的市场份额，位居第二，今后的增长也将保持平稳较快发展。

图表42. 2014-2018 年津力达颗粒在重点城市公立医院的销售情况 (单位: 万元)



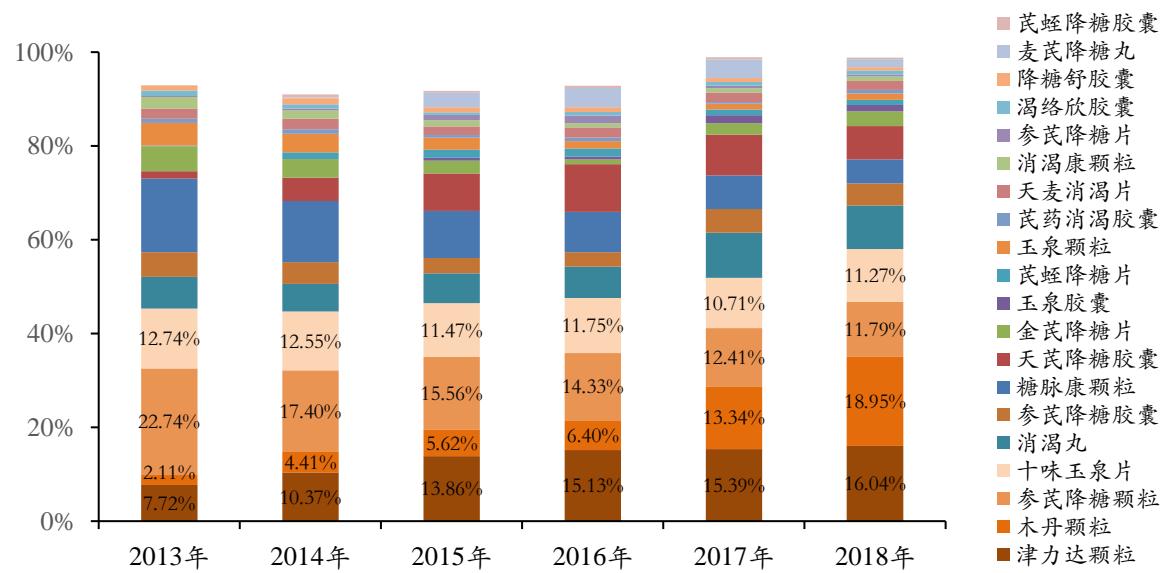
资料来源：米内网、广证恒生

目前糖尿病中成药市场的份额相对集中，2018 年排名前 4 的药物占据 58.05% 的市场份额。其中排名前 4 的药物依次是奥达制药的“木丹颗粒”、以岭药业的“津力达颗粒”、厚普制药的“参芪降糖颗粒”以及华西制药的“十味玉泉片”。以岭药业的“津力达颗粒”在市场中占据竞争优势。

图表43. 2018年重点城市公立医院糖尿病用药（中成药）的市场竞争格局


资料来源：米内网、广证恒生

津力达颗粒和木丹颗粒近6年来都经历了快速增长。2013年津力达颗粒占领7.72%的份额，木丹颗粒也仅占据2.11%；而到了2018年，津力达颗粒迅速上升至16.04%，木丹颗粒也增长到18.95%，抢占最多市场份额，成为中成药降糖药的行业翘楚。

图表44. 2014-2018年重点城市公立医院糖尿病用药（中成药）的市场竞争格局


资料来源：米内网、广证恒生

◆ 津力达颗粒循证临床研究证实确切临床疗效，降低血糖不反弹，改善胰岛素抵抗，降血脂

在研发投入方面，目前公司正在进行“津力达颗粒治疗血糖控制不佳II型糖尿病合并血脂异常患者的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床研究”，未来津力达颗粒的确切疗效和临床效果将进一步验证，临床价值也将得到提升。

津力达颗粒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II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。

图表45. 津力达颗粒学术论证研究成果与结论

文章(发表时间)	结论	作者/单位
津力达颗粒对冠心病合并2型糖尿病患者血管内皮功能的影响 (2019年4月)	选取2017年3月-2018年3月的73例冠心病合并2型糖尿病患者作为研究对象,随机分为观察组(43例)和对照组(30例)。对照组采用常规西药治疗,同时根据患者血糖情况采用口服降糖药或胰岛素治疗。观察组在上述治疗基础上加用津力达颗粒。比较两组患者治疗前后的空腹血糖水平及血管内皮功能指标水平。结果发现,两组患者治疗后的空腹血糖、ET-1水平均低于治疗前,VEGF、NO水平均高于治疗前,差异有统计学意义($P<0.05$);观察组患者治疗后的空腹血糖、ET-1水平均低于对照组,VEGF、NO水平均高于对照组,差异有统计学意义($P<0.05$)。结论是:津力达颗粒可有效协同西药降低患者的血糖水平,改善患者的血管内皮功能,有效改善冠心病合并2型糖尿病患者病情的发生发展。	杨丽等/武汉市汉口医院内分泌科
津力达颗粒对肥胖2型糖尿病患者血压及血脂的影响 (2018年1月)	选取2012年1月—2014年12月门诊和住院的肥胖2型糖尿病患者74例,采用随机数字表法分为观察组34例和对照组40例。对照组采用常规治疗,观察组在对照组基础上加用津力达颗粒治疗。2组均连续治疗24周。比较治疗前后2组患者血糖、血压、血脂含量情况。结果治疗后2组血糖、血压及血脂含量均较治疗前降低,差异有统计学意义($P<0.01$);观察组血糖、血压降低更显著($P<0.05$),2组血脂下降差异无统计学意义($P>0.05$)。结论是:津力达颗粒能有效降低血糖、血压并改善血脂状况,是一种较理想的治疗2型糖尿病的中成药物。	陈婧/哈尔滨市第一医院内分泌科
津力达颗粒预处理对高糖诱导小鼠胰岛微血管内皮细胞和人脐静脉内皮细胞增殖及凋亡的影响 (2017年11月)	将体外培养的小鼠胰岛微血管内皮细胞(MS-1)及人脐静脉内皮细胞(HUVEC),均随机分为正常浓度葡萄糖培养组(正常对照组)、高浓度葡萄糖培养组(高糖组)、不同浓度津力达颗粒预处理24h后再高糖培养组(津力达组),各组平行培养48h后收集细胞,并检测细胞增殖水平。结果发现,与正常对照组比较,高糖组MS-1及HUVEC增殖水平下降($P<0.01$)。与高糖组比较,津力达组MS-1及HUVEC增殖水平随药物浓度增加而升高($P<0.01$),至津力达浓度800 μ g/ml时与正常对照组差异无统计学意义($P>0.05$)。结论:中药津力达颗粒升高MS-1及HUVEC增殖水平,降低MS-1及HUVEC的TAI和EAI,从而可能对胰岛功能及血管内皮功能具有一定保护作用。	董靖等/中国人民解放军武汉总医院内分泌科

资料来源:知网、广证恒生

2.3.2 养正消积胶囊: 改善肿瘤患者生存质量, 抑制肿瘤体内转移

养正消积胶囊主要用于肿瘤的辅助治疗,与化疗药合用,有助于提高化疗疗效,且能明显改善腹胀满、纳食少、形体消瘦、神疲乏力等证候,降低化疗药骨髓抑制,提高生存质量。养正消积胶囊配合介入治疗原发性肝癌在增效减毒、增强免疫、改善证候、提高生存质量方面疗效显著。

◆ 养正消积胶囊 2014-2018年在重点城市公立医院销售情况&竞争格局

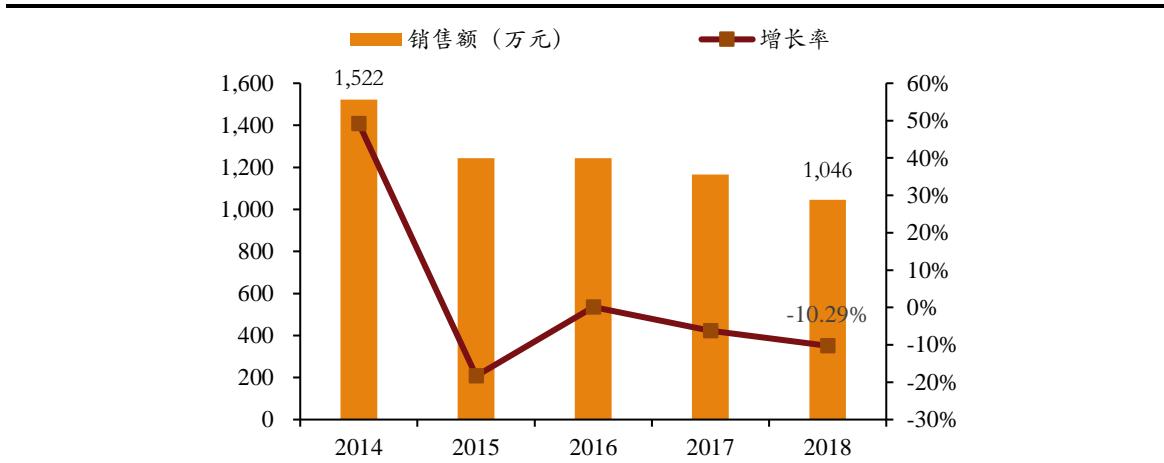
敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



近5年来，养正消积胶囊在重点城市公立医院的销售表现不佳，销售额从2014年的1,522万元一路跌到1,046万元。这受到多方面因素的影响，一方面由于养正消积胶囊作为治疗肿瘤的辅助药品，面临着多种注射液药物的积压，也遭受多种成熟中成药的排挤，左右为难；另一方面，2018年由于公司主动提高部分区域供货价格并控制发货，相应的销量也受阻。但是未来随着控货等偶然因素的消除，养正消积胶囊将重新赢得增长。

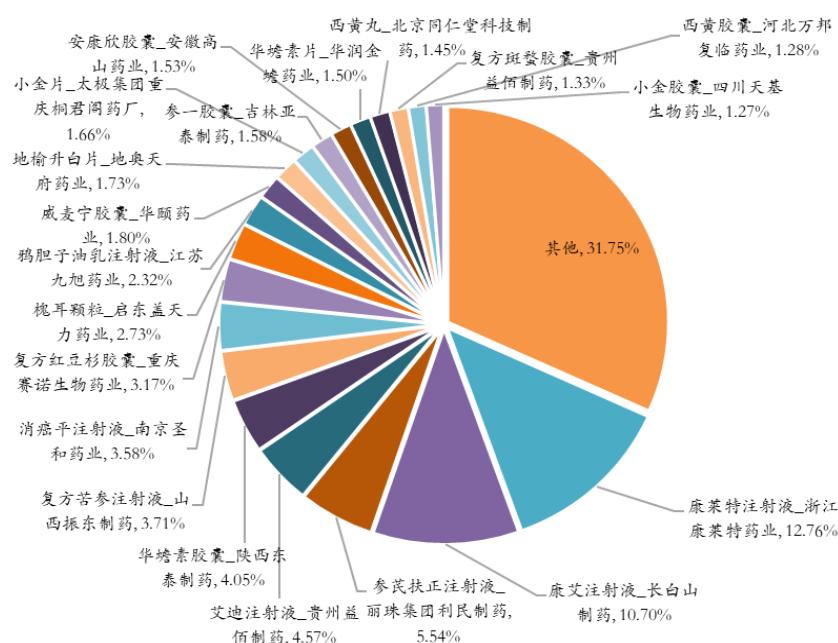
图表46. 2014-2018年养正消积胶囊在重点城市公立医院的销售情况 (单位: 万元)



资料来源：米内网、广证恒生

目前重点城公立医院肿瘤疾病中成药主要以注射剂为主，排名前4的药物均为注射剂，总共占据33.57%的市场份额。胶囊剂药物占据的份额相对较小，其中占最多份额的胶囊剂药物是东泰制药的“华蟾素胶囊”，总共4.57%的份额。养正消积胶囊目前未进入中成药的前20名，未来仍有机会开拓市场，提升自身的市场份额。

图表47. 2018年重点城市公立医院肿瘤疾病中成药市场竞争格局



资料来源：米内网、广证恒生

◆ 养正消积胶囊的学术研究：英国研究机构证实能有效抑制肿瘤在体内转移

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，国内外专家研究敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



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。

目前公司已经开始“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”等循证医学项目，未来产品的临床价值有望得以深化。

图表48. 养正消积胶囊的临床研究成果

文章 (发表时间)	结论	作者/单位
养正消积胶囊联合化疗治疗非小细胞肺癌疗效观察 (2019年3月)	选择接受化疗的初治非小细胞肺癌患者78例，根据患者意愿分为观察组和对照组各39例。2组均给予常规化疗，以21天为1个化疗周期，均完成4个周期化疗。观察组同时在常规化疗基础上给予养正消积胶囊口服6周以上。观察比较2组化疗结束后临床疗效、生活质量(KPS评分)、体质量及化疗毒副反应(消化道反应及血液毒性反应)。结果发现，2组近期疗效比较差异无统计学意义($P>0.05$)；观察组KPS评分升高和体质量增加比例均明显高于对照组(P 均 <0.05)，而重度消化道反应和血液毒性反应发生率均明显低于对照组(P 均 <0.05)。结论是：养正消积胶囊辅助用于非小细胞肺癌的一线化疗方案未能提高化疗疗效，但可明显改善患者化疗后体质量下降，减轻消化道反应和血液毒性反应，提高患者生活质量。	彭林等/华北理工大学附属河北省人民医院
养正消积胶囊改善宫颈癌术后放化疗骨髓抑制55例 (2018年9月)	将110例中医辨证为脾肾亏虚型宫颈癌术后患者随机分为两组，治疗组、对照组各55例，两组均给予6MV-X线盆腔四野三维适形放射治疗DT 45Gy/25f×1.8Gy，同步顺铂20mg/m ² 静滴D1、8、15、22、29周方案化疗，治疗组在上述治疗基础上加用养正消积胶囊，每次4粒，每日3次；对照组仅使用上述治疗方案。每周观察两组患者外周血中白细胞减少分度情况、白细胞计数减少情况、使用重组人粒细胞集落刺激因子注射液(瑞白针)支数及患者生活质量KPS评分。结果与对照组比较，治疗组外周血白细胞分度低及白细胞计数下降幅度小，差异有统计学意义($P<0.05$)；且治疗组KPS生存质量评分较高，瑞白针使用量较少($P<0.05$)，有统计学意义。结论是：养正消积胶囊能减轻宫颈癌术后放化疗骨髓抑制的毒副作用，减少瑞白针的使用量，改善患者生活质量。	耿翠翠等/陕西中医药大学第二附属医院
养正消积胶囊对晚期消化道肿瘤患者生活质量及证候影响 (2018年3月)	将90例晚期消化道癌患者随机分为治疗组(45例)和对照组(45例)，两组均给予最佳支持治疗，治疗组联合养正消积胶囊(4粒/次，连用2月，对照组为最佳支持治疗。结果发现，治疗组及对照组患者FACT-G量表评分生活质量改善有效率分别为71.1%、40.0%($P<0.01$)，中医症候改善有效率分别为75.5%、44.4%($P<0.01$)，治疗组生活质量、中医症候改善方面均优于对照组，差异有统计学意义 $P<0.01$ ，近期疗效：治疗组、对照组疾病控制率分别为73.3%、51.1%，差异有统计学意义($P<0.05$)。因此，养正消积胶囊治疗晚期消化道恶性肿瘤，可提高肿瘤患者的生活质量，改善中医证候，提高患者近期疗效。	许进秀等/威海市立医院肿瘤科

资料来源：知网、广证恒生

3. 化学药：践行“药品加工—仿制药—新药”三步走战略

公司以全资子公司以岭万洲国际制药有限公司作为化药板块的主要运营平台，在化药板块的发展战略是“三步走”，即药品加工—仿制药—新药开发。化学药板块现有四大业务，分别是合同生产加工、临床样品加工以及自有ANDA(仿制药申请)和创新药研发：

(1) 在合同加工方面，公司通过合同加工的4个产品在新西兰占有率达80%，5个产品在英国市场占有率超过60%，1个产品市场占有率达到40%以上，公司成为中国制剂出口欧美规范市场规模较大的

企业之一。

(2) 在临床样品加工方面，公司已有十余个一类新药和特色仿制药项目方面的合作，并多次获得行业组织颁发的“中国新药临床样品加工代表性企业”称号，品牌影响力不断加强。

(3) 在仿制药申报方面，公司目前在美国已完成 9 个 ANDA 产品的申报，其中 5 个品种已获得美国 FDA 批准；同时，公司注重中美两市场同步申报发展，在国内也已有 3 个品种完成申报工作。

(4) 公司积极开拓新品种和研发创新药。目前公司已经启动“产品引进代理销售”业务，在中国和美国已签约部分代理品种，并已经在市场正式进行销售。而且公司计划投资原料药领域设立原料药厂，并计划开发 29 个原料药品种。公司的多项创新药项目进入临床试验状态，苯胺洛芬注射液已进入临床二期，芬乐胺片和 XY0206 片也相继进入临床一期。

◆ 公司重视研发，2018 年研发费用达 3.57 亿，同比增长 38%，

公司重视研发，近 5 年公司不断加大研发投入，总研发支出从 2014 年的 1.68 亿增加到了 3.57 亿。

图表49. 2014-2018 年以岭药业总研发支出变化趋势



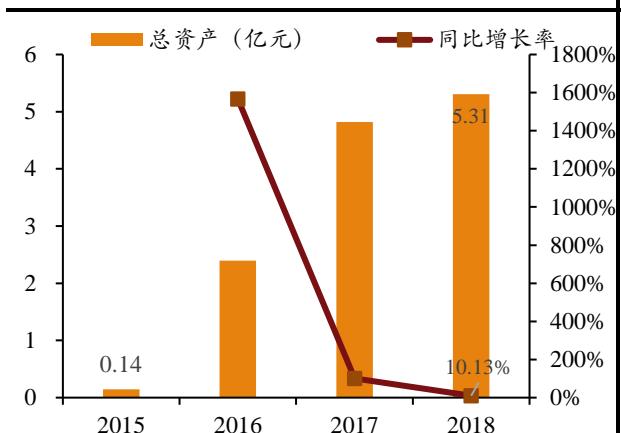
资料来源：米内网、广证恒生

子公司以岭国际万洲的为公司化药平台，成立于 2014 年，取得飞跃式发展

以岭国际万洲成立于 2014 年 7 月，经过 5 年市场开拓和积累，公司取得了飞跃式的发展。公司总资产从 2015 年的 0.14 亿增长到了 5.31 亿。由于美国 ANDA 产品尚未完全批量销售，首批阿昔洛韦片于 2018 年上半年销往美国等市场，行程销售额，2018 年的净利润缩窄为 1,095.5 万元，我们预计 2019 年有望首次扭亏为盈。

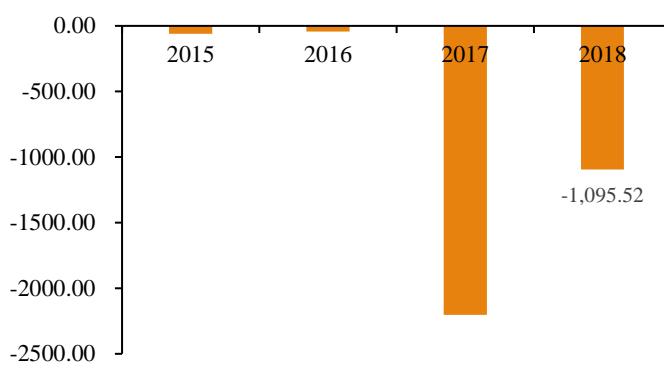


图表50. 2015-2018 年以岭国际万洲总资产



资料来源: Wind、广证恒生

图表51. 2015-2018 年子公司以岭国际万洲的净利润
(单位: 万元)



资料来源: Wind、广证恒生

3.1 合同加工业务初成规模，临床样本加工业务助丰富化药产品线

公司在化药板块的发展战略是“三步走”，即药品加工—仿制药—新药开发。加工业务是公司化药板块扩张的基础，目前公司生产的固体口服制剂已进入欧美规范市场，在国际制药领域获得肯定：公司与德国、澳大利亚、新西兰合作的合同加工项目取得成效，公司目前有4个产品在新西兰占有率达80%，5个产品在英国市场占有率超过60%，1个产品市场占有率在加拿大40%以上，遍布欧美终端网络。

为整合企业内部资源和市场外部自研，公司开拓了临床样品加工业务。公司根据市场需求和自身需求进行差异化业务定位，填补市场空白，并为国际大型企业和众多研发企业提供用于临床研究的新药临床样品加工研发服务，目前已有十余个一类新药和特色仿制药项目方面的合作，多次获得行业组织颁发的“中国新药临床样品加工代表性企业”称号。

通过合作产品加快丰富化药板块产品线，公司通过临床样品加工业务把握产品代理销售业务机会，同时积极开展美国ANDA品种的收购、欧洲MA品种的收购、国内外有临床需求的新药品种和仿制药品种的国内代理销售权益的谈判等，持续丰富公司化药板块的产品线。

3.2 美国申报ANDA持续获突破，国内市场同步注册初见成效

◆ 公司ANDA业务已完成9个品种申报，5个已经获批，国内市场同步注册已经申报3个

仿制药申报为公司化药板块的发展战略的第二步，从2018年起，公司已向美国FDA申报了多个ANDA产品。目前已完成9个产品的申报，其中5个品种已获得美国FDA批准，包括公司自主研发的降压药非洛地平缓释片、抗肿瘤药阿那曲唑片和来曲唑片、经典抗生素环丙沙星片、经典抗病毒感染药阿昔洛韦片。此外，公司还收购了抗焦虑药物丁螺环酮片ANDA批文，充实产品阵列。除了以上5个获批药外，公司目前仍有4个品种在等待FDA审批中。

目前公司新建的八万平米国际制剂车间即将进入后期认证阶段，国际销售网络亦已经初步搭建完成，获得美国50个州的批发商许可证，为公司ANDA产品的国际市场销售和国际制药板块的持续发展以及国际竞争力提升奠定基础。

图表52. ANDA产品FDA注册情况表

序号	产品名称	治疗领域	状态	备注
1	阿昔洛韦片	抗病毒	已批准	自研
2	环丙沙星片	抗生素	已批准	自研
3	非洛地平缓释片	高血压	已批准	自研



4	阿那曲唑片	抗肿瘤	已批准	自研
5	来曲唑片	抗肿瘤	已批准	自研
6	丁螺环酮片	抗焦虑	已批准	收购
7	盐酸帕罗西汀片	抗抑郁	递交	自研
8	塞来昔布胶囊	抗炎镇痛	递交	自研
9	赖诺普利片	心血管	递交	自研
10	伐昔洛韦片	抗病毒	递交	自研

资料来源：公司年报、广证恒生

获得美国 FDA 批准的 ANDA 产品，依托目前国内一致性评价政策积极在国内同时申报注册，中美两个市场并重，目前已经有 3 个品种向中国 FDA 申报。

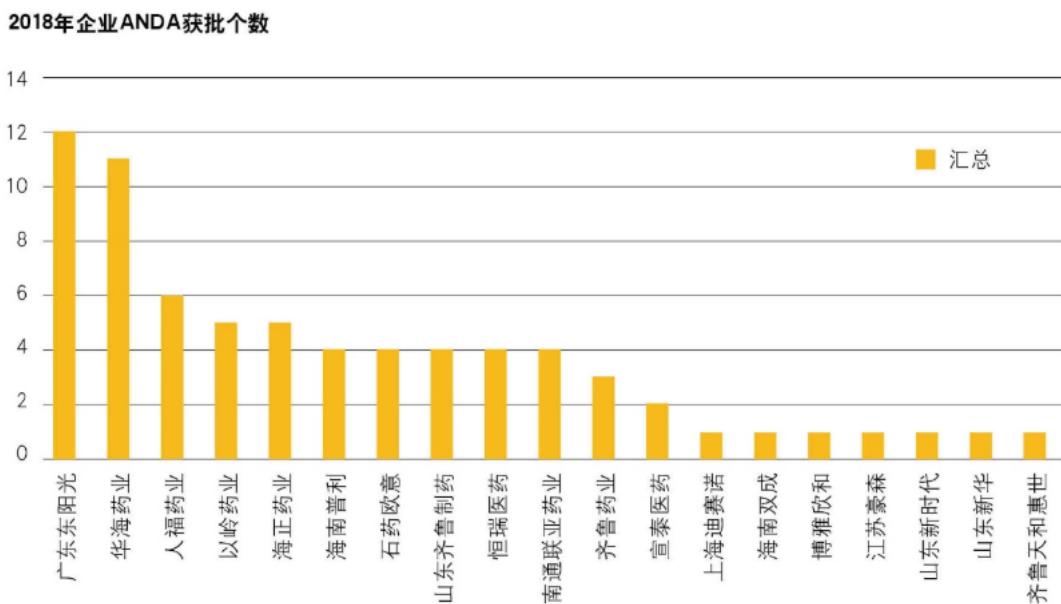
图表53. ANDA 产品国内同步注册进展情况

名称	国内注册申请进展	目前通过一致性评价的企业
非洛地平缓释片	资料已递交至 CDE，已受理，正式进入审评阶段，并纳入 CDE 优先审评程序	\
阿昔洛韦片	资料已递交至 CDE，已受理，正式进入审评阶段	科伦药业、齐都药业
阿那曲唑片	资料已递交至 CDE，已受理，正式进入审评阶段	扬子江药业
环丙沙星片	准备阶段	\
来曲唑片	准备阶段	\
丁螺环酮片	准备阶段	\

资料来源：公司年报、米内网、广证恒生

根据中国医药保健品进出口商会数据，2018 年全国总共有 19 家企业获得 ANDA 资质，而以岭药业有 5 个品种获得批准，排名第 4，这也是公司首次获得 ANDA 批准，具有战略性意义。

图表54. 2018 年国内企业 ANDA 获批情况



资料来源：中国医药保健品进出口商会、广证恒生

◆ 阿昔洛韦片为公司第一个获批的 ANDA，第一批产品已经发往美国



阿昔洛韦片主要用于治疗疱疹病毒感染，阿昔洛韦片的主要适应症包括：

- 单纯疱疹病毒感染：用于生殖器疱疹病毒感染初发和复发病例，对反复发作病例口服本品用作预防。
- 带状疱疹：适用于免疫功能正常者带状疱疹和免疫缺陷者轻症病例的治疗。
- 免疫缺陷者水痘的治疗。

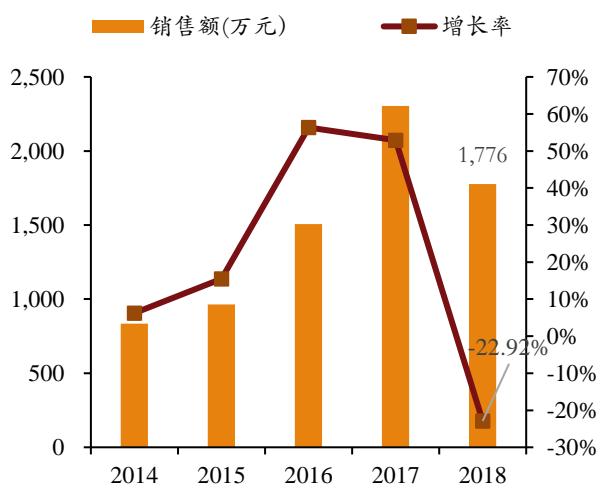
阿昔洛韦片是公司首个获批的ANDA，具有重大的意义，实质性开启了公司国际化进程。由葛兰素史克研发，目前，美国境内阿昔洛韦片的主要生产厂商有Teva、Zydus等。目前，公司第一批阿昔洛韦片已于2018年8月发往美国，2017年阿昔洛韦在美国的销售额约为2173万美元。

◆ 2018年阿昔洛韦在国内市场重点城市公立医院的销售额略有降低，四川科伦药业占54%份额

受2018年两票制、医保控费等因素的影响，2018年阿昔洛韦在重点城市公立医院的销售规模下降，总销售额为1,776万元，同比下降22.92%。

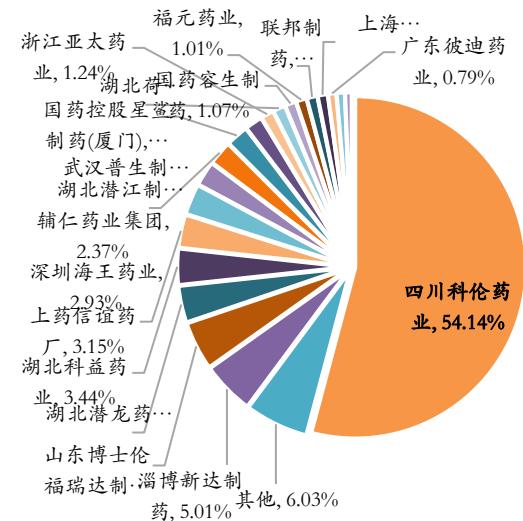
根据米内网数据，目前在重点城市公立医院中，阿昔洛韦的主要生产商是科伦药业，其占据了54.14%的市场份额，在市场中具有较强的垄断地位，而其余厂商则瓜分剩余的份额。目前通过一致性评价的厂家有科伦药业、齐都药业。

图表55. 2014-2018年阿昔洛韦在重点城市公立医院的销售情况（单位：万元）



资料来源：米内网、广证恒生

图表56. 2018年阿昔洛韦在重点城市公立医院的销售格局

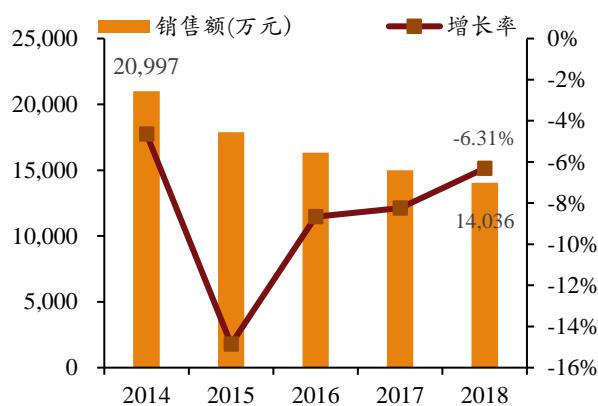


资料来源：米内网、广证恒生

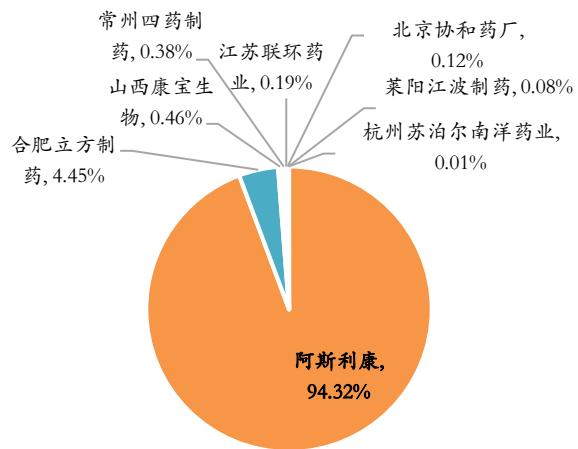
◆ 非洛地平缓释片及其在重点城市公立医院的销售规模略有缩减，原研阿斯利康占94.3%市场份额

非洛地平缓释片为二氢吡啶类钙通道拮抗剂（钙通道阻滞剂），用于治疗高血压（可单独使用或其他抗高血压药物合并使用）。非洛地平缓释片由阿斯利康制药有限公司研发，于1991年在美国上市。当前，美国市场非洛地平缓释片主要生产商为Mylan、Torrent和Citron等。据IMS数据显示，2017年度非洛地平缓释片2.5mg、5mg和10mg美国市场销售额约1470万美元（约1.02亿元人民币）。

近5年来，非洛地平缓释片总体的市场规模有所缩减，在重点城市公立医院中的总销售额从2014年的2.10亿元下降至2018年的1.40亿元，累计下降约33.33%；原研厂家阿斯利康占94.32%的市场份额，剩下的份额由国内其他厂商分割。目前国内尚未有其他国产厂家通过一致性评价。

图表57. 2014-2018 年重点城市公立医院非洛地平缓释片销售情况


资料来源：米内网、广证恒生

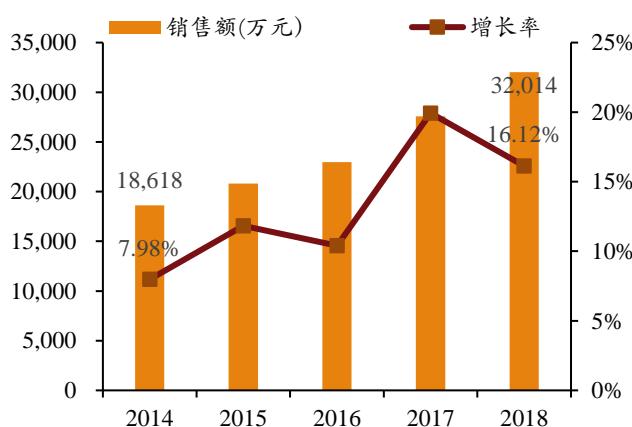
图表58. 2018 年重点城市公立医院非洛地平缓释片竞争格局


资料来源：米内网、广证恒生

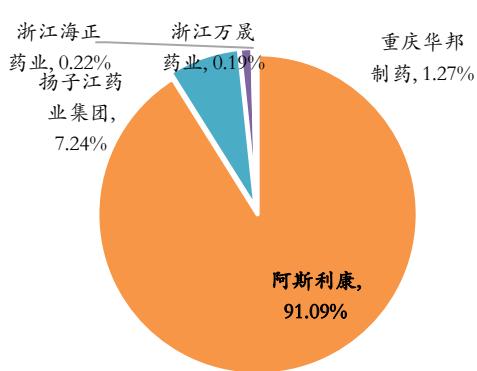
◆ 阿那曲唑片及其在重点城市公立医院的销售规模加速增长，原研阿斯利康占 91.1%市场份额

阿那曲唑片适用于绝经后妇女晚期乳腺癌的治疗以及绝经后妇女激素受体阳性的早期乳腺癌辅助治疗。阿那曲唑片由阿尼制药公司研发，于 1995 年在美国获批上市。当前，美国市场阿那曲唑片主要生产商为 Accord Healthcare、Teva 以及 Bluepoint 等，在 2017 年 6 月到 2018 年 6 月期间，阿那曲唑片 (1mg) 美国市场销售额约 1577 万美元。

2014-2018 年期间，阿那曲唑片在重点城市公立医院保持着快速增长，市场销售额从 2014 年的 1.86 亿飙升至 2018 年的 3.20 亿。在 2018 年重点城市公立医院的市场竞争格局中，阿斯利康掌握着绝对的话语权，占 91.09% 的市场份额，剩余的市场份额由国内扬子江、海正药业等国内产家瓜分。目前国内只有扬子江药业通过了一致性评价。

图表59. 2014-2018 年重点城市公立医院阿那曲唑片销售情况


资料来源：米内网、广证恒生

图表60. 2018 年重点城市公立医院阿那曲唑片竞争格局


资料来源：米内网、广证恒生

3.3 新药研究进程加快，为公司长期发展储备

“专利新药”是化药板块三步走战略的第三步，公司继续加大一类创药研发力度，寻找成熟的和早期介入的青苗类合作项目，构建核心竞争优势，形成一类创新药、505B2、高端仿制药的优势产品群。目前



苯胺洛芬注射液已经处于二期临床试验，芬乐胺片和 XY0206 片均处于一期临床研究，而 XY03-EA 片目前则处于临床申报中。

图表61. 多个化学一类新药的合作研发

序号	名 称	适应症	阶段
1	苯胺洛芬注射液	术后疼痛	二期临床
2	芬乐胺片	帕金森氏病	一期临床
3	XY0206 片	实体瘤、急性髓性白血病	一期临床
4	XY03-EA 片	缺血性脑卒中	临床申报

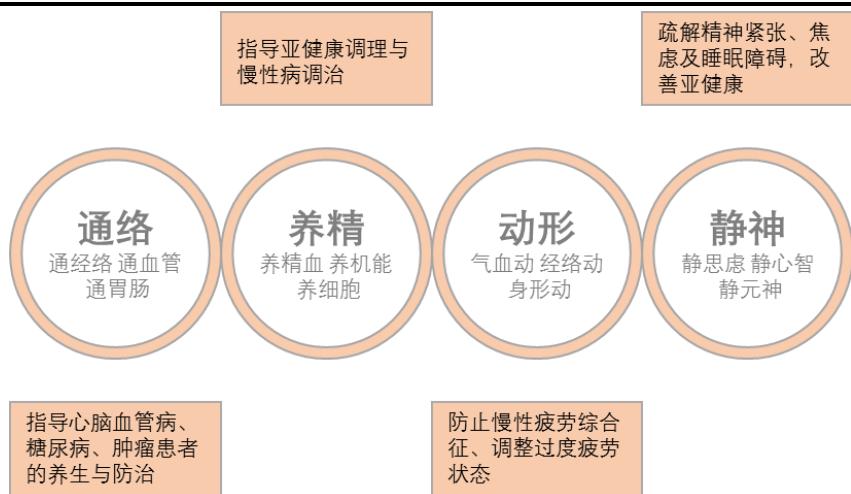
资料来源：公司公告、广证恒生

4. 大健康板块：以岭健康城为平台，线上线下一体化营销网络，静候重磅产品放量

公司大健康板块以“通络-养精-动形-静神”养生八字文化为统领，以岭健康城为主要平台，建立了“医、药、健、养”一体化，线上线下相结合的健康服务体系。

“通络-养精-动形-静神”养生八字文化，强调通络中医文化，指导亚健康调理与慢性病调治；疏解精神紧张，焦虑及睡眠障碍，改善亚健康；指导心脑血管、糖尿病、肿瘤患者的养生与防治；防治慢性病疲劳综合症、调整过度疲劳状态。

图表62. “通络-养精-动形-静神”养生八字文化



资料来源：公司官网 广证恒生

4.1 大健康板块以岭健康城为平台，运营七大项康养业务

公司于 2010 年开始规划健康板块，2013 年设立了以岭健康城科技有限公司，2016 年以岭健康城开设健康管理中心、以岭网上电商、成立石家庄以岭健康城国际旅行社公司发展康养旅游；2017 年投资石家庄高新区凯旋门大酒店有限公司发展康养酒店业务，成立我就医医云健康平台并开始运营；2018 年健康产品土元鸡蛋、连王古茶、酸枣仁油软胶囊等获得“中国名特优商品”称号。

公司的大健康板块以岭健康城科技有限公司为平台（上市公司持股 97.7918%），大力开展大健康板块业务。康养旅游（包括中医药文化游、中医药养生体验游、中医药特色医疗游等）由石家庄以岭健康城国际旅行社有限公司、北京康岭国际旅行社有限公司开展；线上健康管理业务由我就医网信息有限公司建设“我就医网”平台，提供健康咨询、健康信息管理等服务；康养主题酒店服务主要由石家庄高新区凯旋门



大酒店有限公司运营；健康品的线下零售与物流主要由石家庄以岭药堂大药房连锁有限公司与河北大运河医药物流有限公司进行运营。

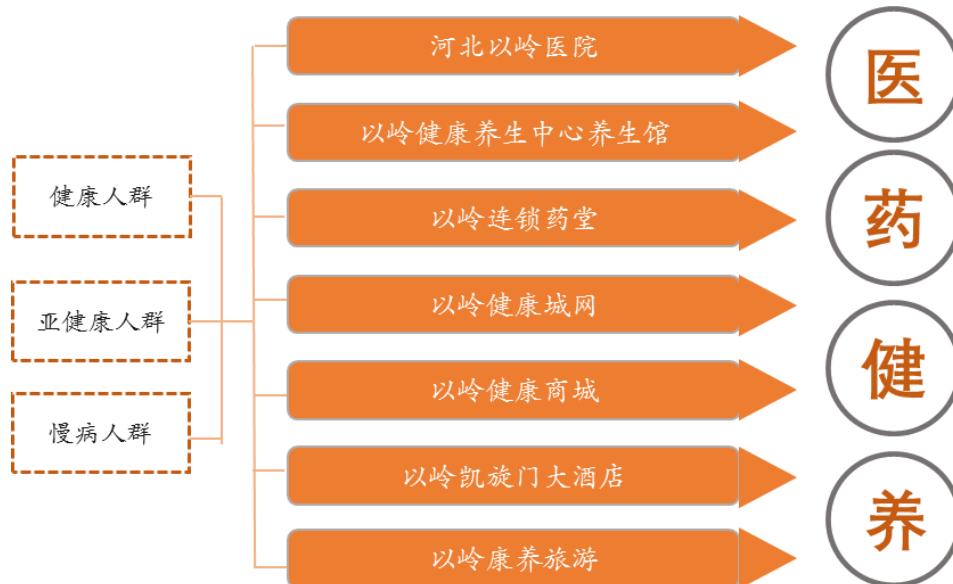
图表63. 大健康板块以以岭健康城科技公司为平台，参股我以岭药堂、凯旋门大酒店等子公司

持股比例	公司名称	2017年营业收入 (万元)	2017年净利润 (万元)	主营业务
100.00% 97.79%	北京康岭国际旅行社有限公司	57.15	-151.01	康养旅游
	石家庄以岭健康城国际旅行社有限公司	89.29	-64.43	
	我就医网信息有限公司	0.03	-64.63	
100.00% 2.21%	石家庄高新区凯旋门大酒店有限公司	7758.78	-363.91	康养主题酒店
	康碧国实业发展有限公司	0	-268.39	
	河北大运河医药物流有限公司	14039.99	-357.16	
100.00%	石家庄以岭药堂大药房连锁有限公司	5292.43	-1476.53	药品线下零售与运输

资料来源：wind、广证恒生

目前，以岭健康城针对健康人群、亚健康人群与慢病人群，结合传统养生与现代科学，建立“医药健养”一站式、吃住购游一体化的健康管理服务，下设以岭健康管理中心、以岭健康养生中心、以岭健康商城、以岭连锁药堂、以岭健康电商，以岭养生主题酒店、以岭康养旅游等业务。

图表64. “医药健养”一站式、“吃住购游”一体化的健康服务平台



资料来源：公司官网 广证恒生

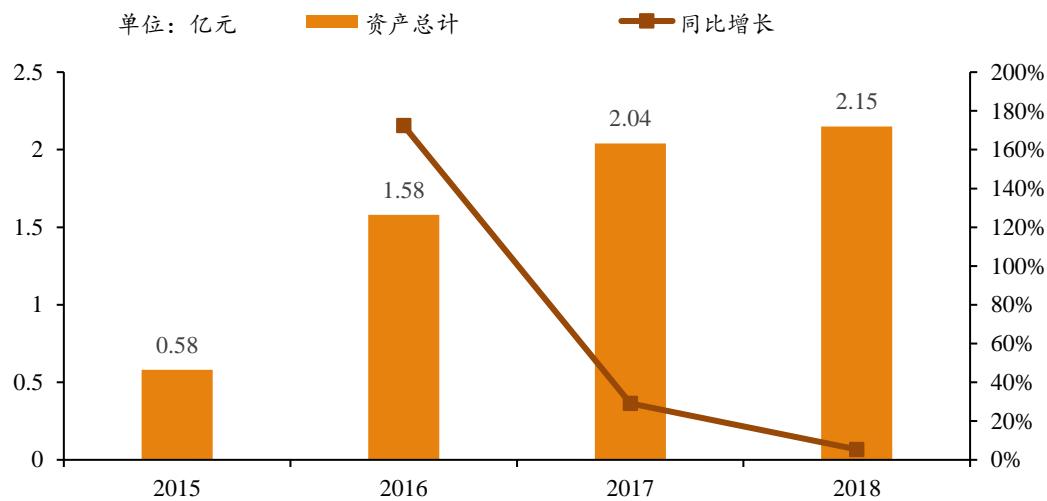
以岭健康城的业务板块包括：

- **以岭健养中心：**设立“通络馆”、“养精馆”、“动形馆”、“静神馆”四大养生馆，开设中医灸疗、推拿、拔罐、针刺、艾灸、减脂塑形、禅修静神等项目；
- **以岭连锁药堂：**共32间门店，按照国际GSP药店管理规范，提供近万种药品、保健品、医疗器械等；
- **以岭凯旋门大酒店：**康养主题酒店，特色服务包括营养配餐、养生药膳、养生客房、康养会议等；
- **以岭健康商城：**设立22个专柜，包括以岭健康精品、健康养生食材、健康儿童用品等；
- **以岭健康城线上电商：**将互联网医疗与电商购物结合，汇集衣食住行多种健康养生精品；
- **康岭国际旅行社：**开展中医药文化游、中医药养生体验游、中医药特色医疗游等服务，有效整合



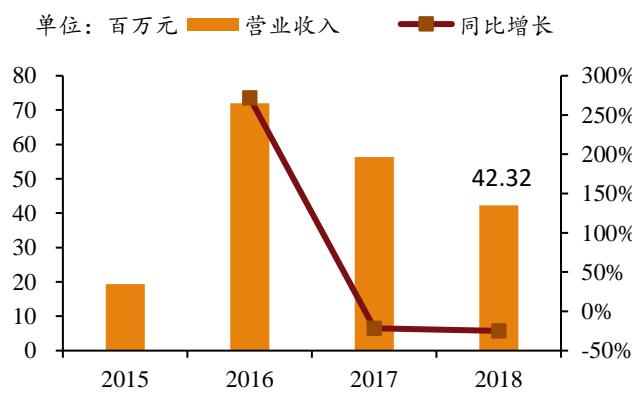
以岭健康城科技有限公司总资产从2015年的0.58亿元到2018年的2.15亿元，年复合增长率为54.76%；营业收入从2015年的0.19亿元到2018年的0.42亿元，年复合增长率为31.29%；归母净利润从2015年的-0.15亿元到2018年的-0.21亿元，年复合增长率为-11.87%。

图表65. 2015-2018年以岭健康城科技有限公司资产变化情况



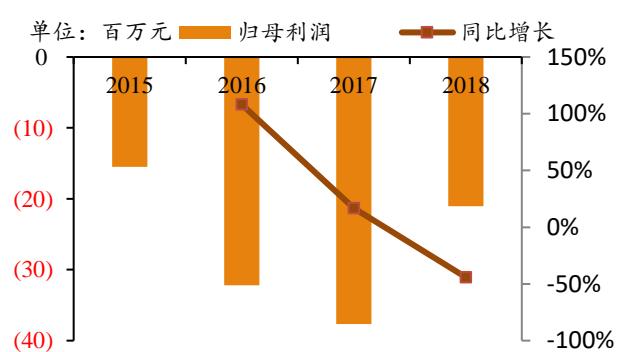
资料来源：Wind、广证恒生

图表66. 2015-2018年以岭健康科技有限公司营业收入情况



资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

图表67. 2015-2018年以岭健康城科技有限公司归母利润情况



资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

4.3 线上线下一体化营销引流，打造以岭健康知名品牌

公司已经搭建线上线下一体化营销平台，公线下布局了各地的实体分店、以岭连锁药房、以岭凯旋门大酒店以及以岭健养中心四大养生馆，在线上积极推广以岭健康城线上电商，加速产品线在国内大型主流电商平台的覆盖率。

为实现线上线下一体化，公司打造了B2B、B2C、O2O结合的综合性电子商务营销平台，并大力推动健康电商自营平台与地面健康城相融合，目前在线销售产品数量过千，基本覆盖以岭健康城的健康产品、养生主题酒店订房、康养旅游等大健康板块服务。

除线上线下营销平台的扩大之外，公司通过线上线下渠道持续扩展客户群。在线上，公司着力建设我



就医网，整合线上线下的医疗、医药资源，通过开展线上健康咨询、健康信息收集，方便大众就医，实现健康管理；在线下，公司通过以岭健康管理中心开展健康体检，健康管理，患者客流人群，打造以岭的大健康品牌。

在不断并购拓展、线上线下多渠道营销的过程中，以岭健康城的知名度得到提升，客户流量不断扩大。

图表68. 以岭健康城线上线下布局规划

就医网：健康咨询，疾病速查，健康管理
以岭健康城线上电商：公司健康产品零售，B2B渠道分销
以岭药堂大药房官方旗舰店：与大型电商平台合作

线上平台：

以岭健康城

线下平台：

健康管理中心：健康体检，健康管理
以岭健养中心：四大养生馆，多项健养服务
以岭连锁药堂：32家实体连锁药房，品类齐全
凯旋门大酒店：养生主题酒店，实现医药健养一站式服务

资料来源：公司官网 广证恒生

4.4 大健康保健产品储备丰富，潜力重磅放量可期，板块渐入收获期

公司有强大的产品研发队伍、过硬的研发实力，运用现代高新技术研发专利健康产品，包括保健食品、功能性食品和新资源食品等，目前已经研发上市了300余种。在以岭健康城官方网站上，健康食品分为中药饮片、功能饮料、固体饮料、咖啡茶饮、子黑素、压片糖、干果、健康油品、阿胶糕、健康食品共11类，其中，中药饮片由石家庄以岭中药饮片有限公司生产。除健康食品之外，公司还研发了保健枕等健康产品。在现有健康产品中，以酸枣仁油软胶囊、怡梦饮料、津力旺饮料和健儿饼干为首的系列产品获得众多消费者青睐。除以岭本品牌的健康产品之外，以岭健康城官方网站上还会出售其孙公司生产的农产品、其他大品牌的健康产品等。

图表69. 公司健康产品&保健品储备丰富



健康产品	细分产品	功能	备注
功能饮料	怡梦保健功能饮料	调节改善睡眠，调节血脂的功能	在售共10个SKU
	津力旺保健功能饮料	有益气养阴、健脾运津，调节血糖之功效	
	醇甘宝植物饮料（无糖型）	饮酒前后饮用，解酒	
	福喜多饮料	-	
	连花清菲植物饮料	舒润咽喉干涩，发挥清肺润喉的功效，具有防治雾霾对肺伤害的作用	
咖啡茶饮	养生酸枣叶静神茶	调节神经衰弱之心神不安、失眠多梦、紧张焦虑、烦躁抑郁	在售共17个SKU
	女士咖啡	减少脂肪的同时不减少水分和肌肉	
	连王古茶、茯苓代用茶、百合代用茶、黑果枸杞代用茶等		
软胶囊	西洋参软胶囊	疲劳缓解，提高免疫力、促进新陈代谢、促进血液蛋白合成、骨髓蛋白合成等	
	酸枣仁油软胶囊	镇静催眠、降低血脂，增强免疫力等多种功能	
固体饮料	纤乐复合膳食纤维固体饮料、人参茶固体饮料、红枣阿胶固体饮料、野生酸枣固体饮料、畅渭固体饮料、畅饮固体饮料、清霏固体饮料、百合薏米山药粉、唐平固体饮料、津力旺固体饮料、以岭泡腾片、以岭代餐粉、青梅复合酵素粉固体饮料等。		在售共48个SKU
中药饮片	白芍、百合、薄荷、北沙参、陈皮、川芎、当归、党参片、地黄、茯苓、甘草片、干柠檬、葛根、贡菊、杭菊、枸杞子、红景天、黄芪、金银花、净山楂、莲子、灵芝、龙眼肉、麦冬、玫瑰花等。		在售共81个SKU
高档饮片	冬虫夏草、西洋参、燕窝、鹿茸		
保健品	缓解视疲劳胶囊、B族维生素片、多种维生素矿物质片、蛋白粉等		在售共62个SKU
子黑素	男士营养粉、女士营养粉、中老年营养粉、学生营养粉		
健康油品	核桃油、沙棘籽油、野生酸枣仁油、亚麻籽油、红花籽油、火麻油、山茶油、葡萄籽油、花生油、黑豆油		
阿胶糕	阿胶糕（原味、玫瑰味）		
健康杂粮	人参饼干、小米、黑米、红豆等		在售共11个SKU
压片糖	钙咀嚼片		
干果	新疆大枣、甘栗仁、杂粮组合等		在售共8个SKU
其他食品	健儿饼干（蔓越莓味/巧克力味/甜橙味等）、茯苓膏、土元鸡蛋、核桃仁等		
保健枕	枕、中药香薰枕、通络颈椎枕、枣椹助眠枕		

资料来源：以岭健康从电商平台&公司官网 广证恒生

2018年公司整体保健品的收入在3~4亿，其中酸枣仁油软胶囊销售额达到4000余万。公司计划重磅推广酸枣仁油软胶囊、连花清菲饮料与健儿饼干等潜力品种，打造重磅拳头大品种，培养目标消费群体，借助名品效应提升品牌知名度，拉动其他产品的上量，保健品板块值得期待，我们预计2019年公司保健品板块有望首次扭亏为盈。

图表70. 2013-2018年保健饮品营业收入（亿元）



资料来源：Wind、公司公告、广证恒生

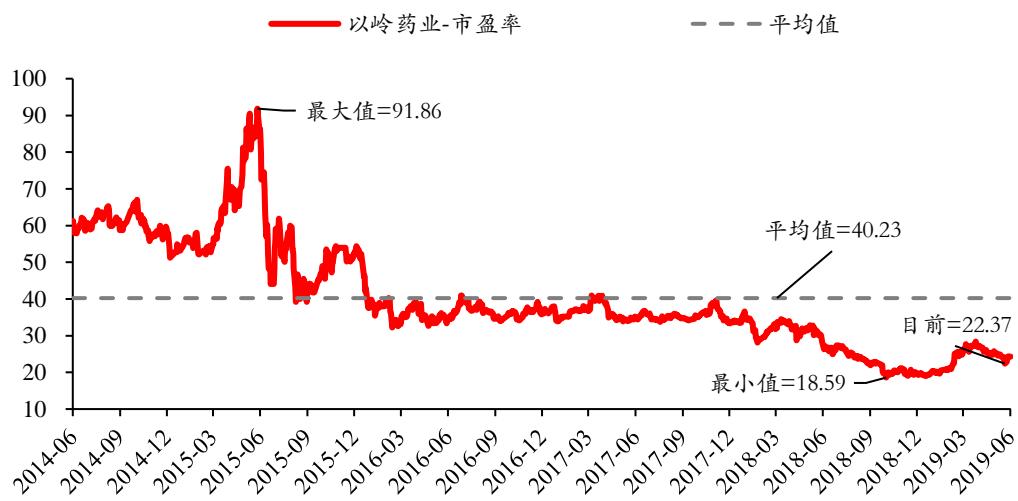
以岭大健康板块围绕“名城-名店-名品”品牌战略，以以岭健康城为核心，打造精品健康管理、健养中心与以岭药堂等精品实体店。搭建线上与线下相结合营销平台、国内与国际市场相结合、药品销售与健康产业相补充的业务发展模式，突显以岭健康城的平台价值。

公司发挥“科研+制造业”的优势，不断开拓健康保健产品，在近几年的研发和投资孵化后，产品储备丰富，进入重磅产品打造期，我们认为健康产品板块逐渐进入收获期。

5. 公司市值处于历史低位，估值存提升空间

从纵向分析，过去5年以岭药业的PE平均值为40.23，最大值为91.86，最小值为18.59，当前PE为22.37（数据截止到2019/6/26），当前估值处于公司历史估值的低位，存估值提升空间。

图表71. 以岭药业当前PE (TTM) 为22.37 (数据截止到2019/6/26)



资料来源：Wind、广证恒生

从横向分析，公司与云南白药、白云山、华润三九、东阿阿胶和天士力等同类品牌中药可比公司相比，以岭药业的2018年估值19倍，PE低于平均值22倍，存在估值提升空间。

图表72. 国内同类企业估值对比 (数据截止2019/6/26)



公司	市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率			PEG		
			19E	20E	21E	19E	20E	21E
云南白药	843.95	843.94	22.73	19.85	17.63	1.85	1.37	1.40
片仔癀	694.42	694.42	46.30	35.79	27.85	1.48	1.22	0.98
白云山	633.43	431.47	20.01	16.97	14.98	-4.08	0.95	1.13
同仁堂	396.49	396.49	32.52	29.89	26.86	4.34	3.40	2.38
华润三九	287.11	286.96	13.58	16.05	14.40	0.29	-1.04	1.26
东阿阿胶	261.02	261.02	11.95	11.02	10.48	2.51	1.31	2.04
天士力	254.73	254.73	14.39	12.50	10.83	0.99	0.83	0.70
以岭药业	139.33	114.25	19.27	16.46	14.10	0.93	0.96	0.84
平均	438.81	410.41	22.59	19.82	17.14	1.04	1.12	1.34

资料来源: Wind、广证恒生

6. 盈利预测与投资建议

根据公司现有业务，预测公司营收及成本：

- 1) **心脑血管类药物**: 保持稳健增长，2019-2021 年维持增长 10%；毛利率维持平稳 69%；
- 2) **抗感冒类药**: 2019-2021 年分别增长 15%、15%、15%，毛利率保持 2018 年 68% 不变；
- 3) **保健饮品类**: 考虑营收基数低，且公司近年大力投入拓展，预计增速较快，2019-2021 年分别增长 30%，40%，50%。毛利率暂时维持的 35%（与 2018 年相近）。
- 4) **主营其他业务**: 由于糖尿病、肿瘤及前列腺等产品基数低，预计 2019-2021 增速有望维持 25%，毛利率维持 2018 年的 53%；
- 5) **其他业务**: 略有增长，但保持基本不变

根据公司现有业务情况，我们测算公司 19-21 年营收达 54.76 亿、62.47 亿、71.52 亿，，测算公司 19-20 年 EPS 分别为 0.57、0.66、0.76 元，2019 年 7 月 06 日市值 151 亿，对应 220、19、15 倍 PE，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

图表73. 以岭药业营收端拆分明细与预测



	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3820.16	4081.27	4814.56	5476.51	6247.96	7152.77
增速	19.95%	6.84%	17.97%	13.75%	14.09%	14.48%
成本	1287.70	1303.91	1630.82	1880.88	2165.87	2506.03
毛利率(%)	66.29%	68.05%	66.13%	65.66%	65.33%	64.96%
具体营收拆分：						
1.心脑血管类药	2531.31	2774.25	2804.88	3085.37	3393.90	3733.30
同比增长	18.31%	9.60%	1.10%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	785.60	819.63	861.36	956.46	1052.11	1157.32
毛利率	68.96%	70.46%	69.29%	69.00%	69.00%	69.00%
包括通心络胶囊，参松养心胶囊，芪苈强心胶囊等心脑血管产品						
2.抗感冒类药	739.79	651.37	1204.91	1385.65	1593.49	1832.52
同比增长	23.83%	-11.95%	84.98%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本	233.13	199.35	382.57	443.41	509.92	586.41
毛利率	68.49%	69.40%	68.25%	68.00%	68.00%	68.00%
包括连花清瘟胶囊/颗粒等感冒类产品						
3.保健饮品类	21.89	25.63	29.92	38.90	54.45	81.68
同比增长	100.46%	17.09%	16.74%	30.00%	40.00%	50.00%
营业成本	7.90	4.83	20.24	25.28	35.40	53.09
毛利率	63.89%	81.16%	32.37%	35.00%	35.00%	35.00%
包括酸枣仁油软胶囊、连花清菲饮料与健儿饼干等保健饮品						
4.其他主营业务	495.65	618.23	761.85	952.31	1190.39	1487.99
同比增长	14.54%	24.73%	23.23%	25.00%	25.00%	25.00%
营业成本	241.21	275.73	359.38	447.59	559.48	699.35
毛利率	51.34%	55.40%	52.83%	53.00%	53.00%	53.00%
包括津力达颗粒，养正消积胶囊、夏荔芪胶囊等糖尿病、肿瘤等其他产品						
5.其他业务	31.51	11.78	12.99	14.29	15.72	17.29
同比增长	676.11%	-62.62%	10.27%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	19.85	4.38	7.28	8.14	8.96	9.86
毛利率	36.99%	62.82%	43.99%	43.00%	43.00%	43.00%

资料来源：公司公告、Wind、港澳资讯、广证恒生

7.风险提示

- 营销情况不预达期风险
- 产品降价幅度高于预期风险
- 研发进度不达预期风险

附录：公司财务预测表

资产负债表

会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	534.06	802.68	777.26	1208.64	1505.51	1814.99	营业收入	3820.16	4081.27	4814.56	5476.56	6248.21	7152.95
应收票据及账款	830.29	1216.47	1936.84	2203.15	2513.58	2877.54	营业成本	1287.70	1303.91	1630.82	1880.90	2165.95	2506.09
预付账款	59.14	92.61	197.01	224.10	255.67	292.69	营业税金及附加	73.38	85.44	95.36	109.44	124.86	142.94
其他应收款	49.36	70.08	41.55	70.69	80.65	92.33	销售费用	1434.05	1600.97	1819.87	2048.23	2324.33	2646.59
存货	921.73	1075.58	1175.67	1417.94	1632.83	1889.25	管理费用	396.58	491.01	611.66	641.06	718.54	801.13
其他流动资产	131.64	889.14	769.94	619.17	706.41	808.70	财务费用	5.65	-2.34	-16.89	-3.48	-4.75	-5.81
流动资产总计	2526.22	4146.56	4898.27	5743.69	6694.65	7775.50	其他经营损益	0.97	-1.66	-6.21	-2.30	-2.30	-2.30
长期股权投资	29.02	1.51	1.36	1.36	1.36	1.36	投资收益	-0.09	15.27	22.33	0.00	0.00	0.00
固定资产	2472.75	2731.89	2579.58	2526.33	2482.76	2293.77	公允价值变动损益	0.00	0.00	1.76	0.00	0.00	0.00
在建工程	261.93	274.95	282.86	168.93	27.50	27.50	营业利润	623.69	615.87	691.60	798.10	916.97	1059.71
无形资产	354.11	341.71	352.55	374.10	393.95	411.84	其他非经营损益	14.00	22.48	9.40	15.29	15.29	15.29
长期待摊费用	8.54	7.76	6.75	8.06	8.38	7.69	利润总额	637.69	638.35	701.00	813.40	932.26	1075.00
其他非流动资产	597.88	382.99	435.85	398.99	361.10	319.69	所得税	101.76	101.56	108.05	128.20	146.93	169.43
非流动资产合计	3724.23	3740.81	3658.95	3477.77	3275.05	3061.85	净利润	535.93	536.79	592.96	685.20	785.33	905.57
资产总计	6250.45	7887.37	8557.22	9221.46	9969.70	10837.35	少数股东损益	-6.10	-3.92	-6.27	-6.68	-7.66	-8.83
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司股东净利润	542.02	540.71	599.22	691.88	792.99	914.40
应付票据及账款	307.71	353.05	389.04	469.14	540.24	625.08	EBITDA	874.45	885.49	941.65	1067.47	1206.59	1358.75
其他流动负债	332.90	254.25	375.62	423.35	485.68	559.57	NOPLAT	528.91	515.92	569.22	669.39	768.45	887.80
流动负债合计	740.61	607.29	764.66	892.49	1025.93	1184.65	EPS(元)	0.45	0.45	0.50	0.57	0.66	0.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
其他非流动负债	177.22	168.29	228.90	228.90	228.90	228.90							
非流动负债合计	177.22	168.29	228.90	228.90	228.90	228.90							
负债合计	917.83	775.58	993.56	1121.38	1254.82	1413.54							
股本	1128.78	1204.64	1206.31	1206.31	1206.31	1206.31							
资本公积	1635.99	2941.06	2910.63	2910.63	2910.63	2910.63							
留存收益	2557.06	2964.49	3444.19	3987.29	4604.74	5327.51							
归属母公司权益	5321.84	7110.19	7561.13	8104.22	8726.68	9444.44							
少数股东权益	10.79	1.60	2.53	-4.15	-11.80	-20.63							
股东权益合计	5332.62	7111.79	7563.66	8100.07	8714.88	9423.81							
负债和股东权益合计	6250.45	7887.37	8557.22	9221.46	9969.70	10837.35							

现金流量表

会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税后经营利润	536.33	521.66	569.01	672.32	772.45	892.69	P/E	27.78	27.84	25.12	21.76	18.98	16.46
折旧与摊销	231.11	249.48	257.53	257.55	279.08	289.56	P/S	3.94	3.69	3.13	2.75	2.41	2.10
财务费用	5.65	-2.34	-16.89	-3.48	-4.75	-5.81	P/B	2.83	2.12	1.99	1.86	1.73	1.59
其他经营资金	-141.44	-654.14	-737.29	-637.98	-520.65	-612.65	股息率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
经营性现金净流量	631.64	114.65	72.37	288.41	526.12	563.79	EV/EBIT	21.77	22.88	20.99	17.71	15.22	12.99
投资性现金净流量	-504.94	-952.55	46.37	288.29	-63.48	-63.48	EV/EBITDA	16.02	16.43	15.25	13.43	11.70	10.22
筹资性现金净流量	-23.34	1092.75	-143.85	-145.31	-165.78	-190.83	EV/NOPLAT	26.48	28.21	25.23	21.42	18.37	15.64
现金流量净额	103.36	254.85	-25.12	431.38	296.87	309.48							

数据来源：同花顺，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5% 之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。