

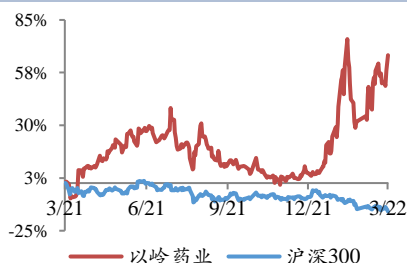
# 独创“络病证治”体系，创新中药前景广阔

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-04

收盘价（元）	26.29
近 12 个月最高/最低（元）	21.94/15.62
总股本（百万股）	1,671
流通股本（百万股）	1,376
流通股比例（%）	82.36
总市值（亿元）	439
流通市值（亿元）	362

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

## 相关报告

- 1.【华安医药】国药瑰宝，品牌为王 ——品牌中药行业深度报告 2021-12-20
- 2.【华安医药】中药行业专题：回顾过去方能展望未来，乐观看待中药板块的持续性机会，关注“3+3”投资线索 2022-01-03
- 3.【华安医药】中药专题之四——中药创新药：踏时代浪潮，曙光初现 2022-01-04
- 4.【华安医药】中药行业专题之六：中医药政策全景观，聚焦当下中医药传承创新发展，把握新时代政策元年 2022-01-17

## 主要观点：

### ● 中药政策利好不断，市场规模巨大

自 2016 年以来，我国针对中药每年都在出台相关利好政策，包括推动上游药材规范、中医中药人才建设、医联体强化、新药申报审批减免/加速等。同时整个中药行业综合营收及利润也在逐年增长，2011-2020 营收和利润 CAGR 均为 16%。从细分领域来看，中药包括中成药、中药材、中药饮片、中药注射剂、中药配方颗粒等，其中中成药作为我国中药市场中的第一大品类，预计 2025 年市场规模可到达 7879.3 亿元。

### ● 三大业务板块构建核心产品群，业绩增长和新药续航并存

公司积极布局多产业，构建了专利中药、化生药、健康产业协同发展的格局。专利中药部分有 13 个专利新药，覆盖心脑血管、呼吸、糖尿病、肿瘤、神经等重大疾病领域。（1）心脑血管领域 3 大创新中药通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊均纳入甲类医保和基药目录，贡献公司一半左右业绩，借助良好的品牌知名度和营销优化，预计 2021-2023 CAGR 超过 20%。（2）呼吸系统类药物包括连花清瘟胶囊和连花清咳片等，在院内院外中药感冒药市场份额中均处于前列，并且连花清瘟产品 2020 年销售超过 40 亿元，成为疫情治疗的大单品，极大的提升了公司的品牌力，预计 2021-2023 CAGR 超过 15%。（3）多个其他专利中药及化生药物持续临床开发，现有业绩叠加新药上市将带来更长续航能力。（4）疫情相关及大健康等产业寻求海外市场，为公司业绩提供额外增速。

### ● “络病证治”理论体系打造科研核心竞争壁垒

系统构建的络病理论体系分为络病学、脉络学、气络学三个部分，是三维立体的网络系统，从时间、空间、功能一致性的角度来进行探讨和研究。同时，公司遵循中医学科规律，将“理论+临床+新药”有机结合，全面打造组分中药、复方中药、单体中药相结合的新药研发体系。在院士的带领下，公司研发投入和研发人员数量逐年递增，并以归国专家、外籍专家、博士、硕士等高层次人才作为研发骨干，坚持科技创新促进企业发展。后续有众多创新中药、创新化生药等进入临床和获批上市，前景可期。

### ● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 102.45 亿元，122.70 亿元，147.17 亿元，分别同比增长 16.66%、19.77%、19.94%，归母净利润分别为 13.42 亿元、16.12 亿元、19.53 亿元，同比增长 10.12%、20.13%、21.16%，对应的 PE 为 32.73X/27.25X/22.49X，我们看好公司现有心脑血管中药、呼吸系统中药、其他中药、化生药物及健康产业领域产品借助良好的品牌力、临床疗效所带来的放量能力。同时也看好公司以“络病证治”理论体系打造的科研壁垒。公司后续中药创新药及化生药物的逐步兑现将带来估值进一步提高。我们首次覆盖，给予公司“买入”的评级。

● 风险提示

行业政策风险；产品研发风险；药品销售不确定性等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8782	10245	12270	14717
收入同比（%）	50.8%	16.7%	19.8%	19.9%
归属母公司净利润	1219	1342	1612	1953
净利润同比（%）	100.9%	10.1%	20.1%	21.2%
毛利率（%）	64.5%	65.9%	66.0%	66.0%
ROE（%）	13.7%	12.5%	13.1%	13.7%
每股收益（元）	1.02	0.80	0.96	1.17
P/E	24.97	32.73	27.25	22.49
P/B	3.44	4.09	3.56	3.07
EV/EBITDA	17.00	24.21	20.45	16.96

资料来源：Wind，华安证券研究所

# 正文目录

1 多领域中药龙头，坚持中医学术创新.....	6
1.1 公司发展历程：科技健康明天，高新技术研发新药.....	6
1.2 公司股权结构清晰：院士牵头，凝聚力强.....	6
1.3 公司财务分析：收入稳健增长，利润空间可观.....	9
2 中药行业：利好政策持续不断，市场规模可观.....	11
2.1 中药产业政策利好不断.....	11
2.2 中药销售收入稳健增长.....	11
2.3 中药持续发展，供给存量时代到来.....	13
2.4 中药注册申报流程及相关减免.....	14
3 产品管线丰富，覆盖领域全面.....	15
3.1 三大版块构建公司核心产品群.....	15
3.2 心脑血管病领域——三大中药覆盖主流心脑血管疾病.....	16
3.3 感冒呼吸疾病领域——连花清瘟产品领跑行业.....	23
3.4 糖尿病领域——津力达颗粒有效治疗 2 型糖尿病.....	26
3.5 前列腺用药领域——夏荔芪胶囊健脾益肾.....	28
3.6 其他领域——抗衰老、神经、肿瘤领域全面布局.....	29
4 公司研发续航能力强.....	32
4.1 络病证治理论推动公司研发平台建设.....	32
4.2 高素质研发团队助力企业快速发展.....	34
4.3 在研管线产品种类丰富.....	35
5 海外市场前景广阔.....	36
5.1 寻求海外市场，促进中药国际化.....	36
5.2 抗疫明星——连花清瘟胶囊，海外市场空间大.....	37
6 业绩拆分与投资建议.....	38
6.1 公司业绩拆分与估值对比.....	38
6.2 投资建议：.....	40
风险提示：.....	41
财务报表与盈利预测：.....	42

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构	7
图表 3 公司管理层	7
图表 4 公司子公司及参股公司	9
图表 5 公司营收与扣非归母净利润	9
图表 6 公司近两年各领域拆分情况	10
图表 7 公司毛利率和营业净利率	10
图表 8 公司期间费用率	10
图表 9 中药利好相关政策	11
图表 10 中药综合营收与扣非归母净利润	12
图表 11 中成药营收与扣非归母净利润	12
图表 12 中药综合与中成药毛利率与净利率	13
图表 13 中成药年产量	13
图表 14 中成药工业总产值	13
图表 15 中药材与中药饮片市场规模	14
图表 16 中成药与中药配方颗粒市场规模	14
图表 17 中药西药注册申报区别	14
图表 18 公司三大版块布局	15
图表 19 心脑血管领域产品	16
图表 20 心脑血管疾病领域中成药竞争格局	17
图表 21 2020 年中国公立医疗市场中成药心血管疾病口服用药 TOP10	17
图表 22 通心络胶囊商品图	18
图表 23 1990~2017 年中国农村居民主要疾病死亡率变化（1/10 万）	18
图表 24 1990~2017 年中国城市居民主要疾病死亡率变化（1/10 万）	18
图表 25 通心络胶囊近几年销量&销售收入情况（抽样）	19
图表 26 通心络胶囊近几年销售均价（每粒）（抽样）	19
图表 27 通心络胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况	19
图表 28 参松养心胶囊商品图	20
图表 29 参松养心胶囊近几年销量&销售收入（抽样）	20
图表 30 参松养心胶囊近几年销售均价（每粒）（抽样）	20
图表 31 参松养心胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况	20
图表 32 芪苈强心胶囊商品图	21
图表 33 中国不同研究心力衰竭患病率	21
图表 34 治疗心力衰竭的药物竞争格局	22
图表 35 芪苈强心胶囊近几年销量/销售收入情况（抽样）	22
图表 36 芪苈强心胶囊近几年销售均价（每粒）（抽样）	22
图表 37 芪苈强心胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况	22
图表 38 感冒呼吸疾病领域产品	23
图表 39 连花清瘟胶囊/颗粒商品图	23

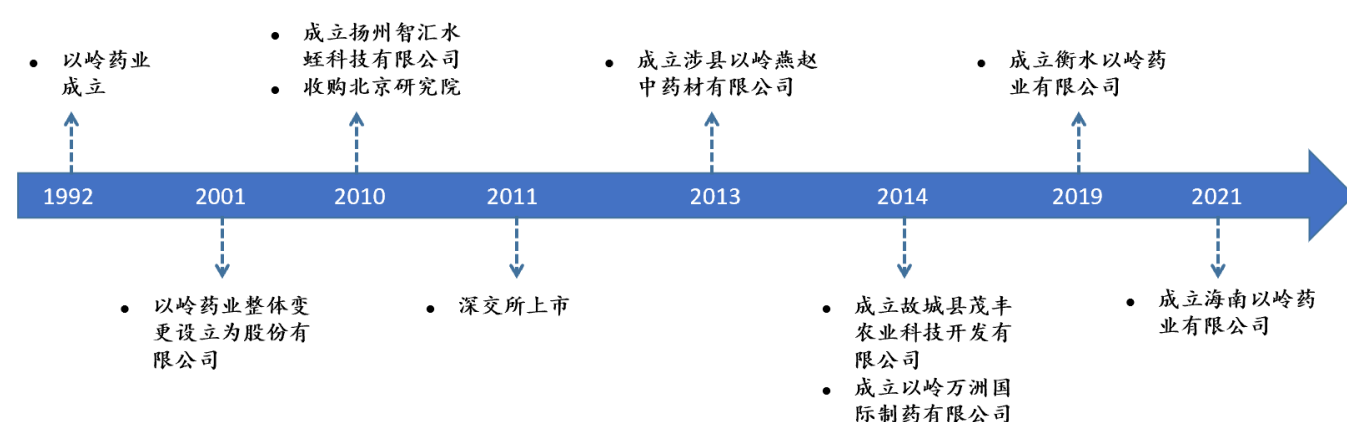
图表 40 2020 年中国公立医疗市场中成药感冒用药销售收入 TOP5 .....	24
图表 41 2020 年零售终端感冒用药/清热类 TOP5 .....	24
图表 42 连花清瘟胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况 .....	24
图表 43 连花清瘟胶囊/颗粒商品图 .....	25
图表 44 连花清咳片 2021 年销量&销售收入情况 (抽样) .....	25
图表 45 连花清咳片 2021 年销售均价 (每片) (抽样) .....	25
图表 46 津力达颗粒商品图 .....	26
图表 47 糖尿病患者数量预估 (2000-2045 年) .....	27
图表 48 2020 年中国公立医疗市场中成药糖尿病用药销售收入 TOP4 .....	27
图表 49 津力达颗粒近几年销量&销售收入情况 (抽样) .....	27
图表 50 津力达颗粒近几年销售均价 (每袋) (抽样) .....	27
图表 51 津力达颗粒进入诊疗指南、专家共识和教材情况 .....	28
图表 52 夏荔芪胶囊商品图 .....	28
图表 53 夏荔芪胶囊近几年销量&销售收入情况 (抽样) .....	29
图表 54 夏荔芪胶囊近几年销售均价 (每袋) (抽样) .....	29
图表 55 夏荔芪胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况 .....	29
图表 56 其他领域产品 .....	29
图表 57 八子补肾胶囊商品图 .....	30
图表 58 八子补肾胶囊实验研究情况 .....	30
图表 59 枣椹安神口服液商品图 .....	31
图表 60 枣椹安神口服液实验研究情况 .....	31
图表 61 养正消积胶囊商品图 .....	32
图表 62 养正消积胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况 .....	32
图表 63 络病证治理论体系 .....	33
图表 64 公司专利中药 .....	33
图表 65 新药研发体系 .....	34
图表 66 公司历年研发人员数量 .....	35
图表 67 公司历年研发支出 .....	35
图表 68 已获批准进入临床的中药品种研发进展 .....	36
图表 69 公司部分产品出海状况 .....	36
图表 70 海外营收状况 .....	37
图表 71 公司各模块收入预测 .....	39
图表 72 可比公司估值情况 .....	40

# 1 多领域中药龙头，坚持中医学术创新

## 1.1 公司发展历程：科技健康明天，高新技术研发新药

以岭药业于 1992 年创立，公司以“继承创新、造福人类”为企业宗旨，以“科技健康明天”为企业发展目标，以健康人类为己任，造福社会为弘愿，始终坚持市场龙头、科技驱动的创新发展战略，以中医学术创新带动中医药产业化，运用现代高新技术研发中药、西药和生物药。2011 年，公司于深交所上市。目前，以岭药业重点布局中医药板块的研发管线，在创新络病理论指导下，围绕心脑血管病、糖尿病、呼吸、肿瘤、神经、泌尿等发病率高、市场用药量大的六大类疾病，开发系列拥有自主知识产权的专利中药，在医药行业形成了独具特色的产品布局优势。心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域已经处于行业领先地位。

图表 1 公司发展历程

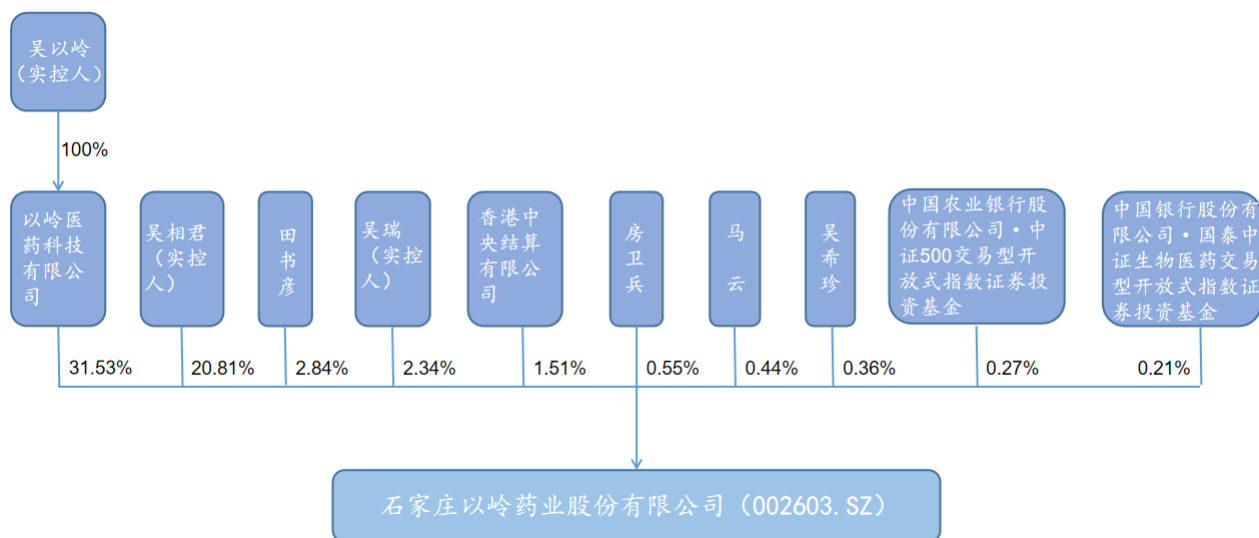


资料来源：Wind，公司官网，华安证券研究所

## 1.2 公司股权结构清晰：院士牵头，凝聚力强

公司的实际控制人为董事长吴以岭、总经理吴相君和董事会秘书吴瑞。其中，吴以岭通过以岭药业科技有限公司持有公司 31.53% 股份，吴相君持有公司 20.81% 股份，吴瑞持有公司 2.34% 股份。

图表 2 公司股权结构



资料来源：Wind，华安证券研究所

在公司管理层中，吴以岭先生，中医心血管病专家，中国工程院院士，河北医科大学副校长、教授、博士生导师，以岭药业董事长。吴相君先生，中医专业硕士学位，英国格林威治大学工商管理硕士，副主任医师，自 2013 年以来担任石家庄以岭药业股份有限公司总经理。吴瑞女士，国际商法专业，法学博士，历任以岭医药集团证券与投资事务部副经理，2016 年 12 月起任石家庄以岭药业股份有限公司董事，董事会秘书。

图表 3 公司管理层

姓名	职位	履历
吴以岭	董事长/董事	吴以岭先生，中医心血管病专家，中国工程院院士，河北医科大学副校长、教授、博士生导师，以岭药业董事长。吴以岭先生于 1982 年从南京中医学院首届硕士研究生毕业，被分配到河北省中医院心血管内科工作；1992 年创办的石家庄开发区医药研究所正式开业；2006 年注册成立北京以岭药业有限公司；2009 年当选为中国工程院院士；2012 年被评为河北省“巨人计划”首批创新创业团队领军人才；2019 年当选为中国中医科学院学部委员。吴以岭先生一直从事中医络病理论研究，擅长中医络病理论及冠心病、心律失常、慢性心衰、脑中风等各种心脑血管病诊治。



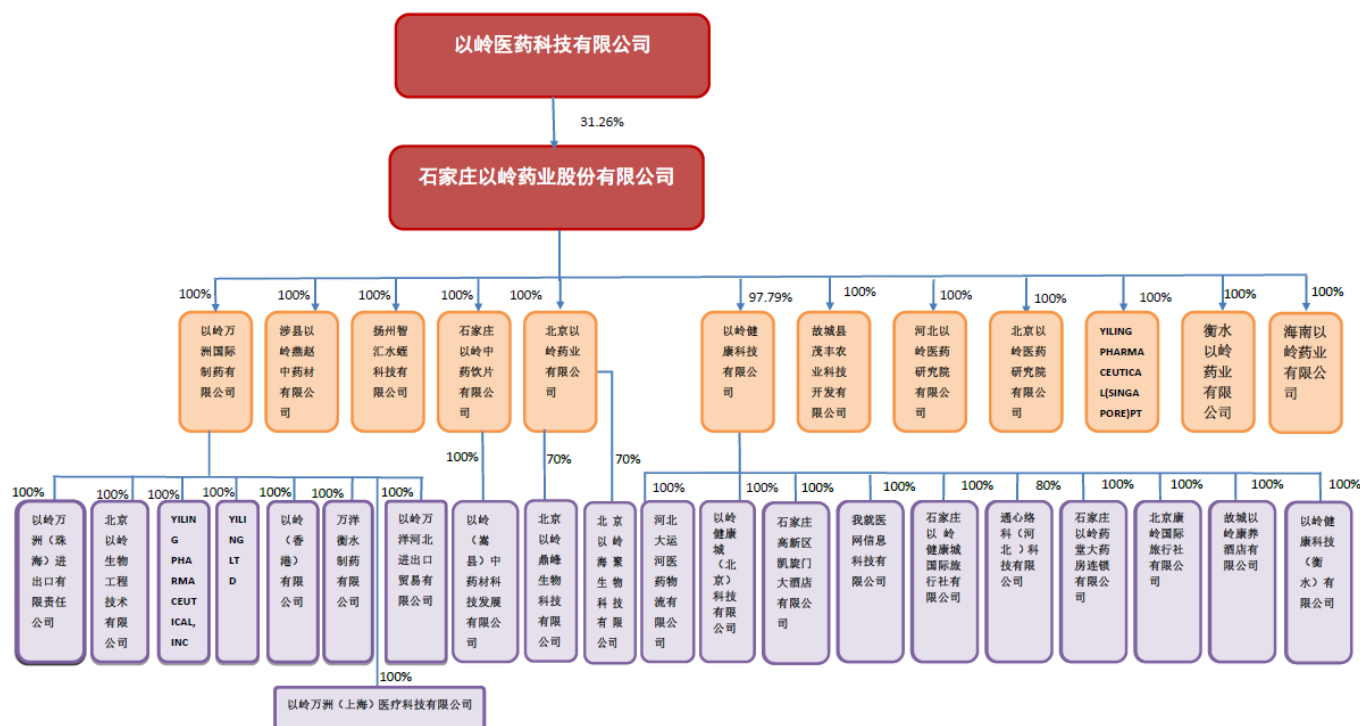
吴相君	董事/总经理	吴相君先生，中医专业硕士学位，英国格林威治大学工商管理硕士，副主任医师。2005年起任石家庄以岭药业股份有限公司营销中心总经理，2010年至2013年4月任石家庄以岭药业股份有限公司常务副总经理兼营销中心总经理，2010年8月起任石家庄以岭药业股份有限公司董事，2013年4月起任石家庄以岭药业股份有限公司总经理。
吴瑞	董事/董秘	吴瑞女士，国际商法专业，法学博士，历任以岭医药集团证券与投资事务部副经理。2010年8月起任石家庄以岭药业股份有限公司副总经理，董事会秘书。2016年12月起任石家庄以岭药业股份有限公司董事，董事会秘书。
李晨光	董事/财务负责人	李晨光先生，会计学专业，硕士学位。1994年10月至1996年12月，任职于石家庄开发区医药研究所附属医院；1997年至2009年任石家庄以岭药业股份有限公司营销中心财务部主任，2009年至2011年任石家庄以岭药业股份有限公司财务部主任，2010年8月至2013年10月任石家庄以岭药业股份有限公司董事；2011年起任石家庄以岭药业股份有限公司财务中心主任。李晨光先生长期在公司财务部门工作，具有丰富的财务管理和会计实践经验。
徐卫东	董事	徐卫东先生，医学学士，工商管理硕士学位。1994年4月至2006年11月，在西安杨森制药有限公司任销售经理，销售培训经理；2006年12月至2008年4月，在北京诺华制药有限公司任培训经理。2008年5月加入石家庄以岭药业股份有限公司任人力资源部主任。
张秋莲	董事/副总经理	张秋莲女士，学士学位，北京大学EMBA，1991年7月毕业于河北科技师范学院中兽医专业，中级经济师职称，中共党员。2006年10月至2012年12月，历任以岭药业营销中心部门经理，副总经理；2013年1月至2014年12月，任以岭药业公共事务部主任，营销中心副总经理兼以岭健康城科技有限公司总经理；2015年1月起任以岭药业公共事务中心主任，营销中心副总经理，以岭健康城科技有限公司总经理。
赵韶华	副总经理	赵韶华先生，学士学位，正高级工程师。自1989年起即从事科研与制药管理，1994年起任河北以岭医药研究院常务副院长，公司技术总监。2012年2月起任石家庄以岭药业股份有限公司副总经理。2013年4月起任石家庄以岭药业股份有限公司董事。
韩月芝	副总经理	韩月芝女士，药学本科，高级工程师。1992年11月起，历任石家庄以岭药业股份有限公司车间主任，生产科长，生产副总经理助理，质量总监。现任石家庄以岭药业股份有限公司生产管委会主任。2013年10月起任石家庄以岭药业股份有限公司副总经理。
王蔚	副总经理	王蔚女士，研究生学历，高级经济师。1997年至2010年任河北以岭医药集团有限公司人事部主任，人力资源部副主任兼培训部主任，总裁办公室主任。2011年起任石家庄以岭药业股份有限公司行政部主任。

资料来源：Wind，公司官网，华安证券研究所



以岭药业旗下拥有多家子公司和参股公司。

图表 4 公司子公司及参股公司

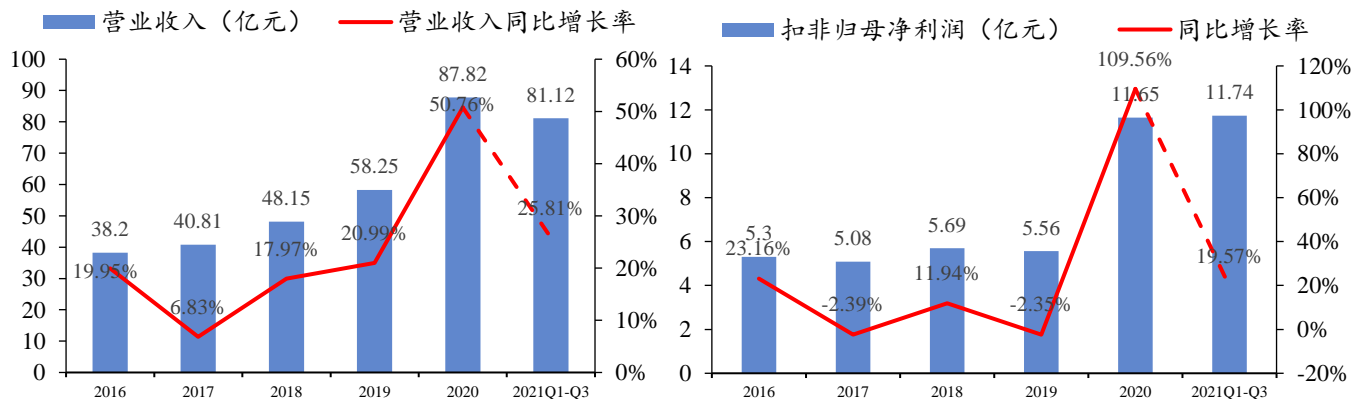


资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 1.3 公司财务分析：收入稳健增长，利润空间可观

2021 年公司营业收入增速放缓，归母净利润稳健增长。2020 年，连花清瘟产品在疫情防控中发挥重大作用，市场需求旺盛，公司营业收入为 87.82 亿元，同比增加 50.75%，归母净利润为 12.19 亿元，同比增加 100.95%，扣非归母净利润为 11.65 亿元（同比增加 109.56%）。2021 年由于疫情对连花清瘟销售的影响，使得营业收入增速放缓，前三季度营业收入为 81.12 亿元，同期增加 25.81%，归母净利润为 12.24 亿元，同期增加 20.43%，扣非归母净利润为 11.74 亿元，同期增加 19.57%。

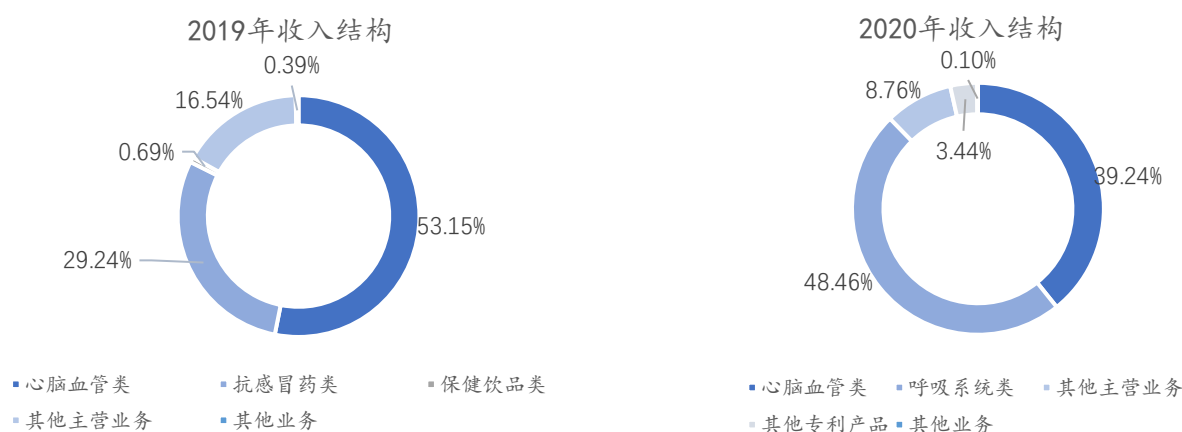
图表 5 公司营收与扣非归母净利润



资料来源：Wind，公司年报，华安证券研究所

心脑血管类、抗感冒药类（呼吸系统类产品）为公司营业收入增长做出了很大贡献。2020年后，受新冠疫情影响，以连花清瘟产品为代表的呼吸系统类产品贡献核心收入。2019年，心脑血管类产品实现营业收入30.96亿元，同比增加10.39%，抗感冒药类产品实现营业收入17.03亿元，同比增加41.34%。2020年心脑血管类实现营业收入34.47亿元，同比增加11.31%，呼吸系统类实现营业收入42.56亿元，同比增加149.89%，其中连花清瘟产品贡献最大，市场份额2017-2020年由2.44%增至9.86%。

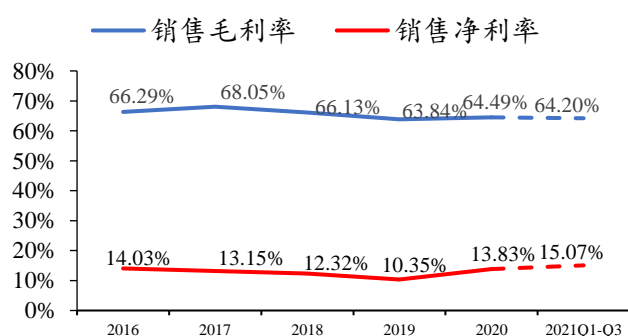
图表 6 公司近两年各领域拆分情况



资料来源：Wind 主营构成，华安证券研究所

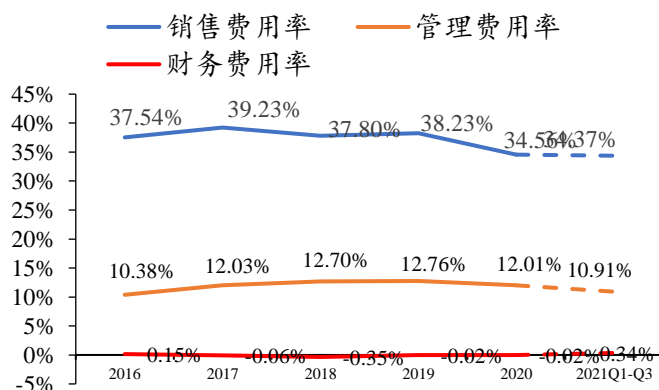
公司销售毛利率基本保持稳定，销售净利率仍继续保持增长趋势，销售费用率以及管理费用率稳中有降。2021年前三季度的销售毛利率基本保持稳定，为64.20%，销售净利率提高至15.07%，利润状况良好。由于销售人员薪酬、市场活动推广费用有所增加，2021年前三季度的销售费用同期有所增加，但总体销售费用率为34.37%，管理费用率下降较为明显，由2020年的12.01%下降至10.91%。财务费用方面，主要由于报告期内借款利息支出和承兑汇票贴息同期增加所致，使得2021年前三季度财务费用率上升至0.34%。

图表 7 公司毛利率和营业净利率



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 公司期间费用率



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 2 中药行业：利好政策持续不断，市场规模可观

### 2.1 中药产业政策利好不断

自 2016 年以来,我国对中医药板块每年均有利好政策出台。2021 年 5 月 12 日,国家领导人考察中医药产业发展,表示要发展中医药,注重用现代科学解读中医学原理,走中西医结合的道路。随着我国人均可支配收入的逐步提升,医疗保健需求的逐步升级,逐渐由“治疗”需求转向为“预防”需求转化,中医药产业或将迎来红利窗口期。

图表 9 中药利好相关政策

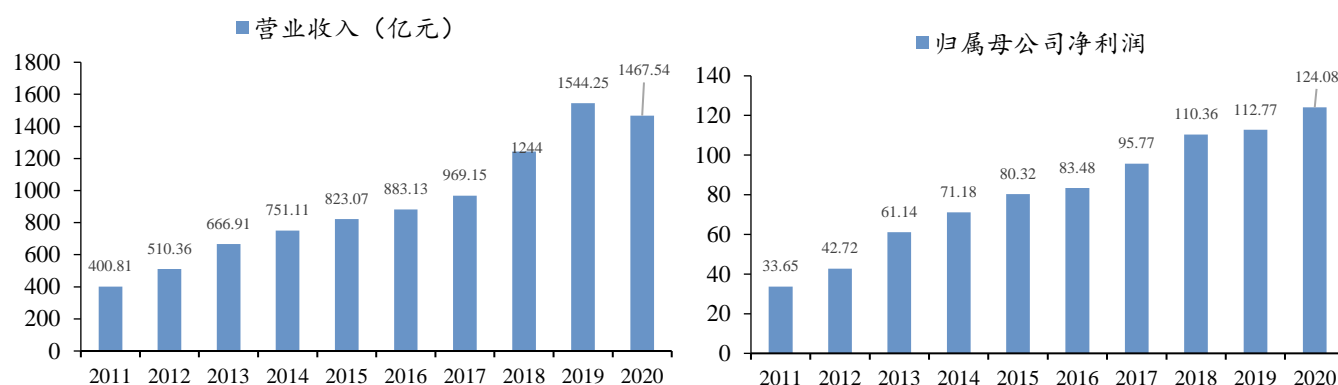
序号	文件	发布部门	发布时间
1	《中华人民共和国中医药法》	国家中医药管理局	2016.12.25
2	《全国道地药材生产基地建设规划（2018—2025 年）》	国家中医药管理局	2018.12.18
3	《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》	国家中医药管理局 国家卫生健康委	2019.07.29
4	《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》	国务院	2019.10.20
5	《中医药传承创新工程重点中医医院中医经典病房建设与管理指南》	国家中医药管理局	2020.09.22
6	《中药注册分类及申报资料要求》	国家药监局	2020.09.27
7	《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	国家药监局	2020.12.25
8	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	2021.02.09
9	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	国家药监局、中医药局、卫健委、医保局	2021.02.10
10	《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》	商务部、国家中医药管理局等 7 部门	2021.05.13
11	《按古代经典名方目录管理的中药复方制剂药学研究技术指导原则（试行）》	国家药监局药审中心	2021.08.27
12	国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知	国务院办公厅	2021.09.23
13	《中医药创新团队及人才支持计划项目实施方案》	国家中医药管理局	2021.10.22
14	《国家医疗保障局国家中医药管理局关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医疗保障局 国家中医药管理局	2021.12.14
15	《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》	国家药监局药审中心	2022.01.05

资料来源：中国政府网，国家药监局，国家卫健委，中医药管理局，华安证券研究所

### 2.2 中药销售收入稳健增长

中药利好政策不断，销售收入逐年增长。受国家利好政策影响，以及国民人均可支配收入的提高，中药综合收入近年来一直保持着稳健增长态势，不过 2020 年受疫情影响，虽然相较于 2019 年营业收入有所下降，但总体还是呈现出增长态势。同时，归母净利润也呈现出稳健增长趋势。

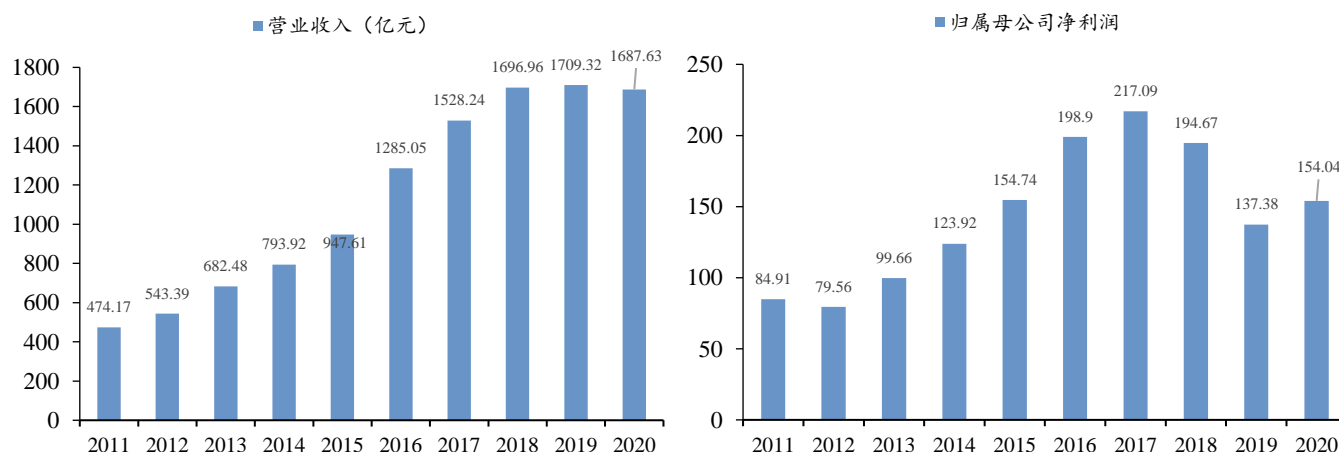
图表 10 中药综合营收与扣非归母净利润



资料来源：Wind，华安证券研究所

中药指在中医理论指导下用于预防、诊断、治疗疾病或调节人体机能的药物。主要可以分为三大类：中药材、中药饮片以及中成药。其中，中药材是指中医指导下应用的原生药材，是中成药的基础原料。中成药是指以中草药为原料，经制剂加工制成各种不同剂型的中药制品，包括丸、散、膏、丹等各种剂型。其中，中成药营业收入呈现出逐年稳健增长态势，归母净利润在 2017 年之前一直增长，后又在 2019 年后呈现增长趋势。

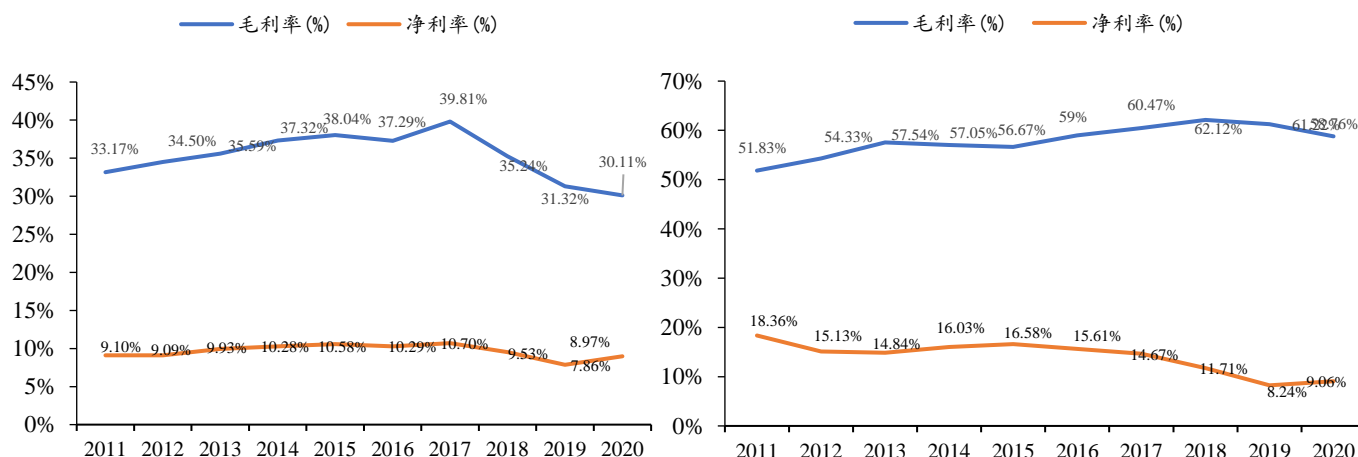
图表 11 中成药营收与扣非归母净利润



资料来源：Wind，华安证券研究所

无论是从中药综合还是中成药角度来看，在 2017 年以前，两者的净利率以及毛利率都呈现出增长趋势，而在 2017 年以后则有所回落。而从 2019 年开始，中药综合以及中成药的净利率均有所上升，表明两者市场利润空间有所增加，状况良好。

图表 12 中药综合与中成药毛利率与净利率

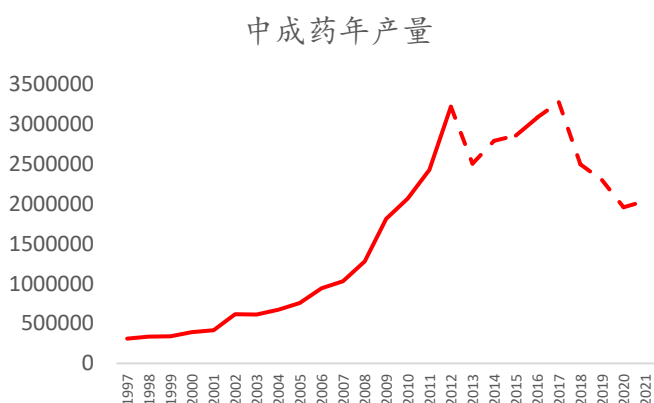


资料来源: Wind, 华安证券研究所

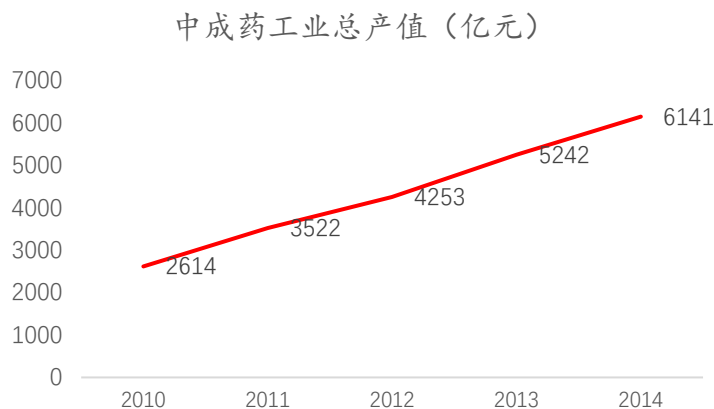
## 2.3 中药持续发展, 供给存量时代到来

中成药年产量出现两个增长趋势, 2012 年之前呈现出快速增长趋势, 2013 年到 2017 年缓慢增长, 之后中成药的年产量有所下降。而据已公布数据, 中成药的年工业总产值一直呈现出稳步增长趋势, 加之后续利好政策出台, 老龄化带来的市场需求, 人民收支改善等原因, 可知中成药预期年工业总产值会继续呈现出稳步增长趋势。

图表 13 中成药年产量



图表 14 中成药工业总产值

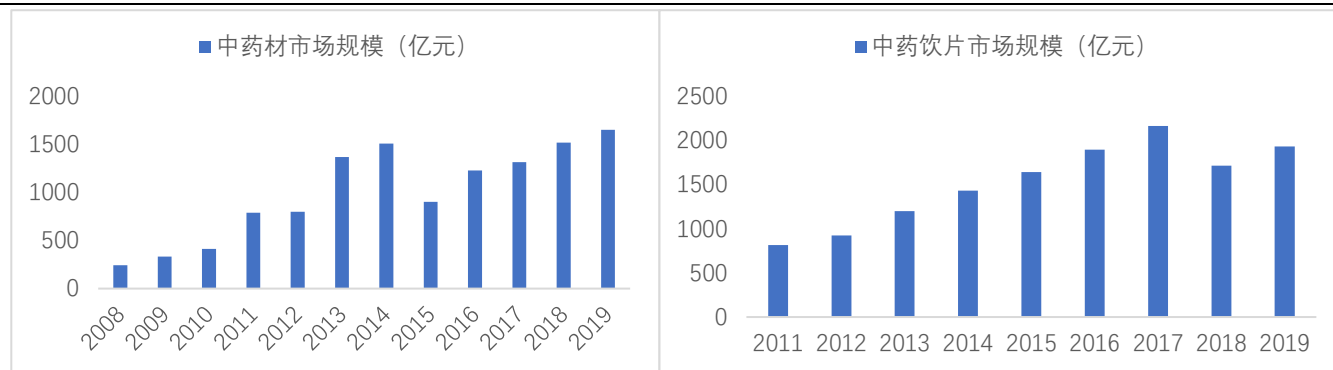


资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

中药材与中药饮片两大中药市场, 其市场规模总体呈现稳健增长态势。其中, 中药材市场主要分为零售以及批发两大市场, 批发市场占主要地位。近年来随着中药材需求幅度和市场价格提高, 中药材市场规模整体呈现平稳增长趋势。中药饮片作为中药第二大市场, 2011 年到 2017 年, 中药饮片市场规模稳定增长, 近年来市场有所波动, 2019 年市场规模出现反弹。

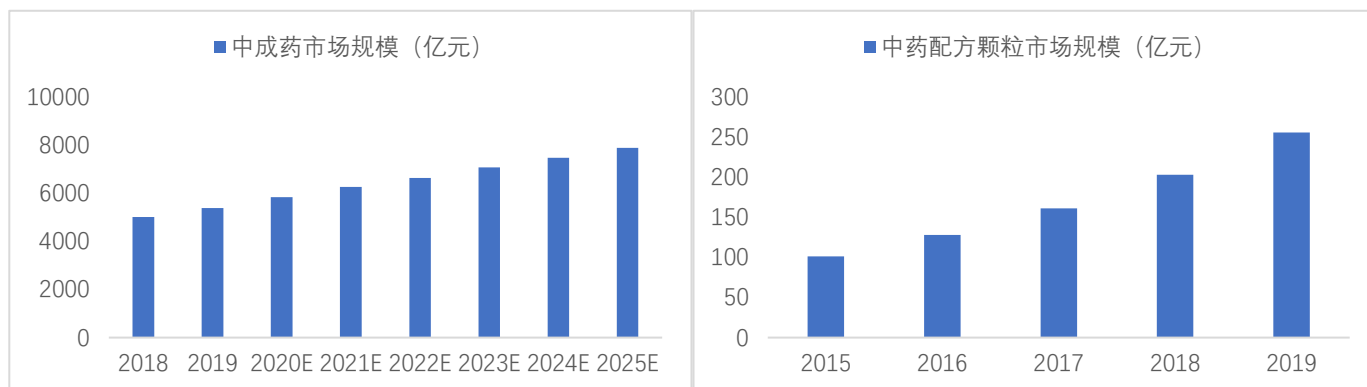
图表 15 中药材与中药饮片市场规模



资料来源：Wind，华安证券研究所

2019 年我国中成药市场规模为 5,386.55 亿元，同比增长 7.55%。**中成药作为我国中药市场中的第一大品类，近年市场规模稳定增长。**据已有相关评估，预计 2025 年市场规模可达 7879.30 亿元。**我国中药配方颗粒市场长期快速增长，剂型和使用优势助力壮大市场规模。**2019 年我国中药配方颗粒市场规模为 255.60 亿元，同比增长 25.97%。

图表 16 中成药与中药配方颗粒市场规模



资料来源：Wind，华安证券研究所

## 2.4 中药注册申报流程及相关减免

中药和西药作为两种完全不同的体系，注册申报流程中存在部分与西药不同。中药审批更注重中医药理论、人用经验和临床试验相结合的中药注册审凭证据体系，即**三结合审评体系**。

图表 17 中药西药注册申报区别

区别	中药	化学药物	生物制品
注册分类	(1) 中药创新药 (2) 中药改良型新药 (3) 古代经典名方中药复方制剂 (4) 同名同方药等进行分类	(1) 境内外均未上市的创新药 (2) 境内外均未上市的改良型新药 (3) 境内申请人仿制境外上市但境内未上市原研药品的药品 (4) 境内申请人仿制已在境内上市原研药品的药品 (5) 境外上市的药品申请在境内上市	> 预防用生物制品： (1) 创新型疫苗； (2) 改良型疫苗； (3) 境内或境外已上市的疫苗 > 治疗用生物制品： (1) 创新型生物制品； (2) 改良型生物制品；



			(3) 境内或境外已上市生物制品 > 按生物制品管理的体外诊断试剂： (1) 创新型体外诊断试剂； (2) 境内外已上市的体外诊断试剂
申报资料要求	《中药注册分类及申报资料要求》：申请人需要基于不同注册分类、不同申报阶段以及中药注册受理审查指南的要求提供相应资料。其他相关要求。 <b>相关减免政策：</b> 具有人用经验的中药复方制剂，可根据人用经验对药物有效性的支持程度， <b>适当减免药效学试验</b> ；若人用经验对有效性具有一定支撑作用，处方组成、工艺路线、临床定位、用法用量等与既往临床应用基本一致的，则 <b>可不提供药效学试验资料</b> 。 中药改良型新药中：中药增加功能主治，应提供支持新功能主治的药效学试验资料，可根据人用经验对药物有效性的支持程度， <b>适当减免药效学试验</b> 。	(一) 申请人提出药物临床试验、药品上市注册及化学原料药申请，应按照国家药品监管部门公布的相关技术指导原则的有关要求开展研究，并按照现行版 CTD 格式编号及项目顺序整理并提交申报资料。不适用的项目可合理缺项，但应标明不适用并说明理由。 (二) 申请人在完成临床试验提出药品上市注册申请时，应在 CTD 基础上提交电子临床试验数据库。数据库格式以及相关文件等具体要求见临床试验数据递交相关指导原则。 (三) 国家药监局药审中心将根据药品审评工作需要，结合 ICH 技术指导原则修订情况，及时更新 CTD 文件并在中心网站发布。	> 预防用生物制品： (1) 对疫苗临床试验申请及上市注册申请，申请人应当按照 CTD 撰写申报资料。(2) 申报资料具体内容除应符合 CTD 格式要求外，还应符合不断更新的相关法规及技术指导原则的要求。 (3) 药学方面不同类型疫苗要学资料的考虑、种子批及细胞基质的考虑、佐剂、外源因子安全性评价、多联/多价疫苗等 (4) <b>境外申请人申请在境内开展未成年人用疫苗临床试验的，应至少取得境外含目标人群的 I 期临床试验数据。</b>  > 治疗用生物制品： (1)、(2) 参照预防用制品；(3) 对于生物类似药、抗体药物偶联物或修饰类制品、复方制剂或多组分产品、细胞和基因治疗产品、生物制品类体内诊断试剂等按照规定填写材料申报。(4) 按规定免做临床试验的肌肉注射的普通或者特异性人免疫球蛋白、人血白蛋白等，可以直接提出上市申请。  > 体外诊断试剂：体外诊断试剂可以直接提出上市申请。

资料来源：国家药监局，国家中医药管理局，华安证券研究所

## 3 产品管线丰富，覆盖领域全面

### 3.1 三大版块构建公司核心产品群

公司的主营业务是专利创新中药的研发、生产和销售。在开展的创新中药研发的同时，公司积极布局化生药和健康产业，构建了**专利中药、化生药、健康产业**协同发展、相互促进的医药健康产业格局。

图表 18 公司三大版块布局

版块	发展战略	优势	产品进展
专利中药版块	<b>络病理论</b> 创新带动专利新药研发，遵循“以临床实践为基础，以理论假说为指导，以治疗方药为依托，以临床疗效为标准”的创新中药研发模式，开展复方中药、组分中药、单体中药多渠道研发，建立了具有自主知识产权的新药研发体系。	凭借强大的科研实力，公司多次承担国家及省部级科研计划项目和重大工程建设项目，先后荣获国家科技进步一等奖 1 项、国家科技进步二等奖 4 项、国家技术发明二等奖 1 项及省部级科技奖励 20 余项，获授权发明专利 363 项。	目前拥有 <b>专利新药 13 个</b> ，涵盖了心脑血管病、呼吸、糖尿病、肿瘤、神经、泌尿等临床多发、重大疾病领域，已形成较为丰富的产品群，心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域已经处于行业领先地位， <b>通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊</b> 已成为临床相关疾病防治的基础用药。

化生药 版块	“转移加工切入—仿制药国际国内双注册—专利新药研发生产销售”齐步走。	生产车间通过了美国 FDA、欧盟的 GMP 等国际认证，坚持国际国内双注册，在美国 FDA 申报注册 15 个产品。	盐酸二甲双胍片等多个通过国家一致性评价产品，中选国家药品集中采购。公司着力研发具有自主知识产权的专利创新药，已有 <b>4 个一类创新药品种进入临床阶段</b> ，其中 1 个已进入三期临床，多个一类创新药处于临床前研究阶段。
健康产业 版块	以“健康需要管理，身体需要经营”为创新理念，充分挖掘中国传统养生的理论精髓，融合现代科技，开展全方位的健康产品研发、销售与健康管理服务	具有二十余年发展积累的理论创新优势、科研创新优势以及完善的医疗资源和产业资源。	一是打造 <b>以连花呼吸健康为核心</b> ，“通络、养精、动形、静神”为重点的系列产品，特别是静神双品优势品种，为健康产业发展提供充足的资源储备；二是针对健康人群、亚健康人群和慢病人群提供健康管理服务，充分发掘医药康养一站式服务优势和内涵，打造健康管理新模式。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

在以上三个版块中，公司**重点布局中医药板块**的研发管线，在创新络病理论指导下，围绕心脑血管病、糖尿病、呼吸、肿瘤、神经、泌尿等发病率高、市场用药量大的六大类疾病，开发系列拥有自主知识产权的专利中药，在医药行业形成了独具特色的产品布局优势。**心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域已经处于行业领先地位。**

### 3.2 心脑血管病领域——三大中药覆盖主流心脑血管疾病

在心脑血管病领域，公司布局了**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，治疗范围涵盖了心脑血管疾病中最常见的缺血性心脑血管病、心律失常、心力衰竭三个适应症，并成为我国心脑血管病临床用药市场的主流产品。

图表 19 心脑血管领域产品

产品名称	适应症	优势	入选指南
通心络胶囊	冠心病、脑梗死、糖尿病所致微血管病变	国家 <b>医保甲类品种</b> 、国家 <b>基本用药目录品种</b> ，唯一获得三项国家科技成果奖的治疗心脑血管疾病的基础用药。	《冠心病合理用药指南》、《冠状动脉痉挛综合征诊断与治疗中国专家共识》、《冠脉微血管疾病诊断与治疗中国专家共识》、《急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识》、《急性心肌梗死中医临床诊疗指南》、《经皮冠状动脉介入治疗（PCI）术后胸痛中医诊疗专家共识》、《中风病临床路径》、《慢性脑缺血中西医结合诊疗专家共识》、《中国脑梗死中西医结合诊疗指南》，《中西医结合内科学》（新世纪第三版）、《冠心病合理用药指南》（第 2 版）
参松养心胶囊	心律失常	国家重点新产品，国家 <b>医保甲类品种</b> 、国家 <b>基本药物目录品种</b> 。唯一获得国家科技进步二等奖的治疗心律失常的中成药，唯一经实验证实具有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，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。	《中国房颤专家共识-2015》、《室性心律失常中国专家共识-2016》、《心律失常合理用药指南》、《内科学》、《室性心律失常中国专家共识-2020》、《冠心病合理用药指南》（第 2 版）

芪苈强心胶囊

慢性心力  
衰竭

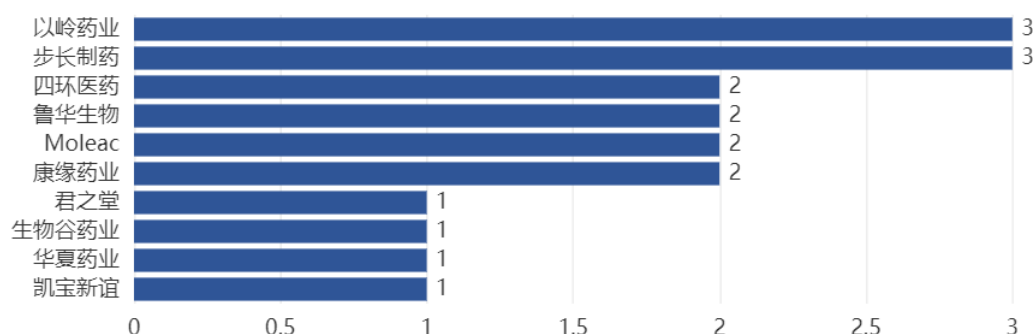
标本兼治慢性心衰的首选中成药，为国家医保甲类品种，国家基本药物目录品种，临床应用广泛。作

《中国心力衰竭诊断与治疗指南 2014》、《心力衰竭中西医结合诊疗专家共识》、《中国扩张型心肌病诊断和治疗指南（2018 版）》、《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2018》

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

目前市场上治疗心脑血管疾病的中药一共有 76 个，其中以岭药业和步长制药都具有 3 个中药产品。以岭药业的三个产品分别为通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊，步长制药的三个产品分别为丹红注射液、稳心颗粒和脑心通胶囊。

图表 20 心脑血管疾病领域中药竞争格局



资料来源：医药魔方，华安证券研究所

从医疗终端产品份额情况看，米内网数据显示，公司的通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊在 2020 年公立医疗市场中成药心血管疾病用药排名中，分别排名第 2 名、第 5 名和第 13 名。

图表 21 2020 年中国公立医疗市场中成药心血管疾病口服用药 TOP10

排名	产品名称	市场份额
1	复方丹参滴丸	9.71%
2	<b>通心络胶囊</b>	<b>7.94%</b>
3	麝香保心丸	7.24%
4	稳心颗粒	6.90%
5	<b>参松养心胶囊</b>	<b>6.10%</b>
6	银杏叶片	4.39%
7	银丹心脑通软胶囊	3.64%
8	速效救心丸	3.14%
9	银杏叶滴丸	2.28%
10	银杏酮酯滴丸	1.98%
11	心可舒片	1.88%
12	银杏叶提取物片	1.76%
13	<b>芪苈强心胶囊</b>	<b>1.74%</b>

资料来源：公司官网，华安证券研究所

**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，该药确切的调脂、抗炎、抗凝、保护血管内皮作用，可有效预防动脉硬化的发生，适用于高血压、高血脂、高血糖、肥胖等患者预防用药。该药解除血管痉挛、抑制稳定斑块作用可用于动脉硬化斑块的治疗，减少斑块破裂引起的心梗、脑梗发生。同时可以保护微血管、改善微循环血流灌注，解决微血管保护的世界性难题，对急性心梗、脑梗治疗及预防再发、糖尿病微血管并发症具有确切疗效。临床应用 25 余年，具有广泛的临床应用基础，全国超过 5 万家医院使用，医生高度认可，累计受益患者超 1 亿人次。疗效肯定，安全性好。

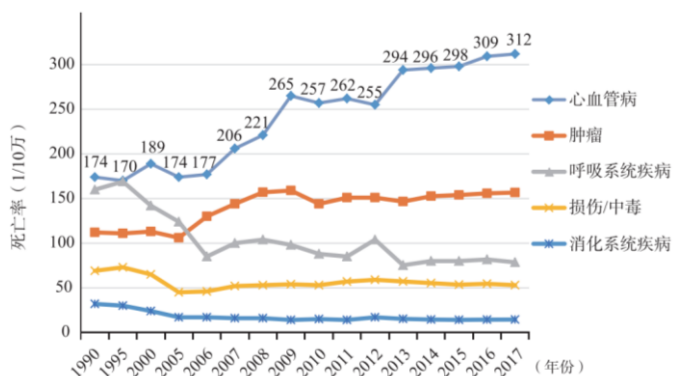
图表 22 通心络胶囊商品图



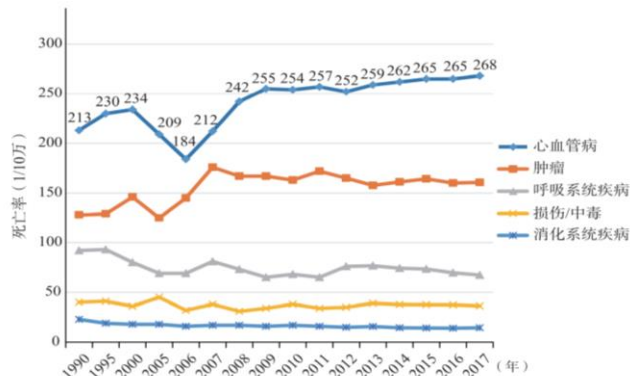
资料来源：公司官网，华安证券研究所

根据《中国心血管健康与疾病报告》，中国心脑血管病患率处于持续上升阶段。2017年心脑血管病死亡率仍居首位，高于肿瘤及其他疾病。农村心脑血管病死亡率从2009年起超过并持续高于城市水平。

图表 23 1990~2017 年中国农村居民主要疾病死亡率变化 (1/10 万)



图表 24 1990~2017 年中国城市居民主要疾病死亡率变化 (1/10 万)

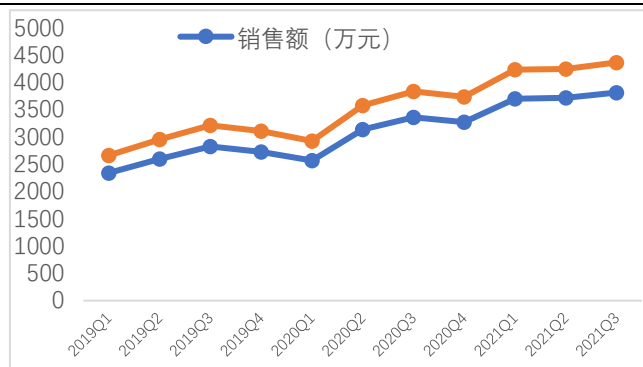


资料来源：《中国心血管健康与疾病报告》，华安证券研究所

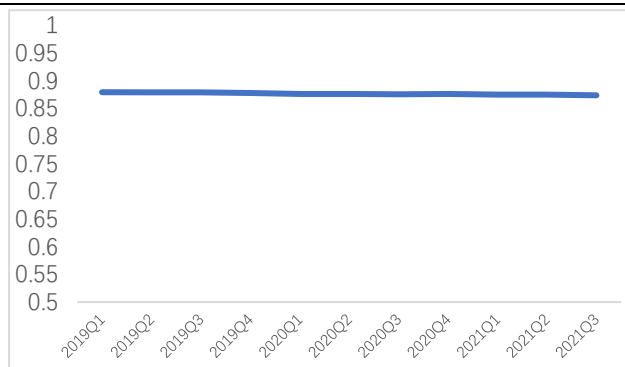
资料来源：《中国心血管健康与疾病报告》，华安证券研究所

**通心络胶囊销售数据。销售额与销量均稳步提升。**根据样本医院销售数据统计，通心络胶囊在 2020 年第一季度和第四季度受疫情影响有略微下降，其他时期销售和销量保持稳步增长。销售价格体系维护良好，维持在 0.87 元/粒左右。

图表 25 通心络胶囊近几年销量&销售收入情况（抽样） 图表 26 通心络胶囊近几年销售均价（每粒）（抽样）



资料来源：Wind 医药库，华安证券研究所



资料来源：Wind，华安证券研究所

**通心络胶囊竞争优势。**通心络胶囊作为公司六大专利产品之一，以其卓越的临床疗效陆续进入多个临床专家共识或诊疗方案，为产品学术推广创造了有利条件，也为公司产品更好的服务于临床奠定良好的基础。

图表 27 通心络胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况

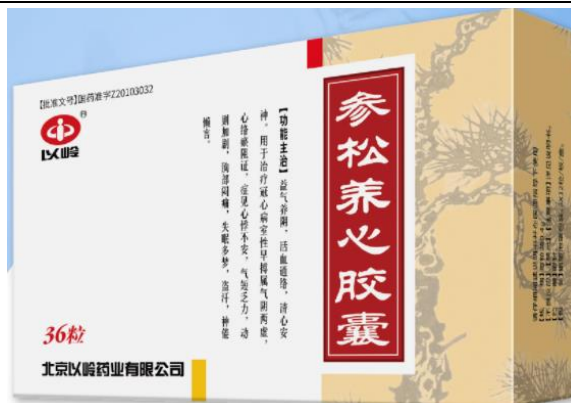
发布机构	文件名称
中华中医药学会	《经皮冠状动脉介入治疗（PCI）术后胸痛中医诊疗专家共识》2014
	《糖尿病周围神经病变中医临床诊疗指南》2016
	《冠心病稳定型心绞痛中医诊疗指南》2019
	《颈动脉粥样硬化性疾病中医临床诊疗专家共识》2019
中国中西医结合学会	《急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识》2014
	《血脂异常中西医结合诊疗专家共识》2017
	《动脉粥样硬化中西医结合诊疗专家共识》2017
	《中国脑梗死中西医结合诊治指南》2018
	《急性心肌梗死中医临床诊疗指南》2016
	《中成药治疗冠心病临床应用指南》2020
	《冠状动脉血运重建术后心绞痛中西医结合诊疗指南》2021
中华医学会	《冠状动脉粥样硬化综合征诊断与治疗中国专家共识》2015
	《高龄老年冠心病诊治中国专家共识》2016
	《冠状动脉微血管疾病诊断和治疗的专家共识》2017
中国老年医学学会	《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
世界中医药学会联合会	《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
冠心病中医临床研究联盟	《慢性心力衰竭中医诊疗专家共识》2014
北京中西医结合学会	《慢性脑缺血中西医结合诊疗专家共识》2018
中国循证指南共识	《冠心病合理用药指南（第2版）》2018
中国中西医结合学会	《急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识》2014

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所



**参松养心胶囊**是首次应用络病理论探讨心律失常发病规律与治疗，指导研发的专利新药，是经循证医学证实，安全有效治疗早搏、阵发性房颤、缓慢性心律失常的药物，具有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。

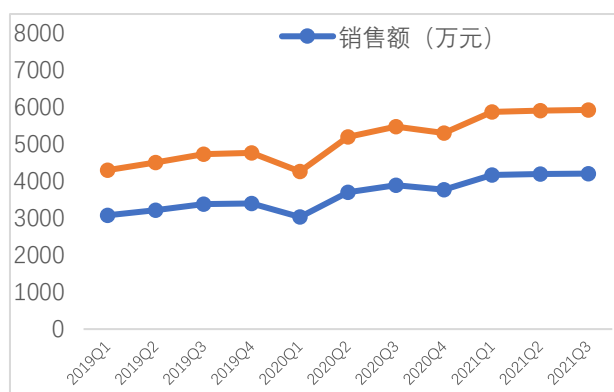
图表 28 参松养心胶囊商品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

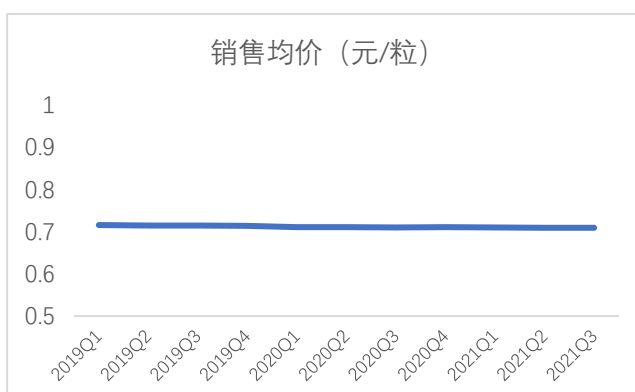
**参松养心胶囊销售数据。销售额与销量均稳步提升。**根据样本医院销售数据统计，参松养心胶囊在 2020 年第一季度和第四季度受疫情影响有略微下降，其他时期销售和销量保持稳步增长。销售均价维持相对稳定，在 0.71 元/粒左右。

图表 29 参松养心胶囊近几年销量&销售收入（抽样）



资料来源：Wind 医药库，华安证券研究所

图表 30 参松养心胶囊近几年销售均价（每粒）（抽样）



资料来源：Wind，华安证券研究所

**参松养心胶囊竞争优势。**参松养心胶囊作为公司六大专利产品之一，进行了随机、双盲、多中心大样本的循证研究，部分研究结果发表在国外权威杂志，在国内外医学界产生重大影响。其卓越的临床疗效陆续进入多个临床专家共识或诊疗方案，为产品学术推广创造了有利条件，也为公司产品更好的服务于临床奠定良好的基础。

图表 31 参松养心胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况

发布机构	文件名称
中华医学会	《心房颤动：目前的认知和治疗建议》2015
	《心房颤动：目前的认知和治疗建议》2018
	《2020 室性心律失常中国专家共识升级版》2020
中华中医药学会	《糖尿病周围神经病变中医临床诊疗指南》2016



	《室性心律失常专家共识》
国家卫健委	《冠心病合理用药指南》2018
	《心律失常合理用药指南》2016/2019
人卫出版社	全日制大学本科统编教材西医《内科学》第九版（2018年修订）
中国老年医学学会	《中国多学科微血管疾病诊断与治疗专家共识》2020

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

**芪苈强心胶囊**是首次运用络理论探讨慢性心力衰竭发病规律与治疗指导研发的专利新药，由黄芪、人参、附子、丹参、葶苈子、泽泻、玉竹、桂枝、红花、香加皮、陈皮 11 味中药组方而成。治疗慢性心衰药效作用确切。与西药进行的广泛对照研究证实，具备西药一线、二线四类药物的综合作用，其同时减少心肌细胞凋亡、改善能量代谢的作用更显示出芪苈强心胶囊的独特优势。

图表 32 芪苈强心胶囊商品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

根据《中国心血管健康与疾病报告》，一项包括中国 20 个城市和农村 15518 人参与的调查显示，2000 年我国 35~74 岁人群中慢性心力衰竭（CHF）患病率为 0.9%，女性高于男性（1.0%vs0.7%， $P < 0.05$ ），北方地区高于南方地区（1.4%vs0.5%， $P < 0.01$ ），城市人群高于农村人群（1.1%vs0.8%， $P = 0.054$ ），据此保守估计我国有 400 万 CHF 患者。随着年龄增高，CHF 的患病率显著上升。

图表 33 中国不同研究心力衰竭患病率

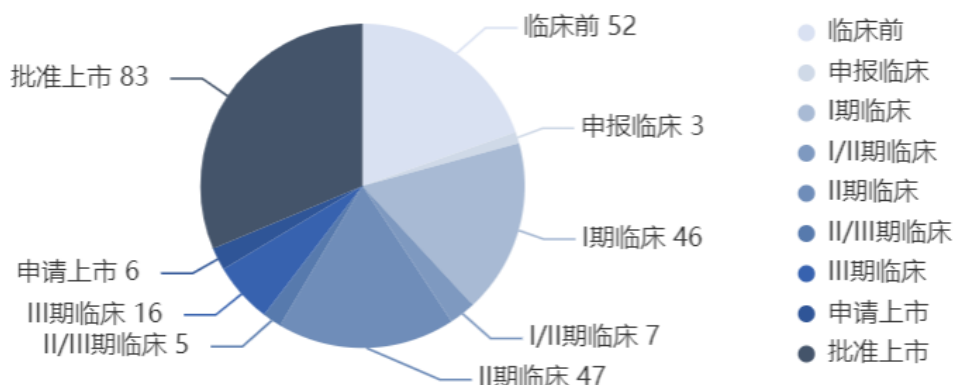
地区	年份	年龄（岁）	人数	男性患病率（%）	女性患病率（%）	合计（%）
全国 10 省市 <sup>[1]</sup>	2000	≥35	15 518	0.7	1.0	0.9
中国高血压调查 <sup>[2]</sup>	2012 ~ 2015	≥35	22 158	1.4	1.2	1.3
新疆地区 <sup>[3]</sup>	2007 ~ 2009	≥35	8459	1.61	0.93	1.26
新疆地区 <sup>[4]</sup>	2007 ~ 2010	≥60	3858	5.50	3.13	4.30
北京朝阳区 <sup>[5]</sup>	2011 ~ 2012	≥50	1540	5.3	4.3	4.6

资料来源：《中国心血管健康与疾病报告》，华安证券研究所

目前市场上治疗慢性心力衰竭的药物一共有 265 个，批准上市的有 83 个。其中有

两款中药，分别是以岭药业的芪苈强心胶囊和天士力的芪参益气滴丸。

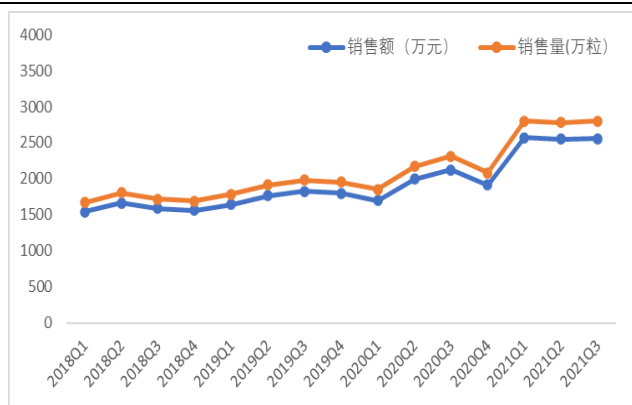
图表 34 治疗心力衰竭的药物竞争格局



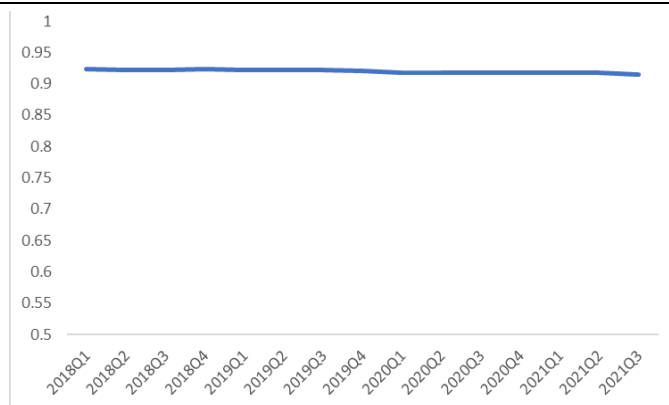
资料来源：医药魔方，华安证券研究所

**芪苈强心胶囊销售数据。销售额与销量明显提升。**根据样本医院销售数据统计，芪苈强心胶囊的销售额和销量在 2020 年和 2021 年快速提升，2021 年第一季度销量为 2801.52 万粒，较 2020 年第四季度提升 34.33%，销售额为 2569.24 万元，较 2020 年第四季度提升 34.24%。销售均价略微降低，维持在 0.91 元/粒左右。（Wind 医药库抽样数据）

图表 35 芪苈强心胶囊近几年销量/销售收入情况（抽样） 图表 36 芪苈强心胶囊近几年销售均价（每粒）（抽样）



资料来源：Wind 医药库，华安证券研究所



资料来源：Wind，华安证券研究所

**芪苈强心胶囊竞争优势。**芪苈强心胶囊作为公司六大专利产品之一，以其卓越的临床疗效陆续进入多个临床专家共识或诊疗方案，为产品学术推广创造了有利条件，也为公司产品更好的服务于临床奠定良好的基础。

图表 37 芪苈强心胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况

发布机构	文件名称
中国中西医结合学会	《急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识》2014
	《慢性心力衰竭中医诊疗专家共识》2014
	《慢性心力衰竭中西医结合诊疗专家共识》2016
中华医学会	《中国心力衰竭诊断和治疗指南》2014/2018
	《中国扩张型心肌病诊断和治疗指南》2018
中华医学会	《冠状动脉粥样硬化综合征诊断与治疗中国专家共识》2015

《高龄老年冠心病诊治中国专家共识》2016

《冠状动脉微血管疾病诊断和治疗的中国专家共识》2017

国家卫健委

《心力衰竭合理用药指南》2019

中国心衰中心联盟

《舒张性心力衰竭早期防治专家建议》2021

中华中医药学会

《急性心肌梗死中医临床诊断指南》2021

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

### 3.3 感冒呼吸疾病领域——连花清瘟产品领跑行业

在心脑血管病领域，公司布局了连花清瘟胶囊/颗粒和连花清咳片，以中医络病理论为指导，治疗范围涵盖了流感病毒、急性气管、支气管炎等，在感冒呼吸疾病用药领域已经处于行业领先地位。

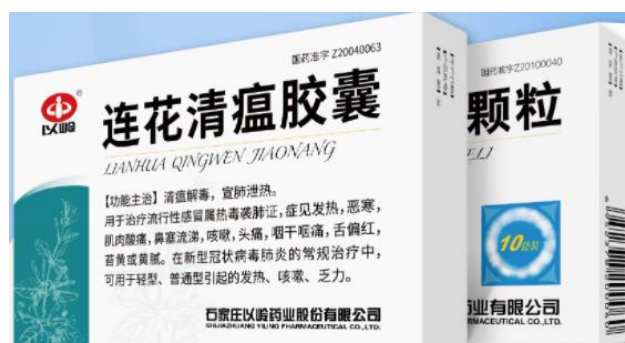
图表 38 感冒呼吸疾病领域产品

产品名称	适应症	优势	入选指南
连花清瘟胶囊/颗粒	感冒、流感	国家医保甲类品种、国家基本药物目录品种，唯一获得国家科技进步二等奖的治感冒抗流感的专利中成药	《流行性感冒诊断与治疗指南》 《人感染甲型 H1N1 流感诊疗方案》 《乙型流感中医药防治方案》 《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案》 《流行性感冒诊疗方案(2019 年版)》
连花清咳片	急性气管、支气管炎	国家医保乙类品种、以中医络病理论为指导，集合传统经典名方及临床实践研制的用于治疗急性气管、支气管炎的呼吸系统又一独家专利创新中药	—

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

连花清瘟胶囊/颗粒是应用中医络病理论指导研发的治疗感冒、流感的专利新药。是通过国家药品监督管理局药品快速审批通道获批的新药品种；进入美国 FDA 临床研究治疗流行性感冒的中成药。自上市以来，先后 20 余次列入国家卫健委、中医药管理局感冒流感、禽流感、轻型/普通型新冠肺炎等呼吸道病毒感染性疾病诊疗方案/指南推荐；已经成为中医药应对呼吸道病毒性紧急公共卫生事件的代表药物。

图表 39 连花清瘟胶囊/颗粒商品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

从医疗终端产品份额情况看，米内网数据显示，连花清瘟产品在 2020 年公立医疗市场中成药感冒用药领域所占市场份额为 33.5%，销售排名位列第 1 名。

**图表 40 2020 年中国公立医疗市场中成药感冒用药销售收入 TOP5**

排名	产品名称	市场份额
1	连花清瘟颗粒/胶囊	33.5%
2	双黄连口服液	8.9%
3	感冒清热颗粒	6.0%
4	疏风解毒胶囊	5.1%
5	双黄连颗粒	3.7%

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

从零售药店端看，中康资讯数据显示，2020 年零售端感冒用药/清热类市场规模约 348 亿，同比小幅下降 0.3%。2017-2020 年复合增长 5.6%。从产品表现看，2017-2020 年 TOP5 保持加速增长，复合增长率 13.0%，市场占有率持续提升 2020 年达到 29.08%，市场集中效应逐渐显现。连花清瘟产品市场份额 2017-2020 年由 2.44% 增至 9.86%，成为零售市场感冒用药中成药第一大品牌。在零售终端，2020 年连花清瘟胶囊在感冒用药/清热类销售额排名第 1 位。

**图表 41 2020 年零售终端感冒用药/清热类 TOP5**

排名	产品名称	市场份额
1	连花清瘟胶囊/颗粒	9.86%
2	感冒灵颗粒	6.21%
3	藿香正气口服液	4.73%
4	复方感冒灵颗粒	4.31%
5	小儿氨酚黄那敏颗粒	3.96%

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

**连花清瘟颗粒/胶囊竞争优势。**连花清瘟胶囊作为公司六大专利产品之一，以其卓越的临床疗效陆续进入多个临床专家共识或诊疗方案，为产品学术推广创造了有利条件，也为公司产品更好的服务于临床奠定良好的基础。

**图表 42 连花清瘟胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况**

发布机构	文件名称
卫生部	《人禽流感诊疗方案》2005/2008
	《甲型 H1N1 流感诊疗方案》2009
	《流行性感冒诊断与治疗指南》2011
国家中医药管理局	《关于在震区灾后疾病防治中应用中医药方法的指导意见》2008
	《风温肺热病（非重症社区获得性肺炎）诊疗方案》2010
	《2012 年时行感冒（乙型流感）中医药防治方案（试行）》2012

《急性乳蛾（急性扁桃体炎）中医诊疗方案》2012
《中医药治疗埃博拉出血热专家指导意见（第一版）》2014
《人感染 H7N9 禽流感中医医疗救治专家共识》2014

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

**连花清咳片**是以中医络病理论为指导，集合传统经典名方及临床实践研制的又一呼吸系统独家专利创新中药，具有宣肺泄热，化痰止咳功效。用于急性气管-支气管炎痰热壅肺证引起的咳嗽、咳痰、痰白粘或色黄，伴咽干口渴，心胸烦闷，大便干，舌红，苔薄黄腻，脉滑数。

图表 43 连花清瘟胶囊/颗粒商品图

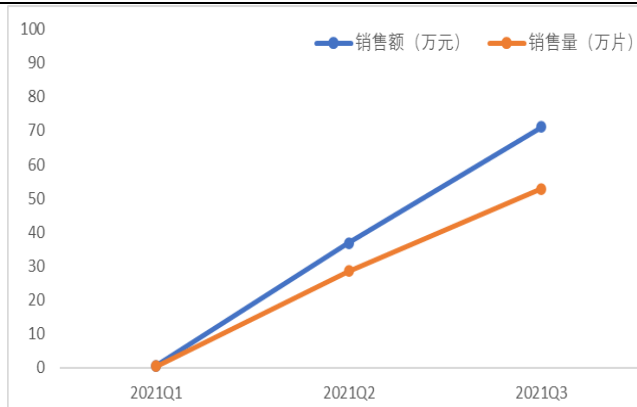


资料来源：公司官网，华安证券研究所

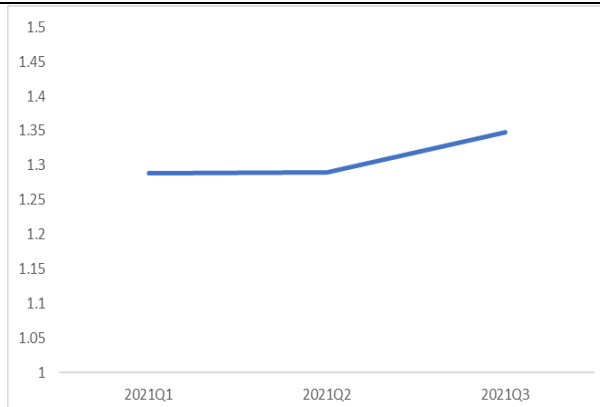
急性气管-支气管炎以咳嗽、咳痰为主要症状，可见于任何年龄、任何性别的患者，是最常见的呼吸系统疾病之一，发病率约为肺炎的 10 倍，哮喘的 20 倍，34% 的患者在随后 3 年的随访中被诊断为慢性支气管炎，从而严重影响患者生活质量。连花清咳片于 2020 年 5 月获得药监局核准签发的《药品注册批件》。

**连花清咳片销售数据。销售额和销售量快速增长。**自 2020 年批准上市以来，连花清咳片市场表现良好，销售额与销售均保持快速增长。（Wind 医药库抽样数据）

图表 44 连花清咳片 2021 年销量&销售收入情况(抽样) 图表 45 连花清咳片 2021 年销售均价（每片）（抽样）



资料来源：Wind 医药库，华安证券研究所



资料来源：Wind，华安证券研究所

**连花清咳片竞争优势。**药效研究证实，连花清咳片具有阻断以气道炎症反应为核心的级联反应链的独特药效作用，广谱抗病毒、抑菌，镇咳化痰，解痉平喘，解热抗炎，可发挥免疫调节作用。由全国 8 家单位参与的连花清咳片治疗急性气管-支气管炎的随机双盲、



安慰剂对照、多中心研究，共纳入符合要求的 480 例患者，研究结果显示：连花清咳片具有确切的止咳化痰作用，可有效缓解患者咳嗽、咯痰、咽干口渴、心胸烦闷等症状，疾病疗效总有效率为 77.44%，且临床用药安全，研究期间未发现与该药相关的不良反应，为急性气管-支气管炎患者提供了一种新的治疗选择。

作为连花清瘟胶囊/颗粒的“姊妹药”，连花清咳片在该类咳嗽领域预计会有较好的发展前景，有助于提升公司产品在呼吸疾病领域的市场竞争力，未来有望成为公司新的业务增长点。

### 3.4 糖尿病领域——津力达颗粒有效治疗 2 型糖尿病

**津力达颗粒**是首次应用络病理论探讨消渴（糖尿病）发病规律与治疗所指导研发的用于治疗 2 型糖尿病的专利新药，药效实验证实其具有保护胰岛  $\beta$  细胞、改善胰岛微循环、抗氧化应激、调节血糖调节激素、保护血管内皮细胞等作用，同时还可改善胰岛素抵抗，可用于初发 2 型糖尿病、血糖控制不良的 2 型糖尿病、糖耐量异常以及糖尿病并发症的患者，在 2 型糖尿病预防、治疗及糖尿病并发症防治中均有疗效。津力达颗粒为国家医保目录乙类品种、国家基本药物目录品种，2015 年被列入《中国药典》目录。

图表 46 津力达颗粒商品图

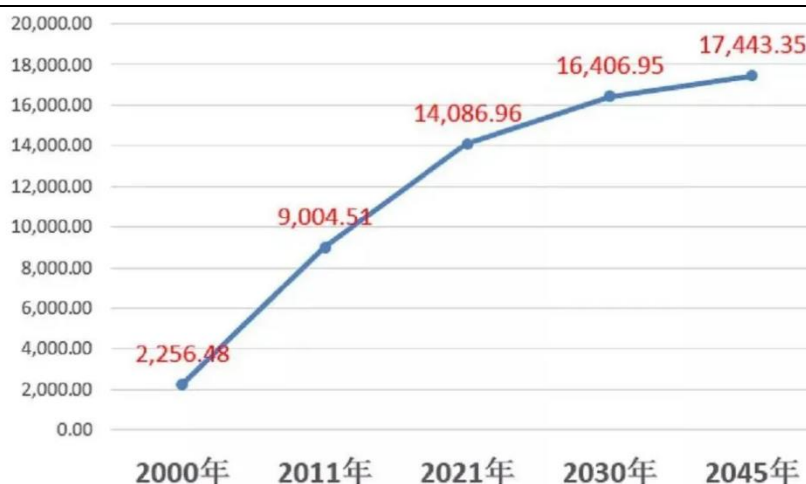


资料来源：公司官网，华安证券研究所

根据《2021IDF 全球糖尿病地图（第 10 版）》，过去的 10 年间（2011 年~2021 年），我国糖尿病患者人数由 9000 万增加至 1 亿 4000 万，增幅达 56%，其中约 7283 万名患者尚未被确诊，比例高达 51.7%。未来 20 余年，虽然我国糖尿病患病率增幅会趋于下降，但患者总数将增加到 2030 年的 1.64 亿和 2045 年的 1.75 亿。



图表 47 糖尿病患者数量预估（2000-2045 年）



资料来源：《2021IDF 全球糖尿病地图（第 10 版）》，华安证券研究所

从医疗终端产品份额情况看，米内网数据显示，津力达颗粒在 2020 年公立医疗市场中成药糖尿病用药中所占市场份额为 8.16%，销售排名位列第 4 名。

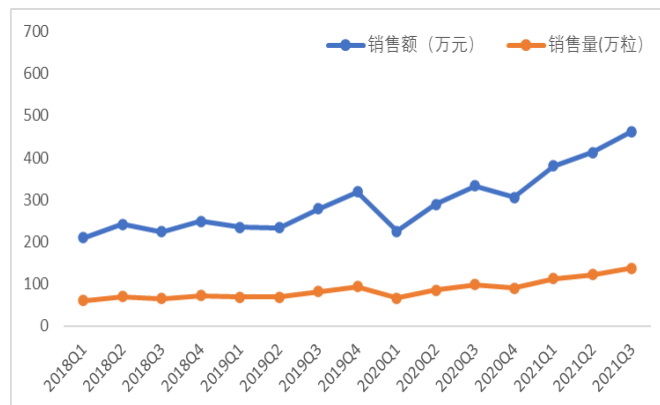
图表 48 2020 年中国公立医疗市场中成药糖尿病用药销售收入 TOP4

排名	产品名称	市场份额
1	消渴丸	34.07%
2	木丹颗粒	9.92%
3	参芪降糖颗粒	8.36%
4	津力达颗粒	8.16%

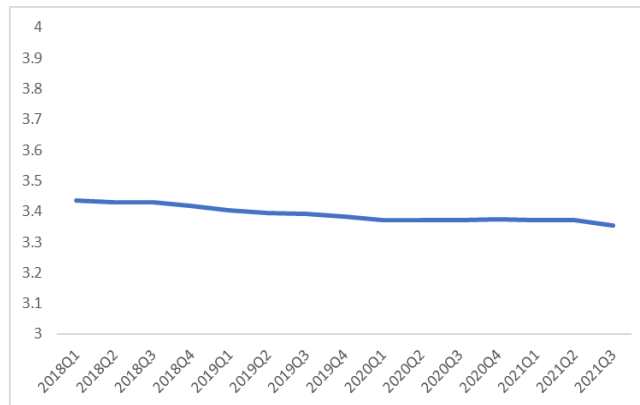
资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

**津力达颗粒销售数据。销售额与销量迅速提升。**根据样本医院销售数据统计，津力达颗粒的销售额和销量在 2021 年迅速提升，2021 年第一季度的销量为 112.95 万袋，较 2020 年第四季度提升 24.49%，销售额为 380.81 万元，较 2020 年第四季度提升 34.35%。销售均价略微下降，维持在 3.37 元/袋左右。（Wind 医药库抽样数据）

图表 49 津力达颗粒近几年销量&销售收入情况（抽样） 图表 50 津力达颗粒近几年销售均价（每袋）（抽样）



资料来源：Wind 医药库，华安证券研究所



资料来源：Wind，华安证券研究所

**津力达颗粒竞争优势。**津力达颗粒作为公司六大专利产品之一，以其卓越的临床疗效陆续进入多个临床专家共识或诊疗方案，为产品学术推广创造了有利条件，也为公司产品更好的服务于临床奠定良好的基础。

图表 51 津力达颗粒进入诊疗指南、专家共识和教材情况

发布机构	文件名称
国家中医临床研究基地中医药防治糖尿病临床研究联盟	《糖尿病中医药临床循证实践指南》2016
中华中医药学会	《糖尿病周围神经病变中医临床诊疗指南》2016
世界中医药学会联合会	《国际中医药糖尿病诊疗指南》2017
中国标准化协会、中华中医药学会、中国中医科学院	《中成药临床应用指南-糖尿病分册》2018
中华医学会	《中国 2 型糖尿病防治指南》2017 版/2020 版 《中国 2 型糖尿病诊疗标准 2019》（2017 版指南的英文版）
中国微循环学会	《糖尿病微循环障碍临床用药专家共识》2017 版/2021 版

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

### 3.5 前列腺用药领域——夏荔芪胶囊健脾益肾

**夏荔芪胶囊**是首次应用络病理论探讨前列腺疾病发病规律与治疗，指导研发的专利新药，以疏通络脉为基本法则，具有健脾益肾、散结通络功效，可用于治疗轻中度良性前列腺增生、慢性细菌性前列腺炎、慢性无菌性前列腺炎、盆痛综合征。

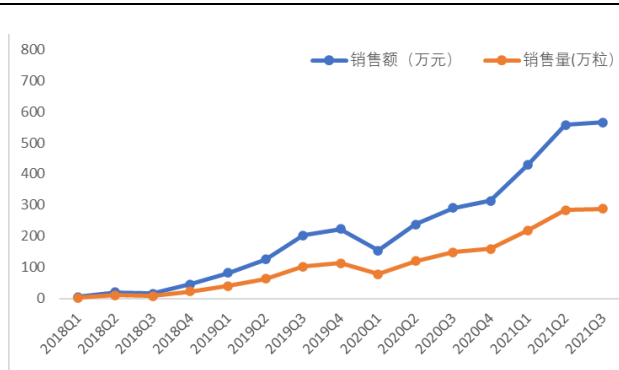
图表 52 夏荔芪胶囊商品图



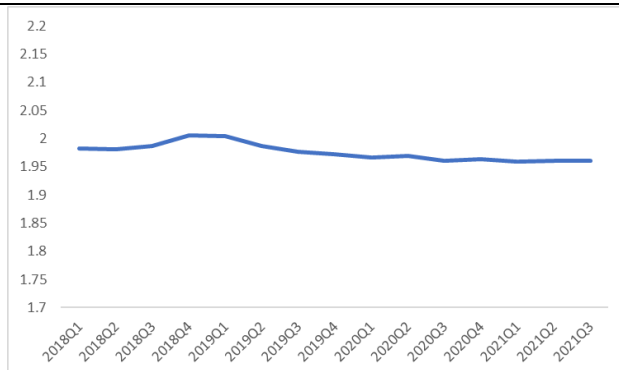
资料来源：公司官网，华安证券研究所

**夏荔芪胶囊销售数据。销售额与销量快速提升。**根据样本医院销售数据统计，夏荔芪胶囊的销售额和销量在近几年快速提升逐渐提升。在 2021 年第二季度销售额为 557.45 万元，同比增长 29.71%，销量为 284.41 万粒，同比增长 28.26%。销售均价略微降低，并维持在 1.96 元/粒左右。（Wind 医药库抽样数据）

图表 53 夏荔芪胶囊近几年销量&销售收入情况（抽样） 图表 54 夏荔芪胶囊近几年销售均价（每袋）（抽样）



资料来源：Wind 医药库，华安证券研究所



资料来源：Wind，华安证券研究所

**夏荔芪胶囊竞争优势。**夏荔芪胶囊作为公司六大专利产品之一，以其卓越的临床疗效陆续进入多个临床专家共识或诊疗方案。相关研究证实夏荔芪胶囊具有抑菌抗炎、抗氧化、抗增殖促凋亡机制，能够快速缓解尿频、尿急、排尿无力、疼痛等下尿路症状。治疗前列腺增生、前列腺炎可快速改善尿频尿急排尿无力等症状，副作用少、长期服用可延缓疾病进展、减少复发，具有快治慢养疗效特点。该药被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020 版）》。

图表 55 夏荔芪胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况

发布机构	文件名称
中国中医药信息学会	《良性前列腺增生多学科诊疗指南》2020
中华医学会男科学分会	《中国男科疾病诊断治疗指南与专家共识》2021

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

### 3.6 其他领域——抗衰老、神经、肿瘤领域全面布局

公司在**抗衰老、神经系统、肿瘤领域**也布局了系列产品，使公司专利新药阵列不断丰富，为市场开和规模提升提供了有力支撑。

图表 56 其他领域产品

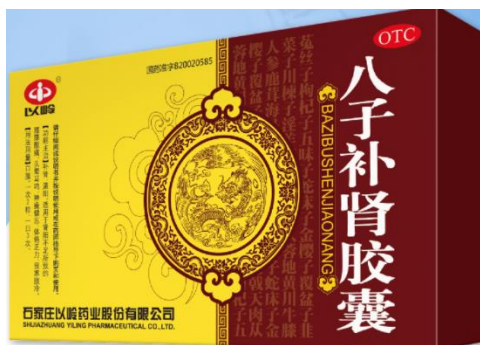
产品名称	适应症	特点
八子补肾胶囊	抗衰老	OTC 甲类药品
枣椹安神口服液	失眠、多梦、心烦、注意力不集中、头昏、脑力活动效率低	OTC 产品
养正消积胶囊	肿瘤	医保乙类，多个省市列入基药目录

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

**八子补肾胶囊**是公司应用络病理论指导研发的具有抗衰老作用的 OTC 甲类药品，是治疗肾精亏虚、精不化气、气不化神的代表性方药。经多项现代研究表明，在抗衰老

上有良好效果，经实验研究证实具有抗骨骼衰老、改善神经衰老、延缓生殖衰老、抗血管衰老、改善氧化衰老、改善免疫衰老等作用。

图表 57 八子补肾胶囊商品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**八子补肾胶囊竞争优势。**经多项现代研究表明，八子补肾胶囊在抗衰老上有良好效果，经实验研究证实具有抗骨骼衰老、改善神经衰老、延缓生殖衰老、抗血管衰老、改善氧化衰老、改善免疫衰老等作用。

图表 58 八子补肾胶囊实验研究情况

研究机构	研究结论
北京中医药大学糖尿病研究中心	八子补肾胶囊可能通过调节沉默信息调节蛋白 Sirt6、端粒酶逆转录酶 TERT、肿瘤抑制蛋白 P53 相关信号通路提高机体免疫功能、改善氧化诱导端粒酶的活性下降，从而发挥其延缓衰老的作用。
南京中医药大学	八子补肾胶囊可以补充雌激素，激活雌激素受体，系统调节血清代谢物谱紊乱，阻断血管炎症反应，减轻炎症介导的血管内皮细胞损伤，具有抑制动脉粥样硬化斑块形成的作用。
河北医科大学第二医院、河北省人民医院、河北医科大学第三医院	八子补肾胶囊能明显改善腰膝酸软、神疲乏力、头晕耳鸣、健忘、性欲减退等症状。

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

**枣椗安神口服液**属 OTC 产品，在改善睡眠质量、提高脑力效率、缓解压力紧张综合征引起的失眠、多梦、心烦、注意力不集中、头昏、脑力活动效率低方面具有良好效果。

图表 59 枣椹安神口服液商品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**枣椹安神口服液竞争优势。**经多项现代研究表明，枣椹安神口服液在改善睡眠质量、提高脑力效率、缓解压力紧张综合征引起的失眠、多梦、心烦、注意力不集中、头昏、脑力活动效率低方面具有良好效果。

图表 60 枣椹安神口服液实验研究情况

研究机构	研究结论
河北医科大学中医学院中医药理教研室	枣椹安神口服液具有提高睡眠率，改善记忆力，对脑缺氧有明显保护作用，并且提升运动耐力和抗低温能力。
河北省人民医院、河北省医科大学第二医院、河北省医科大学第三医院	枣椹安神口服液可明显延长患者夜间睡眠时间，改善患者的醒后精神状态，对失眠、健忘、眩晕、神疲乏力、腰膝酸软有良好的改善作用。

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

**养正消积胶囊**以络病理论为指导研发，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，联合放化疗可减毒增效，调节免疫，提高肿瘤患者生活质量，服用该药 1-2 周后，食欲饮食明显增加，体重增加，体力增强，成为肿瘤患者康复与姑息治疗首选用药。

图表 61 养正消积胶囊商品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**养正消积胶囊竞争优势。**养正消积胶囊作为公司六大专利产品之一，以其卓越的临床疗效陆续进入多个临床专家共识或诊疗方案，为产品学术推广创造了有利条件，也为公司产品更好的服务于临床奠定良好的基础。

图表 62 养正消积胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况

发布机构	文件名称
中国癌症基金会	《中国肿瘤心理临床实践指南》2020 版
中华医学会	《中国癌症癌因性疲乏临床实践指南》2020
中国抗癌协会	《乳腺癌中西医结合专家诊疗共识》2020

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

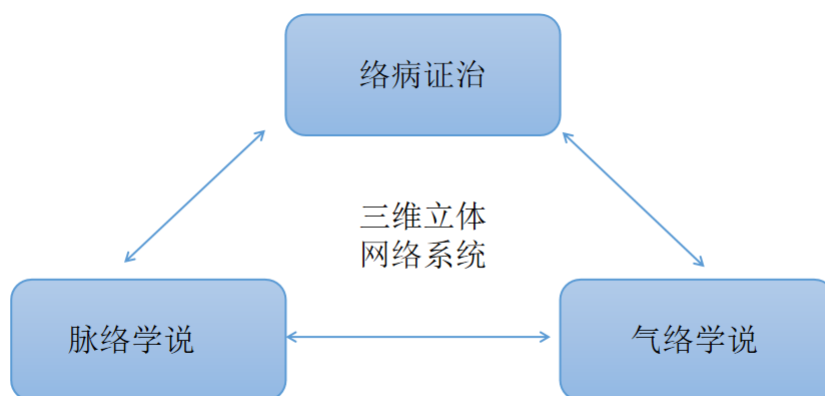
## 4 公司研发续航能力强

### 4.1 络病证治理论推动公司研发平台建设

以岭药业深耕中医药产业 27 年，企业创始人吴以岭院士更是致力于中医理论的传承创新，首次建立“络病证治”理论体系，并以络病理论创新带动专利新药研发，形成了公司独具优势的科技核心竞争力。围绕心脑血管病、糖尿病、肿瘤以及呼吸、神经、泌尿系统疾病等发病率高、市场用药量大的六大类疾病，开发出一系列拥有自主知识产权的 10 余个专利中药，在医药行业形成了独具特色的产品布局优势，在心脑血管病和感冒呼吸系统疾病用药领域已经处于行业领先地位。



图表 63 络病证治理论体系



资料来源：公司官网，公司年报，华安证券研究所

公司目前共有 13 个专利中药，其中，8 个列入国家医保目录，5 个列入国家基本药物目录。

图表 64 公司专利中药

产品	国家医保目录	国家基药目录
通心络胶囊	甲类	是
参松养心胶囊	甲类	是
芪苈强心胶囊	甲类	是
连花清瘟胶囊/颗粒	甲类	是
连花清咳片	乙类	-
津力达颗粒	乙类	是
养正消积胶囊	乙类	-
夏荔芪胶囊	乙类	-
八子补肾胶囊	-	-
参灵蓝胶囊	-	-
枣椹安神口服液	-	-
解郁除烦胶囊	-	-
益肾养心安神片	-	-

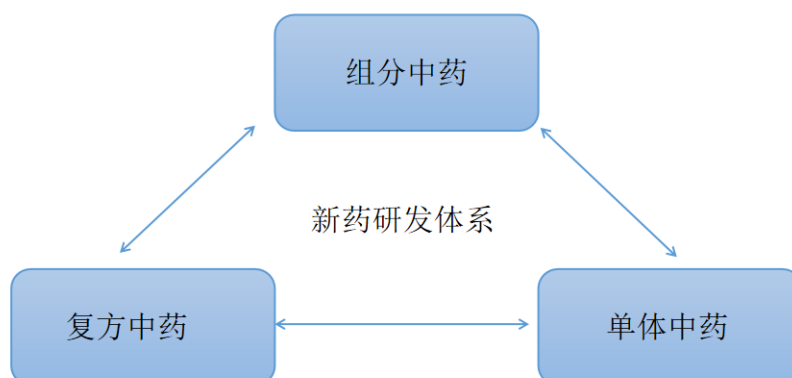
资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司坚持以科技创新促进企业快速发展，建立了以中医络病理论创新为指导的新药研发技术体系，具备复方中药、组分中药、单体中药各类中药新药研发和化药仿创药研发能力，技术成果在国内同行业中处于领先地位。公司始终致力于技术创新提升中药高科技内涵，通过承担和实施国家重大技术创新项目，建立了中药超微粉碎（国家技术发明二等奖）、超临界萃取及超声逆流提取（国家十一五科技支撑）、大孔树脂纯化、薄膜蒸发、带式真空干燥、冷冻干燥、固体分散等中药粉碎、提取、

除杂、浓缩、干燥和制剂技术，建立了多成分快速定量检测、快速定量指纹图谱、超高速液相-液质联用、薄层色谱快速成像等技术体系，形成了**中药研发关键技术、中药质量控制及标准制作技术、药理及安全性评价**三个技术平台，实现了新药从药材资源到制剂的全面质量控制及数字化在线监测，构建了具有系统性、成熟性、先进性的企业药物集成创新技术体系，为创新药物的研发和产业化奠定了基础。

公司始终坚持以市场为龙头、以科技为先导的科技创新发展战略，创立“**理论-临床-科研-产业-教学**”五位一体的独特运营模式，遵循中医药学科规律，将“**理论+临床+新药**”有机结合，建立起以中医络病理论创新为指导的新药研发创新技术体系。

图表 65 新药研发体系

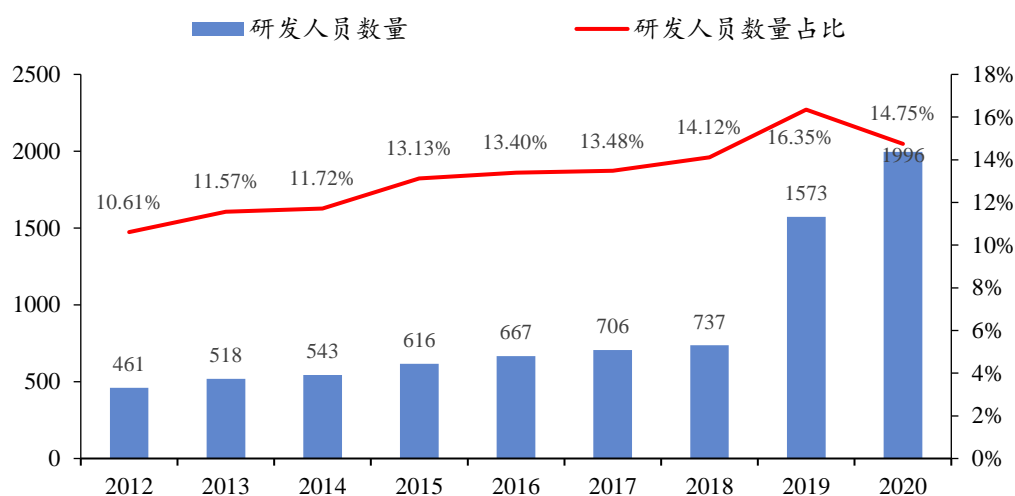


资料来源：公司年报，公司官网，华安证券研究所

## 4.2 高素质研发团队助力企业快速发展

公司建立了高素质的科研和管理团队，构成了以院士为学术带头人、以归国专家、外籍专家、博士、硕士等高层次人才为骨干的研发队伍，知识结构合理、年龄梯队科学，多学科优势组合，列入河北省首批“巨人计划”团队，获得“高层次创新团队”的荣誉称号，具备充足的开展创新药物研发的实力。公司投资建设石家庄生物医药院士工作站，邀请国内两院院士和知名专家，围绕新药研发关键环节的创新技术体系，发挥科技咨询、人才培养、项目引进、成果转化作用，目前已有近 30 位工程院、科学院医药领域的院士签约进站。公司与北京大学、清华大学、广州中科、上海药物所等科研院所合作进行新药开发，形成了以企业为中心，高校、科研院所广泛参与、人才交换培养、资源共享协作的联合开发平台。目前公司的研发人员数量也在逐年递增，2019 年前的研发人员数量占公司所有人员数量的占比也一直在增长。

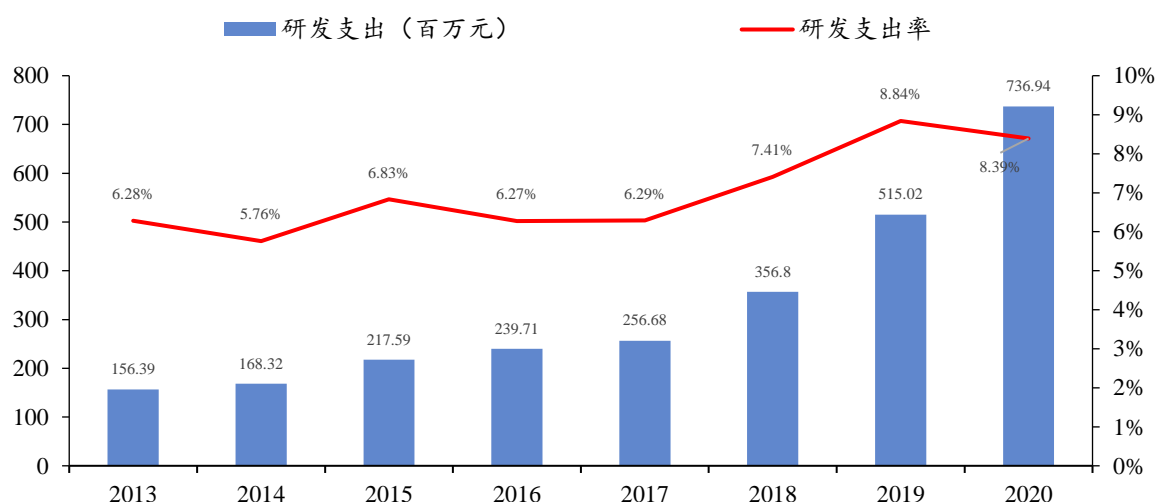
图表 66 公司历年研发人员数量



资料来源：公司年报，华安证券研究所

以岭药业始终坚持以科技创新促进企业快速发展，始终致力于用通络中药防治心脑血管病、糖尿病、肿瘤等疾病的持续研究，研发支出也从2013年的1.56亿元增长至2020年的7.37亿元，占企业营业收入的比例从6.28%提高至8.39%。

图表 67 公司历年研发支出



资料来源：Wind，公司年报，华安证券研究所

### 4.3 在研管线产品种类丰富

公司围绕中药品种研发，聚焦于心脑血管、呼吸、消化、内分泌、免疫、泌尿、妇科、儿科等中医药优势特色治疗领域。公司目前已获临床批件品种涉及内分泌、泌尿系统、消化系统、风湿、儿科呼吸系统疾病等。在研立项品种涵盖心血管系统、神经系统、呼吸系统、内分泌代谢系统、消化系统、妇科、儿科等疾病，分别处于新药研发不同阶段。

图表 68 已获批准进入临床的中药品种研发进展

名称	类别	适应症	进展
益肾养心安神片 (曾用名: 百灵安神片、枣椗健脑安神片)	中药 6	失眠症	已获批 (2021.09.03)
解郁除烦胶囊 (曾用名: 解郁除烦胶囊)	中药 1.1	轻、中度抑郁症	已获批 (2021.12.16)
络痹通片	中药 1.1	类风湿性关节炎	开展临床研究
柴黄利胆胶囊	中药 1.1	慢性胆囊炎	开展临床研究
鼻窍通片 (曾用名: 玉屏通窍片)	中药 1.1	过敏性鼻炎	开展临床研究
小儿莲花清感颗粒	中药 1.1	儿童感冒	获批进入临床

资料来源：2021 年半年度报告，华安证券研究所

## 5 海外市场前景广阔

### 5.1 寻求海外市场，促进中药国际化

公司的中药国际化进程在加速推进中。公司在危机中育新机，于变局中开新局，面对国外疫情的变化情况和不断增长的市场需求，公司快速调整经营策略，加快海外市场注册，积极开拓海外市场。2020 年，公司积极进行国际化战略布局，成立了国际贸易中心。国贸中心专注于海外贸易拓展，不仅要“走出去”——将高品质中医药推向全球，还将“引进来”——把海外优秀技术和产品引入国内。公司国贸中心于 2021 年初在海南注册成立全资子公司，将以此为国际贸易平台，开展包括中药、化药、健康品的进出口以及中医药技术输出和海外先进技术引入等业务，为公司提供新的利润增长点。

图表 69 公司部分产品出海状况

时间	产品	详情
2022.1	莲花清瘟胶囊	利比里亚注册证书
2021.12	拉莫三嗪缓释片	美国 FDA 批准文号
2021.11	帕罗西汀片	美国 FDA 批准文号
2021.6	莲花清瘟胶囊	乌克兰药品注册批文
2021.4	一次性医用口罩、一次性外科口罩 (无菌)	EC 认证证书
2021.3	莲花清瘟胶囊	肯尼亚植物药注册批文
2021.1	莲花清瘟胶囊	乌兹别克斯坦药物注册批文
2021.1	莲花清瘟胶囊	蒙古国药物注册批文
2020.12	莲花清瘟胶囊	巴布韦补充药物注册批文
2020.12	莲花清瘟胶囊	乌克兰膳食补充剂注册批文
2020.11	莲花清瘟胶囊	俄罗斯膳食补充剂注册批文
2020.9	莲花清瘟胶囊	乌干达植物药注册批文
2020.9	莲花清瘟胶囊	毛里求斯中成药注册批文
2020.9	莲花清瘟胶囊	科威特药品注册证书

2020.9	一次性医用口罩 (非无菌)	CE 符合性认可
2020.8	连花清瘟胶囊	吉尔吉斯斯坦食品补充剂注册证书
2020.8	连花清瘟胶囊	菲律宾药品注册证书
2020.6	连花清瘟胶囊	老挝药品注册证书
2020.5	连花清瘟胶囊	新加坡注册批文
2020.4	连花清瘟胶囊	厄瓜多尔注册批文
2020.3	连花清瘟胶囊	泰国卫生部现代植物药注册批文
2020.3	塞来昔布胶囊	美国 FDA 批准文号
2018.1	非洛地平缓释片	美国 FDA 批准文号
2018.8	连花清瘟胶囊	香港中成药注册批件
2018.6	环丙沙星片	美国 FDA 批准文号
2018.3	阿昔洛韦片	美国 FDA 批准文号
2015.12	连花清瘟胶囊	进入美国 FDAII 期临床研究

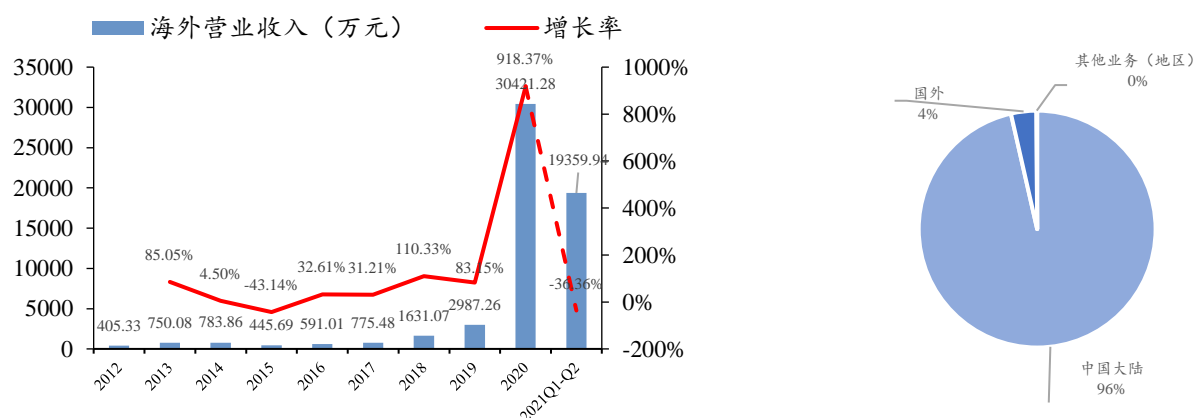
资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

## 5.2 抗疫明星——连花清瘟胶囊，海外市场空间大

从公司历年海外历年海外营业收入来看，在 2019 年之前，海外营业收入一直是缓慢增长。2020 年，新冠疫情爆发，公司海外多款产品的总营业收入达到 30,421.28 万元，增长率达 918.37%。2021 年半年报也显示上半年海外营业收入达到 19,359.94 万元，连花清瘟胶囊在其中具有不小的贡献。2021 前三季度，公司连花清瘟产品实现营业收入 33.7 亿元，占公司总营业收入 41.6%。

连花清瘟胶囊分别以“中成药”、“药品”、“植物药”、“天然健康产品”、“食品补充剂”、“现代植物药”、“天然药物”等身份注册获得国外上市许可，对公司拓展海外市场带来积极影响。不过目前从公司营业收入的地区占比来看，海外销售收入占公司营业总收入的比例还是比较低的，在 2020 年海外营业收入较高的情况下，占比也仅为 4%。

图表 70 海外营收状况



资料来源：Wind 主营构成，华安证券研究所

抗疫明星中成药连花清瘟的海外市场持续扩大。2022 年 1 月 26 日晚，以岭药业公告，公司近日收到由利比里亚共和国药品和保健品监督管理局核准签发的药品保健品注册证书，批准公司产品连花清瘟胶囊在该国以 OTC 药品身份注册。据了解，

利比里亚是连花清瘟在非洲第 7 个获批上市的国家。全球范围内，连花清瘟已在俄罗斯、加拿大、印度尼西亚、科威特等 27 个国家和地区获得注册批文或进口许可，在全球疫情防控中发挥了积极作用。

不仅海外市场持续扩大，疫情以来，因为出色的疗效，连花清瘟还获得了众多国家的认可。除中国以外，连花清瘟在科威特、蒙古国等国获批新冠适应症；在乌兹别克斯坦，连花清瘟入选了该国卫生部发布的抗疫药品白名单；在泰国、柬埔寨、印度尼西亚，连花清瘟获准进入新冠肺炎定点医院，用于治疗当地患者。2021 年 7 月，连花清瘟还入选了柬埔寨卫生部发布的新冠肺炎轻症患者居家治疗方案，这也是我国药品首次进入海外国家的新冠肺炎治疗方案。

此外公司正在积极生产，以供应国内国际市场的抗疫需求。目前公司连花清瘟胶囊生产正常，有充足的备货，可以保障国内国际市场供应。在供给满足的情况下，海外疫情带来对连花清瘟胶囊的需求也会持续增长一段时间，从而带来海外市场空间的扩大，同时，连花清瘟产品的出海在一定程度上也会对公司其他产品拓宽海外市场起到积极作用。

## 6 业绩拆分与投资建议

### 6.1 公司业绩拆分与估值对比

公司的主要品种包括心脑血管类产品、呼吸系统类产品、其他专利产品、其他主营业务（化生药等）。其中 2020 年心脑血管领域占整个生意贡献的 39%左右，呼吸系统类产品占 48%左右、其他专利产品占 3%、其他主营业务（化生药等）占 9%左右。

心脑血管领域中，通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊均为国家医保甲类品种、基本药品目录品种，并且入选多项指南，具有良好的放量基础。公司产品获得生命科学领域科技进步一等奖并且进行了营销结构的优化，根据现有业务，我们给予心脑血管领域 35.00%/21.00%/19.00%的增速。

呼吸系统领域中，连花清瘟胶囊为甲类医保、连花清咳片为乙类医保，并且在感冒药领域排名中均处于公立医院和零售终端的第一位，市场认知度良好。后续也有多项询证在开展中。基于 2020 年疫情影响的高基数和后续产品的扩容情况，我们给予 -4.70%/15.50%/17.00%的增速。

其他专利产品包括糖尿病、肿瘤、抗衰老、神经、泌尿系统等，布局广泛，提量空间大。我们给予 100%/51%/50%的增速。

其他主营业务（化生药等）包括盐酸二甲双胍、克拉霉素等贡献了一定的业绩，后续有多个产品进入临床阶段，未来随着产品的获批也将带来一定的增量。我们给予 20.00%/12.00%/12.00%的增速。

其他类的业务因占比较小，统一测算，给予 7.30%/7.51%/8.12%的增速。



图表 71 公司各模块收入预测

以岭药业	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	48.15	58.25	87.82	102.45	122.70	147.17
YoY	17.97%	20.99%	50.76%	16.66%	19.77%	19.94%
营收成本	16.31	21.06	31.18	34.90	41.76	50.11
毛利润	31.84	37.19	56.64	67.55	80.94	97.06
YoY	14.63%	16.82%	52.30%	19.26%	19.82%	19.91%
归母净利润	5.99	6.07	12.19	13.42	16.12	19.53
YoY	10.82%	1.21%	100.95%	10.09%	20.12%	21.15%
<b>分产品线</b>						
心脑血管类	28.05	30.96	34.47	46.53	56.31	67.01
YoY	1.10%	10.39%	11.31%	35.00%	21.00%	19.00%
毛利率	69.29%	69.76%	69.59%	69.55%	69.60%	69.62%
呼吸系统类	12.05	17.03	42.56	40.56	46.85	54.81
YoY	84.98%	41.34%	149.89%	-4.70%	15.50%	17.00%
毛利率	68.25%	66.72%	69.04%	69.04%	68.84%	68.64%
保健饮品类（其他专利产品）	0.30	0.40	3.02	6.04	9.12	13.68
YoY	16.75%	33.94%	654.72%	100.00%	51.00%	50.00%
毛利率	32.37%	29.76%	61.80%	61.82%	61.83%	61.84%
其他主营业务	7.62	9.63	7.69	9.23	10.34	11.58
YoY	23.23%	26.43%	-20.13%	20.00%	12.00%	12.00%
毛利率	52.83%	42.22%	17.76%	37.01%	37.03%	37.05%
其他业务	0.13	0.23	0.08	0.09	0.09	0.10
YoY	10.23%	74.52%	-62.85%	7.30%	7.51%	8.12%
毛利率	43.99%	19.14%	46.96%	40.01%	40.02%	40.03%

资料来源：公司年报，公司公告，华安证券研究所

综上，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 102.45 亿元，122.70 亿元，147.17 亿元，分别同比增长 16.66%、19.77%、19.94%，归母净利润分别为 13.42 亿元、16.12 亿元、19.53 亿元，同比增长 10.12%、20.13%、21.16%，对应的 PE 为 32.73X/27.25X/22.49X。

### 可比公司估值

基于公司的主营业务为中药，产品结构包含心脑血管领域、感冒呼吸领域、糖尿病领域、肿瘤领域等，并拥有院内、院外等多渠道销售，选取包括健民集团、新天药业、同仁堂、天士力、片仔癀等作为可比公司。截至 2022 年 03 月 04 日，可比公司 2021-2023 年平均 PE 为 47.11X/34.05X/27.60X。公司估值低于可比公司平均水平。

图表 72 可比公司估值情况

编号	证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1	600976.SH	健民集团	92.35	3.23	4.26	5.41	28.57	21.68	17.07
2	002873.SZ	新天药业	36.78	1.01	1.37	1.88	36.41	26.94	19.56
3	600085.SH	同仁堂	626.90	12.79	15.17	17.90	49.01	41.33	35.02
4	600535.SH	天士力	229.05	17.42	13.26	14.71	13.15	17.27	15.57
5	600436.SH	片仔癀	1907.45	24.33	30.26	37.56	108.4	63.05	50.79
6	600557.SH	康缘药业	77.55	4.33	5.18	6.09	17.90	14.96	12.74
		行业平均					47.11	34.05	27.60
7	002603.SZ	以岭药业	439.23	13.42	16.12	19.53	32.73	27.25	22.49

资料来源：Wind（一致预期，2022/03/04，以岭药业为华安证券预测），华安证券研究所

## 6.2 投资建议：

### ● 政策端加强中药扶持，市场空间广阔

2016 年以来，我国针对中药每年都在出台相关利好政策，包括推动上游药材规范、中医中药人才建设、医联体强化、新药申报审批减免/加速等。同时整个中药行业综合营收及利润也在逐年增长，2011-2020 营收和利润 CAGR 均为 16%。从细分领域来看，中药包括中成药、中药材、中药饮片、中药注射剂、中药配方颗粒等，其中中成药作为我国中药市场中的第一大品类，预计 2025 年市场规模可到达 7879.3 亿元。

### ● 三大业务板块构建核心产品群，业绩增长和新药续航并存

公司积极布局多产业，构建了专利中药、化生药、健康产业协同发展的格局。目前拥有专利新药 13 个，涵盖了心脑血管病、呼吸、糖尿病、肿瘤、神经、泌尿等临床多发、重大疾病领域，已形成较为丰富的产品群，心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域已经处于行业领先地位，通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊已成为临床相关疾病防治的基础用药。化生药方面，盐酸二甲双胍片等多个通过国家一致性评价产品，中选国家药品集中采购。公司着力研发具有自主知识产权的专利创新药，已有 4 个一类创新药品种进入临床阶段，其中 1 个已进入三期临床，多个一类创新药处于临床前研究阶段。健康产业方面，一是打造以连花呼吸健康为核心、“通络、养精、动形、静神”为重点的系列产品，特别是静神双品优势品种，为健康产业发展提供充足的资源储备；二是针对健康人群、亚健康人群和慢病人群提供健康管理服务，充分发掘医药健康一站式服务优势和内涵，打造健康管理新模式。细分来看，（1）心脑血管领域 3 大创新中药通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊均纳入甲类医保和基药目录，贡献公司一半左右业绩，借助良好的品牌知名度和营销优化，预计 2021-2023 CAGR 超过 20%。（2）呼吸系统类药物包括连花清瘟胶囊和连花清咳片等，在院内院外中药感冒药市场份额中均处于前列。疫情中品牌提升为持续增加后续份额打下了坚实的基础，预计 2021-2023 CAGR 超过 15%（3）多个其他专利中药及化生药物持续临床开发，现有业绩叠加新药上市将带来更长续航能力。（4）疫情相关及大健康等产业寻求海外市场，为公司业绩提供额外增速。

### ● “络病证治”理论体系打造科研核心竞争壁垒

公司系统构建的络病理论体系分为络病学、脉络学、气络学三个部分，是三维立体的网络系统，从时间、空间、功能一致性的角度来进行探讨和研究。同时，公司遵循中医学规律，将“理论+临床+新药”有机结合，全面打造组分中药、复方中药、单体中药相结合的新药研发体系。在院士的带领下，公司研发投入和研发人员数量逐年递增，并以归国专家、外籍专家、博士、硕士等高层次人才作为研发骨干，坚持科技创新促进企业发展。后续有众多创新中药、创新化生药等进入临床和获批上市，前景可期。

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 102.45 亿元，122.70 亿元，147.17 亿元，分别同比增长 16.66%、19.77%、19.94%，归母净利润分别为 13.42 亿元、16.12 亿元、19.53 亿元，同比增长 10.12%、20.13%、21.16%，对应的 PE 为 32.73X/27.25X/22.49X 我们看好公司现有心脑血管中药、呼吸系统中药、其他中药、化生药物及健康产业领域产品借助良好的品牌力、临床疗效所带来的放量能力。同时也看好公司以“络病证治”理论体系打造的科研壁垒。公司后续中药创新药及化生药物的逐步兑现将带来估值进一步提高。我们首次覆盖，给予公司“买入”的评级。

## 风险提示：

- 研发进度不及预期，中药研发相比化药和生物药较慢，研究入组需要一定的时间，存在入组不顺利，结果分析不明确等影响因素，并且新产品审批流程及周期存在不确定性。
- 市场开发进度不及预期，医院端及院外市场开发需要结合各地区政策完成开发流程，并且多数医院药事会的开展会有固定的时间节点，开发节奏存在不确定性。
- 药品销售不及预期，成熟市场推广存在增速缓慢的可能，新兴市场药品销售需要一定的市场导入期。市场对于二次开发产品及新品种接受度存在不确定性。
- 政策变化情况，医药市场受政策影响较大，申报流程变更、医保降价、集采降价等对于药品注册及放量存在政策性的不确定影响。

财务报表与盈利预测：

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5459	6247	8032	10238	<b>营业收入</b>	8782	10245	12270	14717
现金	1337	672	1300	2142	营业成本	3118	3490	4176	5011
应收账款	1133	1321	1583	1898	营业税金及附加	136	172	206	247
其他应收款	15	17	20	24	销售费用	3035	3886	4608	5499
预付账款	332	371	444	533	管理费用	400	533	663	809
存货	1580	1769	2116	2539	财务费用	-2	4	0	0
其他流动资产	1063	2096	2568	3101	资产减值损失	-58	-20	-20	-20
<b>非流动资产</b>	6033	6330	6601	6847	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	24	36	43	52
固定资产	2928	2931	2919	2892	<b>营业利润</b>	1438	1558	1864	2250
无形资产	480	509	528	536	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	2625	2890	3155	3419	营业外支出	17	36	35	34
<b>资产总计</b>	11492	12577	14633	17085	<b>利润总额</b>	1422	1523	1829	2216
<b>流动负债</b>	2239	1516	1963	2465	所得税	208	183	220	266
短期借款	270	0	0	0	<b>净利润</b>	1215	1340	1610	1950
应付账款	990	927	1109	1331	少数股东损益	-4	-2	-2	-3
其他流动负债	978	589	854	1134	<b>归属母公司净利润</b>	1219	1342	1612	1953
<b>非流动负债</b>	330	330	330	330	EBITDA	1743	1786	2084	2463
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.02	0.80	0.96	1.17
其他非流动负债	330	330	330	330					
<b>负债合计</b>	2569	1846	2293	2795					
少数股东权益	4	2	0	-3					
股本	1204	1671	1671	1671					
资本公积	2932	2932	2932	2932					
留存收益	4784	6126	7738	9691					
归属母公司股东权	8919	10728	12340	14294					
<b>负债和股东权益</b>	11492	12577	14633	17085					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1586	-127	1340	1535	<b>成长能力</b>				
净利润	1219	1342	1612	1953	营业收入	50.8%	16.7%	19.8%	19.9%
折旧摊销	275	302	317	333	营业利润	102.5%	8.3%	19.6%	20.7%
财务费用	4	4	0	0	归属于母公司净利	100.9%	10.1%	20.1%	21.2%
投资损失	-24	-36	-43	-52	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	110	-1792	-598	-751	毛利率（%）	64.5%	65.9%	66.0%	66.0%
其他经营现金流	1112	3188	2263	2755	净利率（%）	13.9%	13.1%	13.1%	13.3%
<b>投资活动现金流</b>	-1040	-730	-712	-693	ROE（%）	13.7%	12.5%	13.1%	13.7%
资本支出	-1144	-485	-475	-464	ROIC（%）	13.6%	12.2%	12.6%	13.1%
长期投资	79	-282	-282	-282	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	25	37	44	53	资产负债率（%）	22.4%	14.7%	15.7%	16.4%
<b>筹资活动现金流</b>	-23	193	0	0	净负债比率（%）	28.8%	17.2%	18.6%	19.6%
短期借款	220	-270	0	0	流动比率	2.44	4.12	4.09	4.15
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.58	2.71	2.79	2.91
普通股增加	0	467	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.76	0.81	0.84	0.86
其他筹资现金流	-243	-4	0	0	应收账款周转率	7.75	7.75	7.75	7.75
<b>现金净增加额</b>	521	-665	628	842	应付账款周转率	3.15	3.77	3.77	3.77

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	1.02	0.80	0.96	1.17	P/E	24.97	32.73	27.25	22.49
每股经营现金流	1.32	-0.08	0.80	0.92	P/B	3.44	4.09	3.56	3.07
每股净资产	7.41	6.42	7.39	8.56	EV/EBITDA	17.00	24.21	20.45	16.96

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师简介

**分析师：**谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。