

以岭药业 (002603.SZ)

中药创新浪潮已至，龙头以岭药业乘风而上

以岭药业是国内少有的从中医理论传承创新起步，转化到中药专利新药研发，并取得成功的企业。在政策支持下的中医药大发展中，多年来注重临床疗效并拥有成熟中医药转化体系的以岭药业有望大放异彩。

高层关注，政策发力，中药创新进入崭新的时代。随着党中央、国务院《关于促进中医药传承创新发展的意见》2019年出台，以及习近平总书记任在谈话中提到遵循中医药发展规律，传承精华，守正创新，加快推进中医药现代化、产业化，推动中医药走向世界；改革完善中药审评审批机制，促进中药新药研发和产业发展。近年来，关于支持中医药创新的实质性文件连续出台，2021年中药新药获批12个，数量创近年来新高。

“理论+临床+新药+实验+循证”的中医药转化新模式效果显现，以岭药业进入中药创新收获期。以岭药业“中医络病学说构建及其指导微血管病变防治”获得2019年度国家科技进步一等奖，也是公司自2000年以来获得的第六项国家科学技术奖，近些年硕果累累，源自以岭“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。2020年以来，以岭药业中药新药连花清咳片、苏夏解郁除烦胶囊、益智安神片（均为潜力大品种）连续获批，在各企业中数量领先，目前以岭药业中药管线尚有5个临床品种，约20个临床前品种。

公司心脑血管药物焕发第二春。以岭药业心脑血管三大王牌通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊目前均成长为过10亿品种，心脑血管产品规模21年我们预计超40亿，同比增长30%以上，在此前连续平稳增长后实现加速。持续学术投入获得国内外认可、营销改革及渠道建设是产品放量的核心原因。在国内2022年起老龄化加剧，心脑血管疾病高发，心脑血管药物总体规模约1000亿规模，口服心脑血管中成药行业增速加快的环境下，公司产品有望持续提升渗透率和市占率。

连花清瘟已成国民产品，流感+新冠双重驱动。自上市以来，连花清瘟已通过多项高质量临床实验研究证明了其在甲流、禽流感、乙流、新冠肺炎等疾病的中突出的作用，并获得了20余次国家层面治疗方案的推荐。新冠领域，连花清瘟，并通过临床试验证明其在新冠治疗和预防方面的作用，成果发表在权威国际期刊《Phytomedicine》和《Evidence-based Complementary and Alternative Medicine》上。连花清瘟2020年收入规模超过40亿，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；2021年由于药品购买限制，我们预计收入维持在35-40亿，后续在流感叠加新冠助推下连花清瘟有望恢复两位数增长，并存在超预期可能。公司2020年新获批的莲花清咳有望成为连花清瘟姐妹产品，已进入国家医保，后续有望成为新的大单品。

二线专利产品势头强劲，占比显著提升。公司的其他专利产品2020年收入规模达3亿，涵盖糖尿病、肿瘤、神经、泌尿等重要治疗领域，在津力达胶囊、八子补肾胶囊、夏荔芪胶囊等产品带动下，我们预计公司其他专利产品21年销售规模达6亿，实现翻倍增长。

化生药及大健康有望成为后续增长点。公司化药已经建立了研发平台、一体化原料、制剂国际生产平台和海外销售网络，目前收入规模超3亿，拥有4个临床期1类新药管线，15个产品获得美国FDA批准ANDA。大健康领域公司已经建立完整的“医-药-健-养”产业链布局，目前规模约4亿，后续前景广阔。

盈利预测:预计2021-2023年，公司收入分别为100.63, 119.69, 142.54亿元，同比增长14.6%, 18.9%, 19.1%; 实现归母净利润13.6, 16.5, 20.0亿元，同比增长11.4%, 21.5%, 21.4%，对应PE32/27/22X。公司是中医药创新领军企业，在有利的国家政策环境下有望登上新高度，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示:大品种增速放缓风险，产品降价风险，研发进度不及预期风险，原材料价格波动风险

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,825	8,782	10,063	11,969	14,254
增长率 yoy (%)	21.0	50.8	14.6	18.9	19.1
归母净利润(百万元)	607	1,219	1,358	1,650	2,003
增长率 yoy (%)	1.2	100.9	11.4	21.5	21.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.36	0.73	0.81	0.99	1.20
净资产收益率(%)	7.6	13.6	14.9	16.4	17.6
P/E(倍)	72.4	36.0	32.4	26.6	21.9
P/B(倍)	5.5	4.9	4.8	4.4	3.9

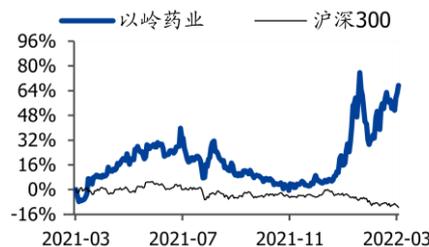
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年3月4日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	中药
3月4日收盘价(元)	26.29
总市值(百万元)	43,922.84
总股本(百万股)	1,670.71
其中自由流通股(%)	82.36
30日日均成交量(百万股)	61.12

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号: S0680520080004

邮箱: yangchunyu@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5068	5459	5814	6006	6409
现金	733	1337	1509	1676	1853
应收票据及应收账款	1117	1133	1180	1213	1266
其他应收款	41	15	49	27	64
预付账款	342	332	440	478	615
存货	1222	1580	1572	1550	1549
其他流动资产	1613	1063	1063	1063	1063
非流动资产	4001	6033	6349	6878	7508
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2743	2942	3427	4036	4688
无形资产	754	737	765	793	825
其他非流动资产	504	2355	2157	2049	1995
资产总计	9069	11492	12163	12884	13917
流动负债	806	2239	2759	2510	2263
短期借款	50	270	794	862	824
应付票据及应付账款	507	1188	1150	835	584
其他流动负债	250	780	815	814	855
非流动负债	310	330	330	330	330
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	310	330	330	330	330
负债合计	1117	2569	3090	2841	2593
少数股东权益	8	4	0	-5	-12
股本	1204	1204	1685	1685	1685
资本公积	2932	2932	2450	2450	2450
留存收益	3935	4915	5656	6463	7288
归属母公司股东权益	7944	8919	9073	10049	11336
负债和股东权益	9069	11492	12163	12884	13917

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	69	1586	1424	1629	1961
净利润	603	1215	1353	1645	1997
折旧摊销	264	275	268	322	393
财务费用	-1	-2	15	32	34
投资损失	-28	-24	-24	-24	-24
营运资金变动	-848	92	-185	-343	-435
其他经营现金流	79	30	-2	-3	-3
投资活动现金流	37	-1040	-557	-824	-996
资本支出	454	1145	316	529	631
长期投资	458	79	0	0	0
其他投资现金流	949	184	-241	-295	-365
筹资活动现金流	-170	-23	-1218	-706	-750
短期借款	50	220	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-3	0	481	0	0
资本公积增加	-25	0	-481	0	0
其他筹资现金流	-192	-243	-1218	-706	-750
现金净增加额	-64	521	-351	98	215

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5825	8782	10063	11969	14254
营业成本	2106	3118	3508	4169	4965
营业税金及附加	95	136	156	186	221
营业费用	2227	3035	3629	4292	5069
管理费用	352	400	459	534	621
研发费用	391	654	820	976	1162
财务费用	-1	-2	15	32	34
资产减值损失	0	-58	-33	-59	-59
其他收益	31	47	60	70	80
公允价值变动收益	2	5	2	3	3
投资净收益	28	24	24	24	24
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	710	1438	1596	1937	2348
营业外收入	4	1	2	3	3
营业外支出	7	17	14	14	13
利润总额	708	1422	1585	1926	2338
所得税	105	208	231	281	341
净利润	603	1215	1353	1645	1997
少数股东损益	-3	-4	-4	-5	-6
归属母公司净利润	607	1219	1358	1650	2003
EBITDA	953	1674	1842	2250	2729
EPS (元/股)	0.36	0.73	0.81	0.99	1.20

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	21.0	50.8	14.6	18.9	19.1
营业利润 (%)	-1.2	102.5	11.0	21.4	21.2
归属母公司净利润 (%)	1.2	100.9	11.4	21.5	21.4
获利能力					
毛利率 (%)	63.8	64.5	65.1	65.2	65.2
净利率 (%)	10.4	13.9	13.5	13.8	14.1
ROE (%)	7.6	13.6	14.9	16.4	17.6
ROIC (%)	7.1	12.6	13.2	14.7	16.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	12.3	22.4	25.4	22.0	18.6
净负债比率 (%)	-4.7	-8.3	-4.3	-4.8	-6.2
流动比率	6.3	2.4	2.1	2.4	2.8
速动比率	2.7	1.2	1.1	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	3.8	7.8	8.7	10.0	11.5
应付账款周转率	4.7	3.7	3.0	4.2	7.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.73	0.81	0.99	1.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.04	0.95	0.85	0.97	1.17
每股净资产 (最新摊薄)	4.76	5.34	5.43	6.01	6.79
估值比率					
P/E	72.4	36.0	32.4	26.6	21.9
P/B	5.5	4.9	4.8	4.4	3.9
EV/EBITDA	45.8	25.9	23.7	19.4	15.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 3 月 4 日收盘价

内容目录

一、以岭药业：立足科研创新的中医药新龙头.....	6
1.1 公司简介：研究院转型的创新型中医药企业.....	6
1.2 股权架构：院士团队领衔的家族型企业.....	6
1.3 业务概况：心脑血管、抗感冒类中药为主，生化药、大健康产业为辅.....	8
1.4 财务指标：近两年实现加速发展.....	8
二、中药创新浪潮到来，以岭药业已成龙头.....	10
2.1 高层领导关怀下，中药创新政策持续出台.....	10
2.2 政策支持下，中药新药获批已经开始加速.....	11
2.3 以岭药业在中医药传承创新领域屡获殊荣.....	13
三、中药业务：心脑血管与呼吸齐飞，专利药多领域发力.....	14
3.1 独家中医药研发模式，布局六大疾病领域专利药.....	14
3.2 国内老龄化加速，心脑血管药品市场空间广阔.....	14
3.3 心脑血管领域：三大王牌产品焕发新生.....	17
3.3.1 通心络：公司起家产品，规模约 15 亿，仍有增长潜力.....	19
3.3.2 参松养心胶囊：体量最大的心脑血管产品，规模接近 20 亿.....	21
3.3.3 芪苈强心胶囊：后起之秀，增长势头强劲.....	23
3.4 感冒呼吸领域：莲花清瘟已成国民产品，莲花清咳有望成为新的大单品.....	24
3.4.1 莲花清瘟对流感疗效显著，正面对抗化药一线用药.....	24
3.4.2 增加新冠适应症进一步打开莲花清瘟天花板.....	26
3.4.3 流感/感冒药品市场空间广阔，莲花清瘟有望继续提升市占率.....	27
3.4.3 莲花清咳为莲花清瘟姐妹品种，有望成为新的大品种.....	28
3.5 糖尿病领域：津力达颗粒前景广阔.....	29
3.6 肿瘤用药领域：积极布局.....	31
3.7 其他领域：八子补肾开拓抗衰老市场，后续新品潜力巨大.....	32
四、化生药：潜力业务，仿创结合+国际化+全产业链布局.....	35
五、大健康：完整“医-药-健-养”产业链布局.....	37
六、盈利预测.....	39
风险提示.....	40

图表目录

图表 1: 以岭药业发展历程.....	6
图表 2: 以岭药业股权架构图.....	7
图表 3: 以岭药业重要子公司.....	7
图表 4: 以岭药业各业务收入占比测算 (2020).....	8
图表 5: 以岭药业各业务毛利润占比测算 (2020).....	8
图表 6: 以岭药业收入及增速 (2009-2021Q3).....	8
图表 7: 以岭药业利润及增速 (2012-2021Q3).....	8
图表 8: 以岭药业利润率 (2012-2021Q3).....	9
图表 9: 以岭药业中间费用率 (2012-2021Q3).....	9
图表 10: 以岭药业 ROE 资产负债率 (2012-2021Q3).....	9
图表 11: 以岭药业应收情况 (2012-2021Q3).....	9
图表 12: 以岭药业期末现金余额情况 (2012-2021Q3) (百万元).....	9

图表 13: 以岭药业经营性现金流净流量情况 (2012-2021Q3)	9
图表 14: 近年来国家支持中药创新相关文件	10
图表 15: 近 5 年中药获批新药数量 (个)	11
图表 16: 近 6 年中药申报临床及上市新药数量 (个)	11
图表 17: 近年中药新药获批品种情况	12
图表 18: 以岭药业所获重要奖项	13
图表 19: 以岭药业已获批准进入临床的中药品种研发进展	13
图表 20: 中国出生人口数量 (1949-2019)	14
图表 21: 我国人口年龄构成情况	14
图表 22: 主要心血管疾病细分人数	15
图表 23: 多种疾病中成药市场占比	15
图表 24: 公立医疗机构终端心脑血管疾病中成药市场规模及增速	16
图表 25: 城市零售药店终端心脑血管疾病中成药市场规模及增速	16
图表 26: 口服与注射心脑血管中成药行业增速	16
图表 27: 2020 年中国公立医疗机构终端心脑血管中成药 TOP10 品牌	17
图表 28: 感冒呼吸领域公司产品线	17
图表 29: 以岭药业心血管类药收入及增速	18
图表 30: 以岭药业营销体系改革	18
图表 31: 以岭药业营销体系改革	19
图表 32: 通心络收入测算	19
图表 33: 通心络可延缓斑块面积效果临床实验图	20
图表 34: 通心络可有效减少突发心绞痛的概率	20
图表 35: 通心络可以有效改善血管内皮功能临床结果	20
图表 36: 通心络胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况	20
图表 37: 参松养心胶囊收入测算	22
图表 38: 参松养心胶囊随机, 双盲, 多中心临床试验结果	22
图表 39: 参松养心胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况	22
图表 40: 芪苈强心胶囊收入及增速测算	23
图表 41: 芪苈强心胶囊可显著降低血清 NT-proBNP	23
图表 42: 芪苈强心胶囊可显著降低血清 NT-proBNP	23
图表 43: 芪苈强心胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况	24
图表 44: 感冒呼吸领域公司产品线	24
图表 45: 莲花清瘟与奥司他韦对于甲流患者治愈能力对比图	25
图表 46: 莲花清瘟进入诊疗指南、专家共识和教材情况	25
图表 47: 新冠患者症状(包括发烧、咳嗽和疲劳)恢复的 Kaplan Meier 曲线	26
图表 48: 新冠患者症状(包括发烧、咳嗽和疲劳)恢复时间	26
图表 49: 新冠患者临床治愈率以及胸部 CT 表现	26
图表 50: 以岭药业中药国际化布局	27
图表 51: 零售终端市场感冒用药/清热类规模	27
图表 52: 2020 年零售终端感冒用药/清热类 TOP5	27
图表 53: 流感发病人数统计 (单位: 人)	28
图表 54: 莲花清瘟收入测算	28
图表 55: 莲花清咳收入测算	29
图表 56: 津力达颗粒进入诊疗指南、专家共识和教材情况	29
图表 57: 津力达组和对照组在治疗 12 周后 HbA1c, FPG 和 2h PG 上的变化	30
图表 58: 津力达组和对照组在治疗 12 周后 HOMA-IR 和 HOMA-B 的变化	30
图表 59: 津力达颗粒收入测算	30

图表 60: 肿瘤用药领域公司产品线.....	31
图表 61: 养正消积胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况.....	31
图表 62: 其他领域公司产品线.....	32
图表 63: 八子补肾胶囊可以提高衰老小鼠线粒体复合物 IV 活性 (A)、海马端粒长度(B)和端粒酶活性 (C).....	33
图表 64: 八子补肾胶囊对 D-gal 和 NaNO ₂ 诱导的老年性腺功能减退的保护机制示意图.....	33
图表 65: 八子补肾胶囊可以改善小鼠的认知功能.....	33
图表 66: 八子补肾胶囊可以有效抑制动脉粥样硬化斑块的形成.....	33
图表 67: 夏荔芪可以提高抗氧化能力并抑制氧化应激, 减少组织损伤.....	33
图表 68: 夏荔芪在 CFA 诱导性 CP/CPSS 大鼠模型中表现出抗炎和免疫增强作用.....	33
图表 69: 解郁除烦胶囊临床评分结果.....	34
图表 70: 以岭药业化药收入测算.....	35
图表 71: 以岭药业化药在研新品种.....	36
图表 72: 以岭药业获得一致性评价化药产品.....	36
图表 73: ANDA 获批品种.....	36
图表 74: 连花呼吸健康系列产品图.....	37
图表 75: 其他主要大健康产品图.....	37
图表 76: 以岭药业大健康产业业务示意图.....	38
图表 77: 中医药大健康市场规模.....	38
图表 78: 以岭药业大健康市场规模测算.....	38
图表 79: 以岭药业可比公司情况.....	39

一、以岭药业：立足科研创新的中医药新龙头

1.1 公司简介：研究院转型的创新型中医药企业

石家庄以岭药业股份有限公司创建于1992年6月16日，是一个集研发、生产和销售中药、化药、健康产品于一体的国家知名重点高新技术公司。以岭药业是国内中药龙头企业，始终坚持科技驱动的创新发展战略，以中医学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，创立“理论-临床-科研-产业-教学”五位一体的独特运营模式，为中国中药10强企业、中国医药上市20强企业、中国上市公司市值500强企业。石家庄以岭药业股份有限公司前身是吴以岭院士创办的石家庄高新技术产业开发区医药研究所，其主要发展历程可以划分为三个阶段：制药厂阶段（1994-1996）——以岭有限阶段（1996-2001）——以岭药业股份有限阶段（2001-至今），并且于2011年在深圳证券交易所上市。公司在上市十年间，做到了中国上市公司市值500强、中国医药上市公司20强、中国上市公司中小板50强，并且吴以岭院士研究团队于2019年取得“国家科技进步一等奖”，也是2019年度医药卫生领域唯一一项一等奖。

图表1：以岭药业发展历程

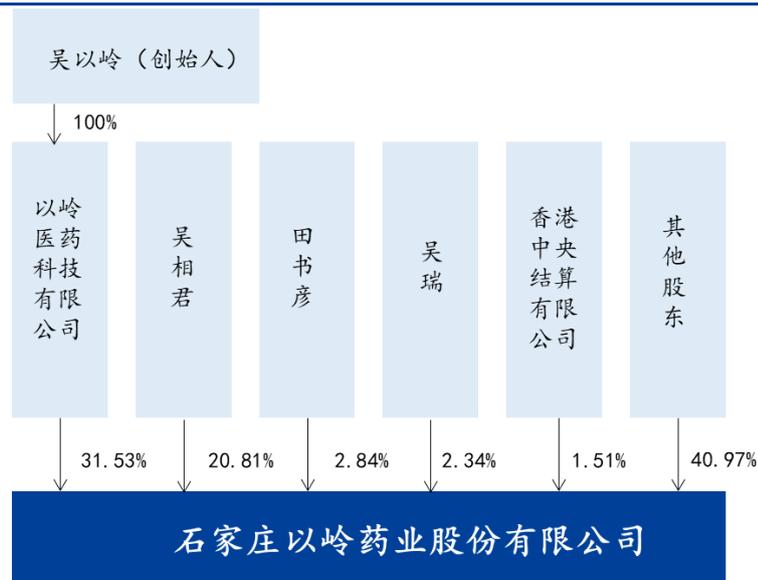
年度	事件
1992	吴以岭先生牵头成立石家庄开发区医药研究所，以及附属医院
1992	石家庄开发区医药研究所黄帝制药厂(以岭药业前身)获批
1996	公司改名为石家庄以岭药业股份有限公司，通心络胶囊获得国药准字号成功上市
2004	莲花清瘟胶囊、芪苈强心胶囊获批上市
2009	在石家庄建立以岭医药产业园，随后通过新西兰GMP、英国MHRA、美国FDA认证
2010	创新性治疗心律失常中药参松养心胶囊获批上市，收购北京研究院、河北研究院、以岭生物、大运河物流等公司
2011	在深圳证券交易所上市
2014	成立子公司以岭万洲国际有限公司，进军化药领域
2016	莲花清瘟FDA二期临床研究启动
2017	河北以岭健康管理中心成立，开展健康体检、慢病管理和抗衰医美服务
2019	吴以岭院士研究团队获得国家科技进步一等奖
2020	莲花清瘟说明书增加新型冠状病毒肺炎适应症
2021	位列医药企业品牌发展指数榜单第3名

资料来源：公司网站，招股说明书，国盛证券研究所

1.2 股权架构：院士团队领衔的家族型企业

公司实际控制人为吴以岭、吴相君和吴瑞，其中公司创始人吴以岭先生为中国工程院院士，40多年来致力于中医络病研究，系统构建络病理论的络病证论、络病学说和气络学说三大体系，是中医络病学学科创立者和学科带头人，持股31.53%。吴相君为公司现任总经理，同时也是全国人大代表、中国中药协会副会长以及中国红十字会常务理事等，持股20.81%；吴瑞（公司董事会秘书）持股2.34%。吴相君为吴以岭之子，吴瑞为吴以岭之女。

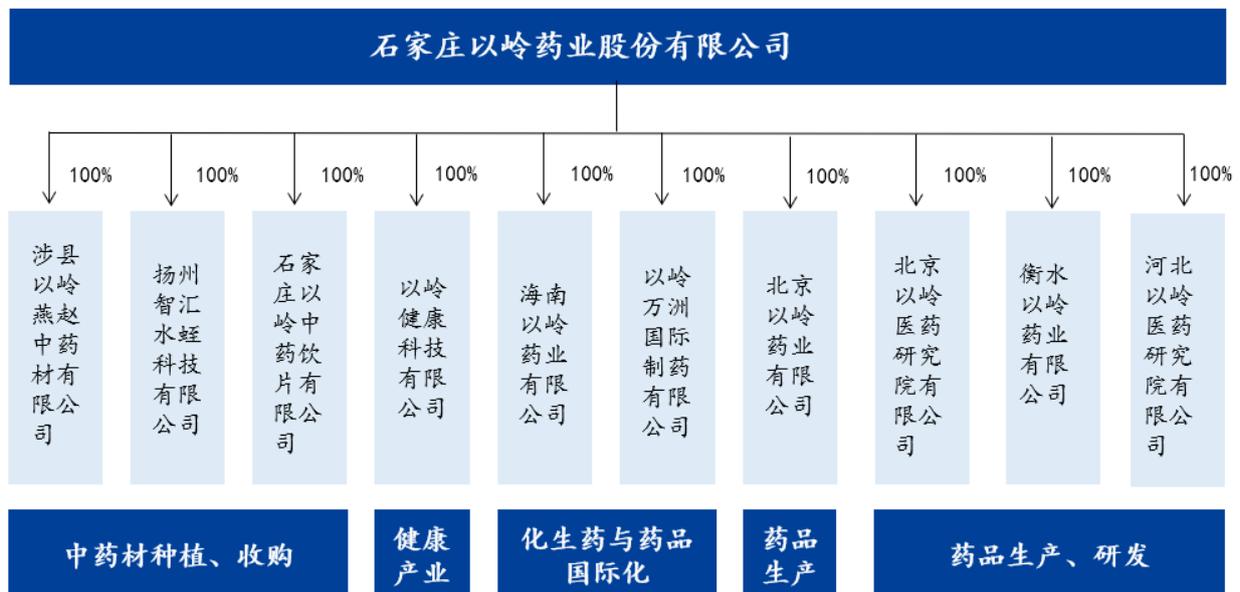
图表 2: 以岭药业股权架构图



资料来源: 2021 三季报, 国盛证券研究所

公司旗下拥有多家子公司, 其中北京以岭药业有限公司主要从事莲花清瘟颗粒和参松养心胶囊等专利中药生产, 以岭万洲国际制药有限公司是公司化生药板块的运作平台, 同时负责药品出口, 以岭健康科技有限公司主要负责医药电商的运营, 并且是公司大健康板块的主要运营平台。同时公司还成立了扬州智汇水蛭科技有限公司、涉县以岭燕赵中药材有限公司、故城县茂丰农业科技开发有限公司以及石家庄以岭中药饮片有限公司等多个子公司加强对上游关键中药原材料的把控能力。

图表 3: 以岭药业重要子公司

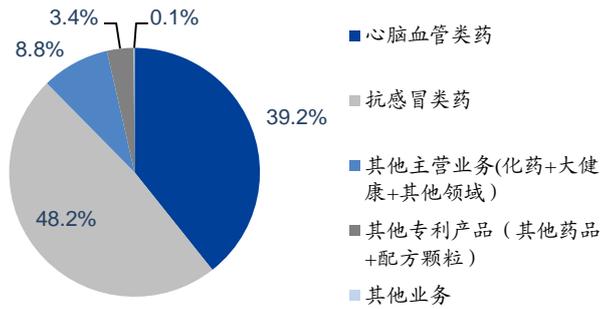


资料来源: 2021 三季报, 国盛证券研究所

1.3 业务概况：心脑血管、抗感冒类中药为主，生化药、大健康产业为辅

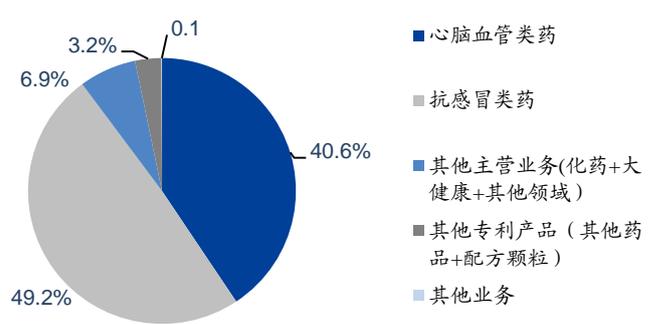
中药业务收入占比接近九成，其中心脑血管类占比 39.2%，抗感冒药类占比 48.2%。公司目前拥有专利新药 13 个，涵盖了心脑血管病、内分泌系统、呼吸、肿瘤、神经、泌尿等多个临床多发、重大疾病领域，已形成较为丰富的产品群。心脑血管三大产品通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊为公司起家业务，共同撑起心脑血管产品线；抗感冒类药核心是莲花清瘟系列，2020 年新品莲花清咳后续也有望贡献增量。其他主营业务还包含了化药及大健康业务，目前占比不足 10%；其他专利产品中还包含了糖尿病、肿瘤等专利药品，虽然占比仅有 3%-4%，但后续潜力较大。

图表 4：以岭药业各业务收入占比测算（2020）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 5：以岭药业各业务毛利润占比测算（2020）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.4 财务指标：近两年实现加速发展

2010 年至 2020 年，公司营业收入从 16.49 亿增长至 87.82 亿，实现 CAGR18.2%；净利润从 3.15 亿增至 12.15 亿，实现 CAGR14.5%。受 2020 年疫情影响，市场对公司核心产品莲花清瘟胶囊的需求明显增加，同时公司心脑血管产品在获得 2019 年国家科技进步一等奖后焕发第二春，推动公司近两年收入和业绩实现加速增长，2020 年营收同比增加 51%，归母净利润同比增长 101%。2021 前三季度，公司营收同比增加 26%，归母净利润增长 20%。

图表 6：以岭药业收入及增速（2009-2021Q3）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

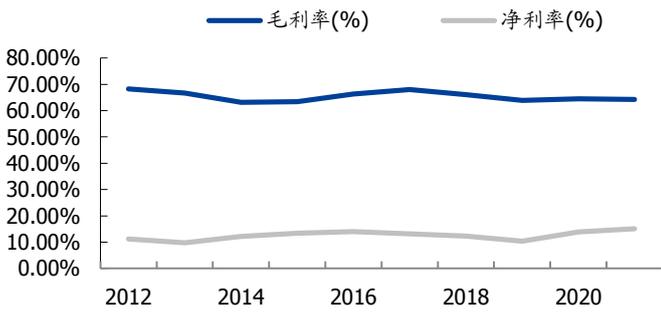
图表 7：以岭药业利润及增速（2012-2021Q3）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

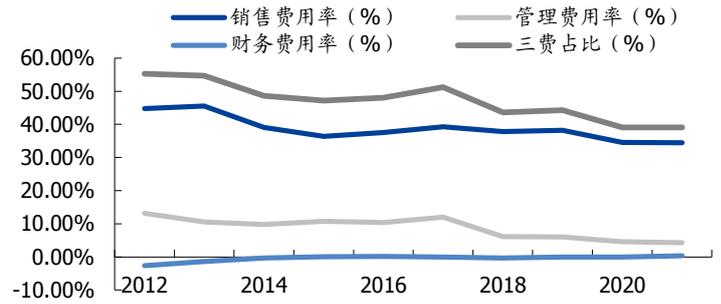
规模效应下利润率提升。公司利润率近几年保持稳定的态势，毛利率维持在 60%-70% 之间，2019 年到 2021Q3 净利率则从 10.35% 提升至 15.07%，主要是中间费用中，销售费用率和管理费用率都得到有效的控制，销售费用率从 38.2% 降至 34.5%。中间费用下降一方面是公司重磅产品莲花清瘟及心脑血管产品体量继续扩大后规模效应显现，另一方面，公司的产品力优势不断增强，费用使用效率得到提升。

图表 8: 以岭药业利润率 (2012-2021Q3)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

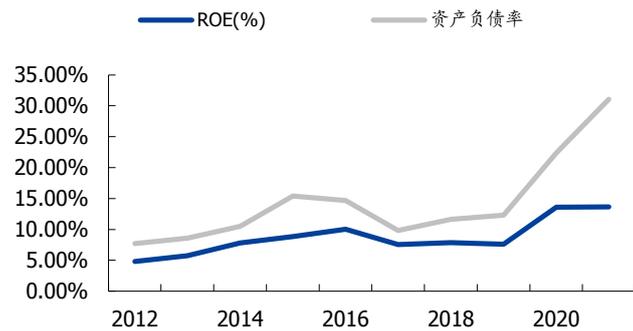
图表 9: 以岭药业中间费用率 (2012-2021Q3)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

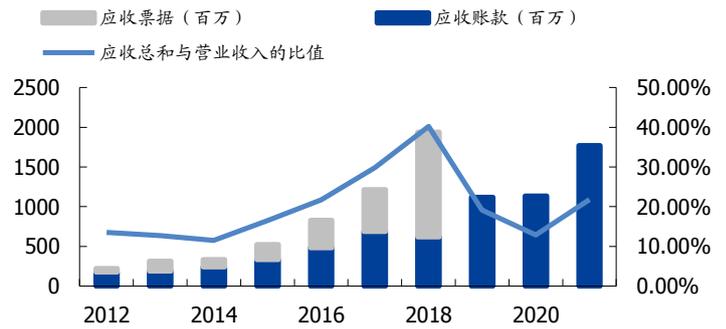
资产负债及资金水平健康, ROE 稳步提升。2017~2021Q3 公司资产负债率从接近 9.8% 到 31.0%, 主要是应付账款和短期借款增加所致, 但仍在非常健康的水平。ROE 从 2019 年的 7.6% 提升至 2020 年的 13.6%, 我们预计 2021 年有望进一步提升。应收呈现先降后升的态势, 主要是 2017-2019 年拓展流通商影响账期有所延长, 但占收入比率稳中有降。经营性现金流 2020 年与 2021 前三季度相对 2017-2019 年有明显好转。期末现金余额近几年总体保持稳定, 2020 年当年实现明显提升, 至 12.3 亿元。

图表 10: 以岭药业 ROE 资产负债率 (2012-2021Q3)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 以岭药业应收情况 (2012-2021Q3)



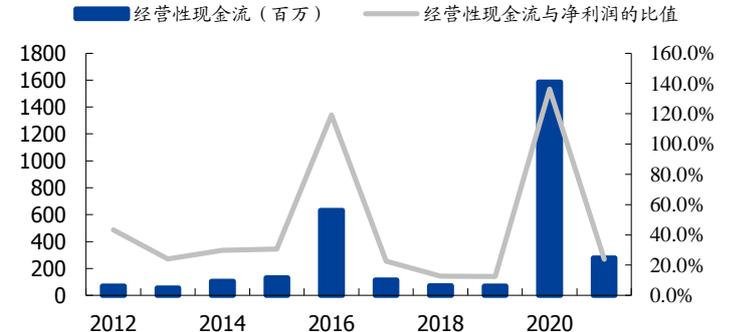
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 以岭药业期末现金余额情况 (2012-2021Q3) (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 以岭药业经营性现金流净流量情况 (2012-2021Q3)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、中药创新浪潮到来，以岭药业已成龙头

2.1 高层领导关怀下，中药创新政策持续出台

- 2019年10月，习近平总书记对中医药工作作出重要指示，中医药学包含着中华民族几千年的健康养生理念及其实践经验，是中华文明的一个瑰宝，凝聚着中国人民和中华民族的博大智慧。要遵循中医药发展规律，传承精华，守正创新，加快推进中医药现代化、产业化，坚持中西医并重，推动中医药和西医药相互补充、协调发展，推动中医药事业和产业高质量发展，推动中医药走向世界，充分发挥中医药防病治病的独特优势和作用，为建设健康中国、实现中华民族伟大复兴的中国梦贡献力量。
- 2020年6月，习近平总书记在专家学者座谈会上指出，改革完善中药审评审批机制，促进中药新药研发和产业发展。
- 2021年5月，习近平总书记来到河南南阳的张仲景墓祠纪念地医圣祠，并强调中医药学包含着中华民族几千年的健康养生理念及其实践经验，是中华民族的伟大创造和中国古代科学的瑰宝。经过抗击新冠肺炎疫情、非典等重大传染病之后，我们对中医药的作用有了更深的认识，要进一步发展中医药。

中医药政策中，创新和新药实质性利好落地。早在2017年，《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》就提出要支持中药传承和创新；2018年，国家药监局文件明确经典名方可以免临床及药效学研究；2019年，随着党中央、国务院《关于促进中医药传承创新发展的意见》重磅文件出台，政策对于中药创新的支持更加清晰；2020年药监局出台了为中药量身打造的新注册分类要求，并针对中医药传承创新意见提出具体实施意见，通过审评方式改革，支持中药新药、经典名方、院内制剂、重大疾病/临床短缺/儿童用中药的研发上市。2021年1月，国务院《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》进一步提出加快推进中药审评审批机制改革，优化具有人用经验的中药新药、经典名方审评审批。

图表 14: 近年来国家支持中药创新相关文件

时间	文件	发布单位	主要内容
2017年10月	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	明确提出要支持中药传承和创新，经典名方类中药按照简化标准审评审批；严格药品注射剂审评审批、开展药品注射剂再评价。
2018年6月	《古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定》	国家药监局	符合要求的经典名方制剂申报上市，可仅提供药学及非临床安全性研究资料，免报药效学研究及临床试验资料。
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	改革完善中药注册管理，加快中药新药审批。 加快推进中医药科研和创新。加快中药新药创制研究，研发一批先进的中医器械和中药制药设备。支持鼓励儿童用中成药创新研发。加强中医药产业知识产权保护和运用。
2020年9月	《中药注册分类及申报资料要求》	国家药监局	再仅以物质基础作为划分注册类别的依据，而是支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性；新增“古代经典名方中药复方制剂”注册分类，促进古代经典名方向中药新药的转化。中药增加功能主治”的申报路径由原来的补充申请改为纳入新药申报范畴，鼓励二次开发。
2020年12月	《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	建立与中药临床定位相适应、体现其作用特点和优势的疗效评价标准。 探索引入真实世界证据用于支持中药新药注册上市。推动古代经典名方中药复方制剂研制。 鼓励医疗机构制剂向中药新药转化。 支持以病证结合、专病专药或证候类中药等多种方式开展中药新药研制。鼓励中药二次开发。 改革中药注册分类，不再仅以物质基础作为划分注册类别的依据，开辟具有中医药特色的注册申报路径。 构建中医药理论、人用经验和临床试验“三结合”的审

评证据体系。

对临床定位清晰且具有明显临床价值，用于重大疾病、罕见病防治、临床急需而市场短缺、或属于儿童用药的中药新药申请实行优先审评审批。对治疗严重危及生命且尚无有效治疗手段的疾病的中药，可以附条件批准。对突发重大公共卫生事件中应急所需的已上市中药增加功能主治实施特别审批。

加快推进中药审评审批机制改革，建立中医药理论、人用经验、临床试验三结合的中药注册审评证据体系。尊重中药研发规律，完善中药注册分类和申报要求。优化具有人用经验的中药新药审评审批。优化古代经典名方中药复方制剂注册审批，进一步强化了政策的针对性、目标性和可操作性。

从指导思想、基本原则、主要目标、重点任务、保障措施等五大方面为中医药文化传播行动的实施提供了指引。到2025年，中医药文化成为引导群众增强民族自信与文化自信的重要支撑。

充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义。将符合条件的中医医药机构纳入医保定点。将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围。完善适合中医药特点的支付政策。强化医保基金监管。

针对在中医药理论、人用经验、临床试验相结合的中药注册审评证据体系下研发的中药新药，提出不同注册分类临床方面沟通交流要点，突出了人用经验在三结合审评证据体系中的关键地位

2021年1月 《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》 国务院

2021年7月 《中医药文化传播行动实施方案（2021-2025年）》 国家卫健委、国家医保局等五部门联合印发

2021年12月 《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、国家中医药局

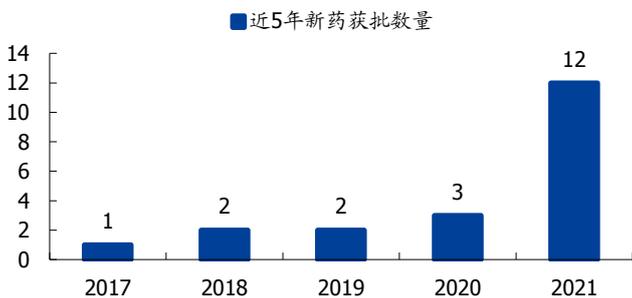
2021年12月 公开征求《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则》意见 国家药监局药品审评中心

资料来源：国务院网站、国家药监局、CDE、国盛证券研究所

2.2 政策支持下，中药新药获批已经开始加速

2021年中药新药获批数量创近年来新高。2021年全年，中药共有12个新品种获批上市，这个数字远超2017-2020年的水平，甚至高于之前4年获批新药数量之和。从申报上市新药和申报临床中药新药数量来看，2021年分别为10个和48个，均创出今年的新高。我们判断，中药新药获批上市的加速，一方面是政策将顺中药新药的分类和审评审批制度，为药品研发和上市提供有利条件；另一方面，国家政策大力支持下，中药审评审批进度提速，优先级可能提高；最后，企业抓住有利机遇，加大中药新药研发投入及申报项目数量，积累到一定程度后产生了突破。

图表 15: 近5年中药获批新药数量(个)



资料来源：国家药监局，药智网，国盛证券研究所

图表 16: 近6年中药申报临床及上市新药数量(个)



资料来源：国家药监局，药智网，国盛证券研究所

获批中药新药涉及多领域、多企业，以岭药业表现抢眼。自2017年以来，获批的新药累计20个，涉及以岭药业（3个）、康缘药业（2个）、天士力（2个）、健民集团、片仔癀、中国中药、步长药业、方盛制药等上市公司；领域包括骨科、呼吸、新冠、精神、内分泌、妇科、消化、抽动症等。以岭药业的连花清咳片、苏夏解郁除烦胶囊、益智安神片在2020-2021年期间集中获批，在各企业中数量领先，且三个品种均有潜力成为未来的大品种。

图表 17: 近年中药新药获批品种情况

药品名称	注册分类	批准时间	企业名称	适应症	领域
七蕊胃舒胶囊	中药 1.1	2021/12/31	健民药业集团股份有限公司	活血化瘀, 燥湿止痛。用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛, 舌质紫黯或瘀斑瘀点、舌苔黄腻、脉弦涩或弦滑	消化
虎贞清风胶囊	中药 1.1	2021/12/16	一力制药股份有限公司	可用于轻中度急性痛风性关节炎中医辨证属湿热蕴结证的治疗	骨科
苏夏解郁除烦胶囊	中药 1.1	2021/12/16	石家庄以岭药业股份有限公司	用于轻中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证的治疗。	精神
清肺排毒颗粒	-	2021/3/2	漳州片仔癀药业股份有限公司	新型冠状病毒肺炎(COVID-19)	新冠
化湿败毒颗粒	-	2021/3/2	广东一方制药有限公司	新型冠状病毒肺炎(COVID-19)	新冠
宣肺败毒颗粒	-	2021/3/2	山东步长制药股份有限公司	新型冠状病毒肺炎(COVID-19)	新冠
坤怡宁颗粒	中药 1.1	2021/11/26	天士力医药集团股份有限公司	女性更年期综合征, 具有温阳养阴, 益肾平肝的功效	妇科
芪蛭益肾胶囊	中药 1.1	2021/11/26	山东凤凰制药股份有限公司	早期糖尿病肾病气阴两虚证	内分泌/糖尿病
玄七健骨片	中药 1.1	2021/11/26	湖南方盛制药股份有限公司	用于轻中度膝关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的洳疗。	骨科
银翘清热片	中药 1.1	2021/11/12	江苏康缘药业股份有限公司	辛凉解表, 清热解毒。用于外感风热型普通感冒, 症见发热、咽痛、恶风、鼻塞、流涕、头痛、全身酸痛、汗出、咳嗽、口干, 舌红、脉数。	呼吸
益智安神片	中药 6	2021/9/3	石家庄以岭药业股份有限公司	用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证, 症见失眠、多梦、心悸、神疲乏力、健忘、头晕、腰膝酸软等	精神
益气通窍丸(曾用名: 芪丹鼻敏丸)	中药 6	2021/9/13	天津东方华康医药科技发展有限公司	用于治疗季节性过敏性鼻炎中医辨证属肺脾气虚证。	过敏
莲花清咳片	中药 6.1	2020/5/14	石家庄以岭药业股份有限公司	宣肺泄热, 化痰止咳。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。	呼吸
筋骨止痛凝胶	中药 6.1	2020/4/13	江苏康缘药业股份有限公司	活血理气, 祛风除湿, 通络止痛。用于膝关节炎肾虚筋脉瘀滞证的症状改善, 症见膝关节轻中度疼痛、僵硬、活动不利, 腰膝酸软, 舌质偏红或边有积斑苔薄白, 脉弦或滑。	骨科
桑枝总生物碱片	中药 5	2020/3/18	北京五和博澳药业有限公司	II 型糖尿病	内分泌/糖尿病
芍麻止痉颗粒(曾用名: 止动颗粒)	中药 6.1	2019/12/20	天士力医药集团股份有限公司	平肝息风, 清火豁痰, 宁心安神。用于肝亢风动、痰火内扰所致的抽动症, 症见面部、头颈、四肢或躯干部位肌肉不自主的抽动伴有喉部的异常发声、烦躁易怒、口干舌红、睡眠不安	抽动症
小儿荆杏止咳颗粒	中药 6.2	2019/12/18	湖南方盛制药股份有限公司	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽, 咯痰, 痰黄、咽部红肿、发热等症。	呼吸
金蓉消癖颗粒	中药 6.1	2018/12/25	广州市康源药业有限公司	补肾活血, 化痰散结, 调摄冲任, 用于乳腺增生症痰瘀互结、冲任失调证, 症见乳房疼痛、触痛, 胸肋胀痛, 善郁易怒, 失眠多梦, 神疲乏力, 腰膝酸软等。	妇科
关黄母颗粒(曾用名: 更舒颗)	中药 6.2	2018/2/2	通化万通药业股份有限公司	更年期综合征中医辨证属肝肾阴虚证, 症见烘热面赤, 头曼耳鸣, 腰膝酸软或足跟痛, 少寐多梦, 急躁易怒, 阴部干涩或皮肤瘙痒等症。	妇科
丹龙口服液	中药 3	2017/8/29	浙江康德药业集团有限公司	用于中医热哮证的治疗。	呼吸

资料来源: 国家药监局, 药智网, 国盛证券研究所

2.3 以岭药业在中医药传承创新领域屡获殊荣

2019年荣获国家科技进步一等奖，三大创新得到国家973计划肯定。2020年1月，由中国工程院院士吴以岭作为第一主研人完成的“中医络病学说构建及其指导微血管病变防治”获得了2019年度国家科技进步一等奖，这是该年度医药卫生界唯一的国家科技进步一等奖，也是以岭药业自2000年以来获得的第六项国家科学技术奖。吴以岭院士指出：项目共有三大创新点，一是系统构建了指导微血管病变防治的络病学说，属于中医药学术研究的重大理论原创成果；二是该研究阐明了严重危害人类健康的心脑血管疾病及糖尿病肾病等难治性疾病发病的共性机制是微血管病变，而保护微血管内皮细胞则是治疗微血管病变的核心机制；三是该项目利用国际公认的循证医学研究方法开展了大量临床试验解决了国际医学界重大难题。国家973计划项目验收专家组称：本研究“创立了‘理论+临床+新药+实验+循证’一体化的中医学学术创新与转化新模式，中医传统理论创新与现代科学技术相结合，产生重大原创成果，为中医药传承与创新做出了示范”。

图表 18: 以岭药业所获重要奖项

年度	荣誉	项目名称
2000	国家科技进步二等奖	通心络胶囊治疗冠心病的研究
2006	国家科技进步二等奖	络病理论及其应用研究
2007	国家技术发明二等奖	虫类药超微粉(微米)技术及应用
2009	国家科技进步二等奖	参松养心胶囊治疗心律失常应用研究
2011	国家科技进步二等奖	中药连花清瘟治疗流行性感冒研究
2019	国家科技进步一等奖	中医络病学说构建及其指导微血管病变防治

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

理论创新带动中药专利药研发。基于长期研究积累，公司形成以络病理论指导临床重大疾病和呼吸系统传染性治疗研究，络病理论创新带动专利新药研发的科技核心竞争力。目前在临床阶段的中药创新药共5项。已完成临床研究的品种为芪黄明目胶囊，主要针对糖尿病视网膜病变的患者，有望于2022年申请上市。目前处于三期临床阶段的品种有3个，有望于2022-2023年陆续申请上市，三种药品分别为：（1）络痹通片，适应症为类风湿关节炎，主要功能为祛风散寒除湿、益气化瘀通络。（2）柴黄利胆胶囊，适应症为慢性胆囊炎，主要功能为舒肝利胆，清热解毒。（3）鼻窍通片，适应症为过敏性鼻炎。此外，公司还有约20多个临床前阶段品种。河北以岭医院（三级甲等中医院）作为临床基地，拥有90余种院内制剂，形成向新药转化的有力储备品种支撑。

图表 19: 以岭药业已获批准进入临床的中药品种研发进展

类别	名称	适应症	报告期末进展情况
中药创新药	柴芩通淋片	下尿路感染	开展临床研究
中药创新药	连花定喘片	支气管哮喘	开展临床研究
中药创新药	络痹通片	类风湿性关节炎	三期临床
中药创新药	柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	三期临床
中药创新药	鼻窍通片	过敏性鼻炎	三期临床

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

三、中药业务：心脑血管与呼吸齐飞，专利药多领域发力

3.1 独家中医药研发模式，布局六大疾病领域专利药

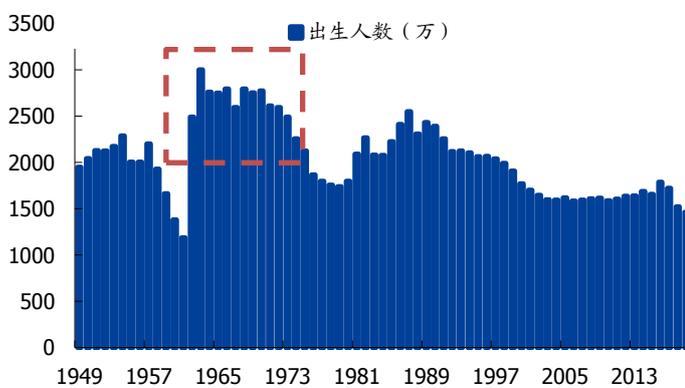
公司遵循“以临床实践为基础，以理论假说为指导，以治疗方药为依托，以临床疗效为标准”的创新中药研发模式，强化中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系，开展复方中药、组分中药、单体中药等多渠道研发，建立了具有自主知识产权的新药研发体系，拓展了治疗领域。在心脑血管病、糖尿病、呼吸、肿瘤、神经、泌尿等六个临床多发、重大疾病、以及市场用药量大的疾病领域，开发系列拥有自主知识产权的专利中药，目前拥有专利中药 13 个，院内制剂 92 个，其中心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域目前已经处于行业领先地位，通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊已成为临床相关疾病防治的基础用药，而小儿连花清感颗粒、柴黄利胆胶囊、芪黄明目胶囊等新药均处于临床阶段。

公司目前的“理论+临床+新药+实验+循证”的中医药转化新模式效果显现。具体来讲：
1) 中医络病理论学术创新赋予科技中药良好疗效和学术内涵，成为公司差异化竞争的核心；
2) 河北以岭医院作为临床基地拥有近百种院内制剂，是公司新药转化的有力支撑；
3) 新药上市后与国内相关领域专家合作开展系列基础实验研究和符合国际标准的临床循证研究，将中医传统理论创新与现代科学技术相结合，产生重大原创成果。目前公司采取国际公认又能体现中医特色的循证医学临床研究方法进行的研究，研究结果发表在《药理学研究》、《植物学研究》等国际权威医学杂志累计共 200 余篇，其中循证医学研究 10 余篇，公司专利中药产品共进入近 70 项专家指南和共识。

3.2 国内老龄化加速，心脑血管药品市场空间广阔

国内老龄化加剧趋势已经非常明显，可能加剧心脑血管发病。按照国际通行划分标准，当 60 岁以上老年人口占人口总数的 10%\14%\20%，即意味着进入老龄化社会\深度老龄化\超老龄化社会。从第七次全国人口普查情况来看，全国 60 岁以上人口占比已 18.70%，离超老龄化社会已经不远。向未来展望，中国第二波婴儿潮发生在 1962-1975 年，将于 2022 年开始逐步进入 60 岁，老龄化趋势将更加严峻。国家心血管病中心发布的中国心血管健康与疾病报告显示，中国心血管病患病率及死亡率处于持续上升阶段，2020 年中国心血管疾病患病人数达到 3.3 亿人，比 2019 年发布的数字 2.9 亿多出 4000 万人，老龄化、叠加人们饮食结构和生活方式的改变，很有可能加剧这一趋势。

图表 20: 中国出生人口数量 (1949-2019)



资料来源: 国家统计局、国盛证券研究所

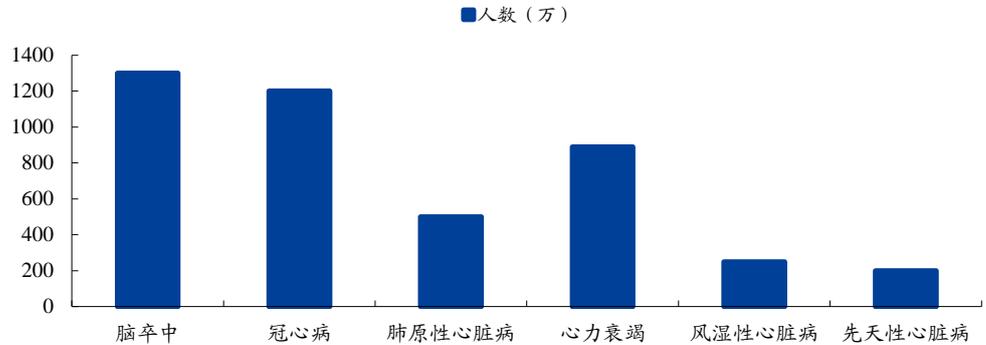
图表 21: 我国人口年龄构成情况

年龄构成	占比	较六人普
0—14 岁人口及 (占比), 万人	25338 (17.95%)	占比+1.3 点
15-59 岁人口及 (占比), 万人	89438 (63.35%)	占比-6.7 点
60 岁以上人口及 (占比), 万人	26402 (18.70%)	占比+5.4 点
65 岁以上人口及 (占比), 万人	19064 (13.50%)	

资料来源: 第七次全国人口普查、国盛证券研究所

心血管疾病已经成为威胁人类最严重的疾病之一。由国内心血管领域的多位权威专家联袂发布的《中国心血管健康与疾病报告 2020》推测，我国心血管病现患人数接近 3.3 亿，死亡率仍居首位，占居民疾病死亡构成的 40% 以上。从致病因素来看，3.3 亿名心血管病患中，脑卒中 1300 万，冠心病 1100 万，肺原性心脏病 500 万，心力衰竭 890 万，风湿性心脏病 250 万，先天性心脏病 200 万，高血压 2.45 亿。高血压已经成为心脏病高发的主要致病因素。

图表 22: 主要心血管疾病细分人数

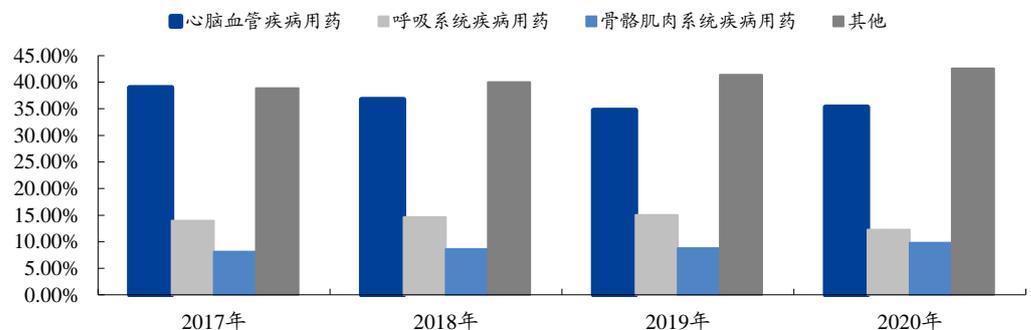


资料来源: 中国心血管健康与疾病报告 2020, 国盛证券研究所

心脑血管药物为全球第一大类药物，在我国市场规模占比 17%。心脑血管疾病是心血管和脑血管疾病的统称，泛指由于高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化、高血压等所导致的心脏、大脑及全身组织发生的缺血性或出血性疾病。心脑血管疾病具有高患病率、高致残率和高死亡率的特点，全世界每年死于心脑血管疾病的人数居各种死因首位。据生物谷及前瞻经济学人，心脑血管药物在全球范围内是第一大类药物，市场规模约 1000 亿美元，约占全球药品总规模的 20%。在我国，心脑血管药物市场规模仅次于抗感染药物，位居第 2 位，其市场规模超过全国药品销售总额的 17%。

心脑血管药物是中成药第一大类品种，具备多重优势，占比超过 35%。心脑血管药物有西药和中药之分，西药包括普利类、沙坦类、他汀类、肝素类、激酶类等药物，具有效果直接迅速的特点；而中药以中成药为主，有银杏类、丹参类、三七类、灯盏花类、川芎类以及复方制剂等，由于中药具有副作用低、多靶点、多重功效的特点，适合慢性心脑血管疾病的治疗，可以进行长期服药甚至终身服药，这为心脑血管疾病中成药提供了发展空间。心脑血管中成药已成为零售市场的一大重要品种，据米内网，心脑血管疾病用药为零售终端中成药第一大类，2017-2020 年占比保持在 35%-39% 的水平。

图表 23: 多种疾病中成药市场占比



资料来源: 米内网、国盛证券研究所

中成药心脑血管药品 2017 年出现增速拐点，医院端增速下滑，零售端稳健；口服药增速优于注射剂。据新思界产业研究中心，2014-2017 年我国心脑血管药物市场持续增长，终端市场规模由 2397.8 亿元上升至 3694.3 亿元，年复合增长率在 15%以上。据米内网，2015-2017 年，公立医院终端心脑血管中成药市场规模由 1002 亿元增至 1112 亿元，随后下降至 2019 年的 991 亿元；药店终端 2015-2020 年心脑血管中成药市场规模由 87 亿元增至 114 亿元，复合增速 5.6%。2017 年后心脑血管中成药行业增速下滑，主要是中药注射剂的影响，2017~2020 年，注射用心脑血管中成药均出现明显下滑，而口服药始终保持正增长，2020 年和 2021H1 增速分别为 4.3%和 13.7%，呈现加速趋势。

图表 24: 公立医疗机构终端心脑血管疾病中成药市场规模及增速



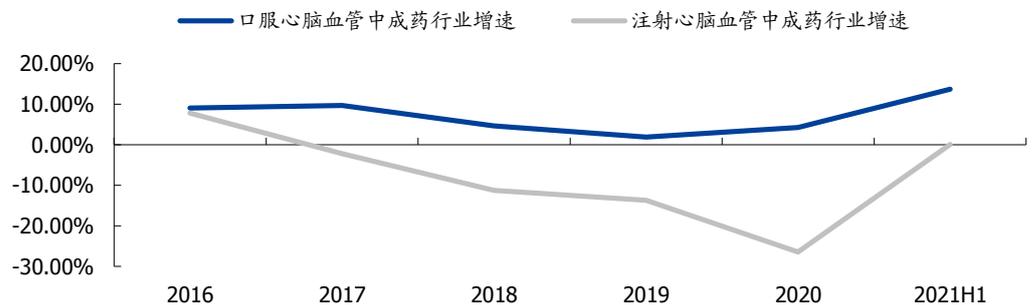
资料来源: 米内网、国盛证券研究所

图表 25: 城市零售药店终端心脑血管疾病中成药市场规模及增速



资料来源: 米内网、国盛证券研究所

图表 26: 口服与注射心脑血管中成药行业增速



资料来源: 米内网、国盛证券研究所

以岭药业三大心脑血管产品市占率居前。据米内网，2020 年，有 21 个心脑血管中成药销售额超过 10 亿元，合计销售规模超过 400 亿元，21 个品种 19 个为 2020 年全国医保目录产品。2020 年公立医疗机构终端心脑血管中成药 TOP10 品牌，注射剂占据 4 席，口服药占据 6 席；以岭药业的通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊市占率分别为 2.8%，2.2%，1.74%，合计市占率 6.75%，仅次于步长制药，如果只计算口服心脑血管中成药，以岭药业已经是市占率第一企业。

图表 27: 2020 年中国公立医疗机构终端心脑血管中成药 TOP10 品牌

排名	产品	企业	市场份额	治疗亚类
1	注射用血栓通（冻干）	梧州制药(集团)	5.00%	脑血管疾病用药
2	注射用丹参多酚酸盐	上海绿谷制药	3.90%	心血管疾病用药
3	复方丹参滴丸	天士力医药集团	3.40%	心血管疾病用药
4	丹红注射液	山东丹红制药	3.30%	脑血管疾病用药
5	脑心通胶囊	陕西步长制药	3.20%	脑血管疾病用药
6	通心络胶囊	石家庄以岭药业	2.80%	心血管疾病用药
7	麝香保心丸	上海和黄药业	2.60%	心血管疾病用药
8	稳心颗粒	山东步长制药	2.50%	心血管疾病用药
9	银杏叶提取物注射液	悦康药业集团	2.20%	心血管疾病用药
10	参松养心胶囊	北京以岭药业	2.20%	心血管疾病用药
11	心可舒片	山东沃华医药	1.88%	心血管疾病用药
12	银杏叶提取物片	德国威玛舒培博士药厂	1.76%	心血管疾病用药
13	芪苈强心胶囊	北京以岭药业	1.74%	心血管疾病用药

资料来源：米内网，国盛证券研究所

3.3 心脑血管领域：三大王牌产品焕发新生

“通参芪”是公司王牌产品。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导产品。公司对络病理论的探索，以及在络病理论指导下的心脑血管品种上市后循证医学研究及二次开发，不断把产品带到新高度，产品焕发新生。

图表 28: 感冒呼吸领域公司产品线

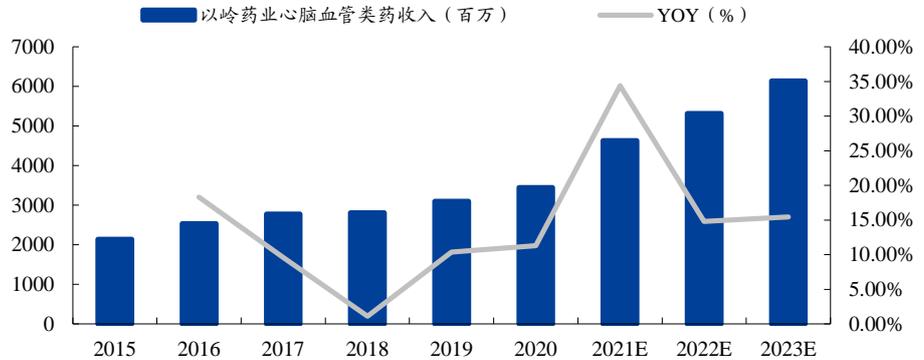
药品名称	国家医保	国家基药	功能主治	图示
通心络胶囊	甲	是	益气活血，通络止痛。用于冠心病心绞痛属心气虚乏、血瘀络阻证，症见胸部憋闷，刺痛、绞痛，固定不移，心悸自汗，气短乏力，舌质紫暗或有瘀斑，脉细涩或结代。亦用于气虚血瘀络阻型中风病，症见半身不遂或偏身麻木，口舌歪斜，言语不利。	
芪苈强心胶囊	甲	是	益气温阳，活血通络，利水消肿。用于冠心病、高血压病所致轻、中度充血性心力衰竭证属阳气虚乏，络瘀水停证，症见心慌气短，动则加剧，夜间不能平卧，下肢浮肿，倦怠乏力，口唇青紫，畏寒肢冷，咳吐稀白痰。	
养松参心胶囊	甲	是	益气养阴，活血通络，清心安神。用于治疗气阴两虚，心络瘀阻引起的冠心病室性早搏，症见心悸不安，气短乏力，动则加剧，胸部闷痛，失眠多梦，盗汗，神倦懒言。	

资料来源：公司官网，米内网，国盛证券研究所

心脑血管产品规模预计超 40 亿，重学术研究+营销改革推动增长提速。2020 年，以岭

药业心脑血管药品收入 34.5 亿元，同比+11.31%，2021H1，收入达 25.6 亿元，同比+46.44%，我们预计 2021 年将达到 46 亿元左右。2020 年 1 月，以岭药业的“中医络病学说构建及其指导微血管病变防治”项目获得了 2019 年度国家科技进步一等奖，主要涉及通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三大心脑血管产品，学术品牌得到大幅提升，市场声量显著提高。我们判断，以岭药业的心脑血管产品能够逆势加速增长，核心还是对学术以及研发的重视。

图表 29: 以岭药业心血管类药收入及增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

营销改革及渠道建设加速产品推广，持续提高覆盖率及占有率。

1) **医疗板块**不断对基层(县、乡、村)市场的推广队伍进行优化，由原来的充分授权模式转为公司一体化管理体系，形成全链条精细化管理，销售人员从 2018 年的 2250 人迅速扩张至 2020 年的 10734 人，为终端覆盖及新产品推广奠定坚实基础。推广模式创新方面，利用线上线下资源整合推广、树立品牌，积极组织各类学术活动促进了地区间学术交流和产品推广。

2) **零售板块**依托线上店患教育平台，开展系列学术科普活动，发挥联效推广机制，将莲花清瘟的科研进展以及通心络胶囊、参松养心胶囊等系列处方药的学术研究进行协同科普推广；对零售学术推广队伍进一步精细化管理，根据药店终端类别细分推广人员，在药店终端的店员教育、会员教育、慢病管理、渠道管理、陈列维护、品牌塑造等方面不断提升其专业化服务能力。

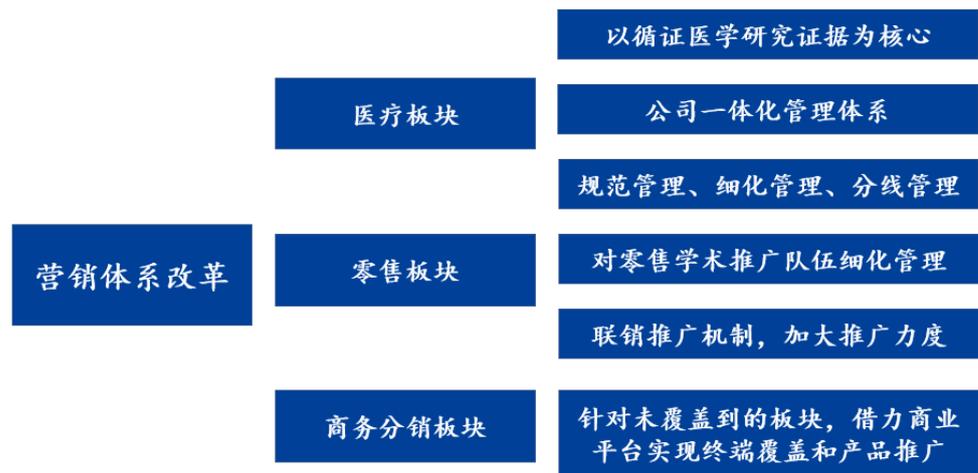
3) **商务分销板块**，成立了商务分销部。针对医疗板块及零售板块暂时未覆盖到的单体药房、民营诊所/医院、村卫生室等终端市场，借力商业平台实现终端覆盖和产品推广，促进市场份额的进一步提升。

图表 30: 以岭药业营销体系改革



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 以岭药业营销体系改革

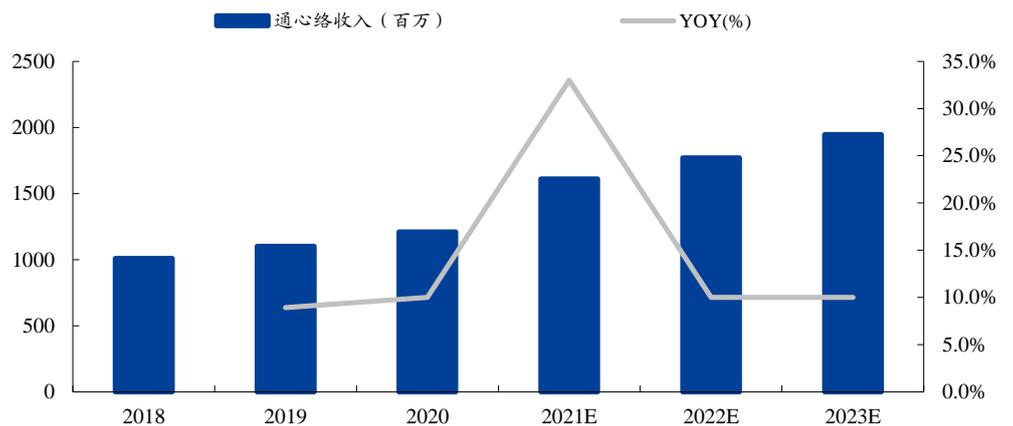


资料来源：公司公告、国盛证券研究所

3.3.1 通心络：公司起家产品，规模约 15 亿，仍有增长潜力

根据公司公告数据及我们的模型测算，通心络 2020 年收入达 12 亿左右，预计 2021 年将达到 15 亿元左右。通心络胶囊是治疗冠心病、脑梗死、糖尿病所致微血管病变的专利新药，为国家医保甲类品种、国家基本用药目录品种，是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。通心络胶囊以其降脂抗凝、改善高血压、保护血管、稳定抑制斑块、治疗冠心病、心肌梗死、脑梗死等疾病的多方面确切疗效，获得国内外临床专家和患者的高度认可。通心络上市时间超过 20 年，属于公司起家的一款老产品，但在近些年公司持续的产品上市后再研究推动下，学术及市场认可度不断提升，仍然具备一定增持潜力。

图表 32: 通心络收入测算



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

《Nature》子刊收录通心络对减少心血管事件临床研究报道。由著名的心血管病专家张运院士主持完成的 1212 例临床循证研究进一步证实：应用通心络治疗可延缓颈动脉平均内中膜厚度、斑块面积和血管重构指数的进展，减少心血管事件，且安全性良好。该研究论文已被国际权威科技期刊《Nature》子刊《Scientific Reports》收录。

图表 33: 通心络可延缓斑块面积效果临床实验图

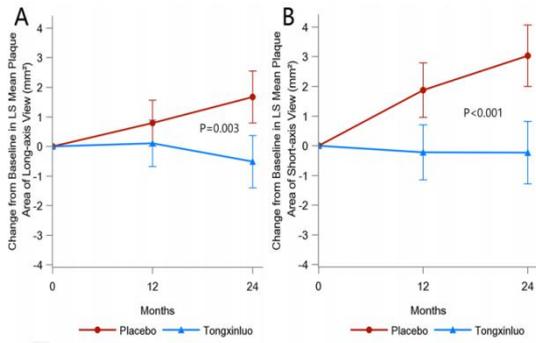
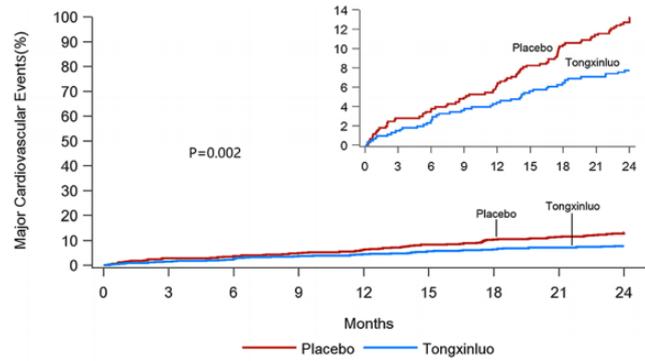


Figure 3. Change from Baseline in LS Mean Plaque Area in the Long-axis (A) and Short-axis (B) Views. The p values compared the difference in LS mean changes of plaque area between the TXL and placebo groups over 24 months. The vertical bars indicated 95% confidence interval (CI).

资料来源: scientific reports, 国盛证券研究所

图表 34: 通心络可有效减少突发心绞痛的概率



No. at Risk	0	3	6	9	12	15	18	21	24
Placebo	605	588	583	575	567	555	542	536	525
Tongxinluo	607	598	592	585	580	573	568	564	560

资料来源: scientific reports, 国盛证券研究所

通心络在保护微血管内皮细胞完整性实现国际突破。“通心络胶囊防治急性心梗介入治疗后心肌无再流循证医学临床试验”证实通心络胶囊可显著保护微血管内皮细胞完整性，明显缩小心肌无再流面积，最终疗效提高 20%，这一发现为解决这一困扰心血管领域的世界性难题提供了循证医学证据，也快速推动了通心络胶囊在市场的推广。

图表 35: 通心络可以有效改善血管内皮功能临床结果

组别	例数	时间	hs-CRP (mg/L)	FIB-C (g/L)	CD62p (%)	GP II b/III a (%)	ET-1 (ng/L)	NO (μmol/L)
对照	50		2.5 ± 0.5	0.9 ± 0.4	4.7 ± 1.8	10.9 ± 2.5	45.0 ± 6.4	63.6 ± 9.7
常规	50	治疗前	4.9 ± 1.3 ^Δ	3.8 ± 0.5 ^Δ	12.6 ± 7.2 ^Δ	38.7 ± 8.5 ^Δ	98.0 ± 9.5 ^Δ	42.1 ± 10.2 ^Δ
		治疗 8 周	3.7 ± 1.2*	2.8 ± 0.6*	9.5 ± 4.6*	28.3 ± 8.4**	72.5 ± 3.8**	60.5 ± 12.1**
通心络	50	治疗前	4.6 ± 1.4 ^Δ	3.4 ± 0.5 ^Δ	12.9 ± 8.2 ^Δ	38.1 ± 9.6 ^Δ	102.0 ± 9.9 ^Δ	45.2 ± 10.5 ^Δ
		治疗 8 周	2.7 ± 0.8** [▲]	1.8 ± 0.4** [▲]	6.7 ± 5.4** [▲]	18.9 ± 5.6** [▲]	52.6 ± 6.7** [▲]	72.5 ± 10.3** [▲]

注: 与治疗前比较, *P < 0.05, **P < 0.01; 与对照组比较, ^ΔP < 0.01; 与常规组治疗 8 周后比较, [▲]P < 0.05

资料来源: 中国中西医结合杂志, 国盛证券研究所

通心络先后入选多个诊疗指南与专家共识。目前, 通心络胶囊已先后入选《冠心病合理用药指南》、《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》、《中国脑梗死中西医结合诊疗指南》等, 并被《中西医结合内科学》(新世纪第三版) 大学教材列为治疗冠状动脉粥样硬化性心脏病的常用中药制剂。通心络进入诊疗指南以及专家共识为产品在临床的合理应用奠定了坚实基础, 也进一步打开了相关领域的中药市场。

图表 36: 通心络胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况

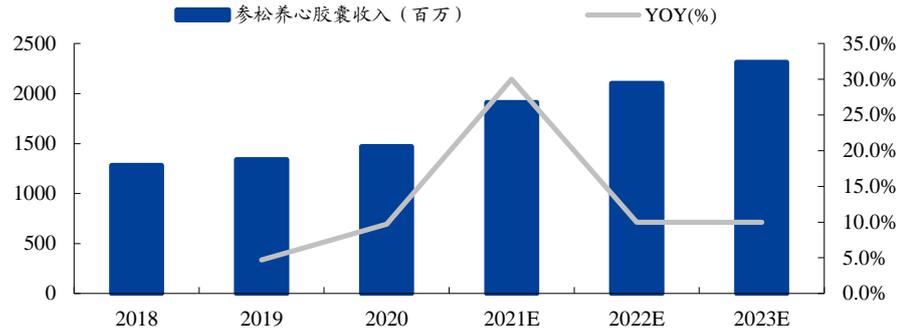
年份	发布机构	文件名称	主要意义
2014	中华中医药学会	《经皮冠状动脉介入治疗（PCI）术后胸痛中医诊疗专家共识》	慢血流或者无复流患者，可考虑选用通心络胶囊
2016	中华中医药学会	《糖尿病周围神经病变中医临床诊疗指南》	推荐给气虚血瘀症患者
2019	中华中医药学会	《冠心病稳定型心绞痛中医诊疗指南》	推荐给气虚血瘀症患者
2014	中国中西医结合学会	《急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识》	可改善冠脉微循环,提高组织水平心肌灌注,适用于心气不足、血瘀络阻,尤其是合并无复流、慢血流患者
2017	中国中西医结合学会	《动脉粥样硬化中西医结合诊疗专家共识》	气虚血瘀者可使用
2018	中国中西医结合学会	《中国脑梗死中西医结合诊治指南》	通心络胶囊具有抑制血小板的聚集作用，能够有效降低急性脑梗死患者高血脂水平#提高高密度脂蛋白水平同时改善患者血液高黏稠低流动性状态减轻炎症反应
2016	中国中西医结合学会	《急性心肌梗死中医临床诊疗指南》	-
2016	中华医学会	《高龄老年冠心病诊治中国专家共识》	中成药如通心络等在稳定性冠心病患者中有较好疗效
2018	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》	口服通心络能够保护 STEMI 患者的心肌微血管的结构和功能完整性；有抗冠状动脉痉挛和稳定易损斑块的特殊有益作用
2017	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》	通心络胶囊，功能益气活血，通络止痛。适用于气虚血瘀患者
2014	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》	现代研究表明一些单味中药和中成药具有潜在的防止或逆转心室重构作用，如通心络胶囊等
2018	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》	针对痰阻血瘀型，中药首选通心络胶囊+导痰汤

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3.2 参松养心胶囊：体量最大的心脑血管产品，规模接近 20 亿

根据公司公告数据及我们的模型测算，参松养心胶囊 2020 年收入达 15 亿左右，预计 2021 年接近 20 亿元。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，为国家重点新产品，国家医保甲类品种、国家基本药物目录品种。它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，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。

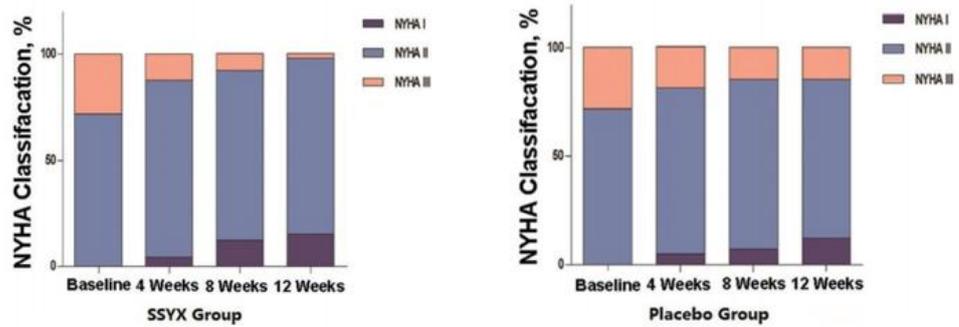
图表 37: 参松养心胶囊收入测算



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

参松养心胶囊填补相关领域药物治疗空白。“参松养心治疗心衰伴早搏及窦缓伴室早的循证医学研究”证实参松养心临床疗效确切，为心功能不全伴室性早搏治疗提供了新药物，填补了窦性心动过缓伴室性早搏快慢兼治、整合调律的药物治疗空白。

图表 38: 参松养心胶囊随机、双盲、多中心临床试验结果



资料来源: Chinese Medical Journal、国盛证券研究所

图表 39: 参松养心胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况

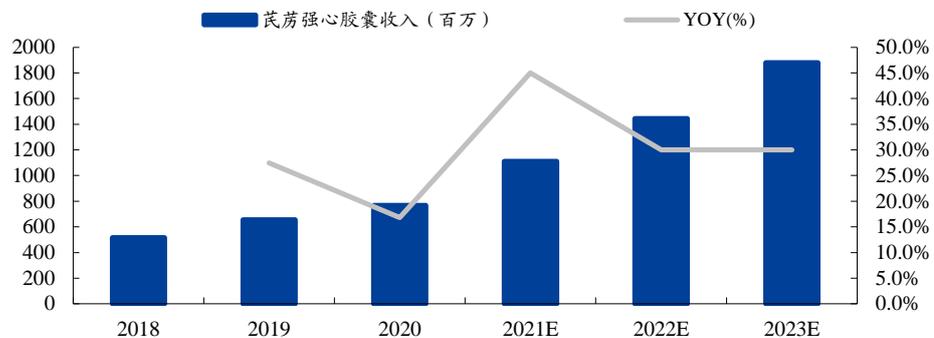
年份	发布机构	文件名称	主要意义
2014	中国中西医结合学会	《急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识》	对于快速型心律失常如房性或室性早搏可给予参松养心胶囊或稳心颗粒治疗
2015/2016	中华医学会心电生理和起搏分会	《中国房颤专家共识》	推荐维持窦性心律的首选中成药; 唯一推荐治疗室性早搏的中成药
2018	北京医科大学出版社	《内科学》	参松养心胶囊具有减少期前收缩和减轻症状的作用; 参松养心胶囊对维持窦性心律有效果; 对“心房颤动”、“室性心律失常”者为推荐治疗用药
2020	中华医学会心电生理和起搏分会	《室性心律失常中国专家共识》	推荐将参松养心胶囊用于未合并或合并结构性心脏病的症状性室性早搏、心力衰竭合并室性心律失常、窦性心动过缓合并室性早搏的治疗

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.3.3 芪苈强心胶囊：后起之秀，增长势头强劲

根据公司公告数据及我们的模型测算，芪苈强心 2020 年收入超过 7 亿，预计 2021 年超过 11 亿元，后续有望实现 30% 增速。芪苈强心胶囊具备治疗心力衰竭强心药、利尿药、血管紧张素转换酶抑制剂（ACEI）、β 受体阻滞剂四类西药的联合用药优势，是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。芪苈强心胶囊是近几年公司心脑血管产品中增长势头最猛的产品，考虑到其在慢性心衰领域优势明显，后续有望成为公司心脑血管领域主要增长动力。

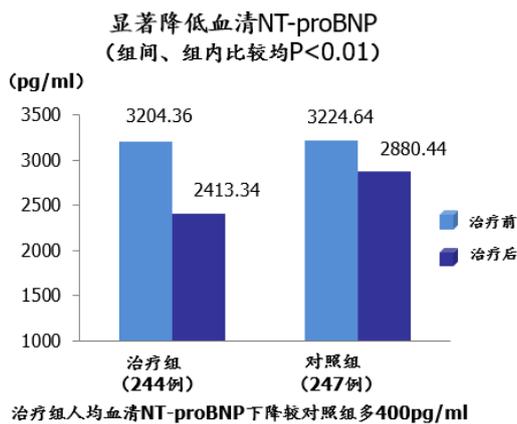
图表 40：芪苈强心胶囊收入及增速测算



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

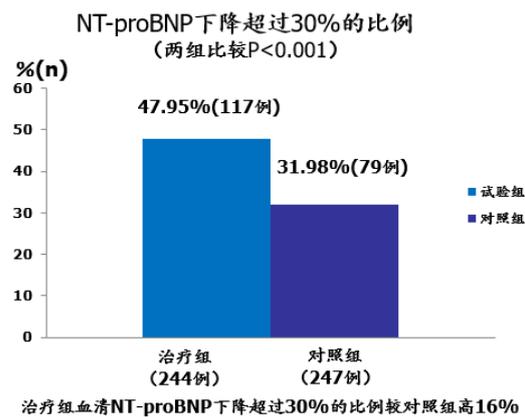
国际心血管领域最具影响力的杂志之一《美国心脏病学会杂志》(简称 JACC) 录用芪苈强心研究成果。国家科学技术进步奖一等奖“中医脉络学说构建及其指导微血管病变防治”的子课题项目，“随机、双盲、安慰剂平行对照评价芪苈强心胶囊治疗慢性心衰患者有效性与安全性的多中心临床试验”表明，与对照组相比，芪苈强心胶囊可显著降低慢性心衰患者血清 N-末端脑钠肽前体(NT-proBNP)水平，显著改善明尼苏达生活质量评分，增加患者 6 min 步行距离（治疗组提高 6min 步行距离较对照组多 22.7m），改善患者症状和提高患者左室射血分数(LVEF)，显著降低复合终点事件发生率，证实了中药可靠的疗效，与西医联合治疗获得协同效应，使心力衰竭患者获得显著的疗效。

图表 41：芪苈强心胶囊可显著降低血清 NT-proBNP



资料来源：国盛证券研究所，美国心脏病学会杂志

图表 42：芪苈强心胶囊可显著降低血清 NT-proBNP



资料来源：国盛证券研究所，美国心脏病学会杂志

芪苈强心胶囊是《中国心力衰竭诊断与治疗指南 2014》首次唯一推荐的复方中药。此外，芪苈强心胶囊还被《心力衰竭中西医结合诊疗专家共识》推荐为首选中成药，《中国扩张型心肌病诊断和治疗指南（2018版）》首次唯一推荐的复方中药。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，芪苈强心胶囊被收录其中，成为新指南唯一推荐中成药。

图表 43: 芪苈强心胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况

年份	发布机构	文件名称	主要意义
2014	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》	一项以生物标志物为替代终点的多中心、随机、安慰剂对照的研究表明在标准和优化抗心衰治疗基础上联合芪苈强心胶囊, 显著降低 NT-proBNP 水平, 改善预后, 显著提高临床疗效
2014	中国中西医结合学会	《慢性心力衰竭中医诊疗专家共识》	现代研究表明一些单味中药和中成药具有潜在的防止或逆转心室重构作用如芪苈强心胶囊等; 适用于慢性心衰
2016	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》	现代研究表明一些单味中药和中成药具有潜在的防止或逆转心室重构作用如芪苈强心胶囊等; 适用于慢性心衰
2014/2018	中华医学会	《中国心力衰竭诊断和治疗指南》	适用于慢性心衰多阶段
2018	中华医学会	《中国扩张型心肌病诊断和治疗指南》	中药芪苈强心胶囊治疗新近诊断的 DCM 患者具有免疫调节和改善患者心功能的作用; 芪苈强心胶囊是治疗心衰及免疫调节的药物
2019	国家卫健委	《心力衰竭合理用药指南》	-
2021	中国心衰中心联盟	《舒张性心力衰竭早期防治专家建议》	芪苈强心胶囊用于舒张性心力衰竭的早期防治; 芪苈强心胶囊是此次《专家建议》唯一推荐中成药

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 感冒呼吸领域: 连花清瘟已成国民产品, 莲花清咳有望成为新的大单品

公司在感冒呼吸领域的产品主要是连花清瘟胶囊/颗粒以及新产品连花清咳片。连花清瘟胶囊/颗粒是首次应用络病理论探讨外感温热病发病规律与治疗, 指导研发的专利新药。为国家医保甲类品种、国家基本药物目录品种, 是唯一获得国家科技进步二等奖的治感冒抗流感的专利中成药。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杀灭作用, 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、新冠肺炎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。莲花清咳片是 2020 年新获批上市的独家产品, 主要用于急性气管-支气管炎引起的咳嗽等症状。

图表 44: 感冒呼吸领域公司产品线

药品名称	国家医保	国家基药	功能主治	图示
连花清瘟胶囊/颗粒/	甲	是	清瘟解毒, 宣肺泄热。用于治疗流行性感冒属热毒袭肺证, 症见: 发热, 恶寒, 肌肉酸痛, 鼻塞流涕, 咳嗽, 头痛, 咽干咽痛, 舌偏红, 苔黄或黄腻。在新型冠状病毒肺炎的常规治疗中, 可用于轻型、普通型引起的发热、咳嗽、乏力	
莲花清咳片	乙	否	宣肺泄热, 化痰止咳。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	

资料来源: 公司官网, 米内网, 国盛证券研究所

3.4.1 连花清瘟对流感疗效显著, 正面对抗化药一线用药

临床试验证明莲花清瘟治疗甲流部分指标优于奥司他韦。2011年发表于Chinese Medical Journal 的随机双盲临床试验结果表明，在 244 例受试患者中，莲花清瘟与达菲（奥司他韦）在甲流患者病毒核酸转阴时间方面效果相当，在退热及缓解症状方面莲花清瘟明显优于达菲。

图表 45: 莲花清瘟与奥司他韦对于甲流患者治愈能力对比图

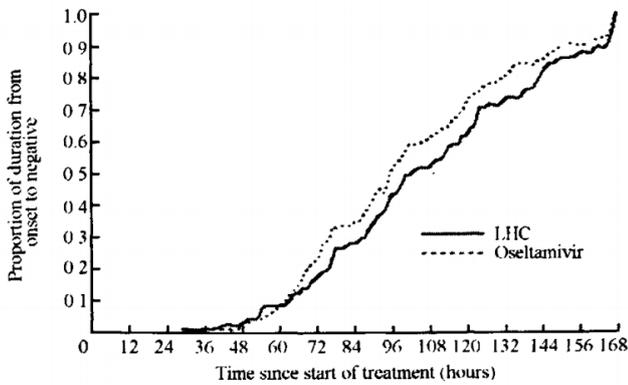


Figure 3. Duration from onset to the first negative of H1N1 virus by rRT-PCR.

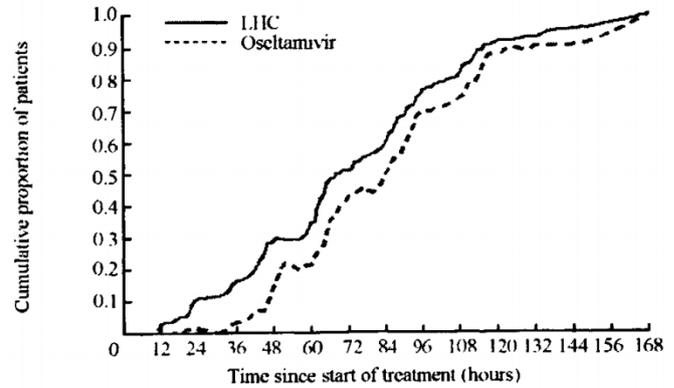


Figure 2. Alleviation time of all symptoms in influenza A (H1N1)-infected.

资料来源: Chinese Medical Journal, 国盛证券研究所整理

莲花清瘟获得多个指南推荐。在我国发生的病毒性重大公共卫生事件中，莲花清瘟获得了 20 余次国家层面治疗方案的推荐，先后被列入《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)》成为我国应对病毒传染性公共卫生事件代表性药物。

图表 46: 莲花清瘟进入诊疗指南、专家共识和教材情况

年份	发布机构	文件名称	主要意义
2005/2008	卫生部	《人禽流感诊疗方案》	-
2009	卫生部	《甲型 H1N1 流感诊疗方案》	具有清热解毒等功效的防治甲流常用中成药
2011	卫生部	《流行性感冒诊断与治疗指南》	对于热毒侵肺者有良好的医治效果
2008	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》	风热感冒:选用莲花清瘟胶囊、银翘解毒片口服
2010	国家中医药管理局	《风温肺热病(非重症社区获得性肺炎)诊疗方案》	-
2012	国家中医药管理局	《2012 年时行感冒(乙型流感)中医药防治方案(试行)》	可服用中成药:疏风解毒胶囊、莲花清瘟胶囊(或莲花清瘟颗粒)
2012	国家中医药管理局	《急性乳蛾(急性扁桃体炎)中医诊疗方案》	推荐使用中成药:莲花清瘟胶囊、金莲花颗粒
2014	国家中医药管理局	《中医药治疗埃博拉出血热专家指导意见(第一版)》	可服用中成药:疏风解毒胶囊、银翘解毒系列制剂、双黄连口服液、莲花清瘟胶囊、抗病毒口服液等
2013	国家卫计委	《人感染 H7N9 禽流感医疗救治专家共识》	-
2014/2017	国家卫计委	《人感染 H7N9 禽流感医疗方案》	中成药:可选择疏风解毒胶囊、莲花清瘟胶囊、金莲清热泡腾片等具有清热解毒,宣肺止咳功效的药物
2015	国家卫计委	《中东呼吸综合征病例诊疗方案》	推荐中成药:莲花清瘟颗粒(胶囊),清肺消炎丸,疏风解毒胶囊,双黄连口服液等
2017	国家卫计委	《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案》	中成药:可选择疏风解毒胶囊、莲花清瘟胶囊,金莲清热泡腾片等具有清热解毒,宣肺止咳功效的药物
2017	中国标准化协会、中华	《中成药临床应用指南儿科疾病分册》	对甲型流感病毒(H1N1、H3N2)、乙型流感病毒、

	中医药学会、中国中医科学院		禽流感病毒(H5N1、H9N2)、腺病毒等都有很好的抑制拮抗作用
2018	国家卫计委、国家中医药管理局	《流行性感冒诊疗方案》	连花清瘟良好的广谱抗病毒作用，对甲型流感病毒(H1N1、H3N2)、乙型流感病毒、禽流感病毒(H5N1、H9N2)、腺病毒、疱疹病毒等均有较强抑制杀灭作用
2019	国家卫健委、国家中医药局	《流行性感冒诊疗方案》	-
2020	国家卫健委	《流行性感冒诊疗方案》	对甲型流感病毒(H1N1、H3N2)、乙型流感病毒、禽流感病毒(H5N1、H9N2、H7N9)、腺病毒等都有很好的抑制拮抗作用；在流感流行的区域，未发病人群、未发病的家人提前服用连花清瘟胶囊/颗粒可以达到一定的预防效果

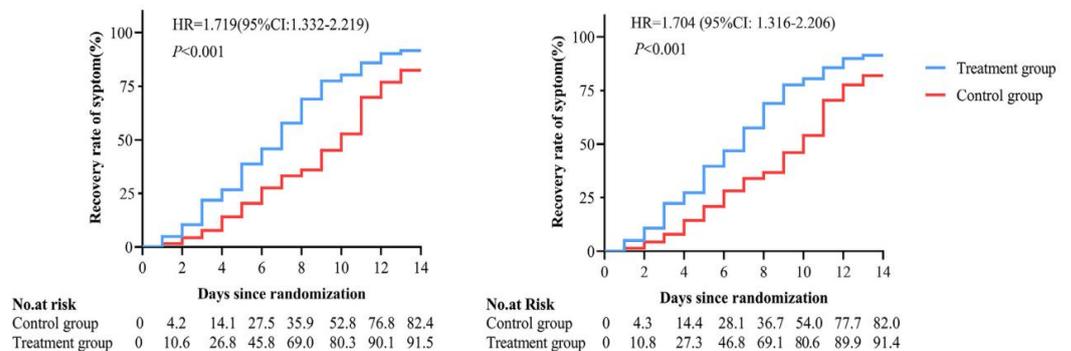
资料来源：各部委网站，国盛证券研究所

拓展海外市场及儿童适应症。2015年12月，连花清瘟胶囊获准进入美国FDA二期临床研究，成为全球第一个进入美国FDA临床研究的治感冒抗流感复方中药。目前公司计划开展连花清瘟在预防流感方面的临床试验，同时连花清瘟治疗儿童流感相关临床试验也在积极开展中。

3.4.2 增加新冠适应症进一步打开连花清瘟天花板

连花清瘟对于新冠也有抑制效果。2020年，连花清瘟被《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（试行第四至第八版）》列为推荐中成药。在顶刊《Phytomedicine》的文章《连花清瘟胶囊对新型冠状病毒患者的疗效和安全性：一项多中心、前瞻性、随机对照试验》中揭示连花清瘟胶囊可以通过提高症状恢复率，缩短症状恢复时间，改善胸部放射异常恢复等方式对Covid-19具有治疗作用。

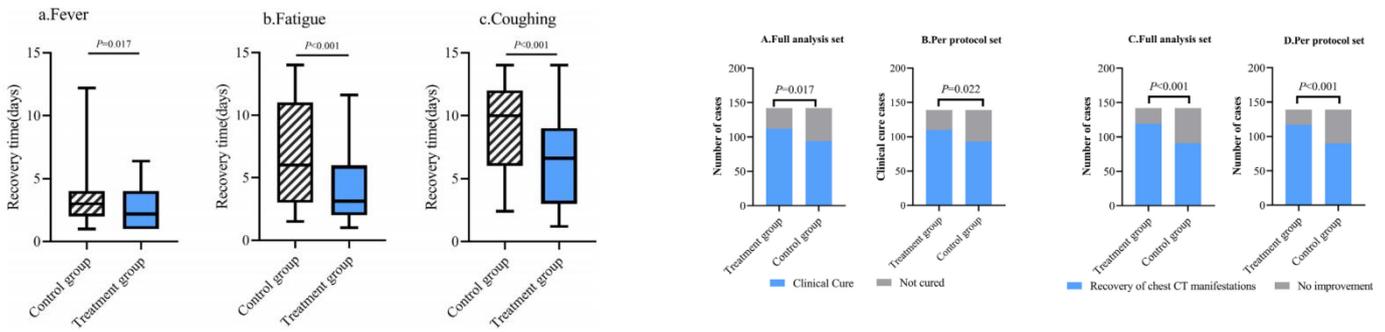
图表 47: 新冠患者症状(包括发烧、咳嗽和疲劳)恢复的 Kaplan Meier 曲线



资料来源: Phytomedicine, 国盛证券研究所

图表 48: 新冠患者症状(包括发烧、咳嗽和疲劳)恢复时间

图表 49: 新冠患者临床治愈率以及胸部 CT 表现



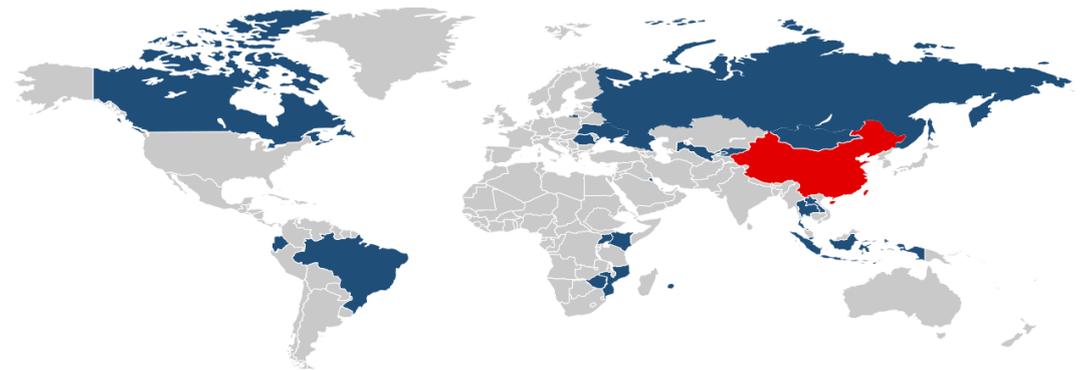
资料来源: Phytomedicine、国盛证券研究所

资料来源: Phytomedicine、国盛证券研究所

临床试验证明连花清瘟对预防新冠有效。2021年11月刊登在国际期刊《Evidence-based Complementary and Alternative Medicine》的由中国河北医科大学第二医院呼吸与危重症医学科、武警河北总队医院医学影像科共同撰写的科研论文《连花清瘟胶囊预防新型冠状病毒肺炎的有效性和安全性研究:前瞻性开放标签对照试验》揭示出连花清瘟在预防新冠感染中的作用, 研究显示在与确诊新冠肺炎患者有过密切接触(包括次级密切接触者)的受试者中, 连花清瘟胶囊治疗14天后隔离医学观察期间核酸检测阳性率降低, 并且, 治疗组未报告严重的不良事件。

连花清瘟借新冠契机开拓海外市场。截止目前, 连花清瘟以“植物药产品”、“植物药”、“补充药物”、“中成药”的身份, 累计在巴西、泰国、厄瓜多尔、新加坡、俄罗斯、加拿大等20余个海外国家注册获批上市。此外, 连花清瘟在科威特等国获批新冠适应症; 在乌兹别克斯坦入选了卫生部发布的抗疫药品白名单; 在泰国、柬埔寨、印度尼西亚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, 这也是中国药品首次进入海外国家的新冠肺炎治疗方案。

图表 50: 以岭药业中药国际化布局



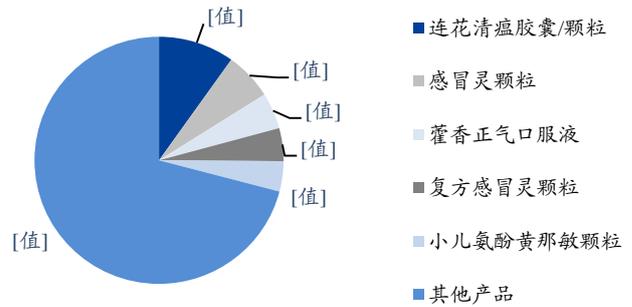
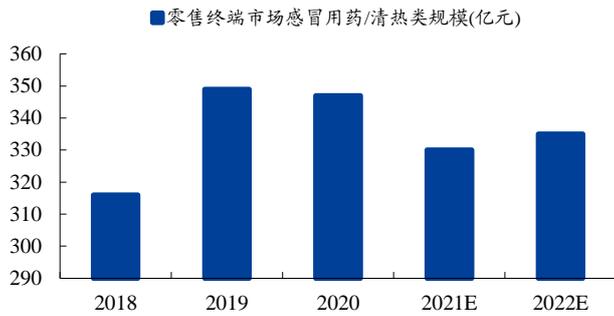
资料来源:公司公告、国盛证券研究所(蓝色为已实现连花清瘟出口销售国家和地区)

3.4.3 流感/感冒药品市场空间广阔, 连花清瘟有望继续提升市占率

连花清瘟未来市场依旧广阔。根据中康资讯, 2020年零售端感冒用药/清热类市场规模约350亿, 2021年由于为防疫措施较严、感冒/流感发病率较低、药房感冒药限售时间较长等原因, 呼吸感冒用药规模将会有一定的下滑, 但由于流感的一直存在以及新冠疫情的逐步解除, 行业规模或将企稳回升。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。

图表 51: 零售终端市场感冒用药/清热类规模

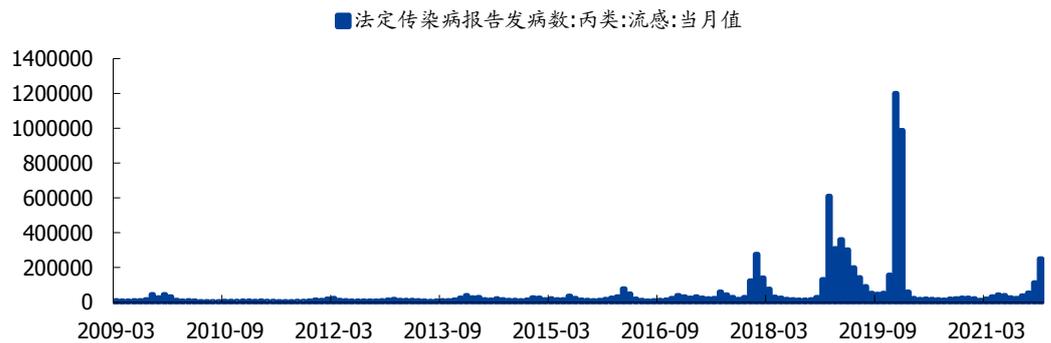
图表 52: 2020年零售终端感冒用药/清热类 TOP5



资料来源：中康资讯、国盛证券研究所

资料来源：中康资讯、国盛证券研究所

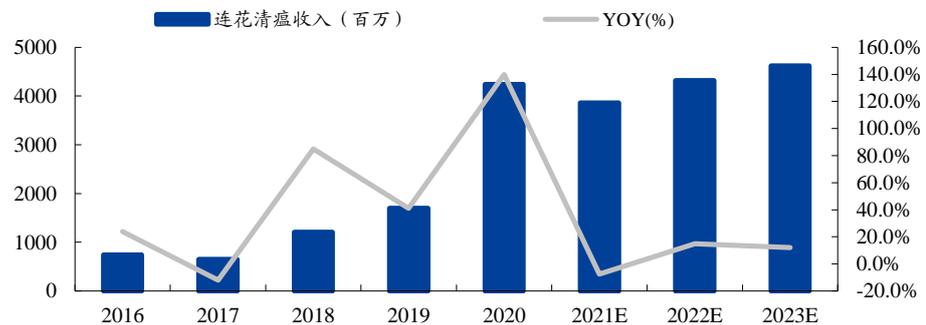
图表 53: 流感发病人数统计(单位: 人)



资料来源：国家疾控中心、国盛证券研究所

流感叠加新冠助推连花清瘟规模大幅增长，后续仍有较大潜力。连花清瘟在新冠疫情前已经是流感一线用药，2019年规模超过17亿元，新冠疫情到来后，2020年公司感冒类药品收入达42亿元，基本全部为连花清瘟，占比公司收入超过一半。2021年由于药品购买限制，我们预计连花清瘟会有小部分的下滑，收入维持在35-40亿之间，之后年份会慢慢回升。当前流感病例有爆发趋势，此外，目前国内外新冠疫情形势依旧严峻，随着各个国家（包括潜在的我国）打开国门，新冠的预防和治疗需求可能随着提升，连花清瘟销售有望再创新高。

图表 54: 连花清瘟收入测算



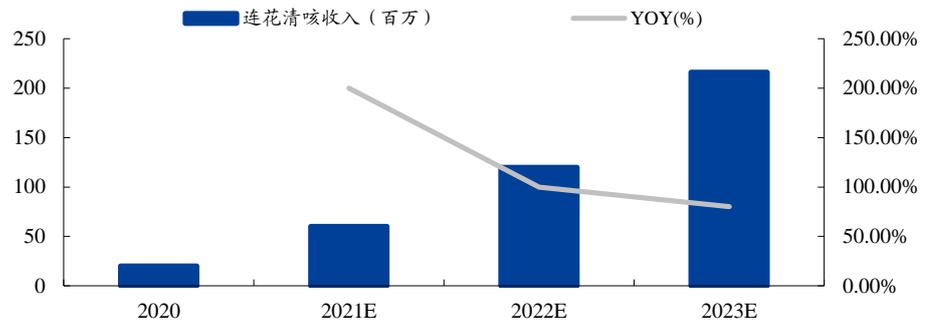
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

3.4.3 连花清咳为连花清瘟姐妹品种，有望成为新的大品种

连花清咳将和连花清瘟形成协同效应，有望成为10亿级别产品。连花清咳片是公司研

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，具有宣肺泄热，化痰止咳功效，2021年我们预计收入超过0.5亿元。临床试验结果显示，在咳嗽症状消失率、单项症状改善等方面，莲花清咳片与安慰剂组比较有统计学差异，同时该品种采用片剂，用量准确、体积小、便于服用。2020年5月，莲花清咳片获得药品注册批件。2020年底莲花清咳片通过医保谈判首次被纳入2020版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。根据米内网和中康数据统计，2019年度“化痰止咳用药”医疗终端和零售药店终端的市场规模超过200亿且多为中成药，长期看，莲花清咳有望成为10亿级别产品。

图表 55: 莲花清咳收入测算



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

3.5 糖尿病领域: 津力达颗粒前景广阔

津力达颗粒是用于预防、治疗 2 型糖尿病及糖尿病并发症的专利中药，目前已多次入选诊疗指南与专家共识。公司的糖尿病专利药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。2016 年发布的《糖尿病中医药临床循证实践指南》中，津力达颗粒被推荐为 2 型糖尿病气阴两虚兼血瘀者首选用药。2018 年 2 月发布的《中国 2 型糖尿病防治指南 (2017 年版)》中，推荐二甲双胍单药疗效不佳的 2 型糖尿病患者加用津力达颗粒治疗，该指南 2020 年版本再次指出 2 型糖尿病气阴两虚患者在应用二甲双胍等降糖药的基础上，可加服津力达颗粒。同时津力达颗粒还被列入《国际中医药糖尿病诊疗指南》，为该产品更好的应用于临床服务于患者奠定了良好的基础。

图表 56: 津力达颗粒进入诊疗指南、专家共识和教材情况

年份	发布机构	文件名称	主要意义
2016	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》	津力达颗粒联合二甲双胍对脂肪肝有明显改善作用；可使 2 型糖尿病患者的血糖得到更好控制,并能够明显降低体重,减小腰围,改善胰岛功能,改善便秘、五心烦热、盗汗等症状,对于减缓并发症方面均有治疗优势
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》	推荐 2 型糖尿病患者, 在应用二甲双胍等降糖药的基础上, 加服津力达颗粒; 对于服用二甲双胍稳定剂量血糖仍不达标的患者可使血糖进一步下降, 并可以改善胰岛功能, 并减轻体重
2017	世界中医药学会联合会	《国际中医药糖尿病诊疗指南》	在饮食控制、运动治疗和二甲双胍稳定剂量的治疗基础上, 联合使用津力达颗粒可使糖化血红蛋白降低 0.92%, 空腹血糖降 1.34mmol/L, 改善胰岛素抵抗, 提高胰岛素敏感性及 β 细胞功能指数, 并明显改善口渴乏力等症状。此外, 在降低腰围、对于减缓并发症方面均有潜在治疗优势
2018	中华医学会	《中国 2 型糖尿病防	津力达颗粒除治疗 2 型糖尿病疗效确切外, 在糖尿病前期及糖

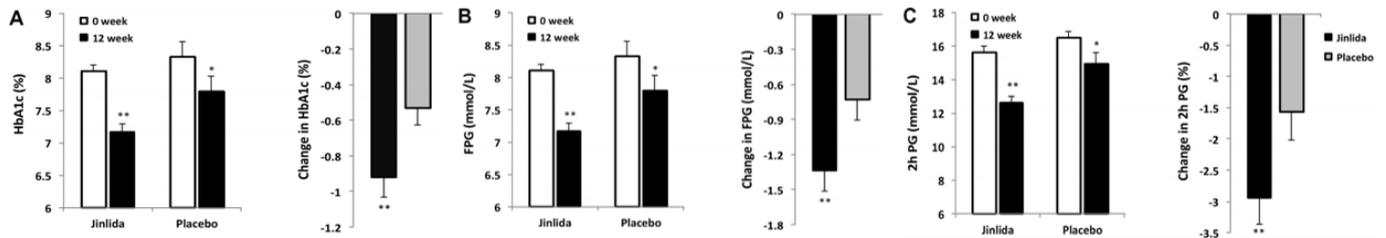
治指南 2017》 尿病相关并发症的治疗中也发挥着重要角色

2020 中华医学会

《中国 2 型糖尿病防治指南（2020）》 2 型糖尿病气阴两虚症，在应用二甲双胍等降糖药的基础上，可搭配服用津力达颗粒

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

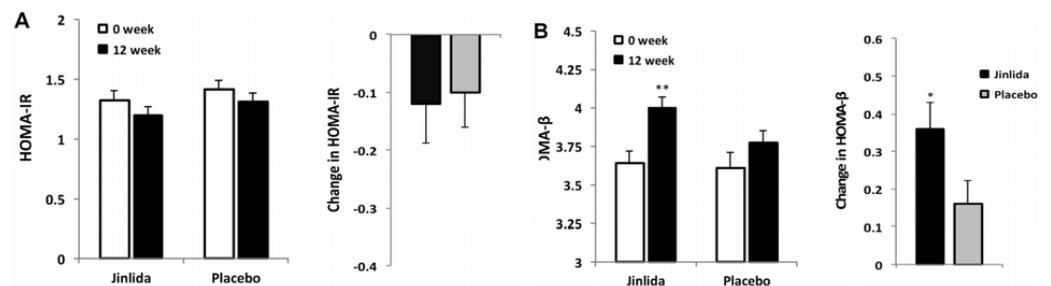
图表 57：津力达组和对照组在治疗 12 周后 HbA1c, FPG 和 2h PG 上的变化



资料来源：Plos One，国盛证券研究所

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，指导研发的专利新药，临床试验已证明其有效性。药效实验证实其具有保护胰岛β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。2015 年，由中国中医科学院首席研究员全小林院士牵头，中国中医科学院西苑医院、美国芝加哥大学中药研究室等多家单位参与完成的“二甲双胍单药治疗的 2 型糖尿病患者加用津力达颗粒后疗效和安全性的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床试验”发表于 Plos One 杂志，其结果表明，在饮食控制、运动治疗和二甲双胍稳定剂量治疗的基础上，联合使用津力达颗粒可使患者的 HbA1c 降低 0.92%、空腹血糖（FPG）降低 1.34 mmol/L，同时改善患者的胰岛素抵抗、提高胰岛素敏感性及β细胞功能指数、改善患者的临床症状、安全性良好。

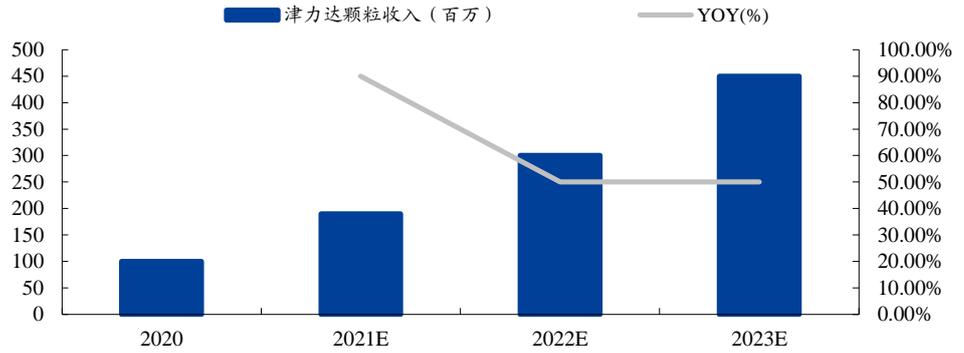
图表 58：津力达组和对照组在治疗 12 周后 HOMA-IR 和 HOMA-β 的变化



资料来源：公司官网，米内网，国盛证券研究所

津力达未来收入可期。根据我们测算，2020 年津力达颗粒的收入在 1 亿元左右。自津力达进入 2020 版指南后，21 年已有放量趋势，我们预计 2021 年产品收入有望实现接近一倍的增幅，随着未来津力达逆转糖耐量异常的临床循证试验的随访结束，津力达颗粒的渗透率以及单品收入将会得到进一步的提高。

图表 59：津力达颗粒收入测算



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

3.6 肿瘤用药领域：积极布局

公司在积极布局肿瘤用药领域产品。目前公司肿瘤领域用药有养正消积胶囊与参灵蓝胶囊，分别用于原发性肝癌辅助治疗以及脾肾两虚，血瘀蕴毒型肿瘤患者放、化疗前后，可以改善身体状态。

图表 60: 肿瘤用药领域公司产品线

药品名称	国家医保	国家基药	功能主治	图示
养正消积胶囊	乙	否	健脾益肾、化瘀解毒。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，与肝内动脉介入灌注加栓塞化疗合用，有助于提高介入化疗疗效、减轻对白细胞、肝功能、血红蛋白的毒性作用	
参灵蓝胶囊	否	否	健脾补肾，化瘀解毒。适用于脾肾两虚，血瘀蕴毒型肿瘤患者放、化疗前后，可以改善精神倦怠，乏力懒言，形体消瘦等症状	

资料来源：公司官网，米内网，国盛证券研究所

多个临床试验研究证明养正消积胶囊药效。养正消积胶囊为专利新药，国家医保乙类品种，并在多个省市列入基药目录，进入《中国肿瘤心理治疗指南》、《中国中西医结合学会乳腺癌专家诊疗共识》。由中国中医科学院广安门医院、北京肿瘤医院、天津肿瘤医院、江苏肿瘤医院、中日友好医院等开展的随机、双盲、多中心临床研究证实：养正消积胶囊可以提高化疗药治疗原发性肝癌实体肿瘤疗效，减轻肝功能损伤，同时改善癌症相关性疲乏和厌食，提高患者生存质量。英国卡迪夫大学与北京肿瘤医院合作研究证实：养正消积胶囊减轻分子靶向药物抗 EGFR 治疗耐药，这意味着联合养正消积胶囊可使分子靶向药物疗效有望进一步提高。目前国家多个肿瘤治疗指南例如《中国肿瘤心理治疗指南》、《中国中西医结合学会乳腺癌专家诊疗共识》均提到了养正消积胶囊并且肯定了其在肿瘤治疗领域的意义。

图表 61: 养正消积胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况

年份	发布机构	文件名称	主要意义
2020	中国癌症基金会	《中国肿瘤心理治疗指南》	在改善和缓解癌因性疲乏、厌食、恶心方面，有高级别的循证医学证据支持
2020	中国癌症基金会	《心理社会肿瘤学》教材	-
2020	中国中西医结合学会	《中国中西医结合学会乳腺癌专家诊疗共识》	适用于晚期脾肾两虚、瘀毒内阻型肿瘤治疗；改善厌食、恶心、乏力症状，增强体力，调节免疫，提高肿瘤患者生活质量

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.7 其他领域：八子补肾开拓抗衰老市场，后续新品潜力巨大

公司在抗衰老、神经系统、泌尿系统等领域也布局了系列中药产品。系列产品包括八子补肾胶囊、夏荔芪胶囊、解郁除烦胶囊以及益肾养神安智片等，这些产品的上市使得公司专利新药阵列不断丰富，为市场开拓和规模提升提供了有力支撑，据我们测算，八子补肾胶囊与夏荔芪胶囊 2021 年均为有望过亿品种。

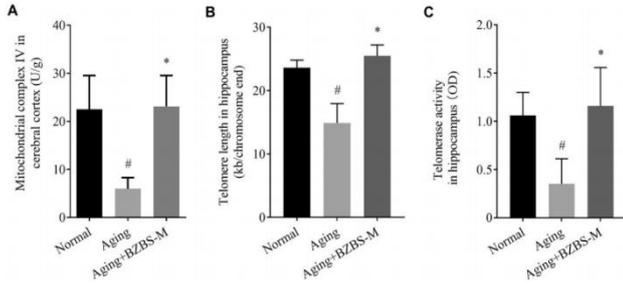
图表 62：其他领域公司产品线

药品名称	国家医保	国家基药	功能主治	图示
八子补肾胶囊	乙	否	补肾，温阳。适用于肾阳不足所致的腰膝酸痛，头晕耳鸣，神疲健忘，体倦乏力，畏寒肢冷	
夏荔芪胶囊	否	否	健脾益肾，利水散结。用于轻、中度良性前列腺增生症脾肾气虚兼痰瘀证，症见排尿无力，滴沥不尽，夜尿频多，小腹坠胀，腰膝酸软，倦怠乏力等	
解郁除烦胶囊	否	否	心血亏虚、肾经不足	-
益肾养神安智片	否	否	益肾、养心、安神，用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证，症见失眠、多梦、心悸、神疲乏力、健忘、头晕、腰膝酸软	-

资料来源：公司官网，米内网，国盛证券研究所

八子补肾胶囊为临床实证具有抗衰老作用的 OTC 药品，有望成为未来消费类大单品。八子补肾是治疗肾精亏虚、精不化气、气不化神的代表性方药。北京中医药大学糖尿病研究中心研发发现，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，同时八子补肾方对老年男性精子质量和生育能力具有有益作用。南京中医药大学在对八子补肾抗衰老的研究中，结果发现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等进行的临床研究证明，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。据我们测算，八子补肾 21 年销售有望过亿，且同比实现 50% 以上增长，八子补肾是公司在零售端补益类产品的积极尝试，凭借公司产品在临床上的优势以、持续扩展的 OTC 终端覆盖、不断提升的品牌力，八子补肾有望成为公司首个消费型大单品。

图63: 八子补肾胶囊可以提高衰老小鼠线粒体复合物IV活性(A)、海马端粒长度(B)和端粒酶活性(C)



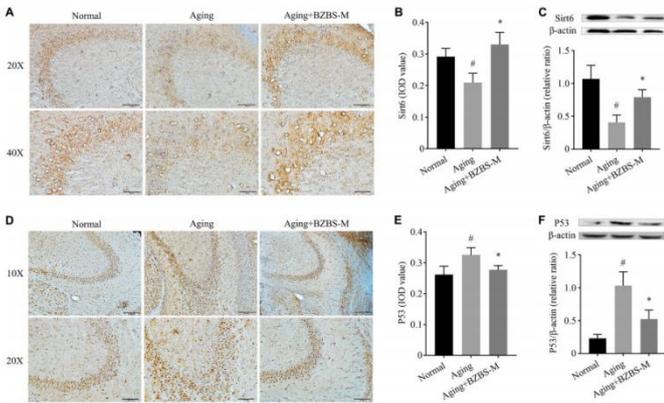
资料来源: *Journal of Ethnopharmacology*, 国盛证券研究所

图64: 八子补肾胶囊对D-gal和NaNO₂诱导的老年性腺功能减退的保护机制示意图



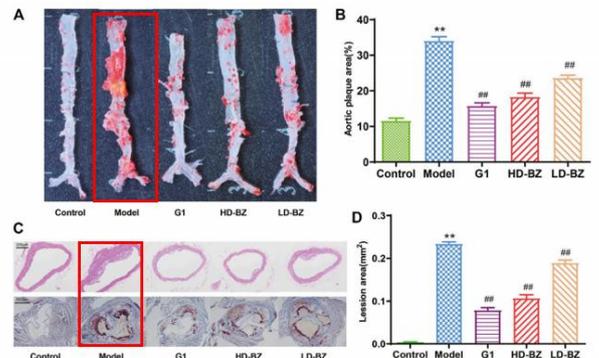
资料来源: *Journal of Ethnopharmacology*, 国盛证券研究所

图65: 八子补肾胶囊可以改善小鼠的认知功能



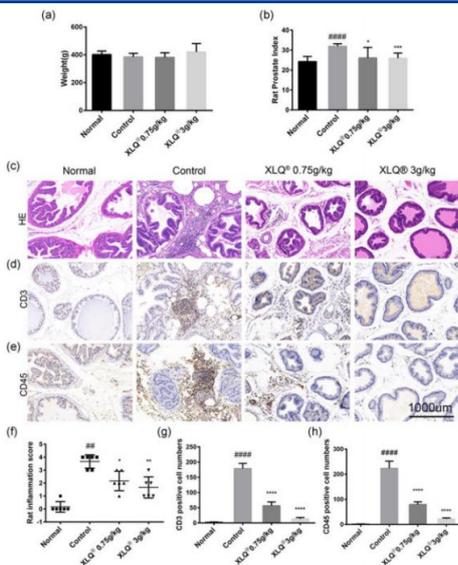
资料来源: *frontiers in Pharmacology*, 国盛证券研究所

图66: 八子补肾胶囊可以有效抑制动脉粥样硬化斑块的形成



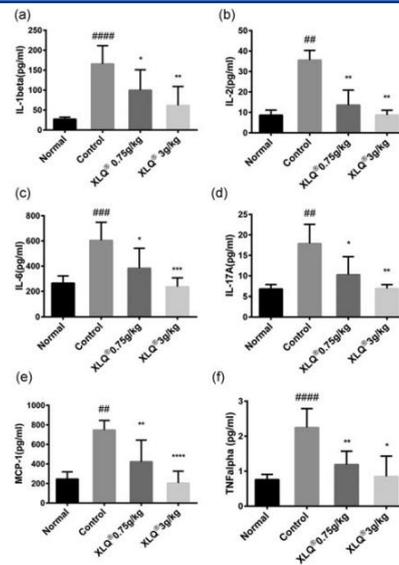
资料来源: *frontiers in Pharmacology*, 国盛证券研究所

图67: 夏荔芪可以提高抗氧化能力并抑制氧化应激, 减少组织损伤



资料来源: *J Cell Physiol*, 国盛证券研究所

图68: 夏荔芪在CFA诱导性CP/PPS大鼠模型中表现出抗炎和免疫增强作用



资料来源: *J Cell Physiol*, 国盛证券研究所

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。

该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。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。目前该药被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020版）》。

新获批新药解郁除烦胶囊与益肾养心安神片临床效果显著。苏夏解郁除烦胶囊是以岭药业在临床经验方基础上自主研发的可以帮助患者解郁化痰，清热除烦的产品，是国内首款获批的抗抑郁中药1类新药。益肾养心安神片（曾用名：益智安神片、百灵安神片）是以岭药业根据中华通络养生八字经理论指导失眠症病机治法、并在临床经验方基础上研制的中药新药复方制剂。公司对解郁除烦胶囊开展了多中心、随机、双盲双模拟、安慰剂和盐酸氟西汀片平行对照的临床试验，结果显示主要疗效指标汉密尔顿抑郁量表(HAMD-17)评分较基线下降值，试验组疗效优于对照组，略优于盐酸氟西汀片组。苏夏解郁除烦胶囊可以有效改善精神抑郁、心绪不宁、胸脘痞闷、食欲不振、善太息(易叹气)、失眠多梦、头晕耳鸣、咽堵(咽中如有异物)、口苦咽干、大便秘结等中医证候单项症状评分以及汉密尔顿焦虑量表(HAMA)评分。益肾养心安神片的随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验结果显示可用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾经不足证的治疗。

抑郁及失眠市场广阔，新药解郁除烦胶囊与益肾养心安神片成为强力新品。根据世界卫生组织报告，全球抑郁症发病率约为11%，全球约有3.4亿抑郁症患者，大约有1/7的人会在人生的某个阶段遭受抑郁症困扰，我国抑郁症人群总数在9000万人左右。据米内网，我国公立医疗机构抗抑郁药市场规模由2013年的41.0亿增至2020年的109.4亿，复合增速达15.1%。2020年中国公立医疗机构和中国城市实体药店终端安神补脑药销售额合计超过45亿元，随着时代的发展，失眠、睡眠质量不好越来越成为人们的困扰。此前抗抑郁药物基本以化药为主，安神补脑药中药表演亮眼。以岭药业的解郁除烦胶囊和益肾养心安神片获批上市，为抑郁症和失眠症患者提供了新的治疗选择。

图表 69: 解郁除烦胶囊临床评分结果

组别	时间	例数	汉密尔顿抑郁量表总分	汉密尔顿焦虑量表总分	中医证候积分
治疗组	治疗前	334	19.37 ± 1.72	14.70 ± 3.04	15.96 ± 3.48
	治疗后	334	8.53 ± 4.08*△	6.84 ± 3.65*△▲	6.13 ± 3.95*△▲
对照组	治疗前	110	19.45 ± 1.65	15.15 ± 3.00	15.55 ± 3.62
	治疗后	110	8.91 ± 4.54*△	8.36 ± 3.98*△	7.71 ± 4.59*△
安慰剂组	治疗前	111	19.11 ± 1.72	14.85 ± 3.15	15.44 ± 3.33
	治疗后	111	14.31 ± 4.02*	11.59 ± 3.64*	11.54 ± 4.26*

注：与本组治疗前比较，* P < 0.01；与安慰剂组治疗后比较，△ P < 0.01；与对照组治疗后比较，▲ P < 0.01

表 2 各组抑郁症患者疾病疗效比较【例（%）】

组别	例数	临床痊愈	显效	好转	无效	愈显	总有效
治疗组	334	104 (31.1)	135 (40.4)	62 (18.6)	33 (9.9)	239 (71.6)	301 (90.1)
对照组	110	34 (30.9)	45 (40.9)	14 (12.7)	17 (15.5)	79 (71.8)	93 (84.5)
安慰剂组	111	2 (1.8)	14 (12.6)	27 (24.3)	68 (61.3)	16 (14.4)	43 (38.7)

表 3 各组抑郁症患者中医证候疗效比较【例（%）】

组别	例数	临床痊愈	显效	好转	无效	愈显	总有效
治疗组	334	32 (9.6)	118 (35.3)	146 (43.7)	38 (11.4)	150 (44.9)	296 (88.6)
对照组	110	3 (2.7)	27 (24.5)	53 (48.3)	27 (24.5)	30 (27.3)	83 (75.5)
安慰剂组	111	0	3 (2.7)	35 (31.5)	73 (65.8)	3 (2.7)	38 (34.2)

表 4 各组抑郁症患者治疗后临床总体印象量表疗效总评比较【例（%）】

组别	例数	显著进步	进步	稍进步	无变化	稍恶化	恶化	严重恶化	总进步
治疗组	333	105 (31.5)	135 (40.5)	61 (18.3)	32 (9.6)	0	0	0	301 (90.4)
对照组	109	35 (32.1)	43 (39.4)	15 (13.8)	16 (14.7)	0	0	0	93 (85.3)
安慰剂组	111	2 (1.8)	17 (15.3)	31 (27.9)	61 (55.0)	0	0	0	50 (45.0)

注：治疗组与对照组病例资料中的临床总体印象量表疗效总评量表因未观察各缺失 1 例

资料来源：中医杂志、国盛证券研究所

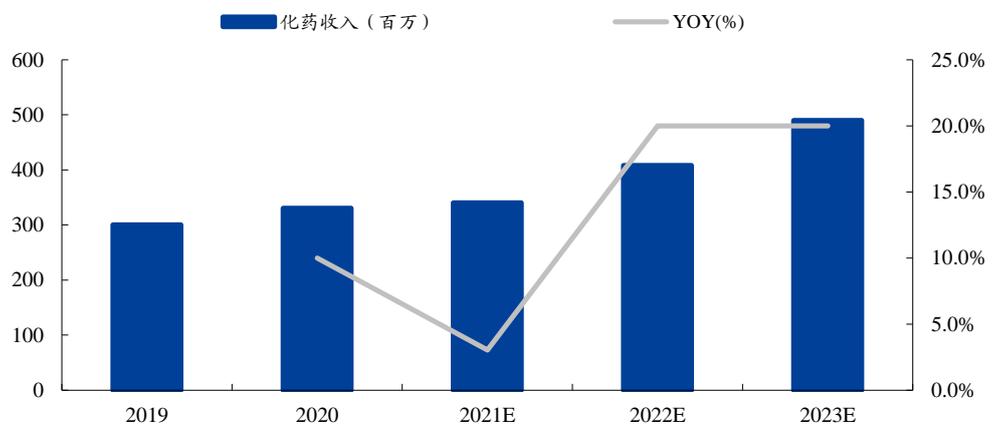
四、化生药：潜力业务，仿创结合+国际化+全产业链布局

化生药板块是目前以岭药业正在布局的重要板块，以岭万洲国际制药有限公司（成立于2014年，制剂）和以岭万洋衡水制药有限公司（成立于2019年，原料药）是公司化生药板块的主要运作平台；从公司规划来看，坚持“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”齐步走的化生药发展战略。

- 目前公司已经建立了化药研发平台、国际标准生产平台和海外销售网络，培养了一支国际化的高水平的研发、生产、营销及质量管理团队。公司在石家庄、北京建立了普通口服固体制剂、非细胞毒性口服抗肿瘤固体制剂研发生产基地，以及抗肿瘤药物、控缓释剂研发平台；在河北衡水建立了全产业链的API生产基地。
- 短期来看，建设符合欧美GMP标准的生产车间和质量管理体系，做好高毛利OEM产品业务，落地CMO项目，同时开展自有ANDA中美双报，争取更大市场销售，同时开展外购批文、代理销售等业务，建设化学原料药基地。
- 中长期来看，将自有ANDA、高端仿制药、代理产品、505B2产品达到规模，开展抢仿原料药+制剂业务，争取打入中国、美国、欧洲及全球市场，争取达成具备营造核心竞争优势的化药业务能力
- 形成以一类创新药为主导、组合505B2、高端仿制药的优势产品群，以化学原料药基地做保障，奠定化药核心竞争优势地位，成为具有自主知识产权专利创新药和科技核心竞争力的大型跨国医药企业。

化生药板块已初具规模，收入体量超过3亿，后续可能成为新的增长点。根据公司公告以及我们的模型拆分，公司化生药板块目前收入体量超过3亿，近两年增速较为平缓。但公司在化生药板块的整体发展可圈可点：1)公司构建了“化药原料-研发-生产”一体化平台，提供从中间体、原料药、临床样品、商业化加工到最后的代理销售一条龙服务，同时增加价值链中的环节，提高公司化药板块的利润水平。2)目前公司已有15个产品获得美国FDA批准ANDA，部分产品已销往美国，国内已有9个产品通过一致性评价。3)公司已有4个一类创新药品种进入临床阶段，其中苯胺洛芬注射液近日已完成三期临床病例入组，处于数据统计分析阶段。4)生产车间多次通过美国、英国、加拿大、澳大利亚、新西兰等国家的GMP认证。5)在合同转移加工业务方面，产品已出口至英国、加拿大、新西兰、澳大利亚等多个国家和地区。

图表 70: 以岭药业化药收入测算



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 71: 以岭药业化药在研新品种

药品名称	注册分类	适应症	研发进度
苯胺洛芬注射液	1.1 类	治疗术后中、重度疼痛	三期临床
芬乐胺片	1 类	帕金森氏病	一期临床
XY0206 片	1 类	实体瘤/急性髓系白血病	一期临床
XY03-EA 片	1 类	缺血性脑卒中	一期临床
MY36	1 类	炎性肠病/动脉硬化	临床前研究
G201	1 类	前列腺癌	临床前研究
ZONK2003	1 类	广谱抗病毒	临床前研究
WYZ-314	1 类	糖尿病/肾病	临床前研究
IMB-1901	1 类	抗耐药菌	临床前研究

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 72: 以岭药业获得一致性评价化药产品

序号	药品名称	适应症	备注
1	环丙沙星片	抗感染, 用于治疗或预防确诊或高度怀疑的敏感菌感染	中标国家集采
2	盐酸二甲双胍	首选用于单纯饮食及运动控制血糖无效 2 型糖尿病	中标国家集采
3	卡托普利片	高血压、心力衰竭	中标国家集采
4	酒石酸美托洛尔片	用于治疗高血压、心绞痛、心肌梗死、肥厚型心肌病、主动脉夹层、心律失常、甲状腺功能亢进、心脏神经官能症等	中标国家集采
5	氢溴酸右美沙芬片	中枢性镇咳药, 用于干咳, 包括上呼吸道感染、支气管炎等引起的咳嗽	-
6	单硝酸异山梨酯片	冠心病的长期治疗; 心绞痛的预防; 心肌梗死后持续心绞痛的治疗;	-
7	克拉霉素片	适用于治疗对其敏感的致病菌引起的感染	-
8	阿奇霉素片	适用于治疗由指定微生物敏感菌株在一些具体病症中引起的轻度至中度感染	-
9	格列吡嗪片	用于辅助饮食和运动, 改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 73: ANDA 获批品种

序号	产品名称	适应症	备注
1	非洛地平缓释片	高血压	自研(国内优先审评)
2	阿那曲唑片	抗肿瘤	自研(国内优先审评)
3	来曲唑片	抗肿瘤	自研(国内优先审评)
4	塞来昔布胶囊	抗炎镇痛	自研
5	阿昔洛韦片	抗病毒	自研(国内双报获批)
6	伐昔洛韦片	抗病毒	自研
7	环丙沙星片	抗生素	自研
8	丁螺环酮片	抗焦虑	外购
9	赖诺普利片小规格	高血压	自研
10	枸橼酸西地那非片	高血压	外购(待转移)
11	苯磺酸氨氯地平片	心血管	外购(待转移)
12	赖诺普利片大规格	高血压	自研
13	阿昔洛韦胶囊	抗病毒	自研
14	拉莫三嗪缓释片	抗癫痫	自研
15	帕罗西汀片	抗抑郁	自研

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

五、大健康：完整“医-药-健-养”产业链布局

在大健康产业板块，公司依托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，融合现代科技，积极开展全方位的健康产品研发、销售与健康管理服务。以岭药业将络病理论延伸到大健康产业，创立了“通络、养精、动形、静神”八字养生文化，将中国传统文化中“儒、释、道、医”健康养生智慧与慢病防治的科学知识相结合，把慢性病调护、亚健康调理的“医”，与公司自身研发的“药”，以及治未病的“健康”产品，现代与传统养生方法的“养”有机结合在一起，形成独具特色的“医-药-健-养”健康产业发展链条。

图表 74: 莲花呼吸健康系列产品图



资料来源：公司网站，国盛证券研究所

图表 75: 其他主要大健康产品图



资料来源：公司网站，国盛证券研究所

公司大健康产业可以分为两块，一是打造以莲花呼吸健康为核心、“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。其中莲花呼吸健康系列产品将莲花清瘟精研本草组方针对病毒和细菌抑制、杀灭能力，延伸到饮品、消杀、防护和提高自身呼吸系统免疫力等产品研发上，逐渐形成消杀、防护、清菲（清肺）、养正四大系列产品，“外防内调”有效阻断病毒人传人、物传人、环境传人三种路径，达到预防疾病的目的。借助莲花清瘟品牌势能，莲花清瘟爆珠、莲花清咽喷剂、莲花空气草本除菌凝胶以及莲花清菲植物饮料/茶等产品也有着广阔的消费群体，力争成为呼吸系统防护第一品牌。

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，充分发掘医药健养一站式服务优势和内涵，打造健康管理新模式。公司专注健康产业的发展平台——以岭健康科技有限责任公司，制定了循环系统、营养免疫系统、运动系统以及神经系统健康方案，将中药草本、药食同源理念应用系列健康产品研发上，目前已研发上市了系列健康产品如莲花呼吸健康系列产品、通络健康心脑血管系列产品、养精抗衰老增强免疫力系列产品、动形抗疲劳护关节系列产品、静神助眠及改善情绪系列产品，相关产品包括津力旺、人参饼干、营养粉、枣椹安神口服液等。

此外，公司还构建了完整的大健康产业架构。以岭药业针对健康人群、亚健康人群和慢病人群提供健康管理服务，以健康养生、亚健康调理、慢性病防治为核心，构建了涵盖以岭健康电商、健康产品营销中心、以岭连锁药堂、以岭养生主题酒店、以岭健养中心等、以岭康养旅游等业务板块，实现了医药健养的完整服务链条；同时公司同步搭建起新型营养保健品、营养食品、中药饮片、健康家居、智能可穿戴设备、日化用品等品类架构，为健康产品销售提供充足的资源储备，充分发掘“医药健养”一站式的服务优势和内涵，成为大健康产业的标杆和标准的制定者。

图表 76: 以岭药业大健康产业业务示意图



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

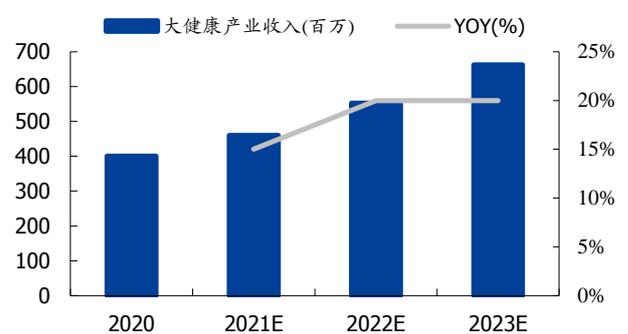
大健康产业市场广阔,以岭药业尚在起步阶段。据中商情报网,中医药大健康市场由 2014 年的 1.0 万亿元提升至 2020 年的 3.0 万亿元,年复合增速 19.7%,2021 年预计可以达到 3.2 万亿元。根据公司公告及我们的模型拆分,预计 2020 年公司大健康业务收入规模在 4 亿元左右,2021 有望实现 15% 的增长,在后疫情时代,大健康业务增加可能继续加快。

图表 77: 中医药大健康市场规模



资料来源: 中商情报网, 国盛证券研究所

图表 78: 以岭药业大健康市场规模测算



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

六、盈利预测

关键假设:

1. 公司心脑血管产品 2021-2023 年收入增速分别为 34%，15%，15%，收入规模达 46.3 亿，53.2 亿，61.4 亿，在营销改革取得成效叠加获得国家科技进步一等奖之后心脑血管产品焕发第二春，后续有望持续稳健增长。
2. 抗感冒类药品 2021-2023 年收入增速分别为-6.08%，16.28%，13.76%，收入规模达 39.8 亿，46.3 亿，52.6 亿，莲花清瘟在感冒/流感，以及新冠领域的品牌力持续增长，在规模增大后市占率提升空间依然明显，莲花清咳 21-23 年预计收入 0.6 亿，1.2 亿，2.2 亿。
3. 其他主营业务(化药+大健康+其他领域) 2021-2023 年收入增速分别为 9.35%，19.26%，19.35%，收入规模达 8.4 亿，10.0 亿，12.0 亿。
4. 其他专利产品(其他药品+配方颗粒) 2021-2023 年收入增速分别为 100%，68%，62%，收入规模达 6.0 亿，10.1 亿，16.4 亿。
5. 公司整体毛利率保持相对稳定，2021-2023 年分别为 65.14%，65.17%，65.16%

预计 2021-2023 年，公司收入分别为 100.63，119.69，142.54 亿元，同比增长 14.6%，18.9%，19.1%；实现归母净利润 13.6，16.5，20.0 亿元，同比增长 11.4%，21.5%，21.4%，对应 PE32/27/22X。公司是中医药创新领军企业，在有利的国家政策环境下有望登上新高度，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 79: 以岭药业可比公司情况

代码	证券简称	总市值(亿元)	PE			净利润增长率			ROE(%)
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
002603.SZ	以岭药业	439.23	25.19	32.35	26.62	100.95	11.4	21.5	14.45
	可比公司均值	628.44	38.54	45.78	32.26	17.39	35.36	18.65	12.73
600436.SH	片仔癀	1,907.45	96.55	108.4	63.05	21.62	45.55	24.37	23.07
600085.SH	同仁堂	626.9	31.78	49.01	41.33	4.67	24.01	18.59	10.82
600535.SH	天士力	229.05	19.87	13.15	17.27	12.43	54.74	-23.88	9.75
300026.SZ	红日药业	207.89	24	34.18	20.03	42.45	20.03	50.81	8.2
600329.SH	中新药业	170.92	20.48	24.18	19.61	5.78	32.49	23.34	11.82

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(除以岭药业外, 其它采用 wind 一致预期, 时间截止 2022 年 3 月 6 日)

风险提示

1. **大品种增速放缓风险：**公司的心脑血管三大产品以及连花清瘟收入体量较大，达10亿以上级别，如果增速放缓或者下滑，可能导致整个公司增速放缓。
2. **产品降价风险：**公司的连花清瘟已进入广东省联盟集采目录，后续可能出现一定价格下降，进而影响连花清瘟的收入和利润增长。
3. **研发进度不及预期风险：**公司在中药创新领域已经收获多个专利新药，但后续品种的研发和获批仍然受政策、疫情等多种因素影响，存在一定不确定性。
4. **原材料价格波动风险：**近两年部分中药材及药品生产原材料价格出现明显上涨，造成公司成本上升，如果后续情况加剧，可能影响公告产品利润率。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com