

## 以岭药业 (002603.SZ) 买入 (首次评级)

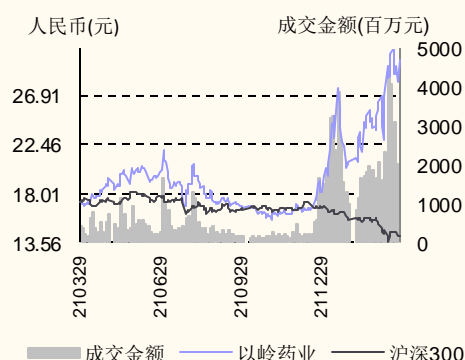
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 30.10 元

目标价格 (人民币): 33.32 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	16.71
已上市流通 A 股(亿股)	13.76
总市值(亿元)	502.88
年内股价最高最低(元)	31.18/15.62
沪深 300 指数	4148
深证成指	11950



## 创新中药东风已至，龙头品牌强势崛起

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,825	8,782	10,134	11,940	14,007
营业收入增长率	20.99%	50.76%	15.39%	17.82%	17.31%
归母净利润(百万元)	607	1,219	1,392	1,674	2,012
归母净利润增长率	1.21%	100.95%	14.20%	20.30%	20.17%
摊薄每股收益(元)	0.504	1.012	0.833	1.002	1.204
每股经营性现金流净额	0.06	1.32	0.70	1.04	1.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.63%	13.66%	14.27%	15.56%	16.82%
P/E	24.67	25.19	23.53	19.56	16.27
P/B	1.88	3.44	3.36	3.04	2.74

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **中药行业利好政策频出：**注册端中药创新药上升到 1,1 类新药；审批端中药创新药的平均审评时长从 3000 天缩短到 500 天左右，2021 年获批创新中药 12 个，数量超过了过去四年的总和；支付端，中药医保谈判降价幅度小于西药，目前尚未开展中成药国家集采。
- **连花清瘟助力抗击疫情。**公司的连花清瘟是新冠防治的推荐用药，2020 年销售额超过 42 亿元，同比增长 150%。2021 年受到疫情反复导致的部分城市药店渠道销售管控的影响，预计销售额会小幅下滑。2022 年至 2023 年，预计海外市场放量、国内观察期及轻中症患者增长、以及潜在的居民自备需求将会成为连花清瘟新的增长点。预计连花清瘟在 2022 年至 2023 年的销售额将达到 43 亿元、47 亿元。
- **心脑血管三大产品持续增长。**公司在心脑血管领域有通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊三大产品，2019 年总销售额达到 31 亿元。2020 年，公司络病理论及心脑血管三大产品获得国家科技进步一等奖，在疫情影响下仍旧实现 11% 增长，2021 年疫情修复后，预计心脑血管三大产品将实现 30% 以上的增长，总销售额达到 45 亿元。预计 2022 年至 2023 年心脑血管产品将持续增长，在 2023 年总销售额达到 61 亿元。
- **研发管线丰富，中药创新药龙头长期成长可期。**公司创新中药的研发遵循“三结合”中药创新药注册审评证据体系，公司的络病理论基础，加上河北以岭医院的 90 多种院内制剂的人用经验，结合公司丰富的中药创新药临床试验经验，预计每年将保持 1-2 个新产品获批上市，长期成长可期。

## 盈利预测与估值

- 预计公司 2021-2023 年营收分别为 101.3/119.4/140.0 亿元，归母净利润分别为 13.9/16.7/20.1 亿元。采用相对估值法，参考可比公司，给予公司 2021 年盈利 40 倍 PE 估值，目标价为 33.32 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 疫情变化风险，中成药集采风险，产品销售不及预期风险，医保等政策监管风险，新药研发进度不及预期风险。

王班 分析师 SAC 执业编号: S1130520110002  
(8621)60870953  
wang\_ban@gjzq.com.cn

王维肖 联系人  
wangweixiao@gjzq.com.cn

## 内容目录

以岭药业聚焦中药创新药（统一一下全文图表的引用，公司公告）	4
中药行业利好政策频出，全方位支持中医药传承创新发展	4
感冒呼吸产品：连花清瘟认可度和市场份额快速提升	6
连花清瘟疗效明确，是新冠和流感的推荐用药	6
连花清瘟在中成药感冒药中具有领先地位	8
感冒呼吸产品销售预测	9
心脑血管产品：通、参、芪获奖，有望保持高速增长	10
中医脉络学说及心脑血管产品荣获国家科技进步一等奖	10
预计心脑血管产品将继续保持增长	12
其它中药创新药：产品组合丰富，覆盖多个疾病领域	13
化生药板块+大健康板块，丰富业务形式	14
化生药板块齐步走战略	14
大健康板块借力连花清瘟品牌势能	15
盈利预测与投资建议	16
盈利预测	16
公司估值	19
风险提示	19

## 图表目录

图表 1：中药行业利好政策频出	4
图表 2：中药创新药平均上市审批天数	5
图表 3：历年获批上市的中药创新药数量	5
图表 4：中药纳入医保比例上升，医保谈判降价幅度温和	6
图表 5：连花清瘟胶囊/颗粒产品信息	7
图表 6：连花清瘟被纳入多项指南	8
图表 7：公立医院中成药感冒药市场中连花清瘟份额	8
图表 8：2020 年公立医院中成药感冒药 TOP 5	8
图表 9：零售终端感冒药/清热类市场中连花清瘟份额	9
图表 10：2020 年零售终端感冒药/清热类 TOP 5	9
图表 11：感冒呼吸产品销售预测关键假设（百万元）	10
图表 12：感冒呼吸产品销售额及销售预测（亿元）	10
图表 13：心脑血管三大产品基本信息	11
图表 14：通参芪的临床循证、指南推荐及获奖情况	11
图表 15：公立医院中成药心血管疾病口服药市场中通参芪份额	12
图表 16：2020 年公立医院中成药心血管疾病口服药市场份额	12
图表 17：心脑血管产品销售额及销售预测（亿元）	13

图表 18: 其他专利产品销售额及销售额预测 (亿人民币) .....	14
图表 19: 公司化生药板块发展战略及初步成果 .....	15
图表 20: 以岭药业营收预测 (百万人民币) .....	17
图表 21: 以岭药业毛利润 (亿元) 及毛利率 .....	17
图表 22: 以岭药业销售费用 (亿元) 及费用率 .....	18
图表 23: 以岭药业管理费用 (亿元) 及费用率 .....	18
图表 24: 以岭药业研发费用 (亿元) 及费用率 .....	18
图表 25: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	19

## 以岭药业聚焦中药创新药（统一一下全文图表的引用，公司公告）

- 石家庄以岭药业股份有限公司由吴以岭教授创立于 1992 年，2011 年在深交所主板上市。
- 在创新络病理论指导下，公司重点布局中药创新药的研发、生产和销售，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。公司目前拥有 13 个获批上市的专利创新中药，在感冒呼吸领域的连花清瘟以及心脑血管领域的通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊已经成为各自领域的主流产品。同时，公司积极布局化药生物药和大健康产业，形成了“中药创新药+化生药+大健康”三大业务板块。

## 中药行业利好政策频出，全方位支持中医药传承创新发展

图表 1：中药行业利好政策频出

●	2016年，《中华人民共和国中医药法》。
●	2016年，《中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》
●	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》
●	2019年，《促进中医药传承与创新发展的意见》
●	2020年，《中药注册分类及申报资料要求》
●	2021年，《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》
●	2021年，《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》
●	2022年，《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）》
●	2022年，《中药新药毒理研究用样品研究技术指导原则（试行）》
●	2022年，《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021—2025年）》

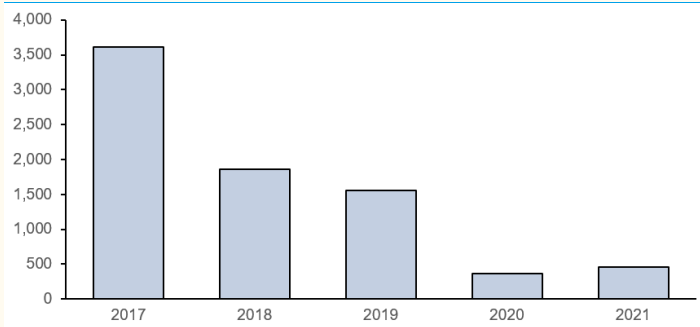
来源：政府官网，国金证券研究所

- **多项纲领性文件确定中医药地位和传承创新的发展方向。**2016 年，国家颁布中医药领域第一部基础性、综合性法律《中华人民共和国中医药法》。同年，《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》把中医药发展上升为国家战略，《“健康中国 2030”规划纲要》提出一系列振兴中医药发展的任务和举措。2019 年 10 月，国务院出台《促进中医药传承与创新发展的意见》，内容包括健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用、大力推动中药质量提升和产业高质量发展、加强中医药人才队伍建设、改革完善中医药管理体制机制等，明确了中医药传承创新发展的目标方向和具体举措。2021 年 2 月，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》，从夯实中医药人才基础、提高中药产业发展活力、增强中医药发展动力、完善中西医结合制度、实施中医药发展重大工程、提高中医药发展效益、营造中医药发展良好环境七个方面提出二十八条要求。2022 年 1 月 15 日，国家中医药管理局印发《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021—2025 年）》，目标为“十四五”时期，与共建“一带一路”国家合作建设 30 个高质量中医药海外中心，颁布 30 项中医药国际标准，打造 10 个中医药文化海外传播品牌项目，建设 50 个中医药国际合作基地等。通过“一带一路”进一步推动中医药走向世界。我们认为，中医药纲领性指导政策的陆续发布，有利于提高中医药整体地位，进一步促进中医药行业快速蓬勃发展。
- **修订中药注册分类，尊重中药研发特点。**2017 年 10 月 8 日，中共中央办公厅和国务院办公厅出台《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》，其中，第十三条规定“建立完善符合中药特点的注册管理制度和技术评价体系，处理好保持中药传统优势与现代药品研发要求的关系”，该文件明确了中药注册分类的大方向，即“中药创新药、中药改良型新药、

经典名方类中药和天然药”。2020年3月30日，国家市场监督管理总局公布新修订的《药品注册管理办法》，内容变化重点为药品注册分类的变化。2020年9月28日，中药注册分类的配套文件《中药注册分类及申报资料要求》正式发布，其中，将中药注册分类按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类，并细化申报资料要求。与修订前类似于化药的审批注册体系相比，新的注册分类体现了中药研发特点，淡化“有效成分”要求，支持基于中医药理论和中医临床实践经验来评价中药的有效性。尤其是中药复方制剂，按原注册分类属于6类，而在新的注册分类中则上升为1.1类中药创新药。我们认为，注册端的政策遵循了中药创新药的研发特点，有利于规范指引中药创新药的研发申报，提升中药创新药的地位。

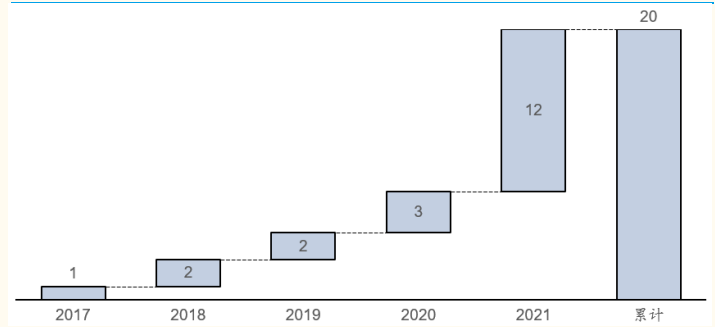
- **中医药审评审批加速，中药创新药获批数量大幅增长。**近年来中药创新药上市审批速度明显加速，从2017年的3000天以上快速缩短到2020年至2021年的500天以内。2021年2月，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》中再次提出了优化中药审评审批管理的要求，2021年获批上市的中药创新药数量达到12个，即使排除为抗击新冠疫情应急获批的“三方”，2021年也有9个中药创新药获批，超过了过去四年的总和。我们认为，审批端的加速和放量，反映了中药创新药已经开启了快速发展的时代。

图表 2：中药创新药平均上市审批天数



来源：医药魔方，国金证券研究所

图表 3：历年获批上市的中药创新药数量

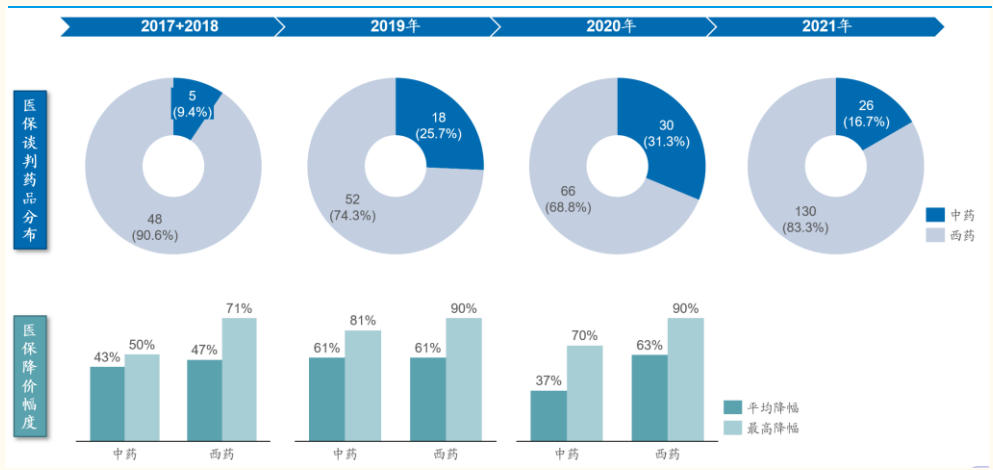


来源：医药魔方，国金证券研究所

- **中药纳入医保比例上升，医保支付端给予政策支持。**2018年以来，我国建立了医保目录动态调整机制，医保谈判成为创新药医保准入的必经途径。从2017年以来通过医保谈判的药品分布来看，中药占比呈逐渐上升趋势。2021年通过医保谈判的西药数量翻倍，中药表观占比下降，但绝对数量与2020年持平。从医药谈判降价幅度来看，中药的降价幅度相对温和，2020年医保价格平均降幅仅37%。2021年12月30日，国家医疗保障局、国家中医药管理局发布《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》，明确对中医医疗机构、中药店、中医医疗服务、中药医保支付等给予政策支持。



图表 4： 中药纳入医保比例上升， 医保谈判降价幅度温和



来源：国家医保局，国金证券研究所

- **中成药暂未纳入国家集采，省级集采试点降价幅度温和。**目前，国内集采进入常态化制度化阶段，国家七批集采共纳入 292 个品种，包括化药和生物药，中成药尚未纳入国家集采范围。2021 年 12 月，湖北 19 省联盟完成了第一批中成药省级联盟集采试点，最终 97 家企业的 111 个产品中选。湖北省际联盟中成药集采的纳入品种以中药注射剂和竞争相对充分的品种为主，尚未纳入中药独家品种；中标品种平均降价幅度为 42.27%，最高降幅 82.63%，低于第一批至第五批化药集采 52%-59% 的平均降价幅度，也低于第六批胰岛素集采 48% 的平均降价幅度。2022 年初，广东六省联盟开展中成药集采，拟纳入 132 个中成药品种，其中包含了部分独家品种，但在报价及采购量分配规则上相对温和，并且对于中药创新药等 4 类特殊产品可以有政策倾斜。
- **“三结合”注册审评体系不断完善，中药复方制剂研发申报路径清晰。**2019 年 10 月，国务院出台《促进中医药传承与创新发展的意见》等文件提出了“构建中医药理论、人用经验和临床试验相结合的中药注册审评证据体系”（即“三结合”审评证据体系）的要求。基于中药研发规律，2020 年 9 月发布的《中药注册分类及申报资料要求》已对中药注册分类进行调整，重点优化了体现中药特点的中药复方制剂的注册申报路径，丰富了古代经典名方中药复方制剂范围，以切实促进传承精华、守正创新。2022 年 1 月 5 日，国家药监局药审中心发布《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）》，进一步明确了在“三结合”审评证据体系下研发的中药新药，不同注册分类临床方面沟通交流的关键节点、会议资料要求以及关注点。1 月 7 日，药审中心发布《中药新药毒理研究用样品研究技术指导原则（试行）》，旨在指导和规范用于注册申报的中药新药毒理研究用样品制备、质量控制、配制等环节的研究和过程管理。我们认为，“三结合”注册审评体系的不断完善、技术指导文件的不断出台，有利于进一步明确中药创新药的研发申报路径，有利于中药创新药企业构建管理研发管线。

## 感冒呼吸产品：连花清瘟认可度和市场份额快速提升

### 连花清瘟疗效明确，是新冠和流感的推荐用药

- 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、流感的专利创新药。连花清瘟分为胶囊剂和颗粒剂，主要成分相同，其中连花清瘟胶囊是 OTC 药物，在 2004 年首次获批上市，连花清瘟颗粒是处方药，在 2006 年首次获批上市。2020 年，连花清瘟胶囊/颗粒均获批新增新冠适应

症。连花清瘟胶囊/颗粒 2009 年纳入国家医保乙类，2017 年起纳入国家医保甲类。

图表 5：连花清瘟胶囊/颗粒产品信息

产品	成分	适应症	上市时间	医保状态
连花清瘟胶囊/颗粒	连翘、金银花、炙麻黄、炒苦杏仁、石膏、板蓝根、绵马贯众、鱼腥草、广藿香、大黄、红景天、薄荷脑、甘草	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：发热或高热，恶寒，肌肉酸痛，鼻塞流涕，咳嗽，头痛，咽干咽痛，舌偏红，苔黄或黄腻等。在新型冠状病毒性肺炎的常规治疗中，可用于轻型、普通型引起的发热、咳嗽、乏力。	2004年/2006年 2020年4月获批治疗新冠	医保甲类

来源：产品说明书，医药魔方，公司官网，国金证券研究所

- 多项临床研究证实了连花清瘟治疗流感、新冠肺炎、呼吸道感染、社区获得性肺炎的临床疗效。
  - 有效治疗轻型、普通型新冠肺炎：由钟南山院士、李兰娟院士、张伯礼院士牵头完成的连花清瘟治疗新冠肺炎普通型随机、对照、多中心临床研究结果显示，连花清瘟可提高新冠肺炎主要临床症状（发热、乏力、咳嗽）消失率，缩短主要临床症状（发热、乏力、咳嗽）持续时间，改善肺部炎症（CT），提高疾病治愈率，转重型率较对照组下降 50%，显示出良好趋势，未出现与研究药物相关的不良反应，证实连花清瘟治疗新冠肺炎安全有效。
  - 有效治疗流行性感冒：首都医科大学附属佑安医院主持完成的连花清瘟治疗甲型 H1N1 流感随机双盲、多中心、与磷酸奥司他韦对照临床研究结果显示连花清瘟在病毒核酸转阴时间方面与磷酸奥司他韦相当，咳嗽、咽痛、乏力、肌肉酸痛等症状缓解时间优于奥司他韦。
  - 有效治疗上呼吸道感染：一项纳入 21 篇连花清瘟治疗上呼吸道感染文献、总样本量为 3249 例患者的 Meta 分析显示，与对照组相比，连花清瘟组提高治疗有效率，缩短退热时间；提高恶寒症状改善率、肌肉酸痛改善率，证实连花清瘟胶囊治疗上呼吸道感染的临床有效性。一项纳入 8 篇连花清瘟治疗病毒性感冒有效性研究、总样本量为 955 例的 Meta 分析结果显示，连花清瘟组的总体有效率、体温复常率、症状改善率优于对照组，证实连花清瘟治疗病毒性感冒效果优于对照组。
  - 有效治疗社区获得性肺炎：一项纳入 22 项连花清瘟治疗肺炎 RCT 研究、总样本量为 2007 例患者的 Meta 分析结果显示，与对照组相比，连花清瘟组提高临床总有效率，缩短退热时间、咳嗽持续时间、啰音持续时间、影像学转归时间及改善 CRP 指标。结果表明连花清瘟辅助常规西医疗法治疗肺炎可提高临床治疗有效率，缩短退热时间、咳嗽时间、啰音持续时间及影像学转归时间，改善 CRP 指标，加快肺炎患者的康复速度。
- 基于临床实践效果及临床研究结果，连花清瘟成为多项治疗感冒、新冠、流感的指南的推荐药物。在 2022 年发布的第九版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》中，连花清瘟被推荐用于医学观察期、新冠轻型患者、以及新冠普通型患者的治疗。结合奥密克戎变异株致病力减弱，患者以无症状感染者和轻症居多的情况，我们认为连花清瘟在新冠疫情防控中将继续发挥重大作用。

图表 6: 连花清瘟被纳入多项指南

连花清瘟被纳入多项指南
国家卫健委《国家卫健委流行性感冒诊疗方案（2020 年版）》推荐用药
国家卫健委《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》第四/五/六/七/八/九版推荐用药
国家卫健委《流行性感冒诊疗方案（2019 年版）》推荐用药
国家卫健委《流行性感冒诊疗方案 2018 年修订版》推荐用药
国家卫计委《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案（2017 年版）》推荐用药
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》推荐用药
卫生部《流行性感冒诊断与治疗指南（2011 年版）》推荐用药
卫生部《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 年版）》推荐用药
卫生部《人禽流感诊疗方案 2008 版》推荐用药
卫生部《人禽流感诊疗方案（2005 版修订版）》推荐用药
国家中医药管理局项目《中成药临床应用指南-儿科疾病分册》儿童流感推荐用药
中华实用儿科临床杂志《儿童新型冠状病毒感染诊断、治疗和预防专家共识第一版》推荐用药
《中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床应用指南》推荐用药
国际呼吸杂志《特殊人群普通感冒规范用药的专家共识》推荐用药

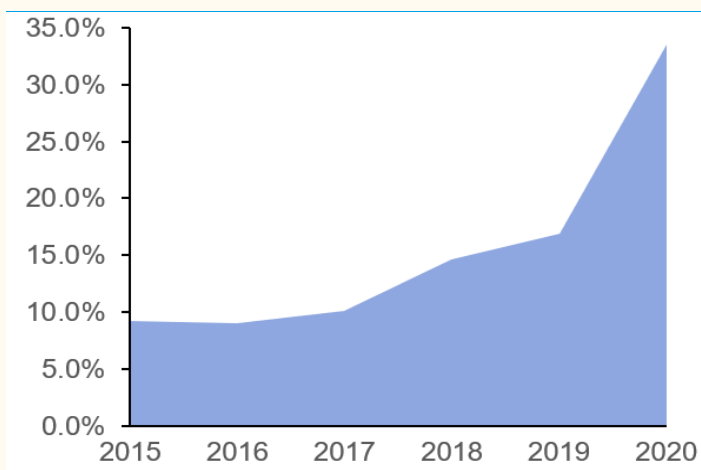
来源：公司官网，国金证券研究所

- 此外，公司在 2020 年获批上市了第二个感冒呼吸类创新专利药莲花清咳片。莲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 III 期研究，共纳入符合要求的 480 例患者，研究结果显示，莲花清咳片对比安慰剂治疗 7 天后咳嗽症状消失率为 49.0% vs 8.4%，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。莲花清咳片已经纳入医保乙类目录，正处于逐步放量阶段，是公司感冒呼吸类产品的有力补充。

#### 连花清瘟在中成药感冒药中具有领先地位

- 近年来，连花清瘟在医院渠道和零售渠道的中成药感冒药市场中的市场份额逐步上升。2020 年获批用于新冠肺炎治疗之后，连花清瘟的销售额和市场份额大幅提升，已经成为中成药感冒药领域的领先品牌。

图表 7: 公立医院中成药感冒药市场中连花清瘟份额



来源：公司公告，国金证券研究所

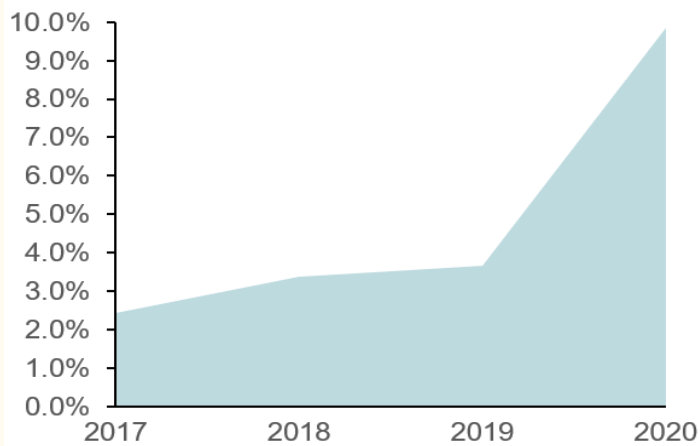
图表 8: 2020 年公立医院中成药感冒药 TOP5

排名	产品	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%

来源：公司公告，国金证券研究所



图表 9：零售终端感冒药/清热类市场中连花清瘟份额



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：2020 年零售终端感冒药/清热类 TOP5

排名	产品	市场份额
1	连花清瘟颗粒/胶囊	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%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 除了中国大陆市场以外，连花清瘟还在中国香港、中国澳门、巴西、加拿大、新加坡、俄罗斯等二十多个国家和地区获批上市，在更多地区成为抗击疫情的有效药物选择。2022 年初，香港疫情严重，公司加强连花清瘟的生产和出口，未来随着海外疫情反复，连花清瘟有望进一步实现业绩放量。
- 2022 年初，连花清瘟颗粒被纳入广东六省联盟中成药集采。这次集采拟纳入 132 个中成药品种，包括多个独家品种，但在报价及采购量分配规则上相对温和，并且对于中药创新药等 4 类特殊产品可以有政策倾斜。目前广东六省联盟中成药集采尚未开始报价，我们预计连花清瘟颗粒作为独家品种降价幅度会较为温和。同时非处方药产品连花清瘟胶囊则不受集采影响。

#### 感冒呼吸产品销售预测

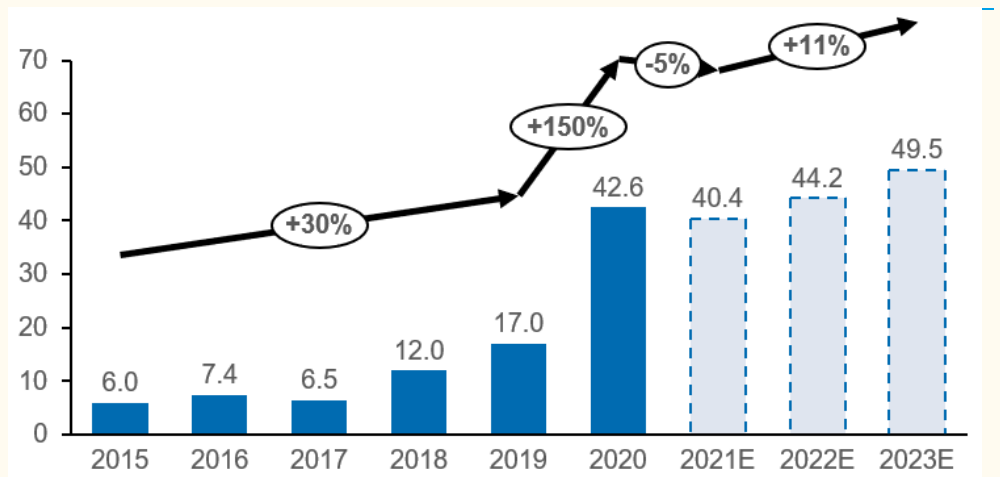
- 2020 年国内疫情形势严峻，对连花清瘟有极大需求，公司感冒呼吸产品销售额大幅增长，达到 42.6 亿元。2021 年随着国内疫情得到有效控制，基于抗击疫情的需求大大减少。但是，得益于抗疫期间连花清瘟知名度与品牌认知度的大幅提升，我们认为 2021 年连花清瘟的应用范围不再局限于新冠肺炎，而是进一步拓展了在普通感冒和流感患者中的应用。考虑到 2021 年底疫情散发阶段，各地对于零售渠道的感冒药销售有一定的管控政策，对连花清瘟胶囊的销售造成一定影响，我们谨慎预测连花清瘟销售额在 2021 年有小幅下滑 6%，降至 39.8 亿元。
- 2022 年初，香港疫情反复，连花清瘟在香港市场逐步开始放量，未来随着海外疫情的反复，连花清瘟在其它海外市场也有望逐步实现业绩放量。同时，2022 年初，奥密克戎变异株在国内多地散发，造成国内疫情反复，对与适用于观察期、轻型、普通型患者的连花清瘟的需求进一步上升。我们谨慎假设连花清瘟在 2022 年实现恢复性增长，达到 43 亿元。2023 年，国内存在防疫政策宽松的可能性，国内居民有自备连花清瘟的需求，同时国内患者数量也可能上升。海外疫情也存在不断反复或流感化的可能性，综合以上潜在市场空间，我们谨慎假设连花清瘟在 2023 年进一步增长 10%，达到 47 亿元。
- 莲花轻咳片目前体量较小，处于放量初期，考虑到连花清瘟的品牌影响力，我们预测莲花轻咳片在 2021 年至 2023 年保持 200%、100%、80% 的增速，2021 年至 2023 年的销售额分别为 0.6 亿元、1.2 亿元、2.2 亿元。
- 综合以上假设，我们预计公司感冒呼吸产品在 2021 年至 2023 年的销售额分别为 40.4 亿元、44.2 亿元、49.5 亿元。

图表 11: 感冒呼吸产品销售预测关键假设 (百万元)

感冒呼吸类	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
感冒呼吸产品收入	1204.91	1703.04	4255.79	4,041.64	4,420.17	4,946.19
yoy	84.98%	41.34%	149.89%	-5.03%	9.37%	11.90%
莲花清瘟		1703.04	4235.79	3,981.64	4,300.17	4,730.19
yoy			148.72%	-6.00%	8.00%	10.00%
莲花清咳		-	20.00	60.00	120.00	216.00
yoy				200.00%	100.00%	80.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 感冒呼吸产品销售额及销售预测 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 心脑血管产品: 通、参、芪获奖, 有望保持高速增长

### 中医络病学说及心脑血管产品荣获国家科技进步一等奖

- 公司运用络病理论, 在心脑血管领域研发出通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊三款专利创新药, 广泛应用于与冠心病、心绞痛、中风、心脏早搏、高血压等心脑血管疾病患者。

图表 13: 心脑血管三大产品基本信息

产品		成分	适应症	上市时间	医保状态
通心络胶囊		人参、水蛭、全蝎、赤芍、蝉蜕、土鳖虫、蜈蚣、檀香、降香、乳香（制）、酸枣仁（炒）、冰片	益气活血，通络止痛。用于 <b>冠心病心绞痛</b> 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 <b>中风病</b> ，症见半身不遂或偏身麻木，口舌歪斜，言语不利。	1998	医保甲类
参松养心胶囊		人参、麦冬、山茱萸、丹参、炒酸枣仁、桑寄生、赤芍、土鳖虫、甘松、黄连、南五味子、龙骨	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 <b>冠心病室性早搏</b> ，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。	2010	医保甲类
芪苈强心胶囊		黄芪、人参、黑顺片、丹参、葶苈子、泽泻、玉竹、桂枝、红花、香加皮、陈皮	益气温阳，活血通络，利水消肿。用于 <b>冠心病、高血压病</b> 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，小便短少，口唇青紫，畏寒肢冷，咳吐稀白痰。	2004	医保甲类

来源：产品说明书，医药魔方，公司官网，国金证券研究所

- 公司的三个心脑血管产品都有明确的经过临床循证医学验证的疗效，并分别获得多项指南和专家共识的推荐。2020 年初，公司的“中医络脉学说构建及其指导微血管病变防治”荣获 **2019 年度国家科技进步一等奖**。

图表 14: 通参芪的临床循证、指南推荐及获奖情况

产品	临床循证	获奖及指南推荐
通心络胶囊	<p>通心络稳定易损斑块与他汀类药物疗效相当。</p> <p>应用通心络干预颈动脉斑块的临床循证研究，在全国 22 个城市内筛选出 1212 例颈动脉粥样硬化斑块患者，结论表明通心络能延缓平均内中膜厚度、斑块面积和颈动脉血管重构的进展，进而延缓主要心血管事件首发时间，疗效显著且具有良好的安全性。</p> <p>通心络治疗急性心梗 PCI 术后无再流临床循证研究，通心络加常规西药对比安慰剂加常规西药，结果显示通心络胶囊治疗急性心梗促进缺血心肌恢复、改善心功能具有确切疗效。</p> <p>急性心肌梗死心肌保护 3796 例临床循证研究启动，前瞻性、随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床试验，评价在常规治疗的基础上加用通心络胶囊对 ST 段抬高急性心梗患者 30 天和 1 年时主要心脑血管事件、严重并发症和出血等临床复合终点事件发生率的影响。</p>	<p>“中医络脉学说构建及其指导微血管病变防治”荣获 2019 年度国家科技进步一等奖；</p> <p>“通心络胶囊治疗冠心病的研究”荣获 2000 年度国家科技进步二等奖；</p> <p>“络病理论及其应用研究”荣获 2006 年度国家科技进步二等奖；</p> <p>“虫类药超微粉碎（微米）技术及应用”荣获 2007 年度国家技术发明二等奖；</p> <p>纳入 20 项指南/专家共识/教材：</p>
参松养心胶囊	<p>1427 例临床循证医学研究证实，参松养心胶囊治疗非器质性室性早搏优于安慰剂，治疗器质性室性早搏显著优于西药慢心律，治疗阵发性房颤疗效与西药心律平相当。</p> <p>治疗轻中度收缩性心功能不全伴室性早搏随机、双盲、安慰剂对照、多中心 465 例临床研究结果显示，参松养心胶囊治疗组显著增加患者 24h 动态心电图室早次数下降率，改善心功能，增加左室射血分数，且具有良好的安全性，与对照组比较具有显著性差异。</p>	<p>“中医络脉学说构建及其指导微血管病变防治”荣获 2019 年度国家科技进步一等奖；</p> <p>国家重大新药创制“十一五”专项；</p> <p>国家重大新药创制“十二五”专项；</p> <p>国家工信部重大成果转化项目；</p> <p>纳入近 10 项指南/专家共识/教材；</p>

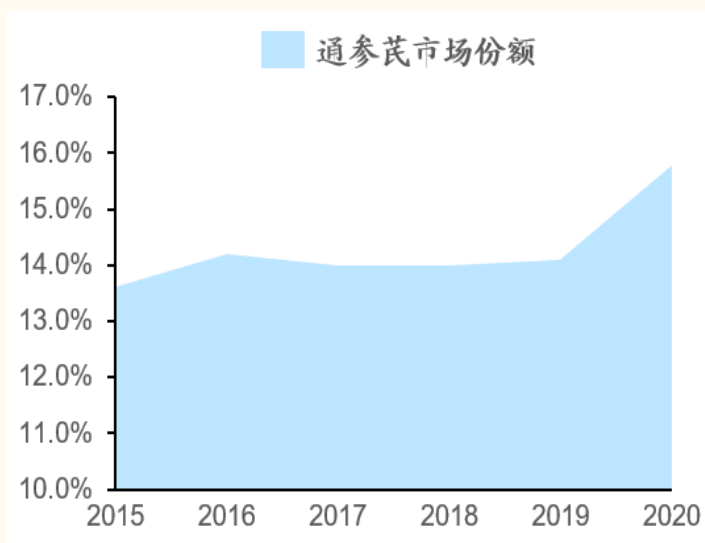
芪苈强心胶囊	芪苈强心胶囊治疗慢性心衰循证医学研究结果显示，芪苈强心胶囊治疗组的血清氨基末端 B 型利钠肽前体（NT-proBNP）水平，下降超过 30% 的比例远高于对照药物（实验组 47.95% vs 对照组 31.98%），显著提高左室射血分数（LVEF），显著增加 6min 步行距离，降低明尼苏达生活质量评分，降低复合终点事件发生率。	“中医络病学说构建及其指导微血管病变防治”荣获 2019 年度国家科技进步一等奖； 荣获中华中医药学会科学技术一等奖； 纳入 10 项指南/专家共识/教材；
--------	---	--

来源：公司官网，国金证券研究所

### 预计心脑血管产品将继续保持增长

- 通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊是心脑血管领域的主流口服中成药。

图表 15：公立医院中成药心血管疾病口服药市场中通参芪份额



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：2020 年公立医院中成药心血管疾病口服药市场份额

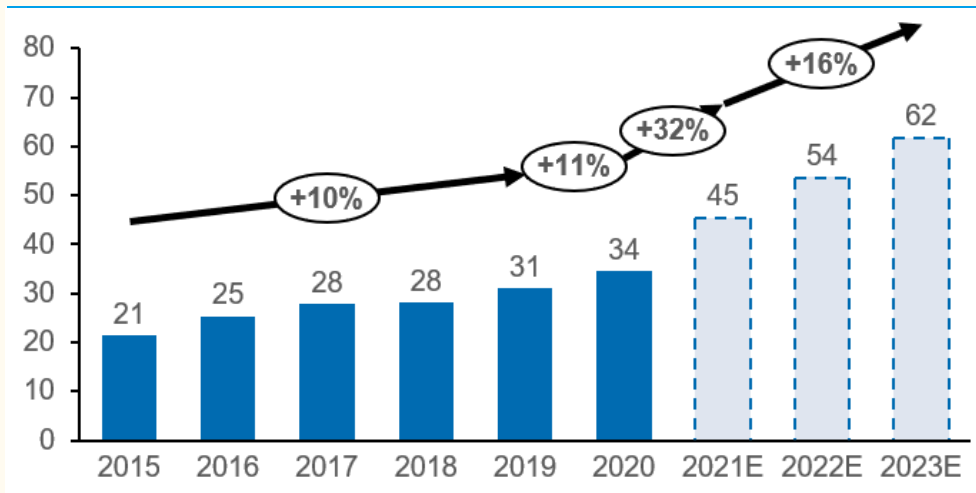
排名	产品	市场份额
1	复方丹参滴丸	9.71%
2	通心络胶囊	7.94%
3	麝香保心丸	7.24%
4	稳心颗粒	6.90%
5	参松养心胶囊	6.10%
6	银杏叶片	4.39%
7	银丹心脑通软胶囊	3.64%
8	速效救心丸	3.14%
9	银杏叶滴丸	2.28%
10	银杏酮酯滴丸	1.98%
11	心可舒片	1.88%
12	银杏叶提取物	1.76%
13	芪苈强心胶囊	1.74%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2015 年以来，通参芪总销售额保持 10% 左右的年复合增长率，到 2019 年三个产品的总体量超过了 30 亿元。2020 年受疫情影响，心脑血管中成药口服药的整体市场规模略微下滑，通参芪销售额逆势增长 11%，总销售额达到 34.5 亿元。2021 年上半年疫情缓解，通参芪销售额达到 25.5 亿，同比增长 46%，环比增长 50%。我们预计 2021 年全年，通参芪销售额增长将达到 32% 左右，2019 年至 2021 年复合增长率将超过 20%。预计 2022 年至 2023 年，通参芪将继续保持增长，但增速会下降至 18% 和 15%，销售额将达到 53.7 亿元和 61.7 亿元。



图表 17: 心脑血管产品销售额及销售预测 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

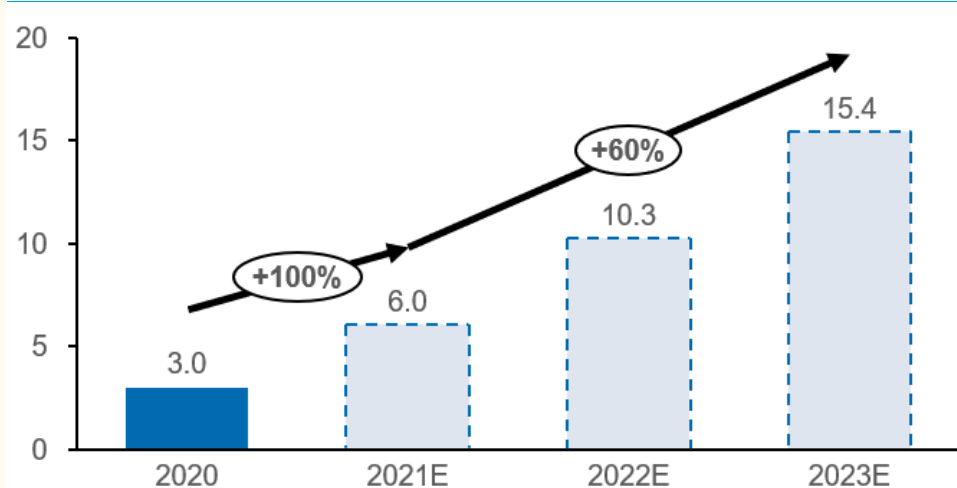
### 其它中药创新药: 产品组合丰富, 覆盖多个疾病领域

- 津力达颗粒是公司研发的糖尿病领域的创新中药。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，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，一项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、多中心临床试验的结果表明，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（FBG）降低1.34mmol/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、减轻体重，安全性良好。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。2019年，津力达进入《中国2型糖尿病诊疗标准》（英文版）；2020年，津力达成为《中国2型糖尿病防治指南（2020年版）》的推荐用药。
- 八子补肾胶囊是公司研发的补肾抗衰领域的OTC创新中药。北京中医药大学糖尿病研究中心实验证实，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。南京中医药大学在对八子补肾抗衰的研究中，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、河北省人民医院、河北医科大学第三医院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。
- 夏荔芪胶囊是公司研发的前列腺疾病的创新中药。夏荔芪胶囊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。2020 年 12 月 3 日，包含夏荔芪胶囊的“中西医结合治疗前列腺疾病的机制及创新诊疗策略研究”荣获该年度中国中西医结合学会科学技术奖一等奖。

- 公司在肿瘤领域还有创新中药养正消积胶囊和参灵蓝胶囊。养正消积胶囊具有健脾益肾、化瘀解毒的功效。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，改善患者生存质量、改善脘腹胀满、纳呆食少、神疲乏力、腰膝酸软、溲赤便溏、疼痛。参灵蓝胶囊具有健脾补肾，化瘀解毒的功效。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。
- 在神经领域，公司的 OTC 产品枣椗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。
- 2021 年，公司在神经领域还获批了两款新的创新中药，其中益肾养心安神片适用于失眠症，证属肾精亏虚、心血不足、神识失养者，具有益肾健脑、养心安神的功效，具有系统调控改善睡眠的作用特点；解郁除烦胶囊适用于轻、中度抑郁症，症属气郁痰阻、郁火内扰者，具有清热除烦，解郁化痰的功效，既能改善抑郁症精神障碍，又能缓解非特异性躯体感觉异常。预计益肾养心安神片和解郁除烦胶囊将于 2022 年底进入医保，从 2023 年起加速放量。
- 公司的创新中药还具有深厚的研发管线。公司研发理念与“中医药理论、人用经验和临床试验”的“三结合”中药创新药注册审评证据体系高度一致。公司以吴以岭院士创立的中医络病理论为理论基础，以河北以岭医院（三级甲等中医院）作为临床基地，形成了 90 多种院内制剂，并不断累计人用经验，在此基础上，公司已经将络痹通片（治疗类风湿关节炎）、柴黄利胆胶囊（治疗慢性胆囊炎）、鼻窍通片（治疗过敏性鼻炎）、小儿连花清感颗粒（治疗儿童感冒）推进到临床试验阶段。公司计划每年推进 1-2 个创新中药品种的获批上市，同时也继续开发已上市产品的新适应症。
- 基于公司的研发进度和产品放量预期，我们预计公司除感冒呼吸和心脑血管以外的其他专利产品将在 2021 年至 2023 年保持高速增长。

图表 18：其他专利产品销售额及销售额预测（亿人民币）



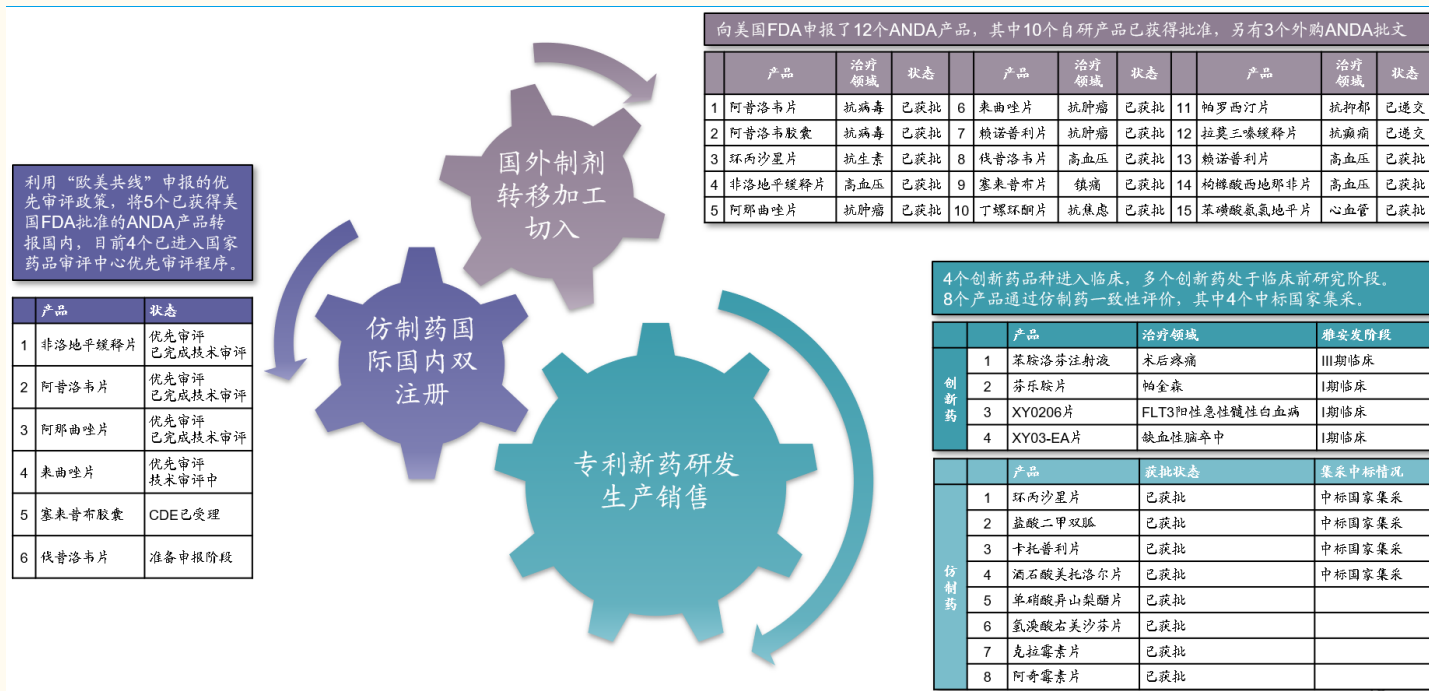
来源：公司公告，国金证券研究所

化生药板块+大健康板块，丰富业务形式

化生药板块齐步走战略

- 公司制定了“国外制剂转移加工切入—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。公司已向美国 FDA 申报了 12 个 ANDA 产品，其中 10 个自研产品已获得批准，另有 3 个外购 ANDA 批文已完成转移。针对国内市场，公司利用“欧美共线”申报的优先审评政策，已将 5 个已获得美国 FDA 批准的 ANDA 产品转报国内，目前 4 个已进入国家药品审评中心优先审评程序。同时，公司开始由普通仿制药制剂向专利到期的首仿制剂、高技术壁垒的缓控释制剂等高端仿制药转型，截至 2021 年上半年，公司有 4 个一类创新药品种进入临床阶段，多个一类创新药处于临床前研究阶段，其中苯胺洛芬注射液已经结束二期临床，正在开展三期临床实验。

图表 19：公司化生药板块发展战略及初步成果



来源：公司公告，国金证券研究所

### 大健康板块借力连花清瘟品牌势能

- 公司以络病理论为指导，秉承中医治未病理念，充分发挥中医药特色优势，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，形成连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。其中连花呼吸健康系列产品将连花清瘟精研本草组方针对病毒和细菌抑制、杀灭能力，延伸到消杀、防护、饮品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，全方位保护呼吸健康。连花清瘟口罩爆珠、连花清咽抑菌喷剂、连花空气草本除菌凝胶以及连花清菲植物饮料/茶等产品有着广阔的消费群体，借助连花清瘟品牌势能，有望成为呼吸系统防护领先品牌。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

■ **收入预测：**我们对于公司重点产品的销售收入预测如下：

- **心脑血管类：**心脑血管类包含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。2021 年上半年，心脑血管的三大产品销售额达到 25.5 亿，同比增长 46%，环比增长 50%。我们预计 2021 年全年，心脑血管产品销售额同比增长 32%，达到 45.5 亿元。预计 2022 年至 2023 年，通参芪将继续保持增长，但增速会放缓至 18%和 15%以内，预计 2022 年至 2023 年，通参芪的销售额将达到 53.6 亿元和 61.7 亿元。
- **感冒呼吸类：**考虑到 2021 年底疫情散发阶段，各地对于零售渠道的感冒药销售有一定的管控政策，对连花清瘟胶囊的销售造成一定影响，我们谨慎预测连花清瘟销售额在 2021 年有小幅下滑 6%，降至 39.8 亿元。2022 年初，香港疫情反复，连花清瘟在香港市场逐步开始放量，未来随着海外疫情的反复，连花清瘟在其它海外市场也有望逐步实现业绩放量。同时，2022 年初，奥密克戎变异株在国内多地散发，造成国内疫情反复，对于适用于观察期、轻型、普通型患者的连花清瘟的需求进一步上升。我们谨慎假设连花清瘟在 2022 年实现恢复性增长，达到 43 亿元。2023 年，国内存在防疫政策宽松的可能性，国内居民有自备连花清瘟的需求，同时国内患者数量也可能上升，海外疫情也存在不断反复或流感化的可能性，综合以上潜在市场空间，我们谨慎假设连花清瘟在 2023 年保持进一步增长 10%，达到 47 亿元。莲花轻咳片目前体量较小，处于放量初期，考虑到连花清瘟的品牌影响力，我们预测莲花清咳片在 2021 年至 2023 年保持 200%、100%、80%的增速，2021 年至 2023 年的销售额分别为 0.6 亿元，1.2 亿元，2.2 亿元。
- **其他专利产品：**2021 年，津力达胶囊、八字补肾胶囊和夏荔芪胶囊增速较高，预计 2021 年全年将实现其它专利产品的总收入翻倍，达到 6.0 亿元。预计 2022 年至 2023 年，公司的其他专利产品将保持高速增长，增速分别为 70%和 50%，销售额达到 10.2 亿元和 15.4 亿元。
- **假设公司的其他主营业务和其他业务保持平稳增长。**
- **汇总来看，**预计公司 2021 年营收为 101.3 亿元，同比增长 15.39%。2022 年至 2023 年营收分别为 119.4 亿元和 140.0 亿元，同比增长 17.82%和 17.31%。



图表 20: 以岭药业营收预测 (百万人民币)

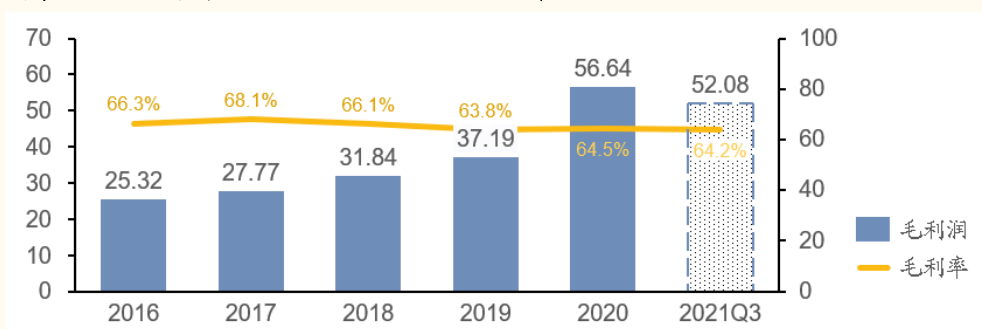
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营收 (百万)	4,814.55	5,825.30	8,782.48	10,134.11	11,939.61	14,006.61
yoy	17.97%	20.99%	50.76%	15.39%	17.82%	17.31%
1. 医药制造收入						
收入	4,801.56	5,802.63	8,774.06	10,119.11	11,924.61	13,991.61
yoy	17.99%	20.85%	51.21%	15.33%	17.84%	17.33%
1.1 心脑血管类药 (通、参、芪)						
收入	2804.88	3096.29	3446.5	4,549.38	5,368.27	6,173.51
yoy	1.10%	10.39%	11.31%	32.00%	18.00%	15.00%
1.2 感冒呼吸类						
感冒呼吸产品收入	1204.91	1703.04	4255.79	4,041.64	4,420.17	4,946.19
yoy	84.98%	41.34%	149.89%	-5.03%	9.37%	11.90%
连花清瘟		1703.04	4235.79	3,981.64	4,300.17	4,730.19
yoy			148.72%	-6.00%	8.00%	10.00%
莲花清咳			20.00	60.00	120.00	216.00
yoy				200.00%	100.00%	80.00%
1.3 其他专利产品						
收入			302.46	604.92	1,028.36	1,542.55
yoy				100.00%	70.00%	50.00%
1.4 其他主营业务 (化生药+大健康等)						
收入	761.85	963.22	769.31	923.17	1,107.81	1,329.37
yoy	23.23%	26.43%	-20.13%	20.00%	20.00%	20.00%
2. 其他业务						
收入	12.99	22.67	8.42	15.00	15.00	15.00
yoy	10.27%	74.52%	-62.86%	78.15%	0.00%	0.00%

来源: 公司年报, 国金证券研究所

#### ■ 成本及费用预测假设

- 毛利率: 公司近三年毛利率在 63%-66% 的水平, 假设 2021 年至 2023 年, 公司各类产品的毛利率与 2021 年上半年的毛利率水平保持一致, 公司整体毛利率随着各类产品占比变化有轻微下降, 整体稳定在 64%-65% 的水平。

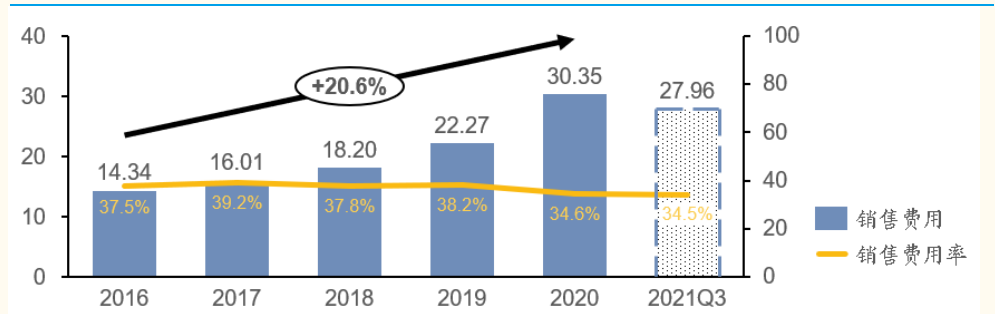
图表 21: 以岭药业毛利润 (亿元) 及毛利率



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 销售费用率: 公司的销售队伍人数从 2018 年的 2 千多人, 上升到 2019 年的接近 6 千人, 上升到 2020 年 1 万人左右, 销售费用绝对值有较大幅度的提升。2020 年公司营收大幅增长后, 相对销售费用率有较大幅度的下降, 从 2019 年的 38.2% 下降到了 2020 年的 34.6%。2021 年公司的销售人数保持在 9 千至 1 万人左右, 我们预计未来销售队伍不会有大幅的扩张, 综合考虑销售费用的绝对值和销售费用率, 我们谨慎预测公司 2021 年至 2023 年的销售费用率分别为 35.0%、34.5%、34%。

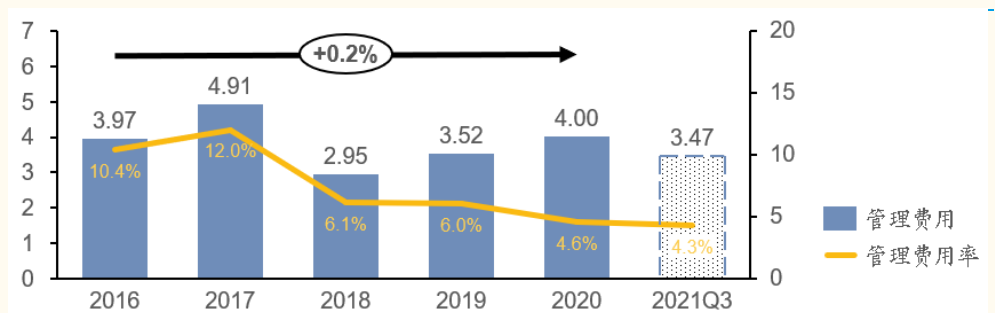
图表 22：以岭药业销售费用（亿元）及费用率



来源：公司年报，国金证券研究所

- 管理费用：公司管理费用从 2018 年的 6.13%，下降到 2020 年的 4.56%，2021 年上半年进一步下降到 3.74%。预计公司营收规模增长后，管理费用率会有小幅下降趋势，预计 2021 年至 2023 年的管理费分别为 5.0%、4.8%、4.6%。

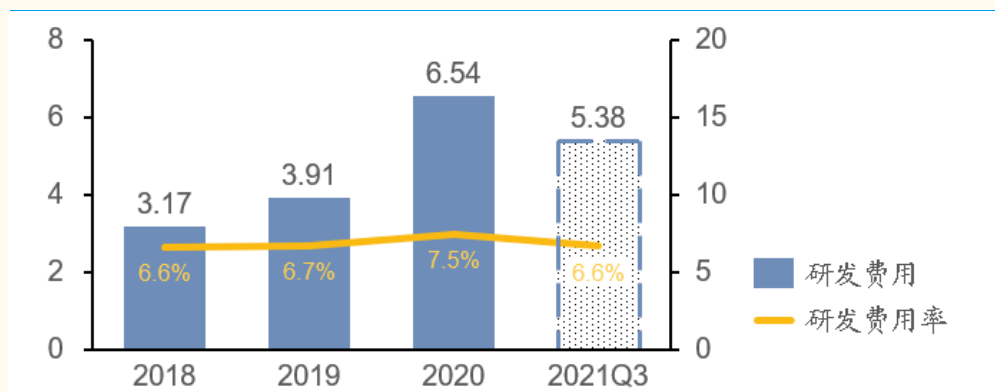
图表 23：以岭药业管理费用（亿元）及费用率



来源：公司年报，国金证券研究所

- 研发费用：公司 2018 年至 2020 年研发费用率为 6.58%-7.45%。公司计划每年申报上市 1-2 个创新中药产品，目前暂无加速研发的计划，预计公司营收规模增长后，研发费用率会有小幅下降，预计 2021 年至 2023 年的研发费用分别为 7.4%、7.2%、7.0%。

图表 24：以岭药业研发费用（亿元）及费用率



来源：公司年报，国金证券研究所

- 盈利预测：综合以上营收预测和费用预测，我们预计公司在 2021 年至 2023 年的归母净利润分别为 1.39 亿元、1.67 亿元、2.01 亿元。

### 公司估值

- 我们采用市盈率法对公司进行估值。基于公司的主营业务及品牌知名度，选取新天药业、健民集团、同仁堂、天士力、片仔癀作为可比公司。截至 2022 年 3 月 28 日，公司股价 30.10 元，对应 2021 年至 2023 年的 PE 分别为 36 倍、30 倍、25 倍，可比公司股价对应的 2021 年至 2023 年的中位 PE 分别为 34 倍、26 倍、20 倍。基于公司在中药创新药领域的龙头地位，结合公司产品的品牌知名度和明确疗效，我们给予 2021 年盈利 40 倍估值，目标价 33.32 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 25：可比公司估值比较（市盈率法）

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE						
				2021A/E	2022E	2023E	2021A/E	2022E	2023E				
1	002873	新天药业	21.28	0.62	0.82	1.10	34.32	26.10	19.37				
2	600976	健民集团	58.31	2.13	2.69	3.36	27.38	21.68	17.34				
3	600085	同仁堂	43.44	0.90	1.10	1.29	48.27	39.65	33.73				
4	600535	天士力	15.00	1.16	0.88	0.98	12.98	17.06	15.37				
5	600436	片仔癀	308.96	4.03	5.07	6.31	76.67	60.91	48.99				
中位数							34.32	26.10	19.37				
平均数							39.92	33.08	26.96				
002603 以岭药业							30.10	0.83	1.00	1.20	36.13	30.03	24.99

来源：Wind，国金证券研究所

### 风险提示

- 疫情变化风险。目前全球疫情仍旧处于变化中，香港疫情严重，国内疫情散发，国内防疫政策具有不确定性。疫情及防疫政策可能影响整体药物市场，尤其对连花清瘟等感冒呼吸类药品的影响存在不确定性。
- 中成药集采风险。公司的连花清瘟颗粒纳入了广东六省联盟中成药集采，存在集采结果不及预期风险，未来存在更多产品被纳入集采的风险。
- 产品销售不及预期风险。公司产品销售除了受疫情及防疫政策影响以外，还受市场竞争等多方面影响，存在产品销售增长不及预期、新产品放量不及预期的风险。
- 医保、集采等政策监管风险。公司主要产品目前均已纳入医保，存在医保再次议价风险。公司 2021 年底获批上市的两个新产品计划于 2022 年底通过医保谈判纳入医保目录，存在谈判结果不及预期风险。
- 新药研发进度不及预期风险。公司的创新中药研发存在进度不及预期风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,815</b>	<b>5,825</b>	<b>8,782</b>	<b>10,134</b>	<b>11,940</b>	<b>14,007</b>
增长率		21.0%	50.8%	15.4%	17.8%	17.3%
主营业务成本	-1,631	-2,106	-3,118	-3,567	-4,250	-5,032
%销售收入	33.9%	36.2%	35.5%	35.2%	35.6%	35.9%
<b>毛利</b>	<b>3,184</b>	<b>3,719</b>	<b>5,664</b>	<b>6,567</b>	<b>7,690</b>	<b>8,974</b>
%销售收入	66.1%	63.8%	64.5%	64.8%	64.4%	64.1%
营业税金及附加	-95	-95	-136	-152	-179	-210
%销售收入	2.0%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	-1,820	-2,227	-3,035	-3,547	-4,119	-4,762
%销售收入	37.8%	38.2%	34.6%	35.0%	34.5%	34.0%
管理费用	-295	-352	-400	-507	-573	-644
%销售收入	6.1%	6.0%	4.6%	5.0%	4.8%	4.6%
研发费用	-317	-391	-654	-750	-860	-980
%销售收入	6.6%	6.7%	7.5%	7.4%	7.2%	7.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>657</b>	<b>654</b>	<b>1,438</b>	<b>1,612</b>	<b>1,959</b>	<b>2,377</b>
%销售收入	13.6%	11.2%	16.4%	15.9%	16.4%	17.0%
财务费用	17	1	2	6	-9	-27
%销售收入	-0.4%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.2%
资产减值损失	-6	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	2	5	1	0	0
投资收益	22	28	24	25	26	25
%税前利润	3.2%	4.0%	1.7%	1.5%	1.3%	1.1%
<b>营业利润</b>	<b>719</b>	<b>710</b>	<b>1,438</b>	<b>1,644</b>	<b>1,975</b>	<b>2,375</b>
营业利润率	14.9%	12.2%	16.4%	16.2%	16.5%	17.0%
营业外收支	-18	-2	-16	-12	-10	-12
<b>税前利润</b>	<b>701</b>	<b>708</b>	<b>1,422</b>	<b>1,632</b>	<b>1,965</b>	<b>2,363</b>
利润率	14.6%	12.2%	16.2%	16.1%	16.5%	16.9%
所得税	-108	-105	-208	-245	-295	-354
所得税率	15.4%	14.8%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>593</b>	<b>603</b>	<b>1,215</b>	<b>1,387</b>	<b>1,671</b>	<b>2,008</b>
少数股东损益	-6	-3	-4	-5	-4	-4
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>599</b>	<b>607</b>	<b>1,219</b>	<b>1,392</b>	<b>1,674</b>	<b>2,012</b>
净利率	12.4%	10.4%	13.9%	13.7%	14.0%	14.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>593</b>	<b>603</b>	<b>1,215</b>	<b>1,387</b>	<b>1,671</b>	<b>2,008</b>
少数股东损益	-6	-3	-4	-5	-4	-4
非现金支出	264	269	353	406	478	550
非经营收益	-48	-37	-92	145	27	54
营运资金变动	-737	-766	110	-768	-438	-502
<b>经营活动现金净流</b>	<b>72</b>	<b>69</b>	<b>1,586</b>	<b>1,169</b>	<b>1,737</b>	<b>2,110</b>
资本开支	-179	-454	-1,144	-437	-1,241	-1,243
投资	199	465	79	156	0	0
其他	26	27	25	25	26	25
<b>投资活动现金净流</b>	<b>46</b>	<b>37</b>	<b>-1,040</b>	<b>-256</b>	<b>-1,215</b>	<b>-1,218</b>
股权募资	27	0	1	0	0	0
债权募资	0	50	220	-166	449	274
其他	-171	-220	-246	-580	-713	-872
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-144</b>	<b>-170</b>	<b>-25</b>	<b>-745</b>	<b>-264</b>	<b>-597</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-25</b>	<b>-64</b>	<b>521</b>	<b>168</b>	<b>258</b>	<b>294</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	777	733	1,337	1,505	1,764	2,058
应收账款	1,978	2,424	1,771	2,578	3,037	3,563
存货	1,176	1,222	1,580	1,676	1,997	2,365
其他流动资产	967	689	771	612	661	717
<b>流动资产</b>	<b>4,898</b>	<b>5,068</b>	<b>5,459</b>	<b>6,372</b>	<b>7,459</b>	<b>8,703</b>
%总资产	57.2%	55.9%	47.5%	51.8%	52.8%	54.2%
长期投资	66	17	11	18	18	18
固定资产	2,862	3,060	4,313	5,124	5,863	6,530
%总资产	33.5%	33.7%	37.5%	41.7%	41.5%	40.7%
无形资产	569	765	742	779	794	808
非流动资产	3,659	4,001	6,033	5,921	6,674	7,355
%总资产	42.8%	44.1%	52.5%	48.2%	47.2%	45.8%
<b>资产总计</b>	<b>8,557</b>	<b>9,069</b>	<b>11,492</b>	<b>12,293</b>	<b>14,133</b>	<b>16,058</b>
短期借款	0	50	270	433	882	1,156
应付款项	426	547	1,259	1,565	1,857	2,192
其他流动负债	339	210	710	542	639	752
流动负债	765	806	2,239	2,539	3,379	4,100
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	229	310	330	0	0	0
负债	994	1,117	2,569	2,539	3,379	4,100
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,561</b>	<b>7,944</b>	<b>8,919</b>	<b>9,754</b>	<b>10,759</b>	<b>11,966</b>
其中：股本	1,206	1,204	1,204	1,671	1,671	1,671
未分配利润	3,072	3,483	4,324	5,159	6,164	7,371
少数股东权益	3	8	4	0	-4	-8
<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,557</b>	<b>9,069</b>	<b>11,492</b>	<b>12,293</b>	<b>14,133</b>	<b>16,058</b>

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.497	0.504	1.012	0.833	1.002	1.204
每股净资产	6.268	6.600	7.410	5.838	6.440	7.162
每股经营现金净流	0.060	0.057	1.318	0.700	1.040	1.263
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.333	0.401	0.482
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.93%	7.63%	13.66%	14.27%	15.56%	16.82%
总资产收益率	7.00%	6.69%	10.60%	11.32%	11.85%	12.53%
投入资本收益率	7.35%	6.97%	13.35%	13.45%	14.31%	15.41%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	17.97%	20.99%	50.76%	15.39%	17.82%	17.31%
EBIT增长率	9.49%	-0.39%	119.75%	12.08%	21.55%	21.37%
净利润增长率	10.82%	1.21%	100.95%	14.20%	20.30%	20.17%
总资产增长率	8.49%	5.99%	26.72%	6.97%	14.97%	13.62%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	49.6	54.4	46.8	52.4	52.4	52.4
存货周转天数	251.9	207.7	164.0	171.5	171.5	171.5
应付账款周转天数	83.0	77.6	87.6	111.9	111.9	111.9
固定资产周转天数	195.6	171.9	122.2	113.5	100.6	87.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-14.93%	-12.27%	-14.39%	-11.56%	-8.71%	-8.00%
EBIT利息保障倍数	-38.9	-687.7	-782.8	-254.7	209.4	86.8
资产负债率	11.61%	12.31%	22.35%	20.65%	23.91%	25.53%



### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	8	11	16
增持	0	1	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.17	1.20	1.31	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402