



Research and
Development Center

创新中药龙头，新冠药物高增长

—以岭药业(002603)公司深度报告

2022年05月16日

周平 医药行业首席分析师
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

相关研究

1. 心脑血管类和二线品种销售快速增长，配方颗粒业务增长具备潜力

证券研究报告

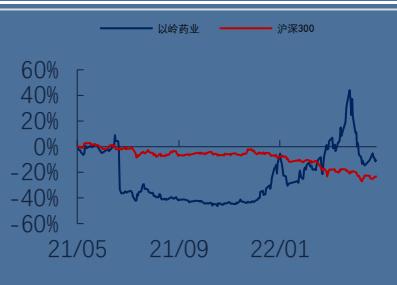
公司研究

公司深度报告

以岭药业(002603)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	26.05
52周内股价波动区间(元)	42.01-15.62
最近一月涨跌幅(%)	-19.57
总股本(亿股)	16.71
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	435.22

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

创新中药龙头，新冠药物高增长

2022年05月16日

报告内容摘要：

通络三宝市场份额持续提升，产品力强放量有望提速。通心络、参松养心和芪苈强心（“通络三宝”）是公司心脑血管赛道布局的三大专利创新中药。通心络作为公司心脑血管疾病领域的老牌产品，有望稳定放量；参松养心是进入《室性心律失常中国专家共识》的中成药，具备疗效优势且竞争格局较好；芪苈强心在慢性心衰领域优势明显，增长势头最猛。通络三宝所处赛道市场规模处于增长态势，近年来市场份额持续提升，我们认为其产品力强放量有望提速。

连花清瘟海外业务拓展中，作为流感与新冠药物有望快速放量，连花清咳是潜力大单品。自2004年上市以来，连花清瘟在流感等重大卫生事件中具有出色临床表现。今年被增列为新冠临床治疗期轻型和普通型推荐用药，公司正大力推动海外业务拓展。我们认为连花清瘟在疫情前已经是流感一线用药，目前国内新冠疫情形势依旧严峻，随着国内外业务推进，新冠及流感的预防和治疗需求可能提升，凭借自身产品优势、研发深化和营销改革措施，连花清瘟有望快速放量。连花清咳2020年上市，所处市场空间较大，我们认为该单品具备市场潜力。此外，公司借助连花品牌势能发展大健康系列产品，有望成为新的业绩增长点。

其他领域新品陆续上市放量，与配方颗粒业务带动业绩增长。公司在糖尿病、肿瘤、神经、泌尿用药四大领域积极布局潜力品种。我国糖尿病用药市场大，主治2型糖尿病的津力达颗粒可与二甲双胍联用放量；八子补肾胶囊和夏荔芪胶囊分别对症抗衰老与前列腺疾病治疗，2020H1销售增长迅速；神经用药领域，公司治疗轻/中度抑郁症的独家专利中药解郁除烦胶囊和主治失眠症的益肾养心安神片于2021年获批上市。中药配方颗粒是公司重点布局领域之一，2021年收入同比增幅近300%，该业务在品种数量、上游资源、品牌和渠道方面具有一定优势，目前收入体量不大，有望以河北为起点进行省外扩张。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2022-2024年营业收入分别为122.90/149.43/180.64亿元，归母净利润分别为17.82/22.23/27.45亿元，EPS分别为1.07/1.33/1.64元，PE分别为24.42X/19.58X/15.85X。我们给定以岭药业2022年PE估值区间为30-32X，对应目标价区间32.10-34.24元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：大品种增速放缓风险、医药行业政策变动风险、研发风险、中药材涨价风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,782	10,117	12,290	14,943	18,064
增长率YoY%	50.8%	15.2%	21.5%	21.6%	20.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,219	1,344	1,782	2,223	2,745
增长率YoY%	100.9%	10.3%	32.6%	24.7%	23.5%
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.80	1.07	1.33	1.64
PE	34.96	24.37	24.42	19.58	15.85

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年05月13日收盘价

投资聚焦	5
一、 创新型中医药龙头企业，收入快速增长	6
1.院士团队领衔，络病理论驱动中药传承创新	6
2.近两年业绩表现亮眼，净利率呈上升趋势	7
3.创新专利中药为主，化生药及大健康产业为辅	9
二、 连花清瘟有望快速放量，莲花清咳和大健康产品具备业绩增长潜力	12
1.抗疫名药连花清瘟有快速放量潜力	12
1.1 连花清瘟纳入流感诊疗方案，有潜力成为居民家庭常备药物	12
1.2 连花清瘟被增列入新冠轻型和普通型推荐用药，国内外疫情严重放量存在潜力	13
1.3 公司积极推动连花清瘟海外上市，有望启动新一轮增长	16
2.连花清咳有望发展成为 10 亿以上销售规模大单品	17
3.借助连花品牌势能大健康业务延伸，打造业绩新增长点	17
三、 心脑血管：通络三宝临床认可度高，放量有望提速	19
1.心脑血管赛道需求大，通络三宝获多个权威方案推荐	19
2.通络三宝市场潜力分析：销售体系增强与循证证据拓展驱动放量	20
四、 其他领域新品陆续上市，配方颗粒业务有望向省外扩张	22
1.在糖尿病、肿瘤、神经、泌尿等领域积极布局潜力品种	22
1.1 糖尿病领域：津力达颗粒可与二甲双胍联用，前景广阔	22
1.2 八子补肾胶囊已进入快速放量期，夏荔芪胶囊存在放量潜力	23
1.3 镇静催眠、抑郁症治疗中成药具备市场潜力，公司新品获批上市	25
1.4 肿瘤用药：联合放化疗治疗，化瘀解毒提升生活质量	26
2.中药配方颗粒以河北为起点，有望进行省外扩张	26
五、 扩容优化营销体系，乘政策东风研发持续推进	28
1.人员扩容及结构优化，营销变革调整成效显现	28
2.五位一体模式推动新药获批，研发投入及人数行业领先	29
六、 盈利预测与估值	32
七、 风险因素	33

表目录

表 1：公司化药产品及管线：仿创结合+国际化	10
表 2：公司连花系列产品介绍	12
表 3：连花清瘟纳入流行性感冒诊疗方案（2020 年版）	13
表 4：连花清瘟获权威方案指南推荐列表	13
表 5：新冠诊疗方案第九版中医药诊疗方案（连花清瘟纳入观察期、轻型和普通型推荐用药）	14
表 6：连花清瘟相关重点临床实验结论不完全汇总	14
表 7：连花清瘟胶囊/颗粒：海外注册进程不完全汇总	16
表 8：以岭药业大健康连花系列部分产品介绍	18
表 9：公司心脑血管领域通络三宝介绍	19
表 10：公司其他四大领域（糖尿病、肿瘤、神经、泌尿）潜力产品介绍	22
表 11：养正消积胶囊进入诊疗指南、专家共识和教材情况	26
表 12：公司已获批开展临床研究品种及 2021 内已获批上市品种	30
表 13：盈利预测假设	32
表 14：公司盈利预测结果	33
表 15：以岭药业可比公司估值	33

图目录

图 1：以岭药业中药产品梯队	6
图 2：公司股权结构	7
图 3：2017-2022Q1 公司营收和归母净利润情况	8
图 4：2017-2022Q1 公司总资产和资产负债率变化	8
图 5：2017-2021 公司分业务收入结构变化	8
图 6：2017-2021 公司分业务毛利率情况	8
图 7：2017-2022Q1 公司销售毛利率和净利率变化	9
图 8：2017-2022Q1 公司销售毛利率和净利率变化	9
图 9：2017-2022Q1 公司经营性现金流净额与净现比	9
图 10：2021 年中国公立医疗端中成药感冒药销售份额	15
图 11：2021 年中国零售终端感冒用药/清热类销售份额竞争格局	15
图 12：公立医疗端中成药呼吸系统用药规模（亿元）及感冒用药头部产品市场份额	15

图 13: 零售终端市场感冒用药/清热类规模 (亿元) 及头部产品市场份额	15
图 14: 2008-2021 公司抗感冒类药物营收及同比增速	16
图 15: 以岭健康城官网界面	18
图 16: 我国公立医疗端心脑血管中成药规模 (亿元) 及心血管口服制剂头部产品市场份额	20
图 17: 我国零售终端市场心脑血管中成药规模 (亿元) 及头部产品市场份额	20
图 18: 以岭药业心脑血管类药物收入及增速	21
图 19: 以岭药业心脑血管类药物收入估计 (亿元)	21
图 20: 2021 上半年中国公立医疗市场中成药糖尿病用药竞争格局	23
图 21: 2015-2020E 我国补肾类药物市场规模及增速	24
图 22: 2013-2022E 中国抗抑郁药物行业市场规模	25
图 23: 2014-2023E 中国镇静催眠药物行业市场规模	25
图 24: 2017-2022E 我国中药配方颗粒市场规模	27
图 25: 公司配方颗粒生产特点: 还原古法汤剂煎煮	27
图 26: 2012-2021 年公司各职能人员数量变化	28
图 27: 公司研发战略体系	29
图 28: 2021 年中药企业研发投入 TOP10 及营收占比	30
图 29: 2021 年中药企业研发人员数量 TOP10 及占比	30
图 30: 2017-2021 年我国中药新药获批数量及治疗大类分布	30

投资聚焦

在吴以岭院士领衔下，以岭药业研发团队围绕专利中药、化生药、大健康产业三大板块构建核心产品群及预备管线，覆盖心脑血管、感冒呼吸系统、内分泌、肿瘤、神经等领域。公司目前拥有专利中药 13 个，院内制剂储备 100 余个。公司 2020-2021 年业绩表现亮眼，系公司荣获国家科技进步一等奖、连花清瘟带动的品牌力提升以及营销改革所致。

我们认为连花清瘟在疫情前已经是流感一线用药，目前国内外新冠疫情形势依旧严峻，随着国内外业务推进，新冠及流感的预防和治疗需求可能提升，凭借自身产品优势、研发深化和营销改革措施，连花清瘟有望快速放量。2020 年 5 月上市的连花清咳受益于连花清瘟的品牌知名度，是值得关注的潜力品种。大健康业务方面，公司借助连花清瘟品牌势能和主流快消品牌运营思路挖掘新的利润增长点。

据《中国心血管健康与疾病报告 2020》统计，2018 年我国心血管病死亡率仍居首位，高于肿瘤及其他疾病；从流行趋势来看，中国心血管病患病率处于持续上升阶段。公司通络三宝治疗范围涵盖缺血性心脑血管病、心律失常、心力衰竭三个常见适应症，已获多个权威方案推荐。我国心脑血管用药市场中成药口服制剂发展较好，通络三宝所处赛道行业集中度提升，我们预计通络三宝市场规模具备增长潜力。

公司在其他四大领域（糖尿病、肿瘤、神经、泌尿）布局潜力产品，中药配方颗粒业务 2021 年收入同比增幅近 300%，该业务在品种数量、上游资源、品牌和渠道方面具有一定优势，目前收入体量不大，有望以河北为起点进行省外扩张。

整体而言，公司以“络病证治”理论体系打造科研壁垒，产品具备良好的品牌力和临床疗效，我们看好营销改革深化和临床循证证据补充推动产品放量；新业务方面，配方颗粒业务以河北为起点，受益于政策环境和公司产业链竞争力，未来省外扩张具备潜力；随着中药创新药的审批与医保支付环境改善，我们也看好公司中药创新药及化生药物管线的兑现，公司估值有提升潜力。

一、创新型中医药龙头企业，收入快速增长

1. 院士团队领衔，络病理论驱动中药传承创新

石家庄以岭药业股份有限公司（以下简称“以岭药业”）创建于1992年6月，是主营专利中药、化生药、健康产业三大业务的国家重点高新技术企业，2011年在深圳交易所中小板上市。公司在“2020年度中国中药企业TOP100”排行榜中名列第7位，在工信部2020年度中国医药工业百强榜名列第31位，较2019年排名提升。

创始人吴以岭先生为中国工程院院士，致力于系统构建络病证论、脉络学说和气络学说三大络病理论体系，是中医络病学学科创立者和带头人。在络病理论的创新驱动下，公司先后承担多项国家级、省部级课题，截至2021报告期末，共拥有专利新药13个，累计获得专利766项。

公司产品梯队丰厚，专利中药覆盖心脑血管疾病、感冒呼吸疾病、内分泌、肿瘤、神经等领域。心脑血管领域三大单品-通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊（以下简称“通络三宝”）获多个权威方案推荐，在公立医疗市场中成药心血管疾病用药排名居前；感冒呼吸疾病领域核心产品是连花清瘟与连花清咳。目前公司在心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域处于行业领先地位。截至2021报告期末，公司拥有院内制剂储备100余个，形成向新药转化的有力储备品种支撑。

图1：以岭药业中药产品梯队

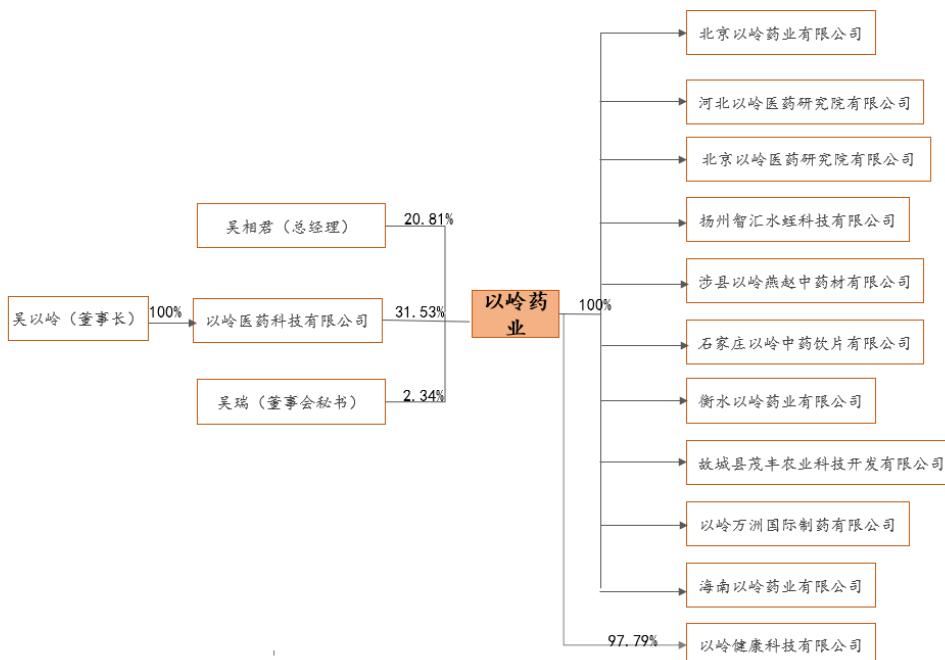
产品名称	适应症	产品阶段	医保目录	基药目录	处方属性
心脑血管用药					
通心络胶囊	缺血性心脑血管病；冠心病、心绞痛	1996年上市	甲类	✓	Rx
参松养心胶囊	心律失常	2003年上市	甲类	✓	Rx
芪苈强心胶囊	心力衰竭	2007年上市	甲类	✓	Rx
呼吸用药					
连花清瘟胶囊/颗粒/片	流行性感冒；轻型、普通型新冠肺炎	2004年上市	甲类	✓	Rx+OTC
连花清咳片	急性支气管炎	2020年上市	乙类		Rx
鼻窍通片	过敏性鼻炎	临床中			
小儿连花清感颗粒	儿童感冒	临床中			
内分泌用药					
津力达颗粒	II型糖尿病	2005年上市	乙类	✓	Rx
芪黄明目胶囊	糖尿病视网膜病变	临床中			
柴芩通淋片	急性下尿路感染	临床中			
肿瘤用药					
参灵蓝胶囊	肿瘤患者放化疗	2002年上市			Rx
养正消积胶囊	癌症辅助治疗	2004年上市	乙类		Rx
神经用药					
枣椹安神口服液	神经衰弱症	2002年上市			OTC
益肾养心安神片	失眠症	2021年上市			Rx
解郁除烦胶囊	轻、中度抑郁症	2021年上市			Rx
其他用药					
八子补肾胶囊	补肾温阳	2002年上市	甲类		OTC
夏荔芪胶囊	轻、中度良性前列腺增生症	2012年上市	乙类		Rx
络痹通片	类风湿性关节炎	临床中			
柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	临床中			

资料来源：公司2021年报，公司官网，中国新闻网，信达证券研发中心

吴以岭院士在 1992 年创办了石家庄高新技术产业开发区医药研究所，公司前身是研究所于 1994 年设立的石家庄开发区医药研究所黄帝制药厂。此后公司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）、以岭药业股份有限公司阶段（2001-至今）。截至 2022 年 5 月 9 日，公司总股本约为 16.71 亿股，实际控制人为吴以岭、吴相君（吴以岭之子）和吴瑞（吴以岭之女）。

子公司以岭万洲国际制药有限公司为公司化生药板块的运作平台，承担着化生药的国际、国内两个市场的开发业务，承接国内外的医药研发单位、生产单位、医药企业及商业公司的创新药和仿制药研发、临床样品加工、技术转移及商业化生产和市场销售等业务。目前以岭万洲已在一类新药和 505B (2) /缓控释制剂方面与多家公司达成合作。以岭万洲拥有石家庄、密云两个工厂，通过了 FDA、GMP 认证，已与欧洲、北美洲、大洋洲等全球多家公司展开合作，完成了 30 多个口服固体制剂产品的技术转移。子公司以岭健康科技有限公司为健康板块的主要运营平台，构建了健康产业架构，涵盖石家庄地面以岭健康城、以岭健康电商、以岭药堂连锁等业务板块，将健康产品研发销售和服务体系高度整合。同时公司还成立了多个子公司以加强对上游关键中药原材料的把控。

图 2：公司股权结构



资料来源：wind，信达证券研发中心，注：整理自 2022 年 5 月 1 日 wind 股权穿透图

2. 近两年业绩表现亮眼，净利率呈上升趋势

2021 年营收保持增长，高基数影响 22Q1 表现业绩增速。2021 年，公司实现收入 101.17 亿元（+15.19%），归母净利润 13.44 亿元（+10.27%），其中单四季度实现收入 20.05 亿元（-14.13%），归母净利润 1.20 亿元（-40.68%），利润端出现明显下滑，系毛利率下滑及管理费用同比明显增加所致。2022Q1 公司实现营业收入 27.22 亿元（-25.80%）、归母净利润 4.84 亿元（-28.22%），系高基数所致（2021Q1 营收全年占比为 36.26%）。

展望全年，我们判断由于国内3月下旬起疫情明显加重，连花清瘟放量可能体现在第二季度，且截至2021报告期末，连花清瘟已在20多个国家和地区获批上市，国际化进程推进，有望推动放量。

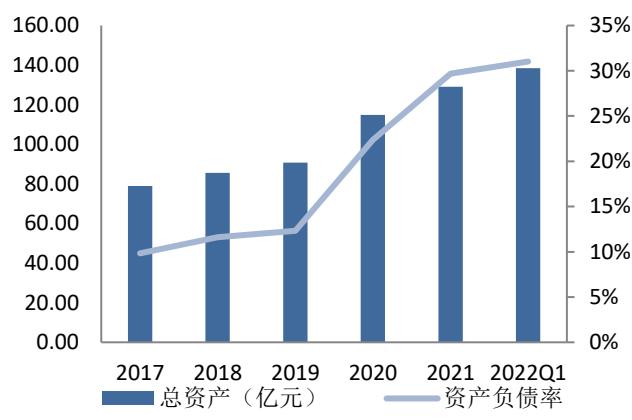
从资产负债率来看，近年来公司资产负债率呈上升趋势，2022Q1达到31.02%。

图3：2017-2022Q1公司营收和归母净利润情况



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图4：2017-2022Q1公司总资产和资产负债率变化

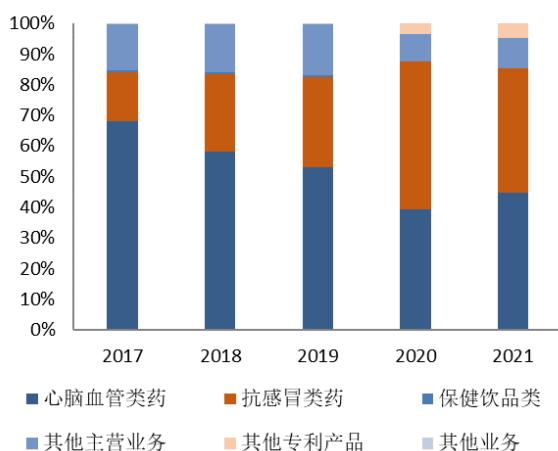


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

公司心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药已处于行业领先地位，2021年分业务来看：

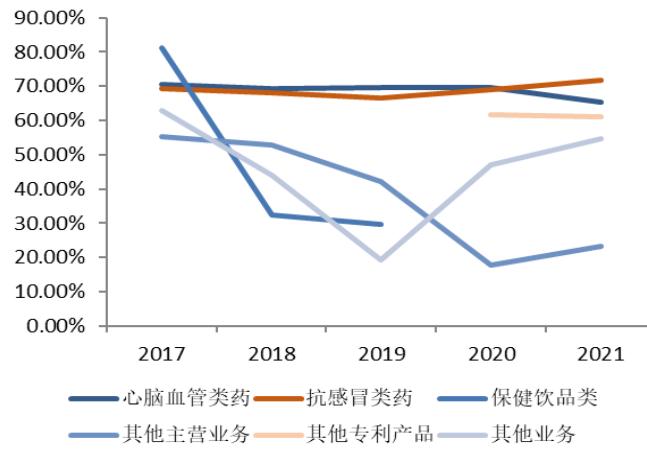
1) 心脑血管产品实现营收45.34亿元(+31.56%)，营收占比44.82%，毛利率同比下降4.24pct，据公司2021年报，公司“通参芪”三大专利中药在公立医疗端市场份额由2015年的13.6%提升至2021H1的17.8%(在中成药心血管疾病内服用药排名分别为第2/5/9名)，在零售端2017-2021市场规模CAGR达10.2%，市占率由5.79%提升至6.09%；
2) 呼吸系统类产品实现营收41.08亿元(-3.48%)，毛利率同比上升2.81pct。连花清瘟在2021H1公立医疗市场中成药感冒用药销售排名第一，在2021年感冒用药/清热类零售端销售额排名第2位；3) 其他专利产品实现营收4.71亿元(+55.60%)，二线品种如津力达颗粒、夏荔芪胶囊等同比增长超过90%，实现放量增长。4) 其他类产品实现营收10.04亿元(+29.15%)，公司2019年起培育配方颗粒业务，2021年销售收入同比增幅近300%，已研发196个国标产品中的182个，业绩增长具备潜力。

图5：2017-2021公司分业务收入结构变化



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

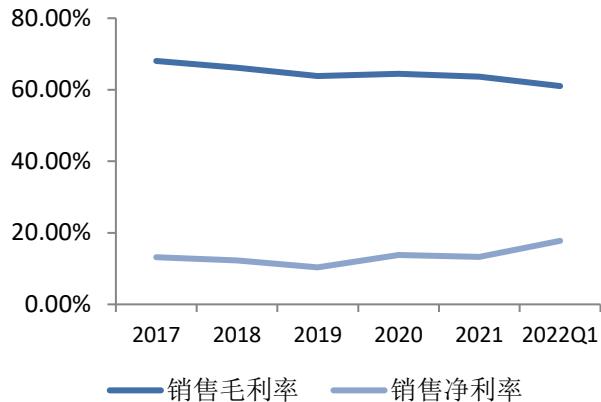
图6：2017-2021公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

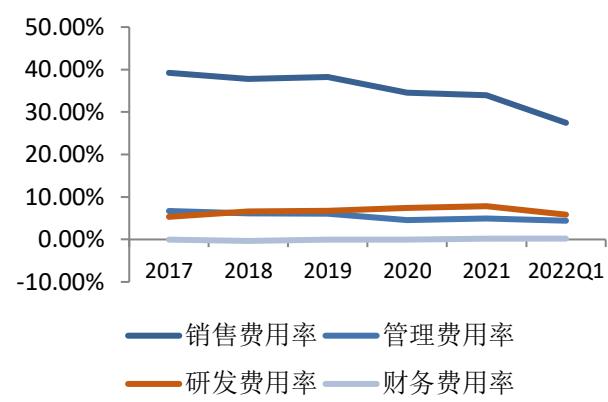
近三年公司销售费用率与管理费用率稳中有降。2022Q1,公司销售费用率为 27.46%，同比下降 4.80pct。从毛利率来看，近年来公司毛利率较为稳定，2021 年至今略有下滑，2022Q1 为 61.03%；净利率自 2019 年来呈上涨趋势，2022Q1 为 17.76%。分产品来看，心脑血管类药与抗感冒类药业务毛利率较为稳定，2021 年毛利率分别为 65.35% 和 71.85%。

图 7：2017-2022Q1 公司销售毛利率和净利率变化



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

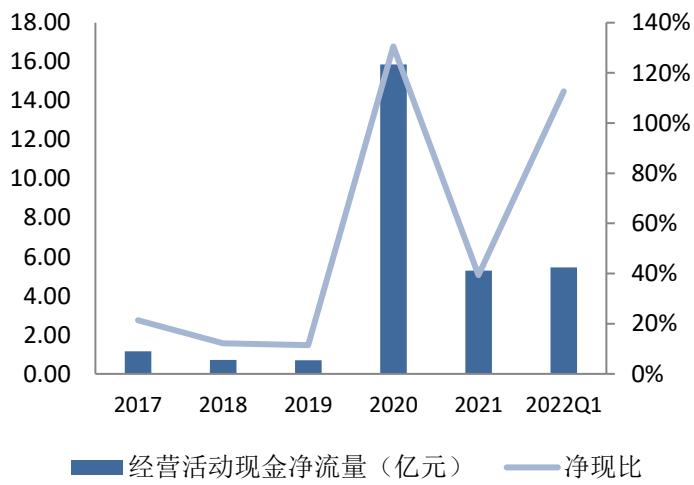
图 8：2017-2022Q1 公司销售毛利率和净利率变化



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

从现金流来看，2022Q1 经营活动现金流净额为 5.45 亿元，净现比 112.60%，盈利能力较好。

图 9：2017-2022Q1 公司经营性现金流净额与净现比



资料来源：wind, 信达证券研发中心

3. 创新专利中药为主，化生药及大健康产业为辅

公司围绕专利中药、化生药、大健康产业三大板块构建核心产品群及预备管线：

专利中药板块，公司围绕心脑血管病、呼吸、糖尿病、肿瘤、神经、泌尿等市场用药量大

的六大领域研发创新。凭借强大的科研实力，公司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，获授权发明专利三百余项。

化生药板块，公司坚持“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。在仿制药业务方面，目前公司已有 13 个 ANDA 产品批件（其中自研 12 个、外购 1 个），产品逐步在美国上市；在中国市场，目前公司已有 9 个产品通过一致性评价，1 个美国 ANDA 产品完成国内注册，还有 2 个产品处于国家药审中心审评程序中。在新药业务方面，据 2021 年报，公司已有 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结束三期临床，正在筹备 NDA。同时，公司在衡水建立了以岭万洋中间体及原料药生产基地，打造原料及制剂一体化的生产平台，可为客户提供高质量、一条龙的原料及制剂 CDMO 服务。

表 1：公司化药产品及管线：仿创结合+国际化

序号	产品名称	适应症	FDA 注册情况	国内注册申请进展	研发进展	化药一致性评价	备注
化药 ANDA 品种							
1	阿昔洛韦片	抗病毒	已批准				自研
2	阿昔洛韦胶囊	抗病毒	已批准				自研
3	环丙沙星片	抗生素	已批准				自研
4	非洛地平缓释片	高血压	已批准				自研
5	阿那曲唑片	抗肿瘤	已批准	完成技术审评程序			自研
6	来曲唑片	抗肿瘤	已批准	已获批			自研
7	赖诺普利片小规格	高血压	已批准				自研
8	伐昔洛韦片	抗病毒	已批准				自研
9	塞来昔布胶囊	抗炎镇痛	已批准	完成技术审评程序			自研
10	丁螺环酮片	抗焦虑	已批准				外购
11	赖诺普利片大规格	高血压	已批准				自研
12	帕罗西汀片	抗抑郁	已批准				自研
13	拉莫三嗪缓释片	抗癫痫	已批准				自研
化药一类新药							
1	苯胺洛芬注射液	术后疼痛			筹备 NDA		
2	芬乐胺片	帕金森氏病			Ic 期总结收尾阶段		
3	XY0206 片	实体瘤、急性髓性白血病			I 期临床		
4	XY03-EA 片	缺血性脑卒中			I 期收尾, II 期筹备		
化学仿制药							
1	环丙沙星片	抗生素			已获批	中标国家集采	
2	盐酸二甲双胍	糖尿病			已获批	中标国家集采	
3	卡托普利片	高血压			已获批	中标国家集采	
4	酒石酸美托洛尔片	高血压			已获批	中标国家集采	
5	单硝酸异山梨酯片	冠心病			已获批		
6	氢溴酸右美沙芬片	上呼吸道感染			已获批		
7	克拉霉素片	抗生素			已获批		
8	阿奇霉素片	抗生素			已获批		
9	格列吡嗪片	糖尿病			已获批		

资料来源：公司 2021 年报及 2021 半年报，信达证券研发中心

大健康板块，公司以络病理论为指导，将中药草本、药食同源理念应用于健康产品研发，请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com10>

公司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。口罩爆珠、清咽喷剂、空气草本除菌凝胶等产品有着广阔的消费群体。

公司不断推动中药国际化布局。公司国贸中心于 2021 年初在海南注册成立全资子公司，未来计划以海南子公司为国际贸易平台，以连花清瘟产品为切入点，开展包括中药、化药、健康产品的进出口、中医药技术的输出及海外先进技术的引入等在内的一些业务。

公司分板块制定 2022 年针对性发展战略：

- 1) 中药板块将围绕市场变化，发挥学术优势，分类终端数据化管理，提升占有率，提升品牌力；
- 2) 化生药板块将坚持“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”齐步走的发展战略；
- 3) 健康板块将继续努力打造核心及重点产品品牌，通过产品体验销售平台，发挥研发与制造业优势，打造高新技术企业。

此外，各板块将根据产品研发战略和计划开展产品的研发、临床和产业化工作。

二、连花清瘟有望快速放量，莲花清咳和大健康产品具备业绩增长潜力

基础与临床研究证实，连花清瘟不仅对甲型 H1N1、H3N2、禽流感 H7N9、乙型流感病毒等流感病毒具有杀灭作用，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、疱疹病毒等均有明显抑制作用，同时可有效抑菌，调节免疫，抗炎退热，止咳化痰。自 2004 年上市以来，连花清瘟在流感等重大卫生事件中发挥了出色临床表现。2020 年疫情下，作为中成药代表的连花清瘟对新冠发挥了良好疗效，品牌知名度和销量实现了快速提升。2020 年 5 月上市的连花清咳受益于连花清瘟的品牌知名度，是值得关注的潜力品种。大健康业务方面，公司借助连花清瘟品牌势能和主流快消品牌运营思路挖掘新的利润增长点。

表 2：公司连花系列产品介绍

产品展示	名称	功能主治
	连花清瘟胶囊/颗粒	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，苔黄或黄腻等。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。
	连花清咳片	宣肺泄热，化痰止咳。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，并可发挥免疫调节作用。
	健康产品系列	连花清瘟口罩爆珠：清新气味、口罩伴侣，清神醒脑，通络通窍； 连花草本空气除菌凝胶：死角抑菌，可持久空气消毒； 连花清咽抑菌喷雾：用于咽部、口部抑菌。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1. 抗疫名药连花清瘟有快速放量潜力

1.1 连花清瘟纳入流感诊疗方案，有潜力成为居民家庭常备药物

连花清瘟是国家基本药物目录品种、医保甲类。自 2004 年上市以来，连花清瘟在我国发生的甲型 H1N1 流感、乙型流感、H7N9 禽流感等病毒性重大公共卫生事件中，多次获得国家层面治疗方案的推荐并被先后列入多个诊疗方案，成为我国应对病毒传染性公共卫生事件代表性药物。我们认为连花清瘟有潜力成为居民家庭常备药物。

4 月 8 日，广东联盟中成药集采公布拟中选/备选结果，连花清瘟集采降价温和超预期，显示独家品种优势。连花清瘟颗粒（含糖型）最高有效申报价为 3.75 元/袋，拟备选价格为 2.3295 元/袋，略低于线上零售价（2022 年 5 月 3 日阿里健康自营大药房同规格产品价格为 25.8 元(单价为 2.58 元/袋)），降价温和。本次集采纳入 53 种药品，共 361 个产品拟入围，平均降幅 56%，显示连花清瘟独家品种优势。

表 3: 连花清瘟纳入流行性感冒诊疗方案 (2020 年版)

类别	推荐用药	适应症
西药	神经氨酸酶抑制剂 (奥司他韦、扎那米韦和帕拉米韦) 血凝素抑制剂 (阿比多尔)	
	M2 离子通道阻滞剂 (金刚烷胺和金刚乙胺)	
中药	金花清感、连花清瘟、清开灵、疏风解毒、银翘解毒、儿童抗感、小儿翘翘清热等 九味羌活、正柴胡饮、感冒清热 连花清瘟、金花清感	风热犯卫 风寒束表 表寒里热
	连花清瘟、金花清感、疏风解毒、银黄口服液、小儿肺热咳喘等	热毒袭肺

资料来源: 中国政府网, 信达证券研发中心

表 4: 连花清瘟获权威方案指南推荐列表

部门	指南
国家卫健委	流行性感冒诊疗方案 (2020 年版) 新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案 流行性感冒诊疗方案 (2019 年版)
国家卫计委	人感染 H7N9 禽流感诊疗方案(2017 年版)
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
卫生部	流行性感冒诊断与治疗指南(2011 年版) 甲型 H1N1 流感诊疗方案 (2009 年版) 人禽流感诊疗方案 2008 版 人禽流感诊疗方案 (2005 版修订版)
国家中医药管理局	中成药临床应用指南-儿科疾病分册
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 中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床应用指南
国际呼吸杂志	特殊人群普通感冒规范用药的专家共识

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

1.2 连花清瘟被增列入新冠轻型和普通型推荐用药, 国内外疫情严重放量存在潜力

被增列入新冠轻型和普通型推荐用药, 国内疫情严重放量存在潜力。新冠疫情发生后, 连花清瘟胶囊 (颗粒) 被多次列入《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》, 在试行第四/五/六/七/八版中被列为中医治疗医学观察期推荐用药, 在试行第九版中被增列为临床治疗期 (确诊病例) 轻型和普通型推荐用药, 用于治疗时连花清瘟胶囊/颗粒日服用费用约为 7.4/8.9 元, 疗程用药 14 天; 用于预防时, 胶囊日服用费用为 3.7~7.4 元, 颗粒日服用费用约为 4.5~8.9 元, 疗程 7 天, 我们认为患者在经济方面接受度较高。今年 3 月以来深圳、上海、香港等地疫情频发, 我们认为连花清瘟在国内存在放量潜力。

在后疫情化时代, 为应对新型冠状病毒变异株的出现, 公司已在国内有序开展针对新冠变异病毒的相关研究。研究证实, 连花清瘟对新冠病毒奥密克戎变异株的增殖具有显著的抑制作用, 对其感染诱导的细胞病变具有明显的抑制作用。香港疫情发生以来, 连花清瘟被大规模使用, 并成为列入《香港中医药远程诊疗处方》唯一中成药。专家指出在奥密克戎变异株冲击我国的新形势下, 利用中成药开展群防群治, 具有重要的现实意义。

以岭药业为抗疫奉献爱心, 累计捐赠抗疫物资数亿元。2020 年 1 月, 公司通过中国红十字会向疫区捐赠 1000 万元连花清瘟; 国际疫情爆发后, 公司陆续向伊拉克、意大利、上合组织成员国、巴西等 20 余个国家捐赠千余万元连花清瘟等抗疫物资; 2021 年 1 月, 公司投入 5000 万元款物联合中国红十字基金会成立“连花呼吸健康公益行”专项基金; 2022 年 2 月, 公司捐赠价值 1365 万元的防疫物资支持香港疫情防控工作, 3 月 22 日, 以岭药业通过中国红十字基金会再次捐赠 20 万盒香港版连花清瘟胶囊, 助力香港疫情防控; 上海疫情爆发后, 公司 3 月份通过中国红十字基金会“连花呼吸健康公益行”项目向上海

地区捐赠价值 1000 万元连花清瘟后，于 4 月初再次紧急捐赠 5000 万元连花清瘟。

表 5：新冠诊疗方案第九版中医药诊疗方案（连花清瘟纳入观察期、轻型和普通型推荐用药）

阶段	适用范围	临床表现	推荐处方/中成药/穴位	服法/针刺方法
医学观察期	-	乏力伴胃 肠不适	藿香正气胶囊（丸、水、口服液）	-
		乏力伴发 热	金花清感颗粒、连花清瘟胶囊（颗粒）、疏风 解毒胶囊（颗粒）	-
临床治 疗期 (确诊 病例)	轻型、普 通型、重 型	-	清肺排毒汤	水煎服。每天一付，早晚各一次（饭后四十分钟），温 服，三付一个疗程。
			清肺排毒颗粒	开水冲服，一次 2 袋，一日 2 次。疗程 3~6 天
	轻型	寒湿郁肺 证	处方：寒湿疫方（亦适用于普通型患者）	每日 1 剂，水煎 600ml，分 3 次服用，早中晚各 1 次， 饭前服用
		湿热蕴肺 证	处方：槟榔 10g、草果 10g、厚朴 10g、知母 10g、黄芩 10g、柴胡 10g、赤芍 10g、连翘 15g、青蒿 10g(后下)、苍术 10g、大青叶 10g、生甘草 5g	每日 1 剂，水煎 400ml，分 2 次服用，早晚各 1 次
			中成药：金花清感颗粒	开水冲服，一次 1~2 袋，一日 3 次。疗程 5~7 天
			中成药：连花清瘟胶囊（颗粒）	连花清瘟颗粒服法：口服。一次 1 袋，一日 3 次。疗程 7~10 天。连花清瘟胶囊服法：口服。一次 4 粒，一日 3 次
			针灸治疗推荐穴位：合谷、后溪、阴陵泉、 太溪、肺俞、脾俞	针刺方法：每次选择 3 个穴位，针刺采用平补平泻法， 得气为度，留针 30 分钟，每日一次
	普通型	湿毒郁肺 证	处方：宣肺败毒方	每日 1 剂，水煎 400ml，分 2 次服用，早晚各 1 次
			中成药：宣肺败毒颗粒	开水冲服，一次 1 袋，每日 2 次。疗程 7~14 天，或遵 医嘱
		寒湿阻肺 证	处方：苍术 15g、陈皮 10g、厚朴 10g、藿香 10g、草果 6g、生麻黄 6g、羌活 10g、生姜 10g、槟榔 10g	每日 1 剂，水煎 400ml，分 2 次服用，早晚各 1 次
		疫毒夹燥 证	处方：宣肺润燥解毒方	每日 1 剂，水煎 400ml，分 2 次服用，早晚各 1 次
			中成药：金花清感颗粒	开水冲服，一次 1~2 袋，一日 3 次。疗程 5~7 天
			中成药：连花清瘟胶囊（颗粒）	口服。一次 1 袋，一日 3 次。疗程 7~10 天。连花清瘟 胶囊服法：口服。一次 4 粒，一日 3 次
			针灸治疗推荐穴位：内关、孔最、曲池、气 海、阴陵泉、中脘。	每次选择 3 个穴位，针刺采用平补平泻法，得气为度， 留针 30 分钟，每日一次

资料来源：国家卫健委，新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版），信达证券研发中心

表 6：连花清瘟相关重点临床实验结论不完全汇总

	临床实验介绍	核心结论
1	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。	连花清瘟可以有效治疗流行性感冒
2	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消失率，缩短主要临床症状持续时间，改善肺部炎症，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。	连花清瘟可以有效治疗轻型、普通型新冠肺炎
3	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，连花清瘟组优于对照组。	连花清瘟可以有效治疗上呼吸道感染
4	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，加快肺炎患者的康复速度。	连花清瘟可以有效治疗社区获得性肺炎

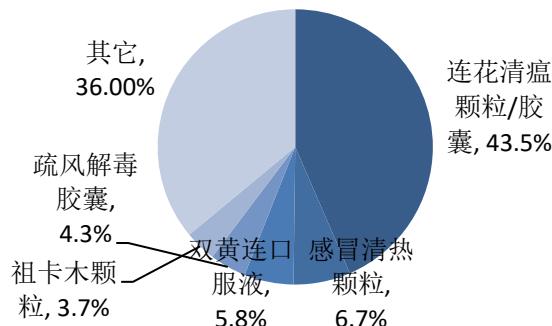
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

连花清瘟产品在医疗终端和零售端销售表现亮眼。公司 2020 年呼吸系统类产品营收为 42.56 亿元，较 2019 年实现翻倍增长，2021 年连花清瘟实现营收 41.08 亿元，略有下滑。呼吸系统用药市场方面，从公立医疗端来看，米内网数据显示，2015 年以来呼吸系
请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com14>

统中成药销售规模保持正增长, 2019 年规模超 400 亿, 2020 年受疫情影响销售额下降 29.6%, 2021H1 恢复增长。中成药感冒用药市场集中度显著提升, 2015-2021H1, TOP3 产品市场份额, 21.5% 提升至 55.9%, 连花清瘟市场份额由 9.2% 提升至 43.5%。

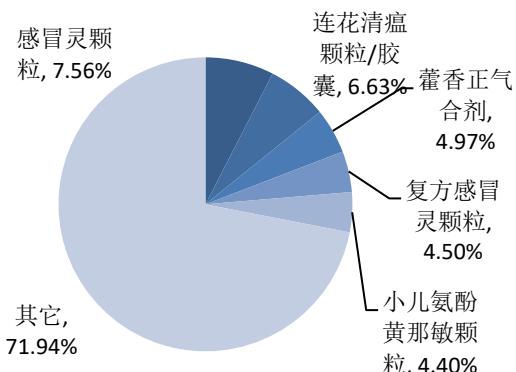
零售端感冒用药/清热类市场方面, 据中康资讯, 2021 年整体市场规模约 310 亿, 同比下降 10.8%, 主要是疫情多地散发情况下限制零售端感冒清热用药销售。从产品表现看, 2017-2020 年 TOP5 稳定增长, 2021 年小幅下滑至 28.1%, 但整体市场集中度提升的趋势有望持续。连花清瘟产品市场份额 2017-2021 年由 2.44% 增至 6.63%。

图 10: 2021 年中国公立医疗端中成药感冒药销售份额



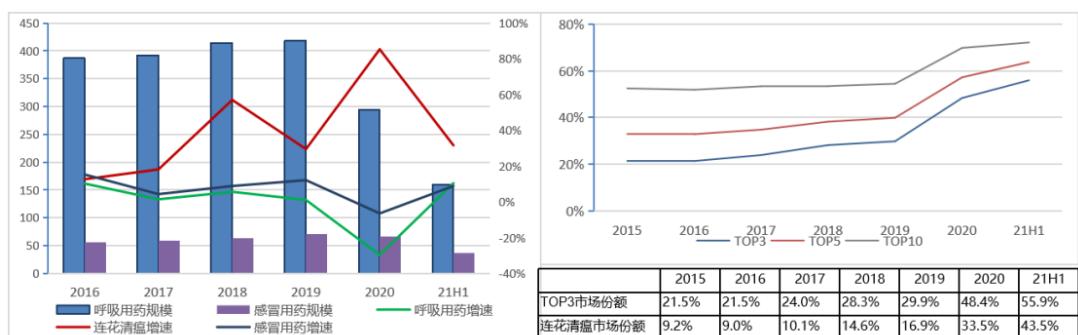
资料来源: 公司 2021 年报, 米内网, 信达证券研发中心

图 11: 2021 年中国零售终端感冒用药/清热类销售份额



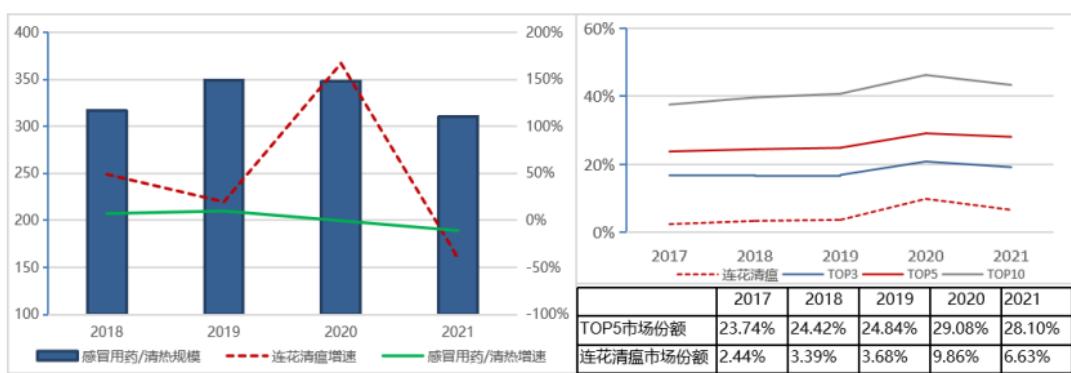
资料来源: 公司 2021 年报, 中康资讯, 信达证券研发中心

图 12: 公立医疗端中成药呼吸系统用药规模 (亿元) 及感冒用药头部产品市场份额



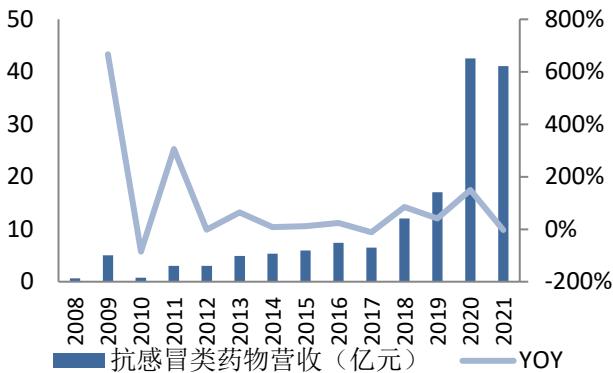
资料来源: 公司 2021 年年报, 米内网, 信达证券研发中心

图 13: 零售终端市场感冒用药/清热类规模 (亿元) 及头部产品市场份额



资料来源: 公司 2021 年年报, 中康资讯, 信达证券研发中心

图 14: 2008-2021 公司抗感冒类药物营收及同比增速净现比



资料来源: wind, 信达证券研发中心

1.3 公司积极推动连花清瘟海外上市，有望启动新一轮增长

公司积极推动连花清瘟海外业务拓展。2015年12月，连花清瘟胶囊获准进入美国FDA二期临床研究，目前该项研究已完成病例入组，正在进行相关数据统计分析工作。目前，连花清瘟已在巴西、印度尼西亚、科威特、柬埔寨等20多个国家和地区获批上市，其中在科威特获批新冠适应症；在乌兹别克斯坦，连花清瘟入选了卫生部发布的抗疫药品白名单；在泰国、柬埔寨，连花清瘟获准进入新冠肺炎定点医院，用于治疗当地患者。目前公司该产品海外收入体量较小，随着产品获批上市，业绩有望启动新一轮增长。

表 7: 连花清瘟胶囊/颗粒：海外注册进程不完全汇总

年份	国家或地区	具体类别	公告日期
2022	利比里亚	注册证书	2022-01-27
	尼日利亚	注册证书	2022-05-11
2021	乌克兰	药品注册批文	2021-06-29
	肯尼亚	植物药注册批文	2021-03-16
	乌兹别克斯坦	药物注册批文	2021-01-14
	蒙古国	药物注册批文	2021-01-12
2020	津巴布韦	补充药物注册批文	2020-12-16
	乌克兰	膳食补充剂注册批文	2020-12-04
	俄罗斯	膳食补充剂注册批文	2020-11-05
	乌干达	植物药注册批文	2020-09-23
	毛里求斯	中成药注册批文	2020-09-22
	科威特	药品注册证书	2020-09-04
	吉尔吉斯斯坦	食品补充剂注册证书	2020-08-12
	菲律宾	药品注册证书	2020-08-11
	老挝	药品注册证书	2020-06-29
	新加坡	注册批文	2020-05-07
	厄瓜多尔	注册批文	2020-04-25
	泰国	现代植物药注册批文	2020-03-31
2018	香港（中国）	中成药注册批件	2018-08-17
2015	美国	美国 FDA 二期临床研究	2015-12-25

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心, 截至 2022 年 5 月 16 日

我们认为连花清瘟在疫情前已经是流感一线用药，目前国内外新冠疫情形势依旧严峻，随着国内外业务推进，新冠及流感的预防和治疗需求可能随着提升，凭借自身产品优势、研发策略和海内外营销改革措施，公司连花清瘟产品未来销售增长具备潜力：

- **产品自身优势鲜明。**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，产品特色明确，知名度较高。
- **相关的实验研究正稳步推进。**公司积极探索更多的临床证据来拓展连花清瘟的应用场景和市场空间。一方面，计划开展连花清瘟在预防流感方面的临床试验。另一方面，连花清瘟治疗儿童流感相关临床试验也在积极开展中，中药一类新药小儿连花清感颗粒处于2期临床研究阶段。
- **营销理念转变和改革升级。**在医疗终端，公司近两年对营销体系进行优化升级改革，成立了呼吸事业部，对连花清瘟和连花清咳两个产品实现精准推广，并增加了销售人员数量，提升基层医疗终端的覆盖，这为其未来在医疗终端持续放量提供有力保障。在零售端，公司通过加大线上多渠道销售力度等方式进行渗透。

2.连花清咳有望发展成为10亿以上销售规模单品

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。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，并可发挥免疫调节作用。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，连花清咳片疗效明显。2020年5月，连花清咳片获得药品注册批件。2020年底连花清咳片通过医保谈判首次被纳入2020版医保目录。

疫情期间，连花清咳与连花清瘟一起用于河北疫情防控，表现良好，得益于扎实的循证医学证据。2022年2月，国际学术期刊《循证补充与替代医学》刊载《连花清咳片治疗轻型、普通型COVID-19的疗效和安全性的随机对照多中心临床研究》，此文研究了莲花清咳片针对轻型和普通型COVID-19患者的治疗效果，实验结果指出，连花清咳片治疗后14天，临床缓解率明显提高；与对照组相比，连花清咳片治疗组咳嗽和咳痰缓解的中位时间缩短；连花清咳片给药后胸部CT表现改善率提高。

连花清咳所处的市场空间较大。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200亿元，且多为中成药。我们认为该单品具备较强市场潜力。

3.借助连花品牌势能大健康业务延伸，打造业绩新增长点

公司以络病理论为指导，秉承中医治未病理念，打造“通络、养精、动形、静神”为重点的系列产品，与专利中药产品联动形成全方位健康管理方案。借助连花品牌势能，公司打造连花家族爆品如连花爆珠、连花清咽喷剂、连花空气除菌凝胶等，大健康系列产品有望成为公司业绩新的增长点。



图 15: 以岭健康城官网界面



资料来源：以岭健康城官网，信达证券研发中心

在新零售方面，公司探索多种销售渠道推广产品。据公司公告，在B2B方面，公司跟阿里健康、京东健康开展自营合作，也跟垂直类医药电商如康爱多、医药网合作；B2C方面，除官网“以岭健康城”外，公司也在天猫、京东设有官方旗舰店；O2O方面，基于以岭药堂，针对石家庄本地生活做O2O，主要合作方包括叮当快药、京东到家、饿了么、美团等平台；处方流转方面，公司与阿里健康、妙手医生、平安好医生等互联网医院开展合作。同时，公司也在探索通过“内容直播”、“社交短视频”多方位传播展示产品，不断优化提升客户的购买体验。通过多种线上线下相结合方式，公司建立起全方位、全渠道的营销模式，以提升零售终端的市场覆盖。

表 8：以岭药业大健康连花系列部分产品介绍

序号	产品名称	主要成分	功能	价位	淘宝旗舰店平台销量
1	连花清瘟口罩爆珠	精油提取自连花清瘟胶囊内部分药食同源药材	挤压在口罩内侧进行双层防护，解决佩戴口罩闷捂、呼吸不畅等问题。	19.9 元/100 颗	月销 4000+ (以岭药堂大药房旗舰店数据)
2	连花益佳健齿护龈牙膏	连翘、忍冬花、红景天、甘草、鱼腥草、薄荷脑、广藿香、石膏	健齿护龈	25 元/只 (70g)	月销 100+ (以岭药堂大药房旗舰店数据)
3	连花清咽抑菌喷剂	采用冷萃中草药配方 (金银花、茶叶、甘草三味合用)	喷在嘴里清凉爽口，可有效抑菌，适用于咽喉不适、嗓子干哑、口腔异味等。	39.9 元/盒 (25ml)	月销 500+ (以岭药堂大药房旗舰店数据)
4	连花清菲润喉糖	连花清菲粉，含薄荷、连翘、金银花等	冰爽润喉	15 元/24g	月销 500+ (以岭药堂大药房旗舰店数据)
5	连花清瘟爆珠口罩	爆珠由薄荷素油等制成；口罩具备三层防护结构	清新呼吸，清涼醒脑；口罩细菌过滤效率不小于 95%	19.9 元/10 片	月销 3000+ (连花旗舰店数据)

资料来源：淘宝App，信达证券研发中心，注：销量为2022年5月7日网店实时数据

三、心脑血管：通络三宝临床认可度高，放量有望提速

1. 心脑血管赛道需求大，通络三宝获多个权威方案推荐

据《中国心血管健康与疾病报告 2020》统计，**2018 年我国心血管病死亡率仍居首位，高于肿瘤及其他疾病。**从流行趋势来看，中国心血管病患病率处于持续上升阶段，该报告推算心血管病 2020 年现患人数为 3.3 亿。随着不健康饮食、运动不足、吸烟等不良生活方式的流行和人口老龄化趋势，我国心血管病发病率和死亡率或将进一步提高。公司通络三宝治疗范围涵盖缺血性心脑血管病、心律失常、心力衰竭三个常见适应症，已获多个权威方案推荐。

表 9：公司心脑血管领域通络三宝介绍

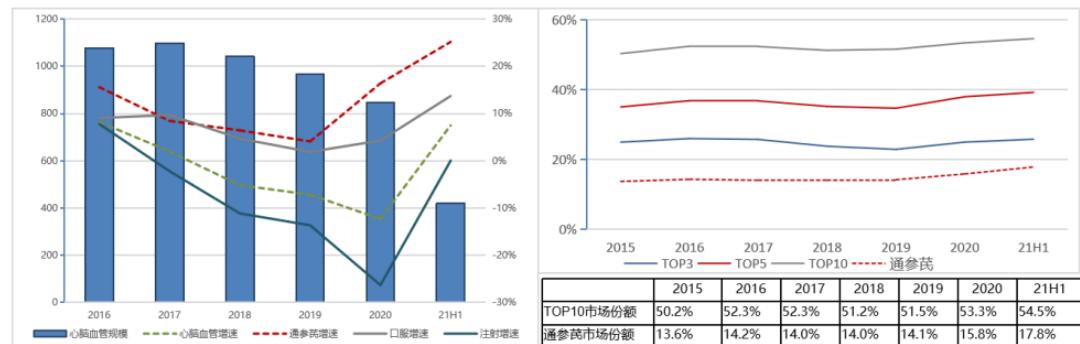
药品 名称	图示	功能主治	优势
通心 络胶囊		益气活血，通络止痛。用于冠心病心绞痛属心气虚乏、血瘀络阻证，症见胸部憋闷，刺痛、绞痛，固定不移，心悸自汗，气短乏力，舌质紫暗或有瘀斑，脉细涩或结代。	临床应用 25 余年，具有广泛的临床应用基础，全国超过 5 万家医院使用，医生高度认可，累计受益患者超 1 亿人次。疗效肯定，安全性好。
芪苈 强心 胶囊		益气温阳、活血通络、利水消肿。用于冠心病、高血压病所致轻、中度充血性心力衰竭证属阳气虚乏，络瘀水停者，证见心慌气短，动则加剧，夜间不能平卧，下肢浮肿，倦怠乏力，小便短少，口唇青紫，畏寒肢冷，咳吐稀白痰等。	是首次运用脉络理论探讨慢性心力衰竭发病规律与治疗指导研发的专利新药，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。
参松 养心 胶囊		益气养阴，活血通络，清心安神。用于治疗冠心病室性早搏属气阴两虚，心络瘀阻证，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。	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。“参松养心胶囊治疗心律失常应用研究”荣获 2009 年度国家科技进步二等奖

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

心脑血管用药市场中成药口服制剂发展较好。据米内网，公立医疗端心脑血管疾病中成药市场规模自 2018 年以来呈下降趋势，内部呈分化态势，受限辅、中药注射剂纳入医保及限用影响，中药注射剂规模下降明显，口服制剂市场持续稳定增长，2015-2020 年复合增速 5.9%，2020 年在疫情影响下仍增长 4.3%，2021H1 实现 13.7% 的增长。中成药口服制剂市场份额由 2015 年的 34.8% 增至 2021 上半年的 57.5%，逐步占据领先地位。

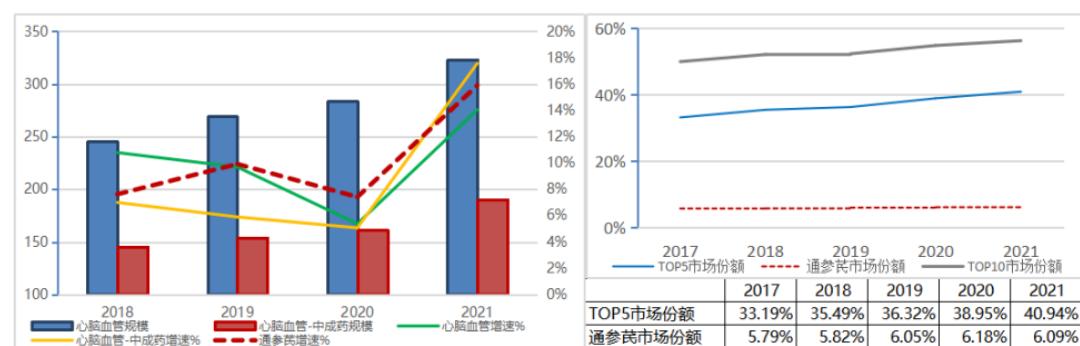
通络三宝所处赛道行业集中度提升。据米内网，2015-2021H1，中成药心血管口服制剂 TOP10 产品市场份额 50.2% 提升至 54.5%，公司通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三大专利中药市场份额由 13.6% 提升至 17.8%。细分来看，通络三宝在 2021H1 国内公立医疗市场中成药心血管疾病内服用药排名中，分别排名第 2/5/9 名。从零售端来看，中康资讯数据显示，2021 年我国零售端心脑血管中成药市场规模达到 190 亿元(+17.6%)，2017-2021 年 CAGR 达 8.8%。市场集中度亦呈现提升趋势，2017-2021 年 TOP5 单品合计市占率持续提升。2017-2021 年，通络三宝合计市场份额有所提升，由 5.79% 增至 6.09%。

图 16：我国公立医疗端心脑血管中成药规模（亿元）及心血管口服制剂头部产品市场份额



资料来源：公司 2021 年报，米内网，信达证券研发中心

图 17：我国零售终端市场心脑血管中成药规模（亿元）及头部产品市场份额



资料来源：公司 2021 年报，中康资讯，信达证券研发中心

加强循证医学研究，促进产品临床学术推广。公司承担国家重点研发计划项目，对接国际标准，首次以事件发生率为主要评价指标开展通络干预心血管事件链的 5 项循证医学研究，主要包括：1) 以糖尿病发生率为主要终点的“津力达颗粒对代谢综合征糖耐量异常的干预研究”；2) 采用 OCT 技术评价冠脉易损斑块纤维帽厚度为主要疗效指标的“通心络干预冠状动脉易损斑块临床研究”；3) 以心血管事件发生率为主要终点指标的“中国通心络胶囊治疗急性心肌梗死心肌保护研究”；4) 以射频消融后房颤复发率为主要指标的“参松养心胶囊对经射频消融房颤患者预后临床研究”；5) 以心血管死亡率、心衰加重再住院率为主要指标的“芪苈强心胶囊对慢性心衰复合终点事件的评估研究”。

2. 通络三宝市场潜力分析：销售体系增强与循证证据拓展驱动放量

1) 通心络：老牌产品，稳定放量

通心络在治疗心梗、脑梗等适应症领域存在较多竞品，但产品临床证据较多，认可度较高。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。

据公司公告数据及我们用模型测算估计，通心络 2020 年收入或为 11-12 亿元，2021 年可能达到 14 亿元规模，我们对该产品 2022-2024 年的营收同比增速预期分别为

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com20>

16.00%/16.00%/16.00%。

2) 参松养心: 竞品较少, 证据升级临床学术力提升

参松养心胶囊经临床循证医学证实可安全有效治疗早搏、阵发性房颤、窦性心动过缓等。“参松养心胶囊治疗心律失常应用研究”获得 2009 年度国家科技进步二等奖。参松养心胶囊被《心房颤动: 目前认识和治疗建议-2015/2018/2021》推荐用于维持窦性心律的首选中成药, 《室性心律失常中国专家共识-2016》推荐其为治疗室性早搏的中成药。2020 年 7 月发布的《室性心律失常中国专家共识-2020》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 (推荐级别为 IIa 类 A 级证据, 较 2016 年版证据升级)、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。临床竞品较少, 在 2021 上半年中国公立医疗市场中成药心血管疾病内服用药排名中仅次于稳心颗粒。

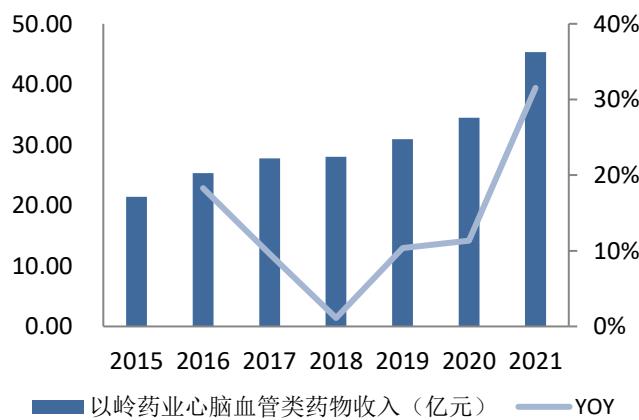
据公司公告数据及我们用模型测算估计, 参松养心胶囊 2020 年收入或为 14-15 亿元, 2021 年可能达到 18-19 亿元, 随着学术推广与指南推荐升级, 我们对该产品 2022-2024 年的营收同比增速预期分别为 22.00%/22.00%/22.00%。

3) 茂房强心: 后起之秀, 具备快速增长潜力

茂房强心胶囊是标本兼治慢性心衰的首选中成药, 研究证明, 其可显著降低反映患者心衰病变程度的血清 N-末端脑钠肽前体水平, 改善患者症状和生活质量, 改善心功能、提高患者左室射血分数(LVEF), 降低复合终点事件发生率。该研究结果发表在 JACC 上。茂房强心胶囊列入《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》。2020 年 1 月, 由公司子公司河北以岭医药研究院作为第一主研单位完成的“中医脉络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。

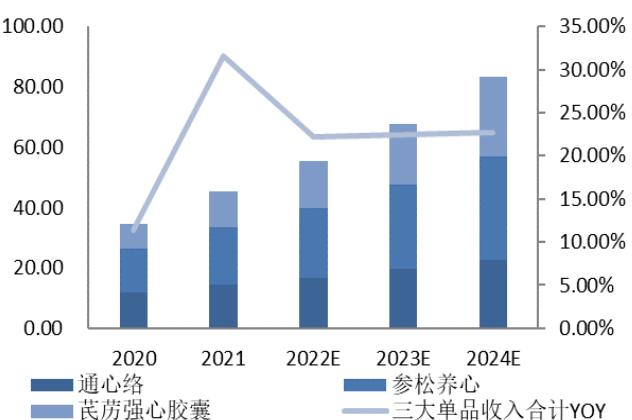
据公司公告数据及我们用模型测算估计, 茂房强心胶囊 2020 年收入或为 7-8 亿元, 2021 年可能达到 11-12 亿元, 考虑到其在慢性心衰领域优势明显, 我们对该产品 2022-2024 年的营收同比增速预期分别为 30.00%/30.00%/30.00%。

图 18: 以岭药业心脑血管类药物收入及增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 19: 以岭药业心脑血管类药物收入估计 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心, 注: 2020-2021 年数据为我们根据模型拆分估算, 不代表实际数据

四、其他领域新品陆续上市，配方颗粒业务有望向省外扩张

1. 在糖尿病、肿瘤、神经、泌尿等领域积极布局潜力品种

公司在其他四大领域（糖尿病、肿瘤、神经、泌尿）布局的潜力产品如下表 10 所示。

表 10：公司其他四大领域（糖尿病、肿瘤、神经、泌尿）潜力产品介绍

名称	药效	适应症	产品图
津力达颗粒	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，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。	
八子补肾胶囊	研究证实其通过调节长寿蛋白 Sirt6、端粒逆转录酶 TERT、肿瘤抑制蛋白 P53 相关信号通路提高机体免疫功能、改善端粒酶活性，从而发挥其延缓衰老的作用。	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、改善免疫衰老等功效。	
夏荔芪胶囊	研究证实它具有抑菌抗炎、抗氧化、抗增殖促凋亡机制，能够快速缓解尿频、尿急、疼痛等症状。	前列腺疾病治疗	
益肾养心安神片	研究证实，它可保护海马区脑神经元细胞，抑制 HPA 激活，改善应激状态，发挥镇静、催眠药效作用，同时增进记忆、抗疲劳。	镇静、催眠、增进记忆、抗疲劳	
解郁除烦胶囊	研究证实，它可改善精神抑郁、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评分。	治疗轻/中度抑郁症	
养正消积胶囊	健脾益肾、化瘀解毒；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	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	
参灵蓝胶囊	健脾益肾、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，公司 2021 年报，信达证券研发中心

1.1 糖尿病领域：津力达颗粒可与二甲双胍联用，前景广阔

据国家基层糖尿病防治管理指南（2022），近年来我国成人糖尿病患病率持续上升，已高达 **11.9%**，2018 年全国糖尿病知晓率、治疗率和控制率分别为 **38.0%、34.1% 和 33.1%**。

据《不同中成药联合二甲双胍治疗 2 型糖尿病有效性的网状 Meta 分析》，临床研究表明，中成药对于治疗 2 型糖尿病及其并发症具有疗效明显、整体调节、副作用少的优势；与西药联合使用，可起到协同增效的作用。

津力达颗粒是首次应用络病理论探讨糖尿病发病规律与治疗所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、调节糖脂代谢紊乱等作用，同时还可改善胰岛素抵抗。津力达颗粒为国家医保目录乙类品种、

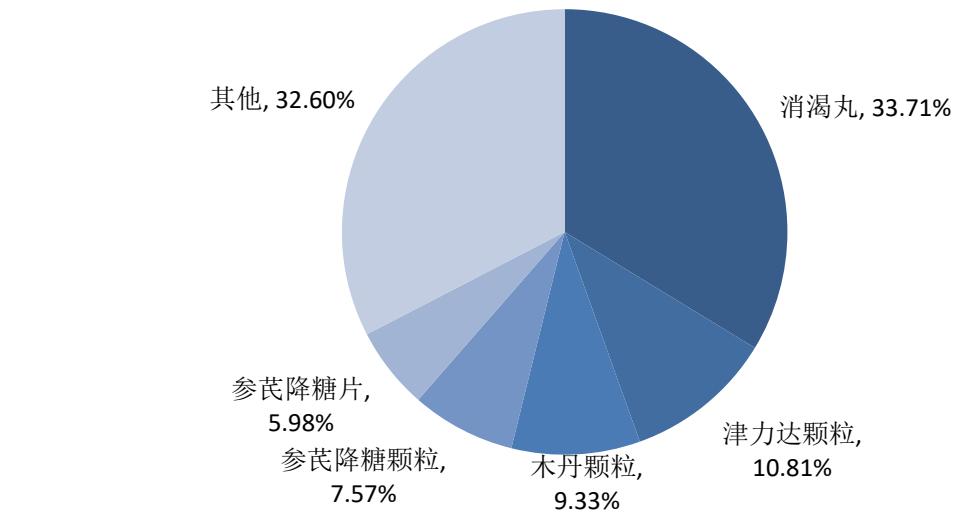
国家基本药物目录品种。

津力达颗粒可与二甲双胍连用放量。2015年,由中国中医科学院西苑医院牵头完成的“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降低患者HbA1c、降低空腹血糖,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,将津力达颗粒推荐为2型糖尿病气阴两虚兼血瘀者用药。《中国2型糖尿病防治指南(2020年版)》中推荐“在应用二甲双胍等降糖药基础上,加用津力达颗粒”治疗。津力达颗粒同时还被列入《国际中医药糖尿病诊疗指南》。2022年3月,《国家基层糖尿病防治管理指南(2022)》正式发布,该指南明确,在协同控糖、改善症状方面,推荐2型糖尿病患者在常规治疗基础上可联用津力达颗粒。此外,公司国家重点研发计划以糖尿病发生率为主要终点的“津力达颗粒对代谢综合征糖耐量异常的干预研究”正在进行中,将提供更为充足的临床证据,增强市场潜力。

津力达未来放量可期。津力达颗粒在2021上半年公立医疗市场中成药糖尿病用药销售排名位列第2名,市场份额为10.81%,较2020年度(第4名,8.16%)有所提升。据我们模型测算,2020年津力达颗粒的收入或约为1亿元。自津力达进入2020版指南后,2021年已有放量趋势,据公司公告,津力达颗粒2021H1销售收入同比增速超过100%,销售规模已超过2020年全年。我们认为,糖尿病用药市场空间较大,随着公司学术推进,津力达颗粒的渗透率可能提高,我们对该产品2022-2024年的营收同比增速预期分别为100%/30%/30%。

图20: 2021上半年中国公立医疗市场中成药糖尿病用药竞争格局



资料来源:公司2021年年报,米内网,信达证券研发中心

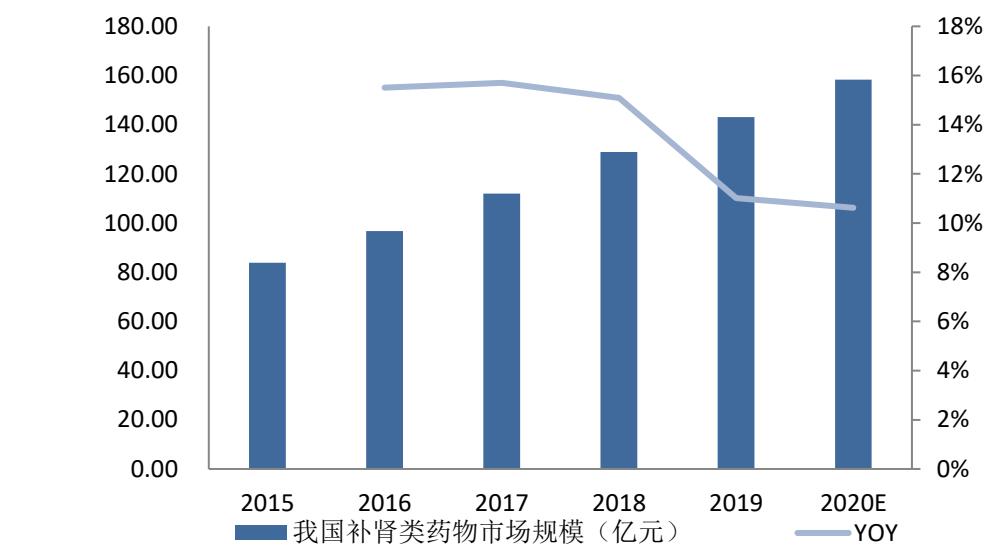
1.2 八子补肾胶囊已进入快速放量期,夏荔芪胶囊存在放量潜力

八子补肾胶囊是公司基于络病理论开发的治疗肾精亏虚、精不化气、气不化神的代表性OTC甲类品种。研究显示,其通过调节长寿蛋白Sirt6、端粒逆转录酶TERT、肿瘤抑制蛋白P53相关信号通路提高机体免疫功能、改善端粒酶活性,从而发挥其延缓衰老的作用。

用。此外，八子补肾胶囊可改善腰膝酸软、神疲乏力、头晕耳鸣、健忘、性欲减退等症状。

据观研天下数据中心统计，2020年我国补肾类药物市场规模约为158.30亿元，近年来同比增速均高于10%。八子补肾胶囊获2020-2021年度补肾类“药店店员推荐率最高”品牌。在2021年第十二届中国药店高峰论坛期间，2022年度“八子补肾精抗衰老行动”宣布正式启动，该活动预计完成覆盖1亿人次的健康科普教育，线上线下累计影响6亿人次，有利于深入推广该产品。据公司公告，八子补肾胶囊2021H1销售收入同比增速超过100%，销售规模已超过2020年全年。我们认为经过渠道积淀，该产品已经进入快速放量期。随着公司学术推广活动推进，有望提升其销售规模。

图 21：2015-2020E 我国补肾类药物市场规模及增速



资料来源：观研天下数据中心，信达证券研发中心

夏荔芪胶囊是中医络病理论气络学说指导下研制而成的治疗前列腺疾病中成药。

据河北新闻网，近年来，前列腺疾病发病率逐年升高，严重危害男性的生活质量与生命健康，现代医学认为雄激素与免疫炎症是前列腺疾病防治的关键环节。“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2020年度中国中西医结合学会科学技术奖一等奖。本研究项目产业化重要成果为夏荔芪胶囊，已获新药证书及2项国家发明专利，进入国家医保目录。

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、疼痛等症状。可快速改善尿频尿急排尿无力等症状，可治疗前列腺增生、前列腺炎，副作用少，长期服用可延缓疾病进展、减少复发，具有快治慢养的作用特点。

前列舒通（步长制药产品）为公立医院端治疗良性前列腺增生中成药主要品种之一，2019年三种规格产品销售量合计为1210.35万盒（+4.55%）。零售端，“前列康”普乐安片/胶囊（康恩贝产品）为前列腺治疗中药、双跨品种，2020年其销售量为2096.94万盒（+15.89%）。据公司公告，2021年前三季度公司夏荔芪胶囊销售额同比增速超过100%。该产品具有高效利尿、副作用少、降低复发等优势，参考相关可比产品的放量趋势，我们认为该单品具备业绩增长潜力。

1.3 镇静催眠、抑郁症治疗中成药具备市场潜力，公司新品获批上市

据国务院新闻办《中国居民营养与慢性病状况报告（2020年）》发布会相关发言人介绍，随着我国经济和社会的快速发展，居民生活节奏、工作压力加大，患有心理行为问题和精神障碍的人群逐渐增加，据2019年数据显示，我国抑郁症的患病率达到2.1%，而焦虑障碍的患病率为4.98%。据头豹研究院报告，中国抗抑郁药物行业近年来发展较为迅速，样本医院市场规模由2013年的60.0亿元增长至2017年的100.3亿元，CAGR为13.7%；沙利文预计，2018-2022年，市场规模将保持12.7%的年复合增长率持续增长，于2022年达到184.1亿元。

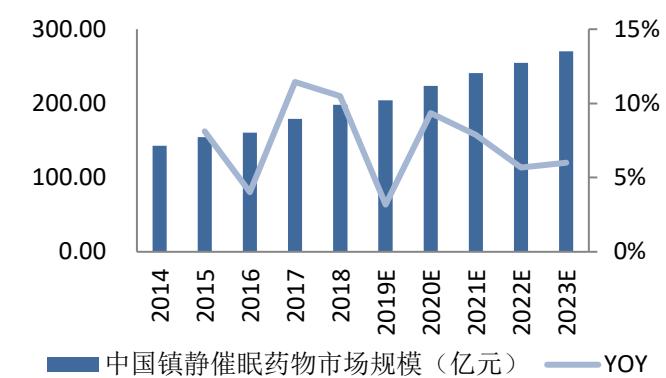
据头豹研究院报告，中国目前患有睡眠问题的人数占中国总人数40%以上，而就诊率不足30%，中国镇静催眠药物行业市场规模2023年或将达到270.0亿元。西药由于具有起效快、方便服用、功效明确、临床试验充分等优点，是目前主流药物类型，然而西药有一定副作用，长期使用可能产生成瘾和依赖性，患者服药意愿不强。与化药相比，镇静催眠类中成药部分具有补肾健脑、养心安神等功效，调理体质，长期服用时对身体损害较低，较少产生抗药性和依赖性，患者接受度较高。

图 22：2013-2022E 中国抗抑郁药物行业市场规模



资料来源：国家统计局，沙利文数据中心编制，信达证券研发中心

图 23：2014-2023E 中国镇静催眠药物行业市场规模



资料来源：头豹研究院，信达证券研发中心

公司目前在神经系统领域有三款产品上市，为业绩提供新的增长点：

- 1) 枣椹安神口服液属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、脑力活动效率低等方面具有良好效果。研究证实：枣椹安神口服液可明显延长失眠患者夜间睡眠时间，改善患者健忘、眩晕、神疲乏力、腰膝酸软等症状；
- 2) 益肾养心安神片是公司应用络病理论以经典名方为基础化裁研发的治疗失眠症的专利新药。于2021年9月获批上市，具有益肾、养心、安神的功效，适用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证患者。经中国中医科学院广安门医院牵头开展的随机、双盲、多中心、安慰剂对照Ⅲ期临床研究证实，益肾养心安神片明显改善入睡困难、睡而易醒、早醒、睡眠时间短，增加睡眠时间，改善睡眠质量，提高睡眠效率；明显改善神疲、健忘、头晕、心悸、腰膝酸软等症状，临床应用安全性良好。
- 3) 解郁除烦胶囊为公司独家专利中药，于2021年12月获批上市，由《金匱要略》半夏厚朴汤与《伤寒论》梔子厚朴汤化裁而来，用于轻、中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证。由天津中医药大学第一附属医院牵头开展的随机双盲、多中心、安慰剂和阳性

药平行对照Ⅲ期临床研究证实，其降低汉密尔顿抑郁量表积分与盐酸氟西汀片相当，优于安慰剂；降低汉密尔顿焦虑量表积分及改善精神抑郁、心绪不宁、胸脘痞闷、食欲不振、善太息等抑郁症状优于安慰剂和盐酸氟西汀片，显示其具有综合干预优势。

1.4 肿瘤用药：联合放化疗治疗，化瘀解毒提升生活质量

目前公司在肿瘤领域用药包括养正消积胶囊和参灵蓝胶囊。养正消积胶囊是首次应用络病理论探讨恶性肿瘤发病规律与治疗，指导研发的专利新药，为国家医保乙类品种，并在多个省市列入基药目录。该药配合介入治疗原发性肝癌在增效减毒、增强免疫、改善证候、提高生存质量方面疗效显著。在临床方面，养正消积胶囊用于联合放化疗治疗肿瘤，可有效改善食欲，增强体力，提高生活质量，同时抑制肿瘤新生血管生成，抑制肿瘤生长和转移，能够增强放化疗抑瘤作用，具有调节免疫、减轻放化疗骨髓抑制和肝脏毒性的作用，被临床广泛应用。

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的相关作用。

表 11：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
2020	中国癌症基金会	《中国肿瘤心理治疗指南》
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》

资料来源：公司 2021 年年报，信达证券研发中心

2. 中药配方颗粒以河北为起点，有望进行省外扩张

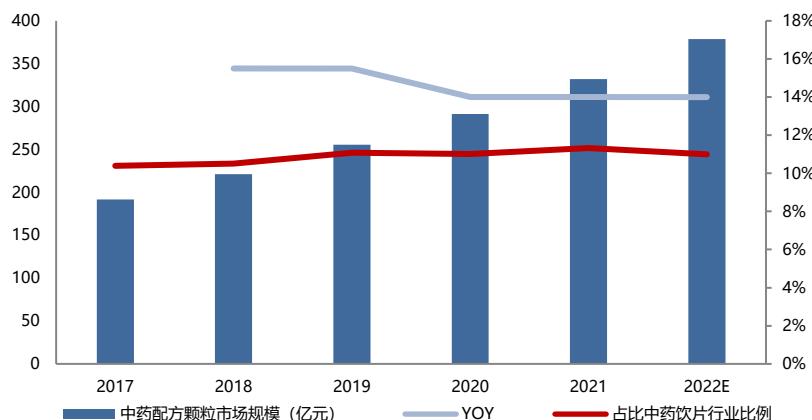
量价齐升逻辑下，配方颗粒市场规模具备数倍扩容潜力。与中药饮片相比，中药配方颗粒具有安全、有效、方便、质量稳定可控等优点，经过国家长期政策引导与扶持，中国中药配方颗粒行业逐渐走向规范化，2021 年 11 月试点工作结束，生产与销售限制放开，行业迎来广阔发展空间。

从医保端来看：我们认为随着国标实行、配方颗粒进入省级平台挂网，未来将有更多省份把中药配方颗粒纳入省级医保，最终有望纳入国家医保体系，医保覆盖范围的拓宽有利于增强终端支付能力。从需求端来看，销售范围拓宽至基层终端市场，更加迎合中药日常消费习惯，有利于推动配方颗粒市场扩容。

2022 年企业旧标配方颗粒产品库存逐渐出清，标准的切换也给企业形成新的价格体系提供良好契机，我们预计各企业或将上调出厂价格，以缓解上游药材成本上涨与单位用量提升压力。

据中商情报网，我国中药配方颗粒市场规模由 2017 年的 191.6 亿元增长至 2020 年的 291.4 亿元，CAGR 约 15%，占比中药饮片行业比例约为 11%；而日本汉方药配方颗粒市场规模占中药饮片的比例约为 60%（2019 年中药材天地网报道）。参考山东医保局政策限制同一医疗机构中药配方颗粒的使用量不得超出中药饮片的 30%，我们预计量价齐升逻辑下国内市场放量达到相对稳定时，中药配方颗粒收入占比有望达到中药饮片的 20-30%，渗透率还有提高空间，对应为数倍扩容的潜力。

图 24：2017-2022E 我国中药配方颗粒市场规模



资料来源：中商情报网，信达证券研发中心

中药配方颗粒是公司重点布局的领域之一，自 2019 年开始培育，据 2021 年报，报告期内该业务呈持续快速增长态势，销售收入同比增幅近 300%。公司按照国家药监局相关部门要求，一方面加快配方颗粒国家标准研发复核备案工作，已研发复核公布的 196 个国标产品中的 182 个，河北省标准配方颗粒也在快速研发复核备案中。另一方面通过扩大中药配方颗粒产能、扩大销售团队等举措，在立足河北优势市场的同时，紧抓全国全面放开配方颗粒市场的机遇，布局中药配方颗粒市场。

公司将全产业链质量控制体系应用于配方颗粒研发生产过程中，推动中药配方颗粒标准化建设。从上游资源来看，公司有连翘、人参、板蓝根、金银花、土元、蝉蜕、水蛭等 20 多个 GAP 基地；从渠道来看，目前公司已获得河北省的批文，正在加快在河北省内医院的布局，未来也会适时进行省外业务扩张。我们认为，公司配方颗粒业务在品种数量、上游资源、品牌和渠道方面具有一定优势，目前收入体量不大，该业务未来业绩增长具备潜力。

图 25：公司配方颗粒生产特点：还原古法汤剂煎煮



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

五、扩容优化营销体系，乘政策东风研发持续推进

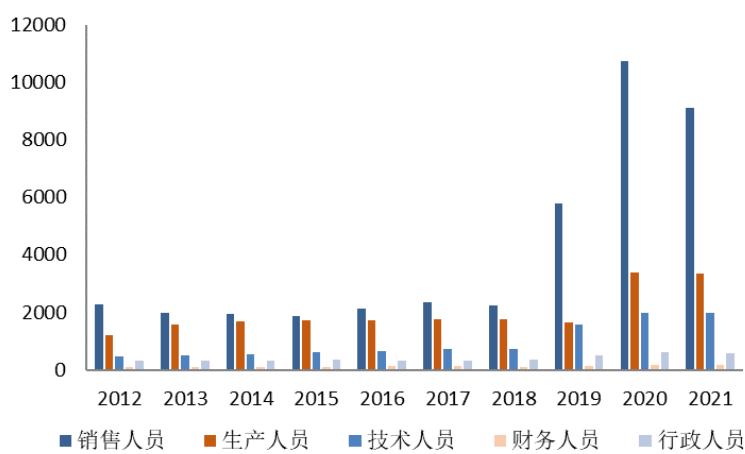
1. 人员扩容及结构优化，营销变革调整成效显现

营销改革取得较好效果。公司根据市场供需及战略规划进行营销体系改革调整。一是设置产品分线。根据产品成立事业部，如连花事业部、参松事业部、新品事业部等，以实现专业化、精细化推广；二是基层市场下沉。公司过去主攻二级以上医院，近年来先后收回了基层终端授权，增强了基层销售队伍，公司销售人员从原先的 2000 多人一跃成为万人规模销售团队，以期提升基层市场份额；三是除医疗板块和零售板块外，新设立商务分销部覆盖空白市场。从 2020-2021 年销售收入情况来看，改革取得了较好的效果。此外，目前公司收购品种也在加速开展中，未来仍会按照新产品的适应症成立新的事业部。从不同部门人员数量同比增速来看，2018-2020 年公司销售、生产和技术部门人员数量增长尤为突出。

目前公司建立了覆盖全国市场的学术营销推广网络。推广体系根据目标终端类别不同，下设城市医院部、城市社区部、基层城乡部、零售部、营销部等职能板块。其中，城市医院部、零售部、城市社区部和基层城乡部分别负责第一终端、第二终端和第三终端的业务拓展，营销部对流通商业末端渠道和县域零售市场进行统一管理。

公司营销模式的核心竞争优势在于络病理论指导下的专业化学术推广模式。公司的专利产品均为络病理论指导下研发的产品，具备确切的临床疗效，主导品种经过国际公认的循证医学评价方法对其临床疗效做出权威评价，从而形成学术推广的独特优势。络病理论是公司的核心竞争力之一，具有很强的差异化优势，能有效提高目标客户对产品的认知度。公司的学术推广人员通过对产品的深入认知，同时借助多种形式的学术会议，推广络病理论及专利产品的特色优势，提升临床医生认知度，从而带动和规范临床科学合理使用来治疗相关疾病。

图 26：2012-2021 年公司各职能人员数量变化

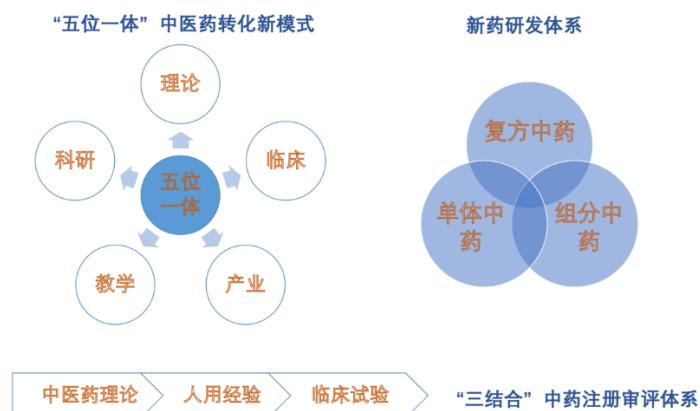


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2. 五位一体模式推动新药获批，研发投入及人数行业领先

公司以络病理论引领产业化发展，发挥优势深耕慢病领域。吴以岭院士带领的高水准研发团队进行理论传承创新与产品研发，核心成果多次获得国家级奖项，围绕微血管病国际难题的研究获得重大突破：“中医脉络学说构建及其指导微血管病变防治”荣获 2019 年度医药卫生领域唯一国家科技进步一等奖。公司主导建立了世界中医药学会联合会络病专业委员会、中华中医药学会络病分会、28 省市络病分会专业委员会、市级络病分会专业委员会四级络病分会体系，吸纳了临床中医、西医、中西医结合专家十万余人，为络病理论临床推广及络病理论指导下公司研发的专利新药推广搭建了很好的学术平台。

图 27：公司研发战略体系



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

五位一体模式和多渠道新药研发体系独具优势，契合国内“三结合”中药注册评审体系。以中医络病理论创新为指导，公司创立了“理论+临床+科研+教学+产业”一体化的中医学术创新与转化模式，河北以岭医院作为临床基地拥有近百种院内制剂，是新药转化的有力支撑。公司开展了复方中药、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。公司研发战略与《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》中提出的中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系高度契合。

公司研发投入行业领先，乘借新药获批加速的东风在研新药稳步推进。从研发支出来看，2021 年公司总研发支出约 7.92 亿元，营收占比为 7.83%，公司研发投入总量和营收占比居于中医药行业领先水平。从研发人员数量来看，2021 年公司共有 1989 名研发人员，占总员工比例的 13.12%，领先同行企业。在持续、大量的研发经费投入下，公司在研产品管线丰富，中药板块的络痹通片、柴黄利胆胶囊、鼻窍通片和小儿连花清感颗粒共四个产品已获批进入临床阶段。

2017-2021 年，我国共有 20 款中药新药获批上市，其中公司获批了 3 个品种（连花清咳片、益肾养心安神片及解郁除烦胶囊）。2021 年我国获批总数达到 12 个，较以往年度明显增加，中药新药迎来了全新的发展期。

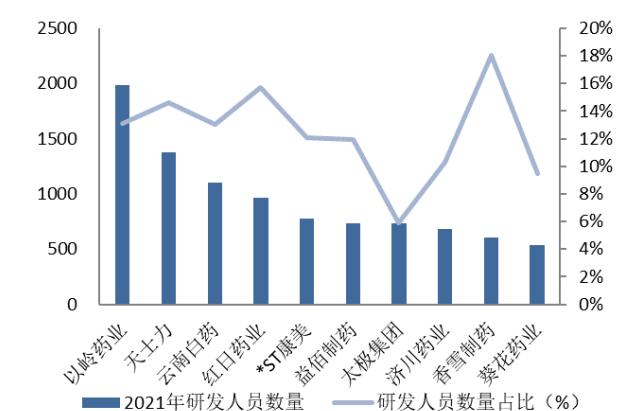
表 12：公司已获批开展临床研究品种及 2021 内已获批上市品种

序号	药品名称	适应症	具体阶段
1	益肾养心安神片	失眠症	获得药品注册证书（2021 年 9 月 6 日）
2	苏夏解郁除烦胶囊	轻、中度抑郁症	获得药品注册证书（2021 年 12 月 21 日）
3	络痹通片	类风湿性关节炎	开展临床研究
4	柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	开展临床研究
5	玉屏通窍片	过敏性鼻炎	开展临床研究
6	小儿连花清感颗粒	儿童感冒	开展临床研究
7	柴芩通淋片	急性下尿路感染	开展临床研究
8	岐黄明目胶囊	糖尿病视网膜病变	开展临床研究

资料来源：2021 公司年报，信达证券研发中心

图 28：2021 年中药企业研发投入 TOP10 及营收占比


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 29：2021 年中药企业研发人员数量 TOP10 及占比


资料来源：wind，信达证券研发中心

图 30：2017-2021 年我国中药新药获批数量及治疗大类分布


资料来源：CDE，公司公告，信达证券研发中心

对已上市品种进行二次开发，拓宽现有产品市场份额的同时维护产品专利壁垒。对已上市品种进行二次开发也是公司研发业务的重点，例如，针对连花清瘟拓展儿童流感、变异病毒和预防流感等适应症，研究通心络在干预急性心梗心血管事件链中的作用，探索参松养心胶囊在预防射频消融术后房颤复发中的作用。目前，公司已上市的 13 个独家专利品种均在专利保护期内，公司针对专利中药均制定了完善的专利保护战略，对专利产品会从工艺创新、理论创新和延伸开发（工艺、标准、适应症）等方面不断申请新的专利以形成产品的专利池，延长产品的保护期；同时，公司也会根据海外国家的相关规定来进行专利保护申请工作。若配合后续子专利申请，公司多个独家专利产品的专利保护期可延长至 2040 年以后，专利壁垒非常稳固。

六、 盈利预测与估值

我们设置盈利预测假设如下所示：

- 1) 心脑血管类业务:该业务 2021 年收入同比增速超过 30%，随着公司针对心脑血管单品的循证医学证据不断推出与学术推广深化，我们认为通络三宝的市场份额还有提升空间，预计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 22.20%/22.43%/22.67%。
- 2) 抗感冒药业务：我们认为连花清瘟在疫情前已经是流感一线用药，目前国内内外新冠疫情形势依旧严峻，随着国内外业务推进，新冠及流感的预防和治疗需求可能随着提升，凭借自身产品优势、研发策略和海内外营销改革措施，公司连花清瘟产品未来销售增长具备潜力。此外，2020 年获批上市的连花清咳有望成为新的潜力品种，我们预计该业务 2022-2024 年收入增速分别为 15.70%/16.06%/16.27%。
- 3) 化药+大健康业务:我们看好公司未来化药管线的逐步兑现与大健康业务的发展成熟，我们预计 2022-2024 年该业务收入增速分别为 18.24%/16.61%/15.64%。
- 4) 其他领域品种+配方颗粒业务:四大治疗领域部分产品进入放量阶段，销售潜力较大，因此我们预计 2022-2024 年该业务收入增速分别为 71.97%/55.56%/37.30%。
- 5) 其他业务:该业务收入体量较小，粗略预计 2022-2024 年收入增速为 10%/10%/10%。
- 6) 期间费用率：我们粗略预计 2022-2024 年销售费用率、管理费用率和研发费用率与 2021 年持平。

表 13：盈利预测假设

业务	项目	2021 估计	2022E	2023E	2024E
心脑血管类	营业收入（百万元）	4534.00	5540.48	6783.27	8320.76
	同比增长	31.53%	22.20%	22.43%	22.67%
	毛利率	65.35%	65.35%	65.35%	65.35%
抗感冒类	营业收入（百万元）	4108.00	4753.00	5516.45	6413.92
	同比增长	-3.48%	15.70%	16.06%	16.27%
	毛利率	71.85%	71.85%	71.85%	71.85%
化药+大健康	营业收入（百万元）	9.98	11.80	13.76	15.91
	同比增长	44.34%	18.24%	16.61%	15.64%
	毛利率	23.14%	23.14%	23.14%	23.14%
其他四大领域品种+配方颗粒	营业收入（百万元）	471.00	810.00	1260.00	1730.00
	同比增长	55.96%	71.97%	55.56%	37.30%
	毛利率	61.06%	61.06%	61.06%	61.06%
其他业务	营业收入（百万元）	6.00	6.60	7.26	7.99
	同比增长	-25.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：信达证券研发中心，注：我们拆分的细分项目与公司公告口径非完全一致

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 122.90/149.43/180.64 亿元，归母净利润分别为 17.82/22.23/27.45 亿元，EPS 分别为 1.07/1.33/1.64 元，PE 分别为 24.42X/19.58X/15.85X。

表 14：公司盈利预测结果

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,782	10,117	12,290	14,943	18,064
增长率	50.8%	15.2%	21.5%	21.6%	20.9%
归母净利润（百万元）	1,219	1,344	1,782	2,223	2,745
增长率	100.9%	10.3%	32.6%	24.7%	23.5%
EPS（摊薄）（元）	0.73	0.80	1.07	1.33	1.64
PE（倍）	34.96	24.37	24.42	19.58	15.85

资料来源：Wind, 信达证券研发中心，注：收盘价截至 2022 年 5 月 13 日

表 15：以岭药业可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
000999.SZ	华润三九	393.91	20.47	24.14	27.77	19.24	16.32	14.19
600085.SH	同仁堂	574.92	12.27	14.92	17.44	46.86	38.54	32.97
600436.SH	片仔癀	1,841.02	24.31	29.64	36.31	75.73	62.11	50.70
行业平均						47.28	38.99	32.62
002603.SZ	以岭药业*	462.12	13.44	17.82	22.23	24.37	24.42	19.58

资料来源：Wind, 信达证券研发中心，注：收盘价截至 2022 年 5 月 13 日，*为信达证券研发中心预测，其余均为 Wind 一致性预测

相对估值：以岭药业可比上市公司为华润三九、同仁堂和片仔癀，2022 年行业一致性预测 PE 均值为 38.99X，我们认为以岭药业现有大品种及二线品种具备良好的品牌力和临床疗效，也看好公司中药创新药及化生药物的逐步兑现，考虑公司具备行业龙头地位，我们给定以岭药业 2022 年 PE 估值区间为 30-32X，对应目标价区间 32.10-34.24 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

七、 风险因素

1) 大品种增速放缓风险

一方面医药行业招标降价、二次议价、集中采购、医保政策调整等措施的实施，使得公司主力单品的销售额有下降的风险；另一方面是疫情常态化背景下，若长期对感冒药实施 OTC 端限购的政策，会影响呼吸系统主力产品的销售额。

2) 医药行业政策变动风险

近年来医药卫生体制改革不断深化，政策频出，审批制度改革、带量采购等医药政策调控下的供给侧改革使医药行业整体承压，将直接影响医药行业的景气程度。

3) 研发风险

药品注册一般需经过多个环节，2015 年来，药品注册审批对药物临床试验的要求不断提高，中药行业新药研发与上市经历了低潮，虽然 2021 年以来政策加快推进新药审批体系升级改革，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，可能影响产品毛利率。

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元	
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,459	5,602	7,521	10,421	13,969		营业收入	8,782	10,117	12,290	14,943	18,064
货币资金	1,337	995	2,071	4,000	6,387		营业成本	3,118	3,681	4,417	5,352	6,447
应收票据	0	0	0	0	0		营业税金及附加	136	138	168	204	247
应收账款	1,133	1,611	1,771	2,266	2,671		销售费用	3,035	3,434	4,172	5,072	6,132
预付账款	332	225	370	387	503		管理费用	400	497	604	734	887
存货	1,580	1,673	2,123	2,502	3,056		研发费用	654	792	962	1,170	1,414
其他	1,078	1,099	1,186	1,266	1,351		财务费用	-2	17	6	-40	-94
非流动资产	6,033	7,303	8,418	9,566	10,814		减值损失合计	-58	-29	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0		投资净收益	24	-24	-29	-35	-42
固定资产(合计)	2,928	3,767	4,642	5,582	6,616		其他	32	64	122	148	179
无形资产	480	661	681	701	721		营业利润	1,438	1,569	2,054	2,564	3,167
其他	2,625	2,875	3,096	3,283	3,478		营业外收支	-16	-15	5	5	5
资产总计	11,492	12,905	15,939	19,986	24,782		利润总额	1,422	1,554	2,059	2,569	3,172
流动负债	2,239	2,960	3,142	3,796	4,577		所得税	208	212	281	351	433
短期借款	270	500	100	100	100		净利润	1,215	1,342	1,778	2,218	2,739
应付票据	198	61	177	151	220		少数股东损	-4	-2	-4	-4	-6
应付账款	990	1,560	1,637	2,126	2,476		归属母公司净	1,219	1,344	1,782	2,223	2,745
其他	780	839	1,227	1,418	1,782		EBITDA	1,713	1,942	2,200	2,679	3,212
非流动负债	330	872	872	872	872		EPS(当年)(元)	0.73	0.80	1.07	1.33	1.64
长期借款	0	500	500	500	500							
其他	330	372	372	372	372							
负债合计	2,569	3,833	4,014	4,668	5,450							
少数股东权益	4	3	-1	-6	-12							
归属母公司股东权益	8,919	9,069	11,926	15,324	19,345							
负债和股东权益	11,492	12,905	15,939	19,986	24,782							
重要财务指标						单位:百万元	现金流量表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		经营活动现金流	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,782	10,117	12,290	14,943	18,064		经营利润	1,586	529	1,841	2,257	2,733
同比(%)	50.8%	15.2%	21.5%	21.6%	20.9%		净利润	1,215	1,342	1,778	2,218	2,739
归属母公司净利润	1,219	1,344	1,782	2,223	2,745		折旧摊销	275	368	233	268	275
同比(%)	100.9%	10.3%	32.6%	24.7%	23.5%		财务费用	4	34	44	35	35
毛利率(%)	64.5%	63.6%	64.1%	64.2%	64.3%		投资损失	-24	-3	29	35	42
ROE%	13.7%	14.8%	14.9%	14.5%	14.2%		营运资金变动	110	-1,300	-241	-298	-358
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.80	1.07	1.33	1.64		其它	7	88	-2	-1	0
P/E	34.96	24.37	24.42	19.58	15.85		投资活动现金流	-1,040	-507	-320	-294	-310
P/B	4.78	3.61	3.65	2.84	2.25		资本支出	-1,144	-672	-272	-239	-248
EV/EBITDA	17.30	16.88	19.12	14.99	11.76		长期投资	79	159	-20	-20	-20

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CR0工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	看高： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平；
时间段：报告发布之日起 6 个月内。	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。