

# 以岭药业 (002603)

## 创新中药典范，国际业务可期

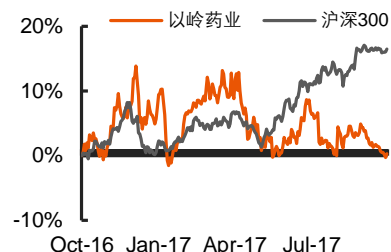
### 推荐 (首次)

现价: 16.27 元

#### 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.yiling.cn
大股东/持股	以岭医药/23.77%
实际控制人	吴以岭
总股本(百万股)	1,204
流通 A 股(百万股)	912
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	195.95
流通 A 股市值(亿元)	148.35
每股净资产(元)	5.68
资产负债率(%)	14.20

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

**魏巍** 投资咨询资格编号  
S1060514110001  
021-20632019  
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**张熙** 一般从业资格编号  
S1060117020002  
021-20632019  
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 平安观点:

- **学术底蕴深厚，络病理论造就疗效确切大品种：**公司在吴以岭院士的带领下，以络病理论为基础，研发了通心络、参松养心、芪苈强心、连花清瘟等大品种，且循证医学试验证实这些品种在大规模样本下依然疗效确切。在络病理论的指导下，公司后续产品梯队丰富，是少有的具有持续研发能力的中成药企业。公司研发品种定位于大病种、大市场，现有四个品种处于三期临床试验阶段，覆盖抗感染、精神类药物、支气管炎等，四个品种合计市场规模近超过 80 亿元，具有极大市场空间。
- **循证医学试验打造学术营销典范：**公司非常重视药品上市后的临床疗效验证，主要产品均进行了多项循证医学试验，良好的试验结果又促进了药品销售，为公司产品建立了一条可行的学术营销途径。学术营销的关键在于试验结果具有良好的说服力，公司的重要循证医学试验采用与国际接轨的研究方法，具有以下特点：1、试验牵头人是业内顶尖学者。2、多项重要试验均是随机、双盲、多中心研究。3、采用与西药直接对照，并获得阳性结果。一系列的循证医学试验有力的证明了产品的有效性，为产品推广提供了切实的学术支持，推动销售规模不断加大。
- **积极扩张业务，国际制剂&大健康业务齐头并进：**中药板块以外，公司积极开拓新业务。从 2009 年开始布局国际制剂业务，拟从代加工起步，逐渐向自产仿制药出口和自产新药出口转移。目前公司国际制剂业务年收入过亿，主要来自代加工，公司已有 7 个 ANDA 产品在美国注册，三个化学一类新药正在进行一期临床试验，如果进展顺利，预计一两年内公司仿制药将会进入美国市场销售。大健康是公司重点布局的另一个板块，该板块下面包括保健品生产销售、连锁药店以岭药堂、药品电商、以岭健康城等，主要方式是通过各种线上线下导流，实现保健品的销售。公司具有自己的保健品研发团队，近几年先后研发上市了莲花清菲（清肺）、怡梦（安神）、津力旺（糖尿病调理）等主要产品。此外，公司也跟外部厂家合作推出多个系列的保健品，极大的丰富了产品线。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3185	3820	4373	5067	5978
YoY(%)	9.0	20.0	14.5	15.9	18.0
净利润(百万元)	430.5	542	639	754	907
YoY(%)	21.4	25.9	17.8	18.0	20.3
毛利率(%)	63.4	66.3	67.0	67.3	67.6
净利率(%)	13.5	14.2	14.6	14.9	15.2
ROE(%)	8.8	10.0	8.9	9.7	10.6
EPS(摊薄/元)	0.36	0.45	0.53	0.63	0.75
P/E(倍)	45.5	36.2	30.7	26.0	21.6
P/B(倍)	4.1	3.7	2.7	2.5	2.3

- **给予“推荐”评级：**公司主要产品疗效确切，增长稳健；后续在研产品梯队丰富，上市后有望推动公司中期业绩增长；国际制剂和大健康业务稳步推进，打开公司长期增长空间。预计公司 2017 年、2018 年、2019 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.63 元、0.75 元，对应 PE 分别为 31X/26X/22X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**两票制对销售渠道的影响、招标降价的影响。

# 正文目录

一、院士创办企业，学术背景深厚 .....	5
1.1 三大业务板块，实际控制人持股比例高 .....	5
1.2 财务分析：收入利润维持高速增长 .....	6
二、中药板块：优质产品辈出，循证医学试验打造学术营销典范 .....	7
2.1 重点品种均是同类中的佼佼者 .....	7
2.2 在研产品：后续产品梯队丰富 .....	9
2.3 循证医学试验验证产品疗效，打造学术营销典范 .....	10
三、布局国际制剂业务，开发广阔市场 .....	12
四、大健康板块：多渠道布局带动产品销售 .....	14
五、盈利预测与估值 .....	15

## 图表目录

图表 1	公司股权结构 .....	5
图表 2	公司历年营业收入情况 .....	6
图表 3	公司历年归母净利润情况 .....	6
图表 4	公司历年成本率和费用率变化 .....	6
图表 5	公司近年营业利润率和净利润率逐年上升 .....	6
图表 6	公司重要的自主创新药 .....	7
图表 7	公司重点品种收入占比 .....	7
图表 8	公司的心脑血管产品规模处于行业领先地位 .....	8
图表 9	我国感冒用药市场中中成药占比上升 .....	9
图表 10	我国近年流感病例呈上升趋势（单位：例） .....	9
图表 11	公司处在临床试验阶段的产品 .....	9
图表 12	公司处在三期临床试验阶段产品的市场规模 .....	10
图表 13	公司主要产品上市销售模式 .....	10
图表 14	循证医学试验证明公司产品疗效确切 .....	11
图表 15	公司零售药店区域分布 .....	12
图表 16	2016 年药品出口类别占比 .....	12
图表 17	2016 年制剂出口前十企业 .....	13
图表 18	公司国际制剂业务发展规划 .....	13
图表 19	公司国际制剂业务发展良好 .....	14
图表 20	公司化药板块在研新药 .....	14
图表 21	公司大健康在售主要产品系列 .....	15
图表 22	中国保健品市场规模和增速 .....	15
图表 23	零售收入区域分布 .....	15
图表 24	公司盈利预测模型主要参数 .....	16

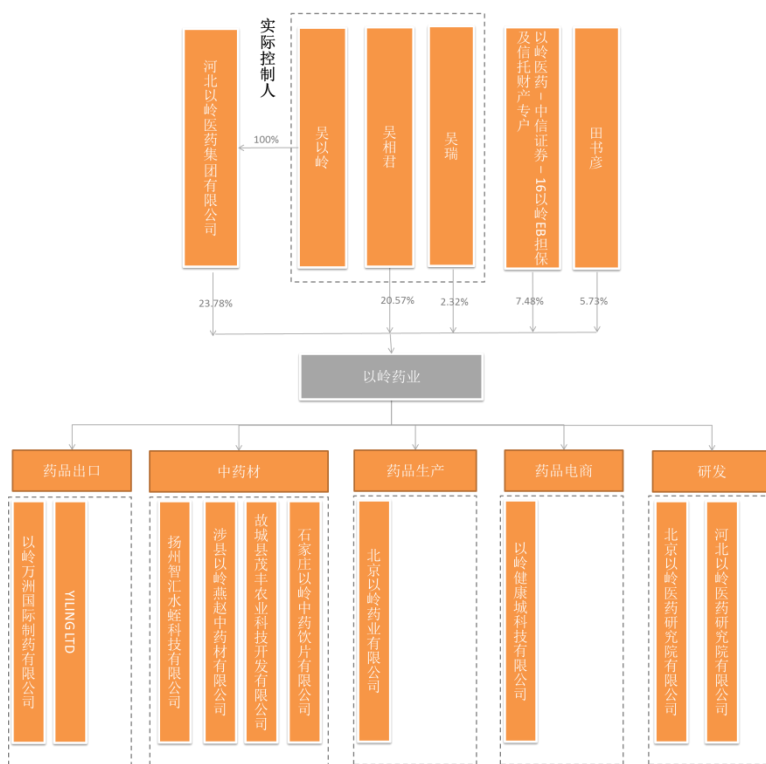
## 一、 院士创办企业，学术背景深厚

### 1.1 三大业务板块，实际控制人持股比例高

公司由吴以岭院士创办，前身是 1996 年设立的皇帝制药厂，公司业务板块包括中药、化药和大健康三大板块。吴以岭院士是络病理论的创始人，也是河北医科大学的教授、博导，公司以研发创新见长，络病理论作为公司中药研发的理论基础，指导公司研发团队进行源源不断的产品创新，公司已研发出国家专利新药 10 余个，在中药企业中的研发实力名列前茅。

公司于 2011 年 6 月份上市，实际控制人为吴以岭、吴相君和吴瑞，吴以岭是吴相君和吴瑞的父亲，三者间接和直接持有公司 46% 的股权，持股比例高，经营动力充足。

图表1 公司股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

中药板块是公司收入主要来源，其数十个专利创新药分布于心脑血管、感冒呼吸、糖尿病、肿瘤治疗等领域。通心络胶囊、参松养心胶囊单个产品的销售规模在十亿左右，在心脑血管中成药领域处于行业领先地位；连花清瘟胶囊多次被国家纳入流感治疗指南或共识，在多次抗击传染性疾病中起到重要作用。

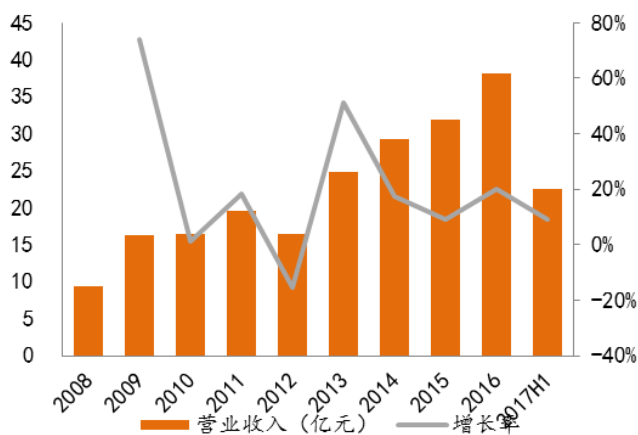
公司在化药业务板块制定了“转移加工—国际注册—专利新药”三步走的发展战略，目前处于第一阶段转移加工，药品国外注册工作正在有序推进，目前公司已 7 个 ANDA 产品申报美国 FDA 注册，进展顺利，预计近一两年自有 ANDA 产品有望实现在美国的销售。三个化学 1.1 类新药正在临床一期，化学板块的产品线接力具有可持续性。

公司于 2013 年开始布局大健康板块，拥有以岭健康城、连锁药店、网上商城等平台，此外，公司还建立了自己的健康食品研发、生产、销售体系，推出了连花清菲、津力旺、怡梦等保健产品。在大家越来越注重健康的背景下，中医养生前景良好，公司大健康板块值得关注。

## 1.2 财务分析：收入利润维持高速增长

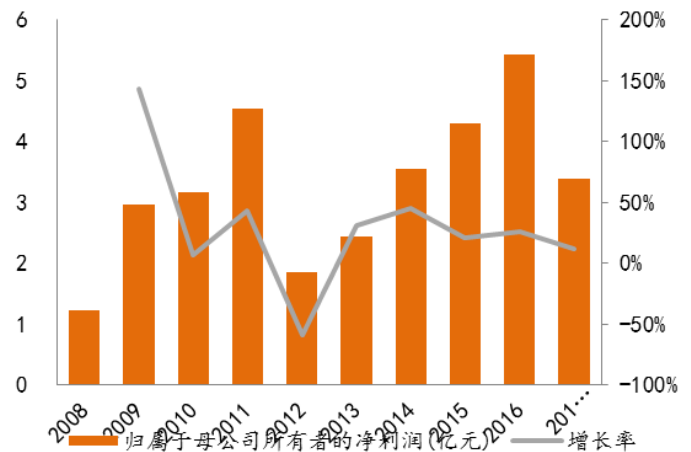
近几年公司的收入的复合增速维持接近 20%的水平，归属母公司净利润维持在 20%以上的增速，业绩表现良好。2017 年上半年，受两票制执行以及招标降价的影响，公司收入和利润增速有所放缓，公司积极调运营方式，预计在 2018 年随着招标的完成以及各地陆续实施两票制，公司增长将重回正轨。

图表2 公司历年营业收入情况



资料来源：WIND，平安证券研究所

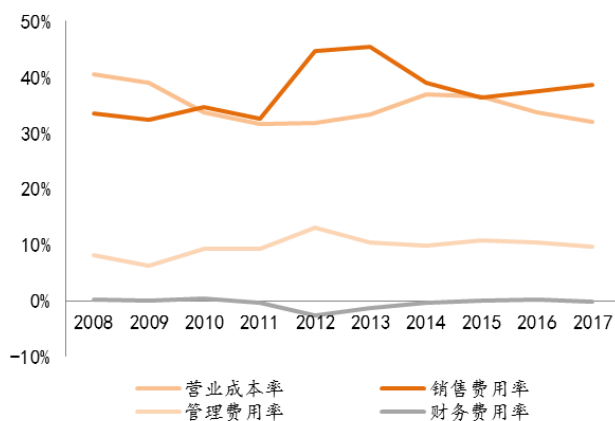
图表3 公司历年归母净利润情况



资料来源：WIND，平安证券研究所

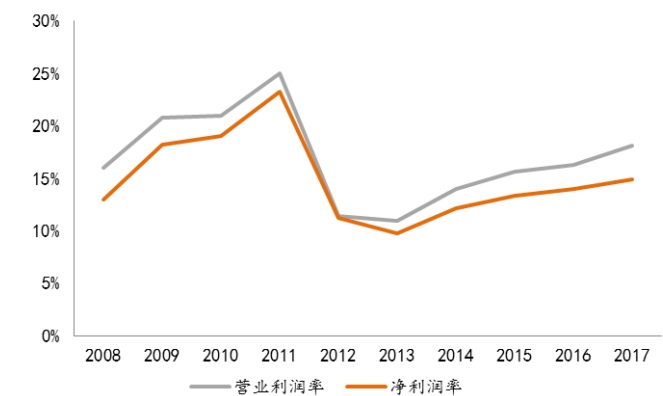
近三年里，公司三费率保持稳定，公司营业成本率逐年下降，主要原因是原材料价格稍有下降，营业成本率的下降使得公司利润率保持稳步上升。2012 年公司销售费用率的上升主要原因是毒胶囊事件的影响，导致销售收入降低。

图表4 公司历年成本率和费用率变化



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表5 公司近年营业利润率和净利润率逐年上升



资料来源：WIND，平安证券研究所

## 二、 中药板块：优质产品辈出，循证医学试验打造学术营销典范

### 2.1 重点品种均是同类中的佼佼者

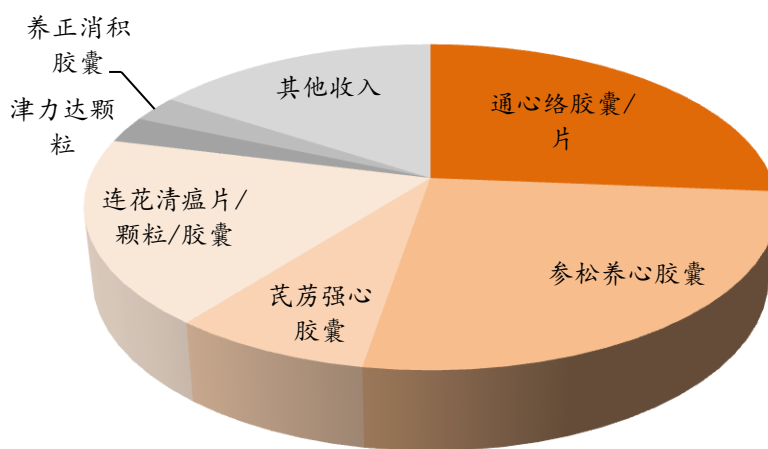
公司具有强大的产品创新能力，其重点品种是在吴以岭院士的带领下以络病学为理论基础研发出来。产品聚焦于大病种，治疗领域包括心血管病、感冒呼吸疾病、糖尿病、肿瘤等，在心血管病和感冒呼吸疾病领域处于行业领先地位，六大品种占公司整体收入的 80%。

图表6 公司重要的自主创新药

领域	产品	适应症	医保情况
心脑血管病领域	通心络胶囊	冠心病心绞痛	《国家基本药物目录》( 2012 年版 )
	参松养心胶囊	冠心病室性早搏	《国家基本药物目录》( 2012 年版 )
	芪苈强心胶囊	充血性心力衰竭	部分省份地方增补基药
感冒呼吸疾病领域	连花清瘟颗粒/胶囊	流行性感冒	《国家基本药物目录》( 2012 年版 )
	连花急支片	结束三期临床	--
	连花定喘片	二期临床	--
糖尿病领域	津力达颗粒	2 型糖尿病	部分省份地方增补基药
	津力糖平片	二期临床	--
肿瘤用药领域	养正消积胶囊	原发性肝癌辅助治疗	部分省份地方增补基药
泌尿领域	夏荔芪胶囊	前列腺疾病	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品录 ( 2017 年版 ) 》

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 公司重点品种收入占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所



我国大概有冠心病患者 1100 万，心律失常患者 2000 万，心衰患者 450 万，这三类是心脏病中最常见的适应症。针对上海远大心胸医院的近 2 万名患者的调查发现，冠心病和心率失常患者占心脏病患者人数的 27%、10%，是心脏病中占比最高的两个病种。

心血管领域是公司强势领域。通心络、参松养心、芪苈强心分别治疗冠心病、心律失常和心衰，公司能同时为心血管科医生提供多种可选药品，三种药品可共享销售渠道，具有良好的协同效应。2015 年，参松养心胶囊和通心络胶囊在心脑血管中成药医院市场用药中占比分别为 1.51% 和 1.46%，在口服中成药中占据领先地位。由于这三种药品良好的市场表现，2015 年，公司在心脑血管中成药厂家中名列第七。

图表8 公司的心脑血管产品规模处于行业领先地位

2015 年前 10 位心脑血管中成药厂家			2015 年心脑血管中成药医院市场份额			
排名	药厂名称	市场份额	排名	药品名称	市场份额	是否独家产品
1	山东步长制药股份有限公司	9.23%	1	心脑血管中成药注射液	44.31%	
2	上海绿谷制药有限公司	5.39%	2	复方丹参滴丸	2.36%	是
3	广西梧州制药（集团）股份有限公司	4.17%	3	脑心通胶囊	2.28%	是
4	牡丹江友搏药业股份有限公司	3.77%	4	稳心颗粒	1.87%	是
5	通化玉圣药业股份有限公司	3.66%	5	参松养心胶囊	1.51%	是
6	贵州拜特制药有限公司	3.57%	6	通心络胶囊	1.46%	是
7	河北石家庄以岭药业股份有限公司	3.36%	7	银杏叶片	1.38%	否
8	天津天士力制药股份有限公司	3.04%	8	培元脑通胶囊	1.34%	是
9	江苏无锡济民可信山禾药业股份有限公司	2.75%				
10	黑龙江珍宝岛药业股份有限公司	2.49%				

资料来源：步长制药招股书，平安证券研究所

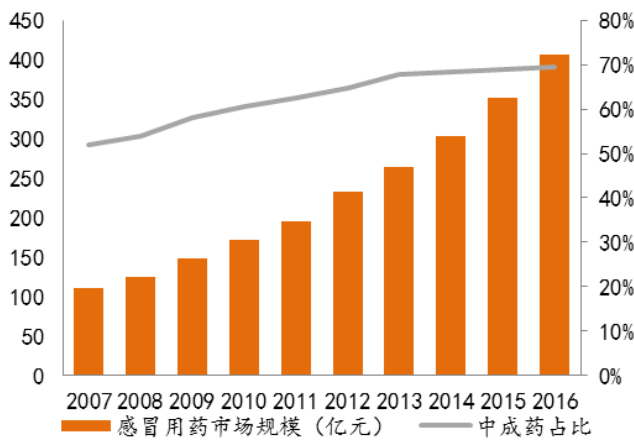
连花清瘟胶囊是公司的另一大重点品种，该品种是应对 2003 年“非典”爆发，走特殊审批通道审批的药品。临床研究证实连花清瘟胶囊对甲型流感 H1N1、H3N2 病毒具有杀灭作用，而且对其他流感病毒，副流感病毒、SARS 病毒、禽流感病毒、手足口病毒、疱疹病毒等均有明显抑制作用。

连花清瘟的销售量跟流感的患者人数相关，该产品借着“非典”爆发的契机上市，2009 年 H1N1 大规模流行，连花清瘟的销售收入从 2008 年的 6500 万上升到 5 亿元。公司近十年我国流感病例呈波动上升的趋势，患者人数的增多也带来产品需求的持续增加。

连花清瘟胶囊属于感冒用药中的中成药，我国感冒用药市场近年一直呈上升趋势，2016 年达到 407 亿元，且其中中成药的占比逐年提高。连花清瘟作为感冒用药中的知名品种，具有较大市场空间。

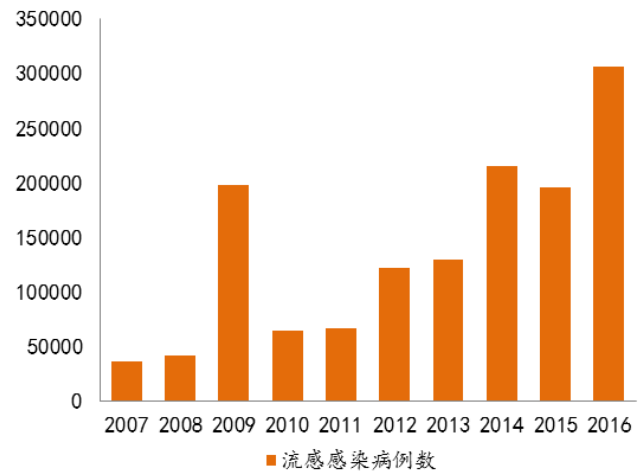


图表9 我国感冒用药市场中中成药占比上升



资料来源：中国产业信息网，前瞻数据库，平安证券研究所

图表10 我国近年流感病例呈上升趋势（单位：例）



资料来源：国家卫计委，平安证券研究所

## 2.2 在研产品：后续产品梯队丰富

公司具有丰富的在研产品，已有 4 个产品完成了三期临床，正在进行二期临床试验的产品有 2 个，正在进行临床前研究的产品有 20 多个。丰富的在研产品梯队是公司长期业绩增长的基础。

图表11 公司处在临床试验阶段的产品

序号	类别	名称	适应症	2016 年进展情况
1	中药 6 类	柴芩通淋片	下尿路感染	完成三期临床
2	中药 6 类	解郁除烦胶囊	轻中度抑郁症	完成三期临床
3	中药 6 类	连花急支片	急性支气管炎	完成三期临床
4	中药 6 类	百灵安神片	失眠症	完成三期临床
5	中药 6 类	连花定喘片	支气管哮喘	正在开展二期临床试验
6	中药 6 类	津力糖平片	II 型糖尿病	正在开展二期临床试验

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司产品品种定位于大病种、大市场，心脑血管领域作为市场规模最大的领域之一，公司围绕该领域研发了通心络、参松养心、芪苈强心等重要产品，在近几年里推动了公司业绩表现靓丽。此外，公司产品研发积极向其他大病种扩展，目前处于三期临床的产品涵盖了抗感染、抗抑郁、精神安定等领域，新产品一旦上市，将有望推动公司新一轮的快速增长。

我们特别看好公司在抗抑郁和精神安定领域的新产品，一是这两个领域患者数量大，但诊断率不高，据统计，我国仅有 10% 的抑郁症患者接受了正规的药物治疗。随着大家对精神健康越来越重视，精神类疾病治疗率在提升，未来精神类疾病用药前景良好。二是这两个病种均是需要长期用药的慢病，目前的用药结构中，化学药仍占主导地位，但化学药副作用较大，部分患者较为排斥，相对而言，中成药更适合长期用药。

图表12 公司处在三期临床试验阶段产品的市场规模

名称	类型	患者数量	用药市场规模	
			( 亿元 )	中成药规模
柴芩通淋片	全身抗感染类药物		908	32 亿元
解郁除烦胶囊	抗抑郁药物	9000 万	62.6	估计约 10 亿元
百灵安神片	精神安定类药物	超过 3 亿	160.4	约 40 亿元

资料来源：公司公告，平安证券研究所

连花急支片也有望成为公司在呼吸系统领域的重磅产品。公司的连花急支片目前已结束三期临床，有望于一两年内上市。该药用于治疗支气管炎，可类比急支糖浆的销售规模。太极集团的急支糖浆 2016 年销售额过 4 亿元，由于太极的销售主要在西南地区（2014 年公司 77% 的收入来自西南），因此可将此 4 亿的销售额看成是西南地区的需求。公司销售网络覆盖华东和华北两个医疗消费大市场，连花急支片上市后有望贡献可观业绩。

### 2.3 循证医学试验证实产品疗效，打造学术营销典范

吴以岭院士是络病理论的创始人，公司主要品种均是在络病理论的指导下研发出来，通心络、连花清瘟胶囊、参松养心胶囊等都是络病理论用于指导新药研发的成果。产品上市后的循证医学试验在更大的范围内验证了有效性，有力的促进了产品销售。

图表13 公司主要产品上市销售模式



资料来源：公司公告。平安证券研究所

公司非常重视药品上市后的临床疗效验证，主要产品均进行了多项循证医学试验，这些试验采用与国际接轨的临床研究方法，获得了高可信度的结果。公司几项重要的循证医学试验具有以下特点：

1、试验牵头人是业内顶尖学者。比如 2008 年完成的参松养心胶囊 1476 循证医学试验，由武汉大学人民医院院长黄从新教授牵头，由高润霖院士、张伯礼院士、张澍教授担任顾问；“通心络胶囊干预颈动脉斑块的前瞻性随机、双盲、多中心临床研究”由山东大学齐鲁医院张运院士牵头，联合国内 30 余家三甲医院开展；“芪苈强心胶囊治疗慢性心衰的随机、双盲、多中心的临床循证医学研究”由南京医科大学第一附属医院李新立教授、北京阜外心血管病医院张健教授主持，高润霖院士、张伯礼院士、黄峻教授担任顾问。

2、多项重要试验均是随机、双盲、多中心研究。从临床试验证据分级的角度来看，大样本的随机、双盲、多中心研究是说服力最强的研究方案。公司多个研究均采用了证据级别最高的研究方案，证实了研究结论的可靠。

3、采用与西药直接对照，并获得阳性结果。临床试验的对照组可以选择空白对照、安慰剂对照、治疗药物对照。一般情况下，中成药的对照试验会选择空白对照和安慰剂对照，而公司的通心络胶囊和芪苈强心胶囊的循证医学试验均选择临床常用西药作为对照组，且结果证实疗效可与西药相当，更充分的证明了这两种药物的明确的疗效。

一系列的循证医学试验有力的证明了产品的有效性，为产品推广提供了切实的学术支持，推动销售规模不断加大。目前公司有三个产品正在进行循证医学试验：通心络治疗脑卒中、养正消积胶囊改善非小细胞肺癌、津力达颗粒治疗 2 型糖尿病，如试验结果显示有效，将促进产品销售增长。

图表14 循证医学试验证明公司产品疗效确切

产品	循证医学试验名称	结束年份	病例数量	结论
通心络胶囊	通心络胶囊干预颈动脉斑块的前瞻性随机、双盲、多中心临床研究	2014	1212	通心络胶囊大、中、小剂量稳定易损斑块作用与他汀类药物疗效相当
	治疗急性心梗 PCI 术后无再流临床循证研究	2014	219	在介入和西药常规治疗基础上加用通心络治疗 6 个月，可明显促进 PCI 术后 24h 心电图 ST 段回落，减少心肌无复流；改善心肌微循环，增加心肌血流灌注；明显改善心脏室壁运动及收缩功能
	通心络胶囊治疗缺血性脑卒中的随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床研究	正在		正在
参松养心胶囊	参松养心胶囊治疗心律失常	2008	1476	该药治疗室性早搏优于美西律；治疗阵发性房颤与普罗帕酮相当，改善症状优于普罗帕酮；同时有效治疗缓慢性心律失常，且无心脏不良反应
	参松养心胶囊治疗心衰伴早搏的循证医学研究	2014	465	该药可显著减少室早发生频次，提高心衰患者心功能，提高患者生活质量，安全性高
	参松养心胶囊治疗窦性心动过缓伴室性早搏的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床研究	2015	333	证明该药在安全有效改善室性早搏的同时，具有提高窦性心率的作用
芪苈强心胶囊	芪苈强心胶囊治疗慢性心衰的随机、双盲、多中心的临床循证医学研究	2014	512	该药对慢性心衰患者具有显著疗效，且可改善心功能，改善 6min 步行距离，改善符合重点事件发生率（指患者死亡率、病情加重再住院）
养正消积胶囊	养正消积胶囊改善晚期非小细胞肺癌患者化疗生活质量的随机、双盲、安慰剂平行对照多中心临床研究	正在	520	正在
津力达颗粒	津力达颗粒治疗 2 型糖尿病循证研究	正在		正在

产品	循证医学试验名称	结束年份	病例数量	结论
	二甲双胍联合津力达颗粒治疗 2 型糖尿病临床循证研究	--	--	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 2 型糖尿病患者的糖化血红蛋白得到更好地控制，津力达颗粒组在降低腰围，对于减缓并发症方面均有潜在的治疗优势，同时可提高胰岛β 细胞功能

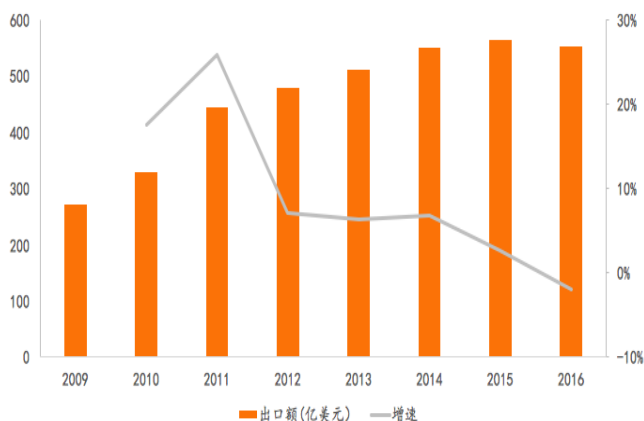
资料来源：公司公告，CNKI，平安证券研究所

### 三、 布局国际制剂业务，开发广阔市场

长期以来，我国药品出口一直以原料药为主，医药出口的 80%是原料药，制剂出口只占 10%左右。近年随着我国制药工业水平的提高，制剂出口占比逐渐提高，我国正在从原料药出口大国向制剂出口大国转变。

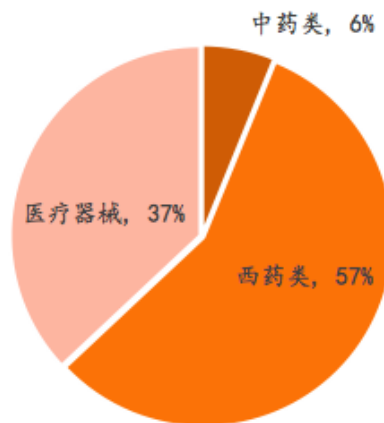
2015 年之前，我国制剂出口规模维持上升趋势，2016 年由于国际经济波动及汇率等因素影响，制剂出口额下降 1.88%，为 554 亿美元，预计随着短期波动的结束，将重新回到增长轨道。2016 年，在我国制剂出口总规模中，中药为 34.2 亿美元，占比 6%；西药为 314.8 亿美元，占比 57%；医疗器械为 205 亿美元，占比 37%。

图表15 公司零售药店区域分布



资料来源：wind，平安证券研究所

图表16 2016 年药品出口类别占比



资料来源：wind，平安证券研究所

2016 年国内药品出口前十强企业合计出口药品制剂同比增长 34.2%，远远高于行业增速。由于中大型企业具有产品和渠道优势，国内制剂出口业务的集中度逐渐提高。

图表17 2016年制剂出口前十企业

排名	企业	出口额(万美元)	增速	主要市场
1	恒瑞医药	9000	近300%	美国、日本
2	华海药业	近7000	25%	美国、欧洲
3	齐发药业	3000-4000	75%	巴西、希腊、阿根廷
4	桂林南药	3000-4000	-29%	非洲
5	华药国际医药	3000-4000	-8%	非洲、南美
6	国药集团威奇达药业	3000-4000	-15%	印度
7	珠海联邦制药	2000-3000	近400%	印度、西班牙、埃及
8	东方国际集团上海荣恒国际贸易	2000-3000	-10%	英国
9	江苏开元医药化工	2000-3000	10%	非洲
10	中宁化集团	2000-3000	60%	巴基斯坦等亚洲市场

资料来源：中国医药保健品进出口商会，平安证券研究所

公司从2009年开始布局国际业务，该业务规划分三步走：第一步承接国外转移加工订单，第二步进行非专利药的国际注册销售，第三步将自产的专利新药推向国际注册销售。第一阶段可为第二三阶段做好生产和技术准备，获得相关经验；第二阶段开始，公司销售自产产品，进入美欧等发达国家仿制药市场，比起代加工，利润率将会有明显提高；第三阶段，公司自主新药进入国际注册销售，标志公司在化药领域的生产和研发更上一个层次，届时化药板块也将有望成为公司收入的重要贡献部分。

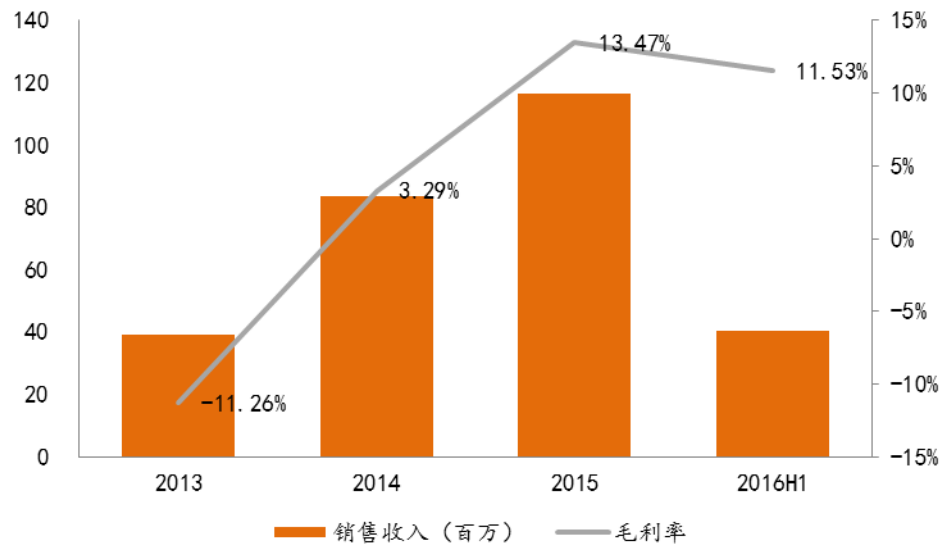
图表18 公司国际制剂业务发展规划



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2015年，公司国际制剂业务收入1.17亿元，毛利1570万元，主要由第一阶段的转移加工贡献。第二和第三阶段的工作也在稳步推进中：截止2017年上半年，公司已有7个ANDA产品在美国申报，进展顺利，预计一两年内将会实现销售；公司有三个化药一类新药正在开展一期临床试验，为第三阶段的专利药注册销售做好铺垫。

图表19 公司国际制剂业务发展良好



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 公司化药板块在研新药

类别	名称	适应症	进展
化药 1.1 类	苯胺洛芬及注射液	镇痛与消炎	一期临床试验
化药 1.1 类	芬乐胺及片	早、中期帕金森氏病	一期临床试验
化药 1.1 类	XY0206 片	急性髓性白血病、肺癌	一期临床试验

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、大健康板块：多渠道布局带动产品销售

公司保健品板块包括保健品生产销售、连锁药店以岭药堂、药品电商、以岭健康城等，通过各种线上线下导流，实现保健品的销售。公司具有自己的保健品研发团队，近几年先后研发上市了莲花清菲（清肺）、怡梦（安神）、津力旺（糖尿病调理）等主要产品。此外，公司也跟外部厂家合作推出多个系列的保健品，极大的丰富了公司产品线。



图表21 公司大健康在售主要产品系列



资料来源：公司官网，平安证券研究所

保健品主要分为两大类：一是维生素与膳食补充剂、一类是植物传统保健品，前者市场份额为 36%，后者市场份额为 59%。2016 年，我国保健品市场规模约 2500 亿元，增速在 10%左右。

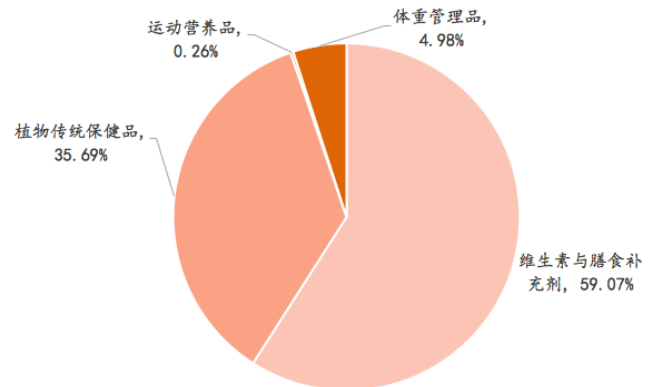
保健品市场空间极大，公司产品线从传统中药向中药保健养生领域延伸，很好的利用了公司在中药研发方面的优势，同时在保健领域建立起自己的品牌效应。

图表22 中国保健品市场规模和增速



资料来源：国家统计局，中国工业统计年鉴，平安证券研究所

图表23 零售收入区域分布



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

## 五、 盈利预测与估值

关键假设：

- 1、通心络销售平稳，芪苈强心胶囊、参松养心胶囊维持稳定增长，二线品种津力达颗粒、养正消积胶囊保持快速增长；
- 2、国际制剂业务稳步推进，两年左右实现自有制剂的销售；



3、有效应对招标降价影响以及两票制带来的渠道调整。

图表24 公司盈利预测模型主要参数

单位：亿元	2014	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入	29.21	31.85	38.20	22.45	43.73	50.67	59.78
增速	17.3%	9.0%	19.9%	10.6%	14.47%	15.86%	17.98%
心脑血管类药	20.48	21.40	25.31	14.69	28.35	32.32	37.49
增速	13.8%	4.5%	18.3%	6.2%	12.0%	14%	16%
抗感冒类药	5.33	5.97	7.40	4.27	8.51	9.79	11.25
增速	8.1%	12.0%	24.0%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
保健饮品类	0.10	0.11	0.22	0.15	0.35	0.49	0.64
增速	42.9%	10.0%	100.0%	82.6%	60.0%	40.0%	30.0%
其他主营业务	3.29	4.33	4.96	3.25	6.20	7.75	10.08
增速	73.2%	31.6%	14.5%	23.0%	25.0%	25.0%	30.0%
其他业务	0.01	0.04	0.32	0.10	0.32	0.32	0.32
毛利率	63.11%	63.44%	66.29%	68.07%	67.02%	67.30%	67.56%
心脑血管类药	66.32%	67.50%	68.96%	72.22%	69.00%	69.00%	69.00%
抗感冒类药	69.31%	67.41%	68.49%	71.04%	69.50%	70.00%	70.50%
保健饮品类	0.00%	25.01%	63.89%	66.73%	75.00%	75.00%	75.00%
其他主营业务	35.28%	38.56%	51.34%	46.01%	55.00%	57.00%	59.00%
其他业务	79.89%	92.25%	36.99%	50.37%	50.37%	50.37%	50.37%
三费率	48.57%	47.17%	48.07%	48.17%	47.79%	47.76%	47.70%
销售费用率	39.05%	36.41%	37.54%	38.55%	37.50%	37.50%	37.50%
管理费用率	9.80%	10.75%	10.38%	9.70%	10.40%	10.30%	10.20%
财务费用率	-0.28%	0.01%	0.15%	-0.08%	-0.11%	-0.04%	0.00%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

风险提示：两票制对销售渠道的影响、招标降价的影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2526	4625	5432	6510
现金	534	2221	2820	3263
应收账款	531	598	719	829
其他应收款	349	154	494	232
预付账款	59	217	61	287
存货	922	1334	1222	1791
其他流动资产	1054	1435	1339	1899
<b>非流动资产</b>	3724	3522	3367	3209
长期投资	29	29	29	29
固定资产	2473	2284	2123	1991
无形资产	515	504	494	483
其他非流动资产	708	705	721	706
<b>资产总计</b>	6250	8147	8799	9719
<b>流动负债</b>	741	790	828	1028
短期借款	100	0	0	0
应付账款	308	458	420	608
其他流动负债	333	332	407	419
<b>非流动负债</b>	177	175	176	175
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	177	175	176	175
<b>负债合计</b>	918	964	1004	1203
少数股东权益	11	11	11	11
股本	1129	1205	1205	1205
资本公积	1703	2896	2906	2901
留存收益	2560	3071	3674	4400
<b>归属母公司股东权益</b>	5322	7172	7785	8505
<b>负债和股东权益</b>	6250	8147	8799	9719

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	632	574	819	697
净利润	536	639	754	907
折旧摊销	231	221	225	232
财务费用	3	-5	-2	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-80	-281	-157	-442
其他经营现金流	-59	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-505	-3	-82	-67
资本支出	-48	-23	-72	-72
长期投资	-27	0	0	0
其他投资现金流	-430	20	-10	5
<b>筹资活动现金流</b>	-23	1216	-139	-186
短期借款	50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	1	76	0	0
资本公积增加	76	1263	10	-5
其他筹资现金流	-150	-123	-149	-181
<b>现金净增加额</b>	103	1787	599	443

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3820	4373	5067	5978
营业成本	1288	1442	1657	1939
营业税金及附加	73	83	96	114
营业费用	1434	1640	1900	2242
管理费用	397	455	522	610
财务费用	6	-5	-2	0
资产减值损失	-1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	624	756	892	1072
营业外收入	23	20	20	20
营业外支出	9	25	25	25
<b>利润总额</b>	638	751	887	1067
所得税	102	113	133	160
<b>净利润</b>	536	639	754	907
少数股东损益	-6	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	542	639	754	907
EBITDA	846	972	1115	1303
EPS(元)	0.45	0.53	0.63	0.75

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	20.0	14.5	15.9	18.0
营业利润(%)	25.0	21.3	17.9	20.2
归属于母公司净利润(%)	25.9	17.8	18.0	20.3
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	66.3	67.0	67.3	67.6
净利率(%)	14.2	14.6	14.9	15.2
ROE(%)	10.0	8.9	9.7	10.6
ROIC(%)	12.4	14.3	16.7	20.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	14.7	11.8	11.4	12.4
净负债比率(%)	7.5	4.0	-16.1	-21.3
流动比率	3.4	5.9	6.6	6.3
速动比率	2.2	4.2	5.1	4.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	7.6	7.8	7.7	7.7
应付账款周转率	11.2	11.4	11.5	11.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.53	0.63	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.48	0.68	0.58
每股净资产(最新摊薄)	4.4	6.0	6.5	7.1
<b>估值比率</b>				
P/E	36.2	30.7	26.0	21.6
P/B	3.7	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	22.0	17.4	14.7	12.2

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033