

以岭药业新股定价报告

守望传统中医，缔造络病传奇

贺菊颖 分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511050002

创由心生：为中成药注入创新活力的民营企业

以岭药业以中成药的研发、生产和销售为主营业务。公司突破性地发展了中医络病理论，并以此为基础进行产品的研发创新，其中心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药处于行业领先地位，也是公司收入的主要来源。公司为家族企业，实际控制人为中国工程院院士吴以岭先生，其他多名亲属任公司高管并持有公司股权。

理论创新带动产业化，覆盖重大疾病领域

吴以岭院士创造性建立的络病理论体系是公司的核心竞争优势。公司创立了“理论-科研-新药-生产-营销”五位一体的独特运营模式，形成了高层次的专家团队，建立起以中医络病理论创新为指导、围绕专利新药研发关键技术环节的创新技术体系。公司在创新络病理论指导下，开发的独家产品围绕心脑血管病、肿瘤、感冒呼吸系统疾病、糖尿病及其并发症等发病率高、市场用药量大的四大类国家重点防治的重大疾病。公司还建立了学术推广与健康教育相结合的创新营销模式。

计划募集 16.90 亿元，夯实自身竞争优势

公司本次募集资金共计 16.90 亿元，其中 11.72 亿元投向中药生产基地建设项目，建设的项目主要包括前处理车间、中药提取车间、颗粒制剂车间、胶囊制剂车间、口服液车间以及其他配套设施。预计建成后将新增年产胶囊剂 50 亿粒、颗粒剂 9000 万袋及口服液 1 亿支的产能。其他募集资金亦投向夯实自身竞争优势的研发、销售及信息化平台建设项目。

建议询价区间：30.56-32.59 元

预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.02/1.32/1.70 元，三年的年均复合增长率为 32%。以岭药业是中成药行业中的龙头公司之一，考虑到公司的成长性、板块内同行业公司的估值水平及谨慎性原则，我们以 2011 年 30-32 倍给公司定价，建议询价区间为 30.56-32.59 元。

风险提示

产品细分市场竞争激烈、药品价格下降的风险、中药材价格波动可能带来的成本压力、治理结构的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1632.33	1649.32	2057.48	2496.35	3090.13
增长率	73.92%	1.04%	24.75%	21.33%	23.79%
EBITDA(百万元)	344.98	347.15	520.11	633.03	825.56
净利润(百万元)	297.18	315.56	432.87	559.55	720.93
增长率	143.36%	6.18%	37.18%	29.26%	28.84%
每股收益(元)	0.70	0.74	1.02	1.32	1.70

数据来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	元
上市价格	元

股票数据

发行总股本/发行后总股本(百万股)	65.00/425.00
主要股东:	以岭医药集团
主要股东持股比例	33.88%

财务比率

ROE	28.92%
ROA	22.86%
资产负债率	38.40%
每股净资产(元)	3.03
2010 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)	0.00
主承销商:	中信证券股份有限公司
发行市盈率	0.00

目录索引

一、建议询价区间：30.56-32.59 元	3
二、创由心生：为中成药注入创新活力的民营企业	3
（一）致力于心脑血管等疾病中成药的研发创新	3
（二）民营家族企业，实际控制人为中国工程院院士	5
三、中成药治疗部分高发病率疾病前景乐观	6
（一）中药行业发展前景光明	6
（二）心脑血管中成药市场容量巨大，行业集中度有待上升	6
（三）感冒呼吸病用药 OTC 市场空间大，竞争较为激烈	7
（四）糖尿病患者全球最多，糖尿病用药逐年增长	8
（五）聚焦全球头号杀手，肿瘤类用药市场规模庞大	8
（六）关注睡眠质量，镇静催眠类用药需求增大	8
（七）补身需补肾，补肾类用药市场稳定增长	8
四、理论创新带动产业化，覆盖重大疾病领域	8
（一）创造性建立络病理论体系，盈利模式清晰	8
（二）覆盖重大疾病领域，部分细分市场品牌优势明显	9
（三）络病理论为营销搭建专业平台	10
五、财务指标总体正常	10
六、募投项目：夯实自身竞争优势	11
七、盈利预测	11
八、风险提示	12

一、建议询价区间：30.56-32.59元

我们预测公司2011-2013年的EPS分别为1.02/1.32/1.70元，三年的年均复合增长率为32%。

以岭药业是中成药行业中的龙头公司之一，考虑到公司的成长性、板块内同行业公司估值水平及谨慎性原则，我们以2011年30-32倍给公司定价，建议询价区间为30.56-32.59元。

表 1：广发证券医药小组中成药子行业上市公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	收盘价	总市值	总股本	EPS（元/股）			PE（倍）			投资评级
		（元/股）	（亿元）	（万股）	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
传统中药											
000538	云南白药	59.74	415	69427	1.75	2.35	3.08	34	25	19	买入
000423	东阿阿胶	44.22	289	65402	1.34	1.82	2.45	33	24	18	买入
600085	同仁堂	16.36	213	130207	0.33	0.41	0.51	49	40	32	持有
600436	片仔癀	66.40	93	14000	1.52	1.82	2.18	44	36	30	持有
600332	广州药业	16.14	131	81090	0.41	0.52	0.65	39	31	25	持有
600993	马应龙	19.58	65	33158	0.50	0.66	0.84	39	30	23	持有
现代中药											
600535	天士力	42.94	222	51642	1.20	1.52	2.02	36	28	21	买入
600750	江中药业	26.35	82	31115	0.75	1.05	1.39	35	25	19	买入
600518	康美药业	14.40	317	219871	0.54	0.73	0.96	27	20	15	买入
000999	华润三九	18.92	185	97890	0.90	1.12	1.41	21	17	13	买入
600479	千金药业	12.88	39	30482	0.35	0.48	0.63	37	27	20	持有
600557	康缘药业	15.08	64	42325	0.59	0.74	1.00	26	20	15	买入
600594	益佰制药	20.44	72	35276	0.75	0.99	1.30	27	21	16	买入
000650	仁和药业	15.90	100	63025	0.53	0.70	0.93	30	23	17	买入
600252	中恒集团	19.85	217	109175	0.88	1.25	1.73	23	16	11	买入

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

二、创由心生：为中成药注入创新活力的民营企业

（一）致力于心脑血管等疾病中成药的研发创新

以岭药业是一家以中成药的研发、生产和销售为主营业务的公司。公司突破性地发展了中医络病理论，并以此为基础进行产品的研发创新。公司坚持传统的医学理论与现代高科技创新技术的结合，搭建了丰富的科研平台，同时注重核心生产工艺技术的改进。公司理论与新药研究成果曾获得过多项国家专利以及国家级奖项，并承担多项国家级项目。

公司产品涉及心脑血管疾病、感冒呼吸系统疾病、肿瘤、糖尿病及其并发症等发病率高、市场容量大的国家重点防治疾病。其中心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药处于行业领先地位，也是公司营业收入的主要来源，主要产品包括通心络胶囊、参松养心胶囊和连花清瘟胶囊等。

表 2：公司目前销售产品及相关适应症一览

	产品	适应症
心脑血管用药	通心络胶囊	用于冠心病心绞痛属心气虚乏、血瘀络阻证。
	参松养心胶囊	用于治疗气阴两虚，心络瘀阻引起的冠心病室性早搏。
	芪苈强心胶囊	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。
感冒类用药	连花清瘟颗粒	用于治疗流行性感冒属热毒袭肺证。
抗肿瘤药	养正消积胶囊	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。
糖尿病用药	津力达颗粒	用于 II 型糖尿病气阴两虚证。
补肾药	八子补肾胶囊	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。
安神药	枣椗安神口服液	养心、益肾、安神，用于神经衰弱。

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

公司2009年至2010年的营业收入与净利润增长率波动较大，这是由于2009年甲型H1N1型流感疫情的爆发，公司的连花清瘟颗粒作为卫生部推荐的中药治疗甲型H1N1流感诊疗方案而销量大幅度增加。除去这一因素的影响，公司的主导产品——心脑血管类用药通心络胶囊与参松养心胶囊带动公司的销售利润实现了逐年稳步增长。三种主要专利产品通心络胶囊、参松养心胶囊和连花清瘟胶囊的毛利率均在60%以上。

表 3：2008-2010 年盈利分析

单位：百万元	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	1649.32	1632.33	938.56
净利润	315.03	297.52	122.25
毛利率	0.66	0.61	0.60
净利率	0.19	0.18	0.13
期间费用率	0.44	0.39	0.42

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 1：08-10 年营业收入及增长百分比

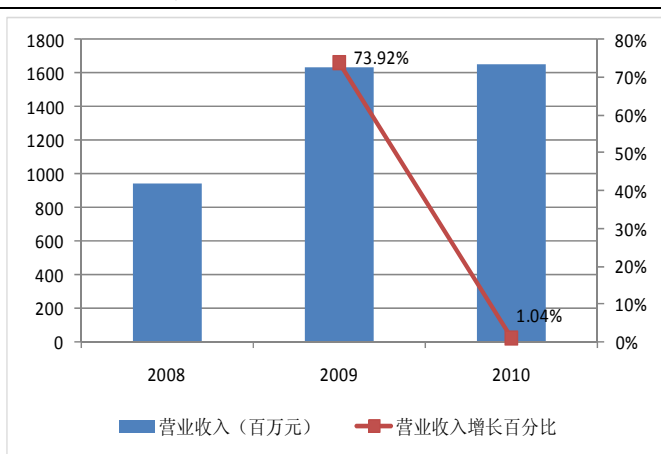
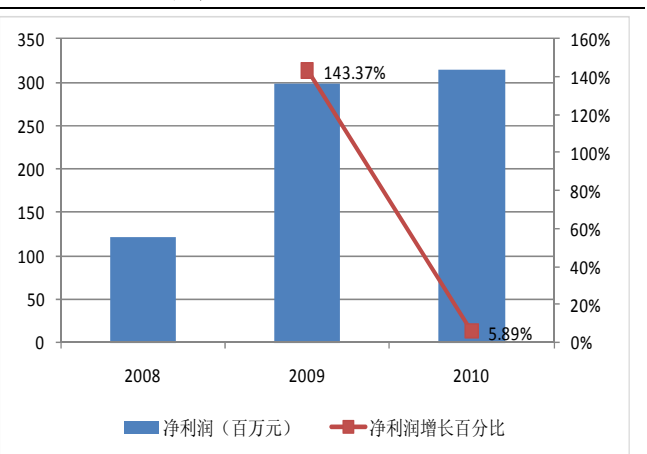


图 2：08-10 年净利润及增长百分比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 3：2010 年主营产品营业收入占比

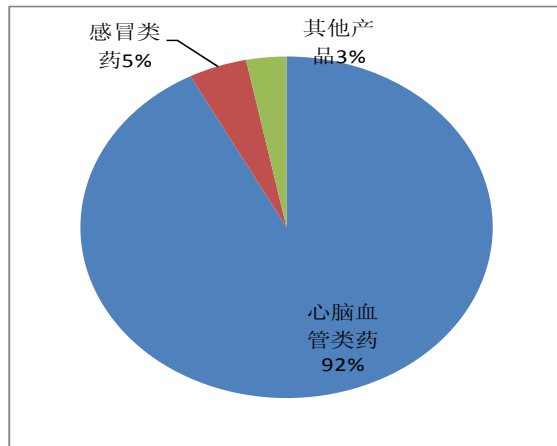
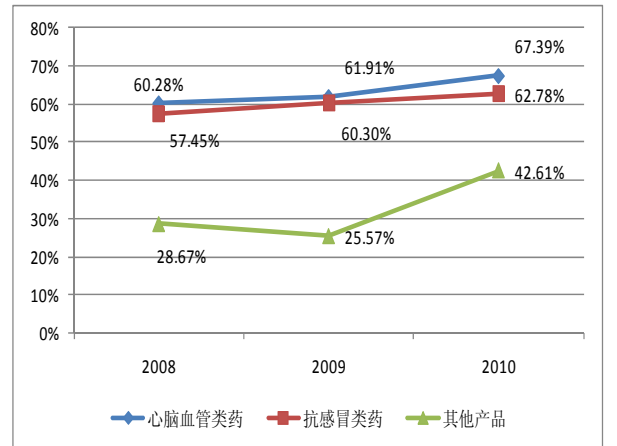


图 4：2008-2010 年三类产品毛利率变化分析



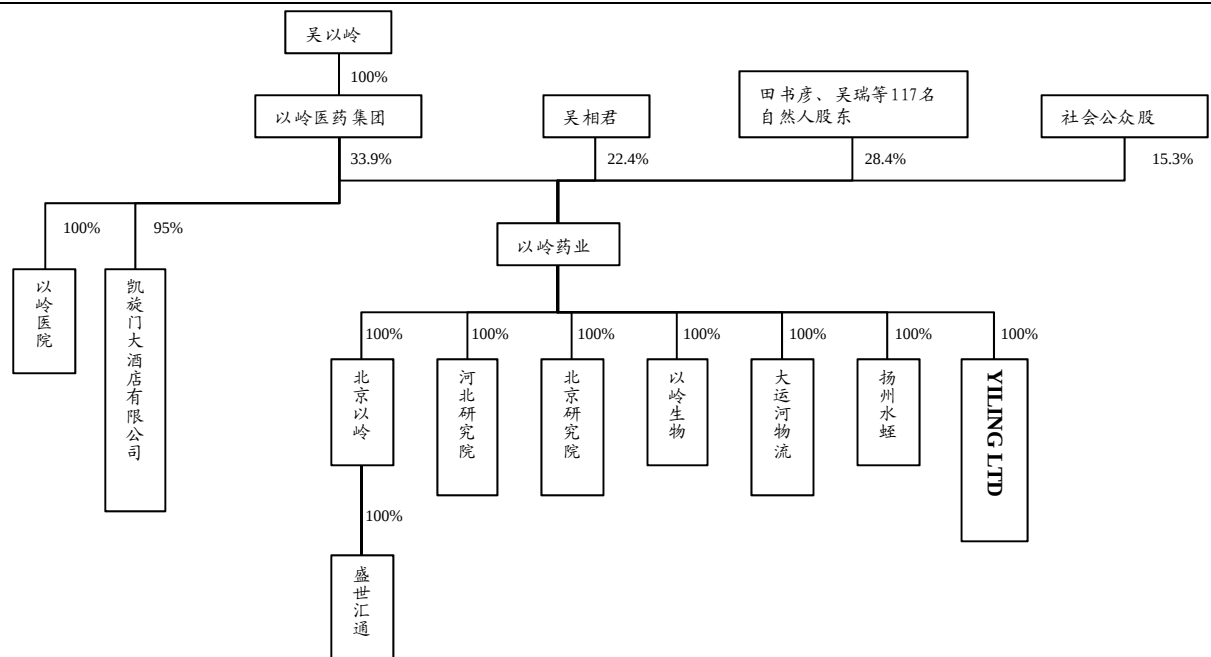
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）民营家族企业，实际控制人为中国工程院院士

公司为家族企业，实际控制人为中国工程院院士吴以岭先生，其他多名亲属任公司高管并持有公司股权。公司前身为医药研究所下属单位黄帝制药厂，成立于1994年5月。2001年8月，正式变更为石家庄以岭药业股份有限公司。目前注册资本为3.6亿元，拥有7家全资子公司以及1家孙公司，无其他参股公司。

本次拟发行不超过6500万股，占本次发行后总股本的比例不超过15.29%，发行后总股本不超过42500万股。发行后公司实际控制人为吴以岭先生，系博士生导师，享受国务院特殊津贴专家，中国工程院院士。另两位实际控制人吴相君先生与吴瑞女士分别为吴以岭之子女，吴相君任董事、常务副总经理，吴瑞担任副总经理、董秘职务。发行后，吴以岭通过以岭医药集团持有公司不少于33.9%的股份，吴相君持有不少于22.4%的股份，吴瑞持有不少于2.5%的股份。

图 5：公司发行后股权结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

三、中成药治疗部分高发病率疾病前景乐观

（一）中药行业发展前景光明

国家产业政策重点扶持。中药作为中国传统文化的重要组成部分，积淀了中国人民上千年的智慧，一直以来都得到政府的重视。国家八部委颁布的《中药现代化发展纲要（2002—2010年）》将中医药列为国家战略产业。《中医药创新发展规划纲要（2006—2020年）》将中医药现代化作为科技发展的优先领域列入了国家中长期科技发展规划，表明中药领域传统与现代的融合得到了国家层面的支持与鼓励。政府还制定了一系列的法律法规，从专利保护和行政手段两方面对中药产品进行保护。

与化学药相比有其特定优势，逐渐被更多人接受。中药行业包括中药材、中药饮片和中成药行业。化学药虽然见效快，作用确定，但是副作用也很明显；而中成药毒副作用小，疗效也得到消费者的认可。随着人们对化学药副作用的认识的不断深入以及对健康观念的不断多元化，中药的用途和影响将不断扩大。

未来我国中药产业保持快速增长。近年来，伴随着我国对中医药现代化技术的推动，中药行业一直保持快速增长，中成药工业的产值在2000-2009年10年间的复合增长率为17.74%。2009年，我国中成药制造业和中药饮片加工业分别达到工业总产值2054亿元和469亿元，同比分别增长20.5%和24.0%。2009年我国中成药制造业和中药饮片的利润总额达分别到222亿元和32亿元，同比分别增长24.9%和20.8%。根据发改委近期发布的中药行业经济运行回顾，2010年，我国中药制造业资产突破3000亿元，同比增长18%左右，全年行业累计实现利润总额近300亿元，同比增长33%左右。

（二）心脑血管中成药市场容量巨大，行业集中度有待上升

心脑血管药物在全球范围内是第一大类药物，约占药品总规模的20%；而在我国，心脑血管药属于仅次于抗感染类药物的第二大类药物，超过全国药品销售总额的20%。心脑血管疾病患者的发病率与人口年龄呈高度正相关关系，随着我过步入人口老龄化快速阶段，心脑血管疾病用药必将增加。

我国心脑血管中成药2007~2009年的市场规模分别达到234亿元、280亿元、348亿元，其年均复合增长率为21.94%，高于心脑血管总体用药市场及医院整体用药市场的年均复合增长率。我国心脑血管中成药用药市场属于低集中型的竞争，目前市场上用于心脑血管疾病的中成药有几百种，市场竞争比较激烈。前十大品牌2009年的市场销售额虽然都超过了3亿元，但市场份额之和不足21%。

表 4：2008-2010 年 9 个一线城市二、三级医院口服心脑血管中成药市场份额

心脑血管口服中成药		2008 年	2009 年	2010 年
通心络胶囊	1	12.10%	10.30%	8.70%
银杏叶片	2	9.30%	9.50%	8.30%
复方丹参滴丸	3	9.90%	8.30%	7.40%
脑心通胶囊	4	6.40%	6.80%	7.30%
复方血栓通胶囊	5	5.20%	5.60%	5.10%
参松养心胶囊	6	1.70%	3.60%	4.60%
稳心颗粒	7	3.40%	3.40%	4.10%
三七通舒胶囊	8	2.20%	3.20%	3.60%
总计		52.20%	50.70%	49.10%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）感冒呼吸病用药OTC市场空间大，竞争较为激烈

感冒是一种常见病和多发病，大多数患者采取自行买药的措施进行治疗，因此零售市场的发展空间巨大。根据SFDA南方所数据，2007年我国感冒药总体市场总规模已达到113亿元，2008 年为124亿元，2009年受甲流等影响，达到141亿元，增长率为13.38%。近五年来我国感冒药市场规模的年复合增长率为10.06%。

预计我国感冒药市场规模未来三年仍将保持13%以上的增长势头，到2012年我国感冒药市场总规模将达到210.1亿元。这是近年来气候多变、流感频发的外因，再加上国家新医改、医保政策以及新农合和社区医疗的投入等内因共同刺激的预期结果。

目前临床应用治疗流感病毒的化学药物主要有两大类，一类是金刚烷胺类抗病毒药，另一类是神经氨酸酶抑制剂。这两类药物共同的缺点是流感病毒易快速产生耐药性或明显的副作用。而传统中医药在感冒和呼吸道疾病治疗方面具有明显优势，而且其副作用小，价格相对低廉，具有广阔的市场前景。

国内感冒药药品市场竞争比较激烈。目前已经形成了较多的知名品牌，2009 年前十大品牌的销售额均超过1.5亿元。这十大品牌中西药有6个，中成药2个，中西结合药2个。但前十大品牌的市场份额总和不足40%，单一品牌的市场占有率均不超过10%，行业集中度较低，竞争较为激烈。

表 5：2009-2010 年抗感冒中成药零售市场排名

心脑血管口服中成药	1H2009	2H2009	1H2010
999{感冒灵颗粒}	3.34%	2.91%	2.86%
双黄连口服液{哈药集团三精制药}	3.50%	3.50%	2.56%
抗病毒口服液{广州香雪制药}	2.14%	4.01%	2.26%
清开灵软胶囊{石家庄神威药业}	1.81%	2.48%	2.02%
连花清瘟胶囊{石家庄以岭药业}	0.06%	0.22%	1.59%
藿香正气口服液{太极集团涪陵制药厂}	1.11%	2.27%	1.58%
清热解毒{双黄连口服液}	2.40%	2.17%	1.54%
牛黄解毒片{北京同仁堂集团}	0.07%	0.05%	1.42%
板蓝根颗粒{广州白云山制药}	2.08%	2.04%	1.22%
感冒清热颗粒{北京同仁堂集团}	1.97%	1.21%	1.14%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（四）糖尿病人全球最多，糖尿病用药逐年增长

据《新英格兰医学杂志》资料，中国糖尿病发病人数已达9200万，另有1.48亿糖尿病前期患者，中国已成为全球糖尿病人最多的国家。而我国糖尿病用药市场规模也在逐年扩容，由2002年的41.87亿元上升到2008年的85.2亿元，年复合增长率在13%左右，2009年进一步增长到98.06亿元，同比增长了15.09%。

根据SFDA南方所数据显示，糖尿病的治疗药物口服用药占74.4%的市场份额，居于主导地位；其中磺酰脲类占比21.9%， α -葡萄糖苷酶抑制剂占比16.8%，中成药占比15.3%。2009年整个中药糖尿病药市场容量2009年约为20亿元，年增长率在14%左右。

（五）聚焦全球头号杀手，肿瘤类用药市场规模庞大

肿瘤已逐渐取代心脑血管疾病成为全球头号杀手。目前中国每年新生肿瘤患者总数约212.7万人，其中，恶性肿瘤新生患者约106万人，同时，全国现有肿瘤患者约有288.5万人，其中，恶性肿瘤患者约148.5万人。

中国市场抗肿瘤药2009年销售额达到了405亿元，同比增长了28.57%。2003年以来一直保持着超过20%的增长率（2006年除外，为11%）。在中国抗肿瘤药物市场，近年来各类别所占市场份额均比较稳定：植物药所占份额最大，约为25%；其次是中成药，占23%；抗代谢类与抗生素类药市场份额相当，分别占据12%左右。

（六）关注睡眠质量，镇静催眠类用药需求增大

镇静催眠药属于中枢神经系统药物的一类，主要用于治疗精神活动的轻度病态兴奋状态和一般失眠等，其中以治疗失眠较为常见。我国目前失眠症的发病率达到了10-20%。中国普通人群失眠状况调查结果显示：成年人在过去12个月中失眠患病率为57%，并不同程度地影响了工作、生活的质量。失眠在我国已经成为了一个较为普遍的问题。

我国镇静催眠药市场也在逐渐扩大，2009年的市场销售额约为73.91亿元，同比增长12.3%。目前的治疗手段中，除针对病因进行治疗外（疼痛、中毒、药物等），一般通过西药安眠药物予以治疗。而近年来西药的副作用已经逐渐被人们意识，而中药类治疗药物因为副作用相对较小，其市场需求上升趋势明显。目前中成药市场并无领导品牌，市场集中度也并不高，这给后来者提供了契机，使其有机会凭借优质的产品和成功的营销获得市场份额。

（七）补身需补肾，补肾类用药市场稳定增长

传统中医理论认为肾为“先天之本”、“生命之源”，随着人们生活水平的不断提高、对健康的日益重视，补肾已经成为消费者日益强烈的消费需求，补肾药物市场潜力巨大。2008年，全国补肾药零售市场总规模为37亿元，占当年药店营业收入的2.53%；2009年上半年，全国补肾药零售规模达到28亿元，同比增长5%。

补肾药市场中，同仁堂、宛西、汇仁、太极和紫光古汉等大品牌的优势逐渐加强，市场趋于集中。

四、理论创新带动产业化，覆盖重大疾病领域

（一）创造性建立络病理论体系，盈利模式清晰

吴以岭院士创造性建立的络病理论体系是公司的核心竞争优势。上世纪80年代初，“活血化瘀”的思想统治整个心血管中医治疗领域，治疗方案多从活血化瘀、宽胸祛痰、芳香开窍入手。吴院士在实践中总结出络脉对人体健康的重要意义，突破了传统中医对络脉及络病关注较少的缺陷，并发现了利用虫类药物疏通络脉的原理治疗心血管疾病的方

向。络病理论是中医学术体系的独特组成部分。络病并非一个独立病种，而是广泛存在于多种难治性疾病中的病理状态和病理过程，属中医学全新的学术研究领域络病理论研究带来的对疾病病机与治法的新认识。络病理论的创新研究形成了中医学关于难治性疾病治疗的系统理论，开辟了全新学术研究领域，从新的视角把握上述多种难治性疾病发展演变的内在规律。以络病理论指导研制的通络药物由于其理论与组方创新及显著的临床疗效和独特作用机制，迅速成长为市场主导产品或旺销大品种，显示出络病理论在指导难治性疾病治疗中独特的学术优势。

公司以络病理论为经营基础，盈利模式清晰。公司创立了“理论－科研－新药－生产－营销”五位一体的独特运营模式，形成了高层次的专家团队，建立起以中医络病理论创新为指导、围绕专利新药研发关键技术环节的创新技术体系。

（二）覆盖重大疾病领域，部分细分市场品牌优势明显

公司的产品线围绕大病种领域展开。公司在创新络病理论指导下，围绕心脑血管病、肿瘤、感冒呼吸系统疾病、糖尿病及其并发症等发病率高、市场用药量大的四大类国家重点防治的重大疾病，开发系列特色专利中药，在医药行业形成了独具特色的产品布局优势。

表 6：以岭药业已上市及在研产品线

药品名称	临床适应症	当前状态	是否独家	母专利到期日	是否医保	是否基本药物目录	是否处方药
心脑血管系列							
通心络胶囊	冠心病、脑梗塞	已上市	是	2010.8.30	甲类	是	处方药
参松养心胶囊	心律失常	已上市	是	2022.10.23	甲类	否	处方药
芪苈强心胶囊	慢性心衰	已上市	是	2022.10.23	乙类	否	处方药
感冒呼吸疾病系列						否	
连花清瘟胶囊	感冒	已上市	是	2023.06.30	乙类	否	OTC
连花急支片	急性支气管炎	二期临床					
连花定喘片	慢性支气管炎	二期临床					
糖尿病及其并发症系列							
津力达颗粒	II型糖尿病	已上市	是	2022.10.23	乙类	否	处方药
周络通胶囊	糖尿病周围神经病变	完成三期临床					
芪黄明目胶囊	糖尿病眼底病变	完成三期临床					
肿瘤系列							
养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	已上市	是	2024.6.16	乙类	否	处方药
参灵蓝胶囊	肿瘤辅助用药	已上市	是	2022.10.23	无	否	处方药
精神神经系统用药系列							
枣椹安神口服液	失眠	已获得生产文号	是	2028.10.28	无	否	OTC
百灵安神片	失眠	二期临床					
解郁除烦胶囊	抑郁症	二期临床					

泌尿系统用药系列

前列疏胶囊	前列腺增生	申请生产文号
柴苓通淋片	泌尿系统感染	三期临床
复方蟬花片	间质性肾炎	完成临床前研究

数据来源：招股说明书，广发证券研究中心

公司在心脑血管及抗感冒领域品牌优势明显。按照南方所对九个一线城市二、三级医院口服心脑血管中成药品种销售金额统计比较显示，公司的通心络胶囊位居市场前列，参松养心胶囊的市场占有率自2009年以来也升至第六位，显示了公司在心脑血管中成药一线城市二、三级医院市场中的竞争地位，未来，公司将在保持原有市场的领先地位的同时，加大中低端市场的覆盖和营销力度，推动公司产品的持续增长。在抗感冒领域，根据南方所对19城市抗感冒药零售市场监测数据库显示，连花清瘟胶囊在抗感冒中成药零售市场的占有率从2009年上半年的0.06%上升到2010年上半年的1.59%，呈快速上升趋势，市场排名也跃居第5位。

表 7：以岭药业心脑血管及感冒中成药领域竞争优势明显

心脑血管口服中成药	市场占有率	抗感冒中成药	市场占有率
通心络胶囊	8.70%	三九感冒灵	2.86%
银杏叶片	8.30%	双黄连口服液	2.56%
复方丹参滴丸	7.40%	抗病毒口服液	2.26%
脑心通胶囊	7.30%	清开灵软胶囊	2.02%
复方血栓通胶囊	5.10%	连花清瘟胶囊	1.59%
参松养心胶囊	4.60%	藿香正气口服液	1.58%
稳心颗粒	4.10%	牛黄解毒片	1.42%
三七通舒胶囊	3.60%	板蓝根颗粒	1.22%

数据来源：招股说明书，广发证券研究中心

（三）络病理论为营销搭建专业平台

公司建立了学术推广与健康教育相结合的创新营销模式。公司以络病理论创新为主导的学术创新不仅带动了系列创新药研发，而且发展为络病理论营销。在专家学术支持方面：成立中华中医药学会络病分会主持下的络病研究分会，培养中西医专家成为络病研究的骨干；在消费者教育方面：公司建立了完善的健康教育体系、通过网络化的社区健康教育，推广公司创编的“中华通络操”、成立心脑血管健康俱乐部，举办网络报纸知识竞赛等活动，向消费者传达产品信息，促进患者主动购买，带动公司销售。

营销架构完善。公司营销中心设置医院部、零售部、商销部、市场部、国际贸易部，拥有近2,000人的营销队伍，以及众多医药学历背景的营销人才，能更好的实现学术推广服务。公司与全国近100家一级经销商和近900家二级经销商建立了良好合作关系，产品在全国约15,000家医院和24,000家零售药店均有销售，形成了覆盖全国商业、零售、医院的营销网络，建立了覆盖公司专利药、普药全产品的营销队伍，并且围绕创新专利中药设立以市场推广经理总负责、与省区经理相结合的单产品学术推广服务队伍。

五、财务指标总体正常

从盈利能力、盈利增长以及运营能力、偿债能力四方面的指标来看，以岭药业的财

务指标总体正常。

在盈利能力方面，公司的毛利率、净利率稳中有升，均处于行业内较高水平；净资产收益率在本次发行结束后会有一定程度下降。

在成长能力方面，主营收入和净利润在2010年由于甲流因素影响明显回落，2011年开始这一因素消除后，我们预计公司将回到年均约30%的增长速度。

在运营能力和偿债能力指标来看，各项指标基本正常，但周转速度有所放缓。

表 8：以岭药业主要财务指标（2008- 2010）

	指标	2008	2009	2010
盈利能力	销售净利率(%)	13.0	18.2	19.1
	销售毛利率(%)	59.5	61.0	66.4
	净资产收益率-扣除 / 摊薄(%)	28.9	38.3	28.4
盈利增长	营业收入同比增长率(%)	-	73.9	1.0
	净利润-扣除非经常损益(%)	-	116.6	2.8
运营能力	应收账款周转天数(天)	25	26	37
	存货周转天数(天)	68	60	115
偿债能力	流动比率	1.6	1.5	1.7
	速动比率	1.3	1.2	1.3
	资产负债率(%)	41.8	47.6	38.4

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

六、募投项目：夯实自身竞争优势

募集资金主要致力于扩张产能。公司本次募集资金共计16.90亿元，其中11.72亿元投向中药生产基地建设项目，建设的项目主要包括前处理车间、中药提取车间、颗粒制剂车间、胶囊制剂车间、口服液车间、中药材仓库以及其他配套设施。预计建成后将新增年产胶囊剂 50 亿粒、颗粒剂 9000万袋及口服液 1 亿支的产能。

表 9：以岭药业募投资金使用规划

项目名称	投资总额（亿元）	建设周期
专利中药生产基地建设项目	11.72	2 年
以岭医药研究院暨院士工作站（科技创新平台）建设项目	3.70	2 年
专利中药营销网络建设项目	0.97	3 年
企业信息化平台建设项目	0.51	3 年
合计	16.90	

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

公司其他募集资金亦投向夯实自身竞争优势的研发、销售及信息化平台建设项目。

七、盈利预测

我们的盈利预测的主要假设包括：

表 10：以岭药业业务收入预测（2008-2013E）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
心脑血管类药	84707	109809	151435	176368	202255	233273
增长率		30%	38%	16%	15%	15%
毛利率	60%	62%	67%	67%	67%	67%
通心络胶囊	64006	71722	92137	103194	114545	126000
增长率		12%	28%	12%	11%	10%
参松养心胶囊	19752	36640	56415	67698	77853	89531
增长率		86%	54%	20%	15%	15%
芪苈强心胶囊	949	1447	2882	5476	9857	17742
增长率		52%	99%	90%	80%	80%
抗感冒类药	6552	50600	7520	20779	31709	42304
增长率		672%	-85%	176%	53%	33%
毛利率	57%	60%	63%	64%	65%	65%
连花清瘟 24 粒胶囊	6552	50479	7295	19696	29544	38407
增长率		670%	-86%	170%	50%	30%
其他抗感冒产品	0	121	226	1082	2165	3897
增长率			86%	380%	100%	80%
其他产品	1746	1981	5184	9331	18662	37324
增长率		13%	162%	80%	100%	100%
毛利率	29%	26%	43%	65%	68%	70%
收入合计	93005	162390	164139	206478	252626	312901
增长率		75%	1%	26%	22%	24%
毛利率	59%	61%	66%	67%	67%	67%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 11：以岭药业利润表主要假设指标

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
毛利	55,882	99,552	109,462	136,710	166,868	207,390
毛利率	59.54%	60.99%	66.37%	66.45%	66.84%	67.11%
增长率（YOY）	—	78.15%	9.95%	24.89%	22.06%	24.28%
营业税金及附加	1,259	2,020	2,249	2,703	3,258	4,102
占营业收入比重	1.34%	1.24%	1.36%	1.31%	1.30%	1.33%
销售费用	31,520	52,844	57,139	68,943	82,570	99,788
占营业收入比重	33.58%	32.37%	34.64%	33.51%	33.08%	32.29%
管理费用	7,682	10,191	15,359	16,002	21,331	25,220
占营业收入比重	8.18%	6.24%	9.31%	7.78%	8.54%	8.16%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

基于以上假设，我们预测公司2011-2013年的EPS分别为1.02/1.32/1.70元，复合增长率为32%。

八、风险提示

市场竞争激烈的风险。公司的主要产品处于心脑血管及抗感冒用药的大市场当中，竞争品种非常多，存在销售低于预期的可能。

药品价格下降的风险。通心络胶囊已列入《国家基本药物目录》与国家医保甲类目录、参松养心胶囊已列入国家医保甲类目录，芪苈强心胶囊、养正消积胶囊、津力达颗粒及连花清瘟胶囊、颗粒、片剂均已列入《医保目录》，由政府统一定价。随着国家推行药品降价措施的力度不断加大，上述品种存在降价风险。

中药材供应及价格上涨的风险。公司产品的原材料主要为中药材，中药材多为自然生长、季节采集，产地分布具有明显的地域性，其生长受到气候、环境、日照等自然因素的影响，上述因素的变化可能影响药材正常生长，自然灾害、经济动荡、市场供求关系等因素变化也会影响原材料的供应，导致成本发生变化，从而一定程度上影响公司正常盈利水平。

治理结构的风险。公司实际控制人为吴以岭教授、吴相君先生和吴瑞女士，如公司本次发行6,500万股A股股票，以岭医药集团（吴以岭先生持有100%股权）、吴相君先生和吴瑞女士分别持有本公司的股份将下降为33.88%、22.38%和2.51%，三人分为父子和父女关系，可能存在治理结构的風險。

资产负债表

单位：百万元

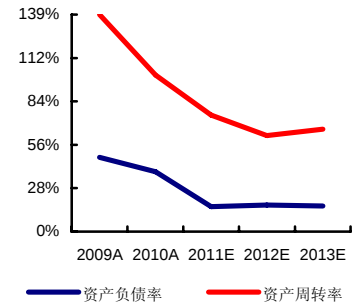
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	929	893	2,723	3,210	3,770
货币资金	211	403	2,062	2,387	2,727
应收及预付	574	280	506	624	767
存货	144	210	155	199	275
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	581	878	1,016	1,253	1,550
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	428	581	617	725	811
在建工程	58	42	80	114	218
无形资产	91	247	317	412	519
其他称其资产	4	9	1	1	1
资产总计	1,509	1,771	3,739	4,463	5,320
流动负债	641	534	556	715	824
短期借款	0	160	0	0	0
应付及预收	641	374	556	715	824
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	78	146	46	46	46
长期借款	0	46	46	46	46
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	78	100	0	0	0
负债合计	719	680	602	761	870
股本	80	360	425	425	425
资本公积	75	59	1,602	1,602	1,602
留存收益	632	672	1,110	1,675	2,423
归属母公司股东权益	788	1,091	3,137	3,702	4,450
少数股东权益	3	0	0	0	0
负债和股东权益	1,509	1,771	3,739	4,463	5,320

利润表

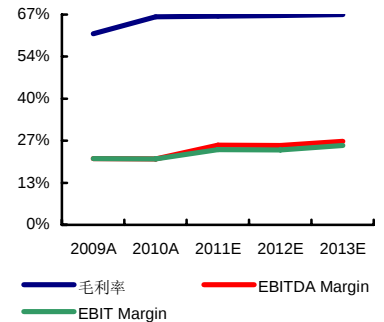
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1632	1649	2065	2526	3215
营业成本	637	555	689	838	1057
营业税金及附加	20	22	27	33	43
销售费用	528	571	692	836	1038
管理费用	102	154	161	216	262
财务费用	1	6	-2	-40	-46
资产减值损失	4	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	340	346	497	643	861
营业外收入	18	29	24	26	25
营业外支出	4	6	5	5	5
利润总额	354	369	516	664	881
所得税	57	54	79	99	133
净利润	298	315	437	565	748
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	297	316	437	565	748
EBITDA	345	347	525	640	857
EPS (元)	0.70	0.74	1.03	1.33	1.76

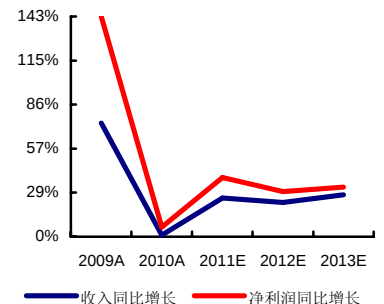
资产负债率趋势



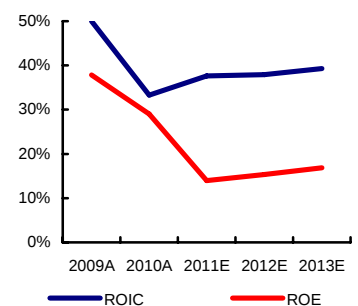
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

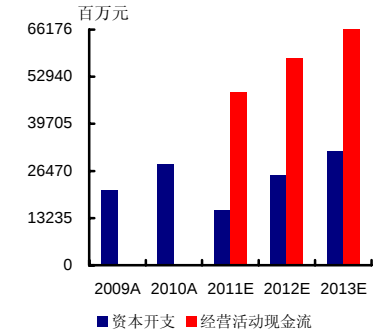
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	0	0	485	580	662
净利润	0	0	437	565	748
折旧摊销	0	0	29	36	43
营运资金变动	0	0	24	-2	-111
其它	0	0	-6	-18	-17
投资活动现金流	-211	-307	-156	-252	-320
资本支出	-211	-282	-156	-252	-320
投资变动	0	-25	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-23	200	1,330	-3	-3
银行借款	80	206	-160	0	0
债券融资	-110	0	-99	0	0
股权融资	9	43	1,609	0	0
其他	-2	-50	-20	-3	-3
现金净增加额	-234	-107	1,659	326	340
期初现金余额	126	211	403	2,062	2,387
期末现金余额	-107	103	2,062	2,387	2,727

主要财务比率

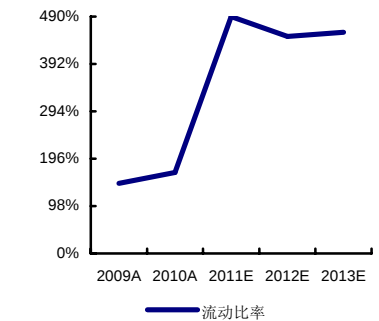
单位：

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	73.9%	1.0%	25.2%	22.4%	27.2%
营业利润	125.9%	1.8%	43.9%	29.4%	33.8%
归属于母公司净利润	143.4%	6.2%	38.5%	29.3%	32.3%
获利能力					
毛利率	61.0%	66.4%	66.6%	66.8%	67.1%
净利率	18.2%	19.1%	21.2%	22.4%	23.3%
ROE	37.7%	28.9%	13.9%	15.3%	16.8%
ROIC	49.8%	33.2%	37.5%	37.8%	39.1%
偿债能力					
资产负债率	47.6%	38.4%	16.1%	17.0%	16.4%
净负债比率	-26.7%	-18.1%	-64.3%	-63.2%	-60.3%
流动比率	1.45	1.67	4.90	4.49	4.57
速动比率	0.92	1.12	4.32	3.94	3.97
营运能力					
总资产周转率	1.39	1.01	0.75	0.62	0.66
应收账款周转率	13.63	9.84	12.29	11.70	11.18
存货周转率	6.00	3.13	4.45	4.22	3.84
每股指标 (元)					
每股收益	0.70	0.74	1.03	1.33	1.76
每股经营现金流	0.00	0.00	1.14	1.37	1.56
每股净资产	9.86	3.03	7.38	8.71	10.47
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	26.8	20.3
P/B	0.0	0.0	0.0	4.1	3.4
EV/EBITDA	-0.6	-0.6	-3.8	20.0	14.6

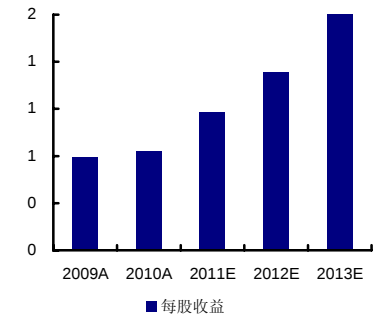
资本开支与经营活动现金流



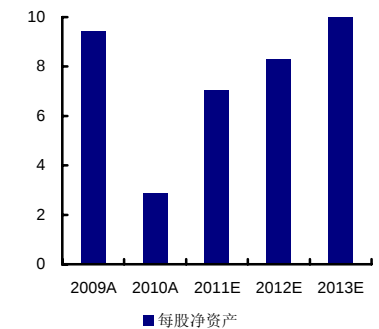
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发医药行业研究小组

贺菊颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峰，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wyc2@gf.com.cn, 020-87555888-8404。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。