

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

以岭药业（002603）

投资评级 增持

上次评级 增持

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

相关研究

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

业绩增长亮眼，中药创新持续推进

2023年4月26日

事件：以岭药业发布 2022 年年度报告，公司实现营业收入 125.33 亿元，同比上升 23.88%；实现归母净利润 23.62 亿元，同比上升 75.75%；实现扣非归母净利润 23.23 亿元，同比上升 83.68%。此外，公司发布 2023 年一季报，公司 2023Q1 实现营业收入 39.35 亿元，同比上升+44.56%；实现归母净利润 12.03 亿元，同比上升 148.29%；实现扣非归母净利润 11.78 亿元，同比上升 140.50%。

点评：

- **连花清瘟系列产品发力，营收和归母净利润表现亮眼。**据以岭药业 2022 年报，2022 年公司实现营收 125.33 亿元（+23.88%），呼吸类药物营收增长（+67.29%），其中连花清瘟产品以 35.71% 的市场份额在 2022 年上半年公立医疗市场中成药感冒用药销售排名位列第 1；同时公司胶囊剂和颗粒剂销量分别增长 33.06% 和 142.71%，主要是连花清瘟胶囊和连花清瘟颗粒的市场需求增加所致。公司 2022Q4 实现营业收入 45.87 亿元（+128.75%），实现归母净利润 9.47 亿元（+688.32%），我们推测系 2022Q4 防疫措施优化后，新冠感染高峰驱动感冒类药物终端放量。据一季报，公司 23Q1 实现营业收入 39.35 亿元（+44.56%），实现归母净利润 12.03 亿元（+148.29%），我们推测甲流和新冠驱动感冒类药物终端放量，此外非感冒药业务或有恢复性增长。
- **中药创新持续推进，多治疗领域布局。**据公司 2022 年报，公司研发费用支出 10.32 亿元，同比上升 30.28%，研发投入占公司营收 7.15%，高于同行业平均水平。公司重点布局中医药板块的研发管线，在心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域已处行业领先地位，现有研发管线覆盖在研中药创新药品种 40 余个，覆盖临床 12 个系统疾病。公司全方位布局“大呼吸”品种集群，2022 年玉屏通窍片开展 III 期临床研究、小儿连花清感颗粒完成 II 期临床研究并启动 III 期临床研究、藿夏感冒颗粒获临床试验批准通知书，打造第二大产品集群。除继续加强心脑血管系统产品实力外，公司还在精神类疾病用药和内分泌代谢疾病领域进行研发列阵布局，深耕中药创新药领域。
- **打造三步走战略，积极布局化生药板块。**据 2022 年报，公司制定“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”三步走战略，全资子公司“以岭万洲”负责国内、国际市场开发，位于石家庄、密云的两个工厂都通过了美国 FDA、欧盟的 GMP 认证，部分口服固体制剂产品已进入 PICS 成员国，同时以岭药业向美国 FDA 申报的 12 个自研 ANDA 产品已全部获批，其中来曲唑片已在广东联盟集团带量采购中标。化生药创新方面，以岭药业已有 4 个化学 1 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完成临床三期，Pre-NDA 沟通，即将申报 NDA。以岭药业在开展研究中中药创新药的同时，积极布局化生药板块，打造公司未来利润新

增长点。

- **盈利预测与评级：**我们预计以岭药业 2023-2025 年营收 129.94/126.74/144.13 亿元，归母净利润为 26.52/26.62/30.40 亿元。维持“增持”评级。
- **风险因素：**医药行业政策风险、新产品开发风险、原材料价格风险、药品降价风险。

➤

| 主要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 10,117 | 12,533 | 12,994 | 12,674 | 14,413 |
| 增长率 YoY % | 15.2% | 23.9% | 3.7% | -2.5% | 13.7% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,344 | 2,362 | 2,652 | 2,662 | 3,040 |
| 增长率 YoY% | 10.3% | 75.7% | 12.3% | 0.4% | 14.2% |
| 毛利率% | 63.6% | 63.8% | 63.9% | 62.7% | 62.4% |
| 净资产收益率 ROE% | 14.8% | 21.6% | 19.6% | 16.6% | 16.1% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.80 | 1.41 | 1.59 | 1.59 | 1.82 |
| 市盈率 P/E(倍) | 24.37 | 21.19 | 18.75 | 18.68 | 16.36 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.61 | 4.58 | 3.67 | 3.09 | 2.63 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 流动资产 | 5,602 | 7,254 | 8,887 | 11,433 | 14,337 | |
| 货币资金 | 995 | 1,904 | 2,351 | 4,864 | 7,044 | |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应收账款 | 1,611 | 1,727 | 1,930 | 1,814 | 2,102 | |
| 预付账款 | 225 | 516 | 410 | 475 | 510 | |
| 存货 | 1,673 | 2,022 | 2,109 | 2,114 | 2,434 | |
| 其他 | 1,099 | 1,085 | 2,087 | 2,166 | 2,247 | |
| 非流动资产 | 7,303 | 9,082 | 9,647 | 10,019 | 10,311 | |
| 长期股权投资 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | |
| 固定资产(合计) | 3,767 | 4,625 | 5,189 | 5,680 | 6,094 | |
| 无形资产 | 661 | 724 | 734 | 739 | 739 | |
| 其他 | 2,875 | 3,730 | 3,721 | 3,598 | 3,476 | |
| 资产总计 | 12,905 | 16,336 | 18,534 | 21,453 | 24,648 | |
| 流动负债 | 2,960 | 4,850 | 4,454 | 4,829 | 5,203 | |
| 短期借款 | 500 | 500 | 700 | 700 | 700 | |
| 应付票据 | 61 | 581 | 339 | 473 | 467 | |
| 应付账款 | 1,560 | 1,480 | 1,757 | 1,655 | 1,967 | |
| 其他 | 839 | 2,289 | 1,657 | 2,001 | 2,068 | |
| 非流动负债 | 872 | 556 | 556 | 556 | 556 | |
| 长期借款 | 500 | 200 | 200 | 200 | 200 | |
| 其他 | 372 | 356 | 356 | 356 | 356 | |
| 负债合计 | 3,833 | 5,406 | 5,009 | 5,385 | 5,758 | |
| 少数股东权益 | 3 | -2 | -7 | -12 | -18 | |
| 归属母公司股东权益 | 9,069 | 10,932 | 13,531 | 16,081 | 18,908 | |
| 负债和股东权益 | 12,905 | 16,336 | 18,534 | 21,453 | 24,648 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| 主要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业总收入 | 10,117 | 12,533 | 12,994 | 12,674 | 14,413 | |
| 同比(%) | 15.2% | 23.9% | 3.7% | -2.5% | 13.7% | |
| 归属母公司净利润 | 1,344 | 2,362 | 2,652 | 2,662 | 3,040 | |
| 同比(%) | 10.3% | 75.7% | 12.3% | 0.4% | 14.2% | |
| 毛利率(%) | 63.6% | 63.8% | 63.9% | 62.7% | 62.4% | |
| ROE(%) | 14.8% | 21.6% | 19.6% | 16.6% | 16.1% | |
| EPS(摊薄)(元) | 0.80 | 1.41 | 1.59 | 1.59 | 1.82 | |
| P/E | 24.37 | 21.19 | 18.75 | 18.68 | 16.36 | |
| P/B | 3.61 | 4.58 | 3.67 | 3.09 | 2.63 | |
| EV/EBITDA | 16.88 | 14.69 | 13.49 | 12.62 | 10.61 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 营业总收入 | 10,117 | 12,533 | 12,994 | 12,674 | 14,413 | |
| 营业成本 | 3,681 | 4,541 | 4,688 | 4,723 | 5,424 | |
| 营业税金及附加 | 138 | 203 | 182 | 177 | 202 | |
| 销售费用 | 3,434 | 3,259 | 3,249 | 2,915 | 3,315 | |
| 管理费用 | 497 | 612 | 650 | 634 | 649 | |
| 研发费用 | 792 | 1,032 | 1,040 | 1,014 | 1,153 | |
| 财务费用 | 17 | 20 | 21 | 28 | 32 | |
| 减值损失合计 | -29 | -108 | -13 | -17 | -23 | |
| 投资净收益 | -24 | -7 | -6 | -6 | -7 | |
| 其他 | 64 | 79 | 64 | 62 | 71 | |
| 营业利润 | 1,569 | 2,830 | 3,210 | 3,221 | 3,679 | |
| 营业外收支 | -15 | -49 | -1 | -1 | -1 | |
| 利润总额 | 1,554 | 2,781 | 3,209 | 3,220 | 3,678 | |
| 所得税 | 212 | 424 | 562 | 564 | 644 | |
| 净利润 | 1,342 | 2,357 | 2,647 | 2,657 | 3,034 | |
| 少数股东损益 | -2 | -5 | -5 | -5 | -6 | |
| 归属母公司净利润 | 1,344 | 2,362 | 2,652 | 2,662 | 3,040 | |
| EBITDA | 1,942 | 3,338 | 3,590 | 3,640 | 4,124 | |
| EPS(当年)(元) | 0.80 | 1.41 | 1.59 | 1.59 | 1.82 | |

| 现金流量表 | | 单位: | | | | |
|----------------|-------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 经营活动现金流 | 529 | 3,488 | 2,231 | 3,516 | 3,234 | |
| 净利润 | 1,342 | 2,357 | 2,647 | 2,657 | 3,034 | |
| 折旧摊销 | 368 | 452 | 404 | 429 | 454 | |
| 财务费用 | 34 | 34 | 39 | 44 | 44 | |
| 投资损失 | -3 | 7 | 6 | 6 | 7 | |
| 营运资金变动 | -1,300 | 684 | -881 | 361 | -330 | |
| 其它 | 88 | -46 | 15 | 19 | 25 | |
| 投资活动现金流 | -507 | -1,995 | -1,154 | -160 | -161 | |
| 资本支出 | -672 | -214 | -248 | -133 | -133 | |
| 长期投资 | 159 | -1,789 | -900 | -20 | -20 | |
| 其他 | 6 | 8 | -6 | -6 | -7 | |
| 筹资活动现金流 | -302 | -637 | -629 | -844 | -894 | |
| 吸收投资 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 借款 | 930 | -350 | 200 | 0 | 0 | |
| 支付利息或股息 | -1,220 | -283 | -829 | -844 | -894 | |
| 现金净增加额 | -281 | 857 | 447 | 2,513 | 2,180 | |

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

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CRO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。

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。

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。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

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 |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 李佳 | 13552992413 | lijia1@cindasc.com |
| 华北区销售 | 赵岚琦 | 15690170171 | zhaolanqi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 张斓夕 | 18810718214 | zhanglanxi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 王哲毓 | 18735667112 | wangzheyu@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 | 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 | sun tong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jjali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王爽 | 18217448943 | wangshuang3@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王赫然 | 15942898375 | wangheran@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 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 蔡静 | 18300030194 | caijing1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 张佳琳 | 13923488778 | zhangjialin@cindasc.com |
| 华南区销售 | 宋王飞逸 | 15308134748 | songwangfeiyi@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）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 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。