

以岭药业 (002603.SZ)

增持 (下调评级)

公司点评
证券研究报告

主力产品优势明显，依托自身优势布局健康板块 业绩简评

2023年8月25日，公司发布23年半年度报告，2023年上半年实现收入67.91亿元(+21.99%)；实现归母净利润16.06亿元(+53.16%)；实现扣非归母净利润15.41亿元(+46.67%)。单季度来看，2023Q2实现收入28.56亿元(+0.40%)；实现归母净利润4.04亿元(-28.49%)；实现扣非归母净利润3.63亿元(-35.26%)。

经营分析

公司多个产品在所属领域处于行业领先地位。据公司公告引用米内网数据，公司莲花清瘟产品在2022年公立医疗市场中成药感冒用药销售排名位列第1名，市场份额达40.38%。通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊在2022年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4名、第5名和第6名，市场份额合计达16.30%。津力达颗粒在2022年公立医疗市场中成药糖尿病用药销售排名位列第2名，市场份额达17.76%。

中药创新药研发项目不断推进。截至2023年6月底，公司有10个中药创新药在研项目。其中，芪黄明目胶囊处于申报新药阶段；柴黄利胆胶囊、玉屏通窍片已完成III期临床；小儿莲花清感颗粒、络痺通片处于III期临床阶段。公司聚焦于核心疾病领域，打造中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的创新中药证据链，践行“理论+临床+新药+实验+循证”一体化中医学学术创新转化新模式，不断推进新产品研发。

依托自身优势布局健康板块。公司依托络病理论创新优势、科研创新实力、医药资源优势及产业资源，布局发展大健康产业。子公司以岭健康已研发出通络护心脑血管系列产品、抗衰强免疫养精系列产品等，且目前在研保健食品20余款。在品牌方面，以岭健康坚持以品牌爆品带品类的营销路径，与大平台权威媒体合作，以抖音、小红书新媒体平台为内容阵地，利用新媒体流量+精品内容的组合，打造了以岭晚必安、以岭莲花清菲两大产品品牌，并将持续以品牌爆品带动品类产品销售。

盈利预测、估值与评级

我们预计2023-2025年公司归母净利润为24.01、26.94、30.42亿元，同比增长1.66%、12.18%、12.92%。公司2023-2025年EPS分别为1.44、1.61、1.82元，对应PE分别为16、14、13倍。考虑行业环境变化，我们下调公司评级，给予公司“增持”评级。

风险提示

中成药集采风险；产品销售不及预期风险；政策监管风险；新药研发进度不及预期风险。

医药组

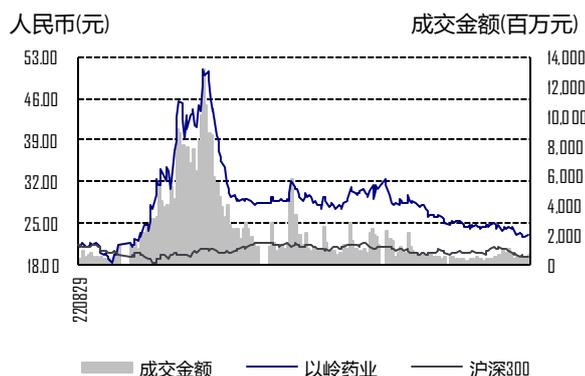
分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：23.00 元

相关报告：

- 《以岭药业公司点评：莲花清瘟再度突破，医保谈判顺利落地》，2023.1.31
- 《政策持续利好，业绩稳定放量，管线丰富可期-以岭药业三季报点评》，2022.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,117	12,533	12,588	13,926	15,475
营业收入增长率	15.19%	23.88%	0.44%	10.62%	11.12%
归母净利润(百万元)	1,344	2,362	2,401	2,694	3,042
归母净利润增长率	10.27%	75.75%	1.66%	12.18%	12.92%
摊薄每股收益(元)	0.804	1.414	1.437	1.612	1.821
每股经营性现金流净额	0.32	2.09	1.56	1.91	2.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.82%	21.60%	18.71%	17.93%	17.32%
P/E	24.37	21.19	16.00	14.27	12.63
P/B	3.61	4.58	2.99	2.56	2.19

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	8,782	10,117	12,533	12,588	13,926	15,475	货币资金	1,337	995	1,904	3,207	5,400	7,940	
增长率		15.2%	23.9%	0.4%	10.6%	11.1%	应收款项	1,771	2,368	2,183	2,301	2,545	2,828	
主营业务成本	-3,118	-3,681	-4,541	-4,538	-5,112	-5,790	存货	1,580	1,673	2,022	1,993	2,222	2,491	
%销售收入	35.5%	36.4%	36.2%	36.1%	36.7%	37.4%	其他流动资产	771	566	1,145	891	925	966	
毛利	5,664	6,436	7,992	8,050	8,813	9,685	流动资产	5,459	5,602	7,254	8,392	11,092	14,226	
%销售收入	64.5%	63.6%	63.8%	63.9%	63.3%	62.6%	%总资产	47.5%	43.4%	44.4%	50.2%	57.8%	64.3%	
营业税金及附加	-136	-138	-203	-189	-209	-232	长期投资	11	25	1,372	1,372	1,372	1,372	
%销售收入	1.6%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	4,313	5,730	6,207	5,945	5,671	5,385	
销售费用	-3,035	-3,434	-3,259	-3,525	-3,899	-4,333	%总资产	37.5%	44.4%	38.0%	35.6%	29.5%	24.3%	
%销售收入	34.6%	33.9%	26.0%	28.0%	28.0%	28.0%	无形资产	742	900	831	975	1,048	1,119	
管理费用	-400	-497	-612	-667	-696	-681	非流动资产	6,033	7,303	9,082	8,311	8,108	7,891	
%销售收入	4.6%	4.9%	4.9%	5.3%	5.0%	4.4%	%总资产	52.5%	56.6%	55.6%	49.8%	42.2%	35.7%	
研发费用	-654	-792	-1,032	-843	-905	-975	资产总计	11,492	12,905	16,336	16,703	19,200	22,117	
%销售收入	7.5%	7.8%	8.2%	6.7%	6.5%	6.3%	短期借款	270	514	656	200	200	200	
息税前利润 (EBIT)	1,438	1,574	2,886	2,826	3,104	3,464	应付款项	1,259	1,663	2,181	2,386	2,687	3,041	
%销售收入	16.4%	15.6%	23.0%	22.4%	22.3%	22.4%	其他流动负债	710	784	2,013	949	1,055	1,177	
财务费用	2	-17	-20	29	92	148	流动负债	2,239	2,960	4,850	3,535	3,941	4,418	
%销售收入	0.0%	0.2%	0.2%	-0.2%	-0.7%	-1.0%	长期贷款	0	500	200	0	-100	-200	
资产减值损失	-78	-66	-125	-20	-25	-32	其他长期负债	330	372	356	338	337	336	
公允价值变动收益	5	2	19	0	1	1	负债	2,569	3,833	5,406	3,873	4,178	4,554	
投资收益	24	-24	-7	-7	0	0	普通股股东权益	8,919	9,069	10,932	12,832	15,024	17,565	
%税前利润	1.7%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	其中：股本	1,204	1,671	1,671	1,671	1,671	1,671	
营业利润	1,438	1,569	2,830	2,825	3,169	3,578	未分配利润	4,324	4,306	5,989	7,889	10,081	12,622	
营业利润率	16.4%	15.5%	22.6%	22.4%	22.8%	23.1%	少数股东权益	4	3	-2	-2	-2	-2	
营业外收支	-16	-15	-49	0	0	0	负债股东权益合计	11,492	12,905	16,336	16,703	19,200	22,117	
税前利润	1,422	1,554	2,781	2,825	3,169	3,578	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	16.2%	15.4%	22.2%	22.4%	22.8%	23.1%	每股指标							
所得税	-208	-212	-424	-424	-475	-537	每股收益	1.012	0.804	1.414	1.437	1.612	1.821	
所得税率	14.6%	13.7%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	7.410	5.428	6.543	7.681	8.993	10.513	
净利润	1,215	1,342	2,357	2,401	2,694	3,042	每股经营现金净流	1.318	0.316	2.088	1.560	1.912	2.116	
少数股东损益	-4	-2	-5	0	0	0	每股股利	0.200	1.000	0.300	0.300	0.300	0.300	
归属于母公司的净利润	1,219	1,344	2,362	2,401	2,694	3,042	回报率							
净利率	13.9%	13.3%	18.8%	19.1%	19.3%	19.7%	净资产收益率	13.66%	14.82%	21.60%	18.71%	17.93%	17.32%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.60%	10.41%	14.46%	14.37%	14.03%	13.75%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	13.35%	13.48%	20.74%	18.43%	17.45%	16.76%	
净利润	1,215	1,342	2,357	2,401	2,694	3,042	增长率							
少数股东损益	-4	-2	-5	0	0	0	主营业务收入增长率	50.76%	15.19%	23.88%	0.44%	10.62%	11.12%	
非现金支出	353	434	577	610	630	650	EBIT 增长率	119.75%	9.50%	83.30%	-2.08%	9.83%	11.59%	
非经营收益	-92	53	-130	308	-1	-8	净利润增长率	100.95%	10.27%	75.75%	1.66%	12.18%	12.92%	
营运资金变动	110	-1,300	684	-713	-128	-148	总资产增长率	26.72%	12.29%	26.59%	2.25%	14.95%	15.19%	
经营活动现金净流	1,586	529	3,488	2,606	3,194	3,535	资产管理能力							
资本开支	-1,144	-672	-214	-102	-404	-404	应收账款周转天数	46.8	49.5	48.6	56.7	56.7	56.7	
投资	79	159	-1,789	0	1	1	存货周转天数	164.0	161.3	148.5	161.9	161.9	161.9	
其他	25	6	8	-7	0	0	应付账款周转天数	87.6	126.5	122.2	150.0	150.0	150.0	
投资活动现金净流	-1,040	-507	-1,995	-109	-403	-403	固定资产周转天数	122.2	136.4	134.9	120.9	96.9	75.7	
股权募资	1	1	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	220	930	-350	-656	-100	-100	净负债/股东权益	-14.39%	-0.40%	-14.33%	-27.48%	-38.73%	-48.16%	
其他	-245	-1,233	-287	-525	-498	-491	EBIT 利息保障倍数	-782.8	90.9	144.9	-98.7	-33.6	-23.3	
筹资活动现金净流	-23	-302	-637	-1,182	-598	-591	资产负债率	22.35%	29.70%	33.09%	23.19%	21.76%	20.59%	
现金净流量	521	-281	857	1,315	2,193	2,542								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-29	买入	30.10	33.32~33.32
2	2022-04-11	买入	39.09	N/A
3	2022-04-29	买入	25.33	N/A
4	2022-08-26	买入	20.77	N/A
5	2022-10-28	买入	28.58	N/A
6	2023-01-31	买入	28.98	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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

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

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806