

业绩符合预期，心脑血管等产品稳步恢复

以岭药业(002603)

事件概述

近期公司发布 2023 年半季报，23H1 实现收入 67.91 亿元 (yoy+21.99%)，毛利率 61.7% (-0.5pct)，归母净利润 16.06 亿元 (yoy+53.16%)，归母净利率 23.7% (+4.8pct)；扣非净利润 15.41 亿元 (yoy+46.67%)；

其中 23Q2 实现营收 28.56 亿元 (yoy+0.40%)，毛利率 57.3% (-6.1pct)，归母净利润 4.04 亿元 (yoy-28.49%)，归母净利率 14.1% (-5.7pct)，扣非净利润 3.63 亿元 (yoy-35.26%)。

Q2 归母利润率承压明显，主要系毛利率同比下滑较大和去年同期销售费用低基数。其中毛利率为 57.29% (-6.13pct)，主要系中药材涨价和毛利率较高的连花清瘟占比下降；销售费用率为 27.77% (+2.04pct)，主要系 22Q2 疫情爆发后公司费用投放较少，23Q2 呈现恢复趋势。

心脑血管产品稳步恢复，二线专利中药贡献增量

23H1 抗感冒类药物收入 30.88 亿元 (yoy +21%)，毛利率 68.2% (+0.2pct)，我们估算连花清瘟 25-26 亿元、连花清咳约 4 亿元，预计社会库存持续消化中，秋冬季流感季到来有望催化需求；心脑血管药物收入 25.11 亿元 (yoy +11%)，毛利率 60.5% (-4.4pct)，通参芪市占率稳步提升；其他专利中药产品收入 2.77 亿元 (yoy +46%)，毛利率 64.7% (+7.6pct)；其他主营业务收入 9.12 亿元 (yoy +69%)，毛利率 42.2% (+16.0pct)；

投资建议

维持公司盈利预测，预计 2023-2025 年营收分别为 125、137、150 亿元，对应增速分别为 0%、10%、9%；归母净利润为 26.0、28.6、32.0 亿元，对应增速分别为 10%、10%、12%，EPS 分别为 1.56、1.71 和 1.92 元。对应 2023 年 8 月 30 日收盘价 23.17 元/股，PE 为 15X/14X/12X。维持“增持”评级。

风险提示

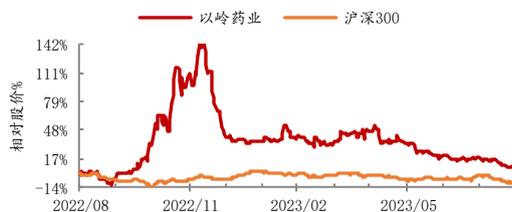
连花清瘟增速放缓和集采降价风险；心脑血管大品种增速放缓风险；公司新产品市场推广不及预期风险；产品研发进度不及预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,117	12,533	12,537	13,742	15,004

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	
最新收盘价:	23.17
股票代码:	002603
52 周最高价/最低价:	53.96/18.82
总市值(亿)	387.10
自由流通市值(亿)	318.88
自由流通股数(百万)	1,376.25



分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话:

联系人: 程仲瑶

邮箱: chengzy@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

相关研究

- 【华西医药】以岭药业(002603)年报&一季报点评: 一季报业绩超预期, 中药创新持续推进
2023.04.28
- 【华西医药】以岭药业(002603)三季报点评: Q3 业绩符合预期, 盈利能力稳健

YoY (%)	15.2%	23.9%	0.0%	9.6%	9.2%
归母净利润(百万元)	1,344	2,362	2,602	2,855	3,205
YoY (%)	10.3%	75.7%	10.2%	9.7%	12.3%
毛利率 (%)	63.6%	63.8%	63.5%	63.6%	64.1%
每股收益 (元)	0.80	1.41	1.56	1.71	1.92
ROE	14.8%	21.6%	20.5%	19.4%	18.9%
市盈率	28.80	16.39	14.87	13.56	12.08

资料来源: wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,533	12,537	13,742	15,004	净利润	2,357	2,597	2,849	3,198
YoY (%)	23.9%	0.0%	9.6%	9.2%	折旧和摊销	452	525	634	699
营业成本	4,541	4,572	5,001	5,393	营运资金变动	684	-1,187	371	-444
营业税金及附加	203	191	211	232	经营活动现金流	3,488	2,070	4,006	3,613
销售费用	3,259	3,134	3,490	3,766	资本开支	-214	-600	-1,908	-1,331
管理费用	612	607	632	709	投资	-1,789	-14	-16	-15
财务费用	20	-4	-16	-43	投资活动现金流	-1,995	-622	-1,936	-1,357
研发费用	1,032	999	1,086	1,197	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-108	-49	-54	-58	债务募资	-350	77	77	64
投资收益	-7	-8	-12	-11	筹资活动现金流	-637	-802	-848	-909
营业利润	2,830	3,073	3,373	3,787	现金净流量	857	646	1,222	1,347
营业外收支	-49	-32	-35	-36	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	2,781	3,041	3,338	3,751	成长能力				
所得税	424	444	489	553	营业收入增长率	23.9%	0.0%	9.6%	9.2%
净利润	2,357	2,597	2,849	3,198	净利润增长率	75.7%	10.2%	9.7%	12.3%
归属于母公司净利润	2,362	2,602	2,855	3,205	盈利能力				
YoY (%)	75.7%	10.2%	9.7%	12.3%	毛利率	63.8%	63.5%	63.6%	64.1%
每股收益	1.41	1.56	1.71	1.92	净利率	18.8%	20.8%	20.8%	21.4%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	14.5%	15.4%	14.1%	14.6%
货币资金	1,904	2,550	3,773	5,120	净资产收益率 ROE	21.6%	20.5%	19.4%	18.9%
预付款项	516	434	478	530	偿债能力				
存货	2,022	1,869	2,352	2,186	流动比率	1.50	2.14	1.97	2.48
其他流动资产	2,812	2,943	3,401	3,342	速动比率	0.95	1.48	1.39	1.85
流动资产合计	7,254	7,797	10,003	11,179	现金比率	0.39	0.70	0.74	1.13
长期股权投资	2	4	5	7	资产负债率	33.1%	24.8%	27.7%	23.0%
固定资产	4,625	4,683	5,340	5,802	经营效率				
无形资产	724	818	917	1,008	总资产周转率	0.86	0.75	0.74	0.71
非流动资产合计	9,082	9,087	10,284	10,833	每股指标 (元)				
资产合计	16,336	16,884	20,287	22,012	每股收益	1.41	1.56	1.71	1.92
短期借款	500	577	654	718	每股净资产	6.54	7.60	8.78	10.15
应付账款及票据	2,061	1,370	2,494	1,667	每股经营现金流	2.09	1.24	2.40	2.16
其他流动负债	2,289	1,690	1,920	2,131	每股股利	0.50	0.50	0.53	0.55
流动负债合计	4,850	3,637	5,068	4,516	估值分析				
长期借款	200	200	200	200	PE	16.39	14.87	13.56	12.08
其他长期负债	356	356	356	356	PB	4.58	3.05	2.64	2.28
非流动负债合计	556	556	556	556					
负债合计	5,406	4,192	5,624	5,071					
股本	1,671	1,671	1,671	1,671					
少数股东权益	-2	-7	-13	-20					
股东权益合计	10,930	12,692	14,664	16,941					
负债和股东权益合计	16,336	16,884	20,287	22,012					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

程仲瑶：上海交通大学药学硕士，曾就职于私募基金和2年医药实业经历，2021年11月加入华西证券，负责医疗服务和中药行业

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。