

以岭药业（002603）：连花清瘟二季度高增持续，疫情推动长期放量空间打开

——公司半年度财报点评

2020年08月28日

推荐/维持

以岭药业

公司报告

报告摘要：

事件：公司发布2020年半年报，2020H1公司实现营业收入44.87亿元，同比增长50.35%；实现归属于上市公司股东的净利润7.14亿元，同比增长57.05%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润6.92亿元，同比增长61.47%；经营活动产生的现金流量净额为18.13亿元，同比增长336.16%。

点评：

抗感冒产品持续高增，心脑血管产品恢复增长，H1业绩略超预期。公司2020Q2营业收入同比增长50.13%；扣非归母净利润同比增长73.98%。2020Q1营业收入同比增长50.56%；扣非归母净利润同比增长54.77%。2020Q2业绩高增持续。**收入端：**2020H1抗感冒产品（连花清瘟）销售额约20.24亿元，同比增长136.51%，占营收45.11%。心脑血管类产品累计销售额17.44亿元，同比增长5.27%，占营收38.87%。其中Q1心脑血管类产品受疫情影响销售额下滑约5%，Q2伴随医疗机构诊疗的逐步恢复，实现约10%正增长。**利润端：**2020H1公司毛利率下降约5.25pct，主要由心脑血管类产品毛利率下滑叠加产品结构调整所致。2020H1营收高增，销售费用、管理费用、研发费用等分摊，期间费用率下降致H1利润端增速高于收入端增速。公司2020H1业绩整体略超预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,814.56	5,825.29	7,923.57	8,716.71	10,313.62
增长率（%）	17.97%	20.99%	36.02%	10.01%	18.32%
归母净利润（百万元）	599.22	606.50	983.43	1,095.78	1,321.32
增长率（%）	10.82%	1.21%	62.15%	11.42%	20.58%
净资产收益率（%）	7.93%	7.63%	11.19%	11.42%	12.50%
每股收益（元）	0.50	0.51	0.82	0.91	1.10
PE	56.10	55.00	34.33	30.81	25.55
PB	4.48	4.25	3.84	3.52	3.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

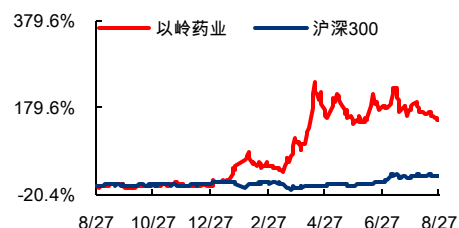
公司简介：

公司业务覆盖专利中药、化生药、健康产业等板块，其中专利中药是公司的核心业务，化生药和健康产业近年也积极拓展。专利中药板块覆盖心脑血管病、糖尿病、肿瘤、呼吸、神经以及泌尿等疾病领域，其中心脑血管病、抗感冒等细分领域优势突出。

交易数据

52周股价区间（元）	10.56-41.39
总市值（亿元）	337.52
流通市值（亿元）	276.75
总股本/流通A股（万股）	120,372/98,699
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	3.73

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

研究助理：王敏杰

010-66554041

wangmj_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

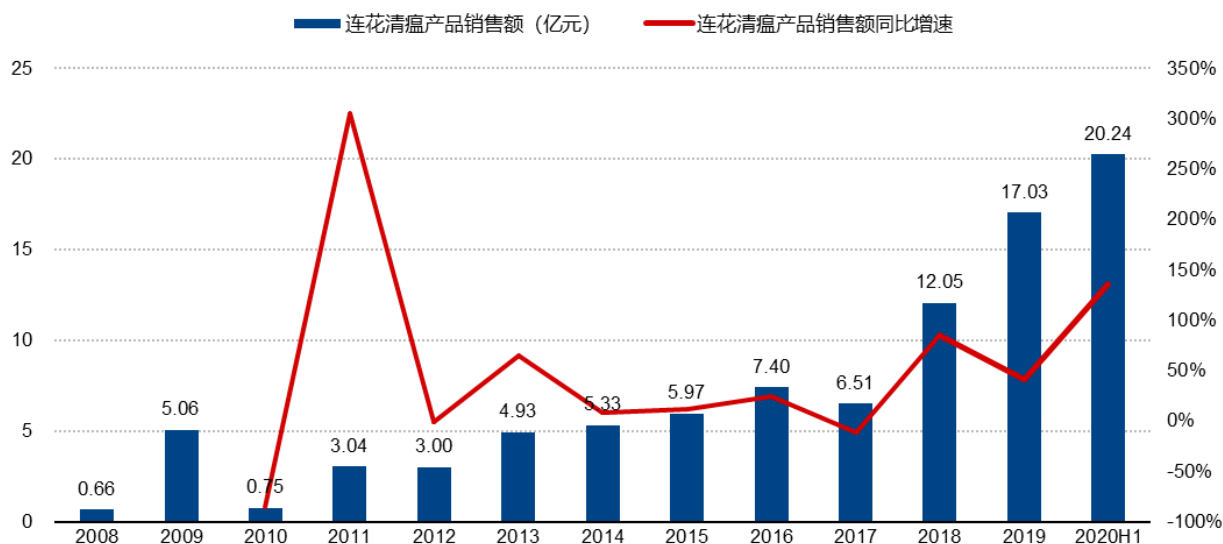
S1480119070047

连花清瘟 2020 全年销售额有望达 30 亿。本次新冠疫情期间，连花清瘟产品被纳入诊疗指南，并获批增加新冠肺炎适应症，疫情推动产品需求提升，治疗用药和预防用药共同贡献终端增量。其中 Q1 受疫情爆发的直接需求推动，实现销售额 15.42 亿元，同比增长约 100%，Q2 受复工需求以及北京、东北等散发疫情推动，实现销售额约 4.82 亿元，同比增长约 474%。目前渠道库存量低，Q3 在去年同期低基数下有望实现同比高增长，Q4 将步入传统销售旺季，新冠、流感结合防控压力下，备药需求有望增加。连花清瘟 2020H1 销售额 20.24 亿元，2019H2 销售额 8.47 亿元，若 2020H2 销售额同比+10%，2020 全年销售额则有望达 30 亿元。

疫情推动连花清瘟长期放量空间打开。2009 甲流后连花清瘟放量具备参考意义。连花清瘟胶囊 2009 年被列入《甲型 H1N1 流感诊疗方案推荐》，推荐用于轻症患者的治疗。2009 年甲流疫情爆发，连花清瘟胶囊的市场需求大幅增长 670%。由于需求回落和消化渠道库存等原因，2010 年销售额降至 0.75 亿元。但 2009 年流感疫情为产品提供了学术推广和提升市场知名度的机会，其后产品成为治疗病毒类呼吸道疾病的代表中成药之一。在 2009 年 H1N1 大流行后的 10 年间，连花清瘟产品销售额由原 0.75 亿元增长至 2019 的 17.03 亿元，年均复合增速达+41.48%。

我们认为本次新冠疫情亦提供相似的市场推广契机，受本次疫情推动，①**产品的知名度和美誉度获得提升**，根据中康资讯数据，2020Q1 连花清瘟胶囊在 OTC 终端中成药感冒药品类市场排名已跃居第 1 位，市场份额高达 10%；②**新增临床证据支持**：本次疫情中，284 例受试者参与的临床试验表明用药后实现症状改善，该结果亦为产品提供了扎实的临床证据支持；③**国际市场打开空间**：连花清瘟海外市场注册逐步推进，当前已经于巴西、泰国、厄瓜多尔、新加坡等 11 个国家注册获得上市许可。美国流感临床 II 期试验处于数据统计阶段，即将获得临床结果。国际市场销售空间有望逐步打开。参考 2009 年甲流后的品种销售增长，我们认为连花清瘟长期年销售额有望超 30 亿元。

图 1：2008-2020H1 连花清瘟产品销售额及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

循证研究和基层销售拓展推动其他核心品种持续放量。①公司对其核心产品通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊等均进行了随机、双盲、多中心大样本的循证研究，部分研究结果发表在国外权威杂志，首个中成药以死亡率硬终点作为主要指标的循证医学研究进展顺利。循证医学研究为产品入选相关疾病临床专家共识和指南提供了证据，同时也为产品的临床推广奠定了坚实的基础。②基层市场是当前最重要的销售拓展方向。公司已有五个产品进入基药目录，公司也通过调整基层销售模式、扩增销售人员等方式积极把握基药政策带来的放量机会。2019Q2 起，公司将原有区域授权销售模式调整为公司直接管理模式，销

售人员由 2000 人左右增至超 5000 人。伴随着基层销售投入的加大，公司产品在基层市场的销售收入和市占率将逐步提升，基层市场的业绩贡献也将逐步加大。

盈利预测及投资评级：新冠疫情助力连花清瘟长期放量空间打开。循证医学支持和基层市场拓展亦将推动其他核心产品稳定增长。结合连花清瘟放量情况，我们上调公司盈利预测，预计公司于 2020-2022 年实现营业收入 79.24、87.17 和 103.14 亿元，归母净利润有望分别达到 9.83、10.96 和 13.21 亿元，EPS 为 0.82、0.91 和 1.10 元，当前股价对应估值为 34.33、30.81 和 25.55 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：行业政策调整的风险，药品降价的风险，原材料价格波动风险，新产品开发风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	4898	5068	6449	7355	8460	营业收入	4815	5825	7924	8717	10314
货币资金	777	733	2042	2668	3389	营业成本	1631	2106	2865	3152	3729
应收账款	619	1117	1520	1672	1978	营业税金及附加	95	95	129	142	167
其他应收款	36	41	56	62	73	营业费用	1820	2227	3011	3225	3816
预付款项	197	342	538	754	1010	管理费用	295	352	396	436	516
存货	1176	1222	1662	1828	2163	财务费用	-17	-1	-12	-24	-30
其他流动资产	386	54	-635	-895	-1419	研发费用	317	391	404	523	588
非流动资产合计	3659	4001	3392	3145	2893	资产减值损失	6.21	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1	0	0	0	0	公允价值变动收益	1.76	2.04	0.00	0.00	0.00
固定资产	2570	2734	2677	2530	2339	投资净收益	22.33	28.08	28.08	28.08	28.08
无形资产	353	465	437	411	386	加: 其他收益	27.41	30.77	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	102	91	0	0	0	营业利润	719	710	1159	1291	1556
资产总计	8557	9069	9842	10500	11353	营业外收入	2.33	4.39	4.39	4.39	4.39
流动负债合计	765	806	731	581	460	营业外支出	20.28	6.68	6.68	6.68	6.68
短期借款	0	50	0	0	0	利润总额	701	708	1157	1289	1553
应付账款	389	507	680	748	885	所得税	108	105	171	191	230
预收款项	192	46	-152	-370	-628	净利润	593	603	985	1098	1323
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-6	-3	2	2	2
非流动负债合计	229	310	310	310	310	归属母公司净利润	599	607	983	1096	1321
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	994	1117	1042	892	771	成长能力					
少数股东权益	3	8	10	12	14	营业收入增长	17.97%	20.99%	36.02%	10.01%	18.32%
实收资本 (或股本)	1206	1204	1204	1204	1204	营业利润增长	10.74%	-1.22%	63.20%	11.38%	20.51%
资本公积	2957	2932	2932	2932	2932	归属于母公司净利润增长	62.15%	11.42%	62.15%	11.42%	20.58%
未分配利润	3072	3483	4084	4754	5562	获利能力					
归属母公司股东权益合计	7561	7944	8790	9596	10568	毛利率 (%)	66.13%	63.84%	63.84%	63.84%	63.84%
负债和所有者权益	8557	9069	9842	10500	11353	净利率 (%)	12.32%	10.35%	12.44%	12.59%	12.83%
现金流量表						总资产净利润 (%)	7.00%	6.69%	9.99%	10.44%	11.64%
单位: 百万元						ROE (%)	7.93%	7.63%	11.19%	11.42%	12.50%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
经营活动现金流	72	69	810	881	1029	资产负债率 (%)	12%	12%	11%	8%	
净利润	593	603	985	1098	1323	流动比率	6.41	6.28	8.82	12.65	18.38
折旧摊销	587.40	706.94	0.00	235.76	241.31	速动比率	4.87	4.77	6.55	9.51	13.68
财务费用	-17	-1	-12	-24	-30	营运能力					
应收账款减少	0	0	-402	-152	-306	总资产周转率	0.59	0.66	0.84	0.86	0.94
预收账款增加	0	0	-198	-218	-258	应收账款周转率	7	7	6	5	6
投资活动现金流	46	37	675	11	11	应付账款周转率	12.98	13.01	13.35	12.21	12.63
公允价值变动收益	2	2	0	0	0	每股指标 (元)					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.51	0.82	0.91	1.10
投资收益	22	28	28	28	28	每股净现金流 (最新摊薄)	-0.02	-0.05	1.09	0.52	0.60
筹资活动现金流	-144	-170	-176	-266	-319	每股净资产 (最新摊薄)	6.27	6.60	7.30	7.97	8.78
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	56.10	55.00	34.33	30.81	25.55
普通股增加	2	-3	0	0	0	P/B	4.48	4.25	3.84	3.52	3.19
资本公积增加	16	-25	0	0	0	EV/EBITDA	25.64	23.36	22.66	20.33	16.96
现金净增加额	-25	-64	1309	625	721						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

胡博新

胡博新，药学专业，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

王敏杰

中央财经大学金融硕士，中山大学医学学士。2019 年 7 月加入东兴证券，从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526