

疫情促产品放量，品牌知名度提升

——以岭药业（002603）年报点评

核心观点：

- **事件** 2020年公司实现营收87.82亿元，同比增长50.76%；实现归母净利润12.19亿元，同比增长100.95%；实现扣非归母净利润11.65亿元，同比增长109.56%，实现EPS 1.02元。
- **疫情带动连花清瘟需求，公司业绩爆发式增长** 由于疫情直接需求以及产品知名度提升，连花清瘟大幅放量，公司2020年各季度收入均保持高速增长。公司2020年呼吸系统用药贡献收入占全公司收入比例接近一半，超过了往年第一大类心血管类用药。
- **公司品牌打响知名度，产品渗透率借势提升** 连花清瘟不仅销量大幅增长，而且从结构上增加了对空白市场的覆盖，品牌影响力明显提升。连花清瘟产品市场份额已在零售市场感冒用药中成药排第一。公司荣获国家科技进步一等奖对于公司心脑血管产品市场影响力的提升作用已经得到显现。通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三大创新专利中药市场份额则由2015年的13.6%提升至2020年上半年的15%。
- **公司具有研发优势，在研产品管线丰富** 公司建立了以中医络病理论创新为指导的新药研发技术体系，具备复方中药、组分中药、单体中药各类中药新药研发和化药仿创药研发能力，技术成果在国内同行业中处于领先地位。公司六大专利产品均进行了随机、双盲、多中心大样本的循证研究。公司目前已获临床批件品种涉及内分泌、泌尿系统、消化系统、风湿及精神类等疾病，此外还有多项临床前研究阶段项目。
- **投资建议** 我们看好公司未来的发展前景。首先，公司品牌知名度提升将永久性提高渗透率。其次，公司内核是创新型药企。最后，我们认为公司估值仍有提升空间，将体现更强的创新属性和成长性。我们预测2021-2023年归母净利润为14.41/15.74/16.59亿元，对应EPS为1.20/1.31/1.38元，对应PE为22/20/19倍。给予“推荐”评级。
- **风险提示** 疫情过后产品需求大幅下滑的风险，药品降价超预期的风险，研发失败的风险等

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8782.48	10327.65	11652.83	12850.80
收入增长率%	50.76%	17.59%	12.83%	10.28%
归母净利润(百万元)	1218.74	1440.53	1573.62	1659.07
利润增速	100.95%	18.20%	9.24%	5.43%
毛利率	64.49%	63.59%	62.99%	62.15%
摊薄EPS(元)	1.01	1.20	1.31	1.38
PE	25.19	21.82	19.97	18.94
PB	3.44	3.03	2.63	2.31
PS	3.58	3.04	2.70	2.45

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

以岭药业（002603.SZ）

推荐 首次评级

分析师

孟令伟

☎：010-80927652

✉：menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520070001

刘晖

☎：010-80927655

✉：liuhui_yj@chinastock.com.cn

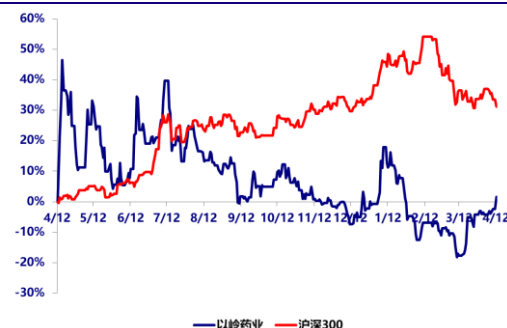
分析师登记编码：S0130520080003

市场数据

2021-04-12

A股收盘价(元)	26.11
A股一年内最高价(元)	41.39
A股一年内最低价(元)	20.85
沪深300	4947.75
总股本(万股)	120371.75

相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

目 录

一、事件.....	2
二、我们的观点.....	2
（一）疫情带动连花清瘟需求，公司业绩爆发式增长.....	2
（二）公司品牌打响知名度，产品渗透率借势提升.....	2
（三）公司具有研发优势，在研产品管线丰富.....	4
（四）公司估值仍有提升空间.....	4
三、投资建议.....	4
四、风险提示.....	5
五、附录.....	6

一、事件

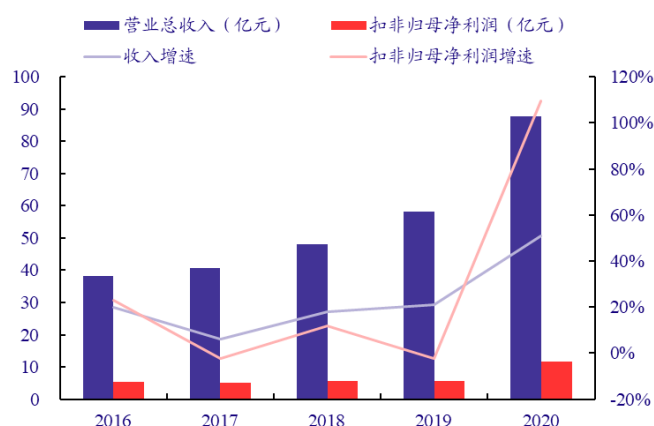
2020 年公司实现营收 87.82 亿元，同比增长 50.76%；实现归母净利润 12.19 亿元，同比增长 100.95%；实现扣非归母净利润 11.65 亿元，同比增长 109.56%，实现 EPS 1.02 元。

二、我们的观点

（一）疫情带动连花清瘟需求，公司业绩爆发式增长

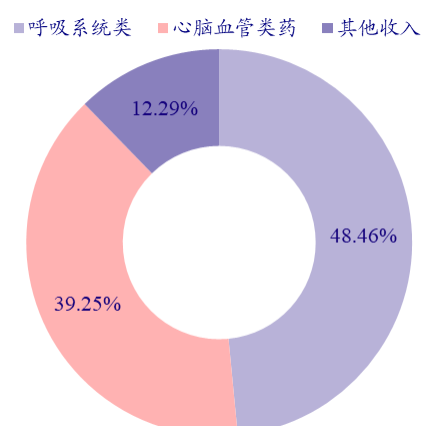
公司 2020 年业绩全年保持高速增长。公司 2020 年四个季度业绩均保持高速增长。2020 年 Q1 至 Q4，公司单季收入增速分别为 50.56%、50.13%、43.84%、57.98%，各季度收入均保持高速增长。公司销售全年高速增长主要是受益于连花清瘟系列产品放量，连花清瘟放量主要是因为疫情直接需求以及产品知名度提升带动的渗透率提高。从收入分类上看，公司 2020 年呼吸系统用药贡献收入高达 42.56 亿元，占全公司收入比例接近一半，超过了往年收入占比常年排第一的心血管类用药。

图 1：以岭药业近年来收入和扣非归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：以岭药业 2020 年收入分类



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）公司品牌打响知名度，产品渗透率借势提升

公司主要业务是专利中药，中成药疗效均通过实验验证。公司的主营业务是专利中药的研发、生产和销售，覆盖心脑血管疾病、呼吸系统疾病、肿瘤、糖尿病、神经、泌尿系统疾病等重大疾病领域。公司主导产品均为独家产品，组方独特，在心脑血管口服中成药领域占有独特的学术地位和市场地位。公司中成药疗效均通过循证医学验证，六大专利产品通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊、连花清瘟胶囊、津力达颗粒和养正消积胶囊均进行了随机、双盲、多中心大样本的循证研究，部分研究结果发表在国内外权威杂志，在国内外医学界产生重大影响。截至目前，公司共有 11 个专利中药品种，其中 8 个列入国家医保目录，5 个列入国家基本药物目录。

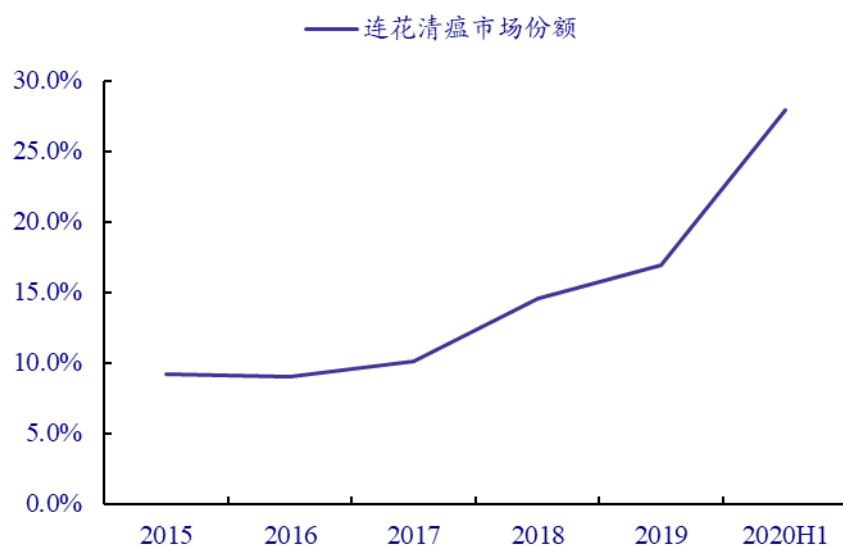
表 1: 以岭药业专利中药主力品种

领域	专利中药	医保类别	适应症
心血管病	通心络胶囊	医保甲类	冠心病、脑梗死、糖尿病所致微血管病变
	参松养心胶囊	医保甲类	心律失常
	芪苈强心胶囊	医保甲类	慢性心力衰竭
感冒呼吸疾病	连花清瘟胶囊/颗粒	医保甲类	感冒/流感/新冠
糖尿病	津力达颗粒	医保乙类	2 型糖尿病
肿瘤	养正消积胶囊	医保乙类	联合放化疗治疗肿瘤

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

抗疫打响品牌知名度，公司专利中药渗透率顺势提升。2020 连花清瘟产品在疫情防控中发挥了重要作用，不仅带动了产品销量的大幅增长，而且从结构上增加了对空白市场的覆盖，品牌影响力明显提升，市场需求旺盛，已成为很多家庭的常备用药，为其未来增长提供动力，同时连花清瘟已在 20 多个国家和地区获得批文并实现销售。根据中康资讯零售药店端数据，连花清瘟产品市场份额 2017-2020 年由 2.44% 增至 9.86%，成为零售市场感冒用药中成药第一大品牌；根据米内网数据，连花清瘟公立医疗市场份额 2020 上半年大幅提升，跃居 37.9%。公司荣获国家科技进步一等奖对于公司心脑血管产品市场影响力的提升作用已经得到显现，心脑血管产品销售收入报告期内也实现较好增长。通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三大创新专利中药市场份额则由 2015 年的 13.6% 提升至 2020 年上半年的 15%。

图 3: 公立医疗端中成药呼吸系统用药连花清瘟市场份额



资料来源：公司公告，米内网，中国银河证券研究院

（三）公司具有研发优势，在研产品管线丰富

公司以研发为导向，依据络病理论进行中药创新。络病理论为中医药学术理论体系的重要组成部分，公司的专利产品均为络病理论指导下研发的新产品，专利新药因络病理论指导的组方特色、疗效特色而具备确切的临床疗效。公司坚持以科技创新促进企业快速发展，建立了以中医络病理论创新为指导的新药研发技术体系，具备复方中药、组分中药、单体中药各类中药新药研发和化药仿创药研发能力，技术成果在国内同行业中处于领先地位。公司目前已获临床批件品种涉及内分泌、泌尿系统、消化系统、风湿及精神类等疾病。此外，在研立项品种涵盖心血管系统、神经系统、呼吸系统、内分泌代谢系统、消化系统、妇科、儿科等疾病，处于临床前研究不同阶段。

报告期内，治疗急性气管/支气管炎的连花清咳片获得药品注册批件，有望成为继连花清瘟之后在感冒呼吸系统领域又一重磅品种，成为公司新的业务增长点。此外，公司在 2020 年申报中药新药 2 项，包括治疗失眠症的枣椗健脑安神片和治疗轻、中度抑郁症的苏夏解郁除烦胶囊。2021 年 3 月，公司提交的苏夏解郁除烦胶囊新药注册申请获得国家药品监督管理局正式受理。

表 2：以岭药业在研中药品种

名称	适应症	研发进展情况
枣椗健脑安神片	失眠症	申报新药
苏夏解郁除烦胶囊	轻中度抑郁症	完成临床研究
柴芩通淋片	下尿路感染	开展临床研究
连花定喘片	支气管哮喘	开展临床研究
络痹通片	类风湿性关节炎	开展临床研究
柴黄利胆胶囊	慢性胆囊炎	开展临床研究
玉屏通窍片	过敏性鼻炎	开展临床研究

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）公司估值仍有提升空间

截至 4 月 12 日，公司估值 PE(ttm)仅为 25.8，市场仍参照传统中药企业属性给予估值，然而公司内核本质上是一家创新型药企。随着医保控费压力逐渐覆盖至中成药，具有创新能力的中药企业将有更强生存优势，公司将体现更加稳健的成长性，估值或更多体现创新属性。此外，公司产品借抗疫打响知名度，市场对于以公司产品为代表的创新型中药将更加认可，公司产品渗透率有望持久性提升，将在疫情过后获得更多市场份额。随着产品渗透率提升，公司估值将体现更强的成长属性。综上所述，公司估值仍有提升空间。

三、投资建议

我们看好公司未来的发展前景。首先，公司品牌知名度提升将永久性提高渗透率。得益于公司产品在抗疫中表现，市场对公司品牌认可度提升，产品市占率提升将确保公司成长性。其

次，公司内核是创新型药企。公司以“络病理论”为依据研发创新型中药，创新实力较强，在“医保控费”大环境下具有更强的韧性。最后，我们认为公司估值仍有提升空间，将体现更强的创新属性和成长性。我们预测 2021-2023 年归母净利润为 14.41/15.74/16.59 亿元，对应 EPS 为 1.20/1.31/1.38 元，对应 PE 为 22/20/19 倍。给予“推荐”评级。

四、风险提示

疫情过后产品需求大幅下滑的风险，药品降价超预期的风险，研发失败的风险等

五、附录

资产负债表 (百万元) 2020					利润表 (百万元) 2020				
2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2023E
流动资产	5459.43	6788.24	8785.15	10892.10	营业收入	8782.48	10327.65	11652.83	12850.80
现金	1336.98	2070.66	3555.38	5167.94	营业成本	3118.41	3759.86	4312.90	4864.02
应收账款	1132.78	1332.08	1503.00	1657.52	营业税金及附加	136.29	160.27	180.83	199.42
其它应收款	14.51	17.07	19.26	21.24	营业费用	3035.27	3569.29	4027.28	4441.30
预付账款	331.59	399.80	458.61	517.21	管理费用	400.35	470.79	531.20	585.81
存货	1580.35	1905.42	2185.69	2464.98	财务费用	-1.84	-3.20	-12.37	-30.93
其他	1063.21	1063.21	1063.21	1063.21	资产减值损失	-58.15	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6032.91	5876.43	5685.63	5474.29	公允价值变动收益	5.23	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	24.37	28.66	32.34	35.66
固定资产	2927.72	2991.07	3038.64	3070.42	营业利润	1438.04	1686.03	1839.57	1938.59
无形资产	480.41	547.81	610.45	668.32	营业外收入	1.01	0.00	0.00	0.00
其他	2624.78	2337.54	2036.54	1735.54	营业外支出	16.58	0.00	0.00	0.00
资产总计	11492.34	12664.67	14470.78	16366.38	利润总额	1422.47	1686.03	1839.57	1938.59
流动负债	2238.88	1977.04	2215.46	2458.79	所得税	207.54	251.86	271.88	286.32
短期借款	270.18	270.18	270.18	270.18	净利润	1214.93	1434.17	1567.69	1652.28
应付账款	990.38	1194.10	1369.74	1544.77	少数股东损益	-3.81	-6.36	-5.93	-6.79
其他	978.32	512.76	575.55	643.84	归属母公司净利润	1218.74	1440.53	1573.62	1659.07
非流动负债	330.11	330.11	330.11	330.11	EBITDA	1712.71	1868.17	2023.15	2114.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.01	1.20	1.31	1.38
其他	330.11	330.11	330.11	330.11					
负债合计	2568.98	2307.14	2545.57	2788.89	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	4.09	-2.27	-8.20	-14.99	营业收入	50.76%	17.59%	12.83%	10.28%
归属母公司股东权益	8919.27	10359.80	11933.41	13592.48	营业利润	102.49%	17.25%	9.11%	5.38%
负债和股东权益	11492.34	12664.67	14470.78	16366.38	归属母公司净利润	100.95%	18.20%	9.24%	5.43%
					毛利率	64.49%	63.59%	62.99%	62.15%
					净利率	13.88%	13.95%	13.50%	12.91%
					ROE	13.66%	13.90%	13.19%	12.21%
					ROIC	13.36%	12.79%	12.11%	11.10%
					资产负债率	22.35%	18.22%	17.59%	17.04%
					净负债比率	28.79%	22.28%	21.35%	20.54%
					流动比率	2.44	3.43	3.97	4.43
					速动比率	1.58	2.27	2.77	3.22
					总资产周转率	0.76	0.82	0.81	0.79
					应收帐款周转率	7.75	7.75	7.75	7.75
					应付帐款周转率	8.87	8.65	8.51	8.32
					每股收益	1.01	1.20	1.31	1.38
					每股经营现金	1.32	0.69	1.30	1.40
					每股净资产	7.41	8.61	9.91	11.29
					P/E	25.19	21.82	19.97	18.94
					P/B	3.44	3.03	2.63	2.31
					EV/EBITDA	17.30	15.86	13.91	12.55
					P/S	3.58	3.04	2.70	2.45

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 以岭药业近年来收入和扣非归母净利润 (亿元)	2
图 2: 以岭药业 2020 年收入分类	2
图 3: 公立医疗端中成药呼吸系统用药连花清瘟市场份额	3

表 格 目 录

表 1: 以岭药业专利中药主力品种	3
表 2: 以岭药业在研中药品种	4

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。2018 年加入中国银河证券。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018 年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿元磊 010-80928021 gengyoutou@ChinaStock.com.cn