

产品渗透率继续提升，扩产能保障生产放量

——以岭药业（002603）一季报点评

核心观点：

- 事件：**2021年第一季度公司实现营收36.68亿元，同比增长57.20%；实现归母净利润6.75亿元，同比增长54.05%；实现扣非归母净利润6.68亿元，同比增长54.71%，实现EPS0.57元。
- 产品知名度提升助力一季度保持高增长。**公司一季度收入和利润增速均超过50%，延续了去年以来的高增长态势。公司一季度实现“开门红”主要是心脑血管类产品和连花清瘟等主打产品对市场拉动作用逐渐显现的结果。公司产品去年借知名度提升一举打通了南方市场，改变了公司产品局限在北方的局面。新开辟的南方市场需求以及北方市场渗透率继续提升有望带动公司产品需求永久性提升。
- 解决连花清瘟对其他品种产能挤压，保障其他品种放量。**公司去年投入连花清瘟系列产品扩产能项目，提高连花清瘟产品的产业化能力，实现连花清瘟产品产能的大幅提升。连花清瘟扩产项目为心血管类药物等结余出了产能，在连花清瘟系列一季度继续大幅增长的同时仍保障了心血管类等其他产品的放量，有力保障满足市场需求。
- 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23/21/20倍。维持“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	22.63	20.71	19.65
PB	3.44	3.15	2.73	2.40
PS	3.71	3.16	2.80	2.54

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 维持评级

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

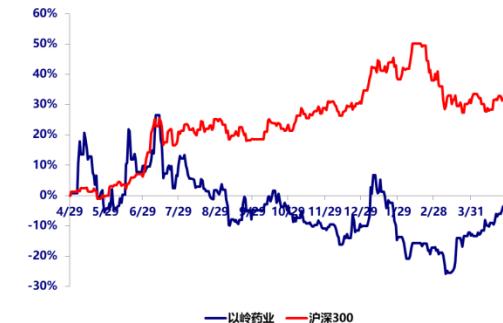
分析师登记编码: S0130520080003

市场数据

2021-04-29

A股收盘价(元)	27.08
A股一年内最高价(元)	37.35
A股一年内最低价(元)	20.85
沪深300	5164.17
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

2021-04-12 以岭药业年报点评：疫情促产品放量，品牌知名度提升

目 录

一、事件.....	2
二、我们的观点.....	2
(一) 一季度收入保持高增长, 知名度提升带动产品市场需求.....	2
(二) 扩产能收益渐显, 生产保障产品放量.....	2
(三) 公司估值仍有提升空间	3
三、投资建议.....	3
四、风险提示.....	3
五、附录.....	4

一、事件

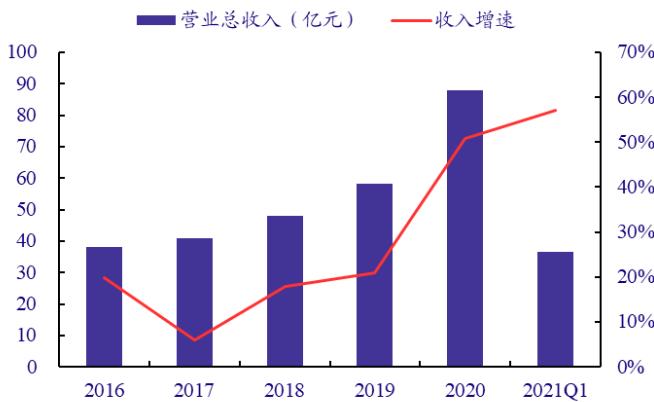
2021年第一季度公司实现营收36.68亿元,同比增长57.20%;实现归母净利润6.75亿元,同比增长54.05%;实现扣非归母净利润6.68亿元,同比增长54.71%,实现EPS0.57元。

二、我们的观点

(一) 一季度收入保持高增长,知名度提升带动产品市场需求

公司2021年一季度收入继续保持高增长。公司一季度收入和利润增速均超过50%,延续了去年以来的高增长态势。公司一季度实现“开门红”主要是心脑血管类产品和连花清瘟等主打产品对市场拉动作用逐渐显现的结果。自从去年连花清瘟系列在抗疫中发挥重要作用,公司产品知名度明显提升,市场对公司连花清瘟以及其他心血管类等产品需求大增。公司产品去年借知名度提升一举打通了南方市场,改变了公司产品局限在北方的局面。新开辟的南方市场需求以及北方市场渗透率继续提升有望带动公司产品需求永久性提升。

图1: 以岭药业近年来收入(亿元)及增速



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

图2: 以岭药业近年来扣非归母净利润(亿元)及增速



资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

(二) 扩产能收益渐显,生产保障产品放量

公司扩产能解除了连花清瘟对其他产品产能的挤压,有力保障其他产品放量。公司去年由于疫情影响,全力保障连花清瘟系列产品生产,由于产能不足挤压了其他品种产品的生产。公司去年投入连花清瘟系列产品扩产能项目,通过完成连花清瘟系列产品生产车间的扩建,通过新增匹配生产设备提升现有生产线产能,并新增连花清瘟胶囊剂、颗粒剂、片剂制剂生产线,提高连花清瘟产品的产业化能力,实现连花清瘟产品产能的大幅提升。连花清瘟扩产项目为心血管类药物等结余出了产能,在连花清瘟系列一季度继续大幅增长的同时仍保障了心血管类等其他产品的放量,有力保障满足市场需求。

(三) 公司估值仍有提升空间

截至 4 月 29 日, 公司估值 PE(ttm) 仅为 22.4, 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。公司产品不仅在原有的北方市场渗透率提升, 还借机开辟了南方市场, 该部分增量不会因疫情消退而退出, 公司产品增长有望打出“预期差”。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 年归属母公司净利润为 14.41/15.74/16.59 亿元, 对应 EPS 为 1.20/1.31/1.38 元, 对应 PE 为 23/21/20 倍。维持“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)				利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5459.43	6788.24	8785.15	10892.10	营业收入	8782.48	10327.65	11652.83
现金	1336.98	2070.66	3555.38	5167.94	营业成本	3118.41	3759.86	4312.90
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
其它应收款	14.51	17.07	19.26	21.24	营业费用	3035.27	3569.29	4027.28
预付账款	331.59	399.80	458.61	517.21	管理费用	400.35	470.79	531.20
存货	1580.35	1905.42	2185.69	2464.98	财务费用	-1.84	-3.20	-12.37
其他	1063.21	1063.21	1063.21	1063.21	资产减值损失	-58.15	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
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	24.37	28.66	32.34
固定资产	2927.72	2991.07	3038.64	3070.42	营业利润	1438.04	1686.03	1839.57
无形资产	480.41	547.81	610.45	668.32	营业外收入	1.01	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
资产总计	11492.34	12664.67	14470.78	16366.38	利润总额	1422.47	1686.03	1839.57
流动负债	2238.88	1977.04	2215.46	2458.79	所得税	207.54	251.86	271.88
短期借款	270.18	270.18	270.18	270.18	净利润	1214.93	1434.17	1567.69
应付账款	990.38	1194.10	1369.74	1544.77	少数股东损益	-3.81	-6.36	-5.93
其他	978.32	512.76	575.55	643.84	归属母公司净利润	1218.74	1440.53	1573.62
非流动负债	330.11	330.11	330.11	330.11	EBITDA	1712.71	1868.17	2023.15
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.01	1.20	1.31
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
少数股东权益	4.09	-2.27	-8.20	-14.99	营业收入	50.76%	17.59%	12.83%
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%
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%
					毛利率	64.49%	63.59%	62.99%
					净利率	13.88%	13.95%	13.50%
现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E				
经营活动现金流	1586.17	832.29	1565.88	1690.41	ROE	13.66%	13.90%	13.19%
净利润	1214.93	1434.17	1567.69	1652.28	ROIC	13.36%	12.79%	12.11%
折旧摊销	274.94	270.24	290.79	311.35	资产负债率	22.35%	18.22%	17.59%
财务费用	3.85	13.51	13.51	13.51	净负债比率	28.79%	22.28%	21.35%
投资损失	-24.37	-28.66	-32.34	-35.66	流动比率	2.44	3.43	3.97
营运资金变动	110.11	-856.97	-273.77	-251.07	速动比率	1.58	2.27	2.77
其它	6.71	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.76	0.82	0.81
投资活动现金流	-1040.20	-85.10	-67.66	-64.34	应收账款周转率	7.75	7.75	7.75
资本支出	-1144.48	-113.76	-100.00	-100.00	应付帐款周转率	8.87	8.65	8.51
长期投资	78.94	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.01	1.20	1.31
其他	25.34	28.66	32.34	35.66	每股经营现金	1.32	0.69	1.30
筹资活动现金流	-23.26	-13.51	-13.51	-13.51	每股净资产	7.41	8.61	9.91
短期借款	220.13	0.00	0.00	0.00	P/E	25.19	22.63	20.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.44	3.15	2.73
其他	-243.39	-13.51	-13.51	-13.51	EV/EBITDA	17.30	16.48	14.49
现金净增加额	520.76	733.68	1484.71	1612.56	P/S	3.71	3.16	2.80
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 (亿元) 及增速.....	2
图 2: 以岭药业近年来扣非归母净利润 (亿元) 及增速.....	2

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@ChinaStock.com.cn