

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

以岭药业(002603)

投资评级 无评级

上次评级

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

心脑血管类和二线品种销售快速增长，配方颗粒业务增长具备潜力

2022年04月29日

事件：以岭药业发布 2021 年年报与 2022 年一季报，2021 年公司实现营业收入 101.17 亿元 (+15.19%)、归母净利润 13.44 亿元 (+10.27%)、扣非后归母净利润 12.65 亿元 (+8.60%)；2022Q1 公司实现营业收入 27.22 亿元 (-25.80%)、归母净利润 4.84 亿元 (-28.22%)、扣非后归母净利润 4.90 亿元 (-26.67%)。

点评：

- **21 年营收保持增长，高基数影响 22Q1 表现业绩增速。**2021 年，公司实现收入 101.17 亿元(+15.19%)，归母净利润 13.44 亿元(+10.27%)，其中单四季度实现收入 20.05 亿元 (-14.13%)，归母净利润 1.20 亿元 (-40.68%)，利润端出现明显下滑，系毛利率下滑及管理费用同比明显增加所致。2022Q1 公司实现营业收入 27.22 亿元 (-25.80%)、归母净利润 4.84 亿元 (-28.22%)，系高基数所致 (2021Q1 营收全年占比为 36.26%)。展望全年，我们判断由于国内 3 月下旬起疫情明显加重，连花清瘟放量可能体现在第二季度，且截至 2021 报告期末，连花清瘟已在 20 多个国家和地区获批上市，国际化进程推进，有望推动放量。
- **公司心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药已处于行业领先地位，营销体系不断优化升级。**2021 年分业务来看，1) 心脑血管产品实现营收 45.34 亿元 (+31.56%)，营收占比 44.82%，毛利率同比下降 4.24pct，据公司 2021 年报，公司“通参芪”三大专利中药在公立医疗端市场份额由 2015 年的 13.6% 提升至 2021H1 的 17.8% (在中成药心血管疾病内服用药排名分别为第 2/5/9 名)，在零售端 2017-2021 CAGR 达 10.2%，市占率由 5.79% 提升至 6.09%；2) 呼吸系统类产品实现营收 41.08 亿元 (-3.48%)，毛利率同比上升 2.81pct。连花清瘟在 2021H1 公立医疗市场中成药感冒用药销售排名第一，在 2021 年感冒用药/清热类零售端销售额排名第 2 位；3) 其他专利产品实现营收 4.71 亿元 (+55.60%)，二线品种如津力达颗粒、夏荔芪胶囊等同比增长超过 90%，实现放量增长。4) 其他类产品实现营收 10.04 亿元 (+29.15%)，公司 2019 年起培育配方颗粒业务，2021 年销售收入同比增幅近 300%，已研发 196 个国标产品中的 182 个，业绩增长具备潜力。
- **分板块制定 2022 年针对性发展战略。**1) 中药板块营将围绕市场变化，发挥学术优势，分类终端数据化管理，提升占有，提升品牌；2) 化生药板块将坚持“转移加工切入-仿制药国际国内双注册-专利新药研发生产销售”齐步走的发展战略；3) 健康板块将继续努力打造核心及重点产品品牌，通过产品体验销售平台，发挥研发与制造业优势，打造高新技术企业。此外，各板块将根据产品研发战略和计划开展产品的研发、临床和产业化工作。

- **盈利预测：**公司以“络病证治”理论体系打造科研壁垒，现有呼吸系统及心脑血管领域大品种及二线潜力品种具备良好的品牌力和临床疗效，市场空间较大支撑长远发展，2021 年业绩保持增长。新业务方面，配方颗粒业务受益于政策环境和公司产业链竞争力，业绩发展具备潜力。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 122.90/149.43/180.64 亿元，同比增长 21.5%/21.6%/20.9%，归母净利润分别为 17.69/21.96/27.06 亿元，同比增长 31.6%/24.2%/23.2%，对应 2022-2024 年市盈率分别为 23.92/19.27 /15.64 倍。
- **风险因素：**药品降价风险、原材料价格上涨风险、募投项目效益实现风险、医药行业政策调整风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8,782	10,117	12,290	14,943	18,064
增长率 YoY %	50.8%	15.2%	21.5%	21.6%	20.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,219	1,344	1,769	2,196	2,706
增长率 YoY%	100.9%	10.3%	31.6%	24.2%	23.2%
毛利率%	64.5%	63.6%	64.1%	64.2%	64.3%
净资产收益率ROE%	13.7%	14.8%	14.8%	14.4%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.80	1.06	1.31	1.62
市盈率 P/E(倍)	34.96	24.37	23.92	19.27	15.64
市净率 P/B(倍)	4.78	3.61	3.55	2.77	2.20

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 28 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,459	5,602	7,508	10,381	13,890
货币资金	1,337	995	2,058	3,960	6,308
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,133	1,611	1,771	2,266	2,671
预付账款	332	225	370	387	503
存货	1,580	1,673	2,123	2,502	3,056
其他	1,078	1,099	1,186	1,266	1,351
非流动资产	6,033	7,303	8,418	9,566	10,814
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产（合计）	2,928	3,767	4,642	5,582	6,616
无形资产	480	661	681	701	721
其他	2,625	2,875	3,096	3,283	3,478
资产总计	11,492	12,905	15,926	19,947	24,703
流动负债	2,239	2,960	3,142	3,796	4,577
短期借款	270	500	100	100	100
应付票据	198	61	177	151	220
应付账款	990	1,560	1,637	2,126	2,476
其他	780	839	1,227	1,418	1,782
非流动负债	330	872	872	872	872
长期借款	0	500	500	500	500
其他	330	372	372	372	372
负债合计	2,569	3,833	4,014	4,668	5,450
少数股东权益	4	3	-1	-6	-12
归属母公司股	8,919	9,069	11,913	15,285	19,265
负债和股东权益	11,492	12,905	15,926	19,947	24,703

重要财务指标			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,782	10,117	12,290	14,943	18,064
同比（%）	50.8%	15.2%	21.5%	21.6%	20.9%
归属母公司净利润	1,219	1,344	1,769	2,196	2,706
同比（%）	100.9%	10.3%	31.6%	24.2%	23.2%
毛利率（%）	64.5%	63.6%	64.1%	64.2%	64.3%
ROE%	13.7%	14.8%	14.8%	14.4%	14.0%
EPS (摊薄)(元)	0.73	0.80	1.06	1.31	1.62
P/E	34.96	24.37	23.92	19.27	15.64
P/B	4.78	3.61	3.55	2.77	2.20
EV/EBITDA	17.30	16.88	18.58	14.55	11.41

利润表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,782	10,117	12,290	14,943	18,064
营业成本	3,118	3,681	4,417	5,352	6,447
营业税金及附加	136	138	168	204	247
销售费用	3,035	3,434	4,172	5,072	6,132
管理费用	400	497	604	734	887
研发费用	654	792	962	1,170	1,414
财务费用	-2	17	21	-10	-48
减值损失合	-58	-29	0	0	0
投资净收益	24	-24	-29	-35	-42
其他	32	64	122	148	179
营业利润	1,438	1,569	2,039	2,533	3,121
营业外收支	-16	-15	5	5	5
利润总额	1,422	1,554	2,044	2,538	3,126
所得税	208	212	279	346	427
净利润	1,215	1,342	1,765	2,192	2,700
少数股东损	-4	-2	-4	-4	-6
归属母公司净利润	1,219	1,344	1,769	2,196	2,706
EBITDA	1,713	1,942	2,200	2,679	3,212
EPS (当年)(元)	0.73	0.80	1.06	1.31	1.62

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,586	529	1,828	2,231	2,693
净利润	1,215	1,342	1,765	2,192	2,700
折旧摊销	275	368	233	268	275
财务费用	4	34	44	35	35
投资损失	-24	-3	29	35	42
营运资金变动	110	-1,300	-241	-298	-358
其它	7	88	-2	-1	0
投资活动现金流	-1,040	-507	-320	-294	-310
资本支出	-1,144	-672	-272	-239	-248
长期投资	79	159	-20	-20	-20
其他	25	6	-29	-35	-42
筹资活动现金流	-23	-302	-444	-35	-35
吸收投资	1	1	0	0	0
借款	220	930	-400	0	0
支付利息或股息	-244	-1,220	-44	-35	-35
现金流净增加额	521	-281	1,063	1,902	2,348

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。