

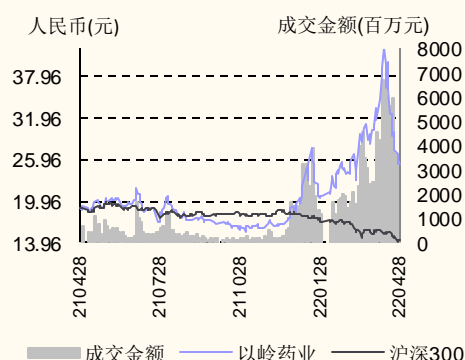
**以岭药业 (002603.SZ) 买入 (维持评级)**

公司点评

市场价格 (人民币): 25.33 元

**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	16.71
已上市流通 A 股(亿股)	13.76
总市值(亿元)	423.19
年内股价最高最低(元)	42.01/15.62
沪深 300 指数	3921
深证成指	10629

**中药创新药龙头业绩稳健成长，看好连花清瘟持续放量****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,782	10,117	12,011	14,018	16,404
营业收入增长率	50.76%	15.19%	18.72%	16.71%	17.02%
归母净利润(百万元)	1,219	1,344	1,624	1,954	2,372
归母净利润增长率	100.95%	10.27%	20.84%	20.30%	21.42%
摊薄每股收益(元)	1.012	0.804	0.972	1.169	1.420
每股经营性现金流净额	1.32	0.32	1.07	1.27	1.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.66%	14.82%	15.93%	16.78%	17.55%
P/E	25.19	24.37	26.06	21.66	17.84
P/B	3.44	3.61	4.15	3.63	3.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

**事件**

- 4 月 28 日公司发布 2021 年年报及 2022 年一季度报，2021 年公司实现营业收入 101.17 亿元，同比增长 15.19%；实现归母净利润 13.44 亿元，同比增长 10.27%。22 年一季度实现营收 27.22 亿元，同比下降 25.80%；实现归母净利润 4.84 亿元，同比下降 28.22%。业绩符合预期。

**点评**

- 2021 年连花清瘟销售基本稳定，符合预期。**公司的连花清瘟是新冠治疗推荐用药，2020 年新冠疫情爆发，连花清瘟销售额超过 42 亿元；2021 年国内疫情基本稳定，四季度部分城市对药店渠道的感冒呼吸药物进行了销售管控，对连花清瘟销售造成一定影响，2021 年全年连花清瘟实现营收 40 亿以上，基本保持稳定。
- 连花清瘟集采降价温和，2022 年有望再创新高。**(1) 广东六省联盟中成药集采中，连花清瘟颗粒降价 1%，降价温和超预期。(2) 2022 年一季度，连花清瘟在香港市场实现增量营收，此外，连花清瘟已在 20 多个国家和地区获批上市，2022 年海外销售有望带来新增长；(3) 2022 年 3 月以来，国内多个城市疫情反复，以岭药业向上海、吉林等城市多次捐赠连花清瘟。在捐赠以外，我们预计今年二季度，政府订单和居民自备需求都有较大增长，2022 年连花清瘟销售额有望再创新高。
- 公司心脑血管及其他业务保持稳定增长。**2021 年，公司心脑血管三大产品实现营收 45.34 亿元，同比增长 31.56%。二线品种如津力达颗粒、夏荔芪胶囊等同比增长超过 90%，整体二线中药创新药的营收实现 55.60% 增长。化生药、大健康等其他主营业务板块营收增长 29.77%。
- 21Q1 高基数，22Q1 业绩符合预期。**2021 年一季度河北疫情反复，公司产品提前销售造成业绩基数较高，2022 年一季度业绩表现下滑符合预期，预计二季度将实现修复。

**盈利预测与投资建议**

- 我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 120.1/140.2/164.0 亿元，归母净利润分别为 16.2/19.5/23.7 亿元。维持“买入”评级。

**风险提示**

- 疫情变化风险，中成药集采风险，产品销售不及预期风险，医保等政策监管风险，新药研发进度不及预期风险。

**相关报告**

- 《连花清瘟集采降价 1%，公司捐赠助力抗击疫情-以岭药业点评》，2022.4.11
- 《创新中药东风已至，龙头品牌强势崛起-以岭药业公司深度》，2022.3.29

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002  
(8621)60870953  
wang\_ban@gjzq.com.cn

王维肖

联系人  
wangweix@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,825</b>	<b>8,782</b>	<b>10,117</b>	<b>12,011</b>	<b>14,018</b>	<b>16,404</b>
增长率		50.8%	15.2%	18.7%	16.7%	17.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,106</b>	<b>-3,118</b>	<b>-3,681</b>	<b>-4,371</b>	<b>-5,101</b>	<b>-5,969</b>
<b>%销售收入</b>	<b>36.2%</b>	<b>35.5%</b>	<b>36.4%</b>	<b>36.4%</b>	<b>36.4%</b>	<b>36.4%</b>
<b>毛利</b>	<b>3,719</b>	<b>5,664</b>	<b>6,436</b>	<b>7,640</b>	<b>8,917</b>	<b>10,434</b>
%销售收入	63.8%	64.5%	63.6%	63.6%	63.6%	63.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-95</b>	<b>-136</b>	<b>-138</b>	<b>-165</b>	<b>-192</b>	<b>-225</b>
%销售收入	1.6%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
<b>销售费用</b>	<b>-2,227</b>	<b>-3,035</b>	<b>-3,434</b>	<b>-4,024</b>	<b>-4,661</b>	<b>-5,413</b>
%销售收入	38.2%	34.6%	33.9%	33.5%	33.3%	33.0%
<b>管理费用</b>	<b>-352</b>	<b>-400</b>	<b>-497</b>	<b>-601</b>	<b>-701</b>	<b>-820</b>
%销售收入	6.0%	4.6%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>研发费用</b>	<b>-391</b>	<b>-654</b>	<b>-792</b>	<b>-925</b>	<b>-1,065</b>	<b>-1,230</b>
%销售收入	6.7%	7.5%	7.8%	7.7%	7.6%	7.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>654</b>	<b>1,438</b>	<b>1,574</b>	<b>1,927</b>	<b>2,298</b>	<b>2,746</b>
%销售收入	11.2%	16.4%	15.6%	16.0%	16.4%	16.7%
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>-17</b>	<b>-48</b>	<b>-38</b>	<b>-1</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.3%	0.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-6</b>	<b>-78</b>	<b>-66</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>-24</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
%税前利润	4.0%	1.7%	n.a	0.5%	0.4%	0.4%
<b>营业利润</b>	<b>710</b>	<b>1,438</b>	<b>1,569</b>	<b>1,888</b>	<b>2,270</b>	<b>2,755</b>
营业利润率	12.2%	16.4%	15.5%	15.7%	16.2%	16.8%
<b>营业外收支</b>	<b>-2</b>	<b>-16</b>	<b>-15</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>
<b>税前利润</b>	<b>708</b>	<b>1,422</b>	<b>1,554</b>	<b>1,878</b>	<b>2,260</b>	<b>2,745</b>
利润率	12.2%	16.2%	15.4%	15.6%	16.1%	16.7%
<b>所得税</b>	<b>-105</b>	<b>-208</b>	<b>-212</b>	<b>-256</b>	<b>-308</b>	<b>-375</b>
所得税率	14.8%	14.6%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
<b>净利润</b>	<b>603</b>	<b>1,215</b>	<b>1,342</b>	<b>1,622</b>	<b>1,952</b>	<b>2,370</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>607</b>	<b>1,219</b>	<b>1,344</b>	<b>1,624</b>	<b>1,954</b>	<b>2,372</b>
净利率	10.4%	13.9%	13.3%	13.5%	13.9%	14.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>603</b>	<b>1,215</b>	<b>1,342</b>	<b>1,622</b>	<b>1,952</b>	<b>2,370</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>非现金支出</b>	<b>269</b>	<b>353</b>	<b>434</b>	<b>410</b>	<b>468</b>	<b>525</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-37</b>	<b>-92</b>	<b>53</b>	<b>191</b>	<b>73</b>	<b>43</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-766</b>	<b>110</b>	<b>-1,300</b>	<b>-442</b>	<b>-371</b>	<b>-439</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>69</b>	<b>1,586</b>	<b>529</b>	<b>1,781</b>	<b>2,121</b>	<b>2,499</b>
<b>资本开支</b>	<b>-454</b>	<b>-1,144</b>	<b>-672</b>	<b>-452</b>	<b>-1,042</b>	<b>-992</b>
<b>投资</b>	<b>465</b>	<b>79</b>	<b>159</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>其他</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>37</b>	<b>-1,040</b>	<b>-507</b>	<b>-445</b>	<b>-1,035</b>	<b>-985</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>50</b>	<b>220</b>	<b>930</b>	<b>-163</b>	<b>-249</b>	<b>-657</b>
<b>其他</b>	<b>-220</b>	<b>-245</b>	<b>-1,233</b>	<b>-576</b>	<b>-574</b>	<b>-544</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-170</b>	<b>-23</b>	<b>-302</b>	<b>-739</b>	<b>-823</b>	<b>-1,201</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-64</b>	<b>521</b>	<b>-281</b>	<b>597</b>	<b>263</b>	<b>313</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>733</b>	<b>1,337</b>	<b>995</b>	<b>1,589</b>	<b>1,850</b>	<b>2,161</b>
<b>应收款项</b>	<b>2,424</b>	<b>1,771</b>	<b>2,368</b>	<b>2,459</b>	<b>2,870</b>	<b>3,358</b>
<b>存货</b>	<b>1,222</b>	<b>1,580</b>	<b>1,673</b>	<b>1,932</b>	<b>2,254</b>	<b>2,638</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>689</b>	<b>771</b>	<b>566</b>	<b>687</b>	<b>743</b>	<b>809</b>
<b>流动资产</b>	<b>5,068</b>	<b>5,459</b>	<b>5,602</b>	<b>6,667</b>	<b>7,717</b>	<b>8,966</b>
%总资产	55.9%	47.5%	43.4%	48.0%	49.8%	52.1%
<b>长期投资</b>	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>34</b>
<b>固定资产</b>	<b>3,060</b>	<b>4,313</b>	<b>5,730</b>	<b>6,442</b>	<b>6,998</b>	<b>7,446</b>
%总资产	33.7%	37.5%	44.4%	46.4%	45.1%	43.3%
<b>无形资产</b>	<b>765</b>	<b>742</b>	<b>900</b>	<b>723</b>	<b>733</b>	<b>742</b>
<b>非流动资产</b>	<b>4,001</b>	<b>6,033</b>	<b>7,303</b>	<b>7,220</b>	<b>7,787</b>	<b>8,247</b>
%总资产	44.1%	52.5%	56.6%	52.0%	50.2%	47.9%
<b>资产总计</b>	<b>9,069</b>	<b>11,492</b>	<b>12,905</b>	<b>13,887</b>	<b>15,504</b>	<b>17,213</b>
<b>短期借款</b>	<b>50</b>	<b>270</b>	<b>514</b>	<b>809</b>	<b>661</b>	<b>103</b>
<b>应付款项</b>	<b>547</b>	<b>1,259</b>	<b>1,663</b>	<b>1,737</b>	<b>2,027</b>	<b>2,372</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>210</b>	<b>710</b>	<b>784</b>	<b>738</b>	<b>866</b>	<b>1,021</b>
<b>流动负债</b>	<b>806</b>	<b>2,239</b>	<b>2,960</b>	<b>3,285</b>	<b>3,554</b>	<b>3,496</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>500</b>	<b>400</b>	<b>300</b>	<b>200</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>310</b>	<b>330</b>	<b>372</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>5</b>
<b>负债</b>	<b>1,117</b>	<b>2,569</b>	<b>3,833</b>	<b>3,694</b>	<b>3,861</b>	<b>3,701</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,944</b>	<b>8,919</b>	<b>9,069</b>	<b>10,192</b>	<b>11,644</b>	<b>13,515</b>
其中：股本	<b>1,204</b>	<b>1,204</b>	<b>1,671</b>	<b>1,671</b>	<b>1,671</b>	<b>1,671</b>
未分配利润	<b>3,483</b>	<b>4,324</b>	<b>4,306</b>	<b>5,429</b>	<b>6,881</b>	<b>8,752</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,069</b>	<b>11,492</b>	<b>12,905</b>	<b>13,887</b>	<b>15,504</b>	<b>17,213</b>

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.504	1.012	0.804	0.972	1.169	1.420
每股净资产	6.600	7.410	5.428	6.100	6.970	8.089
每股经营现金净流	0.057	1.318	0.316	1.066	1.270	1.496
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.63%	13.66%	14.82%	15.93%	16.78%	17.55%
总资产收益率	6.69%	10.60%	10.41%	11.69%	12.60%	13.78%
投入资本收益率	6.97%	13.35%	13.48%	14.59%	15.74%	17.16%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	20.99%	50.76%	15.19%	18.72%	16.71%	17.02%
EBIT增长率	-0.39%	119.75%	9.50%	22.37%	19.26%	19.52%
净利润增长率	1.21%	100.95%	10.27%	20.84%	20.30%	21.42%
总资产增长率	5.99%	26.72%	12.29%	7.61%	11.64%	11.02%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	54.4	46.8	49.5	49.5	49.5	49.5
存货周转天数	207.7	164.0	161.3	161.3	161.3	161.3
应付账款周转天数	77.6	87.6	126.5	126.5	126.5	126.5
固定资产周转天数	171.9	122.2	136.4	121.3	108.0	94.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-12.27%	-14.39%	-0.40%	-4.26%	-8.11%	-14.16%
EBIT利息保障倍数	-687.7	-782.8	90.9	39.9	61.2	2,058.9
资产负债率	12.31%	22.35%	29.70%	26.60%	24.90%	21.50%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	8	13	16	22
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.11	1.13	1.16	1.00

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-29	买入	30.10	33.32 ~ 33.32
2	2022-04-11	买入	39.09	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402