

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 买入

上次评级 买入

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

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q2 利润端表现亮眼，产品研发稳步推进

2022 年 08 月 29 日

事件：以岭药业发布 2022 年中报，2022 上半年公司实现营业收入 55.66 亿元，同比下降 5.59%，实现归母净利润 10.49 亿元，同比增长 8.76%，实现扣非归母净利润 10.50 亿元，同比增长 13.04%，实现基本每股收益 0.6276 元，同比增长 8.75%。

点评：

- **销售费用支出减少，Q2 利润端增速亮眼。**公司 2022H1 实现营收 55.66 亿元（-5.59%），归母净利润为 10.49 亿元（+8.76%）。其中单二季度实现营收 28.44 亿元（+27.68%），归母净利润为 5.64 亿元（+94.96%）。上半年销售费用率为 26.58%，较去年同期减少 8.13pct，带动利润端表现较好。
- **连花清瘟同比微增，连花清咳和配方颗粒业务实现高增长。**分产品来看，受疫情影响，上半年心脑血管类业务收入同比下滑 10.97%，而连花清瘟因二季度新冠疫情、南方流感需求增加等因素影响，其收入在去年较高基数下仍实现同比增长，整体抗感冒类业务收入同比增长 2.44%；连花清咳实现销售收入近五千万元（同比增长逾 60%），公司希望将其培育成为下一个大市场品种。此外，配方颗粒业务销售收入同比增速超过 100%，已完成 300 多个新标准品种的上市备案工作，并通过扩产能、增加销售团队等举措立足河北发力全国。展望全年，我们认为下半年若疫情可控，传统心脑血管业务有望恢复增长。
- **加大研发投入，新产品上市打造新增长点。**报告期内，公司研发费用支出为 3.74 亿元（+4%），研发产出效率持续提升。中药板块，新药芪黄明目胶囊计划申报新药、小儿连花清感颗粒已经完成临床二期临床、柴苓通淋片新增适应症药物临床试验批准通知书、老产品养正消积胶囊正在申请新增适应症，连花清瘟胶囊新增 2 个海外国家批文，继续扩大出口业务贡献；化药板块，苯胺洛芬完成临床三期研究，在 Pre-NDA 阶段，5 个化药仿制药通过一致性评价，2 个 ANDA 产品来曲唑、阿那曲唑片国内同步申报获批；健康产业板块，力争将“连花”品牌打造成为呼吸系统防护第一品牌。
- **盈利预测与投资评级：**以岭药业以“络病证治”理论体系打造科研壁垒，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品牌力和临床疗效，市场空间较大支撑长远发展，2022 年上半年利润端表现较好，持续研发投入，新品推出打造新的业绩增长点。我们预计公司 2022-2024 年实现营收分别为 112.32/131.00/152.37 亿元，同比增长 11.0%/16.6%/16.3%，归母净利润分别为 17.10/19.70/22.76 亿元，同比增长 27.3%/15.2%/15.5%，对应 2022-2024 年市盈率分别为 21/18/16X，维持“买入”评级。
- **风险因素：**药品降价风险、中药材涨价风险、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	11,232	13,100	15,237
增长率 YoY%	50.8%	15.2%	11.0%	16.6%	16.3%
归属母公司净利润 (百万元)	1,219	1,344	1,710	1,970	2,276
增长率 YoY%	100.9%	10.3%	27.3%	15.2%	15.5%
毛利率%	64.5%	63.6%	62.9%	62.4%	62.0%
净资产收益率ROE%	13.7%	14.8%	14.4%	13.1%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.80	1.02	1.18	1.36
市盈率 P/E(倍)	34.96	24.37	21.14	18.35	15.89
市净率 P/B(倍)	4.78	3.61	3.05	2.41	1.95

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 29 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	7,388	9,964	12,941
货币资金	1,337	995	2,236	4,052	6,142
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,133	1,611	1,618	1,987	2,253
预付账款	332	225	348	357	452
存货	1,580	1,673	2,001	2,304	2,747
其他	1,078	1,099	1,185	1,264	1,348
非流动资产	6,033	7,303	8,318	9,432	10,636
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	2,928	3,767	4,542	5,449	6,438
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	15,706	19,396	23,577
流动负债	2,239	2,960	2,981	3,529	4,164
短期借款	270	500	100	100	100
应付票据	198	61	167	140	198
应付账款	990	1,560	1,543	1,958	2,225
其他	780	839	1,171	1,332	1,641
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	3,853	4,402	5,036
少数股东权益	4	3	-1	-5	-10
归属母公司股	8,919	9,069	11,854	15,000	18,551
负债和股东权益	11,492	12,905	15,706	19,396	23,577

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	11,232	13,100	15,237
同比(%)	50.8%	15.2%	11.0%	16.6%	16.3%
归属母公司净利润	1,219	1,344	1,710	1,970	2,276
同比(%)	100.9	10.3%	27.3%	15.2%	15.5%
毛利率(%)	64.5%	63.6%	62.9%	62.4%	62.0%
ROE%	13.7%	14.8%	14.4%	13.1%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	0.73	0.80	1.02	1.18	1.36
P/E	34.96	24.37	21.14	18.35	15.89
P/B	4.78	3.61	3.05	2.41	1.95
EV/EBITDA	17.30	16.88	15.54	13.46	11.19

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	11,232	13,100	15,237
营业成本	3,118	3,681	4,163	4,929	5,794
营业税金及附加	136	138	154	179	208
销售费用	3,035	3,434	3,594	4,192	4,876
管理费用	400	497	552	643	748
研发费用	654	792	879	1,026	1,193
财务费用	-2	17	4	-43	-92
减值损失合	-58	-29	0	0	0
投资净收益	24	-24	-26	-31	-36
其他	32	64	111	130	151
营业利润	1,438	1,569	1,971	2,272	2,625
营业外收支	-16	-15	5	5	5
利润总额	1,422	1,554	1,976	2,277	2,630
所得税	208	212	270	311	359
净利润	1,215	1,342	1,706	1,966	2,271
少数股东损	-4	-2	-4	-4	-5
归属母公司净利润	1,219	1,344	1,710	1,970	2,276
EBITDA	1,713	1,942	2,223	2,432	2,738
EPS(当年)(元)	0.73	0.80	1.02	1.18	1.36

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	2,002	2,141	2,427
净利润	1,215	1,342	1,706	1,966	2,271
折旧摊销	275	368	333	302	320
财务费用	4	34	44	35	35
投资损失	-24	-3	26	31	36
营运资金变动	110	-1,300	-104	-191	-233
其它	7	88	-2	-2	-1
投资活动现金流	-1,040	-507	-318	-290	-303
资本支出	-1,144	-672	-271	-239	-247
长期投资	79	159	-20	-20	-20
其他	25	6	-26	-31	-36
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	1,241	1,816	2,089

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
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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。