

2023年03月07日

公司研究•证券研究报告

以岭药业 (002603.SZ)

中药创新药再认识，估值有望扩张

投资要点

- ◆ **中药创新药研发进入收获期：**2021-2023年国务院办公厅分别发布了加快中医药特色发展、十四五中医药发展规划、中医药振兴的相关政策，中药创新药审批速度加快、临床应用范围扩大、医保报销支持加大，迎来最好的政策机遇期。中药创新药审批速度快，研发支出少且长期成长性强，投资性价比高。中药创新药研发支出一般为数千万元，但长尾效应明显推动销售持续增长，如通心络胶囊和参松养心胶囊均已获批超过20年仍保持稳定增长。公司高度重视中药创新药研发，是国内中药创新药龙头企业之一，研发支出占收入的比例维持在8%左右。2020年连花清咳片获批，2021年解郁除烦胶囊和益肾养心安神片获批，岐黄明目胶囊已申报NDA，还有3个处于临床3期，2个处于临床2期，即将迎来密集收获期。
- ◆ **心血管线稳定增长，呼吸线快速增长，潜力产品高速放量：**心血管线三大品种通心络、参松养心、芪苈强心销售额均在10亿以上，渠道协同效应明显保持15%稳定增长。新冠+流感病例高发，连花清瘟在中药抗病毒产品中排名第一，仍将保持稳定增长。连花清瘟主打抗病毒、退烧、头痛等功效，连花清咳片主打止咳化痰，双方能够形成有效互补，借助连花清瘟渠道有望加快销售。连花清咳片于2020年获批并谈判进入医保，未来有望进入基药目录进一步放量。预计2023-2024年销售额分别为8/16亿元，从而推动呼吸线销售快速增长。潜力品种八子补肾胶囊、津力达颗粒、夏荔芪胶囊、解郁除烦胶囊、益肾养心安神片均为独家品种且正处于高速放量阶段，未来有望成为新的业绩增长点。
- ◆ **投资建议：**考虑到连花清瘟抗新冠疗效好在2022年实现高增长，2023有望带动连花清咳快速放量，心血管产品线保持稳定增长，二线创新药产品进入高增长通道，我们公司预测2022年至2024年每股收益分别为1.35/1.36/1.66元，增速分别为67%/1%/23%，对应PE分别为22/21/17倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**产品研发进度低于预期；产品销售低于预期；新冠疫情扰动。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,782	10,117	13,916	13,912	16,838
YoY(%)	50.8	15.2	37.6	-0.0	21.0
净利润(百万元)	1,219	1,344	2,249	2,268	2,782
YoY(%)	100.9	10.3	67.3	0.8	22.7
毛利率(%)	64.5	63.6	65.8	64.9	65.4
EPS(摊薄/元)	0.73	0.80	1.35	1.36	1.66
ROE(%)	13.6	14.8	20.8	18.3	19.3
P/E(倍)	39.8	36.1	21.6	21.4	17.4
P/B(倍)	5.4	5.3	4.5	3.9	3.4
净利率(%)	13.9	13.3	16.2	16.3	16.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

公司快报

医药 | 中成药III

投资评级

买入-B(首次)

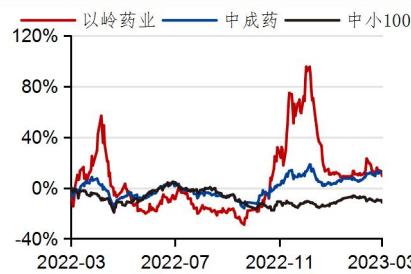
股价(2023-03-07)

29.01元

交易数据

总市值（百万元）	48,467.16
流通市值（百万元）	39,917.48
总股本（百万股）	1,670.71
流通股本（百万股）	1,375.99
12个月价格区间	50.00/19.30

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.49	-6.13	12.41
绝对收益	-5.73	-0.5	6.15

分析师

周平
SAC执业证书编号: S0910523020001
zhouping@huajinsc.cn

相关报告



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5459	5602	8820	7529	11083	营业收入	8782	10117	13916	13912	16838
现金	1337	995	2227	2571	2694	营业成本	3118	3681	4757	4878	5823
应收票据及应收账款	1133	1611	2163	1609	2957	营业税金及附加	136	138	195	195	236
预付账款	332	225	540	224	701	营业费用	3035	3434	4314	4173	5051
存货	1580	1673	2531	1780	3365	管理费用	400	497	835	835	1094
其他流动资产	1078	1099	1359	1344	1365	研发费用	654	792	1183	1182	1431
非流动资产	6033	7303	9168	8742	9902	财务费用	-2	17	77	50	-0
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-78	-66	-50	-50	-50
固定资产	2942	3779	5379	5362	6393	公允价值变动收益	5	2	0	0	0
无形资产	737	898	959	969	976	投资净收益	24	-24	-10	-10	-10
其他非流动资产	2355	2625	2830	2411	2533	营业利润	1438	1569	2576	2618	3222
资产总计	11492	12905	17988	16270	20984	营业外收入	1	11	0	0	0
流动负债	2239	2960	6375	3171	5983	营业外支出	17	26	-70	-50	-50
短期借款	270	500	3128	500	1814	利润总额	1422	1554	2646	2668	3272
应付票据及应付账款	1188	1621	2009	1714	2730	所得税	208	212	397	400	491
其他流动负债	780	839	1238	956	1440	税后利润	1215	1342	2249	2268	2782
非流动负债	330	872	793	681	594	少数股东损益	-4	-2	0	0	0
长期借款	0	500	421	309	222	归属母公司净利润	1219	1344	2249	2268	2782
其他非流动负债	330	372	372	372	372	EBITDA	1674	1945	3120	3200	3825
负债合计	2569	3833	7168	3851	6577						
少数股东权益	4	3	3	3	3						
股本	1204	1671	1671	1671	1671						
资本公积	2932	2343	2343	2343	2343						
留存收益	4915	5065	6213	7207	8311						
归属母公司股东权益	8919	9069	10817	12416	14404						
负债和股东权益	11492	12905	17988	16270	20984						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
经营活动现金流	1586	529	1687	3869	1408						
净利润	1215	1342	2249	2268	2782						
折旧摊销	275	357	398	482	552						
财务费用	-2	17	77	50	-0						
投资损失	-24	24	10	10	10						
营运资金变动	92	-1330	-1047	1059	-1936						
其他经营现金流	30	118	0	0	0						
投资活动现金流	-1040	-507	-2518	-66	-1722						
筹资活动现金流	-23	-302	-565	-831	-875						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.80	1.35	1.36	1.66	P/E	39.8	36.1	21.6	21.4	17.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.32	1.01	2.32	0.84	P/B	5.4	5.3	4.5	3.9	3.4
每股净资产(最新摊薄)	5.34	5.43	6.47	7.43	8.62	EV/EBITDA	28.2	24.9	15.9	14.5	12.5

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn