

短期业绩承压，坚持创新药研发挖掘内生增长潜力

- **事件：**以岭药业公布 2023 年第三季度报告，2023 年前三季度公司营业收入 85.75 亿元 (YOY+7.91%)，归母净利润 17.59 亿元 (YOY+24.35%)，扣非归母净利润 16.40 亿元 (YOY+15.84%)。
- **Q3 公司营收和净利润同比下降，短期内业绩有所承压。** 2023Q3 公司营业收入 17.84 亿元 (YOY-25.02%)，归母净利润 1.53 亿元 (YOY-58.26%)，扣非归母净利润 0.99 亿元 (YOY-72.80%)。受到 2022Q3 基数和 2023Q3 终端连花系列需求放缓的影响，2023Q3 业绩出现下滑。受中药材价格上涨影响，Q3 销售毛利率 58.26%，同比下降近 3.3pct。
- **经营现金流相对下滑，三费费用率略有上升。** 2023 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额 1.45 亿元 (YOY-88.18%)，主要是经营性支出增加所致。分季度来看，2023Q1 经营活动产生的现金流量净额 4.00 亿元 (YOY-26.61%)，Q2 为 2.80 亿元 (YOY-68.44%)，Q3 为 -5.36 亿元 (YOY-155.88%)。2023Q3 公司销售费用率 31.69%，同比上升近 3.9pct；管理费用率 7.59%，同比上升近 3.1pct；财务费用率 0.26%，同比上升 0.1pct。
- **研发投入持续增加，中药化药研发取得新进展。** 2023Q3 研发费用 1.91 亿元 (YOY+7.58%)，研发费用率达到 10.71%。公司积极开展创新中药研发，布局化生药和健康产业，构建了专利中药、化生药、健康产业协同发展、相互促进的医药健康产业格局。2023Q3 中药新药莲花清咳颗粒临床试验申请获得受理，中药创新药参苓颗粒临床试验申请获得批准，化药创新药 G201-Na 胶囊药物、XY0206 药物临床试验申请获得受理。
- **投资建议：**公司在络病理论指导下，围绕中药、化生药、大健康等业务板块，以市场为导向，进一步提升药品创新能力，丰富产品管线，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 20/24/28 亿元，PE 分别为 18/16/13 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**研发进展的不确定性；政策性风险；产品销售不及预期的风险；药品注册进度的不确定性。

推荐

维持评级

当前价格：

22.29 元

**分析师 王班**执业证书：S0100523050002
邮箱：wangban@mszq.com**分析师 宋丽莹**执业证书：S0100523090003
邮箱：songliying@mszq.com

相关研究

1. 以岭药业 (002603.SZ) 2023 年半年度业绩预告点评：创新中药研发龙头，2023H1 业绩表现亮眼-2023/07/17

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	12,533	10,779	12,204	13,932
增长率 (%)	23.9	-14.0	13.2	14.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,362	2,022	2,384	2,768
增长率 (%)	75.7	-14.4	17.9	16.1
每股收益 (元)	1.41	1.21	1.43	1.66
PE	16	18	16	13
PB	3.4	3.1	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,533	10,779	12,204	13,932
营业成本	4,541	4,119	4,641	5,253
营业税金及附加	203	163	185	211
销售费用	3,259	2,802	3,089	3,527
管理费用	612	527	596	681
研发费用	1,032	841	952	1,087
EBIT	2,934	2,398	2,823	3,268
财务费用	20	8	10	6
资产减值损失	-108	-23	-26	-30
投资收益	-7	-1	-1	-1
营业利润	2,830	2,364	2,784	3,229
营业外收支	-49	-17	-17	-17
利润总额	2,781	2,347	2,767	3,212
所得税	424	329	387	450
净利润	2,357	2,018	2,380	2,763
归属于母公司净利润	2,362	2,022	2,384	2,768
EBITDA	3,386	2,906	3,468	4,045

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,904	2,373	3,444	4,740
应收账款及票据	1,727	1,515	1,589	1,738
预付款项	516	432	436	446
存货	2,022	1,908	2,150	2,433
其他流动资产	1,085	1,208	1,342	1,509
流动资产合计	7,254	7,436	8,960	10,867
长期股权投资	2	3	3	3
固定资产	4,625	5,155	5,584	6,008
无形资产	724	785	784	781
非流动资产合计	9,082	9,692	10,052	10,355
资产合计	16,336	17,128	19,012	21,221
短期借款	500	700	920	1,170
应付账款及票据	2,061	1,817	1,895	1,986
其他流动负债	2,289	1,945	1,871	1,811
流动负债合计	4,850	4,463	4,685	4,968
长期借款	200	200	200	200
其他长期负债	356	351	347	353
非流动负债合计	556	551	547	553
负债合计	5,406	5,014	5,232	5,521
股本	1,671	1,671	1,671	1,671
少数股东权益	-2	-6	-11	-16
股东权益合计	10,930	12,114	13,780	15,700
负债和股东权益合计	16,336	17,128	19,012	21,221

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.88	-14.00	13.22	14.16
EBIT 增长率	81.01	-18.27	17.74	15.76
净利润增长率	75.75	-14.38	17.91	16.10
盈利能力 (%)				
毛利率	63.77	61.79	61.97	62.30
净利润率	18.84	18.76	19.54	19.87
总资产收益率 ROA	14.46	11.81	12.54	13.04
净资产收益率 ROE	21.60	16.68	17.29	17.61
偿债能力				
流动比率	1.50	1.67	1.91	2.19
速动比率	0.95	1.10	1.31	1.55
现金比率	0.39	0.53	0.73	0.95
资产负债率 (%)	33.09	29.27	27.52	26.02
经营效率				
应收账款周转天数	50.29	51.83	48.00	46.00
存货周转天数	162.53	171.12	171.12	171.12
总资产周转率	0.86	0.64	0.68	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	1.41	1.21	1.43	1.66
每股净资产	6.54	7.25	8.25	9.41
每股经营现金流	2.09	1.43	1.62	1.84
每股股利	0.50	0.43	0.50	0.59
估值分析				
PE	16	18	16	13
PB	3.4	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	10.69	12.35	10.09	8.39
股息收益率 (%)	2.24	1.92	2.26	2.63
现金流量表 (百万元)				
净利润	2,357	2,018	2,380	2,763
折旧和摊销	452	508	645	778
营运资金变动	684	-254	-402	-555
经营活动现金流	3,488	2,387	2,709	3,080
资本开支	-214	-548	-514	-647
投资	-1,789	-56	-56	-56
投资活动现金流	-1,995	-1,200	-1,048	-1,113
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-350	164	180	230
筹资活动现金流	-637	-719	-591	-671
现金净流量	857	468	1,071	1,296

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026